

有色金属

美联储开启 Taper，锂精矿、稀土价格加速上涨

评级：增持（维持）

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭中伟

Email: guozw@r.qlzq.com.cn

研究助理：安永超

Email: anyc@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	32,360.46
行业流通市值(亿元)	30,389.43

行业-市场走势对比



相关报告

- 1、《2021 年有色策略：上下两个半场》20210205
- 2、《稀土：是时候重塑对稀土的认识了》20210202
- 3、《稀土：本轮上行周期与之前有何不同？》20201127
- 4、《再议锂电上游材料（锂钴磁材铜箔）的投资机会》20201016
- 5、《深度，锂钴等：谈谈当前时点“底部布局”的考虑》20200408
- 6、《锂钴等：黎明前的黑暗》20200402
- 7、《黄金：复盘 2008 的启示》20200316

重点公司基本状况

简称	股价(元)	EPS				PE				PEG	评级
		2019A	2020A	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E		
赣锋锂业	162.4	0.28	0.79	1.69	2.19	580.0	205.6	96.1	89.7	2.59	买入
华友钴业	111.22	0.11	1.03	2.66	2.97	1011	108.0	41.8	37.4	0.44	买入
北方稀土	46.49	0.17	0.21	1.36	2.61	273.5	221.4	34.2	17.8	0.32	买入
鼎胜新材	35.89	0.71	-0.03	1.06	1.58	50.5	-1196.3	33.9	22.7	1.22	买入
索通发展	18.8	0.26	0.59	1.35	1.64	72.3	31.9	13.9	11.5	0.11	买入
湖南黄金	10.03	0.1	0.2	0.5	0.7	100.3	50.2	20.1	14.3	0.96	买入

备注：数据取自 2021 年 11 月 05 日

投资要点

- **【本周关键词】：美联储议息会议决定开启 Taper，不急于加息；电池开启涨价，产业链价格传导顺利；稀土价格加速上涨。**
- **行情回顾：1) 小金属方面，国内 9 月新能源车销量再创新高，新能源车乘用车渗透率接近 20%，行业景气度持续上行，新能源车上游钴锂稀土等景气趋势明确，持续看好：①行业锂矿库存较低，上游惜售情绪明显，价格加速上涨，本周锂精矿上涨 17.1%，电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂环比持平，电碳价格逼近 20 万；②下游需求回暖，钴价有所回升，本周 MB 钴环比上涨 3.6%；③稀土方面，原料供应紧张叠加国内限电影响，生产端不稳，需求订单有所好转，本周氧化镨钕价格环比上涨 5.9%。2) 本周本周美联储利率决议宣布将从 11 月起启动 taper 购债缩减，并继续维持三大政策利率不变，同时在全球经济数据持续回落及国内限电等因素影响下，基本金属需求回落压力也逐步显现：①基本金属，LME 铝、铜涨跌幅分别为-6.5%、-0.4%；②本周十年期美债实际收益率由-0.96%→-1.09%，COMEX 黄金 1816.8 美元/盎司，环比上涨 1.84%。**
- **宏观“三因素”总结国内经济数据降温，美国 11 月起启动 taper 购债缩减，具体来看：1) 中国，主要经济增速进一步趋缓，十月国内制造业 PMI49.2，环比回落 0.4，连续两个月处于荣枯线以下，非制造业 PMI51.6，环比回落 0.8，经济景气度进一步回落；10 月国内外汇储备 32,176.14 亿美元（前值 32,006.26 亿美元）。2) 美国，就业数据有所改善，11 月起启动 taper 购债缩减，并继续维持三大政策利率不变，美国第三季度实际 GDP 年化季率季度环比为 2.0%（前值 6.7%）；美国 10 月 Markit 制造业 PMI 季调为 58.4（前值 60.7，Markit 商务活动 PMI 季调 58.7（前值 54.9）；美国 10 月 ISM 制造业 PMI 指数 60.8（前值 61.1），ISM 非制造业 PMI 指数 66.7（前值 61.9）；美国 9 月全部制造业新增订单 5292.55 亿美元，环比增长 0.8%；10 月新增非农就业人数 53.1 万人，环比回升 33.7 万人；本周披露的初请失业金人数 26.9 万，环比回落 1.4 万人；此外，美联储 11 月起启动 taper 购债缩减，并继续维持三大政策利率不变。3) 欧元区疫情降温，欧央行重申了温和放缓紧急购债计划的承诺，英国央行维持货币政策不变，本周英国、德国、法国合计日均新增新冠确诊人数 67470.8 例，环比上周下降 1216.2 例，疫情降温，尽管投资者因通胀蹿升而预期央行会更早加息，但欧洲央行保持冷静，欧洲央行管理委员会周四宣布政策决定，维持先前措辞不变。4) 全球经济景气度回落压力愈发明显，中美欧等主要经济体采购经理人指数均处于荣枯线以下。**
- **基本金属：供需双弱，下行压力凸显**
一方面，在国内“双碳”的政策趋势下，供给端存在进一步压降的可

能，另一方面随着国内外经济景气度持续回落，叠加旺季结束，下游开工率仍有回落压力，基本金属需求承压，国家粮食和物资储备局在7月份分两批次投放了有色金属国家储备，共投放铜铝锌合计约27万吨，市场降温效果显著，LME铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅分别为-0.4%、-6.5%、-1.0%、-5.2%、0.3%、-1.0%。

- 1、对于电解铜，国内冶炼厂10月份在限电、冷料紧缺以及检修的影响下产量年内首次跌破80万吨。与此同时，由于十一假期归来之后LME0-3升水居高不下，国内多家铜冶炼厂将在四季度加大出口力度，部分冶炼厂电解铜已经离岸，整体库存再度呈现回落之势。本周三地电解铜社会库存9.06万吨，周度去库0.6万吨。
- 2、对于电解铝，煤价受政策管控快速回落，自备电成本压力缓解，同时行业限电持续加码，叠加高波动的铝价等因素，本周下游需求较前一周并未有明显好转，本周国内八地铝锭库存合计101.3万吨，周度库存上升3.1万吨。
- 3、对于锌锭，目前内蒙地区的限电问题导致当地锌矿供应紧缺加剧，同时当前疫情及运输不畅的局面导致锌矿跨省运输的资金成本及时间成本增加，加工费进一步的下调，冶炼厂预计也难以回到高峰产量；下游逢价格下跌，采购需求提升，部分地区冶炼厂限电放宽，带动库存有所回落，七地锌锭库存总量13.44万吨，周度回落0.92万吨。

■ **上游锂电原材料：全球新能源产业景气度持续上升，中美欧电动车市场共振，上游原材料价格上行趋势不断强化：**

- 1、**需求景气度持续上行，价格传导顺利：**1) 国务院印发2030年碳达峰行动方案，当年新增新能源、清洁能源动力的交通工具比例达到40%左右，全球电动化趋势进一步明确；2) 国内9月新能源汽车产销分别完成35.3万辆和35.7万辆，同比均增长1.5倍；3) 欧洲六国（英法德挪威瑞典意大利）10月新能源汽车销量13.90万辆，同比增长24%，环比下降20%；4) 鉴于原材料价格大幅上涨，电池厂上调电池价格，产业链价格传导顺利。**新能源汽车产业链排产持续增加。**
- 2、**碳酸锂价格创历史新高。**本周，电池级碳酸锂，电池级氢氧化锂报价较上周持平，锂辉石报价上涨17.1%。1) 锂精矿硬短缺，Pilbara第三次锂精矿拍卖最终以2350美元/吨（FOB）价格成交，较上次拍卖价格上涨5%，加上运费80美元/吨，折算锂精矿（CIF，6.0%品位）约2644美元/吨，推升碳酸锂生产成本上涨至17.53万元/吨LCE左右。2) 供给端，进入4季度国内盐湖晒度减弱影响上游资源供应，现货市场供应量稀少，上游看涨情绪明显，部分企业报价上涨至20万元/吨；3) 氢氧化锂对碳酸锂溢价收窄至-0.05万元/吨，供应端国内四川、江苏等地由于环保及限电等影响，开工率有所降低，氢氧化锂继续看涨。4) 锂盐库存情况，碳酸锂库存由6960→6935吨，环比减少0.36%；氢氧化锂库存由156→149吨，环比下降4.49%。5) 雅宝扩产速度低于预期，西澳Kemerton一期2.5万吨氢氧化锂预计今年底完工，约6个月认证周期，22年下半年量产，由于劳动力短缺，二期2.5万吨氢氧化锂延期至2022年下半年完工，2023年才可实现商业化生产，国内广西天源2.5万吨锂盐产能预计在22年上半年完成交易，预计2022年下半年量产。
- 3、**原料趋紧，钴价或将进一步上行。**本周，钴价延续上涨趋势，**MB**

钴（标准级）、MB 钴（合金级）报价分别环比上涨 3.6%、3.6%，折算国内金属钴含税价已经达到 45 万元/吨；国内金属钴、硫酸钴、四氧化三钴分别上涨 3.6%、0.5%、0.6%。1) 供给端，9 月钴中间品进口约 0.82 万金属吨，环比增加 27%，同比增加 33%，10 月因仓储及集装箱紧张，南非运力下降，钴中间品维持紧张局面；2) 三元材料企业开始复工，钴酸锂企业采购意愿增强，且航空航天、军工等需求回暖，海外补库需求增加，交投旺盛，海外钴价上行。3) 冶炼企业钴中间品库存维持低位，叠加双控影响，电钴企业排产下调或停产，电解钴库存持续去化，价格持续上行。

- 4、**稀土和永磁进入“量价齐升”阶段。**1) 现货市场，现货市场，国内氧化镨钕报价上涨 5.9%至 77.5 万元/吨，钕铁硼 N35 毛坯报价上涨 4.8%；中重稀土方面，氧化镝上涨 6.5%，氧化铽上涨 23.4%，市场现货流通量有限，大厂挺价意愿较强。2) 库存方面，氧化镨钕库存较上周下降 38 吨至 2681 吨，环比下降 1.4%。3) 海外矿，缅甸进口关闭，9 月共进口 83 吨 REO，其中混合碳酸稀土矿无进口；美国矿进口 5616 吨（折 REO 约 3369.6 吨），环比下降 1%，同比增长 151%；三季度 Lynas 镨钕产量环比下降 10%。4) 政策方面，国务院印发《2030 年碳达峰行动方案》，其中重点指出推进重点用能设备节能增效。以电机、风机、泵、压缩机、变压器、换热器、工业锅炉等设备为重点，全面提升能效标准。
- 5、**镍：原料供应紧张，价格维持强势。**1) SHFE 镍收于 14.14 万元/吨，环比下降 2.55%。2) 供给端，印尼计划禁止所有大宗商品原料出口，此前印尼政府拟限制 FeNi 和 NPI 冶炼厂的建设及出口，鼓励在当地建设硫酸镍和不锈钢等冶炼厂；3) 需求端，10 月国内不锈钢产量 225.65 万吨，同比下降 19.34%，环比降 4.97%。11 月份国内不锈钢粗钢总排产出现明显提升，虽然国内限电仍存在，但大部分地区有缓解，福建、广西、广东等主产地区产量均环比 10 月增加。
- 6、**锂电正负极集流体：铜箔和铝箔行业维持高景气周期。**1) 铝箔：宁德时代预计 22 年将有一条钠离子电池产线投入生产，到 2023 年形成基本产业链，与锂离子电池相比，其正负极都需要用到铝箔，铝箔进入高景气周期，新增扩产有限，加工费易涨难跌。2) 铜箔：受制于阴极辊等核心生产设备的供给瓶颈，锂电铜箔新增有效产能有限，供需结构出现错配，在轻薄化大势之下，2021 年极薄铜箔的加工费普涨 0.5-1 万元，加工费易涨难跌。
- 7、**锑：原料紧张局面不改。**国内锑精矿价格为 6.15 万元/吨，较上周下跌 3.91%；锑锭价格为 7.60 万元/吨，较上周下跌 2.56%。目前湖南黄金旗下安化渣滓溪矿已经复产，冷水江地区复产较为缓慢，原料仍然趋于紧张，价格继续上行。

投资建议：维持行业“增持”评级

- 1、基本金属，随着疫情的逐步控制欧美流动性拐点渐近，同时全球经济景气度下行压力凸显，中美欧十月份制造业 PMI 均处于荣枯之下，叠加政策影响下供给端收缩，基本金属供需两弱，库存整体有所累积，下行压力逐步凸显。
- 2、新能源上游原材料锂钴稀土铜箔铝箔磁材等，“供给+需求+库存”三周期共振恰提供布局窗口，中长期三年景气上行周期大方向不变。

- **核心标的：**1) 新能源汽车产业链：赣锋锂业、天齐锂业、华友钴业、洛阳钼业、雅化集团、北方稀土、盛和资源、正海磁材、金力永磁、

鼎胜新材、诺德股份、嘉元科技等。2) 基本金属: 云铝股份、神火股份、天山铝业、索通发展、紫金矿业、铜陵有色等。3) 贵金属: 山东黄金、盛达资源等。

- **风险提示:** 宏观经济波动、进口及环保等政策波动风险, 黄金价格波动风险, 新能源汽车销量不及预期风险, 行业供需测算的前提假设不及预期风险等。

内容目录

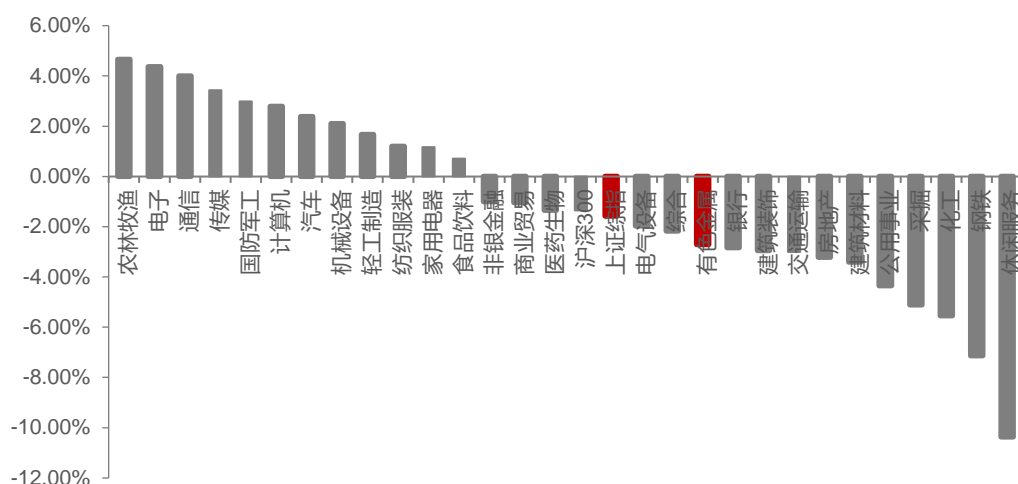
1. 本周行情回顾	- 6 -
1.1 股市行情回顾：美股整体回升，A股整体回落	- 6 -
1.2 贵金属：受美联储与英央行本周鸽派决定而有所提振	- 7 -
1.3 基本金属：价格整体下跌	- 7 -
1.4 小金属：需求端持续向好，锂钴加速上涨	- 7 -
2. 宏观“三因素”运行态势跟踪	- 9 -
2.1 中国因素：主要经济指标持续降温	- 9 -
2.2 美国因素：经济延续回落，Taper 预期升温	- 9 -
2.3 欧洲因素：货币政策仍将保持宽松，疫情数据持续升温	- 11 -
3. 贵金属：Taper 预期升温，价格偏弱势	- 12 -
3.1 黄金白银价格有所回升	- 12 -
3.2 黄金 ETF 持仓下降，COMEX 净多头结构延续	- 13 -
3.3 光伏产业链步入景气周期，白银有望开启黄金时代	- 13 -
4. 基本金属：基本面仍对价格构成一定程度支撑	- 16 -
4.1 基本金属：充裕流动性、供需错配、海外补库是本轮价格上涨的三驾马车	- 16 -
4.2 碳中和及“双控”考核拉大有色供需缺口	- 18 -
4.3 铝：供给受限背景下，铝价有望维持强势	- 19 -
4.4 铜：加工费小幅回落	- 25 -
4.5 锌：锌精矿加工费整体下调，国内库存整体去库	- 26 -
4.6 锡：精锡价格有所回升	- 28 -
5. 新能源金属：供需周期共振，价格上行方向明确	- 28 -
5.1 需求端景气度持续上行：产业链价格传导顺利，行业维持高景气	- 28 -
5.2 中游环节：加速扩产，长尾效应加剧	- 31 -
5.3 钴：原料紧张，钴价继续上涨	- 32 -
5.4 锂：碳酸锂价格创历史新高	- 33 -
5.5 稀土和磁材：成交活跃，镨钕价格逼近 80 万/吨	- 38 -
5.6 镍：原料供应紧张，价格维持强势	- 40 -
5.7 锂电铜箔：行业高景气周期，加工费上行	- 41 -
5.8 锂电铝箔：行业新增扩产有限，持续高景气	- 42 -
5.9 铈：原料紧缺，价格持稳运行	- 43 -
6. 投资建议：维持行业“增持”评级	- 44 -
7. 风险提示	- 44 -
8. 附录：全球有色金属价格、库存走势	- 44 -

1. 本周行情回顾

1.1 股市行情回顾：美股整体回升，A股整体回落

- 周内，国际方面，美股三大指数整体回升（道指↑1.42%，纳斯达克↑3.05%，标普↑2.00%）。
- 本周A股整体回落：上证指数收于3,491.57点，环比下跌1.57%；深证成指收于14,462.62点，环比上涨0.08%；沪深300收于4,842.35点，环比下跌1.35%；申万有色金属指数收于5,482.14点，环比下跌2.70%，跑输上证综指1.13个百分点。

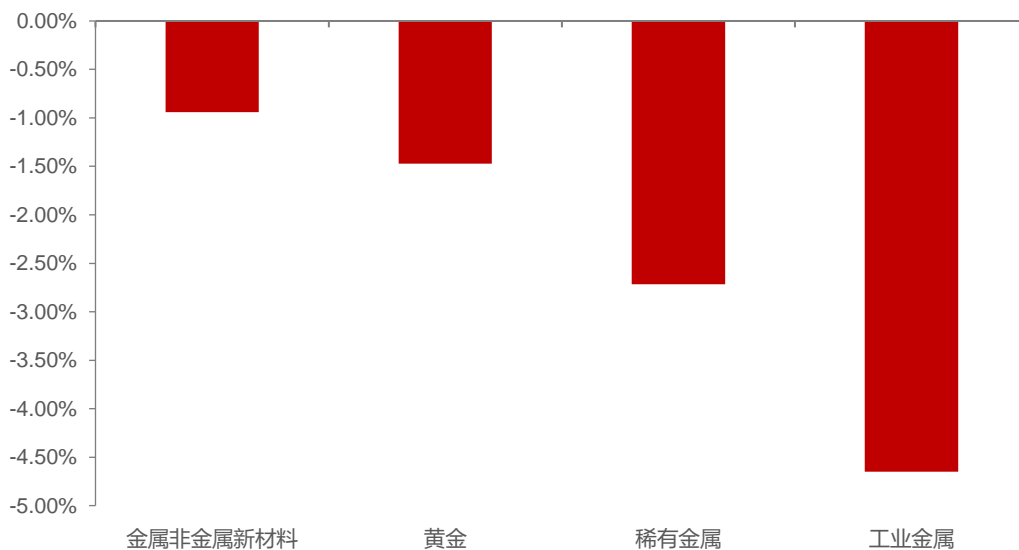
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，金属非金属新材料、黄金、稀有金属、工业金属的涨跌幅分别为-0.94%、-1.47%、-2.72%、-4.65%。

图表 2：周内子板块涨跌幅表现

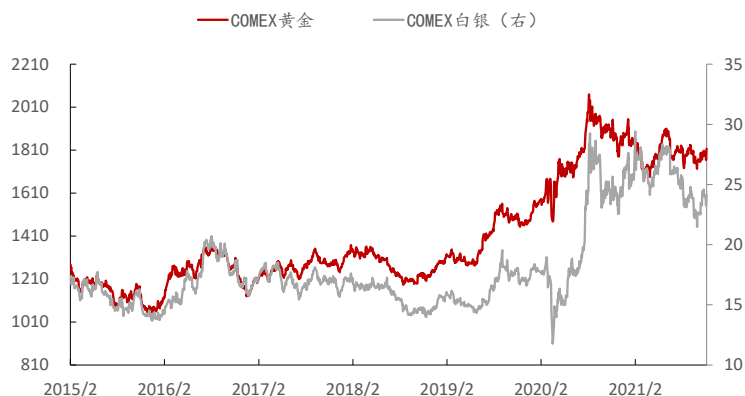


来源：wind，中泰证券研究所

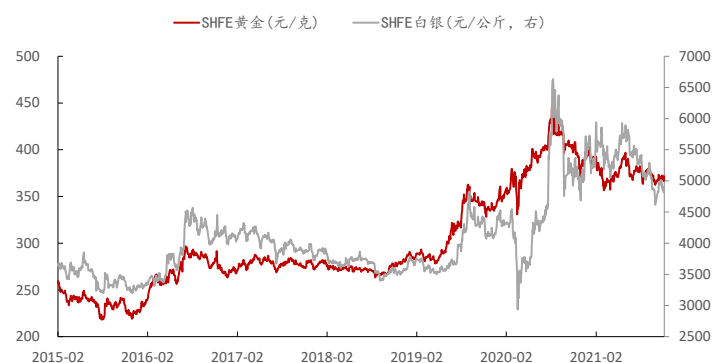
1.2 贵金属：受美联储与英央行本周鸽派决定而有所提振

- 本周美联储利率决议宣布将从 11 月起启动 taper 购债缩减，每月购买的资产减少 150 亿美元，符合市场预期。加息方面，本次会议中鲍威尔认为加息为时尚早，需要看到“充分就业”，相比市场预期略显鸽派，市场对货币紧缩的担忧减弱。截至 11 月 5 日，COMEX 黄金收 1816.8 美元/盎司，环比上涨 1.84%；COMEX 白银收于 24.157 美元/盎司，环比上涨 0.87%；SHFE 黄金收于 371.74 元/克，环比上涨 0.34%；SHFE 白银收于 4893 元/公斤，环比上涨 0.66%。

图表 3: COMEX 黄金&白银价格走势 (美元/盎司)



图表 4: SHFE 黄金&白银价格走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

来源: Wind, 中泰证券研究所

1.3 基本金属：价格整体下跌

- 供给端利多因素短期难以持续兑现，且需求前景存疑，前期涨幅较大的品种遭到资金集中抛售，短期市场或延续偏弱走势，国家粮食和物资储备局在 7 月份分两批次投放了有色金属国家储备，共投放铜铝锌合计约 27 万吨，市场降温效果显著。具体来看：LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅分别为-0.4%、-6.5%、-1.0%、-5.2%、0.3%、-1.0%，整体价格下跌。

图表 5: 基本金属价格区间涨跌幅

	交易所	最新价格	2020.1.23 价格	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅	2020.1.23 至今涨跌幅	2010 年至今价格分位数
铜	LME	9504	6082	-0.4%	22.6%	56.3%	83.8%
	SHFE	69590	48020	-1.3%	20.5%	44.9%	
铝	LME	2555	1794	-6.5%	29.0%	42.4%	74.7%
	SHFE	18680	14100	-6.0%	20.8%	32.5%	
铅	LME	2355	1988	-1.0%	18.4%	18.5%	63.3%
	SHFE	15745	14850	0.3%	7.7%	6.0%	
锌	LME	3222	2373	-5.2%	17.2%	35.8%	82.1%
	SHFE	22835	18160	-2.7%	10.4%	25.7%	
锡	LME	37240	17200	0.3%	83.0%	116.5%	95.2%
	SHFE	275290	137340	3.5%	82.1%	100.4%	
镍	LME	19435	13375	-1.0%	17.3%	45.3%	55.2%
	SHFE	142250	105850	-1.4%	15.1%	34.4%	

来源: wind, 中泰证券研究所

1.4 小金属：需求端持续向好，锂钴加速上涨

- 需求端持续向好，锂钴加速上涨。截至 11 月 5 日，金属锂、金属钴、MB 钴（标准级）、MB 钴（合金级）、钴粉较上周分别环比上涨 12.8%、3.6%、3.6%、3.6%、3.0%。
- 稀土价格整体上涨，本周氧化镨钕、氧化镝较上周涨 5.9%、6.5%。
- 其他小金属报价涨跌互现。金属镁、锑锭、硅铁、铌矿较上周分别变动 -25.9%、-2.6%、-31.9%、2.0%。

图表 6: 重点跟踪小金属品种价格涨跌幅

品种	小金属名称	单位	11月5日	涨跌幅			
				7天	30天	90天	360天
钴	MB钴（标准级）	美元/磅	28.4	3.6%	16.7%	32.2%	87.1%
	MB钴（合金级）	美元/磅	28.4	3.6%	16.7%	32.2%	86.5%
	钴精矿	美元/磅	21.0	1.9%	12.3%	25.0%	58.9%
	金属钴	万元/吨	41.8	3.6%	11.8%	16.6%	69.4%
	钴粉	万元/吨	47.8	3.0%	12.5%	21.0%	73.8%
	硫酸钴	万元/吨	9.4	0.5%	16.8%	28.8%	100.0%
	四氧化三钴	万元/吨	33.8	0.6%	16.0%	25.1%	86.6%
	碳酸钴	万元/吨	21.0	1.9%	12.6%	21.4%	74.3%
	氯化钴	万元/吨	10.7	0.5%	17.7%	26.8%	86.8%
	氧化钴	万元/吨	33.6	1.2%	17.5%	28.0%	90.9%
锂	金属锂（99%）	万元/吨	110.0	12.8%	31.0%	76.0%	107.1%
	碳酸锂（工业级）	万元/吨	18.7	0.0%	19.9%	127.4%	406.8%
	碳酸锂（电池级）	万元/吨	19.5	0.0%	18.9%	123.2%	351.2%
	单水氢氧化锂（工业级）	万元/吨	18.2	0.0%	23.1%	104.5%	272.3%
	单水氢氧化锂（电池级）	万元/吨	19.5	0.0%	21.1%	105.2%	239.0%
三元前驱体	三元523/动力	万元/吨	12.6	0.4%	2.9%	20.7%	74.3%
	三元622/动力	万元/吨	13.8	0.4%	2.6%	20.6%	73.0%
正极	钴酸锂	万元/吨	39.8	2.1%	25.6%	37.7%	104.1%
	三元523/动力	万元/吨	21.9	0.7%	11.2%	48.0%	91.3%
锑	三元622/动力	万元/吨	23.3	0.6%	10.2%	43.2%	72.6%
	锑精矿	万元/吨	6.2	-3.9%	7.0%	44.7%	132.1%
	锑锭	万元/吨	7.6	-2.6%	5.6%	36.9%	114.1%
镁	三氧化二锑	万元/吨	6.7	-2.9%	3.9%	39.6%	103.0%
	金属镁	万元/吨	3.0	-25.9%	-24.2%	51.1%	124.7%
钼	钼精矿	元/吨	2060.0	-7.2%	-15.9%	-12.0%	32.9%
	钼铁	万元/吨	14.5	-5.8%	-10.5%	-8.2%	36.8%
硅	金属硅	万元/吨	3.2	-20.8%	-9.7%	129.0%	197.4%
	硅铁	元/吨	1.2	-31.9%	-3.5%	36.6%	111.9%
钛	海绵钛	万元/吨	8.6	0.0%	21.1%	28.4%	36.5%
钨	APT	万元/吨	17.2	0.0%	5.5%	17.0%	42.1%
	钨精矿	万元/吨	11.2	0.0%	1.8%	13.8%	41.1%
铌	铌矿	美元/磅	15.5	2.0%	11.5%	44.9%	59.0%
	五氧化二铌	万元/吨	27.2	0.4%	2.6%	11.0%	23.1%
钒	五氧化二钒	万元/吨	10.8	0.0%	0.9%	-17.6%	14.0%
	钒铁	万元/吨	11.9	-0.8%	-4.0%	-15.9%	16.7%
稀土	锆英砂	万元/吨	23.5	0.0%	44.6%	53.6%	2.2%
	氧化钪	万元/吨	2.4	0.0%	19.8%	64.4%	57.8%
	氧化镨钕	万元/吨	77.5	5.9%	28.8%	65.1%	187.6%
	氧化镝	万元/吨	302.5	6.5%	11.6%	32.1%	69.0%
	氧化铟	万元/吨	2.8	0.0%	0.0%	-3.5%	-11.3%
	氧化铽	万元/吨	4.7	14.8%	27.4%	75.5%	126.8%
	氧化铈	万元/吨	4.7	14.8%	27.4%	75.5%	126.8%

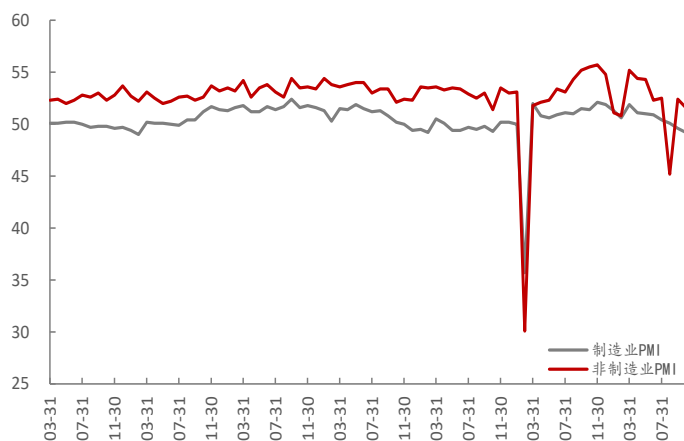
数据来源: Wind、Metal Bulletin、SMM、亚洲金属网、中泰证券研究所

2. 宏观“三因素”运行态势跟踪

2.1 中国因素：主要经济指标持续降温

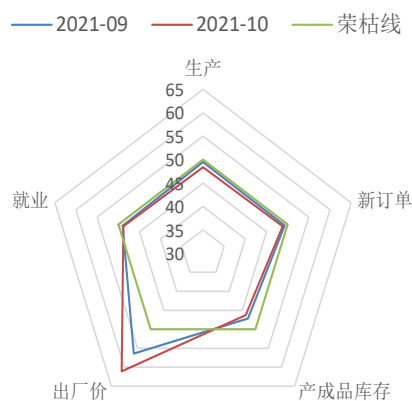
- 制造业及非制造业 PMI 同步回落。**中国披露十月份制造业及非制造业 PMI 数据，总体来看十月份国内制造业 PMI 为 49.2，环比回落 0.4，并连续两个月处于荣枯线以下；非制造业 PMI 51.6，环比回落 0.8；10 月财新制造业 PMI 为 50.6，环比回升 0.6，财新服务业 PMI 为 53.8，环比回升 0.4。制造业 PMI 分项来看，生产分项 48.4，环比回落 1.1，新订单分项 48.8，环比回落 0.5，产成品库存分项 46.3，环比回落 0.9，出厂价格分项 61.1，环比大幅上升 4.7，生产经营活动预期 53.6，环比回落 2.8。整体来看，除出厂价格以外，生产、库存、订单等主要分项指标均呈回落趋势。10 月国内外汇储备 32,176.14 亿美元（前值 32,006.26 亿美元）。

图表 7：国内十月制造业及非制造业 PMI 同步回落



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 8：国内十月制造业 PMI 各分项变化情况



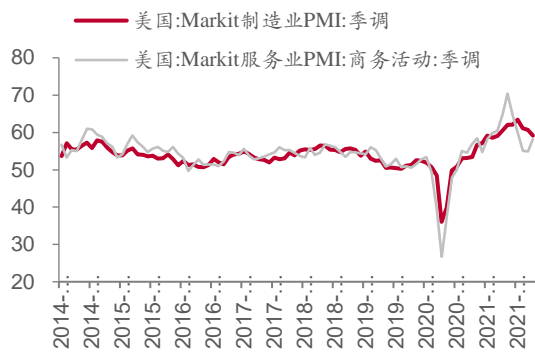
来源：Wind，中泰证券研究所

2.2 美国因素：经济延续回落，美联储议息会议决定开启缩减购债进程

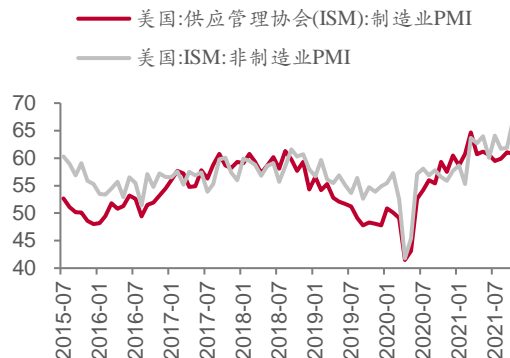
- 物价延续抬升趋势，经济仍处回落通道。**美国第三季度实际 GDP 年化季率季度环比为 2.0%（前值 6.7%）；美国 10 月 Markit 制造业 PMI 季调为 58.4（前值 60.7，Markit 商务活动 PMI 季调 58.7（前值 54.9）；美国 10 月 ISM 制造业 PMI 指数 60.8（前值 61.1），ISM 非制造业 PMI 指数 66.7（前值 61.9）。美国 9 月全部制造业新增订单 5292.55 亿美元（前值 5250.42 亿美元），环比增长 0.8%。

图表 9：美国 9 月 Markit 制造业 PMI 指数有所回落

图表 10：美国 10 月 ISM 制造业 PMI 指数有所回落

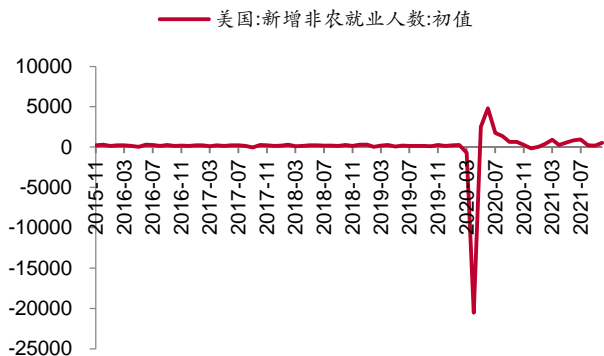


来源: Wind, 中泰证券研究所

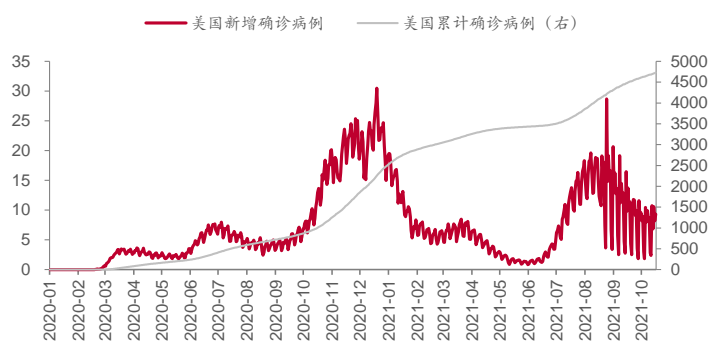


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **就业持续改善, 新增新冠确诊人数持续降低。**美国 10 月新增非农就业人数 53.1 万人, 环比回升 33.7 万人; 本周披露的初请失业金人数 26.9 万, 环比回落 1.4 万人; 此外, 美国新增新冠确诊人数持续回落, 周一到五美国累计确诊 45.65 万例, 日均新增确诊 9.13 万例, 较上周减少 0.05 万例。

图表 11: 美国 10 月新增非农就业人数回升 (千人)
图表 12: 美国当周新增确诊病例环比回落 (万人)


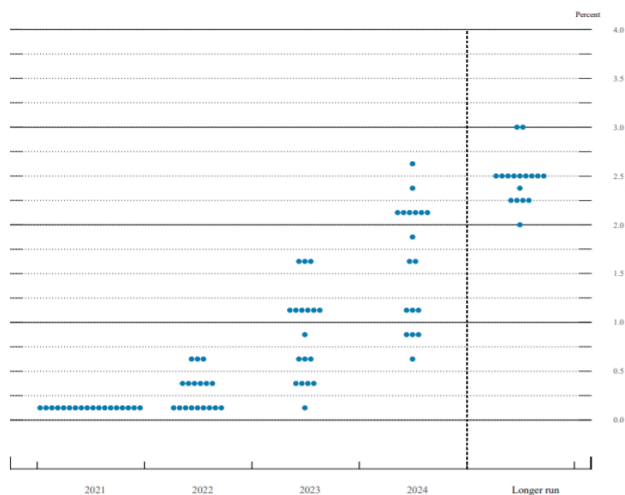
来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **美联储宣布维持基准利率不变, 并将于 11 月开始每月少购债 150 亿美元。**本周本次美联储议息会议决定开启缩减购债进程, 将从 11 月开始, 在原来 1200 亿美元资产购买规模的基础上每月减少 150 亿美元, 其中每月国债购买减少 100 亿美元, 每月 MBS 购买减少 50 亿美元, 而今年 12 月将按照同样的速度削减资产购买规模。如果未来每个月少买 150 亿美元, 每月合计 1200 亿美元的购买资产规模将持续 8 个月, 并于明年 6 月结束购债。与此同时, 美联储继续维持三大政策利率不变。截至 11 月 5 日, 美元指数回升 0.08 至 94.22, 环比回升 0.09%。

图表 13: 美联储最新点阵图
图表 14: 美元指数本周有所回落



来源: Fed 官网, 中泰证券研究所



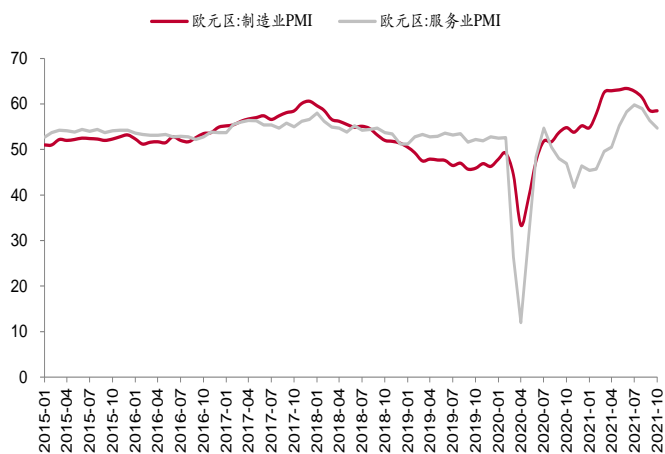
来源: Wind, 中泰证券研究所

2.3 欧洲因素：货币政策仍将保持宽松，疫情数据持续升温

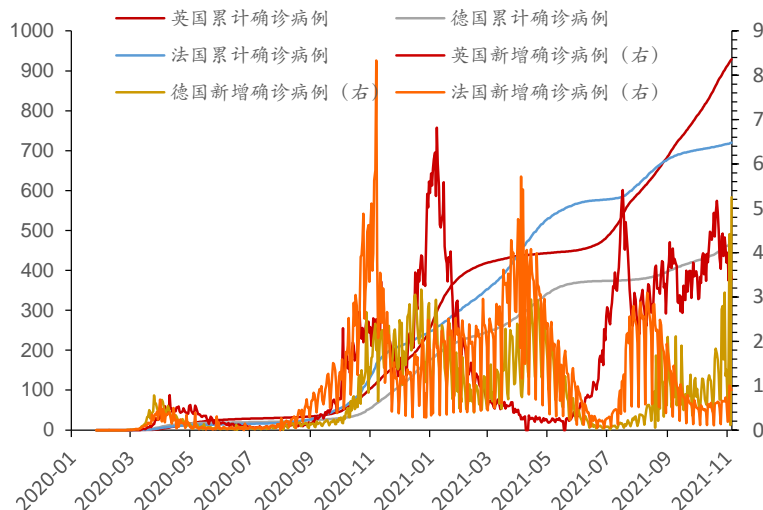
- 央行宣布将放缓第四季度紧急购债计划，英国央行维持货币政策不变。**9月9日，欧洲央行公布了最新的利率决议，维持三大关键利率不变，符合预期，同时宣布将放缓第四季度的紧急抗疫购债计划（PEPP）购债速度；本周英国央行宣布维持政策利率在0.1%不变，维持购债规模在8750亿英镑不变，符合预期。尽管投资者因通胀蹿升而预期央行会更早加息，但欧洲央行保持冷静，重申了温和放缓紧急购债计划的承诺。欧洲央行管理委员会周四宣布政策决定，维持先前措辞不变——计划将每月购债规模从3-9月份大约750亿欧元的水平上下调。他们还承诺维持1.85万亿欧元的疫情应对紧急购债计划（PEPP）至2022年3月，如有必要可能维持到更晚。欧洲央行公告称，预计2021年欧元区通胀率将为2.3%（3个月前预测为1.9%）；预计2022年通胀率为1.9%（此前预测为1.5%），2023年为1.7%（此前预测为1.5%）；预计2021年GDP增长率为5.1%（3个月前预测为4.7%），2022年为4.5%（3个月前预测为4.6%）。
- 十月经济数据持续回落，疫情降温。**欧元区10月制造业PMI58.5（前值58.6），服务业PMI54.7（前值56.4）；欧元区9月Markit综合PMI为56.2（前值59.0）；本周英国、德国、法国合计日均新增新冠确诊人数为67470.8例，环比上周下降1216.2例，疫情降温。

图表 15: 欧洲 10 月 PMI 指数有所回落

图表 16: 欧洲主要国家新增新冠确诊人数 (万人)



来源: Wind, 中泰证券研究所



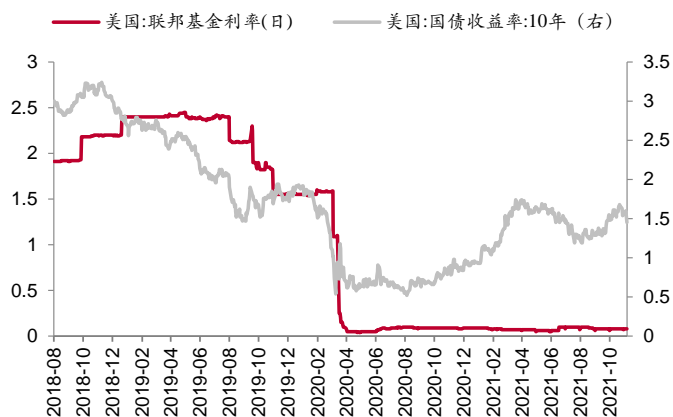
来源: Wind, 中泰证券研究所

3. 贵金属: Taper 预期升温, 价格偏弱势

3.1 黄金白银价格有所回升

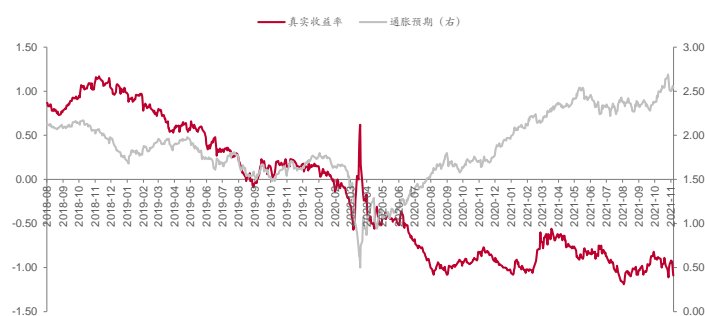
- 截至 11 月 5 日, 本周美国 10 年期国债名义收益率隐含的通胀预期环比回升至 2.54%, 10 年期国债实际收益率-1.09%, 较上周回落 0.13pcts, 截止 11 月 4 日, 美国经济政策不确定指数 103.79, 环比上周上涨 3.14; 截至 11 月 5 日, COMEX 黄金收 1816.8 美元/盎司, 环比上涨 1.84%; COMEX 白银收于 24.157 美元/盎司, 环比上涨 0.87%; SHFE 黄金收于 371.74 元/克, 环比上涨 0.34%; SHFE 白银收于 4893 元/公斤, 环比上涨 0.66%。

图表 17: 十年期美债回升, 基准利率维持低位 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

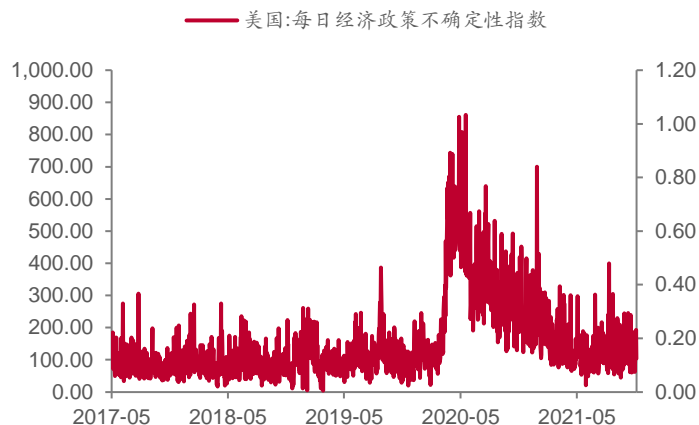
图表 18: 通胀预期和真实收益率回升 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 19: 美国经济政策不确定性走势

图表 20: 美债实际收益率&黄金价格走势



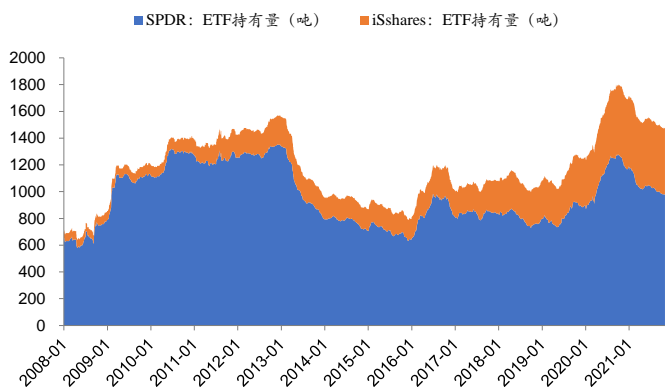
来源: Wind, 中泰证券研究所



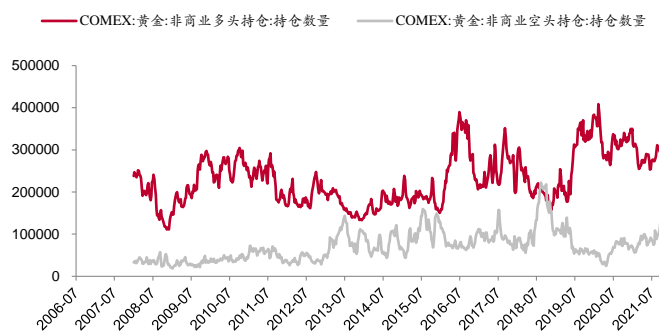
来源: Wind, 中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓下降, COMEX 净多头结构延续

- **黄金 ETF 持仓下降, COMEX 净多头结构延续。**截至 11 月 5 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,471.73 吨, 环比下降 5.47 吨, 黄金 ETF 持仓量下降。截至 11 月 5 日, COMEX 黄金非商业多头持仓回落在 31.11 万张附近 (前值 31.36 万张), 同时非商业空头持仓回落至 9.60 万张附近 (前值 9.91 万张附近), 净多头持仓量小幅回升至 21.51 万张 (前值 21.46 万张)。

图表 21: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 22: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)


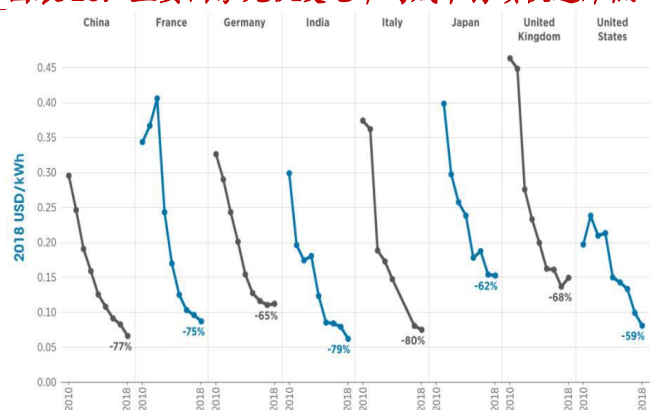
来源: Wind, 中泰证券研究所

3.3 光伏产业链步入景气周期, 白银有望开启黄金时代

- **能源转型已经成为全球共识, 光伏产业趋势逐渐确立。**9 月 14 日 BP 发布《世界能源展望 (2020 版)》预测能源转型加速、石油需求封顶; 9 月 17 日欧盟发布的气候目标, 将 2030 年可再生能源占比目标从 32% 以上提升至 38%-40%; 9 月 21 日 GE 宣布退出新增煤电市场; 9 月 22 日中国宣布 2060 实现碳中和。由于新能源成本优势, 全球能源转型加速, 其中光伏也逐步从补充能源向主力能源转型, 产业趋势确立。

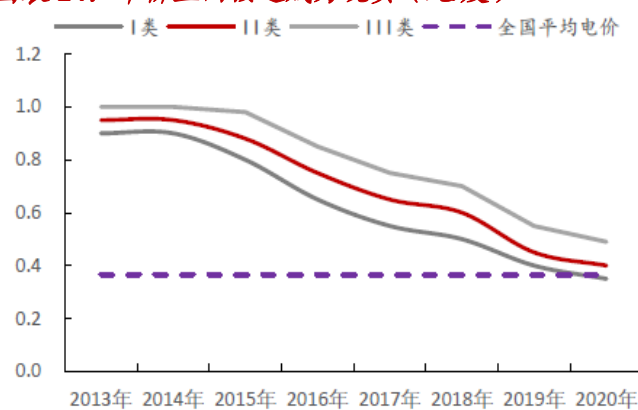
■ 随着光伏行业成本的不断下降，平价上网时代已临近，行业有望开启内生驱动下的高增。在过去十年，伴随着政策补贴，光伏行业自身成本降低效果明显，表现为硅料、非硅成本持续降低，电池效率不断提升，以国内为例，2018年单位光伏发电量对应的成本相比2010年降低77%，度电成本已靠近国内火电的平均发电成本，平价上网在部分地区已接近现实，光伏电池目前已经成为可再生能源领域的主要选择，截至2019年底，全球累计装机容量超过600GW，其中去年新增116GW创纪录，2011-2019年全球光伏安装量年均复合增速达18.29%，但目前光伏发电的渗透率仍然较低，2019年全球光伏发电量占比仅2.7%，国内占比3%，随着平价时代到来以及光伏发电成本的进一步降低，光伏发电的渗透率也将进一步提升，未来具备广阔成长空间。

图表 23: 主要国家光伏发电平均成本持续快速降低



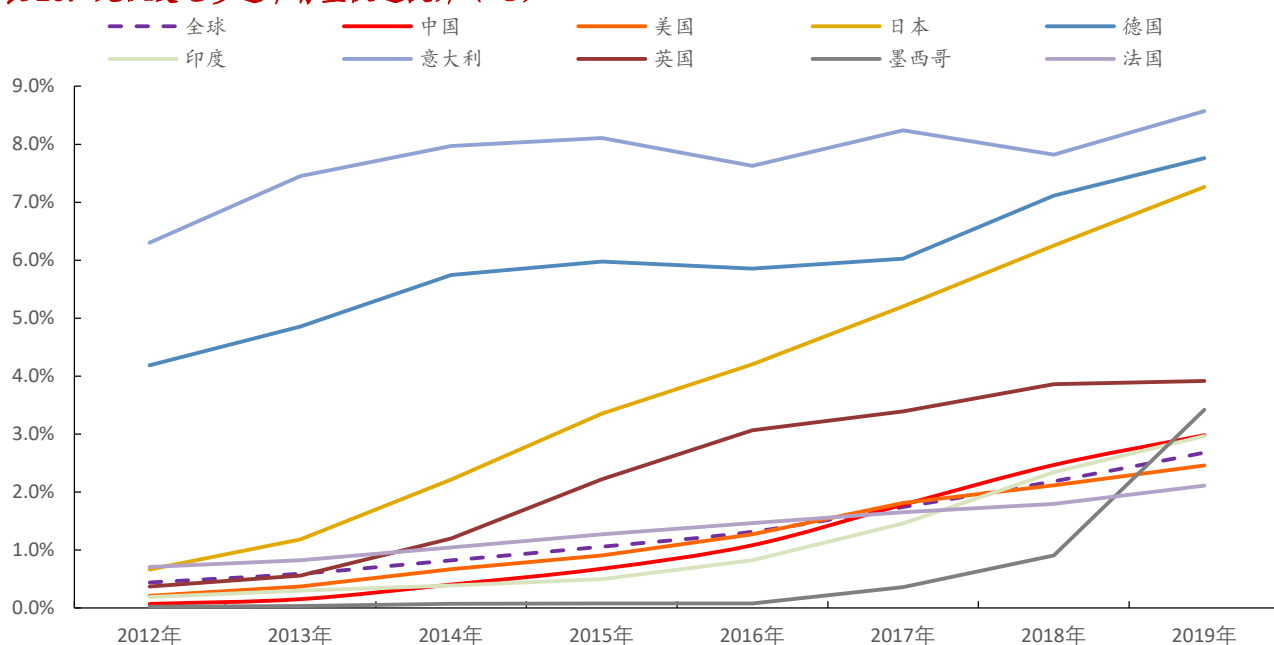
来源: IRENA, 中泰证券研究所

图表 24: 平价上网接近成为现实 (元/度)



来源: 公开资料整理, 中泰证券研究所

图表 25: 光伏发电渗透率有望快速提升 (吨)



资料来源: BP, 中泰证券研究所

■ 投资需求维持稳定，光伏用银的持续增加将导致白银供需关系持续趋紧。白银作为导电性能最好的金属，在光伏产业的应用上具有不可替代的作用，主要是电池片的正银和背银，2011-2019年全球光伏用银复合

增速 15%，2019 年光伏应用中的白银需求量达到 3,069 吨（987 万盎司），占白银总需求的 10%。假设未来单位光伏用银量年均减少 4%，2020 年全球光伏装机量 125GW，对年光伏装机量增速做以下假设：基准假设下，21 年增速 30%，此后年化复合增速 15%；乐观假设下，21 年增速 40%，此后年化复合增速 20%；悲观假设下，21 年增速 20%，此后年化复合增速 10%；白银投资需求因实际利率的下行而增加，其他白银需求按供需平衡表中假设，供给方面，假设矿产银和再生银产量恢复，总供给量年复合增速恢复至 0.16%。经测算，乐观假设下 2021 年白银供给由过剩转为短缺 711 吨（占当年总供给的 2.23%），中性假设下 2021 年白银供给转为短缺 404 吨（占当年总供给的 1.27%），悲观假设下 2021 年白银供给转为短缺 96 吨（占当年总供给的 0.3%）。

图表 26：光伏产业白银需求预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
Supply	32,179.2	33,099.7	33,050.0	32,897.6	32,098.3	31,619.4	31,818.4	31,869.3	31,920.3
yoy	2.2%	2.9%	-0.2%	-0.5%	-2.4%	-1.5%	0.6%	0.16%	0.16%
Demand	33,242.8	31,771.8	33,183.7	30,960.1	30,002.2	30,736.1	30,845.0	31,544.4	32,323.9
Jewelry	5,818.8	6,017.9	6,300.9	5,884.1	6,104.9	6,316.4	6,260.4	6,260.4	6,260.4
yoy	17.5%	3.4%	4.7%	-6.6%	3.8%	3.5%	-0.9%	0%	0%
Industrial(exclude PV)	12,760.35	12,477.36	12,505.29	12,334.23	12,918.92	13,030.95	12,819.43	12,819.48	12,819.54
yoy	3.7%	-2.2%	0.2%	-1.4%	4.7%	0.9%	-1.6%	0%	0%
PV	1570.55	1505.24	1682.51	2914.07	3165.98	2876.75	3069.57	3205.82	4000.86
yoy	-8.2%	-4.2%	11.8%	73.2%	8.6%	-9.1%	6.7%	4.4%	24.8%
Physical Investment	9,333.1	8,788.9	9,653.4	6,652.3	4,857.8	5,153.3	5,787.7	6,366.47	6,366.47
yoy	24.6%	-5.8%	9.8%	-31.1%	-27.0%	6.1%	12.3%	10.0%	5.0%
Silverware	1,421.3	1,629.6	1,760.3	1,626.5	1,794.5	2,033.9	1,859.8	1,859.8	1,859.8
yoy	14.0%	14.7%	8.0%	-7.6%	10.3%	13.3%	-8.6%	0%	0%
Photography	1,424.4	1,356.0	1,281.3	1,175.6	1,091.6	1,063.6	1,048.1	1,032.4	1,016.9
yoy	-12.8%	-4.8%	-5.5%	-8.3%	-7.1%	-2.6%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
Net Hedging Demand	911.2	-	-	373.2	65.3	261.2	-	-	-
Physical Surplus/Deficit	-1,063.6	1,328.0	-133.7	1,937.5	2,096.1	883.2	973.4	314.9	-403.6

资料来源：Wind，世界白银协会、中泰证券研究所

图表 27：光伏产业白银需求预测

年份	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2030E
白银供给总量预测（吨）	31818	31869	31920	31971	32023	32074	32125	32383
基准情况全球光伏安装量（GW）	115	125	163	187	215	247	284	572
乐观情况全球光伏安装量（GW）	115	125	175	210	252	302	363	903
悲观情况全球光伏安装量（GW）	115	125	150	165	182	200	220	354
单位光伏用银量预测（毫克/瓦）	26.72	25.65	24.63	23.64	22.69	21.79	20.92	17.05
乐观情况光伏用银（吨）	3069.57	3205.82	4308.62	4963.53	5717.98	6587.12	7588.36	15396.09
乐观情况光伏用银占白银总供给	9.6%	10.1%	13.5%	15.5%	17.9%	20.5%	23.6%	47.5%
中性情况光伏用银（吨）	3069.57	3205.82	4000.86	4416.95	4876.31	5383.45	5943.33	9747.09
中性情况光伏用银占白银总供给	9.6%	10.1%	12.5%	13.8%	15.2%	16.8%	18.5%	30.1%
悲观情况光伏用银（吨）	3069.57	3205.82	3693.10	3899.92	4118.31	4348.94	4592.48	6030.68
悲观情况光伏用银占白银总供给	9.6%	10.1%	11.6%	12.2%	12.9%	13.6%	14.3%	18.6%
乐观情况下供需平衡（吨）	973	315	-711	-1315	-2018	-2836	-3786	-11336
中性情况下供需平衡（吨）	973	315	-404	-769	-1177	-1633	-2141	-5687

悲观情况下供需平衡 (吨)	973	315	-96	-252	-419	-598	-790	-1971
---------------	-----	-----	-----	------	------	------	------	-------

资料来源: Wind, 世界白银协会、中泰证券研究所

- **金银比**, 是衡量白银相对价格高低的一个有效指标。从 1998 年至今 20 年间, 金银比总体上运行于 40-80 区间, 靠近区间上沿, 则往往银价相对黄金被低估。截至 11 月 5 日, 当前金银比 75.64, 环比下降 0.48。

图表 28: 金银比环比持平



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 29: 金银比修复行情历史复盘

起始日期	结束日期	修复时间(天数)	金银比变化	白银涨幅	黄金涨幅
2003/6/5	2006/5/30	1090	81.94→50.07, 变化 38.89%	190%	77%
2008/10/10	2011/4/28	930	84.39→31.71, 变化 55.31%	381%	81%
2016/2/29	2016/7/14	136	83.20→65.79, 变化 20.93%	36%	8%

资料来源: Wind、中泰证券研究所

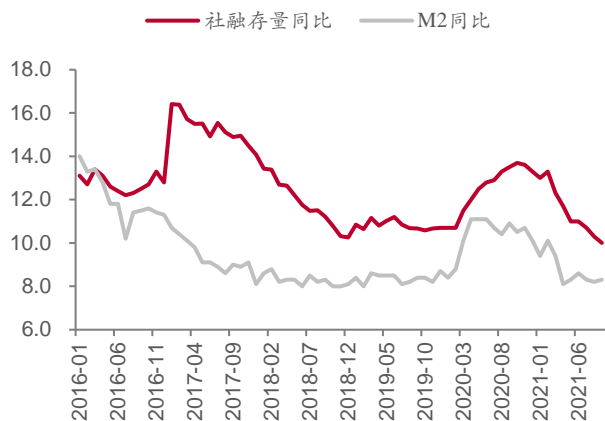
4. 基本金属: 基本面仍对价格构成一定程度支撑

4.1 基本金属: 充裕流动性、供需错配、海外补库是本轮价格上涨的三驾马车

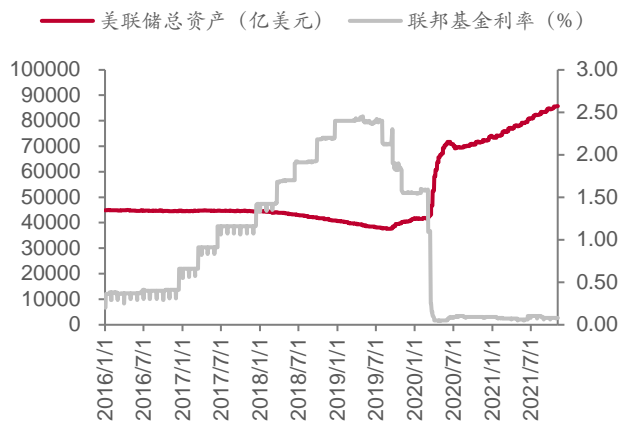
- 虽然 2020 年四季度开始, 我国便开始收紧广义流动性, 但并未像 2017-2018 年强力去杠杆, 此外, 美联储再度安抚市场。同时央行公告称, 为维护月末流动性平稳, 10 月 28 日开展 2000 亿元 7 天期逆回购操作, 中标利率 2.20%。当日有 1000 亿元逆回购到期, 因此单日净投放 1000 亿元, 流动性支撑因素或仍将持续。

图表 30: 20 年 Q4 开始国内开始收紧广义流动性 (%)

图表 31: 海外无限量 QE 及低利率营造水多环境 (%)



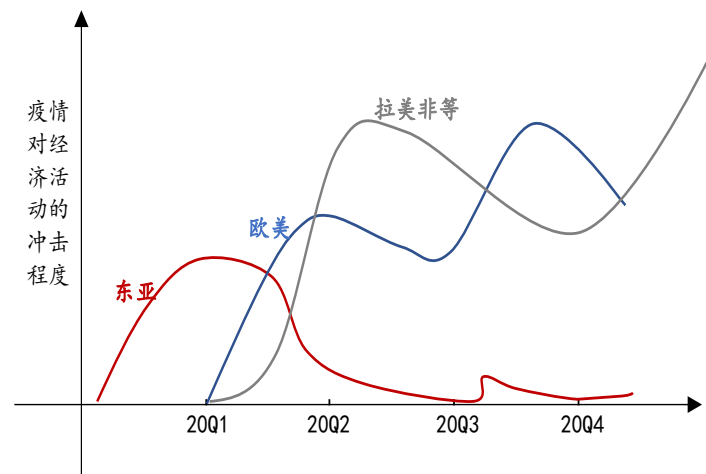
来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

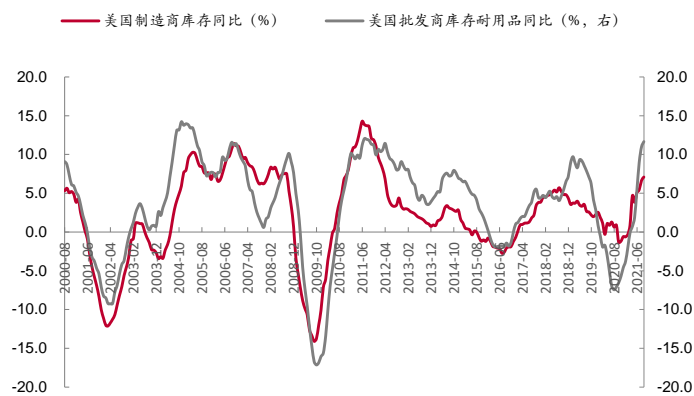
- 疫情影响的两面性，这里的两面性主要是指疫情对供、需两端的不同影响。由于各国政府对疫情防控措施还有力度的不同，从 2020 年不断往复出现的是，受疫情影响，资源供应国，如智利、南非等，原材料生产和出口间歇式中断；而资源需求国，如我们中国、欧美等，在持续防控和逆周期调节下，需求持续恢复，最终出现历史罕见的全球范围内“多需求少供给”的局面。2020 年年初的时候我们发表过一篇《全球资源需求国和供给国的疫情跟踪：下半年潜在“供应链不匹配”带来的上行风险》就是重点论述这一个变化的，不过后来国家间疫情的反复的确超出了我们之前预期。这也最终带来全球制造产业链的强力去库存，我们跟踪的一些产品，相较于 2019 年库存的去化率甚至达到了 60-70%。

图表 32: 不同地区疫情对经济活动的冲击程度



来源: Wind, 中泰证券研究所

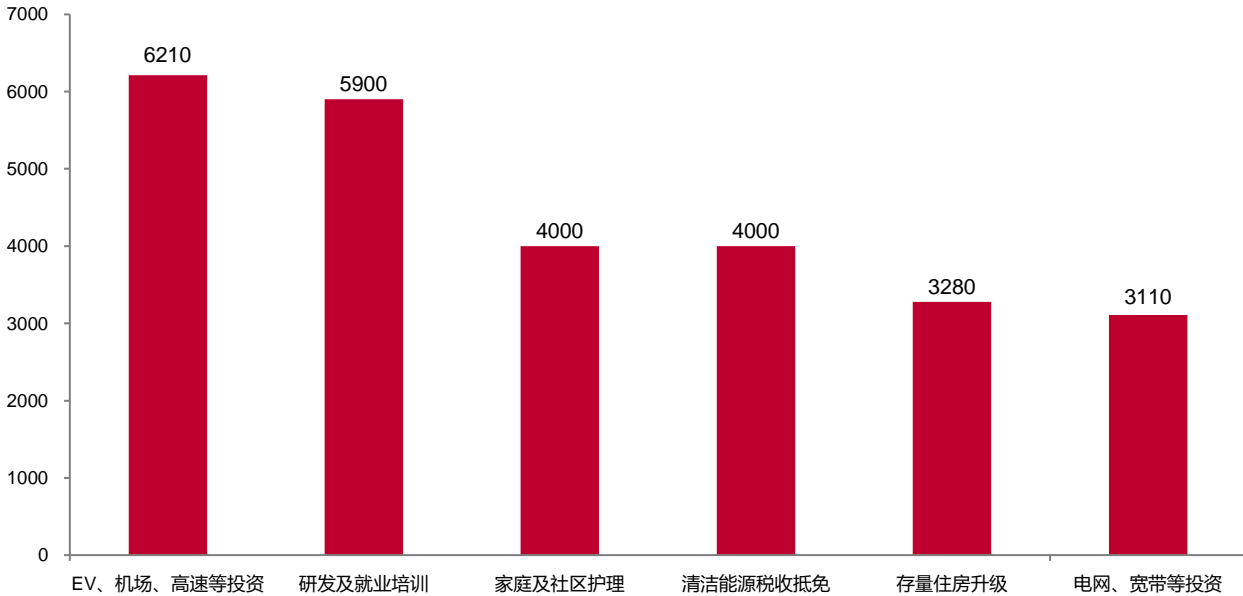
图表 33: 美国制造商、批发商库存同比 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 拜登公布 6 万亿美元财政支出预算案。预算案包括 2.65 万亿的美国就业计划 (AJP) 和 1.8 万亿的美国家庭计划 (AFP) 以及 1.5 万亿的自由裁量预算，拆分 AJP 构成，未来十年美国将大幅提高在电动车、机场、高速等基础设施、清洁能源、住房改造以及电网、宽带等投资，该支出方案拟计划通过对公司和富人加税来为此提供资金。

图表 34: 美国财政支出预算案中 AJP 构成拆分 (亿美元)

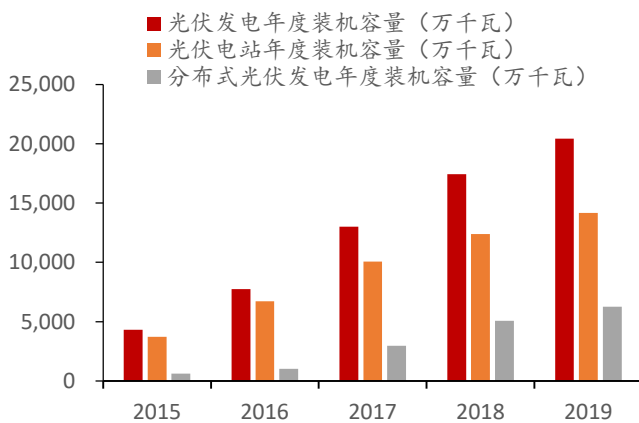


资料来源: Wind、中泰证券研究所

4.2 碳中和及“双控”考核拉大有色供需缺口

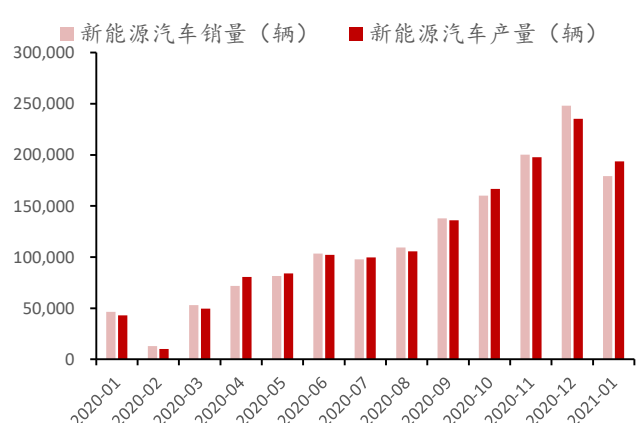
- **碳达峰、碳中和成未来重要发展趋势，持续推升铜铝等基本金属需求。** 2020年9月22日，在第七十五届联合国大会一般性辩论上，中国表示将采取更有利措施，力争使碳排放于2030年前达到峰值，并争取在2060年前实现碳中和，在随后举办的金砖国家领导人会晤、二十国集团领导人峰会和联合国气候雄心峰会等会议，也多次提及碳达峰、碳中和概念。2020年12月中央工作经济会议上将做好碳达峰、碳中和工作作为2021年八大重点任务之一，要求抓紧制定2030年前碳排放达峰的行动方案，支持有条件的地方率先达峰。“碳达峰”、“碳中和”的战略趋势日益明确。

图表 35: 光伏发电量逐渐增长



来源: Wind, 中泰证券研究所

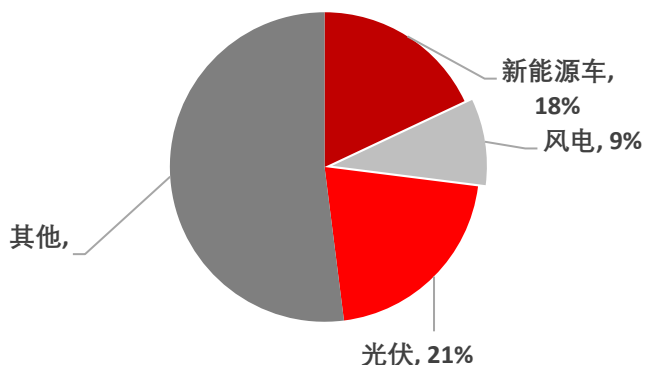
图表 36: 新能源汽车产销情况



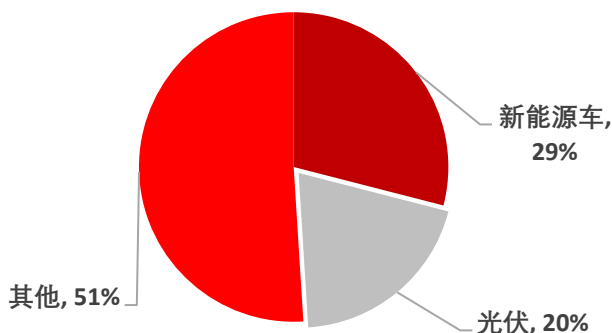
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 37: 2023 下游各领域对铜、铝等总消费增长的带动情况

各领域对铜需求增长带动



各领域对铝需求增长带动



资料来源：SMM、中泰证券研究所

4.3 铝：供给受限背景下，铝价有望维持强势

- 政策引导下，煤炭价格快速回落，电解铝成本压力缓解。**前期动力煤价格快速拉涨，对下游工商企业生产及居民冬季取暖造成不利影响，本周政策调控力度空前，有效遏制了动力煤价格的快速拉涨，本周动力煤期货价格收 1130 元/吨，环比上周回落 24.67%，受动力煤价格快速回落影响，电解铝成本压力大幅缓解。
- 政策持续发力，推进对电解铝行业的电耗压缩，新增供给面临一定不确定性。**截至 2021 年 11 月 5 日，2021 年中国电解铝已建成且待投产的新产能 188.5 万吨，已投产 58.5 万吨，已建成新产能待投产 130 万吨，年内另在建且具备投产能力新产能 79.5 万吨；预期年内还可投产共计 25 万吨，预期年度最终实现累计 83.5 万吨。

图表 38：近期各地限电政策汇总

地区	政策
云南	9月11日，云南省发改委印发《关于坚决做好能耗双控有关工作的通知》，要求加强重点行业生产管控，包括确保绿色铝业企业9-12月份均产量不高于8月份产量。若按照8月份云南省电解铝产量23.6吨折算，接下来9-12月开工产能维持在278万吨，全年产量合计322万吨。
新疆	8月25日，新疆昌吉州发改委下发《关于严管电解铝产能产量工作的提醒函》，认定昌吉州合规电解铝产能305万吨，其中：东方希望80万吨、神火股份80万吨、其亚铝业80万吨、嘉润40万吨、天龙矿业25万吨。目前来看1-7月全州电解铝产量共计185.11万吨，按照合规要求，自8月份开始，全州5家企业月产量合计不得超过23.8万吨。
青海	8月20日，部分青海省内电解铝企业收到国网西宁的先点预警通知，其中提到西宁电网电力供需不平衡，企业需要提前做好有序用电准备，具体限电通知时间及方案尚未通知。目前，青海电解铝总产能283万吨/年，其中西宁市电解铝产能231万吨/年，除青海海源绿能铝业有限公司（原青海鑫恒）24万吨/年产能外，均满负荷运作。
陕西	9月13日，陕西榆林市发改委发布《关于确保完成2021年度能耗双控目标任务的通知》，要求新建成“两高项目”不得投入生产，本年度新建已投产的“两高”项目，在上月产量基础上限产60%；其他“两高”企业实施降低生产线运行负荷、停运矿热炉限产等措施，确保9月份限产50%。据统计，陕西榆林拥有的电解铝产能为60万吨，按压缩50%计算，运行产能下降30万吨。
贵州	9月10日，贵州省能源局发布《2021年贵州省有序用电方案》，为保证当地电网运行和经济社会健康发展，根据省内电力缺口规模分红、橙、黄、蓝4个等级进行预警。贵州省下发的此次方案与其他省份不同，并非因能耗双控而实施的限电限产，而是基于电力资源可能出现紧张状况而进行的预警措施。据统计，贵州五家电解铝厂总建成产能136万吨，总运行产能130万吨。
内蒙古	8月31日，内蒙古下发《关于内蒙古电网2021年8月有序用电分解指标的报告》，其中指出2021年内蒙古电网电力平衡形势依然较为严峻，建议8-12月有序用电电压限负荷。目前截至2021年8月，内蒙古已有41.7万吨/年电解铝因能耗双控及碳减排政策影响减产且暂无复产迹象。
广东	广东电网发布通知：根据区政府批复的有序用电方案，从9月16日起执行每周“开二停五”的五级有序用电方案。目前规定在错峰日，保安负荷保留在总负荷的15%以下，错峰时间为早上7点至晚上11点。
广西	广西工信厅向各管辖区域内电网下发文件，并由电网企业将限产要求下发至企业。要求区域内的电解铝企业自9月开始用电负荷在1-6月的平均月度用电负荷的基础上全时段压减35%。
江苏	江苏部分地区实行限电，时间暂定15天，9月15日0点起执行。市里已统一布置供电部门全力做好停电服务。通知要求拉电：工业拉掉，生活用电保留，维持用电，保安负荷。统一检修半月，办公室空调停用，路灯控制减半。

资料来源：百川、中泰证券研究所

- 青海宁夏等地双控考核压力突出，广西进一步压降电解铝产能。8月30日，广西召开坚决遏制“两高”项目盲目发展暨加强能耗双控工作电视电话会议，坚决贯彻落实中央和自治区关于能耗双控工作部署，通报自治区上半年能耗双控及遏制“两高”项目盲目发展有关情况，部署下半年工作。在部署内容中，对铝行业也提出了限产要求，根据限产要求，广西电解铝企业9月份产量不得超过2021年上半年平均月产量的80%，限产政策严格执行下，预计广西地区将再减产电解铝产能47.5万吨。

图表 39: 2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表

地区	能耗强度降低进度目标 预警等级	能源消费总量控制目标 预警等级
青海	●	●
宁夏	●	●
广西	●	●
广东	●	●
福建	●	●
新疆	●	●
云南	●	●
陕西	●	●
江苏	●	●
浙江	●	●
河南	●	●
甘肃	●	●
四川	●	●
安徽	●	●
贵州	●	●
山西	●	●
黑龙江	●	●
辽宁	●	●
江西	●	●
上海	●	●
重庆	●	●
北京	●	●
天津	●	●
湖南	●	●
山东	●	●
吉林	●	●
海南	●	●
湖北	●	●
河北	●	●
内蒙古	●	●

资料来源：百川、中泰证券研究所

注：1. 西藏自治区数据暂缺，不纳入预警范围，地区排序的依据为各地区能耗强度降低率

2. 红色为一级预警，表示形势十分严峻；橙色为二级预警，表示形势比较严峻；绿色为三级预警，表示进展总体顺利

图表 40: 2021 年电解铝企业拟投产、可投产情况 (单位: 万吨)

省份	企业	新产能	新产能已投产	待开工新产能	始投产时间	年内另在建且具备投产能力新产能	预期年内还可投产	预期年内最终实现累计	备注
云南	云南宏泰新型材料有限公司	22	12	10	2021年一季度	0	0	12	
广西	广西德保百矿铝业有限公司	10	10	0	2021年4月	0	0	10	
云南	云南神火铝业有限公司	39	24	15	2021年6月	0	0	24	
云南	云南云铝海鑫铝业有限公司	30	0	30	2021年8月	0	0	0	
四川	广元中孚高精铝材有限公司	0	0	0	2021年四季度	5	0	0	
贵州	贵州兴仁登高新材料有限公司	25	0	25	2021年6月	0	25	25	
甘肃	甘肃中瑞铝业有限公司	0	0	0	2021年年末	42.5	0	0	
内蒙古	内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限责任公司铝电分公司	40	0	40	2021年待定	0	0	0	
广西	广西田林百矿铝业有限公司	17.5	7.5	10	2021年4月	0	0	7.5	
云南	云南其亚金属有限公司	5	5	0	2021年待定	22	0	5	
贵州	贵州元豪铝业有限公司	0	0	0	2021年待定	10	0	0	
	总计	188.5	58.5	130		79.5	25	83.5	

资料来源：百川、中泰证券研究所

- **铝企复产缓慢进行。**截至2021年11月5日，2021年中国电解铝总复产规模134万吨，已复产95.3万吨，待复产25.5万吨，预期年内还可复产0.5万吨，预计最终累计实现复产89.8万吨。

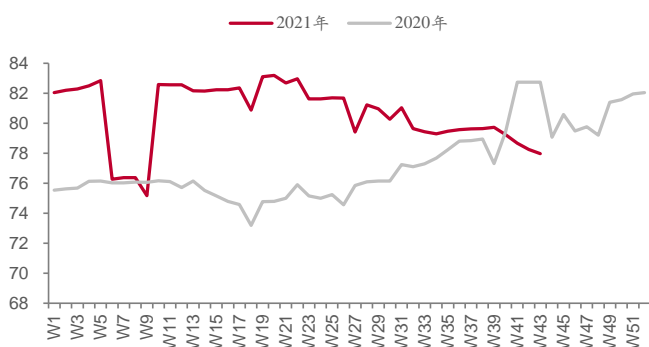
图表41：2021年电解铝企业已复产、拟复产情况（单位：万吨）

省份	企业	总复产规模	已复产	始复产通电时间	待复产	预期年内还可复产	预期年内最终实现累计
河南	陕县恒康铝业有限公司	24	24	2021年5月	0	0	24
河南	豫港龙泉铝业有限公司	6	6	2021年4月	0	0	6
甘肃	甘肃中瑞铝业有限公司	7.5	7.5	2021年5月	0	0	7.5
山西	兆丰铝电有限责任公司	10	6.8	2021年7月	0	0	6.8
山西	晋能集团朔州能源铝硅合金有限公司	3	3	2021年4月	0	0	3

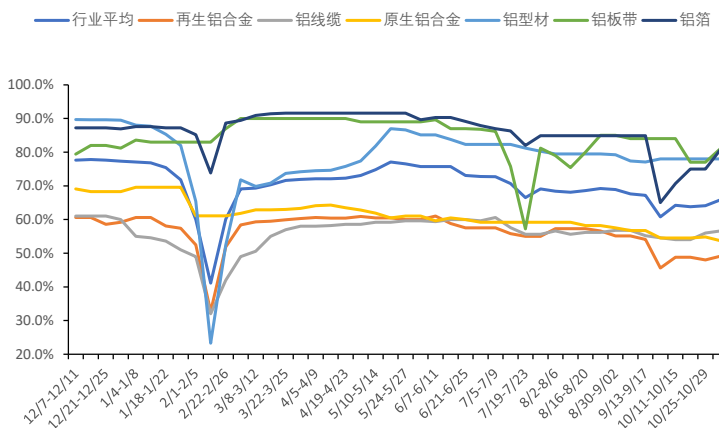
青海	青海海旅源绿能铝业有限公司	24	11	2021年7月	13	0	11
河南	焦作万方铝业股份有限公司	37	25	2021年8月	12	0	25
贵州	安顺市铝业有限公司	6.5	6	2021年8月	0.5	0.5	6.5
贵州	贵州华仁新材料有限公司	16	6	2021年9月	0	0	0
总计		134	95.3		25.5	25.5	114.8

资料来源：百川、中泰证券研究所

- 限电限产影响持续减弱，加工企业开工持续抬升。**根据百川数据，本周电解铝产量 77.97 万吨，环比下降 0.36%；本周龙头下游加工企业开工率上升 1.7 个百分点至 65.8%，开工率再度抬升。主因下游限电限产持续缓解，主流下游加工产能集中地区如江浙沪、河南限电影响均出现不同程度减弱。板块方面，除却原生合金受硅价加速下跌影响加工费迅速下跌，出现明显减产外，其他板块则多因限电减少开工有所抬升。故而，若下周行情波动减少逐步企稳后，下游限电限产规模持续减少，则下游开工仍有继续回升可能。

图表 42：电解铝周度产量有所回落（万吨）


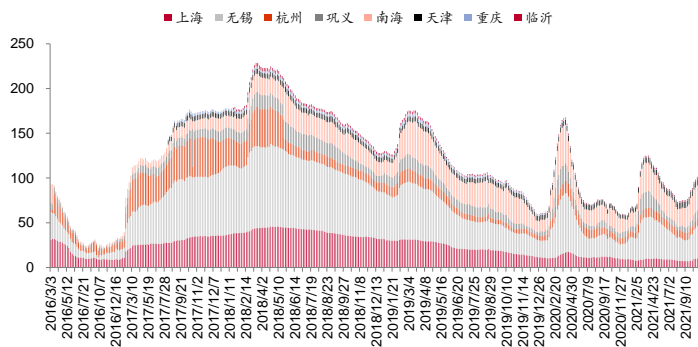
来源：百川，中泰证券研究所

图表 43：铝下游企业周度开工数据（%）


来源：SMM，中泰证券研究所

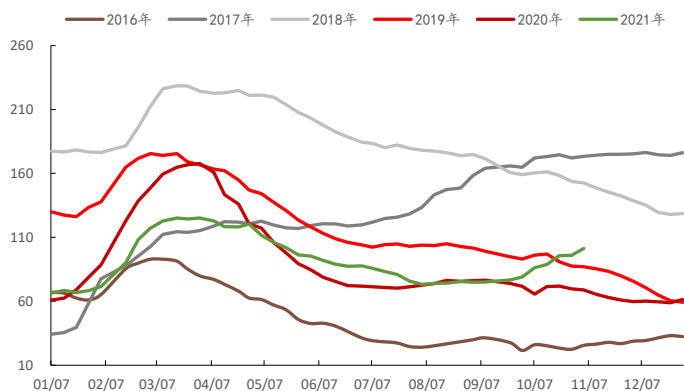
- 电解铝延续小幅累库，华东现货小贴水格局维持。**截至 11 月 4 日，SMM 统计国内电解铝社会库存 101.3 万吨，周度累库 3.1 万吨，无锡、上海等地区持续累库，主因当地到货增多；南海地区库存略有小降，主因周内到货环比减少，同时出库较前一周转好。需持续关注下游开工转好的力度及可持续性，及上游西北等地区铝锭入库对库存整体的影响，预计下周库存依旧在 100 万吨附近。

图表 44：国内电解铝社会库存走势（万吨）
图表 45：国内铝锭及铝棒总库存走势（万吨）



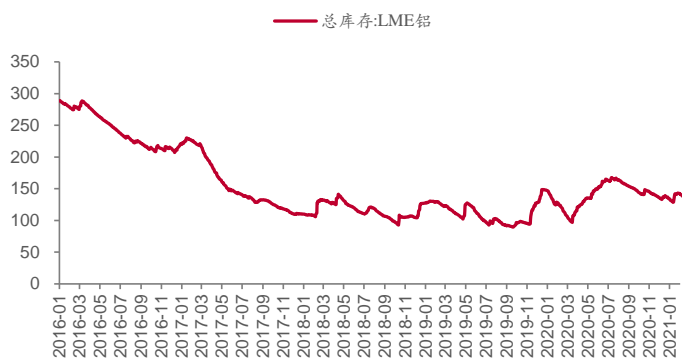
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 46：国内电解铝年度社会库存走势对比（万吨）



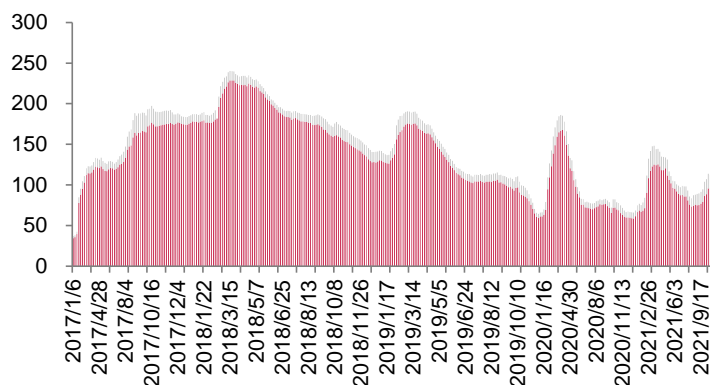
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 48：LME 铝期货库存变动（万吨）



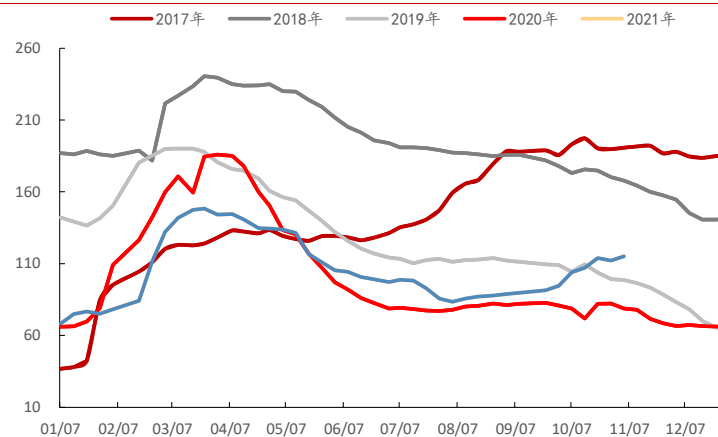
来源：SMM，中泰证券研究所

■ 铝锭库存 ■ 铝棒库存



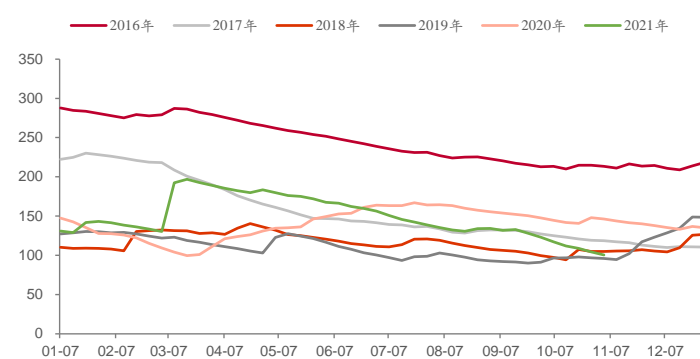
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 47：国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比（万吨）



来源：SMM，中泰证券研究所

图表 49：LME 铝期货库存年度对比（万吨）



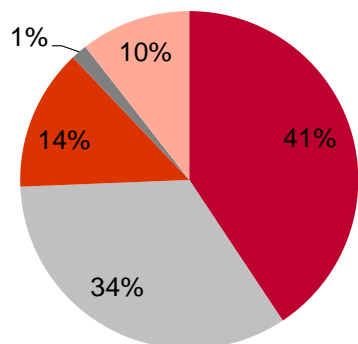
来源：SMM，中泰证券研究所

■ 电解铝、预焙阳极、氧化铝盈利有所回升。周内宏观调控煤价，国内铝价跟跌，但电解铝作为高耗能行业，多地取消优惠电价且煤炭紧张的情况下，国内电解铝电价成本依旧处于高位，行业成本较大，铝价深跌，行业亏损产能扩大。后续随着煤价回归，电解铝用电成本或有所缓解，成本或有所回落。截至 11 月 5 日，氧化铝价格 4023 元/吨，环比上涨 0.07%，氧化铝成本 3067 元/吨，环比下跌 6.20%，吨毛利 956 元/吨，

环比上涨 27.44%；阳极价格 5503 元/吨，环比上涨 0.55%，阳极成本 5388 元/吨，环比上涨 1.70%，吨毛利 114 元/吨，环比上涨 9.89%。受动力煤价格大幅下跌影响，按即时原材料市场价测算电解铝即时成本 20521 元/吨，环比下跌 8.92%，电解铝长江现货价格 18640 元/吨，环比下跌 7.68%，吨铝盈利-1248 元，环比回升 19.60%。具体走势及成本构成如下：

图表 50：电解铝的完全成本构成

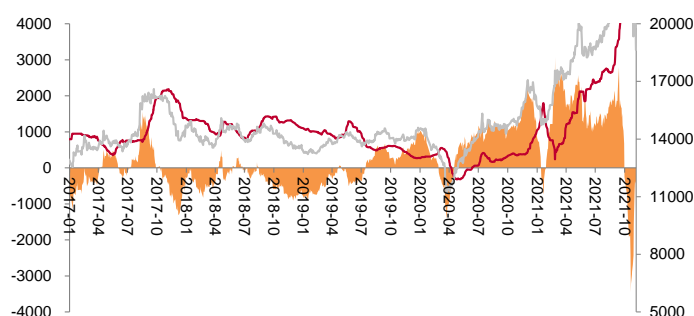
■ 电力 ■ 氧化铝 ■ 预焙阳极 ■ 辅料 ■ 其他成本



来源：Wind、亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 51：电解铝成本、利润情况 (元/吨)

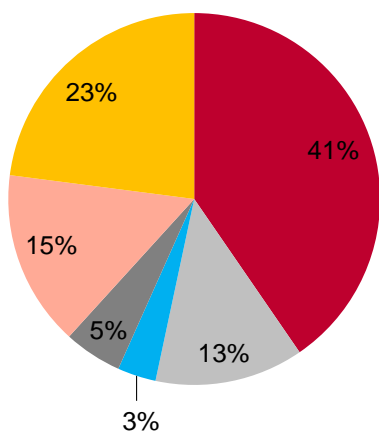
■ 利润 — 完全成本 (右轴) — 长江现货价格 (右轴)



来源：WIND、亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 52：氧化铝生产成本构成

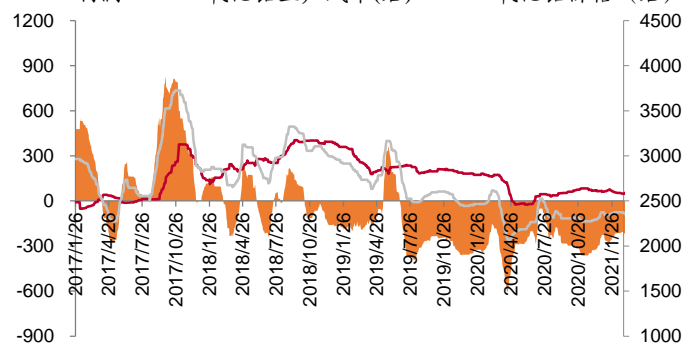
■ 铝土矿 ■ 液碱 ■ 石灰 ■ 电力 ■ 其他能源 ■ 其他成本



来源：Wind、亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 53：氧化铝成本、利润情况 (元/吨)

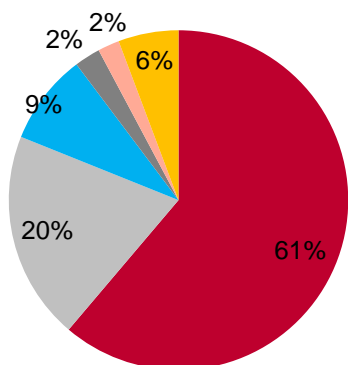
■ 利润 — 氧化铝生产成本(右) — 氧化铝价格 (右)



来源：WIND、亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 54：预焙阳极生产成本构成
图表 55：预焙阳极成本、利润情况 (元/吨)

■ 石油焦 ■ 煤沥青 ■ 焙烧费
■ 销售及运费 ■ 环保费 ■ 其他成本



来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所

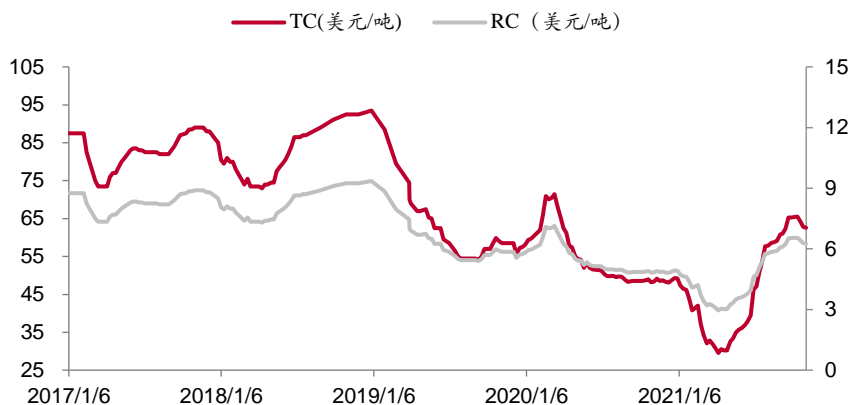


来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

4.4 铜: 加工费小幅回落

- **周内成交寥寥, TC 保持 60 低位运行。**截止本周五 (11 月 5 日) SMM 进口铜精矿指数 (周) 报 62.59 美元/吨, 较上期 10 月 29 日指数小幅回落 0.25 美元/吨。在上周成交短时间改善后, 周内成交再此回归清淡状态, 市场买卖双方报盘均较稀少, 在四季度需求各家炼厂基本补完, 矿贸易商也依然在现货 TC 差于长单 TC 的背景下, 多以执行长单为主的策略。

图表 56: 铜矿 TC/RC 触底回升

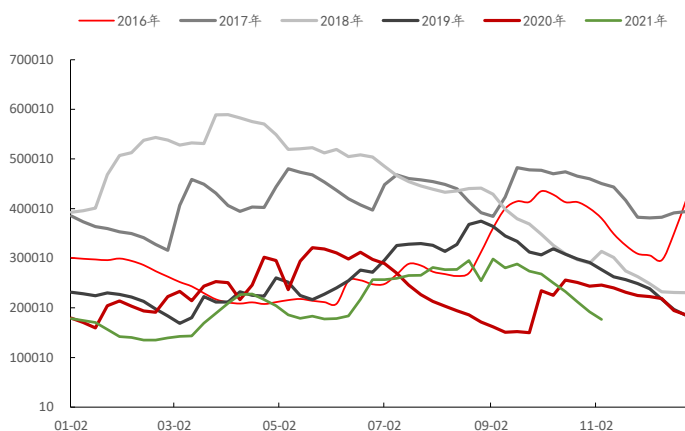


来源: SMM, 中泰证券研究所

- **库存变化: 社会库存方面,**截至 11 月 5 日, 上海、江苏、广东三地社会库存为 9.06 万吨, 较上周下降 0.6 万吨。据 SMM 调研了解, 本周五 (11 月 5 日) 国内保税区铜库存环比上周五 (10 月 29 日) 减少 0.64 万吨至 22.69 万吨, 连续四周下滑, 其中上海保税区库存环比下降 0.34 万吨至 20.64 万吨, 广东保税区库存环比下降 0.3 万吨至 2.05 万吨。本周保税区库存继续下滑主因出库量增加, 国内部分贸易商仍在不断报关进口以捕捉国内高升水, 另外 SMM 了解到国内冶炼厂出口动作正在有序进行中, 已经有部分电解铜离岸。到港量则相对有限, 带动

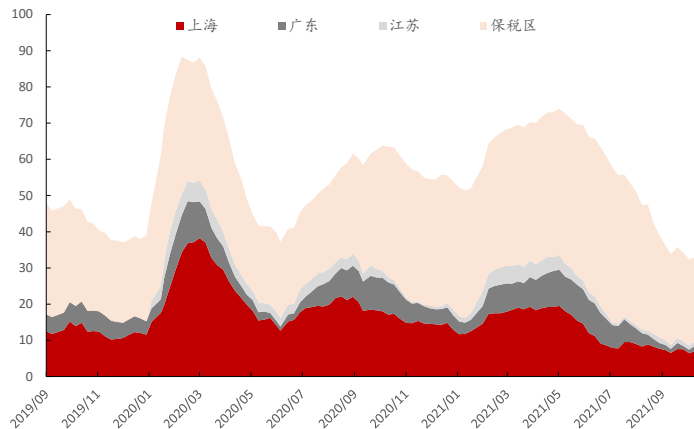
保税区库存继续下滑。**海外库存（期货）方面**，LME 铜库存回落，截止 11 月 5 日，LME+COMEX 铜库存量 17.67 万吨，与上周同期相比回落 15437.68 吨。

图表 57: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

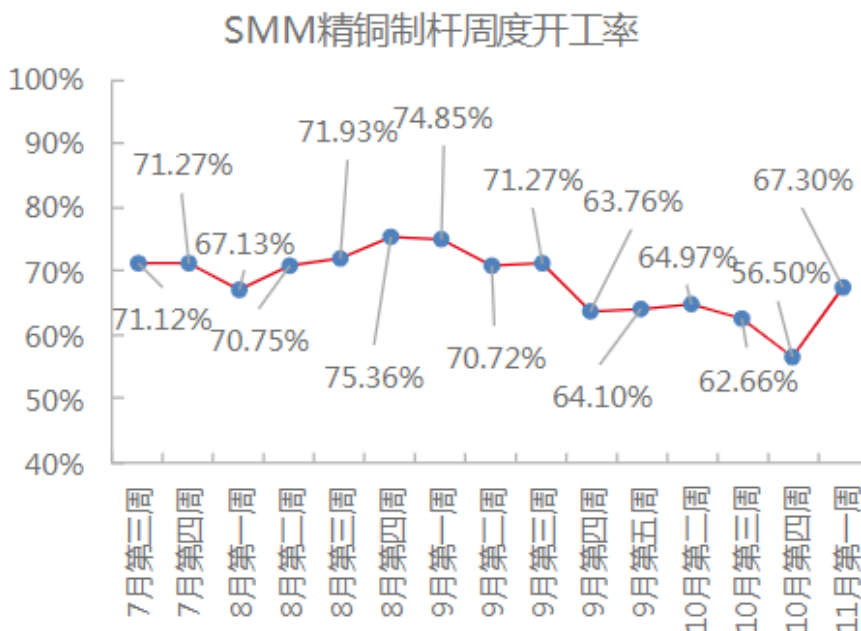
图表 58: 上海广东及保税区社会库存变动 (吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

- **受隔月价差扩大影响，下游下单意愿不佳。**本周国内主要精铜杆企业周度开工率约为 67.32%，较上周大增 10.8 个百分点。从调研来看，11 月开始各地区的限电力度有所减弱，对铜杆企业的影响也明显减少。消费方面，周尾铜价回落至 7 万元/吨下方，随着精废价差的收窄，精铜杆企业订单有所增长，但受到隔月价差的扩大拖累，下调整体下单意愿不佳，头部企业的订单表现仍一般，周度开工率仍不高。

图表 59: 铜下游企业开工率 (%)

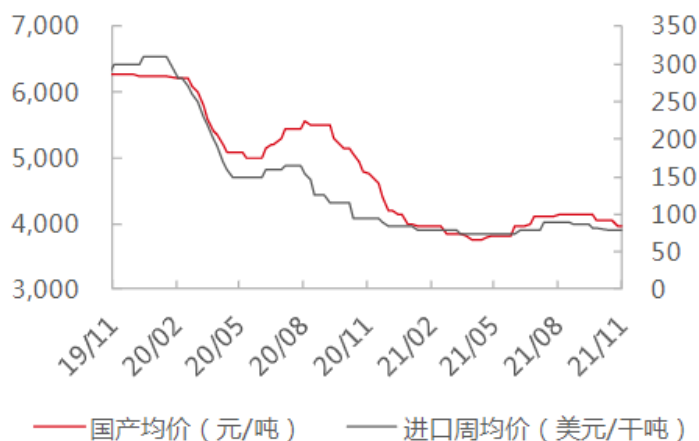


来源: SMM, 中泰证券研究所

4.5 锌: 锌精矿加工费整体下调，国内库存整体去库

- **甘肃地区锌矿加工费跟随下调 50 元/金属吨。**本周各地区国内锌精矿加工费基本谈判结束，甘肃地区锌矿加工费下调 50 元/金属吨，近期因疫情

问题加之能源紧缺问题，物流价格上涨，且近期甘肃地区车辆进出受限，锌矿到货延迟，甘肃地区锌矿相对偏紧，故整体下调亦符合预期；进口矿方面，本周连云港锌矿库存环比下降，主要为冶炼厂提货，且到货想多有限，料四季度国内连云港难大幅累库。

图表 60: 国产及进口锌精矿加工费对比
国产-进口加工费周均价


来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 61: 国产锌精矿分地区加工费

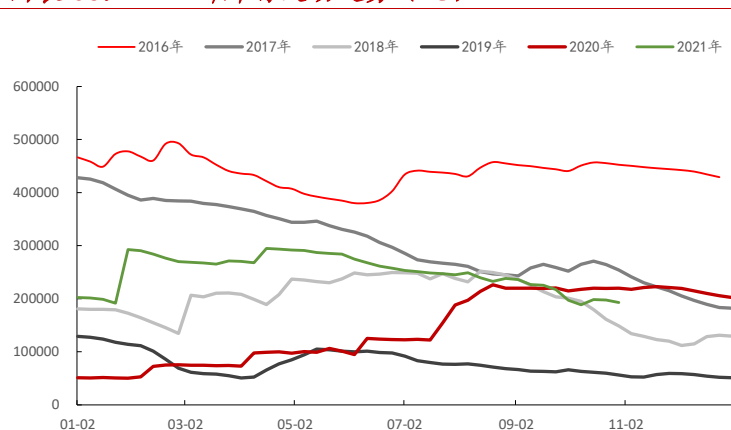
	2021/10/22	2021/10/29	2021/11/5	单位
国产(周)	4050	3950	3950	元/金属吨
进口(周)	80.0	80.0	80.0	美元/千吨
内蒙古	4400	4200	4200	元/金属吨
云南	3750	3700	3700	元/金属吨
湖南	4250	4250	4250	元/金属吨
广西	4150	4150	4150	元/金属吨
陕西	4000	3900	3900	元/金属吨
四川	4000	4000	4000	元/金属吨
甘肃	4200	4050	4200	元/金属吨

来源: SMM, 中泰证券研究所

- **外强内弱格局难打破，沪伦比值继续低位徘徊。** 本周沪伦比值略有修复，不过仍相对低迷，主要运行于 7-7.2 之间，进口亏损在 1900-2450 元/吨。锌价回落后，下游采购需求有所回升，带动现货贴水转为升水格局，国内库存亦出现下降，国内基本面有所改善。LME0-3 升水小幅回落至 43 美元/吨，不过欧美地区现货升水依旧高企，支撑海外溢价，短期外强内弱格局难以打破。预计短期沪伦比值难有大的修复，或仍保持低位水平。
- **库存变化: 国内方面**，据 SMM 了解，截至本周五（11 月 5 日），SMM 七地锌锭库存总量为 13.44 万吨，较本周一（11 月 1 日）下降 6300 吨，较上周五（10 月 29 日）下降 9200 吨。本周国内库存下降，其中上海地区，下游逢价格下跌，采购需求提升，带动库存下降；广东地区，广西地区冶炼厂限电放宽后，市场到货恢复，库存略有下降；天津地区，市场到货仍偏少，下游原料库存有限，对外采购需求增加，库存继续下降。总体来看，原沪粤津三地库存下降 8000 吨，全国七地库存录得下降 9200 吨。**LME 方面**，本周伦锌库存有所回落。截至 11 月 5 日，伦锌库存量 19.28 万吨，与上周比下降 4650 吨，库存回落。

图表 62: 国内锌七地库存 (万吨)

地区	2021/9/30	2021/10/15	2021/10/22	2021/10/29	2021/11/5
上海	3.39	4.89	5.68	5.55	5.04
广东	0.98	0.99	1.30	1.57	1.52
天津	6.3	6.14	5.74	5.41	5.17
江苏	0.30	0.48	0.46	0.39	0.40
浙江	0.55	0.77	0.95	0.91	0.84
山东	0.40	0.41	0.39	0.36	0.32
河北	0.23	0.23	0.21	0.17	0.15
七地	11.98	13.91	14.73	14.36	13.44

图表 63: LME 锌库存变动趋势 (吨)


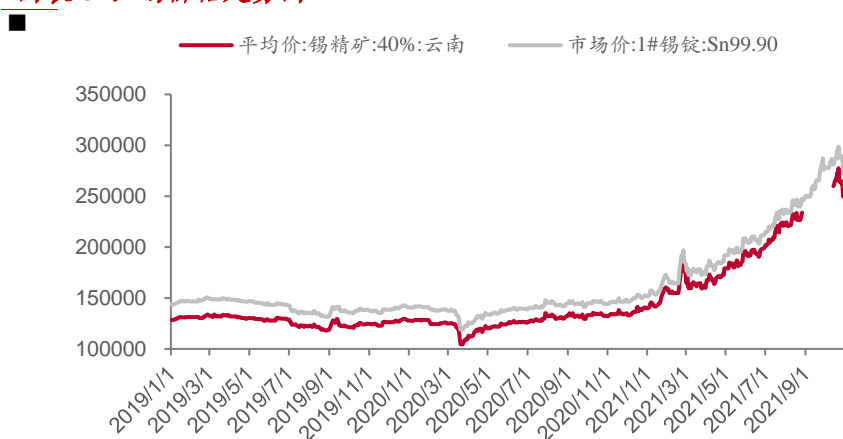
来源: SMM, 中泰证券研究所

来源: Wind, 中泰证券研究所

4.6 锡: 精锡价格有所回升

- **精锡价格有所回升。**截止 11 月 5 日最新数据, 锡锭 (1#Sn99.90) 报价 290,388 元/吨, 环比上涨 4.59%; 锡精矿 (40%云南) 报价 267,000 元/吨, 环比上涨 5.74%。

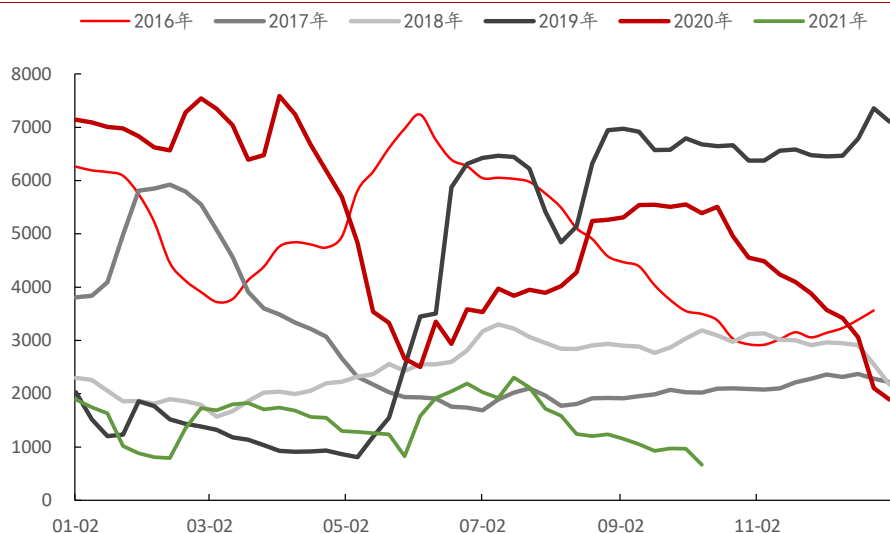
图表 64: 锡价格走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

所回落。截止 11 月 5 日, 伦锡库存量为 670 吨, 与上周相比减少 295 吨, 跌幅 30.57%。

图表 65: LME 锡库存变动趋势 (吨)



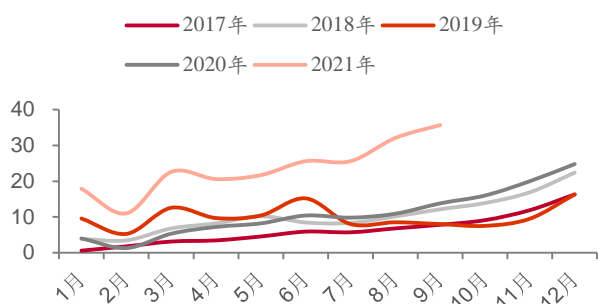
来源: Wind, 中泰证券研究所

5、新能源金属: 供需周期共振, 价格上行方向明确

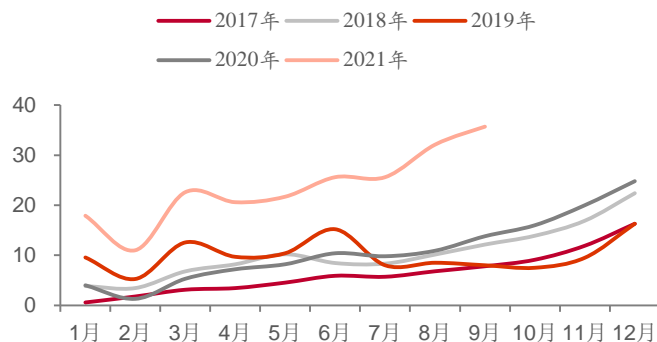
5.1 需求端景气度持续上行: 产业链价格传导顺利, 行业维持高景气

- **中游电池厂商开启涨价, 价格传导顺利。**据报道, 广东某电池厂开始调涨电池报价, 鉴于原材料价格大幅上涨, 决定所有新订单执行大宗联动定价, 上调幅度视各产品材料占比及涨幅而定, 不接受长周期等通知投料和提货的账单。

- **国内 9 月新能源车产销超预期。**根据中汽协的数据，9 月，新能源汽车产销分别完成 35.3 万辆和 35.7 万辆，同比均增长 1.5 倍。其中纯电动汽车产销分别完成 29.1 万辆和 29.6 万辆，同比分别增长 1.6 倍和 1.5 倍；插电式混合动力汽车产销分别完成 6.2 万辆和 6.1 万辆，同比分别增长 1.2 倍和 1.4 倍。9 月新能源汽车渗透率已提升至 20% 以上。
- 1-9 月，新能源汽车产销分别达到 216.6 万辆和 215.7 万辆，同比增长 1.8 倍和 1.9 倍。其中纯电动汽车产销分别完成 180.3 万辆和 178.9 万辆，同比均增长 2.0 倍；插电式混合动力汽车产销分别完成 36.2 万辆和 36.7 万辆，同比分别增长 1.1 倍和 1.4 倍。
- 国务院印发《2030 年碳达峰行动方案》，规划提出到 2030 年，风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上；当年新增新能源、清洁能源动力的交通工具比例达到 40% 左右，营运交通工具单位换算周转量碳排放强度比 2020 年下降 9.5% 左右，国家铁路单位换算周转量综合能耗比 2020 年下降 10%。

图表 66: 9 月新能源车产量同比+1.5 倍 (万辆)


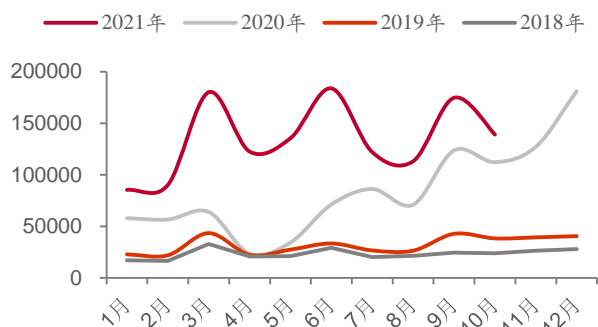
来源：中汽协，中泰证券研究所

图表 67: 9 月新能源车销量同比+1.5 倍 (万辆)


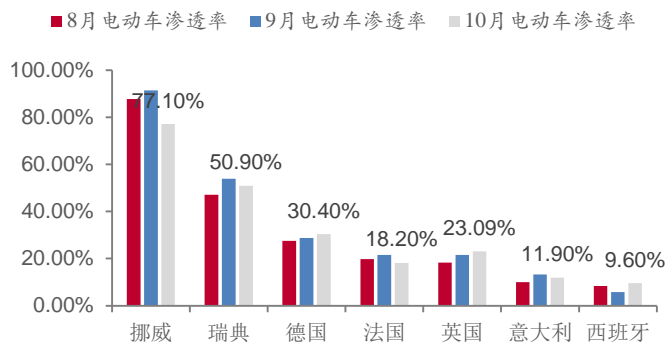
来源：中汽协，中泰证券研究所

- **10 月电动车销量季节性回落：**欧洲六国（英法德挪威瑞典意大利）10 月新能源汽车销量 13.90 万辆，同比增长 24%，环比下降 20%。其中，法国 10 月电动车销量 2.71 万辆（同比+34%，环比-6%），瑞典 10 月电动车注册量 1.02 万辆（同比+0%，环比-17%），德国 10 月电动车销量 5.43 万辆（同比+13%，环比-4%），意大利 10 月电动车销量 1.23 万辆（同比+87%，环比-12%），挪威 10 月电动车销量 1.07 万辆（同比+4%，环比-35%）。欧盟委员会在一项立法草案中提议，2035 年起欧洲销售的新车应实现零排放目标，2030 年新车应减排 65%，欧洲碳排放政策进一步趋严。

图表 68: 欧洲 6 国 10 月电动车销量 (辆)
图表 69: 欧洲主要国家新能源车渗透率



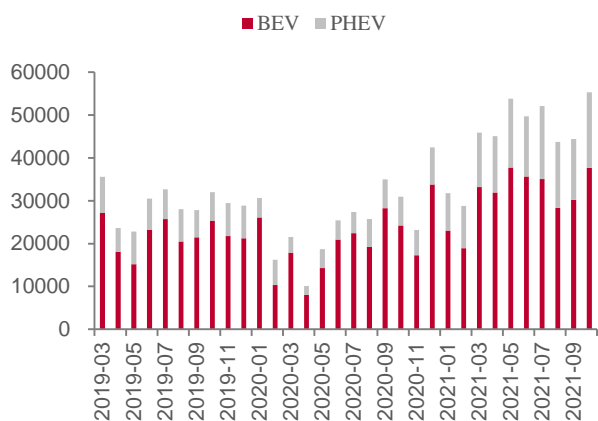
来源：各国官网，中泰证券研究所



来源：各国官网，中泰证券研究所

- **美国电动车政策拟加码，美国市场新能源车销量有望超预期。**10月美国电动车销量 55244 辆，创单月新高，环比+24%，同比+79%。电动化渗透率为 5.3%。1-10 月累计销量 45.0 万辆，同比+186%。8月5日美国总统拜登签署行政命令，设定 2030 年电动车占新车销量比例达到 50% 的目标。

图表 70：美国 9 月新能源销量同比+79%（辆）



来源：autosinnovate，中泰证券研究所

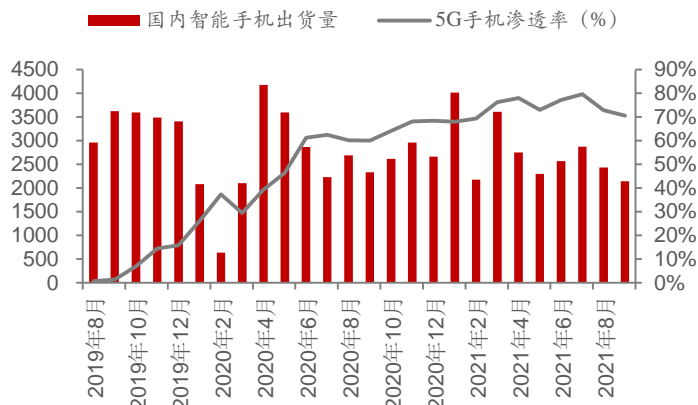
图表 71：美国新能源车渗透率



来源：autosinnovate，中泰证券研究所

- **国内 5G 手机渗透率继续提升。**随着 5G 建设加速、应用加速推广以及消费高预期，再叠加 5G 手机可向下兼容 4G、3G 制式，未来 5G 增长将对非 5G 手机的替代，而这将是推动全球智能手机产业发展的主要动力。中国信通院手机市场运行分析报告显示，2021 年 9 月，国内手机市场总体出货量 2144 万部，同比下降 8.1%，5G 手机出货量达 1511.8 万部，同比增长 8.1%，占同期手机出货量的 70.5%。

图表 72：9 月手机出货量同比下降 8.1%

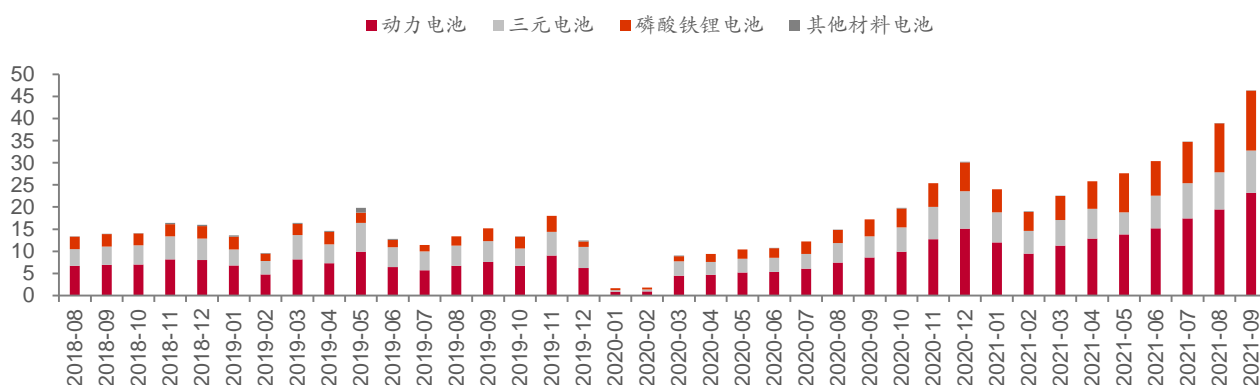


来源：WIND，中泰证券研究所

5.2 中游环节：加速扩产，长尾效应加剧

- **Tesla 加码磷酸铁锂电池。**特斯拉在三季度投资者交流会上表示，特斯拉正在全球范围内将所有标准续航版电动车都改用磷酸铁锂 (LFP) 电池。
- **产量方面，**9月动力电池产量共计 23.2GWh，同比增长 168.9%，环比增长 18.9%。其中，三元锂电池和磷酸铁锂电池产量分别占总产量的 41.6%与 58.3%。1-9月我国动力电池产量累计 134.7GWh，同比累计增长 195.0%。三元电池累计产量为 62.8GWh，占总量 46.6%，磷酸铁锂电池累计产量为 71.6GWh，占总量 53.2%。
- **销量方面，**我国 9月动力电池销量共计 17.8GWh，同比增长 155.8%。其中，三元电池销量为 7.6GWh，同比增长 118.0%，占总销量 42.9%，磷酸铁锂电池销量为 10.1GWh，同比增长 194.2%占总销量 56.9%。1-9月，我国动力电池累计销量达 106.8GWh，同比累计增长 176.9%。其中三元电池累计销售 49.3GWh，同比累计增长 135.8%；磷酸铁锂电池累计销售 56.7GWh，同比累计增长 225.0%。
- **装车量方面，**2021年9月，我国动力电池装车量 15.7GWh，同比上升 138.6%，环比上升 25.0%。其中三元电池共计装车 6.1GWh，同比上升 45.6%，环比上升 15.0%；磷酸铁锂电池共计装车 9.5GWh，同比上升 309.3%，环比上升 32.3%。1-9月，我国动力电池装车量累计 92.0GWh，同比累计上升 169.1%。其中三元电池装车量累计 47.1GWh，占总装车量 51.2%，同比累计上升 99.5%；磷酸铁锂电池装车量累计 44.8GWh，占总装车量 48.7%，同比累计上升 332.0%。

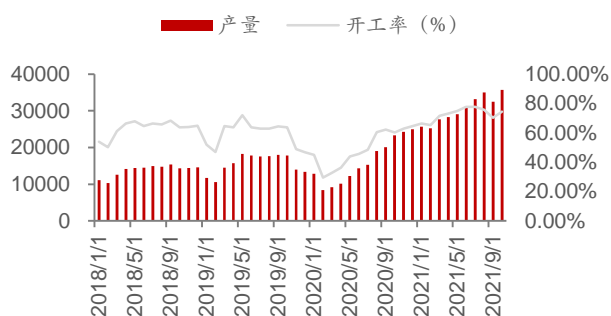
图表 73：动力电池 9 月产量同比增长 169% (GWh)



来源：中汽协，中泰证券研究所

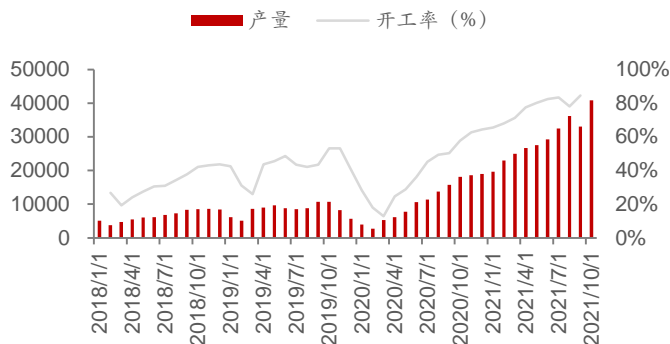
- **限电政策缓解，10月正极材料开工率回升。**2021年10月，国内三元材料产量为3.57万吨，环比增加9.75%，开工率提升至74.43%；磷酸铁锂产量为4.09万吨，环比增长23.51%，开工率提升至76.76%。

图表74：三元材料产量(吨)



来源：百川，中泰证券研究所

图表75：磷酸铁锂产量(吨)

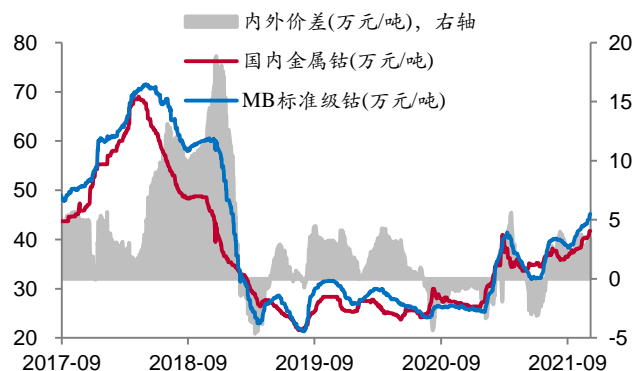


来源：百川，中泰证券研究所

5.3 钴：原料紧张，钴价继续上涨

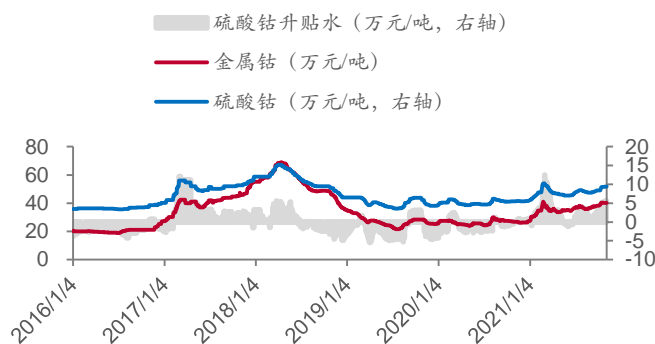
- **原料紧张，钴价继续上涨。**本周，钴价延续上涨趋势，MB 钴（标准级）、MB 钴（合金级）报价分别环比上涨 **3.6%、3.6%**，折算国内金属钴含税价已经达到 **45 万元/吨**；国内金属钴、硫酸钴、四氧化三钴分别上涨 **3.6%、0.5%、0.6%**。1) 供给端，9月钴中间品进口约 **0.82 万金属吨**，环比增加 **27%**，同比增加 **33%**，10月因仓储及集装箱紧张，南非运力下降，钴中间品维持紧张局面，近期钴中间品长单仍在签订过程中，少批量已签单完成，整体价格仍处高位；2) 三元材料企业开始复工，钴酸锂企业采购意愿增强，且航空航天、军工等需求回暖，海外补库需求增加，交投旺盛，海外钴价上行。3) 冶炼企业钴中间品库存维持低位，叠加双控影响，电钴企业排产下调或停产，电解钴库存持续去化，价格持续上行。

图表76：MB 钴（标准级）上涨 3.6%



来源：MB，中泰证券研究所

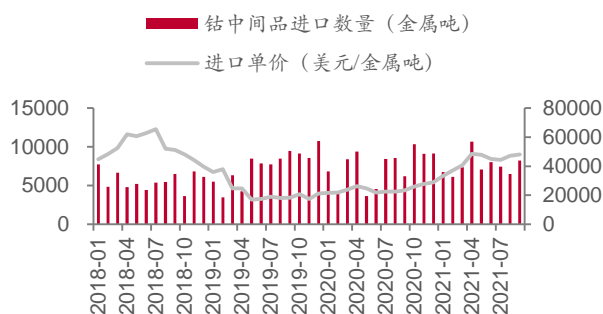
图表77：硫酸钴价格上涨 0.5%



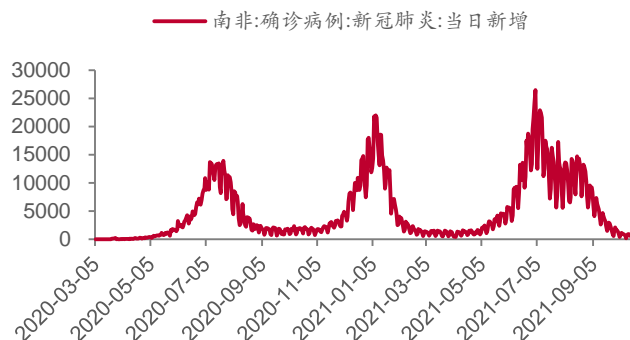
来源：百川，中泰证券研究所

图表78：钴原料进口情况(吨)

图表79：南非新增确诊病例(单位：人)



来源：海关总署，中泰证券研究所



来源：百川、中泰证券研究所

■ **2021Q2 主要矿山钴产量同比持平。**我们统计了 Glencore、Vale、Sherritt、等主要上市公司钴产量数据，2021Q2 矿山端钴产量合计为 9705 吨，同比持平，环比增长 15%。

- **嘉能可 (Glencore) 2021 年 Q3 共生产钴 8600 金属吨，同比增长 18%。**分矿山来看：铜钴矿方面，Katanga 矿山二季度钴产量为 6900 金属吨，同比增加 8%；Mutanda 矿山产量约 1000 金属吨；镍钴矿方面，位于加拿大的 Sudbury/Raglan 矿山产量为 600 吨，澳大利亚的 MurrinMurrin 矿山产量为 200 吨。预计 2021 年产量指引约 3.5 万吨，较 2020 年同比增长 28%。
- **Vale 2021Q3 产量 452 吨，同比下降 30%，环比下降 40%。**
- **Sherritt 公司 2021Q2 钴产量为 952 金属吨，同比增长 12%。**

图表 80：2021 年 Q2 主要矿山钴产量同比持平 (单位：吨)

矿产商	矿山项目	国家	类型	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	同比	环比
Glencore											
	Mutanda Mining	DRC	Cu	-	-	-	-	-	1,100	-	-
	Katanga Mining / KCC	DRC	Cu	5,300	7,200	6,400	5,000	5,800	6,100	-15%	5%
	Minara Resources/Murrin Murrin	Australia	Ni	700	900	700	600	600	600	-33%	0%
	Sudbury / Raglan	Canada	Ni	100	100	200	200	400	200	100%	-50%
	total			6,100	8,200	7,300	5,800	6,800	8,000	-2%	18%
Vale											
	Sudbury	Canada	Ni	141	156	90	96	96	116	-26%	21%
	Thompson	Canada	Ni	22	13	10	15	14	13	0%	-7%
	Voisey's Bay	Canada	Ni	307	433	464	388	476	463	7%	-3%
	others	Canada	Ni	92	64	86	127	124	161	152%	30%
	total			562	666	650	626	710	753	13%	6%
Sherritt											
	Moa Nickel	Cuba	Ni	800	850	818	902	954	952	12%	0%
	total			800	850	818	902	954	952	12%	0%
	合计			7,462	9,716	8,768	7,328	8,464	9,705	0%	15%

资料来源：各公司公告、中泰证券研究所

5.4 锂：碳酸锂价格创历史新高

■ **Pilbara 锂精矿拍卖价格再创新高，碳酸锂价格加速上涨。**本周，电池级碳酸锂，电池级氢氧化锂报价较上周持平，锂辉石报价上涨 17.1%。

- **1) 锂精矿为硬短缺。**10 月 26 日，Pilbara 在其 BMX 平台上进行了第三次锂精矿拍卖，锂精矿品位为 5.5%，最终以 2350 美元/吨 (FOB) 价格成交，较上次拍卖价格上涨 5%。加上运费 80 美元/吨 (正常水平下约 20-25 美元/吨)，折算锂精矿 (CIF, 6.0%品位)

约 2644 美元/吨，较 Galaxy 四季度锂精矿合约价 1650 美元/吨（SC 6%，CIF），折算后本次拍卖价较合约溢价率 60%，锂精矿价格远超 17-18 年周期高点（965 美元/吨）。对应碳酸锂矿石成本约 15.5 万元/吨 LCE，加工成本 1.5-2.0 万元/吨，推升碳酸锂生产成本上涨至 17.53 万元/吨 LCE 左右。

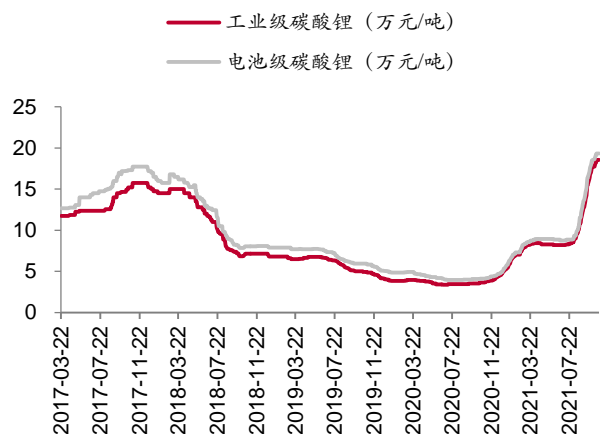
图表 81：碳酸锂成本推算

	单位	9月拍卖	10月拍卖
锂精矿 (FOB,5.5%品位) ①	美元/吨	2240	2350
锂精矿 (FOB,6.0%品位) ②=①*6%/5.5%	美元/吨	2444	2564
运费③	美元/吨	80	80
锂精矿 (CIF,6.0%品位) ④=②+③	美元/吨	2524	2644
碳酸锂-矿石成本 (含税) ⑤=④*8*6.5 汇率*1.13/10000	万元/吨 LCE	14.83	15.53
碳酸锂-加工成本 (含税) ⑥	万元/吨 LCE	2.0	2.0
碳酸锂生产成本 (含税) ⑦=⑤+⑥	万元/吨 LCE	16.83	17.53

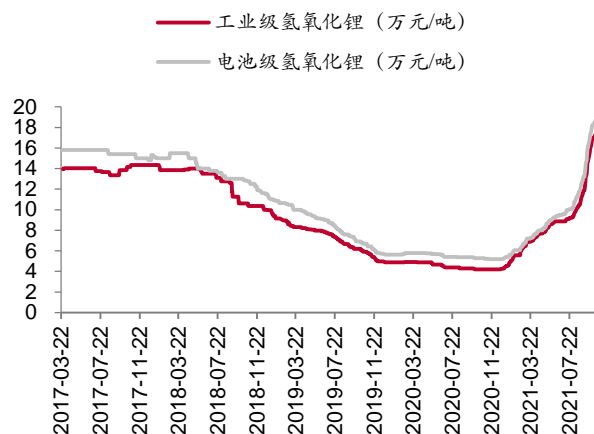
资料来源：安泰科等、中泰证券研究所

- **2) 供给端**，据 SMM 报道，江西地区开始限电，月产量约减少 200-250 吨，部分厂家受到原料锂辉石精矿短缺及原料入库延迟导致产能无法得到释放，江西、四川等部分锂盐厂停止散单对外报价，进入 4 季度国内盐湖晒度减弱影响上游资源供应，现货市场供应量稀少，上游看涨情绪明显，电池级碳酸锂主流厂家报价位于 19.5 万元/吨-20.5 万元/吨；
- **3) 氢氧化锂对碳酸锂溢价收窄至-0.05 万元/吨**，供应端国内四川、江苏等地由于环保及限电等影响，开工率有所降低，氢氧化锂继续看涨；
- **4) 锂盐产量方面**，10 月国内碳酸锂产量 18965 吨，同比增长 25.48%，环比+13.45%；10 月氢氧化锂产量 17220 吨，同比增长 92.03%，环比+10.13%。
- **5) 锂盐库存情况**，碳酸锂库存由 6960→6935 吨，环比减少 0.36%；氢氧化锂库存由 156→149 吨，环比下降 4.49%。
- **6) 锂盐厂盈利扩大**：对于以市场价外购锂精矿的锂盐厂来说，碳酸锂价格加速上涨，其单吨盈利由 8.56→7.41 万元/吨。
- **7) 雅宝扩建速度低于预期**：①智利 La Negra 三二期锂盐厂共 4 万吨碳酸锂产能于今年 10 月生产出首吨碳酸锂，正在进行送样程序，2022 上半年将实现商业化；②西澳 Kemerton 一期 2.5 万吨氢氧化锂预计今年底完工，约 6 个月认证周期，22 年下半年量产，由于劳动力短缺，二期 2.5 万吨氢氧化锂延期至 2022 下半年完工，2023 年才可实现商业化生产；③中国锂盐厂方面，收购广西天源 2.5 万吨锂盐产能预计在 22 年上半年完成交易，预计 2022 下半年量产，未来计划扩产至 5 万吨；在中国眉山、张家港计划各新建 5 万吨氢氧化锂，预计 2024 年底建成。

图表 82：碳酸锂价格继续上涨 (万元/吨)
图表 83：氢氧化锂价格上涨 (单位：元/吨)

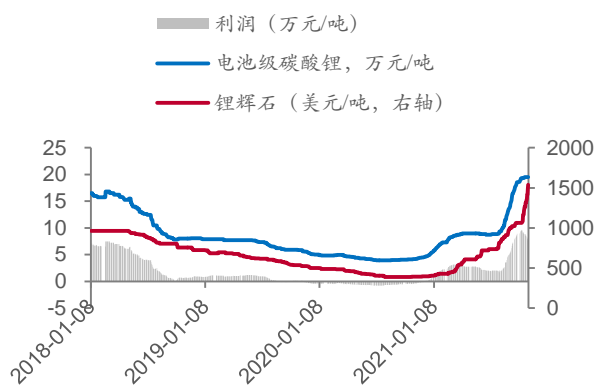


来源: 百川资讯等, 中泰证券研究所



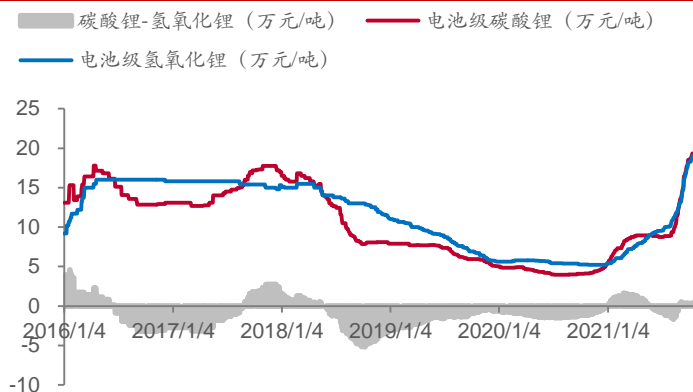
来源: 百川资讯等, 中泰证券研究所

图表 84: 锂盐企业盈利情况 (万元/吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 85: 氢氧化锂-碳酸锂价差 (万元/吨)



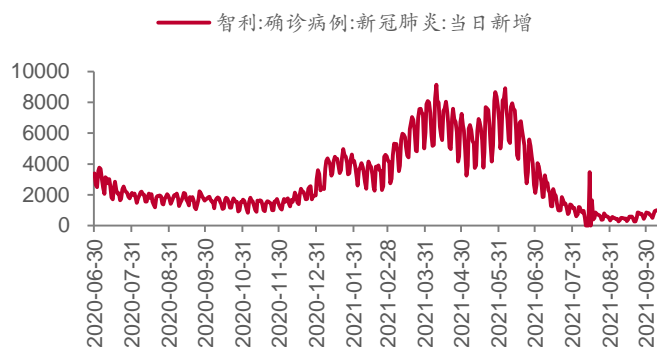
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 86: 阿根廷新增确诊人数



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 87: 智利新增确诊人数



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 88: 碳酸锂月度产量 (吨)

图表 89: 氢氧化锂月度产量 (吨)



来源：百川，中泰证券研究所



来源：百川，中泰证券研究所

图表 90: 碳酸锂周度库存变化 (吨)


来源：百川，中泰证券研究所

图表 91: 氢氧化锂周度库存变化 (吨)


来源：百川，中泰证券研究所

- **锂精矿延续紧缺**。三季度西澳三个主要矿山共生产锂精矿 24.46 万吨，销售 24.51 万吨，库存延续下降趋势。
- 1) Marion 矿山 21Q3 生产锂精矿 10.1 万吨，环比下降 11%，销售 7.1 万吨，环比下降 54%，平均销售价格为 741 美元/dmt，预计 22 财年产量指引为 45-47.5 万吨；
 - 2) Galaxy 旗下 Mt Cattlin 产能利用率达到 100%，Q3 生产锂精矿 67931 千公吨 (dmt)，环比增长 7%，本季度共装运了 89640 千公吨锂精矿，平均销售价格达到 779 美元/吨。预计四季度长协 CIF 价格达到 1650 美元/吨；
 - 3) Pilbara 三季度生产锂精矿达到 85759dmt (21Q2 为 77162)，销售 91549dmt (21Q2 为 95972dmt)，超过其指引 77000-90000dmt，锂精矿库存下降 5790 吨至 13055 吨。Ngungaju (原 Altura) 预计 22 年一季度开始生产，22 年中期满产运行 (18-22 万吨锂精矿/年)。预计 22 财年公司整体锂精矿产量指引为 46-51 万吨。

图表 92: 西澳 2021 年 Q3 锂精矿产销情况

公司	项目	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	同比	环比
Mineral Resources	Mt Marion								
	锂精矿生产量 (湿吨)	146000	133000	129000	108696	114000	101000	-24%	-11%
	锂精矿发货量 (湿吨)	114000	118000	85000	128000	155000	71000	-40%	-54%
Pilbara Minerals	Pilbara-Pilgangoora								

	锂精矿生产量 (吨)	34484	62404	63712	77820	77162	85759	37%	11%
	锂精矿发货量 (吨)	29312	43630	70609	71229	95972	91549	110%	-5%
Galaxy Resources	Mt Cattlin								
	锂精矿生产量 (吨)	30942	30067	33344	46588	63321	67931	126%	7%
	锂精矿发货量 (吨)	26030	16753	75336	29917	48499	89640	435%	85%
	生产量合计	196826	212171	213156	222234.4	243083	244590	24%	9%
	销量合计	157942	166583	222445	216346	283971	245089	80%	31%

来源: 各公司公告, 中泰证券研究所

图表 93: 锂辉石矿山扩产规划

地区	公司	扩产规划
澳大利 亚	Talison	目前建成产能为 135 万吨, 二期产能释放跟随奎纳纳、Kemerton 锂盐厂产能释放节奏, 预计 22H2 放量
	Pilbara	预计通过技改将产能提升 3-5 万吨, 预计 21 年 9 月建成; 二期扩建仍在前期可研阶段
	Galaxy	短期无扩产规划
	Altura	20 年 Q4 开始复产, 预计 21 年中达产
	Marion	满负荷运营, 无扩产规划
	Alita	关停维护
	Wodgina	预计一期 25 万吨锂精矿于 22Q3 重启
	Holland	仍处于前期规划阶段, 预计 24 年建成投产
	Core	17 万吨锂精矿项目, 预计 22 年建成, 当年生产 1.3 万吨
	国内	融捷股份-甲基卡 134
李家沟		18 万吨锂精矿项目仍处于建设阶段, 预计 22 年中建成
业隆沟		40.50 万吨采矿项目于 2020 年投入生产
马尔康党坝		矿山停产, 复产时间未知
德扯弄巴		100 万吨原矿开采规模, 项目暂未开始建设
天齐-雅江措拉锂辉石矿		处于停滞阶段

资料来源: 公司公告、百川资讯、中泰证券研究所

- Orocobre 销售价格持续上行。**2021 年 3 季度 Orocobre 共生产碳酸锂 2802 吨, 同比增长 19%, 环比减少 15%; 销量为 2622 吨, 同比下降 23%, 环比增加 3%。销售均价由 8476→9341 美元/吨, 预计 Q4 碳酸锂 FOB 价格将达到 12000 美元。

图表 94: Orocobre 生产经营情况

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	同比	环比
产量 (吨)	2,732	2,511	2,352	3,727	3,232	3,300	2,802	19%	-15%
销量 (吨)	2,518	1,601	3,393	4,345	3,032	2,549	2,622	-23%	3%
营业收入 (百万美元)	27.8	22.1	17.8	12.1	6.3	10.5	24.5	38%	133%
销售均价 (美元/吨)	4810	3,913	3,102	3,797	5853	8476	9,341	201%	10%
现金成本 (美元/吨)	3972	3,920	3,974	3,623	3867	4105	4,754	20%	16%
毛利 (美元/吨)	838	-7	-872	174	1986	4371	4,587		
毛利率	17%	0%	-28%	5%	34%	52%	49%		

来源：公司公告，中泰证券研究所

- SQM 二季度锂盐销量为 2.4 万吨，与一季度基本持平，销售均价由 5700 美元/吨上涨至 6800 美元/吨，预计价格将进一步上行。此外公司上调今年销量指引由 8.5 至 9.5 万吨，21 年产量将达到 14 万吨（部分产量会用于库存管理）。
- 南美盐湖扩产速度低于预期。受疫情及锂价持续低迷的影响，南美盐湖企业开始暂缓资本开支，ALB 将智利的 LeNegraIII、IV 碳酸锂扩建项目目前仍处于产能调试阶段，预计 22 年上半年实现商业化生产；Orocobre 将 Olaroz 盐湖二期 2.5 万吨碳酸锂项目投产时间推迟至 2022 年下半年；Livent 一万吨碳酸锂项目预计 2023 年 Q1 建成，0.5 万吨氢氧化锂项目预计 2022 年 Q3 建成投产，2021 年资本开支预计 1.25 亿美元，与 2020 年基本持平。

图表 95：盐湖扩产规划

企业	项目	产能规划	最新投产时间
Albemarle	La Negra 项目	4 万吨碳酸锂	预计 22 年上半年实现商业化生产
SQM	Salar de Atacama	5 万吨碳酸锂（其中 8000 吨氢氧化锂产能）	2021 年下半年
	Mt Holland	4.5 万吨氢氧化锂项目	将投资计划推迟至 2021Q1
Livent	阿根廷	1 万吨碳酸锂	2023 年 Q1
	美国	0.5 万吨氢氧化锂项目	2022 年 Q3
Orocobre	Olaroz Phase II	2.5 万吨碳酸锂项目	2022 年
LAC	Cauchari-Olaroz	4 万吨碳酸锂项目	2022 年
Galaxy	Sal de Vida	3.2 万吨碳酸锂项目	预计 2022 年 10 月建成，2024 年开始爬坡
蓝科锂业	察尔汗盐湖	2 万吨碳酸锂项目	预计 22 年投产运行

资料来源：公司公告、百川资讯、中泰证券研究所

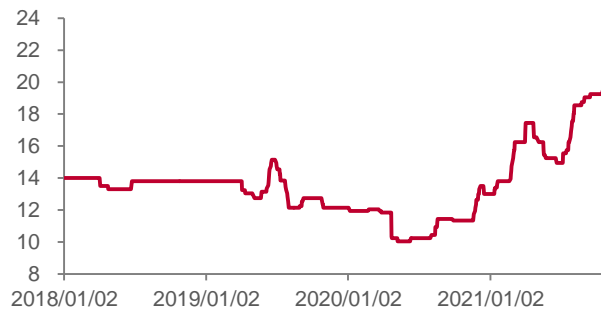
5.5 稀土和磁材：成交活跃，镨钕价格逼近 80 万/吨

- **成交活跃，氧化镨钕价格创新高。**现货市场，国内氧化镨钕报价上涨 5.9%至 77.5 万元/吨，钕铁硼 N35 毛坯报价上涨 4.8%；中重稀土方面，氧化镝上涨 6.5%，氧化铽上涨 23.4%。北方稀土 10 月挂牌价，氧化镨钕仍为 62.32 万元/吨，环比持平。市场现货流通量有限，叠加限电造成原料紧张，大厂挺价意愿较强，市场活跃度增加，成交价格逼近 80 万元/吨，下游询单补货需求出现。
- **稀土矿进口**，缅甸进口关闭，9 月共进口 83 吨 REO，其中混合碳酸稀土矿无进口；美国矿进口 5616 吨（折 REO 约 3369.6 吨），环比下降 1%，同比增长 151%。
- **海外矿**，Lynas 公布 21 年三季度生产情况，本季度公司 REO 总产量为 3166 吨（21 年 Q2 为 3778 吨），环比减少-16.2%，氧化镨钕总产量为 1255 吨（21 年 Q2 为 1393 吨），环比减少 10%。
- **供给端**，10 月国内氧化镨钕产量 5309.70 吨，环比+3.76%。缅甸政局动荡叠加疫情冲击，进口矿受到限制（8 月缅甸矿几无进口），约影响 10%镨钕供给，离子矿供应紧张，内蒙、江西、湖南等地区出台限电政策，部分分离企业生产受到影响，开工率下降。

- **需求端**，钕铁硼企业 9 月产量为 17205 吨，环比下降 7.22%，同比下降 8.19%。下游订单好转，补货需求增加。
- **库存方面**，氧化镨钕库存较上周下降 38 吨至 2681 吨，环比下降 1.4%。
- **政策层面**，国务院印发《2030 年碳达峰行动方案》，其中重点指出推进重点用能设备节能增效。以电机、风机、泵、压缩机、变压器、换热器、工业锅炉等设备为重点，全面提升能效标准，进一步打开稀土永磁市场空间。

图表 96：氧化镨钕价格走势（万元/吨）

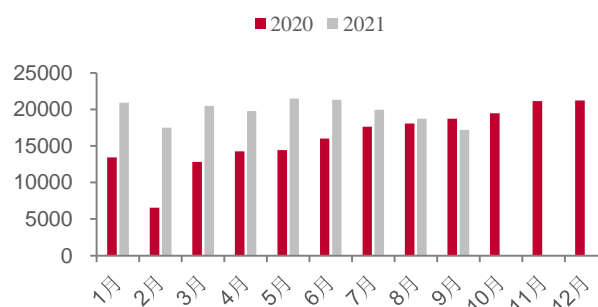

资料来源：百川资讯、中泰证券研究所

图表 97：钕铁硼毛坯 N35 价格走势（元/公斤）


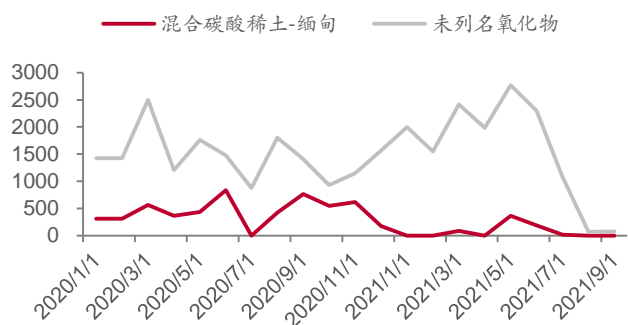
资料来源：百川资讯、中泰证券研究所

图表 98：氧化镨钕周度库存（吨）

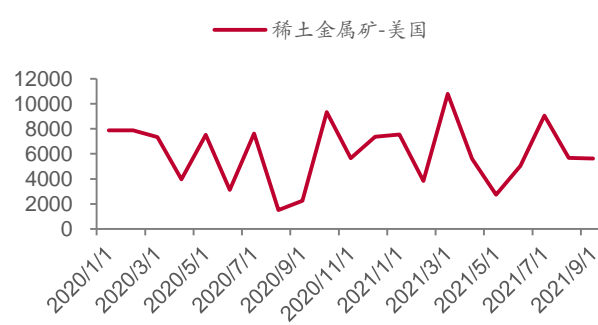

资料来源：百川资讯、中泰证券研究所

图表 99：钕铁硼毛坯月度产量


资料来源：百川资讯、中泰证券研究所

图表 100：缅甸矿进口情况（实物吨）


资料来源：海关总署、中泰证券研究所

图表 101：美国矿进口情况（实物吨）


资料来源：海关总署、中泰证券研究所

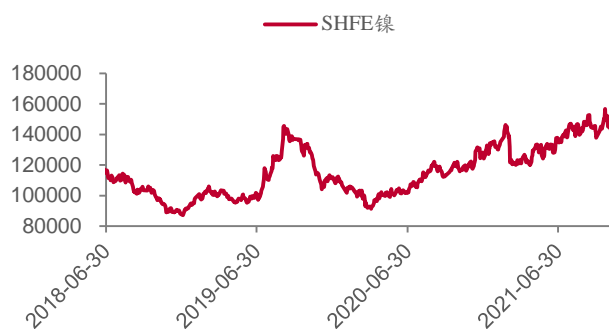
- 此外，新产品开发导入带来的成长性行业发展动力源泉，对于钕铁硼

磁材企业来说，企业的成长性最为重要，这包括固有产品的新周期、新产品的开发导入等方面，尤其后者是企业成长的真正源动力；站到当前时点，以国内龙头企业进入全球主流新能源车产业链供货体系为代表，随着新能源车新产品不断导入和放量，行业有望迎来新一轮的景气上行周期。

5.6 镍：原料供应紧张，价格维持强势

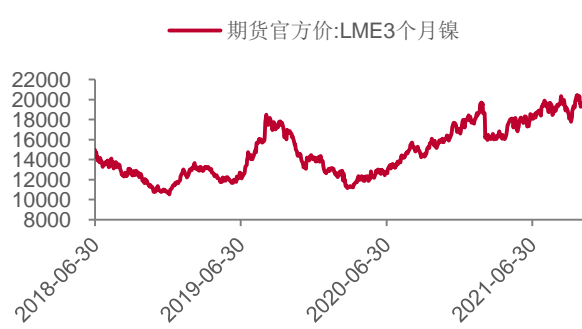
- **价格方面：**本周，SHFE 镍收于 14.14 万元/吨，环比下降 2.55%。
- **库存方面：**SHFE 镍+LME 镍期货库存下降 5335 吨至 14.26 万吨，继续维持低位；国内港口镍矿库存为 992 万吨，较上周下降 0.55%。
- **供给端，**1) 印尼计划禁止所有大宗商品原料出口，此前印尼政府拟限制 FeNi 和 NPI 冶炼厂的建设及出口，鼓励在当地建设硫酸镍和不锈钢等冶炼厂，禁止出口政策如若实施，或将继续抬升镍价中枢；2) 2021 年 9 月中国进口镍铁总量 30.65 万吨，环比减少 4.32 万吨，降幅 12.34%；同比减少 3.44 万吨，降幅 10.09%。其中，9 月中国自印尼进口镍铁量 25.88 万吨，环比减少 4.43 万吨，降幅 14.62%；同比增加 0.15 万吨，增幅 0.59%；3) 国内“能耗双控”不断加码，江苏、广西、广东、福建等地区镍铁企业受到影响，镍铁原料维持紧张局面。
- **需求端，**10 月国内不锈钢产量 225.65 万吨，同比下降 19.34%，环比降 4.97%。11 月份国内不锈钢粗钢总排产出现明显提升，虽然国内限电仍存在，但大部分地区有缓解，福建、广西、广东等主产地区产量均环比 10 月增加。

图表 102：SHFE 镍价格走势



资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 103：LME 镍价走势



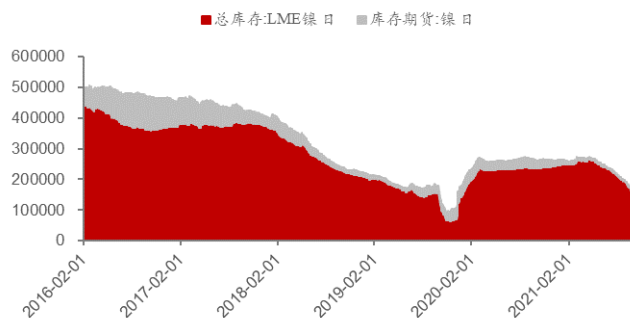
资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 104：镍矿港口库存（万吨）

图表 105：SHFE 镍&LME 镍期货库存



资料来源：Wind、中泰证券研究所



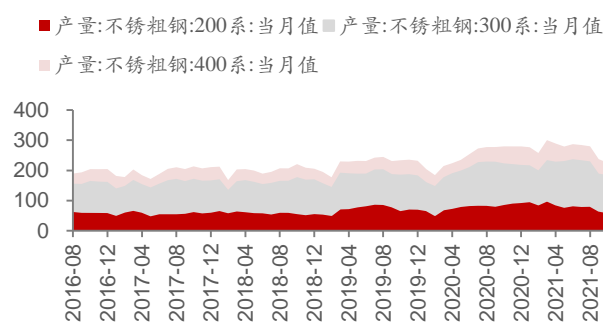
资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 106：不锈钢月度产量（万吨）



资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 107：不锈钢月度产量（分产品，万吨）

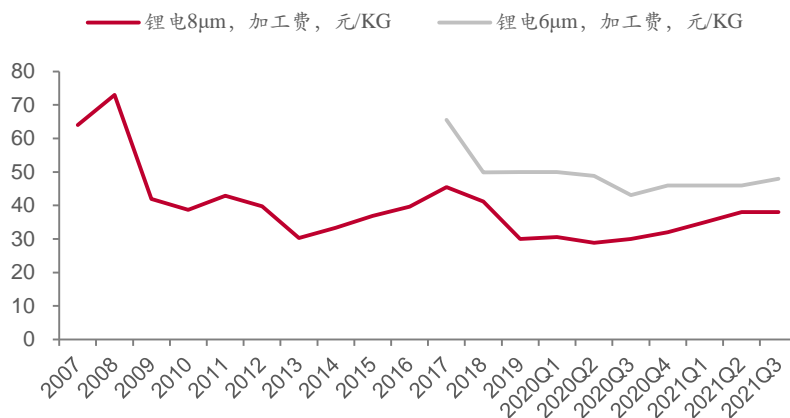


资料来源：Wind、中泰证券研究所

5.7 锂电铜箔：行业高景气周期，加工费上行

- **铜箔加工费回升。**锂电铜箔作为锂电池负极材料的载体和导电体，在 16-17 年受到全球新能源汽车的第一轮快速发展推动，加工费终于走出了 13-15 年的泥沼，8 微米锂电铜箔加工费也从 13 年的 3 万/吨，升至 2017 年年中的 5 万/吨，但由于 18-19 年供给的不断释放和锂电池需求的走弱，8 微米锂电铜箔加工费则再次回到了 13 年的低点。标准铜箔加工费亦从最高点 3 万/吨，回到 13 年 1.9 万/吨的水平。2020Q3 以来，国内与海外新能源车市场共振，电动车产业链排产超预期增加，铜箔加工费开始上涨，8 μ m 加工费从 2.8 万/吨上涨至 3.8 万元/吨；6 μ m 铜箔加工费从 4.3 万元/吨上涨至 4.8 万元/吨；4.5 μ m 铜箔加工费达到 7 万元/吨。
- 与此同时，为提升锂电池自身的能量密度，更薄的高端铜箔系列逐渐获得技术突破并快速在国内锂电池市场得到应用，如采用 6 微米锂电铜箔，可以提升能量密度 3-4 个百分点。

图表 108：铜箔加工费历史走势



数据来源：铜箔协会，中泰证券研究所

- 而随着新能源汽车进入新一轮快速上行期，锂电铜箔也将进入新一轮景气周期。如下图表所示，21 年锂电铜箔将逐渐结束供给过剩的局面，虽然锂电铜箔产能仍按部就班投建释放，但是由于需求的快速增长，最终使得锂电铜箔转归供应不足。我们预计加工费也将在 2021 年走入上升通道，当然 2020 年呈现出来的也可能是进一步的洗牌——进入海内外锂电池巨头产业链是企业未来发展的核心，也是面临的现实选择。

图表 109：锂电铜箔供需平衡表

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
锂电铜箔需求量 (万吨)	15	18	22	36	50	66
其中，6μm及以下	2.8	4.3	5.5	11.5	19.6	26.6
锂电铜箔产量 (万吨)	16.1	22.3	24.4	35.2	48.7	63.8
其中，6μm及以下	-	6.6	9.7	11.4	15.7	22.4
供需缺口 (+过剩/-不足)	1.03	4.83	2.47	-0.55	-1.69	-2.00
供需缺口所占比例	7%	28%	11%	-2%	-3%	-3%

数据来源：公司公告、中泰证券研究所

5.8 锂电铝箔：行业新增扩产有限，持续高景气

- 行业维持高景气周期。假设单位 GW 对锂电铝箔的需求量为 400 吨，预计 2021-2023 年锂电铝箔需求量分别为 17.4/25.1/32.9 万吨，同比分别增长 42%/31%。从供给端来看，海外产能扩产较慢，且加工费要高于国内 2-3 倍，面临着国内铝箔厂商的冲击；国内方面，仅鼎胜新材、南山铝业和华北铝业几家公司有新增产能，预计 2021-2023 锂电铝箔产量分别为 16.7/24.5/32.8 万吨。综上，锂电铝箔供需同样趋紧，加工费易涨难跌。
- 宁德时代预计 22 年将有一条钠离子电池产线投入生产，到 2023 年形成基本产业链。

图表 110：锂电铝箔供需平衡表

	2020E	2021E	2022E	2023E
锂电池铝箔总需求量(万吨)	10.4	17.4	25.1	32.9
锂电池铝箔总供给量(万吨)	10.7	16.7	24.5	32.8
供需缺口(万吨)	0.25	-0.69	-0.64	-0.13
缺口比例	2%	-4%	-3%	-0%

数据来源：公司公告、中泰证券研究所

5.9 铈：原料紧缺，价格持稳运行

- 本周，国内铈精矿价格为 6.15 万元/吨，较上周下跌 3.91%；铈锭价格为 7.60 万元/吨，较上周下跌 2.56%。目前湖南黄金旗下安化渣滓溪矿已经复产，冷水江地区复产缓慢复产，原料仍然趋于紧张，价格回落空间不大。

图表 111：湖南省铈生产企业多集中分布在资江流域



数据来源：公开资料整理、中泰证券研究所

- 库存方面，铈锭库存由 2450→2550 吨，环比增加 4.08%；氧化铈库存由 4250→4400 吨，环比增加 3.53%。

图表 112：铈精矿价格走势（万元/吨）



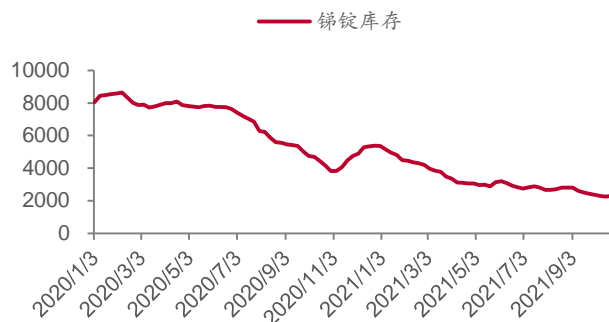
图表 113：铈锭价格走势（万元/吨）



资料来源：Wind、中泰证券研究所

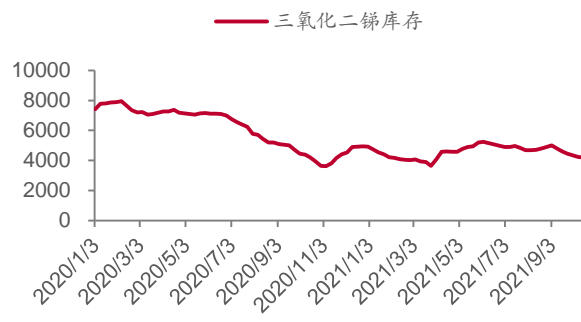
资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 114：锑锭周度库存变化（吨）



资料来源：百川、中泰证券研究所

图表 115：三氧化二锑周度库存变化（吨）



资料来源：百川、中泰证券研究所

6.投资建议：维持行业“增持”评级

- 1、基本金属，随着疫情的逐步控制欧美流动性拐点渐近，同时全球经济景气度下行压力凸显，中美欧十月份制造业 PMI 均处于荣枯线之下，叠加政策影响下供给端收缩，基本金属供需两弱，库存整体有所累积，下行压力逐步凸显。
- 2、新能源上游原材料锂钴稀土铜箔铝箔磁材等，“供给+需求+库存”三周期共振恰提供布局窗口，中长期三年景气上行周期大方向不变。
- **核心标的：**1) 新能源汽车产业链：赣锋锂业、天齐锂业、华友钴业、洛阳钼业、雅化集团、北方稀土、盛和资源、正海磁材、金力永磁、鼎胜新材、诺德股份、嘉元科技等。2) 基本金属：云铝股份、神火股份、天山铝业、索通发展、紫金矿业、铜陵有色等。3) 贵金属：山东黄金、盛达资源等。

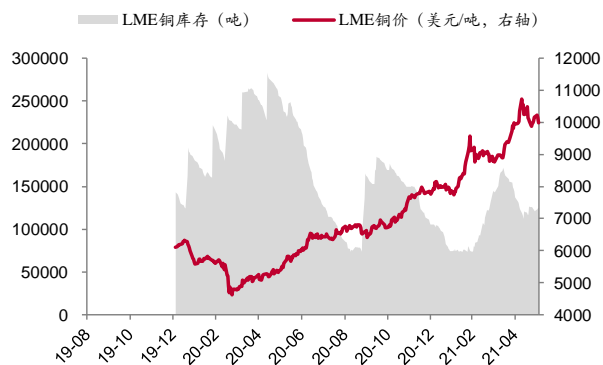
7.风险提示

- 宏观经济波动带来的风险
- 肺炎疫情的风险
- 黄金价格波动风险
- 产业政策不及预期的风险
- 下游消费不及预期的风险
- 新能源汽车销量不及预期的风险
- 钴锂原材料产能释放超预期带来的价格回落风险

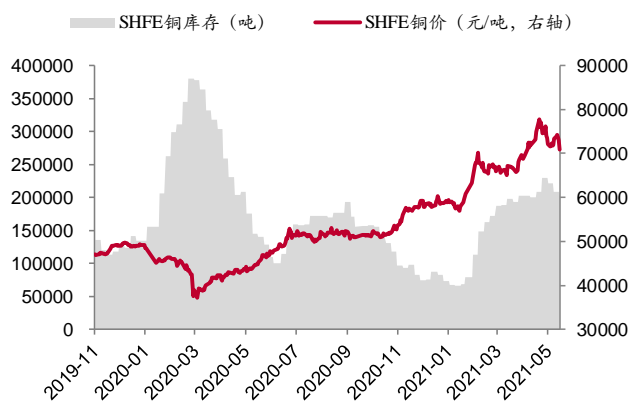
8.附录：全球有色金属价格、库存走势

图表 116：LME 铜价及库存走势

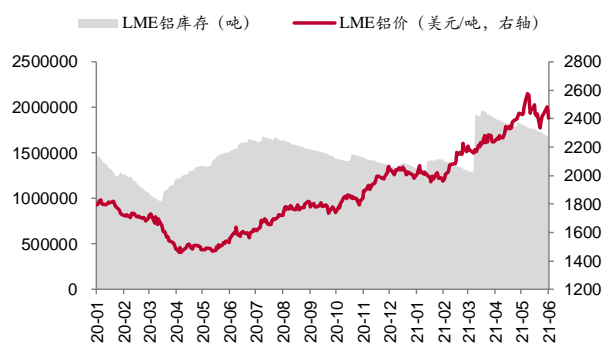
图表 117：SHFE 铜价及库存走势



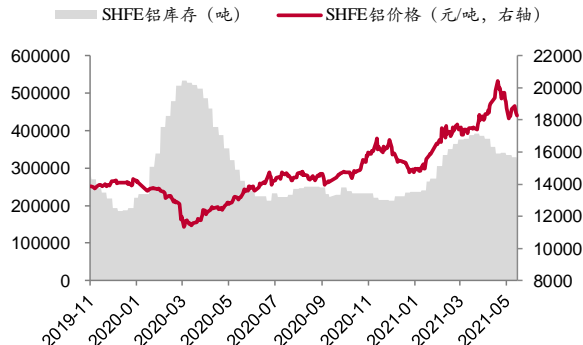
来源: wind, 中泰证券研究所



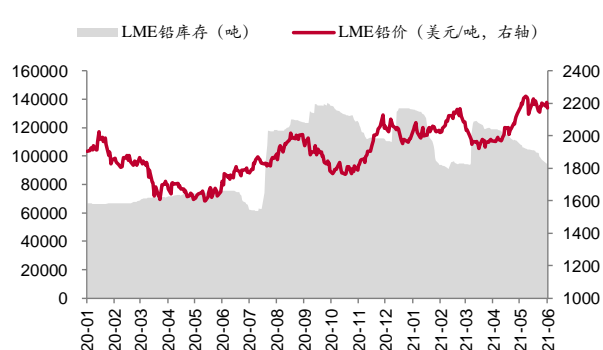
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 118: LME 铜价及库存走势
图表 119: SHFE 铜价及库存走势


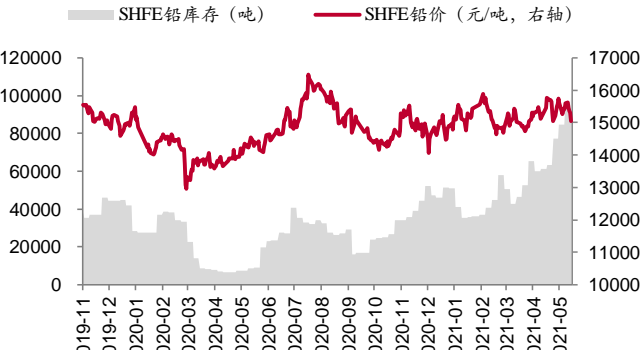
来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

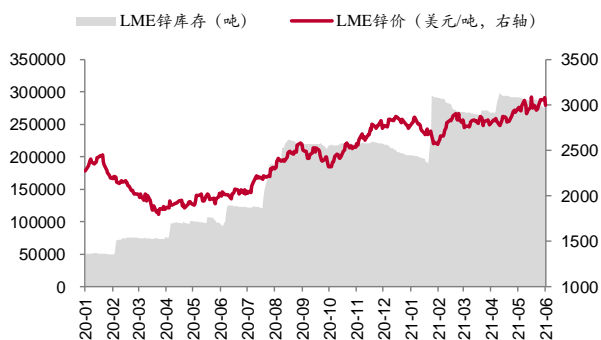
图表 120: LME 铝价及库存走势
图表 121: SHFE 铝价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

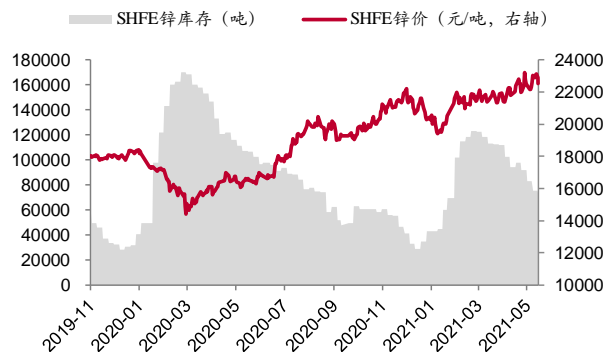


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 122: LME 锌价及库存走势
图表 123: SHFE 锌价及库存走势

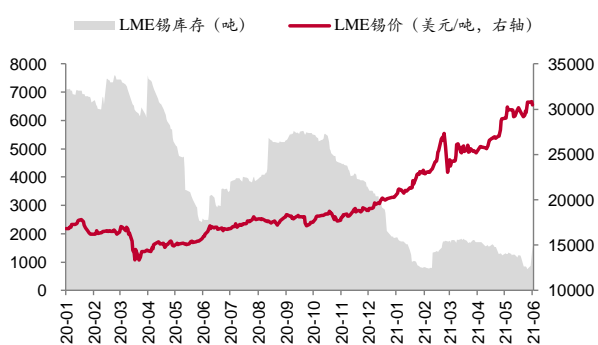


来源: wind, 中泰证券研究所



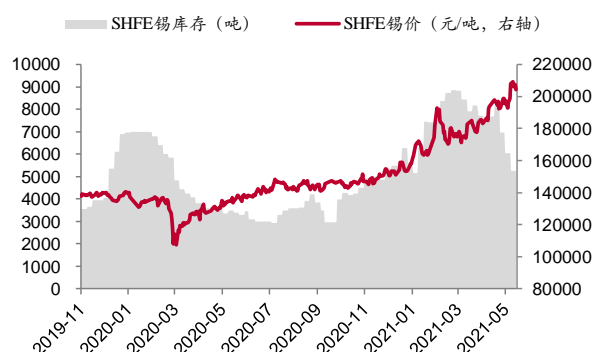
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 124: LME 锡价及库存走势



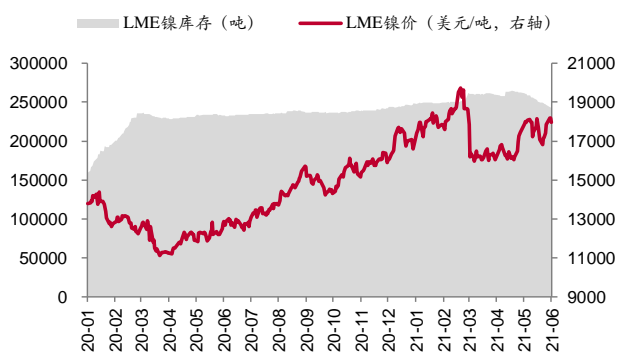
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 125: SHFE 锡价及库存走势



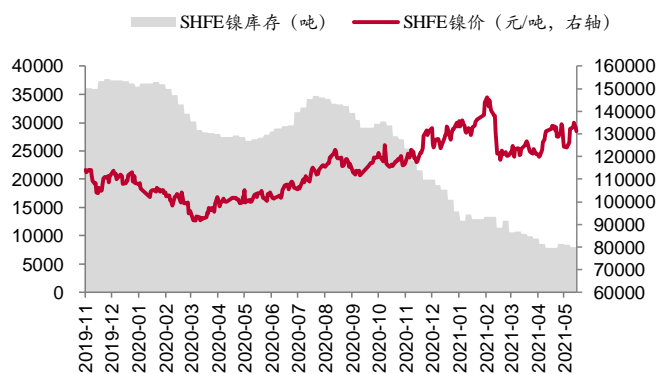
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 126: LME 镍价及库存走势



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 127: SHFE 镍价及库存走势



来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。