

有色金属

铝电解环节盈利有望好转，供需支撑锂价上行趋势显著

贵金属：美通胀或为阶段性支撑金价强势核心。①**名义利率：**10月美国进口物价指数月率超预期（实际1.2%，预期1.0%，前值0.4%），物价水平上行与服务业消费升温推升通胀压力，美国就业率修复导致市场对美联储2022年以更激进力度提升基准利率提高了预期。欧洲地区再遭疫情冲击，新华社报道，欧洲多国已收紧防疫措施，导致经济修复放缓，美元指数周内自95.1上行至96.1，触及2020年8月以来新高，金价迎上行阻力。趋势上，美国通胀已影响居民消费信心，同时制造业PMI回落隐含美国工业经济修复或已度过主要发力阶段，后续进度或将进一步回落。多重要素下，美联储加息压力与诉求持续升温，对金价构成上行阻力；②**通胀预期：**美国债券市场隐含通胀自2.73%下降至2.65%，实际利率周内小幅回升，自-1.15%回升至-1.11%。从债券市场交易结果看，市场开始押注美联储2022年将开启加息行为且预期持续升温，若11月CPI进一步超预期，不排除市场大力押注美联储快速收紧流动性风险，进而形成金价与通胀成阶段性反向关系。**建议关注：赤峰黄金、山东黄金。**

基本金属：低库存形成铜价强支撑；成本下滑后铝电解盈利有望好转。铜：①**供给方面，**刚果（金）卡莫阿铜业设计建设配套铜矿产粗铜闪速熔炼厂，计划每年生产50万吨含铜99%的粗铜。规模设计适合处理卡莫阿-卡库拉I期、II期和III期选厂生产的大部分铜精矿，意味着未来卡莫阿将向市场提供粗铜中间品原料而非铜精矿。此项目预计可在约三年内完成。②**需求方面，**全球低库存去库持续，但整体降幅略有放缓。本周海关进口开票不畅或影响进口铜到货，国内低库存矛盾激发，升贴水急剧拉涨至2200元/吨高位；LME库存延续下降，但随着注销仓单比下滑至30%，LME0-3高升水回落至百元以上，现货市场转为内强外弱格局，进口窗口再次打开，进口盈利达到千元以上。高价令现货市场成交受抑，加工端采购热情不高，年尾需求整体偏弱。供给端恢复或改变国内去库趋势。关注现货价格和库存表现对铜价情绪指引。(2)**铝：**①**供给方面：**云南某铝企因铝液泄露导致全系列停槽，青海及广西部分企业因成本与能耗双控政策影响合计再度减产30万吨。冬奥会临近，山东等北方省份份进一步减产趋势，预计整体供给端开工仍维持约86%水平，对应11月电解铝产量315万吨；②**成本方面：**周内动力煤价格触底800元/吨后企稳并小幅回升，氧化铝自4011元/吨下跌至3860元/吨，周底自备电铝企铝电解环节单吨亏损约400元/吨。由于库存仍处累库状态，铝价仍未摆脱成本定价模式。后续氧化铝价预计仍将走弱，成本支撑进一步弱化，但现有价位下游已开始补库，电解铝后续走势将强于原料端，对应铝电解环节利润好转；③**需求方面：**伴随煤炭供应快速修复及价格下行，多省份供电压力缓解，下游开工重启且前期积压订单得到释放。型材上综合开工率提升，尽管步入冬季后建筑型材存季节性下滑预期，但短期开工仍有望回升，预计11月内型材将呈弱复苏状态。**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：供给走弱&成本上涨继续推高锂价；海外涨价带动国内钴行情。(1)**锂：**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，市场普遍呈现较强看涨情绪，后续锂价或延续上行趋势；(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，预计短期镍价维稳运行；(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。当前海外钴价仍呈上涨趋势，国内报价普遍跟涨，国内低成本库存已出清状态下，预计钴价维持向上趋势。**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

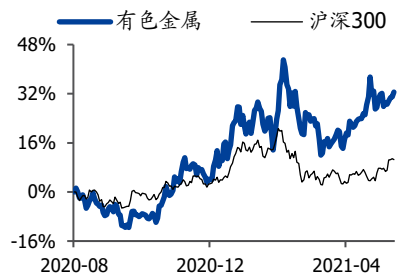
股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000762	西藏矿业	买入	-0.09	0.35	0.56	0.72	-540.9	139.1	86.9	67.6
601677	明泰铝业	买入	1.58	2.86	3.66	4.42	21.2	11.7	9.1	7.6
300390	天华超净	买入	0.49	1.35	2.97	5.11	188.7	68.5	31.1	18.1

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

请仔细阅读本报告末页声明

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：铜铝库存双改善利好价格上行；锂盐采购季开启新一轮涨价》2021-11-14
- 《有色金属：板块业绩兑现有力，结构性行情将持续演绎——2021 三季度报分析》2021-11-10
- 《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

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	16
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	16
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	18
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	15
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)	17
图表 36: 国内电池级氢氧化锂 (微粉) 持平 202300 (元/吨)	17
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%	19
图表 44: MB 钴价平均报价为 29 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 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：铝电解环节盈利有望好转，供需支撑锂价上行趋势显著

贵金属：美通胀或为阶段性支撑金价强势核心。①名义利率：10月美国进口物价指数月率超预期（实际1.2%，预期1.0%，前值0.4%），物价水平上行与服务业消费升温推升通胀压力，美国就业率修复导致市场对美联储2022年以更激进力度提升基准利率提高了预期。欧洲地区再遭疫情冲击，新华社报道，欧洲多国已收紧防疫措施，导致经济修复放缓，美元指数周内自95.1上行至96.1，触及2020年8月以来新高，金价迎上行阻力。趋势上，美国通胀已影响居民消费信心，同时制造业PMI回落隐含美国工业经济修复或已度过主要发力阶段，后续进度或将进一步回落。多重要素下，美联储加息压力与诉求持续升温，对金价构成上行阻力；②通胀预期：美国债券市场隐含通胀自2.73%下降至2.65%，实际利率周内小幅回升，自-1.15%回升至-1.11%。从债券市场交易结果看，市场开始押注美联储2022年将开启加息行为且预期持续升温，若11月CPI进一步超预期，不排除市场大力押注美联储快速收紧流动性风险，进而形成金价与通胀成阶段性反向关系。**建议关注：赤峰黄金、山东黄金。**

基本金属：低库存形成铜价强支撑；成本下滑后铝电解盈利有望好转。铜：①供给方面，刚果(金)卡莫阿铜业设计建设配套铜矿产粗铜闪速熔炼厂，计划每年生产50万吨含铜99%的粗铜。规模设计适合处理卡莫阿-卡库拉I期、II期和III期选厂生产的大部分铜精矿，意味着未来卡莫阿将向市场提供粗铜中间品原料而非铜精矿。此项目预计可在约三年内完成。②需求方面，全球低库存去库持续，但整体降幅略有放缓。本周透海关进口开票不畅或影响进口铜到货，国内低库存矛盾激发，升贴水急剧拉涨至2200元/吨高位；LME库存延续下降，但随着注销仓单比下滑至30%，LME0-3高升水回落至百元以内，现货市场转为内强外弱格局，进口窗口再次打开，进口盈利达到千元以上。高价令现货市场成交受抑，加工端采购热情不高，年尾需求整体偏弱。供给端恢复或改变国内去库趋势。关注现货价格和库存表现对铜价情绪指引。(2)铝：①供给方面：云南某铝企因铝液泄露导致全系列停槽，青海及广西部分企业因成本与能耗双控政策影响合计再度减产30万吨。冬奥会临近，山东等北方省份存进一步减产趋势，预计整体供给端开工仍维持约86%水平，对应11月电解铝产量315万吨；②成本方面：周内动力煤价格触底800元/吨后企稳并小幅回升，氧化铝自4011元/吨下跌至3860元/吨，周底自备电铝企铝解环节单吨亏损约400元/吨。由于库存仍处累库状态，铝价仍未摆脱成本定价模式。后续氧化铝价预计仍将走弱，成本支撑进一步弱化，但现有价位下游已开始补库，电解铝后续走势将强于原料端，对应铝电解环节利润好转；③需求方面：伴随煤炭供应快速修复及价格下行，多省份供电压力缓解，下游开工重启且前期积压订单得到释放。型材上综合开工率提升，尽管步入冬季后建筑型材存季节性下滑预期，但短期开工仍有望回升，预计11月内型材将呈弱复苏状态。**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：供给走弱&成本上涨继续推高锂价；海外涨价带动国内钴行情。(1)锂：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，市场普遍呈现较强看涨情绪，后续锂价或延续上行趋势；(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，预计短期镍价维稳运行；(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。当前海外钴价仍呈上涨趋势，国内报价普遍跟涨，国内低成本库存已出清状态下，预计钴价维持向上趋势。**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。**

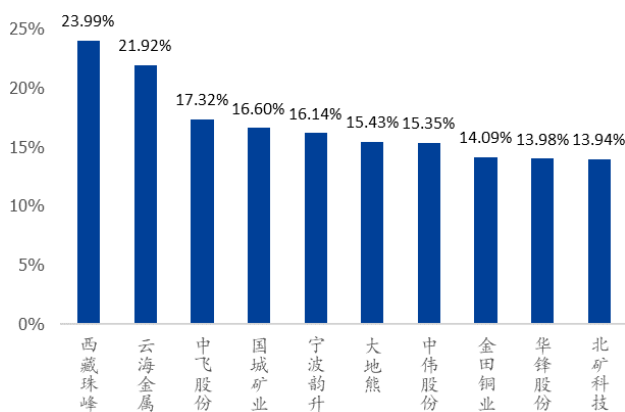
新能源景气延续带动 EV 金属行情，低库存支撑铜铝价格韧性。(1) EV 金属需求高景气叠加产业链补库诉求，锂价有望延续上行；(2) 供给受限及需求旺季来临支撑铜铝供需景气，价格高位仍具韧性。

二、周度数据跟踪

2.1、股票周度涨跌：西藏珠峰、云海金属、中飞股份涨幅分居前三

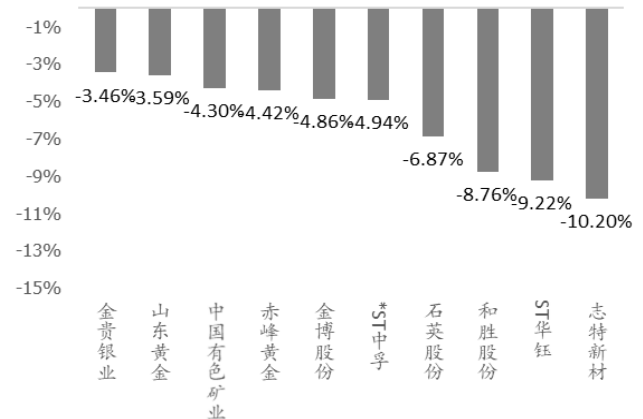
- **股票价格：**截至 11 月 19 日，有色板块涨多跌少，西藏珠峰领涨，周涨幅达 23.99%；志特新材领跌，周跌幅达 10.20%。

图表 1：本周西藏珠峰领涨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：本周志特新材领跌



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2.2、价格及库存变动：金银价格普跌，基本金属整体下跌，能源金属维稳；交易所金属库存内外盘去库明显

- **贵金属价格：**周内贵金属价格普跌，COMEX 白银领跌。黄金方面，SHFE 黄金跌至 383.3 元/克，周度下跌 0.76 元/克，周跌幅 0.2%，COMEX 黄金跌 0.9% 于 1851.6 美元/盎司；白银方面，SHFE 白银跌 85 元/千克至 5098 元/千克，周跌幅 1.64%，COMEX 白银下跌 2.23% 至 24.78 美元/盎司。

图表 3: 周内贵金属价格普跌, COMEX 白银领跌

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
COMEX 黄金	美元/盎司	1,851.60	-16.9	-0.90%	3.80%	-2.30%
COMEX 白银	美元/盎司	24.78	-0.57	-2.23%	3.47%	-6.18%
SHFE 黄金	元/克	383.30	-0.76	-0.20%	3.10%	-2.99%
SHFE 白银	元/千克	5,098.00	-85.00	-1.64%	3.91%	-8.72%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **基本金属价格:** 周内基本金属价格整体下跌, **LME 铝**领跌。本周, 铜内外盘下跌 1.14%、0.97%至 69940 元/吨、9651 美元/吨, 铝内外盘分别下跌 3.6%、0.52%至 18755 元/吨、2683 美元/吨, 锌内外盘分别下跌 3.15%、1.19%, 铅内外盘分别下跌 5.02%、5.85%, 镍内盘下跌 1.13%、外盘上涨 0.4%, 锡内外盘上涨 0.16%、2.46%。

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	2,683.0	-14.0	-0.52%	-1.85%	35.47%
LME 铜	美元/吨	9,651.0	-94.5	-0.97%	1.12%	24.47%
LME 锌	美元/吨	3,228.0	-39.0	-1.19%	-4.99%	17.42%
LME 铅	美元/吨	2,220.5	-138.0	-5.85%	-6.66%	11.67%
LME 镍	美元/吨	20,015.0	80.0	0.40%	1.94%	20.79%
LME 锡	美元/吨	38,500.0	925.0	2.46%	3.68%	89.19%
SHFE 铝	元/吨	18,755.0	-700.0	-3.60%	-7.31%	21.20%
SHFE 铜	元/吨	69,940.0	-810.0	-1.14%	-1.21%	20.65%
SHFE 锌	元/吨	22,610.0	-735.0	-3.15%	-4.52%	8.52%
SHFE 铅	元/吨	14,770.0	-780.0	-5.02%	-6.81%	0.17%
SHFE 镍	元/吨	144,700.0	-1,650.0	-1.13%	-0.26%	16.38%
SHFE 锡	元/吨	288,520.0	470.0	0.16%	10.41%	90.24%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **动力电池价格:** 本周动力电池材料整体维稳, **电池级氢氧化锂**领跌。细分来看, 锂产品方面, 本周工业级碳酸锂价格维稳于 18.85 万元/吨, 电池级碳酸锂价格维稳于 20.04 万元/吨, 电池级氢氧化锂跌 6.74%至 18.55 万元/吨, 微粉级氢氧化锂价格维稳于 20.23 万元/吨; 钴产品方面, 本周钴产品价格涨跌不一, 周内电解钴微跌 0.93%至 42.4 万元/吨, 四氧化三钴涨 1.95%至 340.5 元/千克, 硫酸钴维稳至 9.40 万元/吨; 镍产品方面, 本周镍产品价格维稳, 高镍铁维稳于 1470 元/吨, 硫酸镍维稳于 3.85 万元/吨, 电解镍上涨 0.07%至 14.82 万元/吨。

图表 5: 本周动力电池材料价格整体维稳, 电池级氢氧化锂领跌

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	18.85	0.00	0.00%	1.07%	266.20%
电池级碳酸锂	万元/吨	20.04	0.00	0.00%	2.56%	272.18%
电池级氢氧化锂	万元/吨	18.55	-1.34	-6.74%	-4.82%	250.00%
微粉级氢氧化锂	万元/吨	20.23	0.00	0.00%	1.51%	312.86%
四氧化三钴	元/千克	340.50	6.50	1.95%	4.77%	66.50%
硫酸钴	万元/吨	9.40	0.00	0.00%	1.62%	60.68%
电解钴	万元/吨	42.40	-0.40	-0.93%	3.92%	51.97%
硫酸镍	元/吨	38,500.00	0.00	0.00%	-0.65%	21.26%
高镍铁	元/镍	1,470.00	0.00	0.00%	-2.65%	37.38%
电解镍	万元/吨	14.82	0.01	0.07%	1.51%	15.51%

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, 铜内外盘去库效应明显。铝库存内外盘分化, SHFE 铝库存增加 5.01%至 32.32 万吨, LME 铝去库 2.67%至 94.87 万吨, COMEX 铝去库 2.58%至 3.48 万吨; 铜方面, SHFE 铜去库 8.2%至 3.49 万吨, LME 铜去库 10.39%至 8.99 万吨; LME 锡累库 10.65%至 0.09 万吨, SHFE 锡去库 0.03 万吨至 0.25 万吨; 镍外盘去库 5.25%至 12.34 万吨, 镍内盘去库 19.25%至 0.68 万吨。

图表 6: 本周交易所基本金属库存内外盘持续去库, 铜内外盘去库效应明显

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	94.87	-2.605	-2.67%	-9.03%	-29.51%
	SHFE 万吨	32.32	1.543	5.01%	12.49%	44.14%
	COMEX 万吨	3.48	-0.092	-2.58%	-7.15%	-25.03%
铜	LME 万吨	8.99	-1.043	-10.39%	-35.88%	-16.74%
	SHFE 万吨	3.49	-0.312	-8.20%	-29.21%	-59.72%
	COMEX 万吨	5.81	0.082	1.43%	1.58%	-25.08%
锌	LME 万吨	17.74	-0.588	-3.21%	-10.13%	-12.28%
	SHFE 万吨	6.50	-0.562	-7.96%	-13.21%	127.28%
铅	LME 万吨	5.76	0.388	7.22%	4.49%	-56.86%
	SHFE 万吨	15.05	-1.186	-7.31%	-12.76%	228.14%
镍	LME 万吨	12.34	-0.683	-5.25%	-13.69%	-49.96%
	SHFE 万吨	0.68	-0.162	-19.25%	-14.24%	-62.43%
锡	LME 万吨	0.09	0.009	10.65%	37.50%	-50.53%
	SHFE 万吨	0.25	-0.030	-10.99%	143.31%	-55.16%

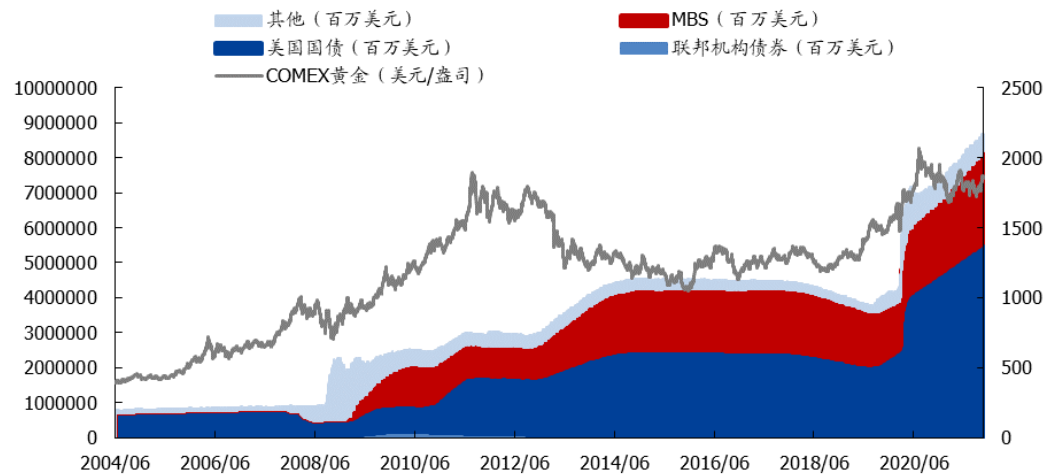
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三、铝电解环节盈利有望好转，供需支撑锂价上行趋势显著

3.1、黄金：美通胀或为阶段性支撑金价强势核心

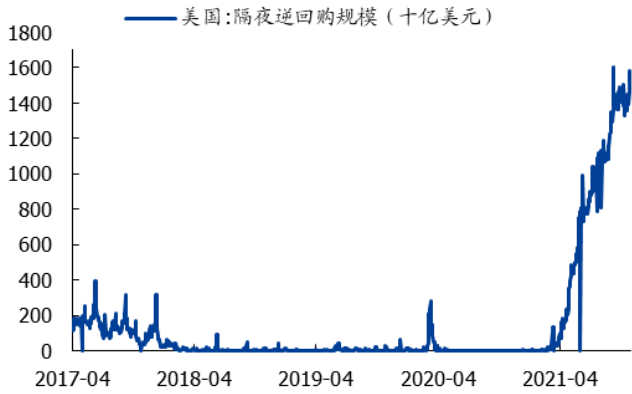
黄金：①名义利率：周内十年期美债利率自 1.58% 回调至 1.54%，10 年-2 年期美债利率自 -1.05% 回升至 -1.02%。10 月美国进口物价指数月率超预期（实际 1.2%，预期 1.0%，前值 0.4%），零售销售月率实际 1.7%，预期 1.2%，前值 0.8%，物价水平上行与服务消费升温推升通胀压力增长，而随着美国就业率修复，市场对美联储 2022 年以更激进力度提升基准利率提高了预期。债券市场上实际利率边际上移而隐含通胀回落。此外，欧洲地区再次遭受疫情冲击，根据新华社报道，欧洲多国已收紧防疫措施，导致经济修复放缓，美元指数快速周内自 95.1 上行至 96.1，触及 2020 年 8 月以来新高，对应金价迎上行阻力。趋势上看，当前美国通胀已影响居民消费信心，同时制造业 PMI 回落隐含美国工业经济修复或已度过主要发力阶段，后续进度或将进一步回落。多重要素下，美联储加息压力与诉求持续升温，对金价构成上行阻力；**②通胀预期：**美国债券市场隐含通胀自 2.73% 下降至 2.65%，实际利率周内小幅回升，自 -1.15% 回升至 -1.11%。从债券市场交易结果看，市场开始押注美联储 2022 年将开启加息行为且预期持续升温，若 11 月 CPI 进一步超预期，不排除市场大力押注美联储快速收紧流动性风险，进而形成金价与通胀成阶段性反向关系。

图表 6：美联储扩表仍在继续



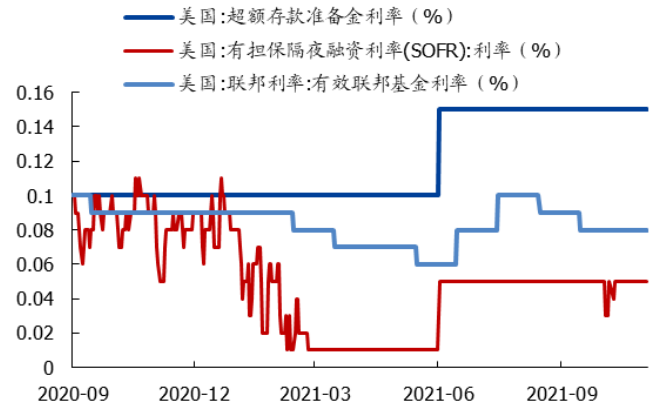
资料来源：Wind，国盛证券研究所

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



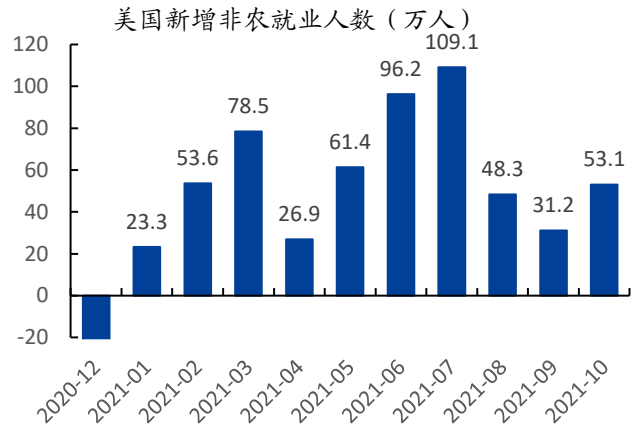
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 周内美十债利率周内下跌至 1.54%



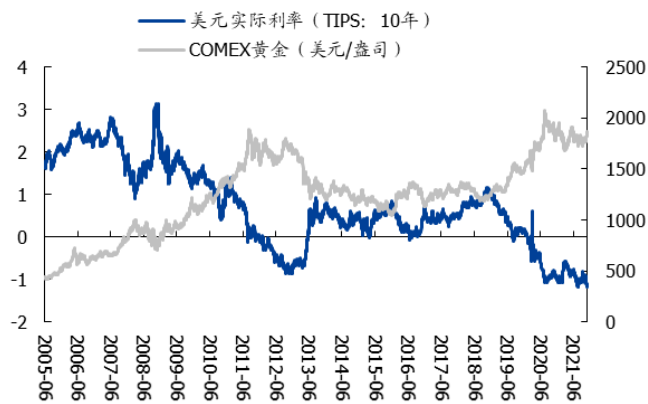
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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升至-1.11% (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 金银比周内回升至 74.72



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 周内隐含通胀上涨至 2.65%



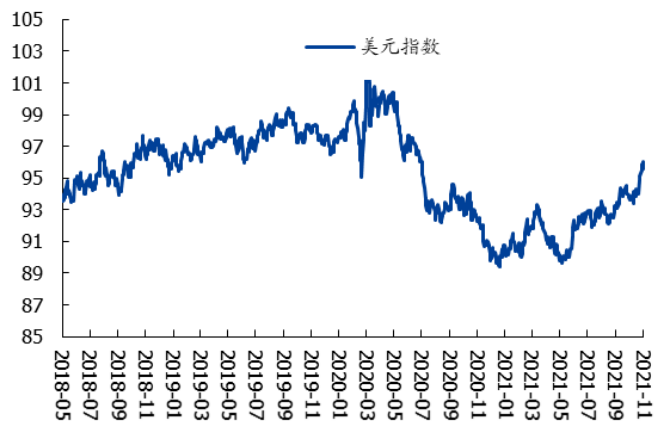
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 铜金比横盘下跌至 5.17



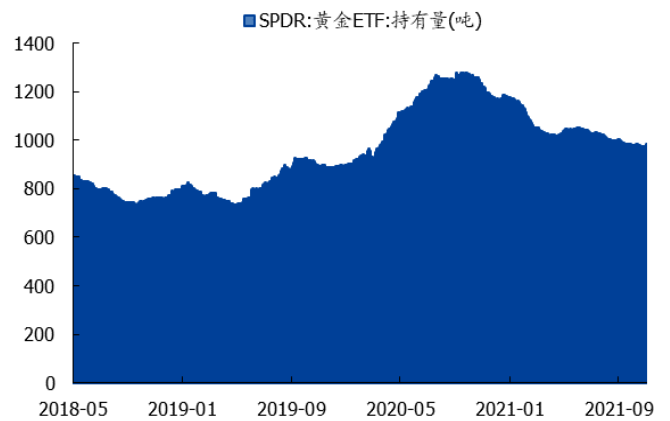
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 美元指数刷新高位至 96.07



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 985 吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2、工业金属：低库存形成铜价强支撑；成本下滑后铝电解盈利有望好转

3.2.1、铜：国内低库存矛盾激发现货高升水，期货价仍具强支撑

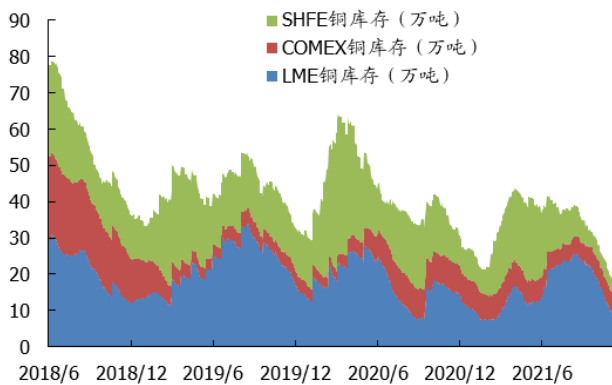
国内低库存矛盾激发现货高升水，期货价仍具强支撑。①本周沪铜下跌 1.14%至 69940 元/吨，伦铜下跌 0.97%至 9651 美元/吨，沪伦比由 7.18 上升至 7.25。全球铜库存（国内社库（含 SHFE）+保税+LME+COMEX 交易所）为 40.73 万吨，环比减少 1.10 万吨，其中社会库存小幅累库 0.96 万吨，保税区库存减少 1.1 万吨，LME 库存减少 1.04 万吨，COMEX 铜库存累库 0.08 万吨，上期所库存减少 0.31 万吨；②宏观方面，美国 10 月零售销售月率上升 1.7%，创 3 月以来新高，美元触及 16 个月以来高位。疫情后经济恢复及高通胀忧虑推动美元看涨情绪持续升温，压制金属商品价格。③供给方面，刚果(金)卡莫阿铜业设计建设配套铜矿产粗铜闪速熔炼厂，计划每年生产 50 万吨含铜 99%的粗铜。规模设计适合处理卡莫阿-卡库拉 I 期、II 期和 III 期选厂生产的大部分铜精矿，意味着未来卡莫阿将向市场提供粗铜中间品原料而非铜精矿。此项目预计可在约三年内完成。④需求方面，全球低库存去库持续，但整体降幅略有放缓。本周传海关进口开票不畅或影响进口铜到货，国内低库存矛盾激发，升贴水急剧拉涨至 2200 元/吨高位；LME 库存

延续下降，但随着注销仓单比下滑至 30%，LME0-3 高升水回落至百元以上，现货市场转为内强外弱格局，进口窗口再次打开，进口盈利达到千元以上。高价令现货市场成交受抑，加工端采购热情不高，年尾需求整体偏弱。供给端恢复或改变国内去库趋势。关注现货价格和库存表现对铜价情绪指引。

(2) 全球铜库存及加工费跟踪

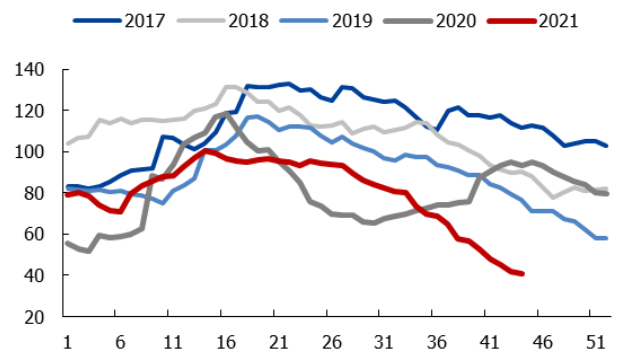
至 11 月 19 日，全球铜库存（国内社库+保税+LME+COMEX 交易所）为 40.73 万吨，环比减少 1.1 万吨，年内峰值为 100 万吨。国内方面，国内社会库存累库 0.96 万吨至 9.33 万吨，SHFE 去库 0.31 万吨至 3.49 万吨，保税区去库 1.1 万吨至 16.6 万吨，中国总库存（社库+保税）共减少 0.14 万吨至 25.93 万吨。国外方面，LME 库存减少 1.04 万吨至 8.99 万吨，COMEX 铜库存累库 0.08 万吨至 5.81 万吨。

图表 17: 三大交易所去库 1.27 万吨至 18.29 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 1.1 万吨至 40.73 万吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

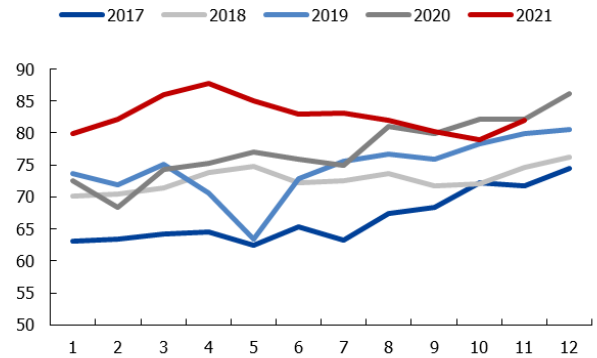
LME Week 长单谈判期，现货市场成交清淡，TC 价格延续下滑。9 月以来国内 TC 价格持续下滑，本周 TC 小幅下滑至 61.75 美元/吨。生产方面，SMM 数据显示，因限电、检修等影响，10 月中国电解铜产量为 78.9 万吨，连续 6 个月下降。10 月下旬以来，各省限电高峰期已过，政策上有明显缓解趋势，预计 11 月产量环比升至 81.94 万吨。据 Mysteel 调研，东营方圆 30 万吨/年粗炼产能已于 10 月底正式投料试产。本周铜杆加工费维稳于 800 元/吨。铜价上涨刺激近期精废价差从 1886 元/吨上涨至 2881 元/吨，废铜价格优势趋强。

图表 19: 本周铜粗炼费回调至 61.75 美元/干吨



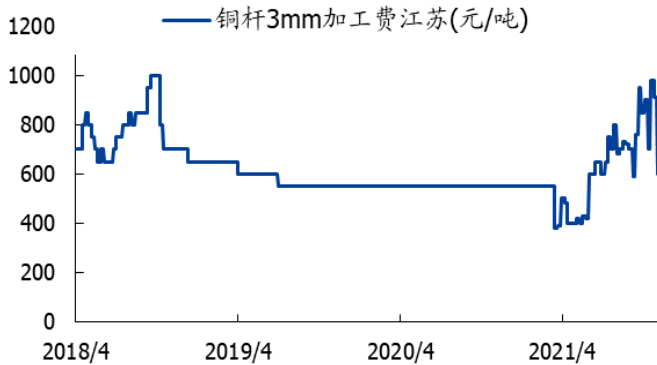
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 国内 10 月电解铜产量为 78.9 万吨 (万吨)



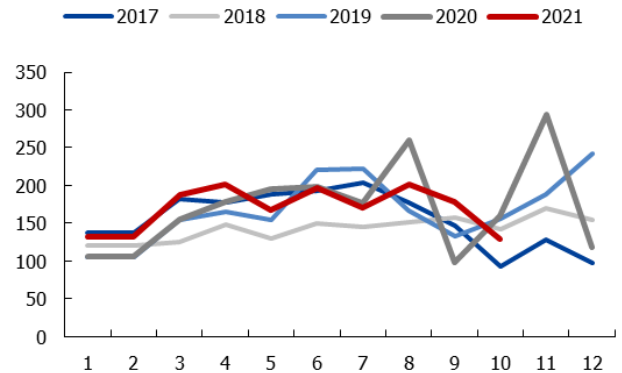
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 本周铜杆加工费维稳于 800 元/吨



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 22: 10 月国内铜材产量达 129 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: 铝价回落后下游采购回温, 成本要素弱化下铝电解盈利空间有望修复

(1) 周度观点

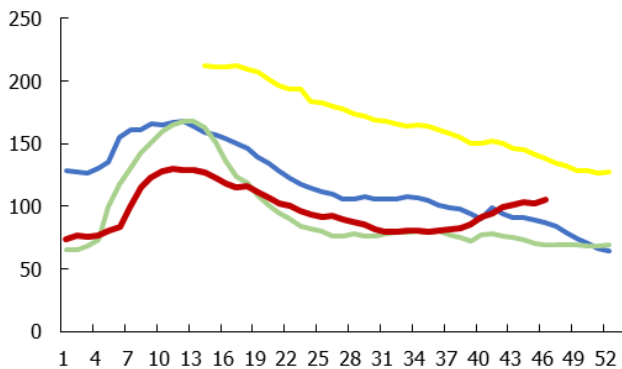
价格方面: 本周铝价大幅下跌, 沪铝周内大跌 3.6% 至 18755 元/吨, LME 铝微跌 0.52% 至 2683 美元/吨; **库存方面:** 三大交易所库存下降 1.15 万吨至 130.67 万吨, 其中 LME 库存降 2.61 万吨至 94.87 万吨, SHFE 库存增加 1.54 万吨至 32.32 万吨, 延续外去内增趋势。根据百川盈孚, 本周国内社库增加 2.85 万吨至 105.47 万吨, 高出去年同期 36.21 万吨; **供给方面:** 根据 Mysteel 统计, 周内云南某铝企因铝液泄露导致全系列停槽, 预计减产产能 27 万吨, 青海及广西部分企业因成本与能耗双控政策影响, 合计再度减产 30 万吨。同时随着冬奥会临近, 双限政策仍在推进, 山东等北方省份存进一步减产趋势。而目前即便部分省份在电力缓解下开始复产, 但成本约束难有大规模释放, 预计整体供给端开工仍维持目前约 86% 产能利用率, 对应 11 月电解铝产量月 315 万吨; **成本方面:** 周内动力煤价格触底 800 元/吨后企稳并小幅回升, 氧化铝自 4011 元/吨下跌至 3860 元/吨, 对应自备电厂含税生产成本约 1.9 万元/吨, 周底铝电解环节单吨亏损约 400 元/吨。周内成本端再次下探, 由于库存整体仍处于累库状态, 导致铝价仍未摆脱成本定价模式。向后看, 氧化铝预计仍处下跌趋势, 成本支撑将进一步弱化, 但现有价位下游已开始补库, 预计电解铝后续走势将强于上游原料端, 对应铝电解环节利润好转; **需求方面:** 国内表观库存累库 2.85 万吨, 延续原累库预期。伴随煤炭供应快速修复及价格下行, 多省

份供电压力缓解，下游开工重启且前期积压订单得到释放。板带箔材方面，整体订单依旧饱满，主要企业维持生产饱满状态且排产期普遍在30天以上，预计年底前将维持满产状态；型材上综合开工率提升，尽管步入冬季后建筑型材存季节性下滑预期，但短期开工仍有望回升，同时工业型材需求量稳步上涨，预计11月内型材将呈弱复苏状态。

(2) 库存情况周度变化

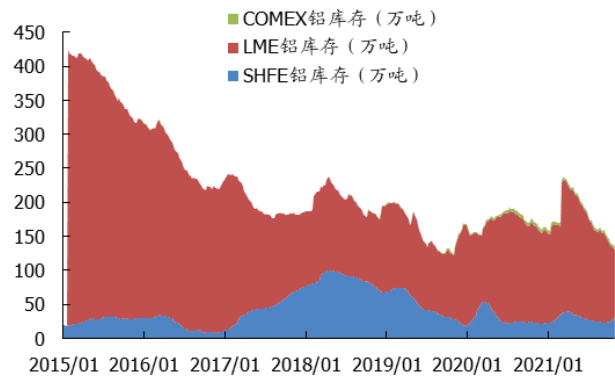
海外电解铝库存持续下降，国内社库延续上行趋势：本周三大交易所去库1.15万吨至130.67万吨，其中LME库存单周降2.61万吨至94.87万吨，呈高速去库状态。根据百川盈孚，本周国内社库累库2.85万吨至105.47万吨，社库比去年同期增加36.21万吨。海外铝企因供电成本影响，前期关停产能难以复产，LME去库仍是全球交易所库存下降的主要因素，而随着制造业需求经济回温，预计海外仍将延续去库状态。

图表 23: 本周国内电解铝社库累库 2.85 吨至 105.47 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 1.15 万吨至 130.67 万吨

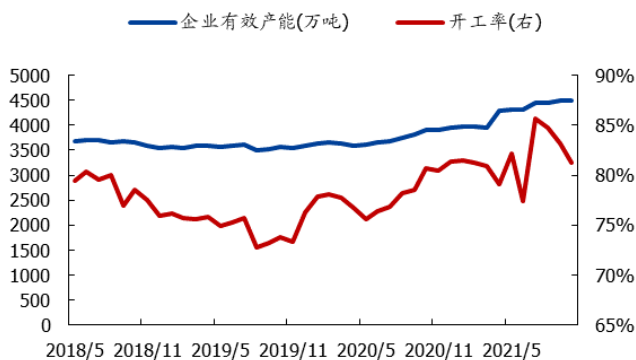


资料来源：Wind，国盛证券研究所

(3) 产业开工率及运营情况

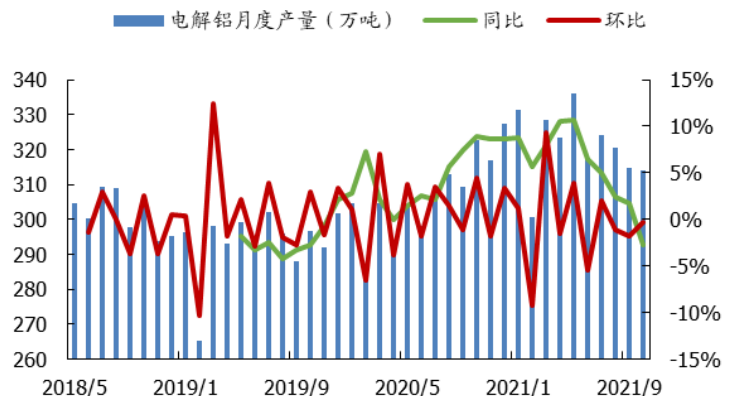
10月电解铝产量环降0.3%至313.88万吨，开工水平仍受压制。国内10月电解铝生产313.88万吨，较去年同期同比下降2.8%，环比下滑0.3%。9月供给侧在省份限电压产等诸多因素影响下，月度产量录得314.71万吨，环比小幅下滑，明显低于4、5月水平。10月多省份再传限电压负荷消息，11月电解铝产量或进一步走弱，建议继续关注国内电解铝开工数据。

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)

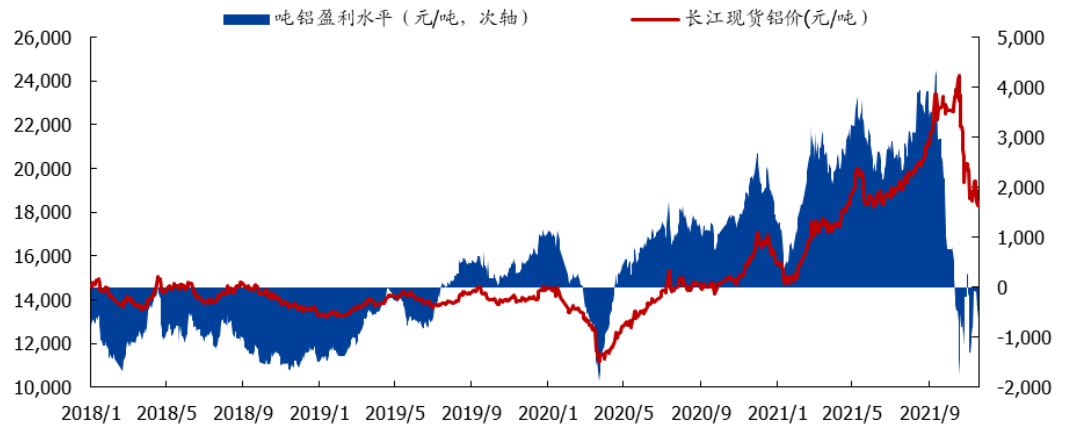


资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

周内动力煤价格（期货结算价：活跃合约）自872元/吨小幅回落至838元/吨水平，对应自备电厂单吨电解铝电力成本回落187元/吨至5852元/吨；同期氧化铝单吨价格下

降至 3860 元/吨。长江现货铝价大幅下行 870 元/吨至 18540 元/吨，单吨电解铝（自备电厂）亏损水平由-74 元/吨变为-399 元/吨，多数铝厂仍处于盈亏平衡线附近。

图表 27: 沪铝价格回落增加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利润降低 512 元/吨至 674 元/吨



资料来源: Wind, 百川盈孚, 国盛证券研究所 注: 电价以 0.4 元/kwh 测算

图表 29: 预焙阳极单吨净利周内下降 96 元/吨至 745 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

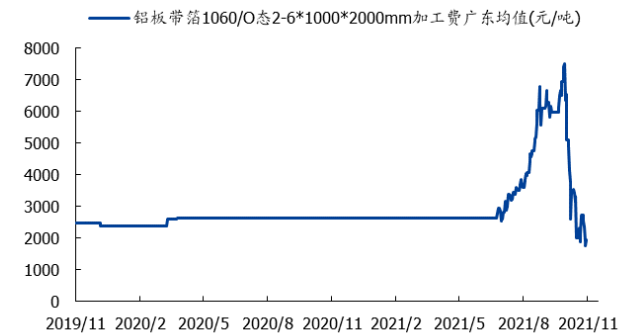
铝棒加工费保持高位, 铝板带箔加工费延续回调。铝棒加工费周内抬升至 693.3 元/吨, 铝板带箔加工费下降至 1940 元/吨。

图表 30: 铝棒加工费周内抬升 95 元/吨至 693.3 元/吨



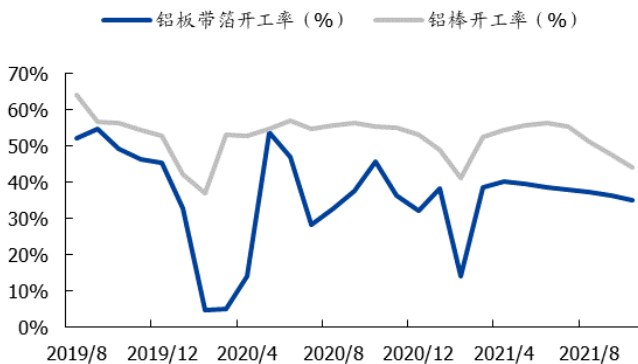
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 31: 铝板带箔加工费周内下降 800 元/吨至 1940 元/吨



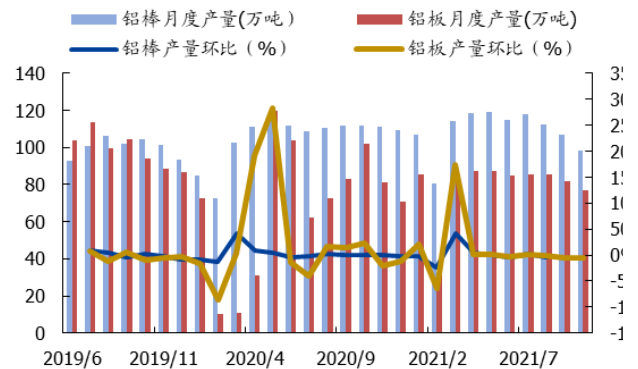
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

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：供给走弱&成本上涨继续推高锂价；海外涨价带动国内钴行情

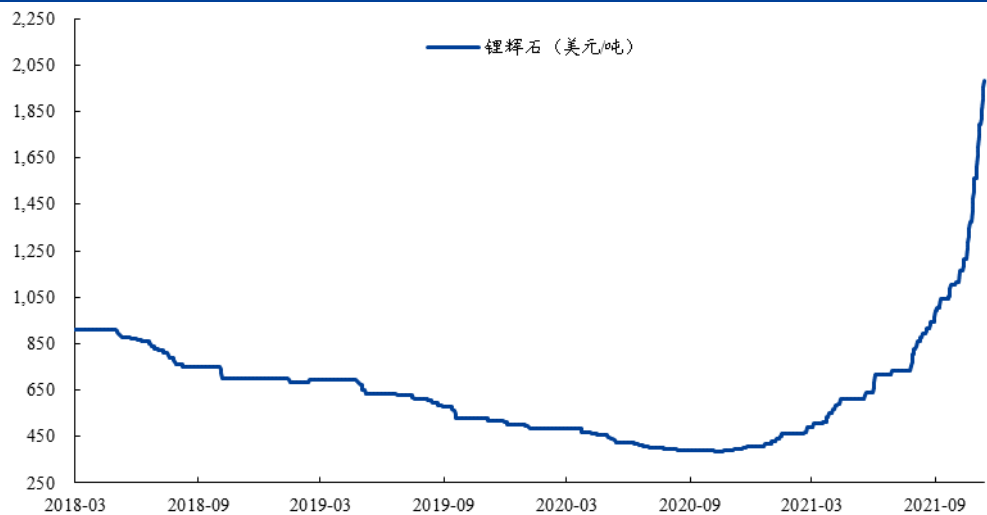
3.3.1、锂资源及锂盐：冬季供给走弱恶化锂供给情况，新能源车产销高增继续演绎锂价行情

碳酸锂：①价格方面：根据百川盈孚，工业级碳酸锂报价为 18.85 万元/吨，与上周持平；电池级碳酸锂报价为 20.04 万元/吨，与上周持平；目前国内锂辉石长协价格在 1730-1760 美元/吨，成本压力增加，电池级碳酸锂盈利空间下降至 5.41 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，市场普遍呈现较强看涨情绪，后续锂价延续上行趋势。**③需求&库存方面，**1-10 月，新能源汽车产销分别完成 256.6 万辆和 254.2 万辆，同比均增长 1.8 倍。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：微粉级氢氧化锂维持周持平于 20.23 万元/吨，电池级氢氧化锂（粗颗粒）价格周持平于 19.55 万元/吨。**②供应方面，**国内氢氧化锂周度产量约 4373 吨，环比抬升 1.95%。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。

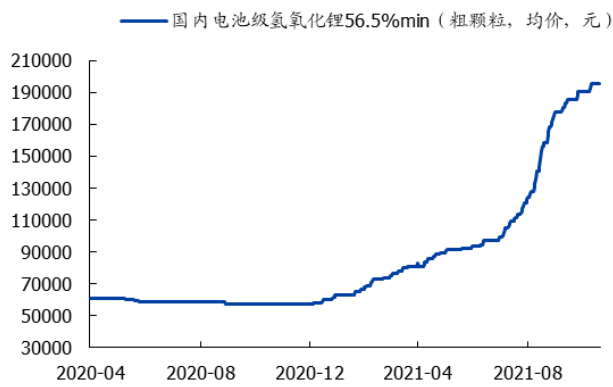
锂辉石：本周到港价大幅上升 190 美元/吨至 1985 美元/吨水平（CFR，不含税）。Pilbara 三轮拍卖结束，从前两轮拍卖结果看，每次交易结果均大幅高于当期市场均价，且交易结束后市场价格呈明显跟涨现象，成为影响市场价格新变量。

图表 34：锂辉石价格上升至 1985（美元/吨，CFR，不含税）



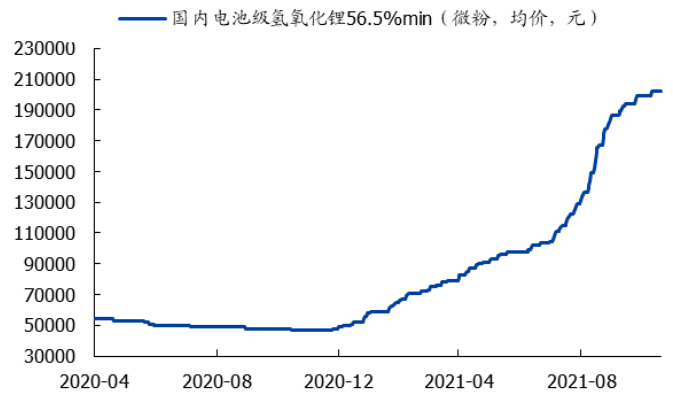
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 35: 国内电池级氢氧化锂(粗颗粒)持平于 195500 (元/吨)



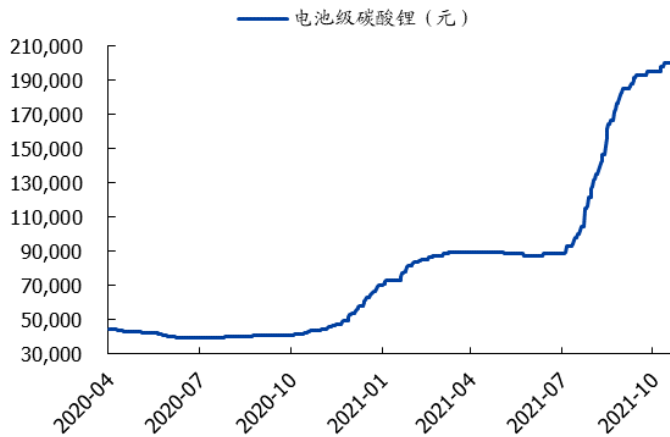
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 36: 国内电池级氢氧化锂(微粉)持平于 202300 (元/吨)



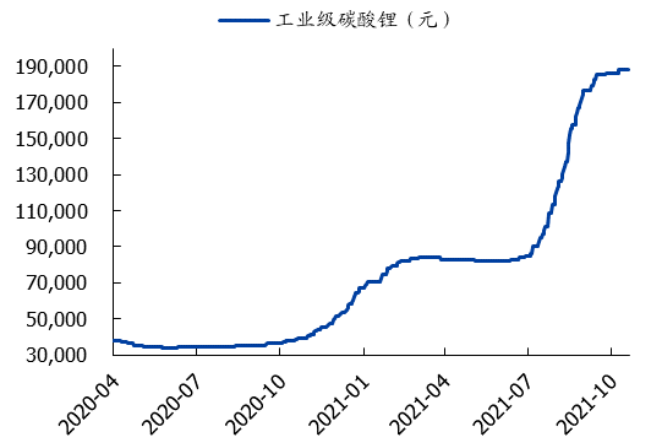
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 37: 国内电池级碳酸锂价格持平于 20.04 万元/吨 (元/吨)



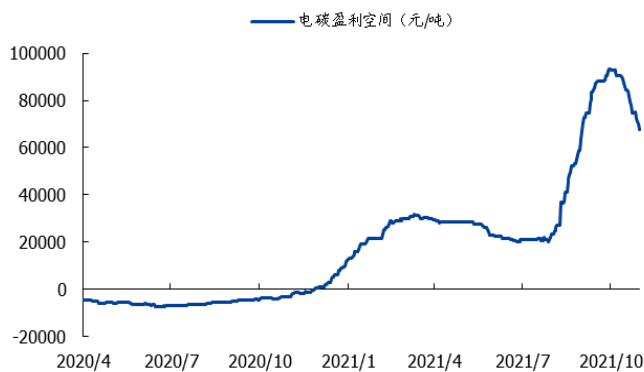
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 38: 国内工业级碳酸锂价格持平于 18.85 万元/吨 (元/吨)



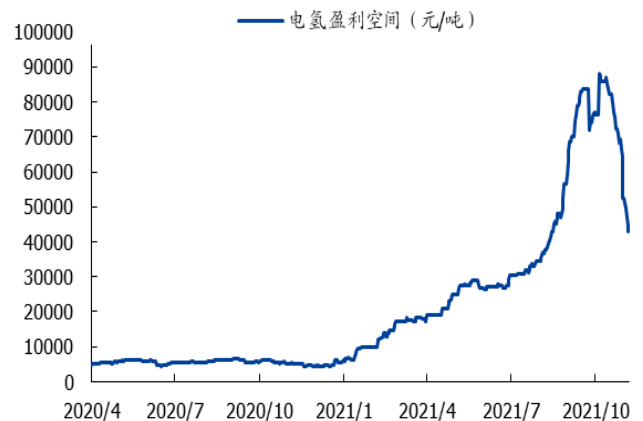
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 39: 电池级碳酸锂盈利空间下降至 5.60 万元/吨 (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 4.28 万元/吨 (元/吨)

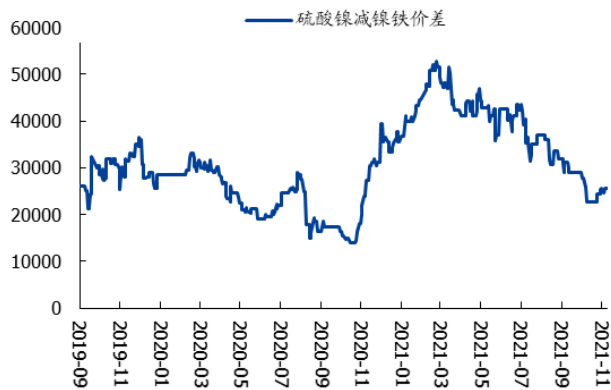


资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

3.3.2、电池级镍盐：供需双稳延续，成本支撑下镍价预计维稳运行

硫酸镍：①**价格方面：**本周电池级硫酸镍均价持平于 3.85 万元/吨；②**供应方面，**本周国内硫酸镍产量约 8260 吨，环比微降 0.64%。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；③**需求&库存方面，**生产商库存 6040 吨，环比抬升 6.81%。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差周维稳至 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持平于 16.29 万元/吨（元/吨）



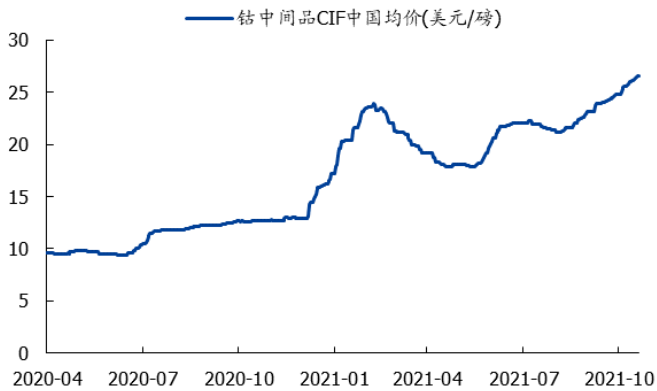
资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.3.3、钴原料及钴盐：供应偏紧局势未变，海外价格上行带动国内钴价跟涨

钴资源：①**价格方面：**本周钴中间品报价 26.6 美元/磅，周内上涨 1.9%，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。当前海外钴价仍呈上涨趋势，国内报价普遍跟涨，国内低成本库存已出清状态下，预计钴价维持向上趋势。

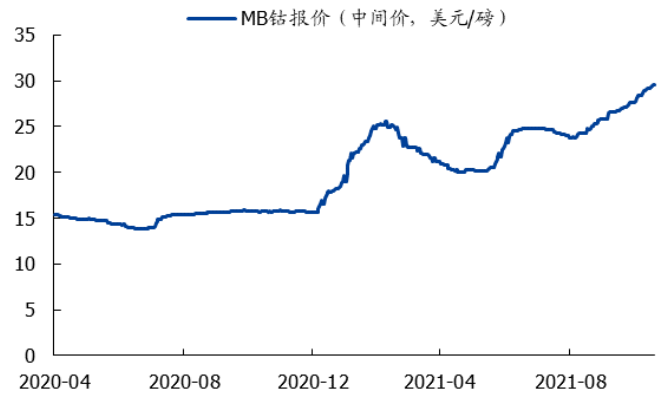
电解钴：电钴价格上升，根据百川盈孚，99.3%含量电解钴报价上涨至 29.2 美元/磅，海外补库需求增加导致采购热度升温。国内部分企业受能源双控影响排产下调或停产，供给减少，整体价格预计维持强势。

图表 43: 钴中间品价格上涨 1.9%至 26.6 美元/磅



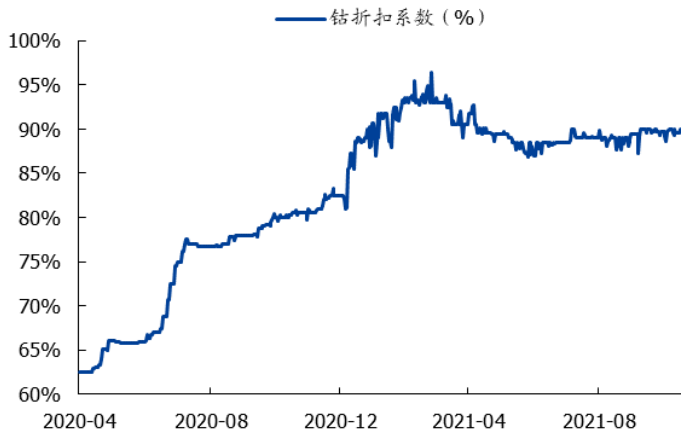
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 44: MB 钴价平均报价抬升至 29.55 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下行至 43 万元/吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 47: 国内外钴价差周内大幅下行至 0.99 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 3.18 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震荡回升至 4.78 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