

有色金属

金价上涨趋势改变了么？

分析师：谢鸿鹤

电话：021-20315185

邮箱：xiehh@r.qlzq.com

S0740517080003

分析师：李翔

电话：0755-22660869

邮箱：lixiang@r.qlzq.com

S0740518110002

研究助理：张强

电话：0755-22660869

邮箱：zhangqiang@r.qlzq.com

投资要点

- **行情回顾**：周内，随着中美贸易谈判预期缓和，短期 risk on，国内逆周期操作基调延续，且国内外流动性存边际宽松预期，共同推升权益市场表现，A 股整体收涨，但在市场仍担忧下游需求背景下，有色金属涨幅相对靠后。而商品市场，美国 6 月新增非农就业人数超预期，comex 黄金回落 0.8% 至 1401 美元/盎司；市场对全球经济增长乏力的担忧仍未消除，基本金属周内整体表现相对疲弱。电动车产业链，动力电池环节持续洗牌，龙头企业减产 30%，上游钴锂资源价格继续磨底，磁材价格趋稳。
- **【本周关键词】**：国内 6 月制造业 PMI 跌破荣枯线；美国 6 月非农数据超预期
- **宏观“三因素”总结**：①中国，6 月制造业 PMI 跌破荣枯线，逆周期调节基调或边际强化：6 月 PMI 为 49.4%，与上月持平，PMI 再度跌破荣枯线，国内经济处于基钦周期回落阶段，继上周央行 Q2 例会提及“适时适度实施逆周期调节”之后，据路透社报道，本周总理在达沃斯论坛讲话引发市场对降准降息的预期增加，逆周期调节基调或得到边际强化；②美国，6 月非农数据超预期，但经济趋势回落，无碍降息：美国 6 月新增非农就业人数 22.4 万人，较 5 月份大幅反弹，但 5 月底以来美国的先行指标、通胀等均指向经济趋势回落，无碍美联储降息；③欧洲，欧洲所有政府债券收益率均跌至创纪录低点，外部不确定性（中美经济增速放缓、全球经贸趋势减弱）或施压于欧元区表现，边际宽松的货币政策等逆周期调节，存在进一步蔓延之势。
- **贵金属**：美国 6 月非农数据超预期，但经济处于下行阶段，带动真实收益率趋势回落，金价处于上涨第一阶段并延续上涨趋势。6 月非农数据远超市场预期，comex 黄金回落 0.8% 至 1401 美元/盎司；但美国经济自 18 年 Q4 见顶、5 月底以来美国的先行指标、通胀等均指向经济趋势回落，6 月非农数据超预期不改经济回落趋势，因此，我们认为真实收益率具有趋势下行的基础和条件，当前时点，金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行，维持前期观点，黄金板块配置价值依旧。
- **基本金属**：板块驱动力仍主要为宏观因素，全球需求仍处下行轨道，中美贸易谈判预期缓和，短期有望 risk on，关注处于中周期起点的电解铝。整体从宏观层面来看，2019 年全球处于基钦周期最后一撇，目前是回落后期与复苏前期的交接处，但贸易谈判短期预期出现缓和，短期有望持续 risk on；从行业层面来看，国内电解铝社会库存总计约 112 万吨，较前周下降 1.8 万吨，虽然短期电解铝去库或将放缓，但电解铝供需错配，将持续改善结构，更为重要的是，我们认为铝的供不应求可能将是 2019 年以后一个中期命题，“电解铝产能红线”——4500 万吨左右，2020 年行业供给达到其有效产出，3900-4000 万吨一线，行业格局将会是“产出顶、库存底”，而一旦需求预期得到进一步改善，电解铝进入景气周期将在所难免。
- **电动车产业链**：动力电池龙头企业减产 30%，上游钴锂底部运行，磁材有望迎来新一轮景气周期。在补贴退坡趋势下，行业正在经历洗牌，叠加短期“国五”油车车型降价一定程度上冲击电动车需求，动力电池厂家显著减产，6 月龙头电池厂整体产量减少 30% 以上。上游资源材料方面，钴锂原料供给仍相对充裕，正极材料厂商订单锐减，基本面仍存一定压力，价格持续下行磨底；磁材在稀土价格经历趋势上行并且有望在高位偏强运行背景下，行业以毛利率定价模式有望增厚企业利润，并且更为重要的是，随着新能源车产品导入与放量，行业有望迎来新一轮景气周期。
- **投资建议**：美国经济“后见顶、后见底”并趋势回落，带动真实收益率趋势回落。当前金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行，贵金属短期回调但配置价值不减；电解铝“产能红线”推动行业格局演绎为“产出顶、库存底”，位于中周期起点；钕铁硼磁材行业有望随着新能源车产品导入并放量，有望迎来新一轮景气周期。**核心标的**：山东黄金、湖南黄金、盛达矿业、正海磁材、中科三环、紫金矿业、中国铝业、云铝股份等。
- **风险提示**：宏观经济波动、进口以及环保等政策波动带来的风险，新能源汽车销量不及预期的风险等。

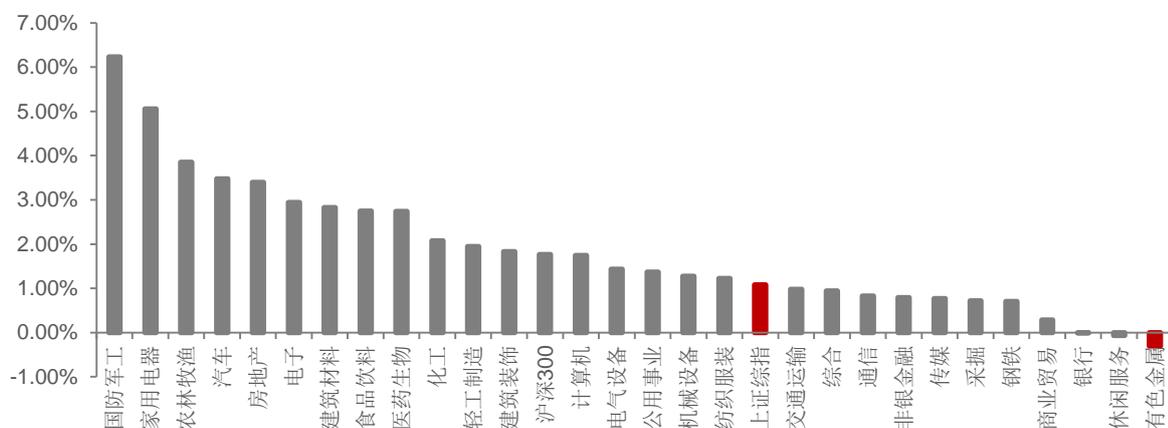
内容目录

1. 行情回顾：A股整体收涨，有色跑输市场.....	- 3 -
2. 宏观“三因素”运行态势跟踪.....	- 3 -
2.1 中国因素：6月PMI跌破枯荣线，逆周期调节或边际强化.....	- 4 -
2.2 美国因素：6月美国新增非农就业人数大幅反弹，不改经济回落趋势.....	- 4 -
2.3 欧洲因素：欧洲政府债券收益率跌至创纪录低点.....	- 5 -
3. 贵金属：美国6月非农超预期，不改金价上涨趋势.....	- 5 -
3.1 美国6月非农就业人数超预期，美国经济趋势回落，不改金价上涨趋势.....	- 5 -
3.2 黄金ETF持仓较为稳定，COMEX净多头结构持续.....	- 6 -
4. 基本金属：价格整体表现疲弱.....	- 7 -
4.1 铝：去库继续放缓，但氧化铝价格承压，亏损收窄.....	- 7 -
4.2 铜：精矿TC继续下滑，6月精铜制杆企业开工率环比下滑.....	- 8 -
4.3 铅：加工费继续持稳，社会库存延续升势.....	- 9 -
4.4 锌：精矿TC高位，社会库存续降.....	- 9 -
4.5 锡：终端消费疲弱，锡价大幅跳水.....	- 11 -
5. 新能源金属：动力电池减产，钴锂景气低位运行.....	- 11 -
5.1 电动车产业链：终端数据持续增长，动力电池经历洗牌.....	- 11 -
5.2 锂钴：市场信心不足，钴锂价格加速下滑.....	- 12 -
5.3 稀土磁材：轻稀土延续回落，中重稀土、钕铁硼磁材价格趋稳.....	- 13 -
6. 投资建议.....	- 14 -
7. 风险提示.....	- 14 -
8. 附录：全球有色金属价格、库存走势（07.01-07.05）.....	- 15 -

1. 行情回顾：A股整体收涨，有色跑输市场

- 周内,国际方面,美国6月新增非农就业人数22.4万人,远超市场预期,较5月份大幅反弹,但美股三大指数集体收涨(道指↑1.21%,纳斯达克↑1.94%,标普↑1.65%);国内方面,A股整体收涨,从SW一级行业指数来看,其中国防军工、家用电器涨幅居前,有色金属涨幅居末尾,大幅跑输市场。
- 具体来看:综合指数中,上证指数收于3011.06点,环比前周上涨1.08%;深证成指收于9443.02点,环比前周上涨2.89%;沪深300收于3893.20点,环比前周上涨1.77%;申万有色金属指数收于2945.23点,环比前周下跌0.30%,跑输上证综指1.38个百分点。SW一级行业指数周度走势如下图所示。

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

- 周内,有色板块在大盘带动下,二级子行业均收涨。所统计119个股中:52个股出现不同程度上涨,1个股持平,其余66个股均出现不同程度下跌,具体来看,钴锂标的涨幅居前,逻辑为钴锂板块前期超跌,宏观层面流动性预期边际宽松、产业链层面受到新能源车大会催化,反弹动能较强,稀土永磁标的受稀土价格近期下跌等的影响,本周出现回调,涨幅前10名、跌幅前10名个股具体如下图所示。

图表2: 本周个股涨跌幅表现



来源: wind, 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：6月 PMI 跌破枯荣线，逆周期调节或边际强化

- 6月 PMI 跌破枯荣线，逆周期调节基调边际强化。**6月30日，国家统计局公布2019年6月中国采购经理指数（PMI）为49.4%，与上月持平，其中，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数均处于50的临界点之下，其中，从业人员指数为46.9%，比上月下降0.1个百分点，表明制造业企业用工景气度有所回落。而生产指数为51.3%，比上月回落0.4个百分点，表明制造业生产继续保持增长，其中高技术制造业、装备制造业和消费品行业的生产指数为55.6%、53.3%和52.2%，环比均有所上升，且分别高于制造业总体4.3、2.0和0.9个百分点，生产景气度呈现稳中有升，表明在当前复杂多变的经济环境下，制造业转型升级继续推进，中高端制造业和消费品制造业对经济增长的促进作用进一步增强。在当前处于基钦周期下行阶段后期的背景下，继上周央行Q2例会提及“适时适度实施逆周期调节”之后，据路透社报道，总理在达沃斯论坛讲话引发市场对降准降息的预期增加，逆周期调节基调或得到边际强化。

图表3：制造业 PMI 同比情况



来源：wind，中泰证券研究所

2.2 美国因素：6月美国新增非农就业人数大幅反弹，不改经济回落趋势

- 6月美国新增非农就业人数22.4万人，超市场预期，但薪资增长持续低位，美国经济回落趋势不改。**6月非农就业数据较5月大幅反弹，但今年以来新增非农就业人口月度均值17.2万人，较2018年的22.3万人出现下滑，显示美国整体已经实现充分就业。6月失业率为3.7%，高于市场预期，较5月小幅上升了0.1个百分点。但6月美国劳动参与率为62.9%，较5月小幅上升，失业率短期上升与劳动参与率的上升有较大关系。虽然美国6月非农就业表现强劲，但薪资增长连续下滑3月后处于低位，并且美国5月核心PCE同比1.6%，已数月低于目标通胀水平；美国6月ISM制造业PMI指数连续3月下滑，在全球经贸减速趋势下，美国经济基本面呈现走弱趋势。6月20日美联储主席鲍尔在FOMC会议中释放出强烈的鸽派信号，据CME最新数据估计美联储7月降息概率仍为100%。

图表4：美国6月新增非农就业人数22.4万人，远超市场预期



来源：wind，中泰证券研究所

2.3 欧洲因素：欧洲政府债券收益率跌至创纪录低点

- 欧洲央行行长德拉吉表示，除非看到经济增长与通胀上升，否则将再次寻求进一步货币刺激。在将出台更多量化宽松政策的市场预期推动下，欧洲所有政府债券收益率均跌至创纪录低点。法国、奥地利、丹麦和荷兰发行的 10 年期政府债券收益率均低于或接近于零，瑞典、德国、芬兰和荷兰发行的政府债券中有 80% 收益率为负值，而瑞士 1 个月至 20 年期政府债券的收益率几乎全部为负值。
- 总体上，我们仍认为，外部不确定性（中美经济增速放缓、全球经贸趋势减弱）或施压于欧元区表现，边际宽松的货币政策的逆周期调节，存在进一步蔓延之势。

3. 贵金属：美国 6 月非农超预期，不改金价上涨趋势

3.1 美国 6 月非农就业人数超预期，美国经济趋势回落，不改金价上涨趋势

- 6 月美国新增非农就业人数 22.4 万人，远超市场预期，但美国经济仍趋势回落。6 月非农数据较 5 月份大幅反弹，但今年以来新增非农就业人口月度均值 17.2 万人，较 2018 年的 22.3 万人出现下滑，显示美国整体已经实现充分就业；6 月失业率为 3.7%，高于市场预期，较 5 月小幅上升了 0.1 个百分点，但 6 月美国劳动参与率为 62.9%，较 5 月小幅上升，失业率短期上升与劳动参与率的上升有较大关系；6 月美国私人非农企业员工平均时薪环比为 0.2%，较 5 月小幅下滑；同比为 3.1%，与 5 月持平，仍为 18 年 9 月以来新低。虽然美国 6 月非农就业表现强劲，但薪资增长连续下滑 3 月后处于低位，并且美国 5 月核心 PCE 同比 1.6%，已数月低于目标通胀水平，美国 6 月 ISM 制造业 PMI 指数连续 3 月下滑，在全球经贸减速趋势下，美国经济基本面呈现回落趋势。
- 真实收益率微幅增长至 0.31%，周内金价小幅回落 0.8%，真实收益率下行、金价上行趋势未改。美 6 月 20 日美联储主席鲍威尔在 FOMC 会议中释放出强烈的鸽派信号，截止 7 月 5 日，据 CME 最新数据估计美联储 7 月降息概率仍为 100%。我们重点跟踪的美国真实收益率指标（USA 10y TIPS yield）已由前期高位（2018 年 11 月初 1.17）回落至

当前的 0.35 附近，降幅超过 80bp 短期来看，在 6 月非农数据超预期的情况下，真实收益率较上周小幅增长至 0.35%，COMEX 金价周内继续小幅回调 0.8% 至 1401 美元/盎司，但是美国经济自 18 年 Q4 见顶、5 月底趋势回落，6 月非农数据超预期不改经济回落趋势，因此我们认为真实收益率具有趋势下行的基础和条件，进而打开黄金年内上涨空间。

图表 5: 美国 6 月非农就业人数超预期，但不改美国经济回落趋势

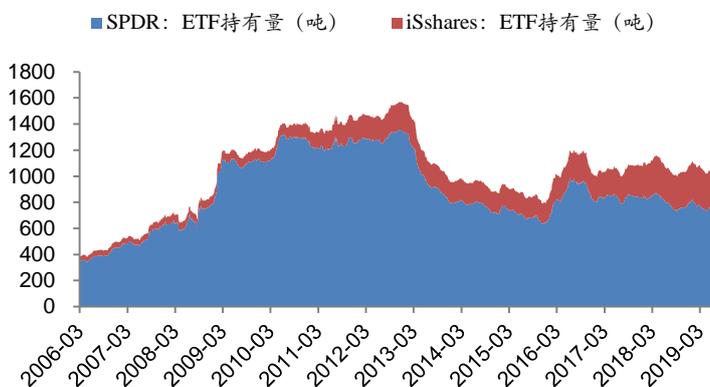


来源: SMM, 中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓较为稳定，COMEX 净多头结构持续

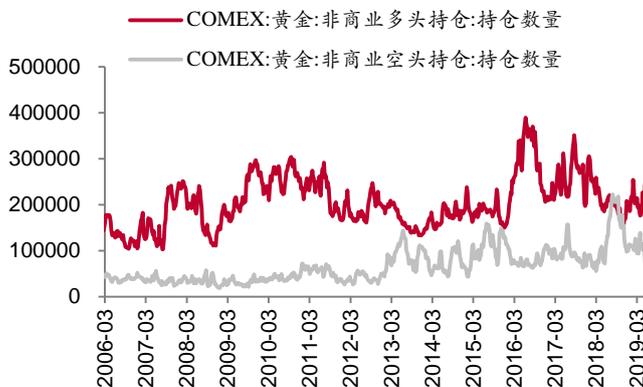
- **黄金 ETF 持仓较为稳定，COMEX 净多头结构延续。** 本周，黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1092.33 吨，较前周增加 3.61 吨，黄金 ETF 持仓量仍较为稳定。周内，COMEX 黄金非商业多头持仓升至 29.81 万张附近 (前值 27.46 万张附近)，同时非商业空头持仓则降至 6.16 万张附近 (前值 7.03 万张附近)，净多头持仓量环比前周升至 23.66 万张 (前值 20.43 万张)，COMEX 净多头结构延续。

图表 6: 黄金 ETF 持仓情况



来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 7: COMEX 黄金多头与空头持仓情况



来源: 我的有色, SMM, 中泰证券研究所

- 综上，美国经济自 18 年 Q4 见顶、5 月底趋势回落，当前处于加速回落阶段，并将继续带动真实收益率趋势性回落，打开金价上涨空间。我们认为，当前时点，金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行，维持前期观点，黄金板块配置价值不减。

4. 基本金属：价格整体表现疲弱

- 全球处于基钦周期最后一撇，需求仍处于下行轨道，基本金属价格整体疲弱。本周，宏观层面来看，美国 6 月新增非农就业人数 22.4 万人，远超市场预期，但失业率短期上升与劳动参与率的上升有较大关系，美国 6 月 ISM 制造业 PMI 指数连续 3 月下滑，美国 5 月贸易逆差扩大至 555 亿美元，创近 5 月新高，美国十年期国债收益率跌破 1.972%，为 2016 年以来新低，澳大利亚央行将现金利率目标下调 25 个基点至 1.00%，为连续第二个月降息，市场担心全球贸易恶化的现状将抑制经济增长前景，压制基本金属表现。LMEX 基本金属指数收于 2772 点，环比前周下跌 1.6%。基本金属价格方面，LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍周涨跌幅分别为 -1.7%、0.6%、-2.9%、-3.3%、-2.8%、-1.7%。

图表 8：基本金属周涨跌幅（7.1-7.5）

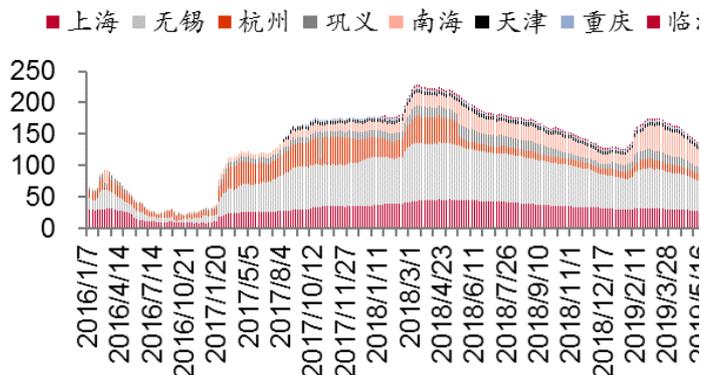
期货品种	交易所	最新价格	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
LMEX	LME	2772	-1.6%	-1.0%
铜	LME	5898	-1.7%	-0.2%
	SHFE	46280	-1.6%	-4.3%
铝	LME	1805	0.6%	-2.6%
	SHFE	13790	-0.3%	1.5%
铅	LME	1877	-2.9%	-6.6%
	SHFE	16010	-0.1%	-11.3%
锌	LME	2410	-3.3%	-1.8%
	SHFE	19295	-2.4%	-7.8%
锡	LME	18280	-2.8%	-6.1%
	SHFE	134000	-6.4%	-6.6%
镍	LME	12465	-1.7%	17.1%
	SHFE	98030	-3.4%	11.3%

来源：wind，中泰证券研究所

4.1 铝：去库继续放缓，但氧化铝价格承压，亏损收窄

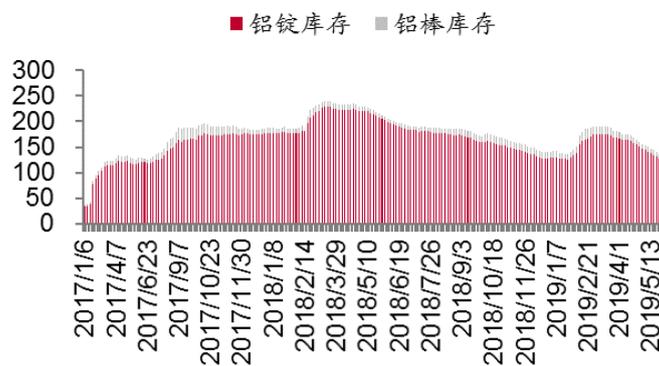
- 去库继续放缓。SMM 统计数据显示，2019 年 7 月 4 日国内电解铝社会库存 102.8 万吨，较前周减少 2.3 万吨。叠加“我的有色”铝棒库存数据，总计 111.65 万吨（其中，铝棒库存 8.85 万吨，增加 0.5 万吨），较前周下降 1.8 万吨；LME 库存 7 月 4 日为 97.15 万吨，较前周减少 2.52 万吨。
- 分地区来看，杭州、巩义、临沂周比增幅较为明显，其中巩义地区周内到货较多同时出库走弱，山东地区随着魏桥的复产和需求的趋弱，现货铝锭流通货源大幅增加。在电解铝运行产能抬升和消费季节性趋弱的背景下，预计电解铝去库将继续放缓，不排除 7-8 月期间阶段性累库的可能性。

图表 9: 国内电解铝社会库存走势



来源: SMM, 中泰证券研究所

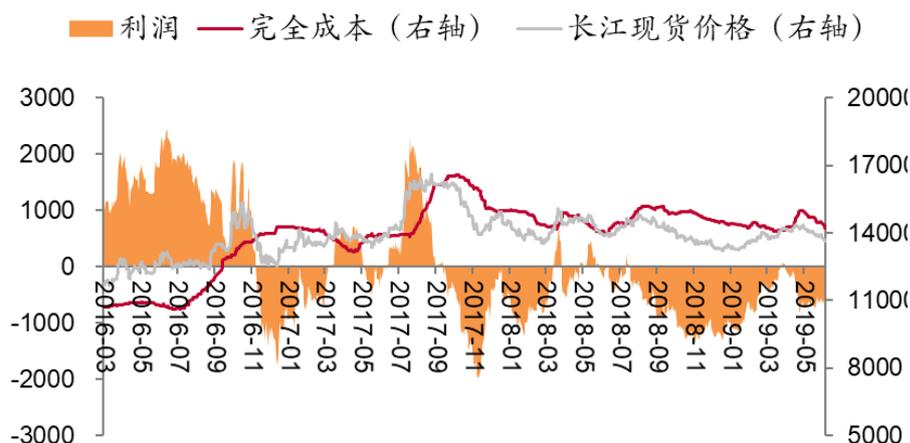
图表 10: 国内铝锭及铝棒总库存走势



来源: 我的有色, SMM, 中泰证券研究所

- **现货交投表现:** 本周, 长江 A00 铝价先抑后扬, 震荡运行, 截至本周五较上周下跌 10 元/吨, 周均价下跌 158 元/吨, 分地区来看, 华东地区, 周初成交清淡, 临近周末表现转好态势。沪锡两地库存虽持续下降, 但市场货源仍较充足, 周一整体成交平平, 周末下游开始备货, 采购量较前几日明显增加, 持货商高价位下出货积极, 中间商亦交投活跃, 整体成交较好。
- **盈利表现:** 由于 6 月供给增量环比增加, 而电解铝新增与减产并行, 氧化铝需求较平稳, 基本面承压, 价格继续回调, 虽然电解铝仍处于亏损, 但有所收窄: 具体来看, 氧化铝平均价格为 2723 元/吨左右。动力煤、预焙阳极价格变动不大, 按 7 月 5 日原材料市场价格测算 (未考虑企业自身因素), 电解铝即时成本为 13810 元/吨, 吨铝亏损约 431 元, 亏损幅度收窄 205 元/吨。具体走势如下图所示。

图表 11: 电解铝成本、利润图



来源: wind, 安泰科, 亚洲金属网, 中泰证券研究所

4.2 铜: 精矿 TC 继续下滑, 6 月精铜制杆企业开工率环比下滑

- 本周, SMM 干净矿 TC 现货 TC 报 55-59 美元/吨, 均价较上周五重心回落 2 美元/吨。持货商在销售过程中仍在放缓销售节奏, 市场交易以三

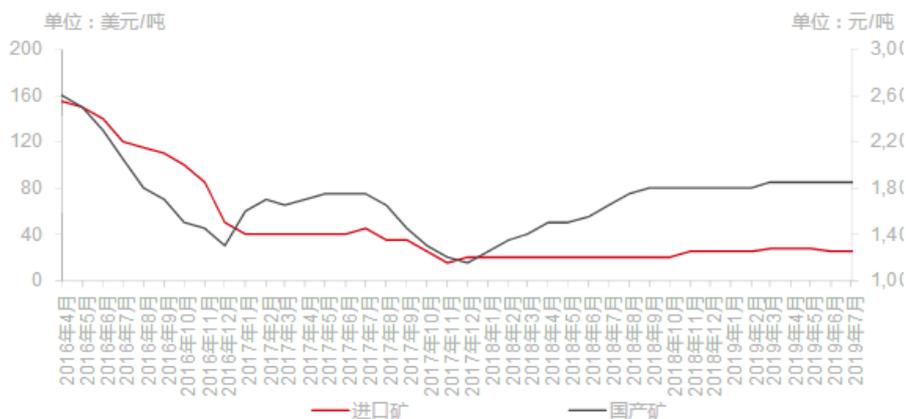
季度货源为主。

- **现货交投表现:** 华北地区, 整体货源偏紧, 且消费表现疲软, 升贴水也仅呈现低价缓慢回升态势。华南地区, 截至本周五广东库存报 3.87 万吨左右, 较上周增加 0.47 万吨左右, 供给大增打压现货升贴水。山东地区, 进入七月份, 冶炼厂资金紧张有所缓解, 交投积极性逐渐恢复, 现货报价自周初贴水 60 元/吨上抬至周五升水 80 元/吨。
- 开工率方面, 据 SMM 调研数据显示, 6 月精铜制杆企业开工率为 75.65%, 环比下滑 6.05%, 同比下降 5.41%, 环比下滑主因: 一是终端消费不济, 尤其是下游家电、汽车等销售不佳; 二是半年度结算, 以去库为主。

4.3 铅: 加工费继续持稳, 社会库存延续升势

- **原料端,** 本周铅精矿成交价持稳, 国产 50 品位铅精矿到厂主流成交于 1750-1950 元/金属吨, 进口铅精矿主流报价 20-30 美元/干吨。前期检修的炼厂于 7 月陆续复产, 其中如山东恒邦、湖南金贵银业、西部矿业等原生铅炼厂均按计划陆续复产; 而广西河池南方、汉中锌业等炼厂暂时推迟恢复计划。截止周五, 50 品位铅精矿加工费, 河南 1700-1900 元/金属吨; 湖南 1700-1800 元/金属吨、云南 1750-1850 元/金属吨; 内蒙古 1900-2100 元/金属吨; 广西 1700-1800 元/金属吨。

图表 12: 国产及进口铅精矿 TC 走势图



来源: SMM, 中泰证券研究所

- **现货交投表现:** 本周, 铅蓄电池市场消费持续低迷, 部分企业因库存压力较大, 再度出现减产情况, 铅消费进一步走弱; 同时, 随原生铅冶炼企业检修后逐步恢复, 铅市场供应增加, 炼厂多维持贴水出货。
- **库存变化:** 本周铅锭五地社会库存总量上升 1200 余吨至 3.56 万吨。随着原生铅与再生铅炼厂产量恢复增多, 但下游采购预计仅以刚需, 因此社会库存延续增势。

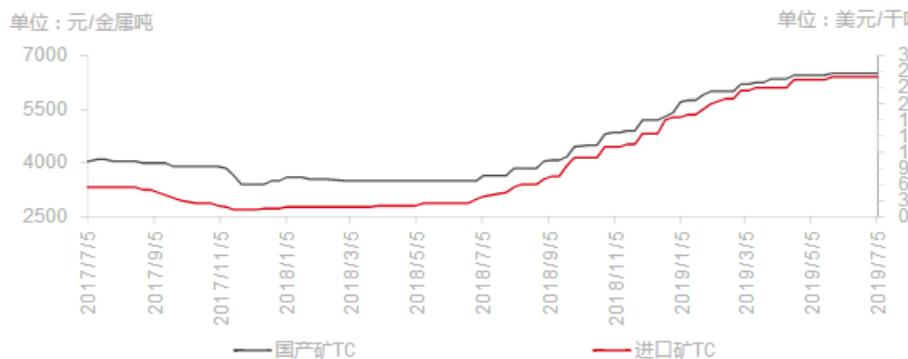
4.4 锌: 精矿 TC 高位, 社会库存续降

- 锌精矿加工费已见顶, 锌精矿供应全面宽松兑现后, 矿冶炼厂利润重新分配已实现。但锌价自 21000 元吨附近跌至 20000 元吨附近, 对于冶炼厂来讲, 带来的是 200 元吨的利润缩减, 但总体利润水平仍处年高位, 生产积极性仍较高。本周国内锌精矿加工费成交于 6250-6650 元/金属吨; 进口主流成交于 250-270 美元/干吨。分地区来看, 内蒙地区主流

6550-6750 元/金属吨；陕西地区主流 6500-6550 元/金属吨；广西、湖南地区主流 6500-6700 元/金属吨；四川、云南地区 6200-6600 元/金属吨，陕西地区率先呈现微弱下调之势。

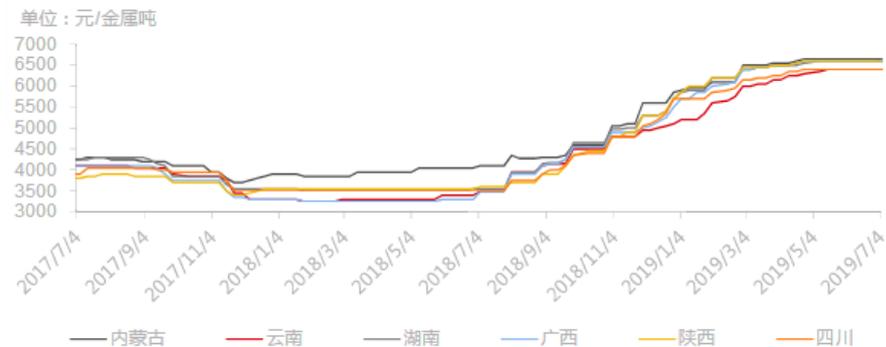
- 沪伦比值 7.94，较前周（7.76）迅速上修；本周，年进口窗口维持关闭，平均进口亏损 670 元/吨左右（前值 1420 元/吨），主要原因在于海外 Cash 合约活跃度显著降温，近期供需矛盾缓和后 LME0-3 价差迅速塌陷，自 70 美元/吨左右迅速下行至 9.5 美元/吨左右。

图表 13：国产及进口锌精矿加工费对比



来源：SMM，中泰证券研究所

图表 14：国产锌精矿分地区加工费



来源：SMM，中泰证券研究所

- **现货交投表现：**周初部分贸易商入市低价收货扰乱一池春水，长单参与者担忧后续受影响，亦积极收货交易，市场流通略有收紧，市场报价自小贴水收窄至平水附近持稳运行，但期锌后市看跌预期较浓，价格未出现明显降幅前，下游采购维持刚需，贸易商交投占据主导。广东市场，整体成交较上周持平，市场交投多由贸易商贡献，下游基本维持按需采购，未贡献较大消费量；天津市场，炼厂正常出货，市场货源流通充裕，周内天津市场现货升水不断下调，整体来看除周五外，本周其余时间市场成交较为平淡，天津市场本周成交情况较上周基本持平。
- **库存变化：**本周三地锌社会库存较上周五下降 1800 吨，较本周一下降 5100 吨至 15.04 万吨。其中津沪两地均录得小幅下降。主要原因系锌价继续下挫，炼厂到货较少，下游虽淡季消费不好，但存在部分逢低稍有小幅拿货现象，且进口近期到货有限，库存录得下降。

4.5 锡：终端消费疲弱，锡价大幅跳水

- 库存高企以及终端消费进入淡季造成锡价大幅跳水。**继7月2日沪锡期货主力合约跌停，在市场空头情绪持续发酵下，沪锡价格在3日开盘后继续下探，低点一度触及127780元/吨，创近三年低点。主要原因有两点：1) 库存不断高企动摇了锡价，目前锡金属在国内外两大交易所的库存已处于近阶段新高。截至7月5日，LME锡库存近期持续走高至6425吨，刷新逾三年库存高位。而5月下旬伦锡库存还仅为1300—1500吨，库存攀升速度较快。上期所6月28日公布的数据显示，沪锡库存三周连涨至8392吨，为5月10日以来库存新高。另外，锡锭生产商库存率虽同比下滑，但仍较高企，根据AM数据，锡锭生产商库存率为34.8%，较上月基本持平，低于去年同期的43.2%；2) 锡锭终端消费商进入生产淡季，锡锭消耗量下滑，冶炼厂锡锭产量小幅减少，今年5月中国锡锭生产商产能约34.16万吨，环比下降约3%，同比下滑2%。

图表 15: 锡价格走势



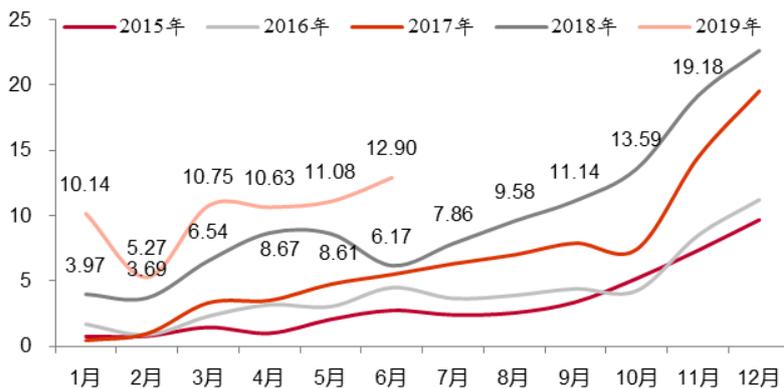
来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

5、新能源金属：动力电池减产，钴锂景气低位运行

5.1 电动车产业链：终端数据持续增长，动力电池经历洗牌

- 整车数据延续增长，6月新能源车实现产量约12.9万辆，同比增长95%，环比增长16%，龙头动力电池厂家显著减产30%以上。**高工产业研究院(GGII)通过最新发布的《动力电池字段数据库》统计显示，2019年6月我国新能源汽车生产约12.9万辆，同比增长95%，环比增长16%；同时，动力电池装机总电量约6.61GWh，同比增长131%，环比增长16%。但是，我们认为，在补贴退坡趋势下，行业正在经历洗牌，龙头公司市占率维持高位，6月CATL以及比亚迪合计装机量约为4.3Gwh，市占率约为65%；另外，叠加短期“国五”标准升级“国六”，“国五”油车车型降价一定程度上冲击电动车需求，动力电池厂家显著减产，6月龙头电池厂整体产量减少30%以上，目前动力电池行业整体开工率水平不足50%。

图表 16: 新能源车历史月度产量

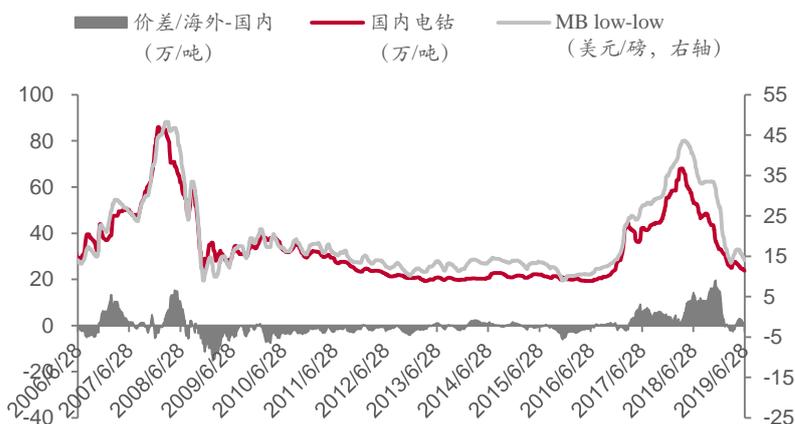


来源：GGII，中泰证券研究所

5.2 锂钴：市场信心不足，钴锂价格加速下滑

- **内外钴价续调。下游需求仍较为疲弱，基本面仍存一定压力：**1) 动力电池方面，“国五”车型去库效应影响深远，大量新能源乘用车短期需求已被替换，后市需求仍有被挤压空间；2) 同时，新能源补贴过渡期正式结束，行业在“抢装”后进入冷淡期，当前动力电池企业开工率低于 50%；3) 本周国外钴价继续下滑，下游买方虽有观望心态，但正值月底，本周少量出于刚需压价采购，交易价格微跌。粗制氢氧化钴方面，卖方库存压力较大，出货心态积极，买方钴盐成品销售价格持续下滑，采购尤为慎重，心理价位较低，交易价格下滑。

图表 17：国内外钴价历史走势

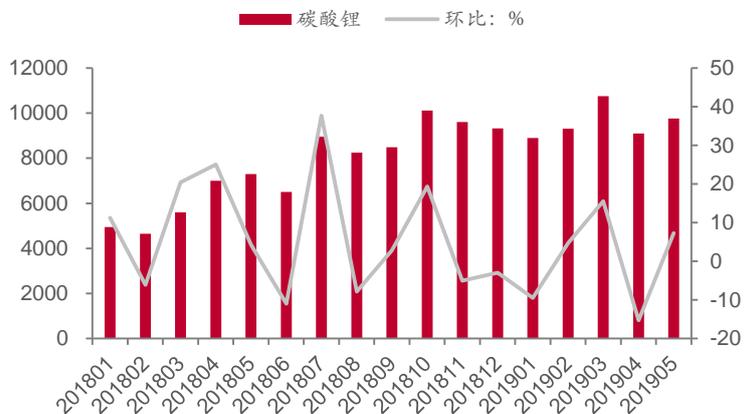


来源：亚洲金属网，MB，中泰证券研究所

- **下游需求锐减，锂价持续走低。**1) 碳酸锂和氢氧化锂受下游材料厂商订单锐减的影响，价格持续走低。对于中小碳酸锂生产企业，由于担心后市价格继续走低，已出现了低价抛货为回款的行为。部分厂家为应对行业需求急剧变化，也开始进行减产。我们预计，此次交易低迷的情形将持续至第三季度末，随着氢氧化锂新增产能逐步放量，电池级碳酸锂和电池级氢氧化锂的溢价也将继续缩窄。2) 库存方面，据亚洲金属网数

据,2019年5月中国氢氧化锂生产商库存率为80.26%,环比走低7.3%,同比上升68.7%;碳酸锂生产商库存量共计9760吨,环比走高7.3%,同比上扬33.3%。

图表 18: 碳酸锂库存快速上升



来源: 亚洲金属网, 中泰证券研究所

5.3 稀土磁材: 轻稀土延续回落, 中重稀土、钕铁硼磁材价格趋稳

- 轻稀土: 镨钕市场整体成交偏淡, 市场观望, 静待包钢挂牌价。**氧化物方面主流分离厂坚挺报价, 中间商出货积极但下游接受度不高, 镨钕氧化物高价承压下行。金属方面下游磁材询盘冷清, 多为空单询价, 观望居多。步入磁材订单淡季, 下游消费不及预期, 各企业新接订单较少; 中大型磁材企业现有库存足于满足生产需求, 部分磁材厂库存减少, 虽有采购需求, 但镨钕价格近期波动较大, 下游多按单采购, 尽量减少原料价格波动带来不必要的损失。我们认为, 镨钕市场已逐步接近下游和流通环节主要持货库存价位, 成本支撑和市场情绪有所修复, 预计镨钕市场仍延续观望趋稳。
- 中重稀土: 产品整体平稳运行, 市场成交仍显冷清。**市场开启回调行情之后, 中间商急于变现出货, 报价和成交低价逐日刷新, 让价出货库存降低, 现阶段库存低位, 有的甚至零库存。因分离厂整体看好中重稀土后市, 本周报价坚挺, 出货较少, 拥有一定量库存的贸易商出货同样边际减少, 但市场整体询盘活跃度有所增加, 少数企业低价寻货。近日南方离子型原矿价格受氧化物价格回调影响, 有所下调, 镨钕等产品低价刷新, 但厂家主流报价仍坚挺。我们仍然延续中期策略中的判断, 云南腾冲封关降影响氧化镨为代表的重稀土供应量的约 30%, 这一缺口显然无法在短期, 甚至相当长时间内得到弥补, 只有消化库存, 支撑中重稀土价格高位运行。
- 钕铁硼磁材方面, 价格维持稳定。**在上游资源价格趋稳情况下, 截至 7 月 5 日, 国内 N35M 平均价为 140 元/千克, 与上周持平。我们认为, 上游稀土资源价格中枢向上, 在“低价库存+钕铁硼随行就市、毛利率定价”模式下, 钕铁硼企业利润增厚; 另外, 更为重要的是, 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。

6. 投资建议

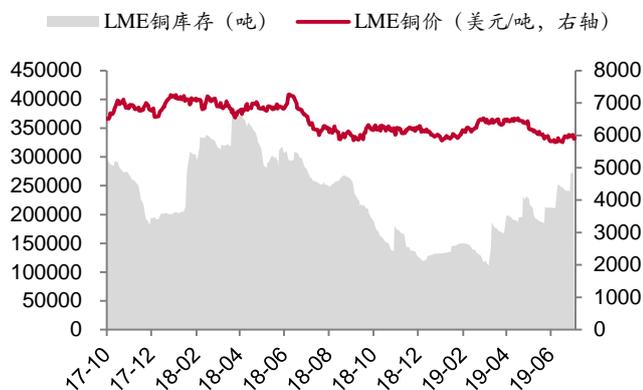
- **投资建议：**美国经济“后见顶、后见底”并趋势回落，带动真实收益率趋势回落。当前金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行，贵金属短期回调但不改配置价值；电解铝“产能红线”推动行业格局演绎为“产出顶、库存底”，位于中周期起点；钕铁硼磁材行业有望随着新能源车产品导入并放量，有望迎来新一轮景气周期。**核心标的：**山东黄金、湖南黄金、盛达矿业、正海磁材、中科三环、紫金矿业、中国铝业、云铝股份等。

7. 风险提示

- 宏观经济波动带来的风险
- 产业政策不及预期的风险
- 环保政策落地不及预期的风险
- 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

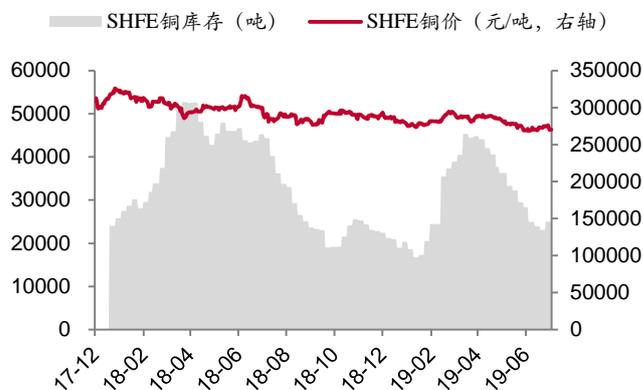
8. 附录：全球有色金属价格、库存走势（07.01-07.05）

图表 19: LME 铜价及库存走势



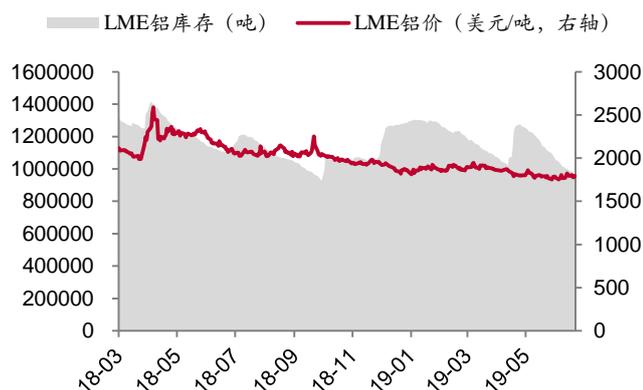
来源：wind，中泰证券研究所

图表 20: SHFE 铜价及库存走势



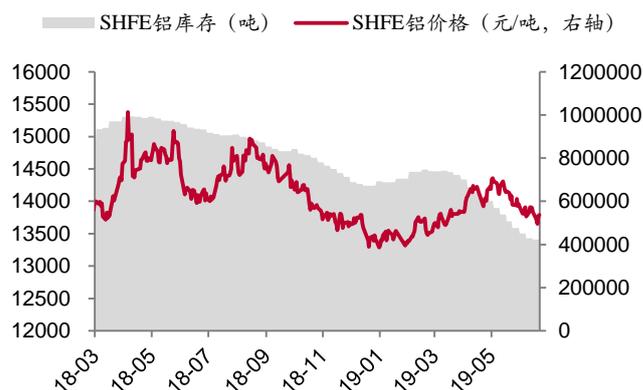
来源：wind，中泰证券研究所

图表 21: LME 铝价及库存走势



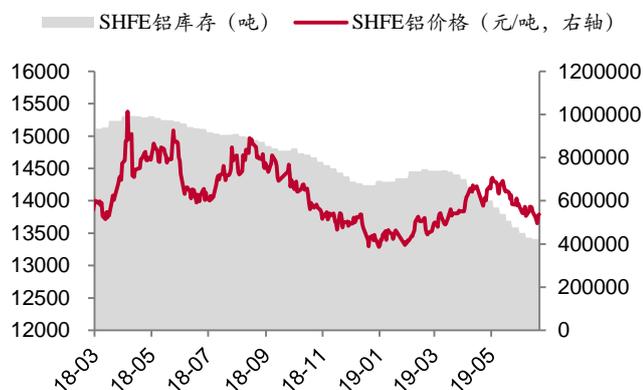
来源：wind，中泰证券研究所

图表 22: SHFE 铝价及库存走势



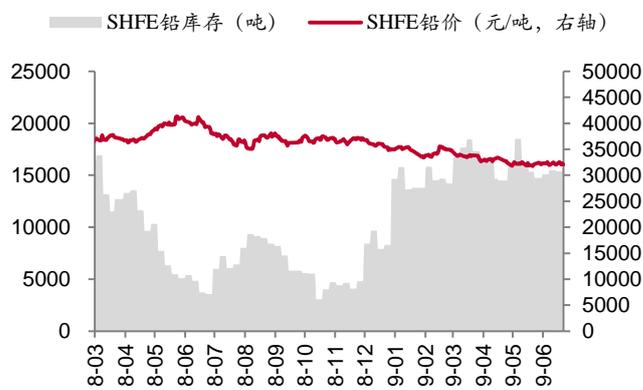
来源：wind，中泰证券研究所

图表 23: LME 铅价及库存走势

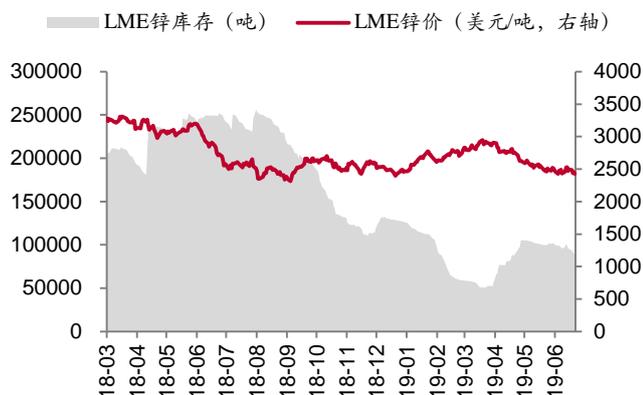


来源：wind，中泰证券研究所

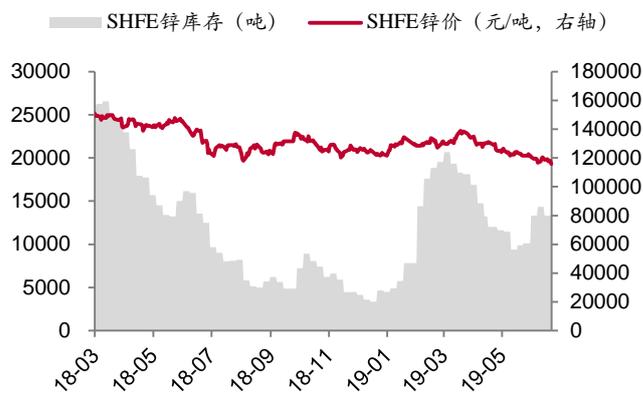
图表 24: SHFE 铅价及库存走势



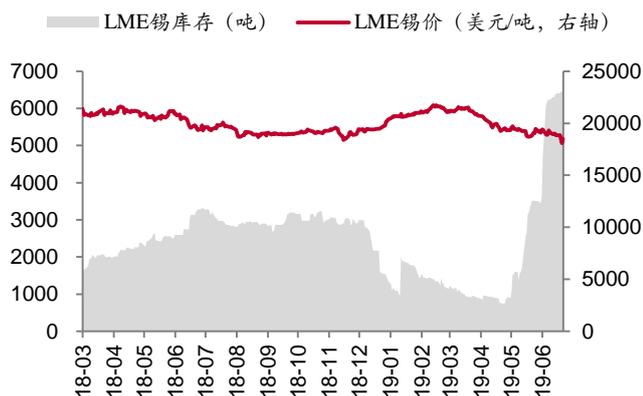
来源：wind，中泰证券研究所

图表 25: LME 锌价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 26: SHFE 锌价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 27: LME 锡价及库存走势


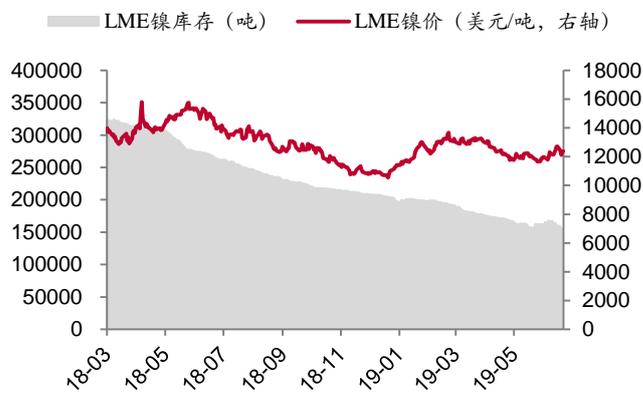
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 28: SHFE 锡价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 29: LME 镍价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 30: SHFE 镍价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 31: 重点跟踪小金属品种价格涨跌幅

品种	小金属名称	单位	7月5日	涨跌幅			
				7天	30天	90天	360天
钴	MB钴(标准级)	美元/磅	13.5	-3.9%	-18.1%	-18.8%	-63.5%
	MB钴(合金级)	美元/磅	14.2	-2.4%	-18.0%	-12.2%	-62.1%
	钴精矿	美元/磅	13.1	-2.2%	-12.7%	-26.4%	-52.9%
	金属钴	元/公斤	22.8	-3.8%	-10.2%	-24.5%	-58.7%
	钴粉	元/公斤	24.4	-0.8%	-9.3%	-27.4%	-59.9%
	硫酸钴	元/公斤	3.9	-2.5%	-15.4%	-40.8%	-67.9%
	四氧化三钴	元/公斤	16.2	-2.4%	-10.0%	-27.0%	-60.5%
	碳酸钴	元/公斤	10.5	0.0%	-6.2%	-29.5%	-57.6%
	氯化钴	元/公斤	4.6	-1.1%	-19.5%	-39.3%	-65.7%
	氧化钴	元/公斤	16.0	-2.4%	-10.1%	-26.3%	-57.9%
	锂	金属锂(99%)	元/公斤	67.0	0.0%	-5.6%	-13.5%
金属锂(99.9%)		元/公斤					
碳酸锂(工业级)		元/公斤	6.4	-3.0%	-5.2%	-3.0%	-55.9%
碳酸锂(电池级)		元/公斤	7.4	0.0%	-5.2%	-7.0%	-54.1%
单水氢氧化锂(工业级)		元/公斤	7.7	-0.6%	-3.8%	-10.8%	-46.7%
单水氢氧化锂(电池级)		元/公斤	8.8	-2.2%	-4.9%	-16.7%	-41.7%
铜箔	铜箔价格(8μm)	元/公斤	89.5	0.0%	0.0%	0.0%	-7.3%
	铜箔加工费(8μm)	元/公斤	4.2	0.0%	4.2%	-0.5%	-3.4%
硫酸镍	硫酸镍(Ni22%,Co 0.4%)	元/吨	2.5	0.0%	-1.0%	1.0%	-
	硫酸镍(Ni22%,Co 0.05%)	元/吨	2.5	0.0%	-1.0%	1.0%	-
三元前驱体	三元523/动力	元/吨	7.1	-9.0%	-18.4%	-26.8%	-42.7%
	三元622/动力	元/吨	7.7	-8.3%	-16.8%	-24.5%	-
	钴酸锂	元/吨	20.8	-1.9%	-8.0%	-24.6%	-51.1%
正极	三元523/动力	元/公斤	12.9	-4.4%	-8.5%	-16.0%	-37.1%
	三元622/动力	元/吨	14.5	-4.0%	-8.0%	-15.2%	-
	镍精矿	元/吨	2.9	0.0%	-6.6%	-24.0%	-30.5%
锑	锑锭	元/吨	3.8	-1.3%	-3.8%	-20.8%	-25.5%
	三氧化二锑	元/吨	3.5	-1.4%	-4.1%	-18.6%	-24.7%
	金属镁	元/吨	1.6	-0.9%	-7.6%	-7.9%	5.7%
钼	钼精矿	元/吨度	1790.0	0.0%	-1.6%	2.3%	12.2%
	钼铁	元/吨	12.0	0.4%	-2.0%	-2.0%	8.6%
硅	金属硅	元/吨	1.1	-1.6%	-1.8%	-6.0%	-17.1%
	硅铁	元/吨	6013.0	0.8%	-0.7%	-0.5%	-21.4%
钛	海绵钛	元/吨	7.1	0.0%	0.0%	8.2%	33.0%
钨	APT	元/吨	10.8	-6.9%	-24.5%	-28.9%	-36.1%
	钨精矿	元/吨	7.2	-11.1%	-23.4%	-24.2%	-33.6%
	氧化钨	元/吨					
铌	铌矿	美元/磅	9.4	-1.1%	-11.4%	-11.4%	-11.4%
	五氧化二铌	元/公斤	23.3	-0.9%	0.2%	-8.6%	14.8%
	五氧化二钒	元/吨	12.1	0.0%	3.0%	-50.6%	-33.3%
钒	钒铁	元/吨	13.1	-1.1%	4.8%	-48.6%	-31.4%
	海绵锆	元/公斤					
	锆英砂	元/吨	25.0	0.0%	0.0%	0.0%	38.9%
锆	氧化锆	元/吨	1.7	0.0%	0.0%	-4.3%	-4.8%
	氧化镨钕	元/吨	33.8	-2.9%	0.9%	11.6%	7.3%
	氧化镱	元/公斤	193.5	-1.5%	-2.3%	53.6%	65.4%
	氧化镧	元/吨	3.4	0.0%	0.0%	-8.2%	-
	氧化铈	元/吨	3.3	0.0%	0.0%	-5.8%	-

数据来源: Wind、Metal Bulletin、SMM、亚洲金属网、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。