

有色金属

密切关注全球铜库存快速下行；国内锂盐现货突破18万大关

贵金属：Taper 预期阶段性压制金价，通胀升温叠加经济降速预期有望催生新一轮上行周期。①**名义利率：**美国9月ADP就业人数（万人）超预期增长（实际值56.8、前值34、预期值42.8），同期ISM制造业PMI略超预期，9月失业率降至4.8%，实现疫情以来最低值。多项数据佐证9月以来美国经济与就业水平以超市场预期修复，美联储11月开始执行Taper预期进一步夯实，对金价形成阶段性压制。中长期看，美国PMI数据边际下移，美联储表内资产经历大幅上行后将抑制其后续货币及财政腾挪空间，在就业有效复苏后美国经济增长存降速风险，为金价新一轮上行提供条件；②**通胀预期：**美国消费数据超预期修复并未有效提升实际利率水平，CPI自3月以来持续高于美联储通胀目标，连续4月维持5%以上历史高位。考虑现有原料及能源供应短缺矛盾难以快速解决，在美国经济增长发生降速预期下，高通胀或对美元货币信用构成冲击。高通胀&美元指数回落预期有望同向推升金价走势。**建议关注：赤峰黄金、山东黄金。**

基本金属：库存历史低位催生铜价上冲动能；成本上移贡献铝价韧性。铜：①**供给方面，**国内炼厂受限电干扰仍为主要矛盾。全球现货供应紧张，国内现惜售抬价情绪，节后铜期现价差飙升至400元/吨，SHFE库存降至5万吨并达到2009年以来历史地位，警惕多头逼仓风险；②**需求方面，**国内限电对江浙线缆漆包线企业生产已造成一定干扰出现减产情况，但上游精铜杆厂家订单充裕，大部分在生产企业开工率维持较高水平，反映实际下游需求旺盛。节后国内社会库存仅增加1.29万吨，处于历年节后常规库存偏低水平，国内供需矛盾依旧紧张，基本面对铜价支撑依旧。节后短暂累库后，若库存继续下行，期铜价格重心有望跟随现货向上抬升；（2）**铝：①供给方面：**国内多省份发生限电电压现象，工业用电紧张现象持续加剧。根据Mysteel统计，国内电解铝累计减产产能203万吨，对应月度减产约17万吨。新疆、青海、宁夏等区节后面临减产风险，入冬后煤炭供应紧缺下存进一步停产风险。我们测算9-12月产量将达1219万吨，同降3.5%，后续或存进一步下滑可能；②**需求方面：**9月铝加工行情分化，工业限电停工开始向铝下游传导，硅镁价格短期大幅上行抬高铝型材加工成本，而型材加工费上涨存滞后现象，导致型企开工率明显下滑；板带箔材方面，受益于当前海外需求高景气与国内新能源消费热度，整体开工率进一步上移。8月中国铝板带材出口25.9万吨，同增42.7%，环降1.3%；铝箔材出口11.5万吨，环增19.3%，同增14.0%。我们预计9月铝型材整体开工率将低于50%，录得年内除2月外最低水平，而板带箔材开工率或上行至77%水平。整体看，板带箔材呈现“金九银十”消费旺季，而型材或将持续承压。**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：**资源端保供成为锂产业链焦点，电池企业向上游资源端布局将保障自身原料供给与成本可控性。江苏节前开启限电模式，天齐锂业张家港2万吨电池级碳酸锂产能处于正常运行状态，容江锂业0.8万吨电池级氢氧化锂产能处停产状态，其他企业小幅减产，不排除后续限电影响扩大对供给端再次造成冲击；（2）**镍：**下游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升温，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，钴价有望稳步上涨。**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金属高景气叠加产业链补库诉求，锂价有望延续上行；（2）铜铝低库存&成本上移巩固价格高位。

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。

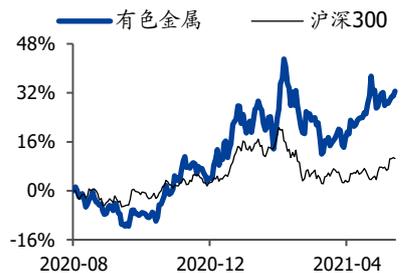
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000762	西藏矿业	买入	-0.09	0.18	0.27	0.4	-605.56	302.78	201.85	136.25
601677	明泰铝业	买入	1.58	2.57	3.31	4.06	21.08	12.96	10.06	8.20
300390	天华超净	买入	0.49	1.12	2.5	4.52	219.18	95.89	42.96	23.76

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

- 《有色金属：纵览国庆节前后内外盘有色板块变化》 2021-10-07
- 《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》 2021-09-27
- 《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

内容目录

一、周观点：密切关注全球铜库存快速下行；国内锂盐现货突破 18 万大关	4
二、周度数据跟踪.....	5
2.1、股票周度涨跌：和胜股份、豪美新材、龙宇燃油涨幅分居前三.....	5
2.2、金属价格及库存变动：金银整体上涨，基本金属普跌，能源金属涨跌不一；交易所金属库存内增外减.....	5
三、密切关注全球铜库存快速下行；国内锂盐现货突破 18 万大关	7
3.1、黄金：Taper 预期阶段性压制金价，通胀升温叠加经济降速预期有望催生新轮上行周期.....	7
3.2、工业金属：库存历史低位催生铜价上冲动能；成本上移贡献铝价韧性.....	10
3.2.1、铜：节后国内累库低于同期表现，期铜价格有望跟随现货同步上涨.....	10
3.2.2、铝：限电减产效应逐渐向下游传递，原料成本快速上行为铝价提供韧性.....	11
3.3、能源金属：锂板块原料&供应链争夺进入白热化；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: 本周和胜股份领涨.....	5
图表 2: 本周天奈科技领跌.....	5
图表 3: 周内贵金属价格整体上涨, SHFE 白银领涨.....	5
图表 4: 周内基本金属价格普涨, LME 锡领涨.....	6
图表 5: 本周动力电池材料价格多数下跌, 电池级氢氧化锂价格领跌.....	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 1.61%.....	8
图表 10: 9月美国新增非农就业人数约 19.4 万人, 创 1 月份以来新低.....	8
图表 11: 周内美元实际利率小幅下降, 金价回落.....	9
图表 12: 金银比周内波动下降至 77.4.....	9
图表 13: 周内隐含通胀上涨至 2.5%.....	9
图表 14: 铜金比横盘涨至 5.21.....	9
图表 15: 美元指数震荡上升至 94.10.....	9
图表 16: SPDR 黄金 ETF 持仓规模下降至 985.05 吨.....	9
图表 17: 三大交易所去库 1.09 万吨至 30.58 万吨.....	10
图表 18: 本周全球铜表观库存去库 0.97 万吨至 56.78 万吨.....	10
图表 19: 本周铜粗炼费维稳于 62.2 美元/千吨.....	11
图表 20: 国内 8 月电解铜产量为 86 万吨(万吨).....	11
图表 21: 本周铜杆加工费上升至 900 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 5.65 万吨至 91.39 万吨.....	12
图表 24: 三大交易所库存减少 5.57 万吨至 145.26 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 1533 元/吨	13
图表 28: 本周外购电力电解铝单吨平均盈利约为 6157 元/吨	14
图表 29: 预焙阳极单吨净利跌 48 元/吨至 483 元/吨	14
图表 30: 铝棒加工费周内上升至 461.7 元/吨.....	15
图表 31: 铝板带箔加工费周内维稳于 5970 元/吨.....	15
图表 32: 8 月铝板带箔/铝棒开工率分别调整至 38%和 51.33%.....	15
图表 33: 8 月铝棒、铝板产量环比减少 5%和 0.01%	15
图表 34: 锂辉石价格上升至 1115 (美元/吨, CFR, 不含税)	16
图表 35: 国内电池级氢氧化锂 (粗颗粒) 上升至 178500 (元/吨)	17
图表 36: 国内电池级氢氧化锂 (微粉) 上涨至 187300 (元/吨)	17
图表 37: 国内电池级碳酸锂价格上涨至 186332 (元/吨)	17
图表 38: 国内工业级碳酸锂价格上涨至 177500 (元/吨)	17
图表 39: 电池级碳酸锂盈利空间上升至 8.87 万元/吨.....	17
图表 40: 电池级氢氧化锂盈利空间下降至 7.38 万元/吨.....	17
图表 41: 现货端硫酸镍相较镍铁价维稳 2.88 (万元/吨)	18
图表 42: 现货端硫酸镍相较金属镍价周内维稳 16.59 万元/吨	18
图表 43: 钴中间品价格小幅上涨.....	19
图表 44: MB 钴价平均报价为 25.8 美元/磅.....	19
图表 45: 钴折扣系数涨至 91.8%.....	19
图表 46: 国内金属钴价格震荡上升至 38.33 万元/吨.....	19
图表 47: 国内外钴价差周内上升至 1.65 万元/吨.....	19
图表 48: 剔除钴原料后硫酸钴加工利润空间周内上升至 2.51 万元/吨.....	20
图表 49: 剔除钴原料后四氧化三钴加工利润下降至 3.96 万元/吨.....	20

一、周观点：密切关注全球铜库存快速下行；国内锂盐现货突破 18 万大关

贵金属：Taper 预期阶段性压制金价，通胀升温叠加经济降速预期有望催生新轮上行周期。
①名义利率：美国 9 月 ADP 就业人数（万人）超预期增长（实际值 56.8、前值 34、预期值 42.8），同期 ISM 制造业 PMI 略超预期，9 月失业率降至 4.8%，实现疫情以来最低值。多项数据佐证 9 月以来美国经济与就业水平以超市场预期修复，美联储 11 月开始执行 Taper 预期进一步夯实，对金价形成阶段性压制。中长期看，美国 PMI 数据边际下移，美联储表内资产经历大幅上行后将抑制其后续货币&财政腾挪空间，在就业率有效复苏后美国经济增长存降速风险，为金价新一轮上行提供条件；**②通胀预期：**美国消费数据超预期修复并未有效提升实际利率水平，CPI 自 3 月以来持续高于美联储通胀目标，连续 4 月维持 5% 以上历史高位。考虑现有原料及能源供应短缺矛盾难以快速解决，在美国经济增长发生降速预期下，高通胀或对美元货币信用构成冲击。高通胀&美元指数回落预期有望同向推升金价走势。**建议关注：赤峰黄金、山东黄金。**

基本金属：库存历史低位催生铜价上冲动能；成本上移贡献铝价韧性。
铜：①供给方面，国内炼厂供应受限电干扰仍为基本面主要矛盾。全球现货紧张，国内现惜售抬价情绪，节后铜期现价差飙升至 400 元/吨，SHFE 库存降至 5 万吨并位于 2009 年以来历史低位，警惕多头逼仓风险。**②需求方面，**国内限电对江浙线缆漆包线企业生产已造成干扰出现减产情况，但上游精铜杆厂家订单充裕，大部分在生产企业开工率维持较高水平，反映实际下游需求旺盛。节后国内社会库存仅增加 1.29 万吨，处于历年节后常规累库偏低水平，国内供需矛盾依旧紧张，基本面对铜价支撑依旧。节后短暂累库后，若库存继续下行，铜价重心有望向上抬升；**（2）铝：①供给方面：**国内多省份发生限电压产现象，工业用电紧迫现象持续加剧。根据 Mysteel 统计，国内电解铝累计减产产能 203 万吨，对应月度减产约 17 万吨，新疆、青海、宁夏等区节后面临减产风险。我们测算 9-12 月产量将达 1219 万吨，同降 3.5%；**②需求方面：**9 月铝加工行情分化，工业限电停工开始向铝下游传导，硅镁价格短期大幅上行抬高铝型材加工成本，而型材加工费上涨存滞后现象，导致型材开工率明显下滑；板带箔材方面，受益于当前海外需求高景气与国内新能源消费热度，整体开工率进一步上移。8 月中国铝板带材出口 25.9 万吨，同增 42.7%，环降 1.3%；箔材出口 11.5 万吨，环增 19.3%，同增 14.0%。我们预计 9 月铝型材整体开工率将低于 50%，而板带箔材开工率或上行至 77% 水平。整体看，板带箔材呈现“金九银十”消费旺季。**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：资源端保供成为锂产业链焦点，电池企业向上游资源端布局将保障自身原料供给与成本可控性。江苏节前开启限电模式，天齐锂业张家港 2 万吨电池级碳酸锂产能处于正常运行状态，容汇锂业 0.8 万吨电池级氢氧化锂产能处停产状态，其他企业小幅减产，不排除后续限电影响扩大对供给端再次造成冲击；**（2）镍：**下游不锈钢限产下镍元素需求有所下滑，动力电池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：**海外补库带动采购热度，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、厦门钨新能、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：和胜股份、豪美新材、龙宇燃油涨幅分居前三

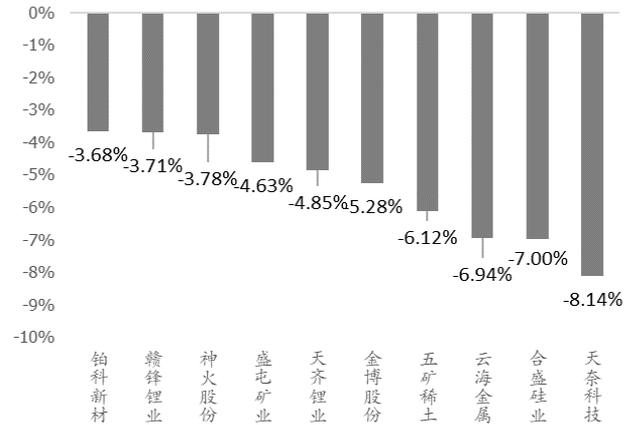
- **股票价格：**截至10月8日，有色板块涨多跌少，和胜股份领涨，周涨幅达10.02%；天奈科技领跌，周跌幅达8.14%。

图表1：本周和胜股份领涨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：本周天奈科技领跌



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，基本金属普跌，能源金属涨跌不一；交易所金属库存内增外减

- **贵金属价格：**周内贵金属价格整体上涨，SHFE白银领涨。黄金方面，SHFE黄金收涨367.7元/克，周度上涨4.38元/克，周上涨幅度1.21%，COMEX黄金收涨0.02%于1757.4美元/盎司；白银方面，SHFE白银上涨158元/千克至4795.00元/千克，周上涨3.41%，COMEX白银上涨2.98%至22.71美元/盎司。

图表3：周内贵金属价格整体上涨，SHFE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	1,757.40	0.4	0.02%	0.02%	-7.27%
COMEX 白银	美元/盎司	22.71	0.66	2.98%	2.98%	-14.04%
SHFE 黄金	元/克	367.70	4.38	1.21%	1.21%	-6.93%
SHFE 白银	元/千克	4,795.00	158.00	3.41%	3.41%	-14.15%

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涨，LME锡领涨。本周，内外盘基本金属价格普涨，铜内外盘上涨1.61%、4.49%，铝内外盘分别上涨0.99%、3.52%，锌内盘上涨1.35%、外盘上涨5.18%，铅内外盘上涨1.92%、5.2%，镍内外盘上涨3.25%、6.5%，锡内外盘上涨2.75%、8.72%。

图表 4: 周内基本金属价格普涨, LME 锡领涨

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	2,959.5	100.5	3.52%	3.52%	49.43%
LME 铜	美元/吨	9,350.0	402.0	4.49%	4.49%	20.59%
LME 锌	美元/吨	3,168.5	156.0	5.18%	5.18%	15.26%
LME 铅	美元/吨	2,225.0	110.0	5.20%	5.20%	11.89%
LME 镍	美元/吨	19,160.0	1,170.0	6.50%	6.50%	15.63%
LME 锡	美元/吨	36,290.0	2,910.0	8.72%	8.72%	78.33%
SHFE 铝	元/吨	22,925.0	225.0	0.99%	0.99%	48.14%
SHFE 铜	元/吨	69,270.0	1,100.0	1.61%	1.61%	19.49%
SHFE 锌	元/吨	22,860.0	305.0	1.35%	1.35%	9.72%
SHFE 铅	元/吨	14,590.0	275.0	1.92%	1.92%	-1.05%
SHFE 镍	元/吨	142,300.0	4,480.0	3.25%	3.25%	14.45%
SHFE 锡	元/吨	278,320.0	7,460.0	2.75%	2.75%	83.52%

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, 电池级氢氧化锂价格领跌。细分来看, 锂产品方面, 本周工业级碳酸锂价格上涨 0.57% 至 17.75 万元/吨, 电池级碳酸锂价格上涨 0.54% 至 18.63 万元/吨, 电池级氢氧化锂下跌 6.82% 至 16.95 万元/吨, 微粉级氢氧化锂价格上涨 0.54% 至 18.73 万元/吨; 钴产品方面, 周内电解钴维稳至 38.0 万元/吨, 四氧化三钴上涨 3.33% 至 310 元/千克, 硫酸钴维稳在 8.3 万元/吨; 镍产品方面, 本周镍产品价格维稳, 高镍铁持平于 1460 元/吨, 硫酸镍维稳至 3.9 万元/吨, 电解镍下跌至 14.14 万元/吨。

图表 5: 本周动力电池材料价格多数下跌, 电池级氢氧化锂价格领跌

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	17.75	0.10	0.57%	0.57%	244.83%
电池级碳酸锂	万元/吨	18.63	0.10	0.54%	0.54%	246.12%
电池级氢氧化锂	万元/吨	16.95	-1.24	-6.82%	-6.82%	219.81%
微粉级氢氧化锂	万元/吨	18.73	0.10	0.54%	0.54%	282.24%
四氧化三钴	元/千克	310.00	10.00	3.33%	3.33%	51.59%
硫酸钴	万元/吨	8.30	0.00	0.00%	0.00%	41.88%
电解钴	万元/吨	38.00	0.00	0.00%	0.00%	36.20%
硫酸镍	元/吨	39,000.00	0.00	0.00%	0.00%	22.83%
高镍铁	元/镍	1,460.00	0.00	0.00%	0.00%	36.45%
电解镍	万元/吨	14.14	-0.13	-0.88%	-0.88%	10.21%

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内增外减, 外盘铜锡去库效应明显。铝库存内外盘分化, SHFE 铝库存涨 2.72% 至 24.02 万吨, LME 铝去库 5.45% 至 117.08 万吨, COMEX 铝库存涨 14.95% 至 4.17 万吨; 铜库存内外盘分化, SHFE 铜库存涨 15.02% 至 5.01 万吨, LME 铜去库 9.24% 至 19.93 万吨, COMEX 库存增长 0.03% 至 5.65 万吨; 锡外盘去库 16.67% 至 0.11 万吨, SHFE 锡库存增长 44.73% 至 0.18 万吨; 镍外盘去库 4.87% 至 14.94 万吨, SHFE 镍库存增长 20.35% 至 0.64 万吨。

图表 6: 本周交易所基本金属库存内增外减, 外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	117.08	-6.750	-5.45%	-5.45%	-13.00%
	SHFE 万吨	24.02	0.636	2.72%	2.72%	7.10%
	COMEX 万吨	4.17	0.542	14.95%	14.95%	-10.34%
铜	LME 万吨	19.93	-2.028	-9.24%	-9.24%	84.58%
	SHFE 万吨	5.01	0.654	15.02%	15.02%	-42.24%
	COMEX 万吨	5.65	0.002	0.03%	0.03%	-27.21%
锌	LME 万吨	19.74	-1.153	-5.52%	-5.52%	-2.41%
	SHFE 万吨	6.16	0.684	12.49%	12.49%	115.49%
铅	LME 万吨	4.94	-0.150	-2.95%	-2.95%	-62.99%
	SHFE 万吨	19.79	0.123	0.63%	0.63%	331.57%
镍	LME 万吨	14.94	-0.765	-4.87%	-4.87%	-39.44%
	SHFE 万吨	0.64	0.109	20.35%	20.35%	-64.54%
锡	LME 万吨	0.11	-0.021	-16.67%	-16.67%	-44.44%
	SHFE 万吨	0.18	0.057	44.73%	44.73%	-66.37%

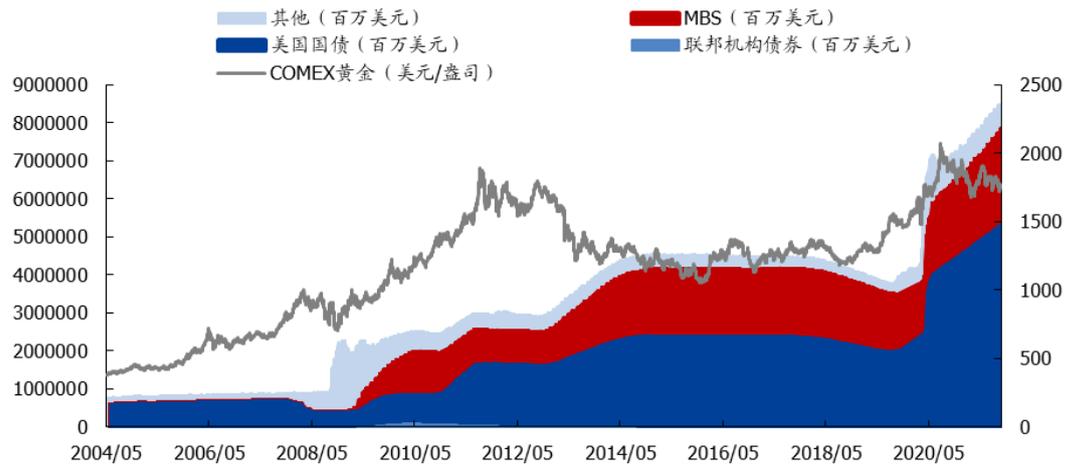
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三、密切关注全球铜库存快速下行; 国内锂盐现货突破 18 万大关

3.1、黄金: Taper 预期阶段性压制金价, 通胀升温叠加经济降速预期有望催生新轮上行周期

黄金: ①**名义利率:** 周内十年期美债利率自 1.52% 上涨至 1.61%, 10 年-2 年期美债利率升至 1.29%, 利率水平呈上升趋势; 美国 9 月 ADP 就业人数 (万人) 超预期增长 (实际值 56.8、前值 34、预期值 42.8), 同期 ISM 制造业 PMI 略超预期, 消费者信心指数呈上升态势, 9 月失业率降至 4.8%, 实现疫情以来最低值。多项数据佐证 9 月以来美国经济与就业水平以超市场预期速率修复, 疫情未对美国就业市场进一步压制, 美联 11 月开始执行 Taper 预期进一步夯实, 对金价后续形成阶段性压制。中长期看, 美国 PMI 数据边际下移, 在美联储表内资产经历大幅上行后将抑制其后续货币&财政支持力度, 在就业率有效复苏后美国经济增长存降速风险, 美债实际利率回升空间存长期制约, 为金价新一轮上行提供条件; ②**通胀预期:** 美国债券市场隐含通胀自 2.37% 上升至 2.5%, 实际利率由 -0.85% 下跌至 -0.89%。美国消费数据超预期修复并未有效提升实际利率水平, 而原材料与能源短缺造成通胀压力抬升带动市场隐含通胀上行。美国 CPI 自 3 月以来持续高于美联储通胀目标, 连续 4 月维持 5% 以上历史高位。考虑现有原材料及能源供应短缺矛盾难以快速解决现状, 在美国经济增长发生降速预期下, 高通胀难以快速消化或对美元货币信用构成冲击。高通胀&美元指数回落预期有望同向推升金价走势。

图表6: 美联储扩表仍在继续



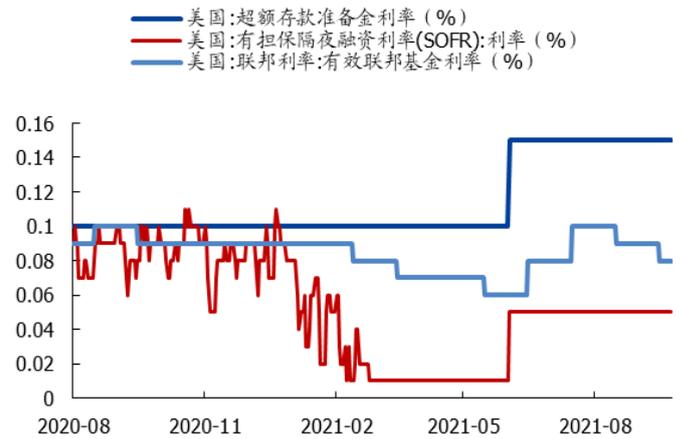
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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



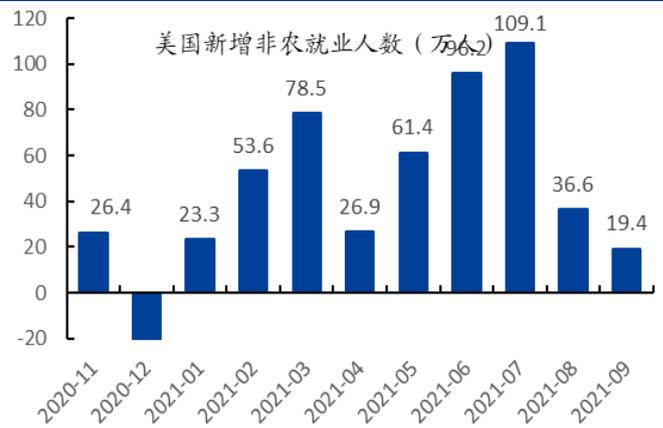
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 周内美十债利率上涨至1.61%



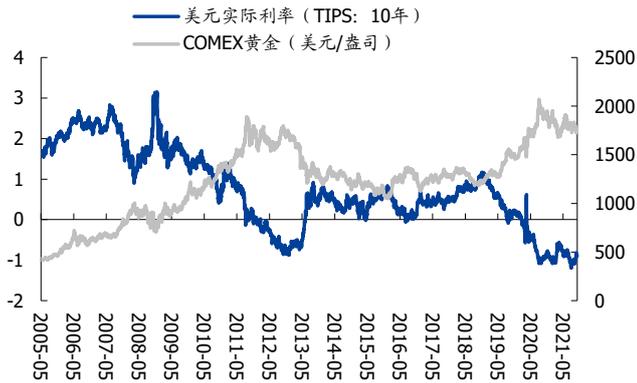
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 9月美国新增非农就业人数约19.4万人, 创1月份以来新低



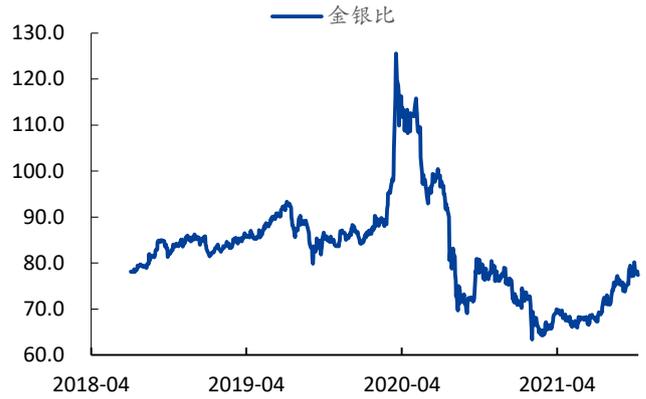
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 周内美元实际利率小幅下降, 金价回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 金银比周内波动下降至 77.4



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 周内隐含通胀上涨至 2.5%



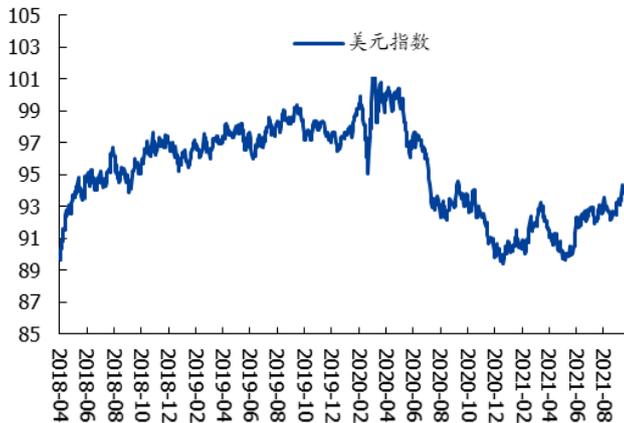
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 铜金比横盘涨至 5.21



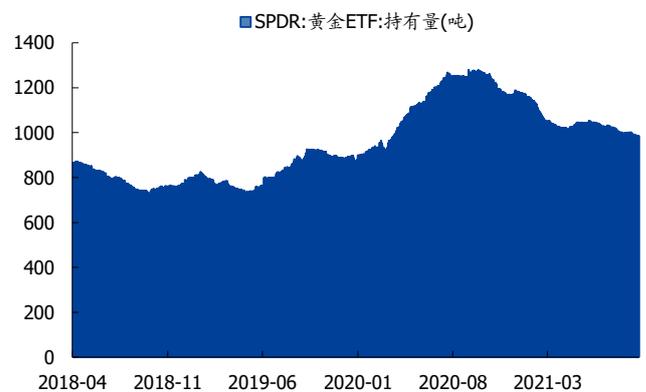
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 美元指数震荡上升至 94.10



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: SPDR 黄金 ETF 持仓规模下降至 985.05 吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2、工业金属：库存历史低位催生铜价上冲动能；成本上移贡献铝价韧性

3.2.1、铜：节后国内累库低于同期表现，期铜价格有望跟随现货同步上涨

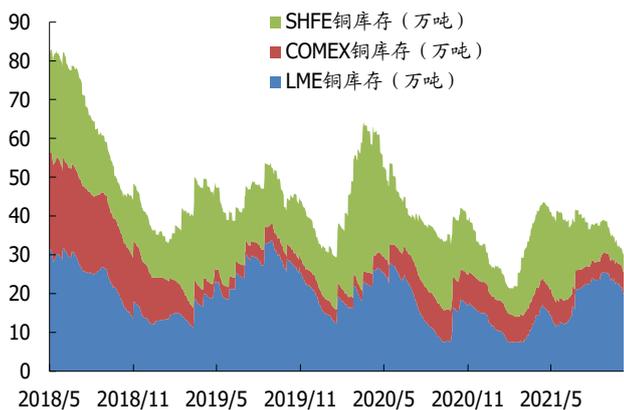
(1) 周度观点

节后国内累库低于同期表现，期铜价格有望跟随现货同步上涨。①本周沪铜上涨 1.61% 至 69270 元/吨，伦铜上涨 4.49% 至 9350 美元/吨，沪伦比由 7.62 下降至 7.41。全球铜库存（国内社库（含 SHFE）+ 保税+LME+COMEX 交易所）为 57.11 万吨，环比减少 0.64 万吨，其中社会库存增加 1.29 万吨，保税区库存增加 0.1 万吨，LME 库存减少 2.03 万吨，COMEX 铜库存不变，上期所库存增加 0.65 万吨；②宏观方面，欧美制造业 PMI 高位印证海外制造业维持高景气；美国 9 月非农就业人口环比继续下行，但失业率降低至 4.8% 疫情以来最低点，不改美元强势区间；③供给方面，当前国内冶炼厂供应受到限电干扰仍为基本面主要矛盾。全球现货供应紧张，国内市场现惜售抬价情绪，节后铜现货价格再次飙升到 400 元/吨附近，2110 现货合约对 11 合约升水高至 300 元/吨，SHFE 库存降至 5 万吨并位于 2009 年以来历史低位，警惕多头逼仓风险。④需求方面，国内限电对江浙地区线缆漆包线企业生产已造成一定干扰出现减产情况，但上游精铜杆厂家订单充裕，大部分在生产企业开工率维持较高水平，反映实际下游需求旺盛。节后国内社会库存仅增加 1.29 万吨，处于历年节后常规累库偏低水平，国内供需矛盾依旧紧张，基本面对铜价支撑依旧。节后短暂累库后，若库存继续下行，铜价重心有望向上抬升。

(2) 全球铜库存及加工费跟踪

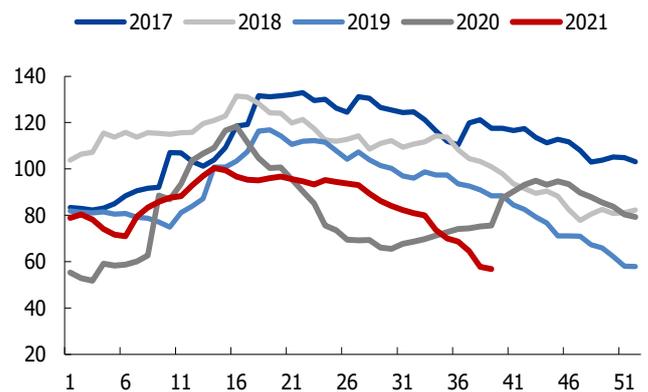
至 10 月 8 日，全球铜库存（国内社库+保税+LME+COMEX 交易所）为 57.11 万吨，减少 0.64 万吨。国内方面，国内社会库存增加 1.29 万吨至 9.24 万吨，SHFE 库存增加 0.65 至 5.01 万吨，保税区库存增加 0.1 万吨至 22.3 万吨，中国总库存（社库+保税）共增加 1.39 万吨至 31.54 万吨。国外方面，LME 库存减少 2.03 万吨至 19.93 万吨，COMEX 铜库存维稳于 5.65 万吨。本周全球三大交易所库存减少 1.09 万吨至 30.58 万吨，国内假期过后全球表观库存总量继续下降，国内持续低库存去库增加海外进口铜需求，带动 9 月以来 LME 库存加速下行。

图表 17：三大交易所去库 1.09 万吨至 30.58 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 0.64 万吨至 57.11 万吨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

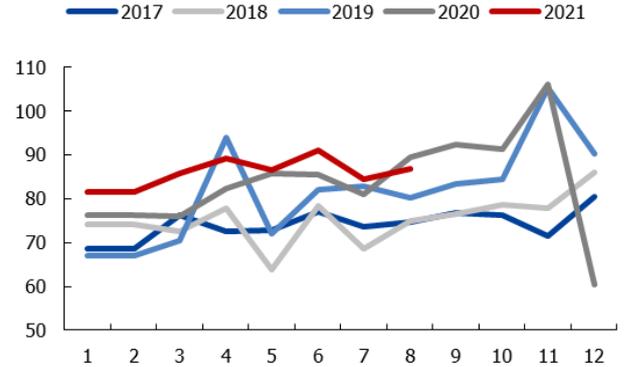
矿山薪资谈判完成对于矿山生产干扰率预期的降低，本周现货 TC 维稳。5月下旬以来国内 TC 价格触底回升，本周维稳于 62.2 美元/吨。生产方面，SMM 调研显示，8 月份广西防城港以及梧州地区冶炼厂受限电影响大约减产 15%。9 月冶炼厂逐步结束检修，仅剩广西地区两家冶炼厂将持续检修大幅影响产量，预计 9 月国内电解铜产量环比小幅回升 1.6%。本周铜杆加工费提升至 900 元/吨。精废价差仍位于 1000 元/吨以下，利好精铜消费。

图表 19: 本周铜粗炼费维稳于 62.2 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 86 万吨 (万吨)



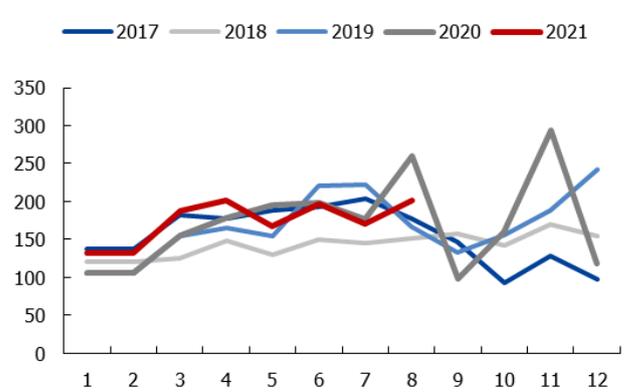
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 1、2 月产量数据取 1~2 月均值

图表 21: 本周铜杆加工费上升至 900 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: 限电减产效应逐渐向下游传递, 原料成本快速上行为铝价提供韧性

(1) 周度观点

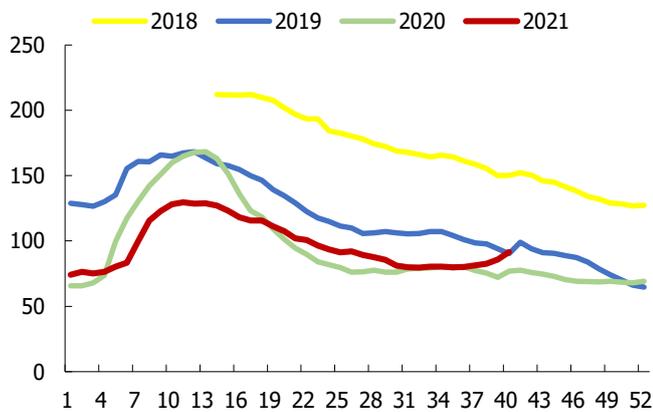
价格方面: 本周铝价延续上涨趋势, 沪铝周内上涨 0.99% 至 22925 元/吨, LME 铝涨 3.52% 至 2959.5 美元/吨; 库存方面: 三大交易所库存下降 5.57 万吨至 145.26 万吨, 其中 LME 库存降 6.75 万吨至 117.08 万吨。根据百川盈孚, 本周国内社库增加 5.65 万吨至 91.39 万吨, 高出去年同期 14.55 万吨; 供给方面: 9 月以来, 国内多省份发生限电压产现象, 电解铝作为“双高”产业首先受冲击, 部分省份出现电力硬缺口被迫拉闸限电, 工业用电紧迫现象持续加剧。根据 Mysteel 统计, 至 9 月 30 日国内累计减产产能已达 203 万吨, 对应月度减产产量约 17 万吨。新疆、青海、宁夏等地区节后或面临压产风险, 而入冬后煤炭供应紧缺下以减产地区同样存进一步减产风险。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%，后续或存进一步下滑可能；需求方面：国内表观库存上升至 82.67 万吨。9 月铝加工行情明显分化，工业限电停工影响开始向铝下游传导，同时硅镁价格短期大幅上行抬高铝型材加工成本，而型材加工费上涨存滞后现象，导致型企开工率明显下滑。板带箔材方面，受益于当前海外需求高景气与国内新能源消费热度，整体开工率进一步上移。8 月中国铝板带材出口 25.9 万吨，同增 42.7%，环降 1.3%；铝箔材出口 11.5 万吨，环增 19.3%，同增 14.0%。我们预计 9 月铝型材整体开工率将低于 50%，录得年内出 2 月外最低水平，而板带箔材开工率或上行至 77% 水平。整体看，板带箔材呈现“金九银十”消费旺季，而型材或将持续承压。

(2) 库存情况周度变化

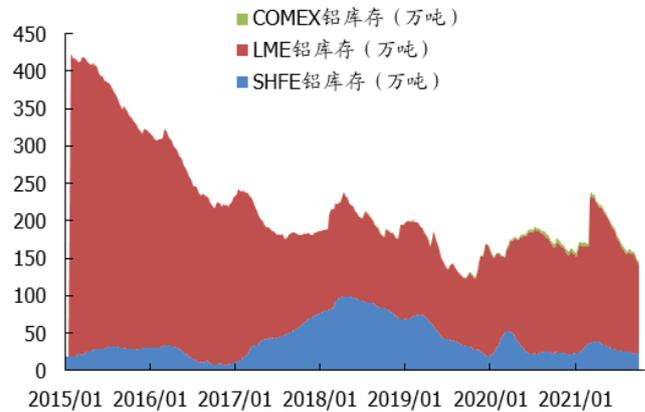
国内外电解铝库存小幅下降：本周三大交易所库存减少 5.57 万吨至 145.26 万吨，根据百川盈孚，本周国内社库增加 5.65 万吨至 91.39 万吨。社库比去年同期增加 14.55 万吨。表观数据看，三轮抛储对国内库存上移形成助推效应，高铝价阶段性延后下游采购行为，但板带箔材仍有力支撑市场需求。在现有低库存背景下，供需关系边际改善有望支撑后续补库行为，铝价韧性仍在。

图表 23: 本周国内电解铝社库累库 5.65 万吨至 91.39 万吨



资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

图表 24: 三大交易所库存减少 5.57 万吨至 145.26 万吨

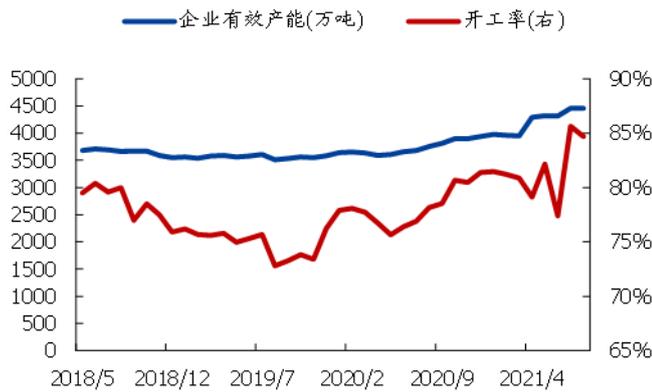


资料来源：Wind，国盛证券研究所

(3) 产业开工率及运营情况

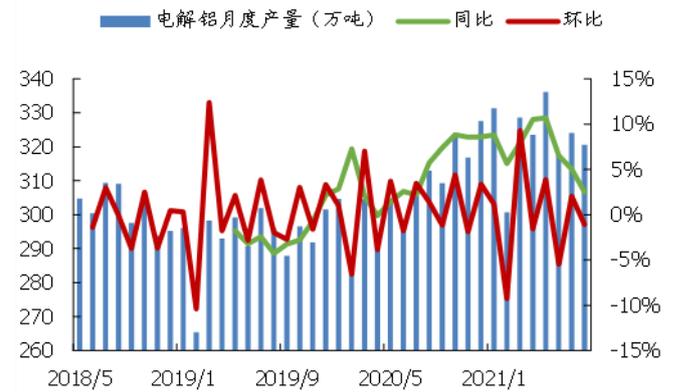
8 月电解铝产量环降 1.1% 至 320.6 万吨，开工水平仍受压制。国内 8 月电解铝生产 320.6 万吨，较去年同期同比上涨 2.5%，环比下滑 1.1%。8 月供给侧在多省份限电压产等诸多因素影响下，月度产量录得 320.6 万吨，环比小幅下滑，国内产能仍未处于充分利用状态，产量同比增加 2.5% 明显低于 4、5 月同增超 10% 水平。9 月后多省份进一步出台能耗双控政策，预计电解铝行业开工率将继续走弱，我们测算 9 月供给或下滑至 311.6 万吨，环降 2.81%，同降 0.47%。

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

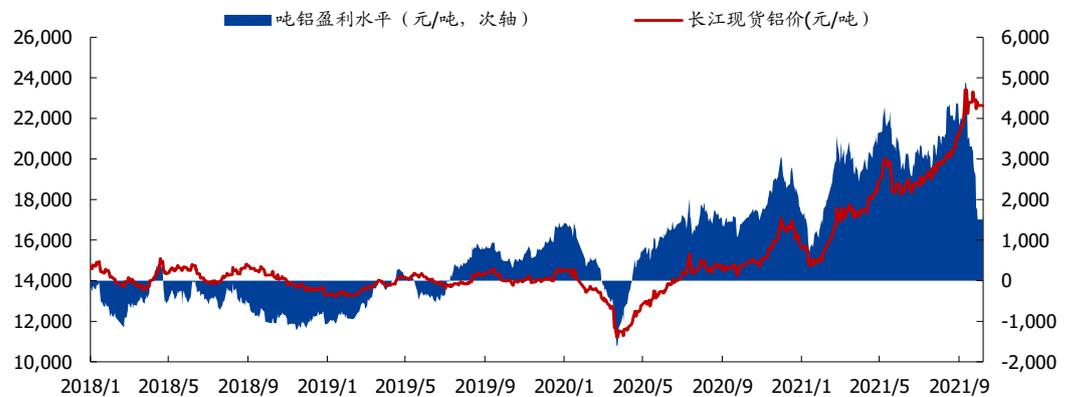
图表 26: 8 月电解铝产量环降 1.1% 至 320.6 万吨 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

9 月以来动力煤价格自 872 元/吨快速上行至近 1304 元/吨水平, 对应自备电厂单吨电解铝成本增加 2240 元/吨。同期氧化铝单吨价格上涨 1051 元/吨, 考虑预焙阳极与氧化铝价格上行后, 单吨电解铝盈利水平已由 4386 元/吨降至 1533 元/吨, 对应电解铝成本增加 1795 元/吨, 考虑预焙阳极与电解铝价格变动后, 吨铝盈利空间自 4386 元/吨降至 1506 元/吨。从产业逻辑看, 本轮电解铝盈利空间大幅抬升来自节能降耗下产能产量双指标收缩, 9 月以来煤供应紧缺与多省份限电压产在原料端价格反馈迅速, 一定程度上将电解铝利润空间向上游腾挪。

图表 27: 本周自备电厂电解铝单吨平均盈利约为 1533 元/吨



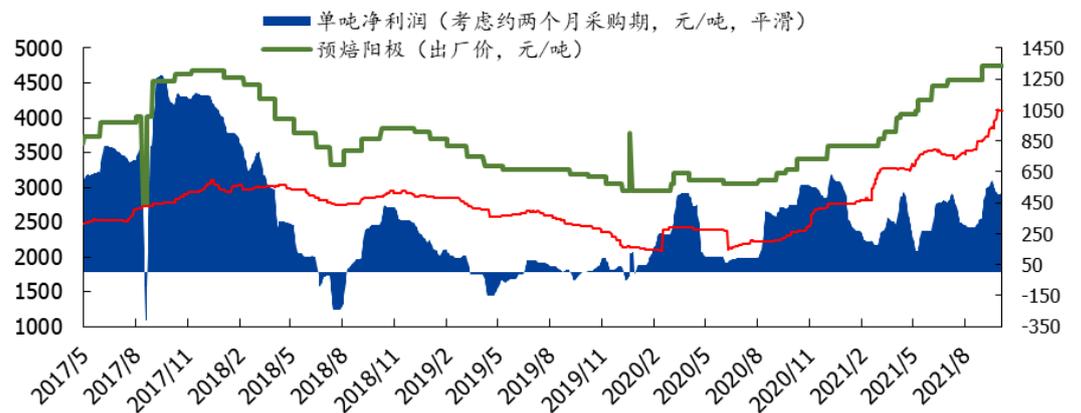
资料来源: Wind, 百川盈孚, 国盛证券研究所

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: 预焙阳极单吨净利跌 48 元/吨至 483 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

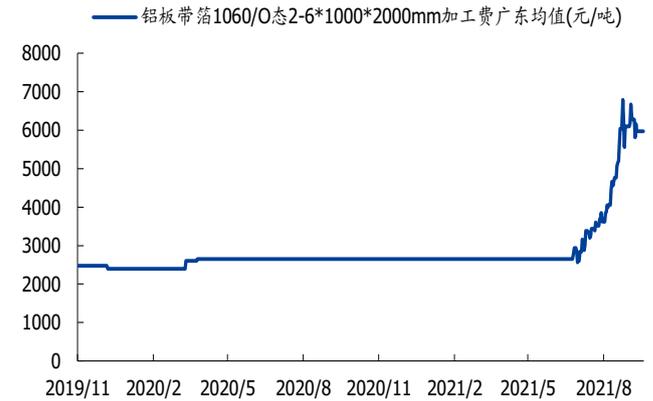
铝棒加工费高位回落，铝板带箔加工费高位波动。铝板带箔加工费回落至 5970 元/吨。受下游开工略有下滑影响，板带箔加工费止涨回落，整体仍维持高位。

图表 30: 铝棒加工费周内上升至 461.7 元/吨



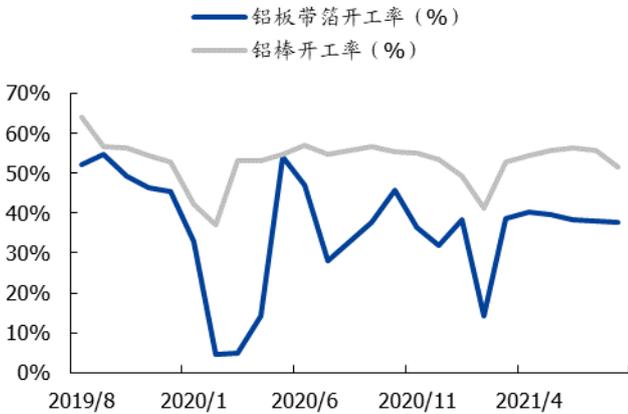
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 31: 铝板带箔加工费周内维稳于 5970 元/吨



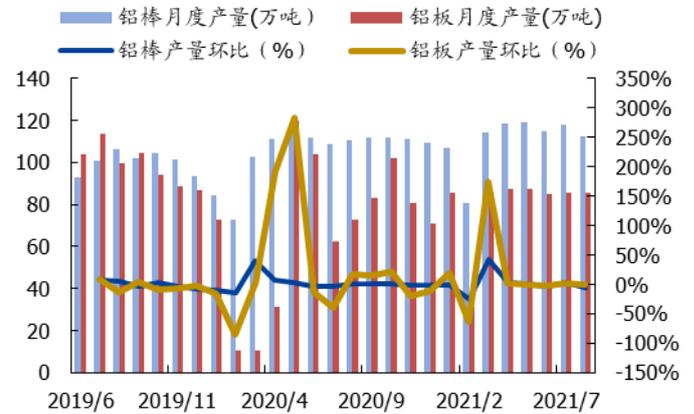
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

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：国内锂盐现货突破 18 万大关；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：精矿紧缺推升原料上涨行情，供需缺口有望持续至 2022 年

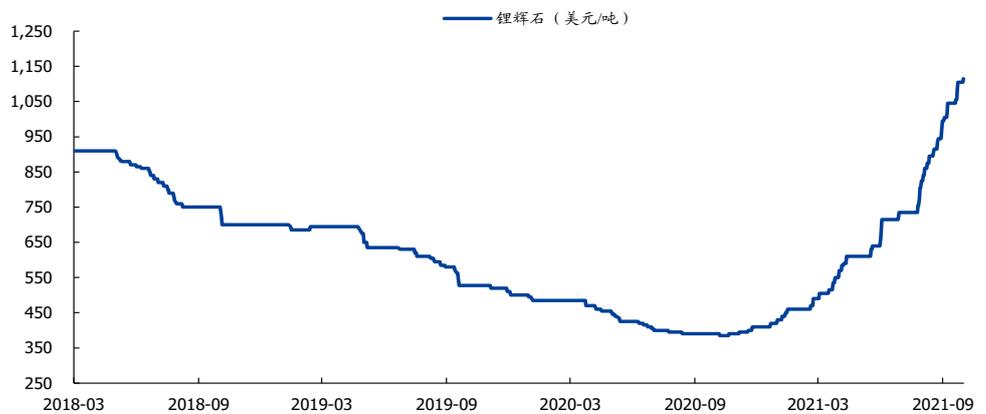
碳酸锂：①**价格方面：**根据百川盈孚，工业级碳酸锂报价上涨 0.1 万元至 17.75 万元/吨，电池级碳酸锂报价周内上涨 0.1 万元至 18.63 万元/吨；②**供应方面，**自 Pilbara 第二次锂辉石精矿拍卖落锤 2240 美元/吨后，炼厂对精矿价格看涨情绪浓重，成本上移助推锂价上行速率。此外，随着气温降低，国内盐湖晒度减弱导致供给存季节性收缩趋势，青海地区碳酸锂产量连续三周出现下滑，蓝科锂业二期虽有部分装置投产但年内增量预计有限，或对后续资源供应形成扰动，江苏节前开启限电模式，根据 SMM 调研，天齐锂业张家港 2 万吨电池级碳酸锂产能目前处于正常运行状态，不排除后续限电影响扩大对供给端再次造成冲击；③**需求&库存方面，**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 0.1 万元至 18.73 万元/吨，电池级氢氧化锂（粗颗粒）价格上升至 17.85 万元/吨。②**供应方面，**国内氢氧化锂周度产量

约 3736 万吨，环比下降 3.69%。此外江苏限电影响下，容汇锂业 0.8 万吨产能处停产状态，其他企业小幅减产；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 18-20 万吨（21 年 Q4 开始后复产），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。

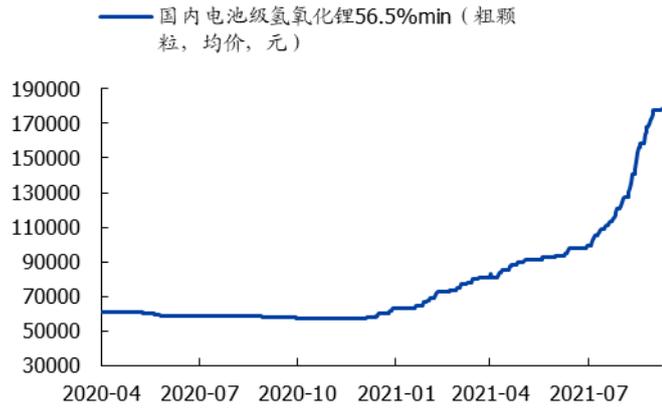
锂辉石：本周到港价上升至 1115 美元/吨水平（CFR，不含税）。9 月 14 日 Pilbara 第二次锂辉石精矿拍卖录得 2240 美金/吨天价。第一轮 Pilbara 拍卖价格创历史新高，对后续锂盐价格形成明显推涨效应，提高锂产业链盈利空间向资源端腾挪速率。第二轮拍卖落锤价虽有炒作情绪，但或将对澳洲长协定价机制形成指引。

图表 34：锂辉石价格上升至 1115（美元/吨，CFR，不含税）



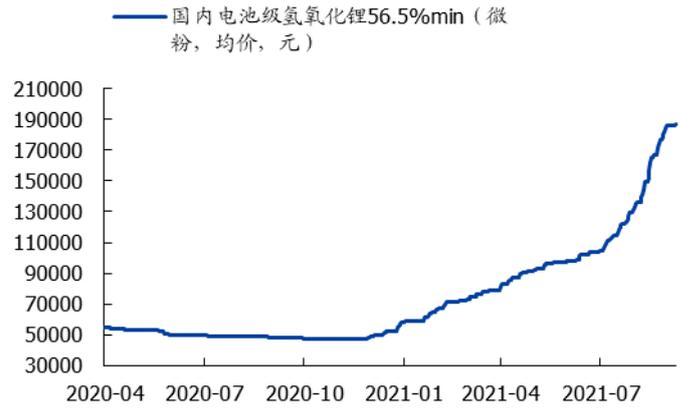
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 35: 国内电池级氢氧化锂(粗颗粒)上升至 178500 (元/吨)



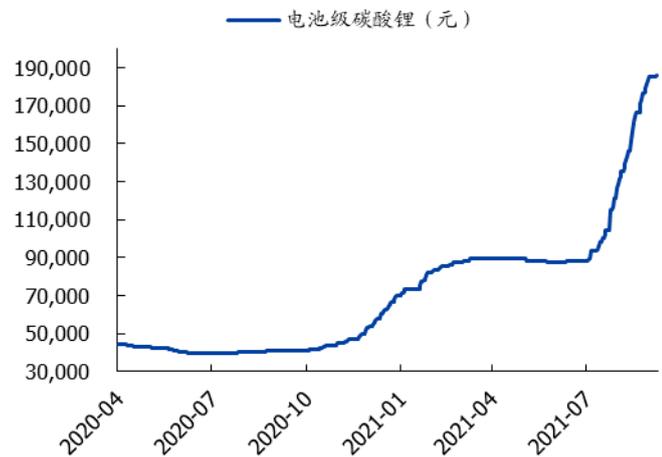
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 36: 国内电池级氢氧化锂(微粉)上涨至 187300 (元/吨)



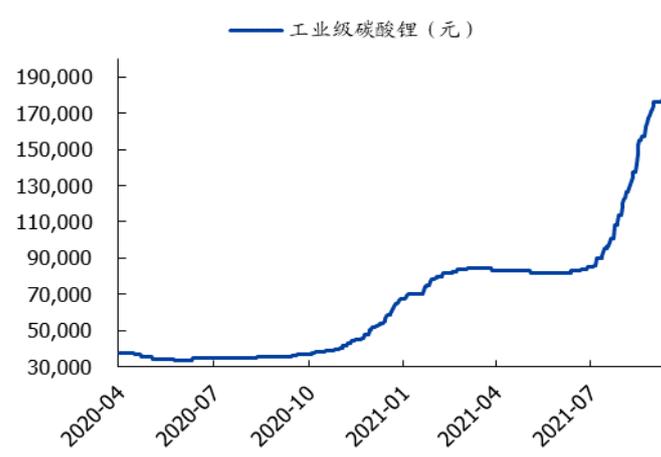
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 37: 国内电池级碳酸锂价格上涨至 186332 (元/吨)



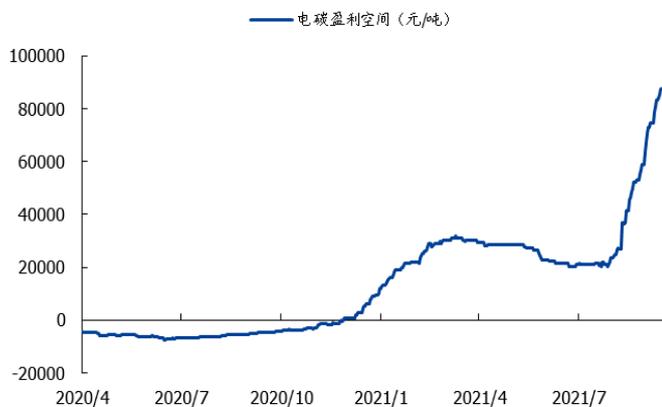
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 38: 国内工业级碳酸锂价格上涨至 177500 (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 8.87 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下降至 7.38 万元/吨

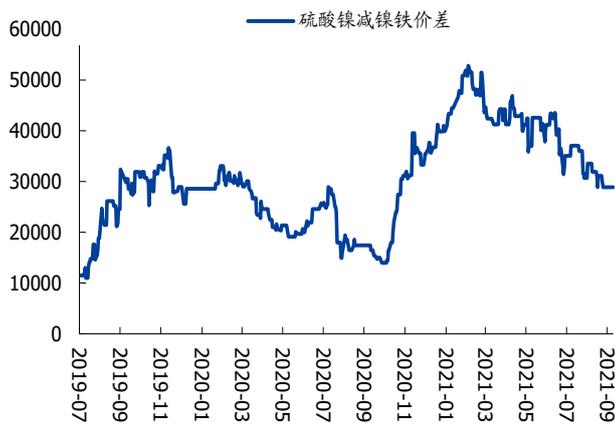


资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

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

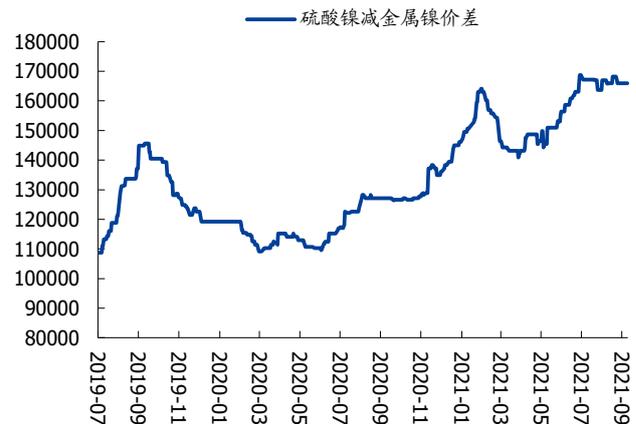
硫酸镍：①**价格方面：**本周电池级硫酸镍均价维持 3.9 万元/吨，较年初价格涨 22.83%；②**供应方面，**本周国内硫酸镍产量约 7580 吨，环比减少 9.22%。原料端供应偏紧局面仍在，虽然近期海外 MHP 到货量增加但面对需求市场仍显著不足。根据 Mysteel 统计，目前约 50%企业目前采用镍豆自溶形式作为硫酸镍供给来源；③**需求&库存方面，**生产商库存 5560 吨，环比上升 2.92%。8 月以来受限电影响下游不锈钢生产，镍元素需求有所下滑，镍系列产品价格上涨动力不足，但动力电池强势拉动下，镍盐原料仍靠大量镍豆进口支撑，当前仍处于供需紧平衡状态。芯片短缺或波及到新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 41: 现货端硫酸镍相较镍铁价差维稳 2.88 (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维稳 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：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 23.7 美元/磅，周内上涨 2.62%，折扣系数上涨至 91.8%；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。

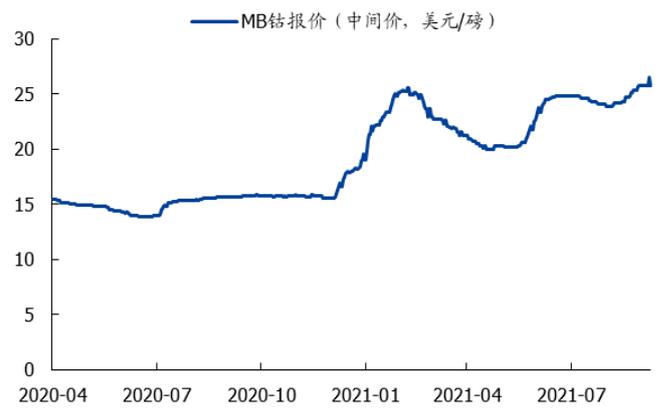
电解钴：电钴价格上升，根据百川盈孚，99.3%含量电解钴报价为 25.6 美元/磅，海外补库需求增加导致采购热度升温；国内受能源双控影响，江苏某企业预计停产至国庆节后复工，加剧了电解钴供应紧张情况，报价上调；国内部分企业受能源双控影响排产下调或停产，供给减少，整体价格预计维持强势。

图表 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 25.8 美元/磅



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 钴折扣系数涨至 91.8%



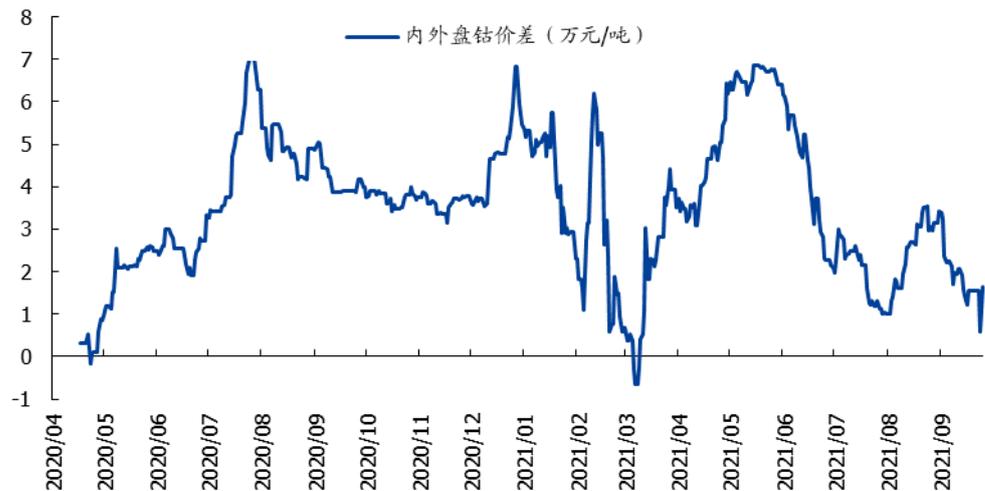
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 46: 国内金属钴价格震荡上升至 38.33 万元/吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 47: 国内外钴价差周内上升至 1.65 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升至 2.51 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下降至 3.96 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