

有色金属

加工费上行加码铝需求景气，锂资源供给格局未稳潜藏机遇

贵金属：弱就业掣肘美货币政策，高通胀或将提振金价。①名义利率：周内十年期美债利率由1.60%小幅上涨至1.63%。当前市场对宏观数据较为敏感，4月CPI（4.2%，前值2.6%，预期值3.6%）与PPI（0.6%，前值1.0%，预期值0.3%）超预期再次引发市场流动性收紧预期，但零售销售数据、工业产出及消费者信心指数恶化再次指向经济复苏不及预期，避险情绪重新好转；②通胀预期：尽管当前美国CPI超预期抬升，但失业数据回升与居民零售消费不及预期或将阻碍美国抬升基准利率。同时美联储短期容忍通胀上行行为亦为债券市场打开隐含通胀上限，通胀后续或将延续上行；③美元指数：德国5月ZEW经济景气指数提升至84.4，高于预期值72，欧洲经济恢复呈加速状态，或将边际弱化美指。

基本金属：内增外降，国内外铜库存变动分化；铝下游加工费快速上行。（1）铜：①供给上，BHP旗下Escondida等矿山工人陷入劳资谈判纠纷，后续存罢工风险。智利硫酸供应紧张，当地电解铜生产已受影响，铜精矿供给恢复面临更多压力；②需求方面，保税区及上交所库存增加证明期货市场存在一定获利了结行为，但精废铜价差收窄或佐证当前市场预计铜价可站稳高位。海外伴随欧美经济复苏，交易所库存加速去化，预计短期铜价变动将由海外市场主导；③库存方面，全球显性库存累库2.07万吨，上期所增加2.62万吨，LME减少1.46万吨。预期铜价短期维持高位震荡，大幅下跌可能性较低；（2）铝：①库存方面：交易所库存周内下降3.16至213.46万吨，国内社库下降4.48至111.3万吨，呈加速去库趋势。②供给方面：二季度复产与新投产能合计约76万吨，边际上缓解电解铝供给紧张局面，但短期存在爬产期，预计对二、三季度影响有限；③需求方面：二季度开始为铝消费传统旺季，本周铝棒加工费在电解铝高“基价”环境下快速上涨，由375元/吨大幅提升至412元/吨，证明当前下游采购高景气，终端接受高铝价并具有继续抬升空间。叠加旺季来临与一季度累库水平较低，后续库存去化速率或将加快，支撑二季度电解铝价格维持强势。

能源金属：氢氧化锂供需向好；锂资源供给格局未定潜藏机遇。（1）锂：①本周氢氧化锂及碳酸锂价格维稳，电池级氢氧化锂（粗颗粒）成交价集中于8.4-8.7万元/吨，电池级碳酸锂集中于8.95万元/吨。海外锂辉石价格上行拉动氢氧化锂终端售价，产业链利润空间或将向资源端转移；另一方面锂资源尤其海外锂辉石供给过度集中背景下中国锂产业链外循环面临瓶颈，周内中国阿根廷签署锂矿投资合作谅解备忘录，或为未来中国锂资源海外供给打开新局面。②海外高镍化需求抬升以及锂矿石原料供给瓶颈带动氢氧化锂供需向好。在生产端开工率进一步走高情况下，工厂库存维持低位，氢氧化锂有望延续补涨行情。（2）镍：本周电池级硫酸镍价格维稳于3.48万元/吨。传统镍盐厂冶炼开工维稳，镍豆溶解产量继续维持高位，产量呈现稳步上涨趋势。下游当前对镍价敏感度较高，下游观望情绪浓厚，硫酸镍价格或将跟随镍价变动。（3）钴：本周钴中间品报价约18.1-18.3美元/磅，周下调约3.49%；随着5月钴原料陆续到港，供给忧虑或将缓解。终端需求上，动力电池市场需求旺盛，下游客户仍有一定库存储备，市场采购短期难有好转，价格预计仍会弱势运行。

以供需基本面为短期景气指标，继续推荐铜铝板块高景气下投资机会，锂资源格局未稳潜藏投资机会。（1）自上而下：铜铝板块库存仍处下行趋势当中，库存低位下铜、铝价格有望延续强势。（2）通胀抬升预期下，短期美国就业市场及消费数据难以支撑流动性收紧，贵金属上涨行情有望延续，建议关注具备矿产金的龙头弹性标的。

风险提示：全球经济复苏不及预期风险、全球疫情发展超预期风险、地缘政治风险等。

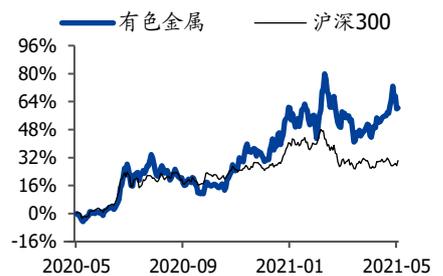
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
603979	金诚信	买入	0.69	0.85	1.40	1.95	23.04	18.71	11.36	8.15

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 王琪

执业证书编号：S0680521030003

邮箱：wangqi@gszq.com

研究助理 刘思蒙

邮箱：liusimeng@gszq.com

相关研究

- 《有色金属：通胀升温催化金银铜铝，能源金属“外循环”面临考验》2021-05-09
- 《有色金属：“碳达峰”长期路径VS.产业供需瓶颈，对电解铝影响几何？》2021-05-05
- 《有色金属：旺季去库支撑铜铝价格稳升，锂期货上市增加新变量》2021-05-05



内容目录

一、周观点：加工费上行加码铝需求景气，锂资源供给格局未稳潜藏机遇	4
二、周度数据跟踪	5
2.1、股票周度涨跌：炼石有色、丰华股份、银泰资源涨幅分居前三	5
2.2、金属价格及库存变动：基本金属价格普跌，贵金属价格总体微跌；LME铜、锌、镍去库明显	5
三、美面临通胀升温与弱就业格局，宏观博弈扰动金属价格	7
3.1、黄金：弱消费限制货币政策行为，高通胀或将提振金价	7
3.2、工业金属：国内外库存变动分化，铜铝价格短期或由海外市场主导	9
3.2.1、铜：国内外库存变动分化，铜价或维持高位震荡	9
3.2.2、铝：价格高位下库存延续去化，铝价走强有望延续	11
3.3、能源金属：氢氧化锂供需向好；钴原料库存问题边际缓解	14
3.3.1、锂资源及锂盐：氢氧化锂需求好转带动补涨行情，锂资源供给增加新变量	14
3.3.2、电池级镍盐：硫酸镍跟涨镍价行情，下游采购回落或压制上行动力	16
3.3.3、钴原料及钴盐：国内原料开启补库，采购淡季削减价格支撑	17
风险提示	19

图表目录

图表 1: 本周炼石有色领涨	5
图表 2: 本周利源精制领跌	5
图表 3: 本周国内外贵金属价格总体微跌	5
图表 4: 周内基本金属价格普跌，铜跌幅较小	6
图表 5: 电池级氢氧化锂、微粉级氢氧化锂周涨幅居前，碳酸锂价格持稳，四氧化三钴、硫酸钴价格下跌	6
图表 6: 交易所基本金属库存多数下降，SHFE铅大幅上升，LME铜、锌、镍降库明显	7
图表 7: 美联储扩表仍在继续，但伴随经济企稳扩表的速度开始放缓	8
图表 8: 周内美十债利率小幅上升至 1.63%	8
图表 9: 4月美国新增非农就业人数约 26.6 万人，环比 3月大幅降低	8
图表 10: 周内美元实际利率维持震荡，金价小幅下跌	8
图表 11: 近期金银比横向震荡	8
图表 12: 周内隐含通胀升 0.02pct 至 2.51%	9
图表 13: 铜金比周内震荡	9
图表 14: 广义美元指数周内稳定于 111.29	9
图表 15: SPDR 黄金 ETF 持仓规模升 3.21 吨	9
图表 16: 周内三大交易所累库 1.02 万吨 (万吨)	10
图表 17: 本周全球铜表观库存上涨 2.07 万吨 (万吨)	10
图表 18: 本周铜粗炼费 (TC) 维稳于 29.57 美元/干吨相对低点	11
图表 19: 国内 3 月电解铜产量为 86 万吨 (万吨)	11
图表 20: 4 月铜杆加工费横向震荡	11
图表 21: 3 月铜材加工企业维持合理运营水平 (万吨)	11
图表 22: 国内电解铝社会库存加速去化，周降 4.48 至 111.25 万吨	12
图表 23: 三大交易所电解铝库存周内降 3.15 万吨	12
图表 24: 国内电解铝企业 3 月开工率小幅回落至 79.12%	12
图表 25: 4 月电解铝产量环比降 1.6% 至 323.53 万吨 (万吨)	12
图表 26: 铝价维持高位下，本周电解铝单吨平均盈利约为 3863 元/吨	13

图表 27: 铝价高位下, 预焙阳极单吨平均盈利约为 911 元/吨.....	13
图表 28: 本周铝棒月均加工费大幅上涨至 411.7 元/吨.....	14
图表 29: 铝板带箔加工费维持稳定于 2650 元/吨.....	14
图表 30: 4 月铝板带箔/铝棒开工率分别回升至 40%和 54%.....	14
图表 31: 4 月铝棒、铝板产量环比分别提升 1%/2%.....	14
图表 32: 锂辉石 (6%min) 交易以长约为主, 现货端价格或呈现较高的溢价 (美元/吨).....	15
图表 33: 国内氢氧化锂 (粗颗粒) 进一步上行 (元/吨).....	15
图表 34: 国内电池级氢氧化锂 (微粉) 进一步上行 (元/吨).....	15
图表 35: 国内电池级碳酸锂价格维持稳定 (元/吨).....	16
图表 36: 国内工业级碳酸锂价格维持稳定 (元/吨).....	16
图表 37: 电池级碳酸锂盈利空间维持稳定.....	16
图表 38: 电池级氢氧化锂盈利空间进一步走阔至 2.58 万元/吨.....	16
图表 39: 现货端硫酸镍相较镍铁价差见顶后开始收敛 (元/吨).....	17
图表 40: 现货端硫酸镍相较金属镍价差见顶后小幅反弹 (元/吨).....	17
图表 41: 钴中间品价格周内维稳.....	17
图表 42: MB 钴价周内平均报价为 20.84 美元/磅.....	17
图表 43: 钴折扣系数维持约 91.6%左右, 显现矿端维持供给紧张格局.....	18
图表 44: 国内金属钴价格经前期略微会落后重新抬头.....	18
图表 45: 国内外钴价差大幅走阔至 6.28 万元/吨高位.....	18
图表 46: 钴中间品折扣系数回落至 89.5%.....	18
图表 47: 剔除钴原料后硫酸钴加工收入空间底部回升至 5.59 万元/吨.....	18
图表 48: 剔除钴原料后四氧化三钴加工收入空间涨至 7.54 万元/吨.....	18

一、周观点：加工费上行加码铝需求景气，锂资源供给格局未稳潜藏机遇

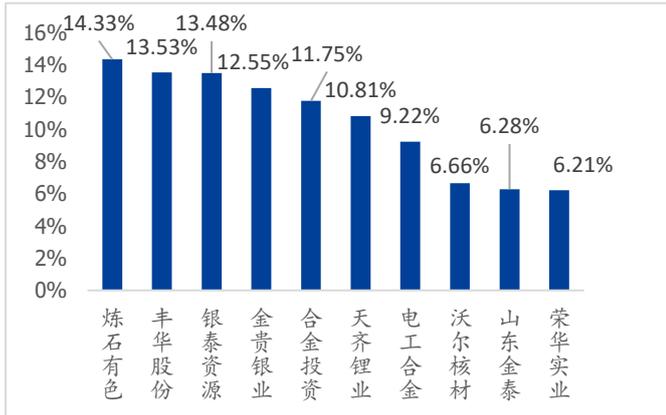
- 贵金属：弱就业掣肘美货币政策，高通胀或将提振金价。**
 - ①**名义利率：**周内十年期美债利率由 1.60% 小幅上涨至 1.63%。当前市场对宏观数据较为敏感，4 月 CPI（4.2%，前值 2.6%，预期值 3.6%）与 PPI（0.6%，前值 1.0%，预期值 0.3%）超预期再次引发市场流动性收紧预期，但零售销售数据、工业产出及消费者信心指数恶化再次指向经济复苏不及预期，避险情绪重新好转；
 - ②**通胀预期：**尽管当前美国 CPI 超预期抬升，但失业数据回升与居民零售消费不及预期或将阻碍美国抬升基准利率。同时美联储短期容忍通胀上行行为亦为债券市场打开隐含通胀上限，通胀后续或将延续上行；
 - ③**美元指数：**德国 5 月 ZEW 经济景气指数提升至 84.4，高于预期值 72，欧洲经济恢复呈加速状态，或将边际弱化美指。
- 基本金属：内增外降，国内外铜库存变动分化；铝下游加工费快速上行。**
 - （1）铜：**
 - ①**供给上，**BHP 旗下 Escondida 等矿山工人陷入劳资谈判纠纷，后续存罢工风险。智利硫酸供应紧张，当地电解铜生产已受影响，铜精矿供给恢复面临更多压力；
 - ②**需求方面，**保税区及上交所库存增加证明期货市场存在一定获利了结行为，但精废铜价差收窄或佐证当前市场预计铜价可站稳高位。海外伴随美欧经济复苏，交易所库存加速去化，预计短期铜价变动将由海外市场主导；
 - ③**库存方面，**全球显性库存累库 2.07 万吨，上期所增加 2.62 万吨，LME 减少 1.46 万吨。预期铜价短期维持高位震荡，大幅下跌可能性较低；
 - （2）铝：**
 - ①**库存方面：**交易所库存周内下降 3.16 至 213.46 万吨，国内社库下降 4.48 至 111.3 万吨，呈加速去库趋势。
 - ②**供给方面：**二季度复产与新投产能合计约 76 万吨，边际上缓解电解铝供给紧张局面，但短期存在爬产期，预计对二、三季度影响有限；
 - ③**需求方面：**二季度开始为铝消费传统旺季，本周铝棒加工费在电解铝高“基价”环境下快速上涨，由 375 元/吨大幅提升至 412 元/吨，证明当前下游采购高景气，终端接受高铝价并具有继续抬升空间。叠加旺季来临与一季度累库水平较低，后续库存去化速率或将加快，支撑二季度电解铝价格维持强势。
- 能源金属：氢氧化锂供需向好；钴原料库存问题边际缓解。**
 - （1）锂：**
 - ①本周氢氧化锂及碳酸锂价格维稳，电池级氢氧化锂（粗颗粒）成交价集中于 8.4-8.7 万元/吨，电池级碳酸锂集中于 8.95 万元/吨。海外锂辉石价格上行拉动氢氧化锂终端售价，产业链利润空间或将向资源端转移；
 - ②海外高镍化需求抬升以及锂矿石原料供给瓶颈带动氢氧化锂供需向好。在生产端开工率进一步走高情况下，工厂库存维持低位，氢氧化锂有望延续补涨行情。
 - （2）镍：**本周电池级硫酸镍价格维稳于 3.48 万元/吨。传统镍盐厂冶炼开工维稳，镍豆溶解产量继续维持高位，产量呈现稳步上涨趋势。下游当前对镍价敏感度较高，下游观望情绪浓厚，硫酸镍价格或将跟随镍价变动。
 - （3）钴：**本周钴中间品报价约 18.1-18.3 美元/磅，周下调约 3.49%；随着 5 月钴原料陆续到港，供给忧虑或将缓解。终端需求上，动力电池市场需求旺盛，下游客户仍有一定库存储备，市场采购短期难有好转，价格预计仍会弱势运行。
- 以供需基本面为短期景气指标，继续推荐铜铝板块高景气下投资机会，以及交易通胀下贵金属补涨空间。
 - （1）自上而下：铜铝板块库存仍处下行趋势当中，库存低位下铜、铝价格有望延续强势。
 - （2）通胀抬升预期下，短期美国就业市场及消费数据难以支撑流动性收紧，贵金属上涨行情有望延续，建议关注具备矿产金的龙头弹性标的。

二、周度数据跟踪

2.1、股票周度涨跌：炼石有色、丰华股份、银泰资源涨幅分居前三

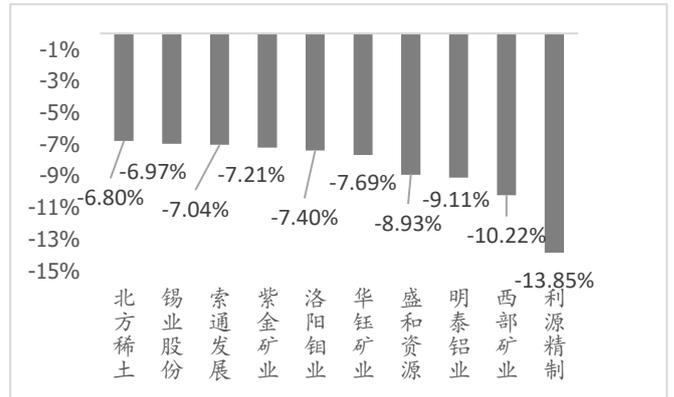
- **股票价格：**回顾本周，有色板块涨跌不一，炼石有色领涨，周涨幅达 14.33%；周内跌幅最大为利源精制，跌幅为 13.85%。

图表 1：本周炼石有色领涨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：本周利源精制领涨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2.2、金属价格及库存变动：基本金属价格普跌，贵金属价格总体微跌；LME 铜、锌、镍去库明显

- **贵金属价格：**价格总体微跌。黄金方面，内外盘价格变动略有分化，COMEX 黄金现价为 1824.0 元/盎司，周度下跌 7.30 美元，跌幅 0.40%，SHFE 黄金收于 381.22 元/克，周度上涨 1.80 元，涨幅 0.47%。白银方面，COMEX 白银收于 27.06 美元/盎司，周跌 1.52%，SHFE 白银下跌 79.0 元/千克至 5578.0 元/千克，周跌幅为 1.40%。年初至今，黄金仍处于下跌状态，白银表现强于黄金。

图表 3：本周国内外贵金属价格总体微跌

名称	单位	现价	周度变动	周度涨跌幅	月初至今涨跌幅	年初至今涨跌幅
COMEX 黄金	美元/盎司	1,824.00	-7.30	-0.40%	3.18%	-3.75%
COMEX 白银	美元/盎司	27.06	-0.42	-1.52%	4.58%	2.45%
SHFE 黄金	元/克	381.22	1.80	0.47%	3.01%	-3.51%
SHFE 白银	元/千克	5,578.00	-79.00	-1.40%	3.76%	-0.13%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

- **基本金属价格：**周内基本金属价格普跌，铜跌幅较小。本周，铜跌幅小于其他基本金属，SHFE 铜周内涨 0.88% 收于 74800 元/吨，LME 铜微跌 0.92% 收于 10260.5 美元/吨；铝方面，LME 铝和 SHFE 铝分别下跌 3.47%、1.35% 至 2436 美元/吨和 19430 元/吨；总体看，外盘价格波动幅度小于内盘。

图表4: 周内基本金属价格普跌, 铜跌幅较小

名称	单位	现价	周度变动	周度涨跌幅	月初至今涨跌幅	年初至今涨跌幅
LME 铝	美元/吨	2,436.0	-87.5	-3.47%	-0.08%	23.00%
LME 铜	美元/吨	10,260.5	-95.5	-0.92%	3.23%	32.27%
LME 锌	美元/吨	2,904.0	-80.5	-2.70%	-0.48%	5.79%
LME 铅	美元/吨	2,134.5	-97.0	-4.35%	-0.16%	7.67%
LME 镍	美元/吨	17,216.0	-837.0	-4.64%	-1.69%	3.67%
LME 锡	美元/吨	29,172.0	-748.0	-2.50%	0.68%	43.78%
SHFE 铝	元/吨	19,430.0	-265.0	-1.35%	2.89%	25.56%
SHFE 铜	元/吨	74,800.0	650.0	0.88%	3.87%	29.03%
SHFE 锌	元/吨	21,975.0	-210.0	-0.95%	0.16%	5.47%
SHFE 铅	元/吨	15,120.0	-510.0	-3.26%	-0.53%	2.54%
SHFE 镍	元/吨	128,250.0	-4,980.0	-3.74%	-0.68%	3.15%
SHFE 锡	元/吨	192,600.0	-5,210.0	-2.63%	0.26%	26.99%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **动力电池价格:** 本周动力电池材料价格总体平稳, 电池级氢氧化锂、微粉级氢氧化锂、高镍铁价格周涨幅居前, 碳酸锂价格持稳, 四氧化三钴、硫酸钴价格下跌。细分来看, 锂产品方面, 本周氢氧化锂价格表现较好, 氢氧化锂电池级和微粉级上涨0.30万元/吨至8.64万元/吨和8.73万元/吨, 周涨幅为3.60%、3.56%, 工业级与电池级碳酸锂持稳; 钴产品方面, 四氧化三钴、硫酸钴价格周内分别下跌1.24%、5.16%, 硫酸钴持稳; 镍产品方面, 本周电解镍价格维稳于13.25万元/吨。

图表5: 电池级氢氧化锂、微粉级氢氧化锂价格周涨幅居前, 碳酸锂价格持稳, 四氧化三钴、硫酸钴价格下跌

名称	单位	现价	周度变动	周度涨跌幅	月初至今涨跌幅	年初至今涨跌幅
工业级碳酸锂	万元/吨	8.30	0.00	0.00%	0.00%	61.24%
电池级碳酸锂	万元/吨	8.95	0.00	0.00%	0.00%	66.30%
电池级氢氧化锂	万元/吨	8.64	0.30	3.60%	5.50%	62.97%
微粉级氢氧化锂	万元/吨	8.73	0.30	3.56%	5.44%	53.07%
四氧化三钴	元/千克	279.00	-3.50	-1.24%	-4.62%	36.43%
硫酸钴	万元/吨	7.35	-0.40	-5.16%	-5.16%	25.64%
电解钴	万元/吨	34.50	0.00	0.00%	0.00%	23.66%
硫酸镍	万元/吨	34,750.00	250.00	0.72%	3.73%	9.45%
高镍铁	元/镍	1,130.00	40.00	3.67%	3.67%	5.61%
电解镍	万元/吨	13.25	0.00	0.00%	1.38%	3.27%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **库存变动:** 本周交易所基本金属库存多数下降, SHFE 铅大幅上升, LME 铜、锌、镍降库明显。本周 LME 铜库存继续下滑, LME 铜降库 0.55 万吨至 12.13 万吨, 周降 4.32%, SHFE 铜继续累库 2.07 万吨至 22.92 万吨, 周涨 9.93%; SHFE 铝库存降库 0.30 万吨至 34.11 万吨; 锌、锡去库明显, SHFE 锌、锡周内库存分别降 6.32%、15.61%。

图表6: 交易所基本金属库存多数下降, SHFE 铅大幅上升, LME 铜、锌、镍降库明显

名称	单位	现有库存	周度变动	周库存变幅	月库存变幅	年库存变幅	
铝	LME	万吨	176.25	-3.458	-1.92%	-3.96%	30.96%
	SHFE	万吨	34.11	0.304	0.90%	-4.35%	52.12%
	COMEX	万吨	3.10	0.000	0.00%	0.00%	-33.24%
铜	LME	万吨	12.13	-0.547	-4.32%	-15.64%	12.32%
	SHFE	万吨	22.92	2.071	9.93%	14.66%	164.40%
	COMEX	万吨	6.36	-0.172	-2.63%	-4.39%	-18.02%
锌	LME	万吨	28.72	-0.365	-1.26%	-1.64%	42.00%
	SHFE	万吨	9.16	-0.618	-6.32%	-2.98%	220.54%
铅	LME	万吨	10.47	-0.137	-1.30%	-5.55%	-21.56%
	SHFE	万吨	7.72	1.390	21.95%	26.50%	68.37%
镍	LME	万吨	25.61	-0.385	-1.48%	-2.26%	3.82%
	SHFE	万吨	0.85	0.057	7.21%	7.96%	-53.05%
锡	LME	万吨	0.13	-0.002	-1.56%	-3.08%	-33.33%
	SHFE	万吨	0.70	-0.129	-15.61%	-9.08%	27.25%

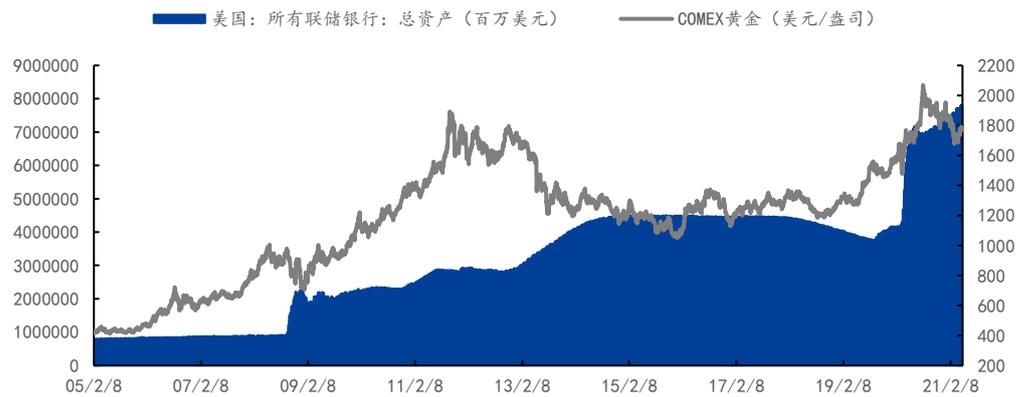
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三、美面临通胀升温与弱就业格局, 宏观博弈扰动金属价格

3.1、黄金: 弱消费限制货币政策行为, 高通胀或将提振金价

- **黄金: ①名义利率:** 周内十年期美债利率小幅回升, 由 1.60% 升至 1.63%, 10 年-2 年期美债利率自先升后降由 1.46% 收于 1.47%, 收益率曲线维持震荡; 周三及周四美国先后公布 4 月 CPI 与 PPI 数据, 其中 CPI 录得 4.2%, 较预期值 3.6% 高出 0.6pct, 同时高于前值的 2.6%; PPI 录得 0.6%, 较预期值 0.3% 高出 0.3pct, 低于前值的 1%。通胀超预期变化再次引发市场流动性收紧预期, 美长债与美元指数率先上涨。随后周五美国陆续公布 4 月零售销售月率 (0%, 前值 9.7%, 预期 1.0%)、工业产出月率 (0.7%, 前值 2.4%, 预期 1.0%)、5 月消费者信心指数初值 (82.8, 前值 88.3, 预期 90.4), 数据指出美国消费水平再次下滑, 或与 4 月就业数据低于预期相互印证, 市场情绪再度好转, 利率、美指等指标再度回调; **②美元指数:** 周内美指先升后降, 自 90.24 收于 90.31。德国 5 月 ZEW 经济景气指数提升至 84.4, 高于预期值 72, 欧洲经济恢复呈加速状态, 或将边际弱化美指; **③通胀预期:** 美国债券市场隐含通胀周内由 2.49% 升至 2.51%。尽管当前美国 CPI 超预期抬升, 但失业数据回升与居民零售消费不及预期或将阻碍美国抬升基准利率。同时美联储短期容忍通胀上行行为亦为债券市场打开隐含通胀上限, 通胀后续或将延续上行。

图表7: 美联储扩表仍在继续, 但伴随经济企稳扩表的速度开始放缓



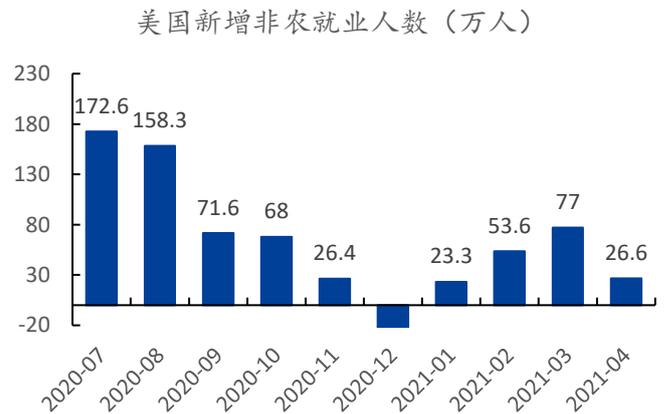
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 周内美十债利率小幅上升至1.63%



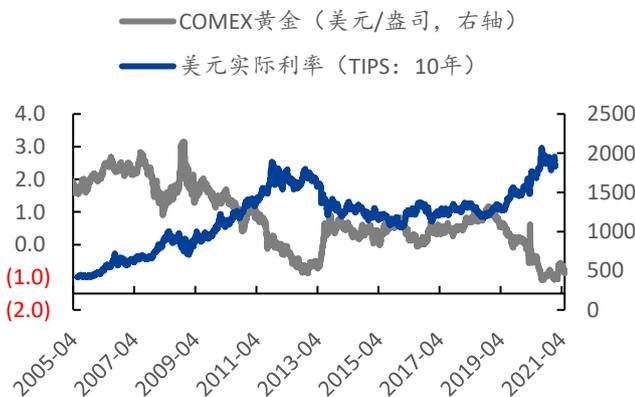
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 4月美国新增非农就业人数约26.6万人, 环比3月大幅降低



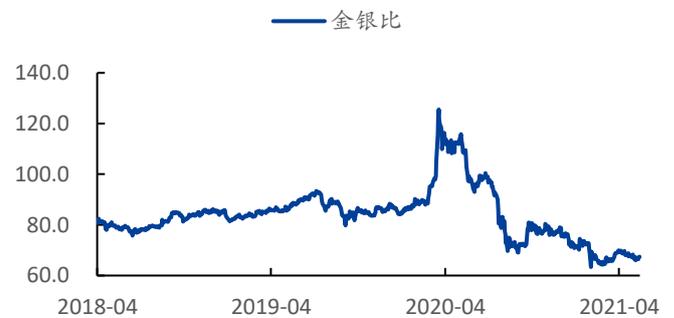
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 周内美元实际利率维持震荡, 金价小幅下跌



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表11: 近期金银比横向震荡



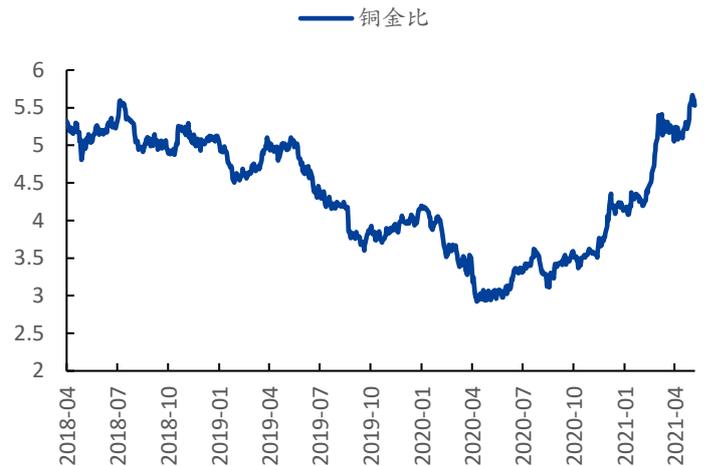
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 周内隐含通胀升 0.02pct 至 2.51%



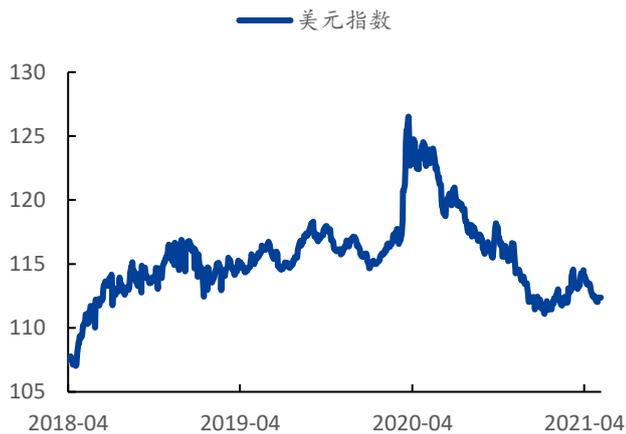
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 铜金比周内震荡



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 广义美元指数周内稳定于 111.29



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: SPDR 黄金 ETF 持仓规模升 3.21 吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2、工业金属：国内外库存变动分化，铜铝价格短期或由海外市场主导

3.2.1、铜：国内外库存变动分化，铜价或维持高位震荡

(1) 周度观点

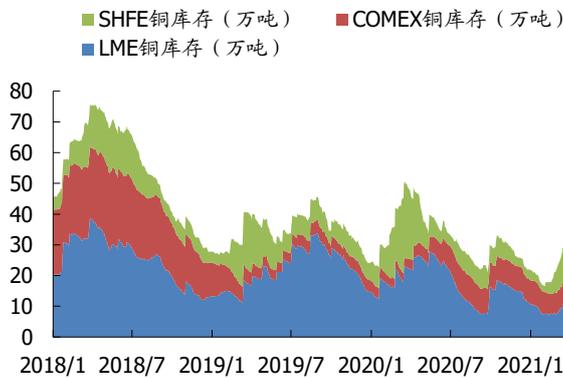
内升外降，国内外库存变动分化加剧，短期铜价或呈高位震荡。①本周铜价延续上周涨势，沪铜收盘价上涨 0.88% 至 74,800 元/吨，LME 铜下跌 0.92% 至 10,260.5 美元/吨，沪伦比由 7.27 上升至 7.29；全球显性库存（国内+三大交易所）为 110.85 万吨，周内累库 2.07 万吨，其中上海自贸区库存增加 0.7 万吨，社会库存增加 0.35 万吨，上期所库存增加 2.62 万吨，LME 铜库存减少 1.46 万吨。②宏观方面，尽管美国 CPI/PPI 数据超预期，但消费数据及工业产出数据疲软或不支撑美国财政收紧，短期市场对宏观数据较为敏感，博弈情绪较重；③供给上，BHP 旗下 Escondida 等矿山工人陷入劳资谈判纠

纷，后续存罢工风险。智利硫酸供应紧张，当地电解铜生产已受影响，铜精矿供给恢复面临更多压力；④需求方面，国内受铜价快速上行影响，下游企业多数采用按需采购模式，本周保税区及上交所库存增加证明期货市场存在一定获利了结行为，但精废铜价差收窄或佐证当前市场预计铜价可站稳高位。海外伴随美欧经济复苏，交易所库存加速去化，预计短期铜价变动将由海外市场主导；⑤向后看，4月下旬以来，全球表观库存虽在去化但呈结构化差异，且去化速率较低。考虑到当前海外基本面仍在修复，流动性尚未收紧，铜在长期上亦将受益于低碳消费带来需求增量，预期铜价短期维持高位震荡，大幅下跌可能性较低。

(2) 全球铜库存及加工费跟踪

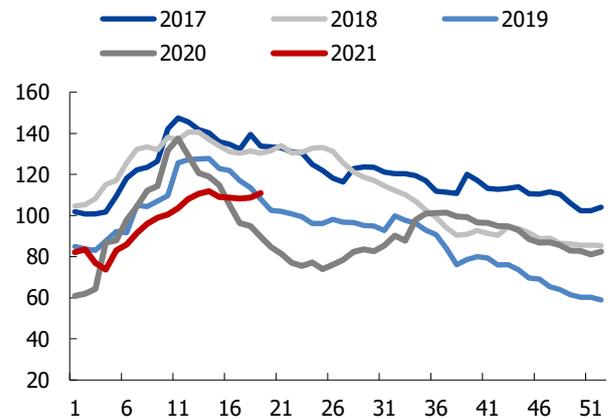
周内全球表观库存回升，国内外库存变动分化加剧。至5月14日全球显性库存（国内+三大交易所）为110.85万吨，周内累库2.07万吨。其中上海保税区库存增加0.7万吨，社会库存增加0.35万吨，上期所库存增加2.62万吨，LME铜库存减少1.46万吨。二季度为铜传统消费旺季，库存一般开始步入去库阶段，四月以来全球铜库存已现高点，但国内社库及保税区库存尚未明显降低，海外交易所库存贡献主要去库力量。

图表 16: 周内三大交易所累库 1.02 万吨 (万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

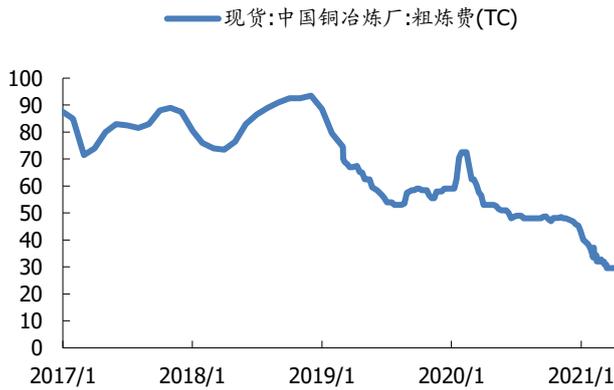
图表 17: 本周全球铜表观库存上涨 2.07 万吨 (万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

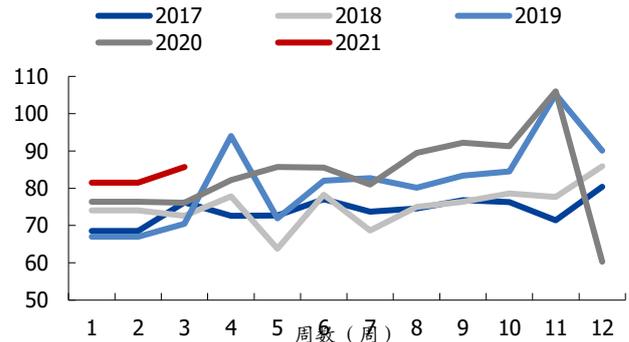
冶炼费进一步降低，精矿供应或将不足。5月国内TC现货维持29.57美元/干吨，跌破大多数冶炼厂现金成本。5月铜冶炼企业将进入集中检修期，将改善短期铜冶炼市场供需关系，冶炼费或将边际好转，但月内较难看到冶炼费较大回升。

图表 18: 本周铜粗炼费 (TC) 维稳于 29.57 美元/干吨相对低点



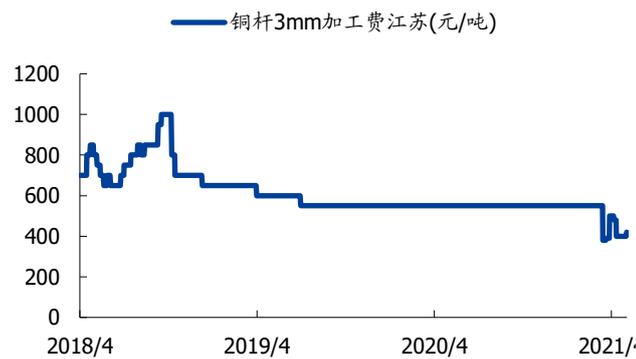
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 国内 3 月电解铜产量为 86 万吨 (万吨)



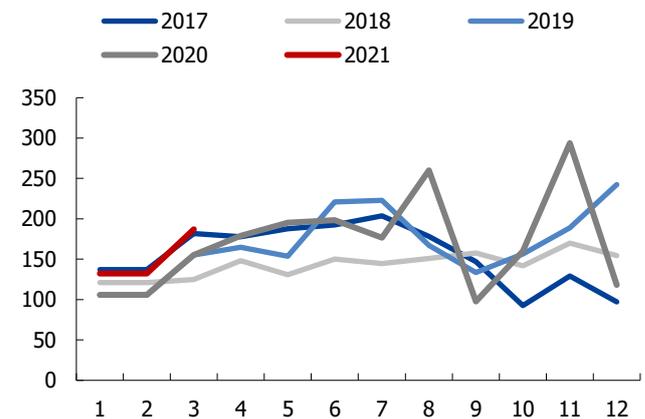
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 1、2月产量数据取1~2月均值

图表 20: 4 月铜杆加工费横向震荡



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 21: 3 月铜材加工企业维持合理运营水平 (万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 1、2月产量数据取1~2月均值

3.2.2、铝: 价格高位下库存延续去化, 铝价走强有望延续

(1) 周度观点

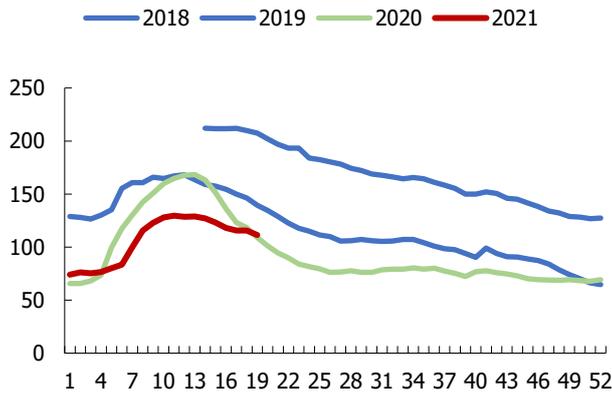
全球去库加速, 下游加工费快速上行, 铝价有望维持强势。①价格方面: 本周沪铝大幅下跌 1.35% 至 19,430 元/吨, LME 铝下跌 3.47% 至 2,436 美元/吨。②库存方面: 三大交易所库存周内下降 3.16 万吨至 213.46 万吨, 根据百川盈孚, 国内社库周内大幅下降 4.48 万吨至 111.25 万吨, 显示消费旺季下的下游需求强劲。③供给方面: 步入五月, 中瑞铝业、恒康铝业开始逐步复产, 合计复产产能 31.5 万吨; 云南海鑫铝业 30 万吨电解铝产能投产时间待定, 云南神火剩余 15 万吨在建产能预计 6 月投产, 其他新建待投产产能二季度暂无投产预期。复产与新投产能边际上缓解电解铝供给紧张局面, 但总体体量较小, 影响有限。④需求方面: 二季度开始为铝消费传统旺季, 本周铝棒加工费在电解铝高“基价”环境下快速上涨, 由 375 元/吨大幅提升至 412 元/吨, 证明当前下游采购高景气, 终端接受高铝价并具有继续抬升空间。尽管当前价位下较难发生主动补库行为, 但下游低库存将逼迫终端维持正常采购。⑤中长期来看: 碳达峰碳中和政策背景下, 电解铝产能释放承压, 能耗双控或将持续压制电解铝产能利用率。叠加旺季来临与一季度

累库水平较低，后续库存去化速率或将加快，支撑二季度电解铝价格维持强势。

(2) 库存情况周度变化

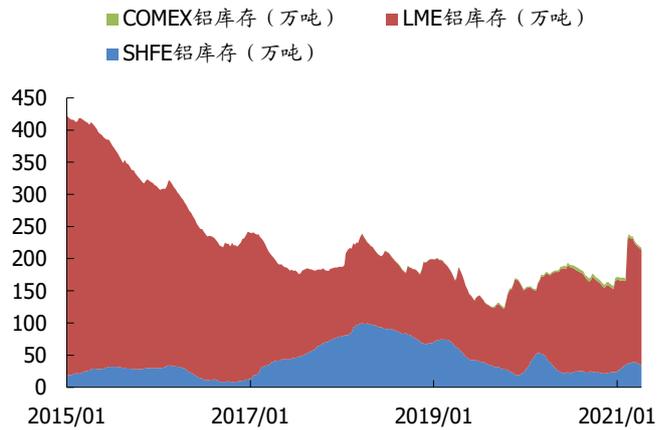
国内外电解铝库存小幅回落：本周三大交易所去库 3.16 万吨至 213.46 万吨，根据百川盈孚，本周国内社库大幅降低 4.48 万吨至 111.25 万吨，社库比去年同期增加 2.2 万吨。尽管 4 月下旬以来国内电解铝库存降幅放缓，但海外呈加速去化模式，叠加一季度累库水平低于往年，全球库存水平支撑铝价上行。

图表 22: 国内电解铝社会库存加速去化，周降 4.48 至 111.25 万吨



资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

图表 23: 三大交易所电解铝库存周内降 3.15 万吨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

(3) 产业开工率及运营情况

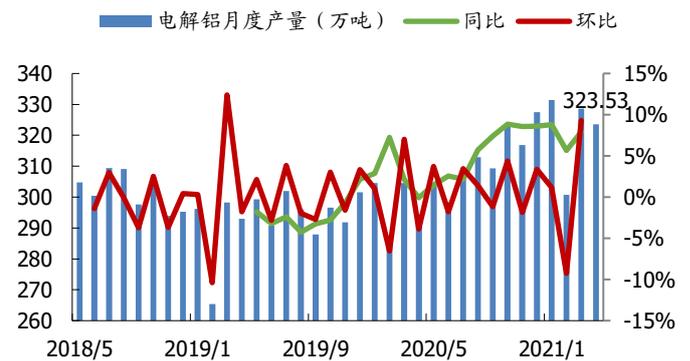
4 月电解铝开工率略有回落，产量环比降低 1.6% 至 323.5 万吨。国内 4 月电解铝生产 323.53 万吨，较去年同期增加 30.78 万吨，开工率较上月略有回落至 79.12%，高铝价带动下生产端维持高景气。

图表 24: 国内电解铝企业 3 月开工率小幅回落至 79.12%



资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

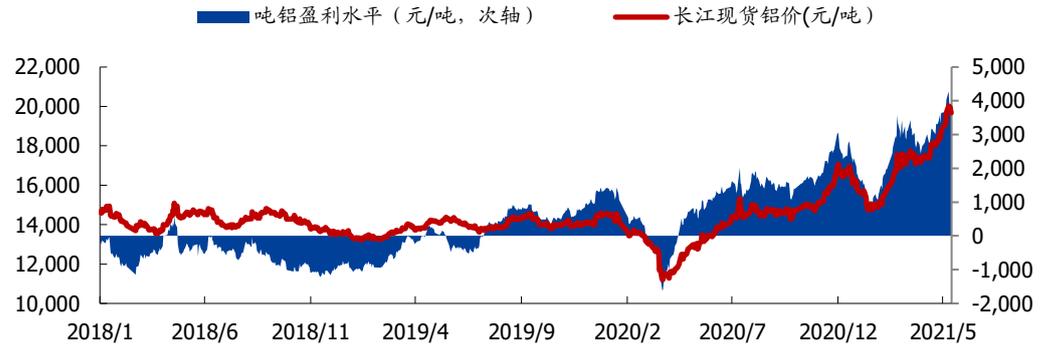
图表 25: 4 月电解铝产量环比降 1.6% 至 323.53 万吨 (万吨)



资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

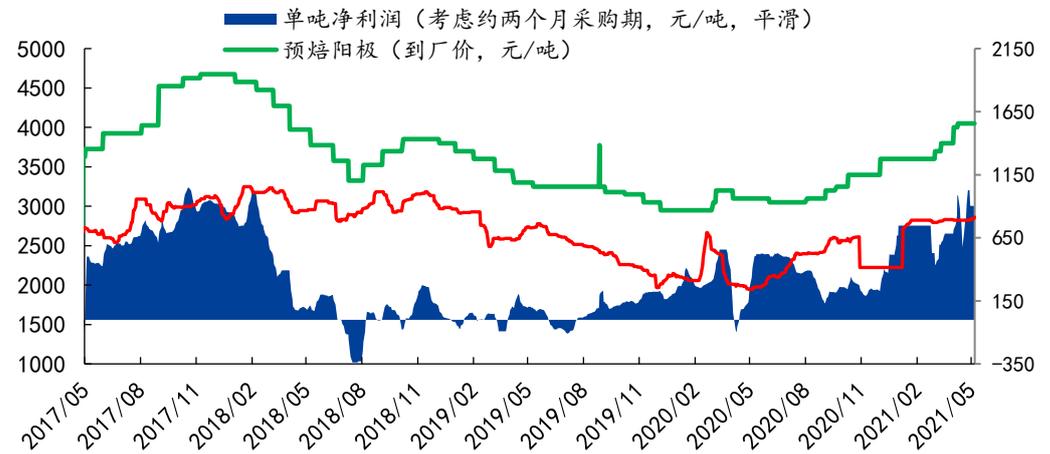
周内电解铝单吨盈利约为 3863 元/吨。铝价维持高位背景下，剔除阳极、动力煤、氧化铝等原料成本后电解铝单吨盈利仍维持高位，证明当前电解铝有效产能仍然紧缺。

图表 26: 铝价维持高位下, 本周电解铝单吨平均盈利约为 3863 元/吨



资料来源: Wind, 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 27: 铝价高位下, 预焙阳极单吨平均盈利约为 911 元/吨



资料来源: Wind, 百川盈孚, 国盛证券研究所

(4) 铝材生产加工情况

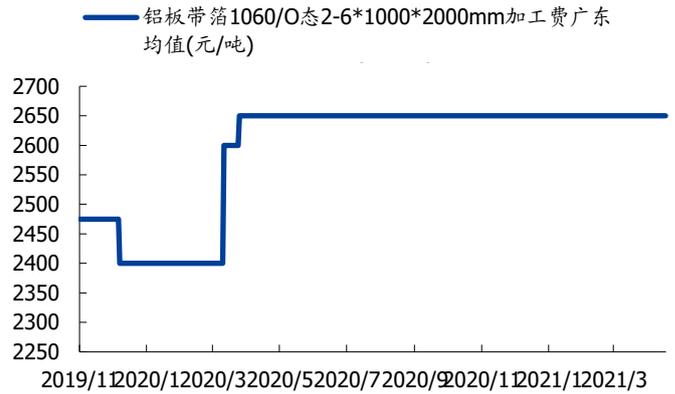
5月以来, 铝棒加工费持续提升至 411.7 元/吨, 本周自 375 元/吨上升至 411.7 元/吨。进入 5 月以来, 铝棒加工费明显提升, 4 月 23 日自 300 元见底后迅速反弹到 5 月 14 日的 411.7 元/吨; 4 月铝板带箔/铝棒开工率分别回升至 40%和 54%, 对应产量分别为 116.1/87.1 万吨。

图表 28: 本周铝棒月均加工费大幅上涨至 411.7 元/吨



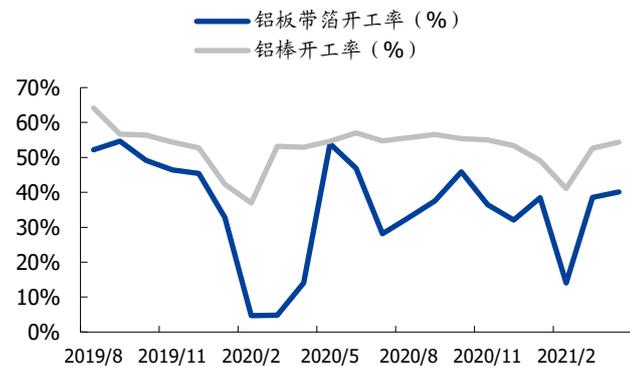
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 29: 铝板带箔加工费维持稳定于 2650 元/吨



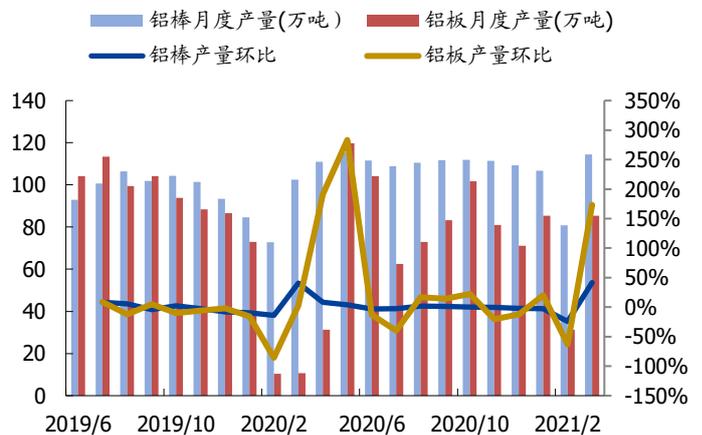
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 30: 4 月铝板带箔/铝棒开工率分别回升至 40%和 54%



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 31: 4 月铝棒、铝板产量环比分别提升 1%/2%



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

3.3、能源金属：氢氧化锂供需向好；钴原料库存问题边际缓解

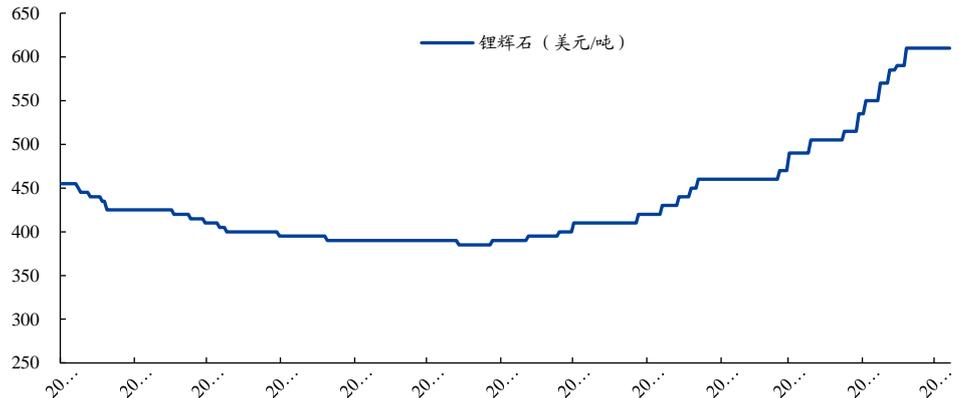
3.3.1、锂资源及锂盐：氢氧化锂需求好转带动补涨行情，锂资源供给增加新变量

- **碳酸锂：**①**价格方面：**本周碳酸锂报价维持稳定，根据百川盈孚，电池级/工业级碳酸锂报价分别约 8.95 万元/吨、8.30 万元/吨。；②**供应方面，**国内碳酸锂周产量约 5,392 吨，周环比增 2.16%。三月以来国内碳酸锂供给逐渐恢复，随着天气转暖，盐湖卤水产量预计逐渐增加，市场货源供应边际提升；③**需求&库存方面，**需求多为下游客户锁单，现货外销规模较少。碳酸锂价格高位下，下游维持按需采购状态；库存方面伴随需求逐步抬升，生产商库存继续维持低位约 3,237 吨，环降约 1.61%。在下游三元材料及磷酸铁锂市场开工维持高位运行下，碳酸锂市场需求基本面较好。
- **氢氧化锂：**①**价格方面：**海外高镍化需求抬升以及锂矿石原料供给瓶颈，周内氢氧化锂延续上涨，电池级氢氧化锂（粗颗粒）市场成交价再度抬升至 8.4-8.7 万元/吨，电池级氢氧化锂（微粉）成交价集中于 8.6-8.95 万元/吨，电池级均价水平维稳至 8.64 万元/吨左右。②**供应方面，**国内氢氧化锂周度产量约 3,581 吨，环比增 1.73%。③

需求&库存方面，海外高端氢氧化锂需求进一步转暖，在生产端开工率进一步走高情况下，工厂库存维持低位位于1638吨，环降约1.62%。

- **锂辉石**：本周锂辉石仍以长单交易为主，本周到港价维持610美元/吨水平（CFR，不含税）。国家发改委声明无限期暂停中澳战略经济对话机制下一切活动，导致市场担忧国内锂矿进口稳定性，叠加当前锂矿供给紧张现状，锂辉石价格或将持续呈现上行趋势。周内中阿签署锂矿投资合作谅解备忘录，阿根廷生产发展部长库尔法斯、胡胡伊省省长莫拉雷斯与赣锋锂业副董事长王晓申签署中阿锂矿投资合作谅解备忘录，阿根廷或成为中国锂产业链加工外循环的重要一环。

图表 32: 锂辉石（6%min）交易以长约为主，现货端价格或呈现较高的溢价（美元/吨）



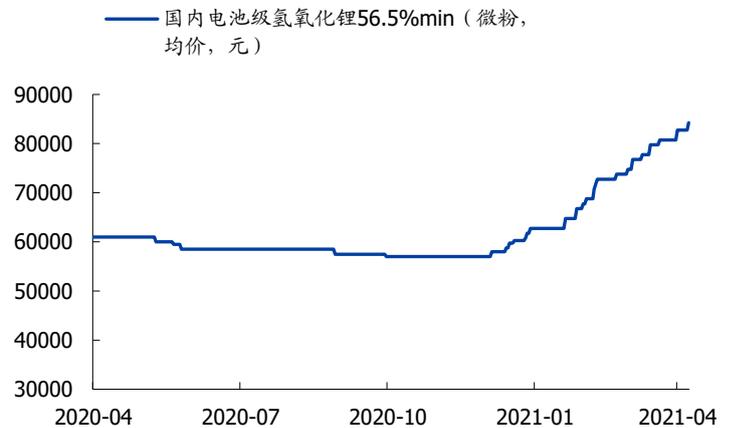
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 国内氢氧化锂（粗颗粒）进一步上行（元/吨）



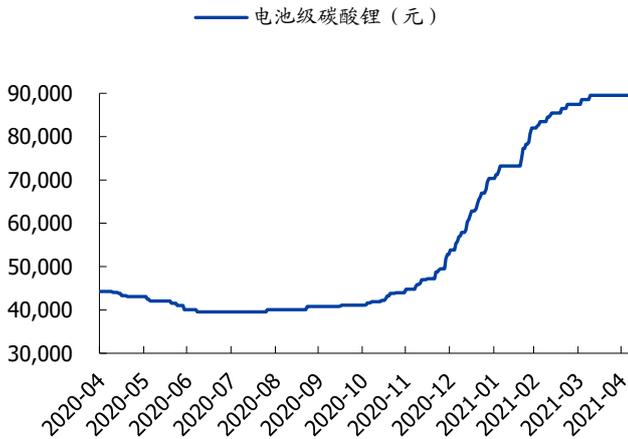
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 34: 国内电池级氢氧化锂（微粉）进一步上行（元/吨）



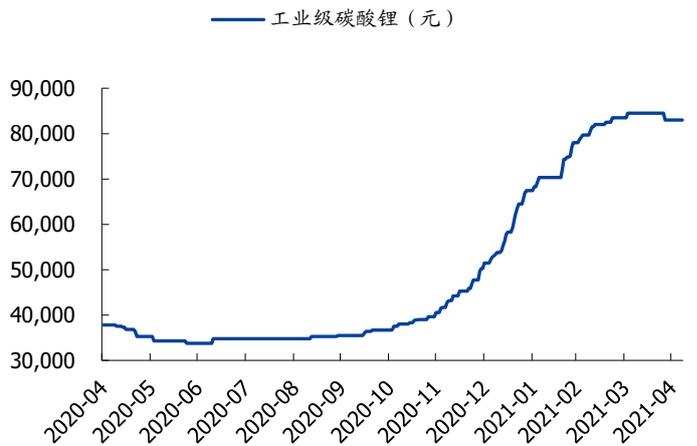
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 35: 国内电池级碳酸锂价格维持稳定 (元/吨)



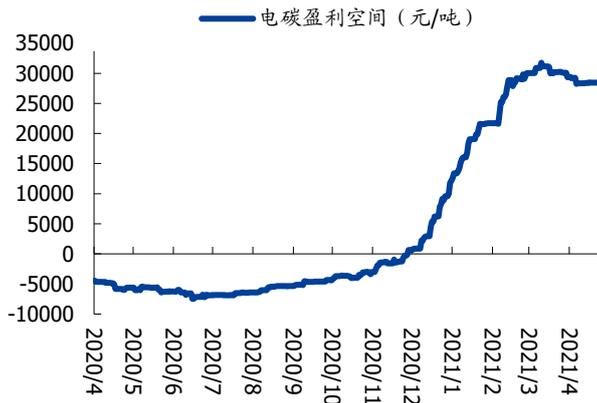
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 36: 国内工业级碳酸锂价格维持稳定 (元/吨)



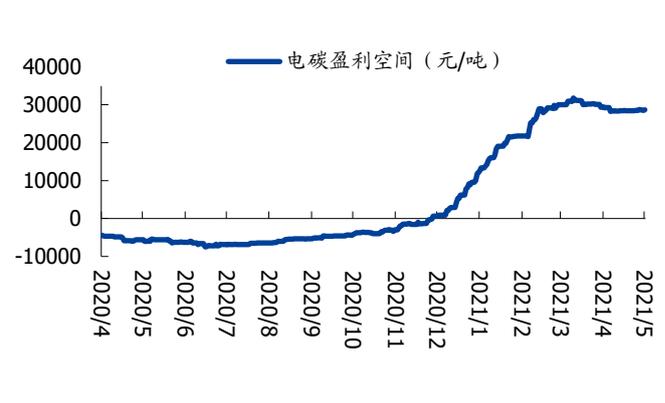
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 37: 电池级碳酸锂盈利空间维持稳定



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 38: 电池级氢氧化锂盈利空间进一步走阔至 2.58 万元/吨

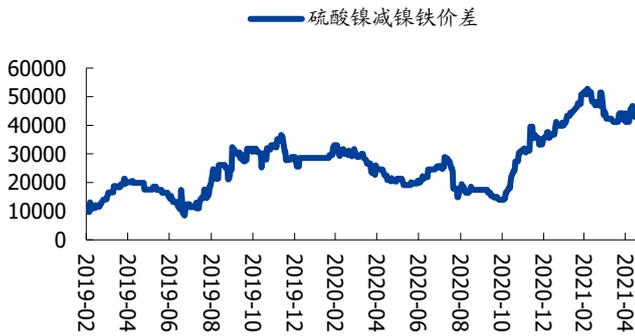


资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

3.3.2、电池级镍盐：硫酸镍跟涨镍价行情，下游采购回落或压制上行动力

硫酸镍：①**价格方面：**本周电池级硫酸镍价格维稳于 3.48 万元/吨；②**供应方面，**本周国内硫酸镍产量约 10,147.14 吨，环涨 3.21%；传统镍盐厂冶炼开工维稳，镍豆溶解产量继续维持高位，产量呈现稳步上涨趋势；③**需求&库存方面，**周内生产商库存环比降 0.55%至 6,740 吨。近期受镍价上涨，硫酸镍价格跟涨，但下游当前对镍价敏感度较高，下游观望情绪浓厚，硫酸镍价格或将跟随镍价变动。

图表 39: 现货端硫酸镍相较镍铁价差见顶后开始收敛 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 40: 现货端硫酸镍相较金属镍价差见顶后小幅反弹 (元/吨)

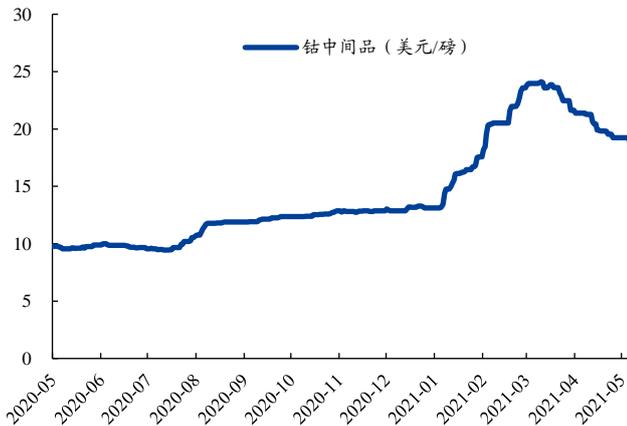


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3.3、钴原料及钴盐：国内原料开启补库，采购淡季削减价格支撑

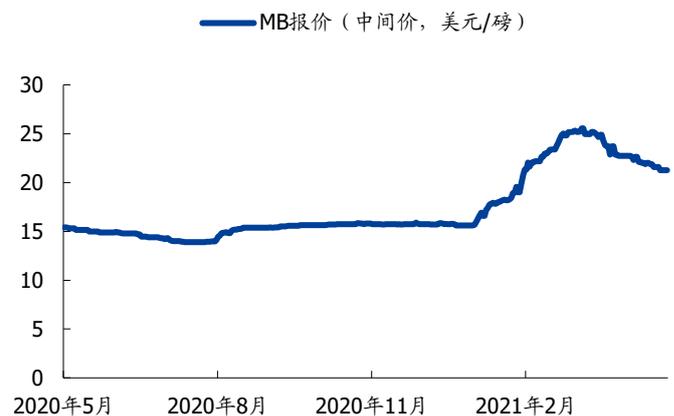
- **钴资源：**①**价格方面：**本周钴中间品报价约 18.1-18.3 美元/磅，周下调约 3.49%，折扣系数维持 91%-93%。②**供应方面，**3 月中间品进口量折钴金属约 6810 吨，环增 24%，同比减少 9%，国内钴中间品库存仍紧；③**需求&库存方面，**二季度为钴材料需求淡季，下游采购谨慎。随着 5 月钴原料陆续到港，供给忧虑或将缓解。终端需求上，动力电池市场需求旺盛，下游客户仍有一定库存储备，市场采购短期难有好转，价格预计仍会弱势运行。
- **电解钴：**周内国内电钴报价再次下跌，根据百川盈孚，99.8%min 电钴报价约 20.0-20.9 元/吨，市场成交偏淡，观望情绪较重，供需格局未有趋势性变动。

图表 41: 钴中间品价格周内维稳



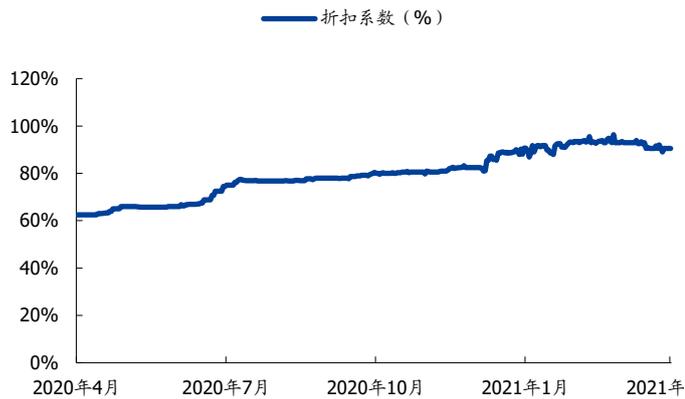
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 42: MB 钴价周内平均报价为 20.84 美元/磅



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 43: 钴折扣系数维持约 91.6%左右, 显现矿端维持供给紧张格局



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 44: 国内金属钴价格经前期略微会后重新抬头



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 国内外钴价差大幅走阔至 6.28 万元/吨高位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 46: 钴中间品折扣系数回落至 89.5%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 47: 剔除钴原料后硫酸钴加工收入空间底部回升至 5.59 万元/吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 48: 剔除钴原料后三氧化二钴加工收入空间涨至 7.54 万元/吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

全球经济复苏不及预期风险：全球经济复苏不及预期将影响金属品消费水平，进而影响金属价格超预期变动；

全球疫情发展超预期风险：全球疫情变化将影响终端消费水平及矿产资源开采运输，进而影响全球金属供需关系，使金属价格超预期波动；

地缘政治风险：多类金属品核心供给地域上较为集中，若供给国突发政治变动，可能影响金属资源供给，进而影响金属价格。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com