

有色金属

铝电解盈利空间再次释放，疫情再扰钴供应链

贵金属：美联储“鹰派”氛围浓厚，“调通胀轻疫情”政策风格或阶段性压制金价。①**名义利率：**11月失业率与新增非农就业人口再次背离，新增非农就业录得21万人，低于预期值55万人与前值54.6万人，失业率再次回落至4.2%，低于预期值4.5%与前值4.6%，后续就业进一步修复需关注劳动参与率水平，就业市场修复已为收紧流动性提供基础。美联储周内“鹰派”言论频发，官员发声缩短Taper执行窗口期并提前提高基准利率，美联储将“暂时性通胀”描述删除，证明政策端执行风向标由就业转移至降通胀；②**通胀预期：**拜登周四发表讲话，美国政府冬季抗击新冠肺炎的计划中不会包括新的封锁计划，疫苗接种与佩戴口罩可支撑美国在疫情上控制。政府讲话缓解资本市场对新疫情毒株恐慌心理。通胀预期明显回落，短期利率上移佐证市场预期流动性收紧操作提前来临，金价短期压制力量较为明显。**建议关注：赤峰黄金、山东黄金。**

基本金属：铜低库存依然构成价格支撑；铝电解环节盈利开始兑现。铜：①**价格方面：**新冠发酵令铜价承压回落到7万整数位以下，美国鹰派加息预期引导铜价重心继续下移，短期看美国政策端扰动构成铜价上方核心压力。②**供给方面：**由于道路封锁，秘鲁最大铜矿之一Las Bambas（产量40万/年）将在12月中旬前关闭生产，矿端持续存生产干扰；国内限电潮结束后，11月电解铜产量环比增加3.65万吨至82.59万吨。③**需求方面：**11月电线电缆企业开工率为85.55%，环比增加5.10个百分点，出现明显改善。一方面存在年底赶工需求，另外期铜及现货升贴水价格双双回落，低铜价提高下游采购生产积极性。全球总库存量保持较快下滑，国内SHFE库存在上周小幅回升后本周再次减少5800吨，年尾累库迟迟未到，显示国内铜材加工端消费或好于终端数据指引。宏观承压下，基本面去库托底铜价下方空间；(2)**铝：①供给方面：**河南、贵州等省份电力供应不足问题虽有缓解，但电解铝已减/停产恢复缓慢，主因能耗双控指标压制下“双高”产业开工优先级明显靠后。我们维持全年3886万吨产量预期，对应供给增幅4.4%；②**成本方面：**周内动力煤价格小幅下降至831元/吨，氧化铝自3494元/吨下跌至3320元/吨，对应自备电厂含税生产成本约1.80万元/吨，长江现货铝价下跌550元/吨至18670元/吨，单吨电解铝（自备电厂）盈利水平周内盈利下降至637元/吨。周内电解铝成本支撑逻辑持续弱化，随着下游采购大幅回温，铝电解环节重回瓶颈属性，单吨盈利开始改善。向后看，氧化铝预计仍处下跌趋势，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延续好转；③**需求方面：**国内表现库存去库3.7万吨，铝价下跌后重回去库水平。下游采购上，铝杆、铝线缆材订单大幅修复，带动单吨加工费上移。尽管当前建筑型材消费尚待修复，但工艺型材前期积压订单快速释放，带动现有采购关系修复。随着成本要素进一步下修及下游采购释放，铝电解单吨利润空间有望持续释放。**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：华友钴业湿法镍项目正式投产；变异毒株再扰钴供给。(1)**锂：**锂精矿供应紧张导致价格处于高位，在成本面上提振锂盐市场。受盈利空间收窄、气候和政策影响，锂盐厂开工情况不佳，供应收紧；三元材料以及磷酸铁锂等下游产品需求旺盛，下游厂家询盘积极，供需缺口边际增大，支撑市场成交价格重心维持高位；(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：**南非地区发现变异毒株，目前新疫情已对钴供应链形成扰动，部分船期不确定性将持续至2022年一季度，国内到港后续或再迎下滑。**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，锂价有望继续上行；(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。

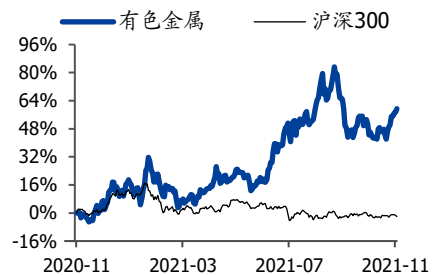
重点标的

| 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

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：铝下游采购修复带动库存止升回落，铝价攀升助推锂价上行》2021-11-28
- 《有色金属：定调新方向：基本金属盈利重回中游，新能源新材料细分赛道迎机遇——2022年度策略》2021-11-27
- 《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》2021-11-21

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: 本周鑫铂股份领涨..... | 5 |
| 图表 2: 本周银河磁体领跌..... | 5 |
| 图表 3: 周内贵金属价格普跌，SHFE 白银领跌..... | 6 |
| 图表 4: 周内基本金属内外盘涨跌分化，LME 铜领涨..... | 6 |
| 图表 5: 本周动力电池材料涨跌不一，工业级碳酸锂领涨..... | 7 |
| 图表 6: 美联储扩表放缓..... | 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: 周内美十债利率周内下跌至 1.35%..... | 9 |
| 图表 10: 11 月美国新增非农就业人数回调至 21 万人..... | 9 |
| 图表 11: 周内美元实际利率回调至-1.08%（%）..... | 9 |
| 图表 12: 金银比周内回升至 79.35..... | 9 |
| 图表 13: 周内隐含通胀回落至 2.43%..... | 10 |
| 图表 14: 铜金比横盘回升至 5.38..... | 10 |
| 图表 15: 美元指数周内先跌后涨，周五上涨至 96.17..... | 10 |
| 图表 16: SPDR 黄金 ETF 持仓规模下跌至 984 吨..... | 10 |
| 图表 17: 三大交易所去库 1.15 万吨至 17.31 万吨..... | 11 |
| 图表 18: 本周全球铜表观库存去库 1.57 万吨至 37.05 万吨..... | 11 |
| 图表 19: 本周铜粗炼费上涨至 61.93 美元/干吨..... | 12 |
| 图表 20: 国内 10 月电解铜产量为 82.59 万吨（万吨）..... | 12 |
| 图表 21: 本周铜杆加工费上涨至 860 元/吨..... | 12 |
| 图表 22: 10 月国内铜材产量达 129 万吨（万吨）..... | 12 |
| 图表 23: 本周国内电解铝社库去库 3.70 万吨至 99.51 万吨..... | 13 |
| 图表 24: 本周三大交易所去库 3.01 万吨至 124.87 万吨..... | 13 |
| 图表 25: 国内电解铝企业 11 月开工率下降至 80.3%..... | 13 |
| 图表 26: 11 月电解铝产量环降 2.8%至 305.21 万吨（万吨）..... | 13 |

| | |
|--|----|
| 图表 27: 现货铝价格回升叠加氧化铝成本下降, 自备电厂电解铝盈利有效回升..... | 14 |
| 图表 28: 至本周五外购电力电解铝利润下降 190 元/吨至 1672 元/吨..... | 14 |
| 图表 29: 预焙阳极单吨净利周内下降 93 元/吨至 573 元/吨..... | 14 |
| 图表 30: 铝棒加工费周内上涨 51.7 元/吨至 630 元/吨..... | 15 |
| 图表 31: 铝板带箔加工费周内回调 520 元/吨至 2070 元/吨..... | 15 |
| 图表 32: 11 月铝板带箔开工率上涨至 35.27%, 铝棒开工率下降至 44.13%..... | 15 |
| 图表 33: 11 月铝棒产量环比增加 0.92%, 铝板产量环比减少 2.1%..... | 15 |
| 图表 34: 电池级碳酸锂价格涨 0.85 万元/吨至 21.09 万元/吨 (元/吨)..... | 16 |
| 图表 35: 工业级碳酸锂价格涨 1.05 万元/吨至 20.05 万元/吨 (元/吨)..... | 16 |
| 图表 36: 国内电池级氢氧化锂 (粗颗粒) 上涨至 199500 (元/吨)..... | 16 |
| 图表 37: 国内电池级氢氧化锂 (微粉) 上涨至 206300 (元/吨)..... | 16 |
| 图表 38: 锂辉石价格上升至 2305 (美元/吨, CFR, 不含税)..... | 17 |
| 图表 39: 电池级碳酸锂盈利空间上涨至 4.91 万元/吨 (元/吨)..... | 17 |
| 图表 40: 电池级氢氧化锂盈利空间周内维稳至 5.50 万元/吨 (元/吨)..... | 17 |
| 图表 41: 现货端硫酸镍相较镍铁价周上涨至 2.54 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 16.07 万元/吨 (元/吨)..... | 18 |
| 图表 43: 钴中间品价格上涨 3.68% 至 28.46 美元/磅..... | 19 |
| 图表 44: MB 钴价平均报价抬升至 31.8 美元/磅..... | 19 |
| 图表 45: 钴折扣系数维稳于 90%..... | 19 |
| 图表 46: 国内金属钴价格上升至 46.24 万元/吨..... | 19 |
| 图表 47: 国内外钴价差周内大幅下行至 1.16 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 0.41 万元/吨..... | 20 |
| 图表 49: 剔除钴原料后四氧化三钴加工利润震荡回落至 3.20 万元/吨..... | 20 |

一、周观点：铝电解盈利空间再次释放，疫情再扰钴供应链

贵金属：美联储“鹰派”氛围浓厚，“调通胀轻疫情”政策风格或阶段性压制金价。①名义利率：11月失业率与新增非农就业人口再次背离，新增非农就业仅录得21万人，大幅低于预期值55万人与前值54.6万人，而失业率再次回落至4.2%，低于预期值4.5%与前值4.6%，就业率已基本恢复至疫情前水平，而非农就业总人数较疫情前仍相差约400万人，后续就业进一步修复需关注劳动参与率水平。总体看，当前就业市场已实现有效修复，而就业意愿偏慢变量需长期改善，**当前就业市场存更多岗位空缺，横向比较看就业市场修复为政策端收紧流动性已提供基础。**另一方面，美联储周内“鹰派”言论频发，多位官员发声将缩短Taper执行窗口期并提前提高基准利率，同时美联储将“暂时性通胀”删除，证明当前政策端执行风向标正逐步由就业恢复转移至降通胀，对应金价阶段性存政策端压制；②通胀预期：美国债券市场隐含通胀自2.55%下降至2.43%，实际利率周内小幅回升，自-0.97%回升至-1.08%。拜登在本周四发表讲话，美国政府冬季抗击新冠肺炎的计划中不会包括新的封锁计划，疫苗接种与佩戴口罩可支撑美国在疫情上控制。政府讲话缓解资本市场对新疫情毒株恐慌心理，尽管变异毒株在美实际传播结果尚待观察，但政府相应措施证明经济维持修复趋势更为重要。从市场交易结果看，通胀预期明显回落，短期利率边际上移佐证市场预计流动性收紧操作提前来临，金价短期压制力量较为明显。**建议关注：赤峰黄金、山东黄金。**

基本金属：铜低库存依然构成价格支撑；铝电解环节盈利开始兑现。铜：①价格方面：新冠发酵令铜价承压回落到7万整数位以下，美国鹰派加息预期引导铜价重心继续下移，短期看美国政策端扰动构成铜价上方核心压力。②供给方面，由于道路封锁，秘鲁最大铜矿之一Las Bambas（产量40万/年）将在12月中旬前关闭生产，矿端持续存生产干扰；国内限电潮结束后，11月电解铜产量环比增加3.65万吨至82.59万吨。③需求方面，11月电线电缆企业开工率为85.55%，环比增加5.10个百分点，出现明显改善。一方面存在年底赶工需求，另外期铜及现货升贴水价格双双回落，低铜价提高下游采购生产积极性。全球总库存量保持较快下滑，国内SHFE库存在上周小幅回升后本周再次减少5800吨，年尾累库迟迟未到，显示国内铜材加工端消费或好于终端数据指引。宏观承压下，基本面去库托底铜价下方空间；（2）**铝**：①供给方面：本周河南、贵州等省份电力供应不足问题虽有缓解，但电解铝已减、停产产能恢复滞缓，主因能耗双控指标压制下“双高”产业开工优先级明显靠后，且供电指标年内未必具备复产空间。我们维持全年3886万吨产量预期，对应供给增幅4.4%；②成本方面：周内动力煤价格小幅下降至831元/吨，氧化铝自3494元/吨下跌至3320元/吨，对应自备电厂含税生产成本约1.80万元/吨，长江现货铝价下跌550元/吨至18670元/吨，单吨电解铝（自备电厂）盈利水平周内盈利下降至637元/吨。周内电解铝成本支撑逻辑持续弱化，随着下游采购大幅回温，铝电解环节重回瓶颈属性，单吨盈利开始改善。向后看，氧化铝预计仍处下跌趋势，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延续好转；③需求方面：国内表观库存去库3.7万吨，铝价下跌后重回去库水平。下游采购上，铝杆、铝线缆材订单大幅修复，带动单吨加工费上移。尽管当前建筑型材消费尚待修复，但工艺型材前期积压订单快速释放，带动现有采购关系修复。随着成本要素进一步下修及下游采购释放，铝电解单吨利润空间有望持续释放。**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：华友钴业湿法镍项目正式投产；变异毒株再扰钴供给。（1）**锂**：锂精矿供应紧张导致价格处于高位，在成本面上提振锂盐市场。受盈利空间收窄、气候和政策影响，锂盐厂开工情况不佳，供应收紧；三元材料以及磷酸铁锂等下游产品需求旺盛，下游厂家询单积极，供需缺口边际增大，支撑市场成交价格重心维持高位；（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**：南非地区发现变异菌株，目前新疫情已对钴供应链形成扰动，部分船期不确定性将持续至2022年一季度，国内到港后续或再迎下滑。**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。

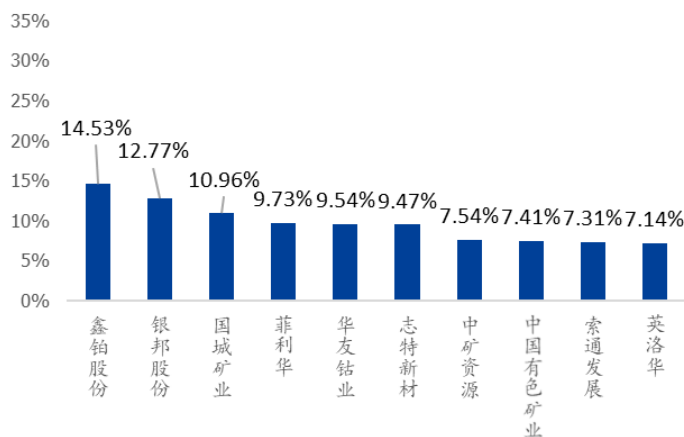
新能源景气延续带动 EV 金属行情，低库存支撑铜铝价格韧性。(1) EV 金属需求高景气叠加产业链补库诉求，锂价有望延续上行；(2) 供给受限及需求旺季来临支撑铜铝供需景气，价格高位仍具韧性。

二、周度数据跟踪

2.1、股票周度涨跌：鑫铂股份、银邦股份、国城矿业涨幅分居前三

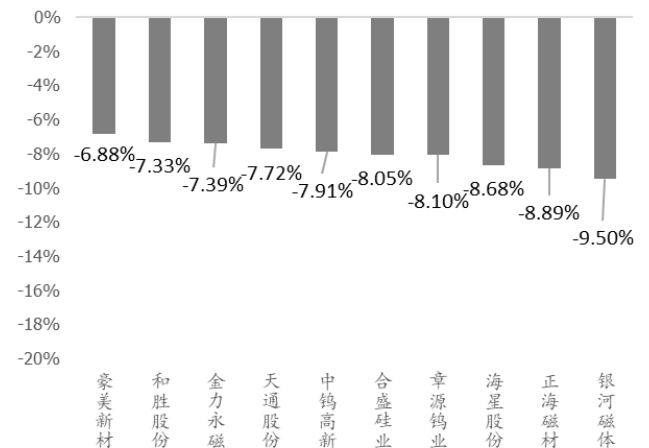
- **股票价格**：截至12月3日，有色板块涨多跌少，鑫铂股份领涨，周涨幅达14.53%；银河磁体领跌，周跌幅达9.50%。

图表1：本周鑫铂股份领涨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：本周银河磁体领跌



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，基本金属内外盘涨跌分化，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**：周内贵金属价格普跌，SHFE 白银领跌。黄金方面，SHFE 黄金跌至365.76元/克，周度下跌5.24元/克，周跌幅1.41%，COMEX 黄金跌0.09%于1783.90美元/盎司；白银方面，SHFE 白银跌142元/千克至4718元/千克，周跌幅2.92%，COMEX 白银下跌2.71%至22.48美元/盎司。

图表 3: 周内贵金属价格普跌, SHFE 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 | 1,783.90 | -1.6 | -0.09% | 0.42% | -5.87% |
| COMEX 白银 | 美元/盎司 | 22.48 | -0.63 | -2.71% | -1.46% | -14.88% |
| SHFE 黄金 | 元/克 | 365.76 | -5.24 | -1.41% | -1.06% | -7.43% |
| SHFE 白银 | 元/千克 | 4,718.00 | -142.00 | -2.92% | -1.95% | -15.52% |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **基本金属价格:** 周内基本金属内外盘涨跌分化, LME 铜领涨。本周, 铜外盘上涨 3.35% 至 9761 美元/吨, 铜内盘下跌 2.58% 至 69230 元/吨。铝外盘上涨 0.93% 至 2616 美元/吨, 内盘下跌 2.52% 至 18795 元/吨, 锌内外盘分别下跌 2.20%、0.80%, 铅内外盘分别下跌 0.82%、3.49%, 镍内盘下跌 1.80%、外盘上涨 0.55%, 锡内外盘分别上涨 0.05%、1.16%。

图表 4: 周内基本金属内外盘涨跌分化, LME 铜领涨

| 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 | 2,616.0 | 24.0 | 0.93% | -0.34% | 32.09% |
| LME 铜 | 美元/吨 | 9,761.0 | 316.0 | 3.35% | 3.28% | 25.89% |
| LME 锌 | 美元/吨 | 3,157.5 | -25.5 | -0.80% | -0.83% | 14.86% |
| LME 铅 | 美元/吨 | 2,196.5 | -79.5 | -3.49% | -3.24% | 10.46% |
| LME 镍 | 美元/吨 | 20,075.0 | 110.0 | 0.55% | 0.75% | 21.15% |
| LME 锡 | 美元/吨 | 39,200.0 | 450.0 | 1.16% | 0.87% | 92.63% |
| SHFE 铝 | 元/吨 | 18,795.0 | -485.0 | -2.52% | -1.05% | 21.45% |
| SHFE 铜 | 元/吨 | 69,230.0 | -1,830.0 | -2.58% | -0.89% | 19.42% |
| SHFE 锌 | 元/吨 | 23,080.0 | -520.0 | -2.20% | 0.72% | 10.78% |
| SHFE 铅 | 元/吨 | 15,210.0 | -125.0 | -0.82% | -1.33% | 3.15% |
| SHFE 镍 | 元/吨 | 148,800.0 | -2,720.0 | -1.80% | 0.24% | 19.68% |
| SHFE 锡 | 元/吨 | 285,890.0 | 130.0 | 0.05% | -0.49% | 88.51% |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **动力电池价格:** 本周动力电池材料涨跌不一, 工业级碳酸锂领涨。细分来看, 锂产品方面, 本周工业级碳酸锂价格微涨 6.37% 至 20.05 万元/吨, 电池级碳酸锂价格涨 5.24% 至 21.09 万元/吨, 电池级氢氧化锂价格上涨 2.01% 至 20.29 万元/吨, 微粉级氢氧化锂价格上涨 1.98% 至 20.63 万元/吨; 钴产品方面, 本周钴产品价格普涨, 周内电解钴涨 3.19% 至 45.25 万元/吨, 四氧化三钴涨 0.87% 至 346 元/千克, 硫酸钴上涨 5.32% 至 9.90 万元/吨; 镍产品方面, 本周镍产品价格普跌, 高镍铁微跌 0.68% 至 1450 元/吨, 硫酸镍维稳至 3.8 万元/吨, 电解镍下降 2.68% 至 14.89 万元/吨。

图表 5: 本周动力电池材料涨跌不一, 工业级碳酸锂领涨

| 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 | 20.05 | 1.20 | 6.37% | 3.08% | 320.03% |
| 电池级碳酸锂 | 万元/吨 | 21.09 | 1.05 | 5.24% | 2.43% | 326.22% |
| 电池级氢氧化锂 | 万元/吨 | 20.29 | 0.40 | 2.01% | 2.01% | 290.19% |
| 微粉级氢氧化锂 | 万元/吨 | 20.63 | 0.40 | 1.98% | 1.98% | 338.94% |
| 四氧化三钴 | 元/千克 | 346.00 | 3.00 | 0.87% | 0.87% | 69.19% |
| 硫酸钴 | 万元/吨 | 9.90 | 0.50 | 5.32% | 0.00% | 69.23% |
| 电解钴 | 万元/吨 | 45.25 | 1.40 | 3.19% | 1.34% | 62.19% |
| 硫酸镍 | 元/吨 | 38,000.00 | 0.00 | 0.00% | 0.00% | 19.69% |
| 高镍铁 | 元/镍 | 1,450.00 | -10.00 | -0.68% | -0.68% | 35.51% |
| 电解镍 | 万元/吨 | 14.89 | -0.41 | -2.68% | -0.77% | 16.06% |

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去库明显, 铜内盘去库效应明显。铝库存内外盘分化, SHFE 铝库存增加 1.90%至 33.49 万吨, LME 铝去库 3.61%至 88.28 万吨; 铜方面, SHFE 铜去库 0.58 万吨至 3.61 万吨, LME 铜去库 6.50%至 7.84 万吨; LME 锡累库 0.02 万吨至 0.14 万吨, SHFE 锡去库 0.02 万吨至 0.18 万吨; 镍外盘去库 2.47%至 11.26 万吨, 镍内盘去库 9.50 %至 0.56 万吨。

图表 6: 本周交易所部分基本金属库存内外盘去库明显, 铜内盘去库效应明显

| 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 | 88.28 | -3.305 | -3.61% | -2.02% | -34.40% |
| | SHFE 万吨 | 33.49 | 0.625 | 1.90% | 1.90% | 49.37% |
| | COMEX 万吨 | 3.10 | -0.330 | -9.64% | -3.28% | -33.36% |
| 铜 | LME 万吨 | 7.84 | -0.545 | -6.50% | 2.49% | -27.42% |
| | SHFE 万吨 | 3.61 | -0.575 | -13.74% | -13.74% | -58.34% |
| | COMEX 万吨 | 5.87 | -0.033 | -0.56% | 0.00% | -24.39% |
| 锌 | LME 万吨 | 15.34 | -0.993 | -6.08% | -3.54% | -24.17% |
| | SHFE 万吨 | 6.99 | -0.235 | -3.25% | -3.25% | 144.40% |
| 铅 | LME 万吨 | 5.59 | -0.145 | -2.53% | -2.19% | -58.12% |
| | SHFE 万吨 | 12.40 | -0.644 | -4.94% | -4.94% | 170.45% |
| 镍 | LME 万吨 | 11.26 | -0.286 | -2.47% | -1.55% | -54.36% |
| | SHFE 万吨 | 0.56 | -0.058 | -9.50% | -9.50% | -69.28% |
| 锡 | LME 万吨 | 0.14 | 0.021 | 17.07% | 15.20% | -23.81% |
| | SHFE 万吨 | 0.18 | -0.015 | -7.80% | -7.80% | -67.82% |

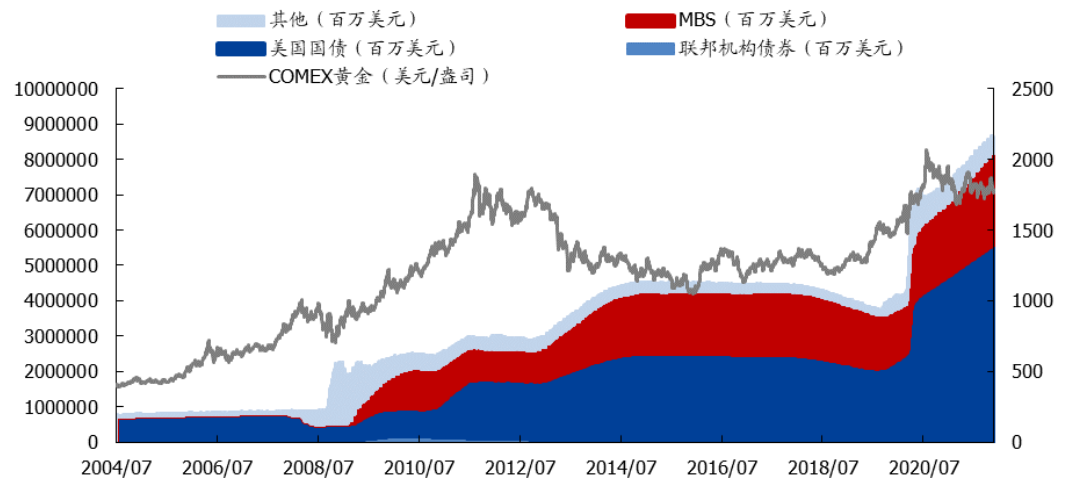
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三、铝电解盈利空间再次释放，疫情再扰钴供应链

3.1、黄金：美联储“鹰派”氛围浓厚，“调通胀轻疫情”政策风格或阶段性压制金价

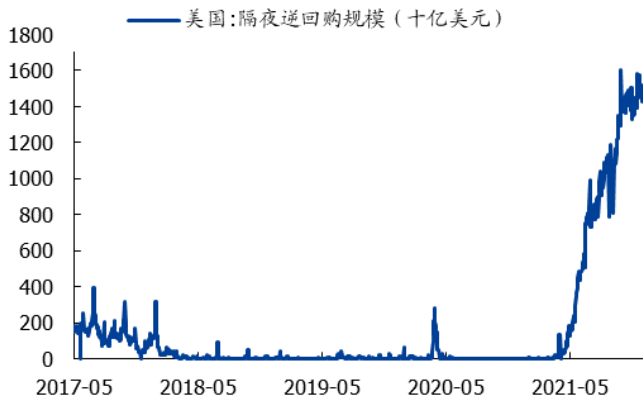
黄金：①名义利率：周内十年期美债利率自 1.48% 下调至 1.35%，10 年-2 年期美债利率自 1.02% 上涨至 1.08%。11 月失业率与新增非农就业人口再次背离，新增非农就业仅录得 21 万人，大幅低于预期值 55 万人与前值 54.6 万人，而失业率再次回落至 4.2%，低于预期值 4.5% 与前值 4.6%，就业率已基本恢复至疫情前水平，而非农就业总人数较疫情前仍相差约 400 万人，后续就业进一步修复需关注劳动参与率水平。总体看，当前就业市场已实现有效修复，而就业意愿偏慢变量需长期改善，**当前就业市场存更多岗位空缺，横向比较看就业市场修复为政策端收紧流动性已提供基础。**另一方面，美联储周内“鹰派”言论频发，多位官员发声将缩短 Taper 执行窗口期并提前提高基准利率，同时美联储将“暂时性通胀”删除，证明当前政策端执行风向标正逐步由就业恢复转移至降通胀，对应金价阶段性存政策端压制；**②通胀预期：**美国债券市场隐含通胀自 2.55% 下降至 2.43%，实际利率周内小幅回升，自 -0.97% 回升至 -1.08%。拜登在本周四发表讲话，美国政府冬季抗击新冠肺炎的计划中不会包括新的封锁计划，疫苗接种与佩戴口罩可支撑美国在疫情上控制。政府讲话缓解资本市场对新疫情毒株恐慌心理，尽管变异毒株在美实际传播结果尚待观察，但政府相应措施证明经济维持修复趋势更为重要。从市场交易结果看，通胀预期明显回落，短期利率边际上移佐证市场预期流动性收紧操作提前来临，金价短期压制力量较为明显。

图表 6：美联储扩表放缓



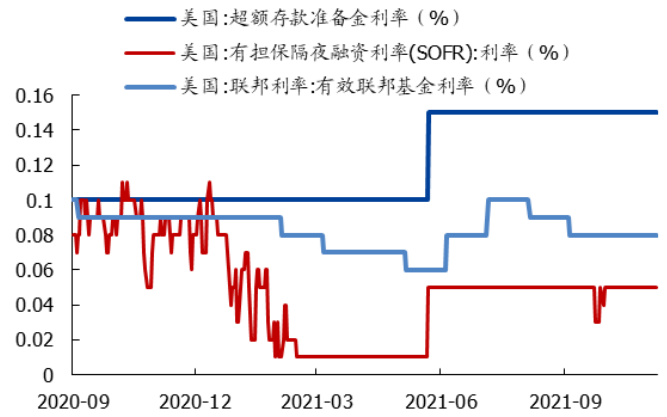
资料来源：Wind，国盛证券研究所

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



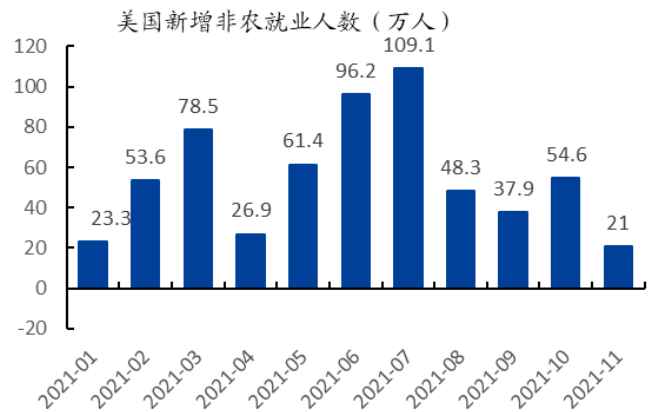
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 周内美十债利率周内下跌至 1.35%



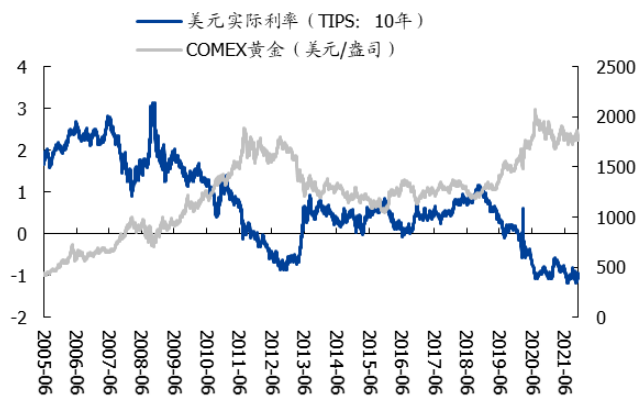
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 11月美国新增非农就业人数回调至 21 万人



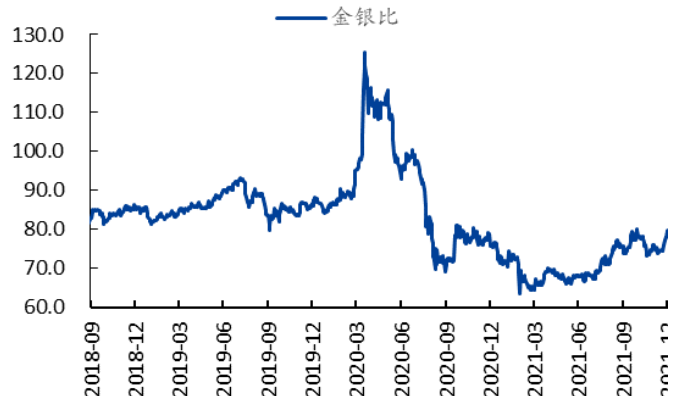
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 周内美元实际利率回调至-1.08% (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 金银比周内回升至 79.35



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 周内隐含通胀回落至 2.43%



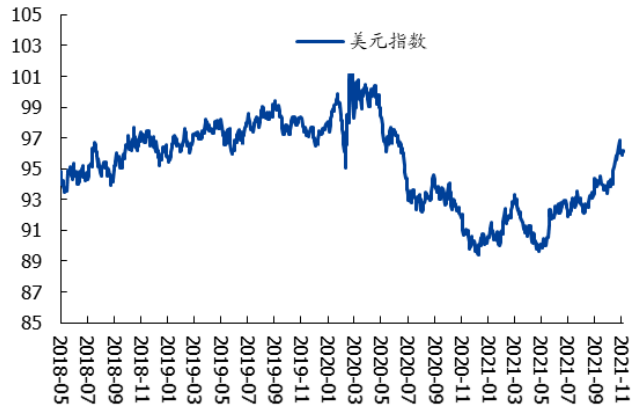
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 铜金比横盘回升至 5.38



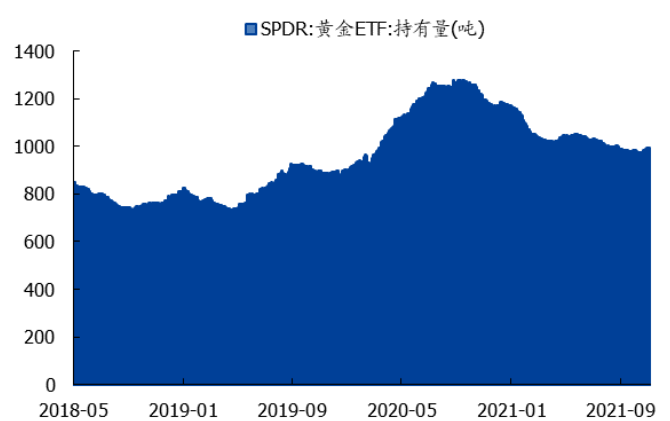
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 美元指数周内先跌后涨, 周五上涨至 96.17



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: SPDR 黄金 ETF 持仓规模下跌至 984 吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2、工业金属：铜低库存依然构成价格支撑；铝电解环节盈利开始兑现

3.2.1、铜：加息预期强化令铜价承压，基本面去库提供底部安全边际

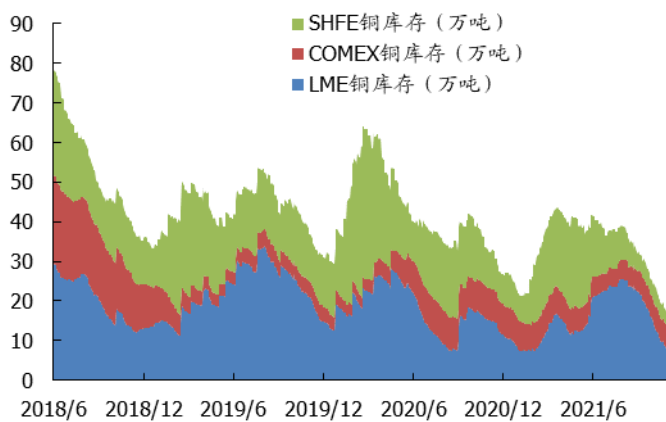
加息预期强化令铜价承压，基本面去库提供底部安全边际。①上周五新冠发酵令铜价全面回落到 7 万整数位以下，受美国鹰派加息预期影响，周内铜价重心继续下移。截止本周五，沪铜（收盘价）周内下跌 2.58%至 69230 元/吨，LME 铜下跌 0.3%至 9417 美元/吨；沪伦比由 7.52 回落至 7.35。全球铜库存（国内社库（含 SHFE）+保税+LME+COMEX 交易所）为 37.05 万吨，环比减少 1.57 万吨，其中社会库存减少 0.04 万吨，保税区库存减少 0.95 万吨，LME 库存减少 0.55 万吨，COMEX 铜库存去库 0.03 万吨，上期所库存减少 0.58 万吨；②宏观方面，鲍威尔首次正面提示通胀风险，称将加快缩减购债速度，市场加息预期强化；周五晚间公布的美国 11 月失业率录得 4.2%，低于市场预期，且首次恢复到新冠疫情爆发前水平，进一步指向加息步伐，铜价承压。③供给方面，智利参议院初步投票通过铜矿特许权使用费法案，或将大幅抬升铜矿税率，放缓矿业投资热情，原料成本上移提升铜长期中枢价格；由于道路封锁，秘鲁最大铜矿之一 Las Bambas 将在 12 月中旬前关闭生产。其每年生产 40 万吨铜，约占全球铜产量的 2%。全国限电潮

结束 国内 11 月电解铜产量环比增加 3.65 万吨至 82.59 万吨。④需求方面，11 月电线电缆企业开工率为 85.55%，环比增加 5.10 个百分点，出现明显改善。一方面年底未完成全年生产目标存在赶工需求，另外期铜及现货升贴水价格双双回落，低铜价提高下游采购生产积极性。全球总库存量保持较快下滑，国内 SHFE 库存在上周小幅回升后本周再次减少 5800 吨，年尾累库迟迟未到，显示国内铜材加工端消费或好于终端数据指引。宏观承压下，基本面去库托底铜价下方空间。

(2) 全球铜库存及加工费跟踪

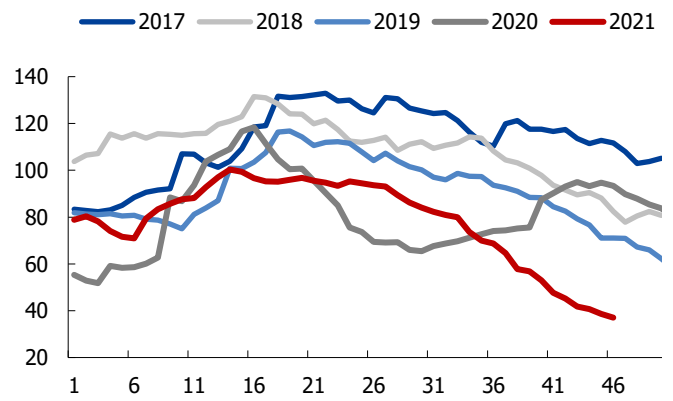
至 12 月 3 日，全球铜库存(国内社库+保税+LME+COMEX 交易所)为 37.05 万吨，环比减少 1.57 万吨，年内峰值为 100 万吨。其中社会库存小幅去库 0.04 万吨，保税区库存减少 0.95 万吨，LME 库存减少 0.55 万吨，COMEX 铜库存去库 0.03 万吨，上期所库存减少 0.58 万吨；

图表 17: 三大交易所去库 1.15 万吨至 17.31 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 1.57 万吨至 37.05 万吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

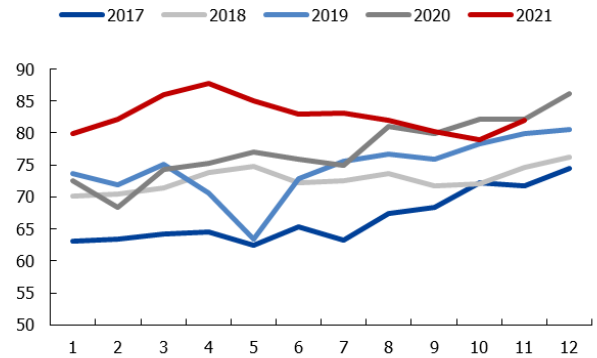
全球铜矿干扰率回升，TC 价格延续僵持。9 月以来国内 TC 价格持续僵持下滑，本周 TC 小幅上升至 61.93 美元/吨。由于道路封锁，秘鲁最大铜矿之一 Las Bambas 将在 12 月中旬前关闭生产。其每年生产 40 万吨铜，约占全球铜产量的 2%。全国限电潮结束，国内 11 月电解铜产量环比增加 3.65 万吨至 82.59 万吨。本周铜杆加工费上涨至 860 元/吨。铜价下跌带动精废价差从 2340 元/吨下跌至 1093 元/吨，废铜消费受抑。

图表 19: 本周铜粗炼费上涨至 61.93 美元/干吨



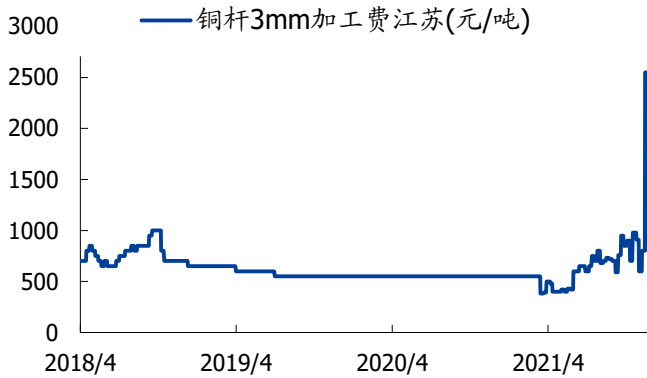
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 国内 10 月电解铜产量为 82.59 万吨 (万吨)



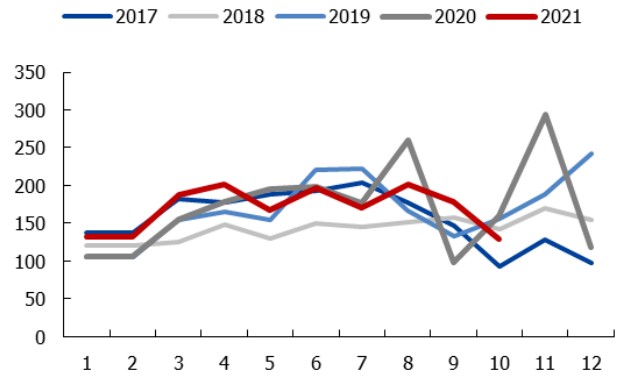
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 本周铜杆加工费上涨至 860 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: 下游需求修复带动铝价脱离成本定价模式, 铝电解盈利显著修复

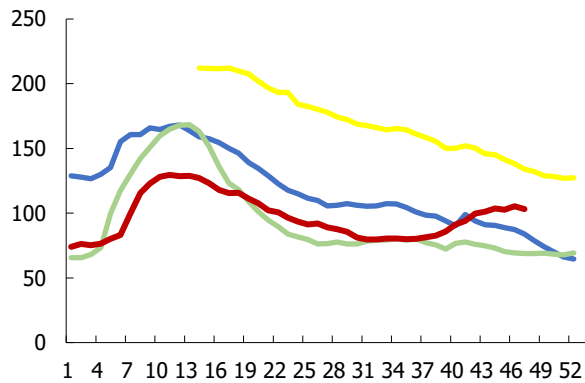
价格方面: 本周铝价延续下跌走势, 截止周五下午三点收盘, 沪铝(收盘价)周内下降 2.52%至 18795 元/吨, LME 铝跌 3.27%至 2592 美元/吨; **库存方面:** 三大交易所库存下降 3.01 万吨至 124.87 万吨, 其中 LME 库存降 3.31 万吨至 88.28 万吨, SHFE 库存增加 0.62 万吨至 33.49 万吨, 交易所库存延续外去内增趋势。根据百川盈孚, 本周国内社库去库 3.7 万吨至 99.51 万吨, 高出去年同期 30.76 万吨并重回 100 万吨以下; **供给方面:** 本周河南、贵州等省份电力供应不足问题虽有缓解, 但电解铝已减、停产产能恢复滞缓, 主因能耗双控指标压制下“双高”产业开工优先级明显靠后, 且供电指标年内未必具备复产空间。我们维持全年 3886 万吨产量预期, 对应供给增幅 4.4%; **成本方面:** 周内动力煤价格小幅下降至 831 元/吨, 氧化铝自 3494 元/吨下跌至 3320 元/吨, 对应自备电厂含税生产成本约 1.80 万元/吨, 长江现货铝价下跌 550 元/吨至 18670 元/吨, 单吨电解铝(自备电厂)盈利水平周内盈利下降至 637 元/吨。周内电解铝成本支撑逻辑持续弱化, 随着下游采购大幅回温, 铝电解环节重回瓶颈属性, 单吨盈利开始改善。向后看, 氧化铝预计仍处下跌趋势, 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延续好转; **需求方面:** 国内表观库存去库 3.7 万吨, 铝价下跌后重回去库水平。下游采购上, 铝杆、铝线缆材订单大幅修复, 带动单吨加工费上移。尽管当前建筑型材消费尚待修复, 但工艺型材前期积压订单快速释放, 带动现有采购关系修复。随着成本

要素进一步下修及下游采购释放，铝电解单吨利润空间有望持续释放。

(2) 库存情况周度变化

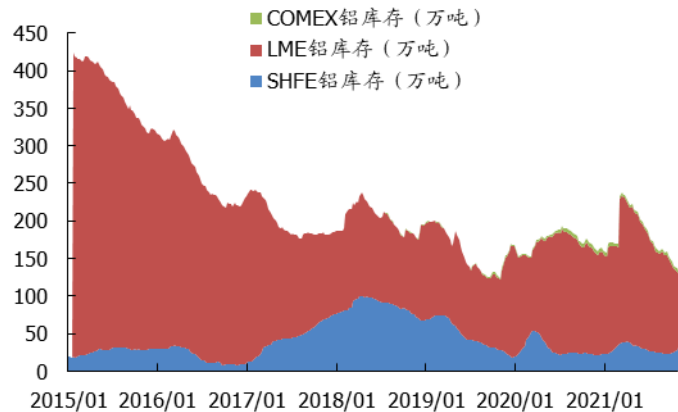
海外电解铝库存持续下降，国内社库再次回落：本周三大交易所去库 3.01 万吨至 124.87 万吨，其中 LME 库存单周降 3.31 万吨至 88.28 万吨，呈高速去库状态。根据百川盈孚，本周国内社库去库 3.70 万吨至 99.51 万吨，社库比去年同期增加 30.76 万吨。海外铝企因供电成本影响，前期关停产能难以复产，LME 去库仍是全球交易所库存下降的主要因素，而随着制造业需求经济回温，预计海外仍将延续去库状态。

图表 23: 本周国内电解铝社库去库 3.70 万吨至 99.51 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 3.01 万吨至 124.87 万吨

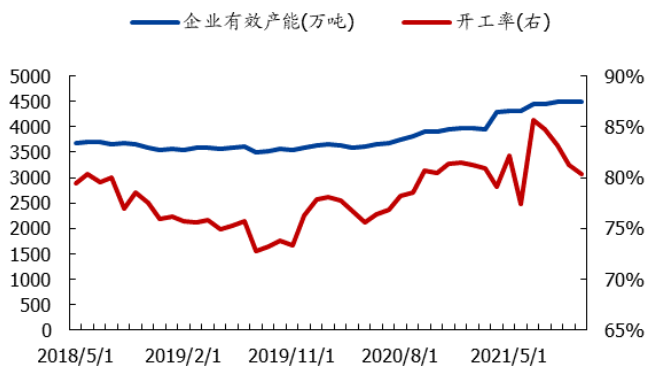


资料来源：Wind，国盛证券研究所

(3) 产业开工率及运营情况

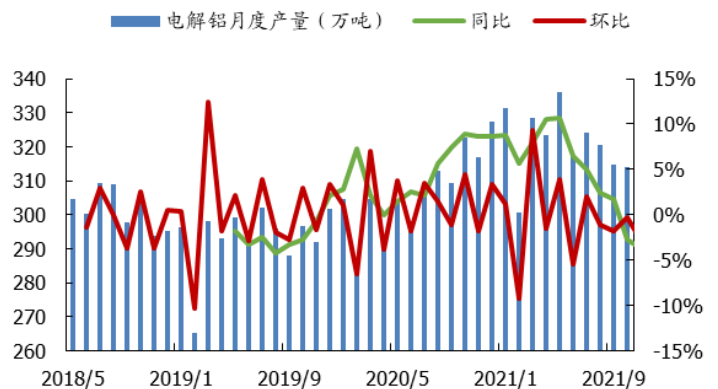
11 月电解铝产量环降 2.8% 至 305.21 万吨，开工水平仍受压制。国内 11 月电解铝生产 305.21 万吨，较去年同期同比下降 3.7%，环比下滑 2.8%。10 月供给侧在多省份限电压产等诸多因素影响下，月度产量录得 313.88 万吨，环比小幅下滑，明显低于 4、5 月水平。10 月多省份再传限电压负荷消息，11 月电解铝产量或进一步走弱，建议继续关注国内电解铝开工数据。

图表 25: 国内电解铝企业 11 月开工率下降至 80.3%



资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

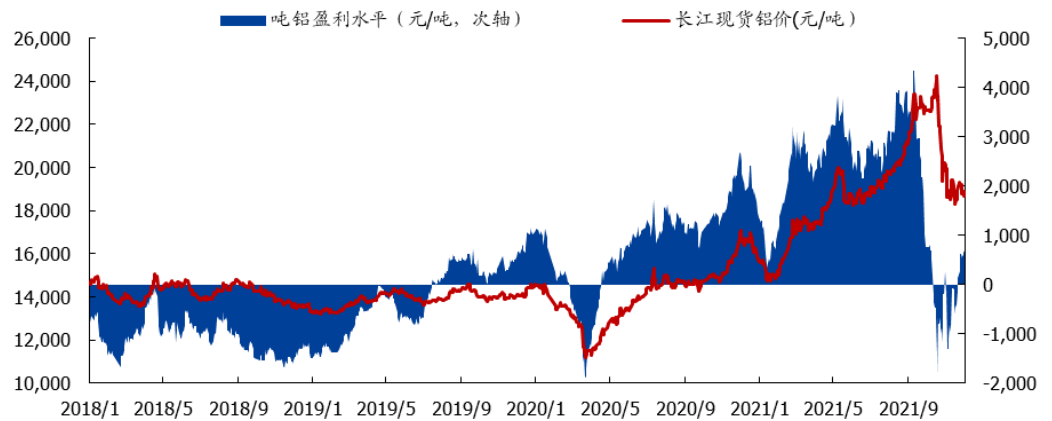
图表 26: 11 月电解铝产量环降 2.8% 至 305.21 万吨 (万吨)



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 868 元/吨下降至 831 元/吨水平，对应自备电厂单吨电解铝电力成本下降 200 元/吨至 5813 元/吨；同期氧化铝单吨价格下降至 3320 元/吨。长江现货铝价下降 550 元/吨至 18670 元/吨，单吨电解铝（自备电厂）盈利水平周内收于 637 元/吨，但多数铝厂已重回盈利状态。

图表 27: 现货铝价格回升叠加氧化铝成本下降, 自备电厂电解铝盈利有效回升



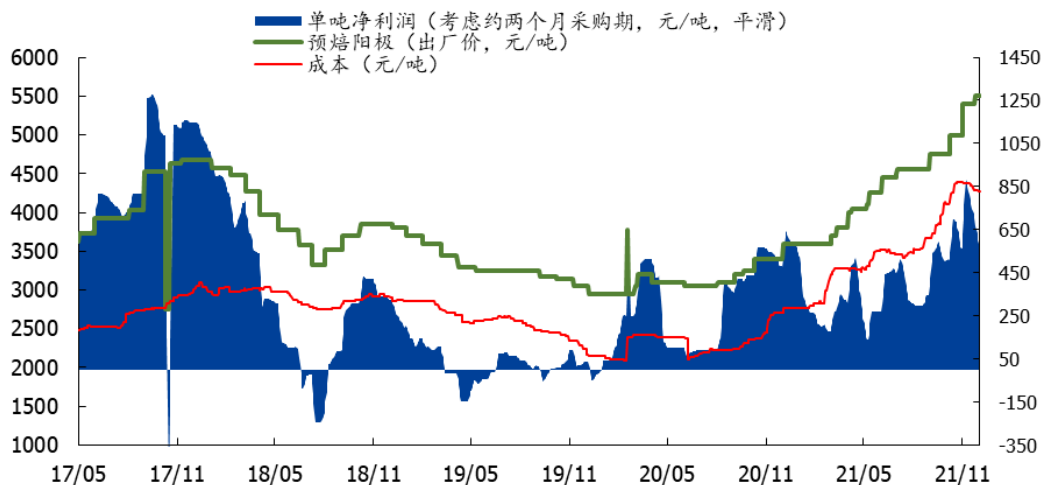
资料来源: Wind, 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 28: 至本周五外购电力电解铝利润下降 190 元/吨至 1672 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 93 元/吨至 573 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

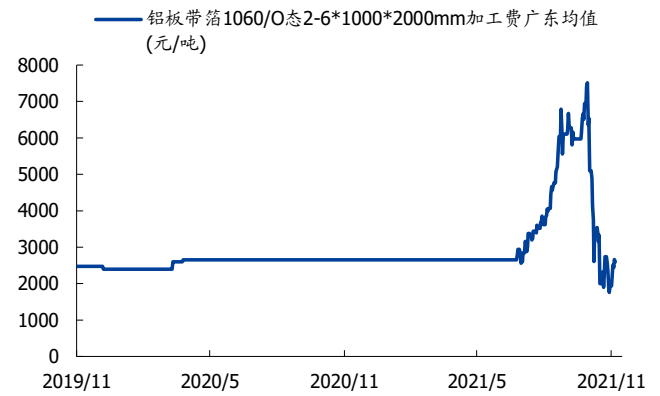
铝棒加工费上涨，铝板带箔加工费高位回调。铝棒加工费周内上涨至 630 元/吨，铝板带箔加工费自上周 2590 元/吨高位以来，周内显著回调 520 元/吨至 2070 元/吨。

图表 30: 铝棒加工费周内上涨 51.7 元/吨至 630 元/吨



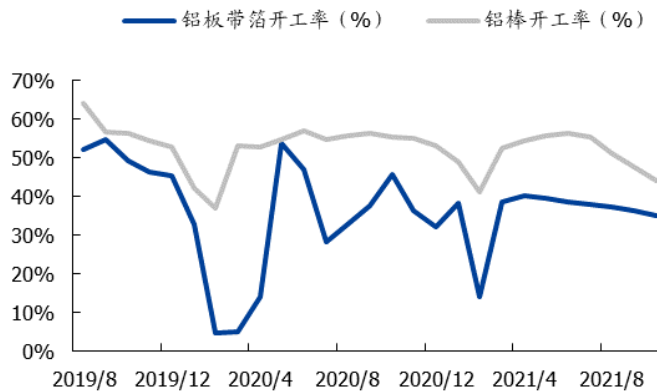
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 31: 铝板带箔加工费周内回调 520 元/吨至 2070 元/吨



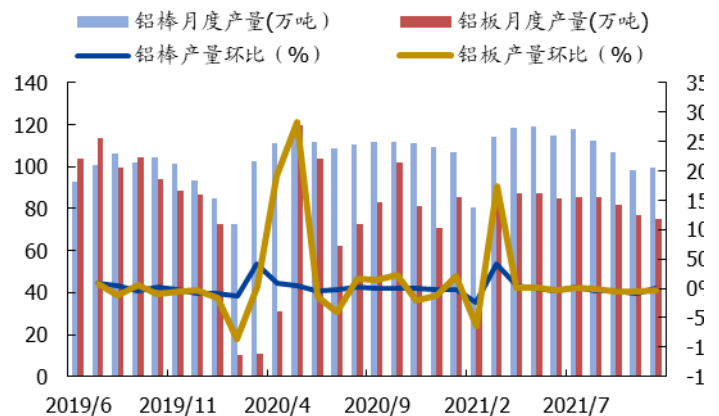
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 32: 11 月铝板带箔开工率上涨至 35.27%，铝棒开工率下降至 44.13%



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 33: 11 月铝棒产量环比增加 0.92%，铝板产量环比减少 2.1%



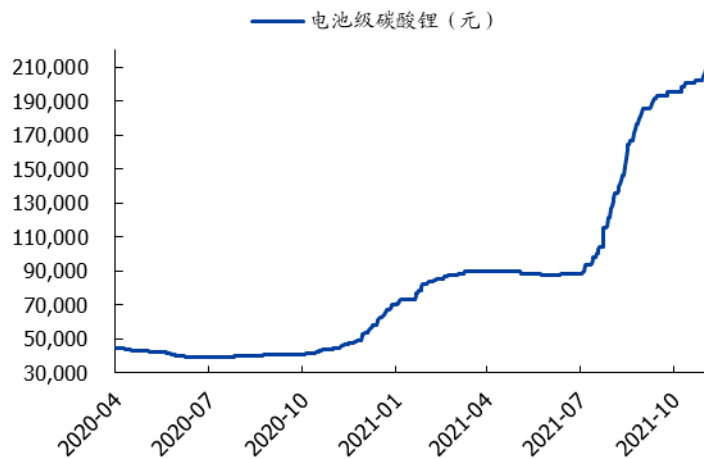
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

3.3、能源金属：华友钴业湿法镍项目正式投产；变异毒株再扰钴供给

3.3.1、成本上行，供需缺口边际增大，预计国内锂盐价将会继续维持上涨趋势

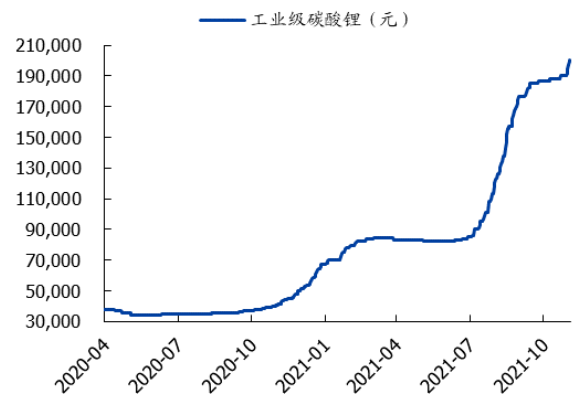
成本上行，供需缺口边际增大，预计国内锂盐价将会继续维持上涨趋势。锂精矿供应紧张导致价格处于高位，在成本面上提振锂盐市场。受盈利空间收窄、气候和政策影响，锂盐厂开工情况不佳，供应收紧；三元材料以及磷酸铁锂等下游产品需求旺盛，下游厂家询单积极，供需缺口边际增大，支撑市场成交价格重心维持高位。市场对无锡盘碳酸锂现货合约关注度逐渐增加，预计国内碳酸锂市场继续小幅抬涨。

图表 34: 电池级碳酸锂价格涨 0.85 万元/吨至 21.09 万元/吨 (元/吨)



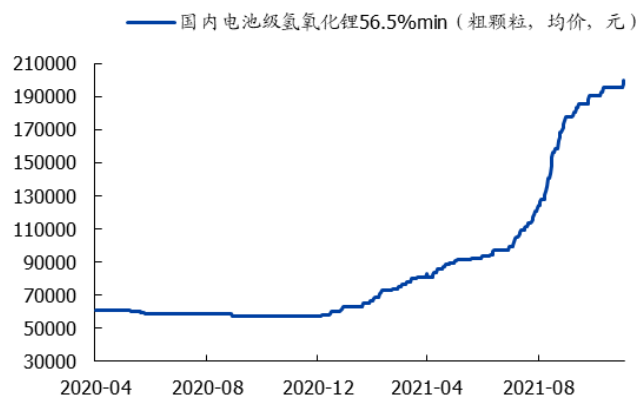
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 35: 工业级碳酸锂价格涨 1.05 万元/吨至 20.05 万元/吨 (元/吨)



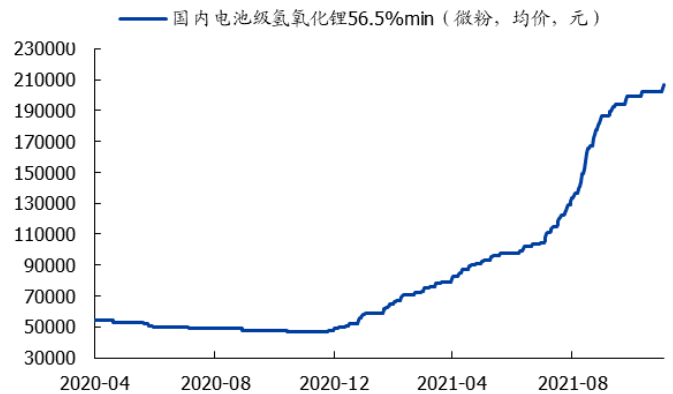
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 36: 国内电池级氢氧化锂(粗颗粒)上涨至 199500 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

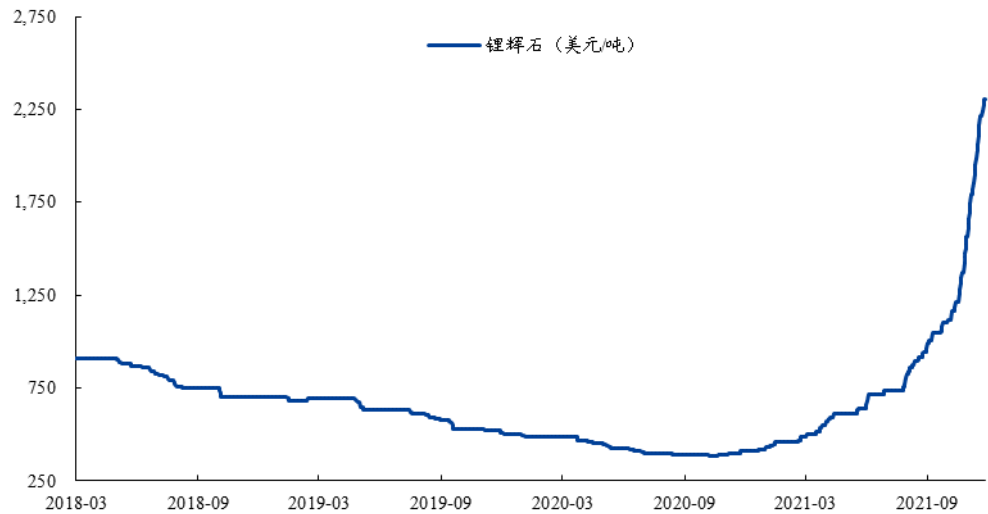
图表 37: 国内电池级氢氧化锂(微粉)上涨至 206300 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

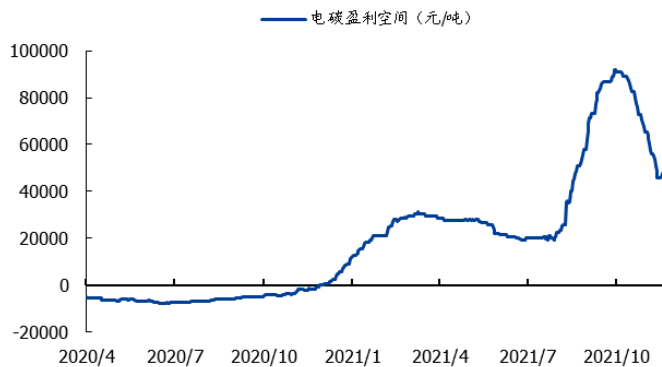
受原材料价格上涨和气候影响, 锂盐冶炼厂家成本压力继续增加, 盈利空间持续收窄。锂辉石 (Li₂O 5%min) 本周到港价小幅上升 90 美元/吨至 2305 美元/吨水平 (CFR, 不含税), 目前国内锂辉石矿长协价格在 2130-2200 美元/吨, 均价为 2305 美元/吨, 锂辉石冶炼厂家成本压力继续增加, 电池级碳酸锂盈利空间下降至 4.91 万元/吨, 电池级氢氧化锂盈利空间周内维稳至 5.50 万元/吨; 同时锂云母冶炼厂家的成本随着辅料价格的上涨也同步上行; 进入冬季, 盐湖提锂厂家的能耗成本也随之上行。

图表 38: 锂辉石价格上升至 2305 (美元/吨, CFR, 不含税)



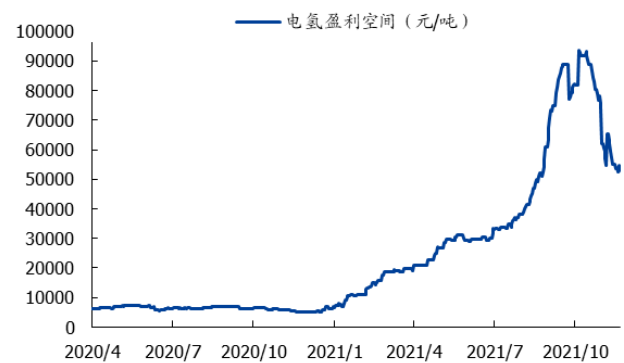
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 电池级碳酸锂盈利空间上涨至 4.91 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维稳至 5.50 万元/吨 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

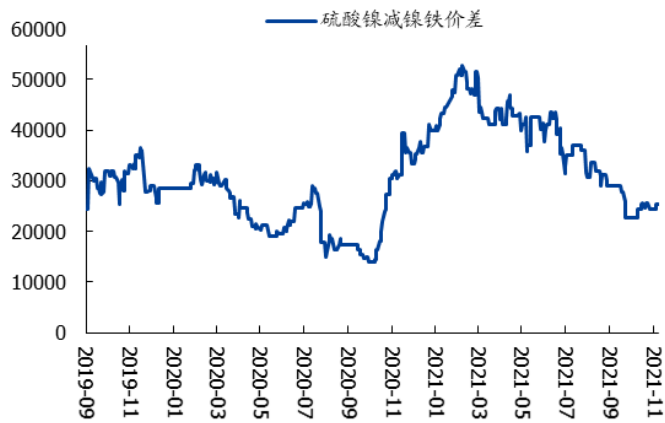
受盈利空间收窄、气候和政策影响，锂盐厂供应收紧。本周国内碳酸锂产量较上周略有缩减，预计 4486 吨左右。国内碳酸锂厂家开工出现分歧，主要大厂开工正常，客户关系稳定，产量稳步提升；但部分小厂因成本压力过大，开工情况不佳，目前生产主要以交付订单为主。天气变化影响盐湖端生产，同时青海地区限气以及江西等地限电政策导致厂家开工受阻，整体供应收紧。

新能源车持续高景气，下游厂家询单积极，库存较上周消减。1-10月，国内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。10月，国内动力电池产量共计 25.1GWh，同比增长 191.6%，环比增长 8.4%；1-10月，国内动力电池产量累计 159.8GWh，同比累计增长 250.0%。新能源车持续高景气带动正极材料需求旺盛，下游厂家询单积极。本周碳酸锂库存较上周略有消减，国内主要大厂维护老客户关系，暂无散单出售；部分小厂主要以交付订单为主，去库现象明显；部分贸易商有少量现货，目前只保障老客户，维系客户关系，暂时无法供应给新客户。市场整体需求强劲，现货流通量较少，库存有所消耗。

3.3.2、电池级镍盐：供需双稳延续，华友印尼湿法项目顺利落地贡献新供给

硫酸镍：①**价格方面：**本周电池级硫酸镍均价下降至 3.80 万元/吨；②**供应方面，**本周国内硫酸镍产量持平至 8200 吨。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 6330 吨，环比抬升 0.8%。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周上涨至 2.54 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 16.07 万元/吨 (元/吨)



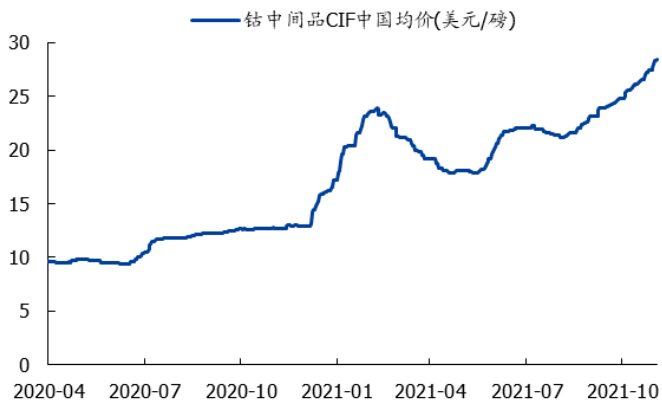
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.33、钴原料及钴盐：变异毒株再次扰动供应链，供给紧张或将推升钴价

钴资源：①**价格方面：**本周钴中间品报价 28.46 美元/磅，周内上涨 3.68%，折扣系数维稳于 90%；②**供应方面，**南非地区发现变异毒株，目前新疫情已对钴供应链形成扰动，部分船期不确定性将持续至 2022 年一季度，国内到港后续或再迎下滑；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。

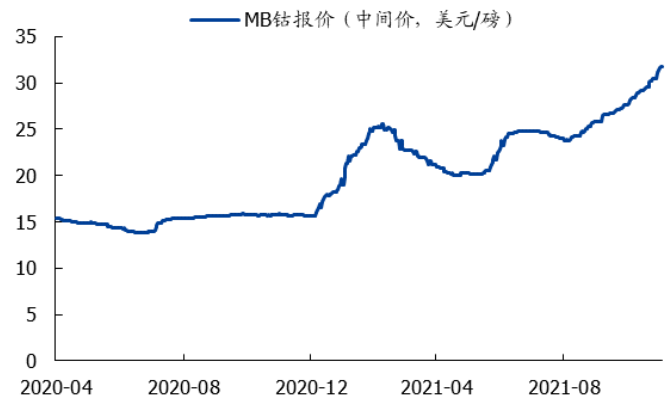
电解钴：电钴价格上升，根据百川盈孚，99.3%含量电解钴报价上涨至 31.4 美元/磅，海外补库需求增加导致采购热度升温。国内部分企业受能源双控影响排产下调或停产，供给减少，整体价格预计维持强势。

图表 43: 钴中间品价格上涨 3.68%至 28.46 美元/磅



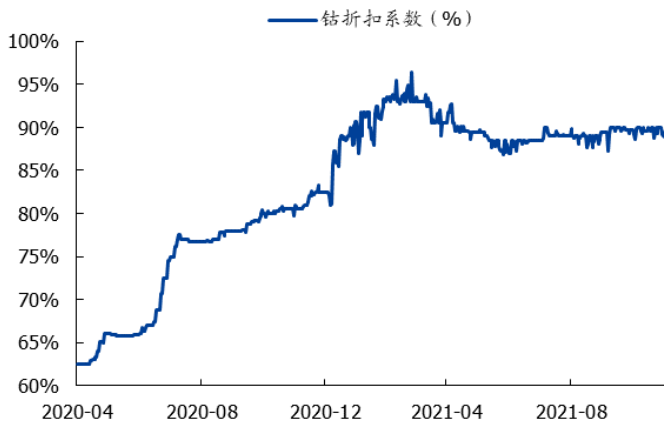
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 44: MB 钴价平均报价抬升至 31.8 美元/磅



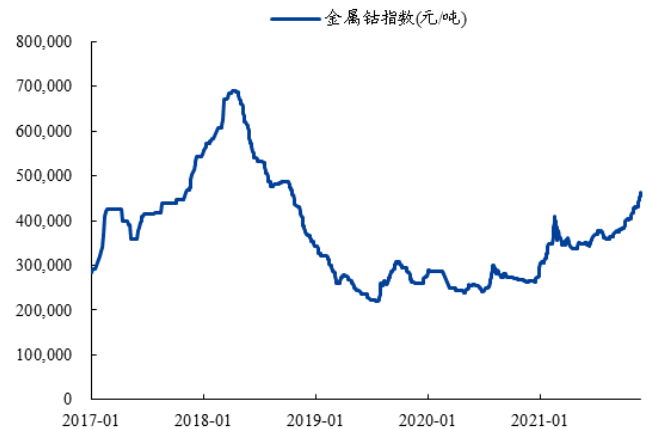
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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: 国内金属钴价格上升至 46.24 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 1.16 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 0.41 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落至 3.20 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