

有色金属

配置黄金逻辑不变；钴价上涨或超预期，关注长期趋势转变

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股整体反弹，有色板块表现不佳，跑输上证综指 1.55 个百分点。大宗商品市场，美债 2-10 年收益率 06 年以来首次倒挂，引发对全球经济衰退的担忧，中美贸易关系或恶化，避险情绪激增，comex 黄金经历大幅上涨 1.0% 至 1523.6 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，MB 钴价超预期上涨，稀土大幅震荡，锂延续下行：MB 钴（标准级）、钴精矿、钴金属与钴中间品较上周分别上涨 15.8%、17.2%、7.2% 与 3.8%，电池级碳酸锂、氢氧化锂分别下跌 0.8%、2.5%，氧化镨钕、氧化镱分别下跌 3.2%、0.5%。
- **【本周关键词】：**美债 2-10 年收益率 06 年以来首次倒挂、MB 钴价上涨超预期
- **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，全球出现降息宽松潮预期，具体从本周边际变化来看：①中国，经济下行压力较大，政策或边际宽松：7 月社融与 M1、M2 增速均低于市场预期，此外由于“半年度效应”消退，工业产出大幅下滑，在房地产坚守“房住不炒”的基调不变情况下，投资增速继续高位回落，同时在汽车销量的下滑的带动下，社零数据同样不达预期；②美国，美债 2-10 年收益率 06 年以来首次倒挂，美联储降息预期增强：8 月 14 日盘中，美债 2-10 年收益率 06 年以来首次倒挂，而从历史来看，在出现收益率曲线倒挂后，或长或短时间内会出现经济衰退，因此美联储 9 月降息 25 个基点的概率由 99.6% 变为 81.2%，降息 50 个基点的概率由 0.4% 提升至 18.8%；③欧洲，欧元区多国经济数据不达预期，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，钴供需或将剧烈“扭转”，本周 MB 也出现超预期上涨接近 16%，中间品价格亦录得上涨，下游需求或抬头。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！5、当前下游需求或将抬头，MB 超预期上涨：动力电池龙头企业在经历 5-6 月份大幅砍单 50% 以上之后，或将出现明显恢复，材料库存也得到大幅消耗，前驱体与正极企业锁单量边际提升，锁单周期也得到提升，而消费电池订单较为稳定，因此，下游需求或将抬升，中游环节出现部分补库端倪；当前海外贸易商或不具备出货动力，MB 价格也出现超预期上涨 16% 至 15 美金/磅，与国内价格持平。
- **贵金属：**美债 2-10 年收益率 06 年以来首次倒挂，中美贸易关系恶化、疲软的房地产市场均使得美国经济前景黯淡，或进一步加强美国经济回落预期，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。美债 2-10 年收益率 06 年以来首次倒挂，这引发了市场对美国经济衰退的担忧，comex 黄金大幅上涨

1.0%至 1523.6 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 114.15 万吨，较前周增加 1.0 万吨，氧化铝价格短期筑底，产业链利润向电解铝环节转移，周内由于山东台风天气的影响，山东部分电解铝企业生产受到影响，沪铝夜盘主力合约上涨 0.89%；2) 铜：TC 维持低位，基本面压力仍然较大，保税区库存连续 15 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”或带动消费电池正增长，较小的需求增长便将使得钴供需结构发生“剧烈”逆转，短期旺季需求边际改善，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

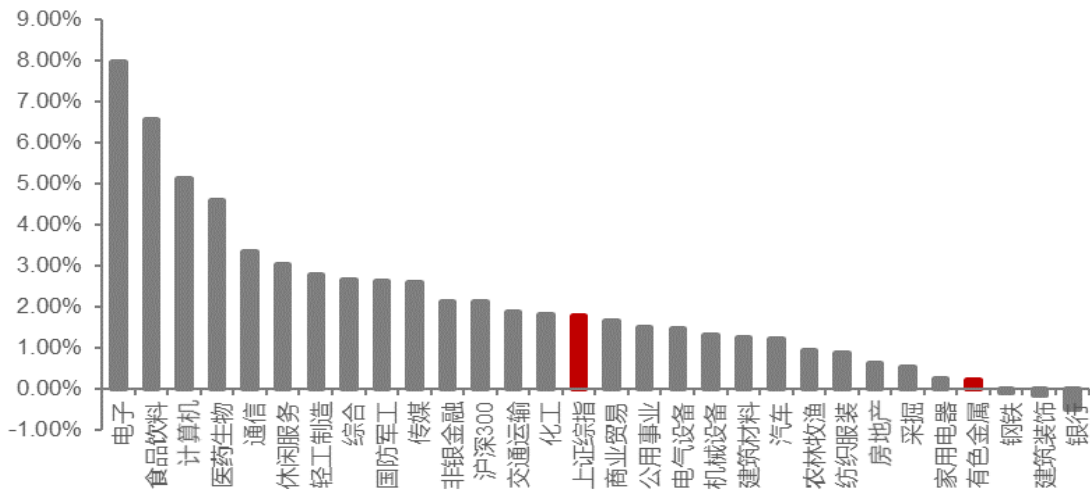
1. 本周行情回顾	- 4 -
1.1 股市行情回顾: A股整体大幅反弹, 有色板块分化明显	- 4 -
1.2 贵金属: 欧美收益率曲线倒挂, 黄金价格震荡上行	- 5 -
1.3 基本金属: 全球经济增长前景黯淡, 价格涨跌互现	- 5 -
1.4 小金属: 价格分化明显, 供需或将反转钴价大幅上涨.....	- 6 -
2. 宏观“三因素”运行态势跟踪	- 8 -
2.1 中国因素: 经济下行压力增大, 政策或边际宽松	- 8 -
2.2 美国因素: 美债 2-10 年收益率倒挂, 经济衰退指标再亮红灯	- 9 -
2.3 欧洲因素: 欧元区多国经济数据不达预期, 经济增长乏力	- 11 -
3. 贵金属: 美债 2-10 年收益率倒挂, 加配黄金逻辑不变	- 11 -
3.1 美债 2-10 年收益率倒挂, 美联储降息预期增强	- 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: 三季度废铝批文量同比略增, 产业链利润流转至电解铝环节	- 15 -
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: 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, 下游需求或抬头	- 21 -
5.3 稀土磁材: 稀土市场大幅震荡, 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 (08.12-08.16)	- 26 -

1. 本周行情回顾

1.1 股市行情回顾：A 股整体大幅反弹，有色板块分化明显

- 周内，国际方面，由于美欧 2 年和 10 年国债收益率倒挂引发了对全球经济下滑的担忧，叠加不断走低的欧美经济数据，因此本周美股三大指数震荡下行（道指↓1.53%，纳斯达克↓0.79%，标普↓1.03%）；国内方面，由于走低的社融和社零数据，政策边际宽松预期增强，叠加利空因素不断出尽，A 股整体大幅反弹，从 SW 一级行业指数来看，科技股与消费概念股涨幅居前。
- 具体来看：综合指数中，上证指数收于 2823.82 点，环比前周上涨 1.77%；深证成指收于 9060.92 点，环比前周上涨 3.02%；沪深 300 收于 3710.54 点，环比前周上涨 2.12%；申万有色金属指数收于 2808.37 点，环比前周上涨 0.22%，跑输上证综指 1.55 个百分点。SW 一级行业指数周度走势如下图所示。

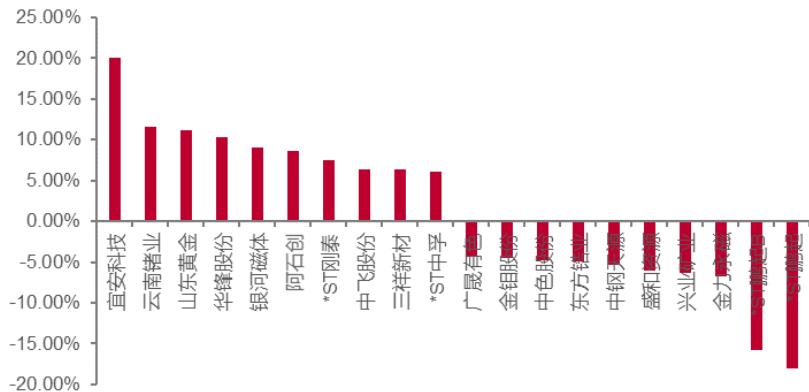
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 周内，有色板块表现不佳，二级子行业分化明显。所统计 119 只个股中：60 只个股出现不同程度上涨，9 只个股与上周持平，其余 50 只个股均出现不同程度下跌，具体来看，宜安科技公告称，拟与三祥新材共同投资建设非晶合金（液态金属）项目，因此本周宜安科技大幅上涨 20%；由于欧美 2 年与 10 年收益率倒挂引发对全球经济下滑的担忧，山东黄金涨幅居前。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

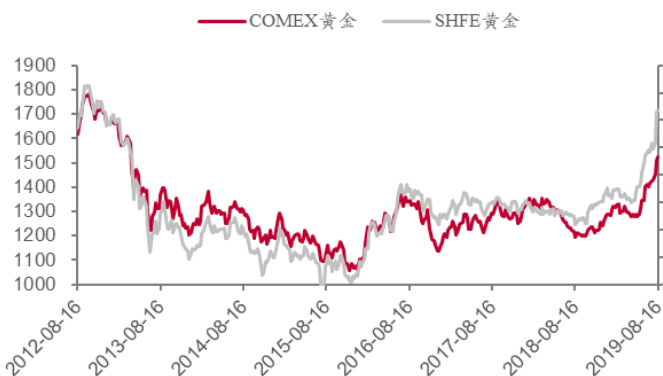


来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 欧美收益率曲线倒挂, 黄金价格震荡上行

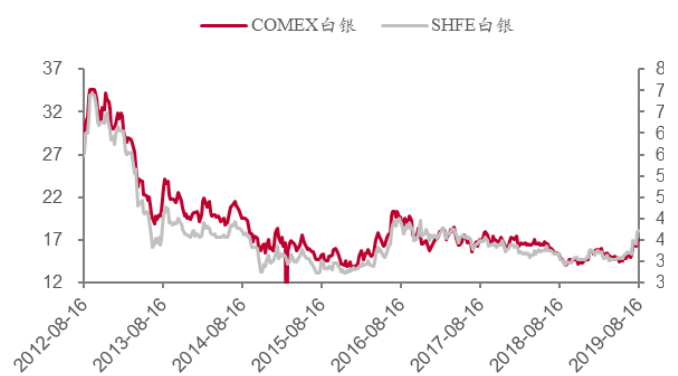
- 本周贵金属价格震荡上行。8月13日, 中美经贸高级别磋商双方牵头人进行了通话, 同时美国贸易办公室发表声明称根据听证会和公众建议, 部分商品(手机、笔记本电脑, 游戏机, 部分玩具、电脑显示器, 鞋和衣服等)的关税加征将推迟至12月15日, COMEX 黄金价格当日冲高回落, 收盘跌0.32%; 8月14日, 美债2-10年期收益率06年以来首次倒挂, 引发了市场对于全球经济衰退的担忧, COMEX 黄金价格当日上涨0.87%。截至2019年8月16日, COMEX 黄金收于1523.6美元/盎司, 较上周上涨1.0%; COMEX 白银收于17.085美元/盎司, 较上周上涨0.91%。

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: 全球经济增长前景黯淡, 价格涨跌互现

- 本周, 欧美2-10年期国债收益率曲线倒挂, 引发了市场对于全球经济衰退的担忧, 同时美国7月工业产出环比减少0.2%不达预期, 欧元区8月ZEW 经济景气指数为-43.6, 继续低位下滑, 全球降息潮预期不断增强, 因此本周 LME 基本金属指数收于2768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 -0.2%、1.2%、-1.5%、1.2%、-1.6%、3.4%。

图表 5: 基本金属周涨跌幅 (08.12-08.16)

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	2768	0.6%	-1.2%
铜	LME	5755	-0.2%	-2.7%
	SHFE	46550	-0.3%	-3.7%
铝	LME	1796	1.2%	-3.1%
	SHFE	14170	1.8%	4.3%
铅	LME	2034	-1.5%	1.2%
	SHFE	16720	-0.4%	-7.4%
锌	LME	2268	1.2%	-7.6%
	SHFE	18640	0.5%	-10.9%
锡	LME	16605	-1.6%	-14.7%
	SHFE	133100	-1.7%	-7.2%
镍	LME	16185	3.4%	52.0%
	SHFE	126010	-0.2%	43.1%

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, 钴价本周继续大幅上涨。** 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、四氧化三钴与钴中间品较上周分别上涨 15.8%、17.2%、7.2%、6.6%、14.5%、1.7%、2.7%和 3.8%。
- **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 0.8%、1.7%、0.8%、1.4%、2.5%。
- **稀土市场价格剧烈波动。** 周初由于下游需求因素影响, 多数稀土价格有所下跌; 中方 15 日表示将采取必要的反制措施, 中美贸易关系进一步恶化, 稀土市场信心受到提振, 大厂报价普遍较为坚挺。受此影响, 本周稀土价格大幅震荡, 截至本周五氧化镨钕、氧化镱较上周分别下跌 3.2%、0.5%。

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16日	涨跌幅			
				7天	30天	90天	360天
钴	MB钴 (标准级)	美元/磅	15.2	15.8%	13.7%	-1.1%	-61.4%
	MB钴 (合金级)	美元/磅	15.5	17.2%	9.1%	-2.7%	-60.6%
	钴精矿	美元/磅	13.9	7.2%	7.9%	-12.8%	-53.2%
	金属钴	元/公斤	24.2	6.6%	7.1%	-12.3%	-60.7%
	钴粉	元/公斤	23.4	1.7%	-2.5%	-17.0%	-64.8%
	硫酸钴	元/公斤	4.4	14.5%	19.2%	-5.4%	-65.9%
	四氧化三钴	元/公斤	15.5	2.7%	-2.8%	-13.7%	-65.7%
	碳酸钴	元/公斤	10.7	0.9%	1.9%	-10.1%	-61.1%
	氯化钴	元/公斤	4.8	4.4%	9.2%	-10.4%	-66.7%
	氧化钴	元/公斤	15.7	6.1%	0.0%	-9.2%	-60.8%
锂	金属锂 (99%)	元/公斤	63.5	-0.8%	-5.2%	-16.4%	-31.4%
	金属锂 (99.9%)	元/公斤					
	碳酸锂 (工业级)	元/公斤	5.8	-1.7%	-9.4%	-11.5%	-61.3%
	碳酸锂 (电池级)	元/公斤	6.5	-0.8%	-11.6%	-15.6%	-61.3%
	单水氢氧化锂 (工业级)	元/公斤	6.8	-1.4%	-11.1%	-17.6%	-50.9%
	单水氢氧化锂 (电池级)	元/公斤	7.7	-2.5%	-12.3%	-22.5%	-50.5%
铜箔	铜箔价格 (8 μm)	元/公斤	71.6	0.0%	-5.2%	-17.2%	-25.8%
	铜箔加工费 (8 μm)	元/公斤	4.3	0.0%	-0.5%	7.4%	-2.9%
硫酸镍	硫酸镍 (Ni22%, Co 0.4%)	元/吨	2.6	1.0%	4.0%	3.0%	-
	硫酸镍 (Ni22%, Co 0.05%)	元/吨	2.6	1.0%	4.0%	3.0%	-
三元前驱体	三元523/动力	元/吨	8.0	6.0%	12.7%	-8.0%	-41.2%
	三元622/动力	元/吨	8.9	6.6%	14.9%	-4.3%	-
	钴酸锂	元/吨	19.5	1.6%	-4.4%	-19.4%	-58.1%
正极	三元523/动力	元/公斤	13.2	0.8%	2.3%	-7.0%	-38.9%
	三元622/动力	元/吨	14.9	0.7%	2.8%	-6.6%	-
锑	锑精矿	元/吨	2.8	0.0%	-3.5%	-19.1%	-32.9%
	锑锭	元/吨	3.7	-2.7%	-3.9%	-16.1%	-30.5%
	三氧化二锑	元/吨	3.2	-3.0%	-7.9%	-16.2%	-31.4%
镁	金属镁	元/吨	1.6	1.6%	1.9%	-5.9%	5.6%
钼	钼精矿	元/吨度	1990.0	0.0%	11.2%	12.4%	17.1%
	钼铁	元/吨	13.5	-1.5%	13.0%	12.5%	15.4%
硅	金属硅	元/吨	1.1	0.3%	-2.7%	-6.8%	-21.6%
	硅铁	元/吨	6025.0	-2.0%	-0.3%	-1.0%	-9.5%
钛	海绵钛	元/吨	8.1	0.0%	14.1%	23.5%	48.9%
钨	APT	元/吨	11.1	0.0%	2.3%	-26.3%	-37.0%
	钨精矿	元/吨	7.3	-2.0%	1.4%	-24.4%	-35.4%
	氧化钨	元/吨					
铌	铌矿	美元/磅	9.1	-1.1%	-3.2%	-14.2%	-14.2%
	五氧化二铌	元/公斤	21.8	-0.9%	-6.4%	-9.2%	4.3%
钒	五氧化二钒	元/吨	13.4	-4.3%	10.7%	-18.8%	-30.6%
	钒铁	元/吨	13.9	-0.7%	6.1%	-27.8%	-29.8%
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%
	氧化锆	元/吨	30.0	-3.2%	-11.2%	9.9%	-17.8%
稀土	氧化镨	元/公斤	194.0	-0.5%	0.3%	32.0%	61.0%
	氧化镧	元/吨	3.4	0.0%	0.0%	-5.6%	-
	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：经济下行压力增大，政策或边际宽松

- **社融低于预期，M1、M2 超预期回落。**7月M2同比增长8.1%，增速较上月下降0.4个百分点；M1同比增长3.1%，增速较上个月下降1.3个百分点，增速皆低于市场预期。7月社会融资规模增量为1.01万亿元，比上年同期少增2103亿元，低于市场预期。地方债同比多增2534亿，是最大贡献项。社融增长不仅依赖于信用供给意愿，也决定于融资需求。过去10年房地产和基建是信用创造最重要的工具，并且抬高了我国的利率水平，如今地产周期向下，基建融资规范监管。没有地产和基建的刺激，经济增速和融资需求都会趋于回落。
- **“半年度效应”消退，生产大幅走弱。**根据国家统计局公布的最新数据，7月我国工业增加值同比实际增长4.8%，相比上月大幅回落1.5个百分点。工业生产不仅有“春节效应”，从历史数据来看，在半年度的时候也会呈现一定的“生产冲量”特征，这也能部分解释6月工业生产与PMI的背离。7月工业生产如期回落，但今年7月增速的回落幅度要明显大于往年，反映除了“半年度效应”以外，工业生产的下行压力也在增大。
- **地产压力增大，投资增速续降。**7月固定资产投资累计同比增长5.7%，相比上半年回落0.1个百分点。其中，基建投资（不含电力）累计同比增长3.8%，相比上半年回落0.3个百分点，地方隐性债务扩张受限是当前基建难以高增的重要原因。制造业投资累计同比增长3.3%，依旧处于低位。房地产投资累计同比增长10.6%，相比前6月继续回落0.3个百分点。7月商品房销售面积累计同比-1.3%，土地购置面积仍然大幅负增长。往前看，“房住不炒”基调不改，地产调控难松，房企融资依然偏紧，地产投资增速将继续高位回落。
- **汽车销量走弱，消费风光不再。**7月社零总额名义、实际和限额以上同比增速分别为7.6%、5.7和2.9%，相较上月明显回落，汽车再度回落是主要原因，扣除汽车以外的社零增速为8.8%。从类别来看，必需品消费增长仍较为强劲，日用品、粮油食品、饮料、中西药品同比增速均小幅回暖，增速仍然在9%以上。可选品增速呈现分化，化妆品和文化办公用品同比高增，但石油制品负增长，地产相关增速仍然较低，家电、建筑装潢、家具等增速都出现了回落。随着国五去库存效应的消退，7月汽车零售增速再度回落，拖累消费增速也随之走弱。往前看，地产大周期的下行，决定了居民收入和财富增速都放缓，未来消费增速仍趋于下行。
- **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: M1、M2 增速超预期回落



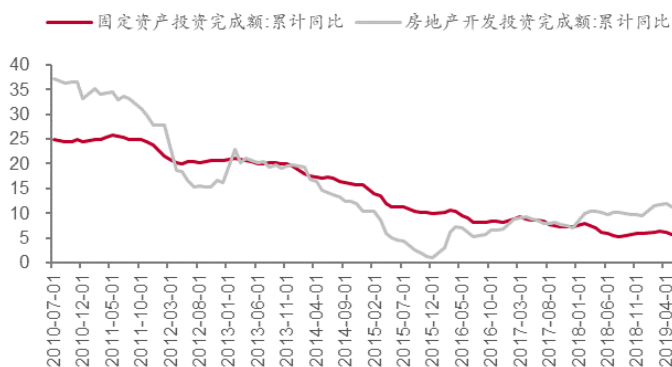
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 8: 工业增加值大幅回落



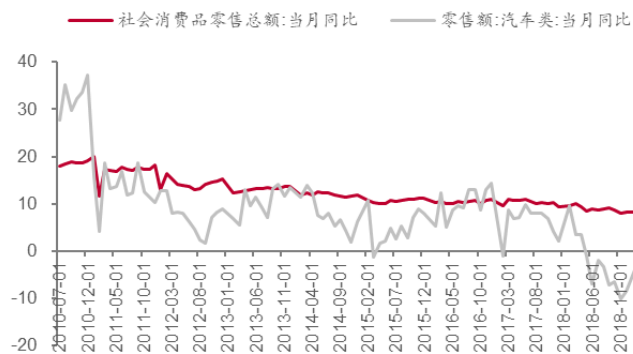
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 固定资产投资累计同比增速下行



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 汽车带动社零走弱



来源: Wind, 中泰证券研究所

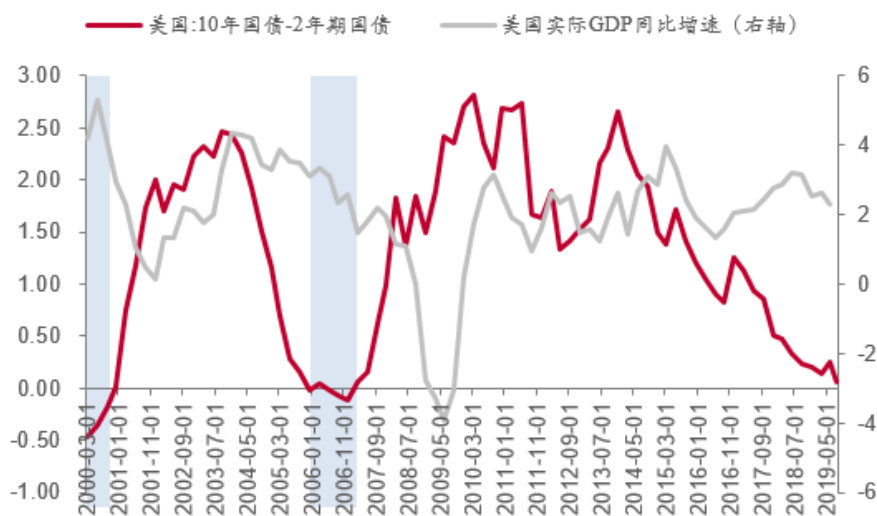
2.2 美国因素：美债 2-10 年收益率倒挂，经济衰退指标再亮红灯

- 美债 2-10 年收益率 06 年以来首次倒挂，经济衰退指标再亮红灯，美联储降息预期增加。8 月 14 日，美国 10 年期和 2 年期国债收益率盘中倒挂，市场对美国：经济陷入衰退的担忧升温，VIX 恐慌指数快速上升，美股大跌、黄金续涨。短端美债收益率通常受货币政策影响更大，利率弹性较小；长端美债收益率与经济表现相关度更大，利率弹性也更大。因此美债期限利差走势通常反映市场对未来经济的预期，当期期限利差倒挂也表明投资者对美国前景较为悲观。此外，美国经济数据继续下滑：美国 7 月工业产出环比减少 0.2%，预期增 0.1%；美国 7 月制造业产出环比减 0.4%，预期减 0.1%。美国 7 月新屋开工总数年化化为 119.1 万户，预期为 125.7 万户，前值由 125.3 万户修正为

124.1 万户。白宫贸易顾问纳瓦罗称，收益率曲线倒挂是美联储降息的信号。根据 CME，在收益率曲线倒挂后，美联储 9 月降息 25 个基点概率由 99.6%→81.2%，9 月降息 50 个基点概率由 0.4%→18.8%。

- **中美贸易关系恶化，美联储 9 月降息概率大幅上升。**8 月 2 日，特朗普在推特上宣布将于 9 月 1 日或对我国 3000 亿商品加征关税；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；8 月 13 日，中美经贸高级别磋商双方牵头人进行了通话，同时美国贸易办公室发表声明称根据听证会和公众建议，部分商品的关税加征将推迟至 12 月 15 日；8 月 15 日，财务部网站显示美国加征关税行为违背了中美两国元首阿根廷会晤共识和大阪会晤共识，中方将不得不采取必要的反制措施，中美贸易争端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。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。

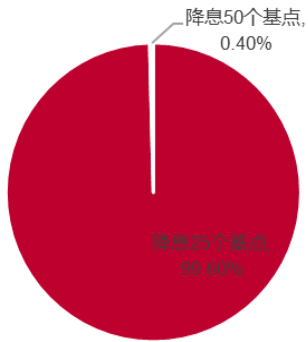
图表 11: 美债 2-10 年期收益率 06 年以来首次倒挂



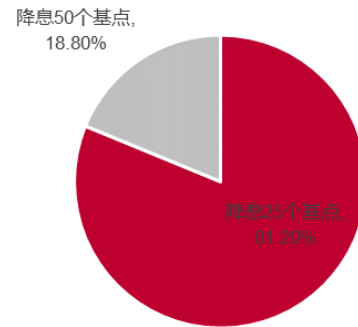
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 收益率曲线倒挂前 9 月降息概率

图表 13: 收益率曲线倒挂后 9 月降息概率



来源: Wind, CME, 中泰证券研究所

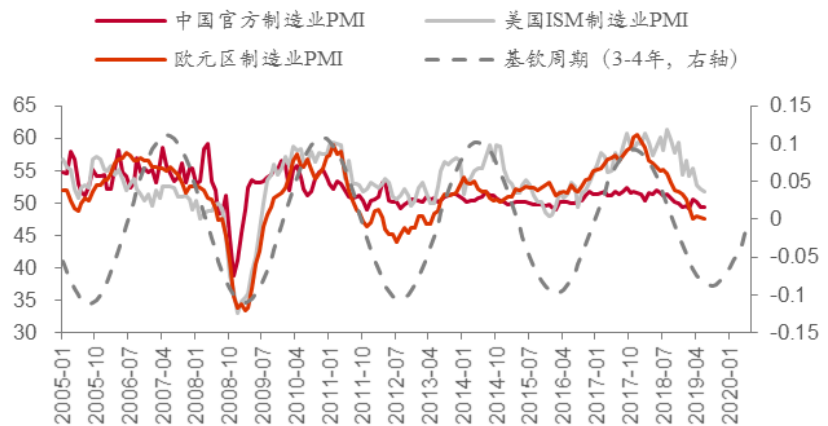


来源: Wind, CME, 中泰证券研究所

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

- **欧元区多国经济数据不达预期，经济增长乏力。**德国第二季度末季调GDP初值环比降0.1%，预期降0.1%，前值增长0.4%；欧元区8月ZEW经济景气指数为-43.6，前值为-20.3；此外，英国2-10年国债收益率同样出现倒挂，欧元区未来经济增长前景不容乐观。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 14: 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：美债 2-10 年收益率倒挂，加配黄金逻辑不变

3.1 美债 2-10 年收益率倒挂，美联储降息预期增强

- 如上文所述，8月14日，美债2-10年收益率06年以来首次倒挂，从历史周期来看，期限利差与经济增长之间存在很强的相关性，基本上每次收益率曲线倒挂后，在或长或短的时间内都会出现经济衰退，因此当日VIX指数、COMEX黄金大幅上涨；此外，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，美联储下半年或出现预防式降息，以防止经济快速出现衰退。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65.0%，降息50个基点的概率为35.0%；10月降息25个基点的概率为16.4%，降息50个基点的概率为57.4%。

- **真实收益率加速回落至0.01，周内金价震荡上涨1.0%**。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0.01附近，降幅超过110bp。周内真实收益率曾一度跌至0以下，不断走低的美国经济数据以及避险情绪的激增令COMEX金价周内震荡上涨，总体收涨1.0%。

图表 15: 金价与美国真实收益率对比



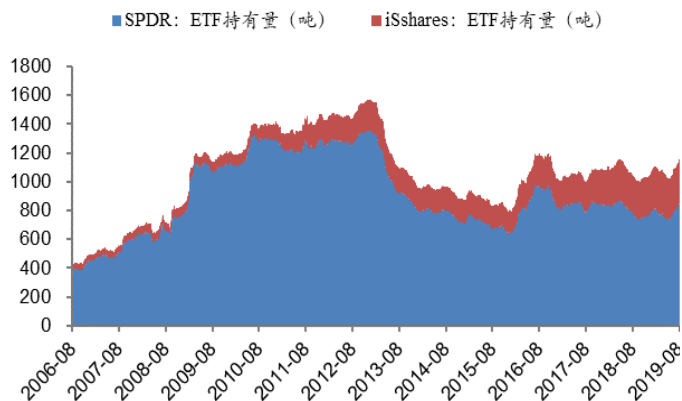
来源：Wind，中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓较为稳定，COMEX 净多头结构持续

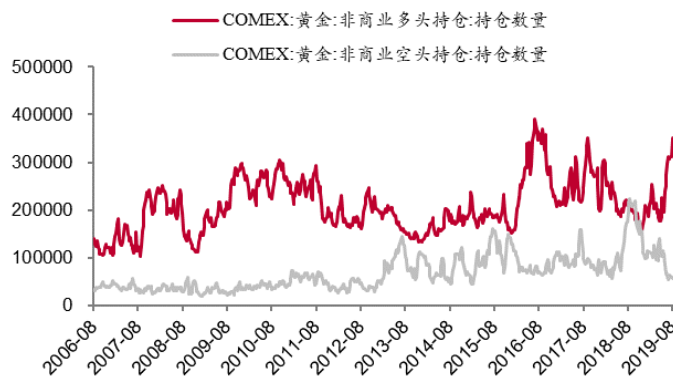
- **黄金 ETF 持仓较为稳定，COMEX 净多头结构延续**。本周，黄金 ETF 持仓量（SPDR+iShares）1159.47 吨，较前周增加 7.24 吨，黄金 ETF 持仓量仍较为稳定。周内，COMEX 黄金非商业多头持仓略微下降至 34.62 万张附近（前值 35.06 万张附近），同时非商业空头持仓下降至 5.61 万张附近（前值 5.80 万张附近），净多头持仓量环比前周略降至 29.01 万张（前值 29.25 万张），COMEX 净多头结构延续。

图表 16: 黄金 ETF 持仓情况

图表 17: COMEX 黄金多头与空头持仓情况



来源: Wind, 中泰证券研究所



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 88.3，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 18: 金银比处于历史高位，向下修复动能强劲

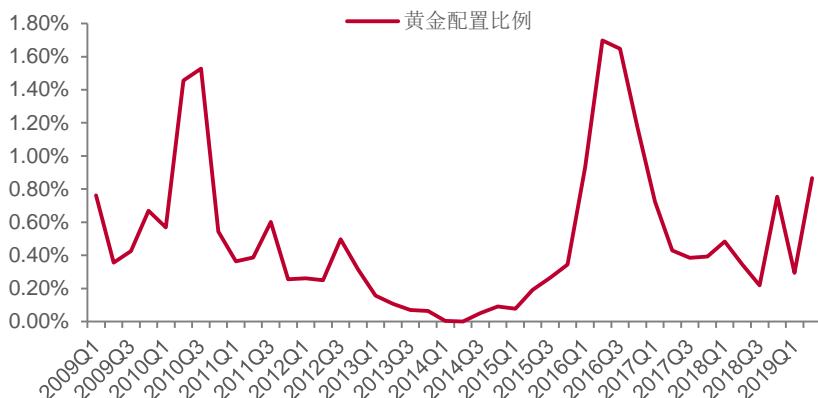


来源: Wind, 中泰证券研究所

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。

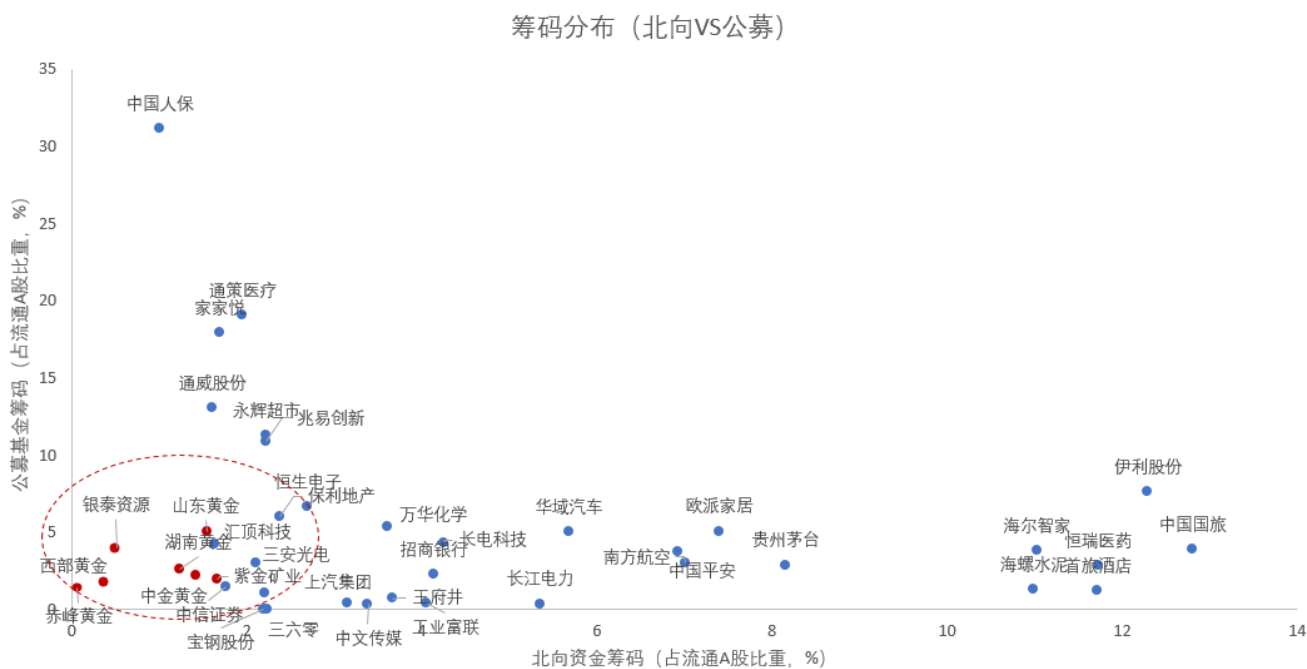
图表 19: 黄金板块配置比例仍处历史低位



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 20: 黄金个股筹码分布 (公募 vs. 北向)



来源: wind, 中泰证券研究所

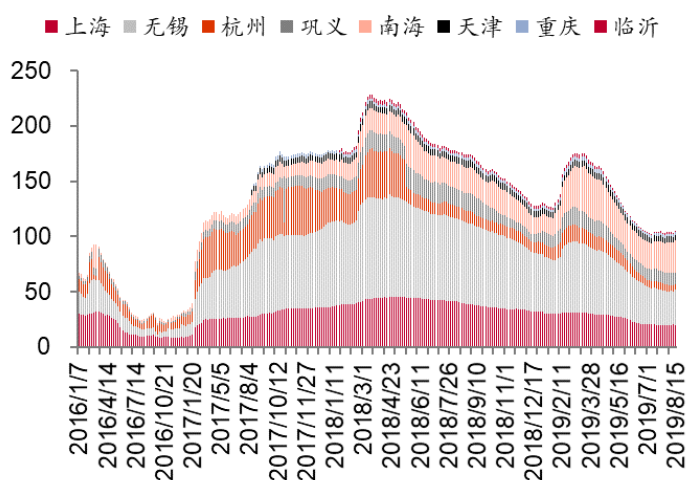
- 综上，美国经济自 18 年 Q4 见顶、5 月底趋势回落，当前处于加速回落阶段，并将继续带动真实收益率趋势性回落，打开金价上涨空间。我们认为，当前时点，金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行，维持前期观点，黄金板块配置价值不减。

4. 基本金属: 基本面压力仍存, 价格涨跌互现

4.1 铝：三季度废铝批文量同比略增，产业链利润流转至电解铝环节

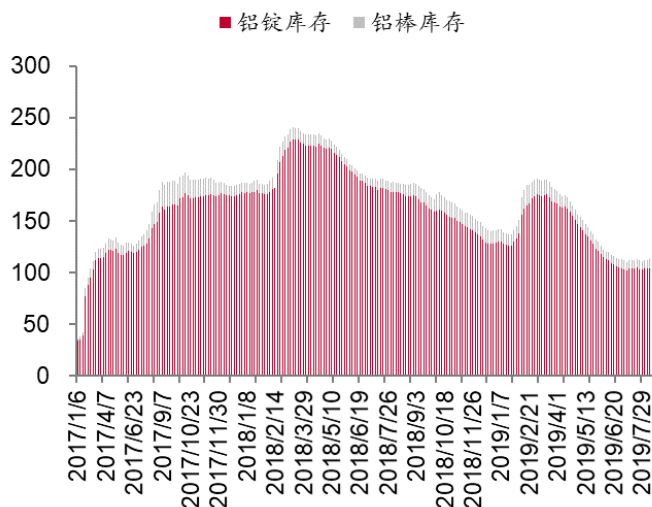
- **短期小幅累库。**SMM 统计数据显示，2019 年 8 月 15 日国内电解铝社会库存 105.1 万吨，较前周增加 1.0 万吨。叠加“我的有色”铝棒库存数据，总计 114.15 万吨（其中，铝棒库存 9.05 万吨，减少 0.30 万吨），较前周增加 0.7 万吨；LME 库存 8 月 15 日为 96.93 万吨，较前周减少 2.23 万吨。分地区来看广东主因周内到货入库明显增加，同时需求持续较弱，因此贡献了主要增量，预计库存继续维持不顺畅的小幅累库状态，关注消费复苏节奏，8 月底至 9 月初有望继续迎来新的去库行情。

图表 21：国内电解铝社会库存走势



来源：SMM，中泰证券研究所

图表 22：国内铝锭及铝棒总库存走势

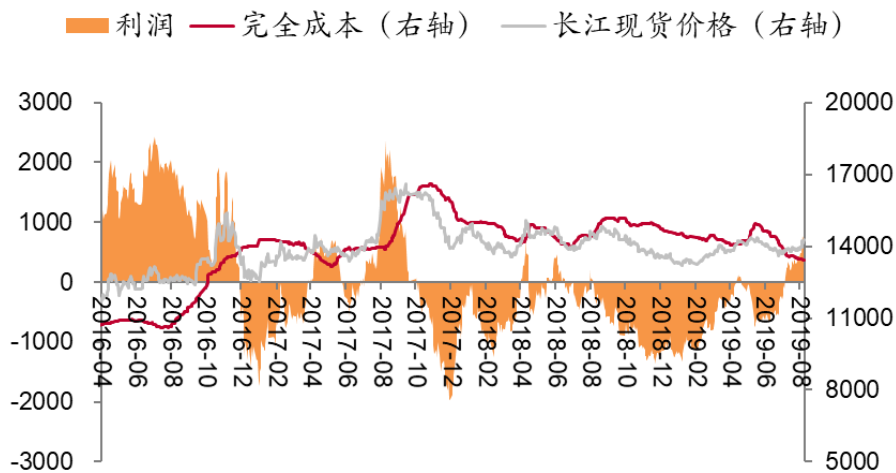


来源：我的有色，SMM，中泰证券研究所

- **现货交投表现：**本周 A00 铝价大幅上涨 310 元/吨，废铝价格整体保持小幅上涨。具体来看：1) 需求端显现出明显的淡季特征。下游及终端高温假持续，但随着淡季时间逐渐过去，预计下周下游需求可能出现一定的改善；2) 供给端，减产规模逐渐扩大，电解铝短期产能降至 3600 万吨以下，三季度废铝批文量同比略增；3) 进出口方面，出口 ADC12 价格保持稳定，出口日本基本港口 ADC12 cif 价格维持 1410~1430 美元/吨。因国内价格较国内利润更为丰厚，再生铝企业普遍增加了内销订单比例，这也使得出口价格更为坚挺。此外，对于进口铝合金锭，因询价贸易商增加，对中国报价普遍偏高，实际较国内空间仍有限。
- **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 577 元/吨，预焙阳极价格变动不大，按 8 月 15 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 13428 元/吨，吨铝盈利约 822 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 23: 电解铝成本、利润图



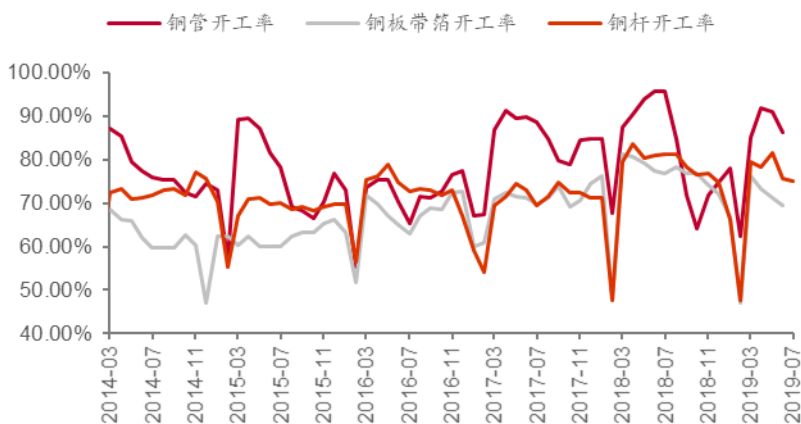
来源: wind, 安泰科, 亚洲金属网, 中泰证券研究所

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, 本周市场出现一些零星的成交, 成交的铜精矿 TC 多在 55 美金/吨之下, 但总体量有限。
- **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 月精铜制杆企业开工率为 75.09%, 同比下滑 6.28 个百分点, 环比下滑 0.56 个百分点; 2) **供给端**, 本周公布第三批废铜批文名录显示三季度废铜进口批文量超去年同期废铜进口量 4 万余吨, 废铜供应今年并不存在供给紧缺的情况, 因此也难继续为铜价提供底部支撑; 3) **供给再添扰动因素**, 备受市场关注的 Matarani 港口装运不畅问题, 在上周末开始恢复正常运行, 令市场稍松一口气, 但后半周又传出, 秘鲁多个地区出现因希望部分铜矿山履行社会环境承诺 (保护水和农业), 而出现了一些罢工事件, 令秘鲁这个铜矿主要产地再添干扰。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, 八月份消费处于淡季, 铜杆的需求相对较弱, 但当地库存表现稳定, 现货供给压力不大。两淡格局令现货升贴水报价维稳于贴水 20 元/吨~升水 40 元/吨; 下游企业采购欲望平平, 只能依赖低价带来的部分刚需补库。华南地区, 周初华南地区库存大增至 5.5 万吨, 打压现货交易积极性, 贸易商换现意愿强烈, 贴水再度扩大, 市场报价在贴水 100 元/吨~贴水 80 元/吨区间; 周内随着期铜价格下跌, 吸引市场低价买盘, 成交略有改善, 现货贴水报价小幅收窄至贴水 80 元/吨~贴水 60 元/吨, 库存也相应小幅回落, 截止本周五, 广东库存报 5.17 万吨左右。本周华南地区成交表现先抑后扬, 但高库存叠加消费淡季仍抑制交易量。
- **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 1.1 万吨

至 36.05 万吨。自 5 月 10 日开始保税区铜库存连续减少已达 15 周，累计减少 22.75 万吨。但本周 SHFE 库存增加了 6463 万吨，国内累库节奏已有所加快，外贸铜需求难见改善。

图表 24: 铜材开工率

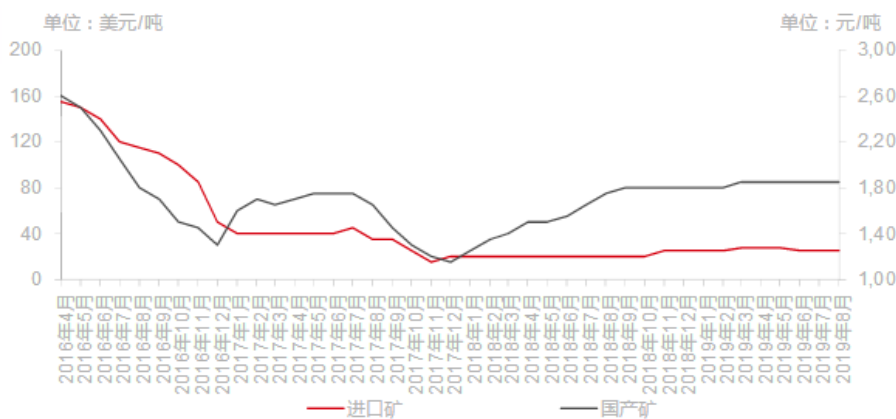


来源: SMM, 中泰证券研究所

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, 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, 本周离岸人民币围绕 7 附近震荡, 而内外比价进一步下修, 进口铅流入市场压力较大。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 25: 国产及进口铅精矿 TC 走势图



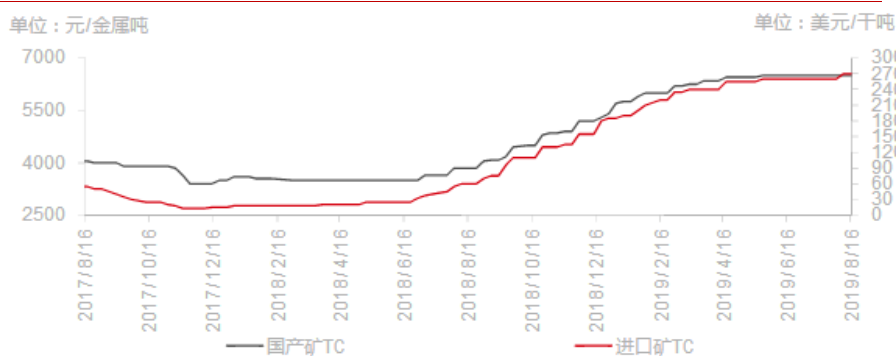
来源: SMM, 中泰证券研究所

- 铅蓄电池综合开工率提升。**本周(8月12日—8月16日)SMM 五省铅蓄电池企业周度综合开工率为 53.06%，较上周上升 1.23 个百分点。电动自行车蓄电池市场消费平稳向好，同时部分企业预期开学季终端消费或有上升，加之近期高温天情况缓和，前期因高温而提产受限的部分企业，近日已顺利提产。此外，汽车蓄电池市场消费一般，蓄电池企业基本以销定产，而随近期铅价上涨，经销商按需采购，少数企业因库存压力缓和，取消工厂大小周末制，故开工率续增。
- 库存变化：**本周铅锭五地社会库存总量较上周下降近 0.19 万吨至 3.9 万吨。由于前期再生铅环保影响，且炼厂复工存在一定时间周期，安徽、江西等市场供应相对有限，周初再生精铅维持对 SMM1#电解铅均价贴水 50 元/吨到平水，下游需求流向原生铅，继续消耗江浙地区库存；另河南地区炼厂因暴雨影响，部分企业设备故障，铅锭产出量有所下降，仓库到货尚不能完全弥补消耗量。另下周，随贵州、江西等地环保影响缓和，炼厂陆续恢复，预计下周社会库存或存上升风险。

4.4 锌：TC 持稳，社会库存续降

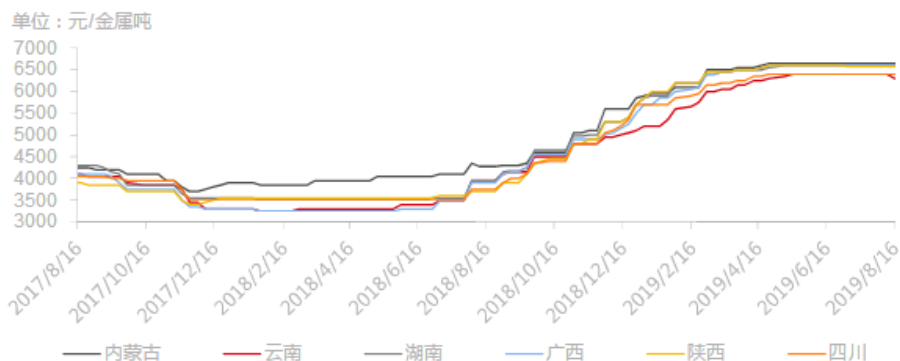
- 本周国内锌精矿加工费成交于 6250-6650 元/金属吨；进口主流成交于 260-280 美元/干吨，较前期增加 10 美元/干吨，亦有少许含船期进口矿报至 290-300 美元/干吨，成交不多。分地区来看，本周内蒙地区主流 6550-6750 元/金属吨；陕西地区主流 6500-6550 元/金属吨；广西、湖南地区主流 6500-6700 元/金属吨；四川地区 6200-6600 元/金属吨，较上周基本持稳，而云南地区本周下调 100 元/金属吨至 6100-6500 元/金属吨。**
- 本周平均沪伦比值 8.32 (8月12日-8月15日)，较上周 8.32 持平，周均进口亏损较上周大幅扩大 148 元/吨至-275 元/吨左右。本周市场进口品牌流通继续低迷，除部分长单哈锌、SMC 流出外，市场并无过多进口货源，截至周五哈锌对 0#国产贴 100 元/吨，SMC 对 0#普通贴 50 元/吨左右。**

图表 26：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 27：国产锌精矿分地区加工费



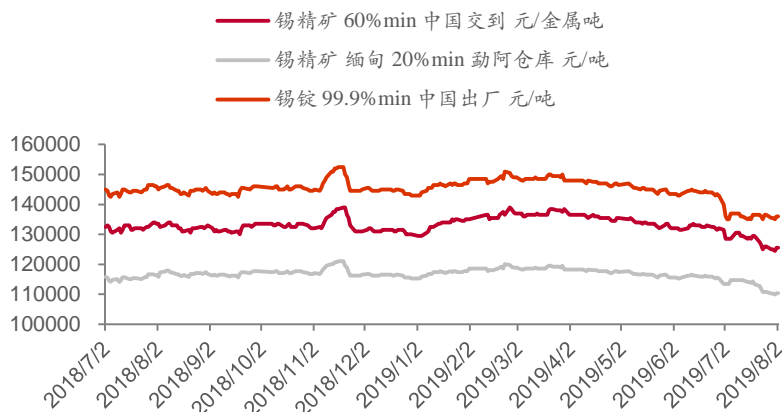
来源：SMM，中泰证券研究所

- **供应方面**，7月SMM锌精矿产量为35.71万吨，环比上升了2.8个百分点，同比下降了6.8个百分点。国内锌精矿企业开工率为78.1%，环比上升了1.4个百分点，同比下降了5.7个百分点。进入8月，少量北方矿企结束检修，或仍带来部分放量，另外在部分北方冶炼厂夏季常规检修结束后，在加工费仍然高企的情况下，冶炼厂生产意愿仍强，或在8月份对锌精矿需求有进一步增长。总体来看，多方面因素影响下，下月产量或较本月小幅增长。
- **消费方面**：本周随着黑色止跌反弹，管厂加大出货力度，积极调价，逢高抛售兑现，但下游正值消费淡季，高位采买情绪不高，故本周管厂成品库存小幅垒增，整体来看，本周镀锌管对锌消费带动有限。镀锌结构件方面，部分企业订单略有好转，订单好转主要来源于高速公路护栏等基础设施；镀锌板厂需求方面，从8月本周的微观数据中，乘用车产销量虽然跌幅放缓，但产销情况仍处于历年低位，三大白色家电促销接近尾声，生产情况亦不容乐观，终端订单向上传导仍无动力。
- **库存变化**：本周三地锌社会库存较上周五下降7700吨至14.1万吨。其中降幅主要由广东地区贡献，上周沪粤升水价差扩至250元/吨，市场广东货源逐步向上海地区流通，预计此批流通量将于本周末逐步到达上海总量6000-10000吨左右。SMM预计下周库存或有小幅增加。

4.5 锡：市场需求疲软，锡价低位盘整

- 本周伦锡总体呈先扬后抑的态势，周初由于受到中美经贸高级别磋商双方牵头人通话部分对中加征关税的实施日期推迟利好因素影响，伦锡长阳线上扬，但随后涨势难以为继，逐渐承压回落。周五LME锡库存大幅增加1580吨至6335吨，伦锡走势应声回落。截至本周五，伦锡价格为16770美元/吨，周内跌幅0.59%。成交量1252手，减少29手。持仓量18223手，减少10手。就目前来看，伦锡尚未跌破前期平台下轨16500美元/吨附近。
- **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 28：锡价格走势



来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

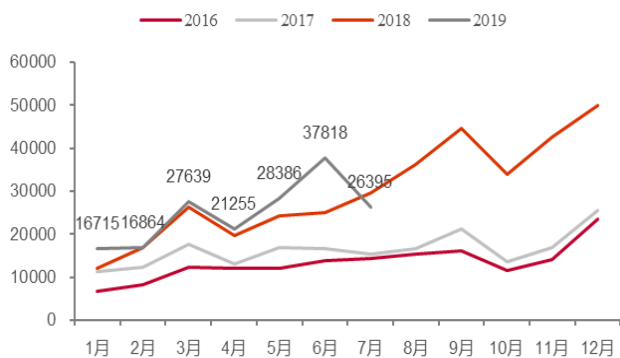
5、新能源金属：钴供需预期或将“剧烈”反转

5.1 电动车产业链：新能源汽车市场弱势运行

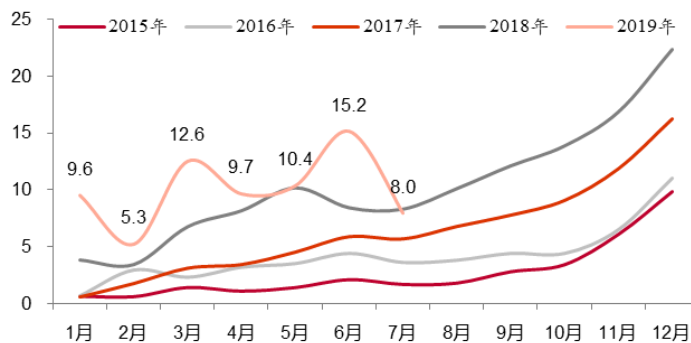
- **美国新能源车市场继续走弱。**美国新能源车 19 年 7 月销量为 2.64 万台，同比下降 11%，环比减少 30%，这是近几年来首次负增长。19 年前期美国新能源车市场明显走弱，且结构分化的特征较明显，剔除明星车型 MODEL3 后的增速很差，尤其是插电混动市场增速-28%。就车企来看，除了特斯拉外，丰田及通用汽车分别以销售 1875 辆、1237 辆排名第二和第三；日产和宝马集团分列第四和第五名，但二者的销售数据都在千辆以下，其中日产销售 938 辆，宝马销售 911 辆。
- **国内新能源汽车市场亦弱势。**据中汽协发布 2019 年 7 月份全国乘用车产销数据，1-7 月，新能源汽车产销分别完成 70.1 万辆和 69.9 万辆，比上年同期分别增长 39.1%和 40.9%。其中纯电动汽车产销分别完成 55.8 万辆和 55.1 万辆，比上年同期分别增长 46.3%和 47.8%。其中，7 月份新能源汽车产销分别为 8.4 万辆和 8.0 万辆，环比分别下降 37.2%和 47.5%，同比分别下滑 6.9%和 4.7%。同时中汽协下调了 2019 年我国新能源汽车销量的数据，新能源汽车预计销量为 150 万辆左右，同比增长 19.4%左右。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 29：美国新能源汽车市场首次负增长

图表 30：国内 7 月新能源乘用车销量同比下滑 4.7%



来源：公司公告，中泰证券研究所



来源：中汽协，中泰证券研究所

5.2 锂钴：供需预期反转，下游需求或抬头

- 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 31: 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 32: 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 33: 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

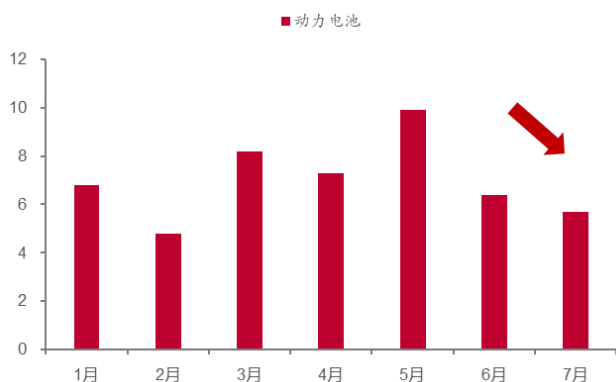
吨以上的库存，实际有效供给短期可以由“去库存”来完成。2) 中期来看，供给收缩约 16%: Mutanda 矿山 2018 年钴产量为 2.73 万吨，2019 年产量指引为 2.5 万吨，2020 年 Mutanda 停产或大幅收缩供给约 16%。

图表 34: Mutanda & Katanga 历史产量及未来指引变化对供给影响

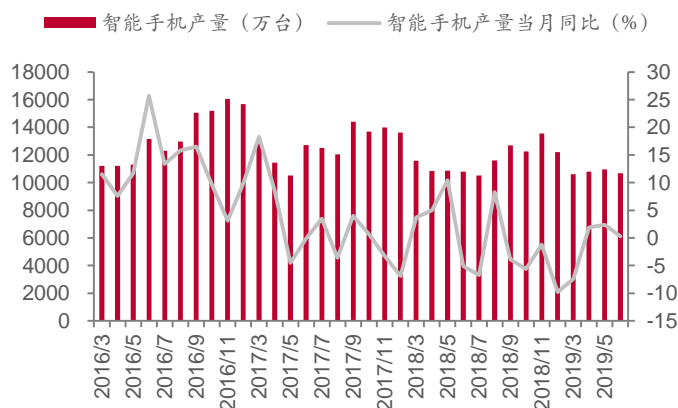
	2015	2016E	2017E	2018	2019E	2020E	2021E
Katanga	2,900	-	-	11,100	14,000	27,000	31,000
Mutanda	16,500	24,500	23,900	27,300	25,000		
全球供给	121,050	116,350	124,650	147,242	153,145	157,395	170,397
Katanga/全球供给	2%	0%	0%	8%	9%	17%	18%
Mutanda/全球供给	14%	21%	19%	19%	16%	0%	0%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 下游正极 & 电池需求如何? MB 钴超预期上涨, 当前下游需求或抬头。**
 本周 MB 钴价格大幅上涨, 钴中间体亦录得上涨, 动力电池龙头企业在经历 5-6 月份大幅砍单 50% 以上之后, 或将出现明显恢复, 材料库存也得到大幅消耗, 前驱体与正极企业锁单量边际提升, 锁单周期也得到提升, 而消费电池订单较为稳定, 因此, 下游需求或将抬升, 中游环节出现部分补库端倪; 当前海外贸易商或不具备出货动力, MB 价格也出现超预期上涨 16% 至 15 美金/磅, 与国内价格持平。

图表 35: 国内动力电池产量


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 36: 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, 供需格局大幅或将大幅改善, 20-21 年供需结构或将趋势性扭转。

图表 37: 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)		1,555	-5,344	-1,139	16,063	7,174	602	-1,440
	(吨/年)							
	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!

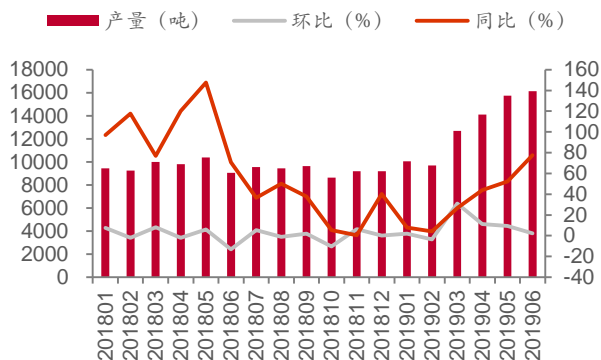
图表 38: 全球新能源汽车 & 消费电子增速对钴供需结构影响

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						

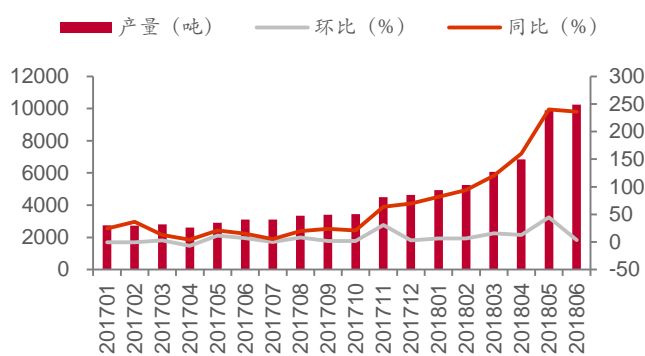
备注: 该测算表未计入 Glencore 产量指引变化; 来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 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 39: 国内碳酸锂产量
图表 40: 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：稀土市场大幅震荡，中重稀土未来可期

- 本周稀土市场大幅震荡：**本周稀土市场产品价格涨跌互现，周初由于受到下游需求因素影响，氧化镨钕、氧化钕、氧化镨、氧化镝、氧化铽、氧化钐、氧化铟等多数稀土产品价格有所下滑。周四晚间中方发声，针对美国贸易代表办公室宣布将对约 3000 亿美元自华进口商品加征 10% 关税，中方 15 日表示将采取必要的反制措施。这是中方不得已而为之。周五稀土市场受中美贸易关系恶化因素影响，氧化镨钕、氧化钕和氧化钐的价格应声上涨，氧化镝和氧化铽则相对保持稳定。周五氧化镨钕报价 30-30.5 万元/吨，氧化钕跟涨至 30.2-30.7 万元/吨，氧化钐涨至 17.4-17.6 万元/吨，氧化镝维持在 193-195 万元/吨，氧化铽报价持稳于 394-398 万元/吨。
- 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镝分别为 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 16 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涨。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

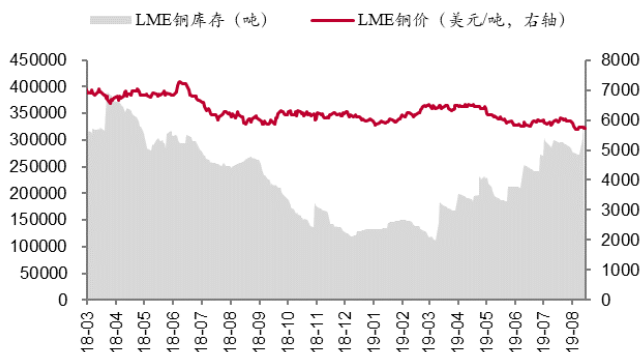
- **投资建议:** 1) 嘉能可 Mutanda 将在 2020-2021 年修缮停产, 5G “换机潮”或带动消费电子正增长, 较小的需求增长便将使得钴供需结构发生“剧烈”逆转, 年内或仍以震荡反弹为主, 但钴的中长期投资价值拐点将逐步显现, 不可忽视; 2) 美国经济“后见顶、后见底”并趋势回落, 带动真实收益率趋势回落, 当前金价上涨处于经济回落的第一阶段——即交易国债收益率下行的投资时期, 亦是板块内现在配置的重点; 3) 而从中长期来看, 电解铝和钕铁硼磁材也需要给予关注——电解铝“产能红线”推动行业格局演绎为“产出顶、库存底”, 位于中周期起点; 钕铁硼磁材行业有望随着新能源车产品导入并放量, 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。

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

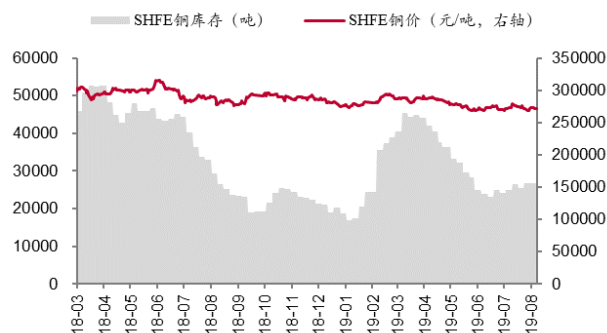
8. 附录：全球有色金属价格、库存走势（08.12-08.16）

图表 41: LME 铜价及库存走势



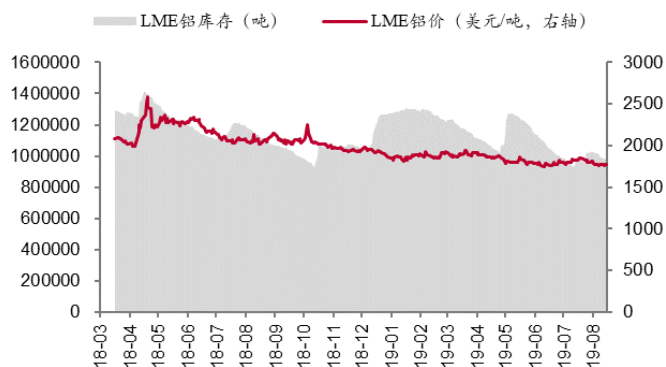
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 42: SHFE 铜价及库存走势



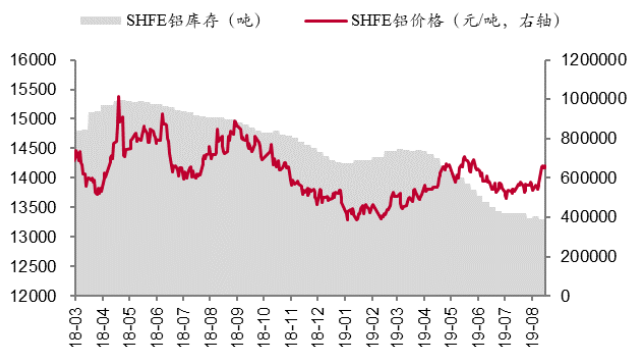
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 43: LME 铝价及库存走势



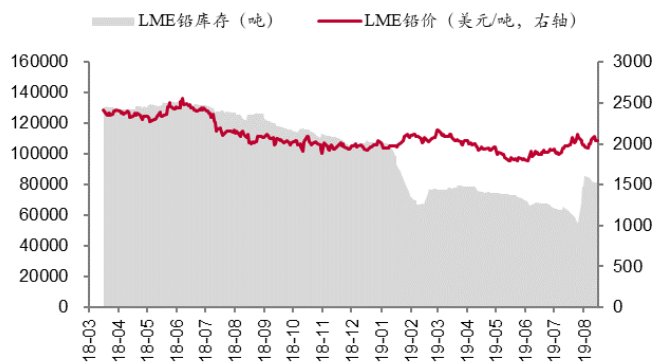
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 44: SHFE 铝价及库存走势



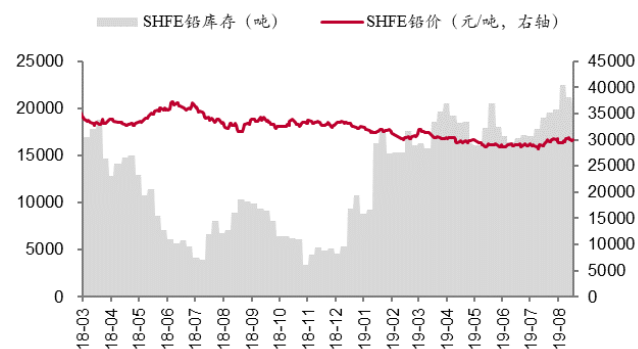
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 45: LME 铅价及库存走势



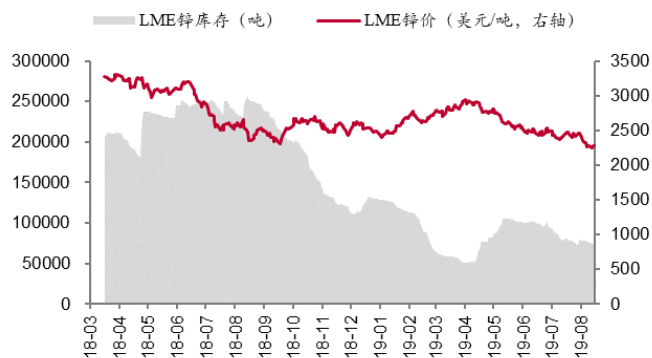
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 46: SHFE 铅价及库存走势



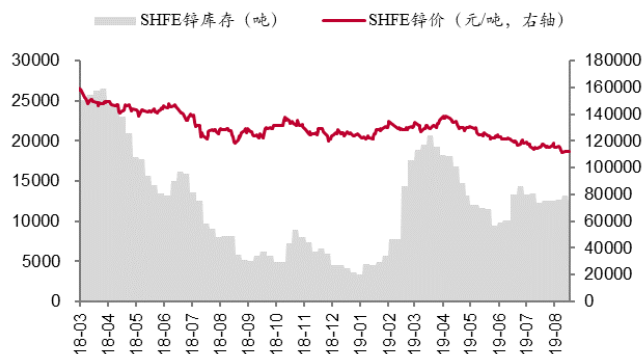
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 47: LME 锌价及库存走势



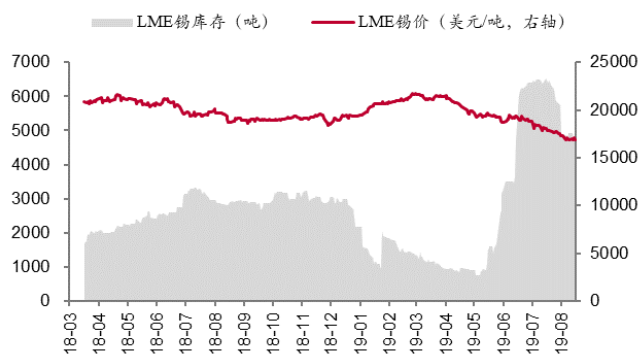
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 48: SHFE 锌价及库存走势



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 49: LME 锡价及库存走势



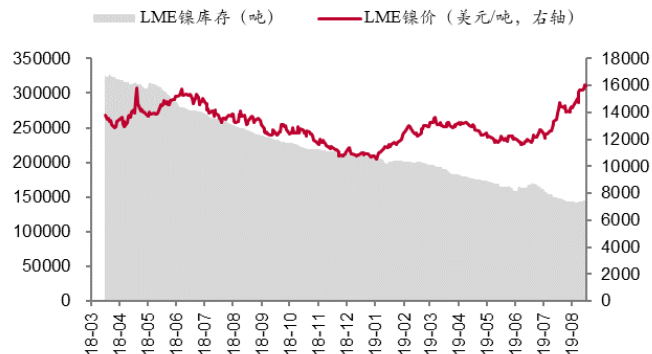
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 50: SHFE 锡价及库存走势



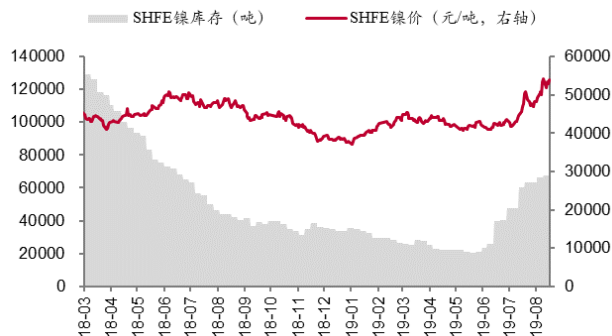
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 51: LME 镍价及库存走势



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 52: 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。