

# 有色金属

## 库存再度去化佐证铜铝景气韧性，高镍拉动 EV 氢氧化锂&镍需求

**贵金属：**财政预算彰显政府决心，名义利率抬升潜力或为金价扰动核心。①**名义利率：**周内十年期美债利率小幅下滑，收益率曲线略有收窄，但超预期的经济刺激政策或强化名义利率上行信心，实际利率定价维度或对金价构成压制。美国4月核心PCE物价指数年率及月率均超市场预期，而就业率修复放缓与居民消费不及预期或将掣肘美联储退出QE。在美联储以“保就业+通胀宽容”政策风格下，政策性利率或继续维持低位，并维持目前扩表速率；②**通胀预期：**拜登提出6万亿美元2022财年预算，涵盖美国就业计划和美国家庭计划，再次印证美国对经济与就业修复更高优先级；③**美元指数：**欧元区5月工业景气指数、经济景气指数等略高于预期，但未转变当前流动性宽松预期，美元指数或将维持低位震荡。

**基本金属：**价格回落后库存去化印证补库诉求，铜铝价格易涨难跌。（1）**铜：**①**供给上，**BHP表示将对智利经营采取应急措施来应对Escondida和Spence铜矿罢工，虽然短期供给扰动仍在，但卡莫阿正式投产以及Mina Justa、Constancia等矿山新建项目临近投产期，对供给紧张局面有所缓解；②**需求方面，**周内铜价回落后下游需求现好转迹象，库存去化佐证当前下游仍有补库诉求，为铜价在阶段性回落后形成基本面支撑。考虑到海外经济及工业水平持续复苏或将继续带动铜表观库存去化，流动性短期较难收紧且美国财政刺激政策将持续推进，海外铜需求或存超预期表现，铜价有望延续强势；（2）**铝：**①**库存方面：**交易所库存周内下降5.58至207.89万吨，国内社库降5.42至102.07万吨，电解铝价格率先降低为下游带来低价补库机会，表观库存去化；②**供给方面：**国内多地区发生限电现象，云南因省内干旱持续导致用电形势严峻，省内电解铝厂用电负荷压低30%以上，预计持续至6月中旬，影响10-19万吨电解铝产量。广东省执行错峰生产、有序用电模式，导致云南省西电东送任务或难以削减。包头市工业能耗触及能耗双控红色预警，5月底前采取限电应急措施，电解铝供应扰动加剧；③**需求方面：**中国房地产仍处竣工高景气周期，海外经济持续复苏带动出口规模，下游型材厂对铝原料需求维持高位，铝棒库存继续呈现去库状态。本周铝棒加工费较上周虽有下滑，但仍处于高利润阶段，终端接受高铝价并具有继续抬升空间。

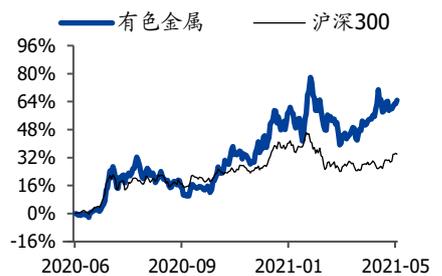
**能源金属：**高镍需求带动氢氧化锂行情，钴原料到港压制价格。（1）**锂：**①**电池级氢氧化锂（粗颗粒）及微粉级成交价**周内上升0.1万元/吨，氢氧化锂价格反超碳酸锂。海外锂辉石价格上行拉动氢氧化锂终端售价，产业链利润空间或将向资源端转移；②**海外氢氧化锂需求延续转暖，**已现供应紧张态势，主要厂商订单饱满，工厂库存去库36吨至1,546吨；（2）**镍：**本周电池级硫酸镍价格小幅下滑500至3.43万元/吨。传统镍盐厂冶炼开工维稳并以长单为主，部分企业已完成6月订单对接，生产商库存小幅下降。短期MHP原料供应紧张对镍价形成支撑；（3）**钴：**本周钴中间品报价上涨约1.4%；刚果（金）政府或将禁止出口铜和钴精矿，或在市场情绪上增加对钴原料供给不确定性的担忧。在三元材料需求高景气下，国内钴原料去库延续。考虑到3月后南非船期及集装箱数据好转，国内5月下旬钴原料或将陆续到港，边际缓解原料短缺问题，钴价或将延续弱势。

**补库需求支撑铜铝易涨难跌，氢氧化锂高景气有望延续。**（1）自上而下：铜铝下游仍存补库诉求，对铜铝价格形成支撑；（2）海外高镍化需求高景气，国内核心氢氧化锂厂商订单饱满，叠加上游供给短期弹性较低，氢氧化锂高景气有望延续。

**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。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 王琪

执业证书编号：S0680521030003

邮箱：wangqi3538@gszq.com

研究助理 刘思蒙

邮箱：liusimeng@gszq.com

### 相关研究

- 1、《宜安科技（300328.SZ）：研发升级——镁铝合金、液态金属、医用镁材齐发力》2021-05-26
- 2、《有色金属：供给扰动支撑铝价上行，通胀交易兑现贵金属行情》2021-05-23
- 3、《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》2021-05-16

### 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
601677	明泰铝业	买入	1.58	2.28	2.8	3.31	11.6	8.1	6.6	5.6
600219	南山铝业	买入	0.17	0.26	0.32	0.37	24.4	15.9	12.9	11.2
603979	金诚信	买入	0.69	0.85	1.4	1.95	23.7	19.3	11.7	8.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

## 内容目录

一、周观点：库存再度去化佐证铜铝景气韧性，高镍拉动 EV 氢氧化锂&镍需求	4
二、周度数据跟踪	5
2.1、股票周度涨跌：和胜股份、贵研铂业、宏创控股涨幅分居前三	5
2.2、金属价格及库存变动：基本金属价格整体下跌，贵金属价格内盘微涨；铜、锡去库明显	5
三、美财政刺激或主导贵&基本金属需求边际，高镍拉动 EV 级氢氧化锂及镍需求	7
3.1、黄金：财政预算彰显政府决心，名义利率抬升潜力或为金价扰动核心	7
3.2、工业金属：价格回落后库存去化印证补库诉求，铜铝基本面支撑强劲	9
3.2.1、铜：低价去库佐证下游存补库需求，海外需求或存超预期带动铜价	9
3.2.2、铝：国内供给扰动延续，需求高景气支撑铝价上行	11
3.3、能源金属：高镍需求带动氢氧化锂行情；钴原料到港压制价格	14
3.3.1、锂资源及锂盐：氢氧化锂上涨行情延续，临近 6 月锂矿价格将入调价窗口期	14
3.3.2、电池级镍盐：下游采购维稳，MHP 原料短缺支撑短期镍价	16
3.3.3、钴原料及钴盐：国内原料陆续到港，供给边际改善或恶化钴价	17
风险提示	19

## 图表目录

图表 1: 本周华友钴业领涨	5
图表 2: 本周深圳新星领跌	5
图表 3: 本周国内外贵金属价格内盘微涨	5
图表 4: 周内基本金属价格涨跌不一，铅、镍领跌	6
图表 5: 电池级氢氧化锂、微粉级氢氧化锂周涨幅居前，四氧化三钴、硫酸钴领跌	6
图表 6: 本金属库存多数下降，SHFE 铅大幅上升，LME 锡、SHFE 锡大幅去库	7
图表 7: 美联储扩表仍在继续	8
图表 8: 周内美十债利率小幅下滑至 1.58%	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，金价小幅上涨	8
图表 11: 近期金银比横向震荡	8
图表 12: 周内隐含通胀降 0.01pct 至 2.42%	9
图表 13: 铜金比周内上行	9
图表 14: 广义美元指数周内稳定于 111.3	9
图表 15: SPDR 黄金 ETF 持仓规模降 2.04 吨	9
图表 16: 周内三大交易所去库 1.70 万吨（万吨）	10
图表 17: 本周全球铜表观库存下降 2.30 万吨（万吨）	10
图表 18: 本周铜粗炼费由 35.6 美元/千吨下降至 35.5 美元/千吨	11
图表 19: 国内 4 月电解铜产量为 89 万吨（万吨）	11
图表 20: 4 月铜杆加工费横向震荡	11
图表 21: 4 月国内铜材产量达 201 万吨（万吨）	11
图表 22: 国内电解铝社会库存加速去化，周降 5.42 至 102.07 万吨	12
图表 23: 三大交易所电解铝库存周内再降 5.58 万吨	12
图表 24: 国内电解铝企业 4 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 3554 元/吨	13

图表 27: 铝价高位下, 预焙阳极单吨平均盈利约为 2119 元/吨.....	13
图表 28: 本周铝棒月均加工费冲高回落至 390 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 3%/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: 国内电池级氢氧化锂 (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小幅回落至 2.74 万元/吨.....	16
图表 38: 电池级氢氧化锂盈利空间小幅回落至 2.81 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回落 (元/吨).....	17
图表 41: 钴中间品价格周内小幅下滑.....	17
图表 42: MB 钴价周内平均报价为 20.33 美元/磅.....	17
图表 43: 钴折扣系数维持约 89.7%左右, 显现矿端维持供给紧张格局.....	18
图表 44: 国内金属钴价格横盘震荡.....	18
图表 45: 国内外钴价差大幅走阔至 6.48 万元/吨高位.....	18
图表 46: 钴中间品折扣系数维稳于 89.5%.....	18
图表 47: 剔除钴原料后硫酸钴加工收入空间底部回落至 5.08 万元/吨.....	18
图表 48: 剔除钴原料后四氧化三钴加工收入空间回落至 7.47 万元/吨.....	18

## 一、周观点：库存再度去化佐证铜铝景气韧性，高镍拉动 EV 氢氧化锂&镍需求

**贵金属：财政预算彰显政府决心，名义利率抬升潜力或为金价扰动核心。** ①**名义利率：**周内十年期美债利率小幅下滑，收益率曲线略有收窄。美国4月核心PCE物价指数年率(公布值3.1%，预期2.9%，前值1.9%)及月率(公布值0.7%，预期0.6%，前值0.4%)均超市场预期，与当月工业复苏低预期形成对立，而就业率修复放缓与居民消费不及预期或将掣肘美国流动性收紧。在“保就业+通胀宽容”政策风格下，交易流动性仍将是当前黄金走势的核心；②**通胀预期：**美国总统拜登提出6万亿美元2022财年预算，涵盖美国就业计划和美国家庭计划，再次印证美国对经济与就业修复更高优先级，短期容忍通胀行为或将为债券市场打开隐含通胀上限；③**美元指数：**欧元区5月工业景气指数、经济景气指数等略高于预期，但未转变当前流动性宽松预期，美元指数或将维持低位震荡。

**基本金属：价格回落后库存去化印证补库诉求，铜铝价格易涨难跌。** (1) **铜：**①**供给：**BHP表示将对智利经营采取应急措施来应对Escondida和Spence铜矿罢工，虽然短期供给扰动仍在，但卡莫阿正式投产以及Mina Justa、Constancia等矿山新建项目临近投产期，对供给紧张局面有所缓解；②**需求方面：**周内铜价率先回落后，下游需求出现好转迹象，国内社库与上期所库存去化佐证当前下游仍有补库诉求，为铜价在阶段性回落后形成基本面支撑。考虑到海外经济及工业水平持续复苏或将带动铜表观库存去化，流动性短期较难收紧且美国财政刺激政策将持续推进，海外铜需求或存超预期表现，铜价有望延续强势；(2) **铝：**①**库存方面：**交易所库存周内下降5.58至207.89万吨，国内社库降5.42至102.07万吨，电解铝价格率先降低为下游带来低价补库机会，表观库存去化；②**供给方面：**国内多地区发生限电现象，云南因省内干旱持续导致用电形势严峻，省内电解铝厂用电负荷压低至30%以上，预计持续至6月中旬，影响10-19万吨电解铝产量。广东省执行错峰生产、有序用电模式，导致云南省西电东送任务或难以削减。包头市工业能耗触及能耗双控红色预警，5月底前采取限电应急措施，电解铝供应扰动加剧；③**需求方面：**中国房地产仍处竣工高景气周期，海外经济持续复苏带动出口规模，下游型材厂对铝原料需求维持高位，铝棒库存继续呈现去库状态。本周铝棒加工费较上周虽有下滑，但仍处于高利润阶段，终端接受高铝价并具有继续抬升空间。

**能源金属：高镍需求带动氢氧化锂行情，钴原料到港压制价格。** (1) **锂：**①**电池级氢氧化锂(粗颗粒)及微粉级成交价**周内上升0.1万元/吨，氢氧化锂价格反超碳酸锂。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**海外氢氧化锂需求**延续转暖，已现供应紧张态势，主要厂商订单饱满，工厂库存去库36吨至1,546吨；(2) **镍：**本周电池级硫酸镍价格小幅下滑500至3.43万元/吨。传统镍盐厂冶炼开工维稳并以长单为主，部分企业已完成6月订单对接，生产商库存小幅下降。短期MHP原料供应紧张对镍价形成支撑；(3) **钴：**本周钴中间品报价上涨约1.4%；刚果(金)政府或将禁止出口铜和钴精矿，或在市场情绪上增加对钴原料供给不确定性的担忧。在三元材料需求高景气下，国内钴原料去库延续。考虑到3月后南非船期及集装箱数据好转，国内5月下旬钴原料或将陆续到港，边际缓解原料短缺问题，钴价或将延续弱势。

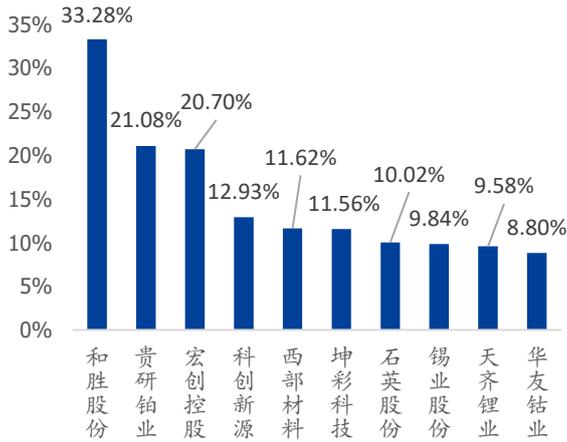
**补库需求支撑铜铝易涨难跌，氢氧化锂高景气有望延续。** (1) 自上而下：铜铝下游仍存补库诉求，对铜铝价格形成基本面支撑；(2) 海外高镍化需求景气维持，国内核心氢氧化锂厂商订单饱满，叠加上游供给短期弹性较低，氢氧化锂高景气有望延续。

## 二、周度数据跟踪

### 2.1、股票周度涨跌：和胜股份、贵研铂业、宏创控股涨幅分居前三

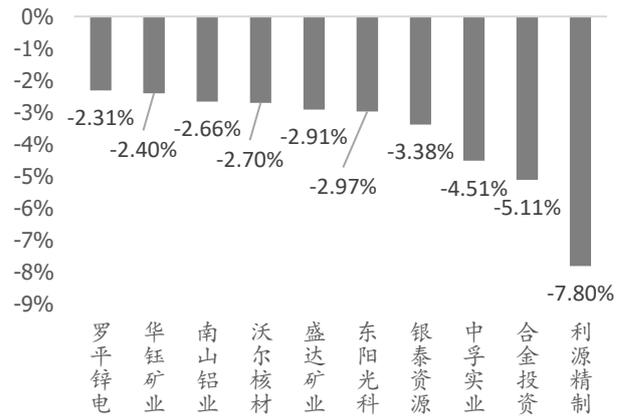
- **股票价格：**回顾本周，有色板块涨跌不一，和胜股份领涨，周涨幅达 33.28%；利源精制领跌，跌幅为-7.80%。

图表 1：本周华友钴业领涨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：本周深圳新星领跌



资料来源：Wind，国盛证券研究所

### 2.2、金属价格及库存变动：基本金属价格整体下跌，贵金属价格内盘微涨；铜、锡去库明显

- **贵金属价格：**海外价格领涨，国内价格走强。黄金方面，SHFE 黄金收于 392.68 元/克，周度上涨 1.86 元，涨幅 0.48%。白银方面，SHFE 白银上涨 21 元/千克至 5753 元/千克，周涨幅为 0.37%。黄金价格已持平于年初水平，白银表现强于黄金。

图表 3：本周国内外贵金属价格内盘微涨

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	1,905.3	28.6	1.52%	7.78%	0.54%
COMEX 白银	美元/盎司	28.0	0.5	1.92%	8.28%	6.07%
SHFE 黄金	元/克	392.7	1.9	0.48%	6.11%	-0.61%
SHFE 白银	元/千克	5,753.0	21.0	0.37%	7.01%	3.01%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

- **基本金属价格：**周内基本金属价格整体普涨，铅价略有下滑。本周，国内镍、锡价格领涨，周内涨幅分别达到 3.39%、4.97%；铜、铝价格分别变动 0.96%、-0.19%；海外镍价大幅走强，周内涨幅达 6.12%，LME 锌、铜分别上涨 2.03%、1.48%。总体看，本周工业金属价格整体偏强，海外涨幅高于国内。

图表4: 周内基本金属价格涨跌不一, 铅、镍领跌

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
LME 铝	美元/吨	2,405	2.0	0.08%	-1.64%	21.59%
LME 铜	美元/吨	10,159	148.0	1.48%	2.11%	31.23%
LME 锌	美元/吨	3,042	60.5	2.03%	4.73%	11.68%
LME 铅	美元/吨	2,208	-15.5	-0.70%	4.30%	11.97%
LME 镍	美元/吨	18,090	1043.0	6.12%	3.51%	9.37%
LME 锡	美元/吨	32,450	88.0	0.27%	0.80%	57.98%
SHFE 铝	元/吨	18,730	-35.0	-0.19%	-0.82%	21.03%
SHFE 铜	元/吨	73,330	700.0	0.96%	1.83%	26.50%
SHFE 锌	元/吨	22,895	525.0	2.35%	4.35%	9.89%
SHFE 铅	元/吨	15,510	-105.0	-0.67%	2.04%	5.19%
SHFE 镍	元/吨	130,630	4280.0	3.39%	1.16%	5.07%
SHFE 锡	元/吨	205,410	9730.0	4.97%	6.92%	35.44%

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涨跌不一, 电池级氢氧化锂、微粉级氢氧化锂周内上涨, 四氧化三钴、电解镍跌幅靠前。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 0.1 万元/吨至 9.04 万元/吨和 9.13 万元/吨, 周涨幅为 1.12%、1.11%, 工业级与电池级碳酸锂持稳; 钴产品方面, 周内四氧化三钴、硫酸钴分别下跌 6 元/千克和 0.1 万元/吨至 273 元/千克和 7.25 万元/吨; 镍产品方面, 本周电解镍价格下跌 0.25 万元/吨至 13.30 万元/吨。

图表5: 电池级氢氧化锂、微粉级氢氧化锂周涨幅居前, 四氧化三钴、硫酸钴领跌

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	9.04	0.10	1.12%	10.38%	70.52%
微粉级氢氧化锂	万元/吨	9.13	0.10	1.11%	10.27%	60.09%
四氧化三钴	元/千克	273.00	-6.00	-2.15%	-6.67%	33.50%
硫酸钴	万元/吨	7.25	-0.10	-1.36%	-6.45%	23.93%
电解钴	万元/吨	34.50	0.00	0.00%	0.00%	23.66%
硫酸镍	万元/吨	34,250.00	-500.00	-1.44%	2.24%	7.87%
高镍铁	元/镍	1,125.00	-5.00	-0.44%	3.21%	5.14%
电解镍	万元/吨	13.30	-0.25	-1.85%	1.76%	3.66%

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 锡、SHFE 锡大幅去库。本周 LME 铜库存出现大幅去库, SHFE 铜降库 1.33 万吨至 20.78 万吨, 周降 6.02%; SHFE 铝库存降库 0.556 万吨至 32.96 万吨; 锡去库明显, LME 锡、SHFE 锡周内库存分别降 33.20%、13.00%。但主因为低基数效应, 较难定量反应实际供需。截止本周 LME、SHFE 锡库存分别仅约 800 吨、5200 吨。

图表 6: 本金属库存多数下降, SHFE 铅大幅上升, LME 锡、SHFE 锡大幅去库

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	171.83	-3.205	-1.83%	-6.37%	27.68%
	SHFE	万吨	32.96	-0.556	-1.66%	-7.58%	46.98%
	COMEX	万吨	3.10	0.000	0.00%	-0.06%	-33.28%
铜	LME	万吨	12.24	-0.425	-3.36%	-14.82%	13.41%
	SHFE	万吨	20.78	-1.330	-6.02%	3.98%	139.76%
	COMEX	万吨	6.16	-0.073	-1.17%	-7.45%	-20.65%
锌	LME	万吨	28.43	-0.092	-0.32%	-2.63%	40.56%
	SHFE	万吨	7.52	-0.783	-9.43%	-20.34%	163.18%
铅	LME	万吨	9.78	-0.565	-5.46%	-11.77%	-26.73%
	SHFE	万吨	9.33	0.876	10.36%	52.92%	103.53%
镍	LME	万吨	24.75	-0.280	-1.12%	-5.55%	0.32%
	SHFE	万吨	0.80	-0.039	-4.58%	1.83%	-55.71%
锡	LME	万吨	0.08	-0.041	-33.20%	-36.54%	-56.35%
	SHFE	万吨	0.52	-0.078	-13.00%	-31.61%	-4.27%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 三、美财政刺激或主导贵&基本金属需求边际, 高镍拉动 EV 级氢氧化锂及镍需求

#### 3.1、黄金: 财政预算彰显政府决心, 名义利率抬升潜力或为金价扰动核心

**黄金:** ①**名义利率:** 周内十年期美债利率呈下跌走势, 由 1.63% 下跌至 1.58%, 10 年-2 年期美债利率由 1.46% 下滑至 1.44%, 收益率曲线略有收窄, 但超预期的经济刺激政策或强化美债市名义利率上行信心, 实际利率定价维度或对金价构成压制; 美国 4 月核心 PCE 物价指数年率 (公布值 3.1%, 预期 2.9%, 前值 1.9%) 及月率 (公布值 0.7%, 预期 0.6%, 前值 0.4%,) 均超市场预期, 其中 PCE 年率创 1992 年 7 月以来新高, 月率创 2001 年 10 月以来新高。美国 4 月核心 PCE、CPI 等数据超预期上行与当月工业复苏低预期形成对立矛盾, 而就业率修复放缓与居民消费不及预期或将掣肘美联储退出 QE。在美联储以“保就业+通胀宽容”政策风格下, 政策性利率或继续维持低位, 并维持目前扩表速率; ②**美元指数:** 周内美指窄幅震荡, 自 90.04 收于 90.05。周内公布欧元区 5 月工业景气指数、经济景气指数等略高于预期, 但未转变当前流动性宽松预期, 美元指数或将维持低位震荡; ③**通胀预期:** 美国债券市场隐含通胀周内由 2.43% 小幅下降至 2.42%, 实际利率自 -0.80% 进一步下跌至 -0.84%。本周五美国总统拜登提出 6 万亿美元 2022 财年预算, 优先领域包含基础设施、教育、研究、公共卫生等领域, 涵盖美国就业计划和美国家庭计划, 再次印证美国对经济与就业修复更高优先级。

图表7: 美联储扩表仍在继续



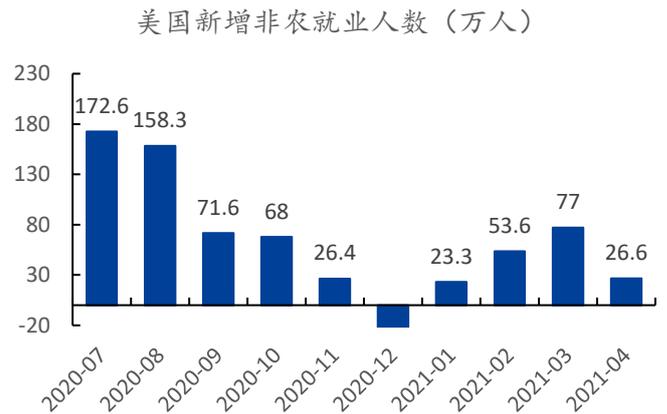
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 周内美十债利率小幅下滑至1.58%



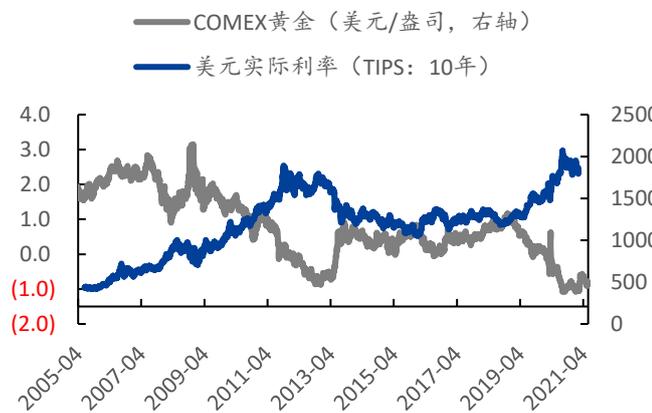
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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



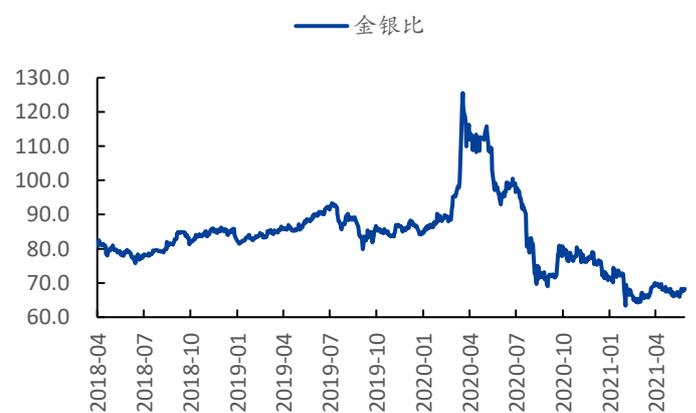
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 周内美元实际利率维持震荡, 金价小幅上涨



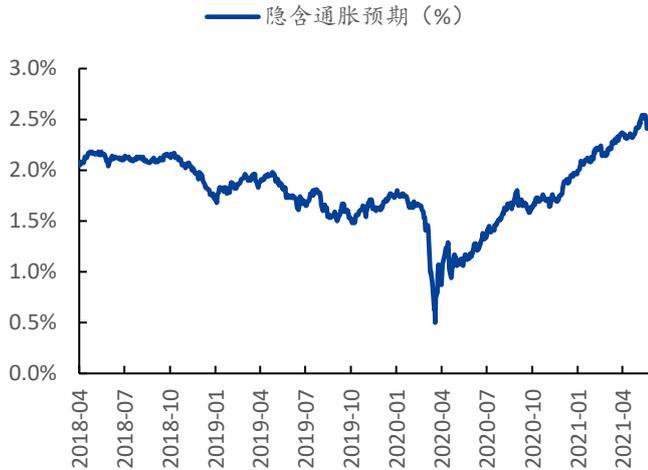
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表11: 近期金银比横向震荡



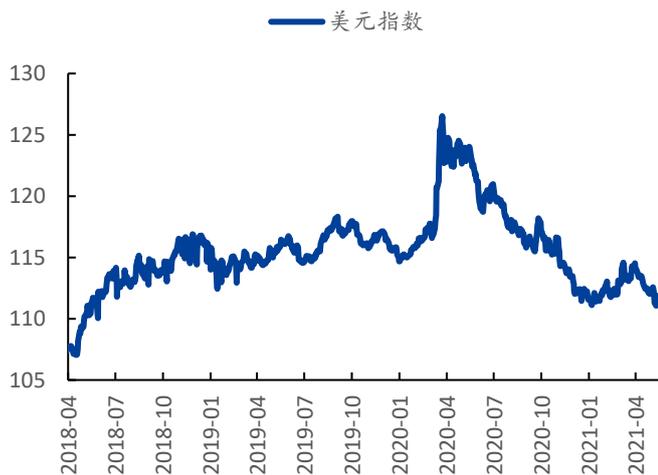
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 周内隐含通胀降 0.01pct 至 2.42%



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 111.3



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 铜金比周内上行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: SPDR 黄金 ETF 持仓规模降 2.04 吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2、工业金属：价格回落后库存去化印证补库诉求，铜铝基本面支撑强劲

#### 3.2.1、铜：低价去库佐证下游存补库需求，海外需求或存超预期带动铜价

##### (1) 周度观点

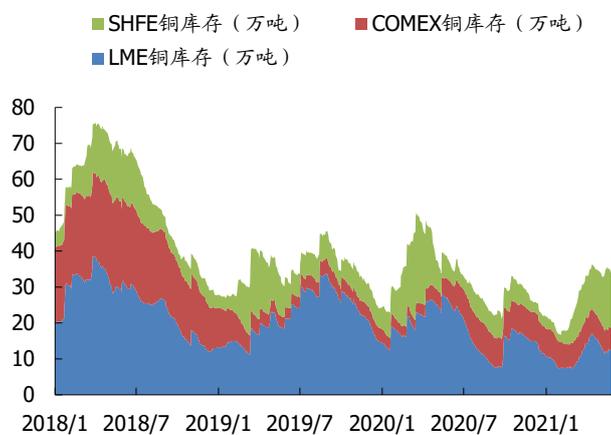
库存短期回升但供需维持向好，铜价或呈高位震荡。①本周铜价呈触底回涨，沪铜收盘价回涨 0.96% 至 73,330 元/吨，LME 铜上涨 1.48% 至 10,159 美元/吨，沪伦比由 7.35 下降至 7.22；全球显性库存（国内+三大交易所）为 110.28 万吨，周内去库 2.30 万吨，其中上期所库存减少 1.16 万吨，社会库存减少 1.50 万吨，保税区库存增加 0.9 万吨，LME 库存小幅降低 0.43 万吨，COMEX 铜库存降低 0.12 万吨；②宏观方面，周内美联储官员宣称通胀飙升为短暂现象，超宽松政策仍有必要，在通胀压力与就业水平缓慢修复

矛盾下，流动性宽松仍存；③供给上，BHP 表示将对智利经营采取应急措施来应对 Escondida 和 Spence 铜矿罢工，虽然短期供给扰动仍在，但卡莫阿正式投产以及 Mina Justa、Constancia 等矿山新建项目临近投产期，对供给紧张局面有所缓解；④需求方面，周内铜价率先回落后，下游需求出现好转迹象，国内社库与上期所库存明显去化佐证当前下游仍有补库诉求，为铜价在阶段性回落后形成基本面支撑。考虑到海外经济及工业水平持续复苏或将继续带动铜表观库存去化，流动性短期较难收紧且美国财政刺激政策将持续推进，海外铜需求或存超预期表现，铜价有望延续强势。

## （2）全球铜库存及加工费跟踪

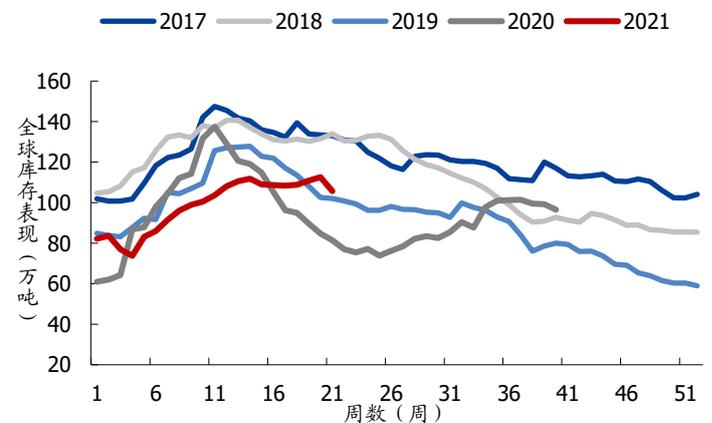
周内全球表观库存降低，国内外库存变动分化缓和。至 5 月 28 日全球显性库存（国内+三大交易所）为 110.28 万吨，周内去库 2.30 万吨，其中上期所库存减少 1.16 万吨，社会库存减少 1.50 万吨，保税区库存增加 0.9 万吨，LME 库存小幅降低 0.43 万吨，COMEX 铜库存降低 0.12 万吨。

图表 16: 周内三大交易所去库 1.70 万吨 (万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

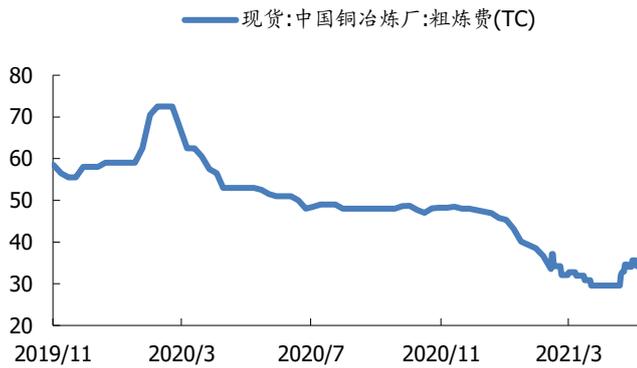
图表 17: 本周全球铜表观库存下降 2.30 万吨 (万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

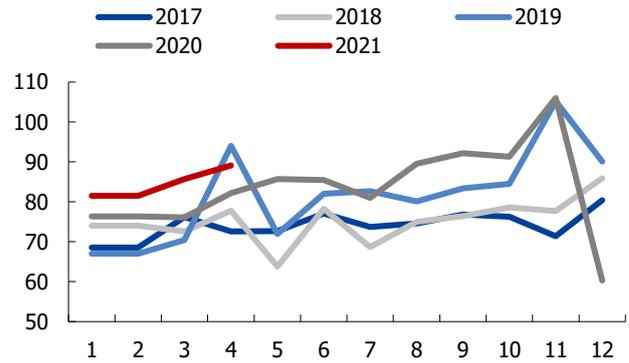
冶炼费触底回升，主因冶炼企业集中检修尚未结束。5 月下旬以来国内 TC 现货触底回升，由月初 29.57 美元/干吨逐步回升至当前 35.50 美元/干吨。5 月铜冶炼企业将进入集中检修期，改善短期铜冶炼市场供需关系，冶炼费或将边际好转。但由于矿端供给较冶炼产能仍处短缺状态，月内较难看到冶炼费大幅回升。

图表 18: 本周铜粗炼费由 35.6 美元/千吨下降至 35.5 美元/千吨



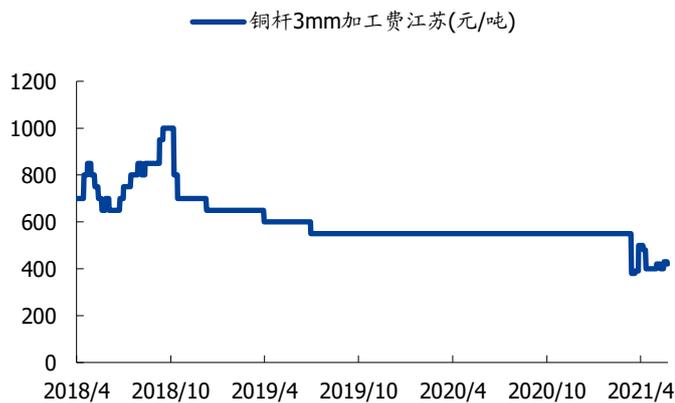
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 国内 4 月电解铜产量为 89 万吨 (万吨)



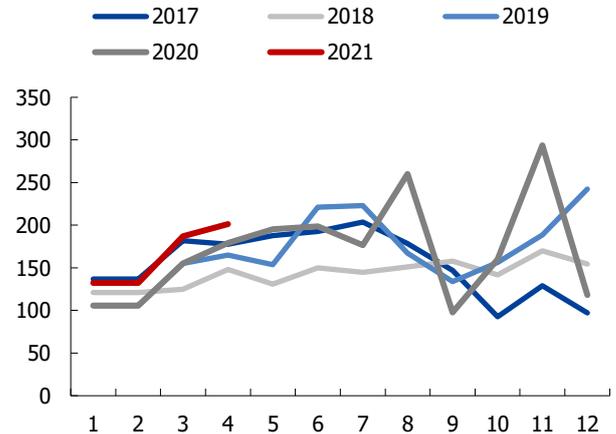
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 1、2月产量数据取1~2月均值

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: 4 月国内钢材产量达 201 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

### 3.2.2、铝: 国内供给扰动延续, 需求高景气支撑铝价上行

#### (1) 周度观点

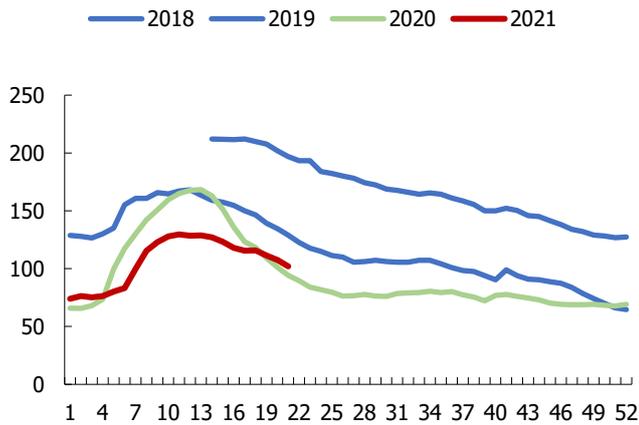
云南、内蒙供给扰动延续, 需求高景气带动铝材加工费维持高位。①价格方面: 本周沪铝先跌后升, 周内下滑 0.19%至 18,730 元/吨, LME 铝小幅上涨 0.08%至 2,405 美元/吨;②库存方面: 三大交易所库存周内下降 5.58 万吨至 207.89 万吨, 根据百川盈孚, 本周国内社库降低 5.42 万吨至 102.07 万吨, 周内电解铝价格率先降低为下游带来低价补库机会, 表观库存去化; ③供给方面: 五月国内多地区发生限电现象, 云南因省内干旱持续导致用电形势严峻, 南方电网通知 5 月 23 号前将压低省内电解铝厂用电负荷 30% 以上, 预计持续至 6 月中旬, 影响 10-19 万吨电解铝产量。此外, 南方地区电力供应紧张, 广东省一致性错峰生产、有序用电模式, 导致云南省西电东送任务或难以削减, 对省内用电形成压力。包头市工业能耗触及能耗双控红色预警, 5 月底前采取限电应急措施, 同时包头稀土铝业、内蒙古创源金属、包头铝业受自治区内调整年度交易电解影响, 年内剩余电量采购价格或上调 0.02 元/千瓦时, 对应单吨电解铝成本上涨约 250 元/吨; ④需求方面: 中国房地产仍处竣工高景气周期, 海外经济持续复苏带动出口规模, 下游

型材厂对铝原料需求维持高位，铝棒库存继续呈现去库状态。本周铝棒加工费较上周虽有下滑，但仍处于高利润阶段，终端接受高铝价并具有继续抬升空间。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。消费旺季超预期叠加社会库存低位，二、三季度电解铝价格有望维持强势。

### (2) 库存情况周度变化

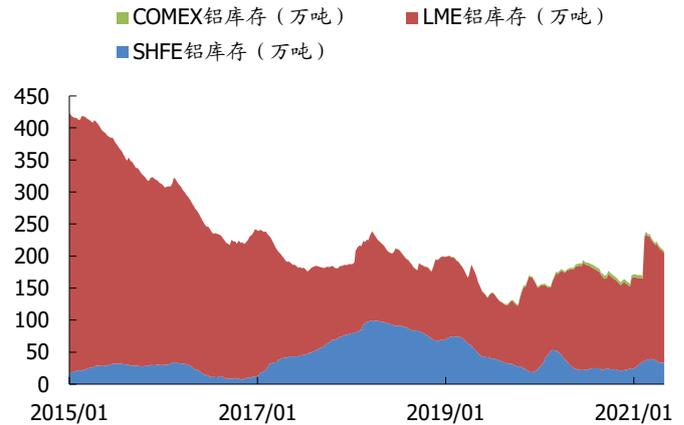
**国内外电解铝库存继续回落：**本周三大交易所去库 5.58 万吨至 207.89 万吨，根据百川盈孚，本周国内社库大幅降低 5.42 万吨至 102.07 万吨，社库比去年同期增加 0.88 万吨。尽管 4 月下旬以来国内电解铝库存降幅放缓，但海外呈加速去化模式，叠加一季度累库水平低于往年，全球库存水平支撑铝价上行。

图表 22: 国内电解铝社会库存加速去化，周降 5.42 至 102.07 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再降 5.58 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

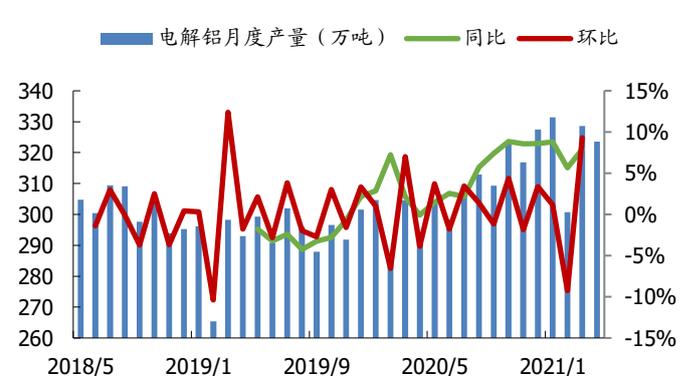
**4 月电解铝开工率略有回落，产量环比降低 1.6% 至 323.5 万吨。**国内 4 月电解铝生产 323.53 万吨，较去年同期增加 30.78 万吨，开工率较上月略有回落至 79.12%，高铝价带动下生产端维持高景气。

图表 24: 国内电解铝企业 4 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)

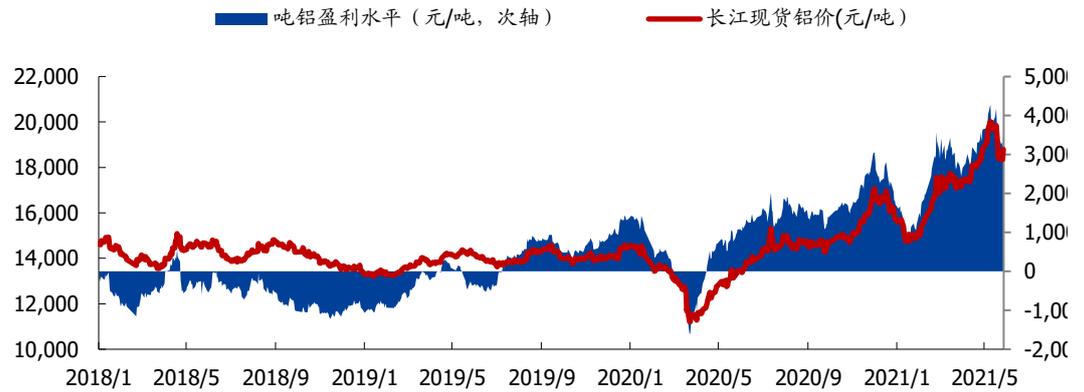


资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

周内电解铝单吨盈利约为 3554 元/吨。铝价维持高位背景下，剔除阳极、动力煤、氧化

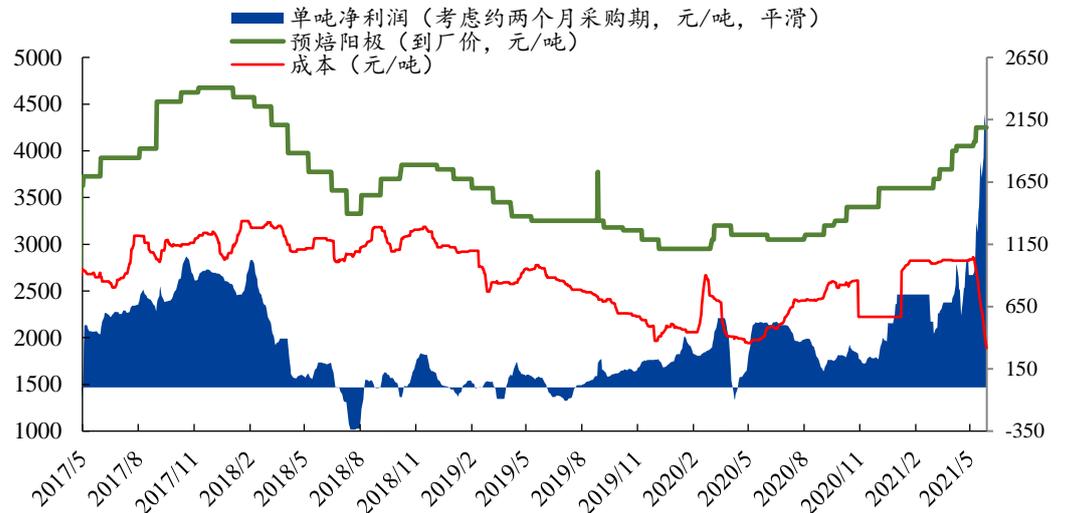
铝等原料成本后电解铝单吨盈利仍维持高位，证明当前电解铝有效产能仍然紧缺。

图表 26: 铝价维持高位下，本周电解铝单吨平均盈利约为 3554 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 2119 元/吨

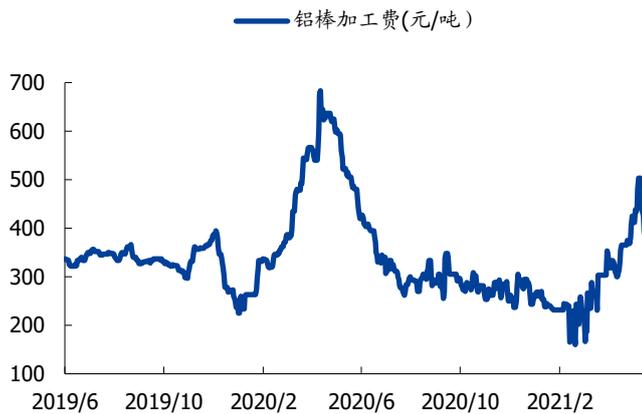


资料来源: Wind, 百川盈孚, 国盛证券研究所

#### (4) 铝材生产加工情况

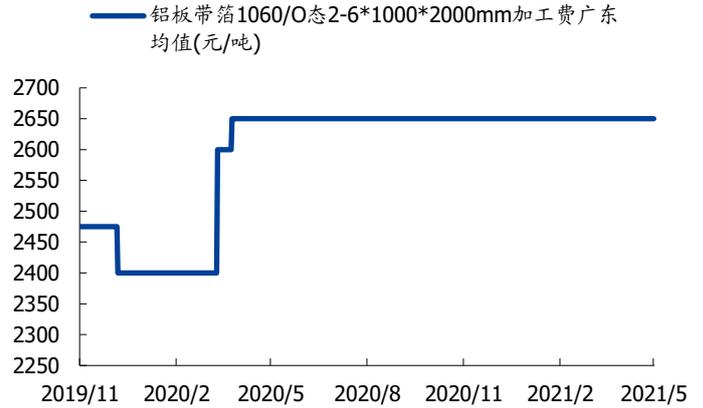
5月以来，铝棒加工费持续提升至上周高点 503.3 元/吨，本周冲高回落至 390 元/吨。进入5月以来，铝棒加工费明显提升，4月23日自300元见底后迅速反弹到5月21日的503.3元/吨；4月铝板带箔/铝棒开工率分别回升至40%和54%，对应产量分别为118.5和87.1万吨。

图表 28: 本周铝棒月均加工费冲高回落至 390 元/吨



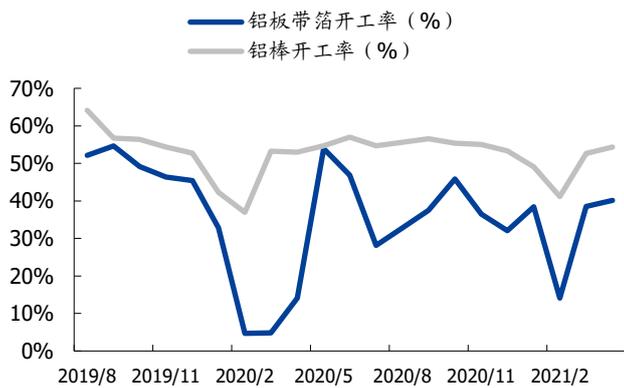
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 29: 铝板带箔加工费维持稳定于 2650 元/吨



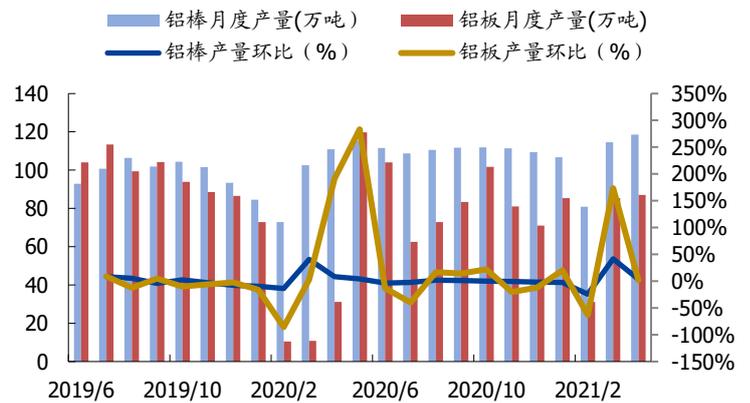
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

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 3%/2%



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

### 3.3、能源金属：高镍需求带动氢氧化锂行情；钴原料到港压制价格

#### 3.3.1、锂资源及锂盐：氢氧化锂上涨行情延续，临近 6 月锂矿价格将入调价窗口期

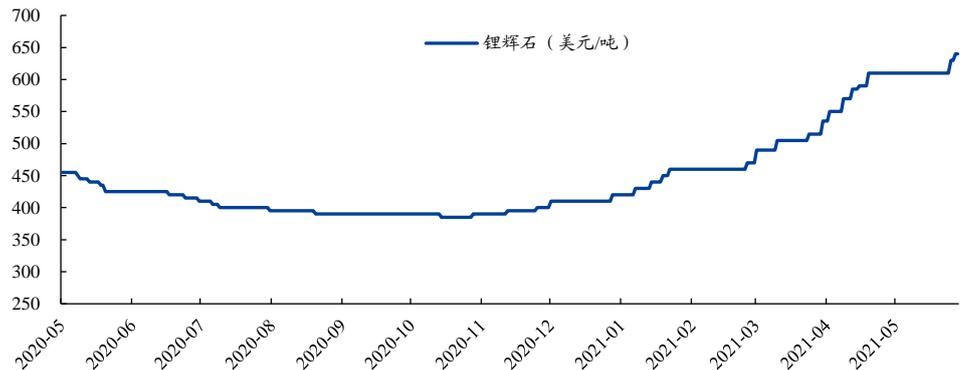
**碳酸锂：**①**价格方面：**本周碳酸锂报价维持稳定，根据百川盈孚，电池级/工业级碳酸锂报价分别约 8.95 万元/吨、8.30 万元/吨。；②**供应方面，**国内碳酸锂周产量约 5,593 吨，周环比增 1.19%。国内碳酸锂供给仍呈上升趋势，青海及四川地区为主要增量来源。随着天气转暖，盐湖卤水产量预计逐渐增加；③**需求&库存方面，**国内下游需求延续上涨，磷酸铁锂及三元材料开工率维持高位，供需两旺行情下碳酸锂生产商库存环增 458 至 4,778 吨，虽有上涨但仍处较低水平。国内电池企业订单持续增加，磷酸铁锂市场开工维持高位运行，碳酸锂市场需求基本面较好，价格有望维持。

**氢氧化锂：**①**价格方面：**锂矿石原料供给紧缺叠加海外高镍化三元需求增长，周内氢氧化锂延续上涨，电池级氢氧化锂（粗颗粒）及微粉级氢氧化锂价格均上涨 0.1 万元至 9.04/9.13 万元/吨，氢氧化锂价格反超碳酸锂。②**供应方面，**国内氢氧化锂周

度产量约 3,430 吨，环比上涨 9.17%。上周产量下降受个别厂家停产检修影响，本周已基本恢复。③需求&库存方面，海外高端氢氧化锂需求进一步转暖，氢氧化锂需求已现供应紧张态势，主要厂商订单量饱满，工厂库存维持低位于 1,546 吨，周内去库 36 吨。

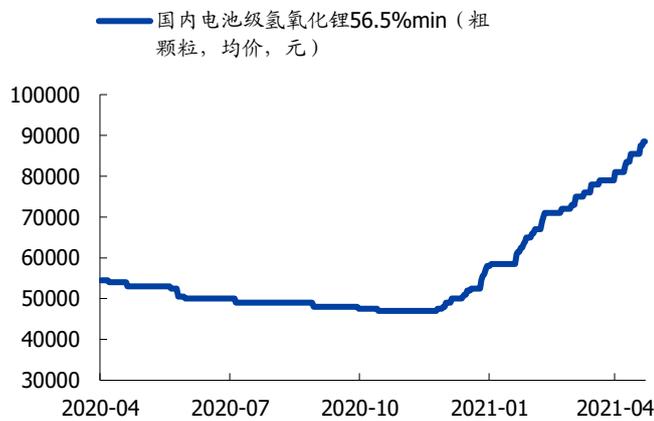
**锂辉石：**锂辉石仍以长单交易为主，本周到港价上涨 30 美元至 640 美元/吨水平（CFR，不含税）。受氢氧化锂需求高景气影响，锂辉石供给已现紧张态势；另一方面中澳摩擦以及临近二季度海外锂原料长单价格谈判窗口期，锂精矿价格或再次进入上涨阶段。

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)



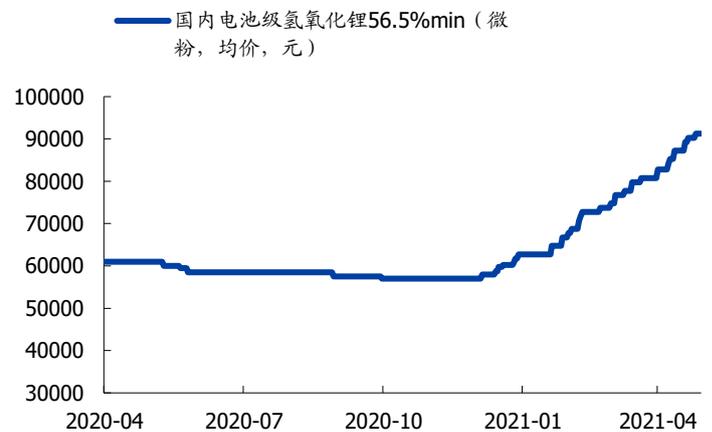
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 国内电池级氢氧化锂 (粗颗粒) 进一步上行 (元/吨)



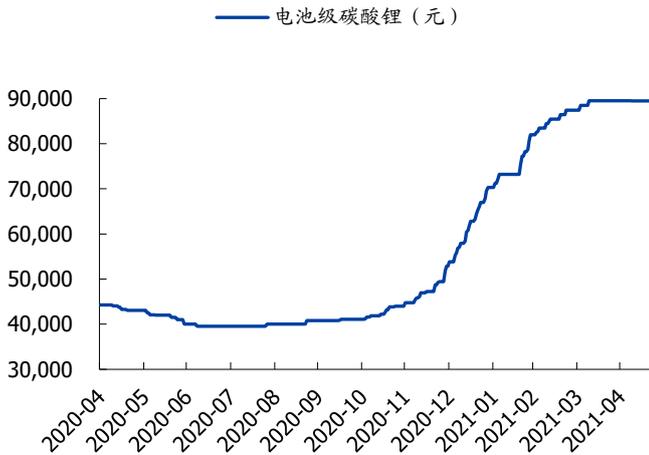
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 34: 国内电池级氢氧化锂 (微粉) 进一步上行 (元/吨)



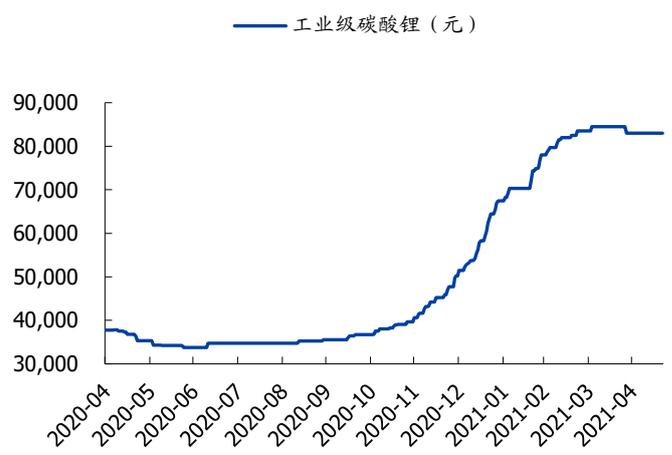
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 35: 国内电池级碳酸锂价格维持稳定 (元/吨)



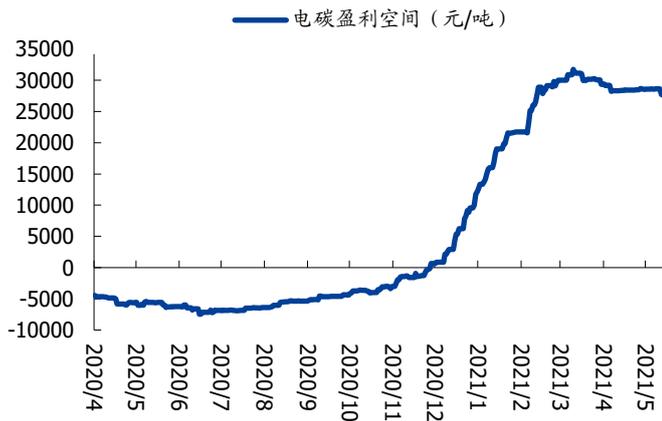
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

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小幅回落至 2.74 万元/吨



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小幅回落至 2.81 万元/吨

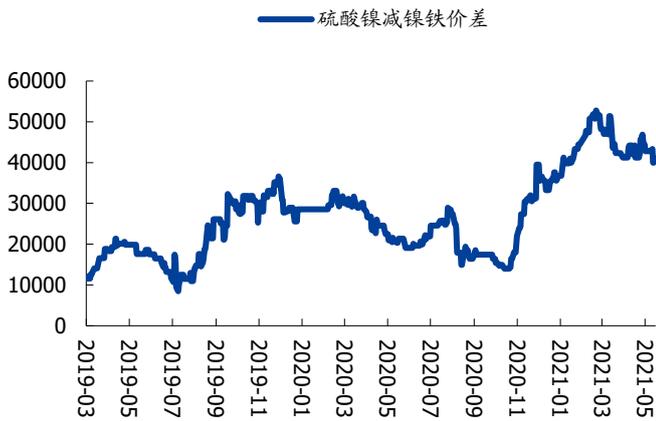


资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

### 3.3.2、电池级镍盐：下游采购维稳，MHP 原料短缺支撑短期镍价

**硫酸镍：**①价格方面：本周电池级硫酸镍价格下滑 500 元/吨至 3.43 万元/吨；②供应方面，本周国内硫酸镍产量约 10,107 吨，环降 0.17%；传统镍盐厂冶炼开工维稳并以长单为主，部分企业已完成 6 月订单对接，整体生产平稳；③需求&库存方面，周内生产商库存环比减 0.64%至 6,977 吨。当前市场需求平稳，下游维持按需采购风格，但由于当前 MHP 原料供应紧张，力勤 OBI 岛 MHP 产线投产但 6 月中旬以前或难有大量补充，对市场硫酸镍价格形成短期支撑。

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回落 (元/吨)



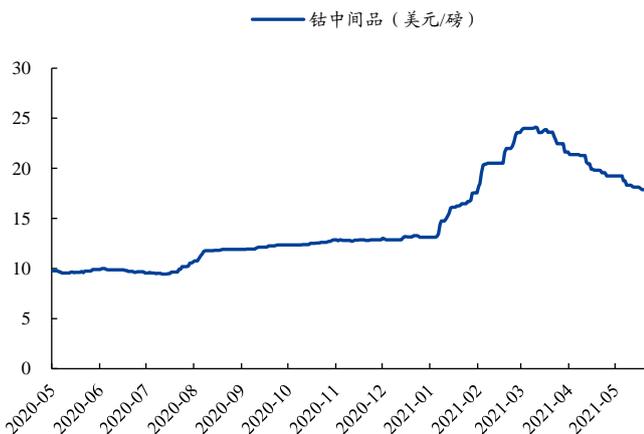
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.3.3、钴原料及钴盐: 国内原料陆续到港, 供给边际改善或恶化钴价

**钴资源:** ①**价格方面:** 本周钴中间品报价约 17.88-18.13 美元/磅, 周上涨约 1.4%, 折扣系数维持 89%-91%。②**供应方面,** 据 Fastmarket 报道, 刚果(金)政府或将禁止出口铜和钴精矿, 主要将影响部分运输至赞比亚境内冶炼厂的钴矿冶炼, 或在市场情绪上增加对钴原料供给不确定性的担忧; ③**需求&库存方面,** 二季度为钴材料需求淡季, 下游采购谨慎, 在三元材料需求高景气下, 国内钴原料去库延续。考虑到 3 月后南非船期及集装箱数据好转, 国内 5 月下旬钴原料或将陆续到港, 边际缓解原料短缺问题。钴市整体供需关系上对价格支撑力度较弱, 钴价或将延续弱势。

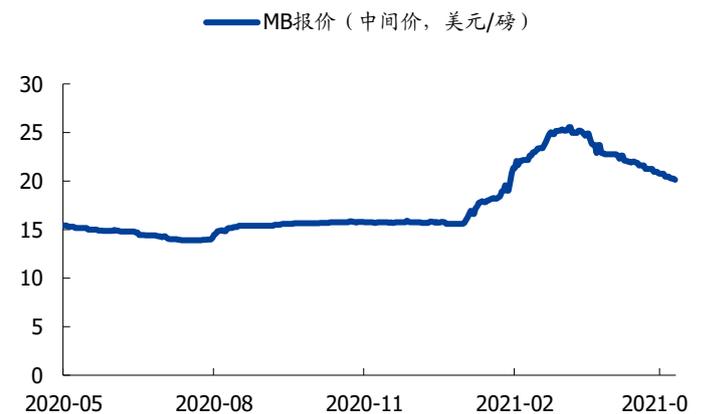
**电解钴:** 周内国内电钴报价再次下跌, 根据百川盈孚, 99.8%min 电钴报价约 20.0-20.3 美元/磅, 市场成交偏淡, 观望情绪较重, 供需格局未有趋势性变动。

图表 41: 钴中间品价格周内小幅下滑



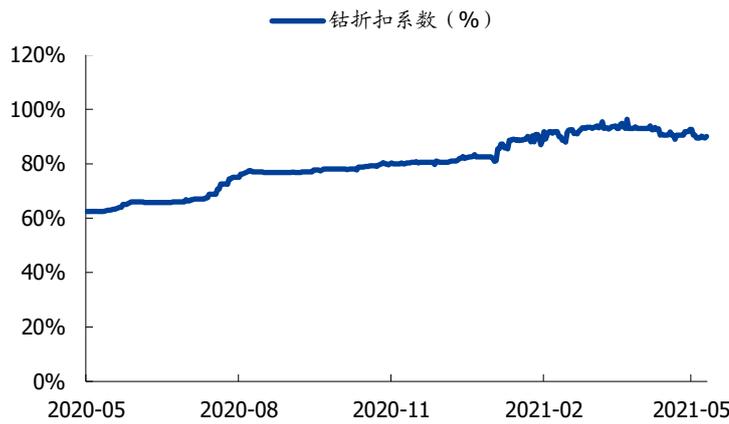
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 42: MB 钴价周内平均报价为 20.33 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 89.7%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: 国内金属钴价格横盘震荡



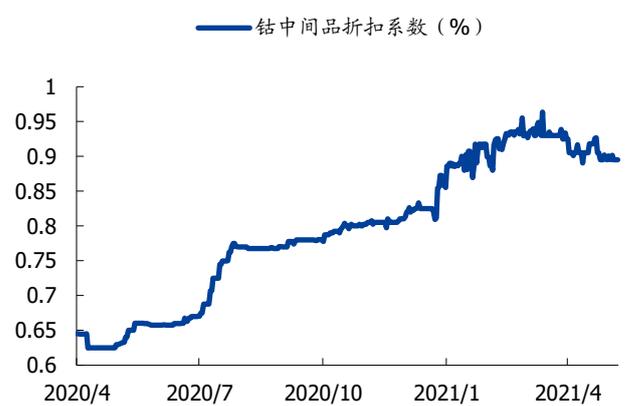
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 国内外钴价差大幅走阔至 6.48 万元/吨高位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 46: 钴中间品折扣系数维稳于 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落至 5.08 万元/吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 48: 剔除钴原料后四氧化三钴加工收入空间回落至 7.47 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