

有色金属

美联储鸽派不改，黄金配置价值依旧

分析师：谢鸿鹤
电话：021-20315185
邮箱：xiehh@r.qizq.com
S0740517080003

分析师：李翔
电话：0755-22660869
邮箱：lixiang@r.qizq.com
S0740518110002

研究助理：张强
电话：0755-22660869
邮箱：zhangqiang@r.qizq.com

投资要点

- **行情回顾：**本周一，受美国非农数据超预期影响，美国降息概率降低，A股跟随外盘低开低走，随后几个交易日A股保持弱势震荡的态势，A股整体收跌；而商品市场，美联储主席7月10日发表鸽派言论，comex黄金上涨1.2%至1417.7美元/盎司，基本金属周内整体反弹，LME指数收涨1.5%。
- **【本周关键词】：**国内进出口数据双跌；社会融资规模超预期；美联储发表鸽派言论
- **宏观“三因素”总结：**全球需求仍处下行轨道，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，具体从本周边际变化来看：①中国，进出口数据双跌，CPI未来上涨空间不大，社会融资规模超预期：需求下行叠加贸易扰动导致进出口数据双跌，中国6月出口同比降1.3%，进口降7.3%；6月CPI同比2.7%，PPI同比持平，下半年CPI的压力仍然来自食品领域的涨价，但经济下行压力增大，整体需求在回落，非食品价格会继续趋弱，通胀压力有限，具备货币政策维持宽松的基本条件，另外6月社融增量2.26万亿，前值1.4万亿元，远超预期；②美国，美联储主席发表鸽派言论，虽然6月份通胀超预期，但无碍美联储7月降息：美国6月未季调核心CPI同比实际录得2.1%，超出市场预期，但此前美联储主席鲍威尔发表了强烈的鸽派言论，美国PMI连续三个月下滑，无碍美联储7月份降息；③欧洲，欧盟下调欧元区经济展望，欧洲央行执委科尔表示，当下比过去任何时候都更需要宽松的政策，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月通胀超预期，但经济处于下行阶段，美联储鸽派不改，维持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的判断。美联储主席7月10日发表鸽派言论，comex黄金上涨1.2%至1417.7美元/盎司；虽然美国6月通胀超预期，但美国经济自18年Q4见顶、5月底以来美国的先行指标等均指向经济趋势回落，短期无碍美联储7月降息，并且，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：**下游消费整体趋淡，预计主要品种去库放缓或垒库。1) 电解铝：氧化铝进口环比增加，新增与复产产能持续释放，氧化铝需求较平稳，基本面承压，国内电解铝社会库存总计约112.5万吨，较前周增加0.85万吨，出现小幅垒库；2) 铜：叠加废铜供应干扰，6月铜管企业开工率同比大幅下滑；3) 锌：转入淡季后下游订单转淡，将进入缓慢累库；4) 锡：下游企业逢低补库基本完毕，本周下游企业需求方面总体维持疲弱状态。整体来看，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：**双积分政策提振中长期消费信心，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，动力电池产量出现明显下滑，本周工信部发布21-23年双积分政策征求意见稿，建立了后补贴时代新能源车行业发展的长效机制，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；磁材价格短期虽随稀土价格承压而有所调整，但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，贵金属短期再次回升，配置价值依旧；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。

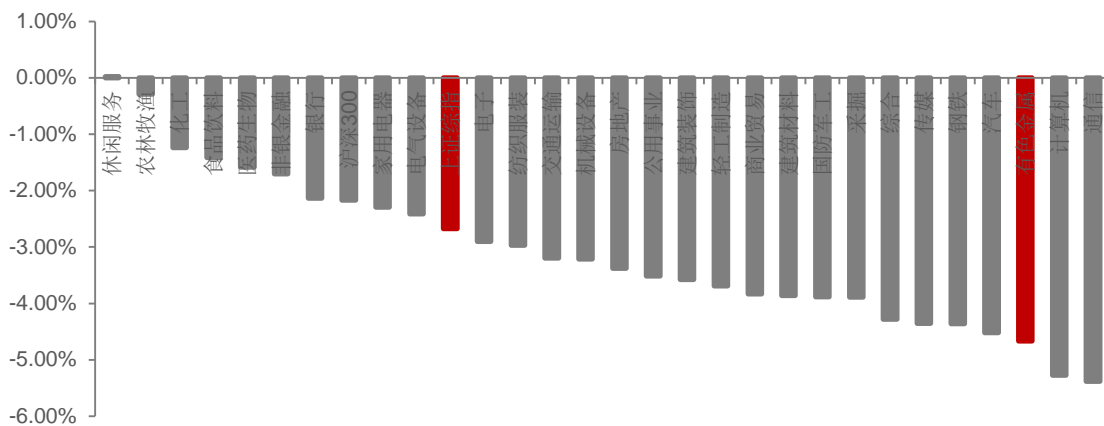
内容目录

1. 行情回顾：A股整体收阴，有色大幅跑输市场	- 3 -
2. 宏观“三因素”运行态势跟踪	- 3 -
2.1 中国因素：进出口数据双跌，社融增速依然平稳	- 4 -
2.2 美国因素：鲍威尔释放鸽派信息，但无碍7月美联储降息	- 5 -
2.3 欧洲因素：欧盟下调欧元区经济展望，欧元区将延续宽松货币政策	- 6 -
3. 贵金属：鲍威尔释放鸽派信号，黄金长期配置价值依旧	- 6 -
3.1 鲍威尔释放强烈鸽派信号，但美国6月通胀超预期，黄金价格大幅波动	- 6 -
3.2 黄金ETF持仓较为稳定，COMEX净多头结构持续	- 7 -
4. 基本金属：价格整体反弹	- 8 -
4.1 铝：氧化铝价格承压，电解铝短期小幅累库，亏损收窄	- 9 -
4.2 铜：消费趋淡叠加废铜供应干扰，6月铜管企业开工率同比大幅下滑	- 10 -
4.3 铅：加工费继续持稳，社会库存延续升势	- 10 -
4.4 锌：精矿TC高位持稳运行，社会库存续降	- 11 -
4.5 锡：市场需求疲软，锡价波动剧烈	- 12 -
5. 新能源金属：动力电池减产，钴锂景气低位运行	- 13 -
5.1 电动车产业链：下游库存累积，动力电池产量下滑	- 13 -
5.2 锂钴：市场保持观望心态，价格继续走低	- 14 -
5.3 稀土磁材：北方稀土7月挂牌价格持平，钕铁硼磁材价格下跌幅度较大	- 15 -
6. 投资建议	- 16 -
7. 风险提示	- 16 -
8. 附录：全球有色金属价格、库存走势（07.08-07.12）	- 17 -

1. 行情回顾：A股整体收阴，有色大幅跑输市场

- 周内，国际方面，美联储主席鲍威尔释放强烈的鸽派信息，美股三大指数集体收涨（道指↑1.52%，纳斯达克↑1.01%，标普↑0.78%）；国内方面，A股整体收阴，从SW一级行业指数来看，其中休闲服务、农林牧渔涨幅居前，有色金属涨幅居末，大幅跑输市场。
- 具体来看：综合指数中，上证指数收于2930.55点，环比前周下跌2.67%；深证成指收于9213.38点，环比前周下跌2.43%；沪深300收于3808.73点，环比前周下跌2.17%；申万有色金属指数收于2807.80点，环比前周下跌4.67%，跑输上证综指1.99个百分点。SW一级行业指数周度走势如下图所示。

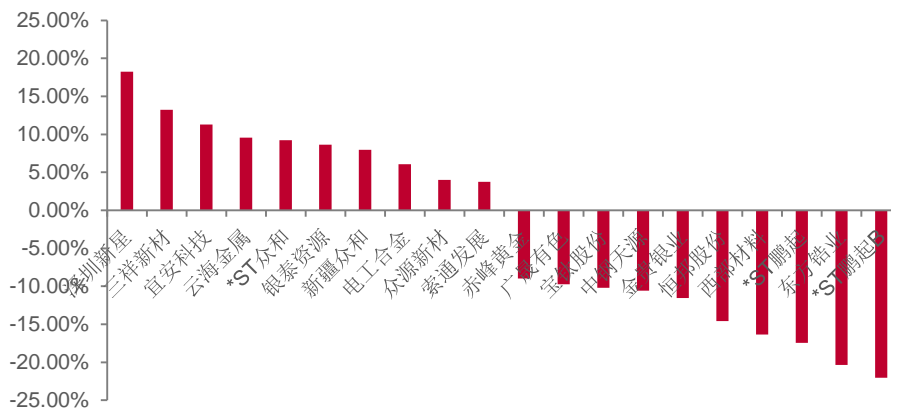
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



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 只个股中：仅有 14 只个股出现不同程度上涨，其余 105 只个股均出现不同程度下跌，具体来看，深圳新星居于涨幅榜首位，逻辑为受公司四氟铝酸钾产品应用有新的进展，或放量拉动业绩增长的影响；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



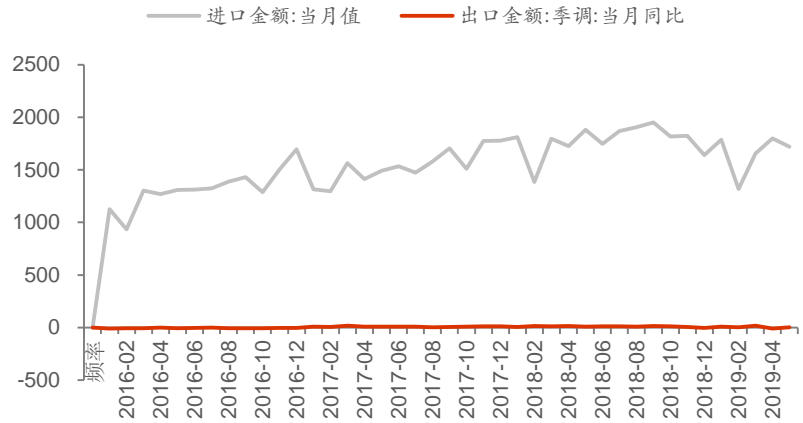
来源：wind，中泰证券研究所

2. 宏观“三因素”运行态势跟踪

2.1 中国因素：进出口数据双跌，社融增速依然平稳

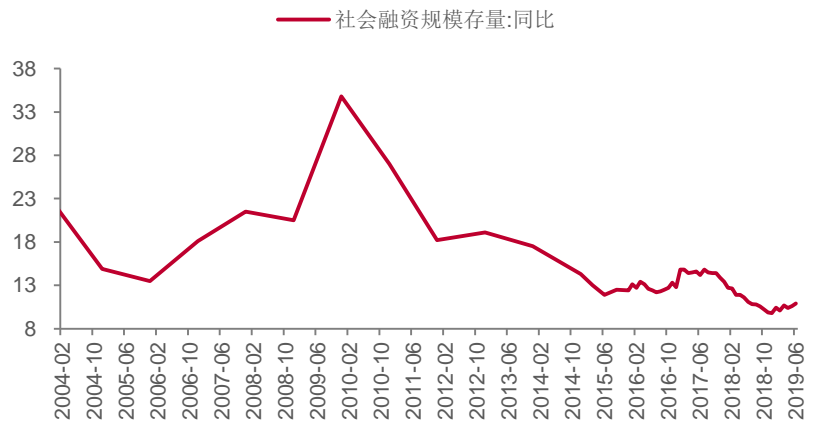
- **需求下行叠加贸易动导致进出口数据双跌，逆周期调节基调边际强化。** 7月12日，海关总署公布2019年6月我国进出口数据，以美元计，中国6月出口同比降1.3%，预期降2.3%，前值增1.1%；进口降7.3%，预期降2.5%，前值降8.5%。外需放缓是拖累出口的主要因素，中美贸易使对美出口下跌，但对东盟等国出口增加且未被加征关税的3000亿商品也存在抢出口的情况。进口方面大幅低于预期，主要原因有两点：一是国内需求偏弱，6月国内制造业PMI仍然徘徊在枯荣线以下；二是中美贸易加税负面影响扩散至全球产业链，促使中国对产业链上游的日韩等国半成品进口的减少。综上，虽然中美重启贸易谈判，是否取消已经加征的关税对出口有很大影响，但国内外需求偏弱仍然是进出口增长的主要压力来源，因此逆周期调节基调或边际强化。
- **6月社融增速平稳，银行信贷结构持续优化。** 6月M2同比增长8.5%，预期8.6%，前值8.5%；6月新增人民币贷款为1.66万亿元，前值1.18万亿元；6月社会融资规模增量为2.26万亿元，前值为1.4万亿元。整体来看，社融数据较为积极，信贷总量符合预期；从结构上来看，社融结构持续改善，表外融资同比继续显著减少，6月社融增加归功于低基数下非标降幅同比收窄和专项债加速。6月新增社融同比多增7723亿，其中非标和地方专项债分别同比多增4791亿和2560亿，加总同比多增7351亿，后续受益于地方专项债的持续发行，三季度社融增速将基本维持在当前水平，后续的增速边际变化将取决于非标融资和企业中长期贷款的边际变化。
- **通胀压力有限，政策维持宽松。** 6月CPI同比2.7%，和市场预期以及前值一致，食品与非食品走势继续分化，食品项同比从7.7%上升到8.3%，创下2012年2月以来的新高。同比波动较大的食品分项中，鲜果项同比从26.7%上升到42.7%，猪肉项同比也上升；PPI环比-0.3%，同比从0.6%下降到0，略低于预期，PPI同比下降由生产资料拖累，其同比从0.6%下降到-0.3%，而生活资料同比持平于0.9%。下半年CPI的压力仍然来自食品领域的涨价，主要是猪肉价格的上涨。抛开供给扰动，经济下行压力增大，整体需求在回落，非食品价格会继续趋弱。而需求的回落对工业品价格的影响也在逐步显现，从6月PMI数据来看，采购量和新订单指数走低，出厂价格和主要原材料价格也跌至荣枯线以下；之前压缩供给的上中游行业维持了高价格、高盈利，但随着供给压制的放松，对价格也会形成压力，预计下半年PPI仍会趋于回落。因此，货币仍会维持宽松，积极财政也会托底。

图表3：进出口数据同比增速情况



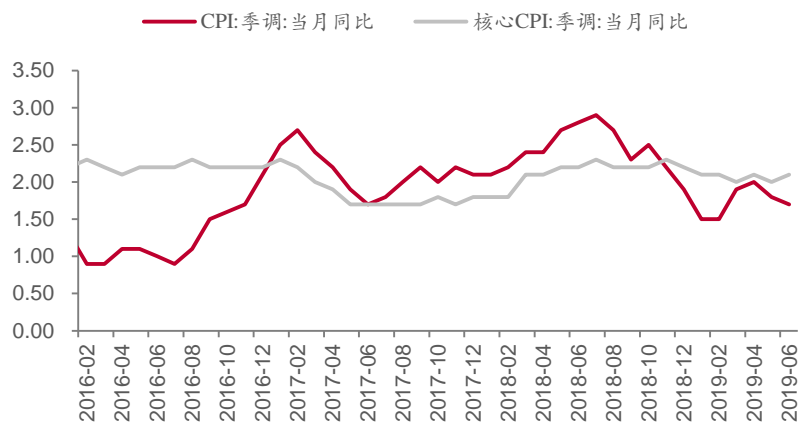
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 社会融资规模存量同比情况



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: CPI 和 PPI 同比情况



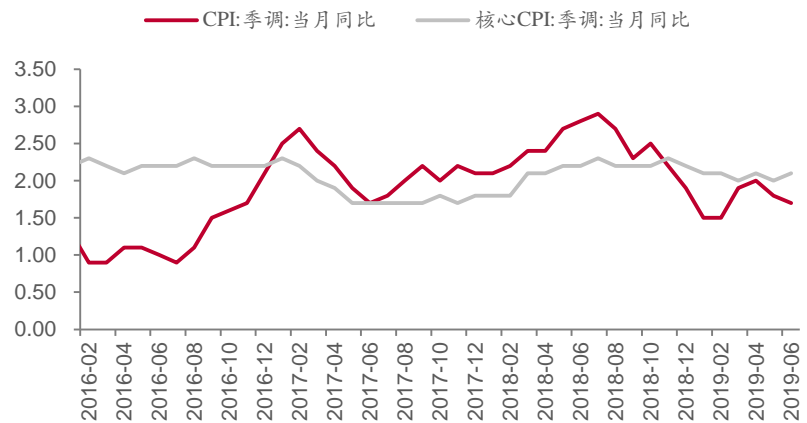
来源: wind, 中泰证券研究所

2.2 美国因素: 鲍威尔释放鸽派信息, 但无碍 7 月美联储降息

- 鲍威尔讲话释放强烈鸽派信息, 美国 6 月核心 CPI 超预期, 但 7 月降息概率仍大。7 月 10 日, 鲍威尔在众议院听证会上发表讲话, 要点如

下: 1) 美国经济处于良好状态, 但不确定性上升令美国经济前景黯淡; 2) 投资已经明显下降, 投资会影响长期政策, 也会影响长期降息周期的可能性; 3) 存在通胀疲软的风险, 5 月份鲍威尔就认为温和的通货膨胀只是“暂时的”; 4) 6 月非农数据强劲不改变美联储降息的前景。美联储的国会证词倾向鸽派, 这些言论令美联储在 7 月底降息的预期增强。但 7 月 11 日公布的 CPI 数据显示, 美国 6 月季调后 CPI 环比录得 0.1%, 高于预期值的 0%, 与前值持平; 美国 6 月末季调核心 CPI 同比实际录得 2.1%, 超出预期值 2%。美国 6 月核心 CPI 环比录得 0.3%, 创一年半以来最大增幅, 预期值为 0.2%, 前值为 0.1%。CPI 数据超预期令美联储对通胀的评估变得复杂化, 但经济下行使得全球石油需求不振, 油价基本面承压或为美联储降息创造空间, 此外鲍威尔称, 持续的低通胀令人担忧, 较低的通胀可能会导致短期利率的下降, 美联储将强烈致力于达成 2% 的通胀目标。因此, 无碍美联储在 7 月底降息。

图表 6: 美国 6 月 CPI 超市场预期



来源: wind, 中泰证券研究所

2.3 欧洲因素: 欧盟下调欧元区经济展望, 欧元区将延续宽松货币政策

- 7 月 10 日, 因下行风险增加, 欧盟委员会下调欧元区经济展望: 维持欧元区 2019 年 GDP 增速预期在 1.2% 不变; 将 2020 年增速预期由 1.5% 下调至 1.4%; 将欧元区 2019、2020 年通胀预期由 1.4% 下调至 1.3%。在 7 月 12 日公布的欧元区 5 月工业产出数据显示, 欧元区 5 月工作日调整后工业产出同比减 0.5%, 预期减 1.5%, 前值减 0.4%; 欧元区 5 月季调后工业产出环比增 0.9%, 预期增 0.2%, 前值由减 0.5% 修正为减 0.4%。此外, 欧洲央行执委科尔表示, 当下比过去任何时候都更需要宽松的政策; 若有必要, 欧央行可能重启量化宽松。
- 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: 鲍威尔释放鸽派信号, 黄金长期配置价值依旧

3.1 鲍威尔释放强烈鸽派信号, 但美国 6 月通胀超预期, 黄金价格大幅波动

- 7 月 10 日鲍威尔讲话释放强烈鸽派信号, 虽然 6 月美国 CPI 超市场预期

期，但美国经济仍趋势回落，黄金长期配置价值依旧。7月10日鲍威尔的国会证词表达了不确定性导致美国经济前景黯淡，温和的通胀只是暂时的等一系列鸽派言论，这些言论令美联储在7月底降息的预期增强，当天COMEX黄金收涨1.46%；但7月11日公布的美国6月通胀数据超预期，COMEX黄金当天收跌0.5%，因此本周黄金价格大幅波动。长期来看，美国6月ISM制造业PMI指数连续3月下月，在全球经贸减速趋势下，美国经济基本面呈现回落趋势，美联储货币政策长期向宽松转变的趋势不发生改变，黄金长期配置价值依旧。

- **真实收益率与上周持平，周内金价上涨1.2%，真实收益率下行、金价上行趋势未改。**7月10日美联储主席鲍威尔的国会证词释放出强烈的鸽派信号，截至7月12日，据CME最新数据估计美联储7月降息25个基点至2.00%-2.25%的概率为81.7%，降息50个基点的概率为18.3%。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，在鲍威尔释放鸽派信号以及6月通胀数据超预期的情况下，真实收益率与上周持平，仍为0.35%，COMEX金价周内继续大幅波动，总体收涨1.2%，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、CPI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7：美联储主席鲍威尔释放强烈鸽派信号，7月降息概率仍大

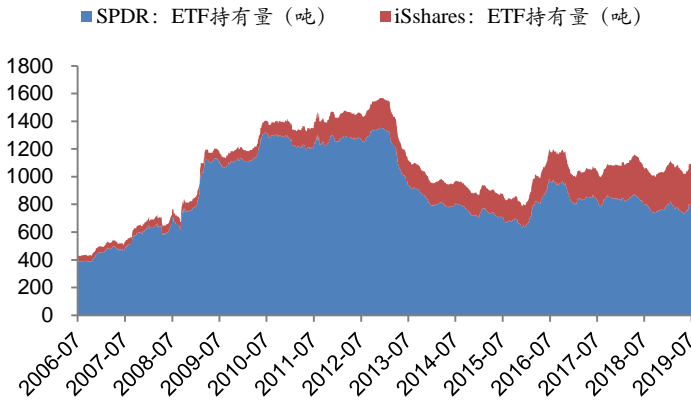


来源：SMM，中泰证券研究所

3.2 黄金ETF持仓较为稳定，COMEX净多头结构持续

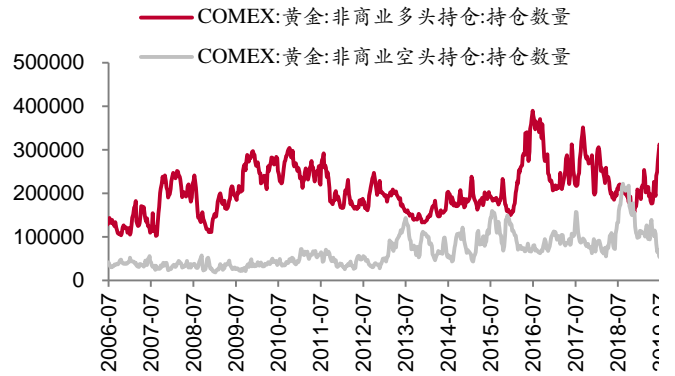
- **黄金ETF持仓较为稳定，COMEX净多头结构延续。**本周，黄金ETF持仓量（SPDR+iShares）1095.73吨，较前周增加3.99吨，黄金ETF持仓量仍较为稳定。周内，COMEX黄金非商业多头持仓略微下降至30.61万张附近（前值31.27万张附近），同时非商业空头持仓略微上升至6.13万张附近（前值5.38万张附近），净多头持仓量环比前周略降至24.48万张（前值25.89万张），COMEX净多头结构延续。

图表 8: 黄金 ETF 持仓情况



来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 9: COMEX 黄金多头与空头持仓情况



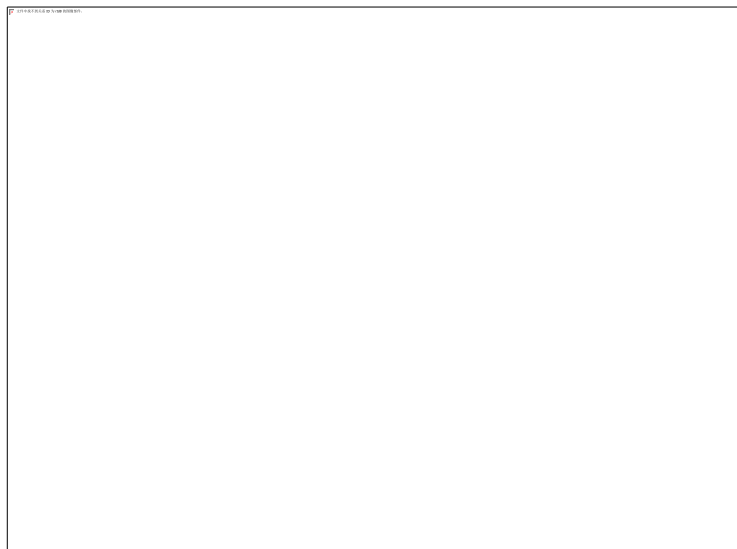
来源: 我的有色, SMM, 中泰证券研究所

- 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: 价格整体反弹

- 本周基本金属价格全线反弹, 但全球处于基钦周期最后一撇, 需求仍处于下行轨道, 基本金属价格基本面承压。本周, 宏观层面来看, 美联储主席鲍威尔释放强烈鸽派信号, 虽然 6 月通胀率超市场预期, 但美国 6 月 ISM 制造业 PMI 指数连续 3 月下滑, 美国经济不改经济见顶回落趋势, 7 月份美联储降息概率仍大, 此外欧洲央行执委科尔表示当下比过去任何时候都更需要宽松的政策, 若有必要, 欧央行可能重启量化宽松。受此影响, LME 基本金属指数收于 2884 点, 环比前周上涨 1.5%。基本金属价格方面, LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍周涨跌幅分别为 1.1%、1.3%、5.4%、1.1%、-0.3%、8.9%。

图表 10: 基本金属周涨跌幅 (7.8-7.12)

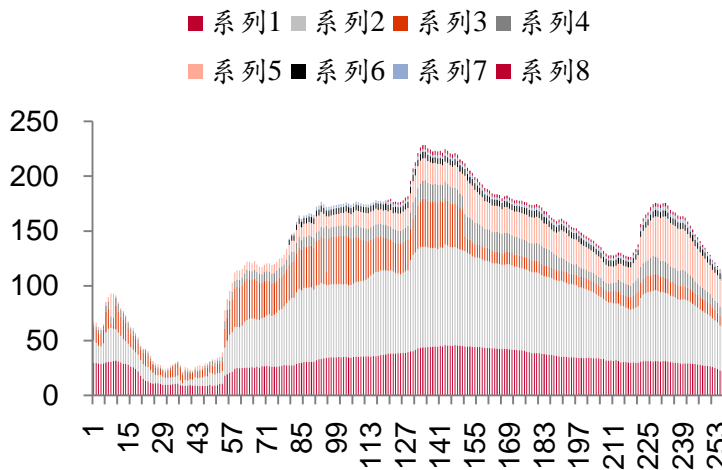


来源: wind, 中泰证券研究所

4.1 铝：氧化铝价格承压，电解铝短期小幅累库，亏损收窄

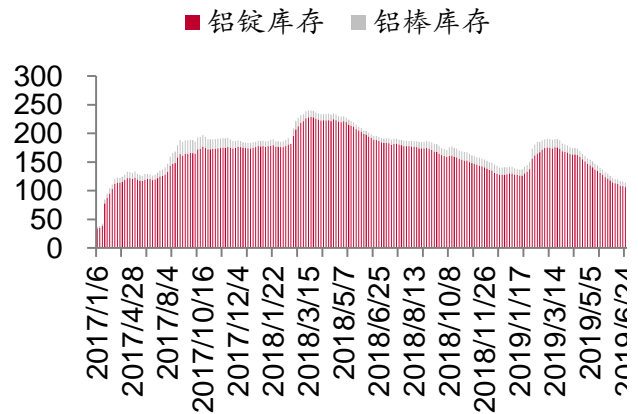
- **去库继续放缓。**SMM 统计数据显示，2019 年 7 月 11 日国内电解铝社会库存 104.2 万吨，较前周增加 1.4 万吨。叠加“我的有色”铝棒库存数据，总计 112.5 万吨（其中，铝棒库存 8.30 万吨，减少 0.5 万吨），较前周增加 0.85 万吨；LME 库存 7 月 11 日为 92.69 万吨，较前周减少 2.97 万吨。
- **分地区来看，广东和巩义地区贡献主要增量。**广东地区主因周内到货增多所致，出库环比相对平稳，而巩义地区一方面是到货较多，例如其亚、神火、东兴等铝锭有增，另一方面出库量有所下滑，上周巩义出库量创春节后次新低。随着消费的进一步转弱和个别铝厂铸锭比例的提升，电解铝短期或将小幅累库。

图表 11：国内电解铝社会库存走势



来源：SMM，中泰证券研究所

图表 12：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 A00 铝价宽幅震荡，因外盘带动周间铝价反弹，使得废铝持货商出现惜售情绪，市场废铝货源有所减少。虽周五铝价有所回落，仍未见废铝货源有明显增加，反而是进口用作替代废铝的复化锭询盘活跃，但因产品并不对口成交寥寥。进口废铝方面，据固废化学品管理网公布数据显示，2019 年第 10 批限制类废铝申请公示量总计 306930 吨，主要为广东以及江苏、辽宁的企业，第 9-10 批限制类进口量共 361186 吨。SMM 统计显示，2018 年 3 季度废铝进口总量为 349510 吨。实际进口废铝批文量未见减少，进口废铝价格也保持稳定。
- **盈利表现：**由于氧化铝进口环比增加，新增与复产产能持续释放，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 2625 元/吨左右。动力煤、预焙阳极价格变动不大，按 7 月 12 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 13833 元/吨，吨铝亏损约 113 元，亏损幅度收窄 132 元/吨。具体走势如下图所示。

图表 13：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：消费趋淡叠加废铜供应干扰，6月铜管企业开工率同比大幅下滑

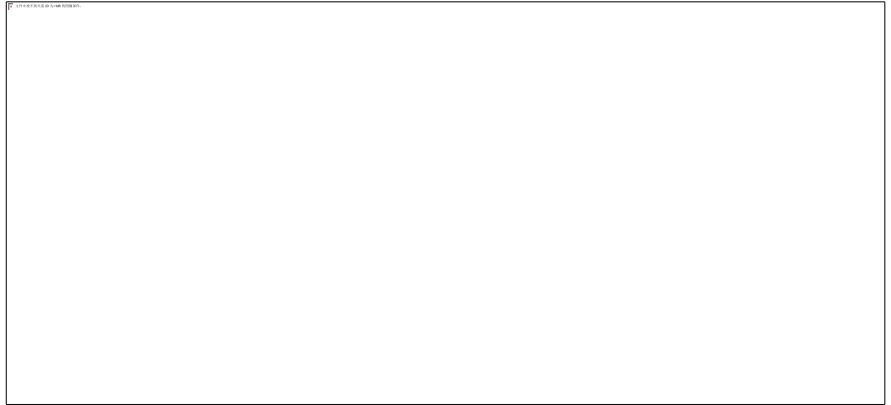
- 本周，SMM 干净矿现货 TC 报 54-58 美元/吨，较上周五重心跌 1 美元/吨。部分非 CSPT 的中小型冶炼厂已经有在接触 53 美元/吨的报盘，CSPT 小组铜冶炼厂和大型炼厂大多坚守于 55 美元/吨以上，铜矿整体趋紧的格局未变，部分冶炼厂已经开始为明年铜矿采购忧虑。
- 本周沪铜价格大跌后又迅速反弹，但价格重心仍位于低位。废铜价格较上周重心再次下移，废铜贸易商出货量未见好转。废铜制杆厂目前仍多处于亏损生产状态，生产积极性不高，价格下跌后下游备库更加谨慎，叠加需求疲软，订单也没有出现好转，废铜市场延续低迷状态。
- 本周第二批废六类批文公布，共批复数量 12.445 万吨，涉及地域天津、浙江、安徽、江西、广东，其中广东占比 73.68%。三季度前两批批文总金属量约 30.7 万吨，占去年同期进口总量的 83%，还低了约 7 万金属吨。市场预计还会有第三批批文，加上目前 1-5 月累计进口废铜还有近 7 万金属吨的增量。若企业将三季度批文额度用完，那么三季度废铜进口可保持稳定。
- **现货交投表现：**华北地区，本周货源短缺继续发酵，叠加盘面大跌后当地下游企业逢低买盘尚可，令持货商抬价意愿强烈，现货升贴水较上周继续上涨。华南地区，截止本周五，广东库存存 3.62 万吨左右，货源供应仍较为宽松，期铜下跌后持货商有挺价情绪，市场观望居多，整体接货意愿不强。上海地区，周初货源松，持货商换现意愿强主动调降报价至升水 40-升水 80 元/吨，但随后由于期铜大跌，下游及贸易商买盘增多，交投转暖，现货回升至升水 60-升水 120 元/吨。
- **开工率方面，**据 SMM 调研数据显示，6 月铜管企业开工率为 86.38%，环比下滑 4.55%，同比继续下滑 9.22%，下滑主要原因：一是铜管行业利润较薄，企业被迫缩减产能；二是国内消费疲软，空调行业累库明显，高库存抑制了铜管的消费。

4.3 铅：加工费继续持稳，社会库存延续升势

- **原料端，**本周国产 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。本周各地区国内铅精矿加工费维

持不变；进入7月，检修炼厂陆续复产，对于铅矿的需求环比增加，而供应端，随着恶劣天气结束，高海拔高纬度地区矿山陆续开工生产，加之云南地区雨季结束，故矿供应亦偏宽松。故综合来看，本周国内各地区铅精矿加工费维持不变。截止周五，本周国内铅精矿各地区加工费环比同期不变，目前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/吨，内蒙古1900-2100元/金属吨；广西1700-1800元/金属吨。

图表 14: 国产及进口铅精矿 TC 走势图



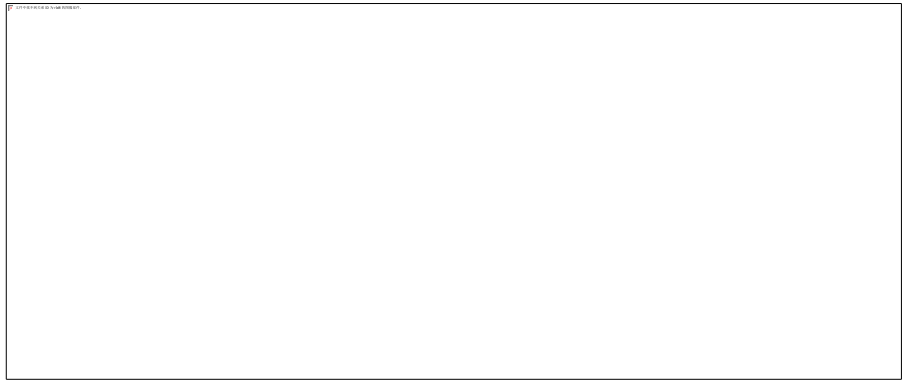
来源：SMM，中泰证券研究所

- **现货交投表现：**本周，铅价一度刷新近两年低位，还原铅价格跟跌步伐有所滞缓，而返升节奏把握的十分紧凑。铅价的重挫，急速扩大还原铅炼厂的亏损程度，使得原本屈指可数的小型炼厂的生产情绪进一步跌入谷底，市场还原铅货源变得十分紧张，导致铅价返升后，还原铅价格亦水涨船高，但再生精铅厂碍于下游消费未见起色，采购十分谨慎，故本周再生铅市场交投清淡。
- **库存变化：**本周铅锭五地社会库存总量上升2200余吨至3.78万吨。需求端，铅蓄电池市场淡季态势不改，加之周内期铅上演“过山车”行情，下游蓄企普遍避险观望，部分大型企业则以长单采购为主；供给端，随着本周湖南、广西等原生铅炼厂恢复供货，供应趋于宽松，因此若环保方面无较大影响，铅锭社会库存难改累库趋势。

4.4 锌：精矿 TC 高位持稳运行，社会库存续降

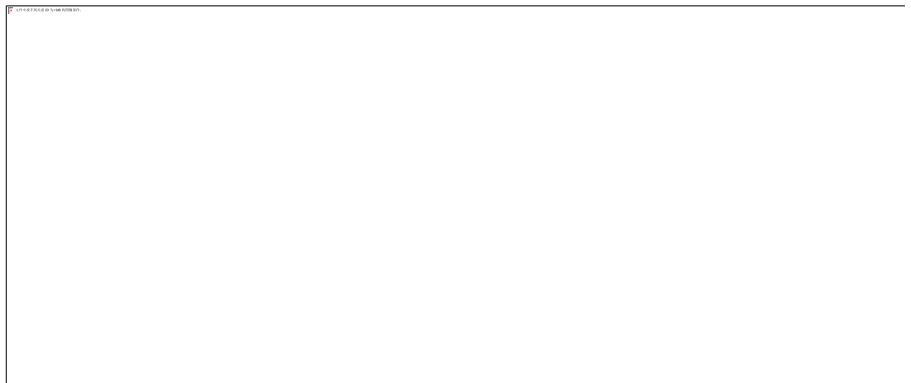
- 本周锌精矿加工费较上周基本持稳。7月以来，除陕西地区因部分炼厂生产进一步恢复和增加产量行为下，加工费微下调，其余地区暂时仍未有改变。国内锌精矿加工费成交于6250-6650元/金属吨；进口主流成交于250-270美元/干吨。分地区来看，本周内蒙地区主流6550-6750元/金属吨；陕西地区主流6500-6550元/金属吨；广西、湖南地区主流6500-6700元/金属吨；四川、云南地区6200-6600元/金属吨，较上周基本持稳。
- 本周平均沪伦比值8.04(7月8日-7月11日)，较上周7.97延续上修，周均进口亏损较上周再度收窄160元/吨至450元/吨左右。本周现货市场进口锌流通并未如预期增加，流通品牌以SMC为主，周五少量印度流通，较0#国产维持贴水70-贴水40元/吨左右，周五沪市进口锌已鲜有听闻。

图表 15: 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 16: 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:** 本周期锌维持低位运行, 转入淡季后下游订单转淡, 多以逢跌按需采购方式入市, 囤货意愿不强, 下游消费参与度相对平稳并无亮点。而贸易商间交投逐步升温, 因月中一批长单到期, 贸易商间存缺口接货意向较强, 现货升水亦走高企稳, 适时当月/次月价差持续收窄并转为 contango10-30 元/吨左右, 当月保值持货商及下月保值接货方均有利可图, 贸易商间交投明显转好, 然市场长单货源逐步收紧, 令现货报价再次小幅抬升, 但直接对接下游品牌双燕、驰宏、东岭、火炬等报价多数持稳, 同时进口锌对国产贴水亦无收窄, 实质来看, 本周贸易商间交投占据主导, 下游实际消费相较上周并无较大亮点。
- **库存变化:** 本周三地锌社会库存较上周五下降 3900 吨, 较本周一下降 1600 吨至 14.65 万吨, 其中津粤两地均录得下降。沪市本周市场到货一般, 进口流入相对较少, 部分下游逢低刚需采购, 库存录得下降; 津市因北方部分炼厂进入夏季常规检修, 市场到货量有限, 但下游拿货积极性一般, 库存录得微降。预计后续, 在消费进一步淡季下, 将进入缓慢累库。

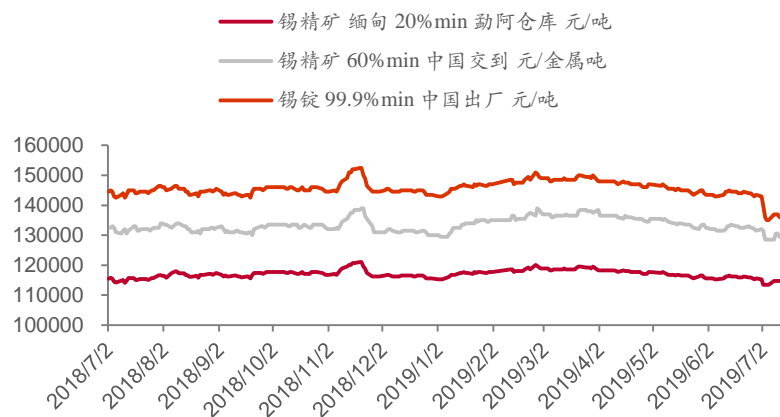
4.5 锡: 市场需求疲软, 锡价波动剧烈

- **本周沪期锡总体呈先扬后抑态势。** 周初由于前期进场的空头力量大量平仓获利了结, 沪期锡大幅上涨 2580 元/吨, 并在随后两天维持高位盘整。但盘面上行后再次吸引空头入市打压行情, 沪期锡再度受到重挫下跌近 3000

元/吨，但本轮空头资金力量并未如上次一般强劲，在以空头力量主导的下跌行情中多头爆仓离场再度拉低了沪期锡盘面价格，在跌至周内低点132840元/吨后，部分空头平仓了结并吸引了多头入市推高了沪期锡价格，抹掉了前期近半的跌幅。周五沪期锡收盘价为134660元/吨，较上周五收盘价上涨660元/吨，涨幅0.49%。周内成交量15.3万手，减少18.5万手；持仓量32298手，减少8470手。

- 虽本周沪期锡盘面波动较为剧烈，最大波动近3000元/吨，但由于上周下游企业逢低补库基本完毕，本周除周三个别冶炼厂低价销售锡锭致使部分下游企业和贸易商逢低买货外，下游企业需求方面总体维持疲弱的状态，升贴水方面也因需求疲弱升水区间未有明显扩大，周五沪锡现货市场主流成交价为135000-136500元/吨，周五套盘云锡升水1200元/吨，普通云字升水700-1000元/吨，小牌升水300-600元/吨。

图表 17: 锡价格走势



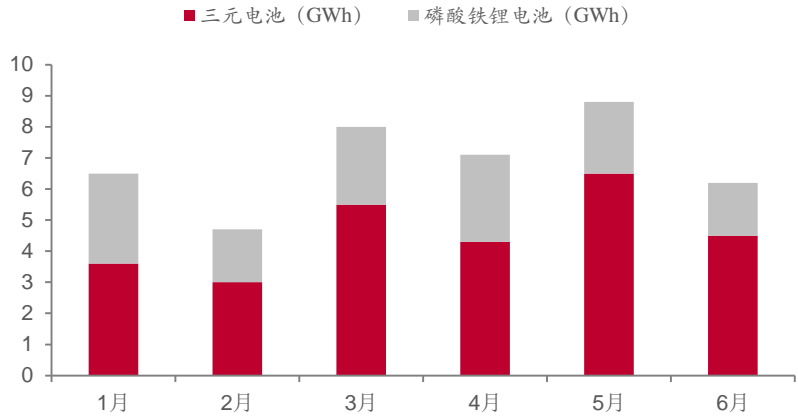
来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

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：下游库存累积，动力电池产量下滑

- 受补贴退坡过渡期截止影响，6月新能源汽车再次出现“抢装”现象，动力电池库存保持在高位，未来以去库为主。据中汽协数据，6月新能源汽车产量为13.4万辆，环比增长19.4%，同比增长56.3%；销量完成15.2万辆，环比增长45.6%，同比增长80%。据中国汽车动力电池产业创新联盟发布数据，6月，我国动力电池产量共计6.4GWh，环比下降35.7%。其中三元电池产量4.5GWh，环比下降29.5%，占总产量比71.2%；磷酸铁锂电池产量1.7GWh，环比下降27.3%，占总产量比26.5%。据SMM新能源数据库显示，6月动力电池总装机量为6.61GWh，环比增加16.3%，同比大增126.6%。其中三元电池装机量为4.71GWh，占比71.2%，比重较上月上升5.2%；磷酸铁锂电池装机量为1.71GWh，占比25.9%，比重较上月下降4.5%。由于1季度各电池企业产量扩张较快，当前行业库存保持在较高的位置，未来动力电池仍以去库为主。

图表 18: 动力电池月度产量

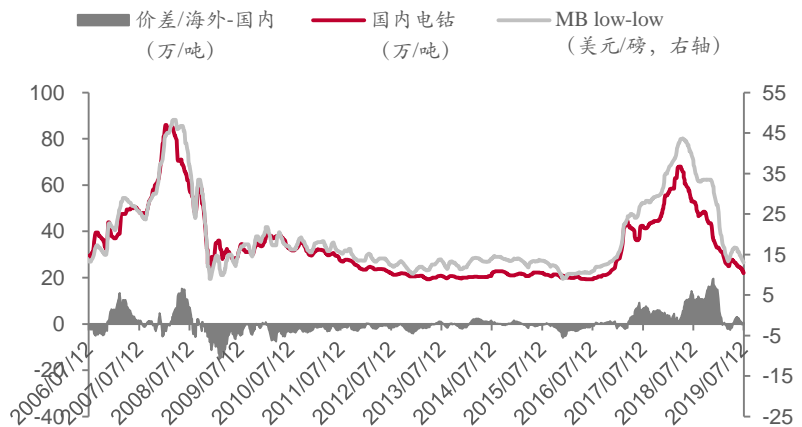


来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，中泰证券研究所

5.2 锂钴：市场保持观望心态，价格继续走低

- 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，动力电池目前库存较高，短期内以去库和产品升级为主，此外，“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，受下游需求下滑以及观望心态影响，本周钴盐价格再度小幅下滑，部分厂家为求回款低价出售，市场少量低价成交；电解钴和氢氧化钴方面，新能源进入短暂低迷期，生产商下调报价，实际成交较为低迷，大量成交受到买卖双方心理价差影响难以落地。

图表 19：国内外钴价历史走势

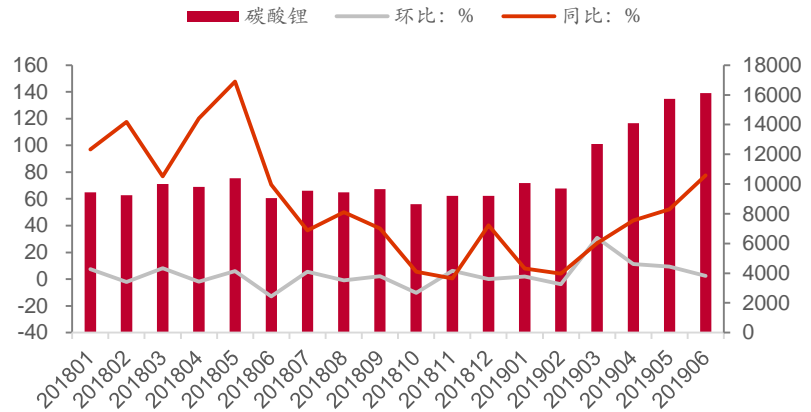


来源：亚洲金属网，MB，中泰证券研究所

- 下游需求锐减，锂价持续走低。**1) 需求端，6月起国内 3C 市场进入传统消费淡季，国内手机市场趋于饱和，短期难迎新的需求拐点；受新能源补贴退坡影响，动力汽车市场成交疲软，订单走弱。2) 供给端，根据亚洲金属网的统计，6月份国内碳酸锂产量为 1.61 万吨，环比走高 2.4%，

同比上升 77.5%。3) 价格方面, 电池级碳酸锂近段时间需求大幅下降, 下游正极材料企业对碳酸锂供应商压价严重; 氢氧化锂成交稀少, 由于氢氧化锂不耐存放的特性, 不排除 7 月份会有厂家减产的可能; 三元材料方面, 动力电池企业减产影响持续至本周, 尽管部分厂家表示 7 月订单情况有所好转, 但为保证资金流动, 材料厂仍将以去库存为主。

图表 20: 碳酸锂产量快速增加



来源: 亚洲金属网, 中泰证券研究所

5.3 稀土磁材: 北方稀土 7 月挂牌价格持平, 钕铁硼磁材价格下跌幅度较大

- 本周主流稀土产品价格均有一定程度的下调, 轻中重稀土产品的市场实际成交情况均偏弱。本周稀土市场氧化镨钕、氧化钕、氧化镝、氧化铽和氧化钐的价格均有小幅下调, 氧化镨钕跌至 32-32.5 万元/吨, 氧化钕跟随氧化镨钕的价格下调至 32.2-32.7 万元/吨, 氧化镝和氧化铽价格分别降至 191-193 万元/吨和 403-408 万元/吨, 氧化钐价格降至 17.5-18 万元/吨。报价方面维持偏弱稳定的状态, 虽价格有一定程度的下跌, 但总体跌幅有限。部分小厂及贸易商对氧化镨钕等轻稀土产品虽出货价格较低, 但下游企业实际需求转弱, 实际成交量不大。
- 7 月 12 日公布了北方稀土 7 月挂牌价格, 所有产品价格均较上月持平。此次北方稀土挂牌价格较上月未做调整, 料将对市场信心有一定的提振作用, 对未来氧化镨钕等轻稀土产品价格走势存在一定的支撑作用, 但市场氧化镨钕等轻稀土产品供需双弱的背景下, 料短期将继续维持偏弱稳定的运行态势。中重稀土方面, 虽价格较交期有所回调, 但因原料供应趋紧的问题随着时间推移将有所加剧, 预计氧化镝、氧化铽等中重稀土价格在近期回调后, 未来价格平稳上行的可能性较大。
- 钕铁硼磁材方面, 价格下跌幅度较大。根据百川资讯的数据, 截至 7 月 12 日, 钕铁硼 N35 价格下跌 7 元/公斤, 报 138.5 元/公斤, 周跌幅为 4.81%。但我们认为, 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

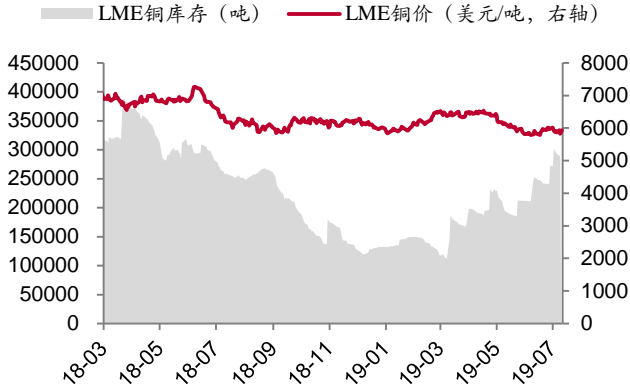
- **投资建议：**美国经济“后见顶、后见底”并趋势回落，带动真实收益率趋势回落。当前金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行，贵金属短期回调但不改配置价值；电解铝“产能红线”推动行业格局演绎为“产出顶、库存底”，位于中周期起点；钕铁硼磁材行业有望随着新能源车产品导入并放量，有望迎来新一轮景气周期。**核心标的：**山东黄金、湖南黄金、盛达矿业、正海磁材、中科三环、紫金矿业、中国铝业、云铝股份等。

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

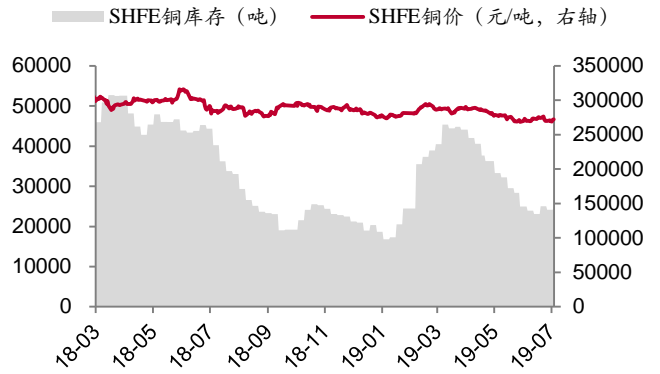
8. 附录：全球有色金属价格、库存走势（07.08-07.12）

图表 21: LME 铜价及库存走势



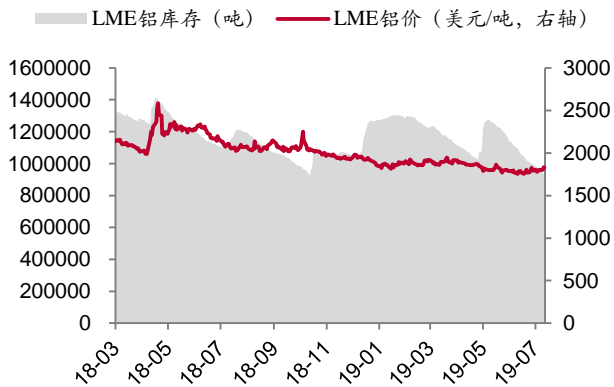
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 22: SHFE 铜价及库存走势



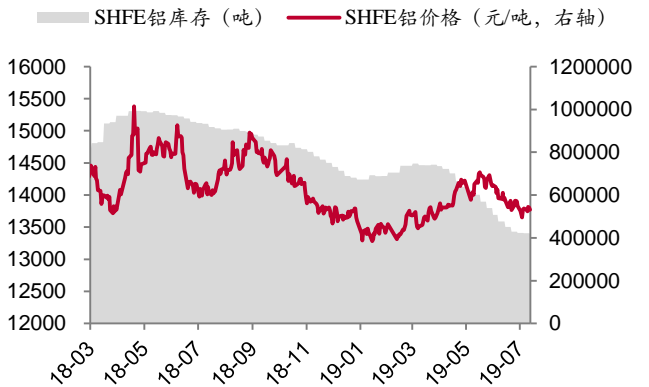
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 23: LME 铝价及库存走势



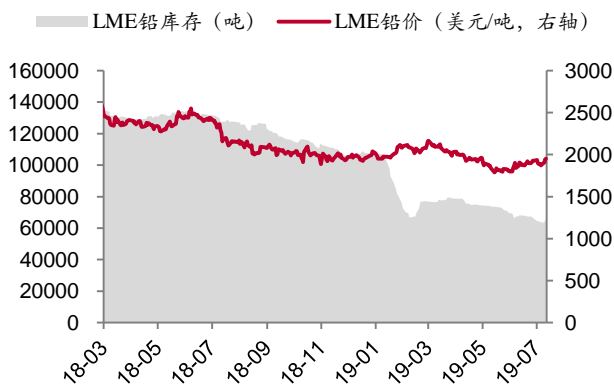
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 24: SHFE 铝价及库存走势



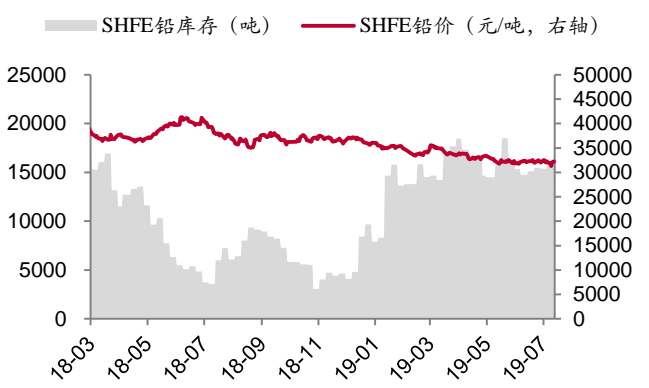
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 25: LME 铅价及库存走势



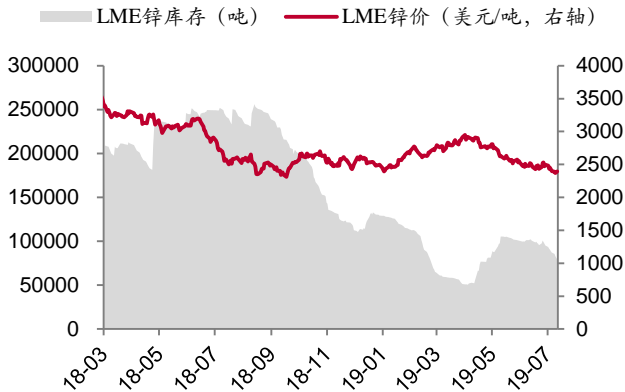
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 26: SHFE 铅价及库存走势



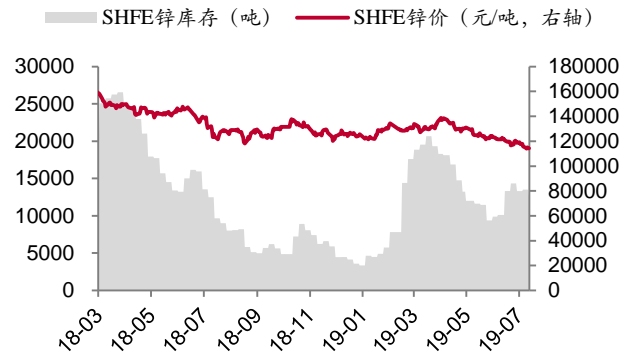
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 27: LME 锌价及库存走势



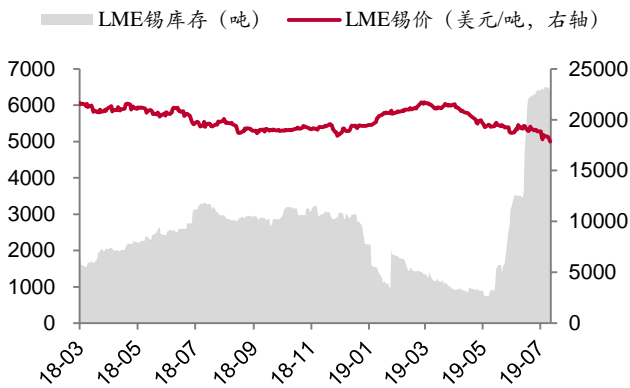
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 28: SHFE 锌价及库存走势



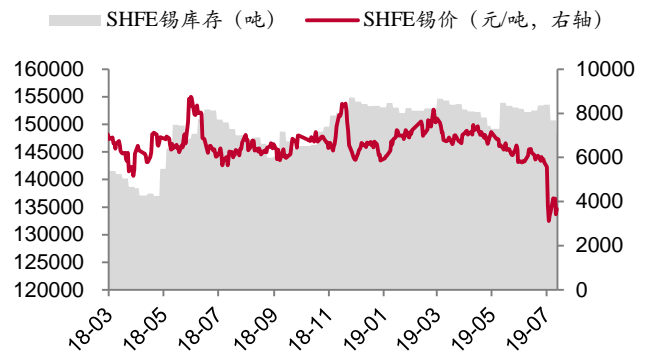
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 29: LME 锡价及库存走势



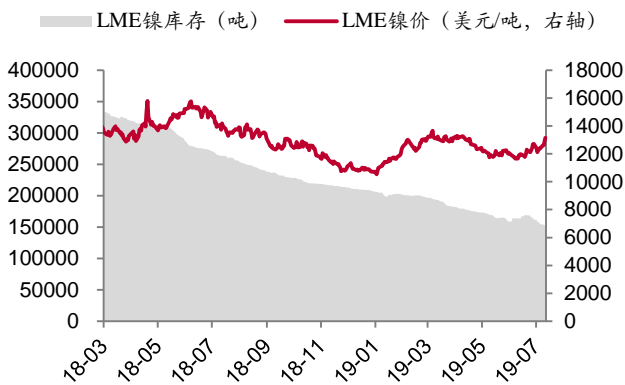
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 30: SHFE 锡价及库存走势



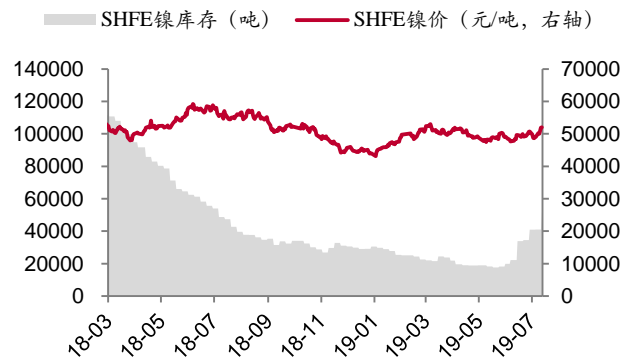
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 31: LME 镍价及库存走势



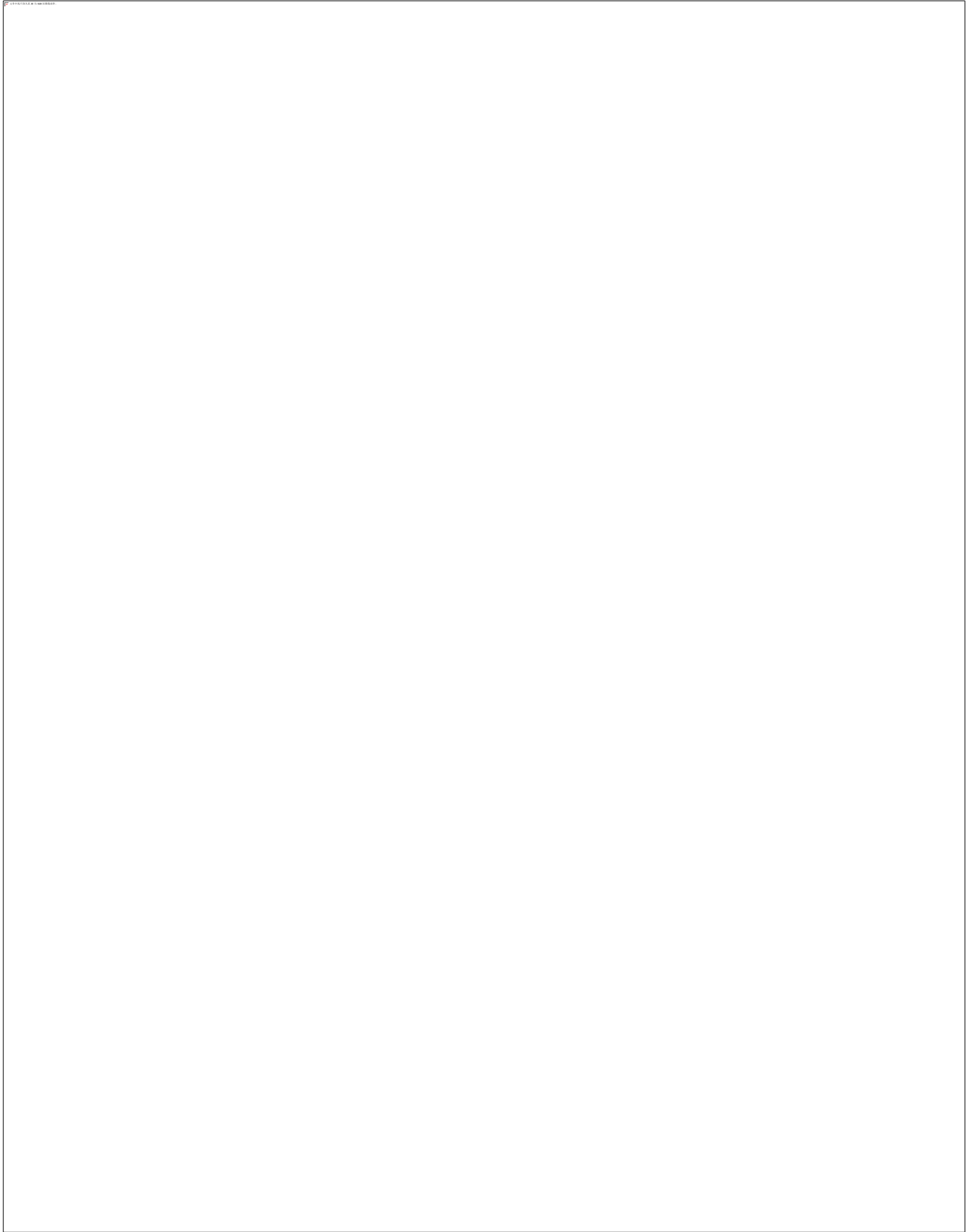
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 32: SHFE 镍价及库存走势



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 33: 重点跟踪小金属品种价格涨跌幅



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。