

# 有色金属

## 铜铝库存双改善利好价格上行；锂盐采购季开启新轮涨价

**贵金属：**经济复苏乏力掣肘流动性收紧进程，高通胀下金价有望跑赢大宗商品价格。

**①名义利率：**美国10月未季调CPI年率再超预期（实际值6.2%，预期值5.8%，前值5.4%），触及30年以来新高。9月批发销售月率录得1.1%，大超预期值0.4%与前值-0.9%。而11月美国消费者信心指数初值仅为66.8，低于前值71.7与预测值72.4，为近十年以来最低值。结构上看，美国制造业与服务业经历9、10月复苏后小幅拉动就业水平，就业岗位大幅增加并带动就业者工资水平。同时美国正式启动资产购买缩减，力度较倾向于维持现有流动性环境。但11月受供应链受阻及能源成本激增，居民工资提升并未改善消费能力，消费者信心指数大幅下滑。在保障经济复苏及就业水平背景下，提高流动性收紧力度将放慢修复进度，高通胀环境或持续至2022年上旬时点，对应黄金迎来较优质回报期；**②通胀预期：**从债券市场交易结果看，尽管美国10月通胀水平超预期并有进一步上行压力，市场并未押注美联储将提前收紧流动性，隐含通胀仍呈上涨趋势。考虑到推升通胀的因素短期较难平稳且后续经济存下行压力，金价有望阶段性跑赢大宗商品行情。**建议关注：赤峰黄金、山东黄金。**

**基本金属：价格回落关注短期库存边际变化；铝价已现成本强支撑。铜：①供给方面，**随着西北地区疫情管控干扰放松，当地冶炼厂原料供应恢复正常，本周铜精矿TC加工费在连续三周下降后环比小幅回升，重回长期上行趋势。国内铜冶炼生产有序恢复，总量仍处于低位。LME高升水价格下，国内多家铜冶炼厂将在四季度加大出口力度，国内库存延续去化，国内外强back升水结构验证全球低库存去库预期。**②需求方面，**限电缓解令11月加工端开工率环比多数修复。SMM预计11月铜杆企业开工率环比增加4.39%至70.96%，11月铜管企业开工率环比上升4.06%至80.01%，11月铜板带行业的开工率环比增加1.32%至75.51%。此外，国内地产政策松动修复之前过于悲观的市场预期，市场情绪由弱消费现实转向悲观预期修复，利多铜价。全球总库存续降，LME库存低至10万吨水平，低库存去库预期仍为铜价核心看多逻辑。**（2）铝：①供给方面：**电解铝生产延续限产情况，SMM统计目前国内电解铝运行产能3732万吨/年，开工率85.0%。11月后煤炭供给好转，多省限电压力压力下滑，电解铝产能虽难复产但部分省份进一步减产压力舒缓，预计11月将维持现有开工水平；**②成本方面：**动力煤价格触底企稳，电解铝成本脱离剧烈波动阶段。氧化铝价格开始回落，以周五期货价格测算，自备电厂电解铝企业基本实现盈亏平衡，外购电成本以0.4元/度测算下非自备电企业实现单吨盈利1186元。向后看，由于液碱价格仍处下跌区间，若氧化铝价格重回3000元/吨，则单吨成本下降1930元/吨，但目前成本端仍形成有效支撑；**③需求方面：**国内表观库存去库0.96万吨，为10月以来首次去库，下游采购恢复。江苏、河南地区限电情况缓解，型材端采购明显修复。短期看，市场库存重新转为累库已经兑现，后续铝价预计呈易涨难跌走势。**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：锂盐再迎“抢货”行情；镍价成本支撑边际弱化。（1）锂：**在下游节前补库前置及供给收缩担忧下，锂价再开上行趋势。百川统计锂精矿长协均价已达1745美元/吨，成本推升下锂价预计持续上行；**（2）镍：**供需双稳行情延续，限电生产影响减弱但下游采购尚未恢复。目前镍豆溶解硫酸镍经济性优于镍中间品，而伴随液碱价格下移，硫酸镍利润空间开始恢复，成本支撑弱化下镍价短期或发生回落；**（3）钴：**动力、数码、小动力等应用场景未对钴需求形成明显拉动，钴价波动重心仍跟随成本端变动。而11月为海外金属钴采购长协窗口期，多重因素影响下预计钴价短期维稳。**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）铜铝低库存及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。

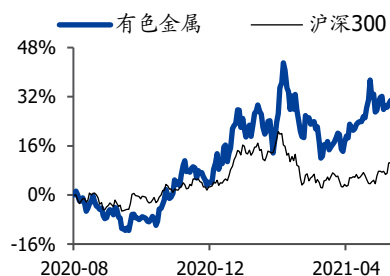
### 重点标的

| 股票代码   | 股票名称 | 投资评级 | EPS（元） |       |       |       | PE     |       |       |       |
|--------|------|------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|        |      |      | 2020A  | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A  | 2021E | 2022E | 2023E |
| 762    | 西藏矿业 | 买入   | -0.09  | 0.35  | 0.56  | 0.72  | -540.9 | 139.1 | 86.9  | 67.6  |
| 601677 | 明泰铝业 | 买入   | 1.58   | 2.86  | 3.66  | 4.42  | 21.2   | 11.7  | 9.1   | 7.6   |
| 300390 | 天华超净 | 买入   | 0.49   | 1.35  | 2.97  | 5.11  | 188.7  | 68.5  | 31.1  | 18.1  |

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 王琪

执业证书编号：S0680521030003

邮箱：wangqi3538@gszq.com

研究助理 刘思蒙

邮箱：liusimeng@gszq.com

### 相关研究

- 1、《有色金属：板块业绩兑现有力，结构性行情将持续演绎——2021 三季报分析》2021-11-10
- 2、《有色金属：冬季将临锂源供给或开始收缩；关注铜铝短期库存边际变化》2021-11-07
- 3、《有色金属：11月锂盐旺季补库开启；板块及基本面背离或迎向上修复机遇》2021-10-31

## 内容目录

|                                                         |    |
|---------------------------------------------------------|----|
| 一、周观点：铜铝库存双改善利好价格上行；锂盐采购季开启新轮涨价 .....                   | 4  |
| 二、周度数据跟踪 .....                                          | 5  |
| 2.1、股票周度涨跌：国城矿业、博威合金、宝钛股份涨幅分居前三 .....                   | 5  |
| 2.2、价格及库存变动：金银涨跌不一，基本金属普跌，能源金属涨跌不一；交易所金属库存内外盘去库明显 ..... | 5  |
| 三、铜铝库存双改善利好价格上行；锂盐采购季开启新轮涨价 .....                       | 8  |
| 3.1、黄金：经济复苏乏力掣肘流动性收紧进程，高通胀下金价有望跑赢大宗商品价格 .....           | 8  |
| 3.2、工业金属：铜铝库存双改善利好价格上行；铝价成本支撑夯实 .....                   | 10 |
| 3.2.1、铜：高通胀推升商品价格，房地产政策松动修复远期消费悲观预期 .....               | 10 |
| 3.2.2、铝：库存已现回落，成本支撑效果显著 .....                           | 12 |
| 3.3、能源金属：锂盐再迎“抢货”行情；镍价成本支撑边际弱化 .....                    | 15 |
| 3.3.1、锂资源及锂盐：锂盐迎“抢货”行情，市场或者再推价格上行 .....                 | 15 |
| 3.3.2、电池级镍盐：供需延续紧平衡态势，液碱价格下移弱化硫酸镍成本支撑 .....             | 17 |
| 3.3.3、钴原料及钴盐：供应偏紧局势未变，采购长协窗口期支撑钴价维稳 .....               | 18 |
| 风险提示 .....                                              | 20 |

## 图表目录

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 图表 1：本周国城矿业领涨 .....                         | 5  |
| 图表 2：本周深圳新星领跌 .....                         | 5  |
| 图表 3：周内贵金属价格普涨，SHFE 白银领涨 .....              | 6  |
| 图表 4：周内基本金属价格普涨，LME 铝领涨 .....               | 6  |
| 图表 5：本周动力电池材料价格多数上涨，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维持高位（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：周内美十债利率上涨至 1.58% .....                 | 9  |
| 图表 10：10 月美国新增非农就业人数回升至 53.1 万人 .....       | 9  |
| 图表 11：周内美元实际利率回落至 -1.15%（%） .....           | 9  |
| 图表 12：金银比周内回落至 73.72 .....                  | 9  |
| 图表 13：周内隐含通胀上涨至 2.73% .....                 | 10 |
| 图表 14：铜金比横盘下跌至 5.30 .....                   | 10 |
| 图表 15：美元指数上涨至 95.12 .....                   | 10 |
| 图表 16：SPDR 黄金 ETF 持仓规模上涨至 975.99 吨 .....    | 10 |
| 图表 17：三大交易所去库 2.40 万吨至 19.57 万吨 .....       | 11 |
| 图表 18：本周全球铜表观库存去库 3.40 万吨至 41.83 万吨 .....   | 11 |
| 图表 19：本周铜粗炼费回升至 62.9 美元/干吨 .....            | 12 |
| 图表 20：国内 10 月电解铜产量为 78.94 万吨（万吨） .....      | 12 |
| 图表 21：本周铜杆加工费上涨至 800 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去库 0.96 吨至 102.62 万吨 .....   | 13 |
| 图表 24：本周三大交易所去库 2.88 万吨至 131.79 万吨 .....    | 13 |
| 图表 25：国内电解铝企业 10 月开工率降至 81.23% .....        | 13 |
| 图表 26：10 月电解铝产量环降 0.3%至 313.88 万吨（万吨） ..... | 13 |

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 图表 27: 煤价回落缩小自备电厂电解铝亏损空间 .....                  | 14 |
| 图表 28: 至本周五外购电力电解铝亏损达 1203 元/吨 .....            | 14 |
| 图表 29: 预焙阳极单吨净利周内上升 140 至 829 元/吨 .....         | 14 |
| 图表 30: 铝棒加工费周内下降至 598.3 元/吨 .....               | 15 |
| 图表 31: 铝板带箔加工费周内上升至 2740 元/吨 .....              | 15 |
| 图表 32: 10 月铝板带箔/铝棒开工率分别回落至 35.18%和 44.16% ..... | 15 |
| 图表 33: 10 月铝棒、铝板产量环比减少 8%和 6% .....             | 15 |
| 图表 34: 锂辉石价格上升至 1795 (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 195500 (元/吨) .....     | 16 |
| 图表 36: 国内电池级氢氧化锂(微粉)持平 202300 (元/吨) .....       | 16 |
| 图表 37: 国内电池级碳酸锂价格上升至 20.04 万元/吨 (元/吨) .....     | 17 |
| 图表 38: 国内工业级碳酸锂价格上升至 188500 (元/吨) .....         | 17 |
| 图表 39: 电池级碳酸锂盈利空间下降至 6.78 万元/吨 .....            | 17 |
| 图表 40: 电池级氢氧化锂盈利空间周内下跌至 6.65 万元/吨 .....         | 17 |
| 图表 41: 现货端硫酸镍相较镍铁价上升至 2.56 万元/吨 (元/吨) .....     | 18 |
| 图表 42: 现货端硫酸镍相较金属镍价周内下降至 16.29 万元/吨 (元/吨) ..... | 18 |
| 图表 43: 钴中间品价格上涨 2.29% .....                     | 18 |
| 图表 44: MB 钴价平均报价为 29 美元/磅 .....                 | 18 |
| 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 43.19 万元/吨 .....            | 19 |
| 图表 47: 国内外钴价差周内上涨至 2.11 万元/吨 .....              | 19 |
| 图表 48: 剔除钴原料后硫酸钴加工利润空间周内下跌至 3.82 万元/吨 .....     | 20 |
| 图表 49: 剔除钴原料后四氧化三钴加工利润周内降至 4.69 万元/吨 .....      | 20 |

## 一、周观点：铜铝库存双改善利好价格上行；锂盐采购季开启新轮涨价

**贵金属：经济复苏乏力掣肘流动性收紧进程，高通胀下金价有望跑赢大宗商品价格。**①**名义利率：**美国 10 月未季调 CPI 年率再超预期（实际值 6.2%，预期值 5.8%，前值 5.4%），触及 30 年以来新高。9 月批发销售月率录得 1.1%，大超预期值 0.4%与前值-0.9%。而 11 月美国消费者信心指数初值仅为 66.8，低于前值 71.7 与预测值 72.4，为近十年以来最低值。从结构来看，美国制造业与服务业经历 9、10 月复苏后小幅拉动就业水平，尤其服务业对美国就业情况拉动更为明显，美国就业岗位大幅提升并带动就业者工资水平。同时美国正式启动资产购买缩减，Taper 力度较倾向于维持流动性环境。但 11 月受供应链恢复受阻以及能源成本激增，居民工资提升并未改善居民消费水平，导致消费者信心指数大幅下滑。在保障经济复苏&就业水平背景下，提高流动性收紧力度将放慢修复进度，高通胀环境或将持续至 2022 年上旬时点，对应黄金迎来较优质回报期；②**通胀预期：**从债券市场交易结果看，尽管美国 10 月通胀水平超预期并有进一步上行压力，市场并未押注美联储将提前收紧流动性，隐含通胀仍呈上涨趋势。考虑到推升通胀的因素短期较难平稳且后续经济存下行压力，金价有望阶段性跑赢大宗商品行情。**建议关注：赤峰黄金、山东黄金。**

**基本金属：铜铝库存双改善利好价格上行；铝价成本支撑夯实。**铜：①**供给方面，**随着西北地区疫情管控干扰放松，当地冶炼厂原料供应恢复正常，本周铜精矿 TC 加工费在连续三周下降后环比小幅回升，重回长期上行趋势。国内铜冶炼生产有序恢复，总量仍处于低位。LME 高升水价格下，国内多家铜冶炼厂将在四季度加大出口力度，国内库存延续去化，国内外强 back 升水结构验证全球低库存去库预期。②**需求方面，**限电缓解令 11 月加工端开工率环比多数修复。SMM 预计 11 月铜杆企业开工率环比增加 4.39%至 70.96%，11 月铜管企业开工率环比上升 4.06 至 80.01%，11 月铜板带行业的开工率环比增加 1.32%至 75.51%。此外，国内地产政策松动修复之前过于悲观的市场预期，市场情绪由弱消费现实转向悲观预期修复，利多铜价。全球总库存续降，LME 库存低至 10 万吨水平，低库存去库预期仍为铜价核心看多逻辑；（2）**铝：①供给方面：**周内电解铝生产延续前期限产情况，SMM 统计目前国内电解铝运行产能 3732 万吨/年，整体开工率 85.0%。11 月后受煤炭供给好转影响，多省份限电压产压力下滑，电解铝产能虽难复产但部分省份进一步减产压力舒缓，预计 11 月将维持现有开工水平，对应 11 月内电解铝产量 310 万吨；②**成本方面：**周内动力煤价格触底企稳，电解铝企业成本脱离剧烈波动阶段。同时伴随液碱成本下移，氧化铝价格开始回落。已周五期货价格测算，自备电厂电解铝企业基本实现盈亏平衡，外购电成本以 0.4 元/度测算下非自备电企业实现单吨盈利 1186 元，但盈利水平受对应省内用电成本显著影响。向后看，由于液碱价格仍处下跌区间，若氧化铝价格重回 3000 元/吨，则单吨成本下移 1930 元/吨，但目前结构看成本端仍形成有效支撑；③**需求方面：**国内表观库存去库 0.96 万吨，为 10 月以来首次去库。在周内铝价大幅回落下，下游采购已开始呈恢复状态。与此同时，江苏、河南地区限电情况均得到缓解，消费呈现复苏态势，尤其型材端采购明显修复，预计受地产政策复苏所致。短期看，市场库存重新转为累库已经兑现，后续铝价预计呈易涨难跌走势，且电解铝企业盈利窗口将重新打开。**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：锂盐再迎“抢货”行情；镍价成本支撑边际弱化。**（1）**锂：**新能源车产销大增，在下游节前补库前置&供给收缩担忧下，锂价再次开启上行趋势。百川统计锂精矿长协均价已达 1745 美元/吨，成本推升下锂盐价格预计持续上行；（2）**镍：**硫酸镍供需双稳行情延续，限电对企业生产影响逐渐减弱但下游采购需求尚未恢复。目前镍豆溶解硫酸镍经济性优于镍中间品，市场 MHP 镍成交系数普遍达 93%左右。而伴随液碱价格下



移，硫酸镍利润空间开始恢复，成本支撑弱化下镍价短期发生回落；**(3) 钴**：当前动力、数码、小动力等应用场景未对钴需求形成明显拉动，钴价波动重心仍跟随成本端变动。而11月为海外金属钴采购长协窗口期，多重因素影响下预计钴价短期维稳。**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。

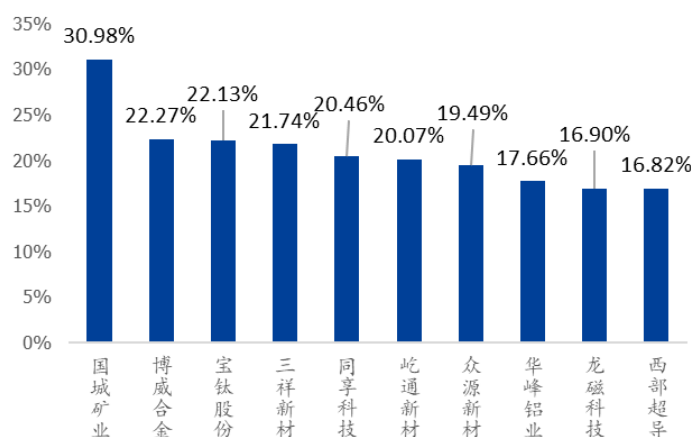
**新能源景气延续带动 EV 金属行情，低库存支撑铜铝价格韧性。**(1) EV 金属需求高景气叠加产业链补库诉求，锂价有望延续上行；(2) 供给受限及需求旺季来临支撑铜铝供需景气，价格高位仍具韧性。

## 二、周度数据跟踪

### 2.1、股票周度涨跌：国城矿业、博威合金、宝钛股份涨幅分居前三

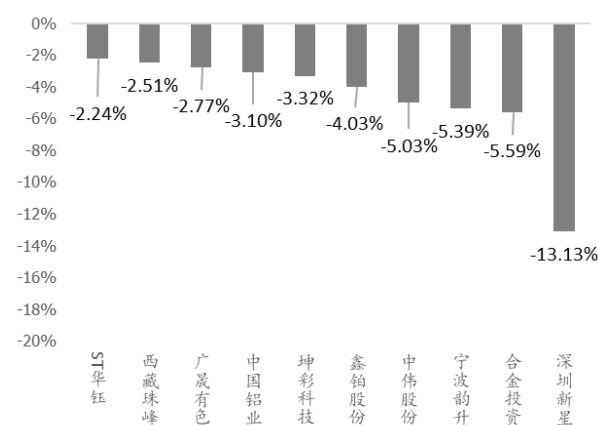
- **股票价格**：截至11月12日，有色板块涨多跌少，国城矿业领涨，周涨幅达30.83%；深圳新星领跌，周跌幅达13.13%。

图表1：本周国城矿业领涨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：本周深圳新星领跌



资料来源：Wind，国盛证券研究所

### 2.2、价格及库存变动：金银涨跌不一，基本金属普跌，能源金属涨跌不一；交易所金属库存内外盘去库明显

- **贵金属价格**：周内贵金属价格普涨，**SHFE 白银**领涨。黄金方面，SHFE 黄金涨至384.06元/克，周度上涨13.24元/克，周涨幅3.57%，COMEX 黄金收涨2.85%于1868.5美元/盎司；白银方面，SHFE 白银上涨295元/千克至5183元/千克，周涨幅6.04%，COMEX 白银上涨4.92%至25.35美元/盎司。

图表 3: 周内贵金属价格普涨, 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 | 1,868.50 | 51.7   | 2.85% | 4.74%   | -1.40%  |
| COMEX 白银 | 美元/盎司 | 25.35    | 1.19   | 4.92% | 5.83%   | -4.04%  |
| SHFE 黄金  | 元/克   | 384.06   | 13.24  | 3.57% | 3.31%   | -2.79%  |
| SHFE 白银  | 元/千克  | 5,183.00 | 295.00 | 6.04% | 5.65%   | -7.20%  |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **基本金属价格:** 周内基本金属价格普涨, LME 铝领涨。本周, 铜内外盘上涨 1.80%、2.54% 至 70750 元/吨、9745.5 美元/吨, 铝内外盘分别上涨 2.75%、5.56% 至 19455 元/吨、2697 美元/吨, 锌内外盘上涨 1.39%、1.41%, 铅内盘下跌 0.51%、外盘上涨 0.15%, 镍内外盘上涨 3.52%、2.57%, 锡内外盘上涨 4.63%、0.90%。

图表 4: 周内基本金属价格普涨, LME 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 | 2,697.0   | 142.0    | 5.56%  | -1.34%  | 36.18%  |
| LME 铜  | 美元/吨 | 9,745.5   | 241.5    | 2.54%  | 2.11%   | 25.69%  |
| LME 锌  | 美元/吨 | 3,267.0   | 45.5     | 1.41%  | -3.84%  | 18.84%  |
| LME 铅  | 美元/吨 | 2,358.5   | 3.5      | 0.15%  | -0.86%  | 18.61%  |
| LME 镍  | 美元/吨 | 19,935.0  | 500.0    | 2.57%  | 1.53%   | 20.31%  |
| LME 锡  | 美元/吨 | 37,575.0  | 335.0    | 0.90%  | 1.18%   | 84.64%  |
| SHFE 铝 | 元/吨  | 19,455.0  | 520.0    | 2.75%  | -3.85%  | 25.72%  |
| SHFE 铜 | 元/吨  | 70,750.0  | 1,250.0  | 1.80%  | -0.07%  | 22.05%  |
| SHFE 锌 | 元/吨  | 23,345.0  | 320.0    | 1.39%  | -1.41%  | 12.05%  |
| SHFE 铅 | 元/吨  | 15,550.0  | -80.0    | -0.51% | -1.89%  | 5.46%   |
| SHFE 镍 | 元/吨  | 146,350.0 | 4,980.0  | 3.52%  | 0.88%   | 17.71%  |
| SHFE 锡 | 元/吨  | 288,050.0 | 12,740.0 | 4.63%  | 10.23%  | 89.93%  |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **动力电池价格:** 本周动力电池材料多数上涨, 电解镍领涨。细分来看, 锂产品方面, 本周工业级碳酸锂价格上涨至 18.85 万元/吨, 电池级碳酸锂价格上涨至 20.04 万元/吨, 电池级氢氧化锂上涨至 19.89 万元/吨, 微粉级氢氧化锂价格上涨至 20.23 万元/吨; 钴产品方面, 本周钴产品价格普涨, 周内电解钴上涨 2.64% 至 42.8 万元/吨, 四氧化三钴上涨 1.21% 至 334 元/千克, 硫酸钴维稳至 9.40 万元/吨; 镍产品方面, 本周镍产品价格部分下跌, 高镍铁下跌至 1470 元/吨, 硫酸镍下降至 3.85 万元/吨, 电解镍上涨 2.85% 至 14.81 万元/吨。

图表 5: 本周动力电池材料价格多数上涨, 电解镍领涨

| 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 | 18.85     | 0.20    | 1.07%  | 1.07%   | 266.20% |
| 电池级碳酸锂  | 万元/吨 | 20.04     | 0.50    | 2.56%  | 2.56%   | 272.18% |
| 电池级氢氧化锂 | 万元/吨 | 19.89     | 0.40    | 2.05%  | 2.05%   | 275.28% |
| 微粉级氢氧化锂 | 万元/吨 | 20.23     | 0.30    | 1.51%  | 1.51%   | 312.86% |
| 四氧化三钴   | 元/千克 | 334.00    | 4.00    | 1.21%  | 2.77%   | 63.33%  |
| 硫酸钴     | 万元/吨 | 9.40      | 0.00    | 0.00%  | 1.62%   | 60.68%  |
| 电解钴     | 万元/吨 | 42.80     | 1.10    | 2.64%  | 4.90%   | 53.41%  |
| 硫酸镍     | 元/吨  | 38,500.00 | -250.00 | -0.65% | -0.65%  | 21.26%  |
| 高镍铁     | 元/镍  | 1,470.00  | -25.00  | -1.67% | -2.65%  | 37.38%  |
| 电解镍     | 万元/吨 | 14.81     | 0.41    | 2.85%  | 1.44%   | 15.43%  |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **库存变动:** 本周交易所部分基本金属库存内外盘持续去库, **LME 铜去库效应明显**。铝库存内外盘分化, SHFE 铝库存涨 0.25%至 30.78 万吨, LME 铝去库 2.92%至 97.47 万吨, COMEX 铝去库 0.49%至 3.55 万吨; 铜方面, SHFE 铜累库 1.48%至 3.80 万吨, LME 铜去库 18.19%至 10.03 万吨; LME 锡累库 26.12%至 0.08 万吨, SHFE 锡累库 0.15 万吨至 0.13 万吨; 镍外盘去库 5.04%至 13.03 万吨, SHFE 镍库存增长 4.85%至 0.84 万吨。

图表 6: 本周交易所基本金属库存内外盘持续去库, LME 铜去库效应明显

| 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   | 97.47 | -2.935 | -2.92%  | -6.53%  | -27.57% |
|    | SHFE 万吨  | 30.78 | 0.077  | 0.25%   | 7.12%   | 37.26%  |
|    | COMEX 万吨 | 3.55  | -0.018 | -0.49%  | -5.48%  | -23.68% |
| 铜  | LME 万吨   | 10.03 | -2.230 | -18.19% | -28.45% | -7.09%  |
|    | SHFE 万吨  | 3.80  | 0.055  | 1.48%   | -22.89% | -56.12% |
|    | COMEX 万吨 | 5.73  | -0.227 | -3.81%  | 0.15%   | -26.13% |
| 锌  | LME 万吨   | 18.33 | -0.947 | -4.92%  | -7.16%  | -9.37%  |
|    | SHFE 万吨  | 7.06  | -0.205 | -2.82%  | -5.70%  | 146.94% |
| 铅  | LME 万吨   | 5.37  | -0.058 | -1.06%  | -2.54%  | -59.77% |
|    | SHFE 万吨  | 16.24 | -0.442 | -2.65%  | -5.88%  | 254.00% |
| 镍  | LME 万吨   | 13.03 | -0.692 | -5.04%  | -8.91%  | -47.19% |
|    | SHFE 万吨  | 0.84  | 0.039  | 4.85%   | 6.20%   | -53.48% |
| 锡  | LME 万吨   | 0.08  | 0.018  | 26.12%  | 24.26%  | -55.29% |
|    | SHFE 万吨  | 0.28  | 0.150  | 119.59% | 173.34% | -49.63% |

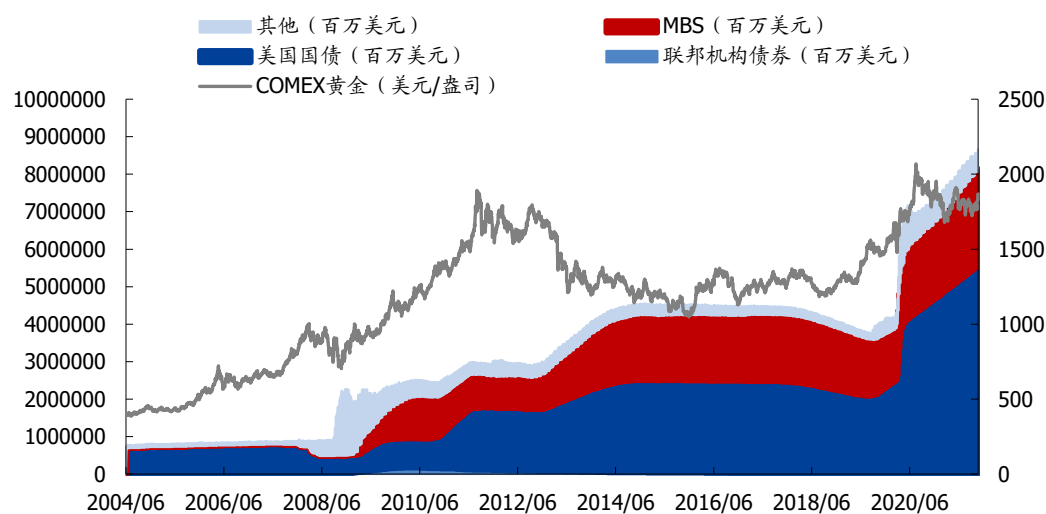
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 三、铜铝库存双改善利好价格上行；锂盐采购季开启新轮涨价

#### 3.1、黄金：经济复苏乏力掣肘流动性收紧进程，高通胀下金价有望跑赢大宗商品价格

**黄金：①名义利率：**周内十年期美债利率自 1.45%回升至 1.58%，10 年-2 年期美债利率维持在 1.06%窄幅波动。美国 10 月未季调 CPI 年率再超预期（实际值 6.2%，预期值 5.8%，前值 5.4%），触及 30 年以来新高。9 月批发销售月率录得 1.1%，大超预期值 0.4%与前值-0.9%。而 11 月美国消费者信心指数初值仅为 66.8，低于前值 71.7 与预测值 72.4，为近十年以来最低值。从结构来看，美国制造业与服务业经历 9、10 月复苏后小幅拉动就业水平，尤其服务业对美国就业情况拉动更为明显，美国就业岗位大幅提升并带动就业者工资水平。同时美国正式启动资产购买缩减，Taper 力度较倾向于维持流动性环境。但 11 月受供应链恢复受阻以及能源成本激增，居民工资提升并未改善居民消费水平，导致消费者信心指数大幅下滑。在保障经济复苏&就业水平背景下，提高流动性收紧力度将放慢修复进度，高通胀环境或将持续至 2022 年上旬时点，对应黄金迎来较优质回报期；**②通胀预期：**美国债券市场隐含通胀自 2.54%大幅上升至 2.73%，实际利率周内大幅下滑，自-1.09%进一步下探至-1.15%。从债券市场交易结果看，尽管美国 10 月通胀水平超预期并有进一步上行压力，市场并未压铸美联储将提前缩进流动性，隐含通胀仍呈上涨趋势。考虑到推升通胀的因素短期较难平稳且后续经济存下行压力，金价有望阶段性跑赢大宗商品行情。

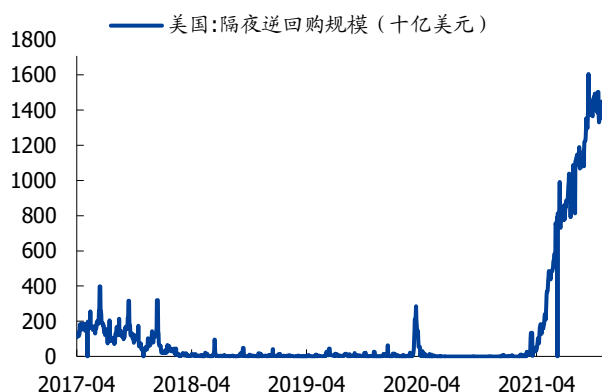
图表 6：美联储扩表仍在继续



资料来源：Wind，国盛证券研究所

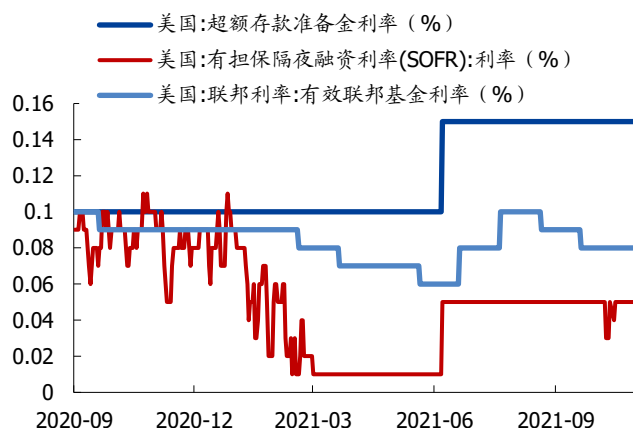


图表 7: 美国隔夜逆回购规模维持高位 (剔除极值)



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



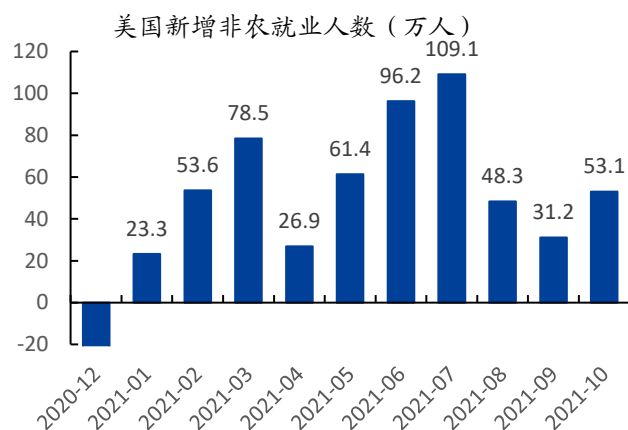
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 周内美十债利率上涨至 1.58%



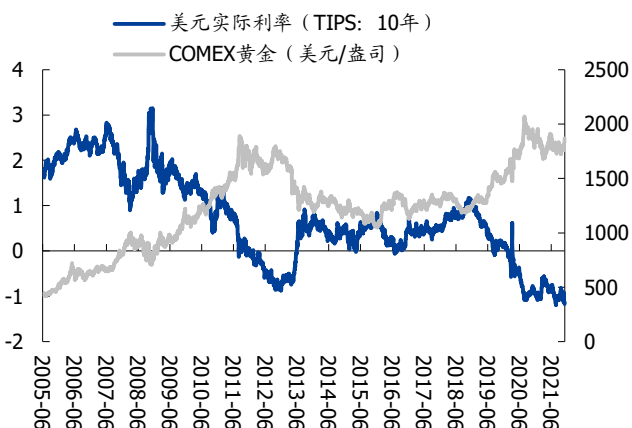
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 10月美国新增非农就业人数回升至 53.1 万人



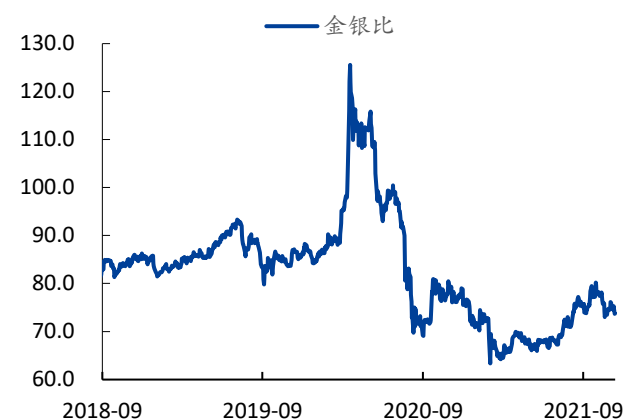
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 周内美元实际利率回落至-1.15% (%)



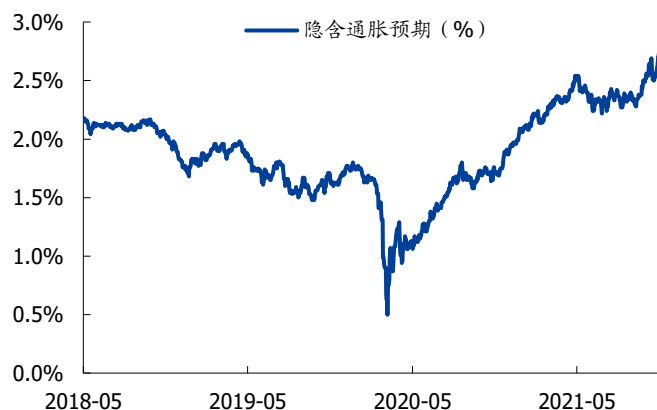
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 金银比周内回落至 73.72



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 周内隐含通胀上涨至 2.73%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 铜金比横盘下跌至 5.30



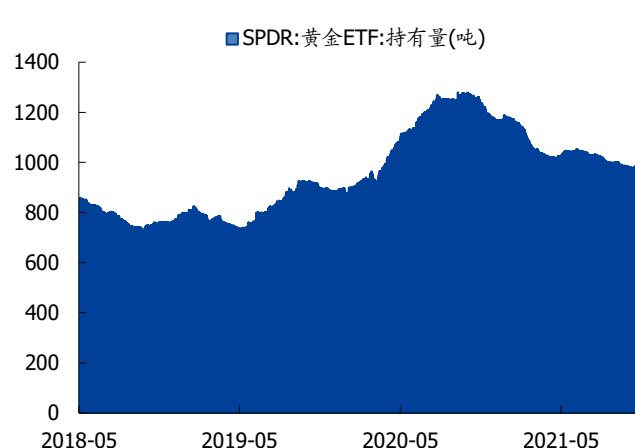
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 美元指数上涨至 95.12



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 975.99 吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 3.2、工业金属：铜铝库存双改善利好价格上行；铝价成本支撑夯实

### 3.2.1、铜：高通胀推升商品价格，房地产政策松动修复远期消费悲观预期

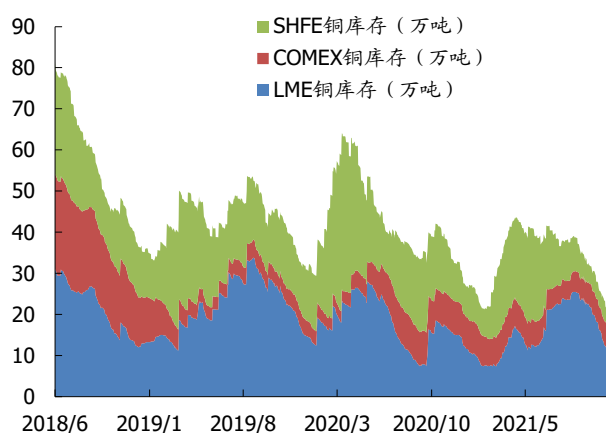
**高通胀推升商品价格，房地产政策松动修复远期消费悲观预期。**①本周沪铜上涨 1.54% 至 70570 元/吨，伦铜上涨 2.39% 至 9745.5 美元/吨，沪伦比由 7.13 上升至 7.18。全球铜库存（国内社库（含 SHFE）+保税+LME+COMEX 交易所）为 41.83 万吨，环比减少 3.40 万吨，其中社会库存小幅去库 0.44 万吨，保税区库存减少 0.5 万吨，LME 库存减少 2.23 万吨，COMEX 铜库存减少 0.23 万吨，上期所库存增加 0.056 万吨；②宏观方面，美国通胀压力加大，加息预期上升，贵金属与美指同涨；中国十月社融 1.59 万亿，新增人民币贷款 8262 亿元，M2 同比增速 8.7%，略好于预期；美国通胀与中国信用环比宽松预期利多铜价。③供给方面，随着西北地区疫情管控干扰放松，当地冶炼厂原料供应恢复正常，本周铜精矿 TC 加工费在连续三周下降后环比小幅回升，重回长期上行趋势。国内铜冶炼生产有序恢复，总量仍处于低位。LME 高升水价格下，国内多家铜冶炼

厂将在四季度加大出口力度，国内库存延续去化，国内外强 back 升水结构验证全球低库存去库预期。④需求方面，限电缓解令 11 月加工端开工率环比多数修复。SMM 预计 11 月铜杆企业开工率环比增加 4.39%至 70.96%，11 月铜管企业开工率环比上升 4.06 至 80.01%，11 月铜板带行业的开工率环比增加 1.32%至 75.51%。此外，国内地产政策松动修复之前过于悲观的市场预期，市场情绪由弱消费现实转向悲观预期修复，利多铜价。全球总库存续降，LME 库存低至 10 万吨水平，低库存去库预期仍为铜价核心看多逻辑。

## （2）全球铜库存及加工费跟踪

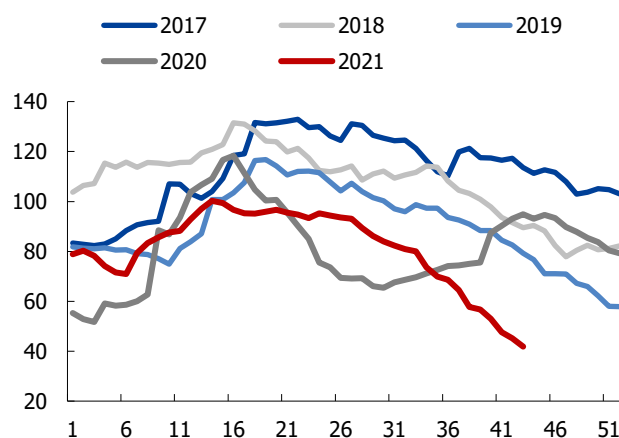
至 11 月 12 日，全球铜库存（国内社库+保税+LME+COMEX 交易所）为 41.83 万吨，环比减少 3.40 万吨，年内峰值为 100 万吨。国内方面，国内社会库存去库 0.44 至 8.37 万吨，SHFE 库存增加 0.056 至 3.80 万吨，保税区库存减少 0.50 万吨至 17.7 万吨，中国总库存（社库+保税）共减少 0.94 万吨至 26.07 万吨。国外方面，LME 库存减少 2.23 万吨至 10.03 万吨，COMEX 铜库存减少 0.23 至 5.73 万吨。

图表 17: 三大交易所去库 2.40 万吨至 19.57 万吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 本周全球铜表观库存去库 3.40 万吨至 41.83 万吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

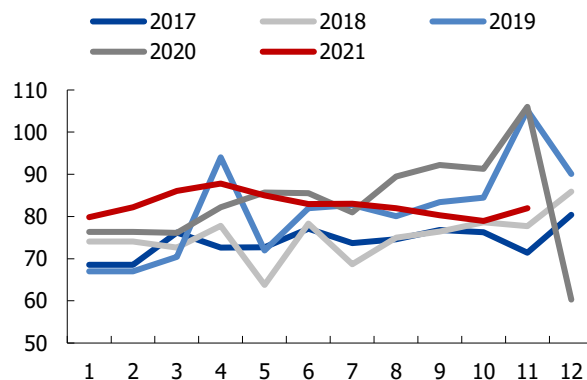
**LME Week 长单谈判期**，现货市场成交清淡，TC 价格小幅上涨。5 月下旬以来国内 TC 价格触底回升。随着西北地区港口恢复通畅，本周 TC 小幅上涨至 62.9 美元/吨。生产方面，SMM 数据显示，因限电、检修等影响，10 月中国电解铜产量为 78.9 万吨，连续 6 个月下降。10 月下旬以来，各省限电高峰期已过，政策上有明显缓解趋势，预计 11 月产量环比升至 81.94 万吨。据悉，东营方圆 30 万吨/年粗炼产能已于 10 月底正式投料试产。本周铜杆加工费上涨至 800 元/吨。铜价上涨刺激近期精废价差从 1127 元/吨上涨至 2007 元/吨，废铜价格优势趋强。

图表 19: 本周铜粗炼费回升至 62.9 美元/干吨



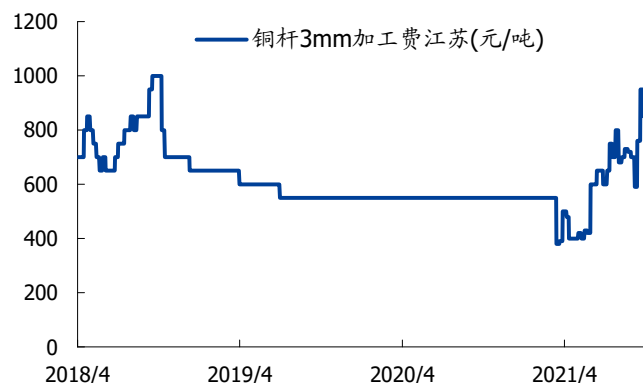
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 国内 10 月电解铜产量为 78.94 万吨 (万吨)



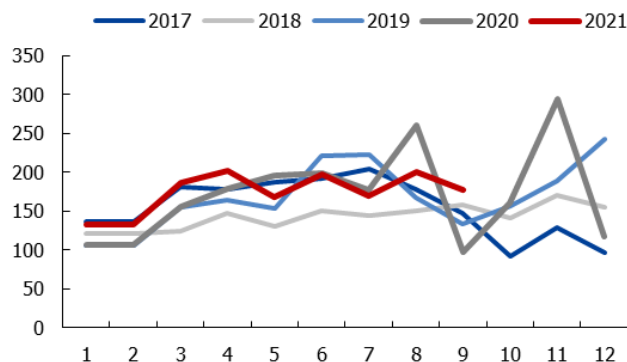
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 本周铜杆加工费上涨至 800 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: 库存已现回落, 成本支撑效果显著

#### (1) 周度观点

**价格方面:** 本周铝价小幅回暖, 沪铝周内上涨 1.15% 至 19600 元/吨, LME 铝大涨 5.5% 至 2565 美元/吨; **库存方面:** 三大交易所库存下降 2.88 万吨至 131.79 万吨, 其中 LME 库存降 2.94 万吨至 97.47 万吨, SHFE 库存增加 0.077 万吨至 30.78 万吨, 延续外去内增趋势。根据百川盈孚, 本周国内社库下降 0.96 万吨至 102.92 万吨, 高出去年同期 32.35 万吨, 10 月以来首次下滑; **供给方面:** 周内电解铝生产延续前期限产情况, SMM 统计目前国内电解铝运行产能 3732 万吨/年, 整体开工率 85.0%。11 月后受煤炭供给好转影响, 多省份限电压产压力下滑, 电解铝产能虽难复产但部分省份进一步减产压力舒缓, 预计 11 月将维持现有开工水平, 对应 11 月内电解铝产量 310 万吨; **成本方面:** 周内动力煤价格触底企稳, 电解铝企业成本脱离剧烈波动阶段。同时伴随液碱成本下移, 氧化铝价格开始回落。以周五期货价格测算, 自备电厂电解铝企业基本实现盈亏平衡, 外购电成本以 0.4 元/度测算下非自备电企业实现单吨盈利 1186 元, 但盈利水平受对应省内用电成本显著影响。向后看, 由于液碱价格仍处下跌区间, 若氧化铝价格重回 3000 元/吨, 则单吨成本下移 1930 元/吨, 但目前结构看成本端仍形成有效支撑; **需求方面:** 国内表观库存去库 0.96 万吨, 为 10 月以来首次去库。在周内铝价大幅回落下, 下游采购已开始呈恢复状态。与此同时, 江苏、河南地区限电情况均得到缓解, 消费呈现复苏

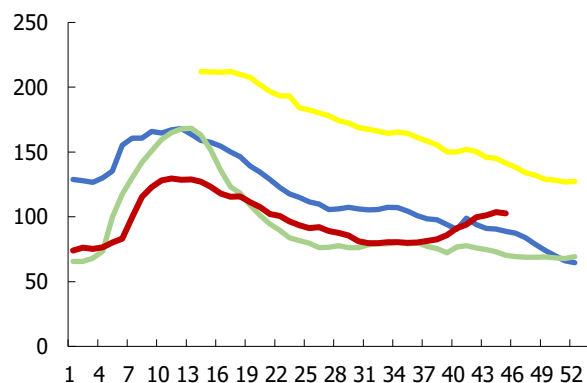


态势，尤其型材端采购明显修复，预计受地产政策复苏所致。短期看，市场库存重新转为累库已经兑现，后续铝价预计呈易涨难跌走势，且电解铝企业盈利窗口将重新打开。

## (2) 库存情况周度变化

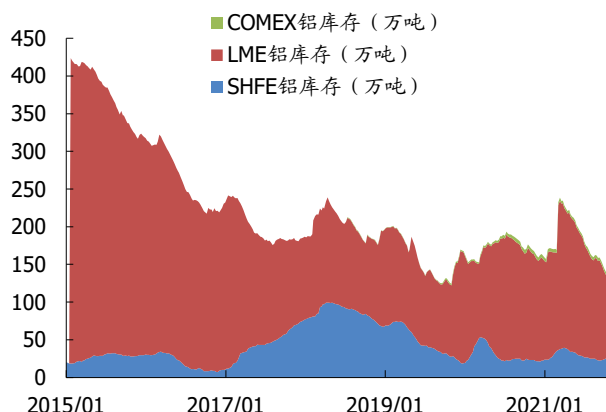
**海外电解铝库存持续下降，国内社库 9 周以来首次下滑：**本周三大交易所去库 2.88 万吨至 131.79 万吨，其中 LME 库存单周降 2.94 万吨至 97.47 万吨，呈高速去库状态。根据百川盈孚，本周国内社库减少 0.96 万吨至 102.62 万吨，社库比去年同期增加 32.35 万吨。受欧洲能源紧缺影响，欧洲地区陆续出现铝厂停产现象，叠加当前海外工业需求处于复苏状态，供需影响下四季度海外铝库存存进一步加速去库可能。

图表 23: 本周国内电解铝社库去库 0.96 吨至 102.62 万吨



资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

图表 24: 本周三大交易所去库 2.88 万吨至 131.79 万吨

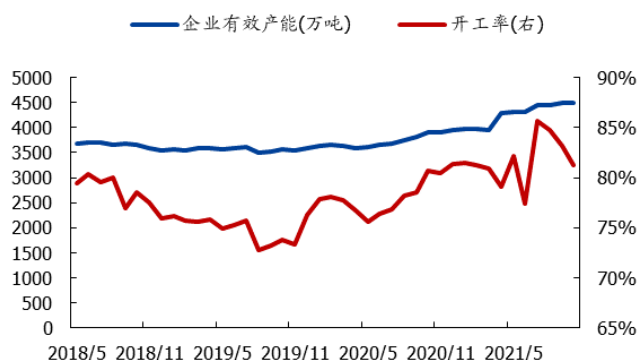


资料来源：Wind，国盛证券研究所

## (3) 产业开工率及运营情况

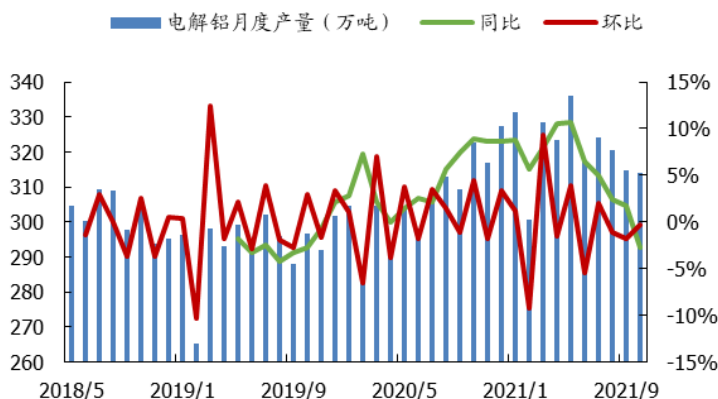
**10 月电解铝产量环降 0.3%至 313.88 万吨，开工水平仍受压制。**国内 10 月电解铝生产 313.88 万吨，较去年同期同比下降 2.8%，环比下滑 0.3%。9 月供给侧在省份限电压产等诸多因素影响下，月度产量录得 314.71 万吨，环比小幅下滑，明显低于 4、5 月水平。10 月多省份再传限电压负荷消息，11 月电解铝产量或进一步走弱，建议继续关注国内电解铝开工数据。

图表 25: 国内电解铝企业 10 月开工率降至 81.23%



资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

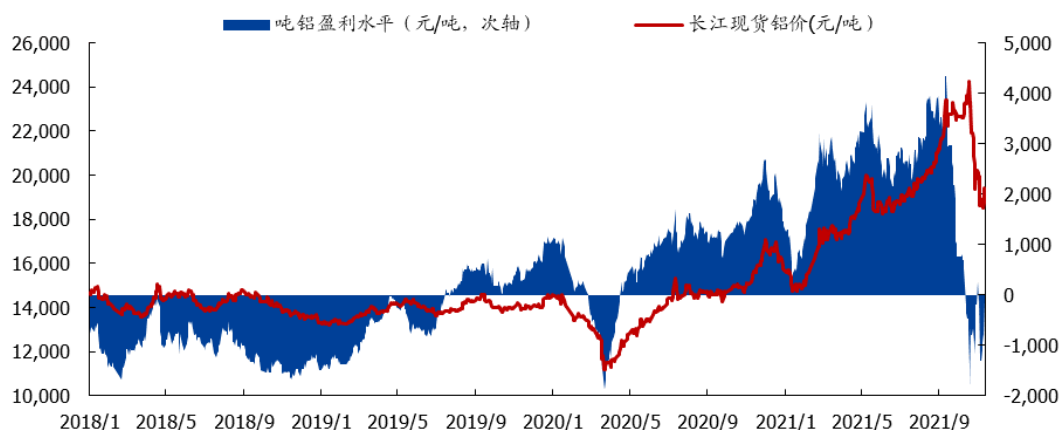
图表 26: 10 月电解铝产量环降 0.3%至 313.88 万吨 (万吨)



资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

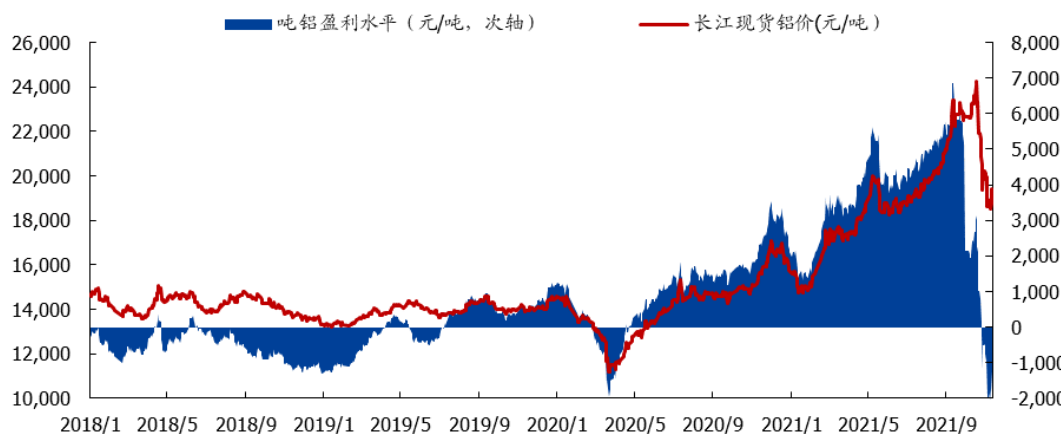
自 11 月 8 日以来以来动力煤价格（期货结算价：活跃合约）自 941 元/吨迅速回落至近 872 元/吨水平，对应自备电厂单吨电解铝电力成本回落 418 元/吨。同期氧化铝单吨价格下降至 4011 元/吨；长江现货铝价上涨 560 元/吨至 19410 元/吨。单吨电解铝（自备电厂）亏损水平已由-1309 元/吨降至-74 元/吨，但多数铝厂仍处于盈亏平衡线附近。

图表 27: 煤价回落缩小自备电厂电解铝亏损空间



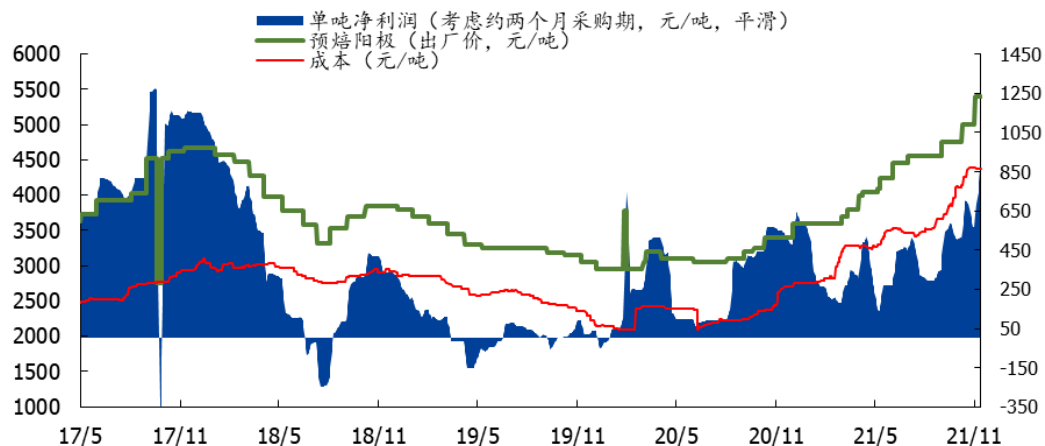
资料来源: Wind, 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 28: 至本周五外购电力电解铝亏损达 1203 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上升 140 至 829 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

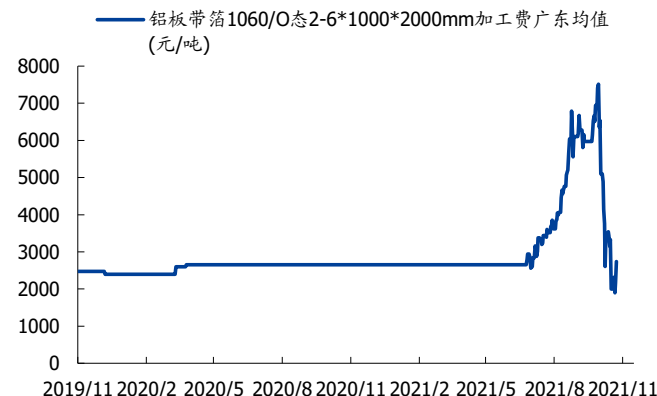
铝棒加工费高位震荡，铝板带箔加工费触底回升。铝棒加工费周内下降至 598.3 元/吨，铝板带箔加工费上升至 2740 元/吨。

图表 30: 铝棒加工费周内下降至 598.3 元/吨



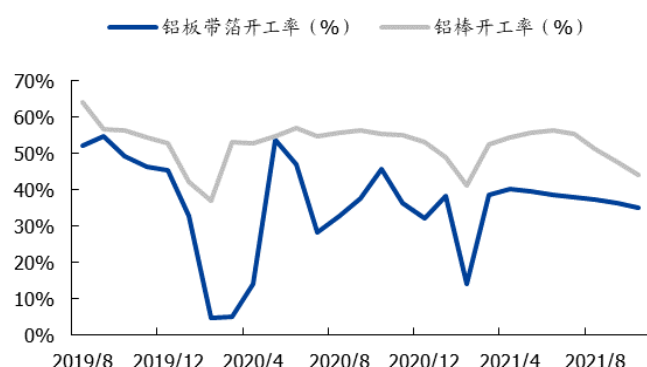
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 31: 铝板带箔加工费周内上升至 2740 元/吨



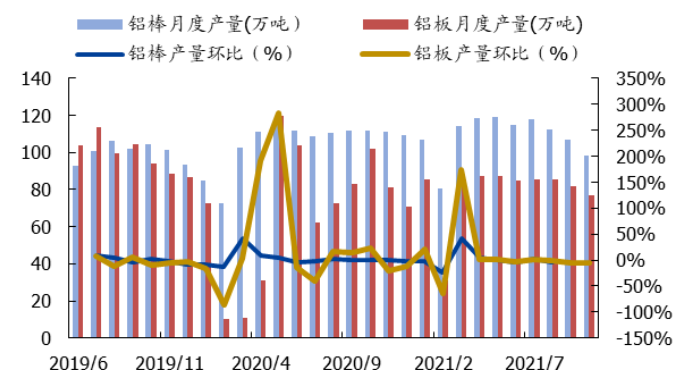
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 32: 10 月铝板带箔/铝棒开工率分别回落至 35.18%和 44.16%



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 33: 10 月铝棒、铝板产量环比减少 8%和 6%



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

### 3.3、能源金属：锂盐再迎“抢货”行情；镍价成本支撑边际弱化

#### 3.3.1、锂资源及锂盐：锂盐迎“抢货”行情，市场或者再推价格上行

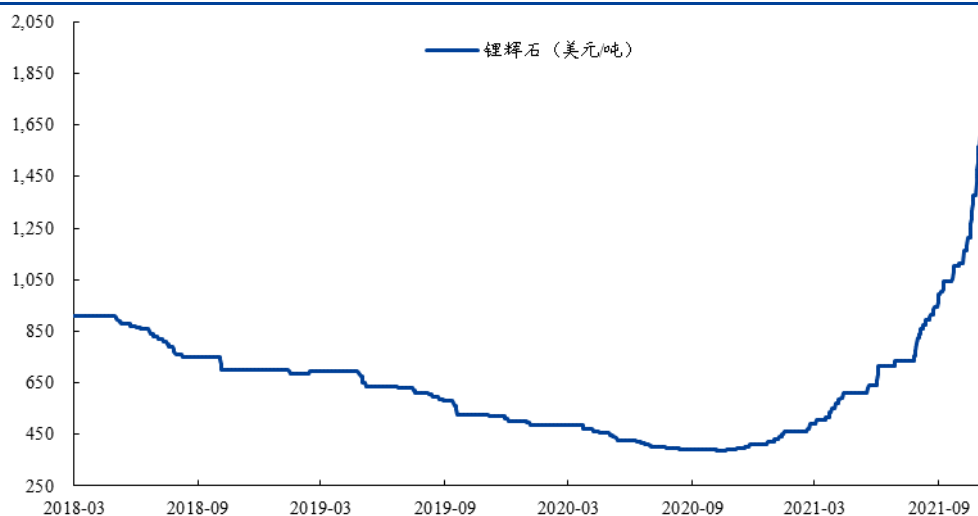
**碳酸锂：**①**价格方面：**根据百川盈孚，工业级碳酸锂报价周上升至 18.85 万元/吨，电池级碳酸锂报价周持平至 20.04 万元/吨；②**供应方面，**受气候影响，国内矿源供应进一步紧张，加工厂受原料成本持续上移影响，挺价行为强烈。部分地区限电限产并未对锂盐加工形成明显影响，整体锂盐供给仍处紧张状态。③**需求&库存方面，**1-10 月新能源车产销同比均增 1.8 倍，在下游节前补库前置&供给收缩担忧下，锂价再次开启上行趋势。当前锂精矿长协均价已达 1745 美元/吨，并仍呈上行趋势，成本推升下锂盐价格预计持续上行。

**氢氧化锂：**①**价格方面：**微粉级氢氧化锂周上升至 20.23 万元/吨，电池级氢氧化锂（粗颗粒）价格周上升至 19.55 万元/吨。②**供应方面，**国内氢氧化锂周度产量约

4289.5 吨，环比下滑 9.49%。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 Finnis (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。

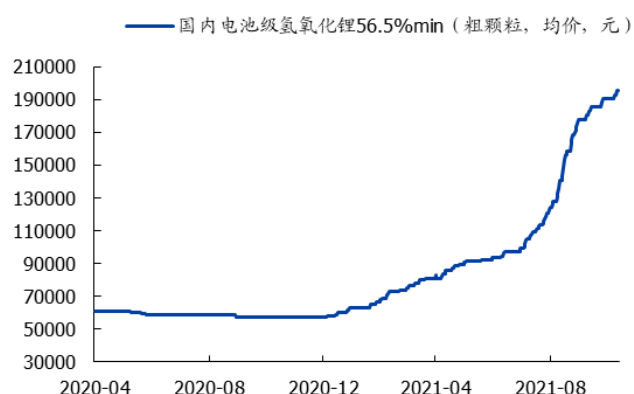
**锂辉石**：本周到港价上升至 1795 美元/吨水平 (CFR，不含税)。Pilbara 三轮拍卖结束，从前两轮拍卖结果看，每次交易结果均大幅高于当期市场均价，且交易结束后市场价格呈明显跟涨现象，成为影响市场价格新变量。

图表 34：锂辉石价格上升至 1795 (美元/吨，CFR，不含税)



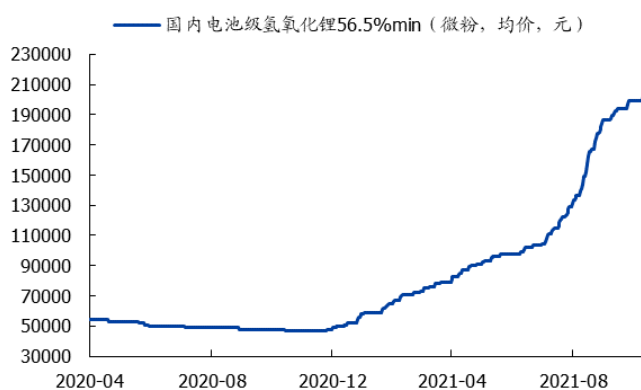
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 35：国内电池级氢氧化锂（粗颗粒）维持至 195500 (元/吨)



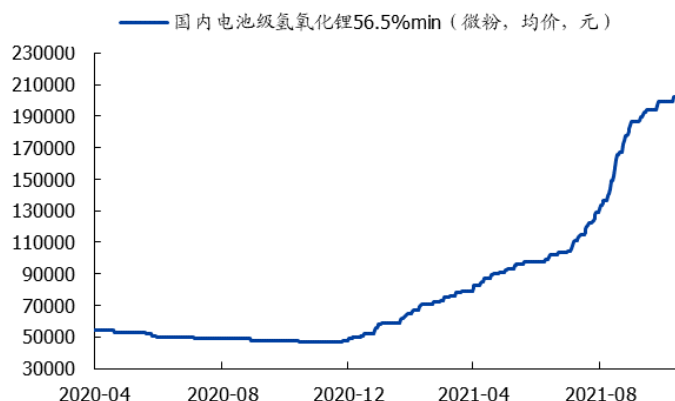
资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

图表 36：国内电池级氢氧化锂（微粉）持平 202300 (元/吨)



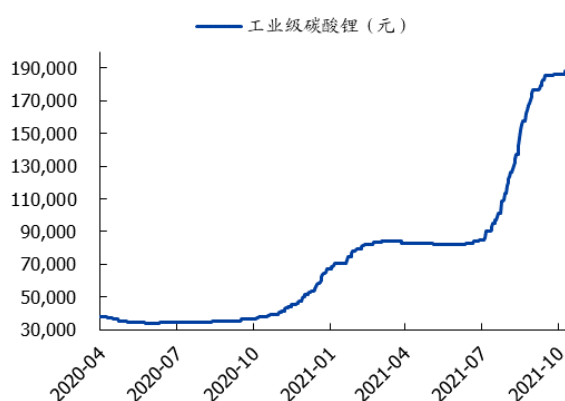
资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

图表 37: 国内电池级碳酸锂价格上升至 20.04 万元/吨 (元/吨)



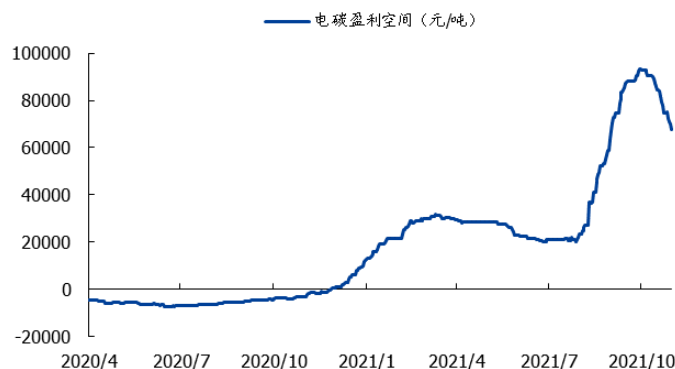
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 38: 国内工业级碳酸锂价格上升至 188500 (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 6.78 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下跌至 6.65 万元/吨



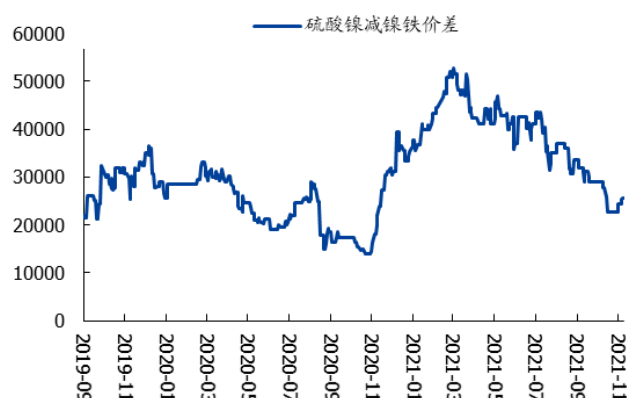
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

### 3.3.2、电池级镍盐：供需延续紧平衡态势，液碱价格下移弱化硫酸镍成本支撑

**硫酸镍：①价格方面：**本周电池级硫酸镍均价下降至 3.55 万元/吨，环比下降 0.63%；**②供应方面，**本周国内硫酸镍产量约 8280 吨，环比涨 6.29%。硫酸镍供需双稳行情延续，限电对企业生产影响逐渐减弱但下游采购需求尚未恢复。目前镍豆溶解硫酸镍经济性优于镍中间品，市场 MHP 镍成交系数普遍达 93% 左右。而伴随液碱价格下移，硫酸镍利润空间开始恢复，成本支撑弱化下镍价短期发生回落；**③需求&库存方面，**生产商库存 5655 吨，环比下降 6.76%。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上升至 2.56 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下降至 16.29 万元/吨 (元/吨)



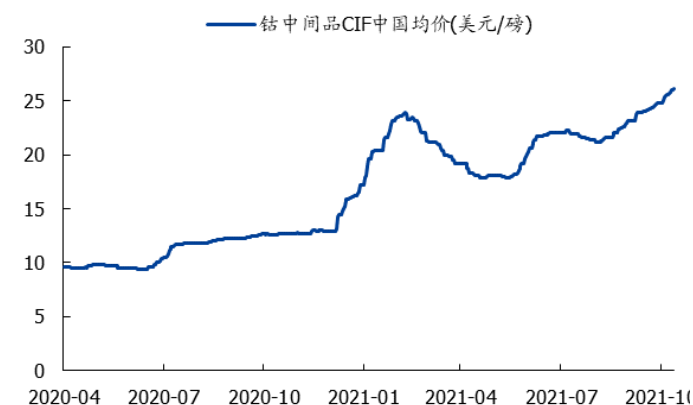
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.33、钴原料及钴盐: 供应偏紧局势未变, 采购长协窗口期支撑钴价维稳

**钴资源:** ①**价格方面:** 本周钴中间品报价 26.1 美元/磅, 周内上涨 2.29%, 折扣系数维稳于 90%; ②**供应方面,** 近期钴原料供应紧张局势略有缓解, 但国内钴盐与四氧化三钴等企业存补库诉求, 当前船期物料难有明显好转迹象, 预计原料供应偏紧局势将持续至明年一季度; ③**需求&库存方面,** 当前动力、数码、小动力等应用场景未对钴需求形成明显拉动, 钴价波动重心仍跟随成本端变动。而 11 月为海外金属钴采购长协窗口期, 多重因素影响下预计钴价短期维稳。

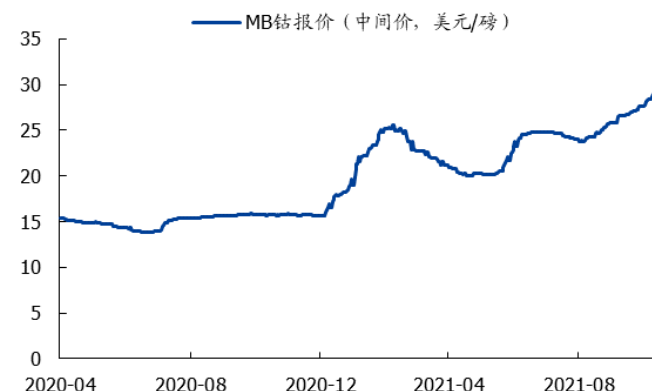
**电解钴:** 电钴价格上升, 根据百川盈孚, 99.3%含量电解钴报价上涨至 28.8 美元/磅, 海外补库需求增加导致采购热度升温。国内部分企业受能源双控影响排产下调或停产, 供给减少, 整体价格预计维持强势。

图表 43: 钴中间品价格上涨 2.29%



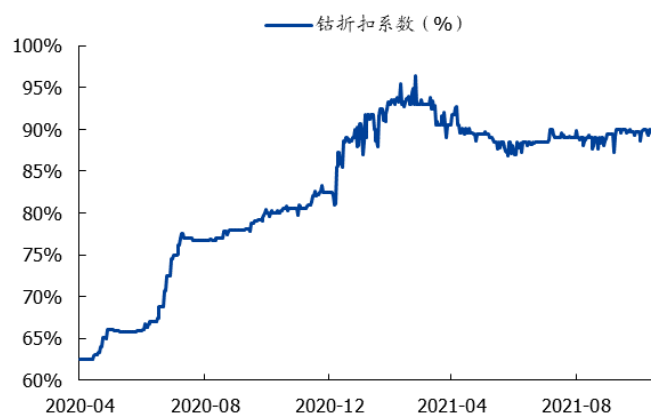
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 44: MB 钴价平均报价为 29 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 43.19 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涨至 2.11 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下跌至 3.82 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降至 4.69 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