

有色金属

钴或将“剧烈”扭转，黄金价值依旧

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

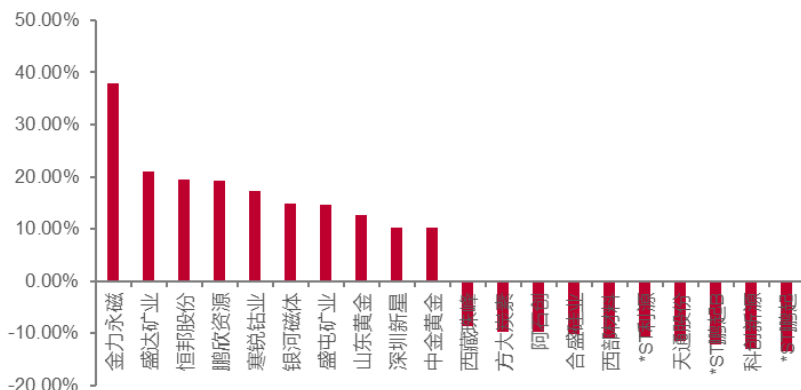
投资要点

- **行情回顾：**本周，A股整体收跌，有色板块逆势上涨，跑赢上证综指3.82个百分点。大宗商品市场，中美贸易关系恶化，避险情绪激增，叠加低于市场预期的核心PPI数据，comex黄金经历大幅上涨3.8%至1508.0美元/盎司；基本金属周内整体震荡上行，LMEX指数上涨0.6%。小金属价格分化，Mutanda停产或会扭转钴供需预期，钴价大幅上涨，稀土平稳运行，锂延续下行：MB钴（标准级）、钴精矿与钴金属较上周分别上涨5.4%、3.4%与3.7%，电池级碳酸锂、氢氧化锂分别下跌3.0%、2.2%，氧化镨钕、氧化镱分别上涨5.8%、4.3%。
- **【本周关键词】：**嘉能可Mutanda矿或将暂停生产、中国CPI超预期、美国核心PPI环比转负
- **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，全球出现降息宽松预期，具体从本周边际变化来看：①中国，外需将加剧恶化，政策边际宽松预期不变：7月进出口数据短期回暖，但全球贸易降温趋势未改，中美贸易关系紧张，外需将加剧恶化。另一方面，CPI数据超预期上涨，但剔除猪价之后，均为结构性通缩，因此政策基调边际宽松预期不变；②美国，美国经济数据继续走低，年内大概率仍会降息：美国7月核心PPI环比降0.1%，这是2015年以来首次录得负值，中美贸易关系恶化等多重因素叠加，美国经济回落趋势已经确定，在特朗普宣布对中国3000亿商品征加关税后，美联储9月降息概率由56.50%提升至100%；③欧洲，欧元区多国经济数据不达预期，其中法国和德国6月工业产出与贸易数据均低于市场预期，显示欧元区增长乏力，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。
- **钴：**嘉能可Mutanda将在2020-2021年修缮停产，钴供需将剧烈“扭转”。如我们在金属观察《“八问”钴：重新定义供需，或将剧烈“扭转”》所述：1、Mutanda停产，Katanga下修指引：Glencore今年钴产出指引5.7万吨→4.3万吨，其中，KCC产量指引2.6万吨→1.4万吨，Mutanda产量指引2.7万吨→2.5万吨，并且Mutanda在2020年-2021年将进行维护和修缮；2、短期供给库存补，但中期供给或将收缩16%：短期来看，实际有效供给可以由去库存来完成，且停产时间为2020-2021年，因此对2019年实际供给影响不大；但中期来看，供给将收缩16%；3、20-21年或将发生趋势性扭转：在全球新能源汽车35%增速、消费电池需求稳定的基准假设下，根据我们供需模型梳理，考虑到Glencore最新的产量指引变化以及未来三年主要的供给增量项目的投产释放，2019年仍然处于过剩状态，但是，进入到20年，由于Mutanda停产计划的施行，供需格局或将大幅改善，20-21年供需结构或将趋势性扭转；4、价格变化关键还是看5G“换机潮”需求拉动消费电池需求：在需求上行期库存、矿产供给等都不会是主要矛盾，需求仍然是决定钴锂价格的关键。随着5G手机的推广，2020年智能手机出货量有望由负转正，并且“换机潮”可能会实现正增长，甚至是10%以上的双位数增长，而消费电池需求由负转正，将是供需结构发生“剧烈”逆转、价格趋势上涨的阈值！
- **贵金属：**继续走低的PMI与PPI数据、中美贸易关系紧张、外部经济趋势回落令美国经济的前景变得暗淡，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月核心PPI环比下降0.1%，这是2015年以来首次录得负值，美国经济继续走弱很明确，特朗普宣布再度征加关税导致全球避险情绪激增comex黄金大幅上涨3.8%至1508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，向下修复动力仍存。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，特别是，如果美国进一步加征3000亿商品关税，或将进一步拖累美国经济（进口商品价格↑，美国家庭负担↑，抑制经济占比七成的消费支出，GDP↓，根据IMF，关税上升成本几乎全部由美进口商与消费者承担，美国半导体协会统计，若对所有中国输美IT产品加征关税，将影响美国GDP的0.9个百分点，IMF预估或影响全球GDP的0.5个百分点），持续降息或不可避免，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，继续坚定加配贵金属板块。

- **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。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（0.8%当前 vs. 2%历史高位），从这个角度来看黄金投资也并未过热。（具体分析详见正文）
- **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 113.45 万吨，较前周增加 2.18 万吨，氧化铝价格短期筑底，产业链利润向电解铝环节转移；2) 铜：TC 维持低位，基本面压力仍然较大，保税区库存连续 14 周下滑；3) 锌：精矿供需变化不大 TC 持稳，社会库存小幅下降；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：**1) 嘉能可 Mutanda 将在 2020-2021 年修缮停产，5G “换机潮”或带动消费电子正增长，较小的需求增长便将使得钴供需结构发生“剧烈”逆转，年内或仍以震荡反弹为主，但钴的中长期投资价值拐点将逐步显现，不可忽视；2) 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——即交易国债收益率下行的投资时期，亦是**我们板块内现在配置的重点**；3) 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。4) **核心标的：山东黄金、湖南黄金、盛达矿业、寒锐钴业、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 股整体下跌, 仅有色板块上涨	- 4 -
1.2 贵金属: 美国经济趋势回落确定, 避险情绪推动黄金价格创新高.....	- 5 -
1.3 基本金属: 全球经济增长乏力, 价格涨跌互现.....	- 5 -
1.4 小金属: 价格分化明显, 供需或将反转钴价大幅上涨.....	- 6 -
2. 宏观“三因素”运行态势跟踪	- 7 -
2.1 中国因素: 外需将加剧恶化, 政策边际宽松预期不变	- 8 -
2.2 美国因素: 核心 PPI 环比转负, 美联储降息空间增加	- 9 -
2.3 欧洲因素: 欧元区多国经济数据不达预期, 经济增长乏力	- 10 -
3. 贵金属: 美国经济继续走低, 加配黄金逻辑不变	- 11 -
3.1 美国核心 PPI 环比下降, 预计美联储年内仍会降息	- 11 -
3.2 黄金 ETF 持仓较为稳定, COMEX 净多头结构持续	- 12 -
3.3 基金持仓: 黄金增配明显, 但仍处历史较低位置	- 13 -
4. 基本金属: 基本面压力仍存, 价格涨跌互现	- 14 -
4.1 铝: 短期小幅累库, 产业链利润流转至电解铝环节	- 14 -
4.2 铜: 消费清淡依旧, TC 保持低位运行	- 16 -
4.3 铅: 加工费维稳, 库存略有下降.....	- 17 -
4.4 锌: 精矿供需变化不大 TC 持稳, 社会库存续降.....	- 18 -
4.5 锡: 市场需求疲软, 锡价低位盘整	- 19 -
5. 新能源金属: 钴供需预期或将“剧烈”反转	- 20 -
5.1 电动车产业链: 新能源汽车市场弱势运行.....	- 20 -
5.2 锂钴: 供需预期反转, 钴价大幅上涨	- 21 -
5.3 稀土磁材: 稀土市场平稳运行, 中重稀土未来可期	- 24 -
6. 投资建议	- 24 -
7. 风险提示	- 25 -
8. 附录: 全球有色金属价格、库存走势 (08.05-08.09)	- 26 -

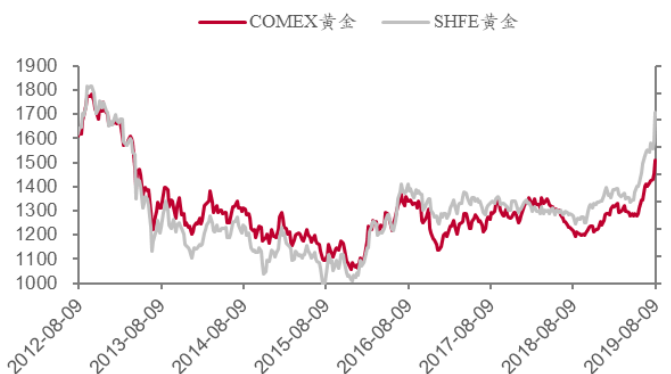


来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 美国经济趋势回落确定, 避险情绪推动黄金价格创新高

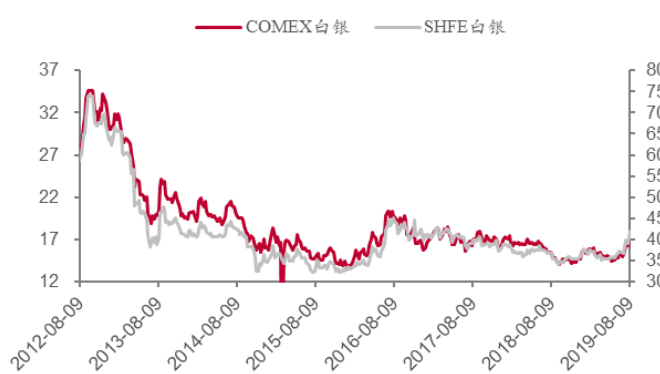
- 本周贵金属板块大幅上涨。由于8月1日, 特朗普宣布对我国3000亿美元商品加征关税, 全球避险情绪激增, 叠加不断走低的美国经济数据, 黄金价格创出了1522.7美元/盎司的新高。截至2019年8月9日, COMEX黄金收于1508.0美元/盎司, 较上周大幅上涨3.8%; COMEX白银收于16.9美元/盎司, 较上周上涨4.4%。

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: 全球经济增长乏力, 价格涨跌互现

- 本周, 法国与德国6月工业产出、贸易数据均不达预期, 美国非制造业PMI下滑, 菲律宾、塞尔维亚、印度等多国央行宣布降息, 全球降息潮预期不断增强, 因此本周LME基本金属指数收于2752点, 环比前周上涨0.6%。基本金属价格方面涨跌互现, LME铜、铝、铅、锌、锡、镍周涨跌幅分别为0.8%、0.1%、5.7%、-4.7%、-1.4%、8.1%。

图表5: 基本金属周涨跌幅 (08.05-08.09)

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	2752	0.6%	-1.8%
铜	LME	5767	0.8%	-2.5%
	SHFE	46680	0.5%	-3.4%
铝	LME	1774	0.1%	-4.3%
	SHFE	13915	0.9%	2.4%
铅	LME	2064	5.7%	2.7%
	SHFE	16785	2.5%	-7.0%
锌	LME	2240	-4.7%	-8.7%
	SHFE	18550	-3.8%	-11.4%
锡	LME	16870	-1.4%	-13.3%
	SHFE	135370	0.3%	-5.6%
镍	LME	15660	8.1%	47.1%
	SHFE	126290	10.1%	43.4%

来源：wind，中泰证券研究所

1.4 小金属：价格分化明显，供需或将反转钴价大幅上涨

- **嘉能可宣布 Mutanda 矿或将于 2020-2021 年停产修缮，钴供需或将“剧烈”反转，钴价本周大幅上涨。**由于 8 月 7 日嘉能可宣布 Mutanda 矿将于 2020-2021 年停产，中期来看钴供给将收缩 16%，钴供需预期或将反转，本周钴价大幅上涨：MB 钴（标准级）、MB 钴（合金级）、钴精矿、金属钴、硫酸钴、钴粉、四氧化三钴较上周分别上涨 5.4%、5.0%、3.4%、3.7%、5.6%、0.4%与 1.7%。
- **下游需求锐减，锂价本周持续走低。**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，金属锂、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 2.3%、3.3%、5.0%、2.8%、2.2%。
- **稀土市场价格回暖。**受到收储预期和中美贸易关系恶化因素影响，稀土市场信心受到提振，大厂报价普遍较为坚挺。受此影响，本周氧化镨钕、氧化镱较上周分别上涨 5.8%、4.3%。
- **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，价格继续上涨。**由于钼精矿月产量高达 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 3.1%；钼铁较上周上涨 1.5%。

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	8月9日	涨跌幅			
				7天	30天	90天	360天
钴	MB钴(标准级)	美元/磅	13.1	5.4%	-4.0%	-6.9%	-66.3%
	MB钴(合金级)	美元/磅	13.3	5.0%	-7.8%	-7.7%	-66.0%
	钴精矿	美元/磅	12.9	3.4%	-3.1%	-17.6%	-56.4%
	金属钴	元/公斤	22.7	3.7%	-3.8%	-16.5%	-62.2%
	钴粉	元/公斤	23.0	0.4%	-6.5%	-18.4%	-64.3%
	硫酸钴	元/公斤	3.8	5.6%	-1.3%	-15.6%	-68.3%
	四氧化三钴	元/公斤	15.1	1.7%	-9.3%	-15.4%	-65.4%
	碳酸钴	元/公斤	10.6	1.0%	1.0%	-10.9%	-60.0%
	氯化钴	元/公斤	4.6	5.8%	0.0%	-12.5%	-67.0%
	氧化钴	元/公斤	14.8	1.4%	-9.8%	-14.0%	-62.1%
锂	金属锂(99%)	元/公斤	64.0	-2.3%	-4.5%	-16.9%	-30.8%
	金属锂(99.9%)	元/公斤					
	碳酸锂(工业级)	元/公斤	5.9	-3.3%	-9.2%	-9.2%	-60.7%
	碳酸锂(电池级)	元/公斤	6.6	-3.0%	-10.9%	-14.9%	-61.0%
	单水氢氧化锂(工业级)	元/公斤	6.9	-2.8%	-10.4%	-16.9%	-50.2%
	单水氢氧化锂(电池级)	元/公斤	7.9	-2.2%	-12.0%	-21.3%	-49.2%
铜箔	铜箔价格(8μm)	元/公斤	71.6	0.0%	-5.2%	-17.2%	-25.8%
	铜箔加工费(8μm)	元/公斤	4.3	0.0%	-0.5%	7.4%	0.3%
硫酸镍	硫酸镍(Ni22%,Co 0.4%)	元/吨	2.6	3.0%	3.0%	2.0%	-
	硫酸镍(Ni22%,Co 0.05%)	元/吨	2.6	3.0%	3.0%	2.0%	-
三元前驱体	三元523/动力	元/吨	7.6	2.7%	-1.9%	-12.2%	-42.8%
	三元622/动力	元/吨	8.3	3.1%	0.0%	-9.3%	-
正极	钴酸锂	元/吨	19.2	0.0%	-8.6%	-20.7%	-56.9%
	三元523/动力	元/公斤	13.1	0.8%	-2.2%	-7.7%	-38.2%
	三元622/动力	元/吨	14.8	0.7%	-1.3%	-7.2%	-
锑	锑精矿	元/吨	2.8	-3.5%	-3.5%	-21.4%	-32.9%
	锑锭	元/吨	3.8	0.0%	-2.6%	-14.8%	-27.9%
	三氧化二锑	元/吨	3.3	-0.7%	-6.3%	-16.9%	-29.3%
镁	金属镁	元/吨	1.6	0.6%	0.0%	-8.1%	2.3%
钼	钼精矿	元/吨度	1990.0	3.1%	11.2%	12.4%	22.5%
	钼铁	元/吨	13.7	1.5%	15.1%	14.2%	22.9%
硅	金属硅	元/吨	1.1	-0.1%	-4.4%	-7.4%	-21.7%
	硅铁	元/吨	6119.0	-3.0%	2.6%	0.5%	-14.6%
钛	海绵钛	元/吨	8.1	2.5%	14.1%	23.5%	48.9%
钨	APT	元/吨	11.1	-1.8%	2.3%	-27.3%	-35.6%
	钨精矿	元/吨	7.5	0.0%	3.5%	-24.0%	-32.6%
	氧化钨	元/吨					
铌	铌矿	美元/磅	9.2	0.0%	-3.2%	-13.3%	-13.3%
	五氧化二铌	元/公斤	22.0	0.0%	-6.4%	-9.1%	5.8%
钒	五氧化二钒	元/吨	14.0	-1.8%	15.7%	-26.3%	-23.5%
	钒铁	元/吨	14.0	1.8%	6.9%	-32.5%	-25.7%
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%	-5.9%
稀土	氧化镨钕	元/吨	31.0	5.8%	-10.9%	12.3%	-11.9%
	氧化镨	元/公斤	195.0	4.3%	0.8%	32.7%	63.2%
	氧化镧	元/吨	3.4	0.0%	0.0%	-8.2%	-
	氧化铈	元/吨	3.3	0.0%	0.0%	-3.0%	-

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：外需将加剧恶化，政策边际宽松预期不变

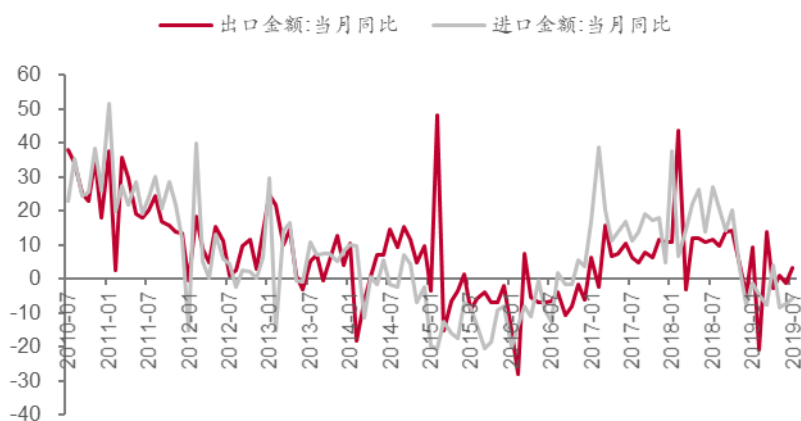
- 贸易短期回暖，但外需将加剧恶化。**7月我国以美元计价的出口同比增速由负转正，由上月的-1.3%大幅反弹至3.3%。出口增速超预期主要来自于对欧盟出口的大幅反弹，拉动我国出口同比上升约1.5个百分点。7月我国以美元计价的进口金额同比增速小幅收窄至-5.6%。进口同比增速收窄可能与G20会议后中美谈判暂时缓和并推进有关，商务部在8月1日也声称，自7月19日以来，一些中国企业采购了一批美国大豆、猪肉和高粱等农产品。全球经贸降温趋势未改，美联储也已开启降息周期，全球已经进入新一轮宽松。特朗普于8月2日宣称将于9月1日对3000亿美元中国输美商品加征10%关税，美国财政部也于8月6日将中国列为“汇率操纵国”，主要贸易国之间问题不断，外需将加剧恶化。
- 通胀超预期，但剔除猪价后均为结构性通缩。**7月CPI环比0.4%，同比小幅回升至2.8%，其中食品价格上涨较多，食品价格环比上涨0.9%，涨价仍主要来自猪肉；非食品CPI环比上涨0.3%，主要受暑期影响，出行类消费增加。实际上非食品的涨价，主要来自服务价格的季节性回升，商品价格下行压力仍然较大。7月PPI环比降幅收窄至0.2%，同比转负至-0.3%。其中生产资料价格环比下降0.3%，影响PPI下降约0.23个百分点，采掘和原材料工业价格下降是主要因素；生活资料价格环比持平。抛开供给扰动，需求普遍在回落，除了猪肉涨价以外，非食品和工业品价格都在走弱。
- 政策基调边际转松预期不变。**外部来看，美联储即将开启降息周期，全球走向宽松，但全球经贸降速的大趋势尚未扭转；中美贸易关系恶化，贸易增长前景黯淡，欧元区同样增长乏力，外需加剧恶化。内部来看，政治局会议强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，房地产调控政策短期内不会放松，地产经济趋于降温，经济前高后低格局基本确定。另一方面，央行近日发布的《第二季度货币政策执行报告》指出，要进一步做好“六稳”的工作，在经济下行压力加大的情况下，政策基调边际转松，货币政策或推进降准，财政政策在“继续落实落细减税降费政策”的同时，专项债额度可能再度上调，基建下半年有望继续加码。

图表7：剔除猪价后，均为结构性通缩



来源：wind，中泰证券研究所

图表 8: 贸易短期回暖, 但外需将加速恶化

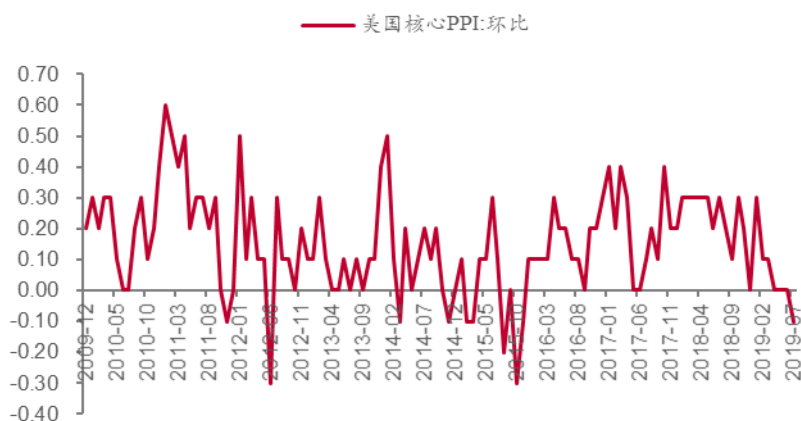


来源: wind, 中泰证券研究所

2.2 美国因素: 核心 PPI 环比转负, 美联储降息空间增加

- **美国 7 月核心 PPI 转负, 通缩为美联储降息增加空间。**8 月 9 日, 美国发布了 PPI 数据, 美国 7 月 PPI 环比增 0.2%, 预期增 0.2%, 前值增 0.1%; 同比增 1.7%, 预期增 1.7%, 前值增 1.7%。核心 PPI 环比降 0.1%, 预期增 0.2%, 前值 0.3%; 核心 PPI 同比增 2.1%, 预期增 2.4%, 前值增 2.3%。美国 7 月核心 PPI 自 2015 年以来首次录得环比下降。通胀是美联储降息需要观察的一个核心数据, 核心 PPI 转负, 通胀下行, 为美联储降息增加了空间, 预计年内美联储大概率还会降息。

图表 9: 美国 7 月核心 PPI 环比转负

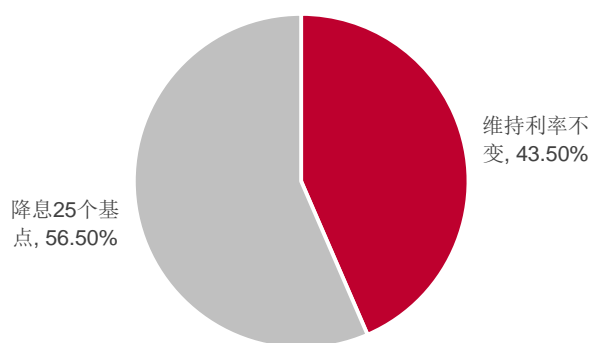


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **中美贸易关系恶化, 美联储 9 月降息概率大幅上升。**8 月 5 日, 美国财政部将中国认定为“汇率操纵国”, 为 1994 年来首次, 中美贸易关系进一步恶化预期增强。如果美国进一步加征 3000 亿商品关税, 或将进一步拖累美国经济 (进口商品价格↑, 美国家庭负担↑, 抑制经济占比七成的消费支出, GDP↓, 根据 IMF, 关税上升成本几乎全部由美进口商与消费者承担, 美国半导体协会统计, 若对所有中国输美 IT 产品加征关

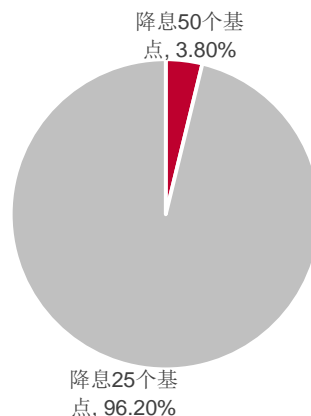
税, 将影响美国 GDP 的 0.9 个百分点, IMF 预估或影响全球 GDP 的 0.5 个百分点), 持续降息或不可避免。根据 CME 观察的数据, 在特朗普宣布对中国 3000 亿商品加征关税后, 美联储 9 月降息概率大幅提升, 降息 25 个基点概率由 56.50% 上升至 96.20%, 维持利率不变的概率由 43.50% 变为 0%, 降息 50 个基点概率由 0% 上升至 3.80%。我们认为真实收益率下行趋势不改, 当前时点, 金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行, 维持前期观点, 黄金/白银板块配置价值依旧, 继续坚定加配贵金属板块。

图表 10: 宣布加征关税前 9 月降息概率



来源: Wind, CME, 中泰证券研究所

图表 11: 宣布加征关税后 9 月降息概率

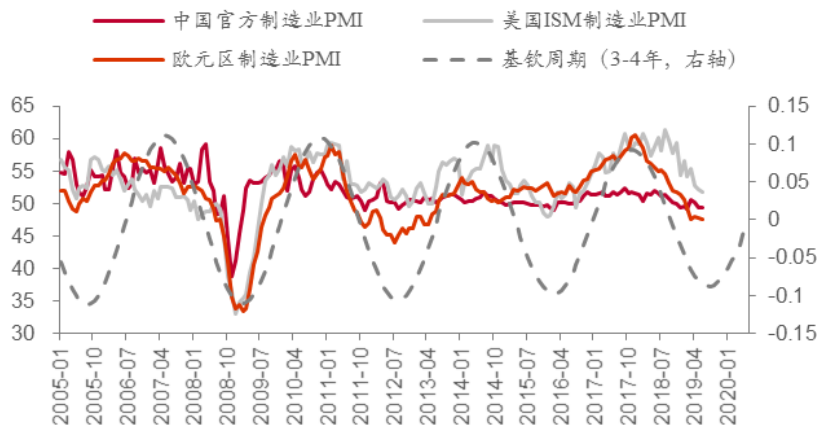


来源: Wind, CME, 中泰证券研究所

2.3 欧洲因素: 欧元区多国经济数据不达预期, 经济增长乏力

- 欧元区多国工业产出及贸易数据不达预期, 经济增长乏力。法国 6 月工业产出环比减 2.3%, 预期减 1.4%, 前值为增 2.1%; 法国 6 月贸易帐逆差 51.87 亿欧元, 预期逆差 41.18 亿欧元, 前值逆差 32.8 亿欧元。德国 6 月未季调经常帐顺差 206 亿欧元, 预期顺差 217 亿欧元, 前值顺差 165 亿欧元; 德国 6 月工作日调整后工业产出同比减 5.2%, 预期减 3.1%, 前值减 3.7%。欧元区主要国家德国和法国工业产出及贸易数据均不达市场预期, 显示出了欧元区经济增长的乏力。
- 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 12: 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：美国经济继续走低，加配黄金逻辑不变

3.1 美国核心 PPI 环比下降，预计美联储年内仍会降息

- 如上文所述，特朗普表示或将对我国 3000 亿商品加征关税，全球贸易前景蒙上阴影，美国经济继续回落，预计年内美联储仍会降息。8 月 9 日，美联储公布了 7 月 PPI 数据，美国 7 月 PPI 环比增 0.2%，预期增 0.2%，前值增 0.1%；同比增 1.7%，预期增 1.7%，前值增 1.7%；核心 PPI 环比降 0.1%，预期增 0.2%，前值 0.3%，美国 7 月核心 PPI 自 2015 年以来首次录得环比下降。不断走低的 PMI、疲弱的房地产市场以及全球摩擦令美国经济增长前景黯淡，通胀环比下滑为美联储降息提供了空间，美联储下半年继续降息可能性很大。根据 CME 观察的最新数据，预计美联储 9 月降息 25 个基点的概率为 85.8%，降息 50 个基点的概率为 14.2%；10 月降息 25 个基点的概率为 26.2%，降息 50 个基点的概率为 63.9%。
- 真实收益率加速回落至 0.08，周内金价大涨 3.46%。自美联储宣布降息 25 个基点后，美国真实收益率加速回落。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 0.08 附近，降幅接近 110bp。周内真实收益率跌破 0.1 至 0.08，不断走低的美国经济数据以及避险情绪的激增令 COMEX 金价周内大幅上涨，总体收涨 3.46%。

图表 13：金价与美国真实收益率对比

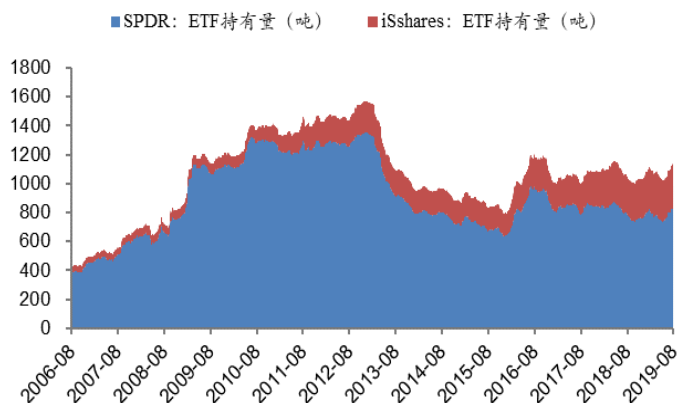


来源：Wind，中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓较为稳定，COMEX 净多头结构持续

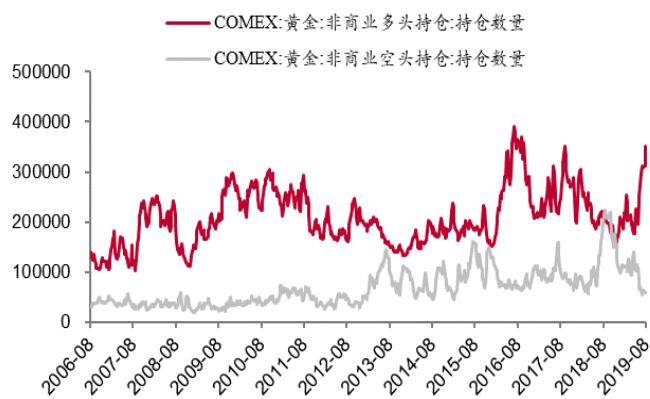
- **黄金 ETF 持仓较为稳定，COMEX 净多头结构延续。** 本周，黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1150.98 吨，较前周增加 10.75 吨，黄金 ETF 持仓量仍较为稳定。周内，COMEX 黄金非商业多头持仓略微上升至 35.06 万张附近 (前值 31.22 万张附近)，同时非商业空头持仓略微增加至 5.80 万张附近 (前值 5.76 万张附近)，净多头持仓量环比前周略升至 29.25 万张 (前值 25.44 万张)，COMEX 净多头结构延续。

图表 14: 黄金 ETF 持仓情况



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 15: 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。** 当前金银比为 88，处于历史高位，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 16: 金银比处于历史高位，向下修复动能强劲

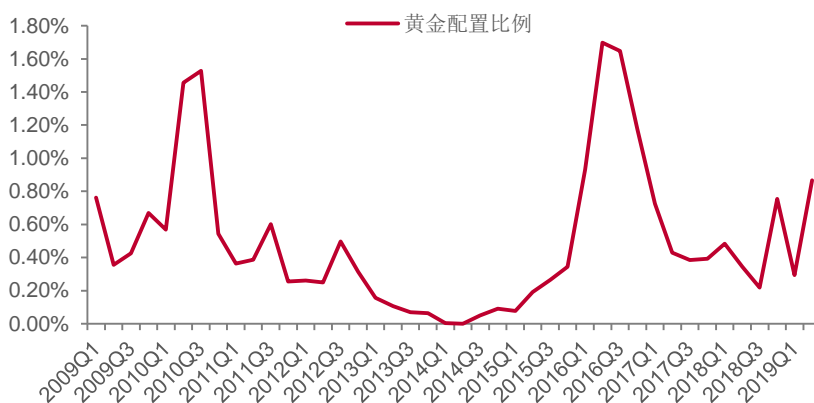


来源：Wind，中泰证券研究所

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 17：黄金板块配置比例仍处历史低位

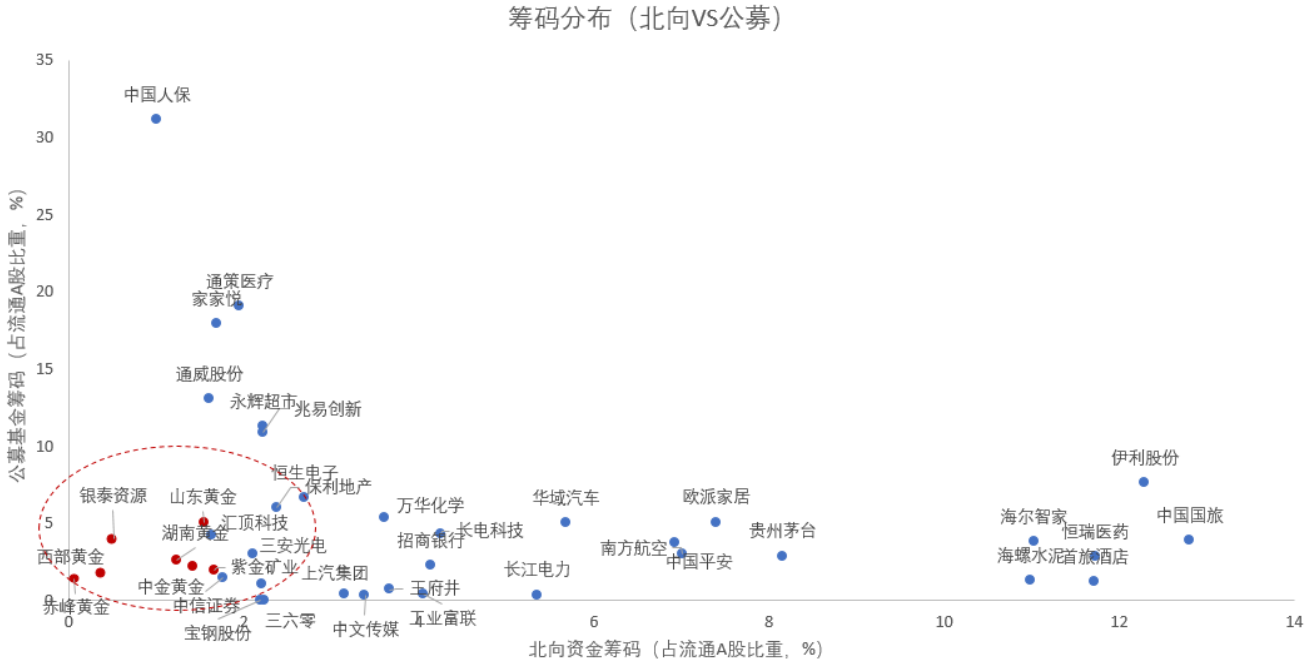


来源：Wind，中泰证券研究所

- 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8月8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

从内部筹码分布来看，国内公募基金与外资均较青睐于山东黄金。

图表 18: 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。

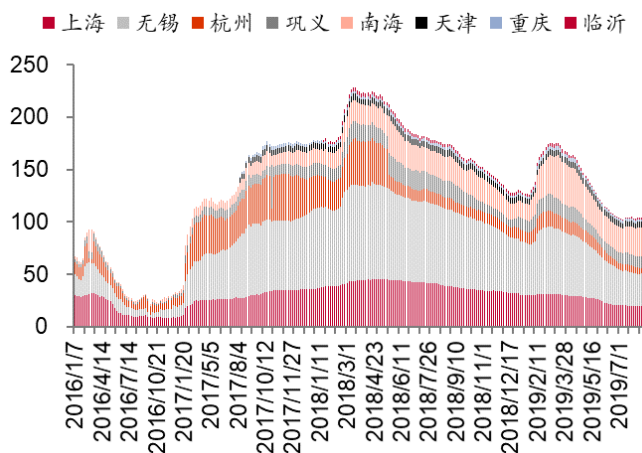
4. 基本金属：基本面压力仍存，价格涨跌互现

4.1 铝：短期小幅累库，产业链利润流转至电解铝环节

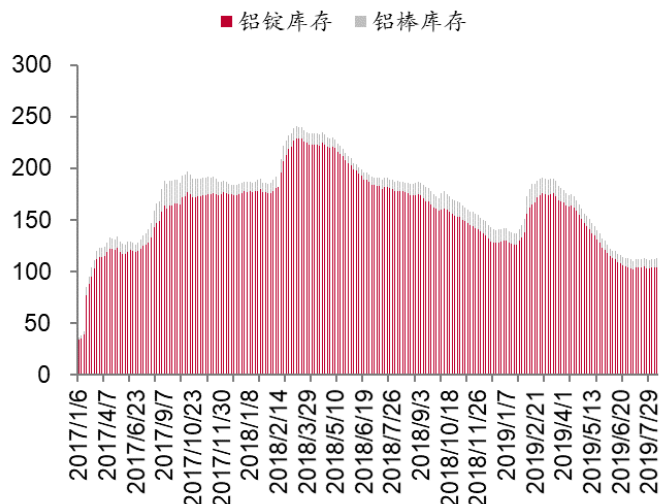
- **短期小幅累库。**SMM 统计数据显示，2019 年 8 月 8 日国内电解铝社会库存 104.1 万吨，较前周增加 0.1 万吨。叠加“我的有色”铝棒库存数据，总计 113.45 万吨（其中，铝棒库存 9.35 万吨，增加 0.95 万吨），较前周增加 1.15 万吨；LME 库存 8 月 8 日为 99.83 万吨，较前周减少 2.18 万吨。周内华东地区到货数量仍然不高，广东地区出库环比上周有所提升，但出库量仍然是淡季水平，远期来自西北和山东的货源仍将有部分增量，预计库存继续维持不顺畅的小幅累库状态。

图表 19: 国内电解铝社会库存走势

图表 20: 国内铝锭及铝棒总库存走势



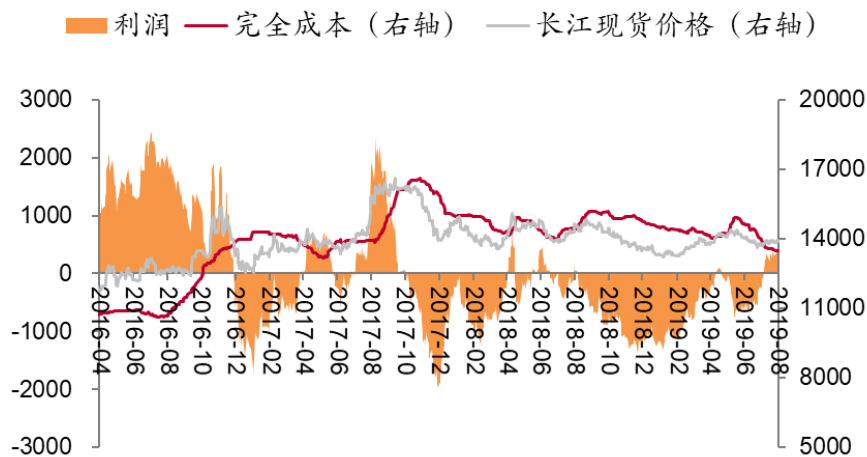
来源: SMM, 中泰证券研究所



来源: 我的有色, SMM, 中泰证券研究所

- **现货交投表现:** 本周 A00 铝价继续保持区间震荡, 周均价较上周上涨 16 元/吨。具体来看: 1) 需求端显现出明显的淡季特征。因终端高温假多在 8 月初, 废铝需求也有所减弱, 前两周华东、西南地区生铝供应紧张情况出现明显缓解, 部分地区生铝价格小幅回落; 2) 供给端, 废铝供应方面, 除山东临沂地区高压环保政策使得山东流出破碎生铝料大大减少外, 并未有明显减少; 3) 进出口方面, 出口 ADC12 价格继续维持弱势, 短期预计出口价格持稳, 后续国内需求回暖后大概率会同步上涨。进口用作废铝的复化铝合金锭继续维持少量成交。主流再生铝企业并未见使用。
- **减产规模逐步扩大, 价格短期阶段性触底, 但远期压力仍大。** 减产规模逐步扩大, 叠加山西孝义青运会限产预期, 氧化铝或将短期阶段性触底, 但市场整体库存水平较高, 在高库存压力下, 价格难言具备持续性上涨条件, 预计或将出现短时间的小幅反弹, 但格局仍是底部震荡。推演远期市场变量, 一是部分企业进口矿使用的增加缓解矿石紧张程度, 大概率不再会受制于原料减产; 二是进口氧化铝环比增加; 三是氧化铝新增和复产压力, 因此若无突发性事件, 远期价格压力仍然较大。
- **盈利表现: 产业链利润由氧化铝环节流转至电解铝环节。** 由于氧化铝减产规模逐步扩大, 价格短期阶段性触底, 本周氧化铝价格保持平稳, 但远期压力仍大。具体来看, 氧化铝平均价格为 2485 元/吨左右, 动力煤价格 584 元/吨, 预焙阳极价格变动不大, 按 8 月 8 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 13461 元/吨, 吨铝盈利约 479 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 21: 电解铝成本、利润图

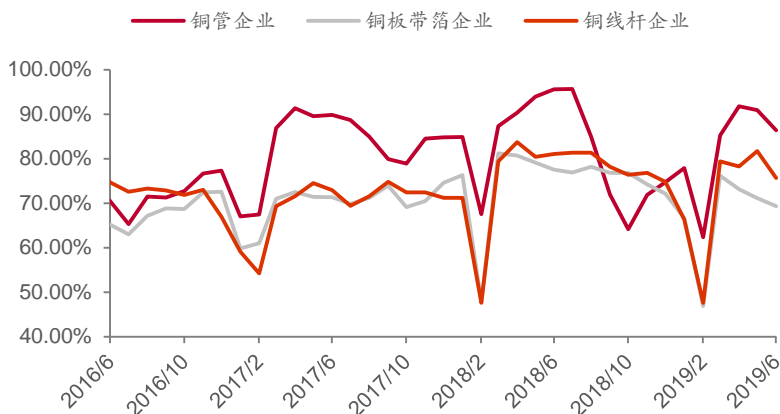


来源：wind，安泰科，亚洲金属网，中泰证券研究所

4.2 铜：消费清淡依旧，TC 保持低位运行

- 本周，SMM 干净矿现货 TC 报 53-56 美元/吨，较上周五持平，冶炼厂三季度备矿多数已经完成，本周现货铜精矿市场成交维持清淡。
- **基本面压力较大，短期铜价承压。**1) **需求端**，由于终端消费疲软，7 月漆包线开工率为 70.99%，与 6 月相比环比下降 2.82%；2) **供给端**，虽然从铜基本面情况来看，今年由于检修集中、TC 下滑、新增产能释放不及预期以及原料趋紧等方面的限制，电解铜供给增量有限，但随着三季度冶炼厂检修基本结束，电解铜恢复到正常供应，且后续还有新增产能逐渐释放，供给环比将增加；3) **供给再添扰动因素**，本周矿端再次出现突发事故，秘鲁南部多地发生无期限罢工，预计本次事故将对国内精矿量进口造成影响，在目前铜原料趋紧的环境下，矿端的事故将在情绪上继续对价格形成底部支撑。总体来看，由于目前铜消费的疲弱，对下半年至少三季度来说依然存在累库的压力。
- **现货交投表现**：华北地区，周初期铜大跌，提振当地铜杆消费，下游逢低入市买货，现货报价由贴水转为全面升水，报价大幅抬升至升水 20 元/吨~升水 70 元/吨。但随着盘面的逐步回升，下游表现驻足，现货报价僵持于平水~升水 40 元/吨。华南地区，截止本周五，广东库存报 4.97 万吨左右，与上周五基本持平。消费淡季市场需求表现较弱，广东整体货源供应仍然充裕。期铜大跌后对下游消费刺激有限，工厂接货意愿不高。另外，近期升贴水波动较小，投机商缺乏投机空间，也抑制了一部分市场买兴。周内，广东地区升贴水缓慢下调，自周初贴水 30 元/吨下调至周五贴水 80 元/吨，仍是各地升贴水报价表现最弱的地区。
- **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 1.2 万吨至 37.15 万吨。自 5 月 10 日开始保税区铜库存连续减少已达 14 周，累计减少 21.65 万吨。

图表 22：铜材开工率

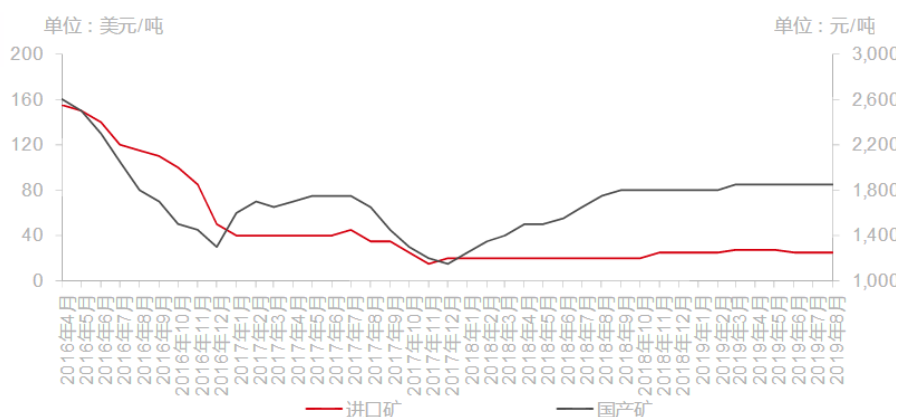


来源：SMM，中泰证券研究所

4.3 铅：加工费维稳，库存略有下降

- 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 8 月，原生铅冶炼厂基本属于正常生产，没有检修的计划，对于铅精矿的需求料处于近几个月的新高，而供应方面，矿山基本属于生产高峰期，故整个供需结构处于较为稳定的情况，故近期铅精矿加工费料变化幅度较小，不变的概率较大；进口铅精矿方面，本周离岸人民币一举破 7，进口贸易商担忧人民币进一步贬值，进口铅精矿流入较少；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 23：国产及进口铅精矿 TC 走势图



来源：SMM，中泰证券研究所

- 蓄电池涨价提振消费**。本周（8 月 5 日—8 月 9 日）SMM 五省铅蓄电池企业周度综合开工率为 51.83%，较上周上升 1.45 个百分点。铅蓄电池市场渐入消费旺季，主要体现在电动蓄电池板块。电动蓄电池市场终端消费向好，加之铅价上涨，蓄企上调电池售价，经销商采购积极，提振蓄企生产积极性。本周蓄电池开工率上升，一方面是 7 月下旬后，电动

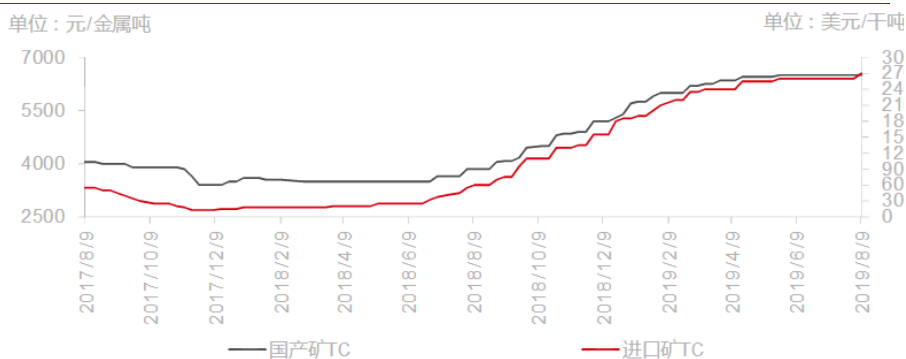
蓄电池企业陆续提高生产线开工率，8月产量继续上升；另一方面由于今年国庆将于北京举行70周年阅兵，届时京津冀周边地区对重污染天气防控加严，涉污企业或受到一定监管，少数企业计划于8月提前储备电池库存，故提高产量。

- **库存变化：**本周铅锭五地社会库存总量较上周下降近0.25万吨至4.09万吨。据SMM了解，本周因河南、江西等地区环保因素，促进废电瓶流向正规企业，再生铅小型企业生产受限，还原铅供应趋紧，再生精铅贴水迅速收窄至对SMM1#电解铅均价贴水50元/吨到平水报价出厂；而铅蓄电池市场消费渐入旺季，蓄企采购量较7月好转，供应及价格因素促使需求回流至原生铅市场，同时原生铅冶炼企业恢复的产量主要供于下游采购，社会库存消化后尚不及补充，故有所下降。8月主要的供应压力来自于原生铅冶炼企业检修后的恢复量，同时随铅价上涨，再生铅利润水平提高，炼厂生产积极性向好，但环保因素以及炼厂复工存在一定周期，短期再生铅供货暂难迅速恢复，预计下周社会库存暂难有较大增幅。

4.4 锌：精矿供需变化不大 TC 持稳，社会库存续降

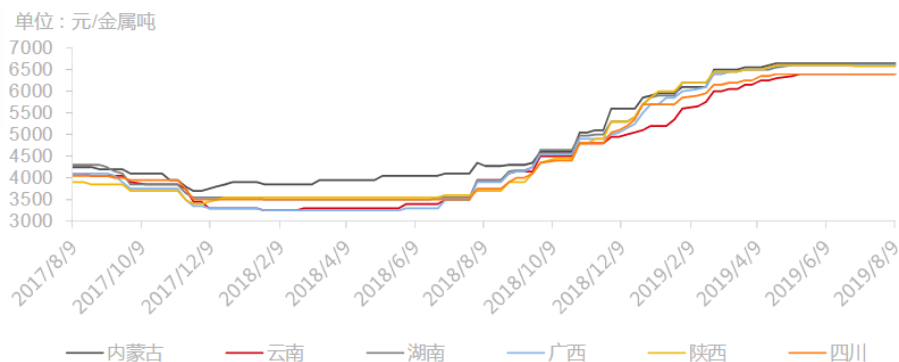
- 本周国内锌精矿加工费成交于6250-6650元/金属吨；进口主流成交于260-280美元/干吨，较前期增加10美元/干吨，亦有少许含船期进口矿报至290-300美元/干吨，成交不多。分地区来看，本周内蒙地区主流6550-6750元/金属吨；陕西地区主流6500-6550元/金属吨；广西、湖南地区主流6500-6700元/金属吨；四川、云南地区6200-6600元/金属吨，较上周基本持稳。
- 本周平均沪伦比值8.33（8月5日-8月8日），较上周8.01大幅上修，周均进口亏损较上周大幅收窄485元/吨至-88元/吨左右。下半周国内现货市场进口锌流通增多，部分SMC货源开始流通，报价较0#国产贴水40-50元/吨。

图表 24：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 25：国产锌精矿分地区加工费



来源：SMM，中泰证券研究所

- **供应方面**，7-8 月份进入下游消费淡季，市场对于库存累增预期较强，然从库存表现来看，国内沪粤津三地社会库存在 7 月份一直处于小幅下降的趋势中，主因北方炼厂常规检修陆续开始，且检修较为集中。同时存在部分炼企因高温天气等因素，产量上有所下降。同时，由于部分炼厂产量未能进一步释放等多重因素下，7 月总体产量环比上出现了小幅下降，中国精炼锌产量为 49.07 万吨，环比减少 0.64%，同比增加 20.15%。
- **消费方面**：7-8 月处于传统消费淡季，自 7 月以来，下游订单明显转弱。其中较多镀锌厂由于订单转淡以及黑色系原料价格下跌的原因，未有较多原料备库，因此对锌锭需求也较为有限，未能贡献主要消费力量；压铸锌合金企业由于传统淡季来临原因，订单收缩情况较为显著，其中以拉链、饰品以及锁具板块转差较为明显，成品库存有所增加，此外部分合金厂由于高温天气影响生产，有部分检修及停产放假的情况，集中在中小型合金企业；氧化锌板块延续清淡，但订单未有明显收缩迹象，整体持续 7 月以来平稳状态。
- **库存变化**：三地锌社会库存录得增加，主由粤市地区贡献。本周三地锌社会库存较上周五增加 4400 吨，较本周一增加 2800 吨至 14.87 万吨，增加主要广东地区贡献。沪津两地本周到货依旧不多，下游本周锌价跌破万九关口，存在逢低刚需补库。而粤市本周存在多家炼厂到货，库存录得增加。8 月预计逐步进入累库时期，但考虑炼厂检修集中，供应增加有限下，预计累库量相对有限。

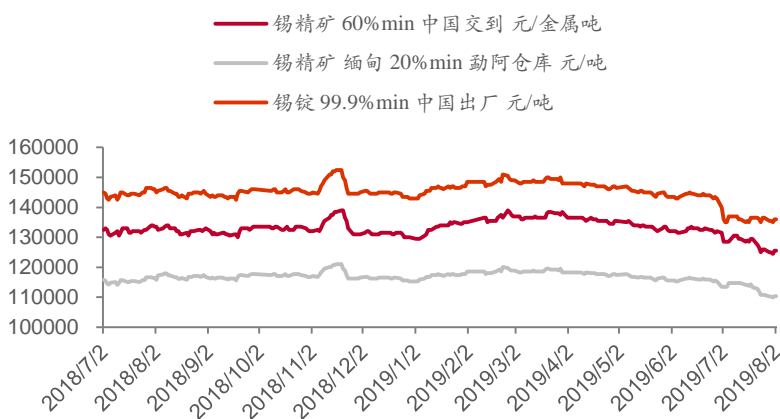
4.5 锡：市场需求疲软，锡价低位盘整

- 本周伦锡电子盘表现未有太大亮点，总体维持低位盘整态势，在前期连续 7 个交易日的跌势中有所企稳。横盘整理期间虽曾尝试向上突破 17200 美元/吨附近的阻力位，但均未果再次回落。本周伦锡企稳主要由于伦锡库存较前期有所下降、印尼 7 月精炼锡出口量同比下滑 33%、美元指数连续多个交易日维持低位盘整。
- 本周沪锡现货价格继续跟随沪期锡盘面上下波动，周初现货均价总体维持在 135000 元/吨附近小幅波动。随后由于多头买进沪期锡盘面大幅冲高约 4000 元/吨，部分套盘商积极逢低采购低价货源，但下游企业因价格上扬买兴偏弱。沪期锡大幅冲高后受阻回落至前期横盘区间高点 135500 元/吨附近，但沪锡现货价格较前期仍相对较高，下游企业的买兴未有明显好转，周五沪锡现货主流成交价为 135500-137000 元/吨。套盘云锡升水

1000-1300 元/吨, 普通云字升水 400-700 元/吨, 小牌升水 100-300 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 26: 锡价格走势



来源: 亚洲金属网, 中泰证券研究所

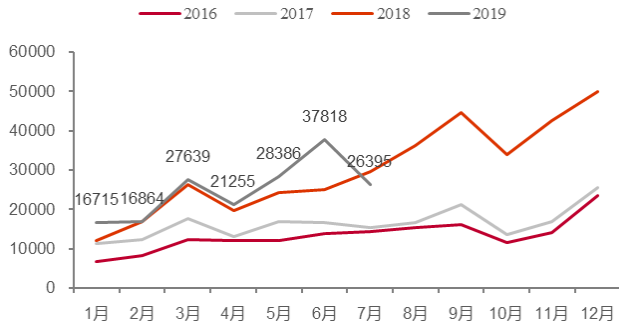
5、新能源金属: 钴供需预期或将“剧烈”反转

5.1 电动车产业链: 新能源汽车市场弱势运行

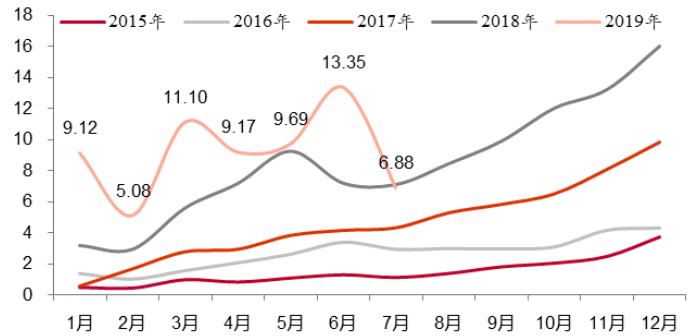
- **美国新能源车市场继续走弱**。美国新能源车 19 年 7 月销量为 2.64 万台, 同比下降 11%, 环比减少 30%, 这是近几年来首次负增长。19 年前期美国新能源车市场明显走弱, 且结构分化的特征较明显, 剔除明星车型 MODEL3 后的增速很差, 尤其是插电混动市场增速-28%。就车企来看, 除了特斯拉外, 丰田及通用汽车分别以销售 1875 辆、1237 辆排名第二和第三; 日产和宝马集团分列第四和第五名, 但二者的销售数据都在千辆以下, 其中日产销售 938 辆, 宝马销售 911 辆。
- **国内新能源汽车市场亦弱势**。据乘联会发布 2019 年 7 月份全国乘用车产销数据, 7 月新能源乘用车批发销量 6.88 万台, 同比下降 4.2%, 环比 6 月下降 48%。7 月纯电动乘用车批发增速同比增长 9%, 环比下降 54%; 7 月插混车型同比下降 27%, 环比下降 16%。根据 SMM 数据, 7 月动力电池总装机量为 4.69GWh, 环比锐减 29%, 同比增速下滑至 26.9%。其中三元电池装机量为 2.1GWh, 占比 44.8%, 比重较上月大幅减少 26.4%; 磷酸铁锂电池装机量为 2.48GWh, 占比 52.9%, 今年内比重首次超过三元电池, 较上月上升 27%。

图表 27: 美国新能源汽车市场首次负增长

图表 28: 国内 7 月新能源乘用车销量同比下滑 4.2%



来源：公司公告，中泰证券研究所



来源：乘联会，中泰证券研究所

5.2 锂钴：供需预期反转，钴价大幅上涨

- 8月7日，Glencore 公布 2019 年中报，大幅下修 KCC 产量指引，Mutanda 将在 2020-2021 年修缮停产，我们认为，这成为引发钴供需“扭转”的核心变量之一。Glencore 今年钴产出指引 5.7 万吨→4.3 万吨，其中，KCC 产量指引 2.6 万吨→1.4 万吨，Mutanda 产量指引 2.7 万吨→2.5 万吨。1) Glencore 表示将对 Mutanda 进行维护修缮，并将在 2019 年年底之前逐步停止生产，2020 年-2021 年将对其维护和修缮；2) 由于上半年 Katanga 产量 6100 吨，产能释放不及预期，Katanga 19 年产出指引 2.6 万吨→1.4 万吨，20-21 年产出同样下滑，分别是 3.2 万吨→2.7 万吨、3.8 万吨→3.1 万吨。

图表 29: Glencore 历史上钴产量 (吨)

矿产商	矿山项目	国家	类型	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019H1vs2018H1
Glencore														
	Mutanda Mining	DRC	Cu	5,700	5,500	6,000	6,700	5,600	6,200	7,400	8,100	6,400	7,000	14%
	Katanga Mining / KCC	DRC	Cu	-	-	-	-	500	2,500	3,500	4,600	3,500	2,600	103%
	Minara Resources/Murrin Murrin	Australia	Ni	500	600	900	700	700	700	700	800	800	600	0%
	Sudbury / Raglan	Canada	Ni	100	300	200	200	200	300	200	200	200	200	-20%
	total			6,300	6,400	7,100	7,600	7,000	9,700	11,800	13,700	10,900	10,400	28%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 30: 嘉能可钴产量指引 (2019 年中)

	2019E	2020E	2021E
katanga	1.4	2.7	3.1
mutanda	2.5	C&M	C&M
镍钴矿	0.4	0.4	0.4
公司产量指引 (万吨)	4.3	3.1	3.5

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 31: 嘉能可原钴产量指引 (2018 年底)

	2019E	2020E	2021E
katanga	2.6	3.2	3.8
mutanda+镍钴矿	3.1	3.1	3
公司产量指引 (万吨)	5.7	6.3	6.8

来源：公司公告，中泰证券研究所

- Mutanda 停产影响供给几何？短期供给库存补，但中期供给或将收缩 16%。1) 短期来看，对 2019 年实际供给影响不大：主要有以下两点原因：一是 Mutanda 停产将主要发生在 2020-2021 年，2019 年总体产量仍会保持平稳；二是嘉能可目前有充足的库存，Katanga 实际销售量很少，2018 年实现 1430 吨销售，2019 年也并未实现销售，意味着自去年一季度至今，Katanga 产出的合计 1.72 万吨钴产出，形成至少 1.5 万

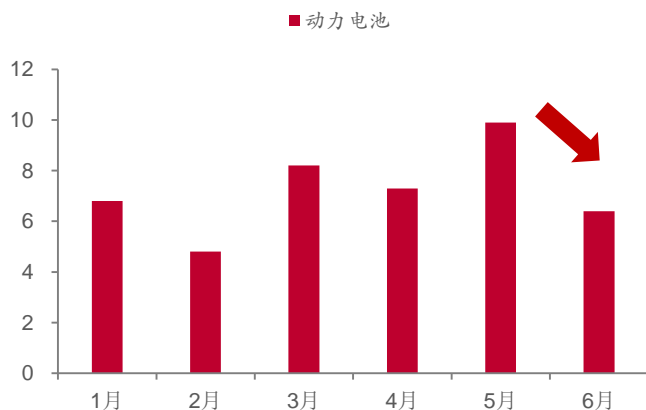
吨以上的库存，实际有效供给短期可以由“去库存”来完成。2) 中期来看，供给收缩约 16%: Mutanda 矿山 2018 年钴产量为 2.73 万吨，2019 年产量指引为 2.5 万吨，2020 年 Mutanda 停产或大幅收缩供给约 16%。

图表 32: Mutanda & Katanga 历史产量及未来指引变化对供给影响

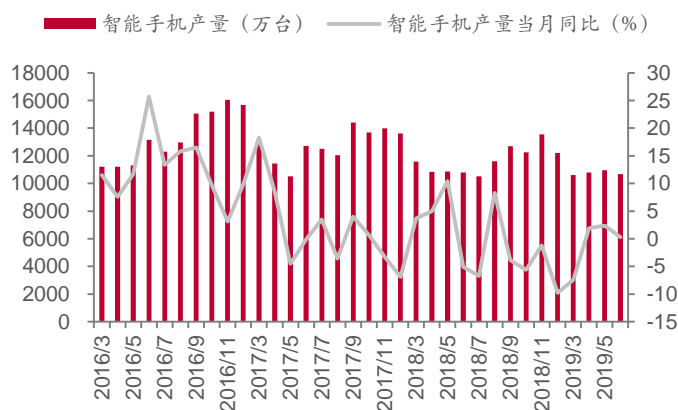
	2015	2016E	2017E	2018	2019E	2020E	2021E
Katanga	2,900	-	-	11,100	14,000	27,000	31,000
Mutanda	16,500	24,500	23,900	27,300	25,000		
全球供给	121,050	116,350	124,650	147,242	153,145	157,395	170,397
Katanga/全球供给	2%	0%	0%	8%	9%	17%	18%
Mutanda/全球供给	14%	21%	19%	19%	16%	0%	0%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 下游正极 & 电池需求如何?** 当前钴下游市场需求仍较为疲软，但未来增长可期。新能源汽车方面，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%，略低于此前 160 万辆的预测。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，消费电子方面，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。但未来增长可期，随着 2020 年 5G 手机的推广，智能手机出货量有望由负转正，正是受益于此，3C 电池需求或将显著拉动消费电子钴消费量。

图表 33: 国内动力电池产量


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 34: 国内智能手机产量


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 未来钴供需结构如何? 20-21 年或将发生趋势性扭转。** 在全球新能源汽车 35% 增速、消费电子需求稳定的基准假设下，根据我们供需模型梳理，考虑到 Glencore 最新的产量指引变化以及未来三年主要的供给增量项目的投产释放，2019 年仍然处于过剩状态，但是，进入到 20 年，由于 Mutanda 停产计划的施行，供需格局大幅或将大幅改善，20-21 年供需结构或将趋势性扭转。

图表 35: 钴供需平衡表预测

钴供需平衡预测		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
供应	吨/年	96,084	95,851	104,804	123,521	130,173	133,786	144,837
	Change%		0%	9%	18%	5%	3%	8%
需求	吨/年	94,529	101,195	105,943	107,458	122,999	133,184	146,277
	Change%		7%	5%	1%	14%	8%	10%
供需缺口 (+过剩/-不足)	(吨/年)	1,555	-5,344	-1,139	16,063	7,174	602	-1,440
	供需缺口所占比例	2%	-5%	-1%	15%	6%	0%	-1%

来源: Darton, 公司公告, 中泰证券研究所

- 未来价格驱动主要矛盾? 关键还是看 5G “换机潮” 需求拉动消费电子需求。**我们对消费电子增速与全球新能源车增速对供需结构影响进行了测试, 事实上, 在需求上行期库存、矿产供给等都不会是主要矛盾, 需求仍然是决定钴锂价格的关键。随着 5G 手机的推广, 2020 年智能手机出货量有望由负转正, 并且“换机潮”可能会实现正增长, 甚至是 10% 以上的双位数增长, 而消费电子需求由负转正, 将是供需结构发生“剧烈”逆转、价格趋势上涨的阈值!

图表 36: 全球新能源汽车 & 消费电子增速对钴供需结构影响

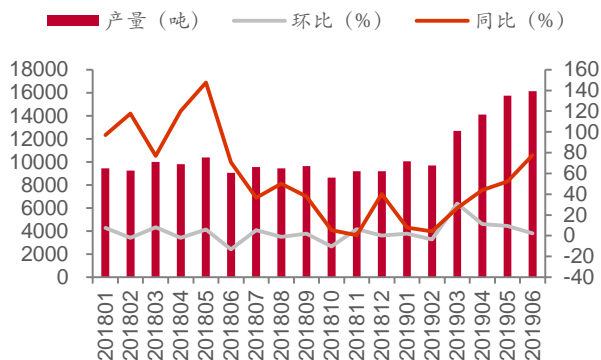
品种	供需	全球新能源汽车增速					
		30%	35%	40%	45%	50%	55%
钴	-10%	6,069	4,370	2,677	1,215	-356	-2,036
	-5%	4,185	2,486	794	-669	-2,240	-3,920
	0%	2,301	602	-1,090	-2,553	-4,124	-5,804
	5%	417	-1,282	-2,974	-4,437	-6,008	-7,688
	10%	-1,467	-3,166	-4,858	-6,320	-7,892	-9,572
	消费电子增速						

备注: 该测算表未计入 Glencore 产量指引变化; 来源: 公司公告, 中泰证券研究所

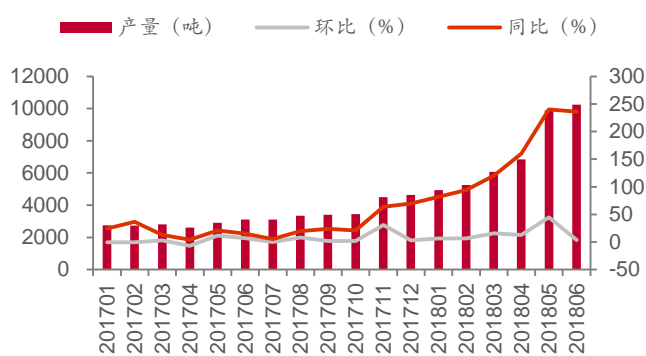
- 下游需求锐减, 锂价亦持续走低。**1) 现货交投, 电池级碳酸锂需求不佳, 交易零星, 当前价格处于下行区间; 氢氧化锂方面, 下游高镍发展进度不及预期, 电池级氢氧化锂需求不佳, 成交稀少; 三元材料方面, 电池企业开工率恢复进度缓慢, 除高镍三元材料需求稳定外, 其余产品订单稀少。2) 需求端, 6月起国内 3C 市场进入传统消费淡季, 国内手机市场趋于饱和, 短期难迎新的需求拐点; 受新能源补贴退坡影响, 动力汽车市场成交疲软, 订单走弱。3) 供给端, 根据亚洲金属网的统计, 6月份国内氢氧化锂产量为 10350 吨, 环比走高 3.7%, 同比上升 236.1%; 碳酸锂产量为 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 37: 国内碳酸锂产量

图表 38: 国内氢氧化锂产量



来源：亚洲金属网，中泰证券研究所



来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

5.3 稀土磁材：稀土市场平稳运行，中重稀土未来可期

- 本周稀土市场平稳运行：**本本周稀土产品价格在前期上涨后有所企稳，氧化镨钕价格自周初的 30-30.5 万元/吨涨至周五 31.2-31.5 万元/吨，氧化钕价格跟涨至 31.4-31.7 万元/吨。氧化镨、氧化铽、氧化钆和氧化铈的价格也有了一定程度的上涨，周五氧化镨报价 194-196 万元/吨，氧化铽报价 396-400 万元/吨，氧化钆报价 17.3-17.8 万元/吨，氧化铈报价 38.5-39 万元/吨。本周大厂报价稳步上扬，但受制于需求疲弱涨幅有限。目前下游企业对于价格上涨的接受程度一般，部分商家出货价较前期有所下降，稀土市场上存在偏低价位货源。
- 供给端，重稀土矿紧张格局不改。**7 月因腾冲口岸暂停缅甸稀土进口，重稀土矿进口数量仅为 517 吨，环比下降 3,842 吨。矿石含镨钕氧化物和氧化镨分别为 135 吨和 21 吨，同比减少 571 吨和 88 吨。美国轻稀土矿进口量为 3,393 吨，同比增加 37 吨，总体变化不大。极少量进口主要是通过片马口岸入境，但是，缅甸 Q3 正处于雨季，绕道该关口进行运输难度较大，另外，缅甸稀土进口的管理趋严也将会加大进口难度。
- 政策面，中美贸易关系恶化将导致稀土价格上涨。**8 月 1 日，特朗普宣布可能对我国 3000 亿的商品加征关税，本周美国财政部将我国列为“汇率操纵国”，稀土作为不可或缺的战略小金属品种，鉴于中美贸易更加紧张的关系，国家或将推出更多引导稀土行业更加健康持续发展的政策，供需结构进一步改善预期或将推动短期价格波动。
- 钕铁硼磁材方面，价格平稳运行。**根据百川资讯的数据，截至 8 月 8 日，钕铁硼 N35 价格报 121.5 元/公斤，与上周持平，作为稀土板块下游“影子”，以“原料库存 & 毛利率定价”模式，直接受益稀土价格上行。更为重要的是，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：**1) 嘉能可 Mutanda 将在 2020-2021 年修缮停产，5G “换机

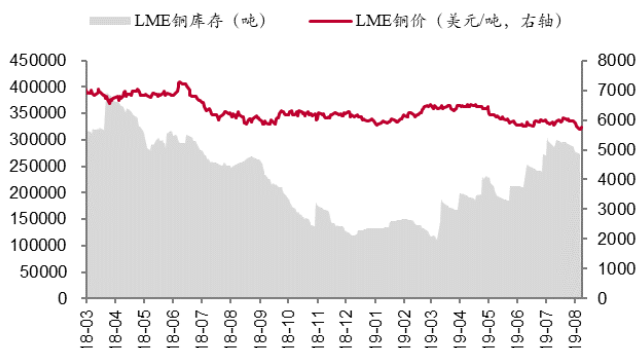
潮”或带动消费电子正增长，较小的需求增长便将使得钴供需结构发生“剧烈”逆转，年内或仍以震荡反弹为主，但钴的中长期投资价值拐点将逐步显现，不可忽视；2) 美国经济“后见顶、后见底”并趋势回落，带动真实收益率趋势回落，当前金价上涨处于经济回落的第一阶段——即交易国债收益率下行的投资时期，亦是我们板块内现在配置的重点；3) 而从中长期来看，电解铝和钎铁硼磁材也需要给予关注——电解铝“产能红线”推动行业格局演绎为“产出顶、库存底”，位于中周期起点；钎铁硼磁材行业有望随着新能源车产品导入并放量，或迎来新一轮景气周期。4) 核心标的：**山东黄金、湖南黄金、盛达矿业、寒锐钴业、正海磁材、中科三环、紫金矿业、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

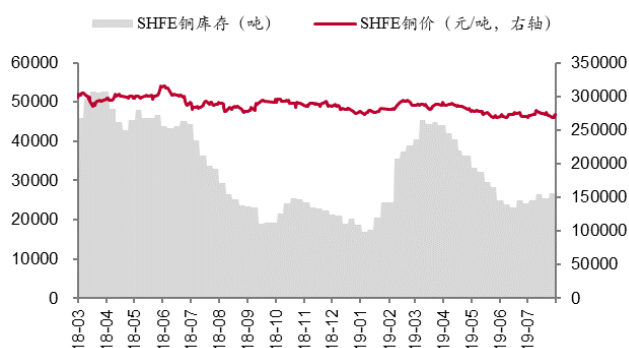
8. 附录：全球有色金属价格、库存走势（08.05-08.09）

图表 39: LME 铜价及库存走势



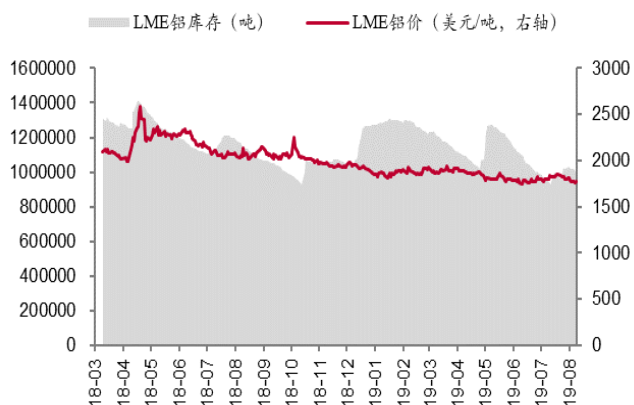
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 40: SHFE 铜价及库存走势



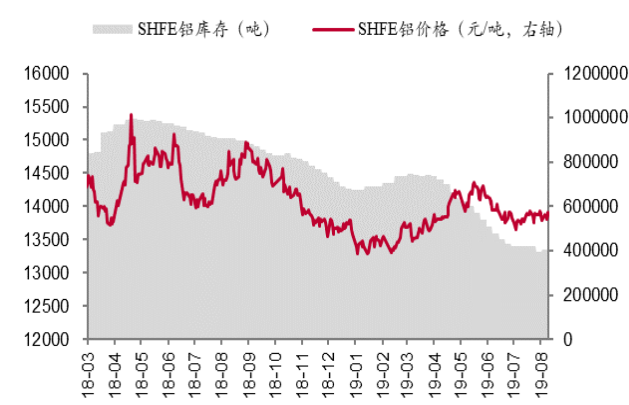
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 41: LME 铝价及库存走势



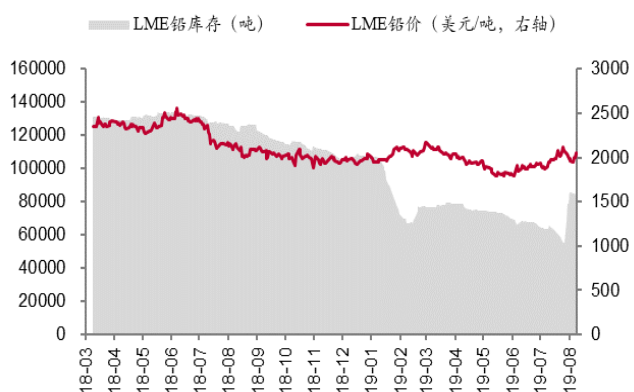
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 42: SHFE 铝价及库存走势



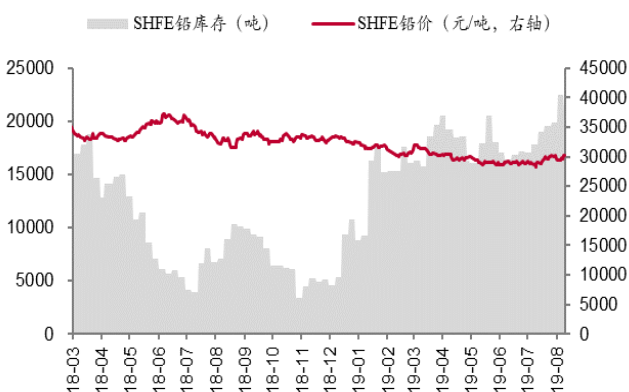
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 43: LME 铅价及库存走势

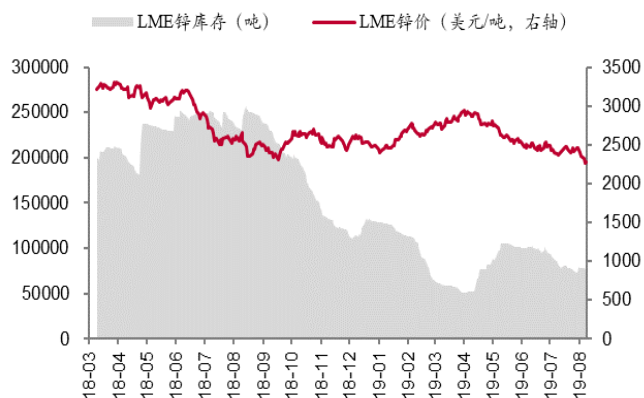


来源: wind, 中泰证券研究所

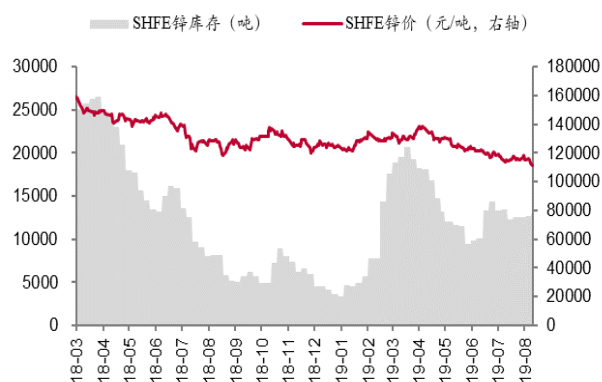
图表 44: SHFE 铅价及库存走势



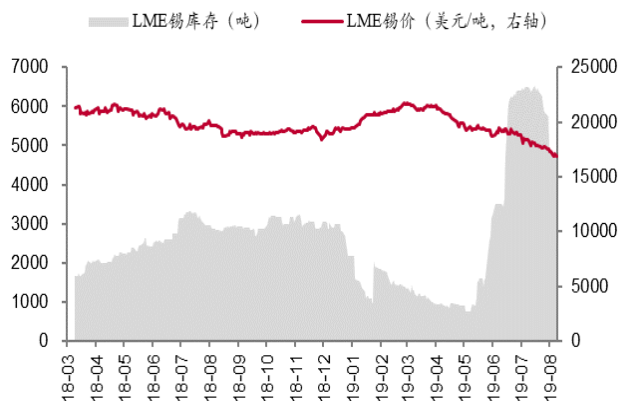
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 45: LME 锌价及库存走势


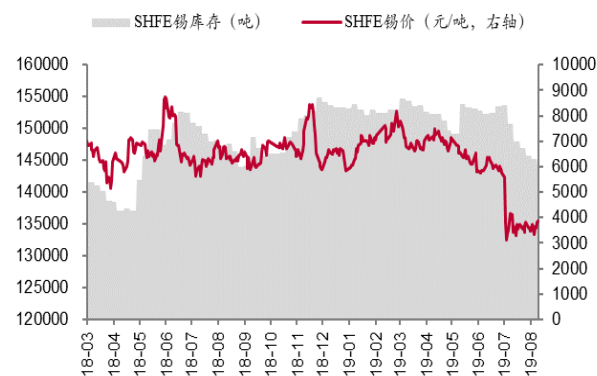
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 46: SHFE 锌价及库存走势


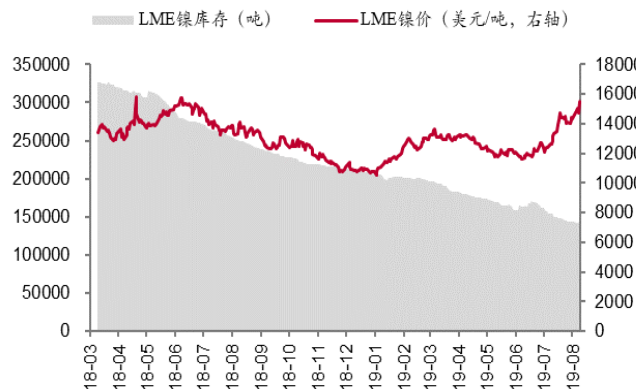
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 47: LME 锡价及库存走势


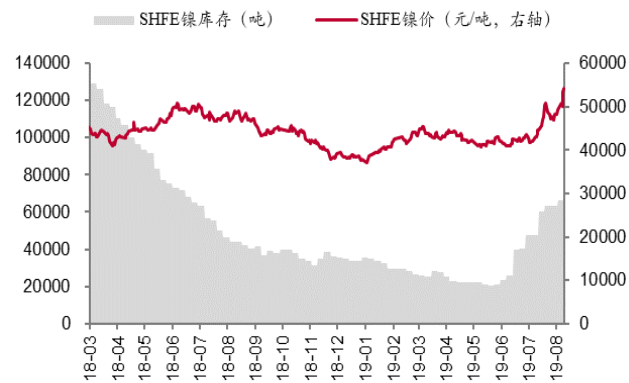
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 48: SHFE 锡价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 49: LME 镍价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 50: 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。