有色金属

补库尚存&成本上移支撑铜铝韧性；长协谈判期锂价或加速上行

贵金属：Tap 执行预期前移推升美债利率，金价阶段性承压运行。①名义利率：周内十年期美债利率自 1.37%上涨至 1.47%,欧美国家 9 月制造业 PMI 初值均低于预期，但受美联储 9 月议息会议暗示或将更快、更早执行 Taper 下，美债利率大幅上映。此外，点阵图显示 9 名委员预计美联储将于 2022 年开始加息，加息预期前置带动市场对债券利率抬升预期。美联储声明受疫情影响最严重行业已有改善，2021GDP 增速预期由 7%下调至 5.9%，对应周内金价形成先涨后跌走势。若缩债节奏与幅度再超预期，则金价或再迎来下跌压力；**②通胀预期：**美联储会议对 2021-2023 年核心 PCE 通胀分别上调 0.7%、0.2%、0.1%至 3.7%、2.3%、2.2%，通胀压力兑现与缩债提前推升美长债利率，进而对金价形成下行压力。高频数据仍是影响金价核心要素，Taper 实际执行情况若超预期或对金价再次形成冲击。**建议关注：赤峰黄金、山东黄金。**

基本金属：成本端抬升叠加补库诉求尚待兑现，铜铝价有望维持韧性。铜：①供给方面，基本面围绕限电限产对供需两端的影响。江苏、广东、安徽、山东、天津等铜产消大省企业接连收到错峰限电通知，影响逐渐从冶炼端传导至加工端。全球库存持续去化，国内现货升贴水飙升至 400 元以上历史高位，进口盈利窗口扩大，进口铜溢价继续上涨至 114 美元/吨；**②需求方面，**铜杆加工费近千元佐证国内需求强劲。美 8 月新屋开工及销售数据高于预期和前值，印证海外复工及消费需求。限电短期或影响国内现货采购节奏，供给端影响仍大于需求端，金属低库存逻辑下基本面偏强运行。低库存去库& 全球现货价格飙涨均对期铜价格形成强支撑。本周盘面对美联储缩表消息表现平淡，美国股市回升，暗示宏观情绪回暖，基本面有望带动铜价继续上行；**（2）铝：①库存方面：**交易所库存降 4.1 至 155.1 万吨，国内社库小幅增至 82.7 万吨；**②供给方面：**云南省电解铝再度限产，宁夏出现减产风险。从当前各省份限电政策看，云南、青海等省份新投产能延后至明年基本确认。我们预测 2021 年 9-12 月全国电解铝累计产量 1219 万吨，同降 3.5%，对应全年产量同增 3.8%。国内电解铝产能利用率或将进一步降低；**③需求方面：**佛山、无锡、巩义等地社库小幅累计，证明下游消费环比尚未改善。受动力煤、氧化铝价格上涨影响，电解铝成本持续抬升，电解环节开工偏紧背景下，成本端提升预计会传导至原铝价格。板带箔企业开工率延续 75%以上高水平，得益于下游订单需求饱满。下游实际需求仍在，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。**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。**

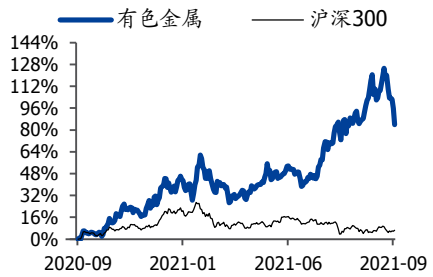
能源金属：原料供需缺口预期加速锂价上行；海外补库需求利好钴价维持强势。（1）锂：自 Pilbara 第二次锂辉石精矿拍卖落锤后，炼厂对精矿价格看涨情绪浓重，成本上移助推锂价上行速率。随着气温降低，盐湖晒度减弱导致供给存季节性收缩趋势，蓝科二期部分投产但年内增量有限，资源紧缺为后续锂价指引主逻辑；（2）镍：不锈钢限产下镍需求下滑，但动力电池强势拉动，镍盐原料仍靠大量镍豆进口支撑，短期供需支持镍盐价格站稳高位；（3）钴：海外补库需求增加，采购订单陆续增加。尽管当前整体交投规模尚未大幅回暖，但市场热度已明显好转，钴盐价格有望稳步上涨。**建议关注：华友钴业、赣锋锂业、浙富控股、天齐锂业、融捷股份、雅化集团、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 金属需求高景气下，锂价有望延续上行；（2）供给受限及需求旺季支撑铜铝景气，价格仍具韧性。

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。

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：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》2021-09-21
2、《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
3、《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

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.SH	明泰铝业	买入	1.58	2.57	3.31	4.06	21.04	12.94	10.05	8.19
300390.SZ	天华超净	买入	0.49	1.12	2.50	4.52	206.71	90.44	40.52	22.41
000762.SZ	西藏矿业	买入	-0.09	0.18	0.27	0.40	-633.67	316.83	211.22	142.58
603612.SH	索通发展	买入	0.47	1.27	1.50	2.10	54.15	20.04	16.97	12.12

资料来源：Wind，国盛证券研究所

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：五矿稀土、嘉元科技、深圳新星涨幅分居前三....5
2.2、金属价格及库存变动：金银整体上涨，基本金属涨跌不一，能源金属多数上涨；交易所金属库存整体下降 5
三、补库尚存&成本上移支撑铜铝韧性；长协谈判期锂价或加速上行 7
3.1、黄金：Tap 执行预期前移推升美债利率，金价阶段性承压运行 7
3.2、工业金属：成本端抬升叠加补库诉求尚待兑现，铜铝价有望维持韧性....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：氧化铝、动力煤成本持续上行下， 电解铝价格预计维持强韧性....11
3.3、能源金属：原料供需缺口预期加速锂价上行；海外补库需求利好钴价维持强势 15
3.3.1、锂资源及锂盐：精矿紧缺推升原料上涨行情，供需缺口有望持续至 2022 年 15
3.3.2、电池级镍盐：不锈钢限产下需求有所下滑，镍盐原料紧缺托底价格下行空间有限 18
3.3.3、钴原料及钴盐：海外补库提振钴价上涨，原料紧缺推升钴盐成本压力增加 18
风险提示 20

图表目录

图表 1：本周五矿稀土领涨....5
图表 2：本周国成矿业领跌....5
图表 3：周内贵金属价格整体上涨，COMEX 白银领涨....5
图表 4：周内基本金属价格涨跌不一，SHFE 锡价格领涨....6
图表 5：本周动力电池材料价格多数上涨，工业级碳酸锂价格领涨....6
图表 6：本周交易所基本金属库存整体下降，内盘铜锡去库效应明显....7
图表 7：美联储扩表仍在继续....8
图表 8：美国隔夜逆回购规模周内小幅上升（剔除极值）....8
图表 9：美国有担保隔夜利率已跌穿有效联邦基金利率....8
图表 10：周内美十债利率上涨至 1.47%....8
图表 11：8 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 12：周内美元实际利率小幅下跌，金价回落....9
图表 13：金银比周内波动下降至 78.11....9
图表 14：周内隐含通胀下跌至 2.34%....9
图表 15：铜金比横盘跌至 5.31....9
图表 16：美元指数震荡上涨至 93.28....9
图表 17：SPDR 黄金 ETF 持仓规模下降至 993.53 吨....9
图表 18：三大交易所去库 2.39 万吨至 32.36 万吨....10
图表 19：本周全球铜表观库存去库 4.05 万吨至 64.61 万吨....10
图表 20：本周铜粗炼费上涨至 62.3 美元/千吨....11
图表 21：国内 8 月电解铜产量为 87 万吨（万吨）....11
图表 22：本周铜杆加工费上升至 950 元/吨....11
图表 23：8 月国内铜材产量达 201 万吨（万吨）....11
图表 24：本周国内电解铝社库累库 1.34 万吨至 82.67 万吨....12
图表 25：三大交易所电解铝库存减少 4.1 万吨至 155.06 万吨....12

图表 26: 国内电解铝企业 8 月开工率降至 84.7% 13
图表 27: 8 月电解铝产量环降 1.1%至 320.6 万吨（万吨） 13
图表 28: 本周自备电厂电解铝单吨平均盈利约为 2846 元/吨 13
图表 29: 本周外购电力电解铝单吨平均盈利约为 6157 元/吨 14
图表 30: 预焙阳极单吨净利跌 64 元/吨至 529 元/吨 14
图表 31: 铝棒加工费周内上升至 323.3 元/吨 15
图表 32: 铝板带箔加工费周内上涨至 6280 元/吨 15
图表 33: 8 月铝板带箔/铝棒开工率分别调整至 38%和 51.33% 15
图表 34: 8 月铝棒、铝板产量环比减少 5%和 0.01% 15
图表 35: 锂辉石价格维持在 1045（美元/吨，CFR，不含税） 16
图表 36: 国内电池级氢氧化锂（粗颗粒）上升至 168500（元/吨） 16
图表 37: 国内电池级氢氧化锂（微粉）上涨至 177300（元/吨） 16
图表 38: 国内电池级碳酸锂价格上涨至 176332（元/吨） 17
图表 39: 国内工业级碳酸锂价格上涨至 167500（元/吨） 17
图表 40: 电池级碳酸锂盈利空间上升至 8.3 万元/吨 17
图表 41: 电池级氢氧化锂盈利空间上升至 8.0 万元/吨 17
图表 42: 现货端硫酸镍相较镍铁价降低至 2.89（万元/吨） 18
图表 43: 现货端硫酸镍相较金属镍价周内减低至 16.59 万元/吨） 18
图表 44: 钴中间品价格小幅上涨 19
图表 45: MB 钴价平均报价为 25.3 美元/磅 19
图表 46: 钴折扣系数涨至 89.01% 19
图表 47: 国内金属钴价格震荡上升 1.79%至 38.02 万元/吨 19
图表 48: 国内外钴价差上升至 2.05 万元/吨 19
图表 49: 剔除钴原料后硫酸钴加工利润空间周内维持在 3.74 万元/吨 20
图表 50: 剔除钴原料后四氧化三钴加工利润下降至 3.71 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：Tap 执行预期前移推升美债利率，金价阶段性承压运行。①名义利率：周内十年期美债利率自 1.37%上涨至 1.47%，欧美国家 9 月制造业 PMI 初值均低于预期，但受美联储 9 月议息会议暗示或将更快、更早执行 Taper 下，美债利率大幅上映。此外，点阵图显示 9 名委员预计美联储将于 2022 年开始加息，加息预期大幅前置带动市场对债券利率抬升预期。与此同时，美联储声明受疫情影响最严重行业已有改善，2021GDP 增速预期由 7%下调至 5.9%，对应周内金价形成先涨后跌走势。若后续缩债节奏与幅度再超预期，则金价或再迎来下跌压力；②通胀预期：美联储会议对 2021-2023 年核心 PCE 通胀分别上调 0.7%、0.2%、0.1%至 3.7%、2.3%、2.2%，通胀压力兑现与缩债提前推升美长债利率，进而对金价形成下行压力。高频数据仍是影响金价核心要素，Taper 实际执行情况若超预期或对金价再次形成冲击。。**建议关注：赤峰黄金、山东黄金。**

基本金属：成本端抬升叠加补库诉求尚待兑现，铜铝价有望维持韧性。铜：①供给方面，基本面围绕限电限产对供需两端的影响。江苏、广东、安徽、山东、天津等铜产消大省企业接连收到错峰限电通知，影响逐渐从冶炼端传导至加工端。全球库存持续去化，国内总库存不足 40 万吨，现货升贴水飙升至 400 元以上历史高位，进口盈利窗口扩大，进口铜溢价继续上涨至 114 美元/吨；②需求方面，铜杆加工费已近千元，国内需求强劲。美 8 月新屋开工及销售数据高于预期和前值，印证海外复工及消费需求。限电短期或将影响国内现货市场采购节奏，供给端影响整体仍大于需求端，金属低库存逻辑下基本面偏强运行。低库存去库& 全球现货价格飙涨均对期铜价格形成强支撑。本周盘面对美联储缩表消息表现平淡，美国股市回升，暗示宏观情绪回暖，基本面有望带动铜价继续上行；**（2）铝：**①库存方面：交易所库存降 4.1 至 155.1 万吨，国内社库小幅增至 82.7 万吨；②供给方面：云南省电解铝再度限产，宁夏出现减产风险。从当前各省份限电政策看，云南、青海等省份新投产能延后至明年基本确认。我们预测 2021 年 9-12 月全国电解铝累计产量 1219 万吨，同降 3.5%，对应全年产量同增 3.8%。国内电解铝整体产能利用率预计将进一步降低；③需求方面：佛山、无锡、巩义等地社库小幅累计，证明下游消费环比尚未改善。受动力煤、氧化铝价格上涨影响，电解铝整体成本端持续抬升，在电解环节开工偏紧背景下，成本端提升预计会传导至原铝价格。消费结构上，板带箔企业开工率整体延续 75%以上高水平，主要得益于下游订单需求饱满。考虑到下游实际需求仍在，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。**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：原料供需缺口预期加速锂价上行；海外补库需求利好钴价维持强势。（1）锂：自 Pilbara 第二次锂辉石精矿拍卖落锤后，炼厂对精矿价格看涨情绪浓重，成本上移助推锂价上行速率。随着气温降低，盐湖晒度减弱导致供给存季节性收缩趋势，蓝科二期部分投产但年内增量有限，资源紧缺为后续锂价指引主逻辑；**（2）镍：**不锈钢限产下镍元素需求有所下滑，但动力电池强势拉动下，镍盐原料仍靠大量镍豆进口支撑，短期供需格局仍支持镍盐价格站稳高位；**（3）钴：**海外补库需求增加导致采购热度升温，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，钴盐价格有望稳步上涨。**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。**

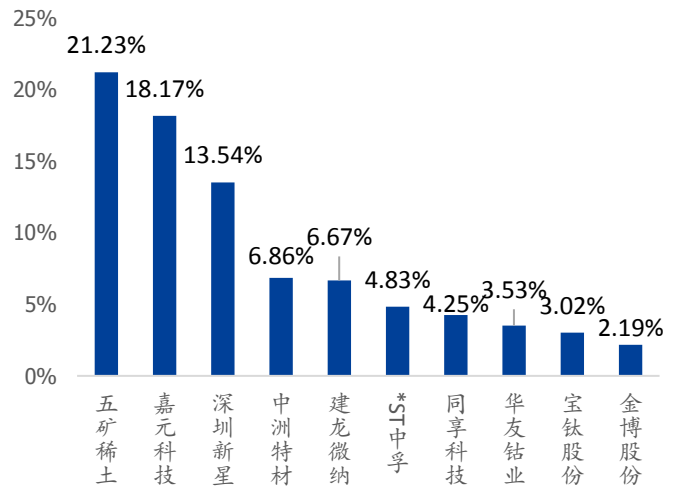
新能源景气延续带动 EV 金属行情，低库存支撑铜铝价格韧性。（1）EV 金属需求高景气叠加产业链补库诉求，锂价有望延续上行；（2）供给受限及需求旺季来临支撑铜铝供需景气，价格高位仍具韧性。

二、周度数据跟踪

2.1、股票周度涨跌：五矿稀土、嘉元科技、深圳新星涨幅分居前三

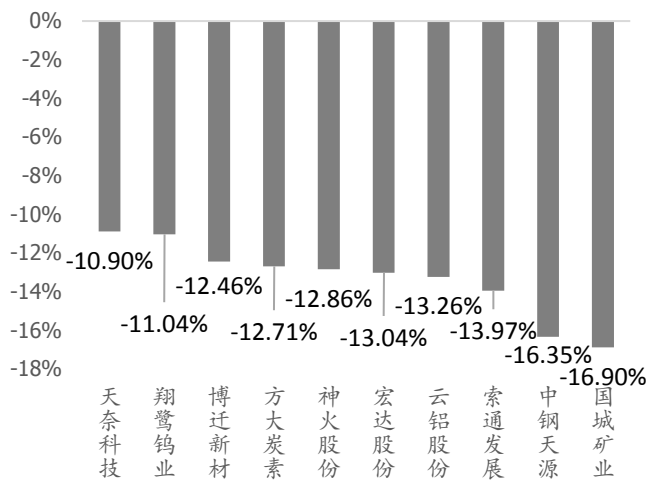
- **股票价格：**回顾本周，有色板块跌多涨少，五矿稀土领涨，周涨幅达 21.23%；国成矿业领跌，周跌幅达 16.9%。

图表 1：本周五矿稀土领涨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：本周国成矿业领跌



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2.2、金属价格及库存变动：金银整体上涨，基本金属涨跌不一，能源金属多数上涨；交易所金属库存整体下降

- **贵金属价格：周内贵金属价格整体上涨，COMEX 白银领涨。黄金方面，**SHFE 黄金收于 366.56 元/克，周度上涨 0.14 元/克，周上涨 0.04%，COMEX 黄金收涨 0.02%于 1751.70 美元/盎司；**白银方面，**SHFE 白银下跌 25 元/千克至 4848 元/千克，周下跌 0.51%，COMEX 白银上涨 0.39%至 22.43 美元/盎司。

图表 3：周内贵金属价格整体上涨，COMEX 白银领涨

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
COMEX 黄金	美元/盎司	1,751.70	0.3	0.02%	-3.65%	-7.57%
COMEX 白银	美元/盎司	22.43	0.09	0.39%	-6.59%	-15.10%
SHFE 黄金	元/克	366.56	0.14	0.04%	-3.21%	-7.22%
SHFE 白银	元/千克	4,848.00	-25.00	-0.51%	-5.70%	-13.20%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

- **基本金属价格：周内基本金属价格涨跌不一，SHFE 锡价格领涨。**本周，内外盘基本金属价格涨跌不一，铜内盘下跌 0.56%，外盘上涨 0.95%，铝内外盘分别上涨 2.52%、1.91%，铅内外盘分别下跌 0.96%、2.42%，锡内盘领涨，外盘涨超 7%。

图表 4：周内基本金属价格涨跌不一，SHFE 锡价格领涨

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	2,929.0	55.0	1.91%	8.22%	47.89%
LME 铜	美元/吨	9,355.0	88.0	0.95%	-1.89%	20.66%
LME 锌	美元/吨	3,112.0	45.5	1.48%	3.60%	13.20%
LME 铅	美元/吨	2,166.5	-21.0	-0.96%	-4.05%	8.95%
LME 镍	美元/吨	19,205.0	-150.0	-0.77%	-2.02%	15.90%
LME 锡	美元/吨	36,715.0	2,475.0	7.23%	8.30%	80.42%
SHFE 铝	元/吨	23,190.0	570.0	2.52%	8.75%	49.85%
SHFE 铜	元/吨	69,010.0	-390.0	-0.56%	-1.65%	19.04%
SHFE 锌	元/吨	22,895.0	135.0	0.59%	2.12%	9.89%
SHFE 铅	元/吨	14,305.0	-355.0	-2.42%	-5.08%	-2.98%
SHFE 镍	元/吨	145,450.0	760.0	0.53%	-1.87%	16.99%
SHFE 锡	元/吨	280,620.0	20,780.0	8.00%	13.77%	85.03%

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多数上涨，工业级碳酸锂价格领涨。**细分来看，锂产品方面，本周工业级碳酸锂价格上涨 7.72%至 16.75 万元/吨，电池级碳酸锂价格上涨 7.3%至 17.63 万元/吨，电池级氢氧化锂、微粉级氢氧化锂价格分别上涨 7.46%、7.26%至 17.29 万元/吨和 17.73 万元/吨；钴产品方面，周内电解钴上涨至 38.1 万元/吨，四氧化三钴上涨 1.37%至 297 元/千克，硫酸钴上涨 0.62%至 8.1 万元/吨；镍产品方面，本周镍产品价格普跌，电解镍下跌 0.58%至 14.59 万元/吨，高镍铁持平于 1460 元/吨，硫酸镍下降 1.27%至 3.9 万元/吨。

图表 5：本周动力电池材料价格多数上涨，工业级碳酸锂价格领涨

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	16.75	1.20	7.72%	39.00%	225.40%
电池级碳酸锂	万元/吨	17.63	1.20	7.30%	37.30%	227.54%
电池级氢氧化锂	万元/吨	17.29	1.20	7.46%	34.13%	226.23%
微粉级氢氧化锂	万元/吨	17.73	1.20	7.26%	33.01%	261.84%
四氧化三钴	元/千克	297.00	4.00	1.37%	1.02%	45.23%
硫酸钴	万元/吨	8.10	0.05	0.62%	0.62%	38.46%
电解钴	万元/吨	38.10	0.60	1.60%	3.53%	36.56%
硫酸镍	元/吨	39,000.00	-500.00	-1.27%	-0.64%	22.83%
高镍铁	元/镍	1,460.00	0.00	0.00%	2.46%	36.45%
电解镍	万元/吨	14.59	-0.09	-0.58%	-0.21%	13.72%

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整体下降，内盘铜镍去库效应明显。**铝库存内外盘分化，SHFE 铝库存涨 2.59%至 22.98 万吨，LME 铝去库 3.48%至 128.16 万吨，COMEX 去库 1.52%至 3.93 万吨；铜库存内外盘分化，SHFE 铜去库 17.87%至 4.46 万吨，LME 铜去库 6.07%至 22.62 万吨，COMEX 库存增长 0.75%至 5.28 万吨；锡内外盘分别去库 8.87%和 6.48%至 0.16 万吨和 0.12 万吨；SHFE 镍内外盘分别去库 18.72%和 4.47%至 0.6 万吨和 16.40 万吨。

图表 6：本周交易所基本金属库存整体下降，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	128.16	-4.618	-3.48%	-3.98%	-4.77%
	SHFE	万吨	22.98	0.580	2.59%	-7.66%	2.50%
	COMEX	万吨	3.93	-0.061	-1.52%	-1.52%	-15.48%
铜	LME	万吨	22.62	-1.463	-6.07%	-10.60%	109.52%
	SHFE	万吨	4.46	-0.971	-17.87%	-45.83%	-48.51%
	COMEX	万吨	5.28	0.039	0.75%	4.00%	-31.90%
锌	LME	万吨	21.72	-0.840	-3.72%	-8.39%	7.39%
	SHFE	万吨	5.84	0.800	15.87%	11.96%	104.31%
铅	LME	万吨	5.26	-0.027	-0.52%	-0.85%	-60.63%
	SHFE	万吨	20.57	-0.021	-0.10%	5.25%	348.49%
镍	LME	万吨	16.40	-0.768	-4.47%	-15.65%	-33.51%
	SHFE	万吨	0.60	-0.137	-18.72%	33.89%	-67.06%
锡	LME	万吨	0.12	-0.008	-6.48%	-25.72%	-38.89%
	SHFE	万吨	0.16	-0.015	-8.87%	29.57%	-71.67%

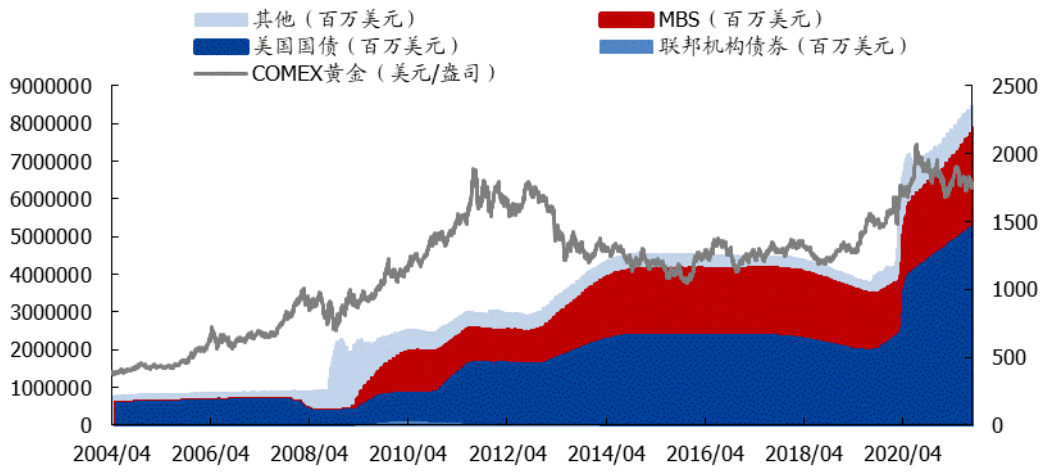
资料来源：Wind，国盛证券研究所

三、补库尚存&成本上移支撑铜铝韧性；长协谈判期锂价或加速上行

3.1、 黄金：Tap 执行预期前移推升美债利率，金价阶段性承压运行

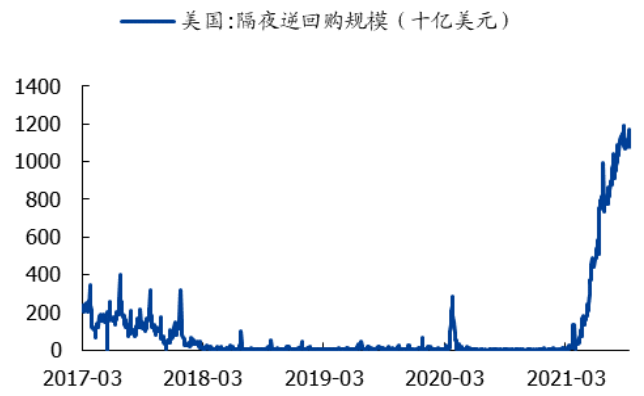
黄金：①名义利率：周内十年期美债利率自 1.37%大幅上涨至 1.47%，10 年-2 年期美债利率自 1.14%升至 1.18；尽管周内欧美国家公布的 9 月制造业 PMI 初值均低于预期（其中欧元区实际值 58.7，前值 61.4、预期 60.3，美国 Markit 制造业 PMI 初值录得 60.5、前值 61.1、预期 61.5），但受美联储 9 月议息会议暗示或将更快、更早执行 Taper 下，美债利率大幅上映。此外，点阵图显示 9 名委员预计美联储将于 2022 年开始加息，加息预期大幅前置带动市场对债券利率抬升预期。与此同时，美联储声明近期受疫情影响最严重行业已有改善，2021GDP 增速预期由 7%下调至 5.9%，对应周内金价形成先涨后跌走势。若后续缩债节奏与幅度再超预期，则金价或再迎来下跌压力；**②通胀预期：**美国债券市场隐含通胀自 2.33%上升至 2.34%，实际利率回升 0.09pct 至-0.87%。美联储会议对 2021-2023 年核心 PCE 通胀分别上调 0.7%、0.2%、0.1%至 3.7%、2.3%、2.2%，通胀压力兑现与缩债提前带来实际利率交易上行一同推升美国长端债利率，进而对金价形成下游压力。高频数据仍是当前影响金价核心要素，Taper 实际执行情况若超预期或对金价再次形成冲击。

图表 7：美联储扩表仍在继续



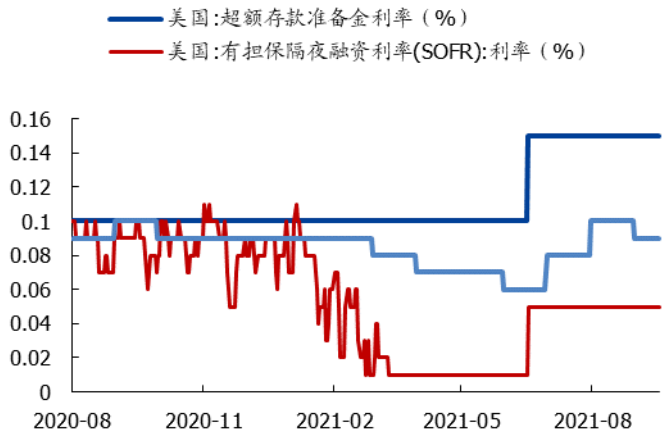
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 8：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 9：美国有担保隔夜利率已跌穿有效联邦基金利率

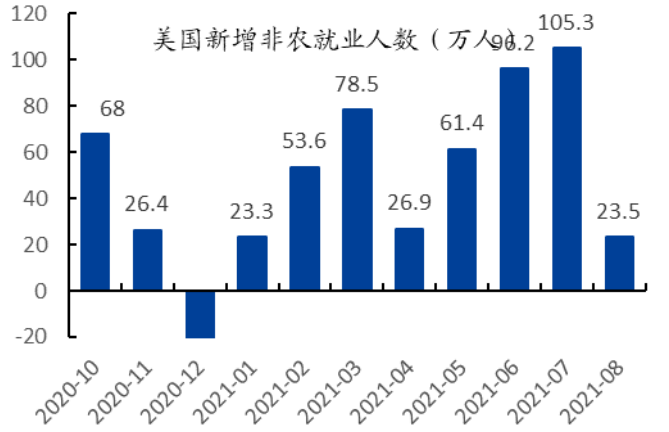


资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 10：周内美十债利率上涨至 1.47%

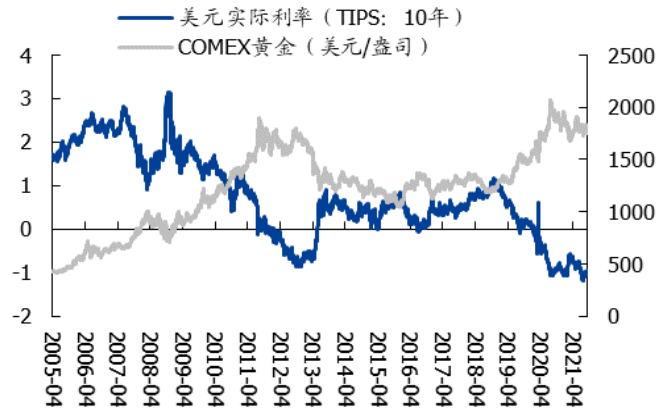
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 11：8 月美国新增非农就业人数约 23.5 万人，创 2 月份以来新低



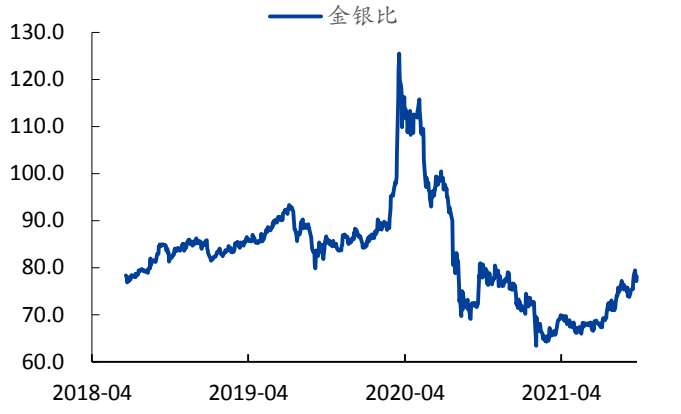
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 12：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 13：金银比周内波动下降至 78.11



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 14：周内隐含通胀下跌至 2.34%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

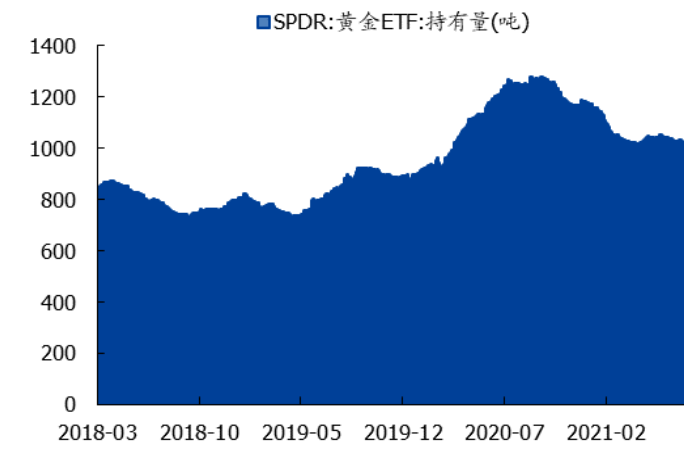
图表 15：铜金比横盘跌至 5.31

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 16：美元指数震荡上涨至 93.28

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 17：SPDR 黄金 ETF 持仓规模下降至 993.53 吨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.2、 工业金属：成本端抬升叠加补库诉求尚待兑现，铜铝价有望维持韧性

3.2.1、铜：宏观风险偏好回升，基本面强去库支撑铜价

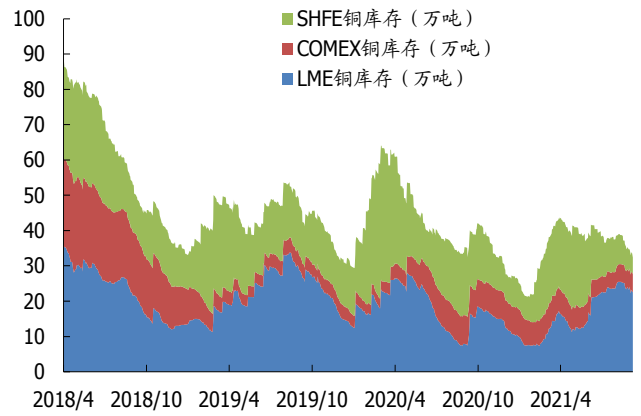
（1）周度观点

现货紧张推动全球铜现货升水飙涨，期铜价格易涨难跌。 ①本周沪铜下跌 0.56%至 69010 元/吨，伦铜上涨 0.95%至 9355 美元/吨，沪伦比由 7.49 下降至 7.38。全球铜库存（国内社库（含 SHFE）+保税+LME+COMEX 交易所）为 64.61 万吨，环比减少 4.05 万吨，其中社会库存减少 2.02 万吨，保税区库存减少 0.6 万吨，LME 库存减少 1.46 万吨，COMEX 铜库存增加 0.04 万吨，上期所库存减少 0.97 万吨；②宏观方面，美联储例会纪要显示可能在 11 月份开始缩表，并预期明年年底开始加息，较市场预期更加鹰派，美指短线大幅拉涨，随后宽幅震荡。美国 Taper 消息前期已于盘面反映，对盘面影响有限。美债利率大涨至 1.4%，市场流动性仍充裕；③供给方面，本周基本面核心围绕限电限产对供需两端的影响。江苏、广东、安徽、山东、天津等铜生产和消费大省企业接连收到错峰限电通知，影响逐渐从冶炼端传导至加工端。三季度至今国内冶炼开工率持续受限，库存去化未见拐点。当前，国内总库存不足 40 万吨，SHFE 库存仅 4.5 万吨，已接近去无可去状态。现货供应紧张令现货升贴水飙升至 400 元以上历史高位，进口盈利窗口扩大，进口铜溢价继续上涨至 114 美元/吨。全球库存持续去化，现货价格强势上涨带来基本面强支撑；④需求方面，铜杆加工费已接近千元，暗示国内需求强劲。美国 8 月新屋开工及销售数据高于预期和前值，印证海外复工及消费需求。限电短期或将影响国内现货市场采购节奏。终端需求后置但不会消失，供给端影响整体仍大于需求端，金属低库存逻辑下基本面偏强运行。海外库存继续向国内转移，LME 现货本周转为升水结构，全球总库存保持较快下降。低库存去库& 全球现货价格飙涨均对期铜价格形成强支撑。本周盘面对美联储缩表消息表现平淡，美国股市回升，暗示宏观情绪回暖，基本面有望带动铜价继续上行。

（2）全球铜库存及加工费跟踪

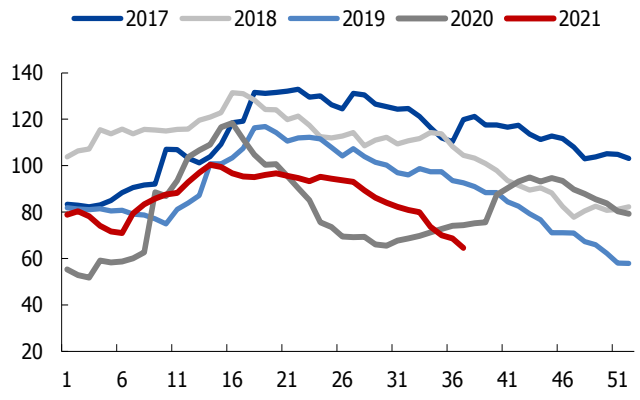
至 9 月 24 日，全球铜库存（国内社库+保税+LME+COMEX 交易所）为 64.61 万吨，减少 4.05 万吨。国内方面，国内社会库存减少 2.02 万吨至 10.21 万吨，SHFE 库存减少 0.97 至 4.46 万吨，保税区库存减少 0.6 万吨至 26.5 万吨，中国总库存（社库+保税）共减 2.62 万吨至 63.71 万吨。国外方面，LME 库存减少 1.46 万吨至 22.62 万吨，COMEX 铜库存增加 0.04 至 5.28 万吨。本周全球三大交易所库存减少 2.39 万吨至 32.36 万吨，全球库存加速去化。

图表 18：三大交易所去库 2.39 万吨至 32.36 万吨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

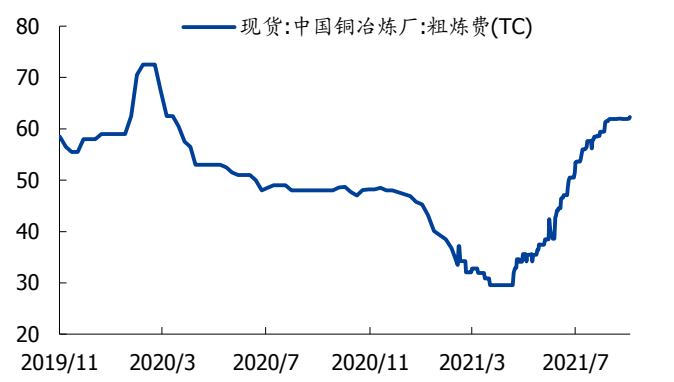
图表 19：本周全球铜表观库存去库 4.05 万吨至 64.61 万吨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

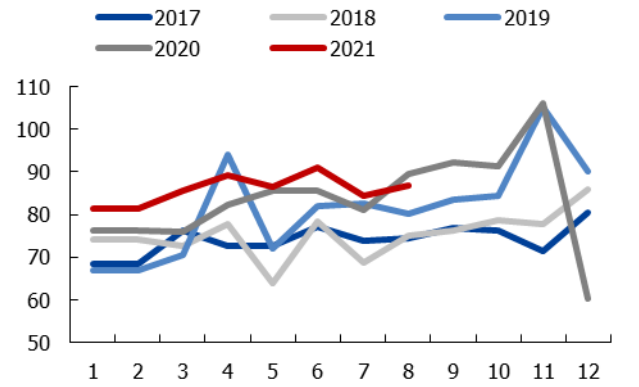
铜精矿 TC 继续上行，铜杆加工费涨至历史高位。5 月下旬以来国内 TC 价格触底回升，本周环比上升 0.4 美元至 62.3 美元/吨。生产方面， SMM 调研显示，8 月份广西防城港以及梧州地区冶炼厂受限电影响大约减产 15%。9 月冶炼厂逐步结束检修，仅剩广西地区两家冶炼厂将持续检修大幅影响产量，预计 9 月国内电解铜产量环比小幅回升 1.6%。本周铜杆加工费上升至 950 元/吨历史高位，精废价差仍位于 1000 元/吨以下，利好精铜消费。

图表 20：本周铜粗炼费上涨至 62.3 美元/千吨



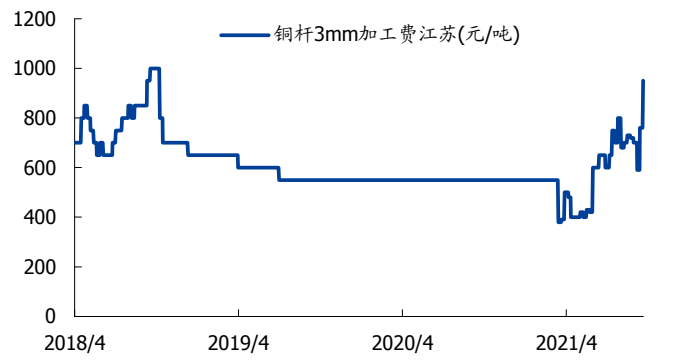
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 21：国内 8 月电解铜产量为 87 万吨（万吨）



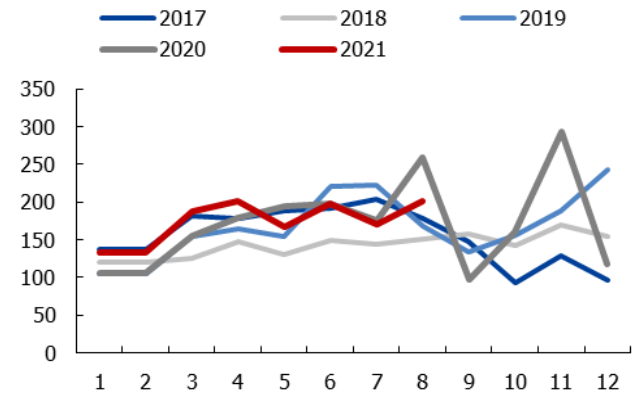
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：1、2 月产量数据取 1~2 月均值

图表 22：本周铜杆加工费上升至 950 元/吨



资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

图表 23：8 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：氧化铝、动力煤成本持续上行下， 电解铝价格预计维持强韧性

（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。

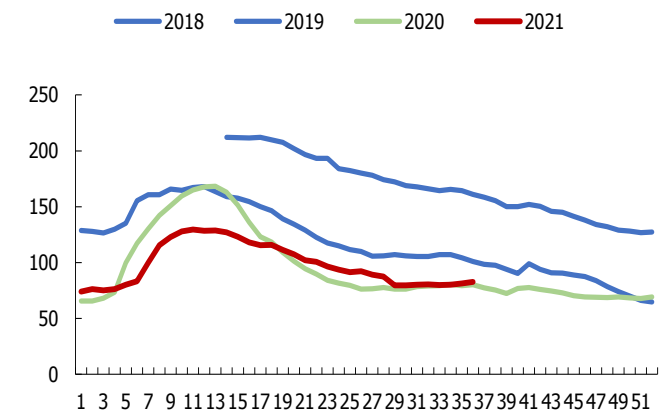
价格方面：本周铝价延续上涨趋势，沪铝周内维稳于 22985 元/吨，LME 铝涨 1.91%至 2929 美元/吨，SHFE 铝涨 2.52%至 23190 元/吨；库存方面：三大交易所库存下降 4.1 万吨至 155.07 万吨，根据百川盈孚，本周国内社库增加 1.34 万吨至 82.67 万吨，高出去年同期约 7.28 万吨；供给方面：中秋节期间云南省电解铝再度限产，宁夏地区出现减产风险。从当前各省份限电政策看，预计云南、青海等省份新投产能延后至明年基本确

认。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%。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 82.67 万吨。周内佛山、无锡、巩义等地电解铝社库小幅累计，证明下游消费环比尚未改善。受动力煤、氧化铝价格上涨影响，电解铝整体成本端持续抬升，在电解环节开工偏紧背景下，成本端提升预计会传导至原铝价格。消费结构上，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

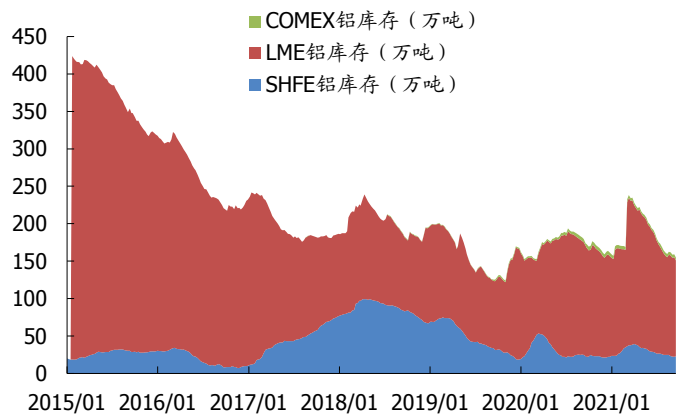
国内外电解铝库存小幅下降：本周三大交易所库存减少 4.1 万吨至 155.06 万吨，根据百川盈孚，本周国内社库增加 1.34 万吨至 82.67 万吨。社库比去年同期增加 7.28 万吨。表观数据看，三轮抛储仍未填补表观库存下行趋势，高铝价阶段性延后下游采购行为，但板带箔材仍有力支撑市场需求。在现有低库存背景下，供需关系边际改善有望支撑后续补库行为，铝价韧性仍在。

图表 24：本周国内电解铝社库累库 1.34 万吨至 82.67 万吨



资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

图表 25：三大交易所电解铝库存减少 4.1 万吨至 155.06 万吨

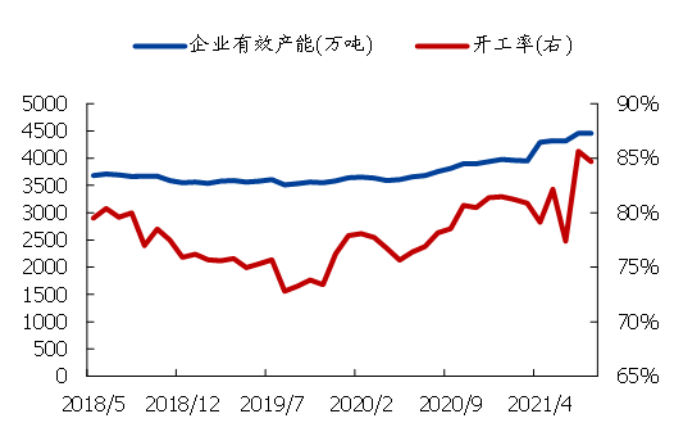


资料来源：Wind，国盛证券研究所

（3）产业开工率及运营情况

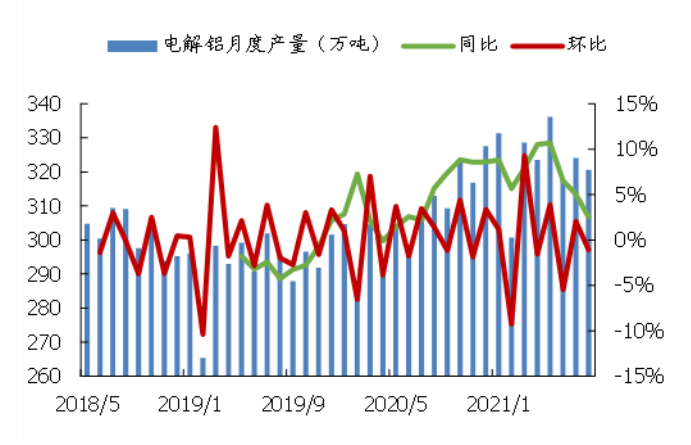
8 月电解铝产量环降 1.1%至 320.6 万吨，开工水平仍受压制。国内 8 月电解铝生产 320.6 万吨，较去年同期同比上涨 2.5%，环比下滑 1.1%。8 月供给侧在多省份限电压产等诸多因素影响下，月度产量录得 320.6 万吨，环比小幅下滑，国内产能仍未处于充分利用状态，产量同比增加 2.5%明显低于 4、5 月同增超 10%水平。9 月后多省份进一步出台能耗双控政策，预计电解铝行业开工率将继续走弱，我们测算 9 月供给或下滑至 311.6 万吨，环降 2.81%，同降 0.47%。

图表 26：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

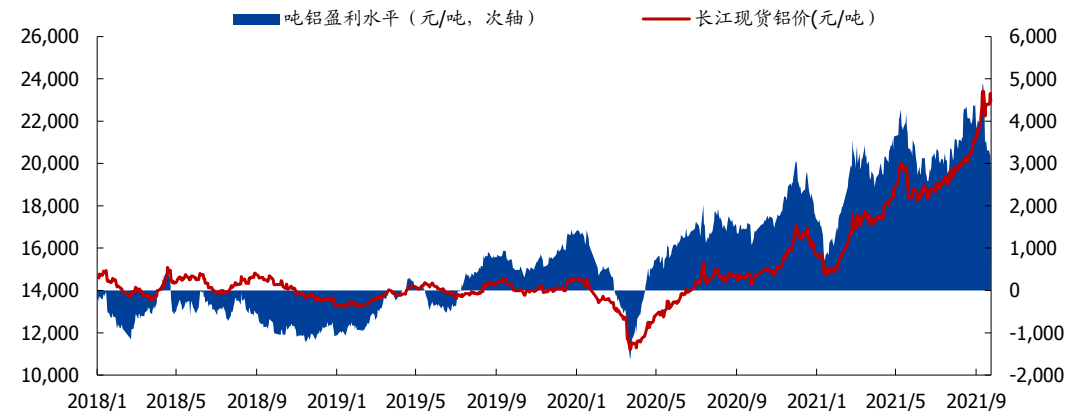
图表 27：8 月电解铝产量环降 1.1%至 320.6 万吨（万吨）



资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

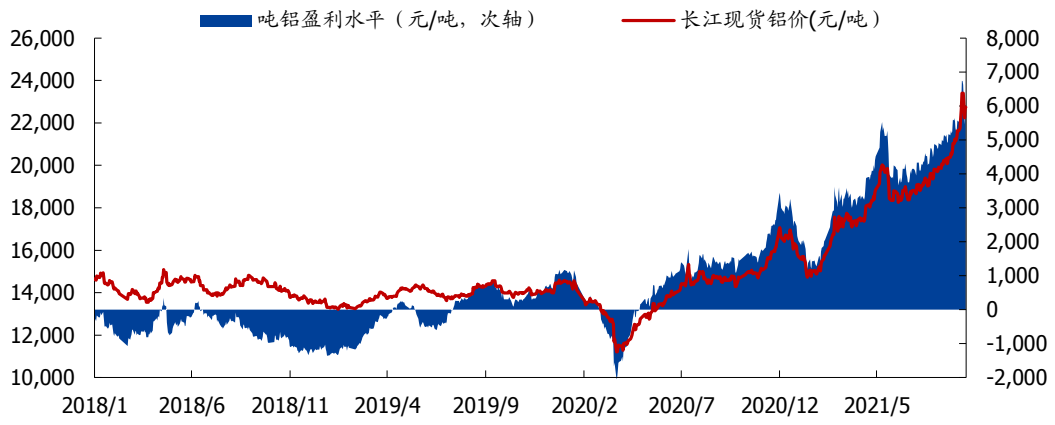
受动力煤及氧化铝价格上升影响，自备电厂电解铝单吨平均盈利自 3527 元/吨下滑至 2846 元/吨，外购电力电解铝平均盈利自 6738 元/吨下滑至 5705 元/吨。本周现货铝价格波动上涨，氧化铝、电力成本均出现不同幅度提升，预焙阳极价格持平于 4750 元/吨，氧化铝价格周涨 110.36 元/吨至 3628.52 元/吨；根据我们测算电解铝单吨盈利自 4930 元/吨下滑至 3590 元/吨。铝板块基本面维持强势，能耗双控&限电措施之下电解铝供应端持续承压，年内紧平衡仍将是市场主旋律。

图表 28：本周自备电厂电解铝单吨平均盈利约为 2846 元/吨



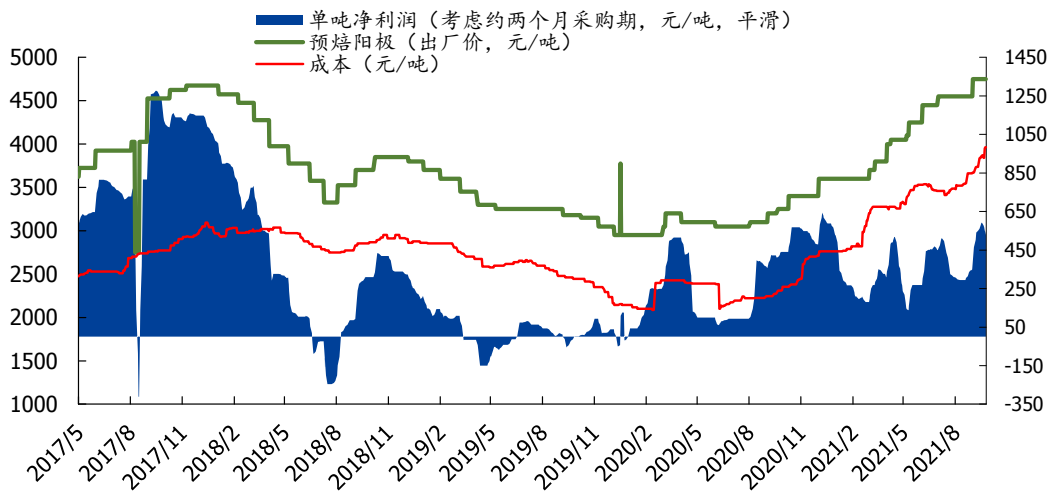
资料来源：Wind，百川盈孚，国盛证券研究所

图表 29：本周外购电力电解铝单吨平均盈利自 6738 元/吨下滑至 5705 元/吨



资料来源：Wind，百川盈孚，国盛证券研究所

图表 30：预焙阳极单吨净利跌 64 元/吨至 529 元/吨



资料来源：Wind，百川盈孚，国盛证券研究所

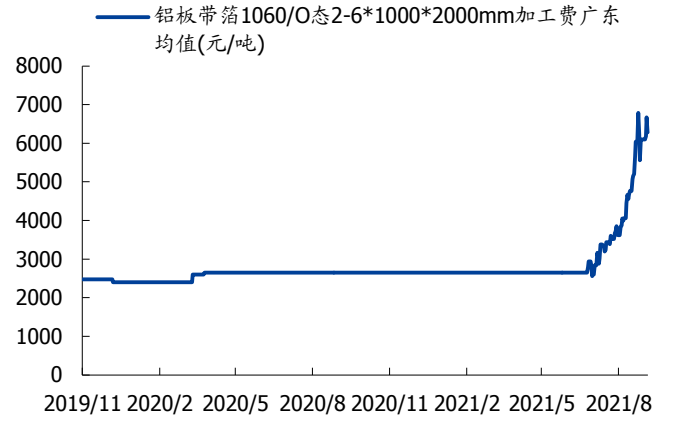
（4）铝材生产加工情况

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 6280 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 31：铝棒加工费周内上升至 323.3 元/吨

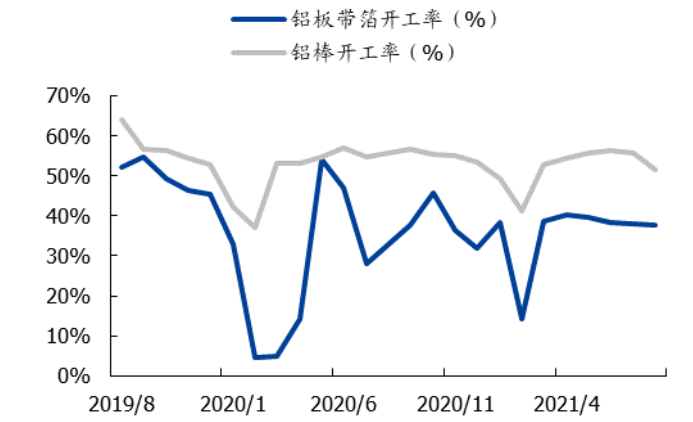
资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

图表 32：铝板带箔加工费周内上涨至 6280 元/吨



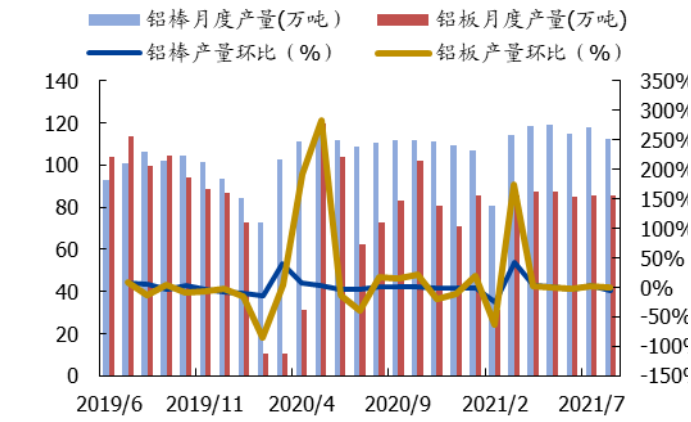
资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

图表 33：8 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 34：8 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：原料供需缺口预期加速锂价上行；海外补库需求利好钴价维持强势

3.3.1、锂资源及锂盐：精矿紧缺推升原料上涨行情，供需缺口有望持续至 2022 年

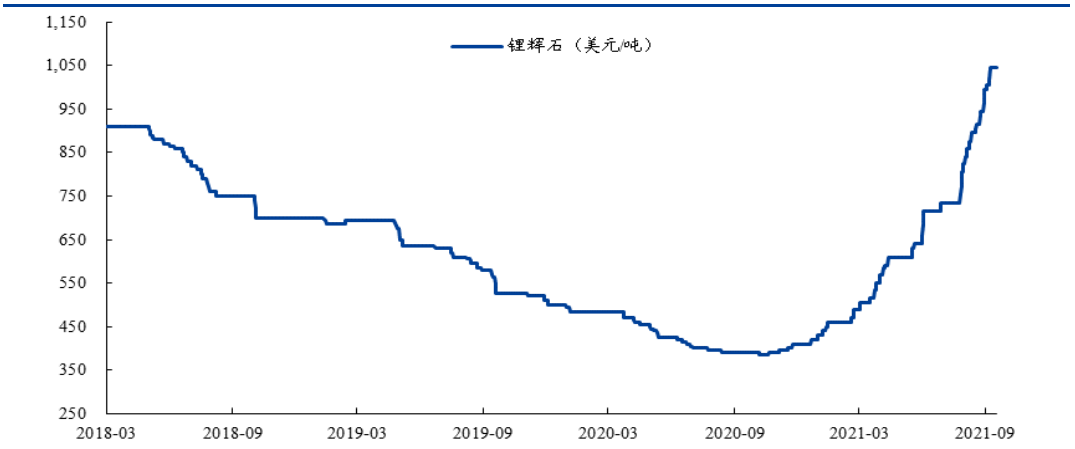
碳酸锂：①价格方面：根据百川盈孚，工业级碳酸锂报价上涨 1.2 万元至 16.75 万元/吨，电池级碳酸锂报价周内上涨 1.2 万元至 17.63 万元/吨；②供应方面，国内碳酸锂周产量约 4825 吨，环比增 0.4%。自上周 Pilbara 第二次锂辉石精矿拍卖落锤 2240 美元/吨后，碳酸锂、氢氧化锂价格已双双涨超 13%破 17 万元/吨，炼厂对精矿价格看涨情绪浓重，成本上移助推锂价上行速率。此外，随着气温降低，国内盐湖晒度减弱导致供给存季节性收缩趋势，蓝科锂业二期虽有部分装置投产但年内增量预计有限，或对后续资源供应形成扰动；③需求&库存方面，周内需求端采购仍维持高景气，锂价上行未对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 1.2 万元至 17.73 万元/吨，电池级氢氧化锂（粗颗粒）价格上升至 16.85 万元/吨。②供应方面，国内氢氧化锂周度产量

约 4689 吨，环比上涨 0.34%。当前锂辉石到港价已达 1045 美元/吨（CFR）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，谨慎预计供需缺口将持续至 2022 年底，2022 年前澳洲预计仅有 Pilbara 旗下 Ngungaju 矿山（原 Altura）新增复产产能约 20.6 万吨（21 年 Q4 复产），其余矿山扩产计划或将与股东锂盐厂建设进度同步，不会流向市场，锂资源供需矛盾难以有效解决。而需求端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。

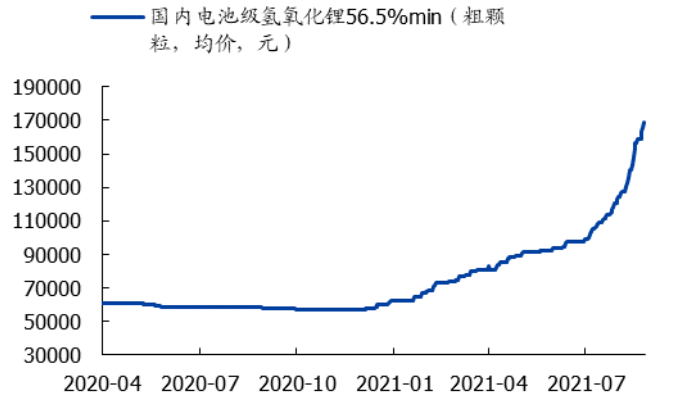
锂辉石：本周到港价维持在 1045 美元/吨水平（CFR，不含税）。9 月 14 日 Pilbara 第二次锂辉石精矿拍卖录得 2240 美金/吨天价。第一轮 Pilbara 拍卖价格创历史新高，对后续锂盐价格形成明显推涨效应，提高锂产业链盈利空间向资源端腾挪速率。第二轮拍卖落锤价虽有炒作情绪，但或将对澳洲长协定价机制形成指引。

图表 35：锂辉石价格维持在 1045（美元/吨，CFR，不含税）



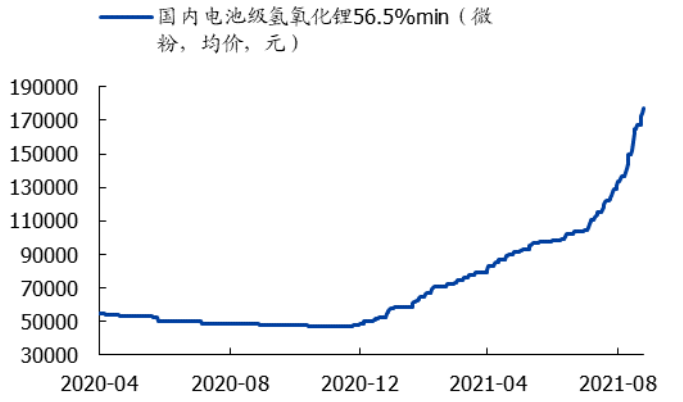
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 36：国内电池级氢氧化锂（粗颗粒）上升至 168500（元/吨）



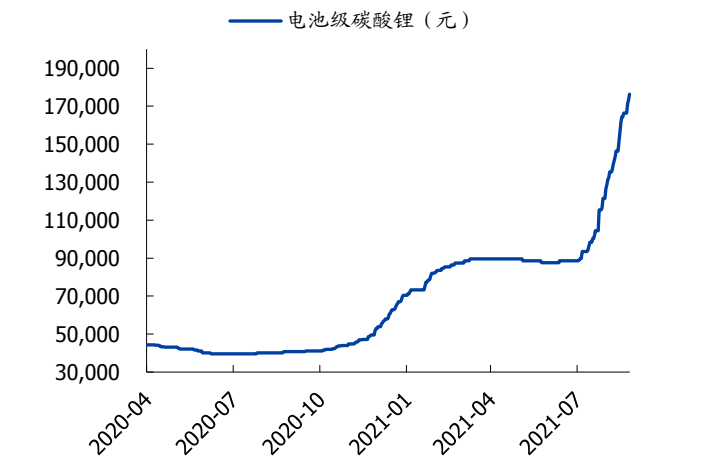
资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

图表 37：国内电池级氢氧化锂（微粉）上涨至 177300（元/吨）



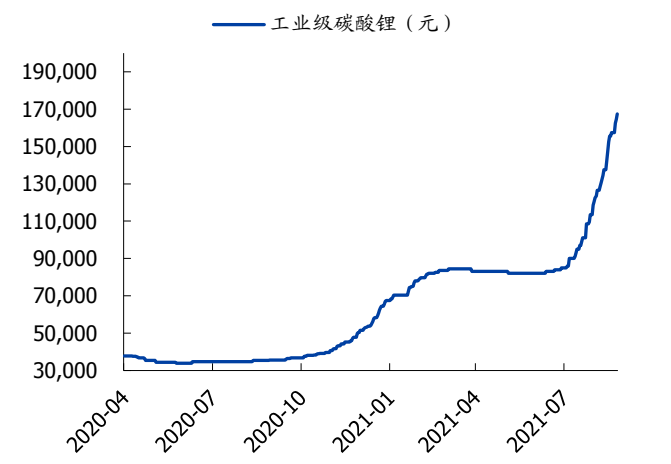
资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

图表 38：国内电池级碳酸锂价格上涨至 176332（元/吨）



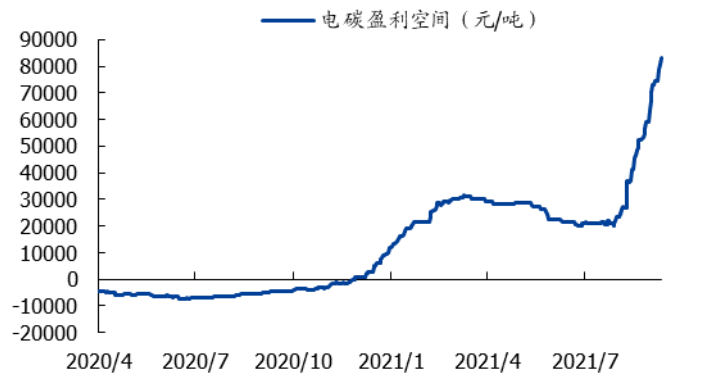
资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

图表 39：国内工业级碳酸锂价格上涨至 167500（元/吨）



资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

图表 40：电池级碳酸锂盈利空间上升至 8.3 万元/吨



资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

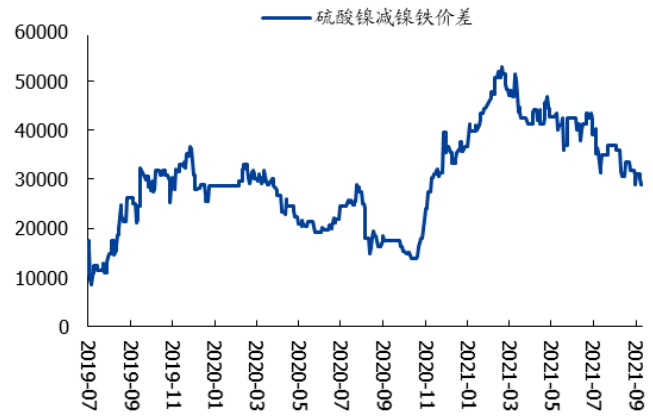
图表 41：电池级氢氧化锂盈利空间上升至 8.0 万元/吨

资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

3.3.2、电池级镍盐：不锈钢限产下需求有所下滑，镍盐原料紧缺托底价格下行空间有限

硫酸镍：①价格方面：本周电池级硫酸镍均价下降至 3.9 万元/吨，较年初价格涨 22.83%；②供应方面，本周国内硫酸镍产量约 9742 吨，环比减少 0.23%。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。③需求&库存方面，生产商库存 5412 吨，环比上升 0.45%。8 月以来受限电影响下游不锈钢生产，镍元素需求有所下滑，镍系列产品价格上涨动力不足，但动力电池强势拉动下，镍盐原料仍靠大量镍豆进口支撑，当前仍处于供需紧平衡状态。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 42：现货端硫酸镍相较镍铁价降低至 2.89（万元/吨）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 43：现货端硫酸镍相较金属镍价周内减低至 16.59 万元/吨）

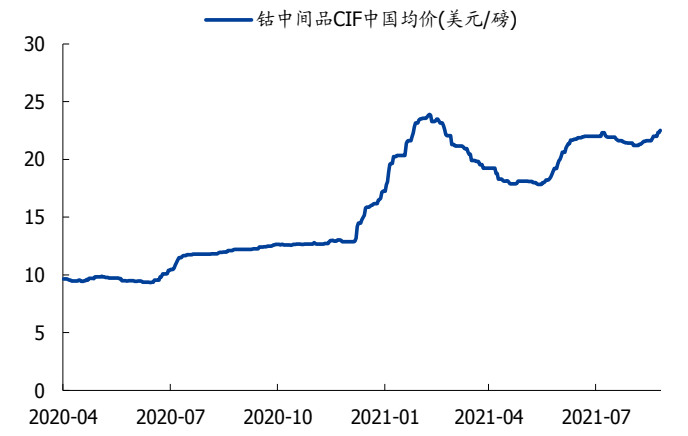
资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.3.3、钴原料及钴盐：海外补库提振钴价上涨，原料紧缺推升钴盐成本压力增加

钴资源：①价格方面：本周钴中间品报价 22.52 美元/磅，周内上涨 2.34%，折扣系数上升至 89.01%；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，钴盐价格有望稳步上涨。

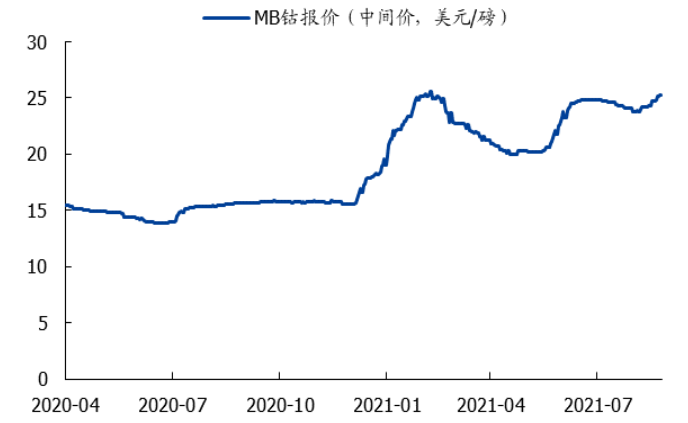
电解钴：本周电钴价格上涨，根据百川盈孚，99.3%含量电解钴报价为 25.1 美元/磅，本周海外补库需求增加导致采购热度升温。国内部分企业受能源双控影响排产下调或停产，供给减少，整体价格预计维持强势。

图表 44：钴中间品价格小幅上涨



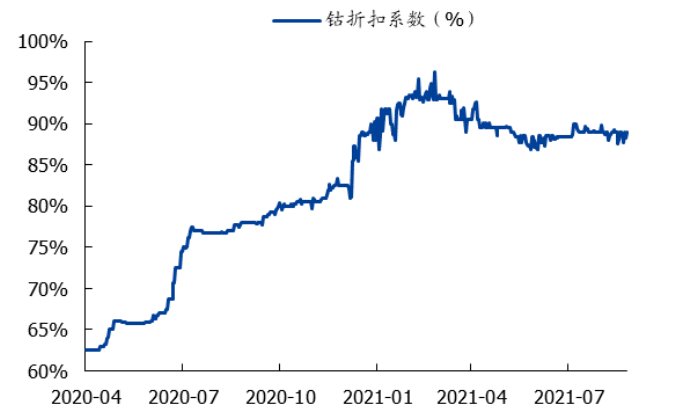
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 45：MB 钴价平均报价为 25.3 美元/磅



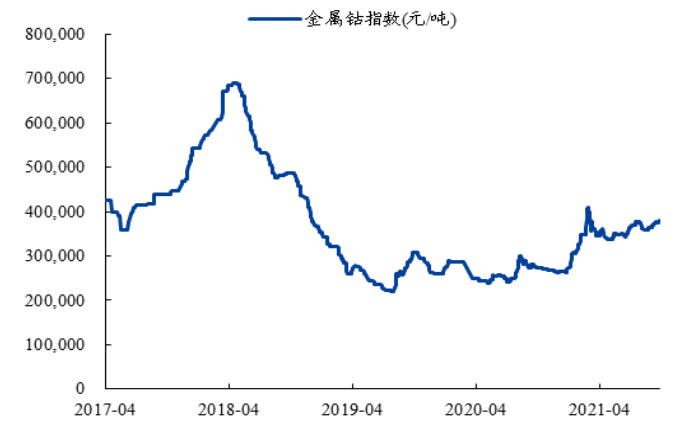
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 46：钴折扣系数涨至 89.01%



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 47：国内金属钴价格震荡上升 1.79%至 38.02 万元/吨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 48：国内外钴价差上升至 2.05 万元/吨

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 49：剔除钴原料后硫酸钴加工利润空间周内维持在 3.74 万元/吨

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 50：剔除钴原料后四氧化三钴加工利润下降至 3.71 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

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

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

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