

有色金属

铝电解盈利回升，冬季不改锂、钴供需格局向好

贵金属：美国通胀拐点将现，美元指数上行预期将持续压制金价。①**名义利率：**周内十年期美债利率自1.35%上涨至1.48%。美国11月未季调CPI符合预期（实际值6.8%，预期值6.8%，前值6.2%），通胀虽仍处上行趋势但速率明显下降，12月消费者信心指数初值回升至70.4，高于预期值67.1与前值67.4。美国CPI同比大概率在12月或1月触顶回落，市场对通胀后续走势开始呈乐观态度。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；②**通胀预期：**美国债券市场隐含通胀持平于2.44%，实际利率周内小幅抬升，自-1.08%上涨至-0.96%。随着多位美联储官员对流动性收紧提前执行的发言，市场对Taper提前执行完毕预期走强。同时在通胀压力缓和、就业持续修复下，债券市场对美国2022经济形式信心增强，对应实际利率上行。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：铜库存季节性累库开启；铝电解盈利显著走强。铜：①**价格方面，**国内铜社库累库0.68万吨，LME库存增加0.34万吨，全球铜库存趋势扭转，年底累库预期增强，铜价重心面临宏观下调压力。中国11月CPI、PPI剪刀差有所收敛，产业链利润分配向下游转移优化。②**供给方面，**矿原料端北方铜进口集中地区因受疫情影响，原料通关不畅，铜精矿供应地区性紧张拖累国内TC成交价格僵持回落至60低位；22年长单谈判仍未落地，预计短期TC现货市场维持僵持观望格局。③**需求方面，**年底国网订单释放加速，下游线缆及铜杆消费边际改善。本周铜进口现货流入增多，保税库存维持较快下滑，国内库存已转为小幅回升，LME现货升水结构同样弱化。随着国内供给端恢复正常生产，全球现货紧张情绪边际缓和，年底基本面去库放缓并逐渐进入累库期预期增强，铜价短期或将面临宏观加息和基本面支撑弱化双重压力；（2）**铝：成本方面：**周内氧化铝自3320元/吨下跌7.2%至3080元/吨，对应自备电厂含税生产成本约1.66万元/吨，单吨电解铝（自备电厂）盈利水平周内盈利上涨至1948元/吨。周内电解铝成本支撑逻辑持续弱化，12月延续去库支撑佐证下游年度补库需求强烈，铝电解环节将成为产业链长期瓶颈，去库背景下电解铝价格走强将强于上游原料端，对应铝电解环节利润延续好转；**需求方面：**国内表现库存去库3.4万吨，去库节奏由外强内弱转为内强外弱。下游采购上，板带箔材企业维持高开工水平，为当前需求端核心支撑。周内铝型材开工开始回升，“稳增长”经济会议对后续地产需求带来积极效应，建筑型材需求有望发生实质性好转，整体需求上行为铝电解环节盈利带来持续支撑。**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。**

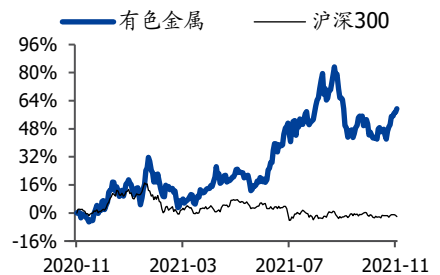
能源金属：临冬锂供需再度向好；变异毒株持续扰动钴供给。（1）**锂：**国内碳酸锂厂家开工出现分歧，主要大厂开工正常，客户关系稳定，产量稳步提升；但部分小厂因成本压力过大，开工情况不佳，目前生产主要以交付订单为主。天气变化影响盐湖端生产，同时青海地区限气以及江西等地限电政策导致厂家开工受阻，整体供应收紧；（2）**镍：**不锈钢需求下滑导致镍矿价格走低，镍豆成本边际走弱带动硫酸镍成本支撑弱化，当前镍价下不锈钢企业已发生生产亏损，后续降价空间有限；（3）**钴：**南非变异毒株时间持续影响钴供给路线，目前新疫情已对钴供应链形成扰动，部分船期不确定性将持续至2022年一季度，国内到港后续或再迎下滑。**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，锂价有望延续上行；（2）铜铝低库存&成本上移巩固价格高位。

风险提示：全球经济复苏不及预期风险、全球疫情发展超预期风险、政治风险等。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 王琪

执业证书编号：S0680521030003

邮箱：wangqi3538@gszq.com

研究助理 刘思蒙

邮箱：liusimeng@gszq.com

相关研究

- 1、《有色金属：铝电解盈利空间再次释放，疫情再扰动供应链》2021-12-05
- 2、《有色金属：铝下游采购修复带动库存止升回落，矿价攀升助推锂价上行》2021-11-28
- 3、《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

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

内容目录

一、周观点：铝电解重回高盈利水平，冬季不改锂、钴供需格局向好	4
二、周度数据跟踪.....	5
2.1、股票周度涨跌：东方钽业、白银有色、中国铝业涨幅分居前三.....	5
2.2、价格及库存变动：金银价格涨跌不一，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分化	5
三、铝电解重回高盈利水平，冬季不改锂、钴供需格局向好.....	8
3.1、黄金：美国通胀拐点将现，美元指数上行预期将持续压制金价.....	8
3.2、工业金属：铜库存季节性累库开启；铝电解盈利显著走强	10
3.2.1、铜：年底累库预期增强，铜短期面临宏观基本面双重压力	10
3.2.2、铝：步入12月延续强去库，铝电解盈利强势运行	12
3.3、能源金属：临冬锂供需再度向好；变异毒株持续扰动钴供给	15
3.3.1、冬季来临碳酸锂产量持续下滑，需求环增下供需格局支撑锂价走强.....	15
3.3.2、电池级镍盐：供需双稳延续，不锈钢淡季来临弱化成本支撑.....	18
3.3.3、钴原料及钴盐：变异毒株持续扰动供应链，海外供需支撑全球钴价上涨.....	18
风险提示	20

图表目录

图表 1: 本周东方钽业领涨.....	5
图表 2: 本周鼎胜新材领跌.....	5
图表 3: 周内贵金属价格涨跌不一，SHFE 白银领跌.....	6
图表 4: 周内基本金属内外盘涨跌分化，LME 锌领涨	6
图表 5: 本周动力电池材料涨跌不一，电解钴领涨.....	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上涨至 1.48%	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: 周内美元实际利率上涨至-0.96%（%）	9
图表 12: 金银比周内回升至 80.41	9
图表 13: 周内隐含通胀持平至 2.44%	10
图表 14: 铜金比横盘回调至 5.36.....	10
图表 15: 美元指数周内先涨后跌，周五下跌至 96.05	10
图表 16: SPDR 黄金 ETF 持仓规模下跌至 983 吨	10
图表 17: 三大交易所累库 0.82 万吨至 18.13 万吨.....	11
图表 18: 本周全球铜表观库存去库 0.38 万吨至 36.67 万吨.....	11
图表 19: 本周铜粗炼费回落至 60.90 美元/干吨	12
图表 20: 国内 11 月电解铜产量为 81.94 万吨（万吨）	12
图表 21: 本周铜杆加工费维稳于 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 3.40 万吨至 96.11 万吨.....	13
图表 24: 本周三大交易所累库 1.67 万吨至 126.54 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上涨 509 元/吨至 2181 元/吨	14
图表 29: 预焙阳极单吨净利周内下降 47 元/吨至 536 元/吨	14
图表 30: 铝棒加工费周内下跌 70 元/吨至 560 元/吨	15
图表 31: 铝板带箔加工费周内上涨 50 元/吨至 2120 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: 碳酸锂价格周内延续上涨	16
图表 35: 氢氧化锂周内价格维稳	16
图表 39: 锂辉石价格上升至 2315 (美元/吨, CFR, 不含税)	16
图表 40: 电池级碳酸锂盈利空间有所好转	16
图表 38: 碳酸锂库存周降 266 吨至 6162 吨	17
图表 39: 氢氧化锂库存周升 76 吨至 342 吨	17
图表 42: 国内 11 月新能源车产量环增 15.0%至 45.7 万辆	17
图表 43: 国内 11 月新能源车销量环增 17.4%至 45.0 万辆	17
图表 44: 11 月国内动力电池产量环增 12.4%至 28.2GWh, 磷酸铁锂产量继续快速增长	18
图表 41: 现货端硫酸镍相较镍铁价周上涨至 3.43 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 15.95 万元/吨 (元/吨)	18
图表 43: 钴中间品价格上涨 3.29%至 29.40 美元/磅	19
图表 44: MB 钴价平均报价抬升至 32.62 美元/磅	19
图表 45: 钴折扣系数下降至 89%	19
图表 46: 国内金属钴价格上升至 48.59 万元/吨	19
图表 47: 国内外钴价差周内大幅上涨至 2.01 万元/吨	20
图表 48: 剔除钴原料后硫酸钴加工利润空间周内上涨至 0.76 万元/吨	20
图表 49: 剔除钴原料后四氧化三钴加工利润上涨至 4.47 万元/吨	20

一、周观点：铝电解盈利回升，冬季不改锂、钴供需格局向好

贵金属：美国通胀拐点将现，美元指数上行预期将持续压制金价。①**名义利率：**周内十年期美债利率自 1.35% 上涨至 1.48%。美国 11 月未季调 CPI 符合预期（实际值 6.8%，预期值 6.8%，前值 6.2%），通胀虽仍处上行趋势但速率明显下降，12 月消费者信心指数初值回升至 70.4，高于预期值 67.1 与前值 67.4。从通胀走势趋势上看，美国 CPI 同比大概率在 12 月或 1 月触顶回落，市场对通胀后续走势开始呈乐观态度。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；**②**通胀预期：**美国债券市场隐含通胀持平于 2.44%，实际利率周内小幅抬升，自 -1.08% 上涨至 -0.96%。随着多位美联储官员对流动性收紧提前发言，市场对 Taper 提前执行完毕预期走强。同时在通胀压力缓和、就业持续修复下，债券市场对美国 2022 经济形式信心增强，对应实际利率上行。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：铜库存季节性累库开启；铝电解盈利显著走强。铜：①**价格方面，**国内铜社会库存周累库 0.68 万吨，LME 库存增加 0.34 万吨，全球铜库存去库趋势扭转，年底累库预期增强，铜基本面支撑逻辑弱化，铜价重心面临宏观下调压力。中国 11 月 CPI、PPI 剪刀差有所收敛，产业链利润分配向下游转移优化。②**供给方面，**矿原料端新疆、内蒙等北方铜原料进口集中地区因受新增疫情影响，原料通关不畅，铜精矿供应地区性紧张拖累国内 TC 成交价格僵持回落至 60 低位；22 年长单谈判仍未落地，预计短期 TC 现货市场维持僵持观望格局。③**需求方面，**年底国网订单释放加速，下游线缆及铜杆消费边际改善。本周铜进口现货流入增多，保税库存维持较快下滑，国内库存已转为小幅回升，LME 现货升水结构同样弱化。随着国内供给端恢复正常生产，全球现货紧张情绪边际缓和，年底基本面去库放缓并逐渐进入累库期预期增强，铜价短期或将面临宏观加息和基本面支撑弱化双重压力；(2) **铝：成本方面：**周内氧化铝自 3320 元/吨下跌 7.2% 至 3080 元/吨，对应自备电厂含税生产成本约 1.66 万元/吨，长江现货铝价上涨 90 元/吨至 18760 元/吨，单吨电解铝（自备电厂）盈利水平周内盈利上涨至 1948 元/吨。周内电解铝成本支撑逻辑持续弱化，12 月延续去库支撑佐证下游年度补库需求强烈，铝电解环节将成为产业链长期瓶颈，去库背景下电解铝价格走强将强于上游原料端，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 3.4 万吨，去库节奏由外强内弱转为内强外弱。下游采购上，板带箔材企业维持高开工水平，为当前需求端核心支撑。周内铝型材开工开始回升，“稳增长”经济会议对后续地产需求带来积极效应，建筑型材需求有望发生实质性好转，整体需求上行为铝电解环节盈利带来持续支撑。**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：临冬锂供需再度向好；变异毒株持续扰动钴供给。(1) **锂：**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；(2) **镍：**不锈钢需求下滑导致镍矿价格走低，镍豆成本边际走弱带动硫酸镍成本支撑弱化，当前镍价下不锈钢企业已发生生产亏损，后续降价空间有限；(3) **钴：**南非变异毒株时间持续影响钴供给路线，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。**

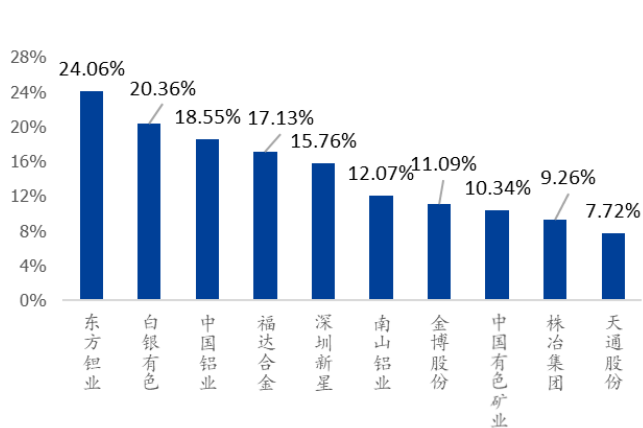
新能源景气延续带动 EV 金属行情，低库存支撑铜铝价格韧性。(1) EV 金属需求高景气叠加产业链补库诉求，锂价有望延续上行；(2) 供给受限及需求旺季来临支撑铜铝供需景气，价格高位仍具韧性。

二、周度数据跟踪

2.1、股票周度涨跌：东方钽业、白银有色、中国铝业涨幅分居前三

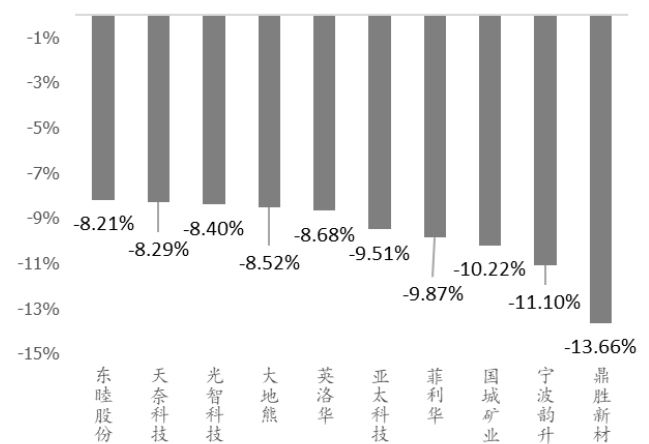
- **股票价格：**截至 12 月 11 日，有色板块涨多跌少，东方钽业领涨，周涨幅达 24.06%；鼎盛新材领跌，周跌幅达 13.66%。

图表 1：本周东方钽业领涨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：本周鼎盛新材领跌



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2.2、价格及库存变动：金银价格涨跌不一，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分化

- **贵金属价格：**周内贵金属价格涨跌不一，SHFE 白银领跌。黄金方面，SHFE 黄金微升至 367 元/克，周度上涨 1.24 元/克，周涨幅 0.34%，COMEX 黄金涨 0.05% 于 1784.80 美元/盎司；白银方面，SHFE 白银跌 82 元/千克至 4636 元/千克，周跌幅 1.74%，COMEX 白银下跌 1.27% 至 22.20 美元/盎司。

图表3: 周内贵金属价格涨跌不一, 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	1,784.80	0.9	0.05%	0.47%	-5.82%
COMEX 白银	美元/盎司	22.20	-0.29	-1.27%	-2.72%	-15.97%
SHFE 黄金	元/克	367.00	1.24	0.34%	-0.72%	-7.11%
SHFE 白银	元/千克	4,636.00	-82.00	-1.74%	-3.66%	-16.99%

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 锌领涨**。本周, 铜内外盘分别上涨 0.26%、0.39%至 69410 元/吨、9454 美元/吨。铝外盘下跌 0.19%至 2611 美元/吨, 内盘上涨 0.19%至 18830 元/吨, 锌内外盘分别上涨 1.73%、4.51%, 铅内外盘分别上涨 1.58%、4.44%, 镍内外盘分别下跌 2.12 %、1.20%, 锡内盘下跌 0.43%, 外盘上涨 0.05%。

图表4: 周内基本金属内外盘涨跌分化, LME 锌领涨

名称	单位	现价	周度变动	周度涨跌幅	月初至今涨跌幅	年初至今涨跌幅
LME 铝	美元/吨	2,611.0	-5.0	-0.19%	-0.53%	31.84%
LME 铜	美元/吨	9,454.0	37.0	0.39%	0.03%	21.93%
LME 锌	美元/吨	3,300.0	142.5	4.51%	3.64%	20.04%
LME 铅	美元/吨	2,294.0	97.5	4.44%	1.06%	15.36%
LME 镍	美元/吨	19,835.0	-240.0	-1.20%	-0.45%	19.70%
LME 锡	美元/吨	39,220.0	20.0	0.05%	0.93%	92.73%
SHFE 铝	元/吨	18,830.0	35.0	0.19%	-0.87%	21.68%
SHFE 铜	元/吨	69,410.0	180.0	0.26%	-0.63%	19.73%
SHFE 锌	元/吨	23,480.0	400.0	1.73%	2.47%	12.69%
SHFE 铅	元/吨	15,450.0	240.0	1.58%	0.23%	4.78%
SHFE 镍	元/吨	145,640.0	-3,160.0	-2.12%	-1.89%	17.14%
SHFE 锡	元/吨	284,660.0	-1,230.0	-0.43%	-0.92%	87.70%

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, **电解钴领涨**。细分来看, 锂产品方面, 本周工业级碳酸锂价格上涨 3.49%至 20.75 万元/吨, 电池级碳酸锂价格涨 3.34%至 21.79 万元/吨, 电池级氢氧化锂跌维稳至 20.29 万元/吨, 微粉级氢氧化锂价格持平至 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 5.08%至 47.55 万元/吨, 四氧化三钴涨 4.05%至 360 元/千克, 硫酸钴上涨 2.02%至 10.10 万元/吨; 镍产品方面, 本周镍产品价格普跌, 高镍铁下跌 6.90%至 1350 元/吨, 硫酸镍微跌 0.66%至 3.78 万元/吨, 电解镍下降 1.18%至 14.72 万元/吨。

图表 5: 本周动力电池材料涨跌不一, 电解钴领涨

名称	单位	现价	周度变动	周度涨跌幅	月初至今涨跌幅	年初至今涨跌幅
工业级碳酸锂	万元/吨	20.75	0.70	3.49%	6.68%	303.11%
电池级碳酸锂	万元/吨	21.79	0.70	3.34%	5.85%	304.76%
电池级氢氧化锂	万元/吨	20.29	0.00	0.00%	2.01%	282.83%
微粉级氢氧化锂	万元/吨	20.63	0.00	0.00%	1.98%	321.02%
四氧化三钴	元/千克	360.00	14.00	4.05%	4.96%	76.04%
硫酸钴	万元/吨	10.10	0.20	2.02%	2.02%	72.65%
电解钴	万元/吨	47.55	2.30	5.08%	6.49%	70.43%
硫酸镍	元/吨	37,750.00	-250.00	-0.66%	-0.66%	18.90%
高镍铁	元/镍	1,350.00	-100.00	-6.90%	-7.53%	26.17%
电解镍	万元/吨	14.72	-0.18	-1.18%	-1.93%	14.69%

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分化, 锡内盘累库效应明显。铝库存内外盘分化, SHFE 铝库存减少 4.05%至 32.14 万吨, LME 铝累库 3.44%至 91.32 万吨; 铜方面, SHFE 铜累库 0.53 万吨至 4.14 万吨, LME 铜累库 4.37%至 8.18 万吨; LME 锡累库 0.01 万吨至 0.16 万吨, SHFE 锡库存增加 0.04 万吨至 0.22 万吨; 镍外盘去库 3.52%至 10.86 万吨, 镍内盘累库 1.15 %至 0.56 万吨。

图表 6: 本周交易所部分基本金属库存内外盘分化, 锡内盘累库效应明显

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	91.32	3.040	3.44%	1.36%	-32.14%
	SHFE 万吨	32.14	-1.358	-4.05%	-2.23%	43.31%
	COMEX 万吨	3.08	-0.015	-0.48%	-3.75%	-33.69%
铜	LME 万吨	8.18	0.343	4.37%	6.97%	-24.25%
	SHFE 万吨	4.14	0.527	14.59%	-1.15%	-52.26%
	COMEX 万吨	5.81	-0.054	-0.92%	-0.92%	-25.09%
锌	LME 万吨	16.44	1.108	7.22%	3.43%	-18.69%
	SHFE 万吨	6.77	-0.214	-3.06%	-6.21%	136.92%
铅	LME 万吨	5.58	-0.010	-0.18%	-2.36%	-58.19%
	SHFE 万吨	11.61	-0.796	-6.42%	-11.03%	153.10%
镍	LME 万吨	10.86	-0.396	-3.52%	-5.01%	-55.97%
	SHFE 万吨	0.56	0.006	1.15%	-8.46%	-68.93%
锡	LME 万吨	0.16	0.012	7.99%	24.40%	-17.72%
	SHFE 万吨	0.22	0.044	24.69%	14.97%	-59.87%

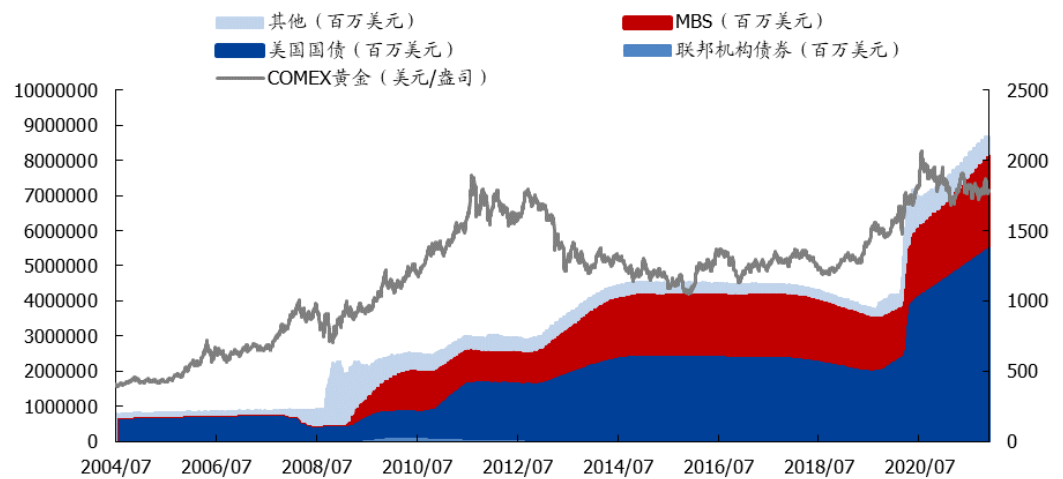
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三、铝电解盈利回升，冬季不改锂、钴供需格局向好

3.1、黄金：美国通胀拐点将现，美元指数上行预期将持续压制金价

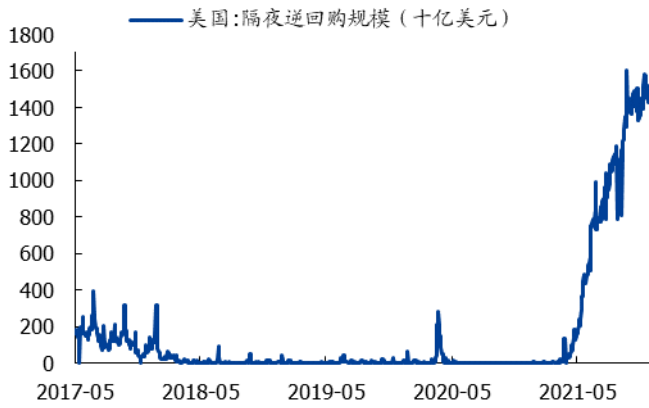
黄金：①名义利率：周内十年期美债利率自 1.35% 上涨至 1.48%。美国 11 月末季调 CPI 符合预期（实际值 6.8%，预期值 6.8%，前值 6.2%），通胀虽仍处上行趋势但速率明显下降，12 月消费者信心指数初值回升至 70.4，高于预期值 67.1 与前值 67.4。从通胀走势趋势上看，美国 CPI 同比大概率在 12 月或 1 月触顶回落，市场对通胀后续走势开始呈乐观态度。总体看，当前就业市场已实现有效修复，而就业意愿偏慢变量需长期改善，**当前就业市场存更多岗位空缺，横向比较看就业市场修复为政策端收紧流动性已提供基础；②通胀预期：**美国债券市场隐含通胀持平于 2.44%，实际利率周内小幅抬升，自 -1.08% 上涨至 -0.96%。随着多位美联储官员对流动性收紧提前发言，市场对 Taper 提前执行完毕预期走强。同时在通胀压力缓和、就业持续修复下，债券市场对美国 2022 经济形式信心增强，对应实际利率上行。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。

图表 6: 美联储扩表放缓



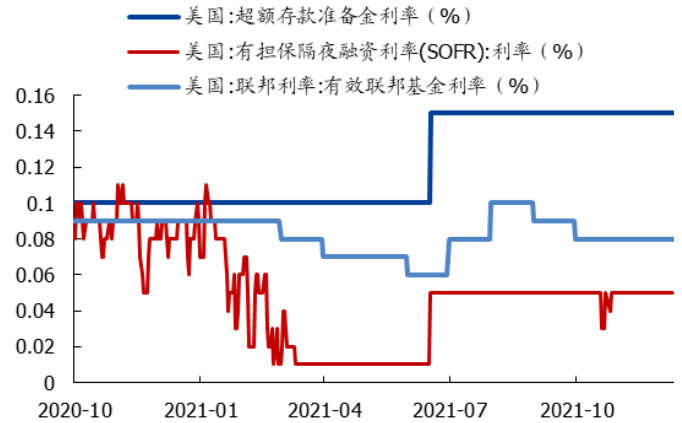
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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



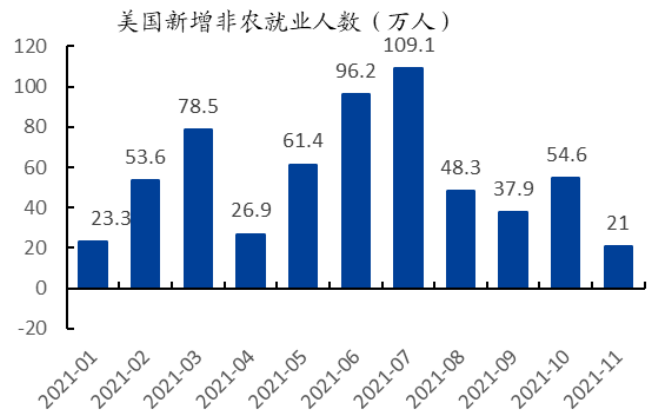
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 周内美十债利率周内上涨至 1.48%



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



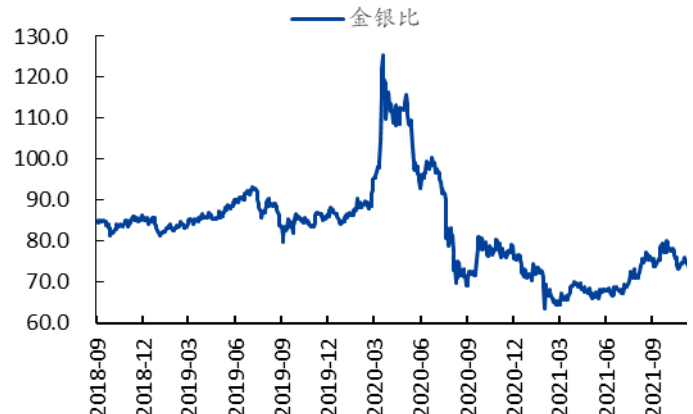
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 周内美元实际利率上涨至-0.96% (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 金银比周内回升至 80.41



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 周内隐含通胀持平至 2.44%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 铜金比横盘回调至 5.36



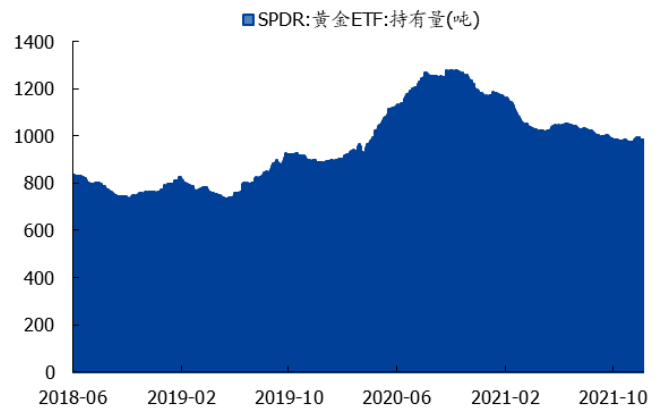
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 美元指数周内先涨后跌, 周五下跌至 96.05



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 983 吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2、工业金属：铜库存季节性累库开启；铝电解盈利显著走强

3.2.1、铜：年底累库预期增强，铜短期面临宏观基本面双重压力

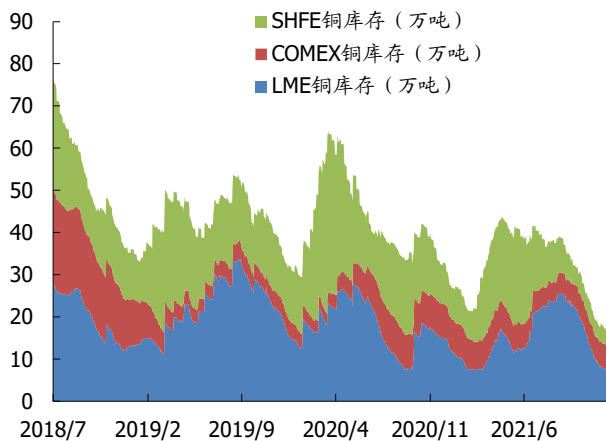
年底累库预期增强，铜短期面临宏观基本面双重压力。①截止本周五，沪铜（收盘价）周内微涨 0.43%至 69530 元/吨，LME 铜微涨 0.39%至 9454 美元/吨；沪伦比由 7.19 回升至 7.29。全球铜库存（国内社库+保税+LME+COMEX 交易所）为 36.67 万吨，环比减少 0.38 万吨，三大显性库存变化不一，其中社会库存累库 0.68 万吨，保税区库存减少 1.35 万吨，LME 库存增加 0.34 万吨，COMEX 铜库存去库 0.05 万吨，上期所库存增加 0.53 万吨；②宏观方面，11 月中国社融规模及新增人民币贷款环比大幅提升，或为地产边际松动带动国内货币供应放量；由于仍不及预期，对铜价利多拉动有限。同时，中国 11 月 CPI、PPI 剪刀差有所收敛，产业链利润分配向下游转移优化。③供给方面，矿原料端新疆、内蒙等北方铜冶炼及原料进口集中地区因受新增疫情影响，原料通关不畅，原料供应地区性紧张拖累国内 TC 成交价格处于 60 低位；22 年长单谈判仍未落地，预计短期 TC 现货市场维持僵持观望格局。④需求方面，年底国网订单释放显加速，下游线

缆及铜杆消费边际改善。国内铜现货价格快速回落令本周铜进口再现盈利窗口，进口现货流入增多，保税库存维持较快下滑，国内库存已转为小幅回升，LME 现货升水结构同样弱化。随着国内供给端恢复正常生产，全球现货紧张情绪边际缓和，年底基本面去库放缓并逐渐进入累库期预期增强，铜价短期或将面临宏观加息和基本面支撑弱化双重压力。

(2) 全球铜库存及加工费跟踪

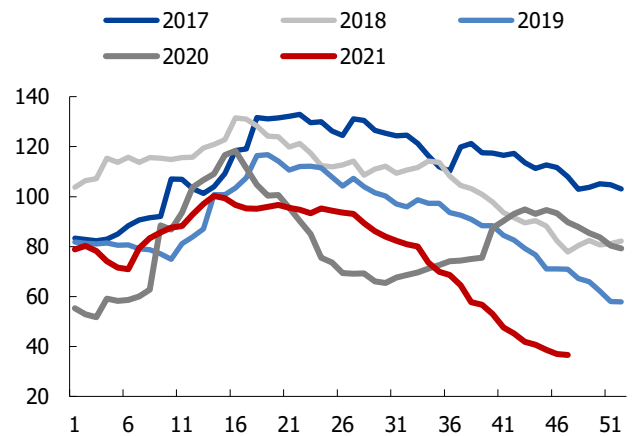
至 12 月 10 日，全球铜库存（国内社库+保税+LME+COMEX 交易所）为 36.67 万吨，环比减少 0.38 万吨，年内峰值为 100 万吨。其中社会库存累库 0.68 万吨，保税区库存减少 1.35 万吨，LME 库存增加 0.34 万吨，COMEX 铜库存去库 0.05 万吨，上期所库存增加 0.53 万吨；

图表 17: 三大交易所累库 0.82 万吨至 18.13 万吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

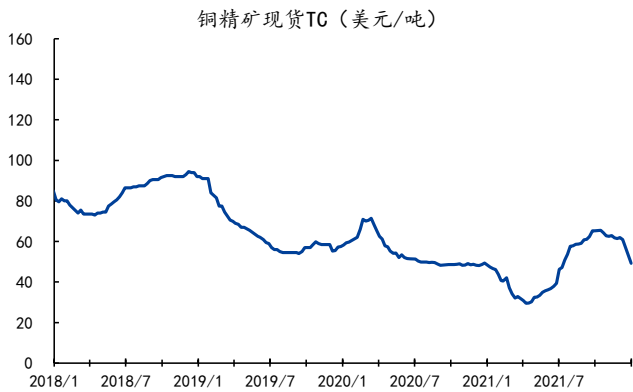
图表 18: 本周全球铜表观库存去库 0.38 万吨至 36.67 万吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

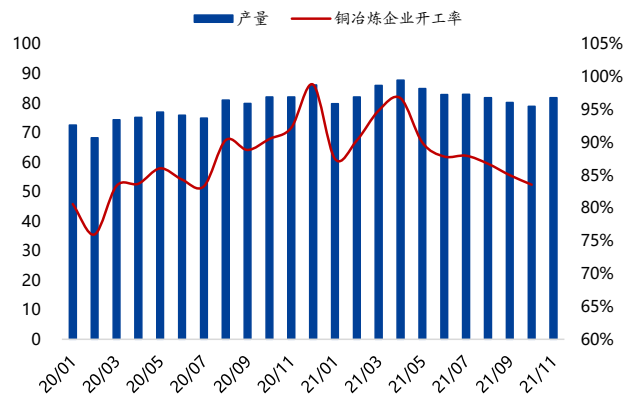
全球铜矿干扰率回升，TC 价格延续僵持。9 月以来国内 TC 价格持续僵持下滑，本周 TC 小幅回落至 60.90 美元/吨。中国西北地区疫情令铜精矿进口供应存在地区性紧张问题，拖累 TC 报价。全国限电潮结束，国内 11 月电解铜产量环比增加 3.8% 至 81.94 万吨，基本恢复正常生产。本周铜杆加工费维稳于 860 元/吨。铜价下跌带动精废价差从 1093 元/吨小幅上涨至 1179 元/吨，废铜供需受抑。

图表 19: 本周铜粗炼费回落至 60.90 美元/干吨



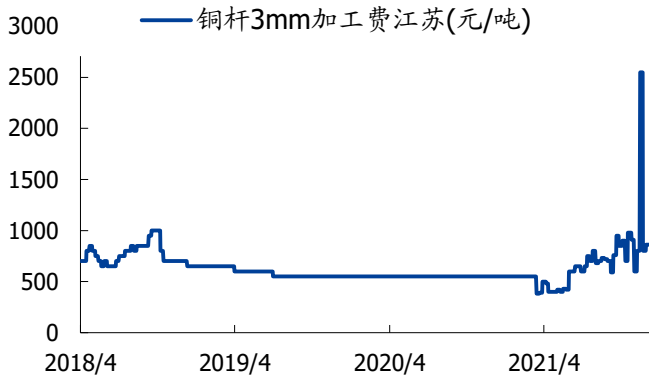
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 国内 11 月电解铜产量为 81.94 万吨 (万吨)



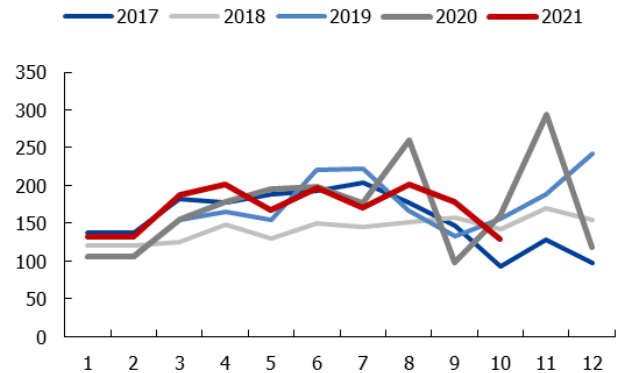
资料来源: SMM, 国盛证券研究所

图表 21: 本周铜杆加工费维稳于 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

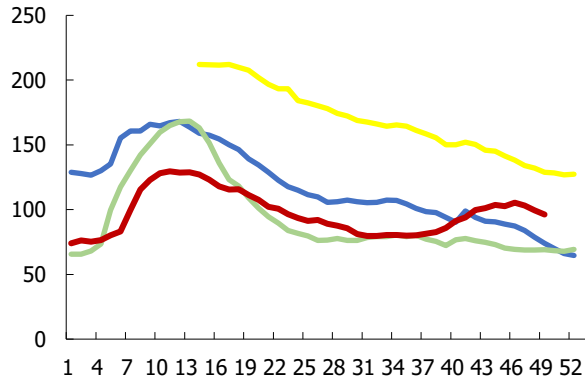
3.2.2、铝: 步入 12 月延续强去库, 铝电解盈利强势运行

价格方面: 本周铝价震荡后小幅回升, 沪铝 (收盘价) 周内微涨 0.56% 至 18900 元/吨, LME 铝微涨 0.04% 至 2616 美元/吨; **库存方面:** 本周三大交易所累库 1.67 万吨至 126.54 万吨, 其中 LME 库存单周升 3.04 万吨至 91.32 万吨, 录得 9 月 24 日以来首次累库, SHFE 库存单周降 1.36 万吨至 32.14 万吨, LME 是全球交易所库存上升的主要因素。根据百川盈孚, 本周国内社库去库 3.40 万吨至 96.11 万吨, 社库比去年同期增加 26.94 万吨。本周去库节奏由外强内弱转为内强外弱。 **成本方面:** 周内氧化铝自 3320 元/吨下跌 7.2% 至 3080 元/吨, 对应自备电厂含税生产成本约 1.66 万元/吨, 长江现货铝价上涨 90 元/吨至 18760 元/吨, 单吨电解铝 (自备电厂) 盈利水平周内盈利上涨至 1948 元/吨。周内电解铝成本支撑逻辑持续弱化, 12 月延续去库支撑佐证下游年度补库需求强烈, 铝电解环节将成为产业链长期瓶颈, 去库背景下电解铝价格走强将强于上游原料端, 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 3.4 万吨, 去库节奏由外强内弱转为内强外弱。下游采购上, 板带箔材企业维持高开工水平, 为当前需求端核心支撑。周内铝型材开工开始回升, “稳增长” 经济会议对后续地产需求带来积极效应, 建筑型材需求有望发生实质性好转, 整体需求上行为铝电解环节盈利带来持续支撑。

(2) 库存情况周度变化

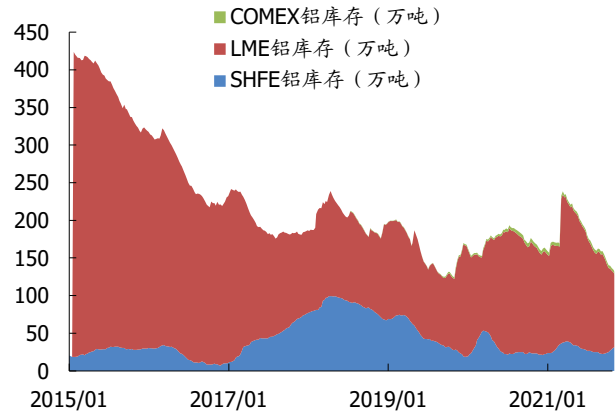
海外电解铝库存持续下降，国内社库再次回落：本周三大交易所累库 1.67 万吨至 126.54 万吨，其中 LME 库存单周升 3.04 万吨至 91.32 万吨，录得 9 月 24 日以来首次累库，SHFE 库存单周降 1.36 万吨至 32.14 万吨，LME 是全球交易所库存上升的主要因素。根据百川盈孚，本周国内社库去库 3.40 万吨至 96.11 万吨，社库比去年同期增加 26.94 万吨。海外铝企因供电成本影响，前期关停产能难以复产，而随着制造业需求经济回温，预计海外仍将延续去库状态。

图表 23: 本周国内电解铝社库去库 3.40 万吨至 96.11 万吨



资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

图表 24: 本周三大交易所累库 1.67 万吨至 126.54 万吨

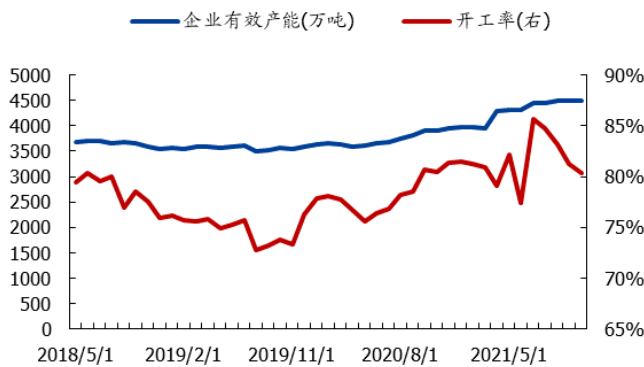


资料来源：Wind，国盛证券研究所

(3) 产业开工率及运营情况

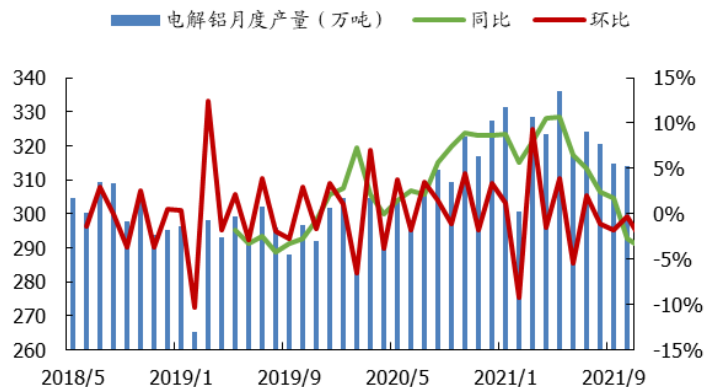
11 月电解铝产量环降 2.8% 至 305.21 万吨，开工水平仍受压制。国内 11 月电解铝生产 305.21 万吨，较去年同期同比下降 3.7%，环比下滑 2.8%。10 月供给侧在省份限电压产等诸多因素影响下，月度产量录得 313.88 万吨，环比小幅下滑，明显低于 4、5 月水平。10 月多省份再传限电压负荷消息，11 月电解铝产量进一步走弱，建议继续关注国内电解铝开工数据。

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



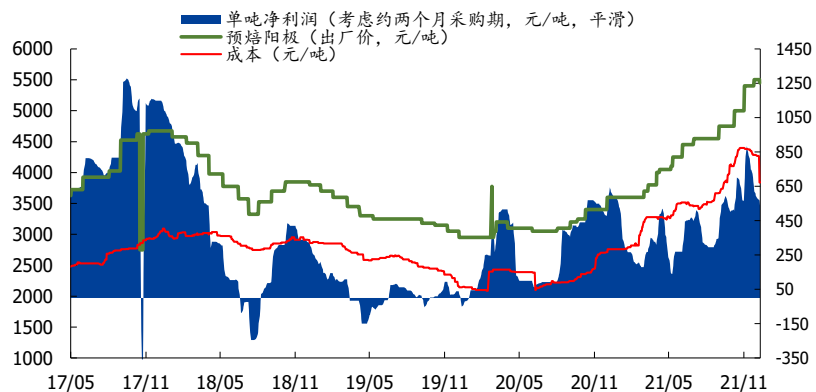
资料来源: Wind, 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 28: 至本周五外购电力电解铝利润上涨 509 元/吨至 2181 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 47 元/吨至 536 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

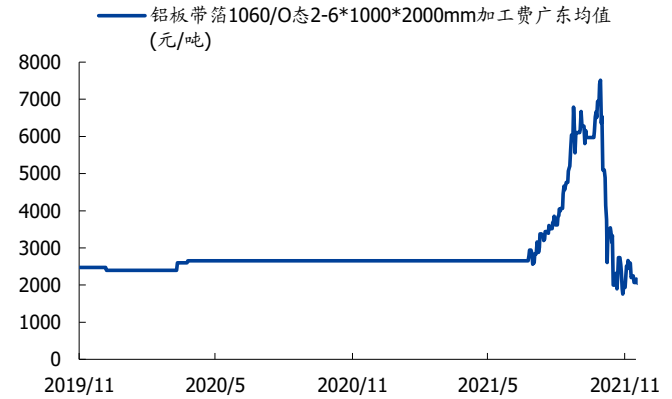
铝棒加工费回落，铝板带箔加工费微涨。铝棒加工费周内跌70元/吨至560元/吨，铝板带箔加工费周内小幅上涨50元/吨至2120元/吨。

图表 30: 铝棒加工费周内下跌70元/吨至560元/吨



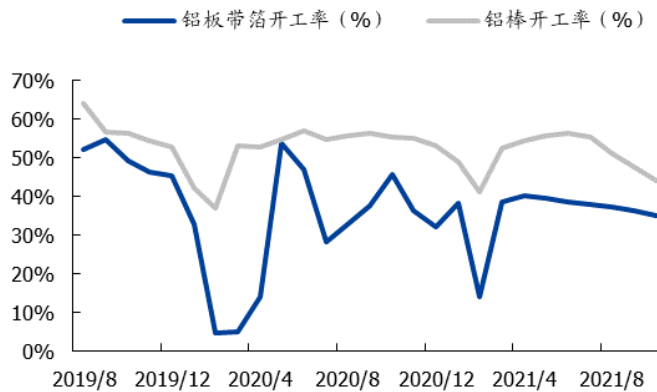
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 31: 铝板带箔加工费周内上涨50元/吨至2120元/吨



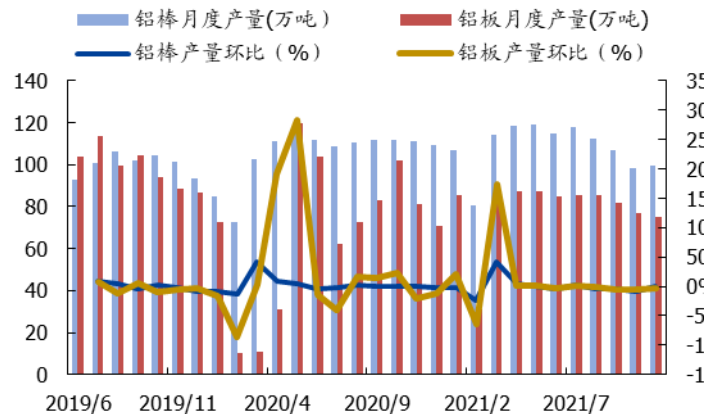
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

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

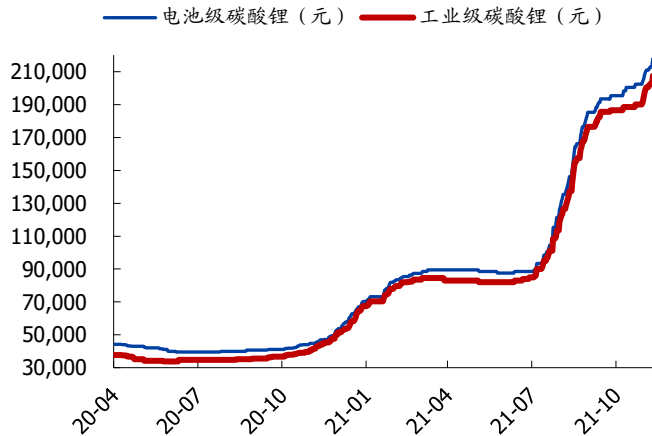
3.3、能源金属：临冬锂供需再度向好；变异毒株持续扰动钴供给

3.3.1、冬季来临碳酸锂产量持续下滑，需求环增下供需格局支撑锂价走强

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。①供给方面，本周国内碳酸锂产量较上周略有缩减至4294吨，环降2.21%。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。②需求方面，11月产销分别完成45.7万辆/45.0万辆，同比增长131.2%/124.8%，环比增长15.0%/17.4%。国内动力电池产量达28.2GWh，同增121.8%，环增12.4%；新能源车持续高景气带动正极材料需求旺盛；③库存方面：下现货流通量较少，碳酸锂库存周降266吨至6162吨，氢氧化锂自年初以来库存

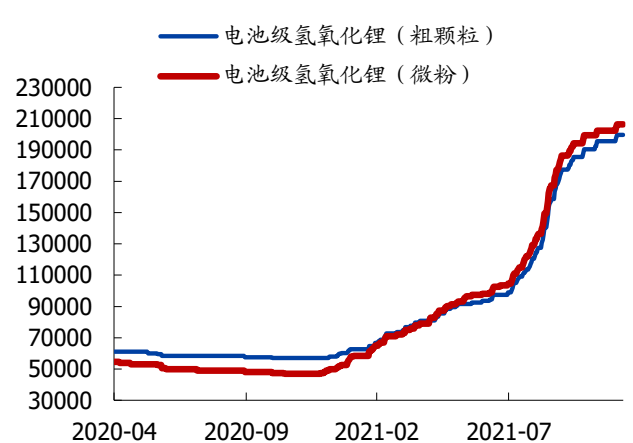
持续回落，11月初以来有所回升但仍处于历史低位，11月新能源车零售以及正极材料排产显示需求端维持高景气，预计到明年中供需缺口仍将逐渐放大，维持锂价看多观点。④成本方面，锂辉石价格周内小幅上升10美元/吨至2315美元/吨水平（CFR，不含税），锂精矿供应紧张导致价格处于高位，锂辉石冶炼厂家成本压力继续增加，电池级碳酸锂盈利空间上涨至5.53万元/吨，电池级氢氧化锂盈利空间周内微降至5.47万元/吨；同时锂云母冶炼厂家的成本随着辅料价格的上涨也同步上行；进入冬季，盐湖提锂厂家的能耗成本也随之上行。

图表 34: 碳酸锂价格周内延续上涨



资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

图表 35: 氢氧化锂周内价格维稳

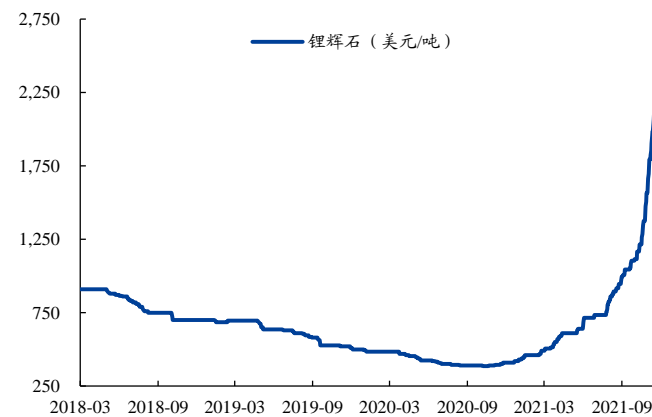


资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

（1）锂辉石精矿成本及冶炼厂盈利空间

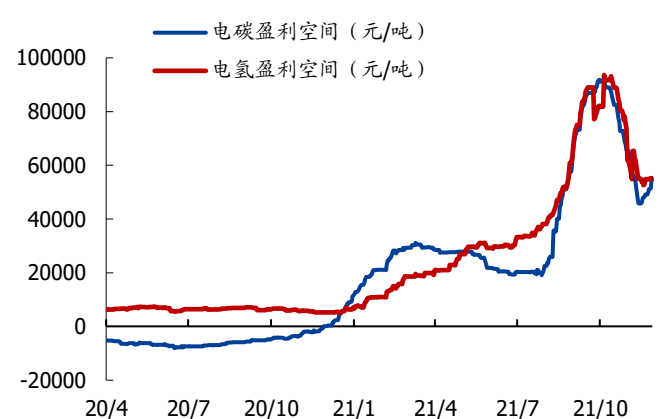
受原材料价格上涨和气候影响，锂盐冶炼厂家成本压力继续增加，盈利空间持续收窄。锂辉石（Li₂O 5%min）本周到港价小幅上升10美元/吨至2315美元/吨水平（CFR，不含税），电池级碳酸锂盈利空间上涨至5.53万元/吨，电池级氢氧化锂盈利空间周内微降至5.47万元/吨。

图表 36: 锂辉石价格上升至 2315 (美元/吨, CFR, 不含税)



资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

图表 37: 电池级碳酸锂盈利空间有所好转

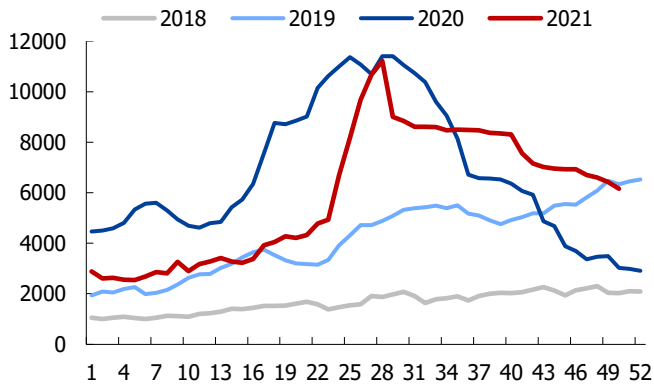


资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

（2）锂盐工厂库存周度变化

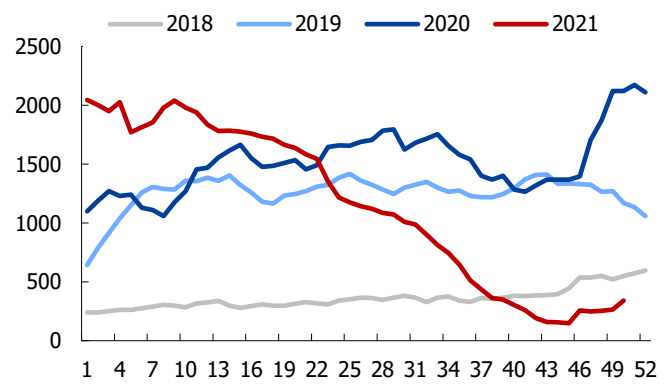
碳酸锂由于产能更高且上半年存在累库现象，伴随下游正极厂商加速扩产以及磷酸铁锂年内返潮，碳酸锂库存自高位回落，周降266吨至6162吨。氢氧化锂自年初以来库存持续回落，11月初以来有所回升但仍处于历史低位，低库存刺激下年内价格稳步增长，炼厂利润增速较为稳健。

图表 38: 碳酸锂库存周降 266 吨至 6162 吨



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 39: 氢氧化锂库存周升 76 吨至 342 吨

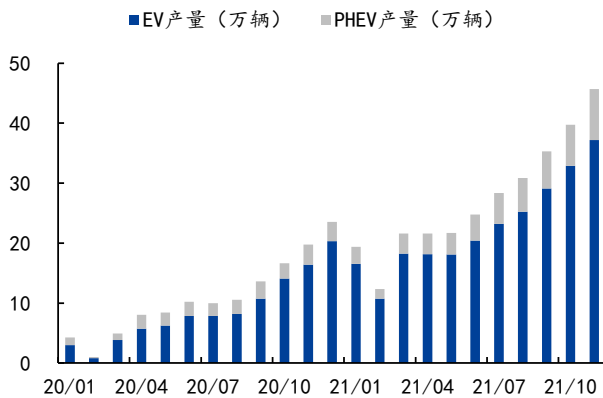


资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

(3) 下游新能源车&动力电池需求跟踪

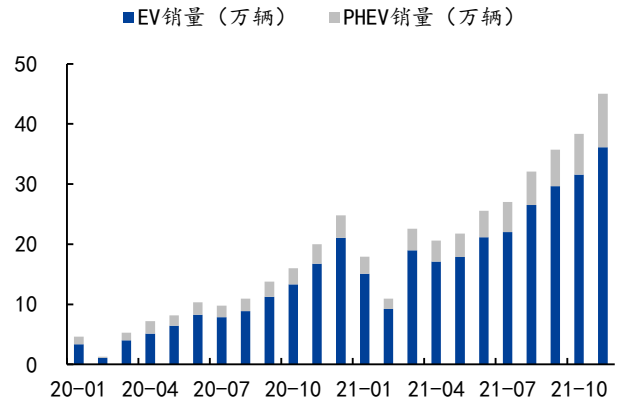
新能源车持续高景气, 下游厂家询单积极, 库存较上周消减。①新能源车: 中汽协数据, 1-11月, 国内新能源汽车产销分别完成 302.3 万辆和 299.0 万辆, 同比均增长 170%; 11 月产销分别完成 45.7 万辆/45.0 万辆, 同比增长 131.2%/124.8%, 环比增长 15.0%/17.4%。②动力电池: 根据 CAEV, 1-11 月, 国内动力电池产量达 188.1GWh, 同比增长 250.0%; 11 月, 国内动力电池产量达 28.2GWh, 同增 121.8%, 环增 12.4%; 11 月, 磷酸铁锂动力电池产量达 17.8GWh, 占比 63.0%, 环增 12.0%, 磷酸铁锂电池持续维持高速增长。三元动力电池产量达 10.4GWh, 占比 36.8%, 环增 12.9%。

图表 40: 国内 11 月新能源车产量环增 15.0%至 45.7 万辆



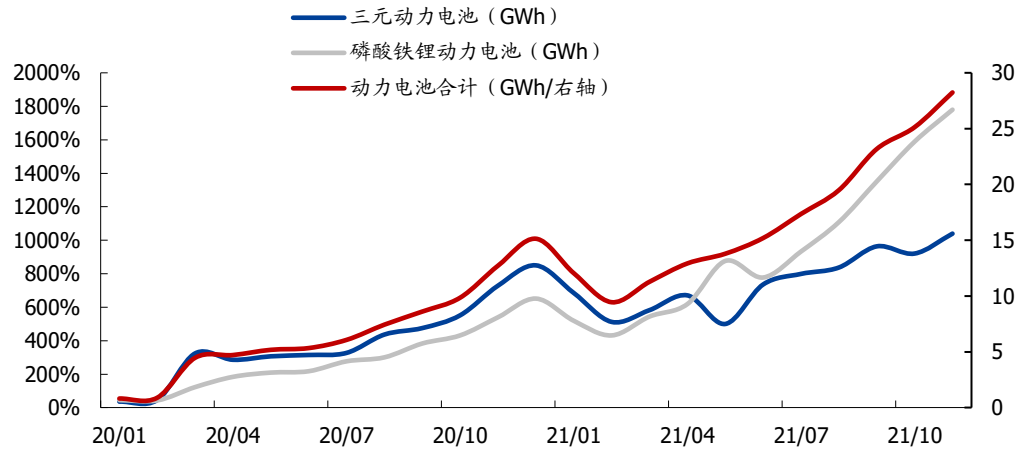
资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

图表 41: 国内 11 月新能源车销量环增 17.4%至 45.0 万辆



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

图表 42: 11 月国内动力电池产量环增 12.4%至 28.2GWh, 磷酸铁锂产量继续快速增长

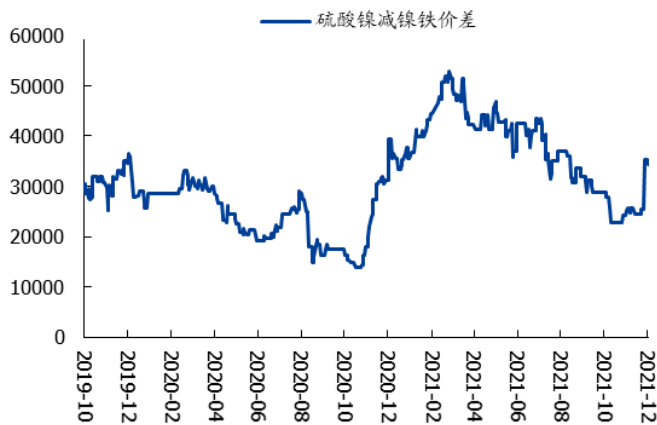


资料来源: CAEV, 国盛证券研究所

3.3.2、电池级镍盐：供需双稳延续，不锈钢淡季来临弱化成本支撑

硫酸镍：①**价格方面：**本周电池级硫酸镍均价下降至 3.78 万元/吨；②**供应方面，**本周国内硫酸镍产量下降至 8090 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。不锈钢需求下滑导致镍矿价格走低，镍豆成本边际走弱带动硫酸镍成本支撑弱化，当前镍价下不锈钢企业已发生生产亏损，后续降价空间有限；③**需求&库存方面，**生产商库存 6210 吨，环降 1.9%。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 43: 现货端硫酸镍相较镍铁价周上涨至 3.43 万元/吨 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 44: 现货端硫酸镍相较金属镍价周内下降至 15.95 万元/吨 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

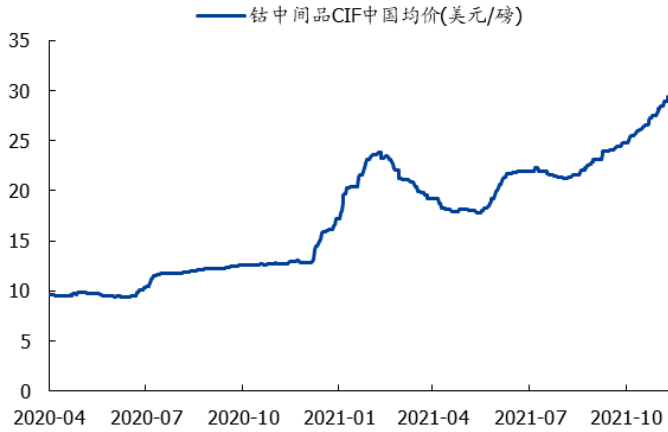
3.3.3、钴原料及钴盐：变异毒株持续扰动供应链，海外供需支撑全球钴价上涨

钴资源：①**价格方面：**本周钴中间品报价 29.40 美元/磅，周内上涨 3.29%，折扣系数下降至 89%；②**供应方面，**南非变异毒株时间持续影响钴供给路线，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。

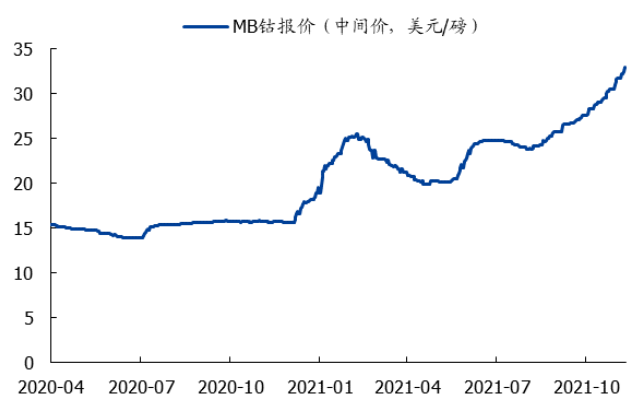
电解钴：电钴价格上升，根据百川盈孚，99.3%含量电解钴报价上涨至 32.3 美元/磅，海外补库需求增加导致采购热度升温。国内部分企业受能源双控影响排产下调或停产，供给减少，整体价格预计维持强势。

图表 45: 钴中间品价格上涨 3.29%至 29.40 美元/磅



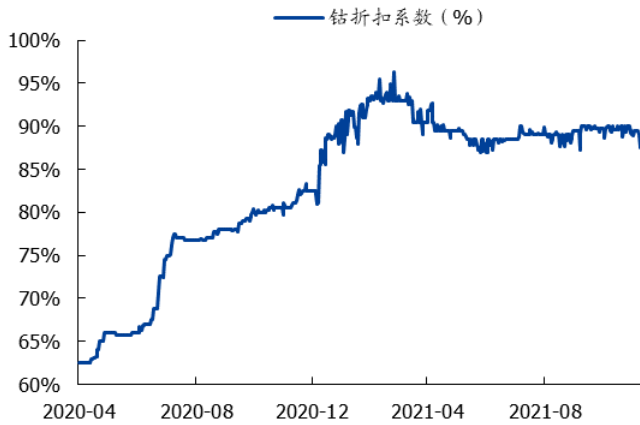
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 46: MB 钴价平均报价抬升至 32.62 美元/磅



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 47: 钴折扣系数下降至 89%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 48: 国内金属钴价格上升至 48.59 万元/吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 49: 国内外钴价差周内大幅上涨至 2.01 万元/吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 50: 剔除钴原料后硫酸钴加工利润空间周内上涨至 0.76 万元/吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 51: 剔除钴原料后四氧化三钴加工利润上涨至 4.47 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