

有色金属

与市场表现不同的认识：黄金、钴锂趋势不改！

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股整体大幅反弹，但有色板块表现不佳，跑输上证综指1.37个百分点。商品市场，全球避险情绪降温带动黄金价格向下调整，Comex黄金价格环比下跌1.11%。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，需求端疲软带动锂价继续走低，但已经进入底部中枢，泛亚落地叠加减产保价，钨价上涨明显：MB钴（标准级）、钴精矿较上周分别上涨0.4%、1.7%，钴中间体价格持稳；电池级碳酸锂价格持稳、电池级氢氧化锂价格下跌2.4%，氧化镨钕、氧化镱分别下跌0.3%和2.7%，APT和钨精矿分别上涨5.6%和8.3%。
- **【本周关键词】：**中美贸易谈判取得实质性进展，英国无协议脱欧风险下降，动力电池装机量环比回升
- **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，中美贸易紧张局势暂缓，经济数据下滑或加码货币政策宽松：10月11日，中美贸易双方在农业、知识产权保护、汇率、技术转让、争端解决等领域取得实质性进展，并且拟暂停对定于周二生效的2500亿美元中国进口商品关税上调，中美贸易紧张局势暂缓，但美国经济不改回落趋势，通胀、制造业PMI、新增非农就业人数等数据不达市场预期，美联储于下周开始重启扩表，为缓解经济回落压力年内或再次降息；③欧洲，英国硬脱欧风险减弱，10月10日，爱尔兰首相瓦拉德卡认为英国有可能达成协议脱欧，但欧元区经济仍然在继续走低，欧元区主要国家工业产出、制造业PMI等数据进一步恶化，9月制造业PMI终值为45.7，创2012年10月以来新低，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：**中美贸易磋商取得实质性进展，英国硬脱欧风险下降，全球避险情绪降温带动金价下行，但当前仍维持实际利率趋势回落、金价仍处于上涨第一阶段的判断。周内，10月11日中美贸易磋商取得实质性进展，中美贸易紧张局势暂缓，此外英国有望达成脱欧协议，全球避险情绪急剧降温，因此本周黄金价格短期回调至1493.50美元/盎司，较上周下跌1.11%。但我们更为看重真实收益率长期变动方向，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：**无锡盘钴价短期回调，但近期下游需求边际企稳回升，现货市场价格仍然坚挺，中长期来看，消费电子与新能源汽车带来需求增长趋势，与海外供给减产形成周期共振，钴供需或将剧烈“扭转”，目前处于第四轮上涨周期的前半段。1、无锡盘钴价短期回调，但不改变长期上行趋势：本周，无锡盘钴价由29万元/吨下跌至28万元/吨，跌幅为3.45%，但在动力电池大规模减产，近期产业链下游需求明显恢复，9月动力电池装机量约3.95GWh，环比增长9%，此外产业链龙头公司10月排产环比回升约13%，钴现货价格仍然坚挺，MB钴（标准级）、钴精矿较上周分别上涨0.4%和1.7%；2、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；3、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；4、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。

- **基本金属：中美贸易紧张局势缓和，全球经贸前景边际改善，“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 97.7 万吨，较前周增加 3.8 万吨，大规模停产致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 320 元；2) 铜：铜矿供给端再生干扰因素，现货 TC 持稳，但基本面压力仍然较大，保税区库存连续 22 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

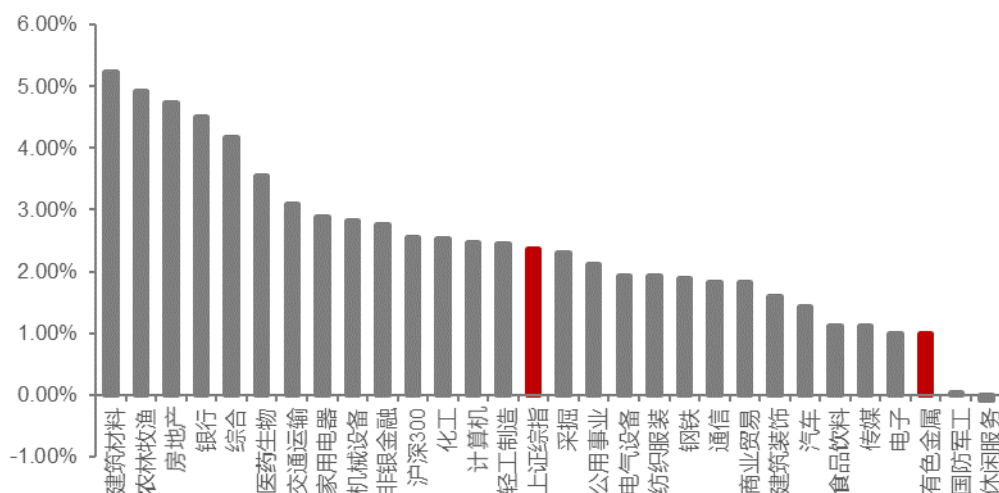
| | |
|---|---------------|
| 1. 本周行情回顾 | - 4 - |
| 1.1 股市行情回顾: A股整体大幅反弹, 有色板块表现不佳 | - 4 - |
| 1.2 贵金属: 中美贸易紧张局势缓和, 黄金价格有所回调 | - 5 - |
| 1.3 基本金属: 全球经贸前景边际改善, 基本金属价格短期 risk on..... | - 5 - |
| 1.4 小金属: 价格分化明显, 钨钴↑, 锂↓..... | - 6 - |
| 2. 宏观“三因素”运行态势跟踪 | - 7 - |
| 2.1 中国因素: 国内经济短期或存韧性, 但下行趋势未改..... | - 8 - |
| 2.2 美国因素: 中美贸易局势缓和, 美联储或重启扩表 | - 8 - |
| 2.3 欧洲因素: 英国硬脱欧风险边际改善, 但经济数据仍在下滑..... | - 9 - |
| 3. 贵金属: 避险情绪降温致黄金价格回调, 但不改长期配置价值 | - 10 - |
| 3.1 黄金价格短期回调, 但不改变长期方向..... | - 10 - |
| 3.2 黄金 ETF 持仓较为稳定, COMEX 净多头结构持续 | - 11 - |
| 3.3 基金持仓: 黄金增配明显, 但仍处历史较低位置 | - 12 - |
| 4. 基本金属: 基本面压力仍然较大, 基本金属价格承压 | - 13 - |
| 4.1 铝: 8月铝下游开工率未见好转, 电解铝继续去库 | - 13 - |
| 4.2 铜: 现货 TC 持稳, 铜矿供给再生干扰 | - 15 - |
| 4.3 铅: 加工费维稳, 库存继续下降..... | - 16 - |
| 4.4 锌: TC 持稳, 锌锭库存略有下降..... | - 17 - |
| 4.5 锡: 锡锭价格震荡下行, 库存略有下降..... | - 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: 新能源汽车市场仍然疲软, 动力电池装机量边际回升..... | - 19 - |
| 5.2 钴: 无锡盘钴价回调, 不改钴价长期上行趋势..... | - 20 - |
| 5.4 锂: 大幅下跌后, 锂盐价格已经进入底部中枢..... | - 23 - |
| 5.4 稀土磁材: 下游需求疲软, 稀土产品价格收跌..... | - 23 - |
| 5.5 钨: 泛亚库存拍卖落地, 供给端使得“易涨难跌” | - 24 - |
| 6. 投资建议 | - 25 - |
| 7. 风险提示 | - 25 - |
| 8. 附录: 全球有色金属价格、库存走势 (10.07-10.11) | - 26 - |

1. 本周行情回顾

1.1 股市行情回顾：A股整体大幅反弹，有色板块表现不佳

- 本周，国际方面，美国通胀数据不达预期，年内或再次降息，中美贸易磋商取得实质性进展，英国硬脱欧风险降低，因此本周美股三大指数整体收涨（道指↑0.91%，纳斯达克↑0.93%，标普↑0.62%）；国内方面，9月制造业PMI继续跌破枯荣线，国务院发布消费税改革方案，为地方进一步减费降税提供空间，中美贸易局势缓和，A股整体大幅反弹，从SW一级行业指数来看，房地产板块大幅上涨。
- 具体来看：综合指数中，上证指数收于2973.66点，环比上涨2.36%；深证成指收于9666.58点，环比上涨2.33%；沪深300收于3911.73点，环比前周上涨2.55%；申万有色金属指数收于2774.23点，环比前周上涨0.98%，跑输上证综指1.37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，个股涨跌分化明显。所统计119只个股中：88只个股出现不同程度上涨，6只个股与上周持平，其余28只个股均出现不同程度下跌，具体来看，由于周初美商务部将28家中国实体列入出口管制“实体清单”进行制裁，在中美贸易局势趋紧预期带动下，金力永磁本周大幅上涨16.92%，涨幅前10名、跌幅前10名个股具体如下图所示。

| 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 | 2814 | 1.2% | 0.4% |
| 铜 | LME | 5803 | 0.7% | -1.8% |
| | SHFE | 46910 | 0.0% | -3.0% |
| 铝 | LME | 1722 | -1.1% | -7.1% |
| | SHFE | 13790 | -1.3% | 1.5% |
| 铅 | LME | 2177 | 4.9% | 8.3% |
| | SHFE | 16900 | -0.5% | -6.4% |
| 锌 | LME | 2423 | 4.9% | -1.3% |
| | SHFE | 18975 | 1.2% | -9.3% |
| 锡 | LME | 16640 | 3.0% | -14.5% |
| | SHFE | 136150 | 0.4% | -5.1% |
| 镍 | LME | 17525 | 1.8% | 64.6% |
| | SHFE | 136900 | -0.8% | 55.4% |

来源: wind, 中泰证券研究所

1.4 小金属: 价格分化明显, 钨钴↑, 锂↓

- 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, 本周钴价继续上涨: MB 钴 (标准级)、MB 钴 (合金级)、钴精矿、钴粉、四氧化三钴较上周环比分别上涨 0.4%、0.3%、1.7%、2.7%和 4.6%; 金属钴、硫酸钴、钴中间品价格与上周持平。
- 锂需求端仍然疲软, 锂价本周继续下跌, 但锂价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: 氢氧化锂 (工业级)、氢氧化锂 (电池级)、金属锂较上周分别下跌 2.4%、1.1%和 1.6%; 碳酸锂 (电池级)、碳酸锂 (工业级) 与上周价格持平。
- 市场需求疲软, 稀土产品价格收跌。节后市场需求不足, 下游开始询单尚可, 后期逐渐减少, 实际成交不多, 商家报价小幅下调, 多数商家观望后市, 受此影响, 本周稀土价格收跌, 本周氧化镨钕、氧化镝较上周分别下跌 0.3%和 2.7%。
- 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 5.6%和 8.3%。

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 | 10月11日 | 涨跌幅 | | | |
|-------|-----------------------|------|--------|-------|--------|--------|--------|
| | | | | 7天 | 30天 | 90天 | 360天 |
| 钴 | MB钴 (标准级) | 美元/磅 | 17.9 | 0.4% | 9.6% | 14.0% | -59.3% |
| | MB钴 (合金级) | 美元/磅 | 18.3 | 0.3% | 8.3% | 5.5% | -58.5% |
| | 钴精矿 | 美元/磅 | 15.8 | 1.7% | 12.0% | 11.5% | -51.6% |
| | 金属钴 | 元/公斤 | 28.4 | 0.0% | 13.4% | 13.4% | -58.5% |
| | 钴粉 | 元/公斤 | 30.2 | 2.7% | 13.1% | 15.7% | -59.2% |
| | 硫酸钴 | 元/公斤 | 6.5 | 0.0% | 26.5% | 48.3% | -56.3% |
| | 四氧化三钴 | 元/公斤 | 20.3 | 4.6% | 20.8% | 16.7% | -59.7% |
| | 碳酸钴 | 元/公斤 | 12.3 | 3.4% | 7.9% | 13.9% | -61.0% |
| | 氯化钴 | 元/公斤 | 7.2 | 2.9% | 28.6% | 32.1% | -56.2% |
| | 氧化钴 | 元/公斤 | 21.2 | 5.0% | 21.8% | 21.8% | -55.4% |
| 锂 | 金属锂 (99%) | 元/公斤 | 62.0 | -1.6% | -2.4% | -12.7% | -33.0% |
| | 金属锂 (99.9%) | 元/公斤 | | | | | |
| | 碳酸锂 (工业级) | 元/公斤 | 5.0 | 0.0% | -7.7% | -25.5% | -64.1% |
| | 碳酸锂 (电池级) | 元/公斤 | 6.0 | 0.0% | -4.8% | -23.2% | -61.0% |
| | 单水氢氧化锂 (工业级) | 元/公斤 | 6.0 | -2.4% | -9.4% | -24.2% | -57.0% |
| | 单水氢氧化锂 (电池级) | 元/公斤 | 6.8 | -1.1% | -10.2% | -25.4% | -54.5% |
| 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% | 0.0% | 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 | 10.4 | 1.0% | 17.6% | 23.2% | -29.1% |
| | 三元622/动力 | 元/吨 | 11.0 | 0.9% | 17.0% | 23.6% | - |
| | 钴酸锂 | 元/吨 | 23.7 | 5.3% | 16.7% | 5.8% | -52.0% |
| 正极 | 三元523/动力 | 元/公斤 | 15.1 | 0.7% | 12.7% | 9.4% | -35.2% |
| | 三元622/动力 | 元/吨 | 16.9 | 0.6% | 12.0% | 9.8% | - |
| 锑 | 锑精矿 | 元/吨 | 3.0 | 0.0% | 7.3% | 3.5% | -26.3% |
| | 锑锭 | 元/吨 | 4.0 | 6.7% | 10.3% | 3.2% | -22.3% |
| | 三氧化二锑 | 元/吨 | 3.5 | 4.5% | 8.5% | -2.8% | -23.9% |
| 镁 | 金属镁 | 元/吨 | 1.5 | -2.0% | -6.6% | -12.4% | -1.3% |
| 钼 | 钼精矿 | 元/吨度 | 1930.0 | -2.0% | -3.0% | 6.0% | 18.4% |
| | 钼铁 | 元/吨 | 12.8 | -3.0% | -5.2% | 5.3% | 15.3% |
| 硅 | 金属硅 | 元/吨 | 1.1 | -1.1% | -0.9% | -5.7% | -14.5% |
| | 硅铁 | 元/吨 | 5841.0 | 0.0% | -1.0% | -1.7% | -5.3% |
| 钛 | 海绵钛 | 元/吨 | 8.1 | 0.0% | 0.0% | 14.1% | 44.9% |
| 钨 | APT | 元/吨 | 15.0 | 5.6% | 35.1% | 7.1% | -13.5% |
| | 钨精矿 | 元/吨 | 9.8 | 8.3% | 32.7% | 4.8% | -12.2% |
| | 氧化钨 | 元/吨 | | | | | |
| 铌 | 铌矿 | 美元/磅 | 8.5 | 1.2% | -5.6% | -17.6% | -19.9% |
| | 五氧化二铌 | 元/公斤 | 20.5 | 1.0% | -4.7% | -13.5% | -8.5% |
| 钒 | 五氧化二钒 | 元/吨 | 12.8 | -2.3% | -0.8% | 8.9% | -34.0% |
| | 钒铁 | 元/吨 | 13.5 | -2.9% | -1.5% | 7.6% | -32.6% |
| 锆 | 海绵锆 | 元/公斤 | | | | | |
| | 锆英砂 | 元/吨 | 25.8 | 0.0% | 3.2% | 3.2% | 43.3% |
| | 氧氯化锆 | 元/吨 | 1.6 | 0.0% | -3.0% | -3.0% | -12.2% |
| | 氧化锆 | 元/吨 | 31.7 | -0.3% | 1.9% | -5.4% | -2.5% |
| 稀土 | 氧化镨 | 元/公斤 | 182.0 | -2.7% | -4.7% | -8.1% | 57.6% |
| | 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% | - |

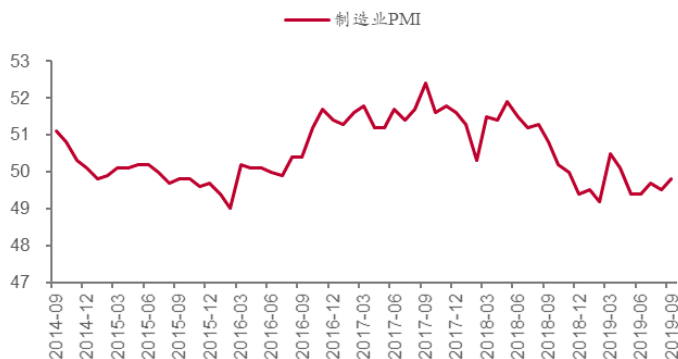
数据来源: Wind、Metal Bulletin、SMM、亚洲金属网、中泰证券研究所

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 月工业企业利润：累计同比(%)



来源：Wind，中泰证券研究所

2.2 美国因素：中美贸易局势缓和，美联储或重启扩表

- **中美贸易局势暂缓。**10月7日，美国商务部将 28 家中国实体列入出口管制“实体清单”进行制裁，中美紧张关系加剧；10月11日，中美贸易双方在农业、知识产权保护、汇率、金融服务、扩大贸易合作、技术转让、争端解决等领域取得实质性进展，美国暂停对定于周二生效的 2500 亿美元中国进口商品的关税上调，中美贸易紧张局势暂缓，但仍需警惕贸易政策反复的风险。
- **美国经济数据继续下滑，美联储或再次降息。**近期，美国公布的通胀数据低于市场预期，9月 CPI 环比持平，预期增 0.1%，前值增 0.1%；9月 PPI 同比增 1.4%，预期增 1.8%，前值增 1.8%，均低于美联储 2% 目

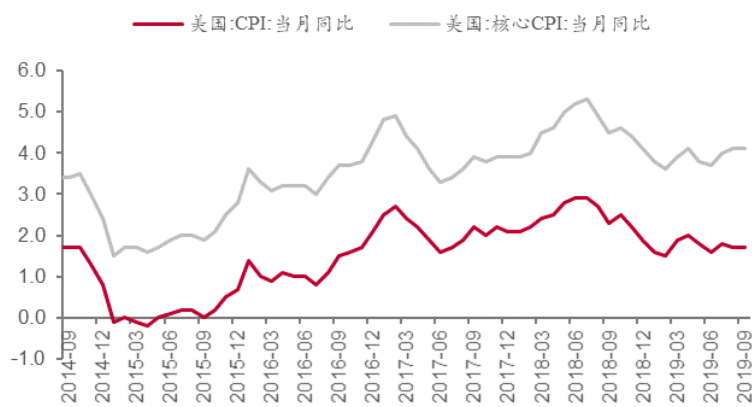
标通胀水平,此外美国制造业 PMI、新增非农就业人数数据均低于预期;10月11日,为缓解流动性紧张,美联储宣布将于下周开始买入短期国库券,重启扩表,首月购买规模达 600 亿美元,美联储年内或再次降息,未来是否重启 QE 亦是未来关注的焦点。

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 月通胀数据低于预期



来源: Wind, 中泰证券研究所

2.3 欧洲因素: 英国硬脱欧风险边际改善, 但经济数据仍在下滑

- **英国硬脱欧风险边际改善。**10月10日,英国首相约翰逊与爱尔兰首相瓦拉德卡举行了进一步的脱欧谈判,在会谈后,瓦拉德卡认为有可能达成协议,达成一项条约,允许英国有序地离开欧盟,并在10月底前完成。此外,近期英国议会已通过了一项法案,法案规定若未能大欧盟峰会期间达到脱欧协议,他必须要求延迟脱欧,英国无协议脱欧风险有所降低。
- **欧元区主要国家经济数据仍在下滑,货币政策宽松趋势不变。**欧元区9月制造业PMI初值为45.6,创2012年10月以来的最低水平,预期47.3,前值47.0;英国8月工业产出环比下降0.6%,预期降0.1%,前值升0.1%;法国8月工业产出环比降0.9%,预期升0.3%,前值升0.3%;德国8月末季调贸易帐顺差162亿欧元,预期顺差188亿欧元,前值顺差214亿欧元;意大利8月季调后零售销售环比降0.6%,预期升0.1%,前值降0.5%。由此可见,欧元区主要国家经济仍处于下滑通道,未来货币政策宽松或进一步加码。
- **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: 欧元区 PMI 再创新低



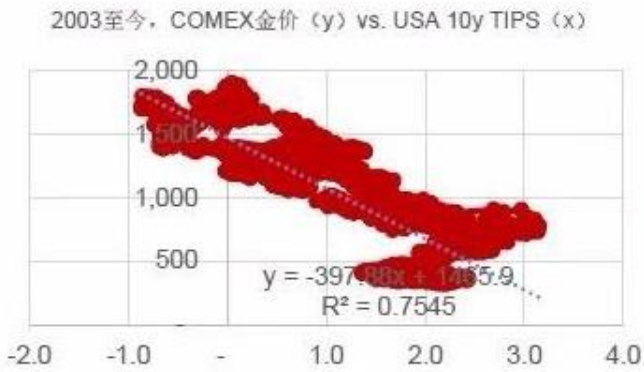
来源: Wind, 中泰证券研究所

3. 贵金属: 避险情绪降温致黄金价格回调, 但不改长期配置价值

3.1 黄金价格短期回调, 但不改变长期方向

- **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, 美国经济数据继续不断走低, 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CPI、PPI等通胀数据同样不达预期, 经济衰弱的压力或增加美联储年内再次降息的可能性。此外, 本周美联储宣布将于下周开始买入短期国库券, 首月购买规模达到600亿美元, 重启扩表, 主要为了缓解市场流动性紧张, 防止货币市场利率大幅攀升。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77.5%, 维持当前利率的概率为22.5%; 到12月降息25个基点至1.50%-1.75%的概率为50.7%, 降息50个基点的概率为37.8%, 维持当前利率的概率为11.5%。
- **全球避险情绪降温致黄金价格回调, 但不改变黄金价格长期上行的方向。**本周, 中美贸易磋商取得实质性进展, 贸易紧张局势有所缓和, 英国有望达成协议脱欧, 全球避险情绪降温致黄金价格本周下跌1.1%, 但是我们更为看重真实收益率的长期方向, 根据我们的模型, 历史上金价与美国10年期实际利率、黄金ETF持仓量有着稳定的关系 ($R^2=0.93$), 美国经济回落趋势没有发生改变, 美国真实收益率仍将继续回落, 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0.20附近, 降幅接近100bp。

图表 12: 金价与 10 年期真实收益率负相关性强



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 金价与美国真实收益率对比

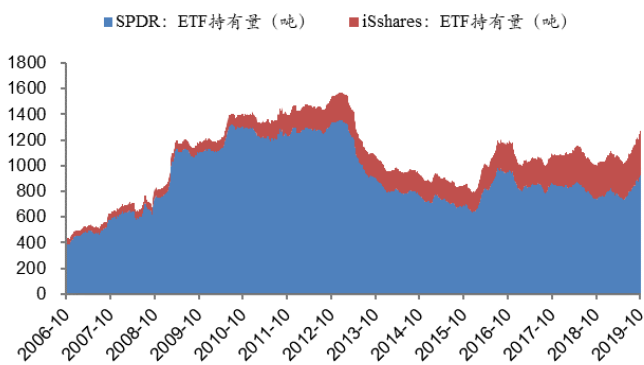


来源: Wind, 中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓较为稳定, COMEX 净多头结构持续

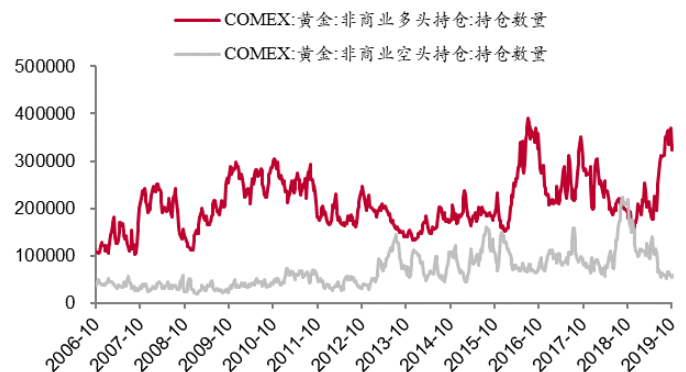
- 黄金 ETF 持仓较为稳定, COMEX 净多头结构延续。本周, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1273.16 吨, 较前周增加 5.53 吨, 黄金 ETF 持仓量仍较为稳定。周内, COMEX 黄金非商业多头持仓增加至 33.44 万张附近 (前值 32.28 万张附近), 同时非商业空头持仓增加至 5.88 万张附近 (前值 5.38 万张附近), 净多头持仓量环比前周增加至 27.56 万张 (前值 26.90 万张), COMEX 净多头结构延续。

图表 14: 黄金 ETF 持仓情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 15: COMEX 黄金多头与空头持仓情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 金银比价处于历史高位, 修复动能强劲, 白银投资价值剧增。当前金银比为 84, 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景气 (白银工业需求中增速最快领域), 这都带动了供需结构的边际变化, 从而使得修复动能很是强劲。

图表 16: 金银比处于历史高位, 向下修复动能强劲

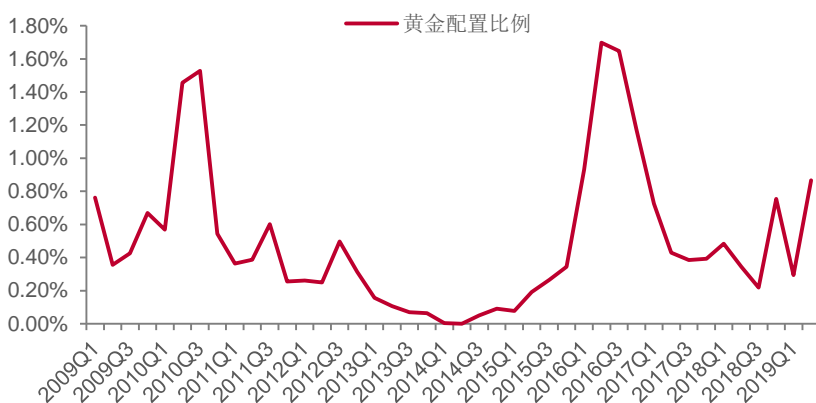


来源：Wind，中泰证券研究所

3.3 基金持仓：黄金增配明显，但仍处历史较低位置

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

图表 17：黄金板块配置比例仍处历史低位

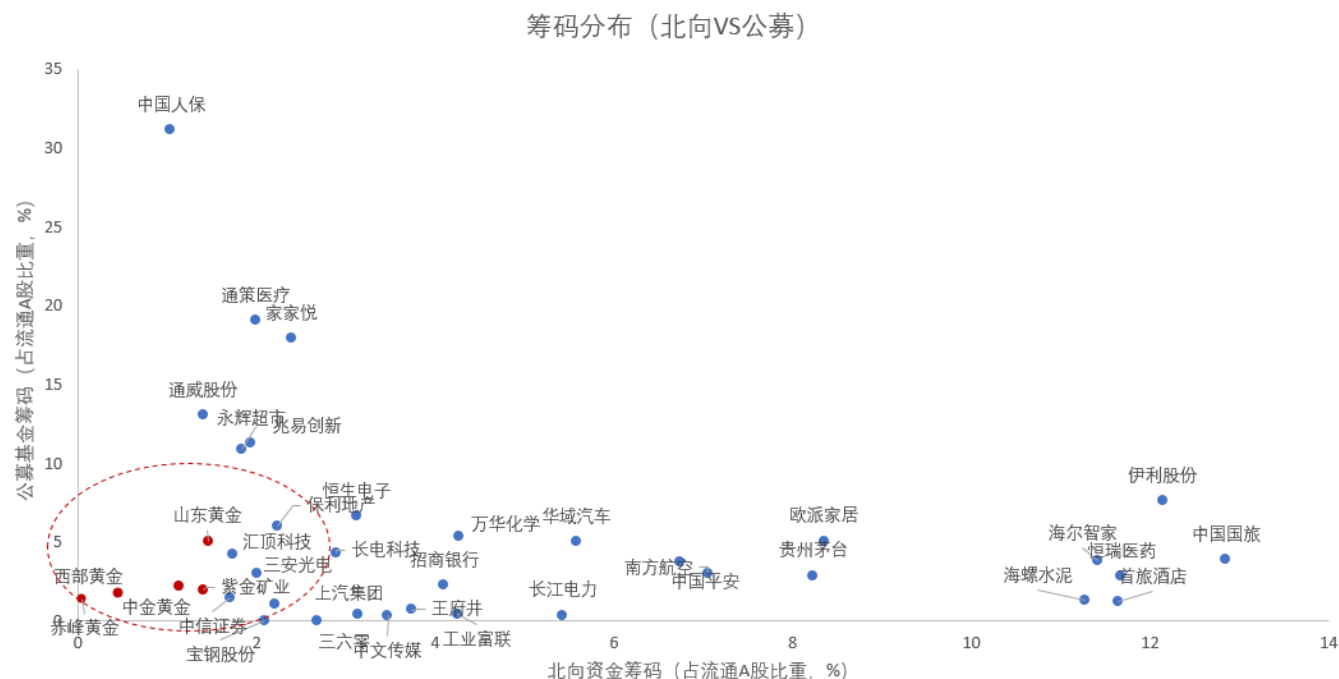


来源：Wind，中泰证券研究所

- 从筹码分布来看，黄金板块个股筹码较为分散，配置比例有很大提升空间。我们对比了目前部分行业龙头股与黄金个股公募筹码与北向筹码的分布特征，其中公募持仓数据是2019Q2开放式普通股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金持仓数据，北向资金数据为2019年10月11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 18: 黄金个股筹码分布 (公募 vs. 北向)



来源: wind, 中泰证券研究所

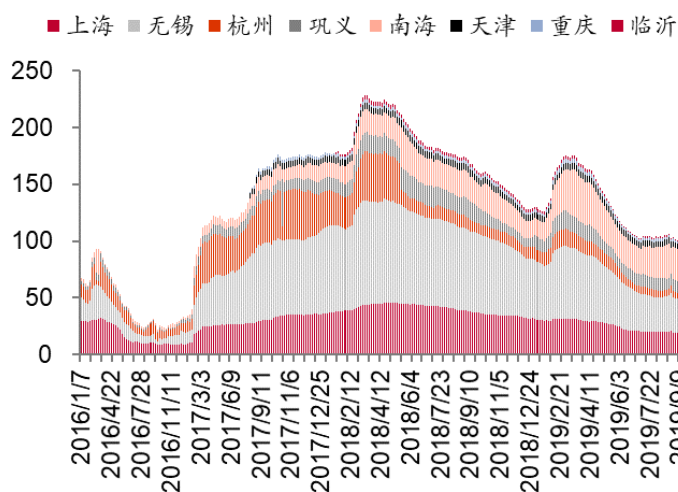
- 综上，美国经济自 18 年 Q4 见顶、5 月底趋势回落，当前处于加速回落阶段，并将继续带动真实收益率趋势性回落，打开金价上涨空间。我们认为，当前时点，金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行，维持前期观点，黄金板块配置价值不减。

4. 基本金属：基本面压力仍然较大，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

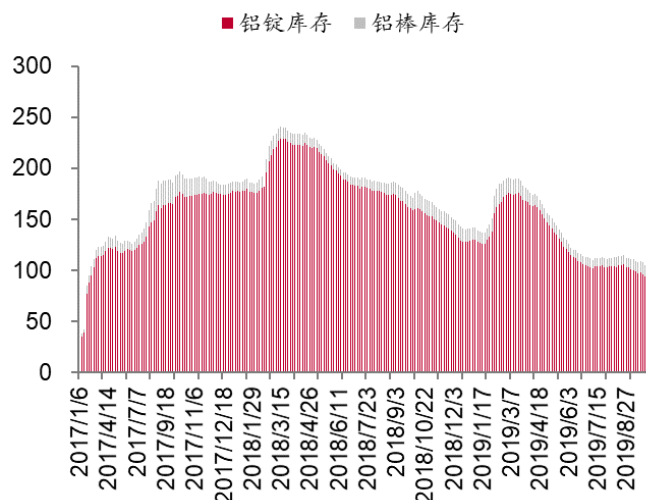
- **电解铝短期累库。**SMM 统计数据显示，2019 年 10 月 10 日国内电解铝社会库存 97.7 万吨，较前周增加 3.8 万吨。叠加 SMM 铝棒库存数据，总计 111.38 万吨（其中，铝棒库存 13.68 万吨，增加 2.44 万吨），较前周增加 6.24 万吨；LME 库存 10 月 11 日为 97.42 万吨，较 10 月 4 日增加 0.77 万吨。节后库存增加主因十一假期期间铝锭集中到货，南海、巩义地区入库量增幅明显；出库量一定程度上受假期因素影响，较节前一周出库量下降，下游多以刚需采购为主，力度尚在维持。预计随着集中到货压力的减小，库存增幅将逐渐放缓，短期内转为去库可期，需密切关注节后消费的可持续性。

图表 19: 国内电解铝社会库存走势



来源: SMM, 中泰证券研究所

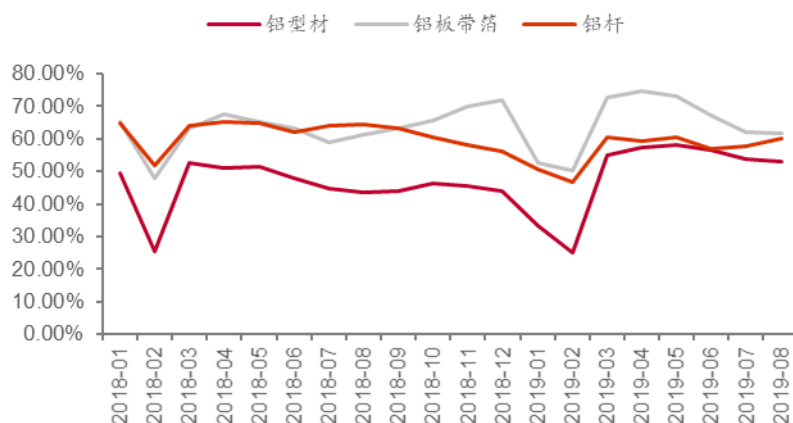
图表 20: 国内铝锭及铝棒总库存走势



来源: 我的有色, SMM, 中泰证券研究所

- 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 21: 铝下游开工率

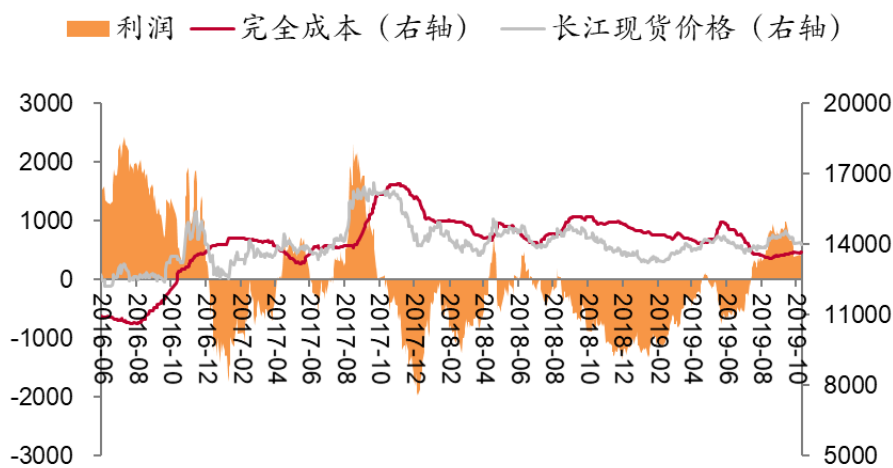


来源: SMM, 中泰证券研究所

- 氧化铝: 做市商参与叠加持货商挺价意愿较强, 短期氧化铝价格将小幅上涨。**本周氧化铝运行产能较前一周基本持稳, 目前部分复产产能未如预期恢复, 叠加做市商参与和持货商挺价出货意愿较强, 节后归来氧化铝价格延续小涨势头, 但 10 月份新增及复产产能将陆续释放, 需求端电解铝厂采购力度一般, 且受到进口氧化铝价格涨跌压制影响, 预计国内氧化铝价格反弹的顺畅性将受到一定阻碍, 需持续关注今年取暖季政策对氧化铝企业限产的具体影响及电解铝厂采购意愿的变化。
- 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 2605 元/吨左右，动力煤价格 584 元/吨，预焙阳极价格变动不大，按 10 月 11 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 13650 元/吨，吨铝盈利下降至 320 元，电解铝盈利空间有所收窄。具体走势如下图所示。

图表 22：电解铝成本、利润图

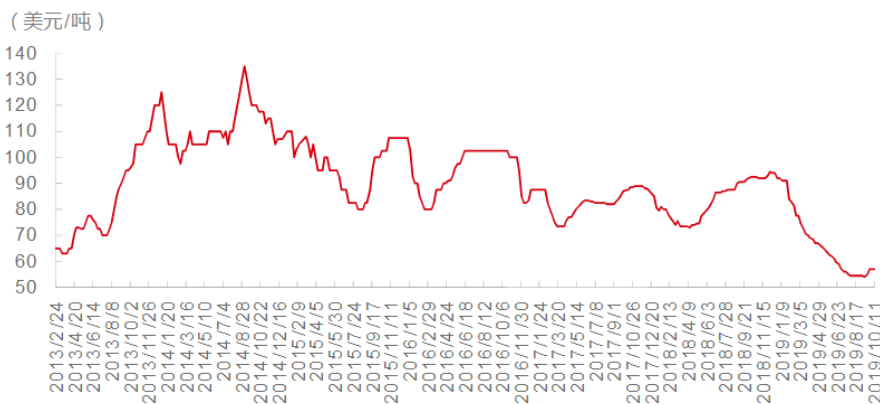


来源：wind，安泰科，亚洲金属网，中泰证券研究所

4.2 铜：现货 TC 持稳，铜矿供给再生干扰

- 本周，SMM 干净矿现货 TC 报 54-60 美元/吨，较上周五持平。本周为国庆节后回归的第一周，市场买卖双方较为谨慎，现货报价僵持，实际发生的成交有限。另一方面，市场关注焦点已经转向 CSPT 小组即将在上海召开的四季度会议，因为四季度会议不仅会商定出四季度 CSPT 小组铜精矿现货 TC 的 Floor price，更为重要的是 CSPT 小组也将对于明年长单 TC 进行讨论，为 10 月底去伦敦 LME 年会接洽矿山做一定准备。

图表 23：铜精矿 TC 较上周有所提升（单位：美元/吨）



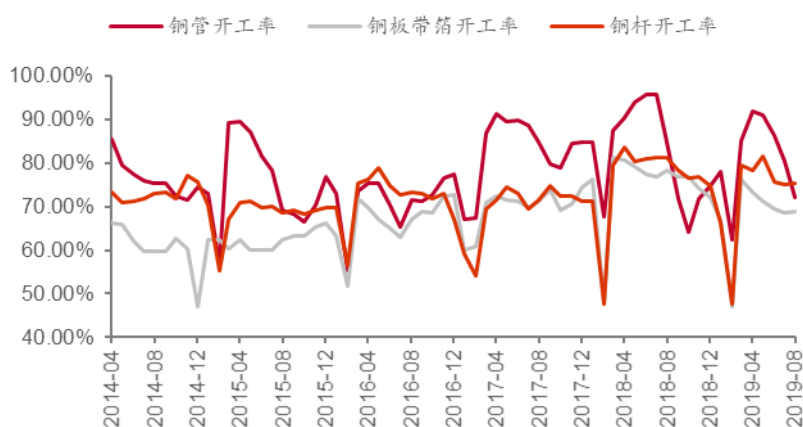
来源：SMM，中泰证券研究所

- 铜矿供给端再生干扰因素。备受市场关注的 Las Bambas 铜矿物流受阻问

题，在本周其态势更加严峻，五矿资源在公告中称铜精矿发货遭遇延误，原料供应出现短缺，同时在周三发生的暴力冲突事件可能导致社区抗议活动进一步升级，对该地区铜矿供应再添干扰，目前 Las Bambas、Cerro Verde、Antapaccay 和 Constancia 铜矿发货已受到影响。另外本周赞比亚 KCM 旗下 Nchanga 铜炼厂于 10 月 9 日提前开始为期 37 天的关停检修，该炼厂年产能为 31 万吨/年。国内铜冶炼厂方面，赤峰云铜二期于 10 月 2 日投产，黑龙江紫金在 10 月产出了第一批电解铜，随着新建产能的逐步释放，后续对矿的需求将逐步抬升。

- **现货交投表现：**华北地区，期铜下跌后，吸引部分下游工厂逢低买货，令贸易商有推高报价意愿，但市场整体买盘有限，现货报价上抬空间偏窄，自贴水 60 元/吨~贴水 20 元/吨上抬至贴水 50 元/吨~升水 10 元/吨。华南地区，节后首日，广东报 4.87 万吨左右，相比节前增加 0.37 万吨左右，增库导致供给压力大，贸易商主动小幅降价，自节后开市的升水 60 元/吨下调至周末最低升水 30 元/吨，期铜盘面的下跌令升水得以缓跌。但下游企业依旧保持按需采购，成交表现一般，贸易商接货则显犹豫，市场供给增加导致成交较困难，截止本周五，广东库存报 4.8 万吨左右。
- **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 0.62 万吨至 26.93 万吨，自 5 月 10 日开始保税区铜库存连续减少已达 22 周，累计减少 29.87 万吨。LME 库存下降 0.61 万吨至 28.23 万吨，SHFE 库存略微下降 340 吨至 4.69 万吨。

图表 24：铜材开工率



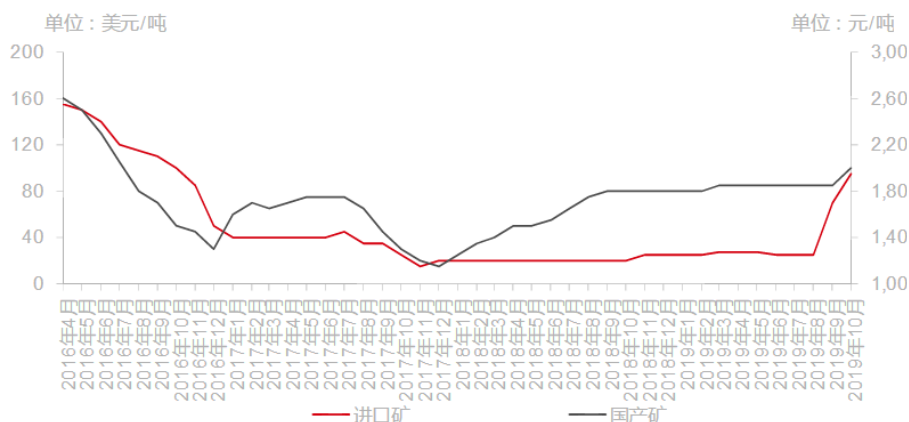
来源：SMM，中泰证券研究所

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。本周各地区铅精矿加工费环比不变；当前大部分炼厂原料库存水平依然高企，矿需求量不高，故对外报高价铅精矿加工费；而矿企生产依然处于旺季阶段，整体矿端供应较为宽松，加之存在进口铅精矿的补充，大方向下国内铅精矿供应偏向宽松，预计进入 10 月中旬以后，部分散单精矿加工费或存在进一步上升的可能。截至周五，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 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 25: 国产及进口铅精矿 TC 走势图



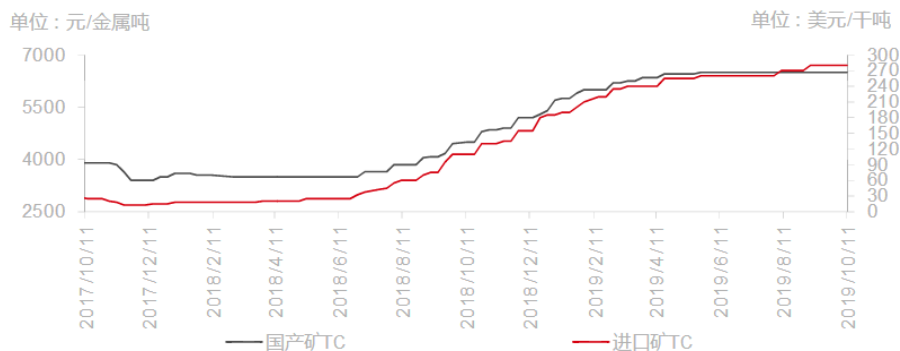
来源: SMM, 中泰证券研究所

- **铅蓄电池综合开工率环比回升。**本周（10月8日—10月11日）SMM 五省铅蓄电池企业周度综合开工率为 57.84%，较国庆前（9月27日）上升 0.48 个百分点。国庆节后，河北、河南等地重污染限产解除，节前部分蓄电池企业考虑到阅兵限产因素，提前压制产量，节后该类企业生产基本恢复，使得蓄电池周度开工率小幅上升。
- **库存变化:**截止周五（10月11日），铅锭五地社会库存总量为 1.8 万吨，较国庆前（9月27日）下降约 900 吨；较周初（10月8日）下降 160 吨。据 SMM 调研了解，9 月底由于京津冀及周边地区启动重污染橙色预警，河南、河北等地区原生铅、再生铅企业受限，出现减停产情况，下游刚需采购转向贸易市场，同时阅兵期间国四车辆限行，社会库存尚未得到及时补充，库存下降更多的是体现节前市场的供需情况。

4.4 锌: TC 持稳，锌锭库存略有下降

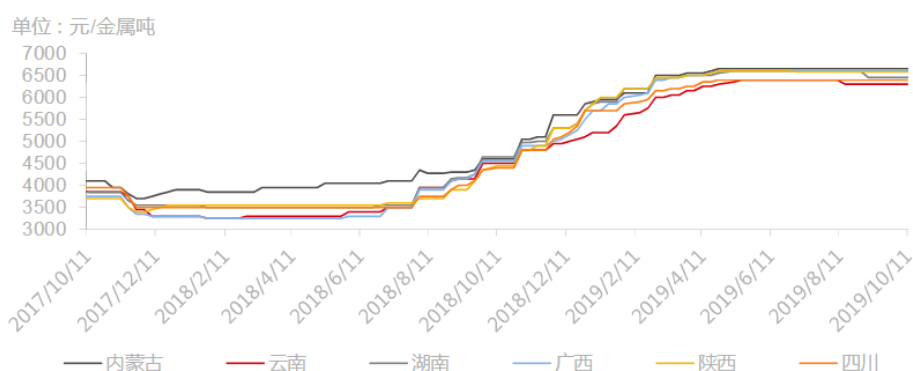
- 本周国内锌精矿加工费持平，主流成交于 6250-6650 元/金属吨；进口主流成交于 260-280 美元/干吨。分地区来看，本周内蒙地区主流 6550-6750 元/金属吨；陕西地区主流 6500-6550 元/金属吨；广西地区主流 6500-6700 元/金属吨；湖南地区主流 6200-6700 元/金属吨；四川地区 6200-6600 元/金属吨；云南地区 6100-6500 元/金属吨。
- 本周平均沪伦比值 8.13（10月8日-10月10日），较上周 8.12（9月23日-9月27日）基本持平。周均亏损自上周-842 元/吨扩大至-983 元/吨，最高亏损达到-1177 元/吨。本周内贸市场进口品牌成交继续清淡，市场几无进口品牌报价。LME 库存自 9 月 27 日大增 7925 吨后继续每日小幅下降的趋势，加之 Skorpion 将于月底关闭冶炼厂 6 个月，back 结构继续扩大至 40 美元/吨左右。虽然国内库存累库不及预期，然而国外锌锭“更缺”的局面使得 back 结构及进口亏损持续扩大。短期来看，亏损局面基本不会改变，外贸锌锭及内贸进口品牌流通仍将萎靡。

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

- 消费方面：**下游采购以按需采购为主，镀锌管方面，随京津冀周边环保限产结束，镀锌管企业陆续恢复常规生产，节后第一周，企业以逢低补库为主，锌锭采购较为积极，一定程度上带动镀锌消费，而终端消费节后尚未完全恢复，故部分镀锌管企业成品库存出现短暂的垒增；镀锌结构件方面，部分镀锌件生产企业订单较好，节假日期间全程满产开工；镀锌板厂需求方面，从宏观数据中，尽管9月国内地产销量明显改善，但进入10月前8天，国内地产销量增速转负至-35%，依然表现国内房产成交低迷；乘用车方面，9月乘联车批、零增速分别为-7%、-6%，较8月一平一升，需求有望出现止跌企稳。
- 库存变化：**本周三地社会库存较10月8日下降7200吨至13.89万吨。从地区情况来看，三地均有不同程度的下降。从下游反馈来看，今年国庆环保力度较小，下游情况开工情况同比前两年国庆期间较好，国庆前锌价整体低位，下游补库意愿良好；另一方面，今年进口窗口亏损较大，上海地区进口货供给收缩较大，贡献部分库存减量。

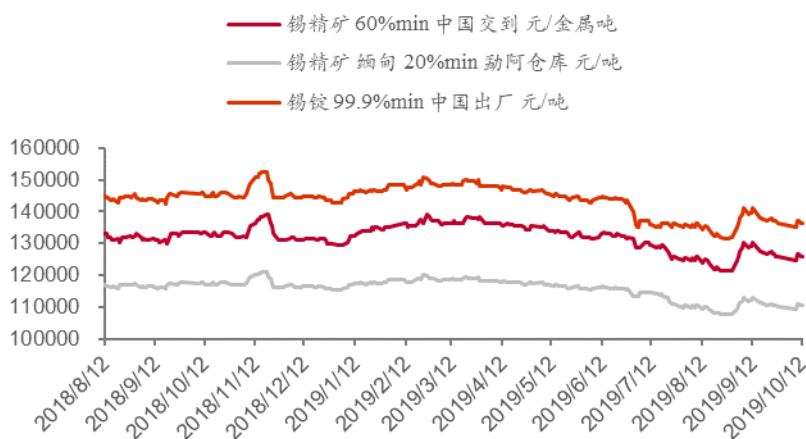
4.5 锡：锡锭价格震荡下行，库存略有下降

- 锡价本周整体震荡下行。**伦锡窄幅震荡为主，与节前相比伦锡库存整体呈现下行走势，但降幅不多，因此并未对价格形成有利影响，节前美国一系列经济数据好坏参半，美联储10月降息预期略微有所增加，美元指数小幅回落走低，内外盘期锡重心均有下移，节后归来中美经贸迎来高级别磋商，双方发出乐观信号，缓解了对本周贸易谈判结果的紧张情

绪，美元走强，伦锡高位承压，随后两日基本维持区间震荡为主。国内市场锡价先跌后涨，价格与节前相比小幅上涨。近期伦锡走势略显低迷，因此国内锡价在国庆节前后呈现走弱态势，但印尼天马公司近日公布，受锡价低迷的影响，公司已经将其月度出口量减少至 2000-2500 吨（减少了 50%），受此影响国内锡价出现涨幅。

- **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%；8 月份中国锡精矿生产商开工率为 32.8%，高于上月的 31.9%，但低于去年同期的 37.3%。

图表 28: 锡价格走势



来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

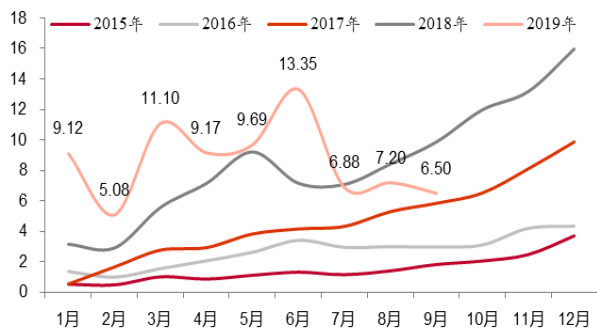
5、新能源金属：钴供需预期或将“剧烈”反转

5.1 电动车产业链：新能源汽车市场仍然疲软，动力电池装机量边际回升

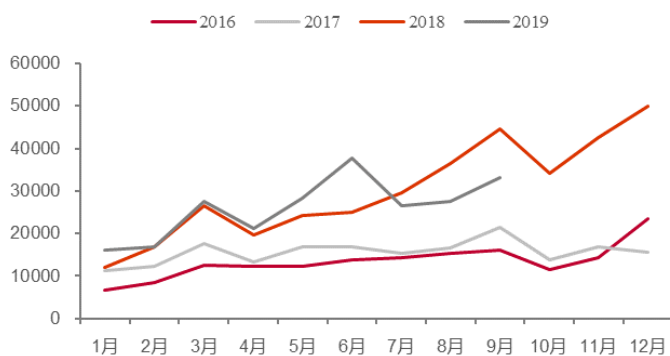
- **国内新能源汽车市场仍疲软**。2019 年 1-9 月新能源乘用车批发销量 77.8 万台，同比增速 29.4%，由于 6 月底补贴退坡，销售成本大幅上涨，叠加二手新能源车的扰动，产销各环节很难快速应对这样的成本变化。9 月新能源乘用车批发销量 6.5 万台，同比下降 33.4%，环比 8 月下降 8%；其中，纯电动市场批发同比下降 31%，环比下降 12%，A 级电动车同比下降 1%，A00 级电动车下滑幅度较大。插混市场同比下降 44%，环比增长 6%，合资品牌插混 9 月同比增长 80%，自主品牌插混同比下降 60%，合资品牌插混份额达到 45%。
- **美国新能源汽车亦弱势运行**。美国新能源车 19 年 9 月销量约 3.3 万台，同比下降 26%。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，尤其插电混动市场增速为-28%，中国新能源车的总体增长仍是远强于美国其他新能源车型。

图表 29: 国内 9 月新能源汽车销量同比下滑 33.4%

图表 30: 美国 9 月新能源车销量同比下降 26%



来源：乘联会，中泰证券研究所



来源：公司公告，中泰证券研究所

5.2 钴：无锡盘钴价回调，不改钴价长期上行趋势

- **无锡盘钴价短期回调，但钴价长期上行趋势没有改变。**10月10日，无锡盘钴价收于28万元/吨，较前一交易日下跌1万元/吨，跌幅为3.45%，但我们认为无锡盘钴价回调无碍长期上行趋势：首先，无锡盘钴价回调不等于现货市场价格回调，从现货市场来看，钴价仍然较为坚挺，MB钴（标准级）、钴精矿价格较上周分别上涨0.4%和1.7%；其次，供给端，嘉能可Mutanda矿将修缮停产，中期来看供给端将收缩16%，而近期需求端也在边际回升，9月动力电池装机量环比回升9%，产业链龙头公司10月排产环比回升约13%，结合供需来看，钴价不具备大幅度向下调整的基础，长期仍将趋势上行。

图表 31：无锡盘钴价短期回调



来源：无锡电子盘交易中心，中泰证券研究所

- **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 32: 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 33: 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 34: 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%。

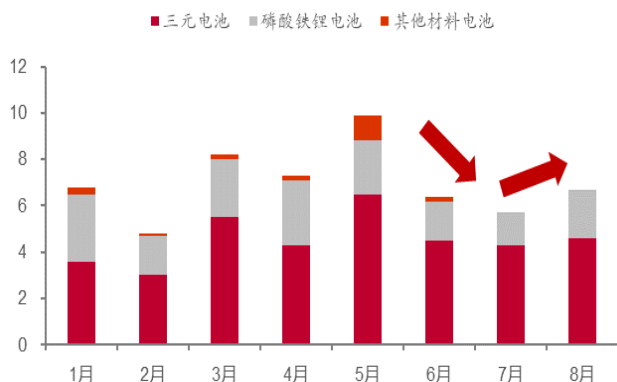
图表 35: Mutanda & Katanga 历史产量及未来指引变化对供给影响

| | 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% |

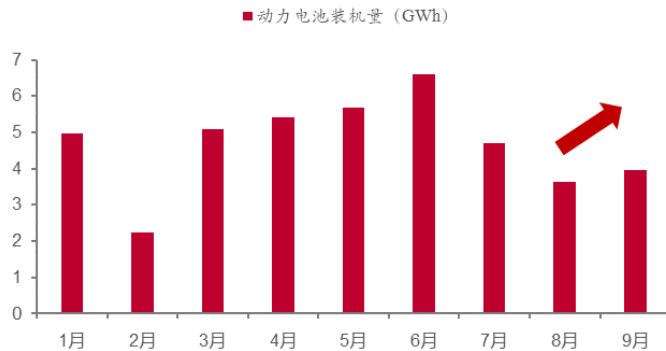
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 下游正极 & 电池需求如何？近期产业链下游需求明显恢复，钴价有望继续上涨。** 2019 年 5 月-7 月份，动力电池产量大规模减产以后，9 月动力电池装机量恢复增长，高工锂电发布的数据显示，2019 年 9 月动力电池装机量约 3.95GWh，环比增长 9%；此外产业链龙头公司 10 月排产环比回升约 13%。

图表 36: 国内动力电池产量
图表 37: 国内 9 月动力电池装机量恢复增长



来源: 中国汽车动力电池创新联盟, 中泰证券研究所



来源: 高工锂电, 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 38: 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 39: 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

5.4 锂：大幅下跌后，锂盐价格已经进入底部中枢

- **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) 下游企业开始向上游进行布局，宁德时代已完成对皮尔巴拉 (Pilbara) 2000 万澳元的战略投资，以 0.30 澳元/股的价格共收购了 6667 万股皮尔巴拉增发的普通股，按照协议宁德时代未来还将收购总价 3500 万澳元皮尔巴拉普通股股票；4) 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 40：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

5.4 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：**轻稀土方面，节后市场需求不足，下游开始询单尚可，后期逐渐减少，实际成交不多，商家报价小幅下调，多数商家观望后市，下游磁材买货意愿不强，观望心态浓厚，不看好镨钕后市，且订单少，实际需求不多，询单成交较冷清，大厂报价居高，小厂低价出货，实际成交数量不多，目前金属镨钕报价在 39.8-41.3 万元/吨；中重稀土方面，氧化镨下游询单一般，需求不多，实际成交不多实际成交价格小幅下调，商家观望居多，对于缅甸矿，后市判断不明，下游商家谨慎操作，上游心态不稳，部分低价出货，实际成交数量不多，目前多数企业报价维持在 180-183 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

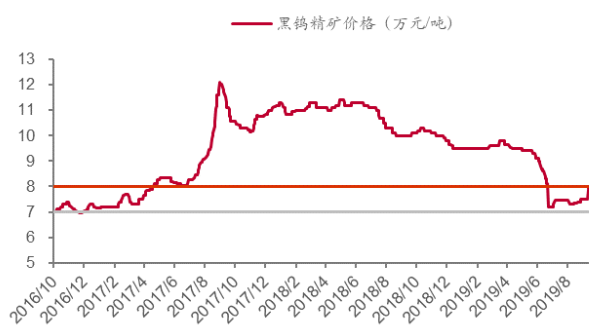
化镭分别为 135 吨和 21 吨，同比减少 571 吨和 88 吨。美国轻稀土矿进口量为 3,393 吨，同比增加 37 吨，总体变化不大。极少量进口主要是通过片马口岸入境，但是，缅甸 Q3 正处于雨季，绕道该关口进行运输难度较大，另外，缅甸稀土进口的管理趋严也将会加大进口难度。

- **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 11 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。

5.5 钨：泛亚库存拍卖落地，供给端使得“易涨难跌”

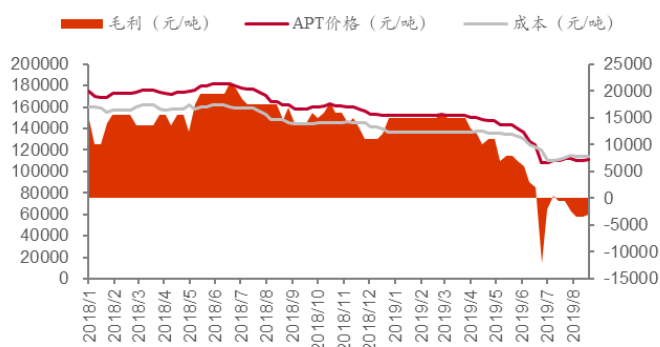
- **泛亚库存拍卖落地，供给扰动性因素消除。**9 月 18 日，洛阳钼业发布公告称以 32.68 亿元竞拍得到泛亚 2.83 万吨仲钨酸铵库存，竞拍单价为 11.53 万元/吨，略高于市场价 11.5 万元/吨，起拍价为 8.64 万元/吨，高于起拍价 3 万元/吨，表明行业内部普遍看好钨价后续上涨空间。此外，我们认为当前在泛亚落地、成本支撑、库存低位、联合减产保价四因素共振下，钨价易涨难跌。
- **钨价经过长期下跌后，已经跌至成本线。**根据百川资讯的数据显示，2019 年下半年以来，APT 开始处于亏损状态，目前仲钨酸铵价格已经跌至成本线，每吨亏损接近 3000 元。此外，主流矿山钨精矿成本线在 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 41：黑钨精矿跌至成本线



来源：百川资讯，中泰证券研究所

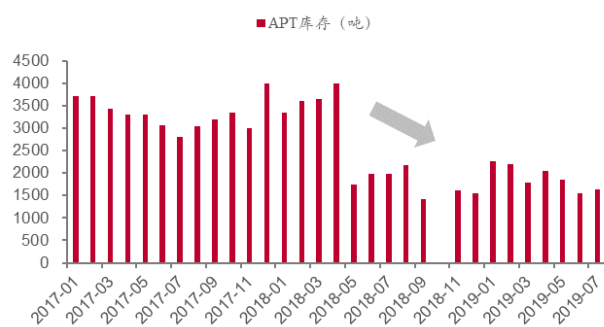
图表 42：APT 处于亏损状态



来源：百川资讯，中泰证券研究所

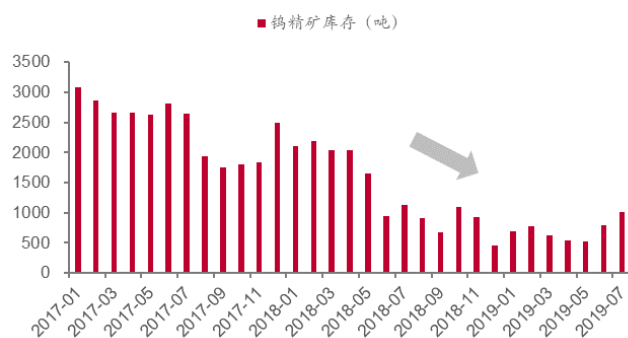
- **产业链库存处于低位，几无下降空间。**根据亚洲金属网的数据显示，目前钨库存处于相对低位，APT 库存最低降至 1540 吨，较 2018 年初下降了 60%左右，而钨精矿最低点降至 530 吨，较 2018 年初减少了 75%左右，库存已经大幅度去化。

图表 43: APT 库存情况 (吨)



来源: 亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 44: 钨精矿库存情况 (吨)



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

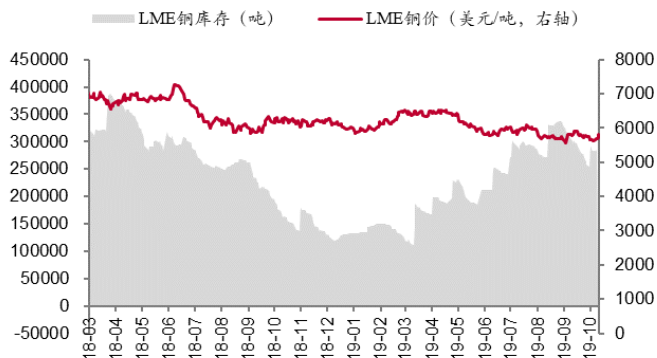
- 投资建议:**我们仍建议围绕不变的趋势和产业逻辑做选择:1)嘉能可Mutanda将在2020-2021年修缮停产,5G“换机潮”或带动消费电子正增长,较小的需求增长便将使得钴供需结构发生“剧烈”逆转,年内或仍以震荡反弹为主,但钴的中长期投资价值拐点将逐步显现,不可忽视;2)美国经济“后见顶、后见底”并趋势回落,带动真实收益率趋势回落,当前金价上涨处于经济回落的第一阶段——即交易国债收益率下行的投资时期,亦是板块内现在配置的重点;3)而从中长期来看,电解铝和钕铁硼磁材也需要给予关注——电解铝“产能红线”推动行业格局演绎为“产出顶、库存底”,位于中周期起点;钕铁硼磁材行业有望随着新能源车产品导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

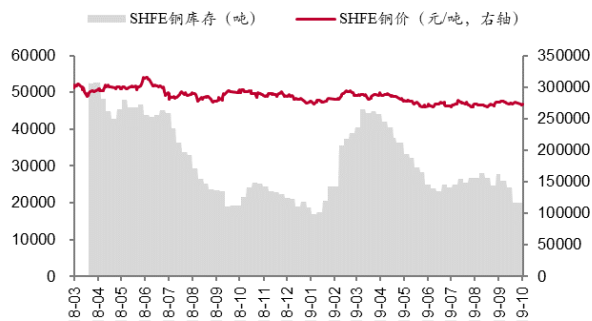
8. 附录：全球有色金属价格、库存走势（10.07-10.11）

图表 45: LME 铜价及库存走势



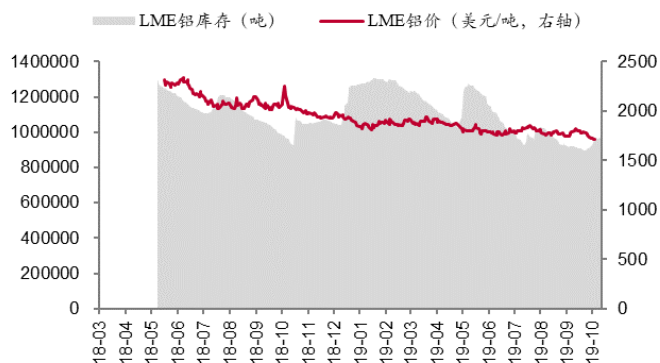
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 46: SHFE 铜价及库存走势



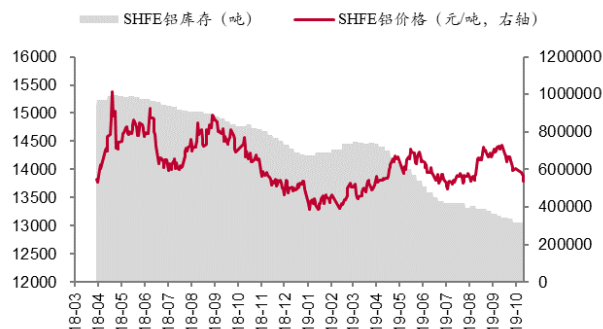
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 47: LME 铝价及库存走势



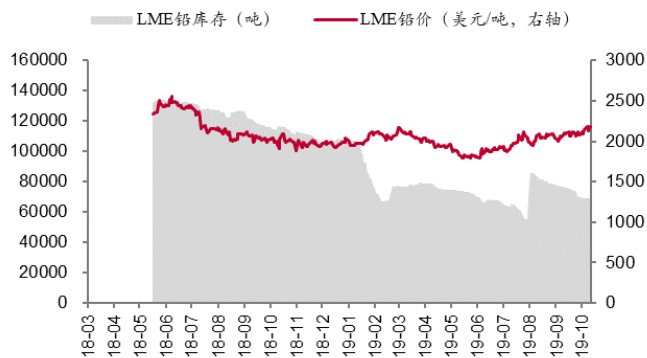
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 48: SHFE 铝价及库存走势



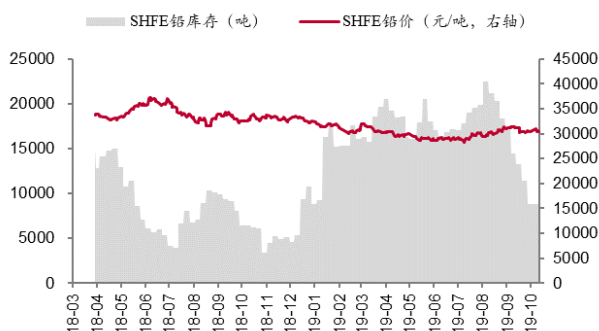
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 49: LME 铅价及库存走势



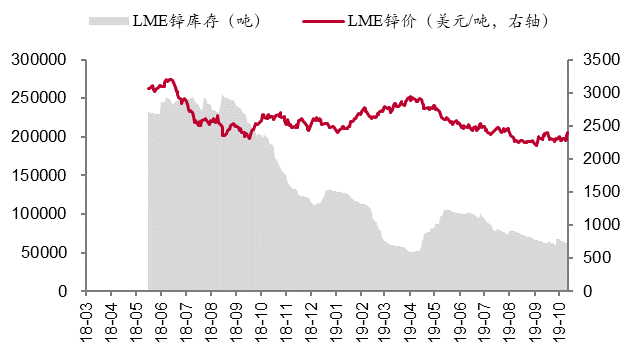
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 50: SHFE 铅价及库存走势



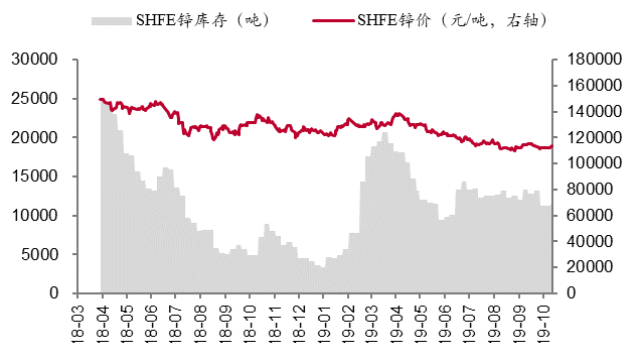
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 51: LME 锌价及库存走势



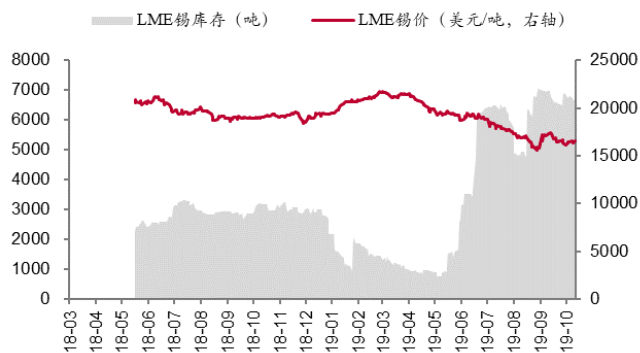
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 52: SHFE 锌价及库存走势



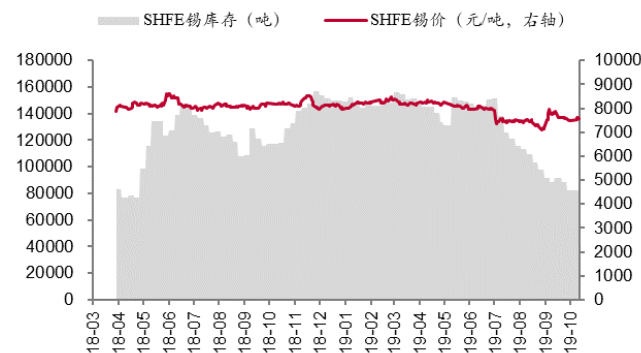
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 53: LME 锡价及库存走势



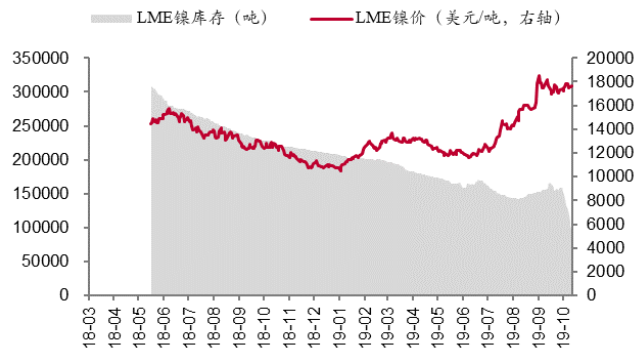
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 54: SHFE 锡价及库存走势



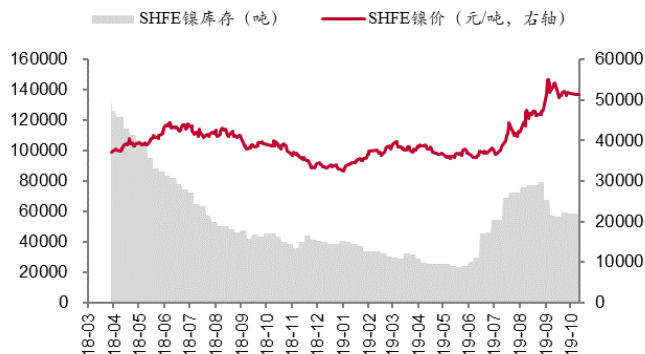
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 55: LME 镍价及库存走势



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 56: 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。