

有色金属

减产&库存下滑推升铜铝价格；锂矿拍卖或成锂价上行新催化

贵金属：Taper 预期或已充分交易，能源紧张&供应链紧俏或提供金价上涨环境。①**名义利率：**8月美联储会议以来年内执行 Taper 操作基本定调，当前金价与债券市场已充分交易，后续货币政策对金价影响或将主要集中在加息预期变化，对应于美国经济复苏水平及美联储资产负债表能否有效环节上升态势。当前时点看，能源紧张与供应链紧俏问题是推升通胀数据核心问题，在煤、石油等核心能源与工业原料价格持续上移叠加商品供应不足问题下，美国潜在通胀压力或被催化，物价指数存阶段向快速上涨风险，同时弱化美元指数，为金价新一轮上行创造条件；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：现货库存紧俏催生铜价行情；铝电解国内外缩减强化价格韧性。铜：①**供给方面：**欧洲能源危机波及锌、铝金属减产，后续存在传导至铜金属可能；国内9月江浙地区加入限电减产队伍，9月中国电解铜产量为80.29万吨，环比续降2.0%；中国供应减产带动全球库存下滑，LME铜注销仓单库存占比高达92.2%，LME在注册仓单铜库存跌至1974年以来的最低水平，现货升水飙升至147美元/吨，标志全球现货市场已十分紧绷，LME铜存挤仓风险；④**需求方面：**9月限电令铜杆、铜板带箔开工率环比下滑3.17%和5.68%，国庆节后国内社会库存已转为下滑，反映供应端影响仍大于需求端，长期看下游订单只是延后而非消失，限电对商品核心矛盾仍在于供应。全球铜供应链危机叠加低库存挤仓风险刺激铜价格弹性体现，推动本周铜价大幅上行。在看到铜供应减产危机解除前，铜的极低库存状态将会持续带来强价格弹性，铜价易涨难跌。价格转向指标或为现货端库存的回升以及现货价格的先行下跌；(2)**铝：**①**供给方面：**Mysteel统计9月电解铝产量录得316万吨，同增1.6%，环降3.7%，基本符合限电减产情况。十月河南启动郑州市迎峰度冬轮停轮休方案，预计影响省内电解铝及铝材开工。海外方面，受能源市场供应不足影响，欧洲境内电解铝减产规模已超十万吨产能，四季度海外铝库存或加速去化；②**需求方面：**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，型企开工率下滑。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。9月铝型材整体开工率51.14%，录得年3月以来最低值；板带箔材开工率上行至73.59%，环增1.25%，同增8.33%。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。**

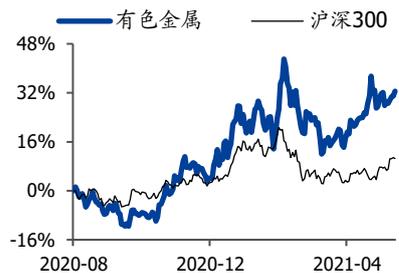
能源金属：锂矿拍卖催化锂价上行；库存趋紧+需求回暖利好钴价止跌维稳。(1)**锂：**Pilbara 两轮拍卖结束，从前两轮拍卖结果看，每次交易结果均大幅高于当期市场均价，且交易结束后市场价格呈明显跟涨现象，成为影响市场价格新变量；(2)**镍：**原料端供应偏紧局面仍在，四季度菲律宾雨季来临或导致镍原料供应下滑，MHP 价格受供给紧张及辅料成本上移下预计坚挺；(3)**钴：**欧洲市场整体交投热度升温，国际MB 股价整体呈现上升趋势。在海外采购需求提升下，市场现货端景气度提升，一定程度推升钴价。**建议关注：华友钴业、赣锋锂业、浙富控股、天齐锂业、融捷股份、雅化集团、盐湖股份、西藏矿业、寒锐钴业、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。

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：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》2021-10-10
- 《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

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	0.35	0.56	0.72	-563.1	144.8	90.5	70.4
601677	明泰铝业	买入	1.58	2.86	3.66	4.42	20.6	11.4	8.9	7.4
300390	天华超净	买入	0.49	1.35	2.97	5.11	212.9	77.3	35.1	20.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

一、周观点：铜现货紧俏&海外铝去库催化价格；锂盐现货再破 19 万大关	4
二、周度数据跟踪.....	5
2.1、股票周度涨跌：建龙微纳、和胜股份、中钨高新涨幅分居前三.....	5
2.2、金属价格及库存变动：金银整体上涨，基本金属普涨，能源金属整体上涨；交易所金属库存内增外减	5
三、铜现货紧俏&海外铝去库催化价格；锂盐现货再破 19 万大关	8
3.1、黄金：Taper 预期或已充分交易，能源紧张&供应链紧俏或提供金价上涨环境.....	8
3.2、工业金属：现货库存紧俏催生铜价行情；铝电解国内外缩减强化价格韧性	10
3.2.1、铜：低库存刺激铜价格弹性，LME 注销仓单比例高至 92%，警惕挤仓风险	10
3.2.2、铝：成本上涨与电解铝开工瓶颈一同助推铝价上移，关注海外铝库存边际变化	12
3.3、能源金属：国内锂盐现货已达 19 万大关；库存趋紧+需求回暖利好钴价止跌维稳	16
3.3.1、锂资源及锂盐：消费端高景气助推价格上行，供需缺口有望持续至 2022 年	16
3.3.2、电池级镍盐：辅料成本上涨&MHP 长协签约期或推升镍价上行.....	19
3.3.3、钴原料及钴盐：海外需求提振，市场热度边际上移利好钴价.....	19
风险提示	21

图表目录

图表 1: 本周建龙微纳领涨.....	5
图表 2: 本周锐新科技领跌.....	5
图表 3: 周内贵金属价格整体上涨，SHFE 白银领涨.....	6
图表 4: 周内基本金属价格普涨，LME 锌领涨.....	6
图表 5: 本周动力电池材料价格整体上涨，硫酸钴领涨.....	7
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）.....	9
图表 8: 美国有担保隔夜利率已跌穿有效联邦基金利率.....	9
图表 9: 周内美十债利率震荡下降至 1.59%.....	9
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.....	9
图表 11: 周内美元实际利率小幅下降，金价上升.....	9
图表 12: 金银比周内波动下降至 75.73	9
图表 13: 周内隐含通胀上涨至 2.56%	10
图表 14: 铜金比横盘涨至 5.95.....	10
图表 15: 美元指数震荡下降至 93.97.....	10
图表 16: SPDR 黄金 ETF 持仓规模下降至 980.1 吨.....	10
图表 17: 三大交易所去库 2.62 万吨至 27.95 万吨.....	11
图表 18: 本周全球铜表观库存去库 3.38 万吨至 53.4 万吨	11
图表 19: 本周铜粗炼费小幅下降至 62 美元/干吨	12
图表 20: 国内 9 月电解铜产量为 80.29 万吨（万吨）	12
图表 21: 本周铜杆加工费下降至 700 元/吨.....	12
图表 22: 8 月国内铜材产量达 201 万吨（万吨）	12
图表 23: 本周国内电解铝社库累库 2.54 万吨至 93.93 万吨.....	14
图表 24: 三大交易所库存减少 4.65 万吨至 140.6 万吨	14
图表 25: 国内电解铝企业 9 月开工率降至 83.18%.....	14
图表 26: 9 月电解铝产量环降 1.8%至 314.71 万吨（万吨）	14

图表 27: 本周自备电厂电解铝单吨平均盈利约为 580 元/吨	15
图表 28: 本周外购电力电解铝单吨平均盈利约为 2529 元/吨(10 月后电价以 0.6 元/kwh 测算)	15
图表 29: 预焙阳极单吨净利涨 202 元/吨至 700 元/吨	15
图表 30: 铝棒加工费周内上升至 491.7 元/吨	16
图表 31: 铝板带箔加工费周内上升至 6940 元/吨	16
图表 32: 9 月铝板带箔/铝棒开工率分别调整至 36.5% 和 47.7%	16
图表 33: 9 月铝棒、铝板产量环比减少 5% 和 4%	16
图表 34: 锂辉石价格上升至 1165 (美元/吨, CFR, 不含税)	17
图表 35: 国内电池级氢氧化锂 (粗颗粒) 上升至 185500 (元/吨)	18
图表 36: 国内电池级氢氧化锂 (微粉) 上涨至 194300 (元/吨)	18
图表 37: 国内电池级碳酸锂价格上涨至 193363 (元/吨)	18
图表 38: 国内工业级碳酸锂价格上涨至 185500 (元/吨)	18
图表 39: 电池级碳酸锂盈利空间上升至 9.24 万元/吨	18
图表 40: 电池级氢氧化锂盈利空间周内上升至 7.75 万元/吨	18
图表 41: 现货端硫酸镍相较镍铁价下降至 2.78 (万元/吨)	19
图表 42: 现货端硫酸镍相较金属镍价周内下降至 16.43 万元/吨	19
图表 43: 钴中间品价格小幅上涨	20
图表 44: MB 钴价平均报价为 26.7 美元/磅	20
图表 45: 钴折扣系数维稳于 90%	20
图表 46: 国内金属钴价格震荡上升至 40.10 万元/吨	20
图表 47: 国内外钴价差周内上升至 2.02 万元/吨	20
图表 48: 剔除钴原料后硫酸钴加工利润空间周内上升至 5.49 万元/吨	21
图表 49: 剔除钴原料后四氧化三钴加工利润周内上升至 4.19 万元/吨	21

一、周观点：减产&库存下滑推升铜铝价格；锂矿拍卖或成锂价上行新催化

贵金属：Taper 预期或已充分交易，能源紧张&供应链紧俏或提供金价上涨环境。
①名义利率：自 8 月美联储会议以来，年内执行 Taper 操作基本定调，11 月基本为市场主要预期时点，对应金价与债券市场已充分交易，后续货币政策对金价影响或将主要集中在加息预期变化，对应于美国经济复苏水平及美联储表内资产能否有效环节上升态势。当前时点看，能源紧张与供应链紧俏问题是推升通胀数据核心问题，在煤、石油等核心能源与工业原料价格持续上移叠加商品供应不足问题下，美国潜在通胀压力或被催化，物价指数存阶段向快速上涨风险，同时弱化美元指数，为金价新一轮上行创造条件；
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：现货库存紧俏催生铜价行情；铝电解国内外缩减强化价格韧性。铜：①供给方面：欧洲能源危机波及锌、铝金属减产，后续存在传导至铜金属可能；国内 9 月江浙地区加入限电减产队伍，9 月中国电解铜产量为 80.29 万吨，环比续降 2.0%；中国供应减产带动全球库存下滑，LME 铜注销仓单库存占比高达 92.2%，LME 在注册仓单铜库存跌至 1974 年以来的最低水平，现货升水飙升至 147 美元/吨，现货和期货的价差标志着全球现货市场供应已十分紧绷，LME 铜存挤仓风险；
④需求方面：据 SMM 数据显示，9 月限电令铜杆、铜板带箔开工率环比分别下滑 3.17% 和 5.68%，但国庆节后第二周国内社会库存已转为下滑，反映当前供应端影响仍大于需求端，且长期看下游订单只是延后而非消失，限电对商品的核心矛盾仍在于供应。全球铜供应链危机叠加低库存挤仓风险刺激铜价格弹性体现，推动本周铜价大幅上行。在看到铜供应减产危机解除前，铜的极低库存状态将会持续带来强价格弹性，铜价易涨难跌。价格转向指标或为现货端库存的回升以及现货价格的先行下跌；
(2) 铝：①供给方面：根据 Mysteel 统计，9 月电解铝产量录得 316 万吨，同增 1.6%，环降 3.7%，基本符合国内 9 月多省份限电电压产情况。十月河南电力公司启动郑州市 2021 年迎风度冬轮休方案，省内 64 家“双高”企业全部停产，2118 户企业采用“开三停四”进行轮停轮休。我们测算四季度电解铝累计产量将达 934 万吨，同降 4.5%，对应全年产量同增 3.8%。海外方面，受能源市场供应不足影响，Mysteel 统计欧洲境内电解铝减产规模已超十万吨产能，四季度海外铝库存或加速去化；
②需求方面：国内表观库存上升至 93.93 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%；铝箔材出口 11.5 万吨，环增 19.3%，同增 14.0%。9 月铝型材整体开工率 51.14%，录得年 3 月以来最低值，同降 2.51%，环降 0.74%；而板带箔材开工率上行至 73.59%，环增 1.25%，同增 8.33%。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：锂矿拍卖催化价格上行；库存趋紧+需求回暖利好钴价止跌维稳。(1) 锂：Pilbara 两轮拍卖结束，从前两轮拍卖结果看，每次交易结果均大幅高于当期市场均价，且交易结束后市场价格呈明显跟涨现象，成为影响市场价格新变量；
(2) 镍：原料端供应偏紧局面仍在，四季度菲律宾雨季来临或导致镍原料供应下滑，MHP 价格受供给紧张及辅料成本上移下预计坚挺；
(3) 钴：欧洲市场整体交投热度升温，国际 MB 股价整体

呈现上升趋势。在海外采购需求提升下，市场现货端景气度提升，一定程度推升钴价。
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。

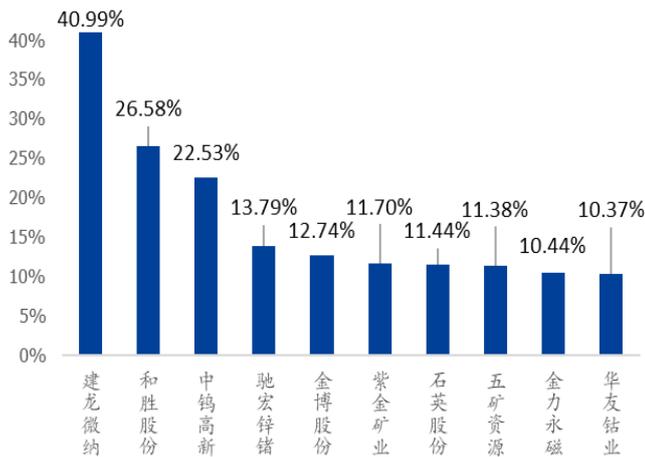
新能源景气延续带动EV金属行情，低库存支撑铜铝价格韧性。(1) EV金属需求高景气叠加产业链补库诉求，锂价有望延续上行；(2) 供给受限及需求旺季来临支撑铜铝供需景气，价格高位仍具韧性。

二、周度数据跟踪

2.1、股票周度涨跌：建龙微纳、和胜股份、中钨高新涨幅分居前三

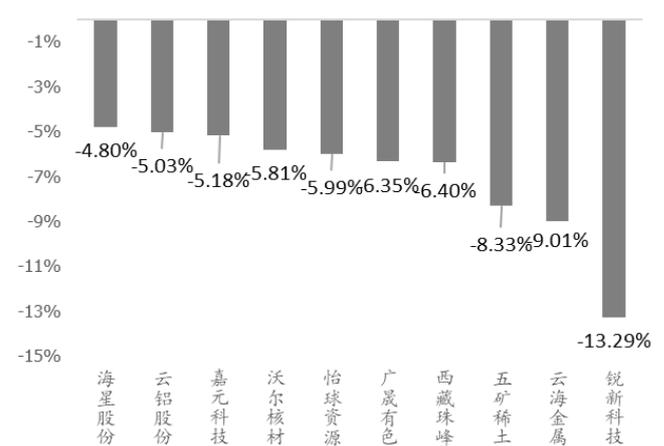
- 股票价格：截至10月15日，有色板块涨多跌少，建龙微纳领涨，周涨幅达40.99%；锐新科技领跌，周跌幅达13.29%。

图表1：本周建龙微纳领涨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：本周锐新科技领跌



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，基本金属普涨，能源金属整体上涨；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373.76元/克，周度上涨6.06元/克，周上涨幅度1.65%，COMEX黄金收涨0.62%于1768.3美元/盎司；白银方面，SHFE白银上涨168元/千克至4963.00元/千克，周上涨3.5%，COMEX白银上涨2.84%至23.35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	1,768.30	10.9	0.62%	0.64%	-6.69%
COMEX 白银	美元/盎司	23.35	0.64	2.84%	5.91%	-11.60%
SHFE 黄金	元/克	373.76	6.06	1.65%	2.87%	-5.40%
SHFE 白银	元/千克	4,963.00	168.00	3.50%	7.03%	-11.14%

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 锌**领涨。本周, 内外盘基本金属价格普涨, 铜内外盘上涨 6.27%、9.25%至 73610 元/吨、10215 美元/吨, 铝内外盘分别上涨 3.75%、7.28%至 23785 元/吨、3175 美元/吨, 锌内盘上涨 12.29%、外盘上涨 20.56%, 铅内外盘上涨 5.07%、4.72%, 镍内外盘上涨 2.23%、3.86%, 锡内外盘上涨 0.6%、3.1%。

图表4: 周内基本金属价格普涨, LME 锌领涨

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	3,175.0	215.5	7.28%	11.05%	60.31%
LME 铜	美元/吨	10,215.0	865.0	9.25%	14.16%	31.75%
LME 锌	美元/吨	3,820.0	651.5	20.56%	26.80%	38.96%
LME 铅	美元/吨	2,330.0	105.0	4.72%	10.17%	17.17%
LME 镍	美元/吨	19,900.0	740.0	3.86%	10.62%	20.10%
LME 锡	美元/吨	37,415.0	1,125.0	3.10%	12.09%	83.86%
SHFE 铝	元/吨	23,785.0	860.0	3.75%	4.78%	53.70%
SHFE 铜	元/吨	73,610.0	4,340.0	6.27%	7.98%	26.98%
SHFE 锌	元/吨	25,670.0	2,810.0	12.29%	13.81%	23.21%
SHFE 铅	元/吨	15,330.0	740.0	5.07%	7.09%	3.97%
SHFE 镍	元/吨	145,480.0	3,180.0	2.23%	5.56%	17.01%
SHFE 锡	元/吨	279,980.0	1,660.0	0.60%	3.37%	84.61%

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整体上涨, **硫酸钴**领涨。细分来看, 锂产品方面, 本周工业级碳酸锂价格上涨 4.51%至 18.55 万元/吨, 电池级碳酸锂价格上涨 3.77%至 19.34 万元/吨, 电池级氢氧化锂上涨 4.13%至 17.65 万元/吨, 微粉级氢氧化锂价格上涨 3.74%至 19.43 万元/吨; 钴产品方面, 周内电解钴上升至 40 万元/吨, 四氧化三钴上涨 2.42%至 317.5 元/千克, 硫酸钴上涨至 8.9 万元/吨; 镍产品方面, 本周镍产品价格涨跌不一, 高镍铁持平于 1460 元/吨, 硫酸镍下跌至 3.88 万元/吨, 电解镍上涨至 14.66 万元/吨。

图表 5: 本周动力电池材料价格整体上涨, 硫酸钴领涨

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	18.55	0.80	4.51%	5.10%	260.37%
电池级碳酸锂	万元/吨	19.34	0.70	3.77%	4.33%	259.18%
电池级氢氧化锂	万元/吨	17.65	0.70	4.13%	-2.97%	233.02%
微粉级氢氧化锂	万元/吨	19.43	0.70	3.74%	4.29%	296.53%
四氧化三钴	元/千克	317.50	7.50	2.42%	5.83%	55.26%
硫酸钴	万元/吨	8.90	0.60	7.23%	7.23%	52.14%
电解钴	万元/吨	40.00	2.00	5.26%	5.26%	43.37%
硫酸镍	元/吨	38,750.00	-250.00	-0.64%	-0.64%	22.05%
高镍铁	元/镍	1,460.00	0.00	0.00%	0.00%	36.45%
电解镍	万元/吨	14.66	0.51	3.64%	2.73%	14.22%

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 3.65%至 24.89 万吨, LME 铝去库 4.48%至 111.83 万吨, COMEX 铝去库 6.7%至 3.88 万吨; 铜内外盘去库, SHFE 铜去库 16.77%至 4.17 万吨, LME 铜去库 8.96%至 18.14 万吨, COMEX 铜去库 0.08%至 5.64 万吨; 锡外盘去库 11.9%至 0.09 万吨, SHFE 锡去库 9.18%至 0.17 万吨; 镍外盘去库 2.27%至 14.6 万吨, SHFE 镍库存增长 4.78%至 0.67 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	111.83	-5.248	-4.48%	-9.69%
	SHFE	万吨	24.89	0.876	3.65%	6.47%
	COMEX	万吨	3.88	-0.279	-6.70%	6.99%
铜	LME	万吨	18.14	-1.785	-8.96%	-17.37%
	SHFE	万吨	4.17	-0.839	-16.77%	-4.27%
	COMEX	万吨	5.64	-0.004	-0.08%	-0.05%
锌	LME	万吨	18.87	-0.870	-4.41%	-9.68%
	SHFE	万吨	7.14	0.985	16.00%	30.49%
铅	LME	万吨	4.84	-0.100	-2.02%	-4.91%
	SHFE	万吨	18.70	-1.097	-5.54%	-4.95%
镍	LME	万吨	14.60	-0.339	-2.27%	-7.03%
	SHFE	万吨	0.67	0.031	4.78%	26.11%
锡	LME	万吨	0.09	-0.013	-11.90%	-26.59%
	SHFE	万吨	0.17	-0.017	-9.18%	31.45%

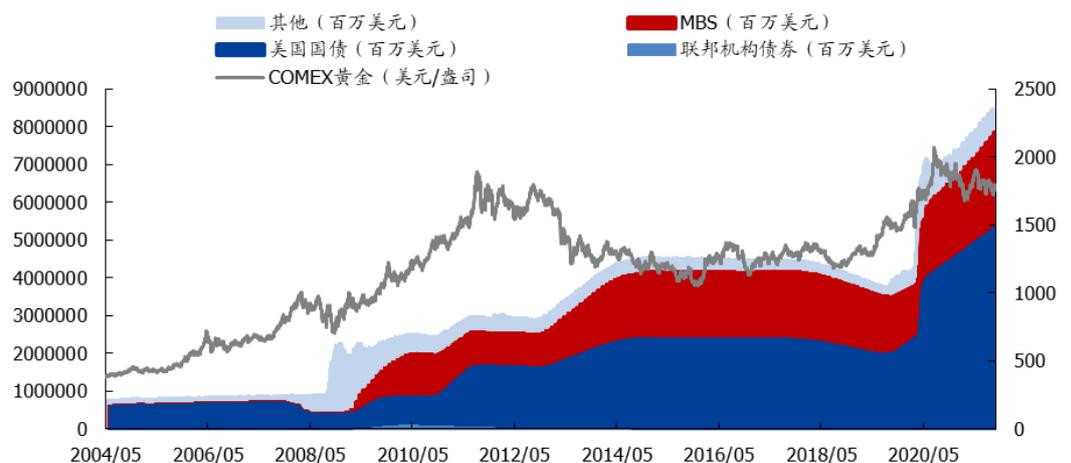
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三、减产&库存下滑推升铜铝价格；锂矿拍卖或成锂价上行新催化

3.1、黄金：Taper 预期或已充分交易，能源紧张&供应链紧俏或提供金价上涨环境

黄金：①名义利率：周内十年期美债利率自 1.61% 下降至 1.59%，10 年-2 年期美债利率自 2.50% 升至 2.52%，利率水平小幅上涨；自 8 月美联储会议以来，年内执行 Taper 操作基本定调，11 月基本为市场主要预期时点，对应金价与债券市场已充分交易，后续货币政策对金价影响或将主要集中在加息预期变化，对应于美国经济复苏水平及美联储表内资产能否有效环节上升态势。当前时点看，能源紧张与供应链紧俏问题是推升通胀数据核心问题，在煤、石油等核心能源与工业原料价格持续上移叠加商品供应不足问题下，美国潜在通胀压力或被催化，物价指数存阶段向快速上涨风险，同时弱化美元指数，为金价新一轮上行创造条件；**②通胀预期：**美国债券市场隐含通胀自 2.5% 上升至 2.56%，实际利率由 -0.89% 下跌至 -0.97%。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



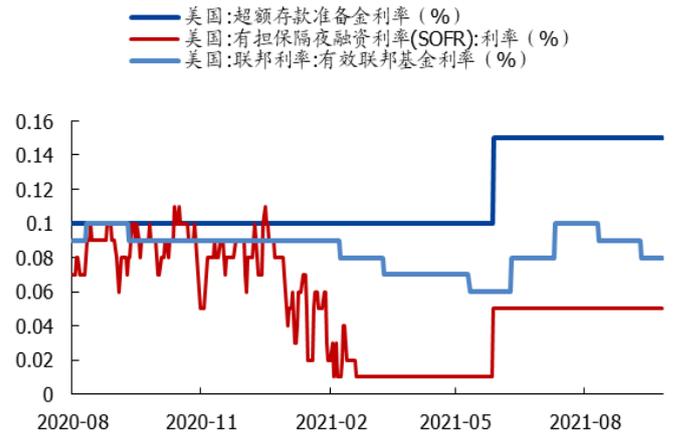
资料来源：Wind，国盛证券研究所

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



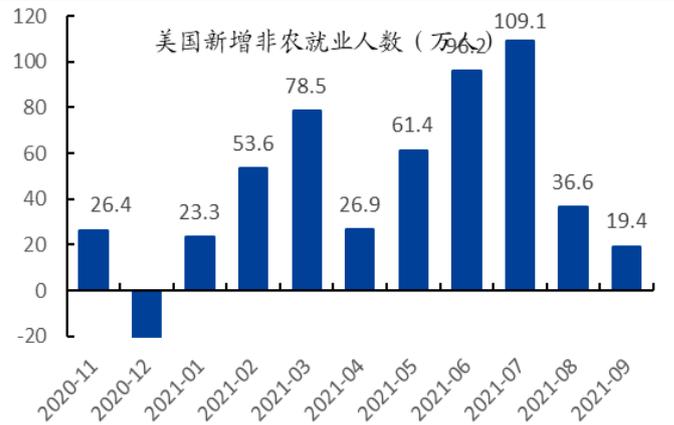
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 周内美十债利率震荡下降至 1.59%



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



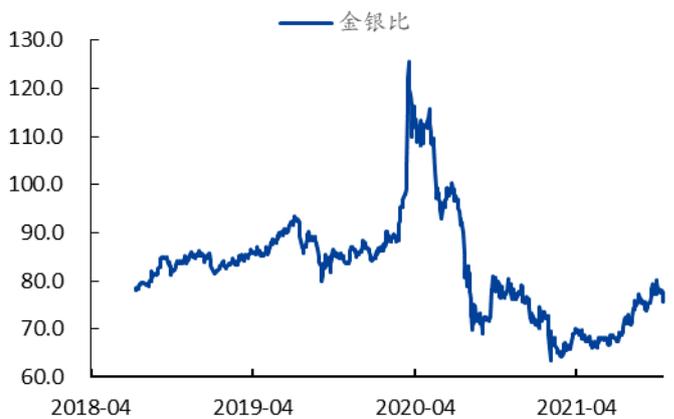
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 周内美元实际利率小幅下降, 金价上升



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 75.73



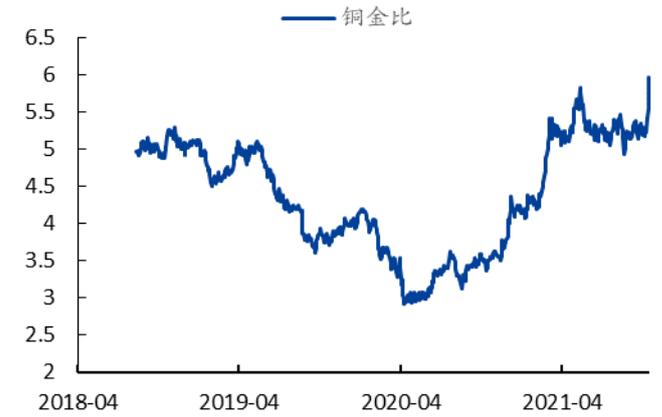
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 周内隐含通胀上涨至 2.56%



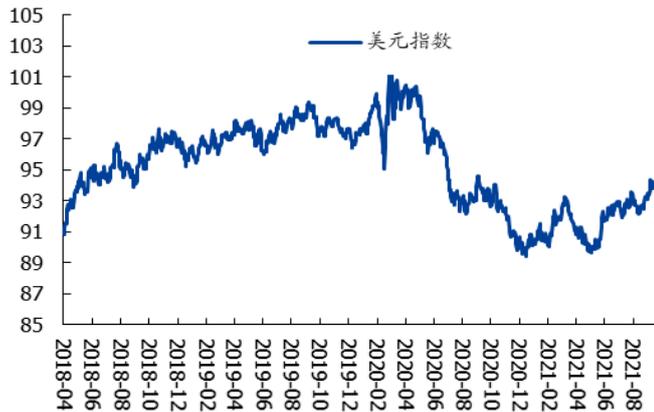
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 铜金比横盘涨至 5.95



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 美元指数震荡下降至 93.97



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 980.1 吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2、工业金属：现货库存紧俏催生铜价行情；铝电解国内外缩减强化价格韧性

3.2.1、铜：低库存刺激铜价格弹性，LME 注销仓单比例高至 92%，警惕挤仓风险

(1) 周度观点

低库存刺激铜价格弹性，LME 注销仓单比例高至 92%，警惕挤仓风险。 ①本周沪铜上涨 6.27%至 73610 元/吨，伦铜上涨 9.25%至 10215 美元/吨，沪伦比由 7.41 下降至 7.2。全球铜库存（国内社库（含 SHFE）+保税+LME+COMEX 交易所）为 53.4 万吨，环比减少 3.71 万吨，其中社会库存减少 0.32 万吨，保税区库存减少 1.6 万吨，LME 库存减少 1.79 万吨，COMEX 铜库存减少 0.01 万吨，上期所库存减少 0.84 万吨；②宏观方面，9 月中国新增社融 2.9 万亿，环比延续下滑；新增贷款连续两个月低于预期。国内信贷和社融走弱反映经济疲软拖累融资需求，利空金属商品需求；③供给方面，矿端，海外矿山供给逐步修复。紫金 Timok 上矿带本周正式投产，卡莫阿-卡库拉 II 期选厂也将于 2022 年 Q2 提前启动（原计划 Q3 投产）；金属端，欧洲能源危机波及锌、铝金属

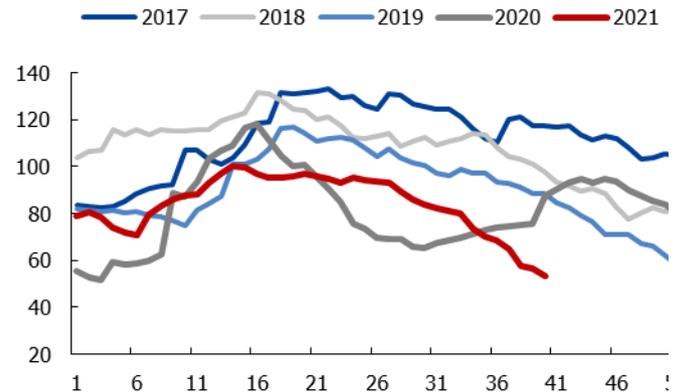
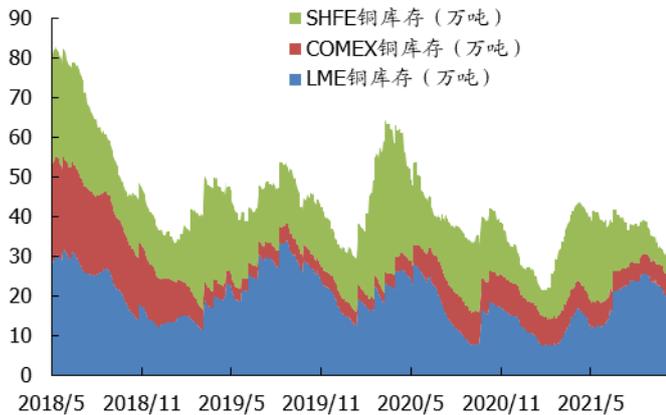
减产，后续存在传导至铜金属可能；国内方面，9月江浙地区加入限电减产队伍，9月中国电解铜产量为80.29万吨，环比续降2.0%；值得关注的是，中国率先发生的供应端危机现已带动全球库存下滑，且LME铜注销库存仓单占比高达92.2%，LME可自由获得的铜库存，即LME注册仓单铜库存跌至1974年以来的最低水平，LME现货升水飙升至147美元/吨，现货和期货的价差标志着全球现货市场供应已十分紧绷，LME铜挤仓风险进一步提升。全球铜供应链危机叠加低库存挤仓风险刺激铜价格弹性体现，推动本周铜价大幅上行；④需求方面，据SMM数据显示，9月限电令铜杆、铜板带箔开工率环比分别下滑3.17%和5.68%，需求端影响已体现。但从库存表现看，节后第二周国内社会库存已转为下滑，反映当前供应端影响仍大于需求端，且长期看下游订单只是延后而非消失，限电对商品的核心矛盾仍在于供应。在看到铜供应减产危机解除前，铜的极低库存状态将会持续带来强价格弹性，铜价易涨难跌。价格转向指标或为现货端库存的回升以及现货价格的先行下跌。

（2）全球铜库存及加工费跟踪

至10月16日，全球铜库存（国内社库+保税+LME+COMEX交易所）为53.4万吨，环比减少3.71万吨，年内峰值为100万吨。国内方面，国内社会库存减少0.32至8.92万吨，SHFE库存减少0.84至4.17万吨，保税区库存减少1.6万吨至20.7万吨，中国总库存（社库+保税）共减少1.92万吨至29.62万吨。国外方面，LME库存减少1.79万吨至18.14万吨，COMEX铜库存减少至5.64万吨。本周全球三大交易所库存减少2.62万吨至27.95万吨，国内假期过后全球表观库存总量加速下降，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 2.62 万吨至 27.95 万吨

图表 18: 本周全球铜表观库存去库 3.38 万吨至 53.4 万吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

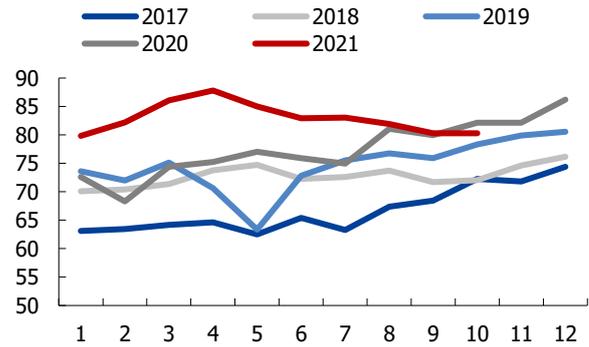
LME Week 长单谈判期，现货市场成交清淡，TC 价格维持僵持格局。5月下旬以来国内TC价格触底回升，本周震荡下降至62美元/吨。生产方面，SMM数据显示，因限电、检修、环保督查趋严等影响，9月中国电解铜产量为80.29万吨，环降2.0%，同增0.4%，预计10月产量为80.3万吨，当前低库存状态难以有效缓解。本周铜杆加工费下降至700元/吨。铜价大涨刺激精废价差走高至3000元/吨附近，或刺激近期废铜流出，利空精铜消费。

图表 19: 本周铜粗炼费小幅下降至 62 美元/干吨



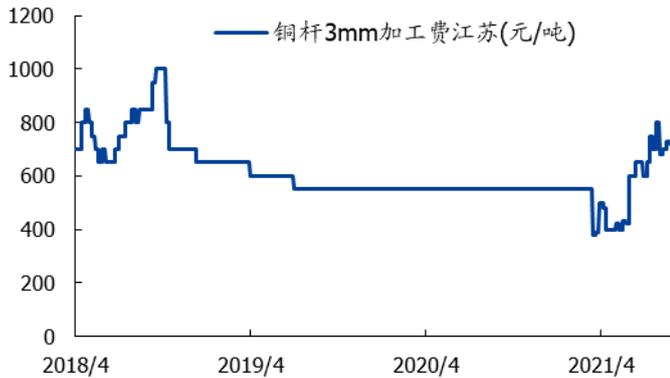
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 国内 9 月电解铜产量为 80.29 万吨 (万吨)



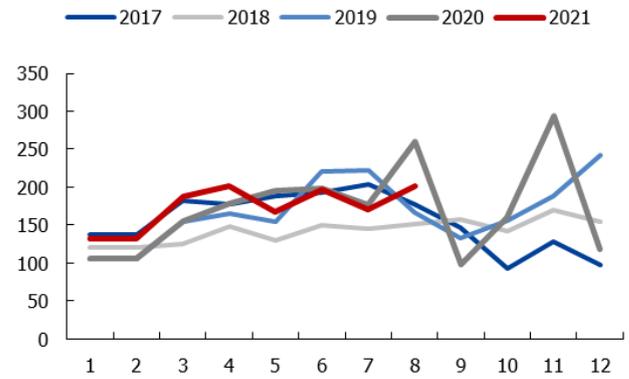
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 本周铜杆加工费下降至 700 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: 成本上涨与电解铝开工瓶颈一同助推铝价上移, 关注海外铝库存边际变化

(1) 周度观点

自 9 月以来, 多省份用电紧张局势, 波及程度涵盖铝产业链上下游, 进而造成上游端开工不畅、原料成本抬升以及下游消费端旺季落空, 同时叠加 9 月底国内铝锭发生逆季节性累库现象, 市场开始质疑铝价当前高位是否具备持续性。我们观点认为, 从产业格局上推演, 当前铝价一定程度上存电价、氧化铝、预焙阳极等价格上移因素, 若后续原料成本下移, 则价存一定回落风险, 但电解铝高盈利空间将继续维持。核心观点在于:

- 当前各地限电限产并非仅因多省份“能耗双控”指标压力, 更多来自煤价上移下火力供电不足及年初至今经济景气下工业高耗电现状。铝下游开工下滑偏向于地区内阶段性供电不足导致。若浮动电价、煤炭保供等相关政策支持下电力供给紧张情形恢复, 则下游可率先恢复, 叠加原料端成本压力环节。而电解铝环节开工约束更多来自其“双高”定位下能耗双控指标约束, 复苏大幅滞后;
- 电解铝开工水平存长期受压制风险。站在各地方省份角度, 在“能耗双控”政策背景下, GDP 强度 (单位能耗可贡献 GDP) 低, 能耗总额低产业的发展更具意义, 电解铝“双高”问题或导致其在地方产业链上受到优先级排后。因此,

能源指标恢复后，电解铝开工预计滞后于其下游工业，而能源指标再次趋紧时，其将率先受冲击，或造成铝电解环节常现供给紧张问题；

- 电解铝产能口径受限程度或高于预期。产能方面，根据我的有色报道，由于云南政府实施能源限制措施，中国宏桥将推迟剩余铝产能迁移云南计划。云南作为2020年以来电解铝新增产能落户大省，吸引力在于水电供应与优惠电价政策。在“能耗双控”指标下，电力供应存收紧态势，而优惠电价政策取消则消除云南地区成本优势。在“能耗双控”顶层战略政策规划下，各省份对工业“供电供热”指标含金量大幅提高，从单位能耗强度与GDP贡献度上，愿意接纳与可接纳电解铝产能省份均将减少，新产能被延后甚至取消可能性将大幅抬升。

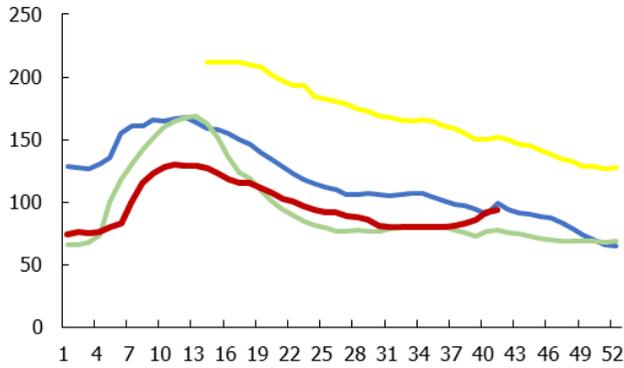
基于以上观点，我们认为铝产业链正发生供需格局变革，对产业链利润影响上：1) 具备自备电厂可稳定供电或地方供电稳定企业有望维持长期高盈利；2) 可生产高端预焙阳极等具备铝产业链节能降耗技术相关企业将更受重视；3) 再生铝有望成为铝原料供给增量重要补充，可综合回收废铝原料并实现保级利用、高收率等关键技术企业将迎来快速发展期。

价格方面：本周铝价延续上涨趋势，沪铝周内上涨3.75%至23785元/吨，LME铝涨7.28%至3175美元/吨；库存方面：三大交易所库存下降4.65万吨至140.6万吨，其中LME库存降5.25万吨至111.83万吨，SHFE库存小增0.88万吨至24.9万吨。根据百川盈孚，本周国内社库增加2.54万吨至93.93万吨，高出去年同期16.27万吨，库存整体呈现内增外降趋势；供给方面：根据Mysteel统计，9月电解铝产量录得316万吨，同增1.6%，环降3.7%，基本符合国内9月多省份限电压产情况。在供电紧张与多省份“能耗双控”指标限制下，9月多省份大幅降低电解铝企业供电水平，并明确要求降低生产负荷。步入十月后，根据SMM调研了解，山东、云南、河南等地或存产能进一步压减可能，其中河南电力公司启动郑州市2021年迎风度冬轮休方案，省内64家“双高”企业全部停产，2118户企业采用“开三停四”进行轮停轮休。我们测算四季度电解铝累计产量将达934万吨，同降4.5%，对应全年产量同增3.8%，后续存减产规模进一步扩大风险。海外方面，受能源市场供应不足影响，Mysteel统计欧洲境内电解铝减产规模已超十万吨产能，且减产规模预计进一步加大，四季度海外铝库存或加速去化。考虑到当前LME库存已处相对低位且3月以来去库速率持续上移，建议后续关注海外库存水平对铝价影响；需求方面：国内表观库存上升至93.93万吨。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%；铝箔材出口11.5万吨，环增19.3%，同增14.0%。9月铝型材整体开工率51.14%，录得年3月以来最低值，同降2.51%，环降0.74%；而板带箔材开工率上行至73.59%，环增1.25%，同增8.33%。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

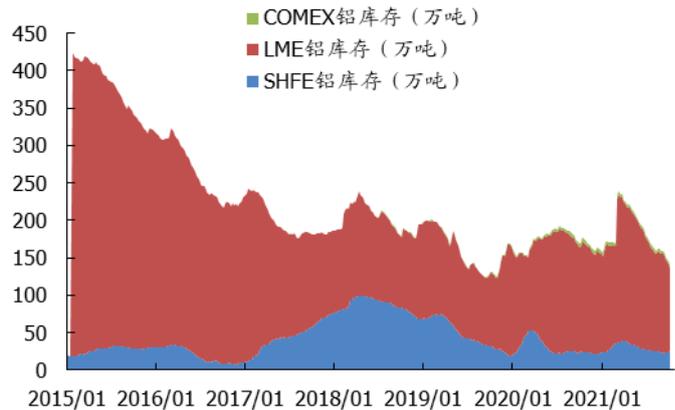
国内外电解铝库存小幅下降：本周三大交易所库存减少4.65万吨至140.6万吨，其中LME库存单周降5.25万吨至111.8万吨，呈加速去库状态。根据百川盈孚，本周国内社库增加2.54万吨至93.93万吨，社库比去年同期增加17.27万吨。受欧洲能源紧缺影响，欧洲地区陆续传出铝厂停产消息，叠加当前海外工业需求处于复苏状态，供需影响下四季度铝库存存进一步加速去库可能。

图表 23: 本周国内电解铝社库累库 2.54 万吨至 93.93 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 4.65 万吨至 140.6 万吨

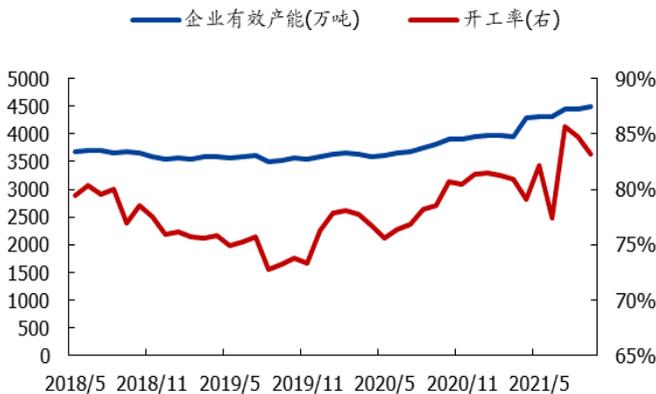


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

(3) 产业开工率及运营情况

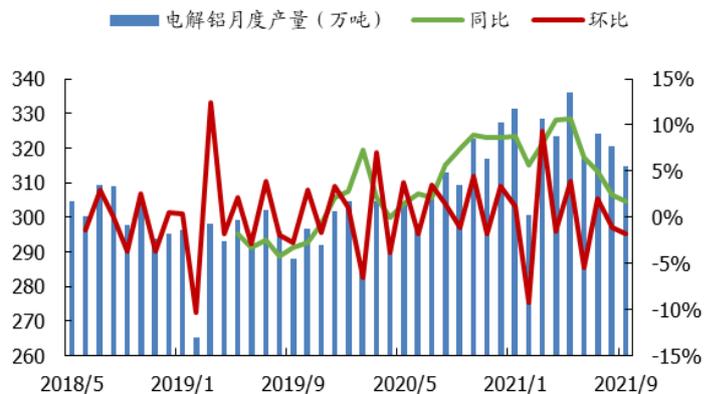
9月电解铝产量环降 1.8%至 314.71 万吨, 开工水平仍受压制。国内 9 月电解铝生产 314.71 万吨, 较去年同期同比上涨 1.8%, 环比下滑 1.8%。9 月供给侧在省份限电压产等诸多因素影响下, 月度产量录得 314.71 万吨, 环比小幅下滑, 明显低于 4、5 月水平。10 月多省份再传限电压负荷消息, 10 月电解铝产量或进一步走弱, 建议继续关注国内电解铝开工数据。

图表 25: 国内电解铝企业 9 月开工率降至 83.18%



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

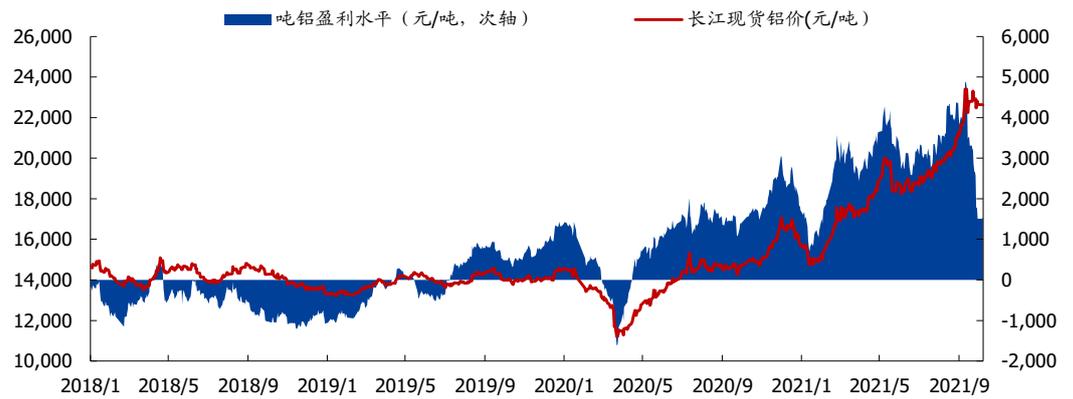
图表 26: 9 月电解铝产量环降 1.8%至 314.71 万吨 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

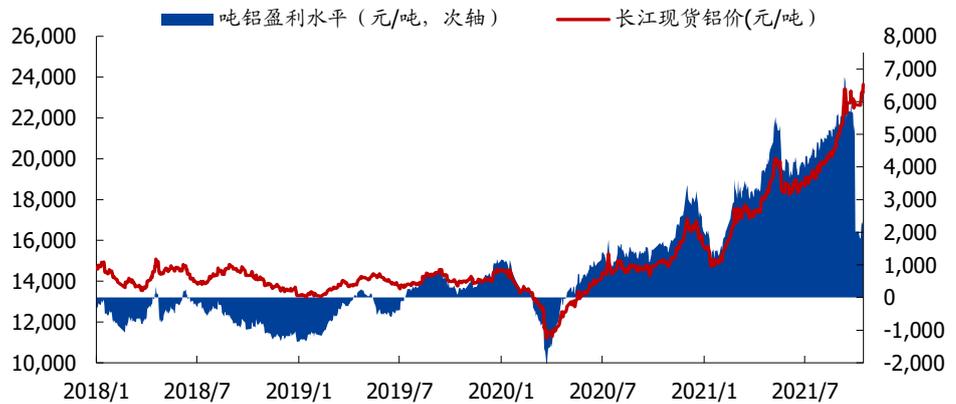
9 月以来动力煤价格自 881 元/吨快速上行至近 1648 元/吨水平, 对应自备电厂单吨电解铝成本增加 3365 元/吨。同期氧化铝单吨价格上涨 1139 元/吨, 考虑动力煤与氧化铝价格上行后, 单吨电解铝盈利水平已由 4084 元/吨降至 580 元/吨。从产业逻辑看, 短期能源及原料端成本快速上移尚未传递至下游, 但由于当前电解铝开工水平仍为供应端核心瓶颈, 后续电解铝吨盈利窗口仍具有回升预期。

图表 27: 本周自备电厂电解铝单吨平均盈利约为 580 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 2529 元/吨(10 月后电价以 0.6 元/kwh 测算)



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 202 元/吨至 700 元/吨

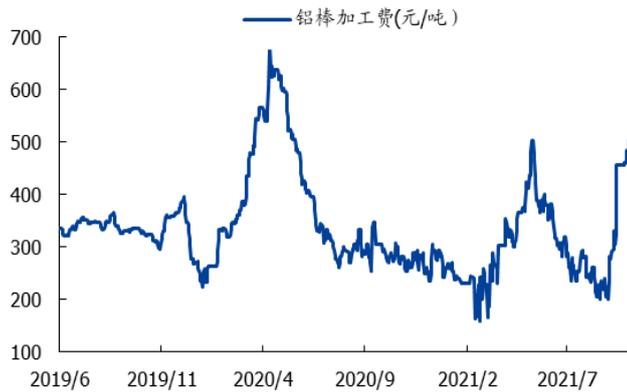


资料来源: Wind, 百川盈孚, 国盛证券研究所

(4) 铝材生产加工情况

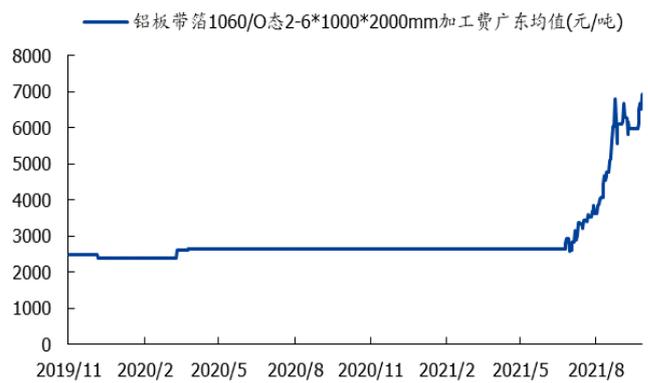
铝棒加工费高位上升, 铝板带箔加工费高位波动。铝棒加工费周内上升至 491.7 元/吨, 铝板带箔加工费上升至 6940 元/吨。

图表 30: 铝棒加工费周内上升至 491.7 元/吨



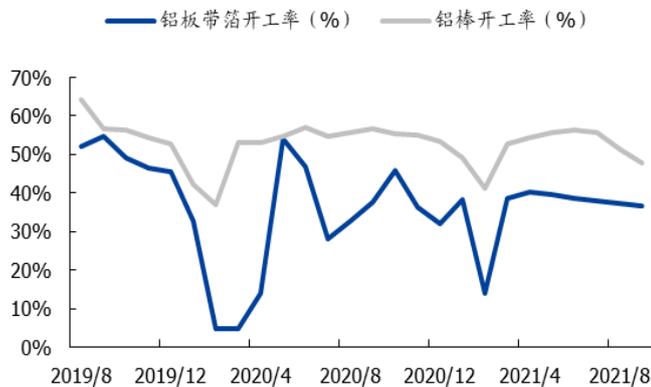
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 31: 铝板带箔加工费周内上升至 6940 元/吨



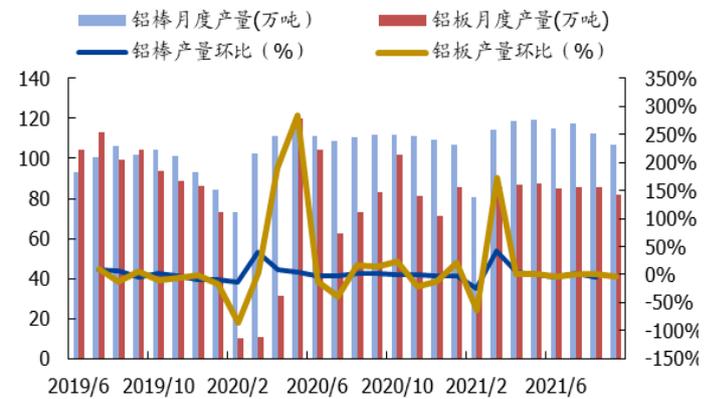
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 32: 9月铝板带箔/铝棒开工率分别调整至 36.5%和 47.7%



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 33: 9月铝棒、铝板产量环比减少 5%和 4%



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

3.3、能源金属：国内锂盐现货已达 19 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：消费端高景气助推价格上行，供需缺口有望持续至 2022 年

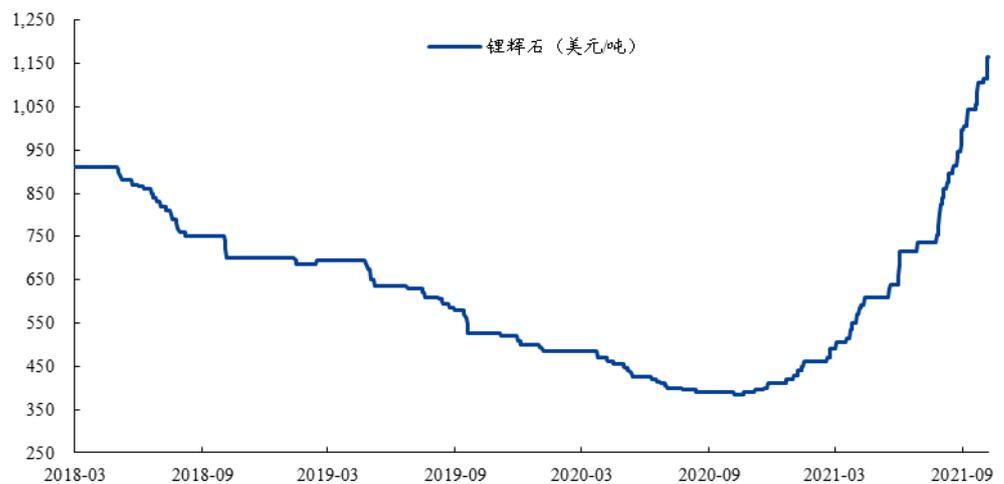
碳酸锂：①**价格方面：**根据百川盈孚，工业级碳酸锂报价上涨 0.8 万元至 18.55 万元/吨，电池级碳酸锂报价周内上涨 0.71 万元至 19.34 万元/吨；②**供应方面，**自 Pilbara 第二次锂辉石精矿拍卖落锤 2240 美元/吨后，炼厂对精矿价格看涨情绪浓重，成本上移助推锂价上行速率。此外，随着气温降低，国内盐湖晒度减弱导致供给存季节性收缩趋势，青海地区碳酸锂产量连续三周出现下滑，蓝科锂业二期虽有部分装置投产但年内增量预计有限，或对后续资源供应形成扰动，江苏节前开启限电模式，根据 SMM 调研，天齐锂业张家港 2 万吨电池级碳酸锂产能目前处于正常运行状态，不排除后续限电影响扩大对供给端再次造成冲击；③**需求&库存方面，**9 月国内新能源车产销分别实现 35.3/35.7 万辆，同增约 150%，环比维持增长趋势。新能源车高景气对上游原料端订单持续增加，激化当前供给难有弹性与需求持续增长矛盾，锂价或维持上涨态势。

氢氧化锂：①**价格方面：**微粉级氢氧化锂上涨 0.7 万元至 19.43 万元/吨，电池级氢

氧化锂（粗颗粒）价格上升至 18.55 万元/吨。②供应方面，国内氢氧化锂周度产量约 4044 万吨，环比上升 8.24%。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）新增复产产能约 18-20 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。

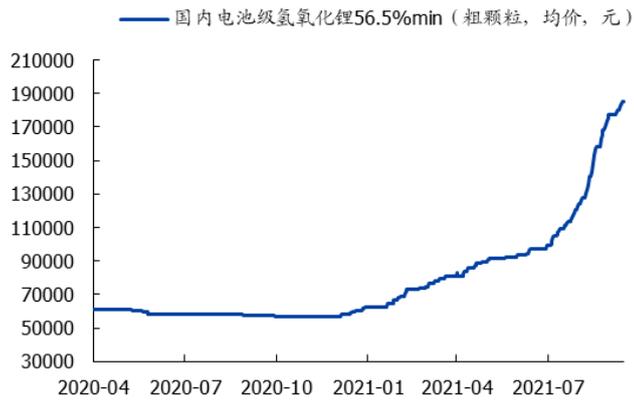
锂辉石：本周到港价上升至 1165 美元/吨水平（CFR，不含税）。Pilbara 两轮拍卖结束，从前两轮拍卖结果看，每次交易结果均大幅高于当期市场均价，且交易结束后市场价格呈明显跟涨现象，成为影响市场价格新变量。

图表 34：锂辉石价格上升至 1165（美元/吨，CFR，不含税）



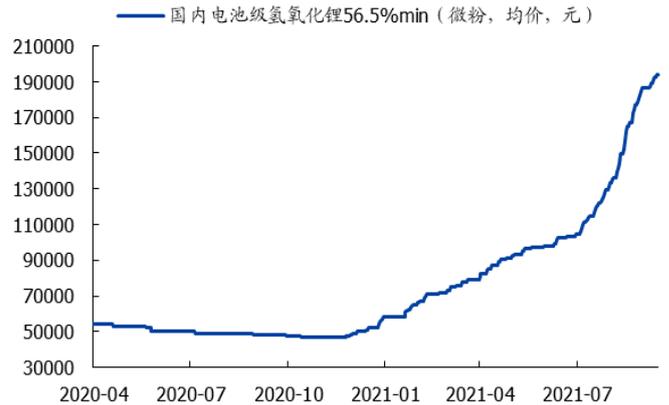
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 35: 国内电池级氢氧化锂(粗颗粒)上升至 185500 (元/吨)



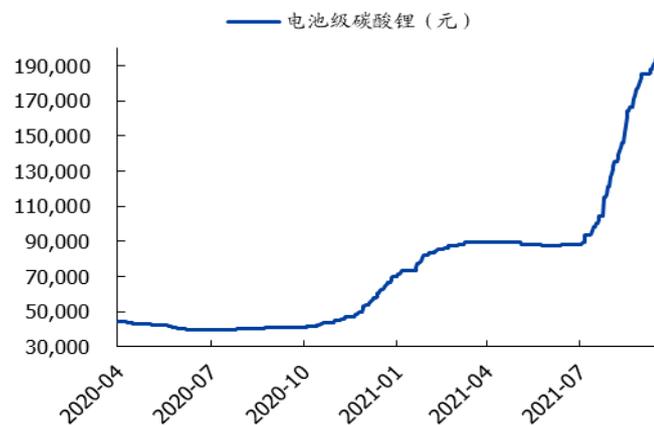
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 36: 国内电池级氢氧化锂(微粉)上涨至 194300 (元/吨)



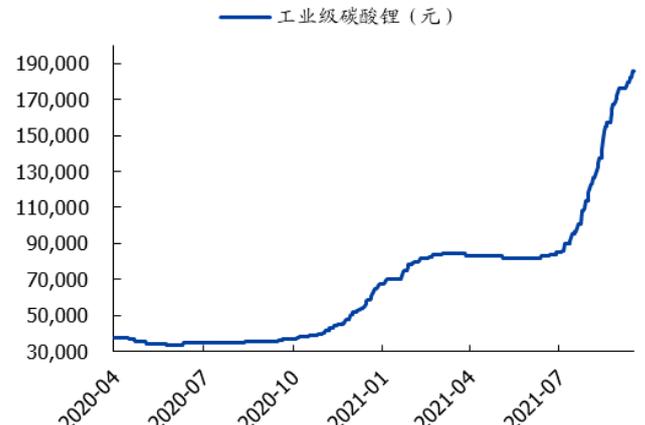
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 37: 国内电池级碳酸锂价格上涨至 193363 (元/吨)



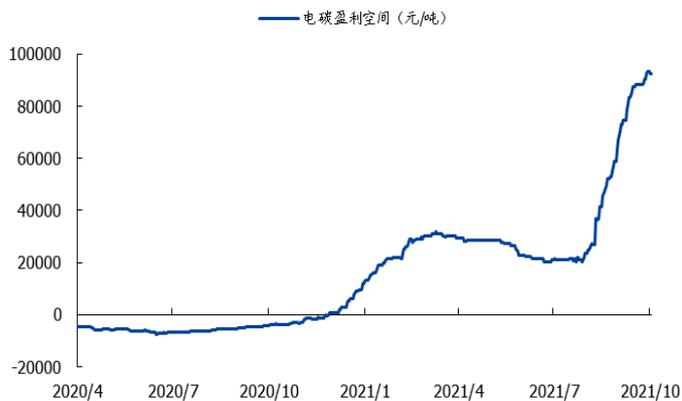
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 38: 国内工业级碳酸锂价格上涨至 185500 (元/吨)



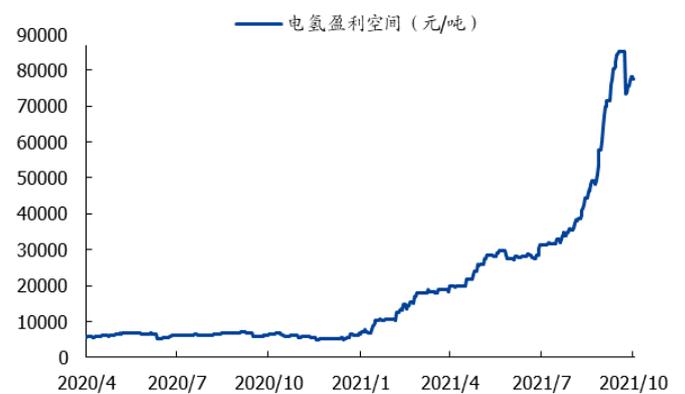
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 39: 电池级碳酸锂盈利空间上升至 9.24 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周内上升至 7.75 万元/吨

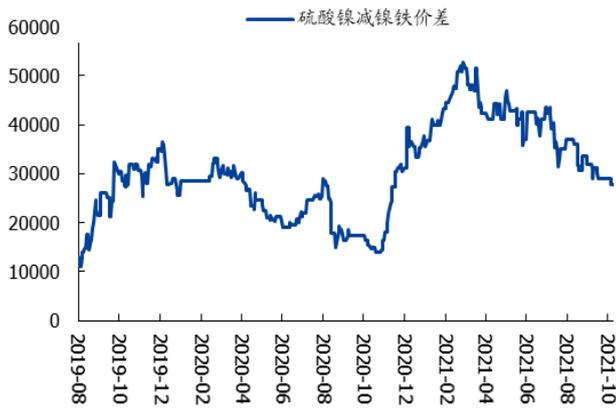


资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

3.3.2、电池级镍盐：辅料成本上涨&MHP 长协签约期或推升镍价上行

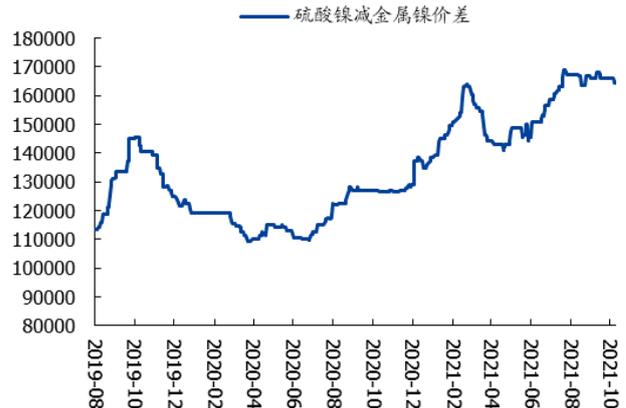
硫酸镍：①**价格方面：**本周电池级硫酸镍均价下降至 3.88 万元/吨，较年初价格涨 22.05%；②**供应方面，**本周国内硫酸镍产量约 7470 吨，环比减少 1.45%。原料端供应偏紧局面仍在，四季度菲律宾雨季来临或导致镍原料供应下滑，MHP 价格受供给紧张及辅料成本上移下预计坚挺；③**需求&库存方面，**生产商库存 5490 吨，环比下降 1.26%。8 月以来受限电影响下游不锈钢生产，镍元素需求有所下滑，镍系列产品价格上涨动力不足，但动力电池强势拉动下，镍盐原料仍靠大量镍豆进口支撑，当前仍处于供需紧平衡状态。芯片短缺或波及到新能源车整体产销数据，硫酸镍四季度需求尚待考验，但短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下降至 2.78（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下降至 16.43 万元/吨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.3.3、钴原料及钴盐：海外需求提振，市场热度边际上移利好钴价

钴资源：①**价格方面：**本周钴中间品报价 24.03 美元/磅，周内上涨 0.46%，折扣系数维稳于 90%；②**供应方面，**欧洲市场整体交投热度升温，国际 MB 股价整体呈现上升趋势。在海外采购需求提升下，市场现货端景气度提升，一定程度推升钴价；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。

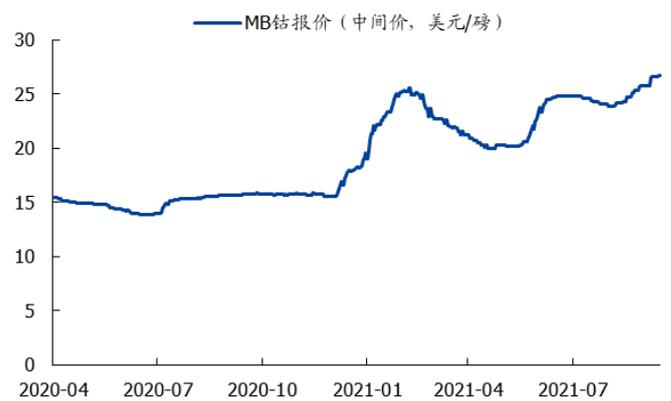
电解钴：电钴价格上升，根据百川盈孚，99.3%含量电解钴报价为 26.3 美元/磅，海外补库需求增加导致采购热度升温。国内部分企业受能源双控影响排产下调或停产，供给减少，整体价格预计维持强势。

图表 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 26.7 美元/磅



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 钴折扣系数维稳于 90%



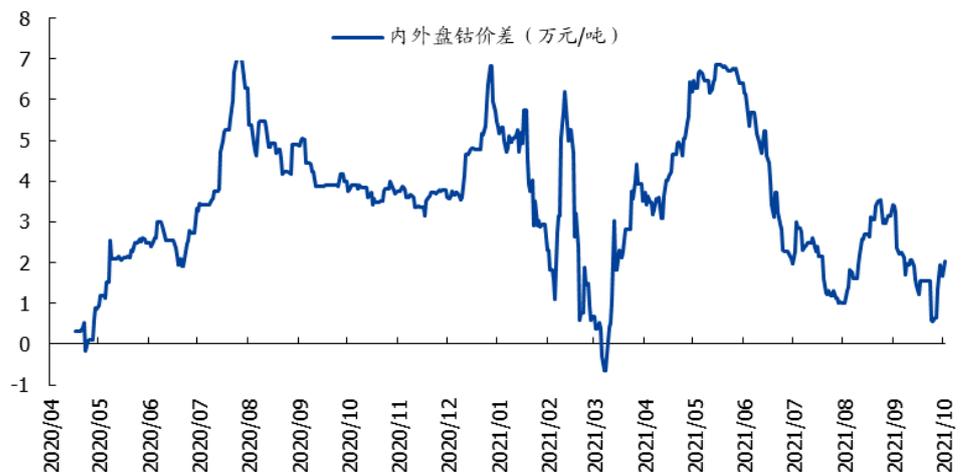
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 46: 国内金属钴价格震荡上升至 40.10 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 2.02 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 5.49 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周内上升至 4.19 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