

有色金属

11月锂盐旺季补库开启；板块&基本面背离或迎向上修复机遇

贵金属：经济降速超预期抬高缩表预期力度，关注后续通胀变动水平。①通胀预期：美国9月核心PCE物价指数年率录得3.6%，略低于市场预期的3.7%但仍明显高于美联储长期目标2%，其中9月个人支出月率录得0.6%为通胀主要推力。三季度美国GDP环比折年率达2%，低于彭博一致预期2.6%，前值为6.7%。结构上看，核心拖累为耐用品消费。受供应链危机拖累，原料产品与能源价格大幅上行且供应收缩，对居民消费水平与意愿已构成双重影响。11月已至，市场对美国即将到来的Taper操作再次升温，核心因素在于高通胀背景下美联储或强化Taper执行力度，对金价短期形成压制，后续波动及价格趋势性变化将锚定加息预期、通胀演绎、全球央行收紧政策节奏等指标；②名义利率：市场预期2022年美联储将开始抬高基准利率，进而从美元指数与利率层面双向缓解通胀压力，但受制于当前联邦机构债券规模高企及后续经济降速压力，美元信用或在后续受物价指数冲击，高通胀&美元指数回落预期或为后续金价中长期上行提供推力，短期金价仍由美元指数与债券利率主导。**建议关注：赤峰黄金、山东黄金。**

基本金属：短期铜现货端仍为核心要素；生产要素成本对铝价形成强支撑。①供给方面，炼厂原料库存充足。长单TC落地前铜精矿市场继续维持僵持清淡格局。两广地区限电影响趋弱，江浙地区限电问题仍在延续，江浙化工厂减产令当地出现因硫酸胀库减少生产情况，铜供应整体继续受限。②需求方面，全球总库存继续回落，境外库存回落较快。国内库存增速较前期有所放缓，国内江浙地区下游限产影响逐渐体现。9月至今铜杆开工率从75%下滑至57%，多家大型铜杆厂停产检修。近两周海外挤仓情绪已缓和，LME注销仓单比重从92%回落至78%，铜价进一步上冲动力不足。受动力煤连续跌停拖累，铜价大幅走低。当前国内现货整体偏紧，现货维持400元/吨高升水，在看到国内库存明确转向前，期货市场仍有交易现货紧缺情绪，短期关注68000一线支撑位；(2)铝：①供给方面：周内贵州正式执行限电减产，贵州电力紧张已持续近四个月，本轮限电方案中明确提及除电解铝外其他高载能企业均已按照错峰用电计划执行到位，进一步压产电解铝体现当前省内用电严峻形式。此外，11月后云南、广西等省份再次进入枯水期，电力供应能力或再次遭受考验；②成本方面：周内动力煤与电解铝价格同步回落，根据我们测算，按照周五期货收盘价测算，电解铝厂单吨亏损为183元/吨，周内平均亏损774元/吨，已处于历史亏损相对高位。由于本轮铝价跌幅较大，回落速率较快，现有原料价格体系已对铝价形成强支撑；③需求方面：在铝价大幅下跌后，原本下游压抑的金九银十补库诉求开始释放，主要地区出库量已修复至去年同期水平，考虑到江苏地区后续限电有望恢复，对下游需求回收提供信心，下周国内电解铝库存有望重回去库趋势。**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：Pilbara精矿拍卖续创新高；成本支撑钴镍价格偏强。(1)锂：Pilbara三次精矿拍卖落锤2350美金/吨，精矿价格周内出现明显上涨行情，Pilbara披露2022年长协指引价为1650-1800美金/吨，2022年前精矿实质性供给短缺局面难以缓解，成本高企支撑锂价易涨难跌，后续或有望进一步上攻至25万元/吨。(2)镍：原料端供应偏紧局面仍在，MHP市场价格及辅料液碱价格持续上行对硫酸镍形成成本支撑，短期镍豆仍将为硫酸镍主要来源；(3)钴：国内钴中间品库存偏紧，下游存采购诉求，海外价格抬升有望带动国内补库采购，市场现货端景气度提升，一定程度推升钴价。**建议关注：天华超净、华友钴业、西藏矿业、赣锋锂业、盛屯矿业、天齐锂业、雅化集团、厦门钨业、厦钨新能、盐湖股份、寒锐钴业、金力永磁、浙富控股。**

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。

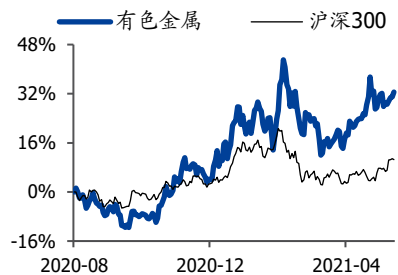
重点标的

| 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 | 0.35 | 0.56 | 0.72 | -575.0 | 147.9 | 92.4 | 71.9 |
| 601677 | 明泰铝业 | 买入 | 1.58 | 2.86 | 3.66 | 4.42 | 20.8 | 11.5 | 9.0 | 7.4 |
| 300390 | 天华超净 | 买入 | 0.49 | 1.35 | 2.97 | 5.11 | 217.4 | 78.9 | 35.9 | 20.8 |

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：政策扰动铜铝库存结构分化；关注下周澳矿商新轮锂精矿拍卖》2021-10-24
- 《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》2021-10-17
- 《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

内容目录

| | |
|---|----|
| 一、周观点：关注铝成本支撑&库存边际变动；Pilbara 第三次拍指引次年长协价 | 4 |
| 二、周度数据跟踪..... | 5 |
| 2.1、股票周度涨跌：龙磁科技、志特新材、石英股份涨幅分居前三..... | 5 |
| 2.2、价格及库存变动：金银整体下跌，基本金属涨跌不一，能源金属部分上涨；交易所金属库存内增外减 .. | 5 |
| 三、关注电解铝成本支撑&库存边际变动；Pilbara 第三次拍指引次年长协价 | 8 |
| 3.1、黄金：经济降速超预期抬高缩表预期力度，关注后续通胀变动水平 | 8 |
| 3.2、工业金属：短期铜现货端仍为核心要素；生产要素成本对铝价形成强支撑..... | 10 |
| 3.2.1、铜：挤仓情绪缓解铜价上冲动能不足，短期关注现货库存端对铜价支撑..... | 10 |
| 3.2.2、铝：铝价已现成本强支撑，快速下跌后社库或重回去化状态..... | 12 |
| 3.3、能源金属：Pilbara 精矿拍卖续创新高；成本支撑钴镍价格偏强 3.3.1、锂资源及锂盐：Pilbara 第三次拍加 | |
| 速原料上涨行情，22年精矿长协预计位于 1650-2500 美元/吨区间 | 15 |
| 3.3.2、电池级镍盐：成本支撑叠加限电影响，镍价或延续震荡走势..... | 17 |
| 3.3.3、钴原料及钴盐：海外需求持续修复，下游采购诉求奠定钴价易涨难跌 | 18 |
| 风险提示 | 20 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 本周福达合金领涨..... | 5 |
| 图表 2: 本周中国有色矿业领跌 | 5 |
| 图表 3: 周内贵金属价格整体上涨，COMEX 白银领涨..... | 6 |
| 图表 4: 周内基本金属价格普涨，LME 铅领涨 | 6 |
| 图表 5: 本周动力电池材料价格部分上涨，电解镍领涨..... | 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上涨至 1.66%..... | 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 73.47 | 9 |
| 图表 13: 周内隐含通胀上涨至 2.64% | 10 |
| 图表 14: 铜金比横盘下降至 5.52..... | 10 |
| 图表 15: 美元指数震荡下降至 93.61..... | 10 |
| 图表 16: SPDR 黄金 ETF 持仓规模下降至 878.07 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 62.7 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: 本周铜杆加工费上涨至 980 元/吨..... | 12 |
| 图表 22: 9 月国内铜材产量达 178 万吨（万吨） | 12 |
| 图表 23: 本周国内电解铝社库累库 5.86 吨至 99.79 万吨..... | 13 |
| 图表 24: 三大交易所库存减少 1.13 万吨至 139.5 万吨 | 13 |
| 图表 25: 国内电解铝企业 9 月开工率降至 83.18%..... | 13 |
| 图表 26: 9 月电解铝产量环降 1.8%至 314.71 万吨（万吨） | 13 |

| | |
|---|----|
| 图表 27: 高煤价快速压缩自备电厂铝企利润空间 | 14 |
| 图表 28: 本周外购电力电解铝单吨盈利自 2529 元/吨降至 883 元/吨..... | 14 |
| 图表 29: 预焙阳极单吨净利降 117 至 568 元/吨 | 14 |
| 图表 30: 铝棒加工费周内上升至 516.7 元/吨..... | 15 |
| 图表 31: 铝板带箔加工费周内下降至 5100 元/吨 | 15 |
| 图表 32: 9 月铝板带箔/铝棒开工率分别调整至 36.5%和 47.7%..... | 15 |
| 图表 33: 9 月铝棒、铝板产量环比减少 5%和 4% | 15 |
| 图表 34: 锂辉石价格上升至 1165 (美元/吨, CFR, 不含税) | 16 |
| 图表 35: 国内电池级氢氧化锂 (粗颗粒) 维持至 185500 (元/吨) | 17 |
| 图表 36: 国内电池级氢氧化锂 (微粉) 持平 194300 (元/吨) | 17 |
| 图表 37: 国内电池级碳酸锂价格持平至 193363 (元/吨) | 17 |
| 图表 38: 国内工业级碳酸锂价格维稳在 185500 (元/吨) | 17 |
| 图表 39: 电池级碳酸锂盈利空间下降至 9.04 万元/吨 | 17 |
| 图表 40: 电池级氢氧化锂盈利空间周内上升至 8.74 万元/吨 | 17 |
| 图表 41: 现货端硫酸镍相较镍铁价下降至 2.27 (万元/吨) | 18 |
| 图表 42: 现货端硫酸镍相较金属镍价周内维稳 16.43 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 27.1 美元/磅..... | 19 |
| 图表 45: 钴折扣系数维稳于 90%..... | 19 |
| 图表 46: 国内金属钴价格震荡上升至 40.39 万元/吨..... | 19 |
| 图表 47: 国内外钴价差周内下降至 1.99 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 5.97 万元/吨..... | 20 |
| 图表 49: 剔除钴原料后四氧化三钴加工利润周内升至 6.03 万元/吨 | 20 |

一、周观点：11月锂盐旺季补库开启，板块&基本面背离或迎向上修复机遇

贵金属：经济降速超预期抬高缩表预期力度，关注后续通胀变动水平。①**通胀预期：**美国9月核心PCE物价指数年率录得3.6%，略低于市场预期的3.7%但仍明显高于美联储长期目标2%，其中9月个人支出月率录得0.6%为通胀主要推力。三季度美国GDP环比折年率达2%，低于彭博一致预期2.6%，前值为6.7%。结构上看，核心拖累为耐用品消费。受供应链危机拖累，原料产品与能源价格大幅上行且供应收缩，对居民消费水平与意愿已构成双重影响。11月已至，市场对美国即将到来的Taper操作再次升温，核心因素在于高通胀背景下美联储或强化Taper执行力度，对金价短期形成压制，后续波动及价格趋势性变化将锚定加息预期、通胀演绎、全球央行收紧政策节奏等指标；②**名义利率：**市场预期2022年美联储将开始抬高基准利率，进而从美元指数与利率层面双向缓解通胀压力，但受制于当前联邦机构债券规模高企及后续经济降速压力，美元信用或在后续受物价指数冲击，高通胀&美元指数回落预期或为后续金价中长期上行提供推力，短期金价仍由美元指数与债券利率主导。**建议关注：赤峰黄金、山东黄金。**

基本金属：短期铜现货端仍为核心要素；生产要素成本对铝价形成强支撑。铜：①**供给方面，**当前炼厂原料库存充足。长单TC落地前铜精矿市场继续维持僵持清淡格局。生产端，两广地区限电影响趋弱，江浙地区限电问题仍在延续。另外，江浙地区化工厂减产令当地铜冶炼厂出现因硫酸胀库风险减少生产情况，铜供应整体继续受限。②**需求方面，**全球总库存继续回落，境外库存回落较快。国内库存减速较前期有所放缓，国内江浙地区下游限产影响逐渐体现。9月至今铜杆开工率从75%下滑至57%，多家大型铜杆厂停产检修。价格方面，近两周海外挤仓情绪已缓和，LNE注销仓单比重从92%回落至78%，铜价进一步上冲动力不足。受动力煤连续跌停拖累，铜价大幅走低。当前国内现货整体偏紧，现货维持400元/吨高升水，在看到国内库存明确转向前，期货市场仍有交易现货紧缺情绪，短期关注铜价于68000一线支撑情况；(2)**铝：①供给方面：**根据Mysteel调研统计，周内贵州正式执行限电电压产。贵州电力紧张已持续近四个月，本轮限电方案中明确提及除电解铝外其他高载能企业均已按照错峰用电计划执行到位，进一步压产电解铝体现当前省内用电严峻形式。此外，11月后云南、广西等省份再次进入枯水期，电力供应能力或再次遭受考验；②**成本方面：**周内动力煤与电解铝价格同步回落，根据我们测算，按照周五期货收盘价测算，电解铝厂单吨亏损为183元/吨，周内平均亏损774元/吨，已处于历史亏损相对高位。由于本轮铝价跌幅较大，回落速率较快，现有原料价格体系已对铝价形成强支撑；③**需求方面：**国内表观库存累库1.26万吨，较上周5.86万吨累库程度已大幅回落。在铝价大幅下跌后，原本下游压抑的金九银十补库诉求开始释放，主要地区出库量已修复至去年同期水平，考虑到江苏地区后续限电有望恢复，对下游需求回收提供信心，下周国内电解铝库存有望重回去库趋势。**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：Pilbara精矿拍卖续创新高；成本支撑钴镍价格偏强。(1)**锂：**Pilbara第三次精矿拍卖落锤2350美金/吨，折算锂盐生产成本将超17万元/吨。精矿价格周内出现明显上涨行情，整体看锂盐年内破20万元吨价可能性较高。Pilbara季报披露，公司对于2022年长协指引价为1650-1800美金/吨(CIF, 6%)；此外，Cattlin矿山新签12月和2022年1月合计6.35万吨精矿平均价为1650美金/吨(CIF, 6%)，11月将进入长协集中签订期，预计2022年精矿长协价格或将位于1650-2500美元/吨区间。2022年前精矿实质性供给短缺局面难以缓解，成本高企支撑锂价易涨难跌，后续或有望进一步上攻至25万元/吨。(2)**镍：**原料端供应偏紧局面仍在，受江浙地区限电政策影响，部分硫酸镍及前驱体企业开工受阻，同步影响供给及需求两端。MHP市场价格及辅料液碱

价格持续上行对硫酸镍形成成本支撑，短期镍豆仍将为硫酸镍主要来源；**(3) 钴**：国内钴中间品库存偏紧，下游存采购诉求，海外价格抬升有望带动国内补库采购，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。

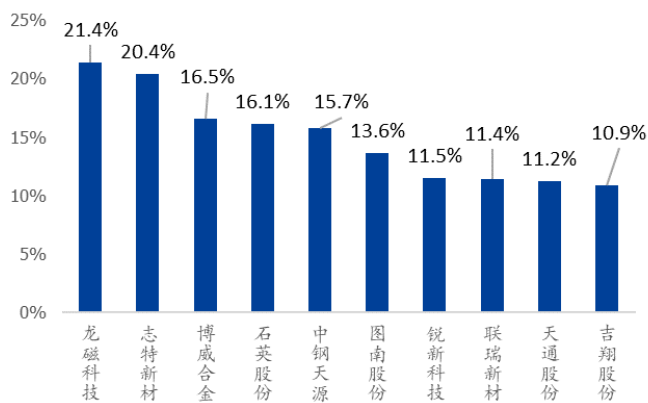
新能源景气延续带动 EV 金属行情，低库存支撑铜铝价格韧性。(1) EV 金属需求高景气叠加产业链补库诉求，锂价有望延续上行；(2) 供给受限及需求旺季来临支撑铜铝供需景气，价格高位仍具韧性。

二、周度数据跟踪

2.1、股票周度涨跌：龙磁科技、志特新材、石英股份涨幅分居前三

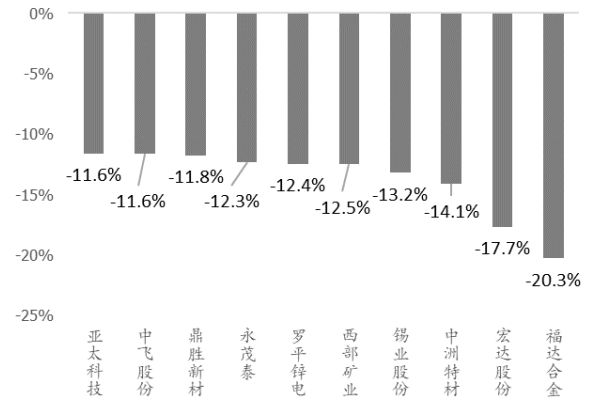
- **股票价格**：截至 10 月 29 日，有色板块涨少跌多，龙磁科技领涨，周涨幅达 21.37%；福达合金领跌，周跌幅达 20.27%。

图表 1：本周龙磁科技领涨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：本周福达合金领跌



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2.2、价格及库存变动：金银整体下跌，基本金属涨跌不一，能源金属部分上涨；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下跌，COMEX 白银领跌。黄金方面，SHFE 黄金收涨 371.76 元/克，周度上涨 2.38 元/克，周涨幅 0.64%，COMEX 黄金收跌 0.69% 于 1783.9 美元/盎司；白银方面，SHFE 白银下跌 74 元/千克至 4906 元/千克，周跌幅 1.49%，COMEX 白银下跌 2.05% 至 23.95 美元/盎司。

图表 3: 周内贵金属价格整体下跌, 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 | 1,783.90 | -12.4 | -0.69% | 1.53% | -5.87% |
| COMEX 白银 | 美元/盎司 | 23.95 | -0.50 | -2.05% | 8.63% | -9.33% |
| SHFE 黄金 | 元/克 | 371.76 | 2.38 | 0.64% | 2.32% | -5.91% |
| SHFE 白银 | 元/千克 | 4,906.00 | -74.00 | -1.49% | 5.80% | -12.16% |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **基本金属价格:** 周内基本金属价格全线回调, SHFE 铝领涨。本周, 铜内外盘下跌 1.88%、2.01% 至 70800 元/吨、9544 美元/吨, 铝内外盘分别下跌 8.06%、4.92% 至 20235 元/吨、2733.5 美元/吨, 锌内外盘下跌 4.23%、0.92%, 铅内外盘下跌 0.28%、1.90%, 镍内外盘下跌 4.19%、0.88%, 锡内外盘下跌 7.67%、0.04%。

图表 4: 周内基本金属价格普跌, SHFE 铝领涨

| 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 | 2,733.5 | -141.5 | -4.92% | -4.39% | 38.02% |
| LME 铜 | 美元/吨 | 9,544.0 | -196.0 | -2.01% | 6.66% | 23.09% |
| LME 锌 | 美元/吨 | 3,397.5 | -31.5 | -0.92% | 12.78% | 23.59% |
| LME 铅 | 美元/吨 | 2,379.0 | -46.0 | -1.90% | 12.48% | 19.64% |
| LME 镍 | 美元/吨 | 19,635.0 | -175.0 | -0.88% | 9.14% | 18.50% |
| LME 锡 | 美元/吨 | 37,135.0 | -15.0 | -0.04% | 11.25% | 82.48% |
| SHFE 铝 | 元/吨 | 20,235.0 | -1,775.0 | -8.06% | -10.86% | 30.76% |
| SHFE 铜 | 元/吨 | 70,800.0 | -1,360.0 | -1.88% | 3.86% | 22.13% |
| SHFE 锌 | 元/吨 | 23,680.0 | -1,045.0 | -4.23% | 4.99% | 13.65% |
| SHFE 铅 | 元/吨 | 15,850.0 | -45.0 | -0.28% | 10.72% | 7.49% |
| SHFE 镍 | 元/吨 | 145,070.0 | -6,340.0 | -4.19% | 5.26% | 16.68% |
| SHFE 锡 | 元/吨 | 261,320.0 | -21,710.0 | -7.67% | -3.52% | 72.31% |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **动力电池价格:** 本周动力电池材料基本上涨, 氢氧化锂领涨。细分来看, 锂产品方面, 本周工业级碳酸锂价格涨 0.54% 至 18.65 万元/吨, 电池级碳酸锂价格涨 1.03% 至 19.54 万元/吨, 电池级氢氧化锂上涨 2.63% 至 19.49 万元/吨, 微粉级氢氧化锂价格涨 2.57% 至 19.93 万元/吨; 钴产品方面, 周内电解钴上涨 1.75% 至 40.80 万元/吨, 四氧化三钴维稳于 325 元/千克, 硫酸钴上涨至 9.25 万元/吨; 镍产品方面, 本周镍产品价格部分下跌, 高镍铁持平至 1510 元/吨, 硫酸镍持平至 3.875 万元/吨, 电解镍下跌 8.72% 至 14.6 万元/吨。

图表 5: 本周动力电池材料价格基本上涨, 氢氧化锂领涨

| 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 | 18.65 | 0.10 | 0.54% | 5.67% | 262.31% |
| 电池级碳酸锂 | 万元/吨 | 19.54 | 0.20 | 1.03% | 5.41% | 262.89% |
| 电池级氢氧化锂 | 万元/吨 | 19.49 | 0.50 | 2.63% | 7.15% | 267.74% |
| 微粉级氢氧化锂 | 万元/吨 | 19.93 | 0.50 | 2.57% | 6.98% | 306.73% |
| 四氧化三钴 | 元/千克 | 325.00 | 0.00 | 0.00% | 8.33% | 58.92% |
| 硫酸钴 | 万元/吨 | 9.25 | 0.10 | 1.09% | 11.45% | 58.12% |
| 电解钴 | 万元/吨 | 40.80 | 0.70 | 1.75% | 7.37% | 46.24% |
| 硫酸镍 | 元/吨 | 38,750.00 | 0.00 | 0.00% | -0.64% | 22.05% |
| 高镍铁 | 元/镍 | 1,510.00 | 0.00 | 0.00% | 3.42% | 41.12% |
| 电解镍 | 万元/吨 | 14.60 | -1.40 | -8.72% | 2.35% | 13.80% |

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, 外盘铜铝去库效应明显。铝库存内外盘分化, SHFE 铝库存涨 6.58%至 28.73 万吨, LME 铝去库 4.03%至 104.28 万吨, COMEX 铝去库 2.66%至 3.76 万吨; 铜方面, SHFE 铜累库 23.82%至 4.93 万吨, LME 铜去库 13.23%至 14.02 万吨; LME 锡去库 1.03%至 0.10 万吨, SHFE 锡去库 22.15%至 0.10 万吨; 镍外盘累库 0.40%至 14.30 万吨, SHFE 镍库存增长 9.95%至 0.79 万吨。

图表 6: 本周交易所基本金属库存内增外减, 外盘铜铝去库效应明显

| 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 | 104.28 | -4.382 | -4.03% | -15.79% | -22.51% |
| | SHFE | 万吨 | 28.73 | 1.774 | 6.58% | 22.89% | 28.14% |
| | COMEX | 万吨 | 3.76 | -0.103 | -2.66% | 3.60% | -19.19% |
| 铜 | LME | 万吨 | 14.02 | -2.138 | -13.23% | -36.15% | 29.85% |
| | SHFE | 万吨 | 4.93 | 0.949 | 23.82% | 13.33% | -43.09% |
| | COMEX | 万吨 | 5.72 | 0.125 | 2.24% | 1.36% | -26.24% |
| 锌 | LME | 万吨 | 19.74 | -0.088 | -0.44% | -5.49% | -2.39% |
| | SHFE | 万吨 | 7.48 | -0.109 | -1.43% | 36.70% | 161.86% |
| 铅 | LME | 万吨 | 5.51 | -0.168 | -2.95% | 8.25% | -58.72% |
| | SHFE | 万吨 | 17.25 | -0.481 | -2.71% | -12.30% | 276.13% |
| 镍 | LME | 万吨 | 14.30 | 0.058 | 0.40% | -8.94% | -42.03% |
| | SHFE | 万吨 | 0.79 | 0.072 | 9.95% | 48.69% | -56.19% |
| 锡 | LME | 万吨 | 0.10 | -0.001 | -1.03% | -23.41% | -48.94% |
| | SHFE | 万吨 | 0.10 | -0.029 | -22.15% | -20.68% | -81.57% |

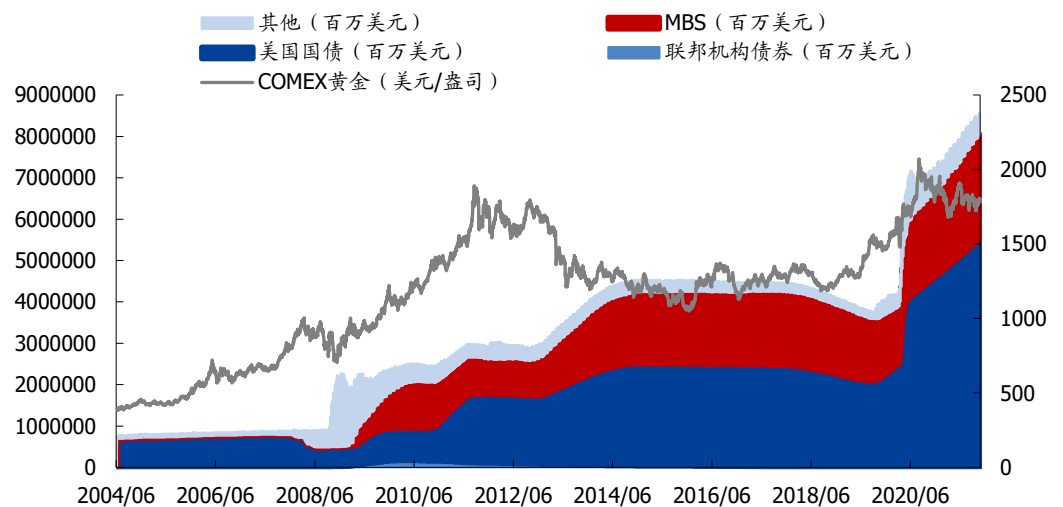
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三、11月锂盐旺季补库开启，板块&基本面背离或迎向上修复机遇

3.1、黄金：经济降速超预期抬高缩表预期力度，关注后续通胀变动水平

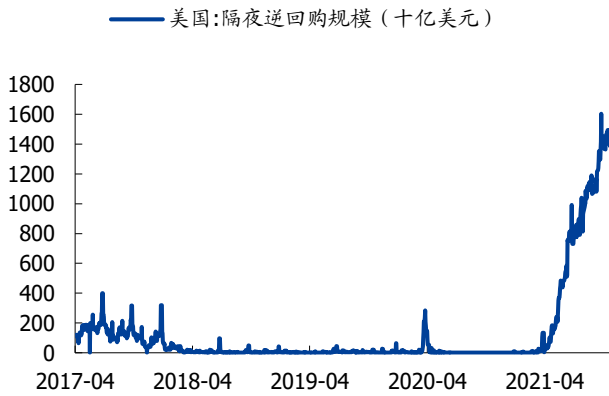
黄金：①名义利率：周内十年期美债利率自 1.64% 下降至 1.55%，10 年-2 年期美债利率自 1.17% 回落至 1.07%，利率水平再次回落；美国 9 月核心 PCE 物价指数年率录得 3.6%，略低于市场预期的 3.7% 但仍明显高于美联储长期目标 2%，其中 9 月个人支出月率录得 0.6% 为通胀主要推力。三季度美国 GDP 环比折年率达 2%，低于彭博一致预期 2.6%，前值为 6.7%。结构上看，核心拖累为耐用品消费。受供应链危机拖累，原料产品与能源价格大幅上行且供应收缩，对居民消费水平与意愿已构成双重影响。11 月已至，市场对美国即将到来的 Taper 操作再次升温，核心因素在于高通胀背景下美联储或强化 Taper 执行力度，对金价短期形成压制，后续波动及价格趋势性变化将锚定加息预期、通胀演绎、全球央行收紧政策节奏等指标；**②通胀预期：**美国债券市场隐含通胀自 2.66% 高位回落至 2.51%，实际利率周内先降后升，自 -1.02% 小幅上升至 -0.96%。从债券交易结果看，市场预期 2022 年美联储将开始抬高基准利率，进而从美元指数与利率层面双向缓解通胀压力，但受制于当前联邦机构债券规模高企及后续经济降速压力，美元信用或在后续受物价指数冲击，高通胀&美元指数回落预期或为后续金价中长期上行提供推力。

图表 6：美联储扩表仍在继续



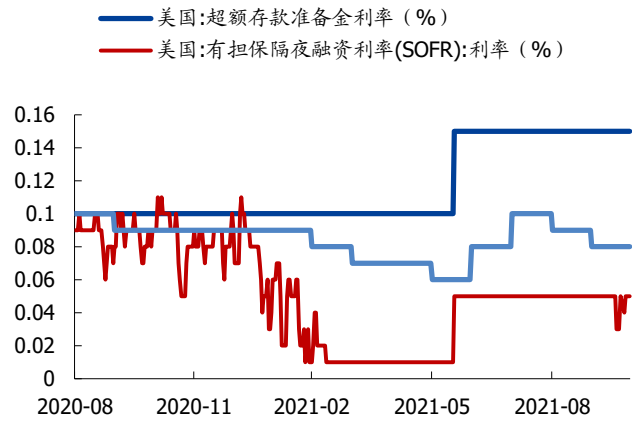
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 7: 美国隔夜逆回购规模维持高位 (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



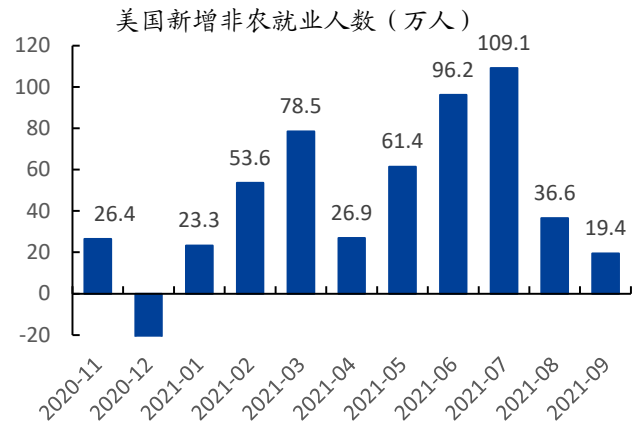
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 周内美十债利率下跌至 1.55%



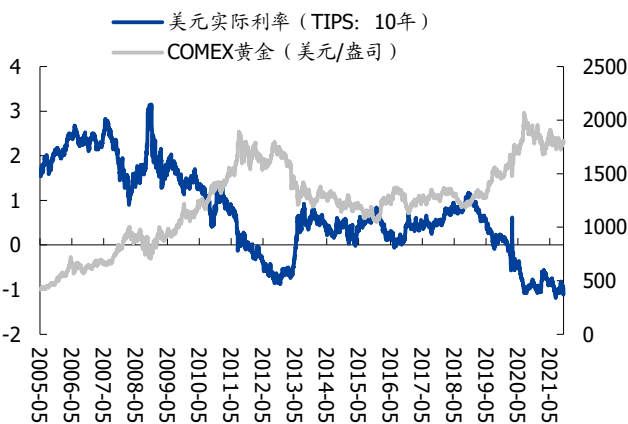
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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, 金价下跌 (%)



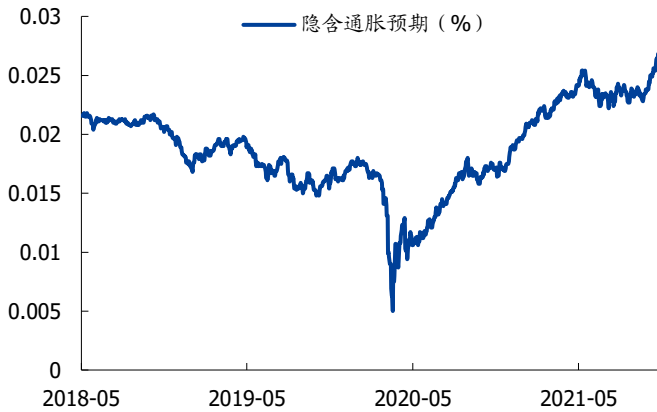
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 金银比周内波动上升至 74.49



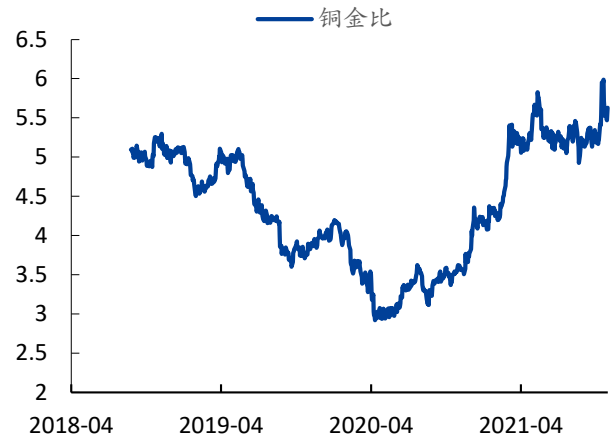
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 周内隐含通胀下跌至 2.51%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 铜金比横盘上涨至 5.63



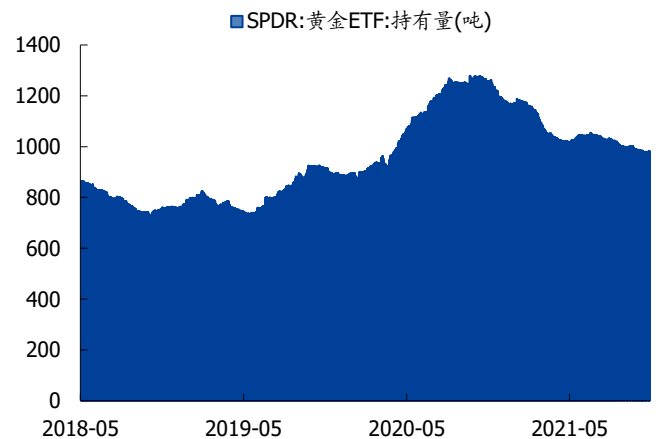
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 美元指数上涨至 94.14



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: SPDR 黄金 ETF 持仓规模上涨至 982.14 吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2、工业金属：短期铜现货端仍为核心要素；生产要素成本对铝价形成强支撑

3.2.1、铜：挤仓情绪缓解铜价上冲动能不足，短期关注现货库存端对铜价支撑

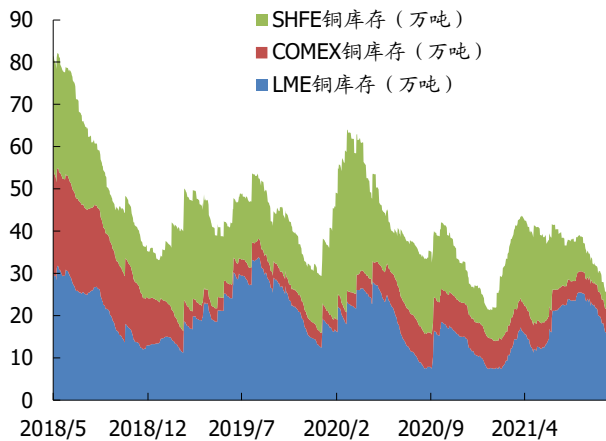
挤仓情绪缓解铜价上冲动能不足，短期关注现货库存端对铜价支撑。①本周沪铜下跌 0.88% 至 70180 元/吨，伦铜下跌 1.65% 至 9544 美元/吨，沪伦比由 7.32 上涨至 7.35。全球铜库存（国内社库（含 SHFE）+保税+LME+COMEX 交易所）为 47.70 万吨，环比减少 2.46 万吨，其中社会库存小幅累库 0.30 万吨，保税区库存减少 0.75 万吨，LME 库存减少 2.14 万吨，COMEX 铜库存减少 0.13 万吨，上期所库存增加 0.95 万吨；②宏观方面，美国 11 月缩表预期临近，美债收益率回升，或支持美元近期走强，压制铜价。但大方向看，宏观不确定因素渐稳，市场对基本面交易定价权重增加。③供给方面，长单 TC 落地前铜精矿市场继续维持僵持清淡格局，部分开始交易 2022 年 Q1 现货，反映当前炼厂原料库存充足。生产端，两广地区限电影响趋弱，江浙地区限电问题仍在延续。

另外，江浙地区因化工厂减产对硫酸需求减少，本周当地铜冶炼厂出现因硫酸胀库风险减少生产情况，上游生产仍受限。④需求方面，全球总库存继续回落，境外库存回落较快。国内库存减速较前期有所放缓，国内江浙地区下游限产影响逐渐体现。据 SMM 周度铜杆调研数据显示，9 月至今，铜杆开工率从 75% 下滑至 57%，多家大型铜杆厂停产检修。一方面部分铜杆厂直接受限电影响减产，另一方面铜杆下游漆包线及线缆厂限电停产现象更甚，订单减少令铜杆在产产能开工率下滑。价格方面，近两周海外挤仓情绪已缓和，LME 注销仓单比重从 92% 回落至 78%，铜价进一步上冲动力不足。受动力煤连续跌停拖累铜价大幅走低。当前国内现货整体偏紧，现货维持 400 元/吨高升水，生产端担忧情绪令沪铜 Back 结构增强。在看到国内库存明确转向前，期货市场仍有交易现货紧缺情绪，短期关注铜价于 68000 一线支撑情况。

(2) 全球铜库存及加工费跟踪

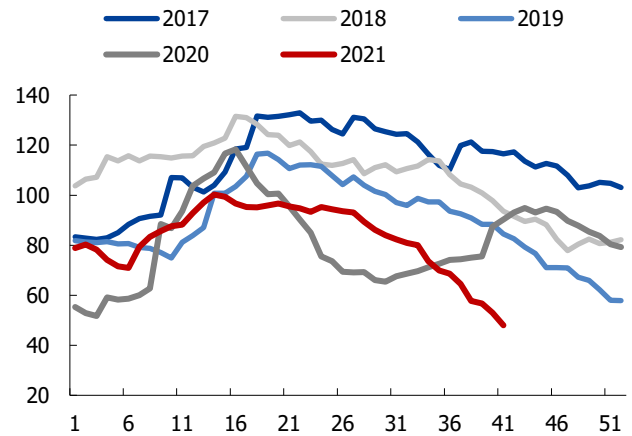
至 10 月 29 日，全球铜库存（国内社库+保税+LME+COMEX 交易所）为 47.70 万吨，环比减少 2.46 万吨，年内峰值为 100 万吨。国内方面，国内社会库存小幅累库 0.30 至 8.86 万吨，SHFE 库存增加 0.95 至 4.93 万吨，保税区库存减少 0.75 万吨至 19.1 万吨，中国总库存（社库+保税）共减少 0.45 万吨至 27.96 万吨。国外方面，LME 库存减少 2.14 万吨至 14.02 万吨，COMEX 铜库存增加 0.13 至 5.72 万吨。

图表 17: 三大交易所累库 1.06 万吨至 24.67 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 2.46 万吨至 47.70 万吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

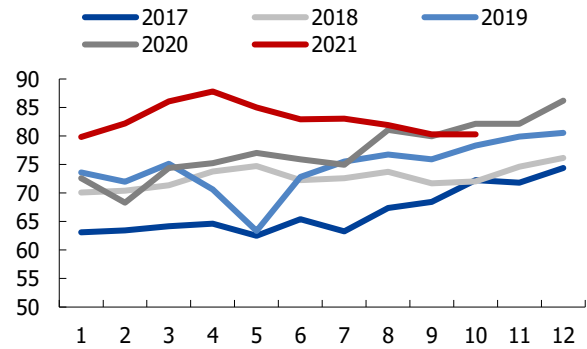
LME Week 长单谈判期，现货市场成交清淡，TC 价格维持僵持格局。5 月下旬以来国内 TC 价格触底回升，本周震荡小幅上升至 62.8 美元/吨。生产方面，SMM 数据显示，因限电、检修、环保督查趋严等影响，9 月中国电解铜产量为 80.29 万吨，环降 2.0%，同增 0.4%，预计 10 月产量为 80.3 万吨，当前低库存状态难以有效缓解。本周铜杆加工费维稳于 980 元/吨。铜价大跌刺激近期精废价差从 3800 元/吨回落至 2200 元/吨，废铜仍具备价格优势。

图表 19: 本周铜粗炼费小幅上涨至 62.8 美元/干吨



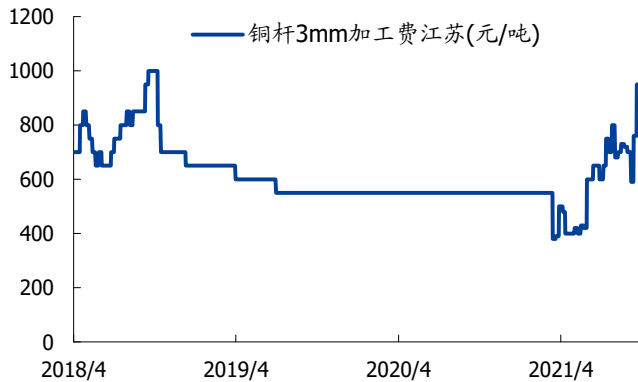
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 国内 9 月电解铜产量为 80.29 万吨 (万吨)



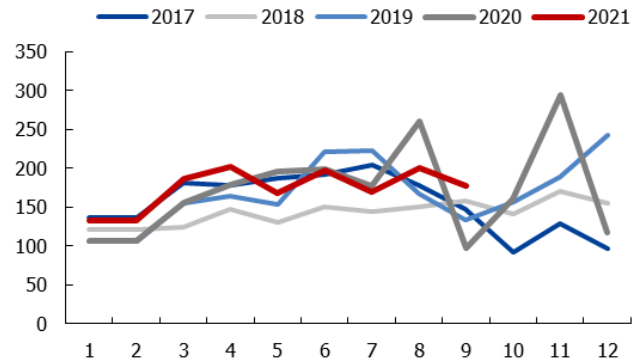
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 本周铜杆加工费维稳于 980 元/吨



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 22: 9 月国内铜材产量达 178 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: 铝价已现成本强支撑, 快速下跌后社库或重回去化状态

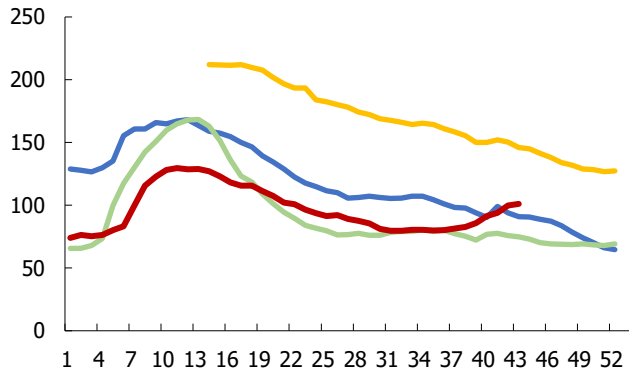
(1) 周度观点

价格方面: 本周铝价高位回落, 沪铝周内回调 9.72% 至 19870 元/吨, LME 铝跌 4.69% 至 2733.5 美元/吨; **库存方面:** 三大交易所库存下降 2.71 万吨至 136.7 万吨, 其中 LME 库存降 4.38 万吨至 104.28 万吨, SHFE 库存增加 1.77 万吨至 28.73 万吨, 延续外去内增趋势。根据百川盈孚, 本周国内社库增加 1.26 万吨至 101.05 万吨, 高出去年同期 26.53 万吨, 累库速率大幅减缓; **供给方面:** 根据 Mysteel 调研统计, 周内贵州正式执行限电压产。贵州电力紧张已持续近四个月, 本轮限电方案中明确提及除电解铝外其他高载能企业均已按照错峰用电计划执行到位, 进一步压产电解铝体现当前省内用电严峻形式。此外, 11 月后云南、广西等省份再次进入枯水期, 电力供应能力或再次遭受考验; **成本方面:** 周内动力煤与电解铝价格同步回落, 根据我们测算, 按照周五期货收盘价测算, 电解铝厂单吨亏损为 183 元/吨, 周内平均亏损 774 元/吨, 已处于历史亏损相对高位。由于本轮铝价跌幅较大, 回落速率较快, 现有原料价格体系已对铝价形成强支撑; **需求方面:** 国内表观库存累库 1.26 万吨, 较上周 5.86 万吨累库程度已大幅回落。在铝价大幅下跌后, 原本下游压抑的金九银十补库诉求开始释放, 主要地区出库量已修复至去年同期水平, 考虑到江苏地区后续限电有望恢复, 对下游需求回收提供信心, 下周国内电解铝库存有望重回去库趋势。

(2) 库存情况周度变化

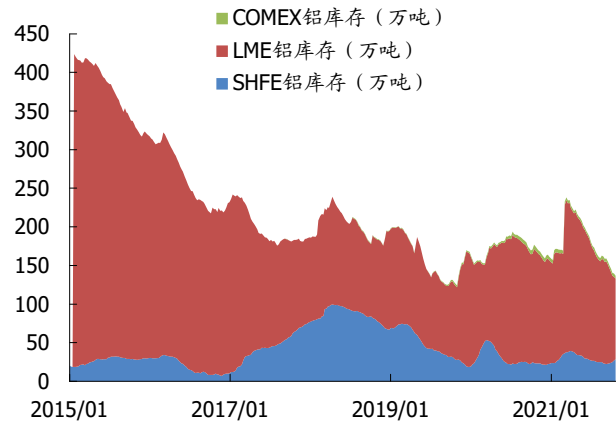
国内外电解铝库存小幅下降: 本周三大交易所去库 2.71 万吨至 136.7 万吨, 其中 LME 库存单周降 4.38 万吨至 104.28 万吨, 呈加速去库状态。根据百川盈孚, 本周国内社库增加 1.26 万吨至 101.05 万吨, 社库比去年同期增加 26.35 万吨。受欧洲能源紧缺影响, 欧洲地区陆续传出铝厂停产消息, 叠加当前海外工业需求处于复苏状态, 供需影响下四季度海外铝库存存进一步加速去库可能。

图表 23: 本周国内电解铝社库累库 1.26 吨至 101.05 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 2.71 万吨至 136.77 万吨

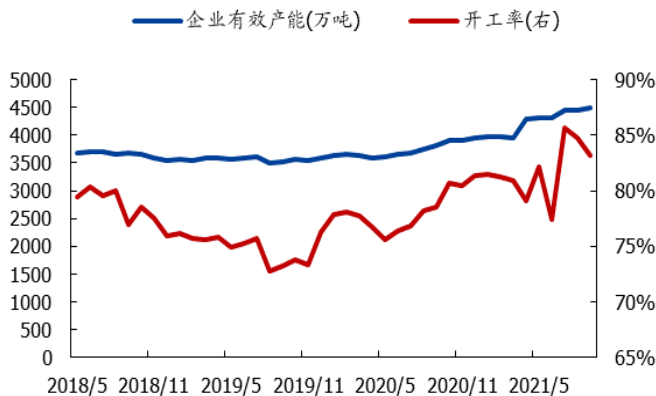


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

(3) 产业开工率及运营情况

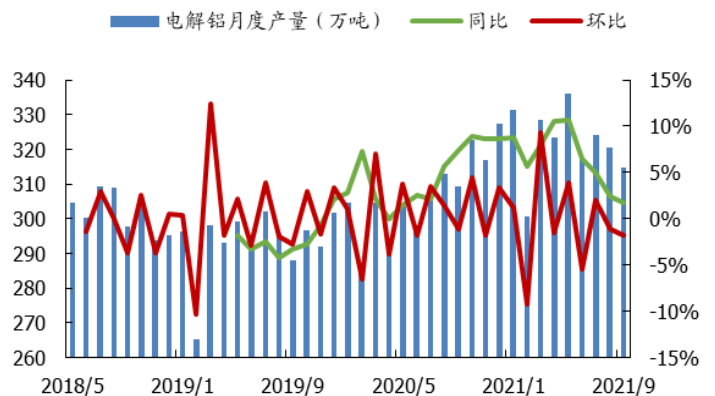
9 月电解铝产量环降 1.8% 至 314.71 万吨, 开工水平仍受压制。 国内 9 月电解铝生产 314.71 万吨, 较去年同期同比上涨 1.8%, 环比下滑 1.8%。9 月供给侧在省份限电压产等诸多因素影响下, 月度产量录得 314.71 万吨, 环比小幅下滑, 明显低于 4、5 月水平。10 月多省份再传限电压负荷消息, 10 月电解铝产量或进一步走弱, 建议继续关注国内电解铝开工数据。

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

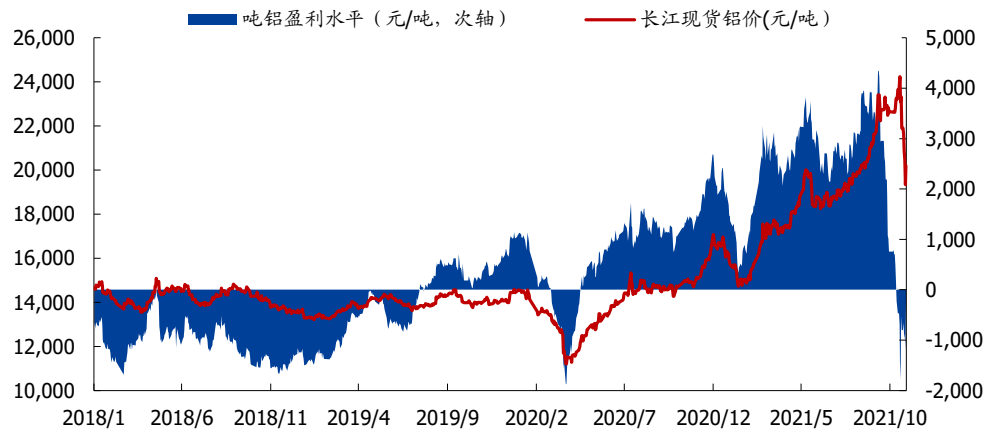
图表 26: 9 月电解铝产量环降 1.8% 至 314.71 万吨 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

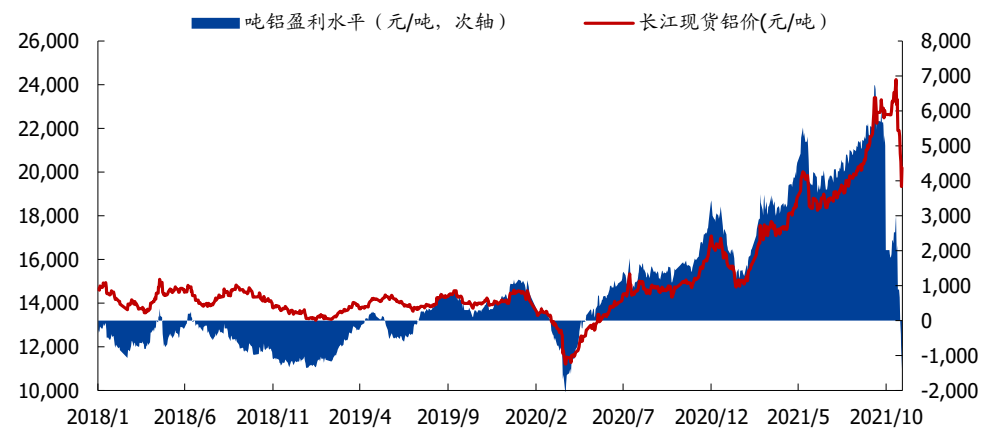
自 10 月 19 日以来以来动力煤价格 (期货结算价: 活跃合约) 自 1908 元/吨迅速回落至近 1020 元/吨水平, 对应自备电厂单吨电解铝电力成本回落 4883 元/吨。同期氧化铝单吨价格基本维稳于 4099 元/吨; 长江现货铝价下降 4050 元/吨至 20190 元/吨。单吨电解铝 (自备电厂) 亏损水平已由 -1438 元/吨升至 -183 元/吨, 但多数铝厂仍处于盈亏平衡线附近。

图表 27: 高煤价快速压缩自备电厂铝企利润空间



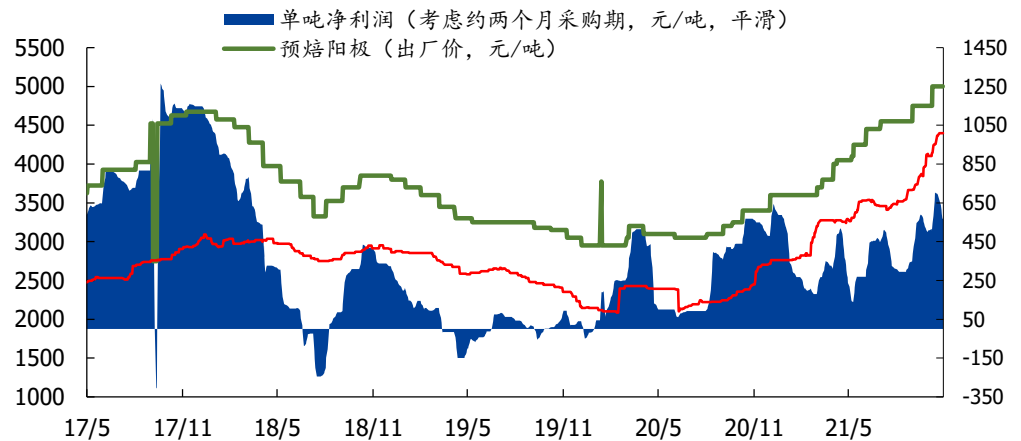
资料来源: Wind, 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 28: 至本周五外购电力电解铝亏损达 637 元/吨



资料来源: Wind, 百川盈孚, 国盛证券研究所 注: 10 月后电价以 0.6 元/kwh 测算

图表 29: 预焙阳极单吨净利周内降 97 至 568 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

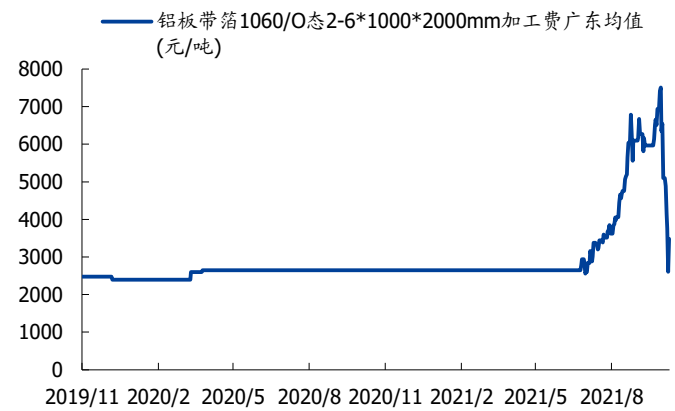
铝棒加工费高位上升，铝板带箔加工费高位波动。铝棒加工费周内上升至535元/吨，铝板带箔加工费下降至3480元/吨。

图表 30: 铝棒加工费周内上升至 535 元/吨



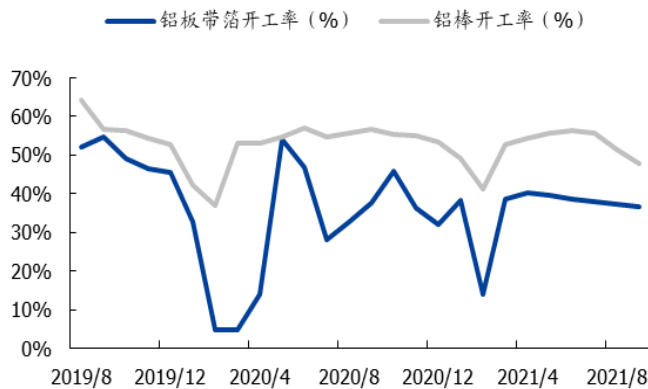
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 31: 铝板带箔加工费周内下降至 3480 元/吨



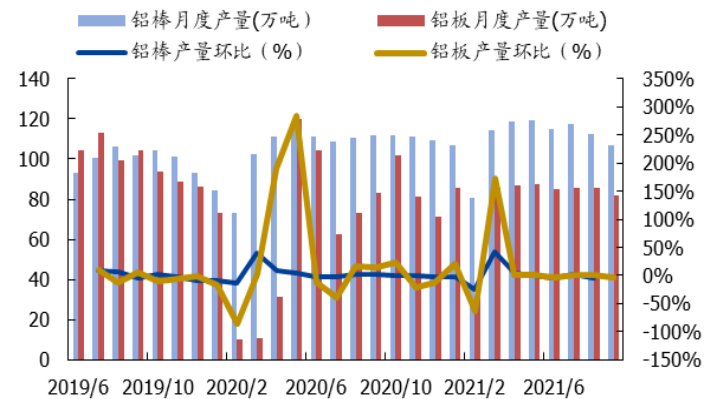
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

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: Pilbara 精矿拍卖续创新高; 成本支撑钴镍价格偏强

3.3.1、锂资源及锂盐: Pilbara 第三次拍加速原料上涨行情, 22 年精矿长协预计位于 1650-2500 美元/吨区间

Pilbara 10 月 26 日第三次精矿拍卖落锤 2350 美金/吨, 拍卖标的折算为到岸价约为 2629 美金/吨 (6%, CIF 中国), 锂盐生产成本将超 17 万元/吨 (2629*单耗 8*汇率 6.5*增值税 1.13+20000 加工费=17.4 万元/吨)。本轮精矿拍卖价格涨幅较前次偏低, 但较现货市场仍有较高溢价, 精矿价格周内出现明显上涨行情, 而锂盐价格涨幅偏弱, 导致炼厂盈利空间有所下滑。整体看锂盐年内破 20 万元吨价可能性较高, 后续有望冲击 25 万元/吨。未来拍卖或将常态化进行, 2022 年精矿长协价格或将位于 1650-2500 美元/吨区间。主要基于以下三点考虑:

- ✓ 主流厂商预计长协价格为 1650 美金以上: Pilbara 季报披露, 公司对于 2022 年长协指引价为 1650-1800 美金/吨 (CIF, 6%); 此外, Cattlin 矿山新签 12 月和 2022 年 1 月合计 6.35 万吨精矿平均价为 1650 美金/吨 (CIF, 6%), 11 月

将进入长协集中签订期，预计2022年精矿长协价格或将位于1650-2500美元/吨区间。

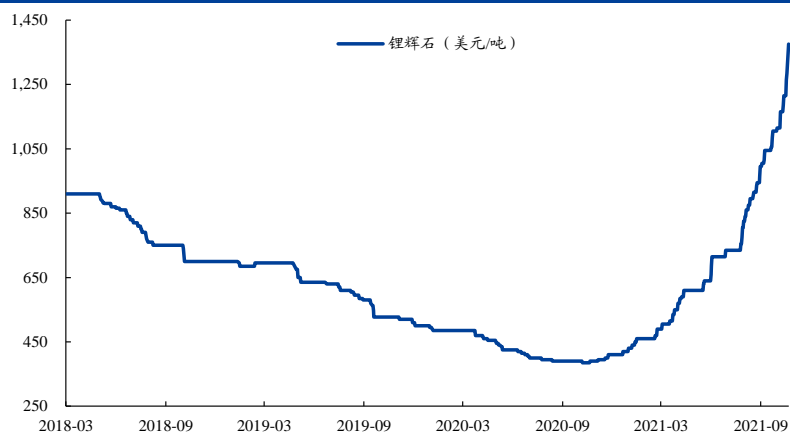
- ✓ **Pilbara 新增产能或将执行常态化拍卖：**Ngungaju 项目（原 Altura）复产顺利推进，10月13日已经产出第一批锂精矿，预计22年3月正式重启，到22年中达到18-20万吨产能，目前新增产能暂未签订长协，这部分增量或将于BMX平台进行常态化拍卖，对市场价格影响将会进一步提升；
- ✓ **本次标的为22年2月交付，交易量虽小，但有两方面指导意义：**第一体现买家对精矿看涨预期，对22年Q1价格形成一定指引；第二，一定程度体现了未来锂盐地板价，按照本次拍卖价折合锂盐成本达到17万元/吨以上，买家考虑锂盐价格只要高于18万元便有利可图。

碳酸锂：①价格方面：根据百川盈孚，工业级碳酸锂报价周涨1000元/吨至18.65万元/吨，电池级碳酸锂报价周涨2000元/吨至19.54万元/吨；**②供应方面，**行业高景气助推海内外矿山逐步复产，实际放量或仍将难以满足需求增速。当前节点下，需求高增开启长期景气上行大周期，较大利润空间逐渐刺激厂商资源开发与复产进程加速，但新增矿山或集中于2023年后放量，明年难有较大增量，供需紧缺局面将持续支撑锂盐价格高位运行。**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：微粉级氢氧化锂周涨0.5万元/吨至19.93万元/吨，电池级氢氧化锂（粗颗粒）价格周涨0.5万元/吨至19.05万元/吨。**②供应方面，**国内氢氧化锂周度产量约4334万吨，环比上升4.33%。澳洲矿山陆续推出复产消息，2022年Pilbara旗下Ngungaju（21Q4 18-20万吨）、ALB旗下Wodgina（22Q3 25万吨）、Core旗下Finniss（22Q4 19.7万吨）新增复产产能约64万吨精矿（折合约8万吨LCE），但主要集中于下半年复产，全年新增产量预计有限。**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，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。

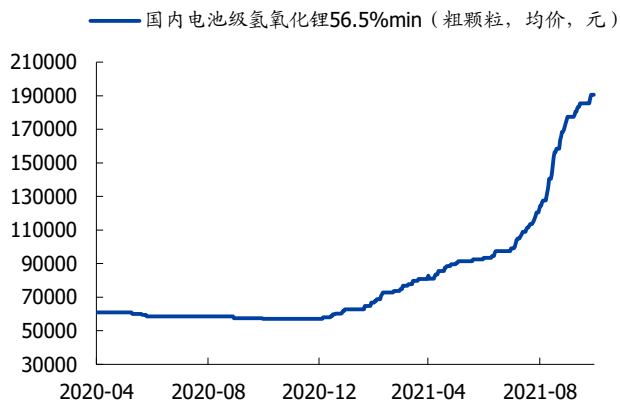
锂辉石：本周到港价上升至1375美元/吨水平（CFR，不含税）。Pilbara 三轮拍卖结束，从前两轮拍卖结果看，每次交易结果均大幅高于当期市场均价，且交易结束后市场价格呈明显跟涨现象，成为影响市场价格新变量。

图表 34：锂辉石价格上升至 1375（美元/吨，CFR，不含税）



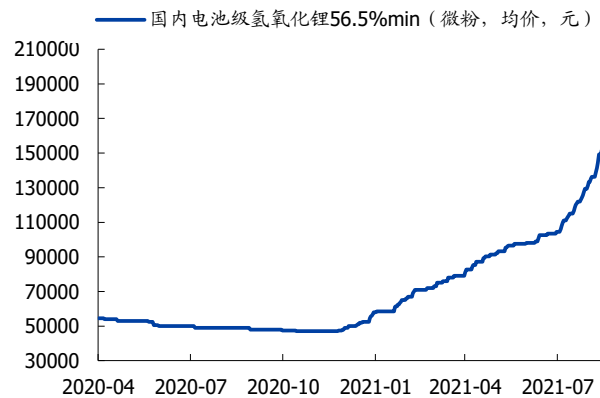
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 35: 国内电池级氢氧化锂(粗颗粒)维持至 190500 (元/吨)



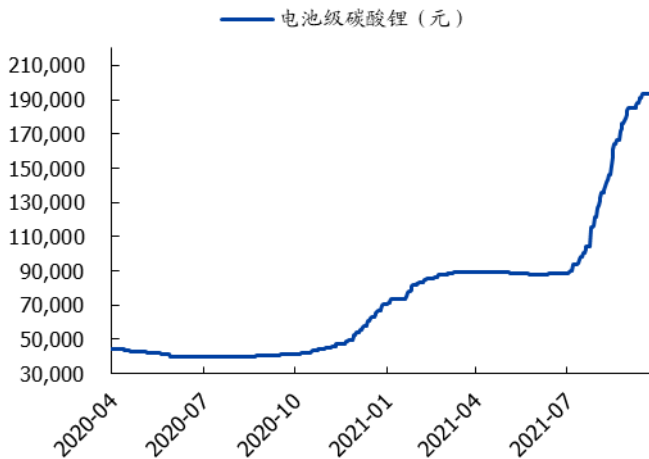
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 36: 国内电池级氢氧化锂(微粉)持平 199300 (元/吨)



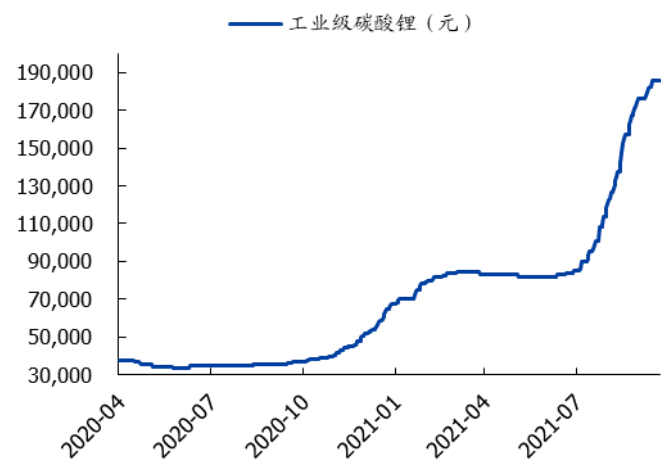
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 37: 国内电池级碳酸锂价格升至 19.54 万元/吨 (元/吨)



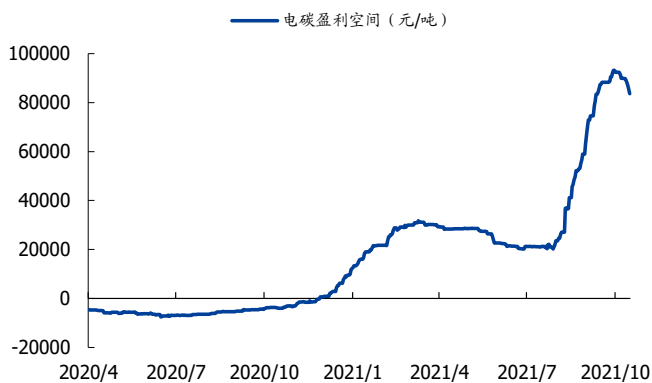
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 38: 国内工业级碳酸锂价格维稳在 186500 (元/吨)



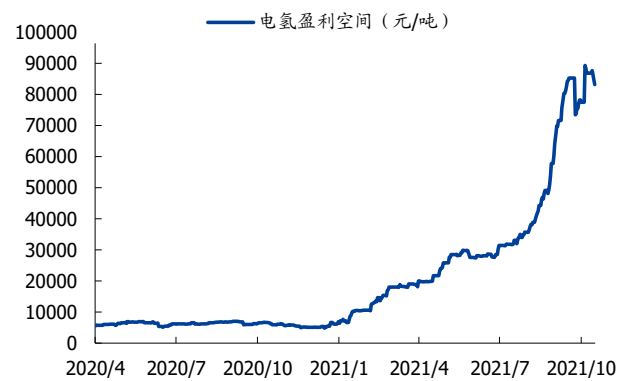
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 39: 电池级碳酸锂盈利空间下降至 8.36 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 8.32 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: 成本支撑叠加限电影响, 镍价或延续震荡走势

硫酸镍：①价格方面：本周电池级硫酸镍均价持平于 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 7740 吨，环比减 1.65%。原料端供应偏紧局面仍在，受江浙地区限电政策影响，部分硫酸镍及前驱体企业开工受阻，部分产能影响或持续至年底，同步影响供给及需求两端。MHP 市场价格及辅料液碱价格持续上行对硫酸镍形成成本支撑，目前镍豆溶解硫酸镍经济性优于镍中间品，短期镍豆预计仍将为硫酸镍主要供给源；③需求&库存方面，生产商库存 5985 吨，环比增长 4.45%。供需两弱状态导致下游采购诉求下滑，硫酸镍晶体市场需求冷清，连续两周出现累库现象，待后期下游三元前驱体企业需求恢复后，市场价格或将在成本支撑下上行，预计镍价维持区间震荡。

图表 41: 现货端硫酸镍相较镍铁价下降至 2.27 万元/吨 (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 16.43 万元/吨 (元/吨)



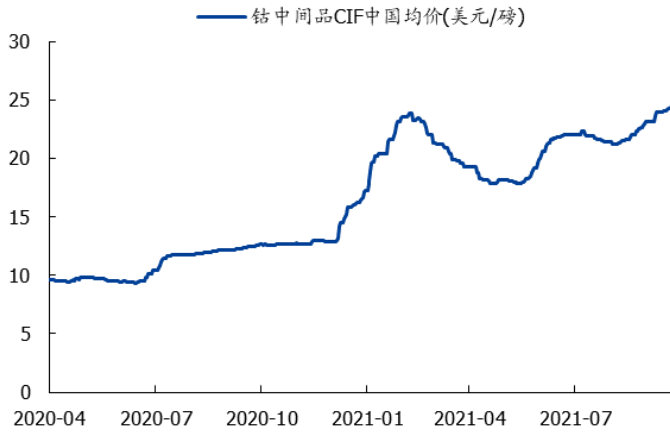
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3.3、钴原料及钴盐：海外需求持续修复，下游采购诉求奠定钴价易涨难跌

钴资源：①价格方面：本周钴中间品报价 24.78 美元/磅，周内上涨 1.66%，折扣系数维稳于 90%；②供应方面，近期国际钴价维持涨势，国际 MB 钴价整体呈现上升趋势。冶炼厂开工保持低位，现货市场供应持续紧张，底部支撑作用强劲；③需求&库存方面，根据百川资讯统计，国内钴中间品企业库存偏紧，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。

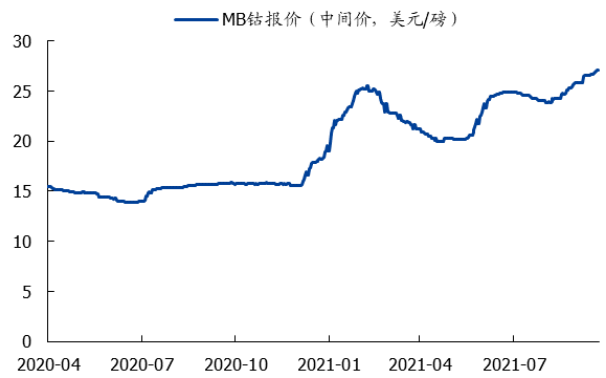
电解钴：电钴价格上升，根据百川盈孚，99.3%含量电解钴报价为 27.4 美元/磅，海外补库需求增加导致采购热度升温。国内部分企业受能源双控影响排产下调或停产，供给减少，整体价格预计维持强势。

图表 43: 钴中间品价格小幅上涨



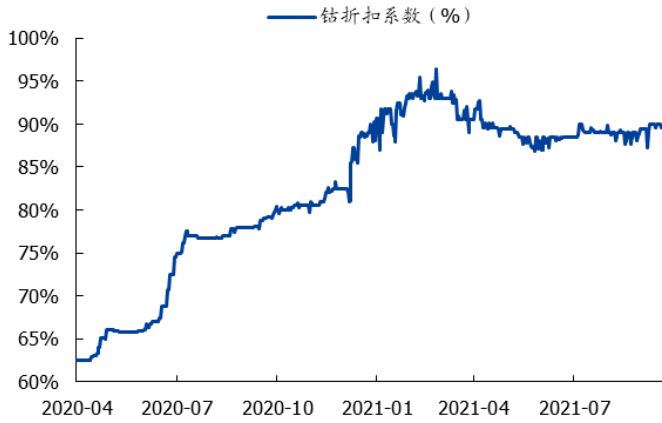
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 44: MB 钴价平均报价为 27.49 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 40.54 万元/吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 47: 国内外钴价差周内下降至 1.14 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 5.97 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升至 6.03 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