

# 有色金属

## 补库诉求尚待释放撑底铜铝价格；Pilbara 高价拍卖催化锂价行情

**贵金属：消费数据超预期激励市场交易经济修复，Taper 落地或对金价形成二次冲击。**①**名义利率：**美8月CPI年率录得5.3%符合市场预期，同期进口物价指数大幅低于预期，输入性通胀压力缓解支持美国CPI增速下移。8月零售销售月率大超预期（实际0.7%，预测-0.8%，前值-1.8%），输入性通胀放缓为美国消费复苏提供良好环境。当前抑制美国就业复苏核心矛盾仍在变异病毒对就业人员数量影响，后续就业率恢复进度与秋冬季节疫情扩散程度预计将主导市场阶段性情绪；②**通胀预期：**美国消费数据超预期修复及通胀上行放缓给予市场信心，经济复苏水平阶段性提速提高Taper年内执行的预期确定性。高频数据仍是当前影响金价核心要素，Taper执行预期或对金价形成二次冲击。**建议关注：赤峰黄金、山东黄金。**

**基本金属：库存低位叠加旺季补库诉求仍在，铜铝价格有望维持韧性。**铜：①**供给方面，**9月矿山薪资谈判完成对生产干扰率预期降低，铜精矿产出增多，现货偏向买方市场。TC回升至62美元/吨以上，硫酸价格最高上涨至800元/吨以上，冶炼厂利润达1500-2000元/吨，高利润下四季度电解供给预期增加。8-9月进口铜集中涌入，国内现货供需结构预计回归平衡；②**需求方面，**9月铜下游消费良好，电解铜进口利润维持200元/吨水平，国内消费强劲。海外库存持续向国内转移，国内升水价格有所回落。全球总库存较快下降，铜价回落到6.8万元后低库存对价格边际支撑作用体现。9月旺季过后，铜或将进入年底小幅累库期，铜的消费韧性持续对价格起到强买盘托底作用；②**铝：①库存方面：**交易所库存回升0.6至159.2万吨，国内社库小幅增至81.3万吨，为今年3月以来首次较明显回升；②**供给方面：**广西向区内电网下发通要求区电解铝企业9月开始用电负荷在1-6月平均水平上压减35%，预计广西月实际产量进一步压减约5.7万吨，折合全年减产约68.5万吨。我们测算9-12月累计产量将达1219万吨，同降3.5%，对应全年产量同增3.8%。能耗双控“亮红灯”省份基本都对高耗能企业生产进行压降，国内电解铝整体产能利用率预计进一步降低；

③**需求方面：**受铝价高位影响，下游采购阶段性延后形成短期累库。从开工率看，型材企业整体开工率为66.4%，下滑主因为广东、江苏等省份限电抑制生产。板带箔企业未受波及，延续75%以上高开工。由于铝箔、板带卷等产品价格敏感性更低，铝价上移未明显影响下游订单并支撑市场对铝实际需求。考虑到实际需求仍在，且传统旺季下订单放量或倒逼下游陆续补库，铝价有望呈现长期韧性。**建议关注：紫金矿业、中国有色矿业、明泰铝业、金诚信、南山铝业、索通发展、神火股份、天山铝业、中国铝业、云铝股份。**

**能源金属：成本上移+供给边际收缩预期加速锂价上行；库存趋紧+需求回暖利好钴价止跌维稳。**①**锂：**①Pilbara 第二次锂辉石精矿拍卖结束，最终价格落于2240美元/吨，对应碳酸锂生产成本接近15.5万/吨。本轮锂矿报价已在成本端追平当前锂盐市场价格，或进一步主推锂价上行速率。此外，随着气温降低，国内盐湖晒度减弱导致供给存季节性收缩趋势，或对后续资源供应形成扰动；②**镍：**百川数据统计约50%企业采用镍豆自溶作为硫酸镍供给来源，镍价具备成本支撑。印尼计划对镍设置出口禁令或征税，对镍价形成明显看涨预期；③**钴：**海外陆续复产，欧洲市场需求小幅提振，市场现货供给收缩。市场交投规模尚未大幅回暖，但热度已明显好转，预计钴价窄幅震荡。**建议关注：华友钴业、赣锋锂业、浙富控股、天齐锂业、融捷股份、雅化集团、盐湖股份、西藏矿业、寒锐钴业、厦门钨业、厦钨新能、盛屯矿业、金力永磁。**

**新能源景气延续带动 EV 金属行情，低库存支撑铜铝价格韧性。**①EV 金属需求高景气叠加产业链补库诉求，锂价有望延续上行；②供给受限及需求旺季来临支撑铜铝供需景气，价格高位仍具韧性。

**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、政治风险等。

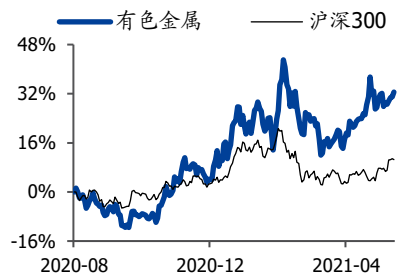
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
601677	明泰铝业	买入	1.60	2.60	3.30	4.10	23.3	14.4	11.3	9.1
603979	金诚信	买入	0.63	0.80	1.40	1.95	38.1	30.0	17.1	12.3

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：wangqi3538@gszq.com

研究助理 刘思蒙

邮箱：liusimeng@gszq.com

### 相关研究

- 1、《有色金属：“双碳双降”政策红线长期改善铜铝供需格局；新能源景气维持利好 EV 金属价格延续上行》2021-09-12
- 2、《有色金属：成本重心上移推升 EV 金属价格，低库存支撑铜铝价格高位韧性》2021-09-05
- 3、《有色金属：供需韧性下锂镍价易涨难跌，库存低位&旺季将带动铜铝行情》2021-08-29

## 内容目录

一、周观点：补库诉求尚待释放撑底铜铝价格；Pilbara 高价拍卖有望催化锂行情热度 .....	4
二、周度数据跟踪 .....	5
2.1、股票周度涨跌：云海金属、宏达股份、锐新科技涨幅分居前三 .....	5
2.2、金属价格及库存变动：金银普跌，基本金属价格普跌，能源金属多数上涨；交易所金属库存增减不一 .....	5
三、补库诉求尚待释放撑底铜铝价格；Pilbara 高价拍卖有望催化锂行情热度 .....	7
3.1、黄金：消费数据超预期激励市场交易经济修复，Taper 落地或对金价形成二次冲击 .....	7
3.2、工业金属：库存低位叠加旺季补库诉求仍在，铜铝价格有望维持韧性 .....	10
3.2.1、铜：宏观风险偏好回升，基本面强去库支撑铜价 .....	10
3.2.2、铝：多省份降负荷再度加码，“双碳双控”政策红线下电解铝实际供给或再度下修 .....	11
3.3、能源金属：成本上移+供给边际收缩预期加速锂价上行；库存趋紧+需求回暖利好钴价止跌维稳 .....	15
3.3.1、锂资源及锂盐：Pilbara 二次高价拍卖加速原料端上涨行情，锂盐价格仍存乐观上涨空间 .....	15
3.3.2、电池级镍盐：镍豆自溶高占比构成成本支撑，印尼或出禁令提高镍出口成本 .....	18
3.3.3、钴原料及钴盐：市场整体交投维稳，钴价有望维持窄幅震荡 .....	18
风险提示 .....	20

## 图表目录

图表 1: 本周鹏欣资源领涨 .....	5
图表 2: 本周鑫铂股份领跌 .....	5
图表 3: 周内贵金属价格普跌，COMEX 白银领跌 .....	5
图表 4: 周内基本金属价格普涨，LME 铝价格领涨 .....	6
图表 5: 本周动力电池材料价格普涨，氢氧化锂价格领涨 .....	6
图表 6: 美联储扩表仍在继续 .....	8
图表 7: 美国隔夜逆回购规模周内小幅上升（剔除极值） .....	8
图表 8: 美国有担保隔夜利率已跌穿有效联邦基金利率 .....	8
图表 9: 周内美十债利率上涨至 1.37% .....	8
图表 10: 8 月美国新增非农就业人数约 23.5 万人，创 2 月份以来新低 .....	8
图表 11: 周内美元实际利率小幅下跌，金价回落 .....	9
图表 12: 金银比周内持续上行 .....	9
图表 13: 周内隐含通胀下跌至 2.33% .....	9
图表 14: 铜金比横盘涨至 5.37 .....	9
图表 15: 美元指数震荡上涨至 93.26 .....	9
图表 16: SPDR 黄金 ETF 持仓规模上升至 1001.66 吨 .....	9
图表 17: 三大交易所去库 2.53 万吨 .....	10
图表 18: 本周全球铜表观库存去库 3.67 万吨 .....	10
图表 19: 本周铜粗炼费上涨至 62 美元/干吨 .....	11
图表 20: 国内 8 月电解铜产量为 87 万吨（万吨） .....	11
图表 21: 本周铜杆加工费持平于 590 元/吨 .....	11
图表 22: 8 月国内铜材产量达 201 万吨（万吨） .....	11
图表 23: 本周国内电解铝社库累库 1.26 万吨至 81.33 万吨 .....	12
图表 24: 三大交易所电解铝库存增加 0.56 万吨至 159.17 万吨 .....	12
图表 25: 国内电解铝企业 8 月开工率降至 84.7% .....	13
图表 26: 8 月电解铝产量环降 1.1% 至 320.6 万吨（万吨） .....	13
图表 27: 本周自备电厂电解铝单吨平均盈利约为 3527 元/吨 .....	13

图表 27: 本周外购电力电解铝单吨平均盈利约为元/吨 .....	14
图表 28: 预焙阳极单吨净利涨 47 元/吨至 550 元/吨 .....	14
图表 29: 铝棒加工费周内上升至 291.7 元/吨 .....	15
图表 30: 铝板带箔加工费周内上涨至 6100 元/吨 .....	15
图表 31: 8 月铝板带箔/铝棒开工率分别调整至 38% 和 51.33% .....	15
图表 32: 8 月铝棒、铝板产量环比减少 5% 和 0.01% .....	15
图表 33: 锂辉石价格快速上行至 1045 (美元/吨, CFR, 不含税) .....	16
图表 34: 国内电池级氢氧化锂 (粗颗粒) 上升至 156500 (元/吨) .....	17
图表 35: 国内电池级氢氧化锂 (微粉) 上涨至 165300 (元/吨) .....	17
图表 36: 国内电池级碳酸锂价格上涨至 164332 (元/吨) .....	17
图表 37: 国内工业级碳酸锂价格上涨至 155500 (元/吨) .....	17
图表 38: 电池级碳酸锂盈利空间上升至 7.3 万元/吨 .....	17
图表 39: 电池级氢氧化锂盈利空间上升至 6.98 万元/吨 .....	17
图表 40: 现货端硫酸镍相较镍铁价降低至 3.11 (万元/吨) .....	18
图表 41: 现货端硫酸镍相较金属镍价周内小幅上涨至 16.82 万元/吨 .....	18
图表 42: 钴中间品价格小幅上涨 .....	19
图表 43: MB 钴价平均报价为 24.75 美元/磅 .....	19
图表 44: 钴折扣系数跌至 88.10% .....	19
图表 45: 国内金属钴价格震荡下跌 0.35% .....	19
图表 46: 国内外钴价差下跌至 2.204 万元/吨 .....	19
图表 47: 剔除钴原料后硫酸钴加工利润空间周内上涨至 3.74 万元/吨 .....	20
图表 48: 剔除钴原料后四氧化三钴加工利润上涨至 4.37 万元/吨 .....	20

## 一、周观点：补库诉求尚待释放撑底铜铝价格；Pilbara 高价拍卖有望催化锂行情热度

**贵金属：消费数据超预期激励市场交易经济修复，Taper 落地或对金价形成二次冲击。**

**①名义利率：**周内十年期美债利率自 1.35% 小幅上涨至 1.37%，美 8 月 CPI 年率录得 5.3% 符合市场预期，同期进口物价指数大幅低于预期，输入性通胀压力缓解支持美国 CPI 增速下移。8 月零售销售月率大超预期（实际 0.7%，预测 -0.8%，前值 -1.8%），输入性通胀放缓为美国消费复苏提供良好环境。当前抑制美国就业复苏核心矛盾仍在变异病毒对就业人员数量影响，后续就业率恢复进度与秋冬季节疫情扩散程度预计将主导市场阶段性情绪；**②通胀预期：**美国消费数据超预期修复及通胀上行放缓给予市场信心，经济复苏水平阶段性提速提高 Taper 年内执行的预期确定性。高频数据仍是当前影响金价核心要素，Taper 执行预期或对金价形成二次冲击。**建议关注：赤峰黄金、山东黄金。**

**基本金属：库存低位叠加旺季补库诉求仍在，铜铝价格有望维持韧性。铜：①供给方面，**

9 月矿山薪资谈判完成对生产干扰率预期降低，铜精矿产出增多，现货偏向买方市场。TC 回升至 62 美元/吨以上，硫酸价格最高上涨至 800 元/吨以上，冶炼厂利润达 1500-2000 元/吨，高利润下四季度电解供给预期增加。8-9 月进口铜集中涌入，国内现货供需结构预计回归平衡；**②需求方面，**9 月铜下游消费良好，电解铜进口利润维持 200 元/吨水平，国内消费强劲。海外库存持续向国内转移，国内升水价格有所回落。全球总库存较快下降，铜价回落到 6.8 万元后低库存对价格边际支撑作用体现。9 月旺季过后，铜或将进入年底小幅累库期，铜的消费韧性持续对价格起到强买盘托底作用；**(2) 铝：①库存方面：**交易所库存回升 0.6 至 159.2 万吨，国内社库小幅增至 81.3 万吨；**②供给方面：**广西向区内电网下发通要求区电解铝企业 9 月开始用电负荷在 1-6 月平均水平上压减 35%，预计广西月实际产量进一步压减约 5.7 万吨，折合全年减产约 68.5 万吨。我们测算 9-12 月累计产量将达 1219 万吨，同降 3.5%，对应全年产量同增 3.8%。当前能耗双控“亮红灯”省份基本都对其高耗能企业生产进行压降，国内电解铝整体产能利用率预计进一步降低；**③需求方面：**受铝价高位影响，周内铝库存逆季节性回升，下游采购阶段性延后形成短期累库。从开工率看，型材企业整体开工率为 66.4%，下滑主因为广东、江苏等省份限电抑制生产。板带箔企业未受波及，整体延续 75% 以上高开工。由于铝箔、板带卷等产品价格敏感性更低，铝价上移未明显影响下游订单并支撑市场对铝实际需求。考虑到实际需求仍在，且传统旺季下订单放量或倒逼下游陆续补库，年内铝供需格局维持景气状态，铝价有望呈现长期韧性。**建议关注：紫金矿业、中国有色矿业、明泰铝业、金诚信、南山铝业、索通发展、神火股份、天山铝业、中国铝业、云铝股份。**

**能源金属：成本上移+供给边际收缩预期加速锂价上行；库存趋紧+需求回暖利好钴价止跌维稳。(1) 锂：①Pilbara 第二次锂辉石精矿拍卖结束，最终价格落于 2240 美元/吨，**

对应碳酸锂生产成本接近 15.5 万/吨。本轮锂矿报价已在成本端追平当前锂盐市场价格，或进一步主推锂价上行速率。此外，随着气温降低，国内盐湖晒度减弱导致供给存季节性收缩趋势，或对后续资源供应形成扰动；**(2) 镍：**百川数据统计约 50% 企业采用镍豆自溶作为硫酸镍供给来源，镍价具备成本支撑。印尼计划对镍设置出口禁令或征税，对镍价形成明显看涨预期；**(3) 钴：**海外陆续复产，欧洲市场需求小幅提振，市场现货供给收缩。市场交投规模尚未大幅回暖，但热度已明显好转，预计钴价窄幅震荡。**建议关注：华友钴业、赣锋锂业、浙富控股、天齐锂业、融捷股份、雅化集团、盐湖股份、西藏矿业、寒锐钴业、厦门钨业、厦钨新能、盛屯矿业、金力永磁。**

**新能源景气延续带动 EV 金属行情，低库存支撑铜铝价格韧性。(1) EV 金属需求高景气叠加产业链补库诉求，锂价有望延续上行；(2) 供给受限及需求旺季来临支撑铜铝供需**

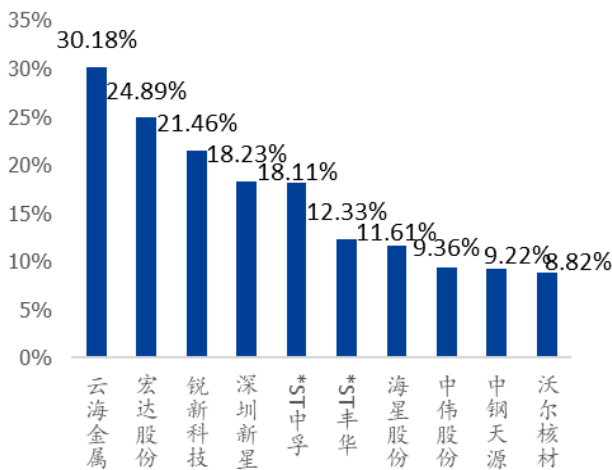
景气，价格高位仍具韧性。

## 二、周度数据跟踪

### 2.1、股票周度涨跌：云海金属、宏达股份、锐新科技涨幅分居前三

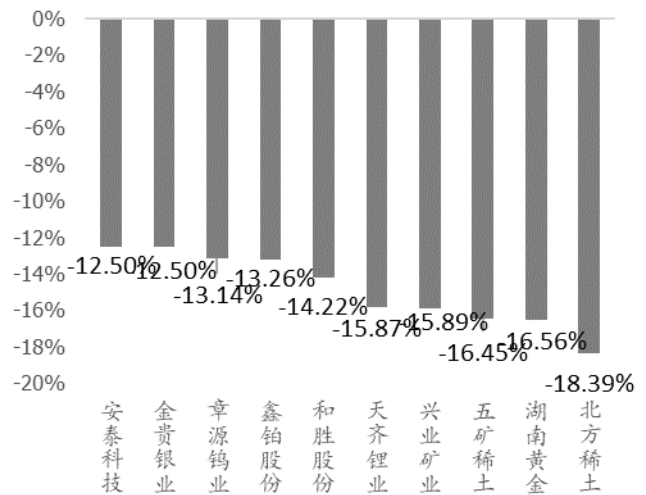
- **股票价格：**回顾本周，有色板块跌多涨少，云海金属领涨，周涨幅达 30.18%；北方稀土领跌，周跌幅达 18.39%。

图表 1：本周鹏欣资源领涨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：本周鑫铂股份领跌



资料来源：Wind，国盛证券研究所

### 2.2、金属价格及库存变动：金银普跌，基本金属价格普跌，能源金属多数上涨；交易所金属库存增减不一

- **贵金属价格：**周内贵金属价格普遍下跌，COMEX 白银领跌。黄金方面，SHFE 黄金收于 366.42 元/克，周度下跌 7.70 元/克，周下跌 2.06%，COMEX 黄金收跌 2.27% 于 1751.40 美元/盎司；白银方面，SHFE 白银下跌 279 元/千克至 4873 元/千克，周下跌 5.42%，COMEX 白银跌 6.54% 至 22.34 美元/盎司。

图表 3：周内贵金属价格普跌，COMEX 白银领跌

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
COMEX 黄金	美元/盎司	1,751.40	-40.7	-2.27%	-3.67%	-7.58%
COMEX 白银	美元/盎司	22.34	-1.56	-6.54%	-6.95%	-15.43%
SHFE 黄金	元/克	366.42	-7.70	-2.06%	-3.25%	-7.26%
SHFE 白银	元/千克	4,873.00	-279.00	-5.42%	-5.21%	-12.75%

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，LME 镍价格领跌。本周，内外盘基本金属普遍下跌，铜内外盘分别下跌 0.46%、4.34%，铝内盘持平，外盘下跌 1.83%，镍内外盘分别下跌 5.07%、5.08%。

图表4: 周内基本金属价格普涨, LME 铝价格领涨

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
LME 铝	美元/吨	2,874.0	-53.5	-1.83%	6.19%	45.11%
LME 铜	美元/吨	9,267.0	-420.5	-4.34%	-2.81%	19.52%
LME 锌	美元/吨	3,066.5	-41.5	-1.34%	2.08%	11.55%
LME 铅	美元/吨	2,187.5	-115.5	-5.02%	-3.12%	10.01%
LME 镍	美元/吨	19,355.0	-1,035.0	-5.08%	-1.25%	16.81%
LME 锡	美元/吨	34,240.0	690.0	2.06%	1.00%	68.26%
SHFE 铝	元/吨	22,620.0	0.0	0.00%	6.07%	46.17%
SHFE 铜	元/吨	69,400.0	-320.0	-0.46%	-1.10%	19.72%
SHFE 锌	元/吨	22,760.0	-110.0	-0.48%	1.52%	9.24%
SHFE 铅	元/吨	14,660.0	-410.0	-2.72%	-2.72%	-0.58%
SHFE 镍	元/吨	144,690.0	-7,730.0	-5.07%	-2.38%	16.38%
SHFE 锡	元/吨	259,840.0	5,840.0	2.30%	5.34%	71.33%

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普遍上涨, 碳酸锂价格领涨。细分来看, 锂产品方面, 本周工业级碳酸锂价格上涨 13.09%至 15.55 万元/吨, 电池级碳酸锂价格上涨 12.30%至 16.43 万元/吨, 电池级氢氧化锂、微粉级氢氧化锂价格分别上涨 11.04%、10.72%至 16.09 万元/吨和 16.53 万元/吨; 钴产品方面, 周内电解钴持平于 37.50 万元/吨, 四氧化三钴持平于 293 元/千克, 硫酸钴上涨 2.55%至 8.05 万元/吨; 镍产品方面, 本周镍产品价格涨跌不一, 电解镍下跌 5.41%至 14.68 万元/吨, 高镍铁上涨 2.10%至 1460 元/镍, 硫酸镍上涨 1.28%至 3.95 万元/吨。

图表5: 本周动力电池材料价格普涨, 氢氧化锂价格领涨

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
工业级碳酸锂	万元/吨	15.55	1.80	13.09%	29.05%	202.09%
电池级碳酸锂	万元/吨	16.43	1.80	12.30%	27.95%	205.25%
电池级氢氧化锂	万元/吨	16.09	1.60	11.04%	24.83%	203.58%
微粉级氢氧化锂	万元/吨	16.53	1.60	10.72%	24.01%	237.35%
四氧化三钴	元/千克	293.00	0.00	0.00%	-0.34%	43.28%
硫酸钴	万元/吨	8.05	0.20	2.55%	0.00%	37.61%
电解钴	万元/吨	37.50	0.00	0.00%	1.90%	34.41%
硫酸镍	元/吨	39,500.00	500.00	1.28%	0.64%	24.41%
高镍铁	元/镍	1,460.00	30.00	2.10%	2.46%	36.45%
电解镍	万元/吨	14.68	-0.84	-5.41%	0.38%	14.38%

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增减内外盘分化, 内盘铜镍去库效应明显。铝库存内外盘分化, LME 铝库存微涨 0.76%至 132.77 万吨, SHFE 铝去库 1.96%至 22.41 万吨; 铜库存内外盘分化, SHFE 铜去库 12.12%至 5.43 万吨, LME 铜库存增长 2.93%至 24.08 万吨, COMEX 库存增长 2.35%至 5.25 万吨; 锡内外盘库存各增长 12.12%和 2.49%至 0.17 万吨和 0.12 万吨; SHFE 镍去库 14.74%至 0.73 万吨。

图表 6: 本周交易所基本金属库存增减内外盘分化, 内盘铜锡去库效应明显

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	132.77	1.000	0.76%	-0.52%	-1.34%
	SHFE	万吨	22.41	-0.448	-1.96%	-9.99%	-0.08%
	COMEX	万吨	3.99	0.000	0.00%	0.00%	-14.17%
铜	LME	万吨	24.08	0.685	2.93%	-4.82%	123.07%
	SHFE	万吨	5.43	-0.750	-12.12%	-34.04%	-37.31%
	COMEX	万吨	5.25	0.120	2.35%	3.23%	-32.41%
锌	LME	万吨	22.56	-0.133	-0.58%	-4.85%	11.55%
	SHFE	万吨	5.04	-0.340	-6.32%	-3.37%	76.34%
铅	LME	万吨	5.28	0.052	1.00%	-0.33%	-60.42%
	SHFE	万吨	20.59	0.189	0.93%	5.35%	348.94%
镍	LME	万吨	17.17	-0.768	-4.28%	-11.70%	-30.40%
	SHFE	万吨	0.73	-0.127	-14.74%	64.74%	-59.48%
锡	LME	万吨	0.12	0.003	2.49%	-20.58%	-34.66%
	SHFE	万吨	0.17	0.018	12.12%	42.19%	-68.91%

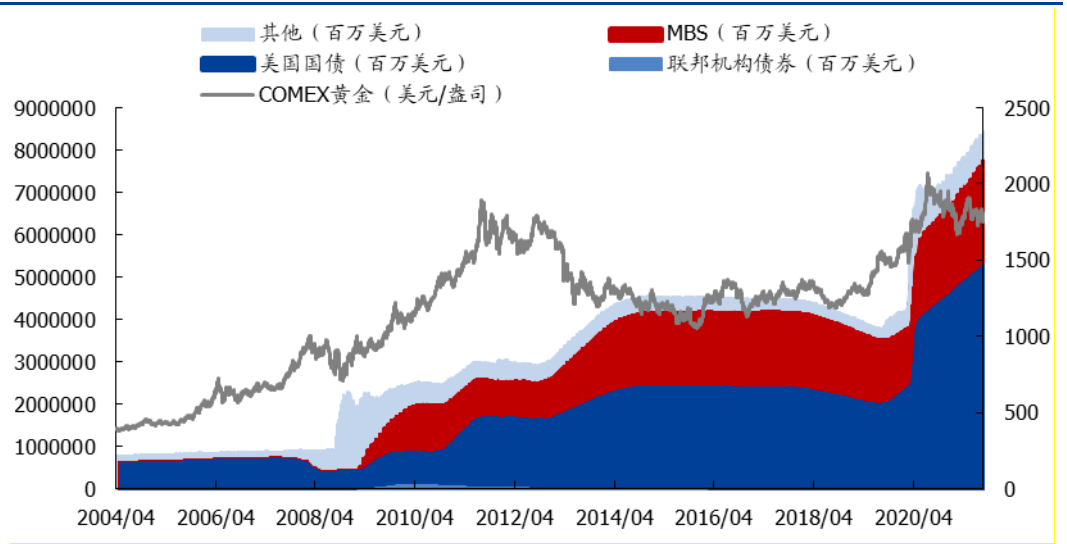
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 三、补库诉求尚待释放撑底铜铝价格; Pilbara 高价拍卖有望催化锂行情热度

#### 3.1、黄金: 消费数据超预期激励市场交易经济修复, Taper 落地或对金价形成二次冲击

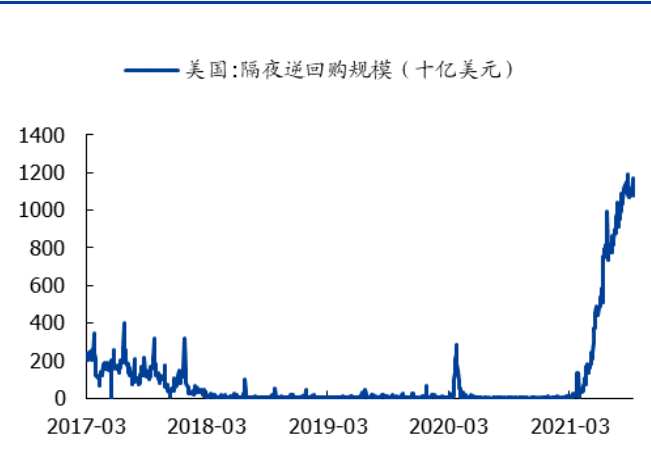
**黄金:** ①**名义利率:** 周内十年期美债利率自 1.35% 小幅上涨至 1.37%, 10 年-2 年期美债利率维稳于 1.12%; 美国 8 月 CPI 年率录得 5.3% 复合市场预期, 为 2021 年首次环比下移, 同期美国进口物价指数大幅低于预期 (实际-0.3%, 预测 0.3%, 前值 0.3%), 输入性通胀压力舒缓构成美国 CPI 增速下移。此外, 美国 8 月零售销售月率大超预期 (实际 0.7%, 预测-0.8%, 前值-1.8%), 9 月消费者信心指数初值小幅上涨。从数据结果看, 输入性通胀放缓为美国消费复苏提供良好环境, 内需向好为国内就业复苏提供土壤。但当前抑制美国就业复苏核心矛盾仍在变异病毒对就业人员数量影响, 后续就业率恢复进度与秋冬季节疫情扩散程度预计将主导市场阶段性情绪; ②**通胀预期:** 美国债券市场隐含通胀自 2.40% 下滑至 2.33%, 实际利率小幅回升 0.04pct 至-1.01%。从交易结构看, 美国消费数据超预期修复及通胀上行放缓给予市场信心, 经济复苏水平阶段性提速同时提高 Taper 年内执行的预期确定性。高频数据仍是当前影响金价核心要素, 而 Taper 执行预期或对金价形成二次冲击。

图表6: 美联储扩表仍在继续



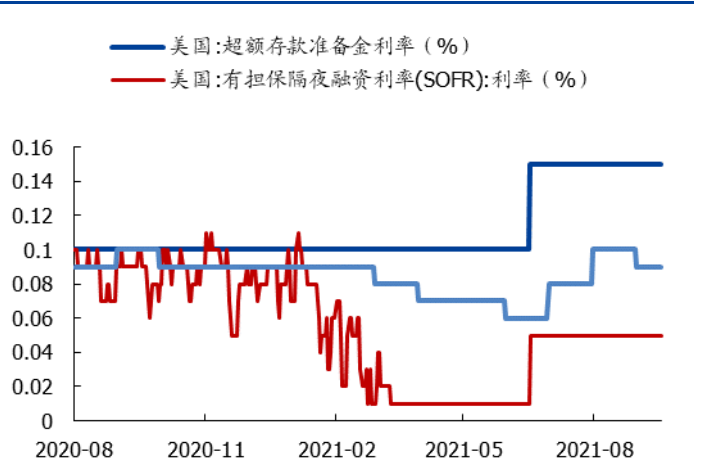
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 美国隔夜逆回购规模周内小幅上升 (剔除极值)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 美国有担保隔夜利率已跌穿有效联邦基金利率



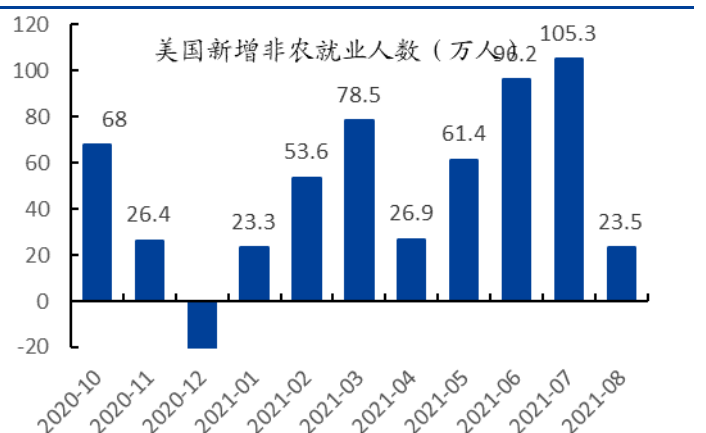
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 周内美十债利率上涨至1.37%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

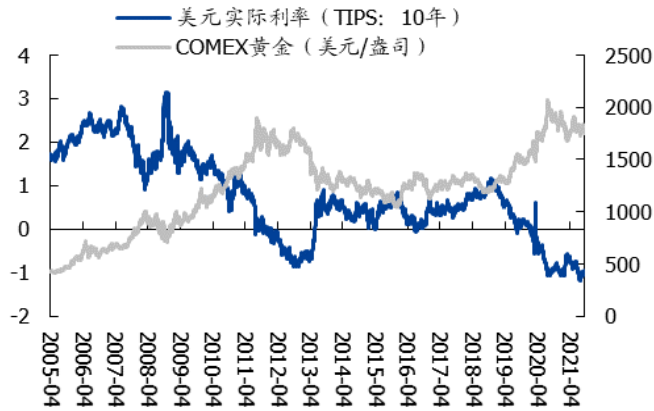
图表10: 8月美国新增非农就业人数约23.5万人, 创2月份以来新低



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

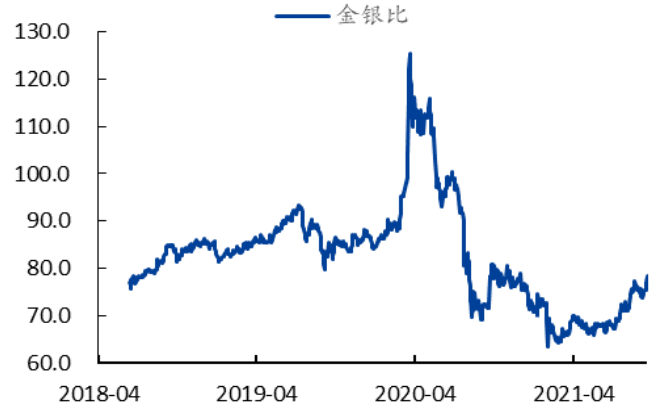


图表 11: 周内美元实际利率小幅下跌, 金价回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 金银比周内持续上行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 周内隐含通胀下跌至 2.33%



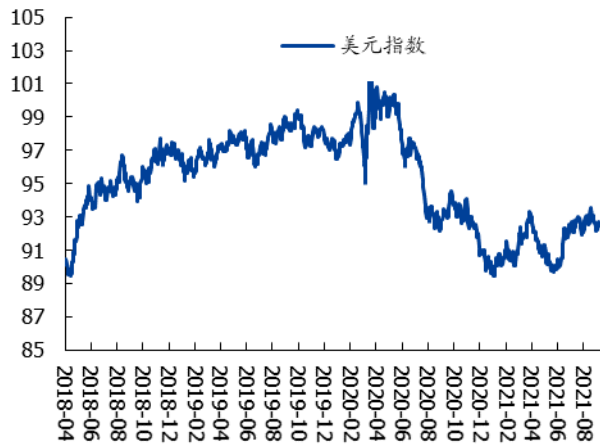
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 铜金比横盘涨至 5.37



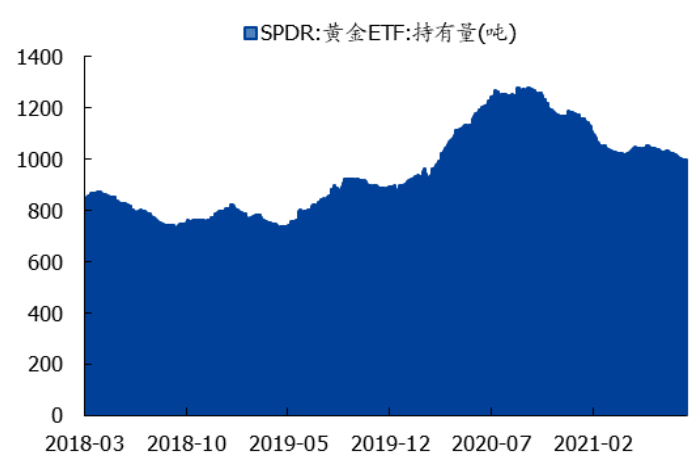
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 美元指数震荡上涨至 93.26



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: SPDR 黄金 ETF 持仓规模上升至 1001.66 吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2、工业金属：库存低位叠加旺季补库诉求仍在，铜铝价格有望维持韧性

#### 3.2.1、铜：宏观风险偏好回升，基本面强去库支撑铜价

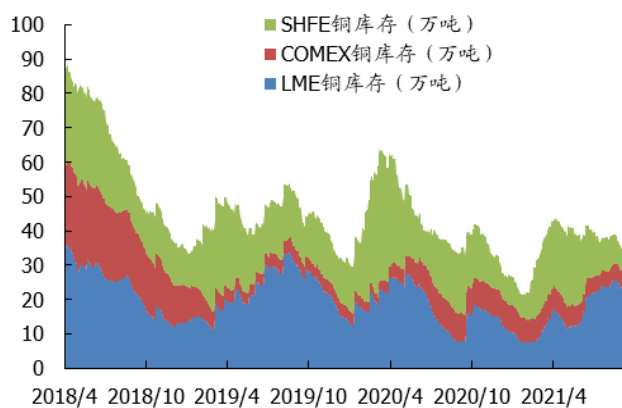
##### (1) 周度观点

**9月消费旺季预期偏强，基本面托底铜价下行空间。** ①本周沪铜下跌0.46%至69400元/吨，伦铜下跌4.34%至9267美元/吨，沪伦比由7.20上升至7.49。全球铜库存（国内社库（含SHFE）+保税+LME+COMEX交易所）为68.66万吨，环比减少1.28万吨，其中社会库存减少0.79万吨，保税区库存减少1.30万吨，LME库存增加0.68万吨，COMEX铜库存增加0.13万吨，上期所库存减少0.75万吨；②宏观方面，美国8月份CPI环比上涨0.3%，为7个月来最小涨幅，部分通胀上行压力开始减弱；美国8月零售销售意外增长，显示消费者需求坚韧，提振美联储减码预期；中国8月工业、固定投资及消费数据环比继续下滑，国内经济仍显下行压力；③供给方面，进入9月，伴随着矿山薪资谈判完成对于矿山生产干扰率预期的降低，铜精矿产出增多，现货偏向买方市场。铜精矿TC现已回升至62美元/吨以上，硫酸价格最高上涨至800元/吨以上，冶炼厂综合利润可达到1500-2000元/吨，冶炼高利润下四季度国内电解供给预期环比增加。近一个月保税铜库存已连续下降近20万吨，8-9月份进口铜集中涌入后，国内现货供需结构将逐渐回归平衡；④需求方面，9月铜下游消费格局良好，电解铜进口利润维持在200元/吨左右，暗示国内消费强劲。海外持续向国内转移，8月末进口铜增多，国内升水价格有所回落。但全球总库存保持较快下降，铜价回落到6.8万元后，低库存对价格边际支撑作用体现。四季度9月旺季过后，铜或将进入年底小幅累库期，铜的消费韧性持续对价格起到强买盘托底作用。

##### (2) 全球铜库存及加工费跟踪

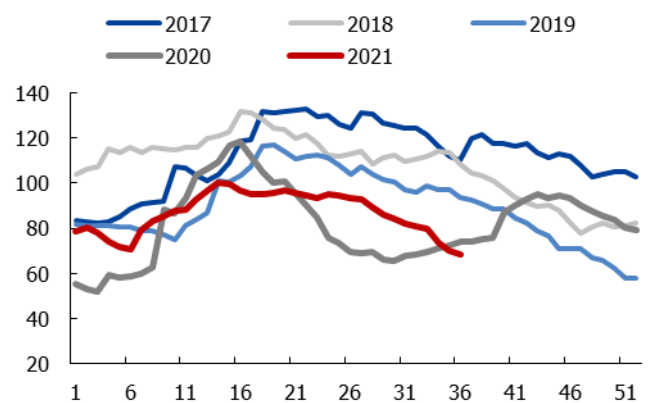
**至9月17日，全球铜库存（国内社库+保税+LME+COMEX交易所）为68.66万吨，减少1.28万吨。**国内方面，国内社会库存减少0.79万吨至12.23万吨，SHFE库存减少0.75至5.43万吨，保税区库存减少1.3万吨至27.1万吨，中国总库存（社库+保税）共减2.09万吨至39.33万吨。国外方面，LME库存增加0.68万吨至24.08万吨，COMEX铜库存增加0.13万吨至5.25万吨。本周全球三大交易所库存增加0.06万吨至34.76万吨，表观库存总量小幅回升，进口窗口打开，内强外弱格局延续。

图表 17: 三大交易所去库 2.53 万吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

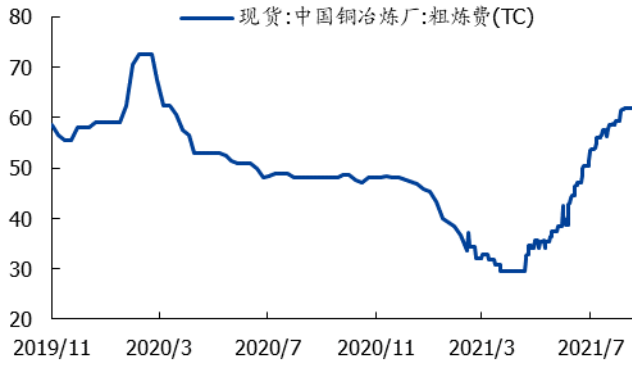
图表 18: 本周全球铜表观库存去库 3.67 万吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

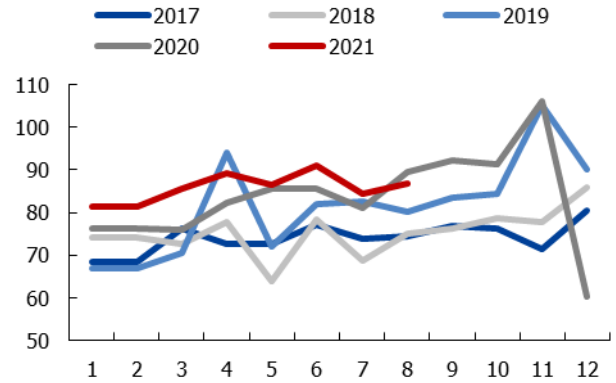
矿山薪资谈判完成对于矿山生产干扰率预期的降低，本周现货 TC 继续小幅上调。5月下旬以来国内 TC 价格触底回升，本周环比持平于 61.9 美元/吨。生产方面，SMM 调研显示，8 月份广西防城港以及梧州地区冶炼厂受限电影响大约减产 15%。9 月冶炼厂逐步结束检修，仅剩广西地区两家冶炼厂将持续检修大幅影响产量，预计 9 月国内电解铜产量环比小幅回升 1.6%。本周铜杆加工费持平于 590 元/吨。精废价差仍位于 1000 元/吨以下，利好精铜消费。

图表 19: 本周铜粗炼费上涨至 62 美元/干吨



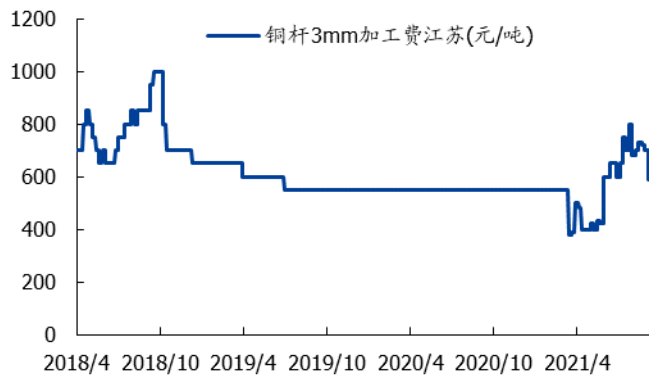
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 国内 8 月电解铜产量为 87 万吨 (万吨)



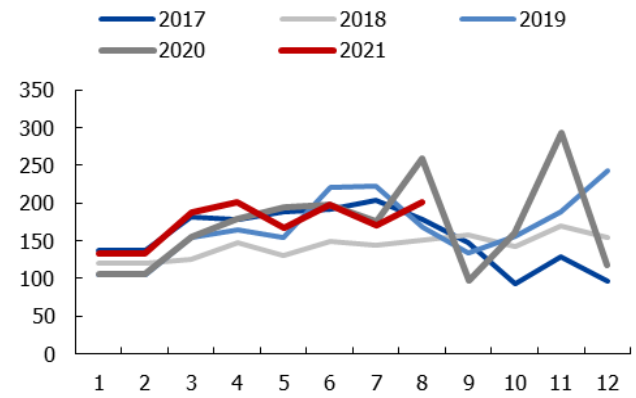
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 1、2 月产量数据取 1~2 月均值

图表 21: 本周铜杆加工费持平于 590 元/吨



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 22: 8 月国内铜材产量达 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: 多省份降负荷再度加码, “双碳双控”政策红线下电解铝实际供给或再度下修

#### (1) 周度观点

节能降耗&碳达峰碳中和历史性任务目标路径清晰, 政策红线长期压制铝电解产能产量。存量角度下, 稳定化水电铝产能优势突出; 增量角度上, 再生铝产业有望收获历史性发展机遇。

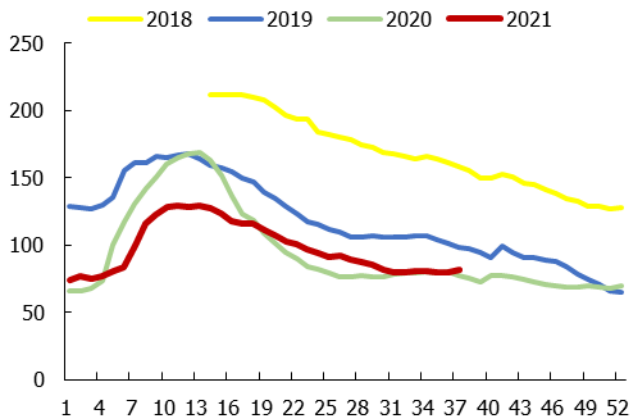
价格方面: 本周铝价延续上涨趋势, 沪铝周内维稳于 22620 元/吨, LME 铝跌 1.83% 至 2874 美元/吨, 铝价内强外弱; 库存方面: 三大交易所库存回升 0.55 万吨至 15917 万吨, 根据百川盈孚, 本周国内社库增加 1.26 万吨至 81.33 万吨, 高出去年同期历史低位约 4.01 万吨; 供给方面: 周内广西向区内电网下发通知, 要求区内电解铝企业自 9 月开

始用电负荷在1-6月平均水平上压减35%，较8月限产政策更为严格，根据百川统计广西上半年数据，我们预计广西月实际产量进一步压减约5.7万吨，折合全年产能约68.5万吨。根据我们预测，2021年1-8月全国电解铝累计产量达2621.2万吨，同增7.73%，9-12月累计产量将达1219万吨，同降3.5%，对应全年产量同增3.8%。当前能耗双控省份亮“红灯”省份基本都对其高耗能企业生产进行压降，考虑现有控能降耗政治任务背景下，各省电解铝产量年内预计难以回升，新产能落地将被推迟至明年，国内电解铝整体产能利用率预计将进一步降低；需求方面：国内表观库存上升至81.33万吨。9月为电解铝传统消费旺季，但受铝价高位影响，周内铝库存逆季节性回升，下游采购阶段性延后形成短期累库。从下游开工率看，型材企业整体开工率为66.4%，下滑主要因素为广东、江苏等省份限电导致开工水平降低。板带箔企业开工率未受波及，整体延续75%以上高开工水平，主要得益于下游订单需求饱满。由于铝箔、板带卷等产品下游价格敏感性更低，对铝价上涨接受力度较强，铝价上移为影响下游订单水平并支撑起当前市场对铝实际需求。考虑到下游实际需求仍在，且在传统旺季下订单放量将逼迫下游陆续补库采购，预计年内铝供需格局维持景气状态，铝价有望呈现长期韧性。

### (2) 库存情况周度变化

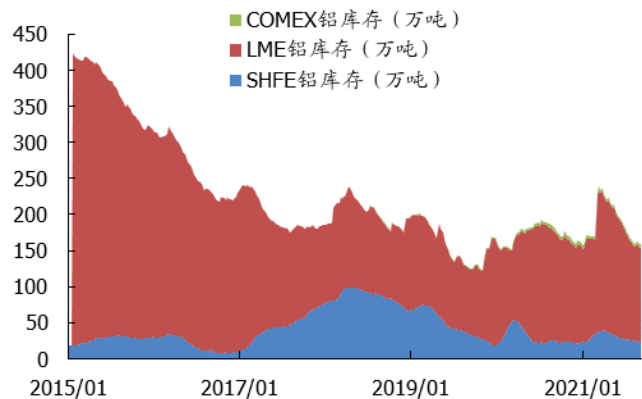
**国内外电解铝库存小幅回升：**本周三大交易所库存增加0.56万吨至159.17万吨，根据百川盈孚，本周国内社库增加1.26万吨至81.33万吨。社库比去年同期增加4.01万吨。表观数据看，三轮抛储仍未填补表观库存下行趋势，高铝价阶段性延后下游采购行为，但板带箔材仍有力支撑市场需求。在现有低库存背景下，供需关系边际改善有望支撑后续补库行为，铝价韧性仍在。

图表 23: 本周国内电解铝社库累库 1.26 万吨至 81.33 万吨



资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

图表 24: 三大交易所电解铝库存增加 0.56 万吨至 159.17 万吨

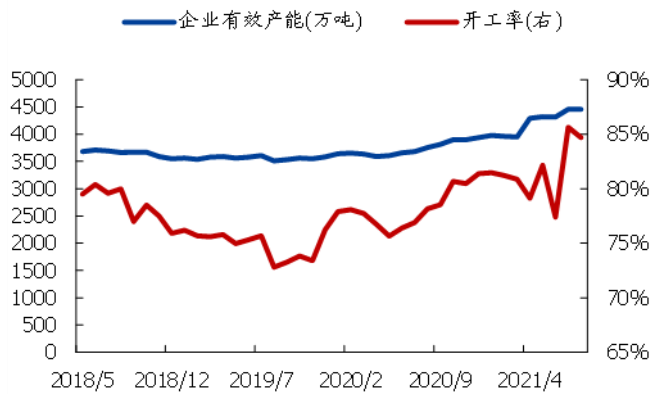


资料来源：Wind，国盛证券研究所

### (3) 产业开工率及运营情况

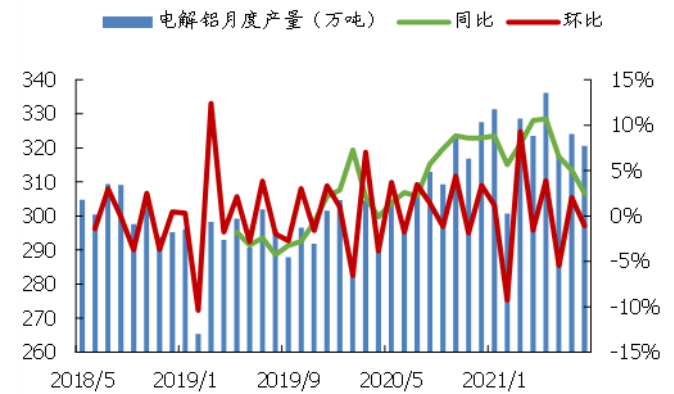
**8月电解铝产量环降1.1%至320.6万吨，开工水平仍受压制。**国内8月电解铝生产320.6万吨，较去年同期同比上涨2.5%，环比下滑1.1%。8月供给侧在多省份限电压产等诸多因素影响下，月度产量录得320.6万吨，环比小幅下滑，国内产能仍未处于充分利用状态，产量同比增加2.5%明显低于4、5月同增超10%水平。9月后多省份进一步出台能耗双控政策，预计电解铝行业开工率将继续走弱，我们测算9月供给或下滑至311.6万吨，环降2.81%，同降0.47%。

图表 25: 国内电解铝企业 8 月开工率降至 84.7%



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 26: 8 月电解铝产量环降 1.1% 至 320.6 万吨 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

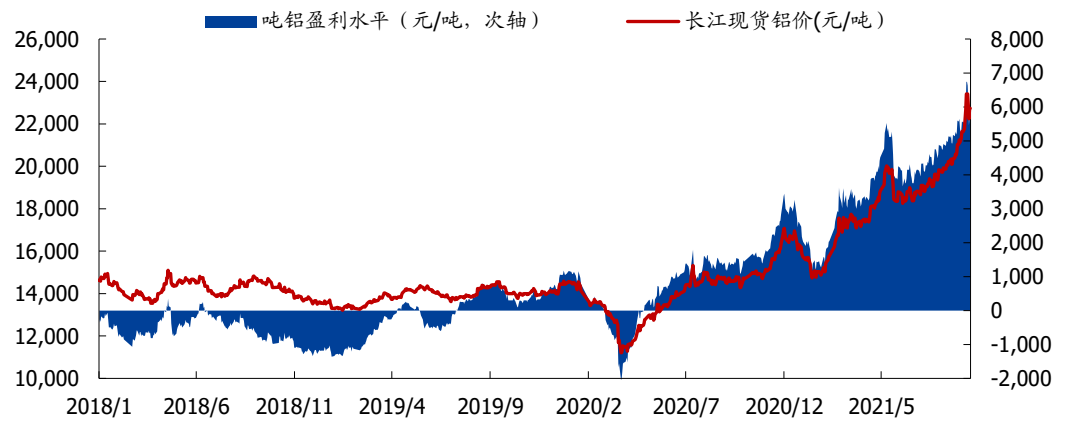
受动力煤及氧化铝价格上升影响, 自备电厂电解铝单吨平均盈利自 4930 元/吨下跌至 3590 元/吨, 外购电力电解铝平均盈利自 6738 元/吨下滑至 5705 元/吨。本周现货铝价格持续下跌, 但氧化铝、电力成本均出现不同幅度提升, 预备阳极价格持平于 4750 元/吨, 氧化铝价格周涨 258 元/吨至 3518.16 元/吨; 根据我们测算电解铝单吨盈利自 4930 元/吨下滑至 3590 元/吨。铝板块基本面维持强势, 能耗双控&限电措施之下电解铝供应端持续承压, 年内紧平衡仍将是市场主旋律。

图表 27: 本周自备电厂电解铝单吨平均盈利约为 3590 元/吨



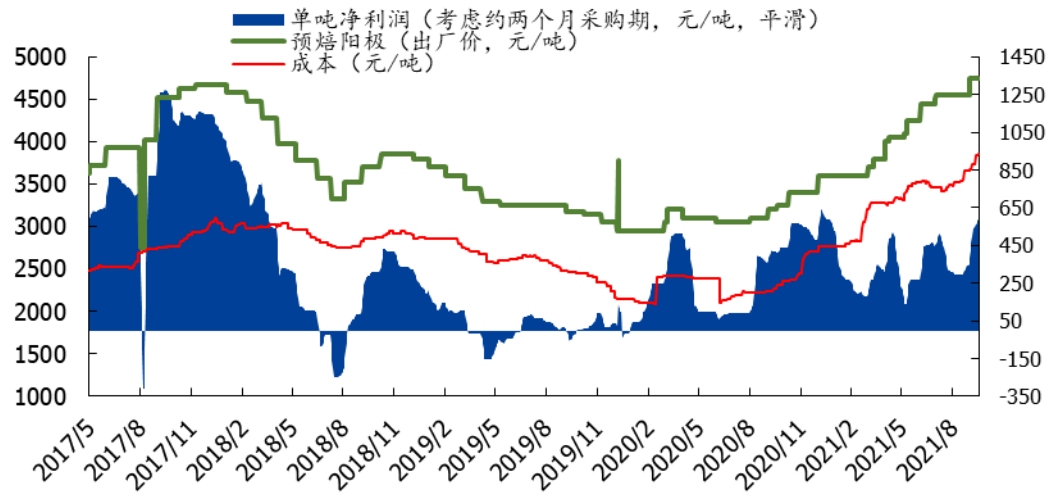
资料来源: Wind, 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 28: 本周外购电力电解铝单吨平均盈利约为 6157 元/吨



资料来源: Wind, 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 29: 预焙阳极单吨净利涨 47 元/吨至 550 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

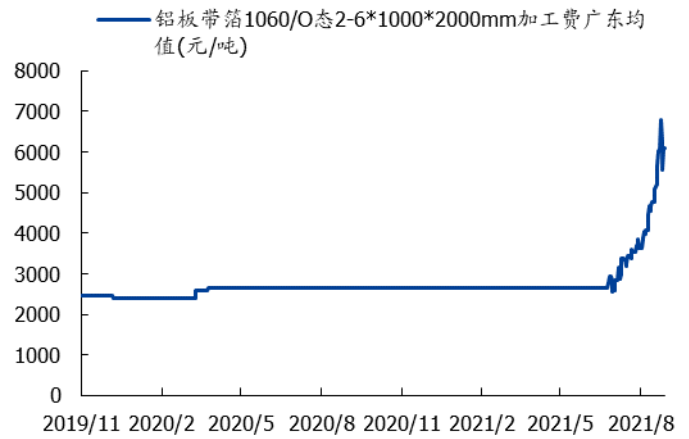
铝棒加工费维稳于历史均值, 铝板带箔加工费维持上涨趋势。本周铝板带箔加工费持续上涨至 6100 元/吨, 板带箔材加工费持续上行, 佐证当前下游需求景气度仍在。

图表 30: 铝棒加工费周内上升至 291.7 元/吨



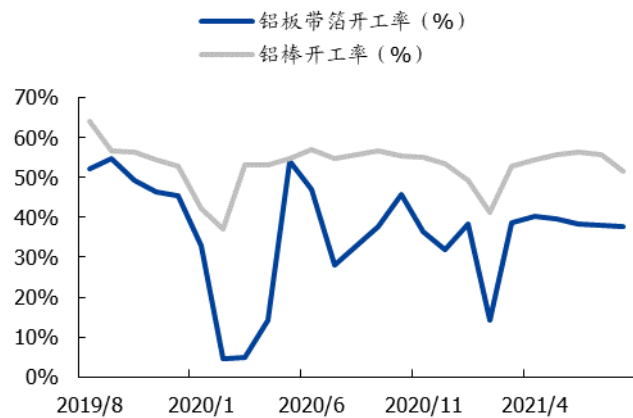
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 31: 铝板带箔加工费周内上涨至 6100 元/吨



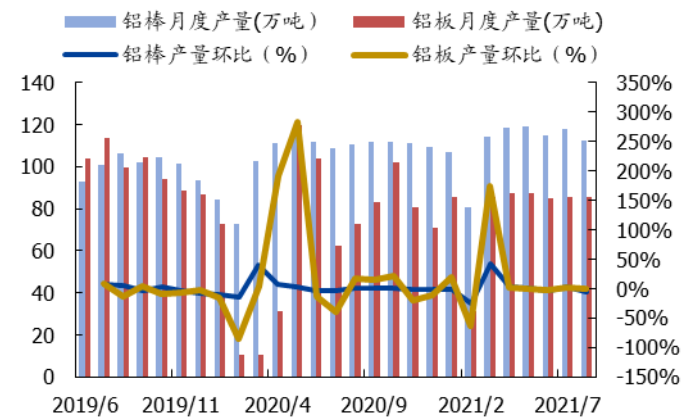
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 32: 8 月铝板带箔/铝棒开工率分别调整至 38% 和 51.33%



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 33: 8 月铝棒、铝板产量环比减少 5% 和 0.01%



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

### 3.3、能源金属：成本上移+供给边际收缩预期加速锂价上行；库存趋紧+需求回暖利好钴价止跌维稳

#### 3.3.1、锂资源及锂盐：Pilbara 二次高价拍卖加速原料端上涨行情，锂盐价格仍存乐观上涨空间

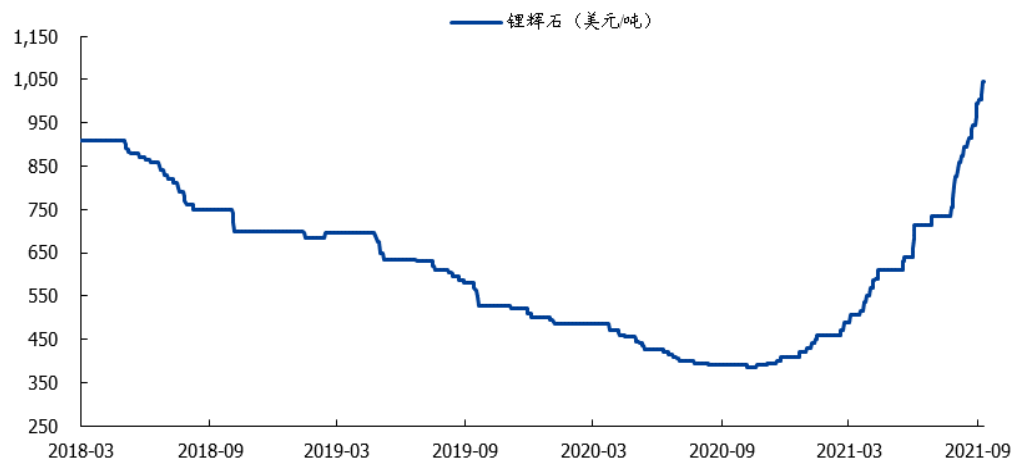
**碳酸锂：**①**价格方面：**根据百川盈孚，工业级碳酸锂报价上涨 1.8 万元至 15.55 万元/吨，电池级碳酸锂报价周内上涨 1.8 万元至 16.43 万元/吨；②**供应方面，**国内碳酸锂周产量约 4806 吨，环比增 0.21%。本周 Pilbara 第二次锂辉石精矿拍卖结束，最终价格落于 2240 美元/吨，对应碳酸锂生产成本接近 15.5 万/吨。本轮锂矿报价已在成本端追平当前锂盐市场价格，或进一步主推锂价上行速率。此外，随着气温降低，国内盐湖晒度减弱导致供给存季节性收缩趋势，或对后续资源供应形成扰动；③**需求&库存方面，**周内需求端采购仍维持高景气，锂价上行未对当前需求端构成影响。由于市场货源流通受限，目前市场已存实质性供给缺口，预计后续碳酸锂价格维持上行。

**氢氧化锂：**①**价格方面：**微粉级氢氧化锂上涨 1.6 万元至 16.53 万元/吨，电池级氢

氯化锂（粗颗粒）价格上升至 16.09 万元/吨，本周碳酸锂价格涨幅高于氢氧化锂。  
**②供应方面**，国内氢氧化锂周度产量约 4673 吨，环比上涨 3.09%。当前锂辉石到港价已迅速突破 1000 美元/吨水平，原料端成本快速上移加速锂盐价格上涨；  
**③需求&库存方面**，氢氧化锂货源继续吃紧，在下游产能快速扩张下，资源端扩张滞后及矿产存量约束导致现有供需缺口难以填补。而高镍三元车型以高端化为主，终端价格对锂盐成本敏感度较低，氢氧化锂仍具有良好价格上涨空间。

**锂辉石**：本周到港价快速上行至于 1045 美元/吨水平（CFR，不含税）。9 月 14 日 Pilbara 将开启第二次锂辉石精矿拍卖，拍卖数量 8000 吨，品位在 5.2%-5.5%。第一轮 Pilbara 拍卖价格创历史新高，对后续锂盐价格形成明显推涨效应，提高锂产业链盈利空间向资源端腾挪速率。第二轮拍卖预计将再次高于当前市场长单价格，进一步催化成本端价格上调速率。

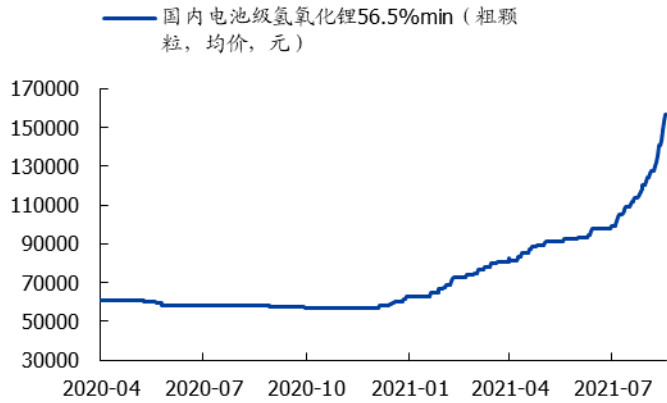
图表 34：锂辉石价格快速上行至 1045（美元/吨，CFR，不含税）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

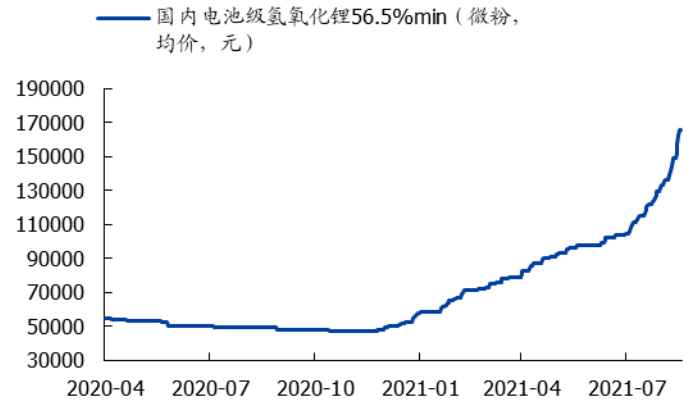


图表 35: 国内电池级氢氧化锂(粗颗粒)上升至 160900 (元/吨)



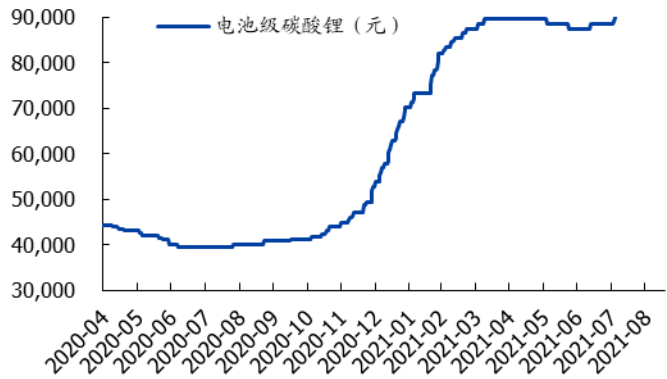
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 36: 国内电池级氢氧化锂(微粉)上涨至 165300 (元/吨)



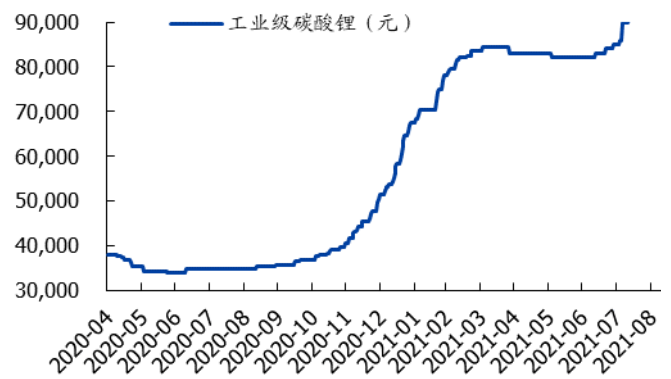
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 37: 国内电池级碳酸锂价格上涨至 164332 (元/吨)



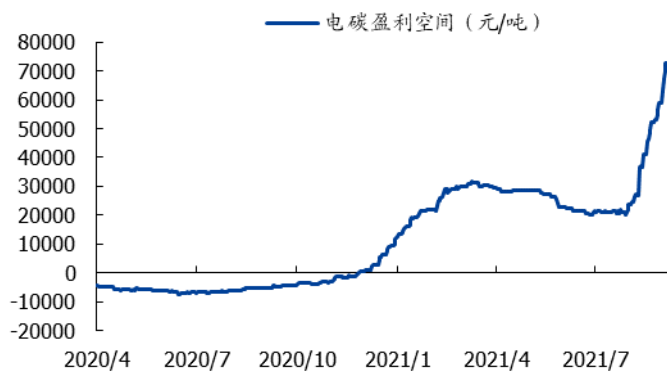
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 38: 国内工业级碳酸锂价格上涨至 155500 (元/吨)



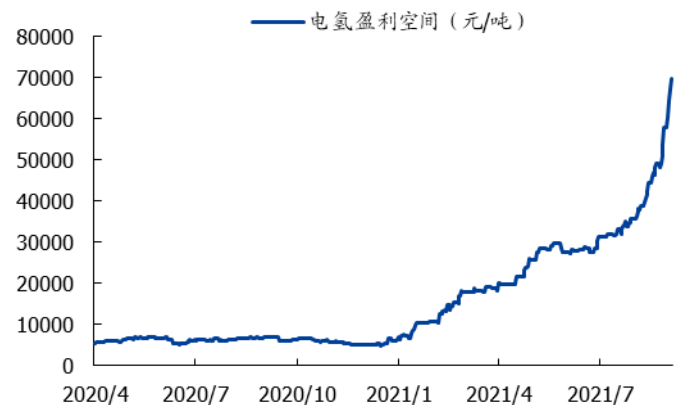
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 39: 电池级碳酸锂盈利空间上升至 7.3 万元/吨



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 40: 电池级氢氧化锂盈利空间上升至 6.98 万元/吨

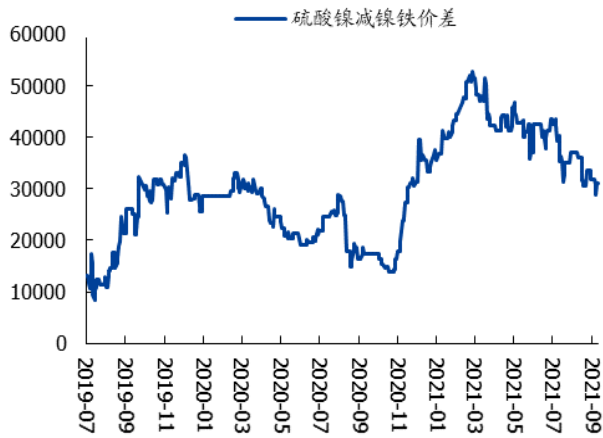


资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

### 3.3.2、电池级镍盐：镍豆自溶高占比构成成本支撑，印尼或出禁令提高镍出口成本

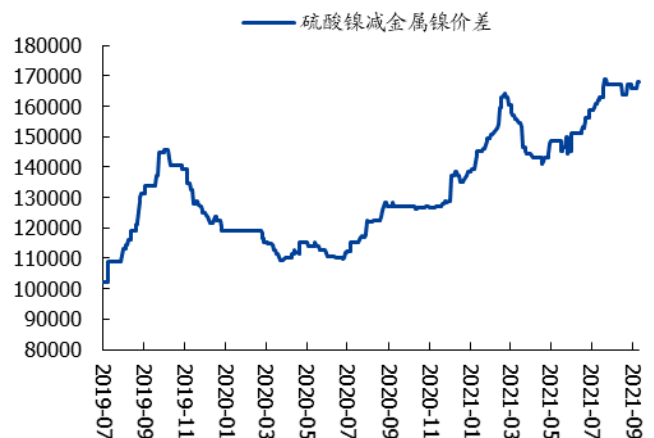
**硫酸镍：**①**价格方面：**本周电池级硫酸镍均价维持于 3.95 万元/吨，较年初价格涨 24.40%；②**供应方面，**本周国内硫酸镍产量约 9000 吨，环比增加 1.01%。原料端供应偏紧局面仍在，虽然近期海外 MHP 到货量增加但面对需求市场仍显著不足。根据 Mysteel 统计，目前约 50%企业目前采用镍豆自溶形式作为硫酸镍供给来源。此外，具彭博社消息，印尼计划对镍设置出口禁令或征税，对镍价形成明显看涨预期；③**需求&库存方面，**生产商库存 5388 吨，环比上升 3.78%。下游需求总体旺盛，后续芯片短缺或波及到新能源车整体产销数据，硫酸镍四季度需求尚待考验，但短期供需格局仍支持镍盐价格站稳高位。

图表 41: 现货端硫酸镍相较镍铁价降低至 3.11 (万元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 42: 现货端硫酸镍相较金属镍价周内小幅上涨至 16.82 万元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.3.3、钴原料及钴盐：市场整体交投维稳，钴价有望维持窄幅震荡

**钴资源：**①**价格方面：**本周钴中间品报价 21.81 美元/磅，周内上涨 1.16%，折扣系数下跌至 88.10%；②**供应方面，**伴随海外陆续复产，本周欧洲市场需求小幅提振，且市场贸易商看涨心态明显，市场现货供给收缩；③**需求&库存方面，**海外电解钴及硫酸钴市场边际好转，采购订单陆续增加。尽管当前整体交投规模尚未大幅回暖，但市场热度已明显好转，预计钴价有望触底止跌。

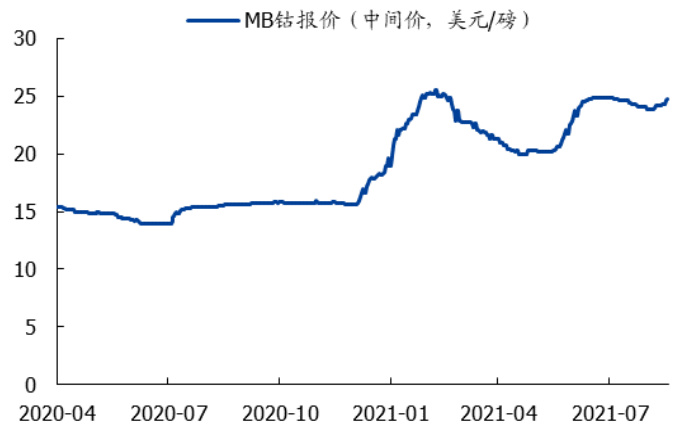
**电解钴：**电钴价格上升，根据百川盈孚，99.3%含量电解钴报价为 24.725 美元/磅，本周市场对供给侧担忧情绪舒缓，海外采购热度升温。三季度下游需求预计增多，整体价格预计维持强势。

图表 43: 钴中间品价格小幅上涨



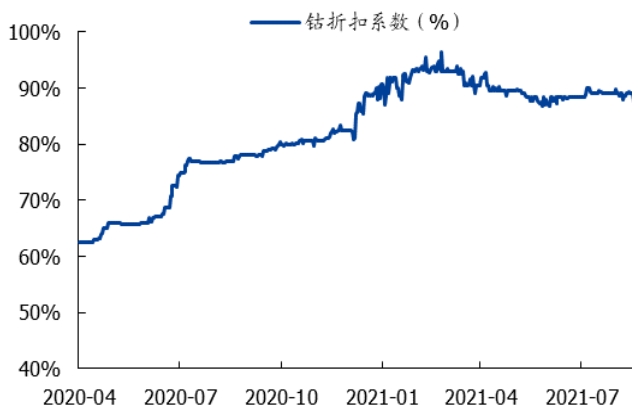
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 44: MB 钴价平均报价为 24.75 美元/磅



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 钴折扣系数跌至 88.10%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 46: 国内金属钴价格震荡下跌 0.35%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 47: 国内外钴价差下跌至 2.204 万元/吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 48: 剔除钴原料后硫酸钴加工利润空间周内上涨至 3.74 万元/吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 49: 剔除钴原料后四氧化三钴加工利润上涨至 4.37 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：021-38124100

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