

有色金属

决定金价的美国经济抵抗式回落中

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，有色板块表现分化，跑输上证综指2.65个百分点。商品市场，美国消费、房地产数据均低于预期，黄金价格有所回升，Comex黄金价格环比上涨0.92%。国内经济短期出现企稳迹象，基本金属价格有所反弹，LME X指数本周上涨1.4%。小金属价格继续分化，钴价较上周持稳，稀土价格继续下行，需求端疲软带动锂价继续走低，但已经进入底部中枢，钨由于需求未见回暖难以持续上涨：MB钴（标准级）较上周上涨0.1%；工业级碳酸锂、工业级氢氧化锂、电池级氢氧化锂价格分别下跌1.6%、1.7%、1.1%，氧化镨钕、氧化镱分别下跌4.8%和5.8%，APT和钨精矿分别下跌2.8%和3.2%。
- **【本周关键词】：**国内经济仍存韧性，美国经济数据喜忧参半，英国脱欧时间向后延期
- **宏观“三因素”总结：**全球需求仍处下行轨道，2019年全球处于基钦周期最后一撇，全球持续降息宽松和逆周期调节，具体本周变化：**①中国，国内经济短期或企稳：**制造业疲弱拖累经济下行，三季度GDP同比增长6%，低于预期，但工业、投资、消费增速全面反弹，9月社零增速回升至7.8%，得益于9月房企到位资金增速反弹，房地产投资增速维持在10.5%的高位，基建投资小幅反弹，经济短期表现出企稳迹象；**②美国，美国经济数据喜忧参半，后周期消费、地产数据下滑，货币政策宽松加码：**近期，中美贸易局势向好，10月制造业PMI有所回升，但美国经济不改回落趋势，后周期消费、地产数据低于预期，9月零售销售环比负增长0.3%，10月密歇根消费信心指数低于预期，9月新屋销售年化月率-0.7%，低于前值7.1%，为缓解经济回落压力美联储年内或再次降息；**③欧洲，英国脱欧大概率向后延期，欧元区经济持续低迷，**10月23日，英国议会原则性通过了首相约翰逊与欧盟达成的脱欧协议，但随后议会否决了约翰逊要求在3天内完成立法的动议，这也就意味着英国脱欧时间大概率向后延期，此外欧洲经济持续低迷，10月PMI继续跌破枯荣线，英国脱欧也势必对本就低迷的欧洲经济造成负面影响，边际宽松货币政策等逆周期调节，存进一步蔓延之势。
- **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，不改长期上涨趋势，**市场普遍担心钴锂下游需求疲软，无锡盘钴价有所回调，但近期钴中游需求出现回暖端倪，在新能源汽车销量数据不断走低的情况下，单车带电量的提升带动动力电池产量回暖，9月动力电池产量共计7.6GWh，同比上升9.7%，环比增长14.7%，从这一点来看钴锂下游需求正在边际改善，此外根据工信部起草的《新能源汽车产业发展规划（2021-2025）》（征求意见稿），到2025年，新能源汽车销量占当年汽车总销量的20%；到2030年，新能源汽车销量占当年汽车总销量的40%，新能源汽车长期发展趋势仍然向上；**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池增速转正，5G“换机潮”需求或大幅拉动消费电池增速：**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；**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。
- **贵金属：**英国硬脱欧风险下降，全球避险情绪降温导致金价承压，但美国经济“抵抗式”回落明确，后周期消费、地产等经济数据仍低于预期，当前我们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，

英国达成脱欧协议，硬脱欧风险降低，全球避险情绪急剧降温，但美国后周期的消费数据仍在继续走低，9月零售销售环比下降0.3%，新屋销售年化月率为-0.7%，为缓解经济下行压力，美联储年内或再次降息，因此本周黄金价格整体反弹，收于1507.10美元/盎司，较上周上涨0.92%，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。

- **基本金属：**国内经济短期出现企稳迹象，基本金属价格反弹回升，“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88.2万吨，较前周减少3.4万吨，本周氧化铝价格出现滞涨，吨电解铝盈利略微回升至438元；2) 铜：现货TC继续回升，“金九银十”消费旺季带动9月下游开工率有所回升，但基本面压力仍然较大，保税区库存连续24周下滑；3) 锌：精矿供需变化不大TC持稳，社会库存略有累库；4) 锡：云锡停产检修，锡价仍然坚挺，但长期基本面承压。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、天齐锂业、赣锋锂业、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

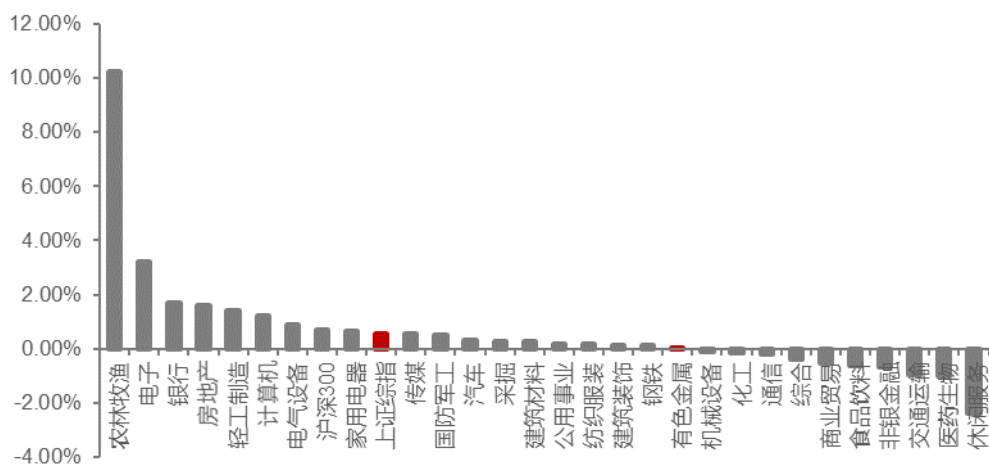
| | |
|---|---------------|
| 1. 本周行情回顾 | - 4 - |
| 1.1 股市行情回顾: A股整体反弹, 有色板块表现分化..... | - 4 - |
| 1.2 贵金属: 美国消费地产数据不及预期, 黄金价格有所反弹..... | - 5 - |
| 1.3 基本金属: 全球经贸前景边际改善, 基本金属价格短期 risk on..... | - 5 - |
| 1.4 小金属: 钴价持稳, 钨锂稀土价格下行..... | - 6 - |
| 2. 宏观“三因素”运行态势跟踪 | - 7 - |
| 2.1 中国因素: 经济数据喜忧参半, 经济短期或企稳..... | - 7 - |
| 2.2 美国因素: 消费、地产数据不及预期, 货币政策宽松加码..... | - 9 - |
| 2.3 欧洲因素: 英国脱欧仍存不确定性, 经济数据持续低迷..... | - 10 - |
| 3. 贵金属: 黄金价格有所回升, 长期配置价值不改 | - 10 - |
| 3.1 美国消费、地产数据继续回落, 美联储年内或再次降息..... | - 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: 全球经贸前景边际改善, 基本金属价格短期回暖 | - 13 - |
| 4.1 铝: 电解铝继续去库, 盈利水平有所恢复..... | - 14 - |
| 4.2 铜: 现货 TC 继续上涨, 铜下游开工率回升..... | - 15 - |
| 4.3 铅: 加工费维稳, 库存短期累库..... | - 17 - |
| 4.4 锌: TC 持稳, 锌锭库存略有增加..... | - 17 - |
| 4.5 锡: 云锡检修停产, 锡价仍然坚挺..... | - 19 - |
| 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, 但长期趋势向上..... | - 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: Galaxy 计划削减锂精矿产量..... | - 22 - |
| 5.4 稀土磁材: 下游需求疲软, 稀土产品价格收跌..... | - 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 (10.21-10.25) | - 25 - |

1. 本周行情回顾

1.1 股市行情回顾：A 股整体反弹，有色板块表现分化

- 本周，国际方面，美国 10 月制造业 PMI 数据回暖，英国脱欧获延期，中美贸易关系边际改善，因此本周美股三大指数整体震荡调整（道指↑0.70%，纳斯达克↑1.90%，标普↑1.22%）；国内方面，经济数据仍存韧性，A 股整体反弹，从 SW 一级行业指数来看，农林牧渔板块表现较优。
- 具体来看：综合指数中，上证指数收于 2954.93 点，环比上涨 0.57%；深证成指收于 9660.44 点，环比上涨 1.33%；沪深 300 收于 3896.79 点，环比前周上涨 0.71%；申万有色金属指数收于 2668.35 点，环比前周上涨 0.03%，跑输上证综指 0.54 个百分点。SW 一级行业指数周度走势如下图所示。

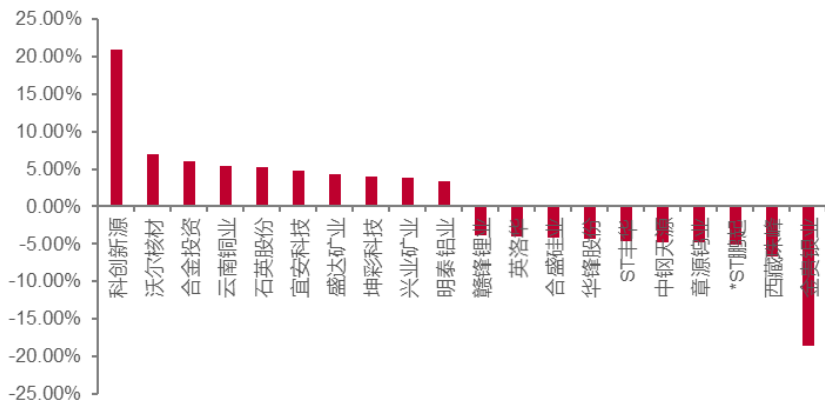
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



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：59 只个股出现不同程度上涨，4 只个股与上周持平，其余 56 只个股均出现不同程度下跌，具体来看，盛达矿业涨幅居前，主要逻辑为：美国经济“抵抗式回落”明确，后周期消费、地产数据低于预期密歇根大学消费信心指数低于预期，且房屋销售数据仍然较为疲软，本周贵金属价格有所反弹，此外前期大幅下跌后已经消化掉了前期的利空因素，因此本周盛达矿业上涨 4.37%，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

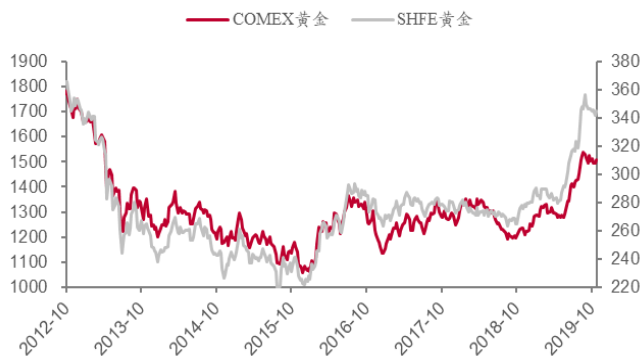


来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 美国消费地产数据不及预期, 黄金价格有所反弹

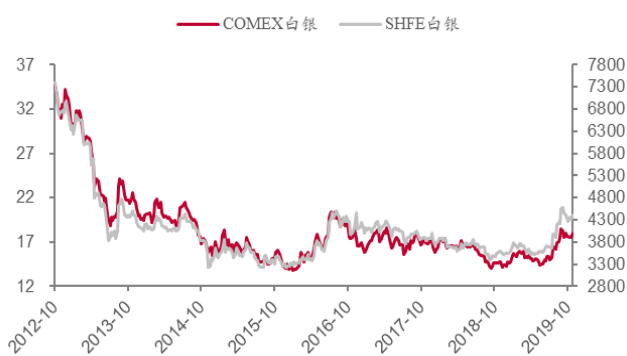
- **美国消费及地产数据不及预期, 黄金价格有所反弹。** 本周, 英国脱欧获延期, 短期避险情绪有所降温, 但近期贵金属价格的下跌已经充分反映了这些利空因素, 本周美国消费、房地产数据均不及预期, 美联储年内或再次降息, 因此本周黄金价格有所反弹, 截至本周五 Comex 黄金价格收于 1507.10 美元/盎司, 较上周上周 0.92%; COMEX 白银收于 18.04 美元/盎司, 较上周整体上涨 2.65%。

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: 国内经济短期出现企稳迹象, 基本金属价格反弹回升

- 本周, 英国脱欧获延期, 中美贸易关系回暖, 全球经贸前景边际改善, 更为重要的是, 国内经济仍存韧性, 近期地产等数据出现企稳端倪, 因此基本金属价格短期 risk on, 本周 LME 基本金属指数收于 2850 点, 环比前周上涨 1.4%, 具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅分别为 1.5%、-0.1%、2.0%、2.5%、-1.7%、3.9%。

图表 5: 基本金属周涨跌幅 (10.21-10.25)

| 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 | 2850 | 1.4% | 1.7% |
| 铜 | LME | 5908 | 1.5% | -0.1% |
| | SHFE | 47390 | 1.8% | -2.0% |
| 铝 | LME | 1734 | -0.1% | -6.4% |
| | SHFE | 13805 | -0.3% | 1.6% |
| 铅 | LME | 2217 | 2.0% | 10.3% |
| | SHFE | 16750 | -1.8% | -7.2% |
| 锌 | LME | 2515 | 2.5% | 2.5% |
| | SHFE | 18675 | -1.0% | -10.8% |
| 锡 | LME | 16675 | -1.7% | -14.3% |
| | SHFE | 138200 | -1.7% | -3.7% |
| 镍 | LME | 16850 | 3.9% | 58.3% |
| | SHFE | 133340 | 3.1% | 51.4% |

来源: wind, 中泰证券研究所

1.4 小金属: 钴价持稳, 钨锂稀土价格下行

- **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, 本周钴价持稳。**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, 中游需求端有所回暖, 本周钴价持稳: MB 钴(标准级)较上周上涨 0.1%, MB 钴(合金级)、金属钴、硫酸钴价格与上周持平。
- **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, 动力电池市场成交疲软, 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(工业级)、氢氧化锂(电池级)较上周分别下跌 1.6%、1.7% 和 1.1%; 碳酸锂(电池级)、金属锂价格与上周持平。
- **市场需求疲软, 稀土产品价格收跌。**下游需求支撑不足, 终端订单不及预期, 磁材企业少量分批补货, 以刚需采购为主; 中缅关口暂未关停, 且后市不明朗, 后期很有可能不再关停, 本周稀土价格继续收跌, 本周氧化镨钕、氧化镝较上周分别下跌 4.8% 和 5.8%。
- **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, 但下游需求仍然较弱, 周内钨价较上周有所回调。**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, 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, 近几周钨价由此上涨, 但是钨下游需求仍然疲软, 难以持续上涨, 周内 APT、钨精矿较上周分别下跌 2.8% 和 3.2%。

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 | 10月25日 | 涨跌幅 | | | |
|-------|-------------|------|--------|-------|--------|--------|--------|
| | | | | 7天 | 30天 | 90天 | 360天 |
| 钴 | MB钴(标准级) | 美元/磅 | 17.9 | 0.1% | 4.5% | 21.3% | -58.9% |
| | MB钴(合金级) | 美元/磅 | 18.3 | 0.0% | 3.4% | 18.4% | -58.1% |
| | 钴精矿 | 美元/磅 | 15.7 | -0.9% | 6.7% | 13.8% | -52.5% |
| | 金属钴 | 元/公斤 | 28.4 | 0.0% | 5.6% | 16.2% | -56.0% |
| | 钴粉 | 元/公斤 | 30.4 | 0.0% | 9.0% | 18.3% | -58.9% |
| | 硫酸钴 | 元/公斤 | 6.5 | 0.0% | 18.3% | 59.3% | -53.9% |
| | 四氧化三钴 | 元/公斤 | 20.5 | 0.0% | 14.5% | 19.2% | -57.7% |
| | 碳酸钴 | 元/公斤 | 12.3 | 0.0% | 7.0% | 15.0% | -60.6% |
| | 氯化钴 | 元/公斤 | 7.3 | 0.0% | 17.7% | 46.0% | -52.9% |
| | 氧化钴 | 元/公斤 | 21.5 | 0.0% | 13.2% | 25.0% | -53.8% |
| 锂 | 金属锂(99%) | 元/公斤 | 60.0 | 0.0% | -4.8% | -12.4% | -35.1% |
| | 金属锂(99.9%) | 元/公斤 | | | | | |
| | 碳酸锂(工业级) | 元/公斤 | 5.0 | -1.6% | -3.9% | -26.1% | -64.6% |
| | 碳酸锂(电池级) | 元/公斤 | 6.0 | 0.0% | -1.7% | -22.2% | -61.6% |
| | 单水氢氧化锂(工业级) | 元/公斤 | 5.9 | -1.7% | -7.4% | -25.0% | -57.7% |
| | 单水氢氧化锂(电池级) | 元/公斤 | 6.7 | -1.1% | -9.5% | -26.4% | -55.3% |
| 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 | 4.2 | 0.0% | 0.0% | 1.0% | 4.8% |
| 三元前驱体 | 三元523/动力 | 元/吨 | 10.4 | 0.0% | 9.5% | 31.0% | -26.6% |
| | 三元622/动力 | 元/吨 | 11.0 | 0.0% | 8.9% | 29.4% | - |
| | 钴酸锂 | 元/吨 | 24.8 | 0.0% | 19.2% | 12.7% | -49.6% |
| 正极 | 三元523/动力 | 元/公斤 | 15.1 | 0.0% | 6.3% | 11.0% | -34.3% |
| | 三元622/动力 | 元/吨 | 16.9 | 0.0% | 6.3% | 11.2% | - |
| 锑 | 锑精矿 | 元/吨 | 3.1 | 3.3% | 10.7% | 8.8% | -22.5% |
| | 锑锭 | 元/吨 | 4.1 | 0.0% | 13.9% | 5.8% | -18.8% |
| | 三氧化二锑 | 元/吨 | 3.7 | 3.5% | 14.7% | 2.8% | -19.6% |
| 镁 | 金属镁 | 元/吨 | 1.5 | 0.3% | -5.8% | -10.4% | -4.9% |
| 钼 | 钼精矿 | 元/吨度 | 1760.0 | -5.9% | -12.0% | -1.7% | 8.3% |
| | 钼铁 | 元/吨 | 11.8 | -6.0% | -12.3% | -2.1% | 8.3% |
| 硅 | 金属硅 | 元/吨 | 1.1 | 1.0% | -0.3% | -3.8% | -12.8% |
| | 硅铁 | 元/吨 | 5841.0 | 0.0% | 0.0% | -1.7% | -10.0% |
| 钛 | 海绵钛 | 元/吨 | 8.1 | 0.0% | 0.0% | 14.1% | 44.9% |
| 钨 | APT | 元/吨 | 14.0 | -2.8% | 22.8% | 9.4% | -20.2% |
| | 钨精矿 | 元/吨 | 9.0 | -3.2% | 20.0% | 3.4% | -21.1% |
| | 氧化钨 | 元/吨 | | | | | |
| 铌 | 铌矿 | 美元/磅 | 8.5 | 0.0% | -3.4% | -14.2% | -19.9% |
| | 五氧化二铌 | 元/公斤 | 20.5 | 0.0% | -2.4% | -13.5% | -10.5% |
| 钒 | 五氧化二钒 | 元/吨 | 12.0 | -3.6% | -7.0% | -2.8% | -38.1% |
| | 钒铁 | 元/吨 | 12.5 | -3.5% | -6.7% | -5.7% | -35.9% |
| 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% |
| 稀土 | 氧化镨钕 | 元/吨 | 29.6 | -4.8% | -9.8% | -18.9% | -6.9% |
| | 氧化镨 | 元/公斤 | 161.0 | -5.8% | -16.6% | -20.1% | 41.9% |
| | 氧化镧 | 元/吨 | 3.5 | -2.8% | -2.8% | 3.0% | - |
| | 氧化铈 | 元/吨 | 3.4 | -2.9% | -2.9% | 3.1% | - |

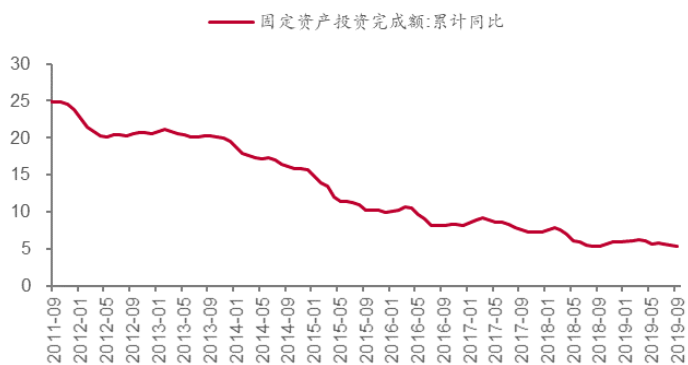
数据来源: Wind、Metal Bulletin、SMM、亚洲金属网、中泰证券研究所

2. 宏观“三因素”运行态势跟踪

2.1 中国因素: 经济数据喜忧参半, 经济短期或企稳

- **制造业疲弱，经济下行压力仍大，货币政策或边际宽松。**9月固定资产投资累计同比增长5.4%，相比前8月回落0.1个百分点。其中制造业仍是主要拖累，制造业投资累计同比增长2.5%，较上月继续回落0.1个百分点。2019年前三季度GDP同比增长6.2%，分季度来看，一季度同比增长6.4%、二季度同比增长6.2%，三季度增长6%，三季度增速不及预期。其中受全球经贸减速和中美贸易局势影响，9月我国以美元计价的出口同比增速降幅扩大，由上月的-1.0%下滑至-3.2%。经济下行压力仍然较大，在稳增长和保就业的前提下，货币政策或边际宽松。

图表 7: 固定资产投资增速放缓



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 8: 三季度 GDP 同比增长 6%



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **金九银十拉动消费短期回暖，地产短期或存韧性。**受“金九银十”消费旺季带动，短期消费数据回暖，9月社零总额名义和限额以上同比增速分别为7.8%和3.1%，相较上月均有所回暖，其中汽车零售同比跌幅收窄，或与季末销售冲量有关。得益于9月房地产企业到位资金增速反弹，房地产投资累计同比增长10.5%，增速与1-8月份持平，地产销售端也有所回暖，9月商品房销售面积累计同比下跌0.1%，跌幅进一步收窄。

图表 9: 9月社零数据回暖



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 地产短期仍存韧性



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **通胀主要由猪肉涨价带动，工业继续通缩，通胀压力难以扰动货币政策基调。**9月CPI环比0.9%，同比涨幅扩大至3.0%，其中食品价格环比上涨3.5%，同比涨幅进一步扩大至11.2%，涨价仍主要来自猪肉，剔除食品和能源后的核心CPI同比持平于上月的1.5%。9月PPI环比上涨

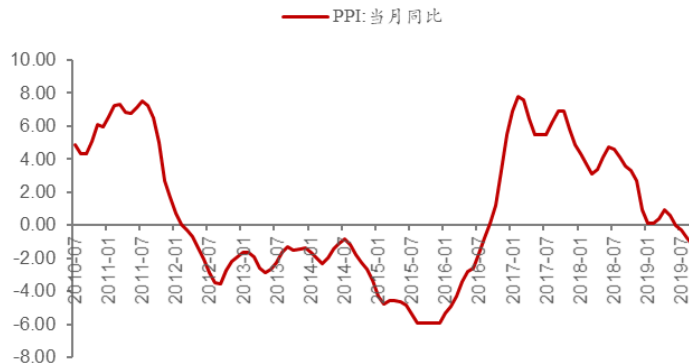
0.1%，由降转涨；受去年高基数的影响，同比跌幅扩大至 1.2%。未来通胀压力仍主要来自供给扰动下的猪肉涨价，非食品和工业品价格仍会走弱。这种结构性的通胀主要受供给端影响，难以扰动货币政策基调。

图表 11: 中国 9 月 CPI 同比增长 3%



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 工业品继续通缩

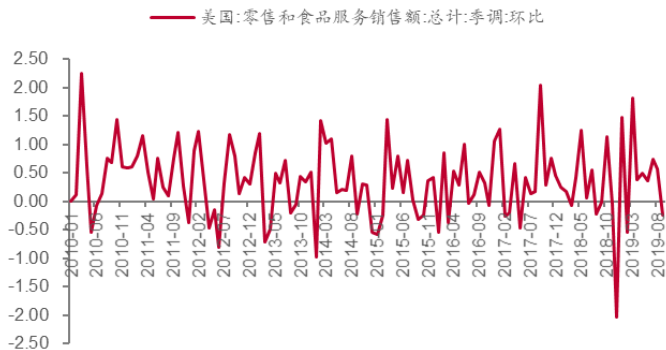


来源: Wind, 中泰证券研究所

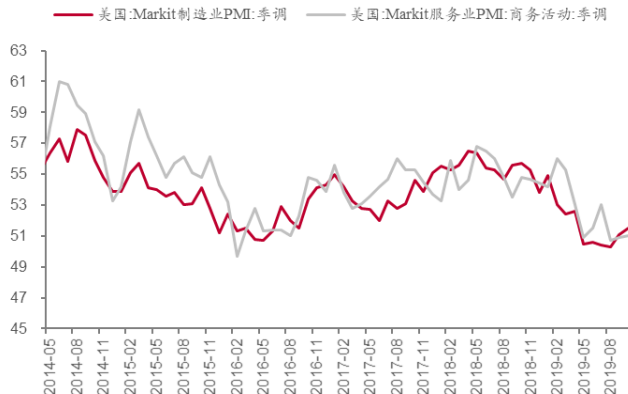
2.2 美国因素：消费、地产数据不及预期，货币政策宽松加码

- 美国经济数据喜忧参半，后周期消费、地产数据不及预期，美联储年内或再次降息。近期，美联储公布的经济数据喜忧参半，其中 10 月 Markit 制造业 PMI 初值为 51.5，预期 50.9，前值为 51.1，较上月有所回暖，但是 Markit 首席经济学家威廉姆森表示，尽管商业活动自近期低点有所上升，然而调查数据显示美国第四季度初的 GDP 年化增速略低于 1.5%，新订单增长近乎停止，维持在十年来最低水平，这表明接下来几个月中，经济增速将倾向于维持在趋势之下的水平。此外，美国的消费及地产数据同样低于预期，10 月密歇根大学消费者信心指数终值录得 95.5，预期为 96，9 月零售销售环比下降 0.3%；美国 9 月新屋销售年化月率为 -0.7%，低于前值 7.1%。消费及地产数据的回落正在验证美国经济正处于下行通道的事实，未来由于美国贸易政策的不确定性仍存，且美国 2017 年减税效应正在逐渐减弱，未来消费或进一步下滑拖累经济增长，为缓解经济增长的压力，美联储或年内再次降息。

图表 13: 美国 9 月零售数据不及预期



图表 14: 美国 10 月制造业 PMI 有所回升

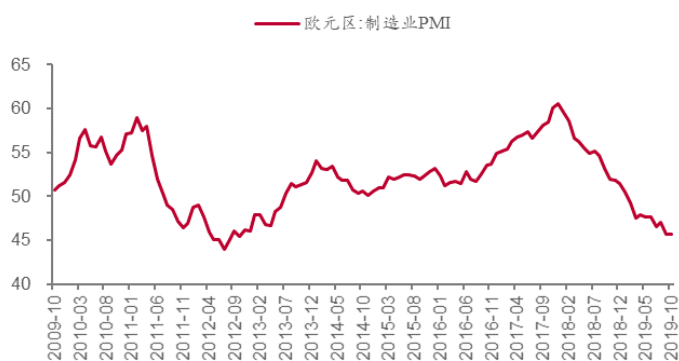


来源: Wind, 中泰证券研究所

来源: Wind, 中泰证券研究所

2.3 欧洲因素: 英国脱欧仍存不确定性, 经济数据持续低迷

- 英国脱欧事件仍存不确定性, 无协议脱欧风险降低。**10月23日, 英国议会原则性通过了首相约翰逊此前与欧盟达成的脱欧协议, 但随后议会否决了约翰逊要求在随后3天内完成立法的动议。10月25日, 欧盟其他27个成员国的决议草案表示, 欧盟将同意第三次延迟英国脱欧期限, 以便约翰逊的新脱欧协议在英国议会获得最终批准, 如果脱欧协议被提早通过, 英国可以提前脱欧, 即实施“弹性延期”。在距离脱欧截止日期仅剩不到一周, 事态发展仍然存在不确定性, 但10月31日前应该“无协议脱欧”的风险较小。
- 欧元区经济数据持续低迷, 货币政策宽松趋势不变。**欧元区10月制造业PMI初值45.7, 与上月持平, 依然处于荣枯线以下, 其中新订单指数回升至45.0, 产出指数小幅反弹至46.2, 但其持续处于低位, 表明欧元区工业部门继续面临收缩的压力。此外, 德国是欧元区经济下滑最大的拖累, 10月制造业PMI仅为41.9, 仍处于历史较低位置, 此外服务业PMI也下滑至51.2, 可能进一步拖累德国经济。
- 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 继续跌破荣枯线


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 16: 德国 PMI 继续处于低位


来源: Wind, 中泰证券研究所

3. 贵金属: 美国经济“抵抗式回落”明确, 黄金长期价值不改

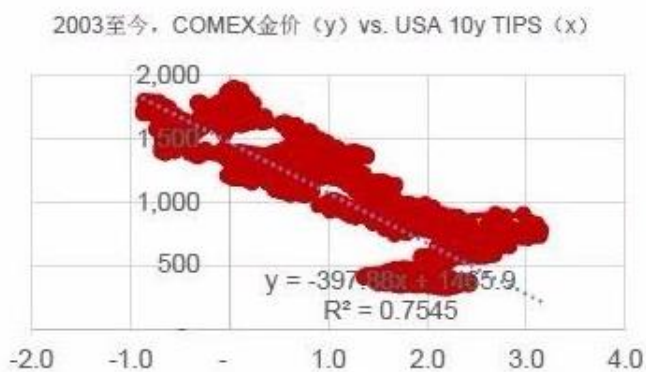
3.1 美国消费、地产数据继续回落, 美联储年内或再次降息

- 美国消费、地产数据继续回落, 美联储年内或再次降息。**本周公布的美国经济数据喜忧参半, 10月Markit制造业PMI初值为51.5, 预期50.9, 较上月有所回暖, 但是Markit首席经济学家威廉姆森表示, 尽管商业活动自近期低点有所上升, 然而调查数据显示美国第四季度初的GDP年化增速略低于1.5%, 新订单增长近乎停止, 维持在十年来最低水平, 这表明接下来几个月中, 经济增速将倾向于维持在趋势之下的水

平。此外，美国的消费及地产数据同样低于预期，10月密歇根大学消费者信心指数终值录得95.5，预期为96，9月零售销售环比下降0.3%；美国9月新屋销售年化月率为-0.7%，低于前值7.1%。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94.1%，维持当前利率的概率为5.9%；到12月降息25个基点至1.50%-1.75%的概率为70.6%，降息50个基点的概率为25.0%，维持当前利率的概率为4.4%。

- **黄金价格的大幅下跌已经基本消化掉前期利空因素，美国经济仍将继续回落，黄金价格长期上行方向没有改变。**近期，中美贸易磋商取得实质性进展，贸易紧张局势有所缓和，英国达成协议脱欧，全球避险情绪降温利空黄金价格，黄金价格近两周的回调已经基本消化掉了这些利空因素，且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0.15附近，降幅接近100bp。

图表 17: 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 18: 金价与美国真实收益率对比



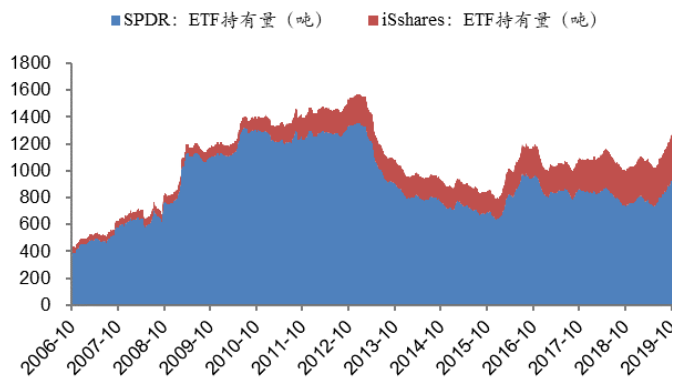
来源：Wind，中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓较为稳定，COMEX 净多头结构持续

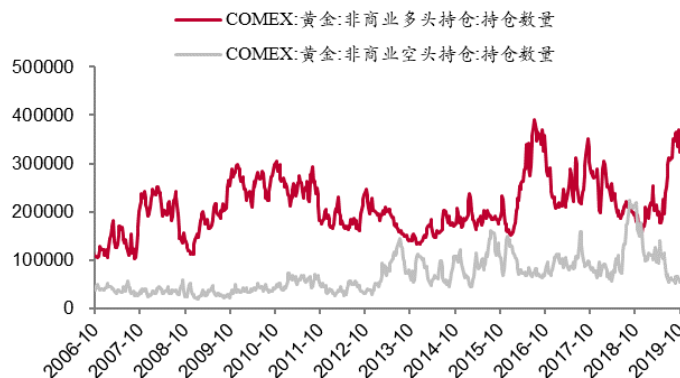
- **黄金 ETF 持仓较为稳定，COMEX 净多头结构延续。**本周，黄金 ETF 持仓量（SPDR+iShares）1274.51 吨，较前周减少 4.50 吨，黄金 ETF 持仓量仍较为稳定。周内，COMEX 黄金非商业多头持仓增加至 32.29 万张附近（前值 31.94 万张附近），同时非商业空头持仓降低至 6.38 万张附近（前值 6.63 万张附近），净多头持仓量环比前周增加至 25.91 万张（前值 25.30 万张），COMEX 净多头结构延续。

图表 19: 黄金 ETF 持仓情况

图表 20: COMEX 黄金多头与空头持仓情况

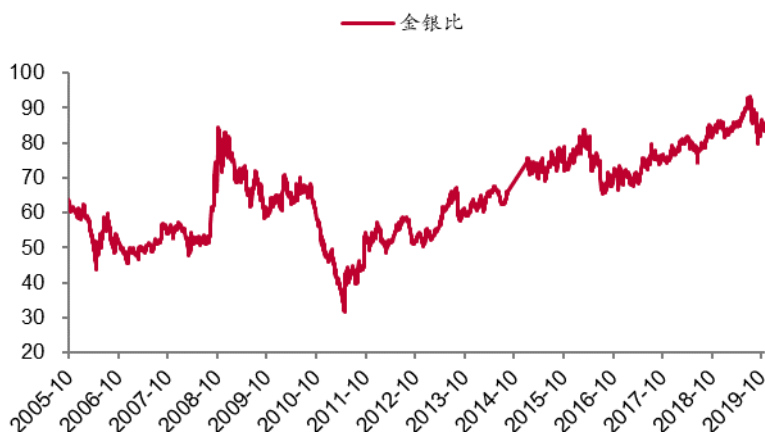


来源: Wind, 中泰证券研究所



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 83.5，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。

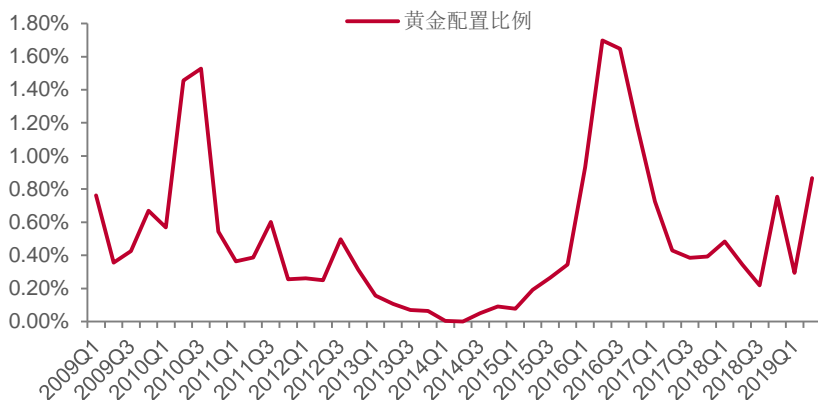
图表 21: 金银比处于历史高位，向下修复动能强劲


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。

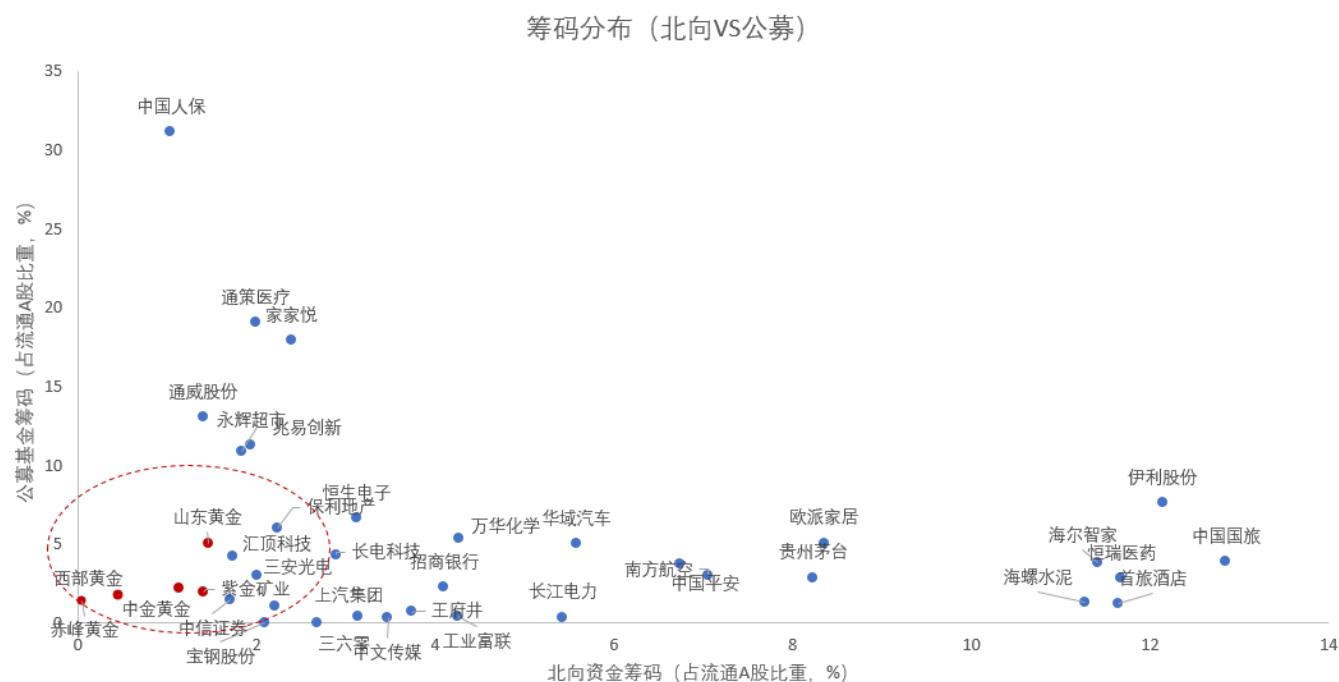
图表 22: 黄金板块配置比例仍处历史低位



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25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 23: 黄金个股筹码分布 (公募 vs. 北向)



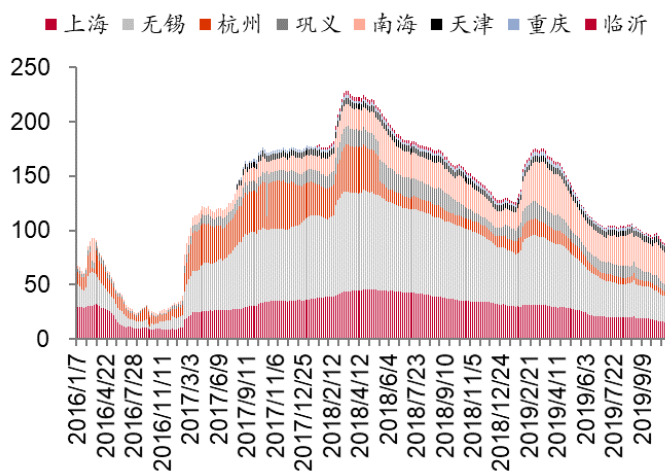
来源: wind, 中泰证券研究所

- 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。

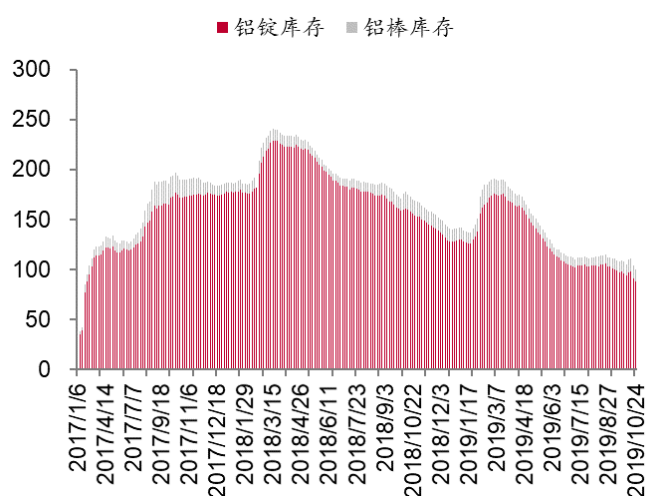
4. 基本金属: 国内经济出现企稳迹象, 基本金属价格短期回升

4.1 铝：电解铝继续去库，盈利水平有所恢复

- 电解铝继续去库。**SMM 统计数据显示，2019 年 10 月 24 日国内电解铝社会库存 88.2 万吨，较前周减少 3.4 万吨。叠加 SMM 铝棒库存数据，总计 100.01 万吨（其中，铝棒库存 11.81 万吨，减少 1.11 万吨），较前周减少 4.51 万吨；LME 库存 10 月 25 日为 97.71 万吨，较前周环比减少 1.09 万吨。周内库存续降主因无锡、巩义等主要消费地的新疆地区铝锭到货持续偏少。出库方面，巩义、南海地区出库量较前一周基本持稳，但无锡地区周度出库量环比微降，后续降库幅度仍需关注下游消费的可持续性。

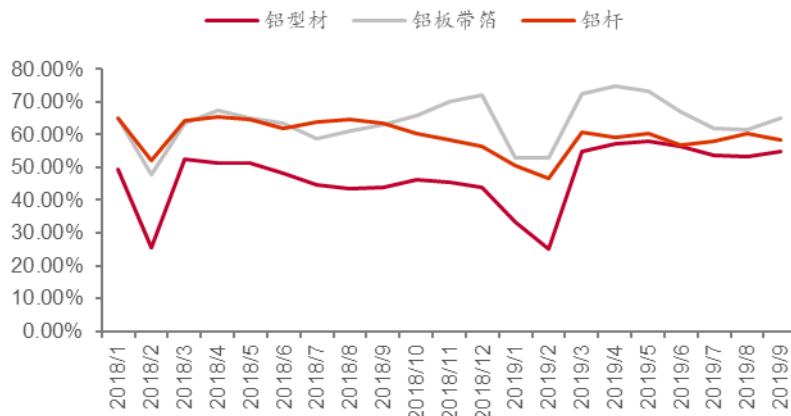
图表 24：国内电解铝社会库存走势


来源：SMM，中泰证券研究所

图表 25：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

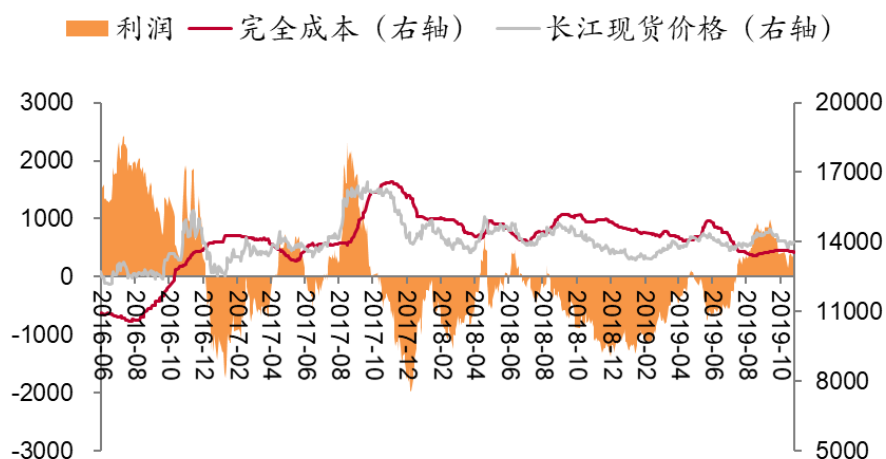
- 铝下游 9 月开工率较 8 月有所回升。**根据 SMM 数据显示，9 月铝型材开工率为 54.77%，环比提升 1.63 个百分点；9 月铝板带箔开工率为 65.20%，环比回升 3.70 个百分点；9 月铝杆开工率为 58.40%，环比下降 1.84 个百分点。

图表 26：铝下游开工率


来源：SMM，中泰证券研究所

- **再生铝市场价格相对坚挺。**1)需求上,本周下游需求仍保持平稳,整体与9月相当,下游需求稳定。同时,而受此前进口的低价进口废铝库存影响,高端再生铝市场价格仍承压,上涨乏力,继续保持稳定;2)供给端,国产低端产品工厂受其影响较为显著,主要因浙江台州、广东等地中小再生铝厂此前较为依赖进口废铝货源,导致近期废铝供应不足;3)进出口方面,出口价格保持高位,出口日本基本港口 ADC12cif 价格仍在 1500-1540 美元/吨,且货源十分紧张。另一方面,进口铝合金锭市场接受度继续增加,11 月份到货进口铝合金锭几乎已无货或价格已无优惠,部分企业开始洽谈 12 月到货的进口铝合金锭。
- **盈利表现:氧化铝价格本周出现滞涨,电解铝盈利水平较上周有所回升。**在氧化铝进口量增加的施压下,氧化铝供应过剩格局仍是大背景,本周成交价格始现滞涨,重心有所下调。具体来看,氧化铝平均价格为 2605 元/吨左右,动力煤价格 572 元/吨,预焙阳极价格变动不大,按 10 月 24 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 14000 元/吨,吨铝盈利恢复至 438 元。具体走势如下图所示。

图表 27: 电解铝成本、利润图

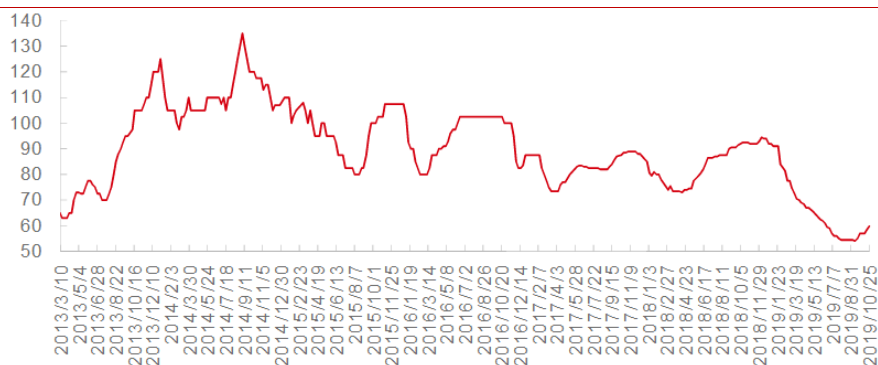


来源: wind, 安泰科, 亚洲金属网, 中泰证券研究所

4.2 铜: 现货 TC 继续上涨, 铜下游开工率回升

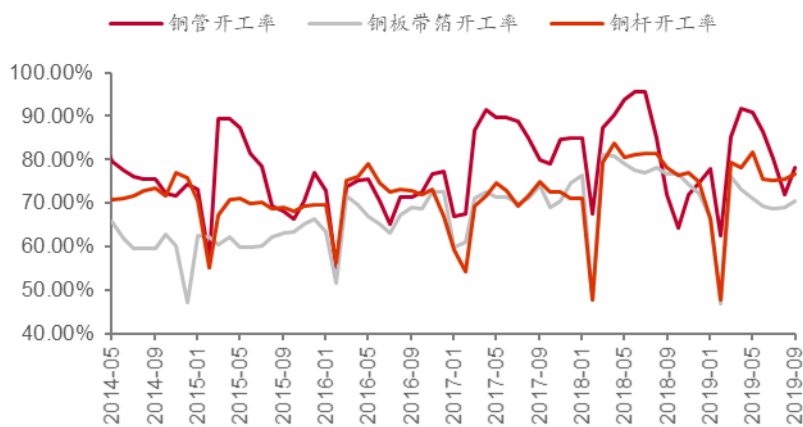
- 本周,截止本周五,SMM 铜精矿指数(周)报 59.83 美元/吨,较上周五上涨 1.75 美元/吨,显示 CSPT 小组敲定的四季度 Floor Price 对本周现货成交价格存在一定影响。本周为 Floor Price 发布后的第一周,铜精矿现货市场询盘较多,交易双方都较为谨慎,尤其冶炼厂挺价意愿较强。本周铜精矿市场成交尚可,主因部分北方冶炼厂需要进行冬储备货,为现货市场提供一定流动性。

图表 28: 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”消费旺季带动下，铜下游开工率回升。9月铜管开工率78.1%，较8月环比提升6.06%；9月铜板带箔开工率70.6%，较8月环比提升1.62%；9月铜杆开工率为76.8%，较8月环比提升1.36%。**
- **现货交投表现：**华北地区，由于铜杆企业订单少，市场需求明显减弱，导致铜杆加工费下调。期铜走高令下游接货受抑制，而且北方市场长单供应充足，贸易商则接货显犹豫，持货商被迫下调报价，令本周自贴水90~贴水40元/吨走低至贴水110元/吨~贴水60元/吨。华南地区，截止本周五，广东库存报5.54万吨左右，较上周增加0.15万吨左右。广东持续累库，新增库存供给压力大，增库货源主要以进口铜为主；累库的持续增加令持货商换现意愿强，叠加广东税票系统于本月25号开始至月底升级发票而停开，贸易商逐渐对下月发票报价，抛货集中而成交乏力的情况下，持货商主动调降升贴水以求成交，市场短期以避险换现情绪为主，报价自升水20元/吨调降至贴水60元/吨，但下游需求表现一般，市场成交淡静。
- **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0.3万吨至25.3万吨，自5月10日开始保税区铜库存连续减少已达24周，累计减少31.50万吨。LME库存下降0.74万吨至26.10万吨，SHFE库存减少0.95万吨至14.30万吨。

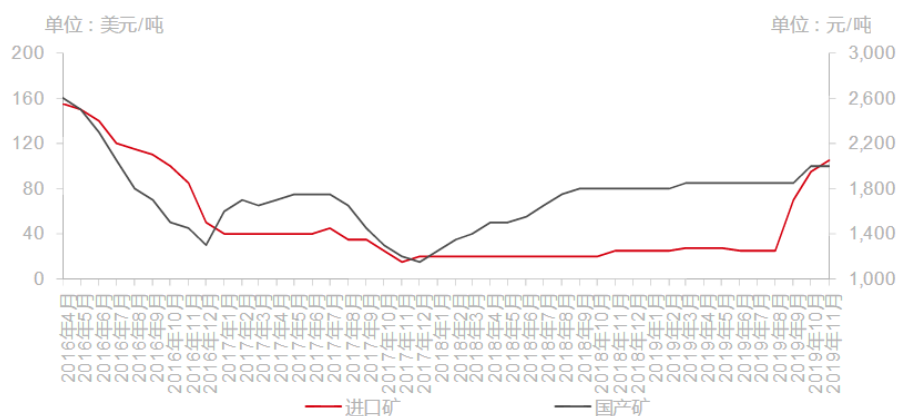
图表 29：铜材开工率


来源：SMM，中泰证券研究所

4.3 铅：加工费维稳，库存续降

- 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；据 SMM 调研，近期随着铅价震荡走低，部分原料库存不高的炼厂开始逐步采购铅精矿，以为冬储做准备，而矿企生产依然处于旺季阶段，整体矿端供应较为宽松，但由于近期内外比价下修，连云港铅精矿出库受到一定抑制，但就当前了解，各家冶炼厂散货铅精矿加工费依然维持在 1900-2100 元/吨的范围内，暂没有上调加工费的计划。近期重点关注进口加工费在比价下修前提下会不会上调弥补亏损。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 30：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下降**。本周（10月21日—10月27日）五省铅蓄电池企业周度综合开工率为 56.83%，较上周环比下降 0.16 个百分点。电动自行车蓄电池市场消费持续走弱，蓄电池企业成品订单低迷，且多数蓄企对后市消费亦不抱乐观态度，故在蓄电池企业成品电池尚未出现大额累库的情况下，部分企业即开始主动控制产量。另汽车蓄电池市场消费一般，且因前期经销商买涨备库，随订单陆续到货，部分经销商库存已至 2 个月，经销商购买力下降，后续汽车蓄电池企业或有累库风险。
- 库存变化**：截止周五（10月25日），铅锭五地社会库存总量为 2.08 万吨，较上周五环比下降 200 余吨。本周铅价接连下挫，周初因再生铅贴水扩大，下游采购向再生铅市场聚集，原生铅出货被动，尤其是贸易市场（现货贴水维持对沪期铅 1911 合约贴水 50-20 元/吨）。而后随铅价跌至 16650 元/吨附近，部分下游逢低接货，进而消化一部分社会库存；同时河南地区炼厂检修对精铅产量影响有限，加之对铅的低价惜售情绪，部分炼厂库存有所上升，故下周社会库存仍有上升风险。

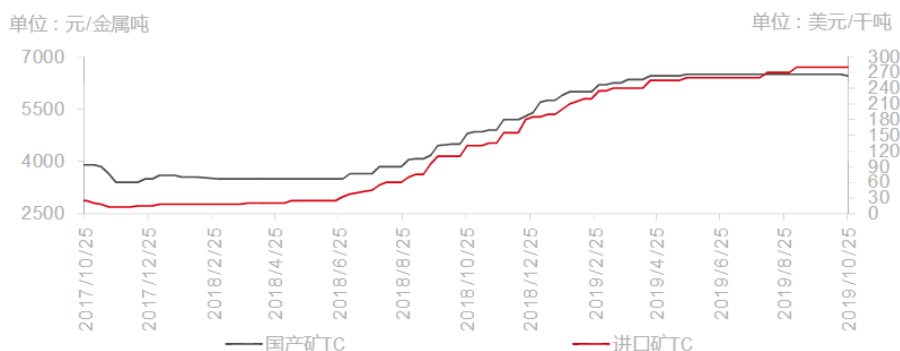
4.4 锌：TC 持稳，锌锭库存略有增加

- 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 270-290 美元/干吨。分地区来看，本周内蒙地区主流 6450-6650 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。

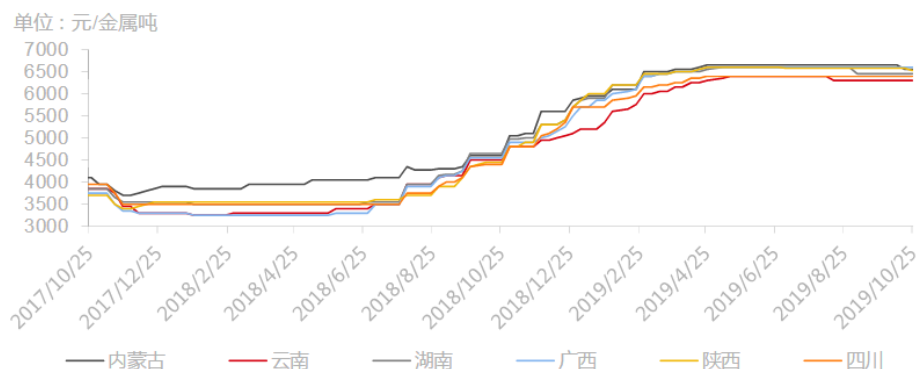
- 本周平均沪伦比值 7.57 (10 月 21 日-10 月 24 日)，较上周 7.74 出现下修。周均亏损自上周-1771 元/吨扩大至-2214 元/吨，最高亏损达到-2454 元/吨。海外库存继续每周下降 2000-3000 吨的降幅致使内弱外强更为明显。大幅亏损下，保税区有部分转口出口至东南亚地区，截至目前了解到总量在 8000 吨左右，考虑到目前进口亏损短期难有改善，部分美元锌持货商或继续考虑转口操作以减少报关入国内带来的亏损。

图表 31: 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 32: 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，北方环保检查趋严，压制锌消费。**镀锌管方面，本周北方环保检查继续趋严，天津河北等地区部分中小型企业生产受限，影响一定锌消费，但近期随着锌价走低，部分企业选择逢低采购，整个采买情绪尚好；镀锌结构件方面，各地区当前镀锌件生产企业订单较好，旺季消费具有持续性；镀锌板厂需求方面，据宏观结构公布数据，10 月前两周乘联会乘用车批、零增速分别为-10%、-13%，降幅均较 9 月扩大，而上周半钢胎开工率达 57.6%，仍远低于去年同期，汽车产销数据依然未见止跌企稳迹象，而房地产产销数据，10 月上旬 38 城地产销量增速回落至-3.5%，但受低基数影响，中旬销量增速明显回升，并带动 10 月前半月日均销量增速继续回升至 14.4%，其中各线级城市同步上行。房地产销售数据在一定程度上略

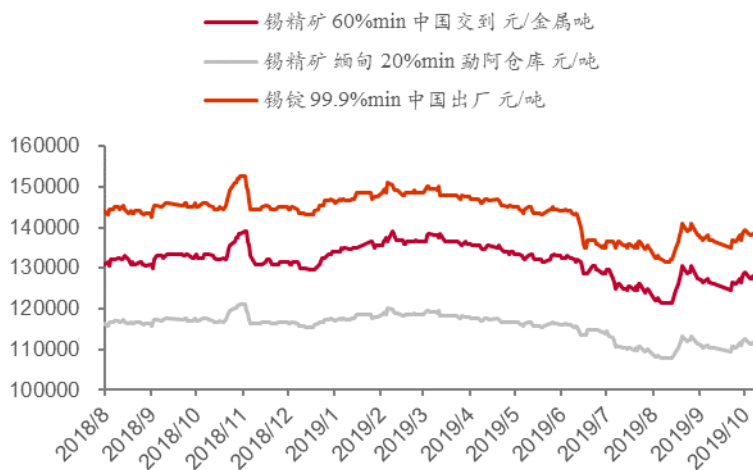
有回暖。

- **库存变化:** 本周三地社会库存较 10 月 18 日增加 2000 吨至 13.84 万吨。本周库存总增量由上海贡献。从地区情况来看, 上海地区炼厂到货增加。天津地区库存基本持平。广东地区出现一定幅度下降, 主要当地下游消费略有好转, 加上附近炼厂发货略有减少所致。

4.5 锡: 云锡检修停产, 锡价仍然坚挺

- **云锡检修停产, 锡价大幅上涨。** 近期, 云锡股份宣布将于 2019 年 10 月 21 日开始设备检修, 预计检修时间不超过 50 天, 经该公司生产部门初步测算, 公司本次停产检修预计会导致 2019 年度精锡生产量较原年度生产计划减少约 10%, 估计约将影响 5000-6000 吨锡锭生产, 虽然本周锡现货价格有所回调, 但联合减产使得炼厂报价仍为坚挺, 锡价下行空间有限。
- **产销库存方面,** 根据亚洲金属网披露的数据显示, 我国 9 月份锡锭生产商产量为 11845 吨, 环比下滑 4%, 同比减少 23%; 库存量为 7860 吨, 环比增加 11%, 同比增长 27%; 8 月份锡锭生产商销量为 11065 吨, 环比下滑 7.8%, 同比下滑 28%。
- **开工率方面,** 根据亚洲金属网数据显示, 9 月份锡锭生产商开工率约为 41.1%, 低于上月的 41.6% 和去年同期的 53.1%; 9 月份中国锡精矿生产商开工率为 29.8%, 低于上月的 32.8% 和去年同期的 38.9%。

图表 33: 锡价格走势



来源: 亚洲金属网, 中泰证券研究所

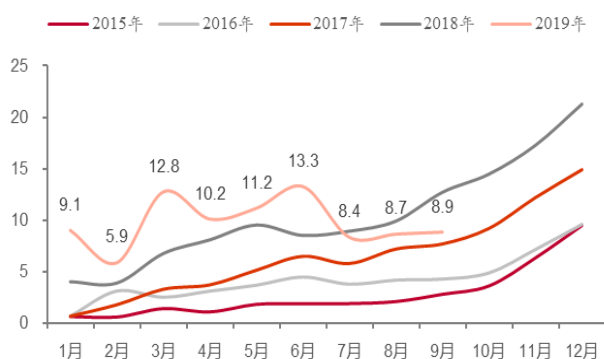
5、新能源金属: 钴供需预期或将“剧烈”反转

5.1 电动车产业链: 新能源汽车市场仍然疲软, 但长期趋势向上

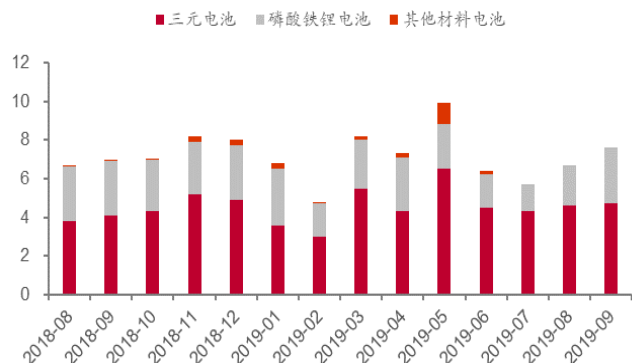
- **国内新能源汽车市场仍疲软, 同比降幅继续扩大。** 近日, 根据中汽协公布的产销数据显示, 9 月新能源汽车产销分别完成 8.9 万辆和 8 万辆, 比上年同期分别下降 29.9% 和 34.2%。其中纯电动汽车生产完成 7.4 万辆, 比上年同期下降 26.1%; 销售完成 6.3 万辆, 比上年同期下降 33.1%; 插

电式混合动力汽车产销分别完成 1.5 万辆和 1.7 万辆,比上年同期分别下降 44.1%和 28.4%。同时,中汽协再次下调了全年新能源汽车销量预测至 140 万辆,年初中汽协曾预测全年新能源汽车产销能达到 160 万辆,7 月 23 日下调预期至 150 万辆。

- **新能源汽车长期发展趋势仍然向上。**近日,根据工信部起草的《新能源汽车产业发展规划(2021-2025)》(征求意见稿),到 2025 年,新能源汽车销量占当年汽车总销量的 20%;到 2030 年,新能源汽车销量占当年汽车总销量的 40%。尽管 2019 年行业的发展低于预期,但新能源汽车发展的大趋势仍然是向上的,不论是双积分政策,还是各种配套设施比如充电桩的建设,都会对新能源汽车未来的发展产生新的利好和推动。
- **9 月动力电池产量继续回升。**2019 年 9 月,我国动力电池产量共计 7.6GWh,同比上升 9.7%,环比增长 14.7%。其中三元电池产量 4.7GWh,占总产量 61.7%,同比增长 15.1%,环比增长 3.4%;磷酸铁锂电池产量 2.9GWh,占总产量 37.5%,同比增长 2.5%,环比增长 38.3%。1-9 月,我国动力电池产量累计 63.5GWh,同比累计增长 37.9%。其中三元电池产量累计 41.0GWh,占总产量 64.6%,同比累计增长 64.7%;磷酸铁锂电池产量累计 20.2GWh,占总产量 31.9%,同比累计下降 1.0%,降幅有所收窄。动力电池与新能源汽车数据背离主要是由于单车带电量明显提升造成的,2019 年 1-9 月新能源汽车单车带电量为 47.81Gwh,同比提升 20.69%。

图表 34: 国内 9 月新能源汽车销量同比下滑 33.1%


来源:中汽协,中泰证券研究所

图表 35: 国内动力电池产量继续回升


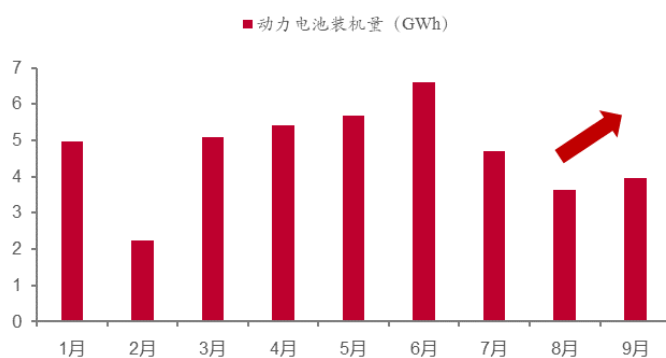
来源:中国汽车动力电池创新联盟,中泰证券研究所

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,不改钴价长期上行趋势。**近期,9 月新能源汽车产销分别为 8.9 万辆和 8 万辆,同比分别下滑 29.9%和 34.2%,市场普遍担心钴锂下游需求疲软,无锡盘钴价有所回调,但我们认为新能源汽车销量数据并不能真实地反映钴锂下游需求情况,而动力电池产量更能准确地反映钴锂下游需求,在新能源汽车销量数据不断走低的情况下,单车带电量的提升带动动力电池产量回暖,2019 年 1-9 月单车带电量 47.81Kwh,去年同期为 39.62Kwh,同比提升 20.69%,受益于此 9 月动力电池产量共计 7.6GWh,同比上升 9.7%,环比增长 14.7%,从这一点来看钴锂下游需求正在边际改善。

图表 36: 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

图表 37: 国内 9 月动力电池装机量恢复增长


来源: 高工锂电, 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 38: 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 39: 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 40: 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 41: 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

- 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 42: 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 43: 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: 西澳 Galaxy 计划削减锂精矿产量

- 锂价经过大幅下跌后，已经进入底部价格中枢。** 1) 供给端，Galaxy 周四表示，将缩减其 Mt Cattlin 的运营情况，预计其开采量减少约 40%，并将全年的产量指引从之前的 21 万吨/年削减至 19.3 万吨干精矿。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。
- 西澳更改矿业权利金制度，旨在鼓励企业开拓下游产品。** 在原有制度下，锂精矿将征收 5% 的原材料权利金 (feedstock royalty rate)，加工产品并没有涉及；有议员提出在此基础上，希望再进一步对氢氧化锂/碳酸锂征收 2.5-3%。而这次矿业部提出新的锂矿权利金制度，确认了 5% 到顶，主要是处理了锂矿产品可能的重复征收的问题，其实是鼓励企业开拓下游产品，给他们吃定心丸。

图表 44：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，下游需求不足，加之市场货源居多，虽四川地区停产，但市场供应量仍充足，下游商家在市场不稳情况下，买涨不买跌，询单采购谨慎，实际成交不多，部分持货商积极出货，实际成交价格下调，原矿分离企业受成本支撑，报价略显坚挺，但成交量较低，难以维持高价位，多数观望为主，当前镨钕氧化物市场报价 29.5-30 万元/吨；中重稀土方面，受中缅关口开通影响，商家心态悲观，担忧后市，部分持货商报价持续下调，出货积极，下游

接货犹豫，实际成交不多，整体观望居多，氧化镨价格较上周有所下调。

- **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24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。

6. 投资建议

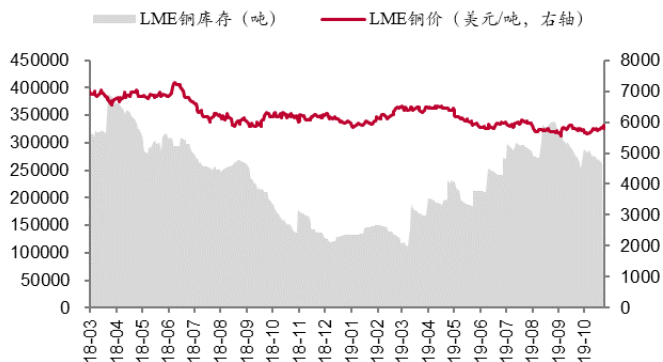
- **投资建议：**我们仍建议围绕不变的趋势和产业逻辑做选择：1) 嘉能可Mutanda将在2020-2021年修缮停产，5G“换机潮”或带动消费电子正增长，较小的需求增长便使得钴供需结构发生“剧烈”逆转，年内或仍以震荡反弹为主，但钴的中长期投资价值拐点将逐步显现，不可忽视；2) 美国经济“后见顶、后见底”并趋势回落，带动真实收益率趋势回落，当前金价上涨处于经济回落的第一阶段——即交易国债收益率下行的投资时期，亦是板块内现在配置的重点；3) 而从中长期来看，电解铝和钕铁硼磁材也需要给予关注——电解铝“产能红线”推动行业格局演绎为“产出顶、库存底”，位于中周期起点；钕铁硼磁材行业有望随着新能源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

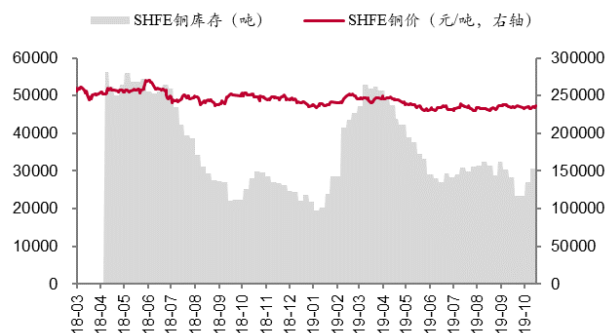
8. 附录：全球有色金属价格、库存走势（10.21-10.25）

图表 45: LME 铜价及库存走势



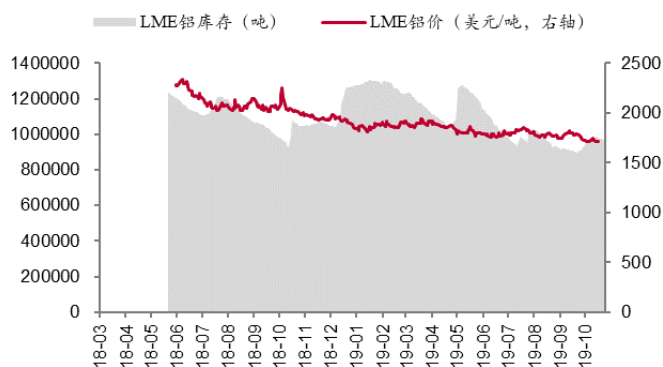
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 46: SHFE 铜价及库存走势



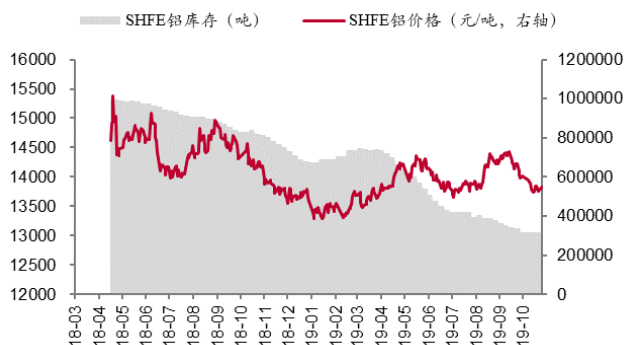
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 47: LME 铝价及库存走势



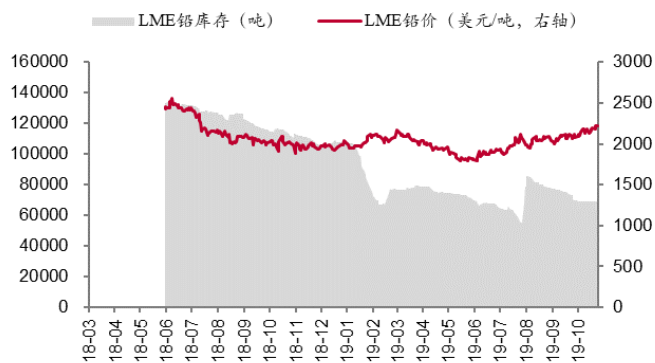
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 48: SHFE 铝价及库存走势



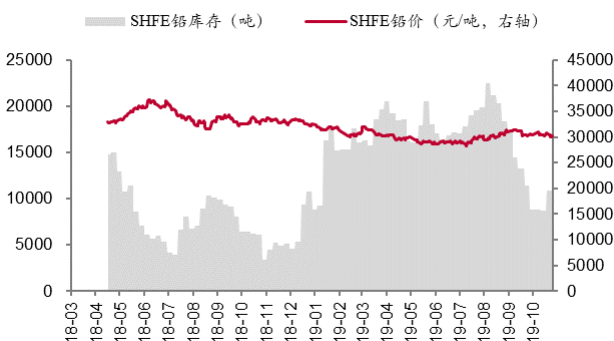
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 49: LME 铅价及库存走势



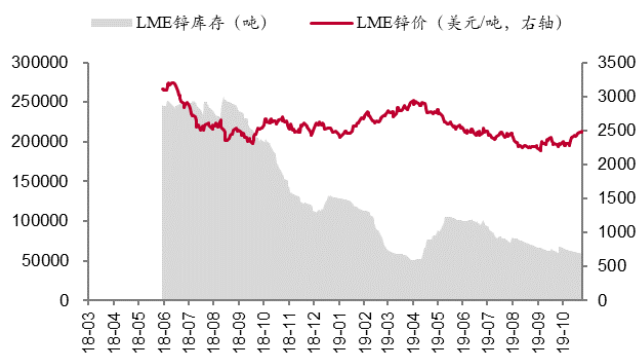
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 50: SHFE 铅价及库存走势



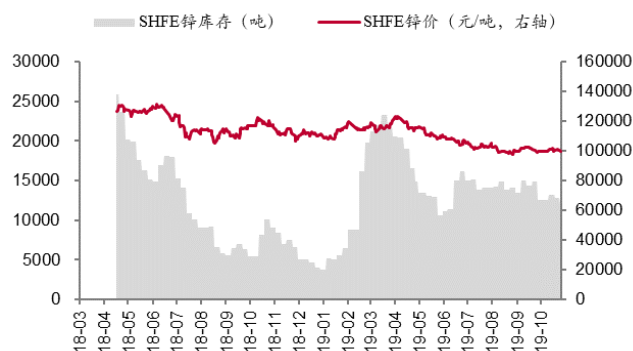
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 51: LME 锌价及库存走势



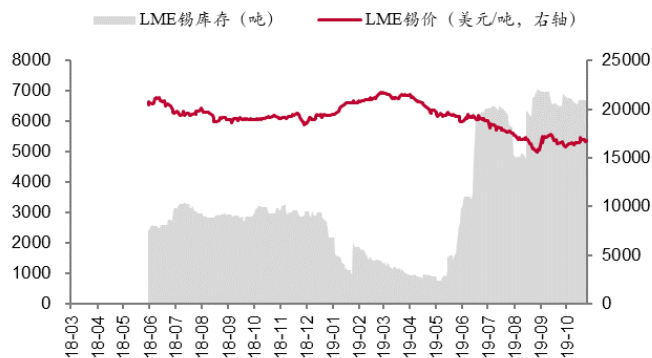
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 52: SHFE 锌价及库存走势



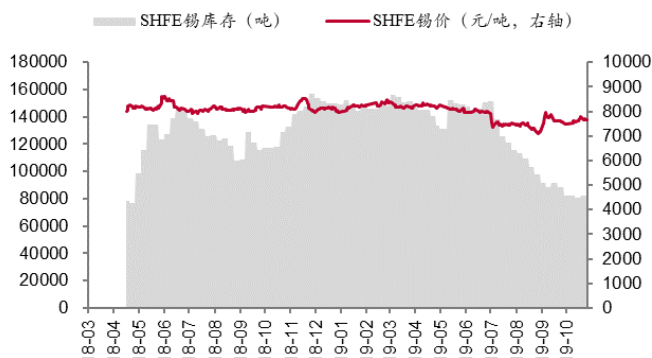
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 53: LME 锡价及库存走势



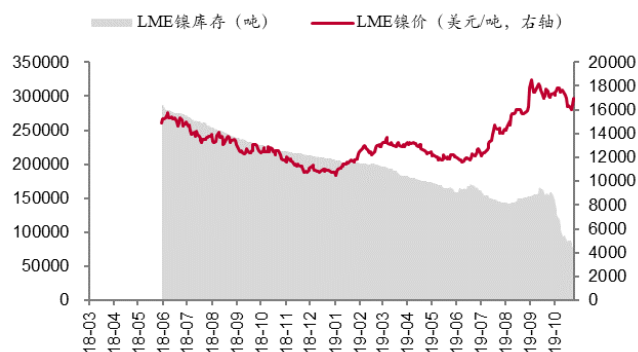
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 54: SHFE 锡价及库存走势



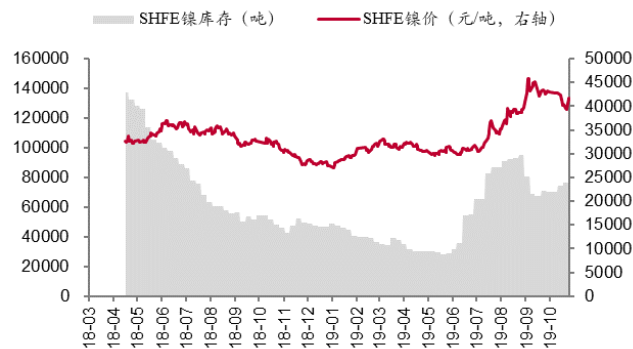
来源: wind, 中泰证券研究所

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。