

有色金属

黄金配置及筹码分析

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

投资要点

- **行情回顾:** 本周, A 股整体收涨, 有色板块出现回调, 跑输上证综指 4.5 个百分点。而大宗商品市场, 受益于美联储降息预期的强化以及全球流动性宽松的预期, comex 黄金上涨 0.36% 至 1431.8 美元/盎司, 基本金属周内整体回调, LME 指数下跌 1.7%。小金属价格分化, 钴盐反弹, 锂与稀土延续下行: 本周硫酸钴上涨 2.4%, 电池级碳酸锂、氢氧化锂分别下跌 4.1%、2.6%, 氧化镨钕、氧化镝分别下跌 8.0%、3.9%。
- **【本周关键词】:** 美国制造业 PMI 不达预期; 我国规模以上企业利润总额增长率转负; 钴盐价格反弹
- **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, 全球出现降息潮预期, 具体从本周边际变化来看: ①中国, 企业利润增长率由正转负, 经济下行压力依旧, 货币政策或将继续宽松: 19 年 1-6 月全国规模以上工业企业利润总额累计同比下降 2.4%, 其中 6 月利润总额同比 -3.1%, 由正转负; ②美国, 美国制造业 PMI 不达预期, 7 月降息几成定局: 虽然零售和非农就业好于预期, 表现出一定韧性, 但美国 7 月 Markit 制造业 PMI 初值 50 (低于前值和预期值, 09 年以来新低), 叠加房地产市场进一步萎缩, 7 月降息几成定局; ③欧洲, 虽然欧元区维持低利率不变, 但欧元区 7 月制造业 PMI 不达预期, 边际宽松的货币政策等逆周期调节, 存在进一步蔓延之势, 或重启量化宽松。
- **贵金属:** 美国制造业 PMI 创新低, 7 月降息几成定局, 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。美国 7 月制造业 PMI 跌至枯荣线, 房地产市场进一步萎缩, 虽然表现出一定韧性, 但美联储下周降息几成定局, comex 黄金上涨 0.36% 至 1431.8 美元/盎司; 金银比维持高位运行, 在供需结构边际向好背景下, 向下修复动力激增。综合来看, 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, 我们认为真实收益率下行趋势不改, 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/白银板块配置价值依旧。
- **贵金属配置及筹码分析:** 黄金板块个股筹码较为分散, 配置比例亦较低。随着基金公司 Q2 季报发布, 我们对比了目前部分行业龙头股与黄金个股公募与北向筹码的分布: 黄金股集中在了左下方象限, 筹码分布具有两低特征, 即公募基金持仓比例低, 北向资金持仓比例低。当前美国经济正处于加速回落阶段, 美联储将进入降息周期, 黄金处于上涨的第一阶段, 与此同时, 黄金个股筹码较为分散, 配置比例亦较低, 从这个角度来看黄金投资也并未过热。(具体分析详见正文)
- **钴:** “低产出 & 低库存”下, 产业链出货节奏变化, 电钴及钴盐价格均出现异动, 但行业整体磨底趋势或仍将持续。1、今年以来, 钴行业运行情况如何? 在补贴退坡趋势下, 动力电池短期以去库为主, 消费电池尚未回暖, 需求不断走弱使得金属钴从 60 万/吨回落至 21 万/吨, 跌幅 60% 以上; 2、上周电钴价格异动后, 本周钴盐价格出现反弹: 由于钴价大幅回落, 电钴供给端出现 11% 收缩, 库存量亦大幅回落, 电钴行业当前正在经历 “低产出 & 低库存” 阶段, 部分钴生产商与贸易商认为价格已经接近筑底, 挺价意愿明显, 包括钴盐, 产业链出货以及下游采购节奏变化, 因此继电钴异动之后, 钴盐也出现反弹; 3、未来钴价如何运行? 中短期来看, 电池需求依旧疲弱, 原料仍出现 2%-5% 过剩, 供需结构尚未修复, 钴短期 “超跌反弹” 时间与空间有限, 或持续磨底。
- **基本金属:** 受益全球掀起降息潮, 短期板块 risk on, 但需求疲弱而去库放缓或垒库, 关注处于中周期起点的电解铝。1) 电解铝: 国内电解铝社会库存总计约 111.85 万吨, 较前周减少 0.35 万吨, 氧化铝价格继续承压, 产业链利润向电解铝环节转移; 2) 铜: TC 继续下滑, 保税区库存连续 12 周下滑; 3) 锌: 短期供需持稳下精矿 TC 高位持稳运行, 社会库存续降; 4) 锡: 下游企业需求方面总体维持疲弱状态, 锡价低位震荡。整体来看, “电解铝产能红线”——4500 万吨左右, 2020 年有效产出 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。
- **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，亦是板块内现在配置的重点；而从中长期来看，电解铝和钕铁硼磁材也需要给予关注——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，或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

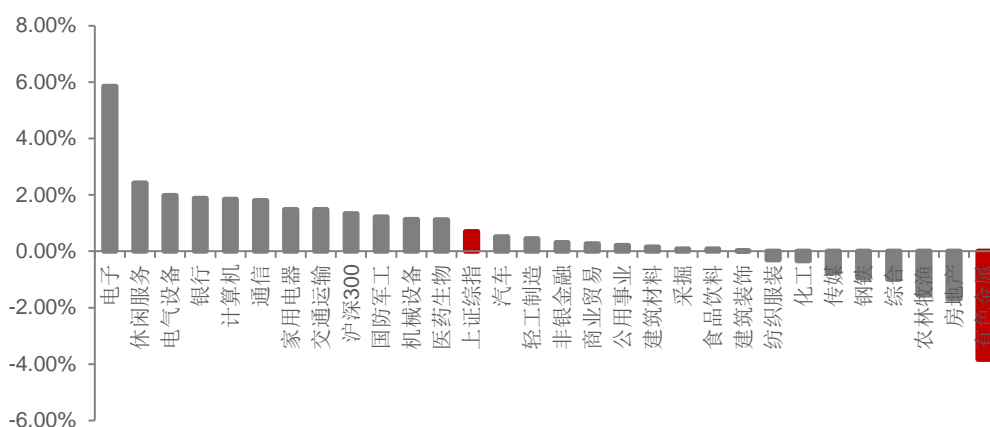
1. 本周行情回顾	- 4 -
1.1 股市行情回顾: A股整体收涨, 有色板块回调	- 4 -
1.2 贵金属: 降息预期下, 价格整体震荡上行	- 5 -
1.3 基本金属: 基本面承压, 价格整体回落	- 5 -
1.4 稀有金属: 价格分化明显, 钴短期反弹, 锂持续下滑	- 6 -
2. 宏观“三因素”运行态势跟踪	- 8 -
2.1 中国因素: 企业利润由正转负, 利率下行仍有空间	- 8 -
2.2 美国因素: 制造业 PMI 创 09 以来新低, 7 月降息概率保持 100%.....	- 8 -
2.3 欧洲因素: 欧元区制造业 PMI 继续低位下滑, 欧央行如期释放降息预期-	9 -
3. 贵金属: 美联储降息将至, 把握黄金加配窗口	- 10 -
3.1 美国制造业 PMI 继续下滑, 下周美联储降息几成定局	- 10 -
3.2 黄金 ETF 持仓较为稳定, COMEX 净多头结构持续	- 11 -
3.3 基金持仓: 黄金增配明显, 但仍处历史较低位置	- 12 -
4. 基本金属: 基本面压力仍存, 价格整体回落	- 13 -
4.1 铝: 需求触底成本支撑, 再生铝价格保持稳定	- 13 -
4.2 铜: TC 继续下滑, 铜保税区库存持续下降	- 15 -
4.3 铅: 加工费维稳, 铅价持续走强, 库存出现降势	- 16 -
4.4 锌: 短期供需持稳下精矿 TC 高位持稳运行, 社会库存续降.....	- 16 -
4.5 锡: 市场需求疲软, 锡价低位震荡	- 17 -
5. 新能源金属: 钴锂资源中期承压, 钴价短期异动反弹	- 18 -
5.1 电动车产业链: 中汽协下调 2019 年新能源车销量预测, 行业去库延续-	18 -
5.2 锂钴: 钴盐价格反弹, 锂价仍然弱势	- 20 -
5.3 稀土磁材: 稀土市场弱势运行, 钕铁硼磁材价格下跌明显.....	- 24 -
6. 投资建议	- 25 -
7. 风险提示	- 25 -
8. 附录: 全球有色金属价格、库存走势 (07.22-07.26)	- 26 -

1. 本周行情回顾

1.1 股市行情回顾：A 股整体收涨，有色板块回调

- 周内，国际方面，欧央行 7 月会议维持三大基准利率不变，修改利率前瞻指引，如期释放货币宽松预期；美国 7 月 Markit 制造业 PMI 初值 50，创 2009 年 9 月以来新低。美股三大指数集体收涨（道指↑0.14%，纳斯达克↑2.26%，标普↑1.65%）；国内方面，科创板本周正式开板，A 股整体收涨 0.70%，从 SW 一级行业指数来看，其中电子、休闲服务、电气设备涨幅居前。有色金属板块继上周大幅上涨后，本周出现回调。
- 具体来看：综合指数中，上证指数收于 2944.54 点，环比前周上涨 0.70%；深证成指收于 9349.00 点，环比前周上涨 1.31%；沪深 300 收于 3858.57 点，环比前周上涨 1.33%；申万有色金属指数收于 2865.16 点，环比前周下跌 3.83%，跑输上证综指 4.53 个百分点。SW 一级行业指数周度走势如下图所示。

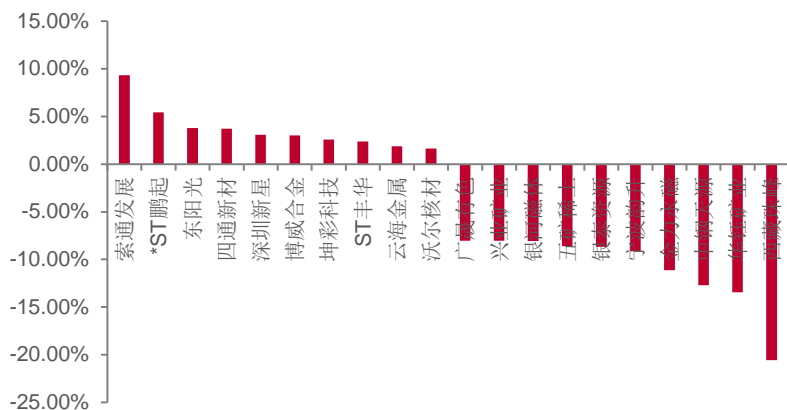
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 周内，有色板块出现回调，二级子行业均收阴。所统计 119 只个股中：18 只个股出现不同程度上涨，4 只个股与上周持平，其余 97 只个股均出现不同程度下跌，具体来看，稀土永磁标的受稀土价格近期下跌等的影响，本周回调幅度较大；贵金属板块前期上涨幅度较大，叠加美国经济短期出现一定韧性，本周亦出现回调，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

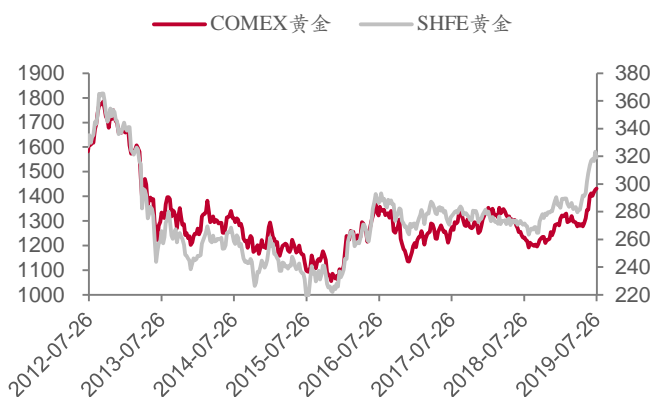


来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 降息预期下, 价格整体震荡上行

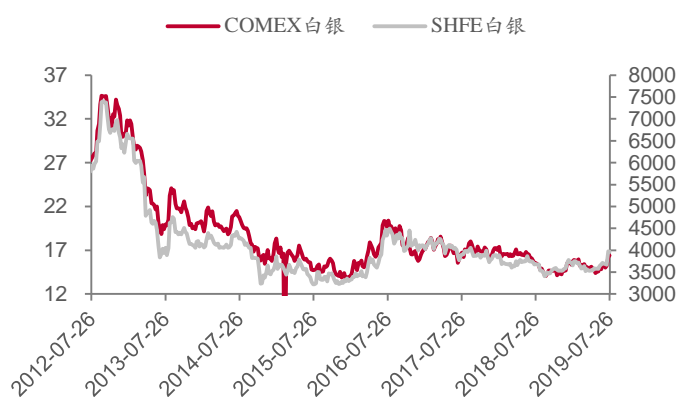
- 美国 Markit 制造业 PMI 创 09 年以来新低, 不达市场预期, 美联储降息预期加码, 本周贵金属价格整体震荡上行。截至 2019 年 7 月 26 日, COMEX 黄金收于 1431.8 美元/盎司, 较上周上涨 0.4%; COMEX 白银收于 16.4 美元/盎司, 较上周上涨 1.1%。

图表 3: 黄金价格走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 白银价格走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

1.3 基本金属: 基本面承压, 价格整体回落

- 上周在全球降息潮预期下, 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, 基本金属趋势性机会仍需等待, 本周基本金属价格出现回落。本周, 宏观层面来看, 美国及欧元区制造业 PMI 均不达市场预期, 欧元区如期释放货币政策宽松预期, IMF 下调全球经济增长预期, 土耳其回购利率大幅下调 425 个基点。但基本面供需决定了基本金属的长期趋势, 在供需未改善的前提下, 价格反弹缺乏足够的动能支撑, 因此本周 LME 基本金属指数收于 2824 点, 环比前周下跌 1.7%。基本金属价格方面, LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍周涨跌幅分别为 -1.8%、-2.2%、1.4%、0.7%、-0.6%、-3.5%。

图表 5: 基本金属周涨跌幅 (7.22-7.26)

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	2824	-1.7%	0.8%
铜	LME	5966	-1.8%	0.9%
	SHFE	47050	-1.9%	-2.7%
铝	LME	1807	-2.2%	-2.5%
	SHFE	13875	-0.4%	2.1%
铅	LME	2075	1.4%	3.2%
	SHFE	16765	0.5%	-7.1%
锌	LME	2441	0.7%	-0.5%
	SHFE	19250	-1.7%	-8.0%
锡	LME	17655	-0.6%	-9.3%
	SHFE	135300	0.3%	-5.7%
镍	LME	14135	-3.5%	32.8%
	SHFE	111240	-6.1%	26.3%

来源: wind, 中泰证券研究所

1.4 稀有金属: 价格分化明显, 钴短期反弹, 锂持续下滑

- 钴盐价格短期反弹。**由于钴价大幅回落, 电钴供给端出现 11% 收缩, 库存量亦大幅回落, 电钴行业当前正在经历“低产出 & 低库存”阶段, 部分钴生产商与贸易商认为价格已经接近筑底, 挺价意愿明显, 包括钴盐, 产业链出货以及下游采购节奏变化, 因此继电钴异动之后, 本周钴盐也出现反弹, 本周硫酸钴、氯化钴较上周分别上涨 2.4%、2.9%。
- 下游需求锐减, 锂价亦持续走低。**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。本周锂价格继续下调, 碳酸锂 (工业级)、碳酸锂 (电池级)、氢氧化锂 (工业级)、氢氧化锂 (电池级) 较上周分别下跌 0.8%、4.1%、1.4%、2.6%。
- 稀土市场弱势运行。**因下游磁材厂进入淡季, 部分贸易商心态悲观积极低价出货, 市场长期存在偏低价位的货源。受此影响, 本周氧化镨钕、氧化镝较上周分别下跌 8.0%、3.9%。
- 鹿鸣和中国黄金短期供应收缩, 需求端保持良好, 钼短期供需失衡, 价格上涨幅度较大。**本周, 钼精矿月产量高达 3000 吨的鹿鸣开始停产检修 (2018 年中国钼精矿总量 21.87 万吨, 鹿鸣约占 16.5%), 短期内较难向市场投放钼精矿; 此外, 中国黄金 (钼精矿月产量高达 1200 吨) 也向部分客户停止长单供应。需求端, 伴随钼铁 7 月钢厂招标量逐步扩大, 市场需求保持较为旺盛。钼短期供需失衡, 本周钼精矿较上周上涨 4.9%; 钼铁较上周上涨 8.1%。

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	7月26日	涨跌幅			
				7天	30天	90天	360天
钴	MB钴 (标准级)	美元/磅	12.5	-2.0%	-15.2%	-12.9%	-67.0%
	MB钴 (合金级)	美元/磅	12.8	-2.1%	-17.0%	-10.6%	-66.4%
	钴精矿	美元/磅	12.3	-0.9%	-10.6%	-24.9%	-57.0%
	金属钴	元/公斤	21.6	0.0%	-11.5%	-22.3%	-62.8%
	钴粉	元/公斤	22.9	0.0%	-10.9%	-25.2%	-63.9%
	硫酸钴	元/公斤	3.6	2.9%	-11.1%	-31.4%	-70.0%
	四氧化三钴	元/公斤	14.8	-2.0%	-14.0%	-23.3%	-66.0%
	碳酸钴	元/公斤	10.5	0.0%	-1.9%	-18.6%	-60.4%
	氯化钴	元/公斤	4.3	2.4%	-14.0%	-28.3%	-68.8%
	氧化钴	元/公斤	14.6	-3.3%	-14.1%	-22.3%	-62.6%
锂	金属锂 (99%)	元/公斤	65.5	-0.8%	-4.4%	-14.9%	-29.2%
	金属锂 (99.9%)	元/公斤					
	碳酸锂 (工业级)	元/公斤	6.3	-0.8%	-6.0%	-3.1%	-56.6%
	碳酸锂 (电池级)	元/公斤	7.0	-4.1%	-9.2%	-9.7%	-55.9%
	单水氢氧化锂 (工业级)	元/公斤	7.3	-1.4%	-7.6%	-12.0%	-47.3%
	单水氢氧化锂 (电池级)	元/公斤	8.3	-2.6%	-9.1%	-17.3%	-44.8%
铜箔	铜箔价格 (8 μm)	元/公斤	89.5	0.0%	0.0%	0.0%	-7.3%
	铜箔加工费 (8 μm)	元/公斤	4.2	0.0%	0.0%	3.6%	-1.6%
硫酸镍	硫酸镍 (Ni22%, Co 0.4%)	元/吨	2.5	0.0%	0.0%	-1.0%	-
	硫酸镍 (Ni22%, Co 0.05%)	元/吨	2.5	0.0%	0.0%	-1.0%	-
三元前驱体	三元523/动力	元/吨	7.3	2.1%	-8.2%	-19.9%	-44.2%
	三元622/动力	元/吨	7.9	1.9%	-7.6%	-17.8%	-
正极	钴酸锂	元/吨	19.2	-2.0%	-12.7%	-25.6%	-56.9%
	三元523/动力	元/公斤	12.9	0.0%	-5.1%	-11.6%	-38.9%
	三元622/动力	元/吨	14.5	0.0%	-4.6%	-11.3%	-
锑	锑精矿	元/吨	2.9	0.0%	0.0%	-19.7%	-30.5%
	锑锭	元/吨	3.8	-1.3%	-3.2%	-18.5%	-26.5%
	三氧化二锑	元/吨	3.4	-4.3%	-6.9%	-17.3%	-28.0%
镁	金属镁	元/吨	1.6	-1.6%	-3.4%	-10.5%	3.3%
钼	钼精矿	元/吨度	1920.0	4.9%	7.3%	8.5%	23.1%
	钼铁	元/吨	13.4	8.1%	11.7%	10.7%	24.7%
硅	金属硅	元/吨	1.1	-1.1%	-5.7%	-8.4%	-20.2%
	硅铁	元/吨	6488.0	-0.9%	9.2%	6.6%	-16.0%
钛	海绵钛	元/吨	7.1	0.0%	0.0%	8.2%	33.0%
钨	APT	元/吨	11.3	1.8%	-12.1%	-26.0%	-34.8%
	钨精矿	元/吨	7.5	0.0%	-14.4%	-22.4%	-32.3%
	氧化钨	元/吨					
铌	铌矿	美元/磅	9.2	0.0%	-7.1%	-13.3%	-13.3%
	五氧化二铌	元/公斤	22.0	-1.3%	-7.2%	-10.9%	8.4%
钒	五氧化二钒	元/吨	13.3	7.7%	7.3%	-39.8%	-27.0%
	钒铁	元/吨	13.5	4.7%	1.9%	-40.0%	-26.2%
锆	海绵锆	元/公斤					
	锆英砂	元/吨	25.0	0.0%	0.0%	0.0%	38.9%
	氧氯化锆	元/吨	1.7	0.0%	0.0%	-4.3%	-4.8%
稀土	氧化镨钕	元/吨	28.8	-8.0%	-21.1%	0.7%	-15.3%
	氧化镨	元/公斤	184.0	-3.9%	-8.7%	32.4%	55.3%
	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

2. 宏观“三因素”运行态势跟踪

2.1 中国因素：企业利润由正转负，利率下行仍有空间

- **企业利润由正转负，下行压力增大，货币政策维持宽松。**7月27日，根据国家统计局公布的最新数据：19年1-6月全国规模以上工业企业实现利润总额29840.0亿元，累计同比下降2.4%，降幅扩大，其中6月利润总额同比-3.1%，由上月1.1%转负。从具体企业类别来看，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额9368.8亿元，同比下降8.7%；股份制企业实现利润总额21390.6亿元，增长0.2%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额7186.2亿元，下降8.4%；私营企业实现利润总额7430.7亿元，增长6.0%。利润总额增速再度放缓反映经济下行压力增大。
- **行业持续分化，整体需求走弱。**从行业来看，上游行业由于供给压制减弱，同时受原油和铁矿石价格上涨影响，利润持续回落，石油加工、黑色金属冶炼、化工等行业利润同比分别下降53.6%、21.8%和13.8%。汽车制造业受需求低迷影响，行业利润同比下降24.9%。新经济保持高速增长，专用设备、电气机械等行业利润增长较多，分别为16.6%和13.0%。在41个工业大类行业中，利润总额同比减少的行业与前5月持平为15个，经济整体需求并未企稳。
- **总体来看，下行压力仍大，政策宽松加码。**外部方面，全球经贸降温趋势未改，美国经济基本面也在走弱，美联储7月将开启降息周期，全球新一轮宽松已经重启。国内来看，棚改退潮，房地产市场逐渐降温，中小城市地产仍是国内主要风险。根据我们宏观组的判断，下半年经济下行压力仍大，国内政策也会维持宽松，降准或会继续。

图表7：全国规模以上工业企业利润总额累计同比



来源：wind，中泰证券研究所

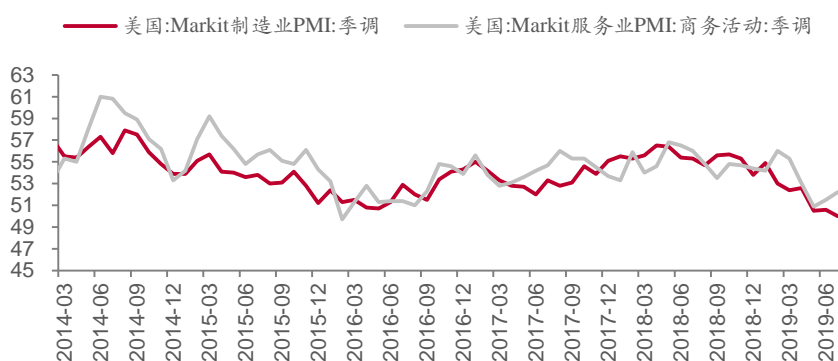
2.2 美国因素：制造业 PMI 创 09 以来新低，7 月降息概率保持 100%

- **美国 7 月 Markit 制造业 PMI 下行，美联储 7 月降息概率维持 100%。**根据 7 月 24 日最新数据，美国 7 月 Markit 制造业 PMI 初值 50，预期 51，前值 50.6，创 2009 以来的新低，不达市场预期；7 月 Markit 服

务业 PMI 初值 52.2，预期 51.7，前值 51.5。7 月美国制造业 PMI 刚好位于荣枯线，暗示制造业处于停滞状态，主要受汽车行业低迷和全球经济不确定性加剧影响。本周美股再创新高，美债收益率再次出现倒挂，均显示出市场对于美联储货币宽松的预期再次增强。据 CME “美联储观察”：美联储 7 月降息 25 个基点至 2.00%-2.25% 的概率为 78.6%，降息 50 个基点的概率为 21.4%。

- **美国 6 月成屋销售超预期下滑。**全美房地产经纪人协会公布的数据显示，经季节性调整后，6 月美国成屋销售环比下滑 1.7% 至 527 万套，逊于预期。现房中位数价格 6 月创历史新高 28.6 万美元，同比增长 4.3%，连续第 88 个月增长。尽管美国抵押贷款利率下降，失业率也降至 50 年来最低水平，但由于土地和劳动力短缺、建筑材料价格攀升，房屋供应特别是低价住房供应不足，造成房价上涨，住房市场持续疲软。此前公布的数据显示，6 月美国房屋建设许可降至两年来低位，美国房地产市场或进一步萎靡。美国经济增长前景黯淡，房地产市场的进一步萎缩使得下周美联储 FOMC 会议降息几成定局。

图表 8: 美股 PMI 跌至枯荣线, 创 2009 年以来新低



来源: Wind, 中泰证券研究所

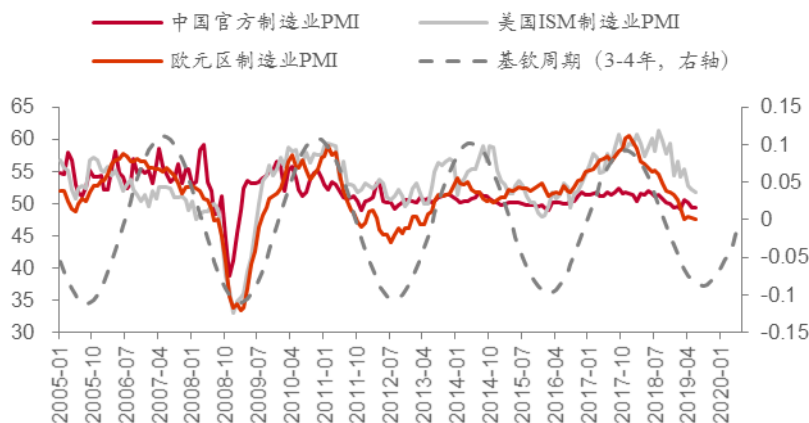
2.3 欧洲因素: 欧元区制造业 PMI 继续低位下滑, 欧央行如期释放降息预期

- **欧元区 7 月制造业 PMI 指数继续低位下滑至 46.4, 不达市场预期。**根据 7 月 24 日公布的最新数据, 欧元区 7 月制造业 PMI 初值为 46.4, 预期为 47.6, 前值为 47.6; 服务业 PMI 初值为 53.3, 预期为 53.3, 前值为 53.6; 综合 PMI 初值为 51.5, 预期为 52.1, 前值为 52.2。制造业 PMI 继续下滑, 欧元区经济增长乏力。从分项来看, 产出指数从上月 48.5 下降至 47, 为 2013 年初以来的最低水平; 价格分项从上月的 50.6 下降至 48.7, 为 2016 年 9 月以来首次跌至 50 以下。ISH Markit 表示企业担忧包括脱欧以及汽车行业的走弱等一系列风险。
- **欧央行 7 月会议维持三大基准利率维持不变, 如期释放货币宽松预期。**在 7 月 25 日的会议上, 欧洲央行 (ECB) 理事会决定, 主要再融资业务的利率以及边际贷款工具的利率和存款工具的利率将维持不变。理事会预计, 欧洲央行的关键利率至少将在 2020 年上半年维持在目前或较低水平, 以确保通胀在中期内达到其目标。理事会打算在开始提高欧洲央行关键利率之前的较长时间内, 继续全额再投资“根据资产购买计划购买的到期证券”, 以保持有利的流动性条件和充足的货币宽松。理事会还强调, 由于

已实现的和预测的通货膨胀率一直低于与其目标一致的水平,因此有必要在较长时期内采取高度宽松的货币政策立场。

- 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。

图表 9: 中美及欧元区 PMI & 基钦周期



来源: Wind, 中泰证券研究所

3. 贵金属: 美联储降息将至, 把握黄金加配窗口

3.1 美国制造业 PMI 继续下滑, 下周美联储降息几成定局

- 如上文所述, 欧央行如市场预期维持宽松的货币政策, 而美国制造业 PMI 创 09 以来新低, 下周美联储降息几成定局。7 月 24 日最新数据, 美国 7 月 Markit 制造业 PMI 初值 50, 预期 51, 前值 50.6, 创 2009 以来的新低, 不达市场预期; 经季节性调整后, 6 月美国成屋销售环比下滑 1.7% 至 527 万套, 逊于预期。美国经济增长前景黯淡, 叠加房地产市场的进一步萎缩, 虽然美国经济 Q2 表现出一定韧性, 但美联储 7 月 FOMC 会议降息几成定局。
- 真实收益率略微上行, 周内金价上涨 0.36%; 但真实收益率下行、金价上行趋势未改。截至 7 月 27 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 78.6%, 降息 50 个基点的概率为 21.4%。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 0.30 附近, 降幅接近 90bp。周内真实收益率较上周略微上行至 0.30, COMEX 金价周内继续震荡上行, 总体收涨 0.6%。

图表 10: 金价与美国真实收益率对比

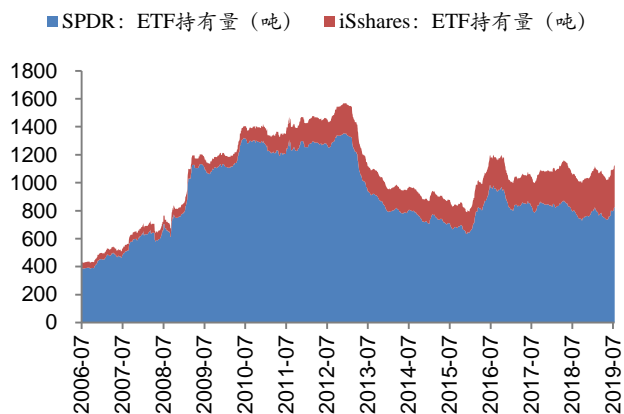


来源: Wind, 中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓较为稳定, COMEX 净多头结构持续

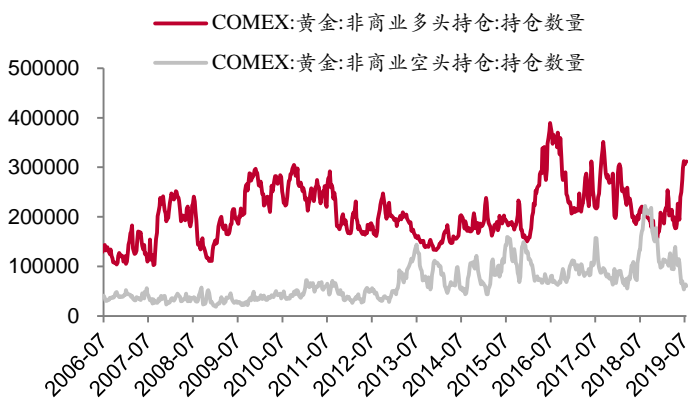
- **黄金 ETF 持仓较为稳定, COMEX 净多头结构延续。**本周, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1119.60 吨, 较前周增加 1.95 吨, 黄金 ETF 持仓量仍较为稳定。周内, COMEX 黄金非商业多头持仓略微上升至 31.19 万张附近 (前值 30.95 万张附近), 同时非商业空头持仓上升至 6.06 万张附近 (前值 6.40 万张附近), 净多头持仓量环比前周略升至 25.13 万张 (前值 24.55 万张), COMEX 净多头结构延续。

图表 11: 黄金 ETF 持仓情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: COMEX 黄金多头与空头持仓情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **金银比价处于历史高位, 修复动能强劲, 白银投资价值剧增。**当前金银比处于历史高位, 本周甚至一度超过 90, 从历史上来看, 一般是 40-80 运行区间; 另外, 从工业属性来看, 白银在近三年供给年均 1.4% 收缩, 今年以来持续的光伏高景气 (白银工业需求中增速最快领域), 这都带动了供需结构的边际变化, 从而使得修复动能很是强劲。

图表 13: 金银比处于历史高位, 向下修复动能强劲

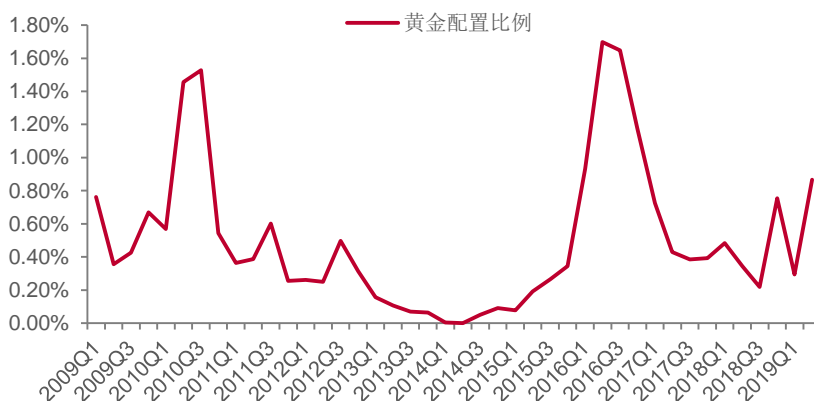


来源：Wind，中泰证券研究所

3.3 基金持仓：黄金增配明显，但仍处历史较低位置

- 从趋势来看，基金对有色金属行业的配置比例自2018年以来逐步下滑，2019Q2有抬头趋势，主要与黄金行情再次启动有关。从子板块来看，2019Q2基金对黄金板块配置占有色金属行业的65.69%，比重环比提升33.59pct；同期对稀有金属的配置环比下降24.68pct至19.59%。虽然近期基金增加了黄金的配置比例，但是拉长时间区间来看，当前基金对黄金的配置比例仍低于1%，远低于历史高位水平，黄金板块并未出现投资过热的情形。

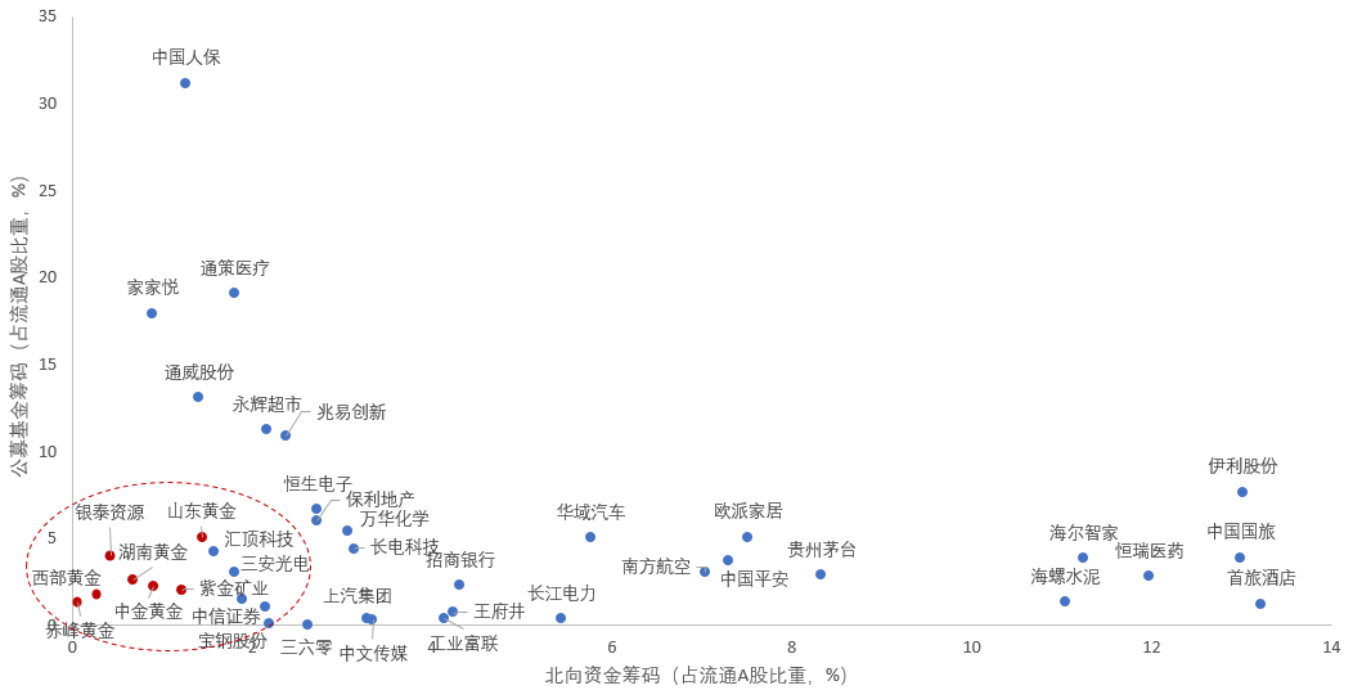
图表 14：黄金板块配置比例仍处历史低位



来源：Wind，中泰证券研究所

- 从筹码分布来看，黄金板块个股筹码较为分散，配置比例有很大提升空间。我们对比了目前部分行业龙头股与黄金个股公募筹码与北向筹码的分布特征，其中公募持仓数据是2019Q2开放式普通股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金持仓数据，北向资金数据为2019年7月25日，可以发现：黄金个股集中在了左下方的象限，筹码分布具有两低的特征，即公募基金持仓比例低、北向资金持仓比例低。当然，从黄金板块内部筹码分布来看，国内公募基金与外资均较青睐于山东黄金。

图表 15: 黄金个股筹码分布 (公募 vs.北向)



来源: wind, 中泰证券研究所

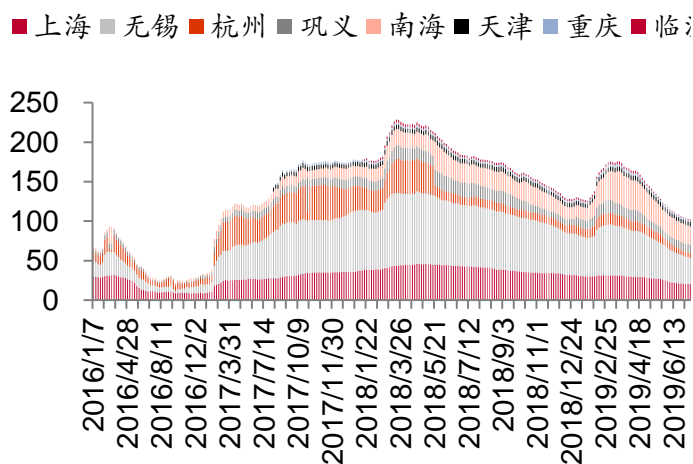
- 综上, 美国经济自 18 年 Q4 见顶、5 月底趋势回落, 当前处于加速回落阶段, 并将继续带动真实收益率趋势性回落, 打开金价上涨空间。我们认为, 当前时点, 金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行, 维持前期观点, 黄金板块配置价值不减。

4. 基本金属: 基本面压力仍存, 价格整体回落

4.1 铝: 需求触底成本支撑, 再生铝价格保持稳定

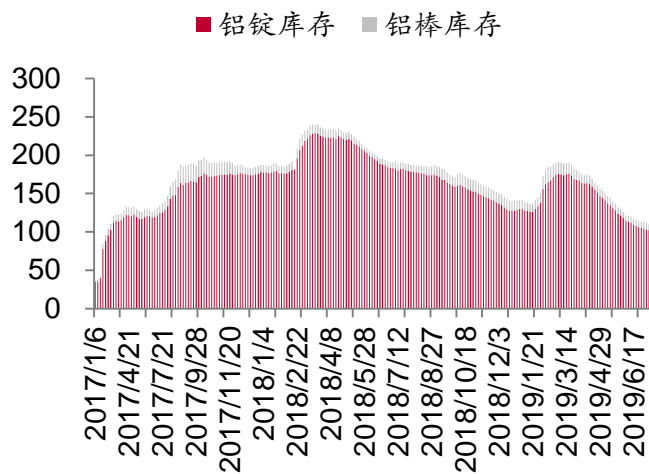
- 去库继续放缓。SMM 统计数据显示, 2019 年 7 月 25 日国内电解铝社会库存 103.5 万吨, 较前周减少 0.7 万吨。叠加“我的有色”铝棒库存数据, 总计 111.85 万吨 (其中, 铝棒库存 8.35 万吨, 增加 0.35 万吨), 较前周减少 0.35 万吨; LME 库存 7 月 25 日为 102.13 万吨, 较前周增加 15.47 万吨。
- 华东区域, 周内西北等地到货数量仍然偏低, 虽有部分山东货源补充, 但整体到货量仍然低于同期。与之相对华南市场周内库存以外走低, 仍有部分在途货并未进库, 而部分下游逢低补库加剧周内去库。华中市场受前期运费下调影响, 到货集中, 但周内随着现货对 SMM 铝价贴水扩大至 120 元/吨以上, 到货吸引力下降, 部分库存或将流入华东市场, 随着消费淡季的进一步深入, 预计短期电解铝维持不流通的小幅累库节奏, 但 8 月下旬有望重启加速去库行情。

图表 16: 国内电解铝社会库存走势



来源: SMM, 中泰证券研究所

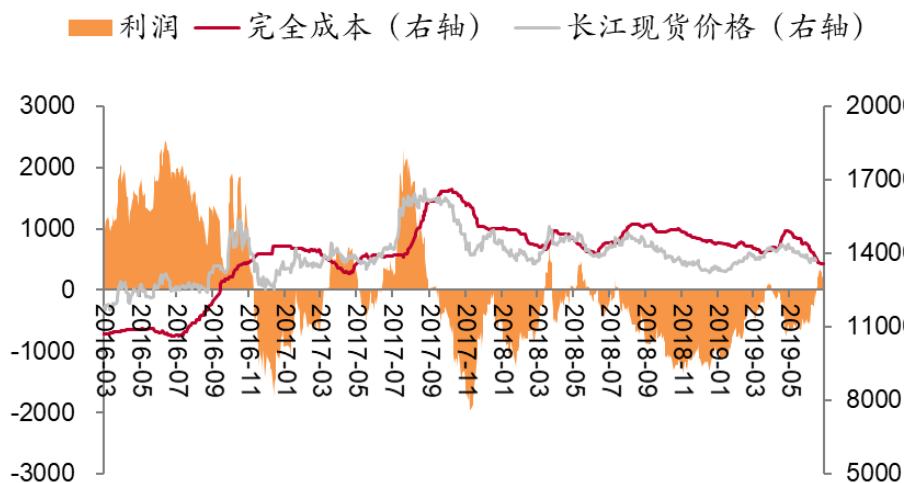
图表 17: 国内铝锭及铝棒总库存走势



来源: 我的有色, SMM, 中泰证券研究所

- **现货交投表现:** 本周 A00 铝价保持区间震荡, 再生铝价格同步持稳。整体来看, 传统淡季特征较为明显, 成交活跃度降低, 也使得本就处于年内谷底的再生铝行业行情相对平稳。具体来看: 1) 需求端显现出明显的淡季特征。加之此前两月终端去库存带来的透支消费, 基本下游需求方面已然触底, 并未出现继续恶化, 反而是对于 8 月底以后淡季过后得消费复苏仍有期待; 2) 供应上, 废铝供应有所减少。加之因铝价逐步企稳, 再生铝企业低位原料库存下对废铝采购意愿增加, 废铝价格已出现止跌反弹得趋势。再生铝成本有增加的趋势; 3) 进出口方面, 出口再生铝 ADC12 价格小幅走低, 目前出口日本基本港口 ADC12CIF 价格跌至 1410~1460 美元/吨。各路进口复化锭或铝合金锭卖盘询价依旧积极。但成交仍相对有限。
- **盈利表现: 产业链利润由氧化铝环节流转至电解铝环节。** 由于氧化铝进口环比增加, 叠加新增与复产产能持续释放以及氧化铝需求较平稳, 氧化铝基本面继续承压, 本周价格继上周急速下跌后保持稳定, 但氧化铝价格已经跌至成本线, 下方空间有限。具体来看, 氧化铝平均价格为 2525 元/吨左右, 动力煤价格 592 元/吨, 预焙阳极价格变动不大, 按 7 月 26 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 13586 元/吨, 吨铝盈利约 354 元, 产业链利润自氧化铝环节流转至电解铝环节。具体走势如下图所示。

图表 18: 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

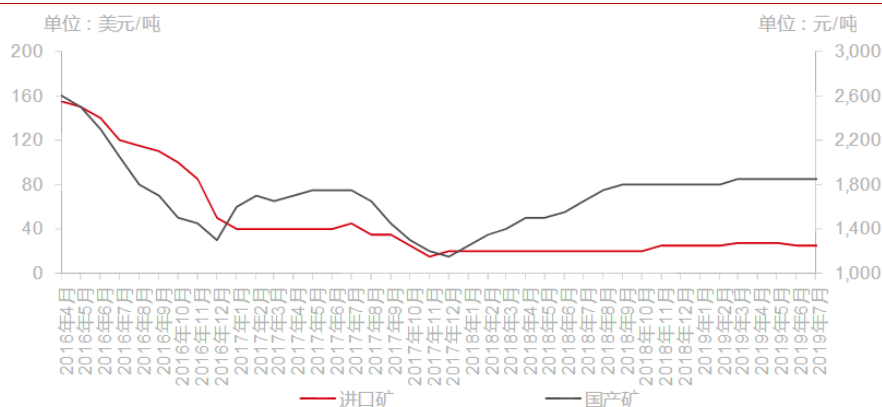
4.2 铜: TC 继续下滑, 铜保税区库存持续下降

- 本周, SMM 干净矿现货 TC 报 53-57 美元/吨, 较上周降 1 美元/吨, 重心已经位于 CSPT 小组定的三季度地板价 Mids-50 (55 美元/吨上下), 但非 CSPT 小组成员在 55 美元/吨之下成交的现货铜精矿 TC 已经变的并不鲜见。
- **铜矿供应再添干扰因素:** 因秘鲁政府批准南方铜业 12 万吨/年 Tia Maria 铜矿建设许可, 遭到 Arequipa 居民的抗议, 周内抗议升级, 铁路公司和港口运输均表示受到影响, 其中除影响 Las Bambas 发运之外, 其他部分矿山也表示发货有所受阻。除此外, 智利 Collahuasi 铜矿砷含量超标令市场担忧干净矿收紧情绪仍在升温; 赞比亚政府和 KCM 的“较量”依旧在持续之中, 铜矿供应的干扰持续冲击市场。
- **现货交投表现:** 华北地区, 消下游消费放缓, 市场长单供应充足, 令散单需求偏少; 但期铜高位回落令贸易商有挺价情绪, 令本周升贴水僵持于贴水 80~贴水 20 元/吨区间波动, 现货成交表现不佳, 表现僵持, 供需双方表现继续拉锯。华南地区, 截止本周五, 广东库存报 4.27 万吨左右, 较上周增加 0.25 万吨左右。因进口铜增库, 供给压力大; 令市场悲观情绪蔓延, 贸易商甩货意愿强烈, 主动降价力求成交; 自周初贴水 30 下调至周五贴水 100 元/吨。下游企业按需采购, 贸易商接货则显犹豫, 市场供过于求导致成交较困难。
- **开工率方面,** 6 月份铜冶炼企业平均开工率为 86.19%, 环比大幅回升 10.67 个百分点, 主因系 4、5 月份集中检修的冶炼厂产量开始恢复正常所致。受上半年新扩建达产不及预期、大量检修发生在上半年影响, 上半年 SMM 电解铜累计产量出现 1.18% 负增长。
- **库存方面,** 截至本周五, 上海保税区库存环比上周五继续减少 0.65 万吨至 39.75 万吨。自 5 月 10 日开始保税区铜库存连续减少已达 12 周, 累计减少 19.05 万吨, 相较春节后减少 4.42 万吨。

4.3 铅：加工费维稳，铅价持续走强，库存出现降势

- 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；本周河南岷山、豫光等炼厂陆续复产，原料需求逐步提升，而矿山方面，随着恶劣天气结束，云南地区雨季结束，矿山逐步复产，故供需呈稳中回升的过程；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 19：国产及进口铅精矿 TC 走势图



来源：SMM，中泰证券研究所

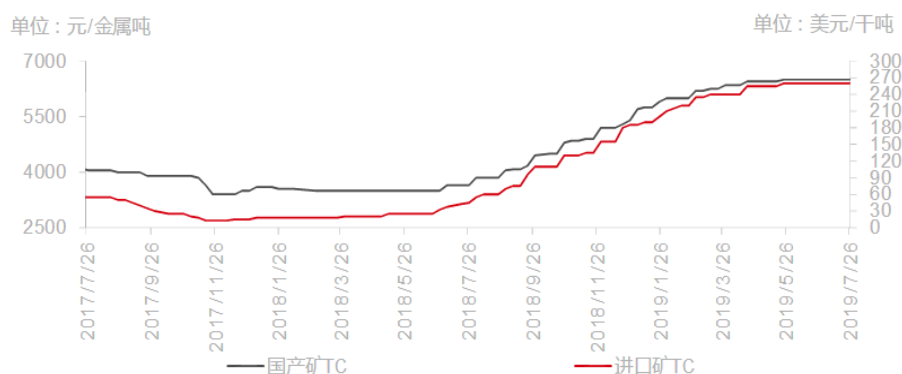
- 现货交投表现**：本周国内现货铅价持续走强，市场现货成交略有好转，下游成品库存及经销商库存较上周来看有一定去库，但炼厂散单出货仍维持在 150-50 元/吨的贴水幅度，再生精铅的贴水至 250-150 元/吨；炼厂方面，本周河南岷山复产，豫光于本周五开始投料，预计到下周基本完全恢复，电解铅的供应量或缓解上涨的幅度。
- 库存变化**：本周铅锭五地社会库存总量下降千余吨至 3.83 万吨。本周铅价延续强势，同时蓄电池市场消费向好，蓄企避险情绪稍有缓和，陆续按需采购。周初因市场货源相对宽松，且考虑到价差优势，下游采购多偏向炼厂货源，而后贸易商扩大报价贴水，国产铅普通品牌报至对沪期铅 1908 合约贴水 70-20 元/吨（尤其是江浙市场），此外，再生铅市场因环保因素，部分地区小型炼厂生产受限，再生精铅贴水较周初收窄，截止周五报至对 SMM1# 电解铅均价贴水 250-150 元/吨，部分需求回流至原生铅，以致社会库存出现降势。但值得注意的是，下周河南原生铅炼厂检修结束，后续消费亦存在增长预期，供需双增博弈，社会库存难有较大的降幅。

4.4 锌：短期供需持稳下精矿 TC 高位持稳运行，社会库存续降

- 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，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 7.97(7 月 22 日-7 月 25 日)，较上周 7.92 小幅上修，

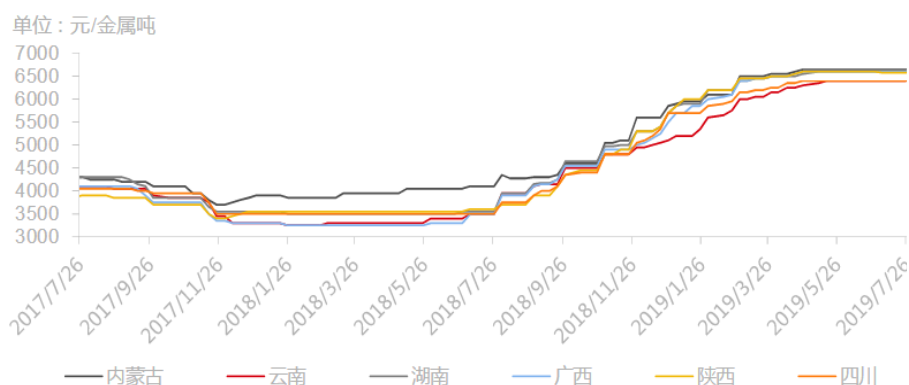
周均进口亏损较上周收窄 100 元/吨至 650 元/吨左右。本周现货市场仅听闻 SMC 流通，较 0# 国产维持贴水 40-贴水 30 元/吨左右，临近周末已基本消化。

图表 20: 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 21: 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:** 本周锌价走低后窄幅震荡，周初锌价运行重心下移，同时贸易商第二批长单集中到期，现货端贸易商需求与下游采购需求同时释放，带动市场成交明显好转，随后期锌止跌企稳进入区间震荡，因订单趋弱下游并无进一步补库诉求，同时贸易商月内长单多数结束后补单需求亦有放缓，市场成交明显转弱；临近周末，伴随锌价再次下探，下游逢跌入市询价采购需求有所回暖，贸易商交投转弱之际下游实际消费略有升温，市场交投呈两边高中间低，本周总体成交量较上周有所增加。
- 库存变化:** 本周三地锌社会库存较上周五下降 1100 吨，较本周一下降 6700 吨至 14.45 万吨，库存不增反降。据 SMM 了解，本周库存持续录得下滑，主因一部分炼厂及进口到货量均不多，而下游本周逢低有所补库拿货，带动出库行为，库存录得下滑。

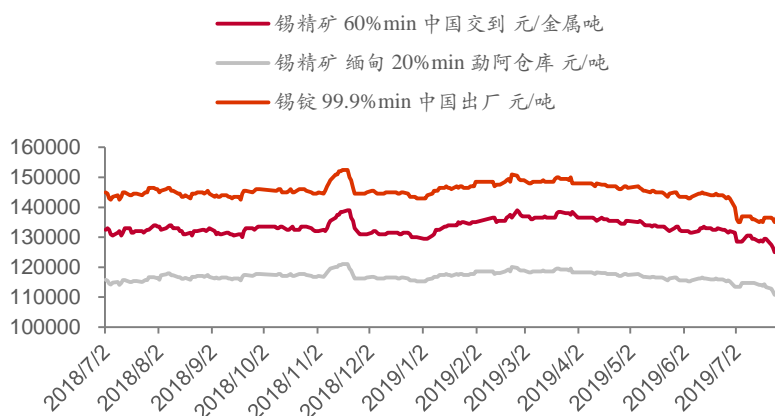
4.5 锡: 市场需求疲软, 锡价低位震荡

- 由于美元指数重心上扬、原油价格维持偏弱震荡、LME 锡库存偏高，本周伦锡电子盘总体维持承压震荡格局，上方受阻 17950 美元，即使周三出现低位回升表现长阳线上涨，也难突破此阻力，随后伦锡走势再次呈现阴跌

态势，抹掉了周三近半的涨幅，周内探低 17500 美元/吨。

- 本周沪期锡主力 1909 合约维持震荡局面，周三快速下挫至周内低点 130760 元/吨，随后快速反抽再度回到横盘区间附近。本周沪锡现货价格跟随盘面上下波动，升贴水方面未有明显变动，周内成交氛围总体维持偏弱的状态，下游企业仅刚需补货。周三沪期锡盘面大幅下挫时，套盘商及下游企业积极逢低采购，套盘货源升水区间为升水 500-1500 元/吨，但沪期锡盘面快速反抽后，现货市场成交氛围再次回归平淡。周五主流成交价为 135000-136500 元/吨，所有升水都表现高位回落，套盘云锡升水 1000-1200 元/吨，普通云字升水 600-800 元/吨，小牌升水 300-500 元/吨。
- 产销库存方面，根据亚洲金属网披露的数据显示，我国 6 月份锡精矿生产商库存量为 1270 吨，环比增加 12.4%，同比减少 59.5%；6 月份锡精矿生产商销量为 3795 吨，环比下滑 1.6%，同比下滑 13.6%。

图表 22：锡价格走势

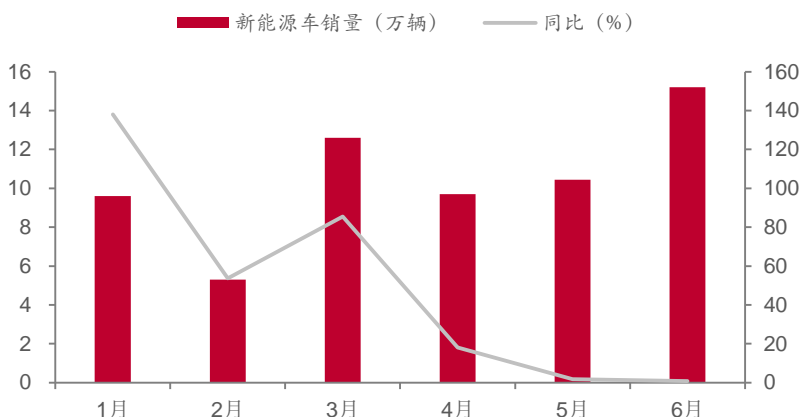


来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

5、新能源金属：钴锂资源中期承压，钴价短期异动反弹

5.1 电动车产业链：中汽协下调 2019 年新能源车销量预测，行业去库延续

- 中国汽车工业协会近日下调了年初对于 2019 年汽车销量的预判，因上半年市场表现低于预期。经过重新评估，中汽协预计 2019 年全年汽车销量为 2668 万辆左右，同比下滑 5%。新能源汽车部分，根据中汽协预测，2019 年全年新能源汽车预计销售 150 万辆左右，同比增长约 19.4%，但低于此前 160 万辆的预测。根据此前中汽协公布的数据，1-6 月，新能源汽车销售则为 61.7 万辆，虽然同比增长 49.6%，但远低于去年同期 111.6% 的增长。从品类来看，新能源乘用车依然为流产品，上半年共计销售 56.3 万辆，同比增长 58.7%，而新能源商用车销售 5.4 万辆，同比下滑 6.6%。从各种类占整体市场份额来看，2019 年上半年新能源乘用车销售份额依旧在增长，但新能源商用车份额出现了大幅缩水，分析主要原因是整体客车市场不景气，影响了新能源客车的销售。补贴退坡将对行业产生深远影响。

图表 23: 2019 年上半年新能源车销量


来源: 中汽协, 中泰证券研究所

- **2019 上半年动力电池投扩产规模仍然较大, 但短期受补贴退坡过渡期截止影响, 动力电池仍以去库为主。**根据高工锂电数据显示, 2019 年 1-6 月国内动力电池投扩产合计产能规模超 260GWh (部分企业未披露具体规模), 加上国外项目总产能或超 400GWh。上半年动力电池投扩产项目主要体现一下特征: 1) 单个项目产能及投资规模升级, 2019 年上半年动力电池单个投扩产项目无论是在产能还是投资方面都大幅提升, 其中, 产能规模达 20 GWh 以上的项目就多达 10 个, 最大规模的产能达 80 GWh; 2) 外资电池品牌快速崛起以及本土电池企业走出国门。与国内动力电池企业大肆布局相似, 外资电池企业也在加快其产能布局, 主要集中在中国和欧洲市场。但短期来看, 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。
- **2019Q2 中国锂电池四大材料市场规模为 152.3 亿元, 同比下降 10%, 未来正极材料仍将以去库为主。**据起点研究 (SPIR), 二季度锂电四大材料当中, 产值同比下跌最大的仍是正极材料, 主要是四大正极各自价格同比大幅度下滑, 其各类单价同比下滑幅度达 15~50%; 而其他三大类材料均呈现同比增长趋势, 其中负极材料和隔膜增长最大, 增幅均达到 40% 以上。导致上述现象的主要原因是: 1) 第一季度开始上游原材料钴、锂维持稳步下滑, 截至 6 月份各自下滑幅度达 1-2 万元/吨, 因此直接影响正极材料价格下跌, 同比跌幅超过 20% 以上; 2) 政策补贴退坡过渡期取消, 传统车国五换国六, 国五汽车大幅度清理库存, 导致新能源汽车销量放缓, 5 月份开始大部分电池企业开始减产, 因此正极材料堆积增多, 为快速回收现金, 材料企业价格战打起, 因此导致产值下滑; 3) 负极材料增长主要是其价格一直维持稳定, 同时高容量人造石墨应用比例增加, 价格方面相对比低容量产品高, 以及出口海外量增加。

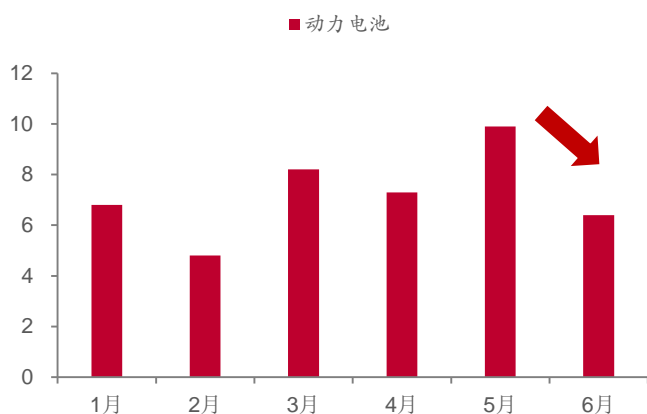
图表 24: 2019 年 Q2 中国锂电四大材料产值 (亿元)

材料	2019Q2	2018Q2	同比增长率
正极	90.6	123	-26.34%
负极	31.3	21	49.05%
电解液	16.8	15.1	11.26%
隔膜	13.6	9.6	41.67%

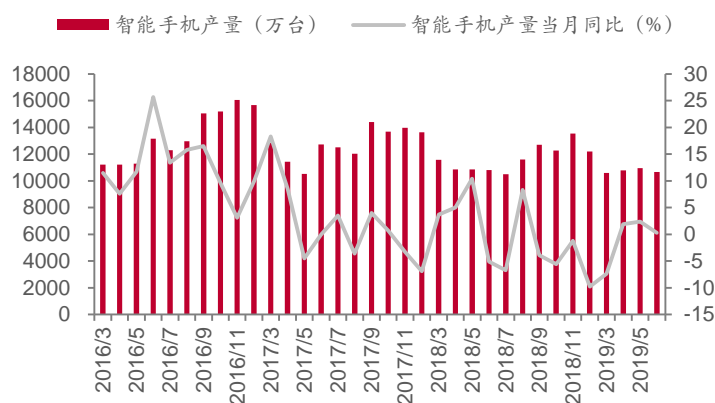
来源: 起点研究 (SPIR), 中泰证券研究所

5.2 锂钴: 钴盐价格反弹, 锂价仍然弱势

- 消费电池尚未好转, 动力电池减产, 上半年钴价持续磨底。**
 - 消费电池尚未好转:** 今年以来消费电子仍然疲软, 2019 年 1-6 月, 我国手机产量共 8.1 亿台, 同比减少 6.9%, 全球智能手机与 PC 同比仍落在负增长的区间;
 - 动力电池减产:** 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, 整体上来看, 国内动力电池产量共计 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%。
 - 2019H1 钴价持续回落磨底:** 与此同时, 上游钴原料供给仍显较为充裕, 钴价格持续回落, MB 钴 (标准级) 由 27.25 美元/磅跌至 12.78 美元/磅, 累积跌幅达到 53%; 钴盐方面, 硫酸钴由年初的 6.5 万元/吨回落至目前 3.5 万元/吨, 跌幅达到 46%。

图表 25: 国内动力电池产量


来源: 中国汽车动力电池创新联盟, 中泰证券研究所

图表 26: 国内智能手机产量


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 钴价异动, 逻辑几何?** 本周电钴全市场报价当中, 有部分机构提涨钴盐及电钴价格, 其中根据 CBC 钴锂网的数据, 本周电解钴价格出现反弹, 金属钴 (Co≥99.98) 较上周上涨 1.4%, 而多数机构均提高了钴盐的报价, 主要有逻辑有以下几点:
 - 电钴 2019H1 产量同比减少 11%, 供给端收缩明显:** 如上文所述, 价格上半年持续回落, 国内电钴企业主动减产, 今年上

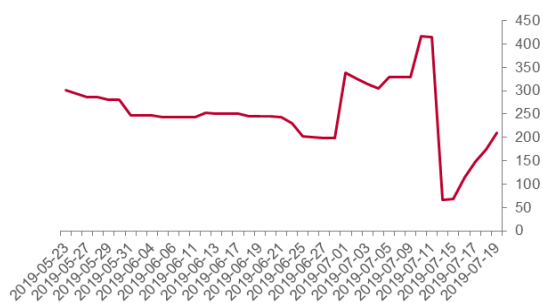
半年产量 3735 吨，较去年 4190 吨，同比减少 11%；2、电钴库存处于相对低位：进入 7 月以来，无锡盘钴库存量最低回落至 70 吨，较去年年中 500-600 吨高位已经明显去化；3、产业链部分需求商采购与生产商出货节奏变化：部分需求商认为价格已经接近筑底，开始分批建仓，下游采购意愿增强，金属钴生产商挺价意愿明显，且市场成交小幅回暖，预计未来短期内，金属钴价格具备反弹动能。4、钴盐亦有小幅上涨，供给方面，贸易商收货意向较为积极，生产商惜售情绪较重，抬涨报价，需求方面，下游询单虽有增多，但无大批量成交，零星散单交易价格上涨。

图表 27: 不同机构钴报价

第三方机构	钴产品	单位	7月26日	7月19日	涨跌幅
MB	MB钴(低级)	美元/磅	12.5	12.8	-2.3%
	MB钴(高级)	美元/磅	12.8	13.1	-2.3%
AM	钴精矿	美元/磅	7.9	8.1	-2.5%
	金属钴	元/公斤	211.0	211.0	0.0%
	钴粉	元/公斤	222.5	222.5	0.0%
	硫酸钴	元/公斤	36.5	36.0	1.4%
	四氧化三钴	元/公斤	144.5	144.5	0.0%
	碳酸钴	元/公斤	94.5	94.5	0.0%
	氯化钴	元/公斤	42.0	42.0	0.0%
	氧化钴	元/公斤	142.5	142.5	0.0%
百川资讯	钴精矿	美元/磅	12.3	12.4	-0.8%
	金属钴	万元/吨	21.6	21.6	0.0%
	钴粉	万元/吨	22.9	22.9	0.0%
	四氧化三钴	万元/吨	14.8	14.9	-0.7%
	氧化钴	万元/吨	14.6	14.9	-2.0%
	硫酸钴	万元/吨	3.6	3.5	2.9%
	氯化钴	万元/吨	4.3	4.2	2.4%
	草酸钴	万元/吨	3.6	3.6	0.0%
SMM	钴酸锂	万元/吨	19.2	19.5	-1.5%
	电钴	万元/吨	21.9	21.9	0.0%
	硫酸钴	万元/吨	3.7	3.6	2.8%
	氯化钴	万元/吨	4.3	4.2	2.4%
	四氧化三钴	万元/吨	14.7	14.7	0.0%
	氧化钴	万元/吨	14.5	14.5	0.0%
CBC有色钴锂网	钴粉	万元/吨	23.0	23.0	0.0%
	电解钴(Co≥99.8%)	万元/吨	21.3	21.3	0.2%
	电解钴(Co≥99.98%)	万元/吨	22.0	21.7	1.4%
	电解钴(进口钴)	万元/吨	23.8	23.8	0.0%
	硫酸钴	万元/吨	3.7	3.6	3.5%
金藏公司	氯化钴	万元/吨	4.4	4.2	3.6%
	钴酸锂	万元/吨	19.2	19.4	-1.3%
金藏公司	金藏钴	万元/吨	22.0	22.5	-2.2%
上海金属网	国产/进口钴	万元/吨	21.9	22.5	-2.7%
中国镍钴网	国产/赞比亚钴	万元/吨	21.7	22.4	-3.1%
安泰科	金属钴	万元/吨	22.1	22.3	-0.9%
长江有色	凯力克/金川钴	万元/吨	22.3	22.7	-1.8%
无锡不锈钢	钴价指数		21.6	21.3	1.2%
wind	广东南储金川钴	万元/吨	22.4	22.8	-1.8%

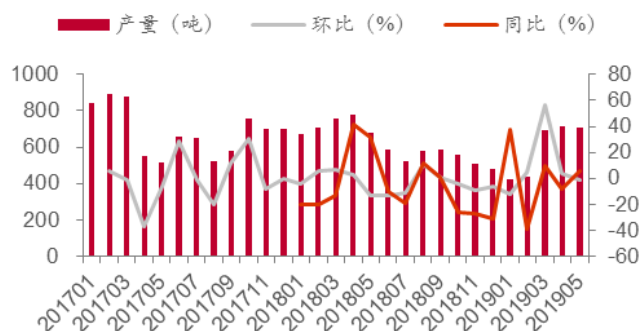
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 28: 国内无锡盘电钴库存量变化



来源: 无锡不锈钢电子交易中心, 中泰证券研究所

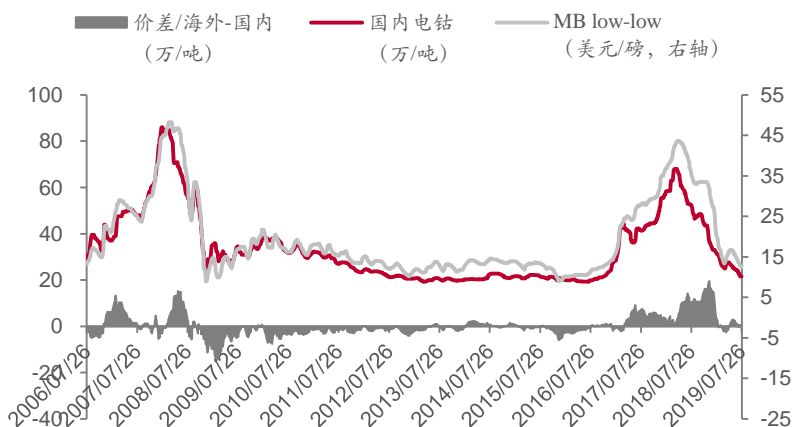
图表 29: 国内电钴产量及同比增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 下游需求仍较为疲弱, 基本面存在一定压力, 短中期仍将继续磨底。** 1) 需求端: 动力电池方面, 动力电池产量 6 月份减产 35% 左右, 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。此外, 消费电池方面, 全球智能手机与 PC 产量同比仍在负增长区间内, 由于当前 5G 处于布局初期, 消费者换机需求较弱; 2) 供给端, 新增产能将陆续投放, 2019 年增量项目主要来自于 Glencore 旗下 KCC、ERG 旗下 RTR 以及 Shalina/Chemaf, 尤其是前两者, 为最主要的供给增量: Glencore 的 KCC 项目将会进一步扩产至 2.6 万吨 (已经下调指引, 原计划 3.4 万吨); ERG 旗下 RTR 项目一期 1.4 万吨, 目前正处于试生产当中; 另外, Chemaf 方面, 直到 2020 年的产出被托克承购, 2017 年设计产能 3800 吨的工厂投产, 使得公司粗钴产能达到 6200 吨, 其扩建 Mutoshi 1.6 万吨产能将在 2019-2020 年或更晚释放。综合供需来看, 短中期内钴仍处于过剩状态, 价格将继续底部震荡。

图表 30: 国内外钴价历史走势



来源: 亚洲金属网, MB, 中泰证券研究所

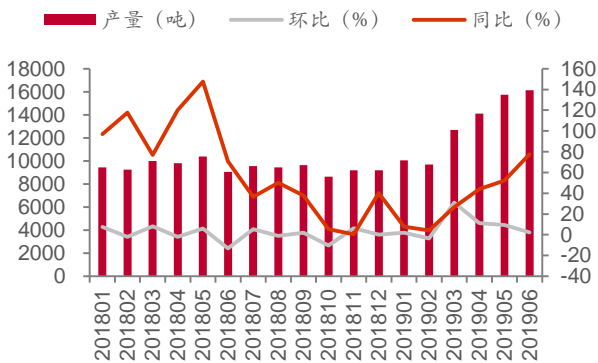
图表 31: 钴供需平衡表

供需平衡表预测	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
供应	96,084	95,851	104,804	113,283	126,362	148,100
Change%		0%	9%	8%	12%	
需求	94,529	101,195	105,943	107,485	123,483	141,100
Change%		7%	5%	1%	15%	
供需缺口 (+过剩/-不足)	1,555	-5,344	-1,139	5,798	2,879	7,000
(吨/年)						
供需缺口所占比例	2%	-5%	-1%	5%	2%	

来源: 安泰科, IDC, Darton, 公司公告, 中泰证券研究所

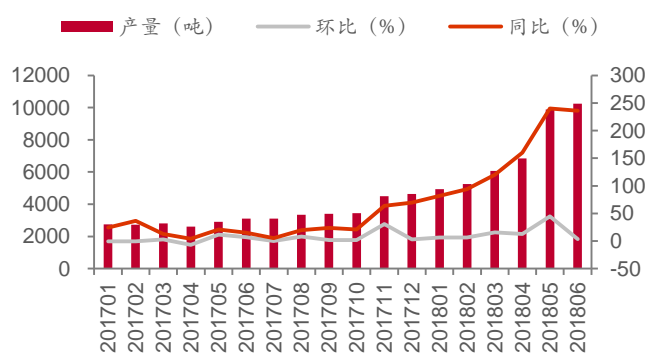
- 下游需求锐减, 锂价亦持续走低。** 1) 现货交投, 电池级碳酸锂需求不佳, 交易零星, 当前价格处于下行区间; 氢氧化锂方面, 下游高镍发展进度不及预期, 电池级氢氧化锂需求不佳, 成交稀少; 三元材料方面, 电池企业开工率恢复进度缓慢, 除高镍三元材料需求稳定外, 其余产品订单稀少。2) 需求端, 6月起国内 3C 市场进入传统消费淡季, 国内手机市场趋于饱和, 短期难迎新的需求拐点; 受新能源补贴退坡影响, 动力汽车市场成交疲软, 订单走弱。3) 供给端, 根据亚洲金属网的统计, 6月份国内氢氧化锂产量为 10350 吨, 环比走高 3.7%, 同比上升 236.1%; 碳酸锂产量为 16120 吨, 环比走高 2.4%, 同比上升 77.5%; 三元材料产量 17740 吨, 环比减少 4.8%, 同比上升 109%; 第二季度, 澳洲锂辉石的出货量 (折合碳酸锂 LCE) 达到 5.01 万吨, 环比下降 4.5%; 澳大利亚锂生产商 Orocobre 二季度碳酸锂产量为 3455 吨, 环比上升 12%。

图表 32: 国内碳酸锂产量



来源: 亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 33: 国内氢氧化锂产量



来源: 亚洲金属网, 中泰证券研究所

5.3 稀土磁材: 稀土市场弱势运行, 钕铁硼磁材价格下跌明显

- 稀土市场弱势运行:** 本周多数稀土产品价格下滑明显, 本周氧化镨钕自 30-30.5 万元/吨降至 28.7-29.2 万元/吨, 氧化钕跟跌至 28.9-29.4 万元/吨, 氧化镨价格降至 38.5-39.5 万元/吨, 氧化镝由 190-192 万元/吨降至 183-185 万元/吨, 氧化铽价格由 400-402 万元/吨降至 392-395 万元/吨, 氧化钆降至 16-16.5 万元/吨, 氧化铟、氧化铽价格也有不同程度的下调, 分别下滑至 18-18.5 万元/吨和 38-39 万元/吨。近期因下游磁材厂进入淡季, 部分贸易商心态悲观积极低价出货, 市场长期存在偏低价位的货源。受累于市场价格影响, 大厂近期报价呈偏弱的状态, 氧化镝、氧化铽等中重稀土产品的报价也有所跟跌。周五氧化镝价格有所回升, 主要是由于周四下午稀土

市场低价氧化镨近乎消耗殆尽，多数商家持货观望，等待利好信息对于稀土产品价格的提振。总体而言，本周稀土市场维持偏弱运行状态。稀土产品价格偏弱运行的格局，短期价格上扬的可能性不大。长期来看，若其他刺激性因素，氧化镨钕价格因供需关系影响上行乏力；镨、钕等中重稀土未来可期。

- **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26日，钕铁硼 N35 价格报 132.5 元/公斤，较上周下跌 4.33%。但是我们认为，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

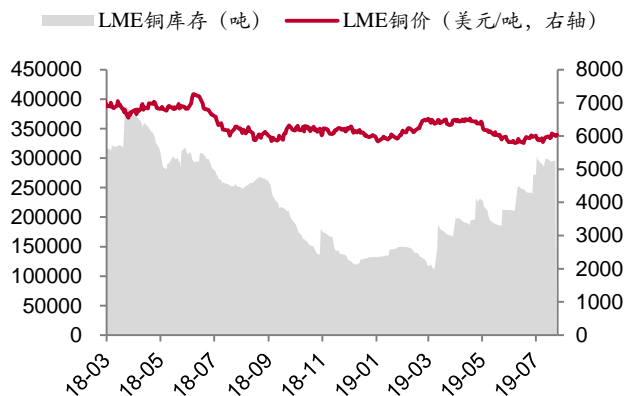
- **投资建议：**美国经济“后见顶、后见底”并趋势回落，带动真实收益率趋势回落。当前金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行，贵金属短期回调但不改配置价值，亦是我们板块内现在配置的重点；而从中长期来看，电解铝和钕铁硼磁材也需要给予关注——电解铝“产能红线”推动行业格局演绎为“产出顶、库存底”，位于中周期起点；钕铁硼磁材行业有望随着新能源车产品导入并放量，或迎来新一轮景气周期。核心标的：山东黄金、湖南黄金、盛达矿业、正海磁材、中科三环、紫金矿业、中国铝业、云铝股份等。

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

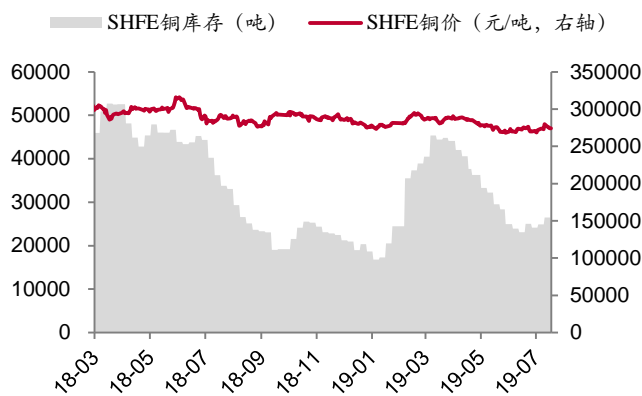
8. 附录：全球有色金属价格、库存走势（07.22-07.26）

图表 34: LME 铜价及库存走势



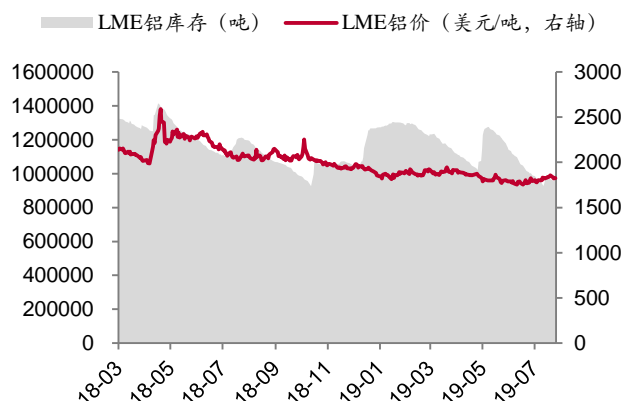
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 35: SHFE 铜价及库存走势



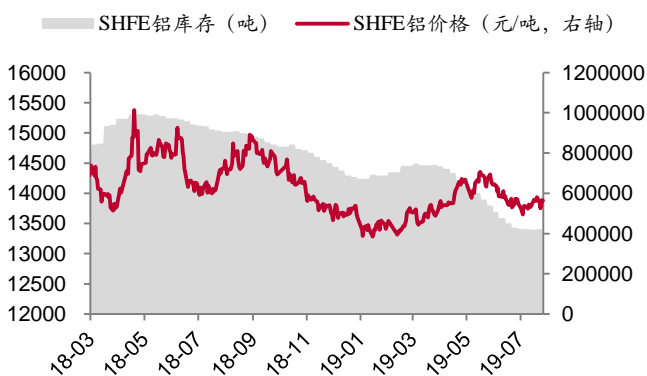
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 36: LME 铝价及库存走势



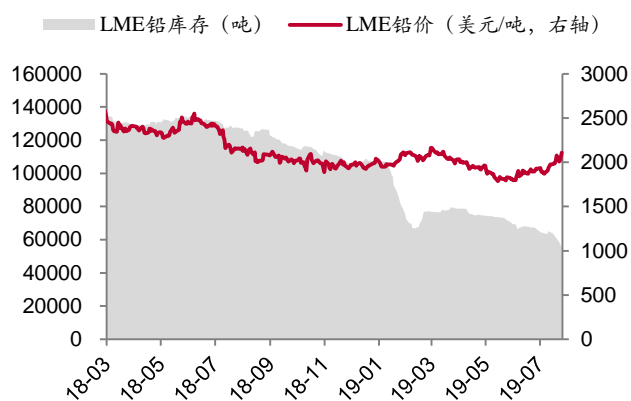
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 37: SHFE 铝价及库存走势



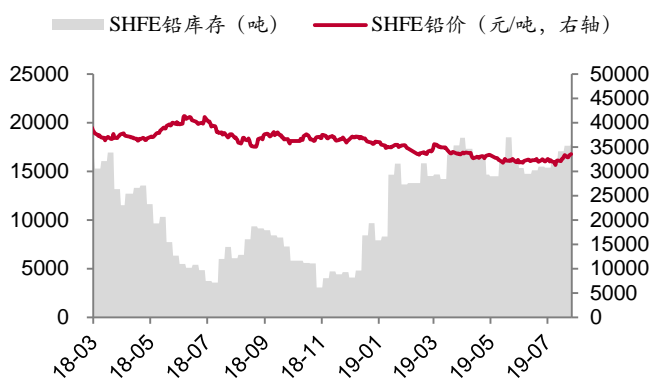
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 38: LME 铅价及库存走势

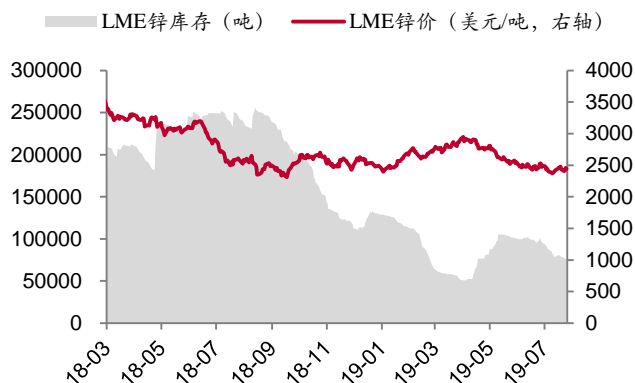


来源: wind, 中泰证券研究所

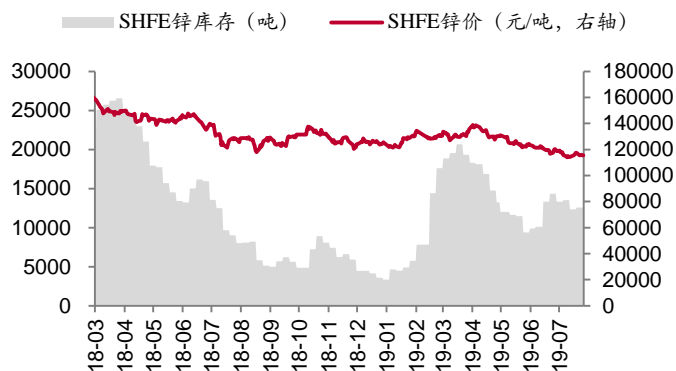
图表 39: SHFE 铅价及库存走势



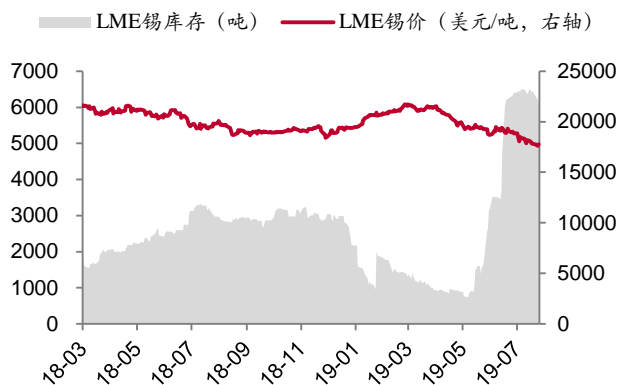
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 40: LME 锌价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 41: SHFE 锌价及库存走势


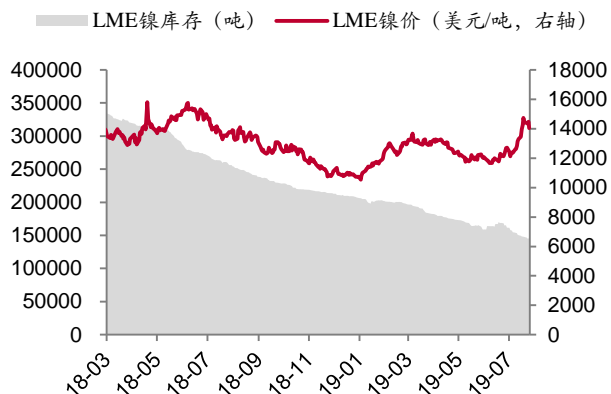
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 42: LME 锡价及库存走势


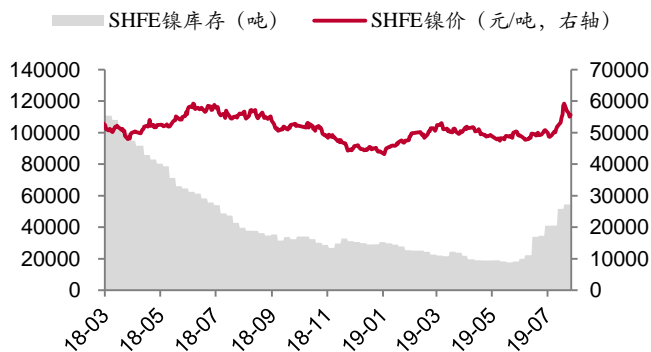
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 43: SHFE 锡价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 44: LME 镍价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 45: 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。