

## 有色金属

## 不要忽视：西澳锂矿山“出清”信号不断

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股整体波动较大，有色板块表现不佳，跑输上证综指1.04个百分点。商品市场，美国降息落地，新增非农、ADP就业人数数据好于预期，但制造业PMI继续跌破荣枯线，黄金价格先抑后扬，Comex黄金价格环比上涨0.64%。多国跟随美联储降息，全球经济喜忧参半，基本金属价格剧烈震荡，LME指数本周下跌0.1%。小金属价格普遍下跌，需求端疲软成为普遍原因：消费淡季预期导致海外钴价短期有所承压；锂价继续走低，但停/减/关产频频，价格进入底部中枢明确；缅甸进口窗口重新打开，供需双弱压制稀土价格表现；钨同样由于需求未见回暖继续回落：MB钴（标准级）、MB钴（合金级）较上周下跌1.0%和0.3%；工业级碳酸锂、电池级（碳酸锂）、工业级氢氧化锂、电池级氢氧化锂价格分别下跌2.0%、1.7%、2.5%、3.7%，氧化镨钕、氧化镝分别下跌1.3%和4.3%，APT和钨精矿分别下跌3.5%和3.3%。
- **【本周关键词】：**国内制造业PMI继续跌破荣枯线，美联储降息落地，MIN暂停Wodgina矿山运营
- **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10月制造业PMI继续跌破荣枯线，逆周期政策加码：10月制造业PMI较9月小幅回落0.5个点至49.3%，连续6个月位于荣枯线以下，本月PMI下滑主要源于生产和新订单的同步下滑，货币政策仍有进一步宽松的必要性，基建有望继续加码；②美国，美联储降息略显“鹰派”，但经济仍处于抵抗式回落中，货币政策继续宽松的趋势没有改变：周内美联储降息25个基点，将联邦基金利率降至1.5%-1.75%区间，但在政策声明中删除了“采取适当行动来维持经济扩张”的措辞，略偏“鹰派”，但是美国经济仍处于下行通道，10月ISM制造业PMI为48.3，仍位于荣枯线以下，长期来看货币政策宽松的趋势没有改变；③欧洲，英国脱欧时间表向后延期，欧元区经济持续低迷，10月30日，欧盟27国完成批准英国脱欧推迟至2020年1月31日的正式程序，但无协议脱欧的风险仍然存在，此外欧洲经济持续低迷，10月PMI继续跌破荣枯线，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：**现货价格短期有所回调，但下游需求边际企稳回升，价格回调空间不大；更重要的是中长期来看，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，钴现货价格短期回调，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。

- **锂：西澳矿山“出清”信号不断，锂价已进入底部中枢。**锂价近一年走势以单边下跌为主，碳酸锂（电池级）、氢氧化锂（电池级）较 2018 年高点分别下跌了 67.67%和 58.31%，目前价格已经跌至成本线附近，近期行业的底部特征也是不断出现：1) 由于现金流的压力，高成本矿山 Bald Hill 宣布破产重组；2) Galaxy 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；3) Lithium Americas 将 Thacker Pass 锂矿预算由 5.81 亿美金削减至 4 亿美金，并将目标产能规模缩减 1/3（约 1 万吨）；4) 澳大利亚矿业公司 Mineral Resources 与 Albemarle Corp 成立的合资公司 MARBL 宣布，决定暂停 Wodgina 项目的运营，Wodgina 项目设计锂精矿产能 75 万吨，三季度完成了 3300 吨锂精矿试样发货，未来计划配套 5-10 万吨氢氧化锂产能。我们认为在未来可以看到更多格局重塑的事件，同样受益于全球电动车的爆发 & 5G “换机潮”，锂供需格局同样也将“扭转”。
- **贵金属：美联储降息略偏“鹰派”，但美国经济“抵抗式”回落明确，制造业较为疲软，当前我们仍维持实际利率趋势回落、金价仍处于本轮上涨周期的前半段的判断。**周初，美联储降息落地，但略偏鹰派，新增非农就业人数、ADP 就业人数均好于预期，黄金价格由 1507 美元/盎司跌至 1489.9 美元/盎司，但制造业数据仍然较为疲软，10 月 ISM 制造业 PMI 继续跌破荣枯线，市场对于美国经济仍然较为悲观，COMEX 黄金价格反弹至 1516.7 美元/盎司，且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：多国选择跟随式降息，全球经济喜忧参半，基本金属价格大幅震荡，“金九银十”旺季消费带动加速去库，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 87 万吨，较前周减少 0.5 万吨，本周氧化铝价格出现回调，吨电解铝盈利恢复至 480 元；2) 铜：智利抗议事件不断发酵，矿山供给端趋紧导致 TC 承压，“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 25 周下滑；3) 锌：精矿供需变化不大 TC 持稳，短期小幅累库；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，2020-2021 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) 钴锂：嘉能可 Mutanda 将在 2020-2021 年修缮停产，5G “换机潮”或带动消费电池正增长，较小的需求增长便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；西澳矿山“出清”不断，关停/减产底部信号愈发明确，需求定方向，锂也或将与钴一起迎来供需结构“扭转”。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、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

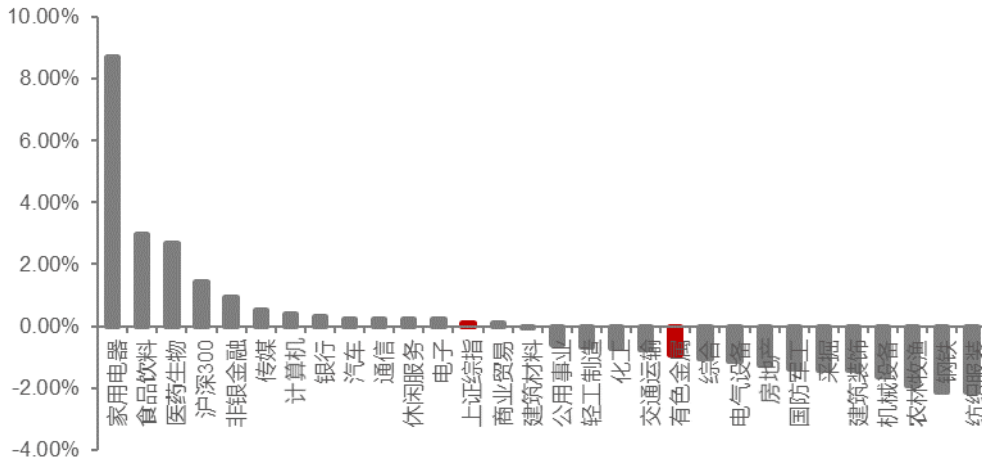
<b>1. 本周行情回顾</b> .....	<b>- 4 -</b>
1.1 股市行情回顾: A股整体波动较大, 有色板块表现不佳 .....	- 4 -
1.2 贵金属: 美联储降息略偏“鹰派”, 但经济数据疲软, 黄金价格震荡上行.....	- 5 -
1.3 基本金属: 经济数据喜忧参半, 基本金属价格剧烈波动 .....	- 5 -
1.4 小金属: 需求端疲软, 价格普遍下跌 .....	- 6 -
<b>2. 宏观“三因素”运行态势跟踪</b> .....	<b>- 7 -</b>
2.1 中国因素: 制造业疲软, 逆周期调节政策或加码 .....	- 7 -
2.2 美国因素: 美联储降息落地, 制造业仍然疲软.....	- 8 -
2.3 欧洲因素: 英国脱欧仍存不确定性, 经济数据持续低迷 .....	- 9 -
<b>3. 贵金属: 美联储降息落地, 黄金长期配置价值不改</b> .....	<b>- 10 -</b>
3.1 美联储如期降息, 经济数据喜忧参半 .....	- 10 -
3.2 黄金 ETF 持仓较为稳定, COMEX 净多头结构持续 .....	- 11 -
<b>4. 基本金属: 制造业数据不及预期, 基本金属价格短期承压</b> .....	<b>- 12 -</b>
4.1 铝: 电解铝继续去库, 盈利水平有所恢复 .....	- 12 -
4.2 铜: 铜矿供给端“干扰”不断, 现货 TC 承压 .....	- 14 -
4.3 铅: 加工费维稳, 短期小幅累库.....	- 15 -
4.4 锌: TC 持稳, 锌锭库存略有增加.....	- 16 -
4.5 锡: 云锡检修停产, 锡价仍然坚挺 .....	- 17 -
<b>5. 新能源金属: 钴供需预期或将“剧烈”反转</b> .....	<b>- 18 -</b>
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.....	- 18 -
5.2 钴: 无锡盘钴价回调, 不改钴价长期上行趋势.....	- 18 -
5.4 锂: 锂价已经进入底部中枢, 行业底部特征不断出现.....	- 21 -
5.4 稀土磁材: 缅甸进口窗口打开, 稀土价格承压 .....	- 22 -
<b>6. 投资建议</b> .....	<b>- 23 -</b>
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>- 23 -</b>
<b>8. 附录: 全球有色金属价格、库存走势 (10.28-11.01)</b> .....	<b>- 25 -</b>

## 1. 本周行情回顾

### 1.1 股市行情回顾：A 股整体波动较大，有色板块表现不佳

- 本周，国际方面，美联储降息落地，英国脱欧时间表延期至明年 1 月，美国新增非农、ADP 就业人数等经济数据好于预期，因此本周美股三大指数整体大幅上涨（道指↑1.44%，纳斯达克↑1.74%，标普↑1.47%）；国内方面，经济数据喜忧参半，A 股整体波动较大，从 SW 一级行业指数来看，家用电器板块表现较优。
- 具体来看：综合指数中，上证指数收于 2958.20 点，环比上涨 0.11%；深证成指收于 9802.33 点，环比上涨 1.47%；沪深 300 收于 3952.39 点，环比前周上涨 1.43%；申万有色金属指数收于 2643.68 点，环比前周下跌 0.92%，跑输上证综指 1.04 个百分点。SW 一级行业指数周度走势如下图所示。

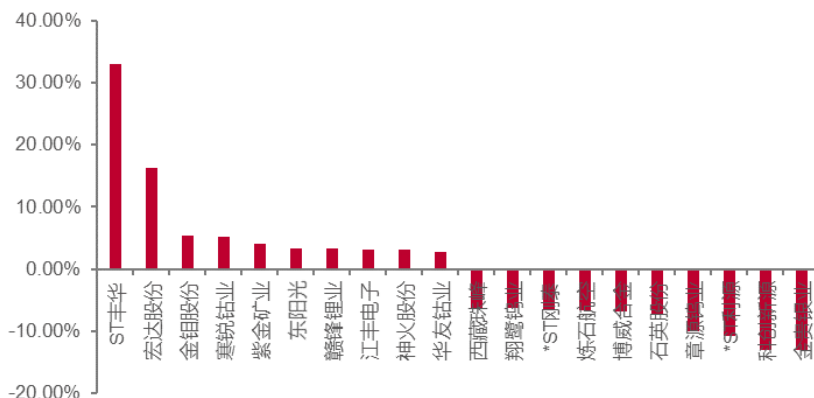
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



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：23 只个股出现不同程度上涨，3 只个股与上周持平，其余 93 只个股均出现不同程度下跌，具体来看，寒锐钴业、赣锋锂业钴锂相关标的涨幅居前，主要逻辑为：钴锂经过大幅下跌后，价格接近底部价格中枢，叠加近期中游消费数据有所回暖，钴锂价格反弹预期增强，因此本周寒锐钴业上涨 5.13%，赣锋锂业上涨 3.26%，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

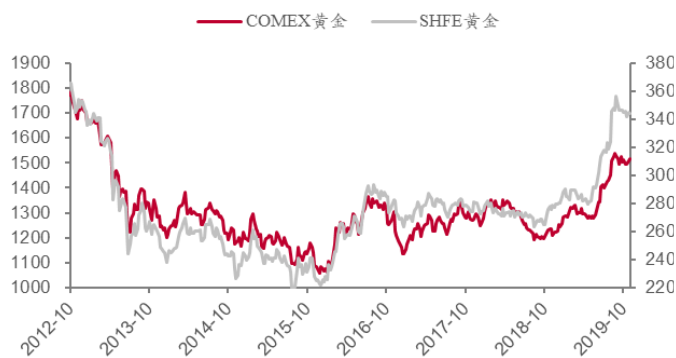


来源: wind, 中泰证券研究所

### 1.2 贵金属: 美联储降息略偏“鹰派”, 但经济数据疲软, 黄金价格震荡上行

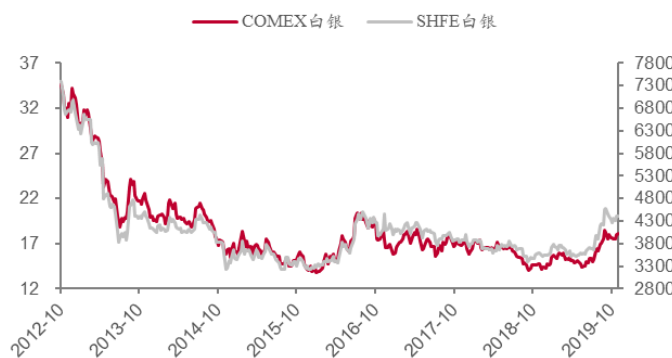
- **美联储降息略偏“鹰派”, 但 10 月 PMI 继续跌破荣枯线, 黄金价格整体震荡上行。** 周初, 美联储降息落地, 但略偏鹰派, 新增非农就业人数、ADP 就业人数均好于预期, 黄金价格由 1507 美元/盎司跌至 1489.9 美元/盎司, 但制造业数据仍然较为疲软, 10 月 ISM 制造业 PMI 继续跌破荣枯线, 市场对于美国经济仍然较为悲观, COMEX 黄金价格反弹至 1516.7 美元/盎司。整体来看, 截至本周五, COMEX 黄金收于 1516.7 美元/盎司, 较上周上涨 0.64%; COMEX 白银收于 18.11 美元/盎司, 较上周上涨 0.42%。

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: 经济数据喜忧参半, 基本金属价格剧烈波动

- 本周, 美联储如期降息, 多国选择跟随式降息, 流动性宽松预期增强, 全球经济数据喜忧参半, 中美制造业 PMI 继续跌破荣枯线, 因此基本金属价格短期剧烈波动, 本周 LME 基本金属指数周初冲高至 2869, 随后逐渐回落至 2848, 环比前周微跌 0.1%, 具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅分别为 -0.8%、3.2%、-2.4%、0.3%、-0.9%、-0.5%。

图表 5: 基本金属周涨跌幅 (10.28-11.01)

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	2848	-0.1%	1.7%
铜	LME	5862	-0.8%	-0.8%
	SHFE	47120	-0.6%	-2.5%
铝	LME	1789	3.2%	-3.5%
	SHFE	13875	0.5%	2.1%
铅	LME	2165	-2.4%	7.7%
	SHFE	16575	-1.0%	-8.2%
锌	LME	2523	0.3%	2.8%
	SHFE	18955	1.5%	-9.4%
锡	LME	16520	-0.9%	-15.1%
	SHFE	137220	-0.7%	-4.3%
镍	LME	16770	-0.5%	57.5%
	SHFE	131990	-1.0%	49.9%

来源：wind，中泰证券研究所

#### 1.4 小金属：需求端疲软，价格普遍下跌

- **钴价本周小幅回调。**MB 钴（标准级）、MB 钴（合金级）、硫酸钴较上周分别下跌 1.0%、0.3%和 9.3%，其主要原因有以下三点：1）受到 9 月份电动车终端产销出现 30%同比下滑的影响；2）从历史来看，11 月是装机小高峰，钴盐需求进入四季度会有环比减弱的预期；3）海外钴贸易商抬价去谈长协的价格有所减弱。
- **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，海外矿山已经出现“出清”信号。**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）、碳酸锂（电池级）、氢氧化锂（工业级）、氢氧化锂（电池级）较上周分别下跌 2.0%、1.7%、2.5%和 3.7%。
- **市场需求疲软，缅甸进口窗口重新打开，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；缅甸进口窗口重新打开，9 月份我国共进口混合碳酸稀土 1221 吨，其中从缅甸进口 1104.27 吨，较上月环比增长 2112%，供需双弱导致稀土价格承压，本周氧化镨钕、氧化镝较上周分别下跌 1.3%和 4.3%。
- **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 3.5%和 3.3%。

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	11月1日	涨跌幅			
				7天	30天	90天	360天
钴	MB钴(标准级)	美元/磅	17.8	-1.0%	1.4%	25.2%	-59.2%
	MB钴(合金级)	美元/磅	18.3	-0.3%	2.4%	23.1%	-58.2%
	钴精矿	美元/磅	15.7	0.0%	4.4%	15.4%	-52.5%
	金属钴	元/公斤	28.4	0.0%	3.7%	18.1%	-55.0%
	钴粉	元/公斤	30.4	0.0%	7.0%	21.1%	-58.8%
	硫酸钴	元/公斤	5.9	-9.3%	-4.9%	48.1%	-58.2%
	四氧化三钴	元/公斤	20.5	0.0%	10.8%	22.8%	-57.7%
	碳酸钴	元/公斤	12.3	0.0%	3.4%	17.1%	-60.6%
	氯化钴	元/公斤	7.3	0.0%	9.0%	55.3%	-52.9%
	氧化钴	元/公斤	21.5	0.0%	9.1%	28.7%	-53.0%
锂	金属锂(99%)	元/公斤	58.0	-3.3%	-7.9%	-15.3%	-37.3%
	金属锂(99.9%)	元/公斤					
	碳酸锂(工业级)	元/公斤	4.9	-2.0%	-5.8%	-27.1%	-62.1%
	碳酸锂(电池级)	元/公斤	5.9	-1.7%	-2.5%	-22.0%	-58.2%
	单水氢氧化锂(工业级)	元/公斤	5.8	-2.5%	-9.1%	-26.0%	-58.8%
	单水氢氧化锂(电池级)	元/公斤	6.5	-3.7%	-12.5%	-28.3%	-53.9%
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	10.2	-1.9%	3.0%	30.1%	-28.0%
	三元622/动力	元/吨	10.9	-0.9%	3.8%	29.8%	-
	钴酸锂	元/吨	24.8	0.0%	18.1%	15.9%	-49.6%
正极	三元523/动力	元/公斤	15.0	-0.7%	2.0%	11.1%	-34.2%
	三元622/动力	元/吨	16.6	-1.8%	1.2%	10.0%	-
	镍精矿	元/吨	3.1	0.0%	6.9%	8.8%	-22.5%
锑	锑锭	元/吨	4.1	0.0%	11.6%	5.8%	-18.8%
	三氧化二锑	元/吨	3.7	0.0%	13.8%	2.8%	-19.6%
镁	金属镁	元/吨	1.5	0.0%	-4.3%	-8.5%	-6.7%
钼	钼精矿	元/吨度	1650.0	-6.8%	-17.5%	-7.8%	1.9%
	钼铁	元/吨	10.9	-8.1%	-19.0%	-8.8%	0.0%
硅	金属硅	元/吨	1.1	1.0%	0.9%	-2.2%	-11.8%
	硅铁	元/吨	5841.0	0.0%	0.0%	-1.8%	-15.3%
钛	海绵钛	元/吨	8.1	0.0%	0.0%	14.1%	44.9%
钨	APT	元/吨	13.6	-3.5%	18.3%	8.8%	-24.2%
	钨精矿	元/吨	8.8	-3.3%	17.3%	4.8%	-21.4%
	氧化钨	元/吨					
铌	铌矿	美元/磅	8.5	0.0%	1.2%	-11.5%	-19.9%
	五氧化二铌	元/公斤	20.7	1.0%	-0.5%	-11.9%	-9.6%
钒	五氧化二钒	元/吨	9.9	-17.5%	-22.7%	-19.8%	-49.0%
	钒铁	元/吨	10.5	-16.0%	-24.7%	-20.8%	-46.2%
锆	海绵锆	元/公斤					
	锆英砂	元/吨	25.7	-0.6%	3.8%	2.6%	42.5%
	氧氯化锆	元/吨	1.6	-0.5%	-3.8%	-6.7%	-15.5%
稀土	氧化镨钕	元/吨	29.4	-1.3%	-10.9%	-19.0%	-8.1%
	氧化镝	元/公斤	154.0	-4.3%	-19.4%	-22.8%	35.1%
	氧化镧	元/吨	3.5	0.0%	-2.8%	3.0%	-
	氧化铈	元/吨	3.4	0.0%	-2.9%	3.1%	-

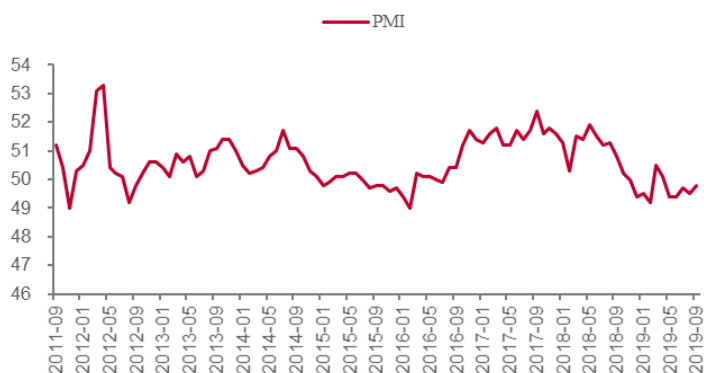
数据来源: Wind、Metal Bulletin、SMM、亚洲金属网、中泰证券研究所

## 2. 宏观“三因素”运行态势跟踪

### 2.1 中国因素: 制造业疲软, 逆周期调节政策或加码

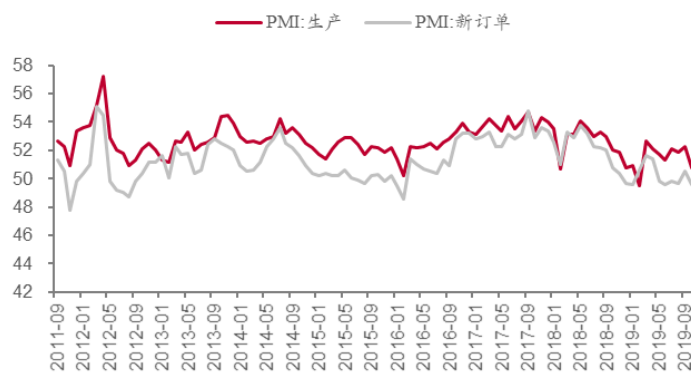
- 供需表现疲弱，10月PMI继续跌破荣枯线。**10月制造业PMI较9月小幅回落0.5个点达49.3%，连续6个月位于荣枯线下。从PMI构成的5大分项上来看，本月PMI下滑主要源于生产和新订单的同步下滑。其中生产拉动PMI下滑0.4个百分点，新订单拉动PMI下滑0.3个百分点生产和需求均在环比走弱。10月PMI数据的全面走弱，其中有假期因素的干扰。但10月欧元区PMI延续弱势，外需难有大的改善。内部来看，三季度经济增速继续放缓，生产、消费小幅回暖，PPI和工企利润同比增速均为年内新低，经济下行压力仍大。猪价影响下通胀压力虽有所上升，但结构性通胀不会扰动货币政策，货币仍有进一步宽松必要，财政方面基建也有望继续加码。

图表7：制造业PMI连续6个月跌破荣枯线



来源：Wind，中泰证券研究所

图表8：PMI生产和新订单指数

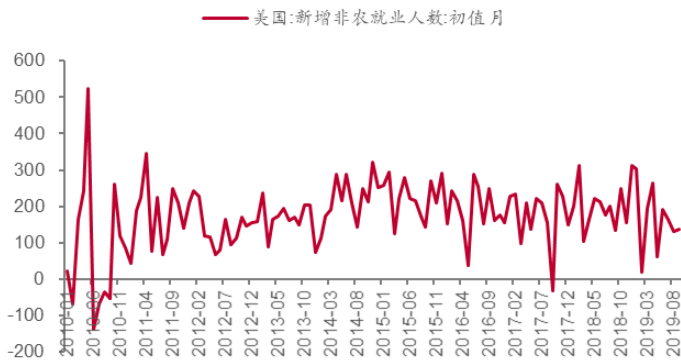


来源：Wind，中泰证券研究所

## 2.2 美国因素：美联储降息落地，制造业仍然疲软

- 美联储如期降息，降息声明略偏“鹰派”，但长期来看降息仍将继续。**本周，FOMC议息会议以8:2的投票比例赞成降息25个基点，将联邦基金利率降至1.5%-1.75%区间，同时将超额存款准备金利率从1.8%降至1.55%，但美联储在政策声明中删除了“采取适当行动来维持经济扩张”的措辞，意味着美联储或暂停预防式降息，略显“鹰派”。但资本市场对经济预期更加悲观，黄金价格先抑后扬，先回落至1480美元/盎司，随后回升至1498美元/盎司，美国国债收益率全面下行，美元指数也是冲高回落。
- 中美贸易紧张关系缓解使得美联储降息偏“鹰派”，但美国经济仍处于“抵抗式回落中”，货币政策继续宽松的趋势没有发生改变。**本周，美国公布的经济数据喜忧参半，前期预防式降息效果逐渐显现，美国三季度实际GDP环比上升1.9%（预期1.6%），ADP新增就业人数12.5万（预期12万），10月季调后非农就业人口增12.8万人（预期增8.9万人），但是美国制造业数据仍然较为疲软，10月ISM制造业PMI为48.3，预期为48.9，前值为47.8，继续跌破荣枯线以下；美国9月PCE物价指数同比升1.3%，预期升1.4%，前值升1.4%。总体来看，美国经济仍然处于下行通道，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，货币政策宽松趋势不变。



**图表 9: 美国 10 月新增非农就业人数超预期**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 10: 美国 10 月制造业 PMI 继续跌破荣枯线**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 11: 美国经济数据近期变化一览**

指标类别	具体指标	领先/同步/滞后于GDP	状态	近期变化
国债利率曲线	10年期-3月期国债利率	领先	↑	二三季度收益率曲线倒挂, 随着美联储的降息和扩表, 收益率曲线倒挂取消
	10年期-2年期国债利率	领先	↓	
杠杆	私人部门信贷/GDP	领先	↓	目前处于相对历史较低位置
	非金融企业杠杆率	领先	↑	处于历史最高点
	非金融企业偿债能力	领先	↑	回到次贷危机前水平
消费	密歇根消费信心指数	同步	↓	仍处于较高位置, 但环比有所下降
	零售销售总额	同步	↓	疲软, 9月环比转负
地产	新建住房销售	同步	↓	9月环比下降0.71%
	成屋销售	同步	↓	9月环比下降2.18%
失业	ADP就业人数	同步	↑	好于预期, 10月ADP就业人数增加12.5万, 预期增加11万, 前值增加9.3万
	新增非农就业人数	同步	↑	美国10月季调后季调后非农就业人口增12.8万人, 预期增8.9万人, 前值由增13.6万修正为增18万
	失业率	同步	↑	9月失业率3.6%, 环比增加0.1pcts
通胀	CPI	同步	→	美国9月整体CPI持平, 而预期值和前值为上涨0.1%, 核心CPI年率上涨2.4%, 符合预期
	PPI	同步	↓	美国9月PPI(年率)实际公布1.4, 预期1.8, 前值1.8, 创8个月以来最大跌幅
	PCE	同步	↑	美国第三季度核心PCE物价指数年化初值季环比增2.2%, 预期增2.1%, 前值增1.9%
景气程度	制造业PMI	同步	↓	10月ISM制造业PMI为48.3, 预期为48.9, 前值为47.8, 继续跌破荣枯线

来源: wind, 中泰证券研究所

注: 标红色的为近期有所恶化的指标

### 2.3 欧洲因素: 英国脱欧仍存不确定性, 经济数据持续低迷

- **英国脱欧时间将延期, 但不确定性仍存。**10月30日, 欧盟27国完成批准英国脱欧推迟至2020年1月31日的正式程序; 同时, 英国议会下院以438票支持、20票反对的表决结果通过了英国政府提出的一项法案, 同意在12月12日提前举行大选, 以打破当前的脱欧僵局。欧盟脱欧谈判首席代表巴尼耶表示, 如果英国议会不批准约翰逊的脱欧协议, 伦敦方面也不推迟脱欧, 那么“无协议脱欧”可能会在明年1月底发生; 此外届时双方不能达成新的贸易协议, 也没有额外的时间来达成协议, 那么在英国脱欧后的过渡期结束时, 也可能出现这种情况。
- **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。

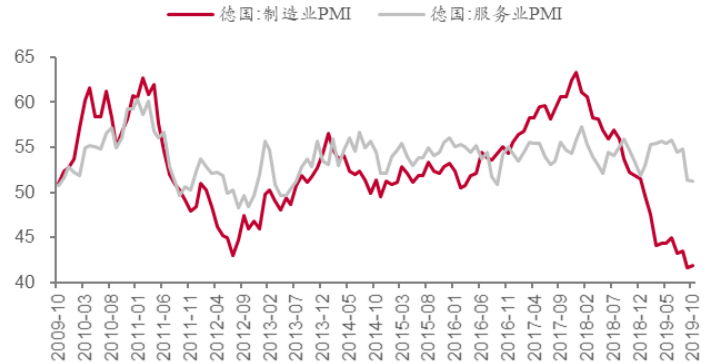
- 总体上，我们仍认为，外部不确定性（中美经济增速放缓、全球经贸趋势减弱）或施压于欧元区表现，边际宽松的货币政策的逆周期调节，存在进一步蔓延之势。

图表 12: 欧元区 PMI 继续跌破荣枯线



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 德国 PMI 继续处于低位



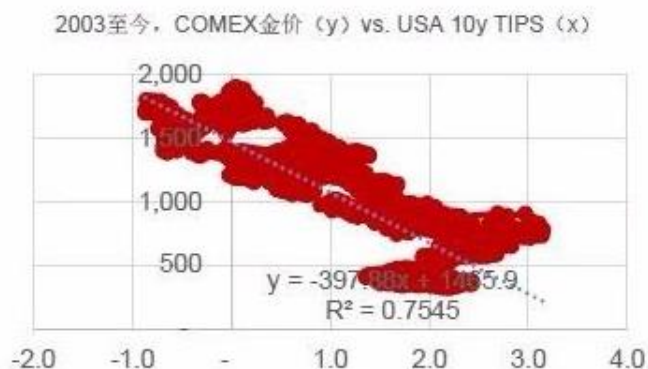
来源: Wind, 中泰证券研究所

### 3. 贵金属: 美联储降息落地, 黄金长期配置价值不改

#### 3.1 美联储如期降息, 经济数据喜忧参半

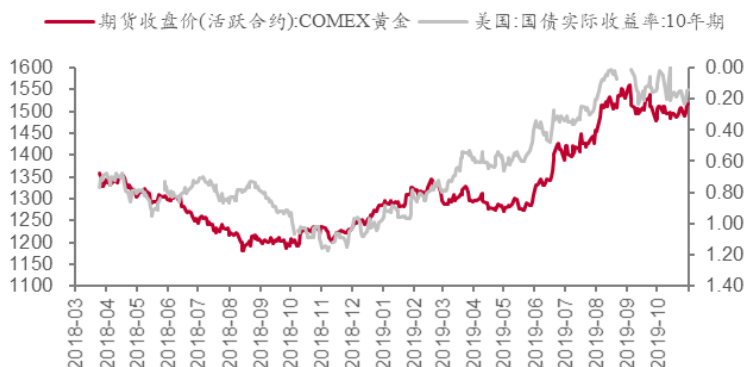
- 美联储降息落地, FOMC 声明略显“鹰派”, 黄金价格剧烈波动。10 月 30 日, FOMC 议息会议以 8:2 的投票比例赞成降息 25 个基点, 将联邦基金利率降至 1.5%-1.75% 区间, 同时将超额存款准备金利率从 1.8% 降至 1.55%, 但美联储在政策声明中删除了“采取适当行动来维持经济扩张”的措辞, 意味着美联储或暂停预防式降息, 略显“鹰派”, 黄金价格先抑后扬, 先回落至 1480 美元/盎司, 但市场对于美国经济较为悲观, 随后回升至 1498 美元/盎司, 美国国债收益率全面下行, 美元指数也是冲高回落。
- 美国经济处于抵抗式回落中, 黄金价格长期上行的方向没有发生改变。本周公布的美国经济数据喜忧参半, 前期预防式降息效果逐渐显现, 美国三季度实际 GDP 环比上升 1.9% (预期 1.6%), ADP 新增就业人数 12.5 万 (预期 12 万), 10 月季调后非农就业人口增 12.8 万人 (预期增 8.9 万人), 但是美国制造业数据仍然较为疲软, 10 月 ISM 制造业 PMI 为 48.3, 预期为 48.9, 前值为 47.8, 继续跌破荣枯线以下, 美国经济仍处于下行通道, 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 (R2=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 0.14 附近, 降幅接近 100bp。

**图表 14: 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 15: 金价与美国真实收益率对比**

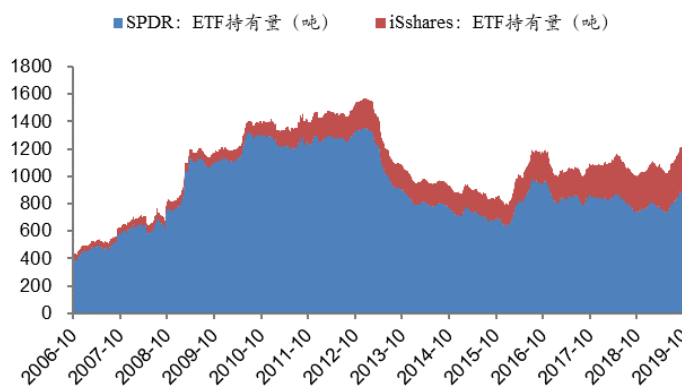


来源: Wind, 中泰证券研究所

### 3.2 黄金 ETF 持仓较为稳定, COMEX 净多头结构持续

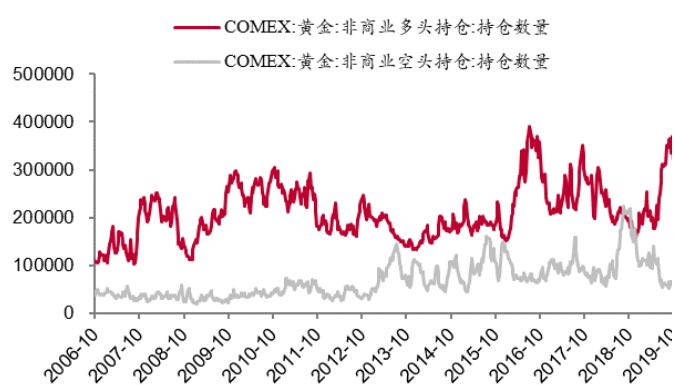
- **黄金 ETF 持仓较为稳定, COMEX 净多头结构延续。**本周, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1274.51 吨, 较前周减少 4.50 吨, 黄金 ETF 持仓量仍较为稳定。周内, COMEX 黄金非商业多头持仓增加至 33.54 万张附近 (前值 32.29 万张附近), 同时非商业空头持仓降低至 5.89 万张附近 (前值 6.38 万张附近), 净多头持仓量环比前周增加至 27.65 万张 (前值 25.91 万张), COMEX 净多头结构延续。

**图表 16: 黄金 ETF 持仓情况**



来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 17: COMEX 黄金多头与空头持仓情况**



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **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 83.3, 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 18: 金银比处于历史高位, 向下修复动能强劲**



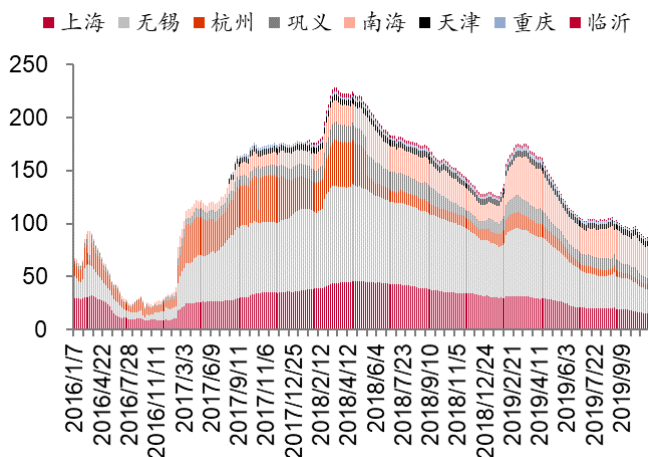
来源：Wind，中泰证券研究所

## 4. 基本金属：制造业数据不及预期，基本金属价格短期承压

### 4.1 铝：电解铝继续去库，盈利水平有所恢复

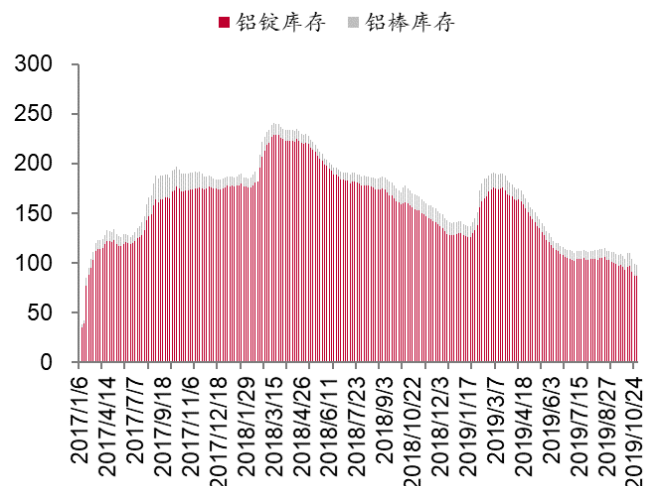
- **电解铝继续去库。**SMM 统计数据显示，2019 年 10 月 31 日国内电解铝社会库存 87 万吨，较前周减少 0.5 万吨。叠加 SMM 铝棒库存数据，总计 98.62 万吨（其中，铝棒库存 11.62 万吨，减少 0.19 万吨），较前周减少 0.69 万吨；LME 库存 10 月 31 日为 95.91 万吨，较前周环比减少 0.95 万吨。到货方面，本周无锡、巩义地区到货仍然偏少，未向库存施压；出库方面，无锡、巩义地区出库量尚可，南海地区出库有减量，整体来看本周库存降幅较前一周有所收窄。

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

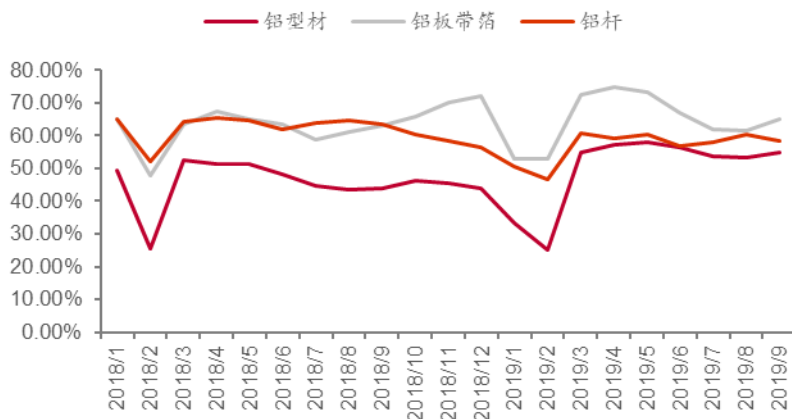


来源：我的有色，SMM，中泰证券研究所

- **铝下游 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 21: 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, 继续保持小幅回暖, 部分企业反馈 10 月实际订单较预期更好, 环比 9 月小增, 11 月订单仍相对持平; 2) 供给端, 废铝供应紧张市场情绪加剧, 尤其以过去以进口废铝为主的浙江宁波与广大地区较为明显, 表现为使用进口废铝为主的再生铝企业产量有限, 基本已停止国内接单; 3) 进出口方面, 出口再生铝 ADC12 价格保持高位, 目前出口日本基本港口 ADC12 CIF 价格跌至 1500~1540 美元/吨。前期进口铝合金锭到货持续增加, 11 月送到铝合金锭几乎无货, 部分 12 月-2 月到货铝合金锭开始报价。
- **盈利表现: 氧化铝价格回调, 电解铝盈利水平较上周继续改善。** 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, 本周成交价格重心有所下调。具体来看, 氧化铝平均价格为 2595 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 31 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 13520 元/吨, 吨铝盈利恢复至 480 元。具体走势如下图所示。

**图表 22: 电解铝成本、利润图**

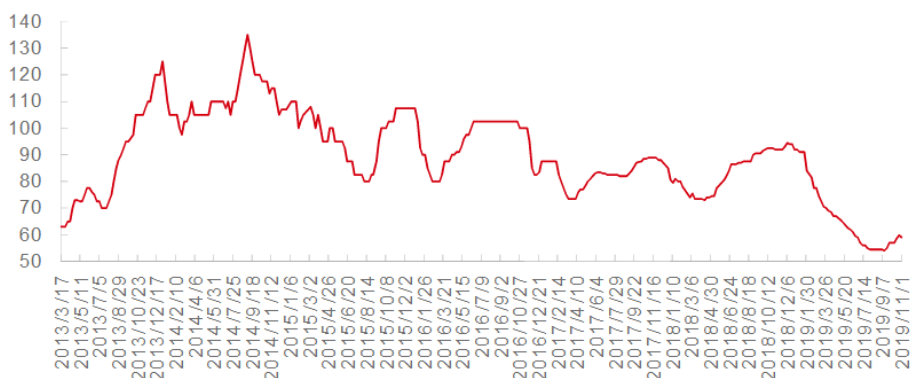


来源: wind, 安泰科, 亚洲金属网, 中泰证券研究所

#### 4.2 铜：铜矿供给端“干扰”不断，现货 TC 承压

- 本周，截止本周五，SMM 铜精矿指数（周）报 59.00 美元/吨，较上周五下跌 0.83 美元/吨。本周由于市场关注焦点聚集在伦敦举行的 LME 年会上，铜精矿现货市场成交清淡，买卖双方均在等待本月长单谈判的指引，报盘上偏向谨慎，实际成交有限。智利抗议和暴乱事件持续发酵，安托法加斯塔市多条道路被堵，智利主要港口与 Escondida 铜矿工会罢工声援抗议活动，智利总统被迫宣布取消 APEC 领导人非正式会议和 COP 25 气候大会。另外秘鲁政府通过 Tia Maria 铜矿项目建设许可，又引发当地紧张局势，此前该项目就曾多次因为社区堵路抗议活动向后延期。南美地区紧张局势预计将影响到明年一季度中国铜精矿的进口量，同时对铜精矿现货产生趋紧预期，也会对目前的铜精矿 TC 价格产生压力。

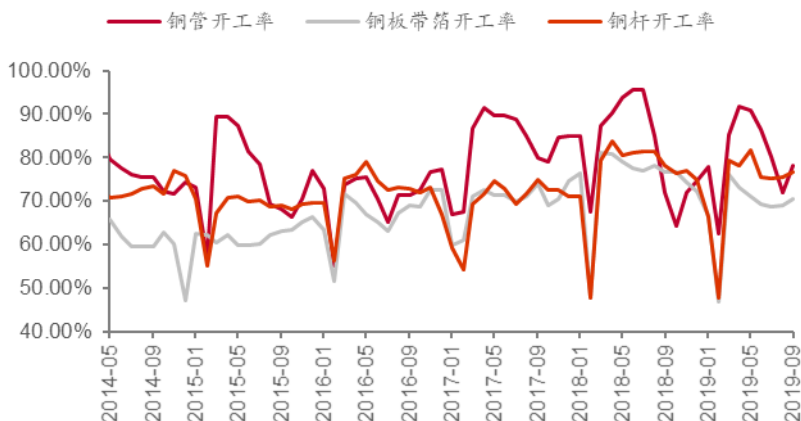
图表 23：铜精矿 TC 较上周有所提升（单位：美元/吨）



来源：SMM，中泰证券研究所

- “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，十月份消费整体弱于九月份，当地库存表现充裕，电解铜的需求相对较弱，下游接货力度平平，基本保持贴水百元附近，下游接货疲弱令持货商逐步调降报价以求成交，月末市场成交表现清淡。华南地区，累库仍然是关注的焦点，截止本周五，库存报 5.87 万吨，较节上周增加 0.33 万吨左右。国庆节后下游消费持续清淡，叠加库存压力大，贸易商加大换现力度令贴水持续扩大走低，市场表现每日小幅下滑趋势，自周初贴水 30 元/吨调降低至贴水 70 元/吨，市场交投显疲软，再度表现了供大于求特征。
- 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 0.95 万吨至 24.35 万吨，自 5 月 10 日开始保税区铜库存连续减少已达 25 周，累计减少 32.45 万吨。LME 库存下降 0.19 万吨至 26.34 万吨，SHFE 库存增加 0.69 万吨至 14.99 万吨。

图表 24：铜材开工率

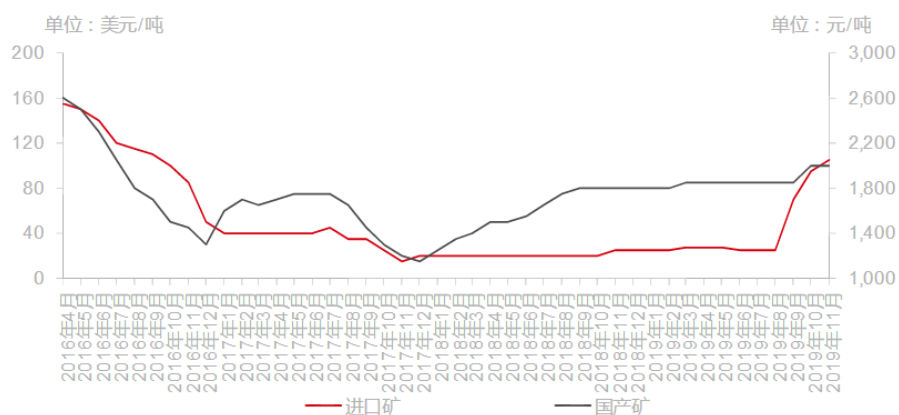


来源：SMM，中泰证券研究所

### 4.3 铅：加工费维稳，短期小幅累库

- **原料端**，本周国产 50 品位铅精矿到厂主流成交在 1950-2150 元/金属吨，60 品位进口铅精矿主流报价 90-120 美元/干吨。本周除内蒙地区外，其他地区国内铅精矿加工费均有不同程度上涨；当前大部分炼厂原料库存水平依然高企，矿需求量不高，故不断逼高国内铅精矿报价；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。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 1950-2150 元/金属吨，湖南 1900-2000 元/金属吨，云南 1900-2000 元/金属吨，内蒙古 2000-2200 元/金属吨；广西 1950-2050 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

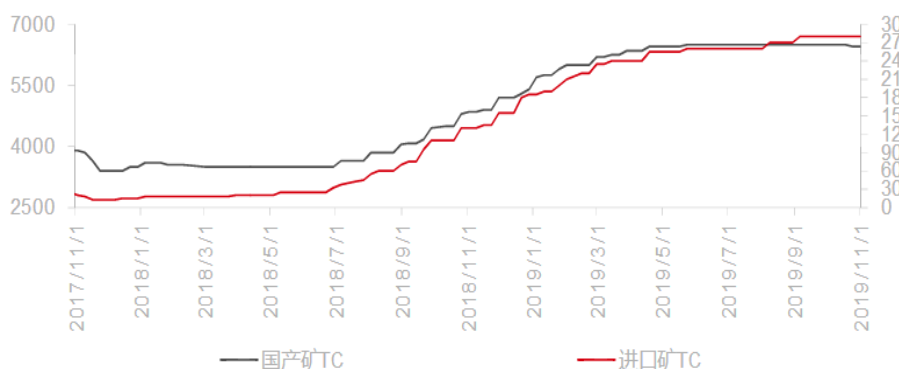
- **铅蓄电池综合开工率环比下降**。本周（10 月 28 日—11 月 1 日）SMM 五省铅蓄电池企业周度综合开工率为 56.24%，较上周环比下降 0.58 个百分点。电动自行车蓄电池市场进入消费淡季，加之铅价下挫，经销商避险少采，蓄电池企业订单明显减少，为避免库存累增，如江苏、江西等地部分蓄电池企业再度收紧开工率。同时，汽车蓄电池市场需求一般，其中因尼日利亚海关政策变化，对非出口受阻，蓄电池企业开工亦较谨慎。

- **库存变化:** 截止周五(11月1日), 铅锭五地社会库存总量为 2.37 万吨, 较上周五环比上升 3000 吨。本周铅价破位下跌, 周初由于再生精铅贴水较大, 下游采购多偏向再生铅, 加之电动蓄电池市场正值淡季, 刚需有限, 原生铅炼厂与贸易商出货仍较被动, 厂库库存向社会仓库转移。

#### 4.4 锌: TC 持稳, 锌锭库存略有增加

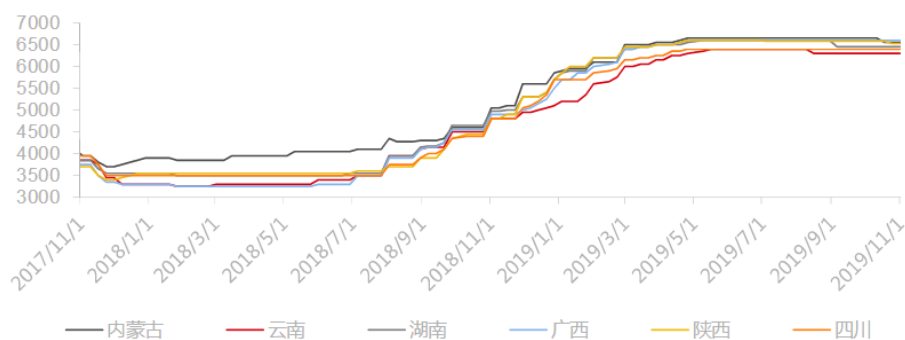
- 本周国产 50 品位锌精矿到厂主流成交在 6050-6500 元/金属吨, 50 品位进口锌精矿主流报价 270-290 美元/干吨。本周虽然各地区锌精矿加工费维持不变, 但广西地区区内加工费有所松动, 有计划下调的可能, 主要是广西最近发生矿难, 区内矿供应出现短暂的紧张, 但由于存在进口矿补充缺口, 矿供应紧张不具备持续性, 其他地区国内锌精矿加工费暂无进一步下调的原因; 当前大部分炼厂原料库存水平维持刚需 30 天左右, 主要还是国内锌矿供应宽裕; 而进口方面, 随着近期内外比价下修, 进口盈利收到冲击, 进口锌精矿加工费部分报至 290-300 美元/干吨
- 本周平均沪伦比值 7.44 (10月28日-10月31日), 较上周出现下修。周均亏损自上周扩大至-2558 元/吨, 最高亏损达到-2644 元/吨。海外库存本周累计下降 3300 吨左右, 外强内弱的格局具有持续性。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, 本周保税区库存环比下降 2800 吨, 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 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

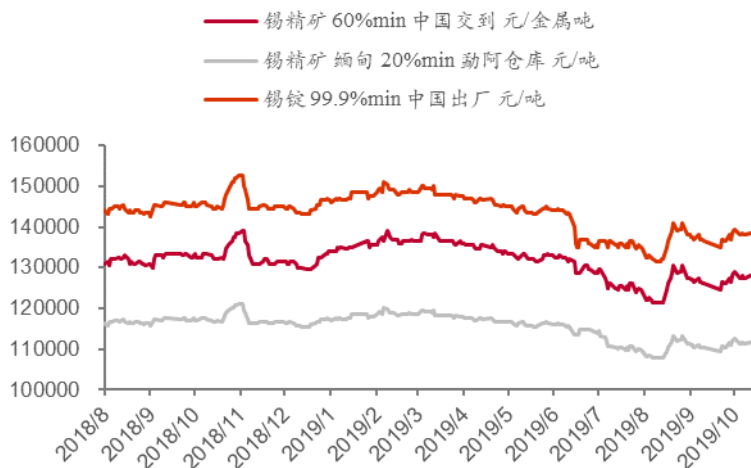


- 消费方面，北方环保检查趋严，压制锌消费。**镀锌管方面，本周北方地区重污染天气，导致部分中小型企业生产受限，影响一定锌消费，与此同时因为限运输，故部分大型镀锌企业成品库存本周被动累增；镀锌结构件方面，今年公路建投累计投资表现亮眼，部分镀锌件生产企业产能利用率提升（铁塔，轨交）；镀锌板厂需求方面，据宏观结构公布数据，10月前27天乘用车批、零增速均为-15%，降幅较9月均有所扩大，指向9月终端需求虽有改善，但基础仍不牢固，整体复苏势头依然较弱。白色家电方面：9月海关总署三大白电出口增速涨多跌少，仅洗衣机增速因去年同期高基数由正转负至-2.6%，而空调和冰箱出口增速分别升至16.1%、-1.1%。虽然终端需求有所改善，但经销商备货却并不积极，厂家销量增速涨少跌多，整体偏弱。尤其是冰箱和洗衣机销量增速分别降至0.1%、-3.8%，而洗衣机厂商生产也明显放缓，库销比为0.33，仍处同期低位。
- 库存变化：**本周三地社会库存较10月25日下降2000吨至13.64万吨。本周上海地区库存小增800吨左右，主因消费逐步转弱抑制出库量；广东地区与天津地区共同贡献一千余吨降幅，主因广东仓库到货量较少，增减相抵下，三地社会库存录得微幅下降。

#### 4.5 锡：云锡检修停产，锡价仍然坚挺

- 云锡检修停产，锡价有所上涨。**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，联合减产使得炼厂报价较为坚挺，锡精矿较上周上涨0.39%。
- 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%；9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 28：锡价格走势



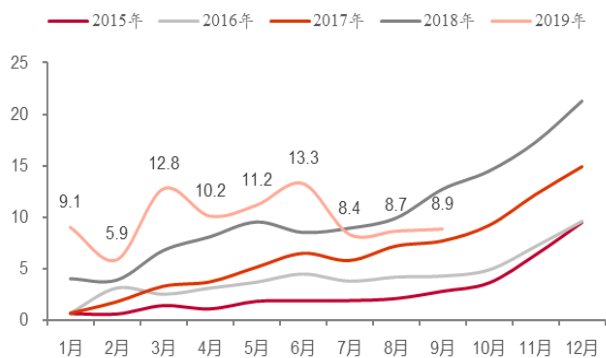
来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

## 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，但长期趋势向上

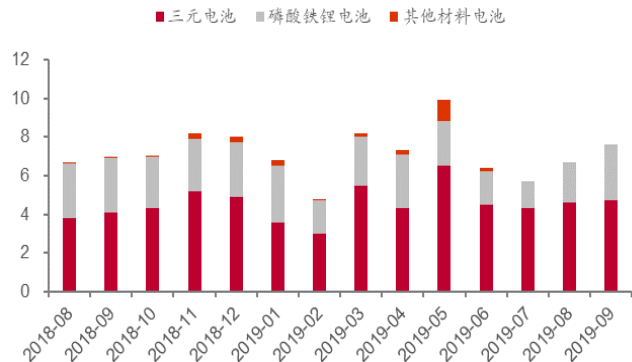
- 国内新能源汽车市场仍疲软，同比降幅继续扩大。**近日，根据中汽协公布的产销数据显示，9月新能源汽车产销分别完成8.9万辆和8万辆，比上年同期分别下降29.9%和34.2%。其中纯电动汽车生产完成7.4万辆，比上年同期下降26.1%；销售完成6.3万辆，比上年同期下降33.1%；插电式混合动力汽车产销分别完成1.5万辆和1.7万辆，比上年同期分别下降44.1%和28.4%。同时，中汽协再次下调了全年新能源汽车销量预测至140万辆，年初中汽协曾预测全年新能源汽车产销能达到160万辆，7月23日下调预期至150万辆。
- 新能源汽车长期发展趋势仍然向上。**近日，根据工信部起草的《新能源汽车产业发展规划（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 29：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

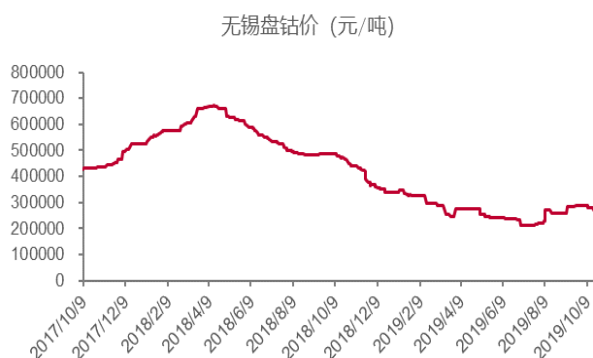
图表 30：国内动力电池产量继续回升



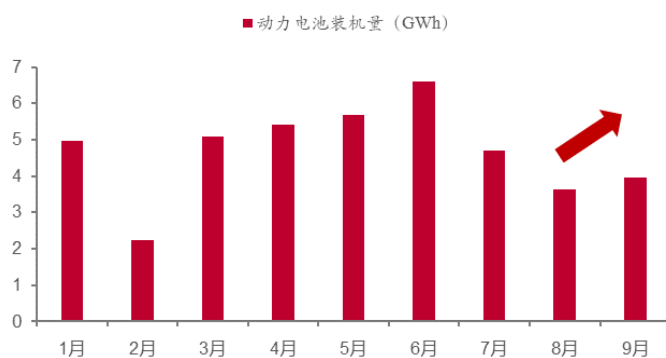
来源：中国汽车动力电池创新联盟，中泰证券研究所

### 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 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

**图表 32: 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 33: 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%
	<b>total</b>			<b>6,300</b>	<b>6,400</b>	<b>7,100</b>	<b>7,600</b>	<b>7,000</b>	<b>9,700</b>	<b>11,800</b>	<b>13,700</b>	<b>10,900</b>	<b>10,400</b>	<b>28%</b>

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 34: 嘉能可钴产量指引 (2019 年中)**
**图表 35: 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 36: 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 37: 钴供需平衡表预测**

钴供需平衡预测		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
供应	吨/年	96,084	95,851	104,804	123,521	130,173	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，而消费电子需求由负转正，将是供需结构发生“剧烈”逆转、价格趋势上涨的阈值！

图表 38: 全球新能源汽车 & 消费电子增速对钴供需结构影响

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：锂价已经进入底部中枢，行业底部特征不断出现

- 由于锂下游需求的低迷，锂价近一年走势以单边下跌为主，碳酸锂（电池级）、氢氧化锂（电池级）较 2018 年高点分别下跌了 67.67% 和 58.31%，目前价格已经跌至成本线附近，近期行业的底部特征也是不断出现：
  - 供给端，西澳矿山计划缩减产量规划：1) Galaxy 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) Lithium Americas 将 Thacker Pass 锂矿预算由 5.81 亿美金削减至 4 亿美金，并将目标产能规模缩减 1/3（约 1 万吨）；3) 澳大利亚矿业公司 Mineral Resources 与 Albemarle Corp 成立的合资公司 MARBL 宣布，决定暂停 Wodgina 项目的运营，Wodgina 项目设计锂精矿产能 75 万吨，三季度完成了 3300 吨锂精矿试样发货，未来计划配套 5-10 万吨氢氧化锂产能。
  - 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，Bald Hill 宣布破产重组，行业内主要企业也在放慢脚步：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，动力电池产量边际改善：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 39: 西澳锂矿山近期主要事件梳理**

时间	事件
2019/8/29	澳洲锂矿公司Alita Resources宣布, 已任命破产管理人 (administrator) 对公司进行重组, Alita负责Bald Hill锂矿项目的运营, 其2018年共生产68546湿吨锂精矿, 2019年上半年共生产77088湿吨锂精矿
2019/9/30	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
2019/10/24	Galaxy表示将Mt.Cattlin开采量缩减40%, 全年产量指引由21万吨削减至19.3万吨干精矿
2019/11/1	澳大利亚矿业公司Mineral Resources与Albemarle Corp成立的合资公司MARBL宣布, 决定暂停Wodgina项目的运营, 对Wodgina项目进行维护和保养, Wodgina项目位于澳大利亚西部, 被誉为“世界上已发现最大的硬岩锂矿”之一, ALB与MIN分别持有其60%和40%股份, 设计锂精矿产能75万吨, 三季度完成了3300吨锂精矿试样发货, 未来计划配套5-10万吨氢氧化锂产能

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 40: 南美盐湖主要企业推迟扩产计划**

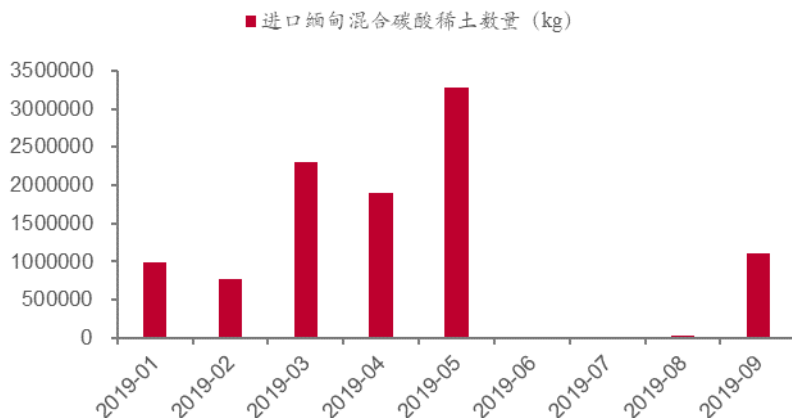
企业名称	2018年底产能	扩产计划	产量
SQM	7万吨碳酸锂, 1.35万吨氢氧化锂	2021年下半年碳酸锂产能达到12万吨, 氢氧化锂产能达到2.95万吨; 另外, KID合资公司(50%权益)2021年4.5万吨氢氧化锂投产	2017年产量为4.97万吨, 2018年产量为4.51万吨
Albemarle	目前公司产能为6.5万吨	2021年计划氢氧化锂产能8-9万吨, 碳酸锂产能8.5万吨, 共计16.5-17.5万吨, 计划未来提升至22.5万吨, 产能规划与2019Q1相比减少了12.5万吨碳酸锂	2016年产量约3万吨(不含中国企业代工产量), 2017年销量约3.2万吨, 2018H1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: 缅甸进口窗口打开, 稀土价格承压

- 下游需求疲软, 主流稀土产品价格有所下跌:** 中重稀土方面, 受后续供应增加影响, 加之缅甸进口混合碳酸稀土矿的进口窗口持续开启, 市场对后市中重稀土价格走势偏悲观, 下游商家观望情绪较浓, 市场实际成交情况较弱。轻稀土方面, 周初氧化镨钕等轻稀土产品价格呈现逐渐下跌态势, 随后临近月末下游需求有所回暖, 氧化镨钕市场成交氛围尚可, 整体来看, 氧化镨钕和氧化镝较上周分别下跌 1.3%和 4.3%。
- 供给端, 缅甸进口窗口重新打开。** 根据海关数据显示, 9 月份我国共进口混合碳酸稀土 1221 吨, 其中从缅甸进口 1104.27 吨, 较上月环比增长 2112%, 均价为 2.92 美元/千克; 未列明细稀土氧化物进口 2161 吨, 其中 2107 吨来自缅甸, 较上月增长 94%, 已经恢复至 2019 年年初水平, 缅甸进口窗口重新打开导致中重稀土价格短期承压。

**图表 41: 进口缅甸混合碳酸稀土数量变化 (kg)**



来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

- **钕铁硼磁材方面，价格平稳运行。**根据百川资讯的数据，截至 11 月 01 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：**我们建议围绕不变的趋势和产业逻辑做选择：1) 钴锂：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；西澳矿山“出清”不断，关停/减产底部信号愈发明确，需求定方向，锂也或将与钴一起迎来供需结构“扭转”。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、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

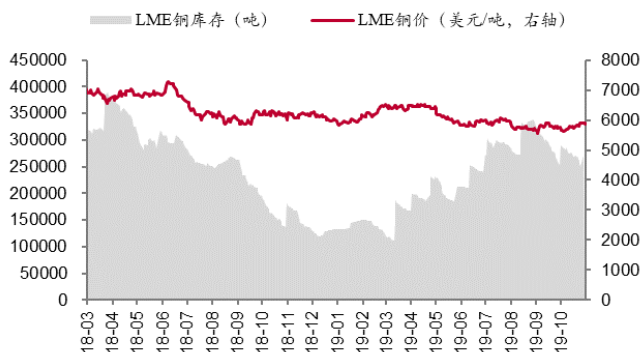
- 宏观经济波动带来的风险
- 产业政策不及预期的风险
- 环保政策落地不及预期的风险
- 下游消费不及预期的风险

- 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



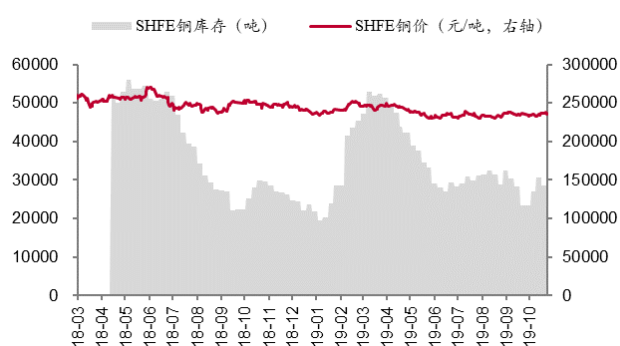
## 8. 附录：全球有色金属价格、库存走势（10.28-11.01）

图表 42: LME 铜价及库存走势



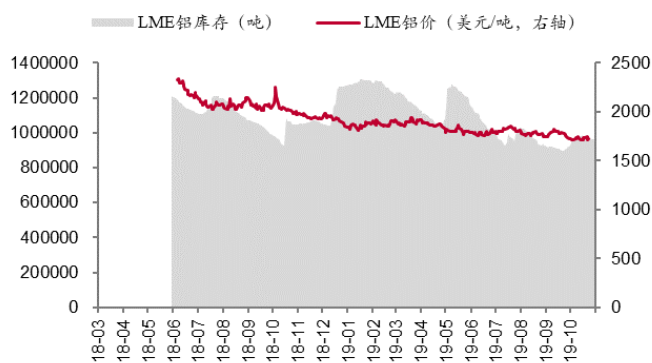
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 43: SHFE 铜价及库存走势



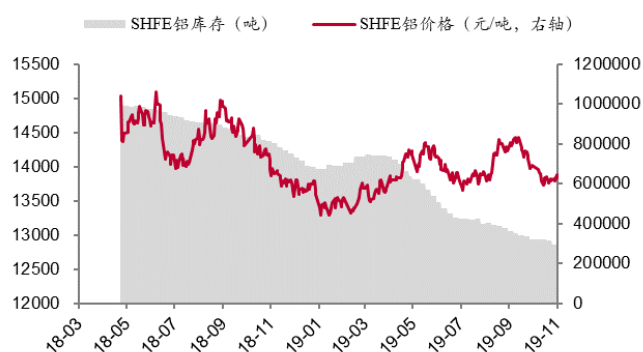
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 44: LME 铝价及库存走势



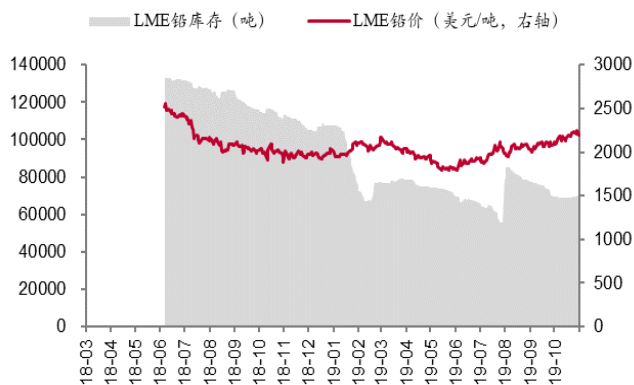
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 45: SHFE 铝价及库存走势



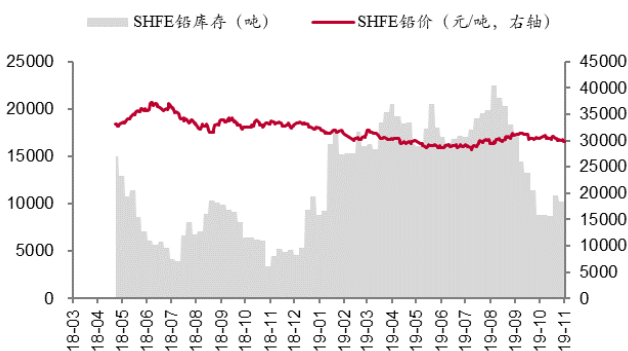
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 46: LME 铅价及库存走势

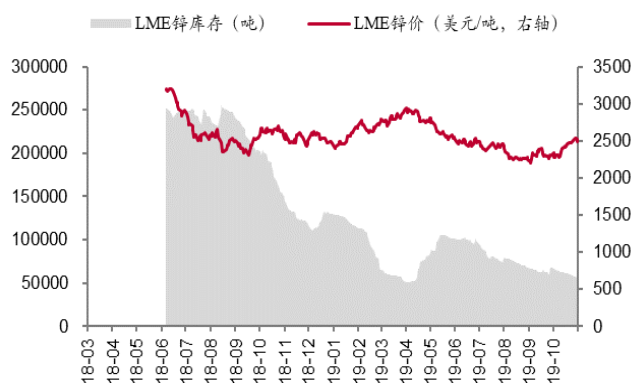


来源: wind, 中泰证券研究所

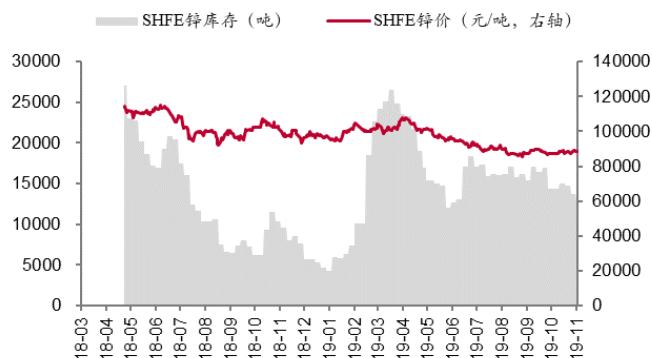
图表 47: SHFE 铅价及库存走势



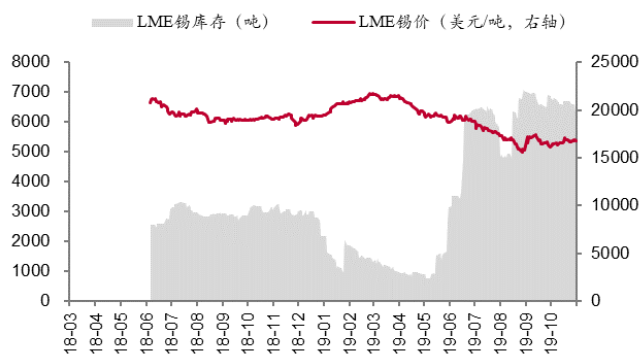
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 48: LME 锌价及库存走势**


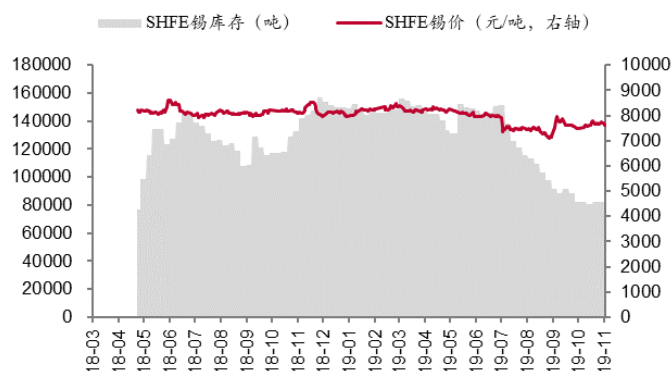
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 49: SHFE 锌价及库存走势**


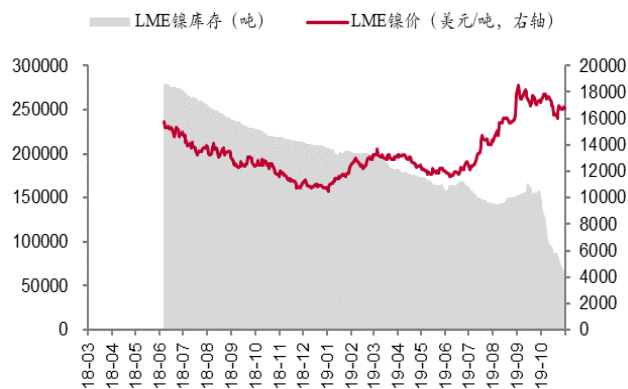
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 50: LME 锡价及库存走势**


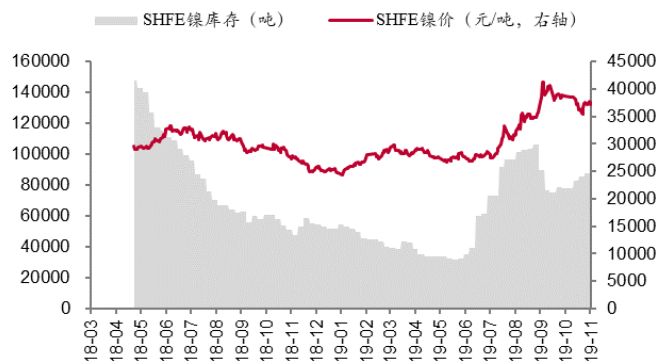
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 51: SHFE 锡价及库存走势**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 52: LME 镍价及库存走势**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 53: 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。