

有色金属

美国经济继续超预期下滑，“逃不掉的黄金周期”

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：**A股节前整体大幅下跌，有色板块跑输上证综指 2.93 个百分点。商品市场，Comex 黄金价格大幅波动，节前美国宏观经济数据表现超预期以及美中、美日贸易局势向好使得黄金价格承压，Comex 黄金价格由 1539.20 高点跌至 1478.30 美元/盎司；假期期间美国政策和经济不确定性持续上升，欧美多国 PMI 创近年来新低，欧美贸易局势紧张，由此 comex 黄金快速反弹至 1510.30 美元/盎司；需求端疲软，基本金属价格继续承压，LME 指数下跌 2.1%。小金属价格继续分化，MB 钴价继续上涨，下游需求疲软致稀土价格下行，锂价大幅下跌后已经进入底部中枢止跌企稳，泛亚落地叠加减产保价，钨价上涨明显：MB 钴（标准级）、钴金属与钴中间品较上周分别上涨 1.13%、2.16%与 4.44%，电池级碳酸锂价格持稳、氢氧化锂价格下跌 4.50%，氧化镨钕下跌 1.5%，APT 和钨精矿分别上涨 12.3%和 11.1%。
- **【本周关键词】：**国内经济短期或存韧性，欧美经济超预期下滑，美国政策和经济不确定性上升
- **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，全球持续降息宽松和逆周期调节，具体本周变化：①中国，国内经济短期或存韧性，但下行趋势未改：9 月我国制造业 PMI 指数为 49.8，较上月回升 0.3 个百分点，连续 5 个月落入荣枯线以下，PMI 回升主要源于生产和新订单的回升，工业企业利润同比下滑 2.0%；②美国，政策和经济不确定性持续上升，经济数据超预期下滑，货币政策宽松加码：近期美国公布的一系列经济数据都在证明美国经济处于回落区间，美国 9 月 ISM 制造业 PMI 由上月 49.1 继续下滑至 47.8，为 2009 年 6 月以来的新低。9 月非农就业报告显示美国就业增长继续放缓，9 月新增非农就业 13.6 万，市场预期新增 14.5 万，工资增速放缓至 2.9%，较上月回落 0.3pct，此外美欧空客补贴案或加剧欧美贸易局势紧张；③欧洲，经济数据继续低位下滑，欧元区各国制造业 PMI 数据进一步恶化，9 月制造业 PMI 终值为 45.7，创 2012 年 10 月以来新低，9 月 CPI 同样不达市场预期，边际宽松货币政策等逆周期调节，存进一步蔓延之势。
- **贵金属：**美国经济数据超预期下滑，年内或再次降息，经济和贸易政策不确定性持续上升，当前维持实际利率趋势回落、金价当前处于上涨第一阶段的判断。近两周黄金价格大幅波动，节前美国宏观经济数据表现超预期以及美中、美日贸易局势向好，美元指数走强，黄金价格快速下跌至 1478.30 美元/盎司，节前黄金价格的下跌已经反应了各种缓和的预期，但经济周期客观存在，经济下行方向没有改变；假期期间，美国 PMI、非农等经济数据超预期下滑，经济下行压力或导致美联储年内再次降息，此外欧美空客补贴案或加剧欧美贸易紧张局势，由此黄金价格回升至 1510.3 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，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，继续坚定看好贵金属板块。
- **钴：**国内下游旺季需求抬头，海外夏休结束，本周钴产品与中间品价格继续上涨。中长期来看，消费电子与新能源汽车带来需求长趋势，与海外供给减产形成周期共振，钴供需预期或剧烈“扭转”，目前处于第四轮上涨周期的前半段。1、泛亚金属钴库存获拍卖，成交价与当前市场价格相当：10 月 5 日云南省昆明市中级法院对泛亚事件涉案 21 吨金属钴进行了拍卖，起拍价 391.65 万元，最终成交价 590.65 万元，折合每吨金属钴约 28.13 万元，与当前市场金属钴价格相当，表明行业内产业资本普遍认可当前钴价；2、短期下游迎旺季，需求抬头，钴价持续上涨，后续还可期待什么？在大规模减产近期中游需求或将出现明显恢复，8 月动力电池产量共计 6.7GWh，环比增长 116.6%，经过产业的微观调研，8 月产业链龙头公司已经恢复至砍单前 70%-80%，目前材料库存也已经从三个月下降到了一个月，前驱体与正极企业锁单量 & 锁单周期也得到提升。另外，近期出现后续值得期待的更多动能，如国内市场，除动力类在恢复，钴酸锂、四钴消费类订单也出现回暖、海外电钴需求

商陆续结束夏休,更多实体需求在回升;3、中期供给或将收缩 16%,20-21 年或将发生趋势性扭转:由于 Mutanda 停产时间为 2020-2021 年,因此对 2019 年实际供给影响不大;但由于 Mutanda 停产计划的施行,以及新能源汽车和消费电子需求的继续攀升,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、价格趋势上涨阈值为消费电子增速转正,5G“换机潮”需求或大幅拉动消费电子增速:在需求上行期库存、矿产供给等都不会是主要矛盾,需求仍然是决定钴价的关键。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;5、长期来看,钴当期处于第四轮上涨周期的前半段:历史上,钴往往拥有十年以上大周期,需求变革是价格上行的核心驱动,而由于供给高度集中,往往伴随着供给共振,16-17 年或许仅仅是上行周期的前半段——全球电动车的爆发 & 5G“换机潮”,将引起的需求端的“新”变化,后续空间可能会更加广阔。

- **钨: 泛亚落地、成本支撑、库存低位和联合减产四因素共振下,供给端使得钨价易涨难跌。** 1) 泛亚落地: 9月18日,洛阳钼业以 32.68 亿元竞拍得到泛亚 2.83 万吨仲钨酸铵库存,竞拍单价为 11.53 万元/吨,略高于市场价 11.5 万元/吨,表明行业内普遍看好钨价未来走势; 2) 成本支撑: 目前仲钨酸铵价格已经跌至成本线,每吨亏损接近 3000 元。此外,主流矿山钨精矿成本线在 7-8 万元/吨之间,2019 年下半年以来,黑钨精矿价格在 7-8 万元/吨之间,已经接近主流矿山的成本线; 3) 库存低位: 目前钨库存已经大幅度去化,APT 库存最低降至 1540 吨,较 2018 年初下降了 60%左右,而钨精矿最低点降至 530 吨,较 2018 年初减少了 75%左右; 4) 联合减产: 2019 年 5 月 17 日,为共同维护钨原料市场的供应秩序,部分钨企计划减少钨精矿产量不低于 10%。
- **基本金属: 需求端未见好转压制基本金属价格表现,“金九银十”旺季消费带动下有望加速去库,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约 93.9 万吨,较前周减少 2.7 万吨,大规模停产后续致使氧化铝价格持续反弹,不断抬升电解铝成本线,目前吨电解铝盈利降至 384 元; 2) 铜: 第四批进口批文发放量大减少,现货 TC 继续抬升,但基本面压力仍然较大,保税区库存连续 21 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: 锡价震荡下行,长期基本面仍然承压。我们更为看重产业格局以及周期的变化,中长期来看,“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: 我们建议围绕不变的趋势和产业逻辑做选择:** 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,短期旺季需求边际改善,年内或仍以震荡反弹为主,但中长期来看,消费电子与新能源汽车带来需求长趋势,与海外供给减产形成周期共振,目前处于第四轮上涨周期的前半段; 2) 全球经济下行及宽松周期延续,美国经济“后见顶、后见底”并趋势回落,带动实际利率趋势回落,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。
- **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

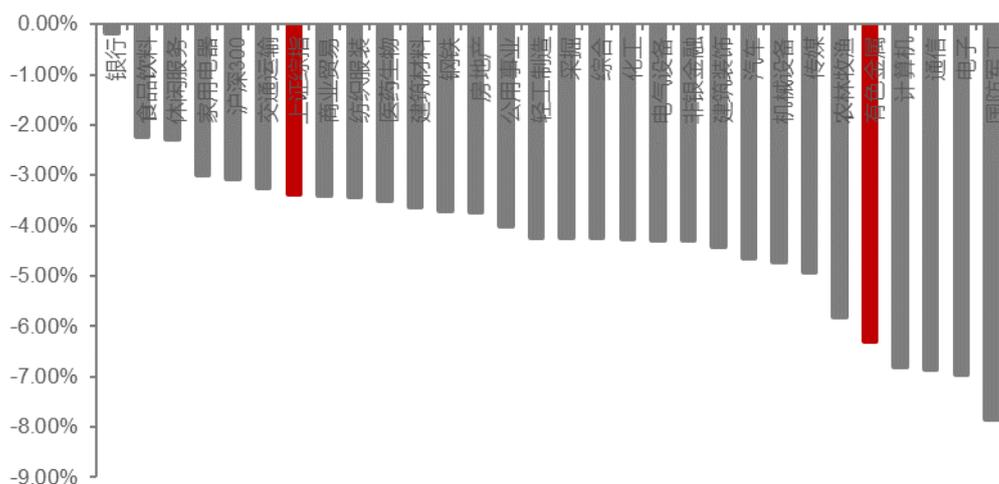
1. 本周行情回顾	- 4 -
1.1 股市行情回顾: A股整体大幅下跌, 有色板块表现不佳	- 4 -
1.2 贵金属: 美国经济和政策不确定性持续上升, 黄金价格大幅波动.....	- 5 -
1.3 基本金属: 需求端疲软压制基本金属价格表现.....	- 5 -
1.4 小金属: 价格分化明显	- 6 -
2. 宏观“三因素”运行态势跟踪	- 8 -
2.1 中国因素: 国内经济短期或存韧性, 但下行趋势未改.....	- 8 -
2.2 美国因素: 贸易政策不确定性持续上升, 经济数据超预期下滑	- 8 -
2.3 欧洲因素: 欧洲经济继续低位下滑, 流动性宽松加码.....	- 10 -
3. 贵金属: 美国经济继续回落, 黄金配置价值凸显	- 11 -
3.1 美国经济继续回落, 美联储年内或再次降息	- 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: 基本面压力仍然较大, 基本金属价格承压	- 14 -
4.1 铝: 8月铝下游开工率未见好转, 电解铝继续去库	- 14 -
4.2 铜: 第四批进口批文发放量大减少, 现货 TC 继续抬升	- 16 -
4.3 铅: 加工费维稳, 库存继续下降.....	- 17 -
4.4 锌: TC 持稳, 锌锭库存略有下降.....	- 18 -
4.5 锡: 锡锭价格震荡下行, 库存略有下降.....	- 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, 动力电池装机量大幅下滑.....	- 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: 下游需求疲软, 稀土产品价格收跌.....	- 24 -
5.4 钨: 泛亚库存拍卖落地, 供给端使得“易涨难跌”	- 25 -
6. 投资建议	- 26 -
7. 风险提示	- 26 -
8. 附录: 全球有色金属价格、库存走势 (09.23-10.04)	- 27 -

1. 本周行情回顾

1.1 股市行情回顾：A 股整体大幅下跌，有色板块表现不佳

- 近两周，国际方面，美欧多国制造业 PMI 跌破枯荣线，美国新增非农就业人数不达预期，美国贸易政策不确定性增加，因此近两周美股三大指数整体下跌（道指↓1.34%，纳斯达克↓1.67%，标普↓1.34%）；国内方面，9 月制造业 PMI 继续跌破枯荣线，规模以上工业企业利润继续筑底，A 股整体大幅下跌，从 SW 一级行业指数来看，电子通信板块大幅调整。
- 具体来看：综合指数中，上证指数收于 1905.19 点，环比下跌 3.37%；深证成指收于 9446.24 点，环比下跌 4.40%；沪深 300 收于 3814.53 点，环比前周下跌 3.08%；申万有色金属指数收于 2747.23 点，环比前周大幅下跌 6.30%，跑输上证综指 2.93 个百分点。SW 一级行业指数周度走势如下图所示。

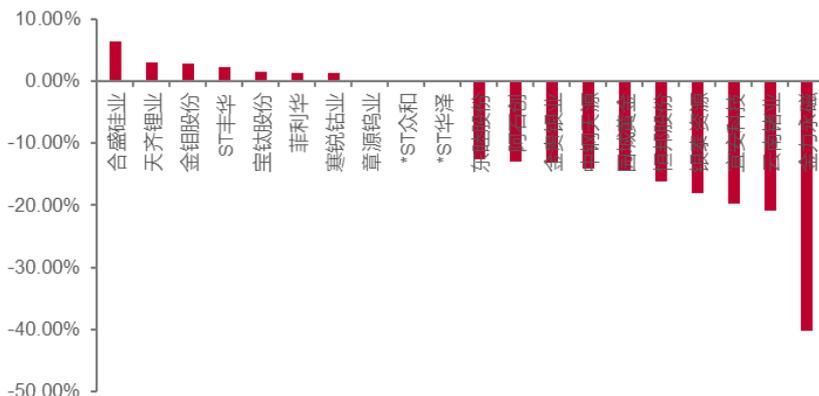
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 周内，有色板块整体表现不及大盘，多数个股出现回调。所统计 119 只个股中：仅 8 只个股出现不同程度上涨，3 只个股与上周持平，其余 108 只个股均出现不同程度下跌，具体来看，由于锂价经过大幅下跌后已经进入底部中枢，行业内出现了破产重组为代表的行业底部特征，天齐锂业涨幅居前，整体收涨 3.03%；而宜安科技、云南锗业等个股在大幅上涨后本周出现深度回调，涨幅前 10 名、跌幅前 10 名个股具体如下图所示。

图表 2：本周个股涨跌幅表现



来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 美国经济和政策不确定性持续上升, 黄金价格大幅波动

- **黄金价格整体大幅震荡。**节前, 由于美国经济数据表现超预期, 以及美日、美中贸易关系向好, 黄金价格承压, Comex 黄金价格由 1529.20 美元/盎司急速下跌至 1478.30 美元/盎司, 节前黄金价格的下跌已经反应了各种缓和的预期, 但经济周期客观存在, 经济下行方向没有改变; 10月3日, 美国公布多项经济数据不达预期, 制造业 PMI 创 2009 年以来新低, 美联储年内再次降息预期增强, 因此 COMEX 黄金回升至 1510.3 美元/盎司以上, 近两周整体下跌 0.92%; COMEX 白银回升至 17.60 美元/盎司, 近两周整体下跌 2.52%。

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: 需求端疲软压制基本金属价格表现

- 本周, 欧美多国 9 月制造业 PMI 跌破枯荣线, 全球经贸局势未见好转, 需求端疲软压制基本金属价格表现, 近两周 LME 基本金属指数收于 2760 点, 环比前周下跌 2.1%, 具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍双周涨跌幅分别为 -0.5%、-3.8%、0.7%、3.7%、-4.8%、-1.0%。

图表 5: 基本金属周涨跌幅 (09.23-10.04)

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	2760	-2.1%	-1.5%
铜	LME	5725	-0.5%	-3.2%
	SHFE	47250	0.3%	-2.3%
铝	LME	1719	-3.8%	-7.3%
	SHFE	14015	-1.5%	3.1%
铅	LME	2131	0.7%	6.0%
	SHFE	16920	0.3%	-6.3%
锌	LME	2378	3.7%	-3.1%
	SHFE	18695	-1.1%	-10.7%
锡	LME	15900	-4.8%	-18.3%
	SHFE	134800	-1.5%	-6.0%
镍	LME	17205	-1.0%	61.6%
	SHFE	137480	-0.6%	56.1%

来源：wind，中泰证券研究所

1.4 小金属：价格分化明显

- **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，叠加中游需求端有所回暖，近两周钴价继续上涨：MB 钴（标准级）、MB 钴（合金级）、金属钴、硫酸钴、钴粉、三氧化二钴与钴中间品较 9 月 20 日分别上涨 1.13%、1.39%、2.16%、3.20%、2.80%、6.42%和 4.44%；钴精矿价格与 9 月 20 日持平。
- **锂价经历长期下跌后，已经进入价格底部中枢。**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；但锂价已经降至历史低位，近一年已经下跌 60%以上，锂价已经进入底部价格中枢，本周锂价涨跌幅如下：碳酸锂（工业级）、氢氧化锂（电池级）较近两周分别下跌 1.37%和 4.50%；碳酸锂（电池级）、氢氧化锂（工业级）与 9 月 20 日价格持平。
- **市场需求疲软，稀土产品价格收跌。**自中秋节假期过后，稀土市场逐渐冷清，下游询单采购减少，需求疲软，不足以支撑价格上涨，相反，下游询单问价减少，上游部分企业出货，导致实际成交价格小幅回落，整体成交数量不多，多数商家保持观望态度，受此影响，本周稀土价格收跌，截至本周五氧化镨钕较上周下跌 1.5%。
- **泛亚库存拍卖落地，在行业自发性减产以及去库之下，钨供需反转预期增强，周内钨价大幅上涨。**9 月 18 日，洛阳钼业发布公告称以 32.68 亿元竞拍得到泛亚 2.83 万吨仲钨酸铵库存，竞拍单价为 11.53 万元/吨，略高于市场价 11.5 万元/吨，高于起拍价 3 万元/吨，表明行业内部普遍看好钨价后续上涨空间。此外，钨价经过长时间下跌后，产业链处于亏损状态，叠加库存处于低位，钨供需反转预期增强，周内 APT、钨精矿较上周分别上涨 12.3%和 11.1%。

图表 6: 重点跟踪小金属品种价格涨跌幅

品种	小金属名称	单位	9月30日	涨跌幅			
				7天	30天	90天	360天
钴	MB钴 (标准级)	美元/磅	17.9	0.6%	10.7%	9.7%	-59.4%
	MB钴 (合金级)	美元/磅	18.3	0.8%	13.2%	5.2%	-58.6%
	钴精矿	美元/磅	15.6	0.0%	10.1%	4.8%	-52.4%
	金属钴	元/公斤	28.4	1.4%	14.8%	11.6%	-58.5%
	钴粉	元/公斤	29.4	2.1%	14.4%	9.3%	-60.3%
	硫酸钴	元/公斤	6.5	3.2%	51.8%	41.8%	-56.3%
	四氧化三钴	元/公斤	19.9	5.9%	22.1%	10.6%	-60.5%
	碳酸钴	元/公斤	11.9	0.0%	11.2%	6.3%	-62.3%
	氯化钴	元/公斤	7.2	5.9%	46.9%	33.3%	-57.3%
	氧化钴	元/公斤	20.2	2.0%	19.5%	12.2%	-57.5%
	锂	金属锂 (99%)	元/公斤	62.0	-1.6%	-2.4%	-12.7%
金属锂 (99.9%)		元/公斤					
碳酸锂 (工业级)		元/公斤	5.0	0.0%	-11.8%	-25.5%	-65.3%
碳酸锂 (电池级)		元/公斤	6.0	0.0%	-7.0%	-23.2%	-61.6%
单水氢氧化锂 (工业级)		元/公斤	6.2	0.0%	-7.8%	-22.3%	-55.6%
单水氢氧化锂 (电池级)		元/公斤	6.9	-3.2%	-9.5%	-25.0%	-54.0%
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%	0.0%	7.1%	6.3%
硫酸镍	硫酸镍 (Ni22%, Co 0.4%)	元/吨	2.6	0.0%	0.0%	3.0%	-
	硫酸镍 (Ni22%, Co 0.05%)	元/吨	2.6	0.0%	0.0%	3.0%	-
三元前驱体	三元523/动力	元/吨	10.3	1.0%	28.1%	19.2%	-29.8%
	三元622/动力	元/吨	10.9	0.9%	23.2%	19.1%	-
正极	钴酸锂	元/吨	22.8	4.1%	14.0%	0.9%	-53.8%
	三元523/动力	元/公斤	15.0	0.0%	13.6%	7.9%	-35.6%
	三元622/动力	元/吨	16.8	0.0%	12.8%	8.4%	-
锑	锑精矿	元/吨	3.0	0.0%	7.3%	3.5%	-26.3%
	锑锭	元/吨	3.9	2.7%	5.5%	-1.3%	-25.2%
	三氧化二锑	元/吨	3.4	1.5%	3.9%	-6.9%	-27.2%
镁	金属镁	元/吨	1.5	0.0%	-5.3%	-10.9%	0.7%
钼	钼精矿	元/吨度	1970.0	-1.5%	-1.0%	8.2%	23.1%
	钼铁	元/吨	13.1	-1.5%	-3.0%	7.4%	21.3%
硅	金属硅	元/吨	1.1	-0.4%	1.7%	-2.9%	-14.6%
	硅铁	元/吨	5841.0	0.0%	-1.4%	-2.7%	-5.3%
钛	海绵钛	元/吨	8.1	0.0%	0.0%	14.1%	44.9%
	APT	元/吨	14.2	12.3%	28.5%	-0.7%	-18.2%
钨	钨精矿	元/吨	9.0	11.1%	23.3%	-4.3%	-18.9%
	氧化钨	元/吨					
铌	铌矿	美元/磅	8.4	0.0%	-7.7%	-19.3%	-20.9%
	五氧化二铌	元/公斤	20.3	-1.5%	-5.6%	-13.6%	-7.3%
钒	五氧化二钒	元/吨	13.1	0.0%	-1.1%	11.5%	-32.5%
	钒铁	元/吨	13.9	3.4%	0.7%	10.8%	-30.6%
锆	海绵锆	元/公斤					
	锆英砂	元/吨	24.7	0.0%	-1.2%	-1.2%	37.2%
	氧氯化锆	元/吨	1.6	0.0%	-3.0%	-3.0%	-12.2%
	氧化锆钽	元/吨	31.8	-1.5%	2.3%	-2.2%	-3.6%
稀土	氧化镨	元/公斤	187.0	0.0%	-3.1%	-5.6%	61.2%
	氧化镧	元/吨	3.6	0.0%	0.0%	6.0%	-
	氧化铈	元/吨	3.5	0.0%	0.0%	6.2%	-

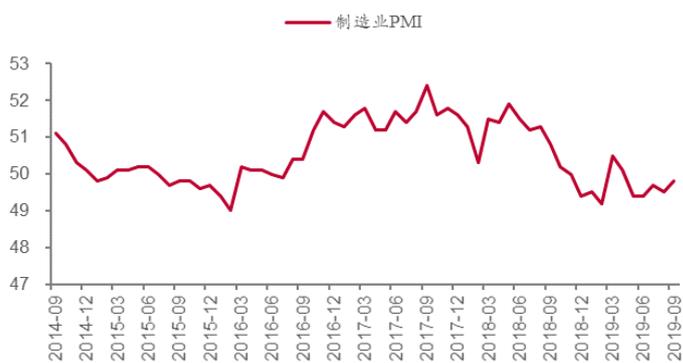
数据来源: Wind、Metal Bulletin、SMM、亚洲金属网、中泰证券研究所

2. 宏观“三因素”运行态势跟踪

2.1 中国因素: 国内经济短期或存韧性, 但下行趋势未改

- 生产、内需短期修复。**9月我国制造业 PMI 指数为 49.8, 较上月回升 0.3 个百分点, 连续 5 个月落入荣枯线以下。PMI 回升主要源于生产和新订单的回升, 其中生产指数环比回升 0.4 个百分点至 52.3, 拉动 PMI 回升 0.1 个百分点, 新订单指数回升 0.8 个百分点至 50.5, 为 5 月份以来首次升至扩张区间, 拉动 PMI 回升近 0.2 个百分点。但另一方面, 企业库存水平仍在下降, 原材料库存指数和产成品库存指数分别为 47.6 和 47.1, 企业偏谨慎的库存行为表明企业对未来需求或盈利的预期仍未明显改善。外贸方面, 新出口订单上升 1 个百分点至 48.2, 边际改善但仍处收缩区间。
- 工业企业利润继续筑底。**8月规模以上工业企业实现利润总额 5177.9 亿元, 同比下降 2.0%, 上月同比增长 3.6%; 1-8 月实现利润总额 4.02 万亿元, 同比下降 1.7%, 与上月持平。自年初出现大规模负增长以来, 全年工业利润处于缓慢筑底期, 这与制造业 PMI、工业增加值等表现出来的情况也是一致的。展望未来: 外部来看, 美政府正考虑限制企业对华投资, 中美问题或扩展到金融领域; 欧元区 9 月 PMI 再创新低, 英国脱欧最后期限逼近, 硬脱欧风险仍存; 日韩关系恶化, 日韩 8 月工业生产均超预期负增。总体来看, 外需大概率持续低迷。内部来看, 房地产周期回落, 经济下行压力不减。

图表 7: 中国 9 月制造业 PMI 较上月回升 0.3pct



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 8: 中国 8 月固定资产投资: 累计同比 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

2.2 美国因素: 贸易政策不确定性持续上升, 经济数据超预期下滑

- 美国经济数据超预期下滑, 货币政策宽松加码。**近期, 美国公布的一系列经济数据都在证明美国经济处于回落区间: 美国 9 月 ISM 制造业 PMI 由上月 49.1 继续下滑至 47.8, 为 2009 年 6 月以来的新低, 尤其是新出口订单继续跳水, 显示全球经济放缓及贸易纠纷对美国制造业的负面冲击正在加剧; 9 月非农就业报告显示美国就业增长继续放缓, 9 月新增

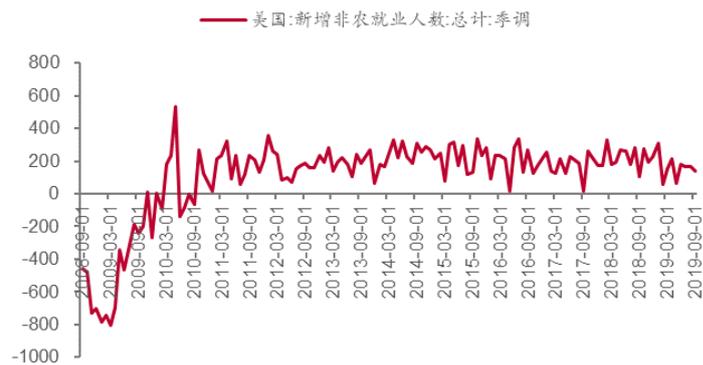
非农就业 13.6 万，市场预期新增 14.5 万，工资增速放缓至 2.9%，较上月回落 0.3pct；美国 8 月 PCE 物价指数环比持平，预期升 0.2%，同比增长 1.4%，美联储主席鲍威尔表示想要通胀稍微走高，目标通胀在 2% 左右的水平，尽管美联储内部对未来是否降息存在分析，但经济下行压力不断增加，美联储 10 月再次降息概率逐渐提升（在公布 ISM 制造业 PMI 等经济数据后，美联储 10 月降息概率由 64.7%→92.5%）。

图表 9：美国 ISM 制造业 PMI 继续下滑



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 10：美国 9 月新增非农就业人数低于预期（单位：千人）



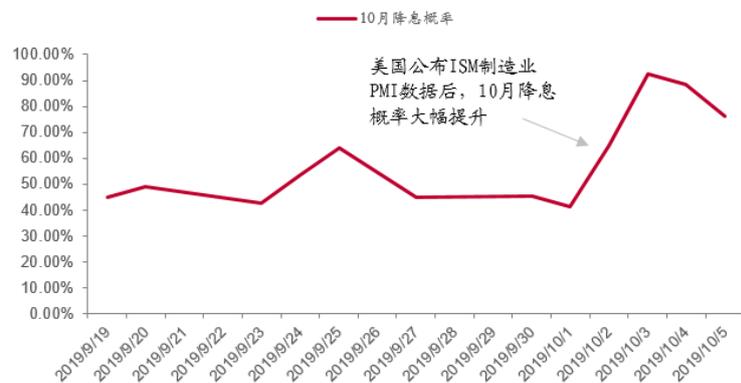
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 11：美国 PCE 物价指数环比持平



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 12：美联储 10 月降息概率大幅增加



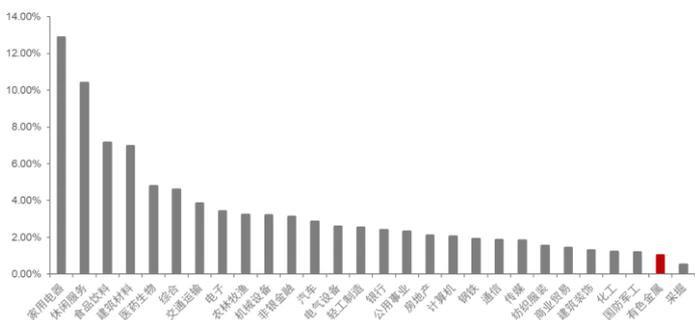
来源：Wind，CME，中泰证券研究所

- 美国贸易政策不确定性上升。**美欧空客补贴案或加剧美欧贸易纠纷，10 月 2 日，世界贸易组织裁决，由于欧盟及其部分成员国仍对空客公司进行违规补贴，美国将有权每年对约 75 亿美元欧盟输美商品和服务采取加征关税等措施，裁决发布后，美国贸易代表办公室立即表示计划对一系列欧盟输美产品加征关税，欧盟方面迅速回应将可能获权对美国采取报复措施。中美贸易局势方面，美国白宫在考虑限制美国对中国投资，包括要求在美上市的中国公司退市，以及限制美国政府类的养老金对中国的投资等，近期中方代表团将赴美就中美贸易政策进行磋商。

- 我们统计了 QFII 以及陆股通的持股情况，将二者合计值作为外资持股市值：1) 从申万一级行业外资持股比例来看，有色金属板块外资持股比例较低，有色板块外资持股比例仅为 1.03%，居于申万 28 个一级行业倒数第二位；2) 从有色板块内部来看，外资较为青睐于配置黄金和稀有金属，黄金板块增配明显，根据 2019 年 9 月 26 日的数据测算，黄金板块外资持股比例为 1.38%，稀有金属外资持股比例为 1.23%，居于有色板块内部前两位，且持股比例明显高于工业金属；此外与 2018 年底外资持仓情况相比较，黄金板块增配明显，黄金板块外资持股比例从 0.74% 上升至 1.38%。

图表 13: 申万一级行业外资持股占流通股比例

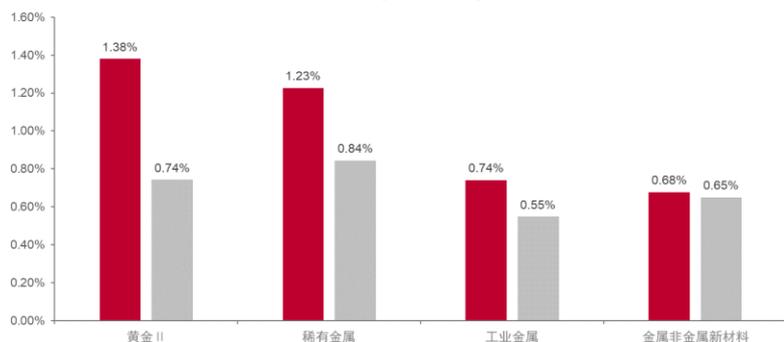
申万一级行业外资持股占流通股比例 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 有色板块内部外资持股情况

■ 2019Q3 ■ 2018Q4



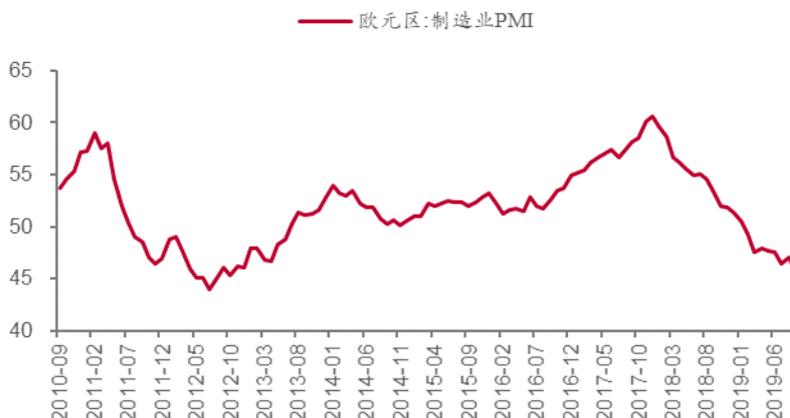
来源: Wind, 中泰证券研究所

2.3 欧洲因素：欧洲经济继续低位下滑，流动性宽松加码

- 欧洲经济继续低位下滑，流动性宽松加码。欧元区国家 9 月 PMI 继续跌破枯荣线：欧元区 9 月制造业 PMI 终值为 45.7，预期 45.6，创 2012 年 10 月以来的最低水平；德国 9 月制造业 PMI 终值为 41.7，创 2009 年 6 月以来最低水平；法国 9 月制造业 PMI 终值为 50.1，预期 50.3，前值 50.3；英国 9 月制造业 PMI 为 48.3，预期 47，前值 47.4，IHS 经济学家 Rob Dobson 表示，英国制造业于 9 月继续下行，制造业或滑向衰退的可能性增大。欧元区 9 月经济景气指数为 101.7，预期 103，前值 103.1；工业景气指数为 -8.8，创 2013 年 7 月以来的最低水平，预期 -6，前值 -5.9；企业景气指数为 -0.22，预期 0.11，前值 0.11。欧元区经济数据继续走低，叠加欧美贸易局势紧张，欧元区货币政策或进一步宽松。
- 硬脱欧风险积聚，全球经贸不乐观。除自身经济持续走弱外，脱欧风险也在不断积聚，尤其是英国新任首相约翰逊依旧对无协议脱欧的态度坚定，硬脱欧风险加剧，欧元区仍将面临较大的不确定性。在中美贸易关系不确定性加大背景下，硬脱欧风险将加剧全球经贸的持续下滑。此外，我国是过去十年全球经济增量的主要来源，我国经济增速回落，全球缺乏增量需求支撑，也决定了本轮全球经济下行周期会很长，各大央行已经开启降息潮。
- 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 15: 欧元区 PMI 再创新低



来源: Wind, 中泰证券研究所

3. 贵金属: 美国经济继续回落, 黄金配置价值凸显

3.1 美国经济继续回落, 美联储年内或再次降息

- **美国经济继续回落, 美联储年内或再次降息。**虽然美联储内部对货币政策前景的分歧进一步加大, 17 位官员中有 7 位认为在今年底前还需再降息一次, 有 5 位支持本次降息但认为应在今年维持当前利率, 另有 5 位认为应加息回到 7 月的利率水平。但是, 美国经济数据不断走低, 美国 ISM 制造业 PMI 创 2009 年以来的新低, 新增非农就业人数以及 PCE 物价指数同样不达预期, 经济衰弱的压力或增加美联储年内再次降息的可能性。据 CME “美联储观察”: 美联储 10 月降息 25 个基点至 1.50%-1.75% 的概率为 76.4%, 维持当前利率的概率为 23.6%; 到 12 月降息 25 个基点至 1.50%-1.75% 的概率为 47.6%, 降息 50 个基点的概率为 41.7%, 维持当前利率的概率为 10.7%。
- **美国经济继续回落, 美国贸易政策不确定性上升, 黄金配置价值凸显。**尽管美联储内部对未来降息前景存在分歧, 但是美国经济回落趋势没有发生改变, 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, 降幅超过 100bp, 所以本周 COMEX 黄金价格震荡上行 0.5% 至 1510.3 美元/盎司。

图表 16: 金价与美国真实收益率对比

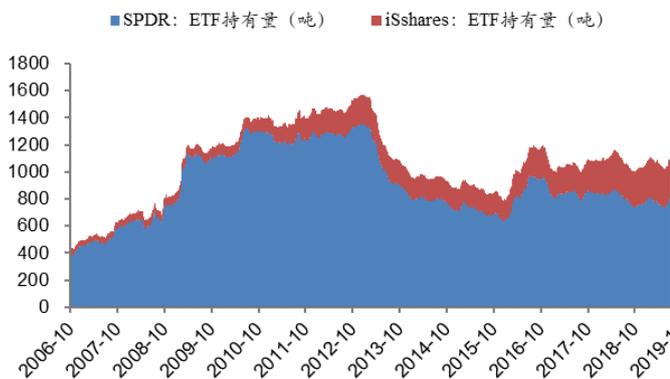


来源: Wind, 中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓较为稳定, COMEX 净多头结构持续

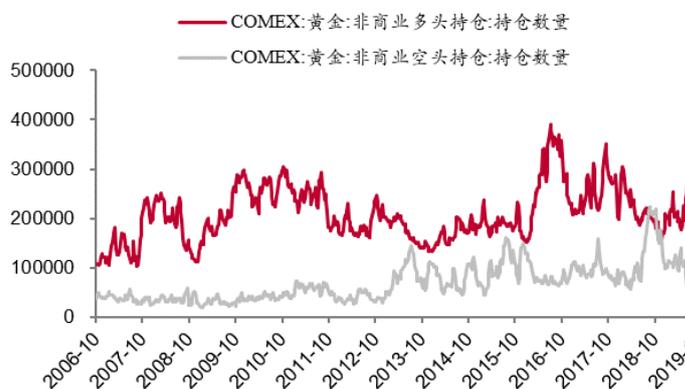
- **黄金 ETF 持仓较为稳定, COMEX 净多头结构延续。** 本周, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1267.63 吨, 较前周增加 5.96 吨, 黄金 ETF 持仓量仍较为稳定。周内, COMEX 黄金非商业多头持仓略微减少至 32.28 万张附近 (前值 37.04 万张附近), 同时非商业空头持仓下降至 5.38 万张附近 (前值 679 万张附近), 净多头持仓量环比前周减少至 26.90 万张 (前值 31.24 万张), COMEX 净多头结构延续。

图表 17: 黄金 ETF 持仓情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 18: 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 85.2, 仍处于历史高位, 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 19: 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 20：黄金板块配置比例仍处历史低位

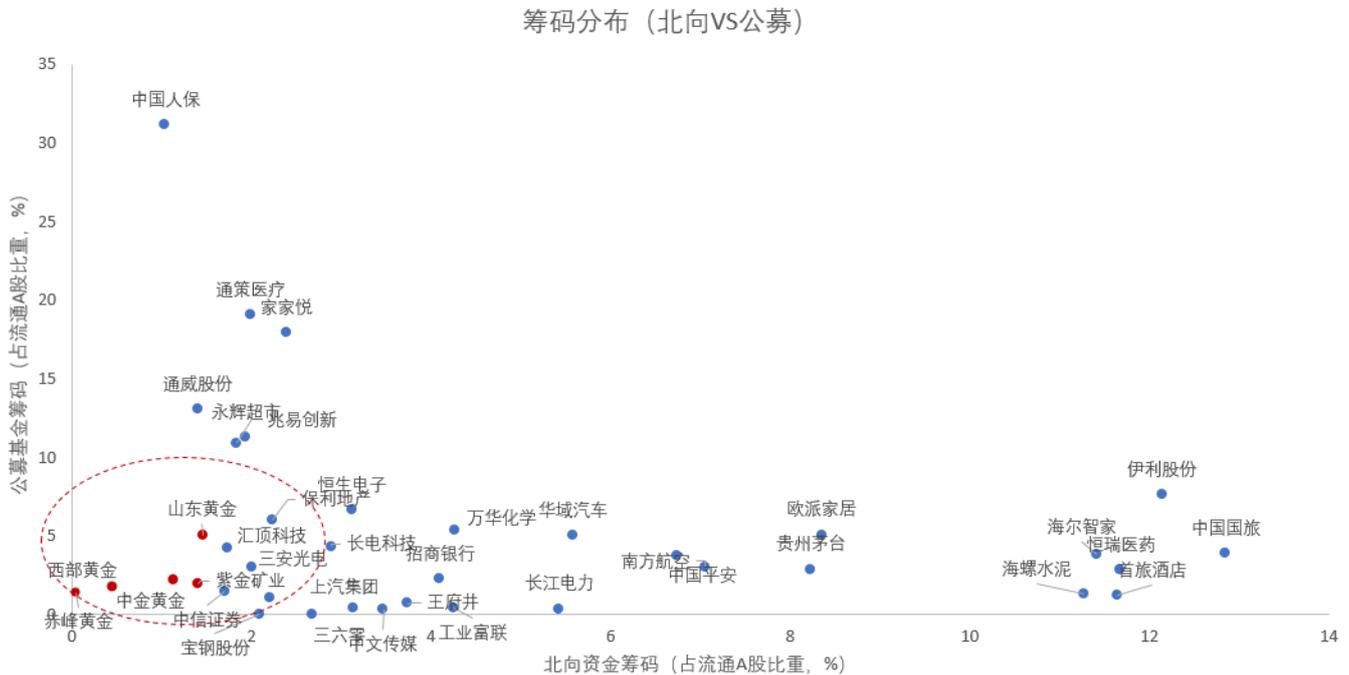


来源：Wind，中泰证券研究所

- 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9月30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 21: 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。

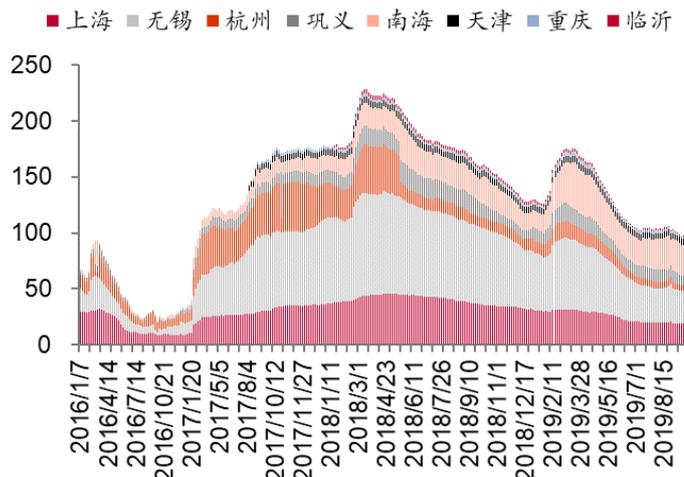
4. 基本金属：基本面压力仍然较大，基本金属价格承压

4.1 铝：8 月铝下游开工率未见好转，电解铝继续去库

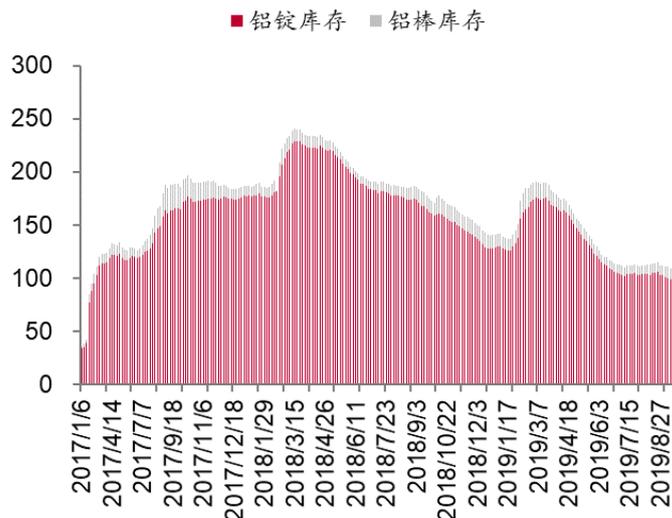
- 电解铝继续去库。SMM 统计数据显示，2019 年 9 月 26 日国内电解铝社会库存 93.9 万吨，较前周减少 2.7 万吨。叠加 SMM 铝棒库存数据，总计 105.14 万吨（其中，铝棒库存 11.24 万吨，减少 0.36 万吨），较前周减少 3.06 万吨；LME 库存 10 月 4 日为 89.79 万吨，较 9 月 20 日增加 6.86 万吨。整体来看，全国出库量表现良好助力本周电解铝库存录得连续第七周下降，刚需采购力度较上周维持，故预计下周电解铝库存仍将处去库周期。

图表 22: 国内电解铝社会库存走势

图表 23: 国内铝锭及铝棒总库存走势



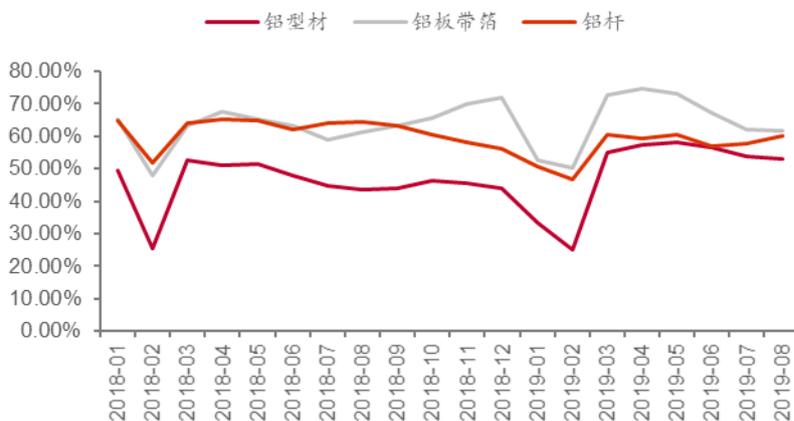
来源：SMM，中泰证券研究所



来源：我的有色，SMM，中泰证券研究所

- **铝下游 8 月开工率环比 7 月未见好转。**根据 SMM 数据显示，8 月铝型材开工率为 53.14%，环比下降 0.53 个百分点；8 月铝板带箔开工率为 61.50%，环比下降 0.60 个百分点；8 月铝杆开工率为 60.24%，环比增加 2.34 个百分点。8 月型材市场整体与 7 月相比基本持平，弱于预期，主要因受台风天气以及运动会等因素干扰，当月生产及订单受到影响，就 9 月情况来看，房地产及建筑工程订单正逐步回暖，建材表现稳中向好，预计 9 月开工率相比 8 月有所回升。

图表 24：铝下游开工率



来源：SMM，中泰证券研究所

- **氧化铝：减产规模逐步扩大，价格短期反弹。**近期三门峡希望运行产能持续降至 120 万吨左右，此前运行产能在 250-260 万吨附近，叠加做市商的参与，价格延续反弹势头，但远期价格仍然承压：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；三是随着新增（靖西天桂 80 万吨）及复产产能（交口信发）的即将释放，预计氧化铝反弹的可持续时间较为有限，因此若无突发事件，远期价格压力仍然较大。
- **盈利表现：氧化铝持续反弹推升电解铝成本线，电解铝盈利水平较上周**

有所下降。由于氧化铝减产规模逐步扩大，价格短期持续反弹抬升电解铝成本线，本周氧化铝价格继续反弹，但远期压力仍大。具体来看，氧化铝平均价格为 2595 元/吨左右，动力煤价格 585 元/吨，预焙阳极价格变动不大，按 9 月 27 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 13646 元/吨，吨铝盈利下降至 384 元，电解铝盈利空间有所收窄。具体走势如下图所示。

图表 25: 电解铝成本、利润图

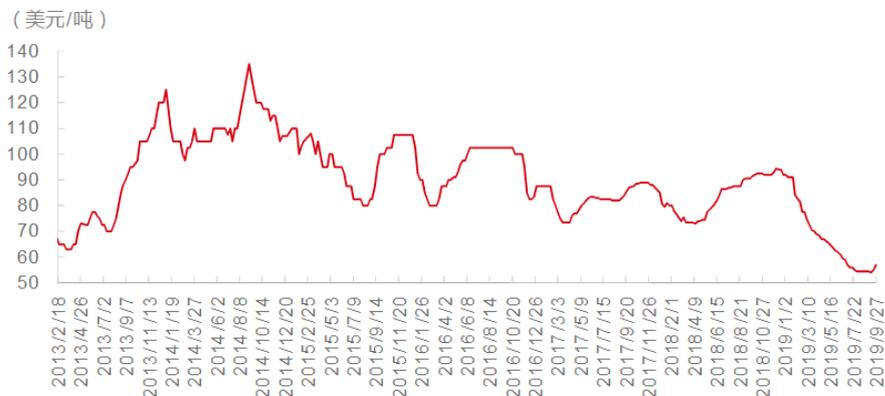


来源: wind, 安泰科, 亚洲金属网, 中泰证券研究所

4.2 铜: 第四批进口批文发放量大幅减少, 现货 TC 继续抬升

- 本周, SMM 干净矿现货 TC 报 54-60 美元/吨, 均价较上周五抬升 2 美元/吨。近期铜精矿现货 TC 的抬升, 主因是印尼 Grasberg 出口配额提高至 70 万湿公吨现货铜精矿, 致使出口量增多, 但因 Grasberg 产出的铜精矿属于干净高金矿, 对大多数没有提取贵金属设施和回收率不足的中国冶炼厂吸引力较弱, 故而市场对于因 Grasberg 所拉动的这波 TC 回升颇有争议, 市场博弈加大。

图表 26: 铜精矿 TC 较上周有所提升 (单位: 美元/吨)



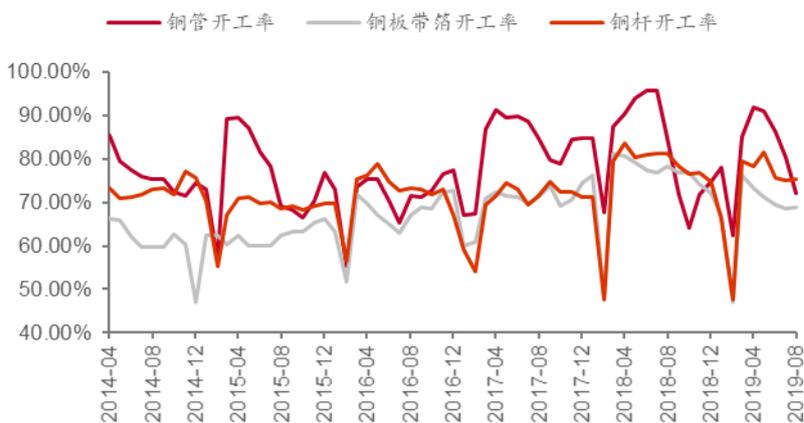
来源: SMM, 中泰证券研究所

- “金九银十”旺季旺季消费带动下, 铜价短期有望反弹。1) 需求端, 9 月

电线电缆企业开工率为 93.45 %，环比回升 2.29 个百分点，同比上升 4.6 个百分点；**2) 供给端**，固废中心公布了第四批进口废铜批文，也是三季度最后一批废铜批文。此次批文涉及废铜总量为 3.2 万实物吨，约 2.5 万金属吨，批文量较前三批继续大幅减少，前四批批文累计发放废铜 48.4 万实物吨，约 38.7 万金属吨。

- **现货交投表现**：华北地区，临近国庆节北方地区环保更加严格，河北、河南以及天津地区部分工厂收到通知将于 9 月 25 日至 10 月 2 日期间停产 8 天。环保停产使得当地下游拿货需求受到抑制，据企业反馈当地物流也在严查，影响运输，两者因素叠加导致工厂补库力度较弱，现货升贴水报价也表现一路下滑，周内自升水 30 元/吨下调低至贴水 80 元/吨。华南地区，本周广东库存前四日出现小幅增长，自周初 4.73 万吨至周四最高 4.91 万吨，货源宽裕使得持货商报价压力加大，国庆节前避险情绪令市场出现换现情绪，下游接货意愿也较低无明显买盘，中间商持谨慎观望态度，市场难有成交，出现持货商竞相降价的态势，现货报价自升水 100 元/吨大幅下泄至贴水 30 元/吨。
- **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 1.5 万吨至 29.55 万吨，自 5 月 10 日开始保税区铜库存连续减少已达 21 周，累计减少 29.25 万吨。

图表 27: 铜材开工率



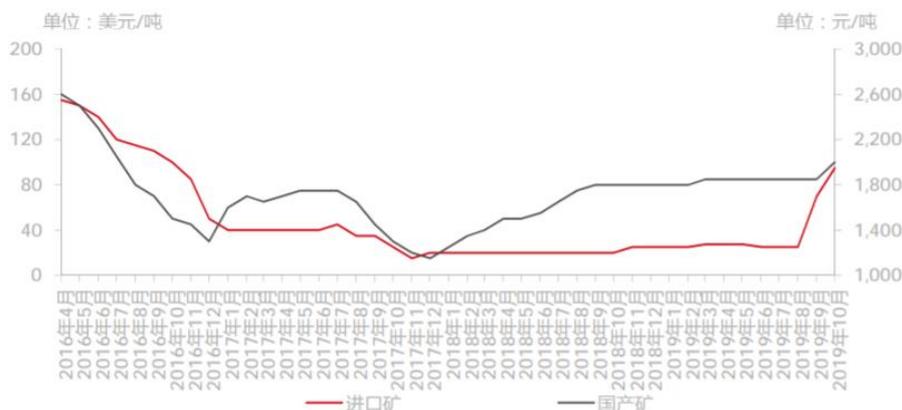
来源：SMM，中泰证券研究所

4.3 铅：加工费维稳，库存继续下降

- **原料端**，本周国产 50 品位铅精矿到厂主流成交在 1900-2100 元/金属吨，60 品位进口铅精矿主流报价 80-110 美元/干吨。本周湖南、广西铅精矿加工费环比上调：自进入 8 月以来，进口 60 品位铅精矿加工费加速上调，进而带动国内铅精矿加工费跟随上调，导致本轮 TC 上涨的主要因素是 8 月铅精矿进口量环比大增，据海关数据统计，8 月国内进口铅精矿为 18.28 万实物吨，环比增加 25.53%，同比增加 29.39%；在进口量环比大增的前提下，国内矿企正处于生产旺季，国内铅精矿供应处于稳中上升，故结合以上，铅矿供应端的大增导致本轮 TC 的上涨。截至周五，目前 50 品位铅精矿加工费，河南 1900-2100 元/金属吨，湖南 1850-1950 元/金属吨，云南 1850-1950 元/金属吨，内蒙古 2000-2200

元/金属吨；广西 1850-1950 元/金属吨。

图表 28: 国产及进口铅精矿 TC 走势图



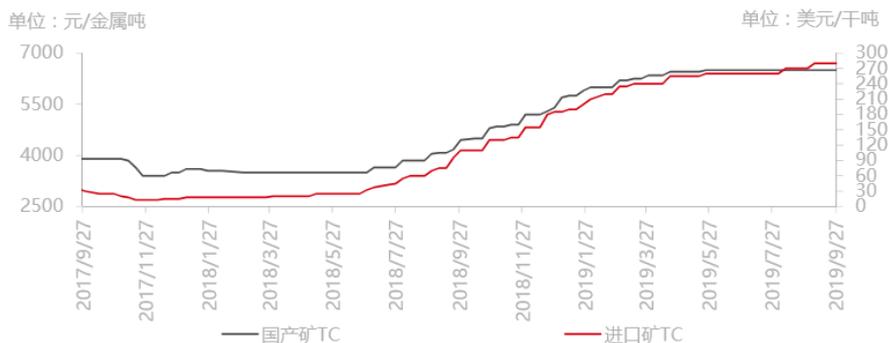
来源：SMM，中泰证券研究所

- **铅蓄电池综合开工率环比回升。**本周（9月23日—9月27日）SMM 五省铅蓄电池企业周度综合开工率为 57.37%，较上周环比上升 1.51%。电动自行车及汽车蓄电池市场消费情况尚可，经销商按需备货，尤其是汽车蓄电池板块，由于月上旬铅价上涨推动电池售价上涨，刺激经销商采购积极性，部分企业成品库存收紧，至本周仍处于交付前期订单状态，且考虑到国庆假期，部分企业为避免拖长交货时间，提高生产线开工率 5%-10%。
- **库存变化：**截止周五（9月27日），铅锭五地社会库存总量为 1.9 万吨，较上周五环比下降 0.44 万吨。根据 SMM 资讯，本周京津冀及周边地区因重污染天气加剧，如河北、河南、安徽等地启动橙色预警，各大企业根据自身排污情况调整生产，部分原生铅、再生铅冶炼企业限产 20%-30% 不等，同时由于本次国庆节，蓄电池企业放假计划时间较短，一般在 1-3 天，蓄企于节前对铅价进行备库，社会库存继续被消耗。

4.4 锌：TC 持稳，锌锭库存略有下降

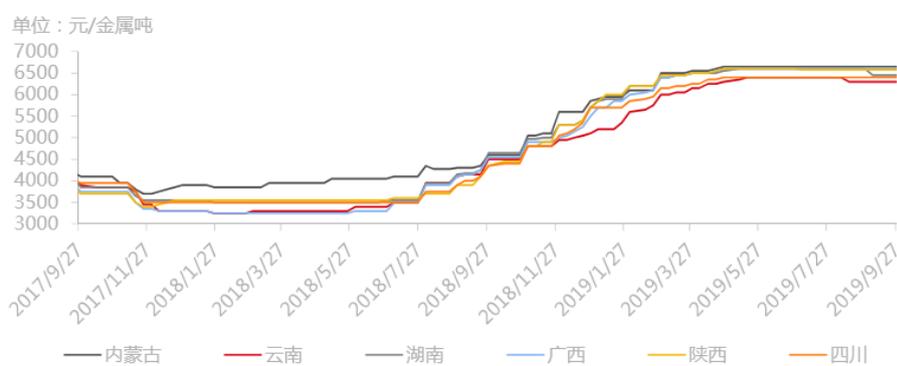
- 本周国内锌精矿加工费持平，主流成交于 6250-6650 元/金属吨；进口主流成交于 260-280 美元/干吨。分地区来看，本周内蒙地区主流 6550-6750 元/金属吨；陕西地区主流 6500-6550 元/金属吨；广西地区主流 6500-6700 元/金属吨；湖南地区主流 6200-6700 元/金属吨；四川地区 6200-6600 元/金属吨；云南地区 6100-6500 元/金属吨。
- 本周平均沪伦比值 8.16（9月23日-9月26日），较上周 8.17 基本持平。周均亏损自上周-716 元/吨下修至-762 元/吨。本周内贸市场进口品牌逐步减少，少量报价较 0# 普通贴水 10 元/吨，前期 4000 吨流入量在下游备货下已基本消化完毕。保税区流入终止，市场进口品牌流通重回冷清。外贸市场低迷情况丝毫没有改变，外贸升水持平。

图表 29: 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 30: 国产锌精矿分地区加工费



来源：SMM，中泰证券研究所

- 消费方面：**本周压铸锌合金企业订单较上周再度好转，其中多以大中型企业订单好转较为明显，小型合金企业亦反映市场订单有所回暖，但仍未回归到四五月份的正常水平。分版块看，锌合金消费中占比较大的仍然是五金、卫浴以及门把手等建材类，受地产销售回暖带动，该板块订单需求量仍较为坚挺；而礼品饰品版块，伴随后续节日带来的传统消费旺季，订单量也在逐步增加，包括外贸订单亦有同步增长；此外，锁具、板扣以及拉链版块的订单较前期也有明显好转，主因秋冬服装配件较多，亦对近期订单有所提振。就采购端而言，本周订单好转趋势叠加国庆假期备库需求，下游采买备库意愿转强，叠加锌价下破万九关口，锌合金企业普遍采买意愿较强。总体来看，本周压铸锌合金市场景气度较上周再度转好。
- 库存变化：**本周三地社会库存较上周五下降 10200 吨至 13.90 万吨。节前备货为库存下降的主要因素，另外上海地区进口流入终止及天津地区到货受阻，也加剧了库存下降的幅度。另外，去年同期国庆长假前一周库存为增加 2000 吨。

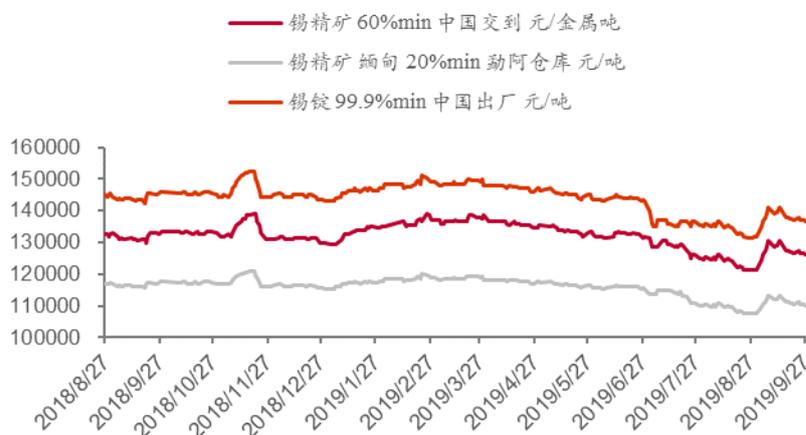
4.5 锡：锡锭价格震荡下行，库存略有下降

- 锡价本周整体震荡下行。**伦锡市场呈现走低态势，上周后期在投资者对美联储决议进一步解读后，迫于来自白宫压力继续降息的预期重新升温，美元指数因此走低，但伦锡仍呈现下行走势，隔周归来美国回购利率飙升后美联储会否开启新一轮扩表(QE)，且中美为开启新一轮贸易磋商做准备，

美元指数走平，伦锡短暂止跌上涨，随后由于对特朗普的弹劾声音再起，且美国咨商会消费者信心不及预期，美元指数小幅走弱，加之国内方面多地环保风再起的影响，伦锡市场呈现震荡走势，重心基本持稳。国内市场重心有所回落。受期货市场走弱的影响，现货市场价格承压，但国庆假期即将到来，少量下游企业进行节前备货，对市场有一定的提振，因此现货锡价并未大幅走弱。

- **产销库存方面**，根据亚洲金属网披露的数据显示，我国 8 月份锡锭生产商产量为 12340 吨，环比下滑 3.8%，同比减少 19%；库存量为 7080 吨，环比增加 5%，同比增长 15%；8 月份锡锭生产商销量为 12000 吨，环比下滑 0.9%，同比下滑 20%。
- **开工率方面**，根据亚洲金属网数据显示，8 月份锡锭生产商开工率约为 42.7%，低于上月的 43.8%和去年同期的 52.7%。

图表 31: 锡价格走势图



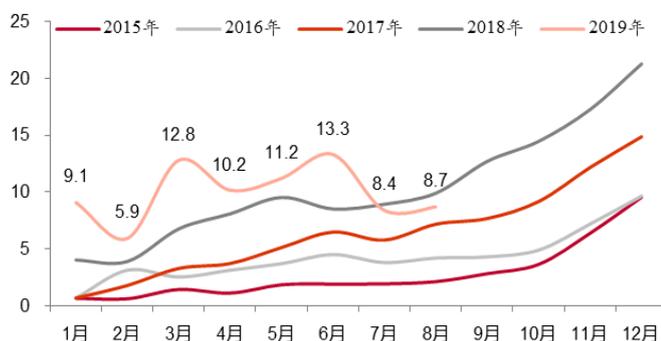
来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

5、新能源金属：钴供需预期或将“剧烈”反转

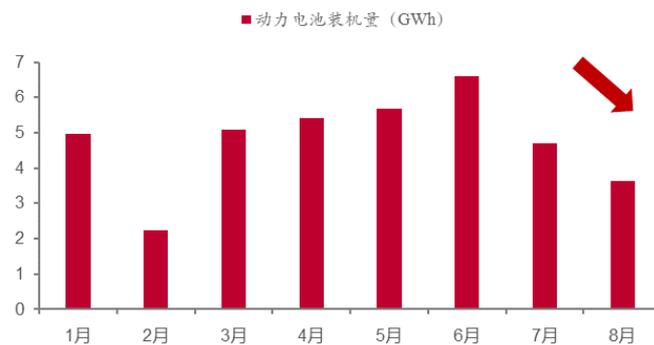
5.1 电动车产业链：新能源汽车市场弱势运行，动力电池装机量大幅下滑

- **国内新能源汽车市场呈现疲软特征**。据中汽协发布 2019 年 8 月份全国乘用车产销数据，1-8 月，新能源汽车产销分别完成 79.9 万辆和 79.3 万辆，比上年同期分别增长 31.6%和 32.0%。其中，纯电动汽车产销分别完成 64.3 万辆和 62.9 万辆，比上年同期分别增长 41.4%和 40.8%；插电式混合动力汽车产销分别完成 15.5 万辆和 16.3 万辆，比上年同期分别增长 1.6%和 5.7%；燃料电池汽车产销分别完成 1194 辆和 1125 辆，比上年同期分别增长 7.0 倍和 7.3 倍。8 月新能源汽车产销分别完成 8.7 万辆和 8.5 万辆，同比分别下降 12.1%和 15.8%。受补贴下降的影响，新能源汽车产销同比继续呈现下降，且降幅扩大，新能源乘用车、商用车销量均出现大幅下滑。全国乘用车市场信息联席会秘书长认为，随着 8 月下旬终端零售的逐步恢复，加上 9 月开学季、中秋小长假、十一假期的到来，将进一步拉动汽车消费热情，“金九银十”季节效应依然可期。此外，由于老款新能源车清库退出市场，新出的电动车性能普遍得到增强，插混的性价比大幅提升，预计新能源车经过短期下滑后会逐渐恢复增长。

- **特斯拉上海超级工厂将开始全面投产**：在今年一月初开始破土动工后，特斯拉一直计划该厂在 2019 年第四季度开始投产。目前第一辆 Model 3 整车日前已从 Gigafactory 3 下线，计划在 10 月 14 日开始全面投产。
- **动力电池装机量大幅下滑，但部分龙头企业恢复正增长**。高工锂电发布的数据显示，2019 年 8 月动力电池装机量约 3.64GWh，同比下降 13%，环比下降 22%，单车装机带电量由上月的 62.87KWh/台下降至 48.16KWh/台。但是部分龙头企业装机量实现大幅增长，宁德时代、卡耐新能源、中航锂电、亿纬锂能、锂动电源、欣旺达同比增速为正，其中，卡耐新能源、欣旺达同比增速超出 10 倍之上，分别为 1694%、4537%。

图表 32：8 月新能源汽车产量同比下滑 12.1%


来源：中汽协，中泰证券研究所

图表 33：8 月动力电池装机量同比下滑 13%


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 34：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	800	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 35：嘉能可钴产量指引 (2019 年中)
图表 36：嘉能可原钴产量指引 (2018 年底)

	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

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

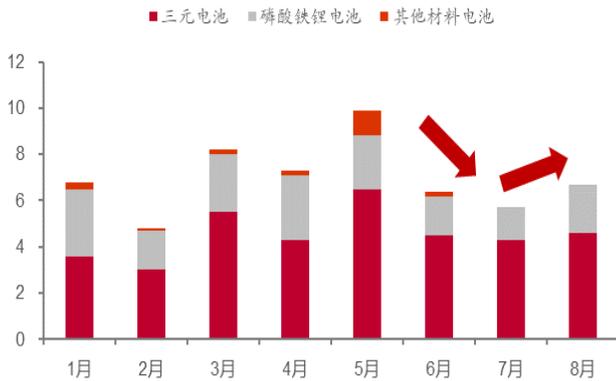
	2015	2016E	2017E	2018	2019E	2020E	2021E
Katanga	2,900	-	-	11,100	14,000	27,000	31,000
Mutanda	16,500	24,500	23,900	27,300	25,000		
全球供给	121,050	116,350	124,650	147,242	153,145	157,395	170,397
Katanga/全球供给	2%	0%	0%	8%	9%	17%	18%
Mutanda/全球供给	14%	21%	19%	19%	16%	0%	0%

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。**

2019 年 5 月-7 月份，动力电池产量大幅度减产 40%以上，动力电池装机量 7 月份也大幅度下滑 30%左右，龙头企业砍单也在 50%以上。在动力电池大规模减产，8 月动力电池产量有所回升，产量共计 6.7GWh，环比增长 116.6%，同比下降 0.4%；经过产业的微观调研，8 月产业链龙头公司已经恢复至砍单前 70%-80%，材料库存也已经从三个月下降到了一个月，在大规模减产近期中游需求或将出现明显恢复，目前材料库存得到了大幅消耗，前驱体与正极企业锁单量 & 锁单周期也得到提升，而消费电子订单较为稳定，因此，下游需求或将抬升，中游环节出现部分补库端倪。

图表 38: 国内动力电池产量
图表 39: 国内智能手机产量



来源：中国汽车动力电池创新联盟，中泰证券研究所



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 40：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	136,336	145,517
	Change%		0%	9%	18%	5%	5%	7%
需求	吨/年	94,529	101,922	107,265	108,674	119,038	136,871	153,603
	Change%		8%	5%	1%	10%	15%	12%
供需缺口 (+过剩/-不足)	(吨/年)	1,555	-6,071	-2,461	14,848	11,136	-535	-8,086
	供需缺口所占比例	2%	-6%	-2%	14%	9%	0%	-5%

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” 需求拉动消费电池需求。** 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！

图表 41：全球新能源汽车 & 消费电池增速对钴供需结构影响

钴供需平衡 (吨)	全球手机出货量增速				
	-10%	-5%	0%	5%	10%
29%	3,532	2,652	1,771	890	10
32%	2,670	1,789	909	28	(853)
35%	1,797	917	36	(845)	(1,725)
39%	914	34	(847)	(1,728)	(2,608)
42%	21	(860)	(1,740)	(2,621)	(3,502)

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

- 锂价经过大幅下跌后，已经进入底部价格中枢。** 1) 供给端，Lithium Americas 考虑削减 Thacker Pass 锂矿项目预算，由 5.81 亿美金削减至 4 亿美金，公司目前已启动 DFS，预计该项目第一阶段产能达到 2 万吨，原计划 3 万吨，目标产能规模缩减 1/3。2) 当前锂价进入底部中枢，高成本产能面临较大现金流压力，已经出现以 Bald Hill 破产重组为代表的行业底部特征，行业内主要玩家也在放慢脚步，如 SQM 原规划 19 年碳酸锂产能达到 12 万吨，21 年达到 18 万吨，最新规划显示，12 万吨产能规划时间点已经推迟到 2021 年；ALB 计划 2021 年氢氧化锂产能 8-9 万吨，碳酸锂产能 8.5 万吨，共计 16.5-17.5 万吨，计划未来提升至 22.5 万吨，产能规划与 2019Q1 相比减少了 12.5 万吨碳酸锂。据 S&P Global Market Intelligence，2018 年，锂业公司 11 亿美元投资计划大部分在上半年完成，而在 2019 年上半年仅为 3800 万美元。在未来，我们可能会看到更多格局重塑的行业事件发生。3) 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，但动力电池产量已经恢复增长。

图表 42：南美盐湖主要企业推迟扩产计划

企业名称	2018年底产能	扩产计划	产量
SQM	7万吨碳酸锂，1.35万吨氢氧化锂	2021年下半年碳酸锂产能达到12万吨，氢氧化锂产能达到2.95万吨；另外，KID合资公司（50%权益）2021年4.5万吨氢氧化锂投产	2017年产量为4.97万吨，2018年产量为4.51万吨
Albemarle	目前公司产能为6.5万吨	2021年计划氢氧化锂产能8-9万吨，碳酸锂产能8.5万吨，共计16.5-17.5万吨，计划未来提升至22.5万吨，产能规划与2019Q1相比减少了12.5万吨碳酸锂	2016年产量约3万吨（不含中国企业代工产量），2017年销量约3.2万吨，2018H1盐酸锂产量为1.8万吨
FMC	1.85万吨氢氧化锂，1.8万吨碳酸锂	预计2020年新增0.95万吨碳酸锂产能和0.5万吨氢氧化锂项目；2025年提升至5.5万吨	2017年碳酸锂产量1.52万吨，氢氧化锂产量1.31万吨；2018年碳酸锂产量1.72万吨，氢氧化锂产量1.59万吨；下调了2019年产量指引
Orocobre	碳酸锂产能1.75万吨	2021年上半年Olaroz新增2.5万吨碳酸锂产能，届时产能提升至4.25万吨	2016年产量1.18万吨，2017年1.14万吨，2018年产量1.25万吨，2019H1产量0.65万吨

来源：公司公告，中泰证券研究所

5.3 稀土磁材：下游需求疲软，稀土产品价格收跌

- 下游需求疲软，主流稀土产品价格有所下跌：**自中秋节假期过后，稀土市场表现持续低迷，主流产品报价小幅下调，下游需求不明显，商家采购不积极，磁材企业多数观望，订单不多，询单采购意愿不强，金属企业出货不多，下游压价询单，整体成交冷清，商家心态逐渐稳定，观望为主。近期中缅关口开关一周，据市场了解，商家普遍表示对市场影响不大，因其进口时间有限，进口数量有限，对镨钕市场整体价格冲击不大，商家多以稳定报价为主，对于后市，四川分离企业停产等情况，供应端有望缩减，商家心态预期增强，镨钕镨钕报价有所支撑，或有上涨可能。
- 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。
- 钕铁硼磁材方面，价格平稳运行。**根据百川资讯的数据，截至 10 月 4

日，钕铁硼 N35 价格报 127.5 元/公斤，较上周持平，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。

5.4 钨：泛亚库存拍卖落地，供给端使得“易涨难跌”

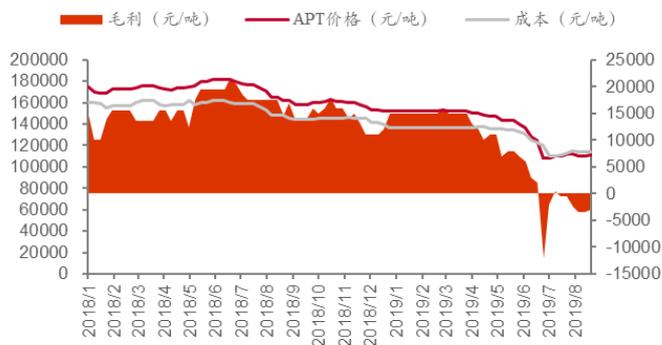
- **泛亚库存拍卖落地，供给扰动性因素消除。**9月18日，洛阳钼业发布公告称以 32.68 亿元竞拍得到泛亚 2.83 万吨仲钨酸铵库存，竞拍单价为 11.53 万元/吨，略高于市场价 11.5 万元/吨，起拍价为 8.64 万元/吨，高于起拍价 3 万元/吨，表明行业内部普遍看好钨价后续上涨空间。此外，我们认为当前在泛亚落地、成本支撑、库存低位、联合减产保价四因素共振下，钨价易涨难跌。
- **钨价经过长期下跌后，已经跌至成本线。**根据百川资讯的数据显示，2019 年下半年以来，APT 开始处于亏损状态，目前仲钨酸铵价格已经跌至成本线，每吨亏损接近 3000 元。此外，主流矿山钨精矿成本线在 7-8 万元/吨之间，2019 年下半年以来，黑钨精矿价格已经跌至 7-8 万元/吨之间，已经接近主流矿山的成本线。

图表 43: 黑钨精矿跌至成本线



来源：百川资讯，中泰证券研究所

图表 44: APT 处于亏损状态

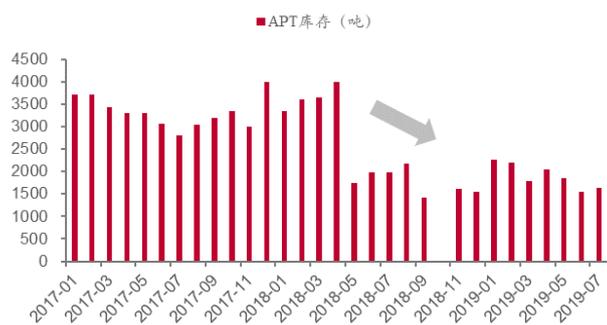


来源：百川资讯，中泰证券研究所

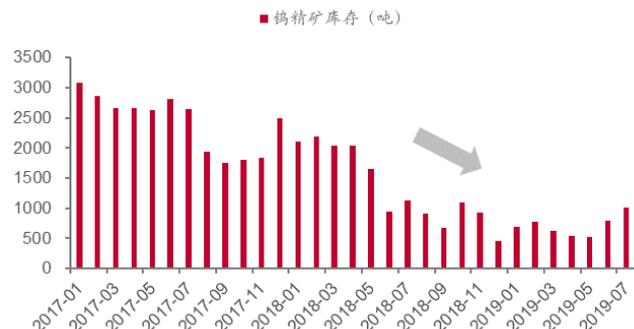
- **产业链库存处于低位，几无下降空间。**根据亚洲金属网的数据显示，目前钨库存处于相对低位，APT 库存最低降至 1540 吨，较 2018 年初下降了 60%左右，而钨精矿最低点降至 530 吨，较 2018 年初减少了 75%左右，库存已经大幅度去化。

图表 45: APT 库存情况 (吨)

图表 46: 钨精矿库存情况 (吨)



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

- 联合减产造成未来供给收缩。**2019年5月17日，中国钨业协会在赣州召开部分钨企业（集团）负责人座谈会，会议一致同意，与会钨企业（集团）共同维护钨原料市场的供应秩序，今年钨精矿产量减产不低于10%，据中国钨协统计，参会企业（集团）年产钨精矿产量占中国钨协统计产量的86%。同时，中国钨协向全国钨矿山企业倡议，严格执行国家下达的钨精矿开采总量控制指标，控制产能、降低产量、理性销售，共同维护钨原料市场供应秩序，推进钨行业供给侧结构性改革。

6. 投资建议

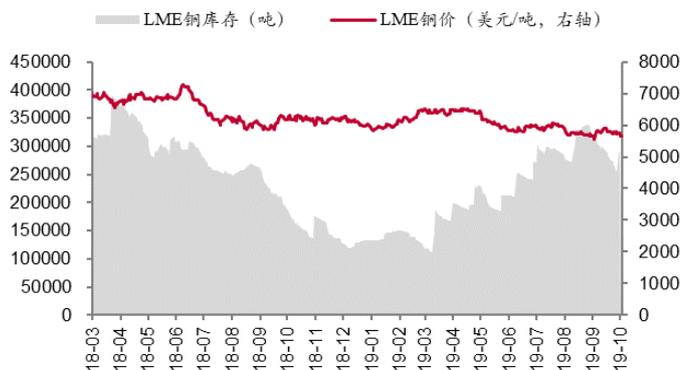
- 投资建议：**我们仍建议围绕不变的趋势和产业逻辑做选择：1）嘉能可Mutanda将在2020-2021年修缮停产，5G“换机潮”或带动消费电子正增长，较小的需求增长便将使得钴供需结构发生“剧烈”逆转，年内或仍以震荡反弹为主，但钴的中长期投资价值拐点将逐步显现，不可忽视；2）美国经济“后见顶、后见底”并趋势回落，带动真实收益率趋势回落，当前金价上涨处于经济回落的第一阶段——即交易国债收益率下行的投资时期，亦是板块内现在配置的重点；3）而从中长期来看，电解铝和钕铁硼磁材也需要给予关注——电解铝“产能红线”推动行业格局演绎为“产出顶、库存底”，位于中周期起点；钕铁硼磁材行业有望随着新能源车产品导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

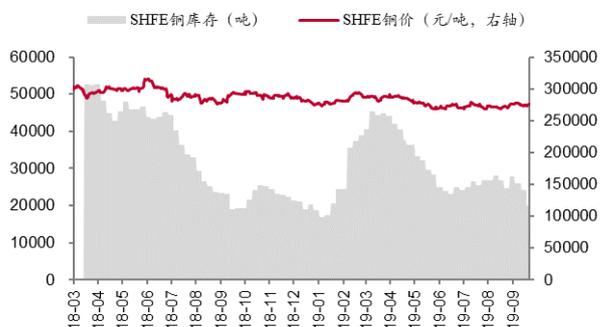
8. 附录：全球有色金属价格、库存走势（09.23-10.04）

图表 47: LME 铜价及库存走势



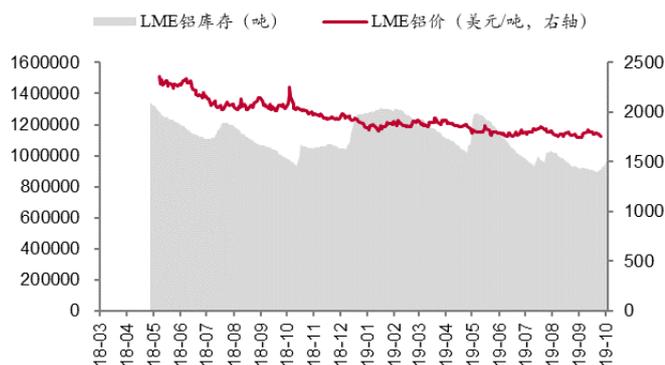
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 48: SHFE 铜价及库存走势



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 49: LME 铝价及库存走势



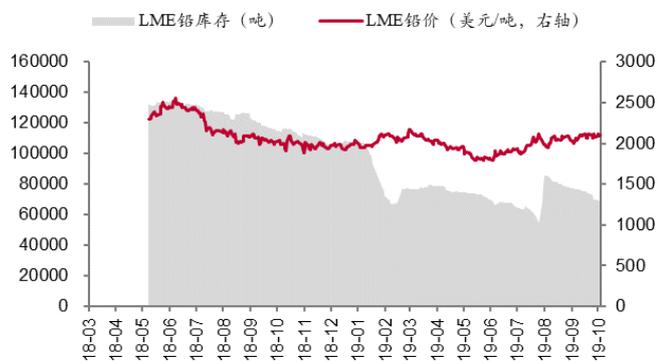
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 50: SHFE 铝价及库存走势



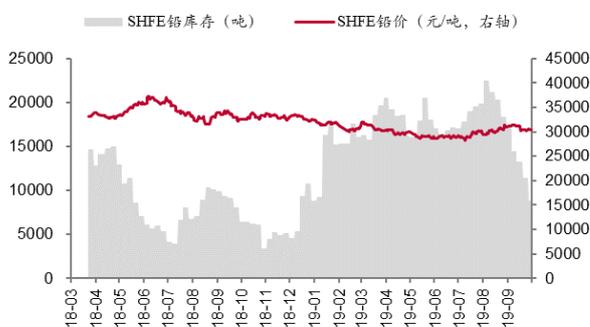
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 51: LME 铅价及库存走势

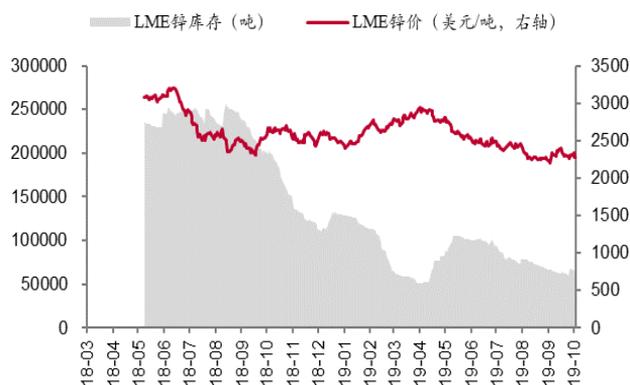


来源: wind, 中泰证券研究所

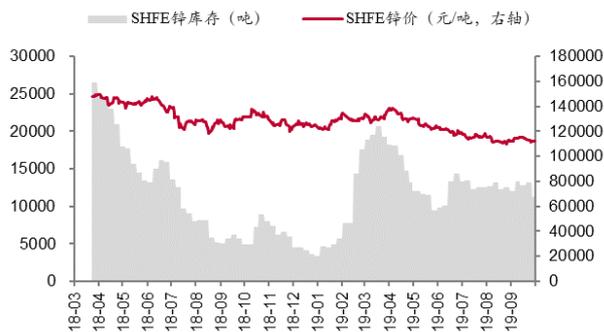
图表 52: SHFE 铅价及库存走势



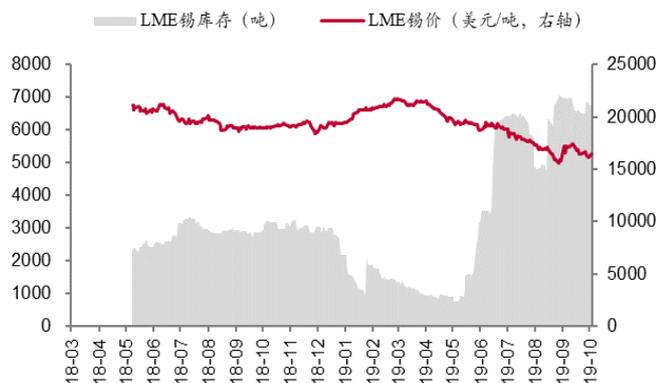
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 53: LME 锌价及库存走势


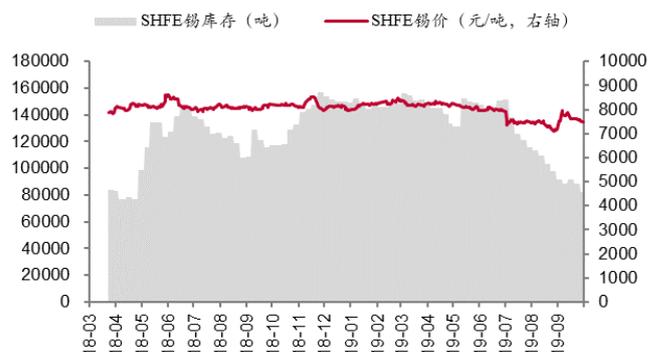
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 54: SHFE 锌价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 55: LME 锡价及库存走势


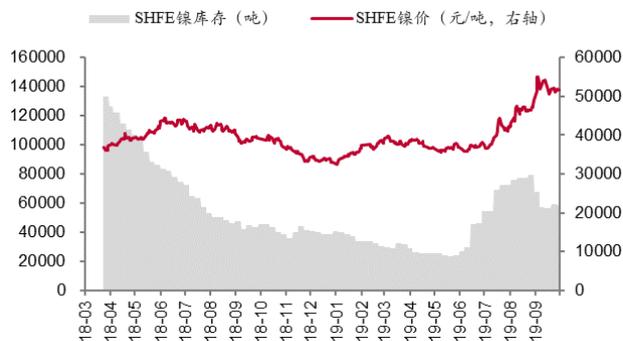
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 56: SHFE 锡价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 57: LME 镍价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 58: 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。