

## 有色金属

## “七问” MB 钴涨价

分析师谢鸿鹤

电话: 021-20315185

邮箱: xiehh@r.qlzq.com

S0740517080003

联系人张强

电话: 0755-22660869

邮箱: zhangqiang@r.qlzq.com

### 投资要点

- **事件:** 8月31日, MB 低品级钴报价 33-33.6 美元/磅, 高品级钴报价 (+0.35) 32.9- 34 (+0.45) 美元/磅, 自 5月16日 MB 钴价出现下调开始, 首次上调价格; 8月30日, 国内 AM 金属钴上调价格至 47.5 万/吨, 自 8月17日开始企稳起, 第二次出现上调价格。
- **整体观点:** 目前夏休结束, 下游高温合金与电池领域需求回暖, 海外贸易商已经开始布局, 如此前预期, 夏休后 MB 开启上涨, 更为重要的是, MB 钴价作为行业定价体系的基石与标杆, 将更加强化国内已经出现的价格企稳上涨。再向后展望, 随着海外高温合金与电池领域的继续回暖, 以及明年长单在 Q4 陆续进场, 流通环节增大采购量, 并且产业链极低库存下, 叠加国内需求回暖, 国内外价格上涨趋势或将贯穿 Q4。
- **1、什么直接触发的 MB 钴价上涨?** 高温合金与电池溶钴订单进场, 厂商逐步结束夏休, 真实需求开始进场, 成交量翻倍, 并直接触发此次 MB 钴价反弹。自 5月 MB 钴价下跌之后, 我们跟踪到的, MB 钴价回调的两点逻辑都在近期不断弱化, 到目前已经破坏: 一是国内低价钴出口冲击海外市场; 二是海外市场夏休期间需求较弱, 成交清淡。首先, 第一点逻辑, 由于出口盈利窗口开启, 国内电钴出口活跃, 以致国内电钴生产商库存, 自 5月中下旬开始, 始终处于下降通道, 4月至7月分别为 380 吨、270 吨、260 吨以及 200 吨, 不仅是生产商, 贸易商也在下跌过程当中不断抛货, 并且到目前为止, 均采用“背靠背”贸易模式, 基本无库存, 更为重要的是, 目前出口价格折约 32 美元/磅, 并且或接近部分欧洲贸易商约 30 美元/磅成本, 价差冲击显著减弱, 比如 8月国内低价电钴通过某些贸易商流通至欧洲市场的量已经下降, 因此, 国内低价钴出口冲击海外市场逻辑破坏; 其次, 第二点逻辑, 海外市场自 6月逐步进入夏休, 到 8月中下旬夏休陆续结束, 高温合金与电池领域需求回暖, 现货市场零单增多, 真实需求触发价格上涨。

图表 1: 国内电钴生产商库存走势 (吨)



数据来源: 亚洲金属网、中泰证券研究所

- **2、回调逻辑破坏→上涨逻辑成立?** MB 钴价回调逻辑破坏, 与之对应的, 就是上涨逻辑的确立: 夏休结束, 高温合金与电池领域电钴需求回暖, 零单需求进场, 成交量翻倍, 并即将开始签订明年长单, 流通环节放大需求, 产生月度供需紧张。首先, 夏休结束, 高温合金与电池领域需求回暖, 零单进场直接反应在 MB trade log 的成交量上涨, 由月初每次报价不到约 30 吨成交量, 翻倍至 60 吨以上, 并最终此次触发价格上涨, 更为重要的是,

长单将在 Q4 陆续进场，或与贸易商开始签订明年长单；其次，流通环节放大需求，产生月度供需紧张，比如，某些贸易商在 8 月已经加大电钴采购量；一些海外中小贸易商多维持一周库存或无库存，“背靠背”贸易模式或将发生调整。

**图表 2: MB 周内单次报价成交情况 (吨)**

时间	高低品级钴单次报价成交量合计预估
1月中旬	<45
2月中旬	20
3月中旬	~60
4月中旬	~50
5月中旬	~70
6月中旬	20
7月中旬	10
8月初	25-30
8月中旬-中下旬	60-90

数据来源: MB、中泰证券研究所

- 3、为什么是高级钴涨价? 高低品级钴价格倒挂, 并且高级钴为电钴市场主流产品。**首先, 99.3%低品级钴与 99.8%高品级钴价格倒挂, 99.3%低品级钴价格为 33 美元/磅, 而钴含量更高的 99.8%高品级钴价格低于 33 美元/磅; 其次, 高温合金主要用高级钴, 高温合金厂结束夏休, 采购高级品级钴, 并且厂商生产的几乎是 99.8%高品位钴, 市场上 99.3%低品级钴非常少, 而高级钴也可以应用在电池领域, 海外电池需求同样上升, 因此高级钴采购订单进一步增加。
- 4、MB 钴价上涨持续性如何? MB 涨价趋势或贯穿四季度。**海外合金/电池厂陆续结束夏休, 零单陆续进场, 后续长单陆续或在 10 月前后进场, 为了应对长单与零单的增量需求, 贸易商积极采购, 放大流通环节需求, 因此在产业需求与流通环节备货需求的共同作用下, 月度供需紧张或将持续至 Q4, MB 价格中枢或将持续上行。

**图表 3: 部分贸易商情况跟踪**

贸易商	年化贸易量预估 (吨)	常规月贸易量 (吨)	备注
某美国贸易商	720	60	库存15吨
某美国贸易商	180	15	库存3吨
某美国贸易商	9,600	800	库存超3000吨
某中欧贸易商	6,000	500	库存80吨
某中欧贸易商	1,800	150	无库存
某国内贸易商	600	50	无库存

数据来源: AM、MB、中泰证券研究所

- 5、国内需求究竟如何? 产业链库存极低, 景气度边际提升。**钴直接需求主要在钴酸锂与三元正极材料环节, 确实, 今年国内钴酸锂市场相对疲弱, 成为国内需求不足的主因之一, 但目前已经出现边际改善。1) 目前钴酸锂产业链库存极低, 钴酸锂市场较为集中, 即使是头部钴酸锂厂商, 钴盐原料库存仅约 2 周, 8 月产销环比提升, 9 月需求或进一步显著回暖, 或将促使采购量明显提升; 2) 不仅仅是正极环节钴盐库存较低, 而且钴盐厂家粗钴原料也被大量消耗, 此前原料价格位于高位时, 冶炼厂大量消耗低价原料, 目前消耗殆尽, 钴盐厂家已经开始增加粗钴原料询价; 3) 另外, 部分电池厂也开始备货, 并且是正在试图锁定更为上游粗钴原料。

**图表 4: 部分钴酸锂厂家产销情况跟踪**

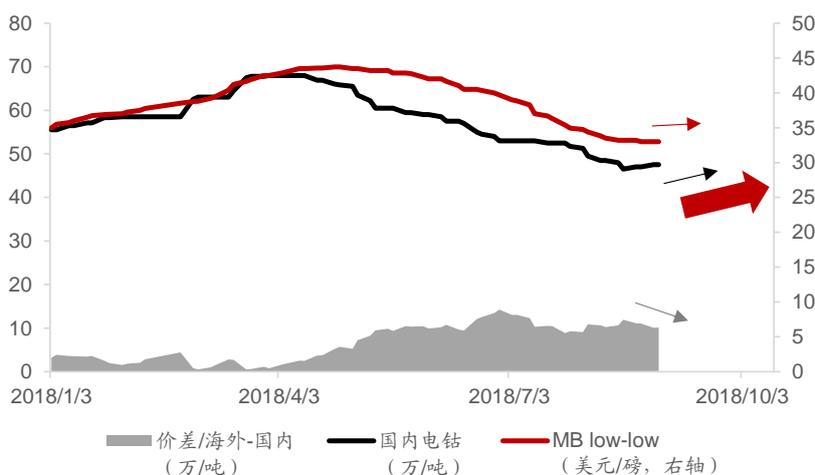
钴酸锂厂家	备注
某头部钴酸锂厂家	8月产销恢复到高景气度时的80%产量, 预估9月提升
某头部钴酸锂厂家	上半年受影响较小, 预估9月提升, 全年产销预估持平
某头部钴酸锂厂家	7、8月份产销环比5、6月份较为明显好转, 预估9月提升
某尾部钴酸锂厂家	受市场影响需求较大, 预估9月提升, 但全年产销预估下降50%以上

数据来源: AM、中泰证券研究所

- 6、国内钴价怎么看? 国内钴价“领先指标”意义逻辑得到印证, 率先反弹, 后续国内价格或继续上行, 积极修**

复内外价差。1) 国内钴价已经企稳，并率先反弹：上调国内 AM 金属钴上调价格至 47.5 万/吨，自 8 月 17 日开始企稳起，第二次出现上调价格，已经率先 MB 钴价反弹，印证我们此前关于国内价格具备“领先指标”意义的逻辑判断：从过去四轮周期中可以发现，国内钴价和 MB 钴价差“收敛”难免，并往往伴随价格“企稳”，而目前在“需求拐点+成本支撑+库存低位”背景下，国内价格率先出现“局部涨价”（具体参见 20180715《“钴”争朝夕：看国内钴价的“领先指标”意义》）。并且，目前 73%折价系数下，含税现金成本约为 45 万/吨，成本支撑较为显著，主流厂家上调价格动力增强；2) 国内产业链需求边际提升，叠加流通环节已经开始备货，后续价格将积极修复价差：产业链极低库存下，国内需求边际提升，或将进一步增加采购，国内贸易商已经开始增加采购量，并且上调报价，在产业与流通需求共同增加的作用下，国内钴价或继续上行，将进一步积极修复内外价差。

**图表 5: 国内价格“率先”企稳反弹，内外价格上行，“价差”收敛**



数据来源：MB、亚洲金属网、中泰证券研究所

- 7、钴板块怎么看？旺季逻辑将逐步得到印证，悲观情绪终将修复。目前，国内钴价率先企稳回升，作为行业定价体系的基石与标杆的 MB 钴价，也迎来了企稳回升，发令枪正式打响，龙头标的已经回调至 15-20 倍 PE，随着钴价的上涨，悲观情绪有望得到修复，看好夏休结束后板块的旺季行情。核心标的：华友钴业、寒锐钴业等。

**图表 6: 钴板块核心标的利润弹性测算表**

MB 钴 (美元/磅)	26	29	32	33	35	37	40
国内电钴价格 (万元/吨)	40	45	50	53	55	60	65
华友归母净利 (亿元)	7.6	15.9	24.2	29.2	32.5	40.8	49.1
寒锐归母净利 (亿元)	10.5	11.0	11.5	11.5	12.0	12.5	13.0
华友对应 PE	54.6	26.1	17.1	14.2	12.7	10.2	8.4
寒锐对应 PE	22.5	21.5	20.6	20.6	19.7	18.9	18.1

数据来源：Wind、中泰证券研究所

- 风险提示：宏观经济波动等带来的风险，新能源汽车销量不及预期，钴产能释放超预期等带来的风险。

**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。