

有色金属

加配黄金逻辑不变，理由很充分……

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1.85个百分点。大宗商品市场，英国无协议脱欧风险增加，中国采取反制措施，美或再加征关税，中美贸易关系进一步恶化，避险情绪激增，comex黄金经历大幅上涨0.87%至1536.9美元/盎司；基本金属价格整体承压，LMEX指数下跌1.6%。小金属价格分化，Mutanda停产或扭转钴供需预期，MB钴价持续上涨，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6.8%、4.0%、3.7%与8.48%，电池级碳酸锂、氢氧化锂分别下跌3.8%、1.0%，氧化镨钕、氧化镱涨跌幅分别为5.4%、-1.5%。
- **【本周关键词】：**中国采取反制措施、美国8月制造业PMI跌破枯荣线
- **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下行阶段最后一撇，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，利率并轨增强未来降息预期，中国出台反制措施，国内政策或继续边际宽松：自8月20日起，LPR报价方式按照MLF利率加点形成，目前1年MLF利率为3.3%，但1年期LPR在4.1%左右，仍有很大降息空间。此外周五中国出台反制措施，对约720亿原产于美国商品加征关税，未来国内政策或继续边际宽松；②美国，中美贸易关系恶化，鲍威尔称美国经济面临重大风险，8月PMI跌破枯荣线，9月降息几成定局：美国8月制造业PMI为49.9，为2009年9月以来首次跌破枯荣线，8月23日中国出台反制措施，中美经贸关系进一步恶化，令并不景气的美国经济蒙上阴影，此外鲍威尔表示美国经济面临重大风险，9月降息几成定局；③欧洲，英国无协议脱欧风险增加，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。
- **贵金属：**中国出台反制措施，美或再加征关税，中美贸易关系进一步恶化，8月制造业PMI跌破枯荣线以及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。8月23日中国出台反制措施，将对约720亿商品加征关税，美或进一步加征关税，中美贸易关系进一步恶化，comex黄金大幅上涨0.87%至1536.9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），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，特别是叠加中美贸易关系进一步恶化，避险情绪升温，加快金价上涨节奏，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）
- **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持续上涨接近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 价格也持续上涨，内外钴价持平。

- **基本金属：关注“旺季减产+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 109.9 万吨，较前周减少 4.3 万吨，氧化铝价格短期筑底，产业链利润向电解铝环节转移，由于受山东魏桥因台风天气减产以及新疆信发泄露事件停产讯息刺激，旺季减产持续发酵，沪铝本周上涨 0.8%；2) 铜：TC 维持低位，基本面压力仍然较大，保税区库存连续 16 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) 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，特别是，叠加中美贸易关系进一步恶化，避险情绪升温，加快金价上涨节奏，贵金属板块仍是我们板块内配置的重点；2) 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；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，旺季减产则构成近期的直接催化；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；云铝股份、中国铝业、神火股份（煤炭组）；寒锐钴业、洛阳钼业；正海磁材、中科三环、紫金矿业等。
- **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

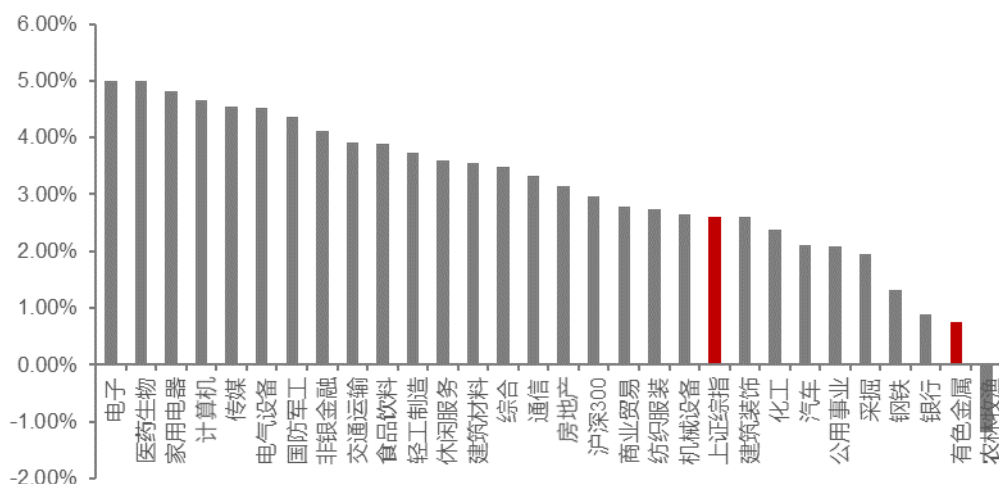
1. 本周行情回顾	- 4 -
1.1 股市行情回顾: A股整体大幅上涨, 有色板块分化明显	- 4 -
1.2 贵金属: 中美贸易不确定性风险增加, 黄金价格再创新高.....	- 5 -
1.3 基本金属: 全球贸易局势趋紧, 基本金属普遍承压	- 5 -
1.4 小金属: 价格分化明显, 供需或将反转钴价大幅上涨.....	- 6 -
2. 宏观“三因素”运行态势跟踪	- 8 -
2.1 中国因素: 利率并轨, 出台反制措施, 未来降息预期增强.....	- 8 -
2.2 美国因素: 美国8月制造业PMI跌破枯荣线, 9月降息几成定局	- 8 -
2.3 欧洲因素: 欧元区多国经济数据不达预期, 英国硬脱欧风险增加	- 10 -
3. 贵金属: 中美贸易关系进一步恶化, 加配黄金逻辑不变	- 11 -
3.1 中美经贸关系进一步恶化, 美联储9月降息几成定局.....	- 11 -
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: 基本面普遍承压	- 13 -
4.1 铝: 短期电解铝运行产能缩减, 铝价重心上移.....	- 14 -
4.2 铜: 消费清淡依旧, TC保持低位运行	- 15 -
4.3 铅: 加工费维稳, 库存略有下降.....	- 16 -
4.4 锌: TC持稳, 社会库存续降.....	- 17 -
4.5 锡: 市场需求疲软, 锡价低位盘整	- 18 -
5. 新能源金属: 钴供需预期或将“剧烈”反转	- 19 -
5.1 电动车产业链: 新能源汽车市场弱势运行, 政策支持新能源汽车发展.....	- 19 -
5.2 锂钴: 供需预期反转, 下游需求或抬头.....	- 20 -
5.3 稀土磁材: 稀土市场大幅震荡, 中重稀土未来可期	- 23 -
6. 投资建议	- 24 -
7. 风险提示	- 24 -
8. 附录: 全球有色金属价格、库存走势 (08.19-08.24)	- 25 -

1. 本周行情回顾

1.1 股市行情回顾：A股整体大幅上涨，有色板块分化明显

- 周内，国际方面，由于美联储会议纪要偏“鹰派”，欧美经济数据偏弱，英国无协议脱欧风险增加，中美贸易风险升级，因此本周美股三大指数震荡下行（道指↓0.99%，纳斯达克↓1.83%，标普↓1.44%）；国内方面，由于央行利率并轨，LPR 报价方式按照 MLF 利率加点形成，未来降息预期增强，A 股整体大幅反弹，从 SW 一级行业指数来看，科技股涨幅居前，有色金属表现不佳。
- 具体来看：综合指数中，上证指数收于 2897.43 点，环比前周上涨 2.61%；深证成指收于 9362.55 点，环比前周上涨 3.33%；沪深 300 收于 3820.86 点，环比前周上涨 2.97%；申万有色金属指数收于 2705.81 点，环比前周上涨 0.46%，跑输上证综指 1.85 个百分点。SW 一级行业指数周度走势如下图所示。

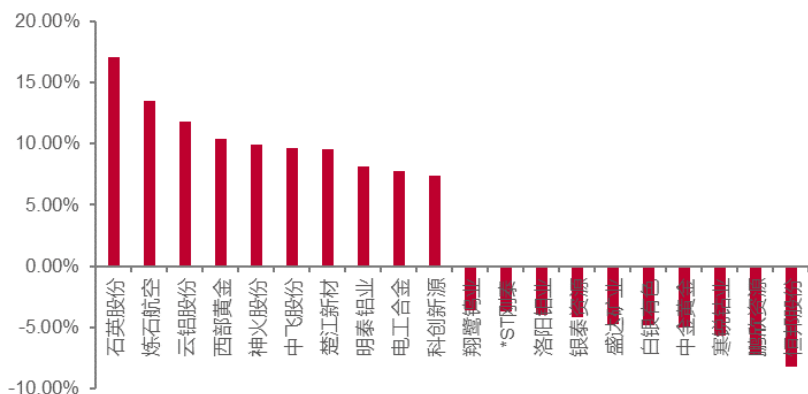
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



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：87 只个股出现不同程度上涨，2 只个股与上周持平，其余 30 只个股均出现不同程度下跌，具体来看，石英股份居于涨幅榜首位，较上周大幅上涨 17.09%，上涨逻辑为：上半年业绩超预期上涨+国产替代；受山东魏桥因台风减产以及新疆信发泄露事件刺激，云铝股份较上周大幅上涨 11.79%。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

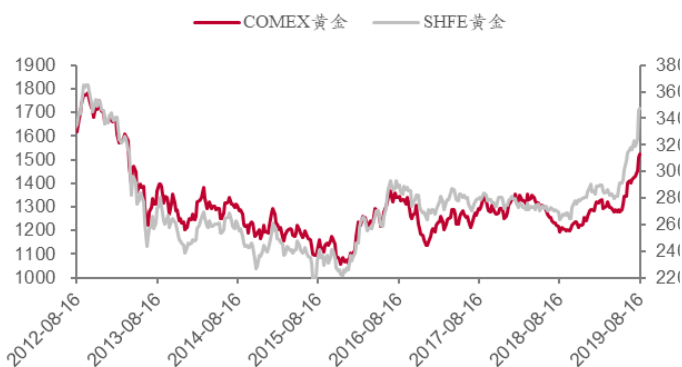


来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 中美贸易不确定性风险增加, 黄金价格再创新高

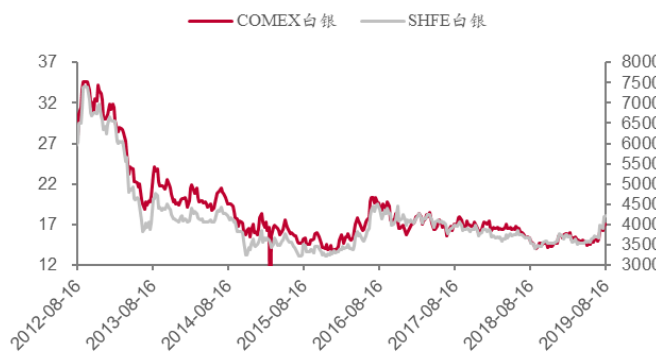
- 本周贵金属价格大幅上涨。周内美联储会议纪要偏鹰派, 欧美数据仍偏弱, 欧元区政治动荡经济压力加大, 英国硬脱欧危机加重, 全球避险情绪升温; 8月23日中国出台对美反制措施, 对总计750亿美元美国商品加征关税, 贸易局势趋紧, 当日美国三大股指均跌超2%, 美元指数跌0.57%, NYMEX原油期货收跌2.49%, COMEX黄金期货收涨1.88%, 报1536.9美元/盎司, 创逾6年新高, 周涨0.87%, 连涨七周。COMEX白银期货收涨2.17%, 报17.55美元/盎司, 周涨2.5%。

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: 全球贸易局势趋紧, 基本金属普遍承压

- 周内美联储会议纪要偏鹰派, 欧美多国8月制造业PMI跌破枯荣线, 欧元区政治动荡经济压力加大, 英国硬脱欧危机加重, 美元指数上冲98.4, 因此本周LMEX基本金属指数收于2724点, 环比前周下跌1.6%。基本金属价格方面普遍承压, LME铜、铝、铅、锌、锡、镍周涨跌幅分别为-2.1%、-1.6%、1.5%、-0.9%、-4.1%、-3.2%。

图表 5: 基本金属周涨跌幅 (08.19-08.23)

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	2724	-1.6%	-2.8%
铜	LME	5635	-2.1%	-4.7%
	SHFE	46400	-0.3%	-4.0%
铝	LME	1768	-1.6%	-4.6%
	SHFE	14285	0.8%	5.1%
铅	LME	2066	1.5%	2.7%
	SHFE	17140	2.5%	-5.0%
锌	LME	2247	-0.9%	-8.5%
	SHFE	18665	0.1%	-10.8%
锡	LME	15920	-4.1%	-18.2%
	SHFE	129730	-2.5%	-9.6%
镍	LME	15670	-3.2%	47.2%
	SHFE	123930	-1.7%	40.7%

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 6.8%、7.9%、4.0%、3.7%、32.5%、10.0%、10.2%和 8.48%。
- **下游需求锐减, 锂价本周继续走低。**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。所以当前市场锂矿及锂盐供应相比于下游需求仍保持在高位, 价格下跌压力仍在。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) 本周涨跌幅分别为 0%、-4.3%、-3.8%、-2.2%、-1.0%。
- **稀土市场价格剧烈波动, 但后市可期。**本周氧化镨钕的价格经历了先扬后抑的过程, 自周初 30-30.5 万元/吨最高涨至 31-31.7 万元/吨, 市场实际成交较为活跃, 出现低价货源难觅的状态, 部分商家存在持货惜售心态, 随后市场买兴转弱, 氧化镨钕价格在前期超涨后有所回调。本周稀土价格大幅震荡, 截至本周五氧化镨钕、氧化镱、氧化镧、氧化铈较上周涨跌幅分别为 5.4%、-1.5%、6.0%、6.2%。

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23日	涨跌幅			
				7天	30天	90天	360天
钴	MB钴(标准级)	美元/磅	16.2	6.8%	25.8%	0.9%	-59.6%
	MB钴(合金级)	美元/磅	16.8	7.9%	24.3%	-1.5%	-58.3%
	钴精矿	美元/磅	14.1	4.0%	12.7%	-11.1%	-54.5%
	金属钴	元/公斤	25.0	3.7%	14.7%	-9.7%	-60.0%
	钴粉	元/公斤	26.5	10.0%	13.7%	-6.0%	-61.9%
	硫酸钴	元/公斤	5.1	32.5%	39.7%	0.0%	-63.0%
	四氧化三钴	元/公斤	16.8	10.2%	7.0%	-11.6%	-63.9%
	碳酸钴	元/公斤	11.4	6.5%	8.6%	-4.2%	-61.4%
	氯化钴	元/公斤	5.6	17.9%	28.7%	-1.8%	-63.9%
	氧化钴	元/公斤	17.4	7.4%	10.8%	-7.9%	-59.5%
锂	金属锂(99%)	元/公斤	63.5	0.0%	-3.8%	-16.4%	-32.4%
	金属锂(99.9%)	元/公斤					
	碳酸锂(工业级)	元/公斤	5.6	-4.3%	-12.6%	-16.5%	-63.0%
	碳酸锂(电池级)	元/公斤	6.3	-3.8%	-15.0%	-18.8%	-62.1%
	单水氢氧化锂(工业级)	元/公斤	6.7	-2.2%	-12.5%	-18.9%	-52.0%
	单水氢氧化锂(电池级)	元/公斤	7.6	-1.0%	-12.6%	-22.4%	-51.0%
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%	-2.9%
硫酸镍	硫酸镍(Ni22%,Co 0.4%)	元/吨	2.6	0.0%	4.0%	3.0%	-
	硫酸镍(Ni22%,Co 0.05%)	元/吨	2.6	0.0%	4.0%	3.0%	-
三元前驱体	三元523/动力	元/吨	8.6	8.9%	21.1%	-2.3%	-37.7%
	三元622/动力	元/吨	9.3	5.7%	20.1%	-1.1%	-
	钴酸锂	元/吨	20.0	3.1%	-1.0%	-17.4%	-57.0%
正极	三元523/动力	元/公斤	13.4	1.9%	3.9%	-6.9%	-38.5%
	三元622/动力	元/吨	15.1	1.7%	4.2%	-5.9%	-
锑	锑精矿	元/吨	2.8	0.0%	-3.5%	-19.1%	-32.9%
	锑锭	元/吨	3.6	-2.0%	-4.6%	-16.7%	-31.6%
	三氧化二锑	元/吨	3.2	-1.5%	-7.9%	-16.2%	-31.4%
镁	金属镁	元/吨	1.6	-0.3%	-0.3%	-6.7%	6.0%
钼	钼精矿	元/吨度	1990.0	0.0%	10.6%	11.8%	16.7%
	钼铁	元/吨	13.5	0.0%	11.1%	13.0%	15.4%
硅	金属硅	元/吨	1.1	1.2%	-0.2%	-5.8%	-20.5%
	硅铁	元/吨	5900.0	-2.1%	-7.5%	-3.0%	-11.4%
钛	海绵钛	元/吨	8.1	0.0%	14.1%	23.5%	48.9%
钨	APT	元/吨	11.1	0.5%	0.5%	-26.0%	-36.8%
	钨精矿	元/吨	7.4	0.7%	-1.3%	-23.0%	-35.0%
	氧化钨	元/吨					
铌	铌矿	美元/磅	9.1	0.0%	-2.2%	-14.2%	-14.2%
	五氧化二铌	元/公斤	21.5	-1.4%	-6.5%	-10.4%	1.4%
钒	五氧化二钒	元/吨	12.9	-4.4%	6.6%	-21.8%	-33.2%
	钒铁	元/吨	13.7	-2.5%	6.6%	-26.2%	-31.1%
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	31.1	5.4%	-0.6%	18.3%	-14.8%
	氧化镨	元/公斤	191.0	-1.5%	-0.3%	29.1%	55.9%
	氧化镧	元/吨	3.6	6.0%	6.0%	0.0%	-
	氧化铈	元/吨	3.5	6.2%	6.2%	3.0%	-

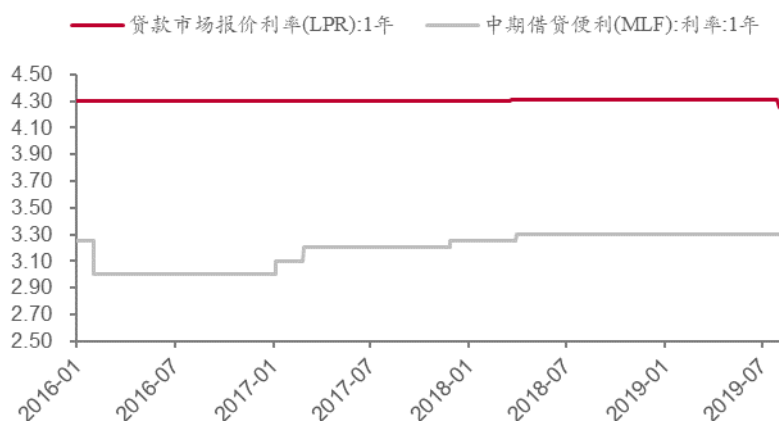
数据来源: Wind、Metal Bulletin、SMM、亚洲金属网、中泰证券研究所

2. 宏观“三因素”运行态势跟踪

2.1 中国因素：利率并轨，出台反制措施，未来降息预期增强

- 利率并轨增强未来降息预期。**2019年8月17日，央行公布利率并轨方案，自2019年8月20日起，贷款市场报价利率（LPR）的报价方式按照中期借贷便利（MLF）利率加点形成，且主要参考1年期MLF利率，加点幅度主要取决于各行资金成本、市场供求、风险溢价等因素。8月20日，央行授权全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为4.25%，相比4年末动的基准利率下降10BP；5年期贷款市场报价利率为4.85%，相比基准利率下降5BP。我国LPR的报价不够市场化，几乎和基准贷款利率走势完全一致，而基准贷款利率已经四年未调整，不能及时反映市场利率的变动。并轨后LPR利率与市场利率的联动将增强，银行自主定价空间有所增大，往市场化方向再进一步。目前，国内1年MLF利率为3.3%，但1年期金融机构贷款加权平均利率在4.35%附近，未来降息预期增强。
- 中国出台反制措施，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；中国出台反制措施，对总计750亿美元商品加征关税，中美贸易关系恶化，贸易增长前景黯淡；欧元区多国制造业PMI在枯荣线以下，经济增长乏力，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：利率并轨增强未来降息预期

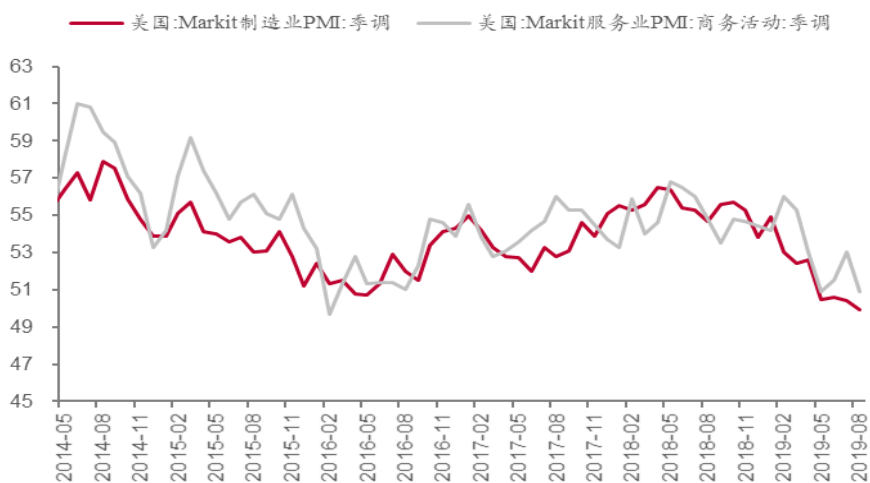


来源：Wind，中泰证券研究所

2.2 美国因素：美国8月制造业PMI跌破枯荣线，9月降息几成定局

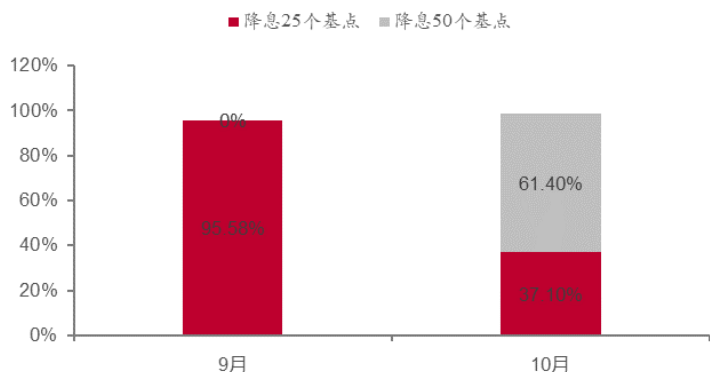
- **美国 7 月 FOMC 会议偏鹰派，但美国 8 月制造业 PMI 跌破枯荣线。**8 月 22 日，美联储公布的 7 月 FOMC 会议纪要总体略微偏鹰派，多数委员将 7 月降息视为中期的调整，部分委员强调美联储灵活的必要性。但根据市场研究机构 IHS Markit 公布的数据，美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值降至 49.9，为 2009 年 9 月以来首次跌至 50 荣枯线下方；服务业 PMI 初值为 50.9，远不及预期的 52.9。全球经济增长疲弱和贸易政策的不确定性已经对美国国内经济造成压力，美国经济进入下行通道的趋势没有转变。
- **中美贸易关系恶化，美联储鲍威尔称美国经济面临重大风险，9 月降息几成定局。**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 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；8 月 23 日，中国出台反制措施，对总计 750 亿美元美国商品加征关税，中美贸易关系进一步恶化。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。此外，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议中表示，美国经济面临重大风险，美国 9 月降息几成定局。鲍威尔讲话后，美联储 9 月降息 25 个基点至 1.75%-2% 的概率由 95.58%→99.6%；降息 50 个基点的概率由 0%→0.4%；10 月降息 25 个基点至 1.75%-2% 的概率由 37.1%→34.7%，降息 50 个基点至 1.50%-1.75% 的概率由 61.4%→65.1%。
- **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 8：美国 8 月制造业 PMI 跌破枯荣线



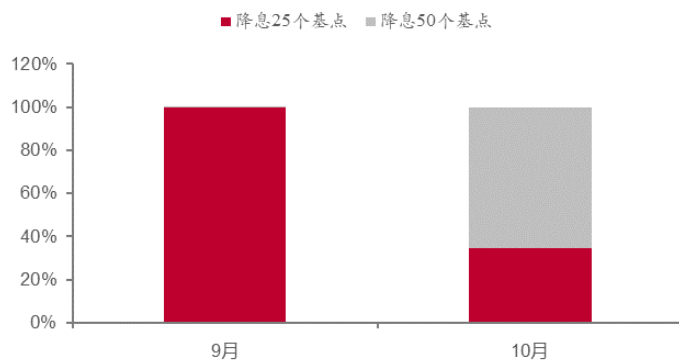
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 9: 鲍威尔讲话前降息概率



来源: Wind, CME, 中泰证券研究所

图表 10: 鲍威尔讲话后降息概率

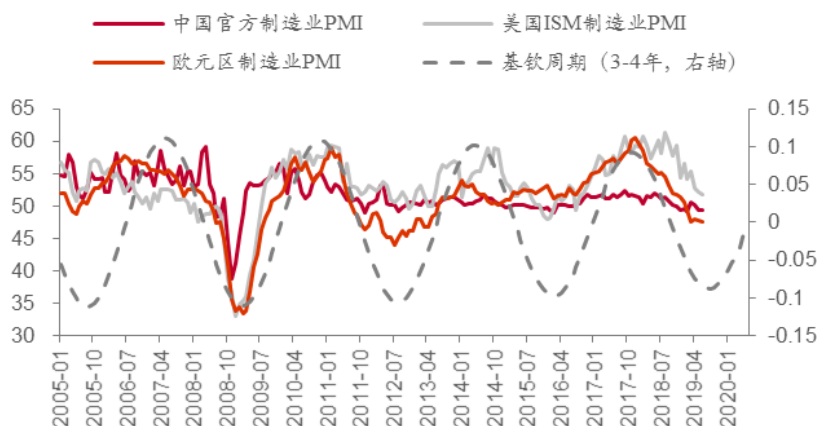


来源: Wind, CME, 中泰证券研究所

2.3 欧洲因素: 欧元区多国经济数据不达预期, 英国硬脱欧风险增加

- 欧元区多国经济数据不达预期, 经济增长乏力。**欧元区 8 月制造业 PMI 初值为 47, 预期为 46.2, 前值为 46.5; 服务业 PMI 为 53.4, 预期为 53, 前值为 53.2; 综合 PMI 为 51.8, 预期为 51.2, 前值为 51.5。德国 8 月制造业 PMI 初值为 43.6, 预期为 43, 前值为 43.2; 服务业 PMI 初值为 54.4, 预期为 54, 前值为 54.5; 综合 PMI 初值为 51.4, 预期为 50.5, 前值为 50.9。法国 8 月制造业 PMI 初值为 51, 预期为 49.5, 前值为 49.7。服务业 PMI 初值为 53.3, 预期为 52.5, 前值为 52.6; 综合 PMI 初值为 52.7, 预期为 51.8, 前值为 51.9。
- 英国硬脱欧风险增加。**8 月 22 日, 英国首相约翰逊表示: 希望达成脱欧协议, 认为英国能达成脱欧协议, 但无论能否达成协议, 都将于 10 月 31 日脱欧。英国无协议脱欧风险增加, 对欧元区及英国经济增长都将造成干扰, 对于欧元区目前疲软的经济增长来说无疑是雪上加霜的。
- 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 11: 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: 中美贸易关系进一步恶化, 加配黄金逻辑不变

3.1 中美经贸关系进一步恶化, 美联储9月降息几成定局

- 如上文所述, 8月23日, 中国出台反制政策, 将对总计750亿美元美国商品加征关税, 因此当日COMEX黄金大幅上涨1.88%; 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93.5%, 降息50个基点的概率为6.5%; 10月降息25个基点的概率为41.4%, 降息50个基点的概率为55.9%。
- 真实收益率本周跌至0以下, 周内金价震荡上涨0.9%。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-0.02附近, 降幅接近120bp。不断走低的美国经济数据、英国无协议脱欧和中美贸易关系恶化令避险情绪激增, 周内COMEX金价周内震荡上涨, 总体收涨0.9%。

图表 12: 金价与美国真实收益率对比



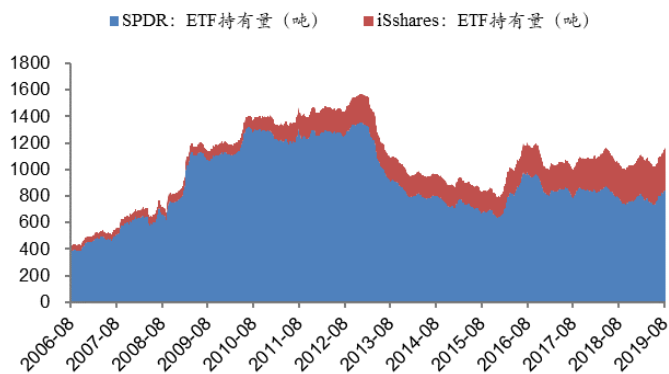
来源: Wind, 中泰证券研究所

3.2 黄金ETF持仓较为稳定, COMEX净多头结构持续

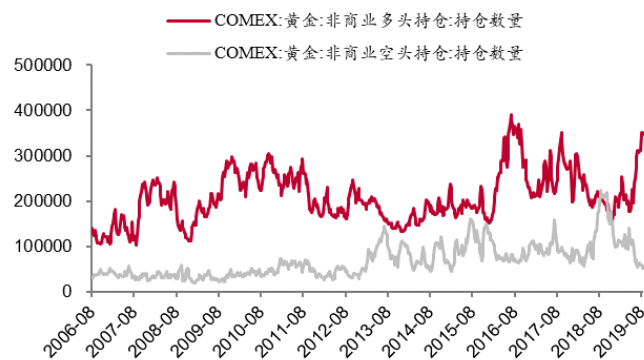
- 黄金ETF持仓较为稳定, COMEX净多头结构延续。本周, 黄金ETF持仓量(SPDR+iShares)1178.98吨, 较前周增加19.51吨, 黄金ETF持仓量仍较为稳定。周内, COMEX黄金非商业多头持仓上涨至35.23万张附近(前值34.62万张附近), 同时非商业空头持仓下降至5.23万张附近(前值5.61万张附近), 净多头持仓量环比前周略微增加至30万张(前值29.01万张), COMEX净多头结构延续。

图表 13: 黄金ETF持仓情况

图表 14: 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 88.2, 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。

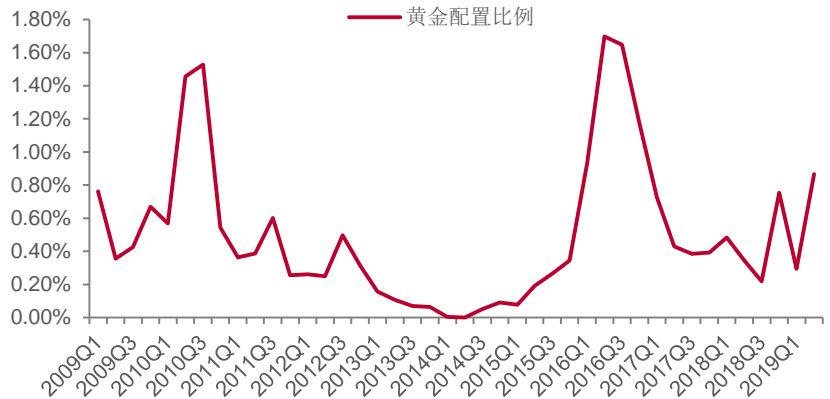
图表 15: 金银比处于历史高位, 向下修复动能强劲


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。

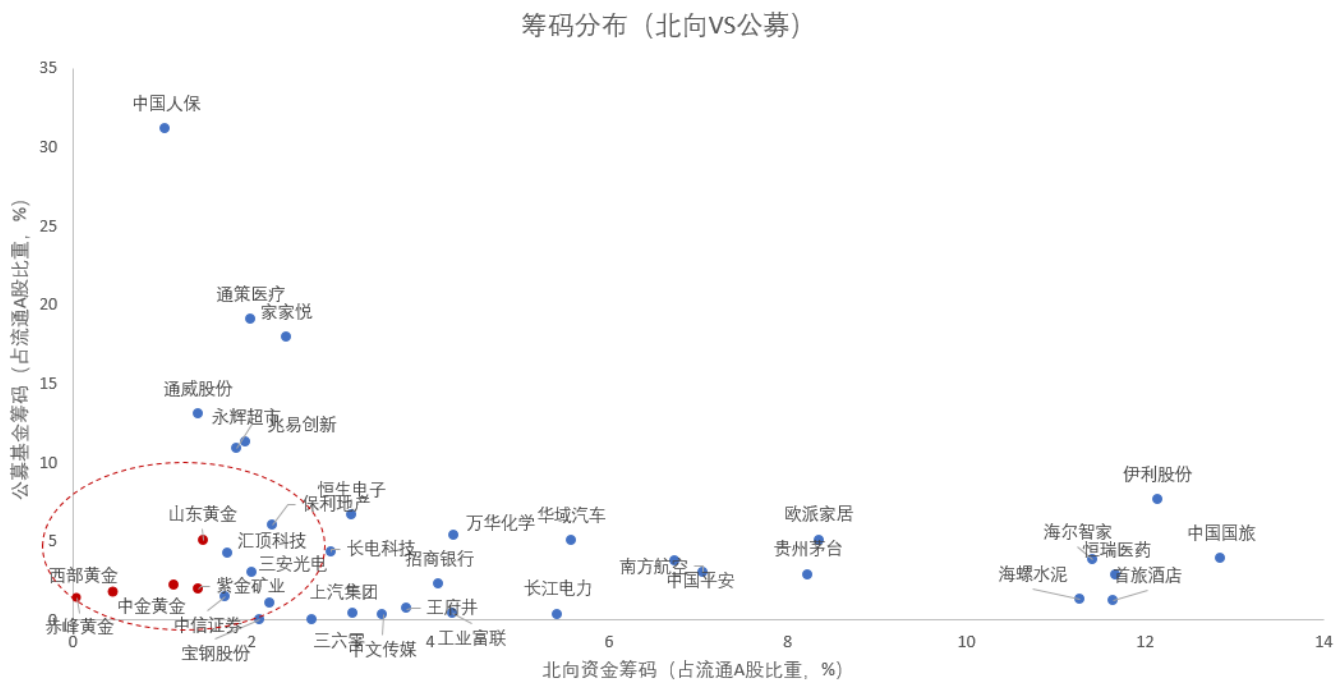
图表 16: 黄金板块配置比例仍处历史低位



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 22 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 17: 黄金个股筹码分布 (公募 vs. 北向)



来源: wind, 中泰证券研究所

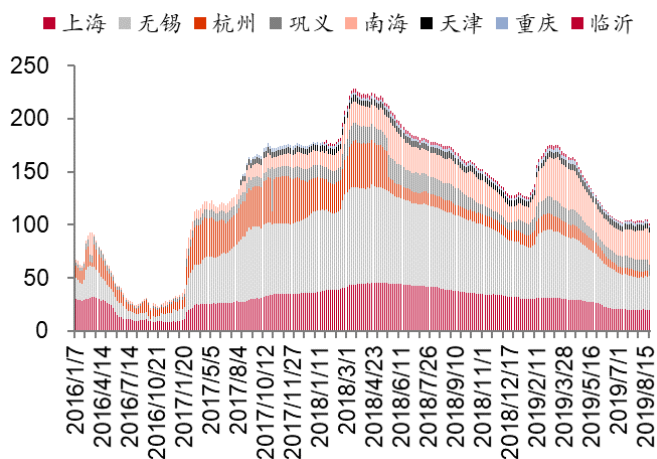
- 综上，美国经济自 18 年 Q4 见顶、5 月底趋势回落，当前处于加速回落阶段，并将继续带动真实收益率趋势性回落，打开金价上涨空间。我们认为，当前时点，金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行，维持前期观点，黄金板块配置价值不减。

4. 基本金属: 基本面普遍承压

4.1 铝：短期电解铝运行产能缩减，铝价重心上移

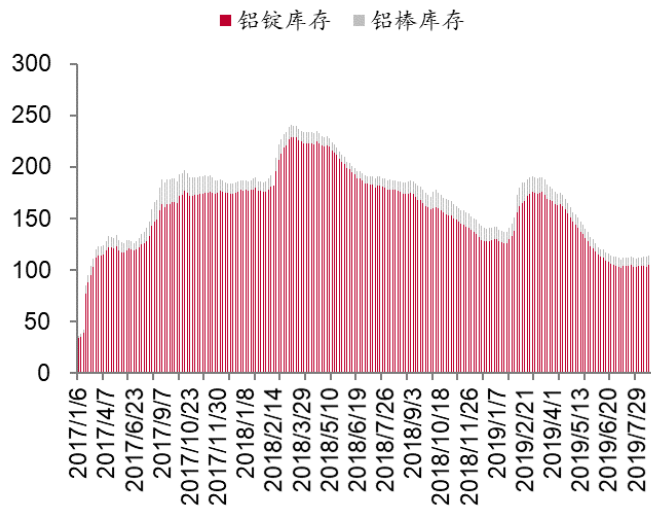
- 现货交投表现：**周内山东大雨导致电解铝减产叠加新疆地区电解铝厂生产事故讯息刺激下，铝价重心上移，A00 铝周均价上涨 164 元/吨，但难言趋势性上涨：1) 成本端，在减产规模逐步扩大背景下氧化铝阶段性见底，短期具备小幅反弹动力，但不具备趋势性上涨动力；2) 供给端，当前电解铝运行产能降至 3600 万吨以下，整体供给压力仍然较小，未来两个月新增及复产产能主要集中在青海及内蒙古地区，预计规模在 40 万吨附近；3) 需求端，当前仍处于消费淡季，但进入 9 月下游企业订单将有所好转，关注建筑铝型材、光伏铝型材和汽车相关铝材的复苏情况。
- 短期小幅累库。**SMM 统计数据显示，2019 年 8 月 22 日国内电解铝社会库存 100.8 万吨，较前周减少 4.3 万吨。叠加“我的有色”铝棒库存数据，总计 109.9 万吨（其中，铝棒库存 9.10 万吨，增加 0.05 万吨），较前周减少 4.25 万吨；LME 库存 8 月 22 日为 93.52 万吨，较前周减少 2.72 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 18：国内电解铝社会库存走势



来源：SMM，中泰证券研究所

图表 19：国内铝锭及铝棒总库存走势

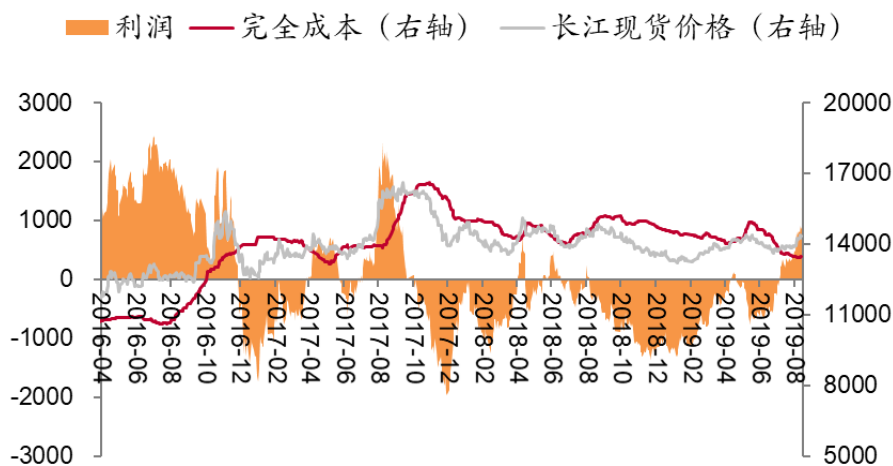


来源：我的有色，SMM，中泰证券研究所

- 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，本周氧化铝价格略微上涨，但远期压力仍大。具体来看，氧化铝平均价格为 2495 元/吨左右，动力煤价格 586 元/吨，预焙阳极价格变动不大，按 8 月 23 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 13502 元/吨，吨铝盈利约 798 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 20: 电解铝成本、利润图



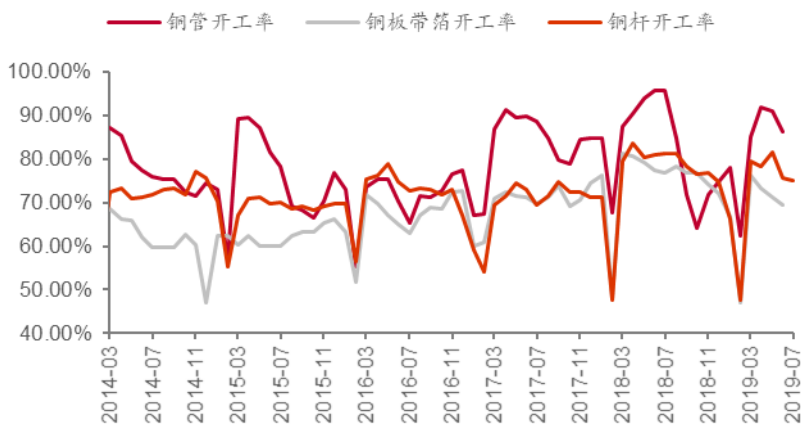
来源: wind, 安泰科, 亚洲金属网, 中泰证券研究所

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, 这也是连续第四周保持在此区间。本周市场成交依旧较为匮乏, 供需双方处于僵持态势, 冶炼厂在三季度备库完成下, 买卖双方就四季度铜矿交易均开始较为谨慎, 毕竟四季度将进入 2020 年长单博弈阶段, 预计现货铜精矿 TC 在当前价位仍将持续一段时间。
- **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 月黄铜棒企业平均开工率为 69.71%, 环比下降 2.71 个百分点; 2) **供给端**, 赞比亚总统和 Vedanta 高层的来回商谈, 并未令赞比亚总统放弃清算 KCM 的决定, 事态然在发酵中, 政府和矿企, 矿企和当地居民的摩擦在今年尤为突出, 提升了全球铜矿的 disruption, 在全球铜矿供给偏紧的周期中增加压力。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, 季节性淡季, 且当地供应增加, 成交相对清淡, 令华北现货报价走低, 自贴水 20 元/吨~升水 20 元/吨下调至贴水 50 元/吨~平水, 紫金和云铜两家冶炼厂货源增加令市场对消费表示悲观。华南地区, 周初库存增至 5.58 万吨, 货源宽松压力加大, 难有成交, 无奈出现持货商竞相降价的态势, 导致现货贴水延续下扩趋势, 报价低至贴水 120 元/吨; 沪期铜下挫走低, 吸引市场低价买盘, 提振下游需求, 现货报价小幅收窄至贴水 90 元/吨~贴水 70 元/吨, 库存较周初也略有下降, 截止本周五, 库存报 5.23 万吨。库存压力仍在, 市场忧虑后期库存仍会增加, 短期现货升贴水报价继续偏弱走势。
- **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 0.9 万吨至 35.15 万吨。自 5 月 10 日开始保税区铜库存连续减少已达 16 周, 累计减少 23.65 万吨。但本周 LME 库存略微增加了 0.18 万吨, SHFE 库

存环比减少 0.63 万吨。

图表 21: 铜材开工率

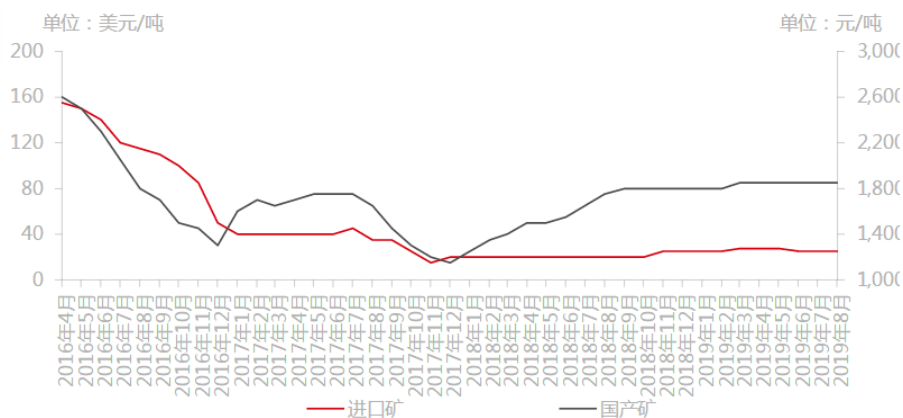


来源: SMM, 中泰证券研究所

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, 本周离岸人民币延续贬值的态势, 而内外比价虽然略有上修, 但进口窗口依然关闭, 故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 22: 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基本维稳**。本周 (8 月 19 日—8 月 16 日) SMM 五省铅蓄电池企业周度综合开工率为 53.06%, 较上周基本维稳。电动蓄

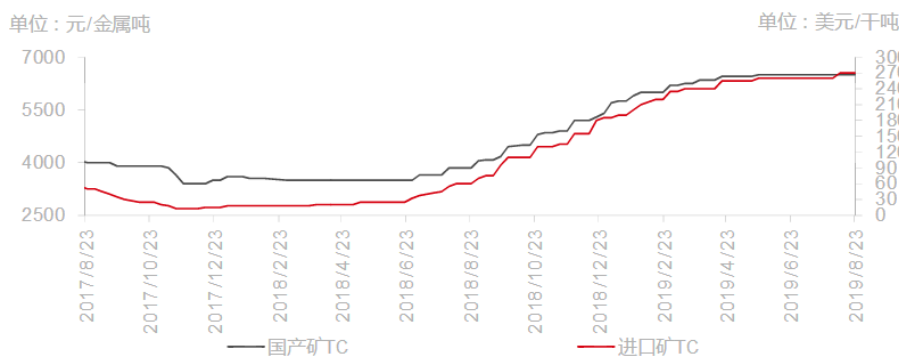
电池市场传统旺季表现相对温和，经销商多按需采购，生产企业订单暂无较大变化；汽车蓄电池市场更换市场需求暂无改善，而考虑到阅兵期间存在的限产不确定性，部分北方地区蓄企已备适量库存，电池库存亦明显上升。另随铅价上涨，蓄电池企业普遍采购谨慎，大型企业则以长单为主。

- **库存变化：**本周铅锭五地社会库存总量较上周下降近 0.3 万吨至 3.6 万吨。据 SMM 了解，由于铅价走势强劲，期铅直接突破万七大关，下游采购积极性稍好，同时安徽、江西等地再生铅恢复进度慢于预期，再生精铅贴水进一步收窄，陆续接近对 SMM1#电解铅均价平水出厂；此外，本周河南地区下游对长单采购较多，导致炼厂散货减少，报价亦是由对 SMM1#电解铅均价贴水 100-50 元/吨逐步上升至平水附近，部分已升水 20-50 元/吨，故使得华北地区部分需求下移，江浙地区仓库库存继续消耗。另下周，现货铅价若顺利站上万七，下游采购意愿向好，社会库存或延续降势。

4.4 锌：TC 持稳，社会库存续降

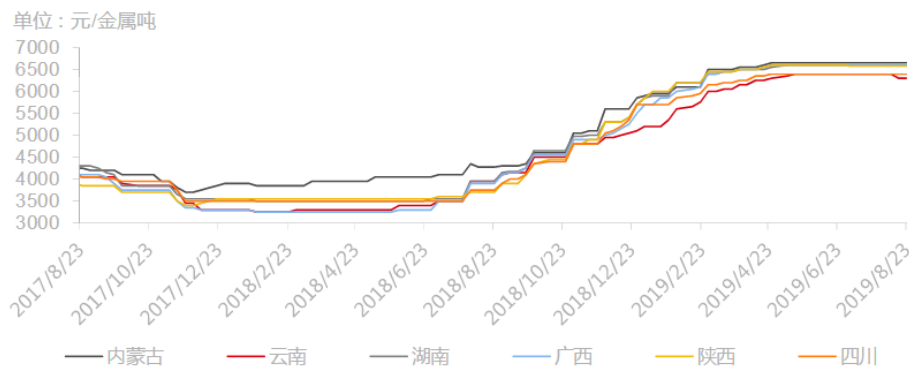
- 本周国内锌精矿加工费成交于 6250-6650 元/金属吨；进口主流成交于 260-280 美元/干吨。分地区来看，本周内蒙地区主流 6550-6750 元/金属吨；陕西地区主流 6500-6550 元/金属吨；广西、湖南地区主流 6500-6700 元/金属吨；四川地区 6200-6600 元/金属吨；云南地区 6100-6500 元/金属吨。在锌精矿供应大格局宽松的情况下，矿企欲下调锌精矿加工费压力较大，并且当前季节属于矿企生产旺季，从供需平衡上看短期锌精矿加工费下调幅度有限，而从利润角度看，锌价不断走低压低矿企生产利润，但还尚不及亏损，故即使存在炼厂让利润给矿企，短期锌精矿加工费下调亦有限。
- 本周平均沪伦比值 8.37(8 月 19 日-8 月 22 日)，较上周 8.32 小幅上修，周均进口亏损较上周小幅收缩 51 元/吨至-221 元/吨左右。本周市场进口品牌流通继续低迷，前期进口亏损持续下 7-8 月份进口到港量大幅下降，进口流通货源有限。本周国内仅听闻部分印度锌对 0#国产普通贴水 20-30 元/吨。

图表 23：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 24：国产锌精矿分地区加工费



来源：SMM，中泰证券研究所

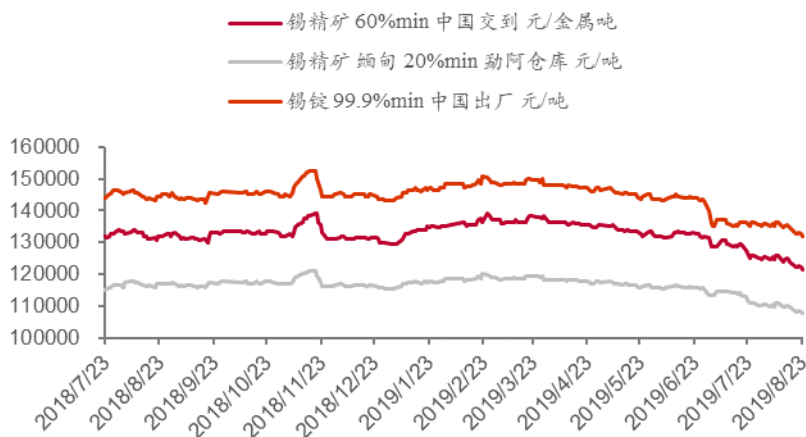
- **供应方面**，7月SMM锌精矿产量为35.71万吨，环比上升了2.8个百分点，同比下降了6.8个百分点。国内锌精矿企业开工率为78.1%，环比上升了1.4个百分点，同比下降了5.7个百分点。进入8月，少量北方矿企结束检修，或仍带来部分放量，另外在部分北方冶炼厂夏季常规检修结束后，在加工费仍然高企的情况下，冶炼厂生产意愿仍强，或在8月份对锌精矿需求有进一步增长。总体来看，多方面因素影响下，下月产量或较本月小幅增长。
- **消费方面**：大中型合金企业生产积极性受订单好转有所提振，主因淡季将尽，“金九银十”传统消费旺季已有迹象显现。分板块来看，五金、锁具、卫浴水暖订单基本稳中向好；拉链、饰品、汽配订单因受中美贸易争端影响及汽车产销量萎缩，订单表现仍较弱；分地区来看，随着高温情况有所缓解，华南地区压铸锌合金市场恢复正轨，华东地区随淡季效应减弱，订单情况较上周有所好转。原料采购方面，因锌价低位盘整，压铸锌合金企业大量备库意愿较弱，仅维持低量备库下的刚需采买，然由于订单带动产量提升，压铸锌合金企业采买原料货量较上周有所增加。整体来看，本周压铸锌合金市场景气度较上周略有好转。
- **库存变化**：本周三地锌社会库存较上周五下降3800吨至14.03万吨。本周降幅主要集中在广东地区及天津地区，据SMM了解，本周锌价弱势震荡，其中压铸企业订单环比有明显改善，故广东地区下游企业逢低采购热情较好，与此同时受北方地区炼厂检修带来的产量影响，本周天津地区到货量减少，随着下周北方炼厂陆续检修结束，天津库存或逐步上升，此外进入下周，部分广东货源将逐步到达上海，或推升下周一上海库存基数。

4.5 锡：市场需求疲软，锡价低位盘整

- 本周伦锡重心下移较为明显，并向下跌破16000美元/吨附近的整数关口位，周线级别伦锡呈长阴线的状态，且位于所有均线下。由于上周五伦锡库存大幅增加，加之本周美元指数高位维稳于98关口上方，伦锡走势承压大幅下挫。周五伦锡库存再度增加675吨，料短期伦锡下方空间仍存。截至周五18:00，伦锡最新价格为15985美元/吨，周内跌幅3.73%。周内成交量1540手，增加97手，持仓量18203手，减少20手。
- **产销库存方面**，根据亚洲金属网披露的数据显示，我国7月份锡锭生产商产量为12826吨，环比下滑7.5%，同比下滑5%；生产商库存量为6740吨，环比增加12%，同比增长14%；生产商销量为12106吨，环比下滑

5.4%，同比减少 20%。

图表 25: 锡价格走势图



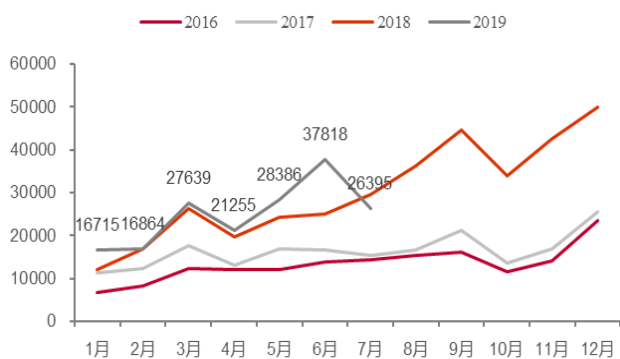
来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

5、新能源金属：钴供需预期或将“剧烈”反转

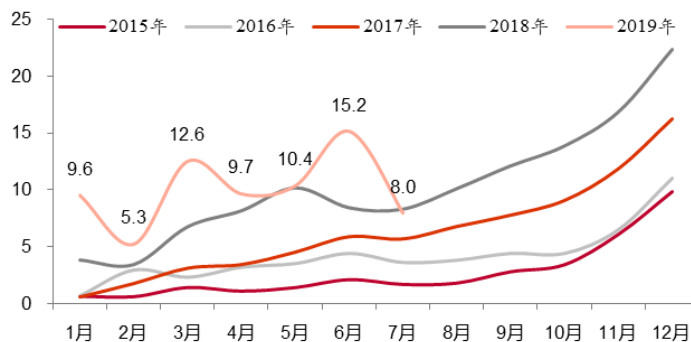
5.1 电动车产业链：新能源汽车市场弱势运行，政策支持新能源汽车发展

- **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%。
- **政策支持新能源汽车发展，远景可期。**工信建议〔2019〕189 号对提出的关于研究制定禁售燃油车时间表加快建设汽车强国的建议回复。回复文件明确在扶持新能源汽车产业发展的同时，坚持节能与新能源汽车协调发展。关于制定燃油汽车退出时间表，工信部正会同发展改革委等相关部门，结合技术发展进程及产业发展实际，对禁售传统燃油汽车等有关问题进行研究，全面科学对比分析传统燃油汽车与新能源汽车在技术成本、节能减排、市场需求等各方面的潜力和作用。从我国地域广阔、发展不均衡的国情出

发，组织开展深入细致的综合分析研判，因地制宜、分类施策，支持有条件的地方和领域开展城市公交出租先行替代、设立燃油汽车禁行区等试点，在取得成功的基础上，统筹研究制定燃油汽车退出时间表。

图表 26: 美国新能源汽车市场首次负增长


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 27: 国内 7 月新能源乘用车销量同比下滑 4.7%


来源：中汽协，中泰证券研究所

5.2 锂钴：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 28: 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 29: 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 30: 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%。

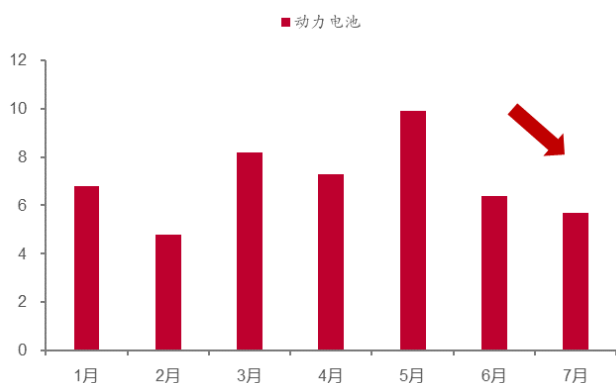
图表 31: Mutanda & Katanga 历史产量及未来指引变化对供给影响

	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

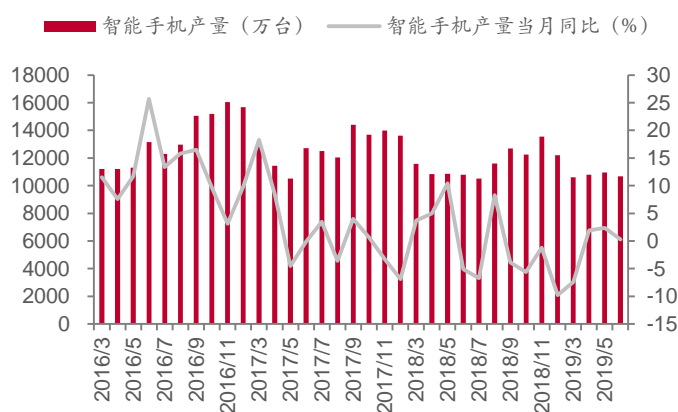
- 下游正极 & 电池需求如何? MB 钴超预期上涨, 当前下游需求或抬头。**
 本周 MB 钴价格大幅上涨, 钴中间体亦录得上涨, 动力电池龙头企业在经历 5-6 月份大幅砍单 50% 以上之后, 或将出现明显恢复, 材料库存也得到大幅消耗, 前驱体与正极企业锁单量边际提升, 锁单周期也得到提升, 而消费电池订单较为稳定, 因此, 下游需求或将抬升, 中游环节出现部分补库端倪; 当前海外贸易商或不具备出货动力, MB 价格也出现超预期上涨 16% 至 15 美金/磅, 与国内价格持平。

图表 32: 国内动力电池产量



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 33: 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 34: 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
	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 35: 全球新能源汽车 & 消费电子增速对钴供需结构影响

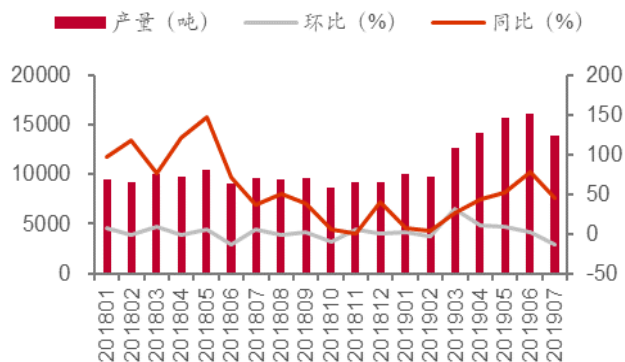
品种	供需	全球新能源汽车增速					
		30%	35%	40%	45%	50%	55%
钴	-10%	6,069	4,370	2,677	1,215	-356	-2,036
	-5%	4,185	2,486	794	-669	-2,240	-3,920
	0%	2,301	602	-1,090	-2,553	-4,124	-5,804
	5%	417	-1,282	-2,974	-4,437	-6,008	-7,688
	10%	-1,467	-3,166	-4,858	-6,320	-7,892	-9,572
	消费电子增速						

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

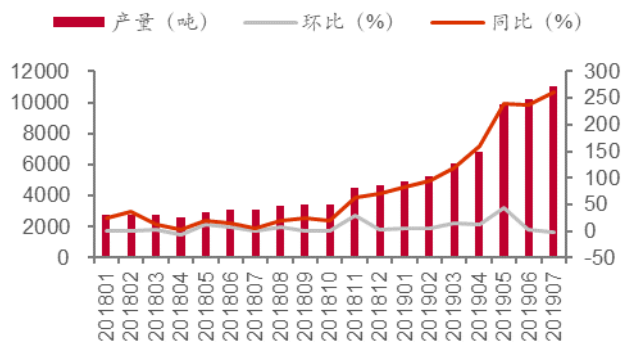
- 下游需求锐减, 锂价亦持续走低。**1) 现货交投, 电池级碳酸锂需求不佳, 交易零星, 当前价格处于下行区间; 氢氧化锂方面, 下游高镍发展进度不及预期, 电池级氢氧化锂需求不佳, 成交稀少; 三元材料方面, 电池企业开工率恢复进度缓慢, 除高镍三元材料需求稳定外, 其余产品订单稀少。2) 需求端, 6月起国内 3C 市场进入传统消费淡季, 国内手机市场趋于饱和, 短期难迎新的需求拐点; 受新能源补贴退坡影响, 动力汽车市场成交疲软, 订单走弱。3) 供给端, 根据亚洲金属网的统计, 7月份国内氢氧化锂产量为 11050 吨, 环比减少 0.9%, 同比上升 262.2%; 碳酸锂产量为 13900 吨, 环比走低 13.8%, 同比增加 45.1%; 三元材料产量 11830 吨, 环比减少 33.3%, 同比上升 10.8%; 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 36: 国内碳酸锂产量

图表 37: 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：**本周氧化镨钕的价格经历了先扬后抑的过程，自周初 30-30.5 万元/吨最高涨至 31-31.7 万元/吨，市场实际成交较为活跃，出现低价货源难觅的状态，部分商家存在持货惜售心态，随后市场买兴转弱，氧化镨钕价格在前期超涨后有所回调，周五氧化镨钕报价 30.5-31.3 万元/吨，氧化钕报价 30.7-31.5 万元/吨。氧化镨和氧化钕因泛亚公司即将拍卖大量氧化镨，市场情绪受到影响，本周氧化镨和氧化钕价格均有所回落。周五氧化镨价格降至 190-193 万元/吨，氧化钕价格降至 392-395 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，随后美国财政部将我国列为“汇率操纵国”，8 月 15 日中方发声，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；8 月 23 日，中国采取反制措施，将对约 750 亿美元商品加征关税。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 22 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

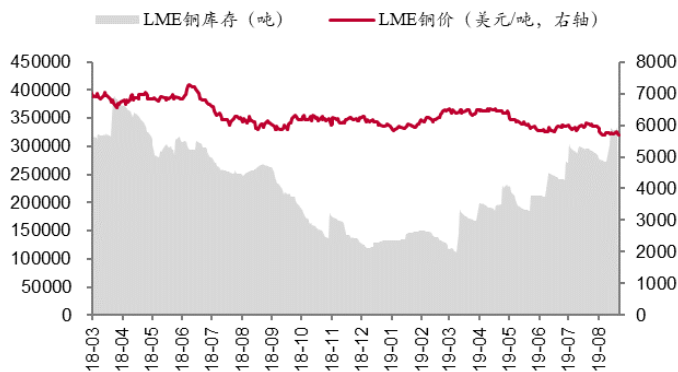
- **投资建议:** 1) 嘉能可 Mutanda 将在 2020-2021 年修缮停产, 5G “换机潮” 或带动消费电子正增长, 较小的需求增长便将使得钴供需结构发生 “剧烈” 逆转, 年内或仍以震荡反弹为主, 但钴的中长期投资价值拐点将逐步显现, 不可忽视; 2) 美国经济 “后见顶、后见底” 并趋势回落, 带动真实收益率趋势回落, 当前金价上涨处于经济回落的第一阶段——即交易国债收益率下行的投资时期, 亦是我们板块内现在配置的重点; 3) 而从中长期来看, 电解铝和钕铁硼磁材也需要给予关注——电解铝 “产能红线” 推动行业格局演绎为 “产出顶、库存底”, 位于中周期起点; 钕铁硼磁材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

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

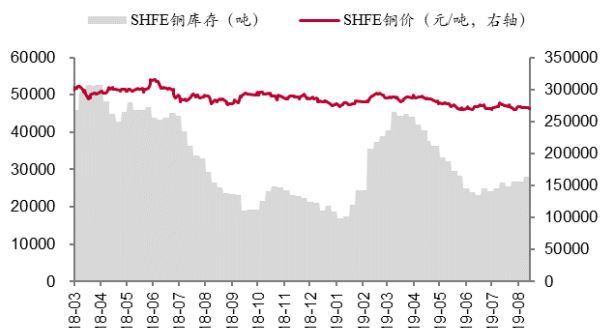
8. 附录：全球有色金属价格、库存走势（08.19-08.24）

图表 38: LME 铜价及库存走势



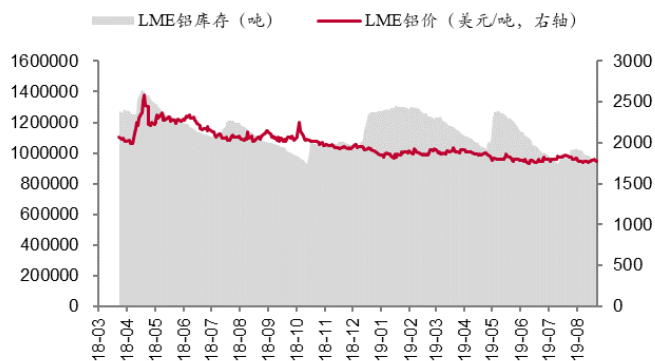
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 39: SHFE 铜价及库存走势



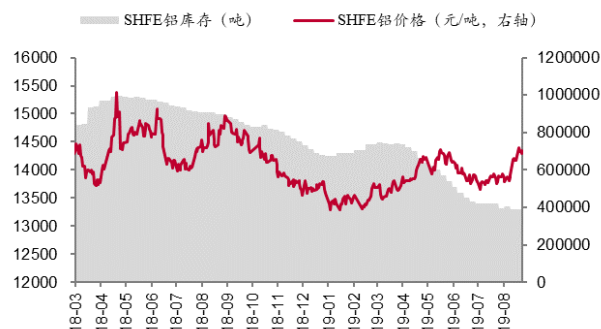
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 40: LME 铝价及库存走势



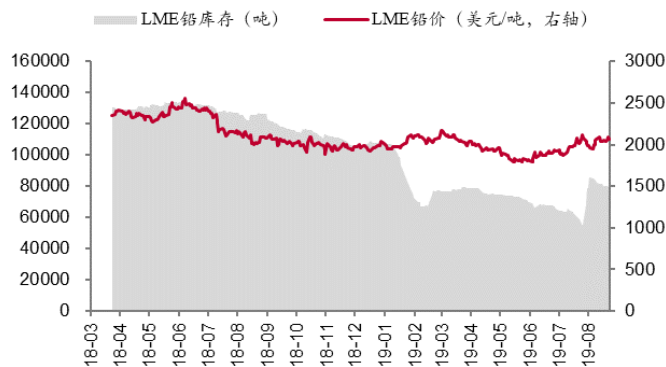
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 41: SHFE 铝价及库存走势



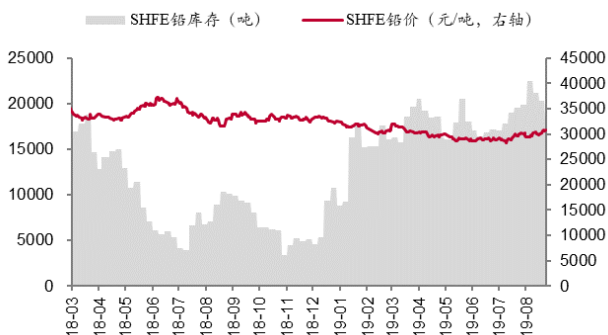
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 42: LME 铅价及库存走势

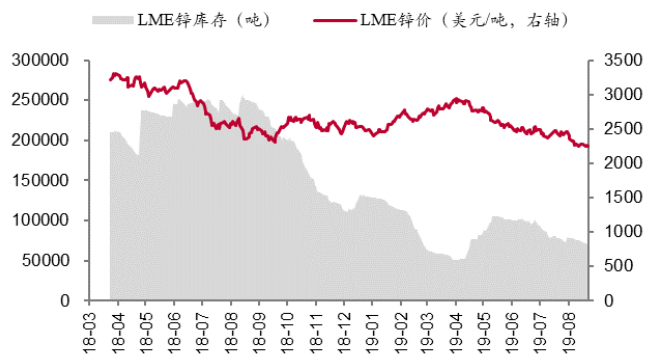


来源: wind, 中泰证券研究所

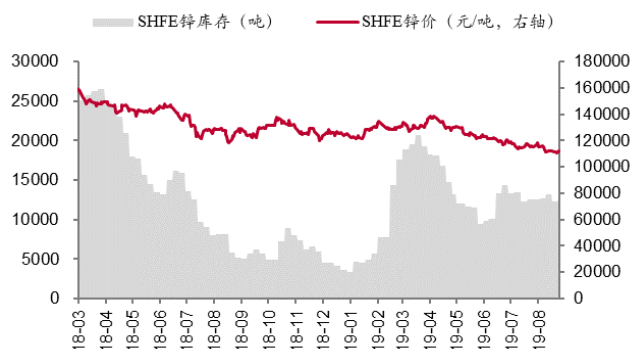
图表 43: SHFE 铅价及库存走势



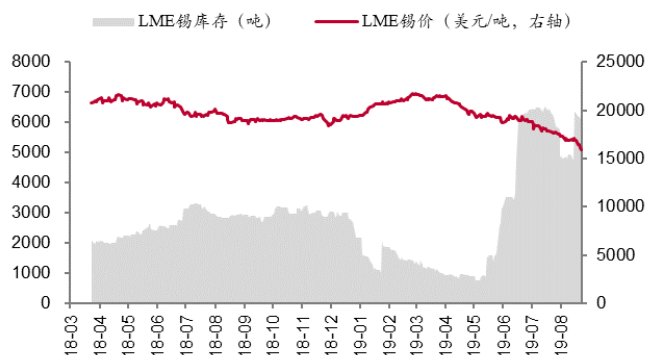
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 44: LME 锌价及库存走势


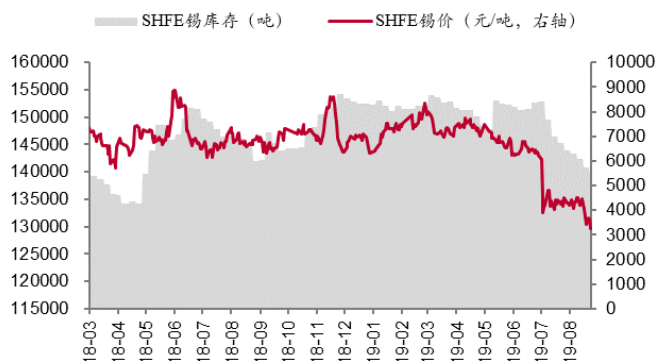
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 45: SHFE 锌价及库存走势


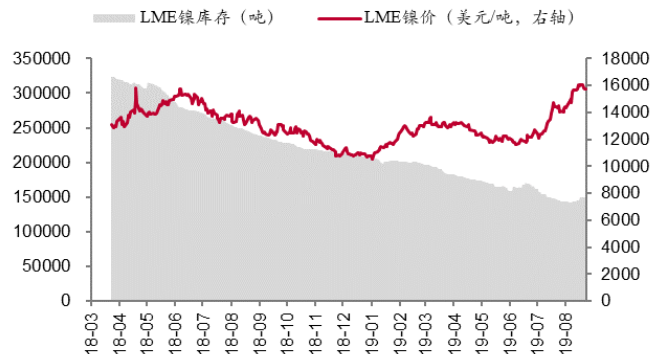
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 46: LME 锡价及库存走势


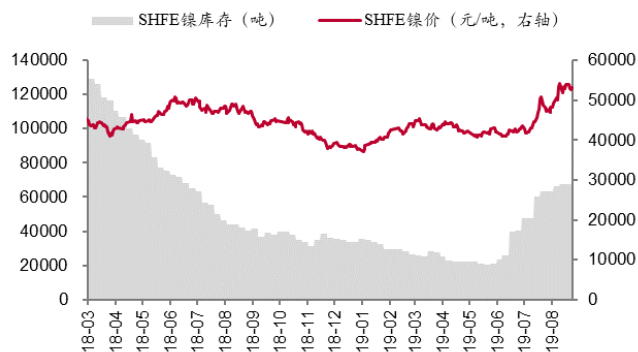
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 47: SHFE 锡价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 48: LME 镍价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 49: 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。