

有色金属

钴锂价格季节性回落，但中长期趋势明确

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股整体下跌，有色板块表现分化明显，跑输上证综指1.34个百分点，稀土磁材板块表现亮眼。商品市场，中美贸易谈判悬而未决，美国贸易政策不确定性上升，避险情绪带动黄金价格上行，Comex黄金价格收于1468.70美元/盎司，环比上涨0.61%。国内宏观经济数据不及预期，基本金属价格全线下跌，LME X指数环比前周下跌2.90%。小金属价格普遍下跌，需求端减弱为普遍原因，MB钴（标准级）、MB钴（合金级）、金属钴较上周下跌0.6%、0.6%和4.7%；电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂价格分别下跌3.4%和3.9%，氧化镨钕下跌1.70%，氧化镱上涨2.0%，APT和钨精矿分别下跌3.7%和3.5%。
- **【本周关键词】：**美国经济数据喜忧参半，国内经济数据不及预期，消费电子淡季来临，动力电池产量亦下滑
- **宏观“三因素”总结：**全球需求仍处下行轨道，全球处于本轮基钦周期后一撇位置，全球持续降息宽松和逆周期调节，具体本周变化：**1、中国，宏观经济下行压力较大，或加大逆周期调节：**10月规模以上工业增加值、社零总额、1-10月全国固定资产投资、房地产开发投资等指标均有所回落，经济下行压力仍然较大，国常会及央行三季度货币政策执行报告均强调，将加强逆周期调节，保障宏观经济稳定运行；**2、美国，经济数据喜忧参半，短期或暂缓降息：**中美贸易谈判不确定性仍存，经济数据喜忧参半，工业产出超预期下滑，但消费、通胀等经济指标均表现强劲，美联储主席鲍威尔认为美国经济前景向好，负利率并不适合美国经济，这进一步强化了市场对于短期暂缓降息的预期；**3、欧洲，欧元区经济持续疲软，货币政策延续宽松，**欧元区3季度GDP增长略好于预期，但通胀、消费、贸易数据均低于预期，制造业PMI从2月起持续处于50荣枯线以下，地缘政治等因素使欧元区经济整体承压，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，我们仍维持钴供需在未来一年或将剧烈“扭转”的判断，目前处于第四轮上涨周期的前半段。**1、新能源汽车政策呵护依旧：**10月新能源汽车销量同比下滑45%，动力电池产量同比下滑5.4%，市场普遍担心钴锂下游需求疲软，钴现货价格短期回调，但根据工信部起草的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》（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%，按照2018年汽车销量（约2800万辆）进行计算，2025年、2030年新能源汽车销量可达到560和1120万辆，2018-2025年CAGR为24%，2025-2030年CAGR为15%，此外据路透社资讯，德国有计划在2020年起将插电式混合动力车的补贴从3000欧元提高至4500欧元，新能源汽车长期发展趋势仍然向上；**2、供需共振，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、历史周期角度，钴当期处于第四轮上涨周期的前半段：**钴历史上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。与钴价类似，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年高点下跌了近60%，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项目原设计锂精矿产能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；5、2019 年第三季度 Pilbara 开始削减产量，未来生产计划将根据市场情况进行调整，2019 年 Q3 生产锂精矿 2.13 万吨，环比下降 67%。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明显改善。

- **贵金属：**中美贸易谈判不断反复，避险情绪推动黄金价格上行，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，金价上行周期仍未走完。周内，中美贸易谈判悬而未决，特朗普威胁若未达成协议或将大幅提高关税，避险情绪推动黄金价格上行，黄金价格大幅上涨 0.6%，此外美国经济“抵抗式回落”明确，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，工厂产出环比继续下滑，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，金价上行周期仍未走完。
- **基本金属：**全球宏观经济短期或存韧性，宏观情绪有所改善，基本金属价格短期反弹，库存仍将继续去化，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 83.4 万吨，较前周减少 1.9 万吨，本周氧化铝、电解铝价格出现回调，吨电解铝盈利收窄至 596 元；2、铜：智利抗议事件不断发酵，TC 持稳，10 月下游开工率继续回升，但基本面压力仍然较大，库存继续去化；3、锌：精矿供需变化不大 TC 持稳，锌锭库存略有下降；4、锡：需求端疲软，锡现货价格下行。综合来看，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”。
- **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的明显改善。
 - 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，黄金上行趋势并未发生根本改变；
 - 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：**寒锐钴业、天齐锂业、赣锋锂业、正海磁材、紫金矿业、中国铝业、云铝股份、山东黄金、盛达矿业等。**
- **风险提示：**宏观经济波动、进口以及环保等政策波动带来的风险，新能源汽车销量不及预期的风险等。

内容目录

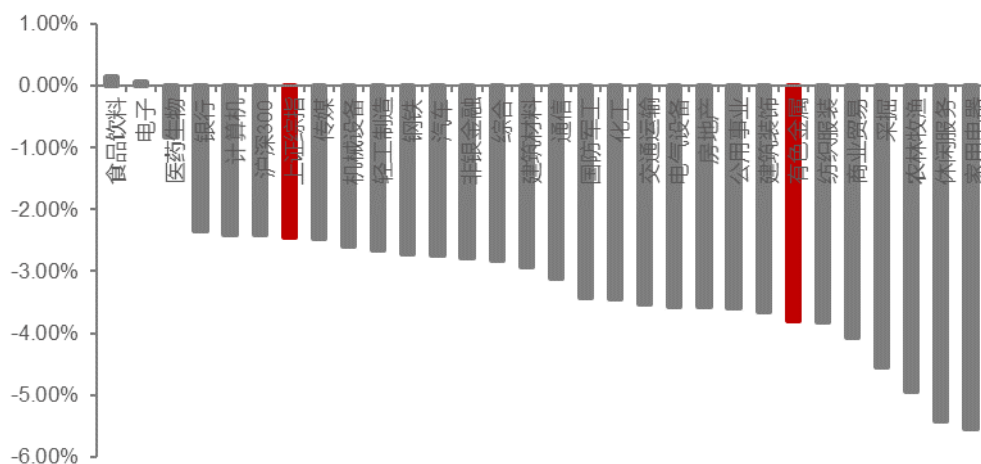
1. 本周行情回顾	- 4 -
1.1 股市行情回顾: A股整体收跌, 有色板块表现不佳.....	- 4 -
1.2 贵金属: 美国贸易政策仍存不确定性, 黄金价格震荡上行.....	- 5 -
1.3 基本金属: 国内经济数据不及预期, 基本金属价格收跌.....	- 5 -
1.4 小金属: 需求端疲软, 价格普遍下跌.....	- 6 -
2. 宏观“三因素”运行态势跟踪	- 7 -
2.1 中国因素: 经济下行压力较大, 政策或将边际宽松.....	- 7 -
2.2 美国因素: 经济数据喜忧参半, 短期或将暂缓降息.....	- 9 -
2.3 欧洲因素: 欧元区经济数据持续疲软, 货币政策延续宽松.....	- 10 -
3. 贵金属: 美国经济“抵抗式回落中”, 黄金上行大趋势未改	- 11 -
3.1 美国贸易政策仍存不确定性, 欧美经济数据喜忧参半, 黄金价格震荡上行.....	- 11 -
3.2 黄金ETF持仓较为稳定, COMEX净多头结构持续.....	- 11 -
4. 基本金属: 基本面仍然存压, 基本金属价格收跌	- 12 -
4.1 铝: 电解铝继续去库, 盈利水平有所下降.....	- 12 -
4.2 铜: 现货TC持稳, 下游开工率有所回调.....	- 14 -
4.3 铅: 加工费维稳, 短期小幅累库.....	- 15 -
4.4 锌: TC持稳, 锌锭库存略有下降.....	- 16 -
4.5 锡: 需求端疲软, 锡价较上周有所回调.....	- 18 -
5. 新能源金属: 钴供需预期或将“剧烈”反转	- 18 -
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: 钴价短期回调不改长期上行趋势.....	- 19 -
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, 工信部上调稀土产量配额.....	- 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(11.11-11.15)	- 26 -

1. 本周行情回顾

1.1 股市行情回顾：A 股整体收跌，有色板块表现不佳

- 本周，国际方面，美国经济表现强劲，消费、通胀等经济数据均超预期，因此本周美股三大指数整体大幅上涨(道指 \uparrow 1.17%，纳斯达克 \uparrow 0.77%，标普 \uparrow 0.89%)；国内方面，10月工业产出增加值、固定资产投资、社融等经济数据低于预期，A股整体收跌，从SW一级行业指数来看，有色板块表现不佳。
- 具体来看：综合指数中，上证指数收于 2891.34 点，环比收跌 2.46%；深证成指收于 9647.99 点，环比下跌 2.50%；沪深 300 收于 3877.09 点，环比前周下跌 2.41%；申万有色金属指数收于 2549.09 点，环比前周下跌 3.80%，跑输上证综指 1.34 个百分点。SW 一级行业指数周度走势如下图所示。

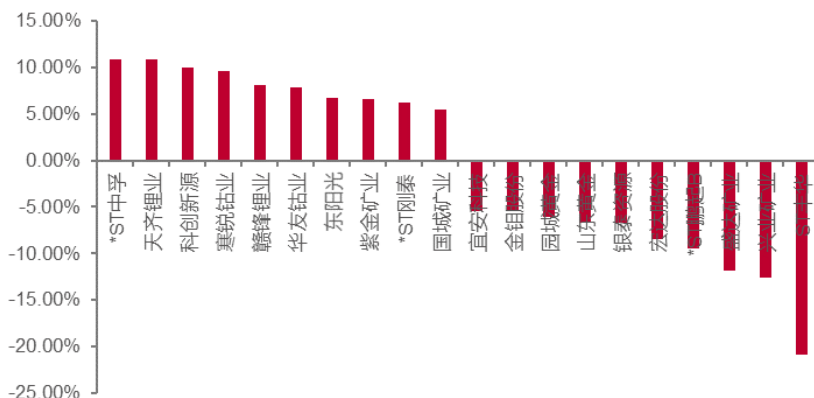
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 周内，有色板块整体表现略逊大盘，个股涨跌分化明显。所统计 119 只个股中：17 只个股出现不同程度上涨，2 只个股与上周持平，其余 100 只个股均出现不同程度下跌，具体来看，稀土磁材板块涨幅居前，主要逻辑为：外交部称“愿以稀土资源和产品满足世界各国发展的正当需要”，市场预期稀土战略地位再次提升，带动稀土板块上涨，因此本周正海磁材、金力永磁较上周分别上涨 8.34%和 5.97%，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

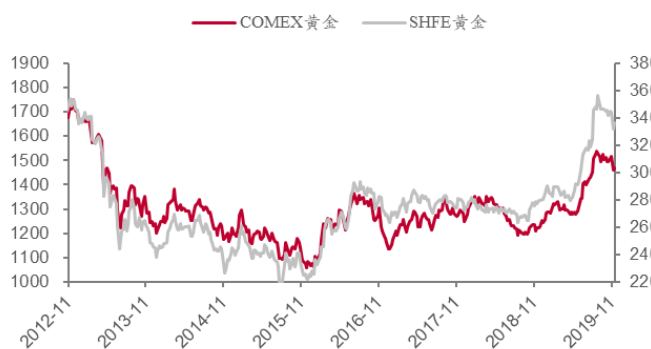


来源：wind，中泰证券研究所

1.2 贵金属：美国贸易政策仍存不确定性，黄金价格震荡上行

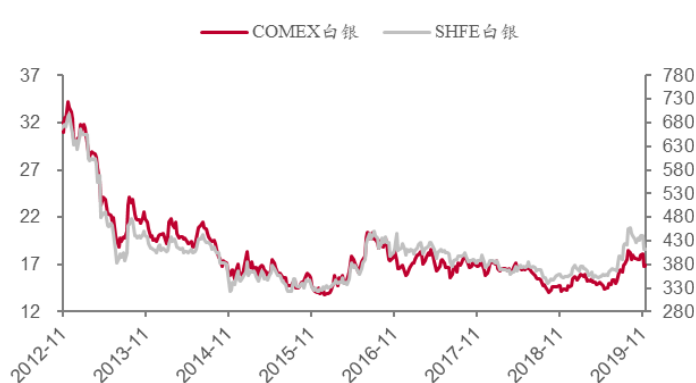
- 美国贸易政策不断反复，贵金属价格震荡上行。周内，中美贸易磋商正在进行但悬而未决，特朗普威胁若协议未达成或将大幅提高对华关税，中美贸易谈判仍存不确定性；美国宏观数据喜忧参半，中国宏观数据不甚乐观，市场避险情绪坚挺，金价整体震荡上行，截至本周五，COMEX黄金收于1468.70美元/盎司，较上周上涨0.61%；COMEX白银收于16.94美元/盎司，较上周上涨1.04%。

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：国内经济数据不及预期，基本金属价格收跌

- 本周，中美贸易谈判悬而未决，不确定性风险仍存，国内经济下行压力仍存，10月规模以上工业增加值、社零总额、1-10月全国固定资产投资、房地产开发投资等指标均有所回落，基本金属价格全线下跌，本周LMEX基本金属指数收于2774，环比前周下跌2.9%，具体来看：LME铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅分别为-1.4%、-2.8%、-5.0%、-4.3%、-3.9%、-7.6%。

图表 5：基本金属周涨跌幅（11.11-11.15）

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	2774	-2.9%	-1.0%
铜	LME	5841	-1.4%	-1.2%
	SHFE	46930	-0.7%	-2.9%
铝	LME	1758	-2.8%	-5.2%
	SHFE	13670	-2.6%	0.6%
铅	LME	2006	-5.0%	-0.2%
	SHFE	15810	-1.8%	-12.4%
锌	LME	2388	-4.3%	-2.7%
	SHFE	18340	-1.3%	-12.4%
锡	LME	16120	-3.9%	-17.2%
	SHFE	134490	-2.0%	-6.2%
镍	LME	14950	-7.6%	40.4%
	SHFE	118470	-7.3%	34.5%

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

- **新能源汽车终端数据不及预期，钴价继续回调。**MB 钴（标准级）、MB 钴（合金级）、钴精矿、硫酸钴、四氧化三钴、金属钴较上周分别下跌 0.6%、0.6%、5.2%、10.5%、5.9%和 4.7%，其主要原因有以下三点：1) 受到 10 月份电动车终端产销跌幅继续扩大的影响；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 3.1%、3.4%、4.4%和 3.9%。
- **轻重稀土价格分化，轻稀土价格弱势，氧化镨涨价明显。**11 月 8 日，工信部发布 2019 年度稀土开采、冶炼分离总量控制指标，其中中重稀土指标持平，轻稀土矿指标增加 1.2 万吨。由于需求端疲软，金属厂订单不多，库存压力较大，氧化镨钕较上周环比下跌 1.7%；由于大厂收货支撑，市场低价货源减少，贸易商持货减少，氧化镨价格较上周上涨 2.0%。
- **泛亚库存拍卖落地，在行业自发性减产以及去库之下，钨供需改善预期增强，但下游需求仍然较弱，周内钨价较上周继续回调。**钨下游需求仍然疲软，终端需求反馈不佳，采购商备货情绪不高，原料生产企业的倒挂压力加剧，继续让利空间有限，买卖双方交易商谈僵持，加上价格偏弱导致买家采购接单计划不断推迟，周内 APT、钨精矿较上周分别下跌 3.7%和 3.5%。

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15日	涨跌幅			
				7天	30天	90天	360天
钴	MB钴(标准级)	美元/磅	17.5	-0.6%	-2.0%	31.1%	-58.8%
	MB钴(合金级)	美元/磅	17.9	-0.6%	-2.2%	25.5%	-58.0%
	钴精矿	美元/磅	14.6	-5.2%	-6.1%	13.8%	-55.8%
	金属钴	元/公斤	26.5	-4.7%	-6.7%	17.0%	-57.0%
	钴粉	元/公斤	28.7	-5.6%	-2.4%	19.6%	-60.0%
	硫酸钴	元/公斤	4.7	-10.5%	-27.1%	28.8%	-63.8%
	四氧化三钴	元/公斤	19.1	-5.9%	-4.0%	20.1%	-58.9%
	碳酸钴	元/公斤	12.3	0.0%	3.4%	17.1%	-60.4%
	氯化钴	元/公斤	5.8	-12.9%	-20.1%	32.2%	-60.6%
	氧化钴	元/公斤	20.2	-5.2%	0.0%	27.0%	-53.6%
	金属锂(99%)	元/公斤	58.0	0.0%	-6.5%	-13.4%	-37.3%
锂	金属锂(99.9%)	元/公斤					
	碳酸锂(工业级)	元/公斤	4.7	-3.1%	-6.6%	-26.6%	-63.3%
	碳酸锂(电池级)	元/公斤	5.7	-3.4%	-5.0%	-23.1%	-59.1%
	单水氢氧化锂(工业级)	元/公斤	5.4	-4.4%	-12.1%	-29.1%	-59.8%
	单水氢氧化锂(电池级)	元/公斤	6.2	-3.9%	-10.9%	-29.7%	-56.1%
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%	-1.4%	4.6%
三元前驱体	三元523/动力	元/吨	9.2	-5.2%	-10.7%	28.9%	-32.2%
	三元622/动力	元/吨	10.2	-4.2%	-6.9%	31.8%	-
	钴酸锂	元/吨	23.1	-6.9%	1.3%	13.2%	-52.0%
正极	三元523/动力	元/公斤	14.1	-4.4%	-6.3%	8.9%	-36.7%
	三元622/动力	元/吨	15.7	-4.0%	-6.3%	8.7%	-
	镍精矿	元/吨	3.1	0.0%	5.1%	8.8%	-22.5%
镍	镍锭	元/吨	4.1	0.0%	6.5%	7.9%	-19.6%
	三氧化二镍	元/吨	3.7	0.0%	10.4%	5.7%	-19.6%
镁	金属镁	元/吨	1.4	-1.0%	-5.0%	-8.3%	-7.4%
钼	钼精矿	元/吨度	1370.0	-11.6%	-30.5%	-23.5%	-15.4%
	钼铁	元/吨	10.0	-3.4%	-24.0%	-16.7%	-8.3%
硅	金属硅	元/吨	1.1	1.8%	4.6%	3.4%	-8.7%
	硅铁	元/吨	5841.0	0.0%	0.0%	-3.4%	-15.3%
钛	海绵钛	元/吨	8.1	0.0%	0.0%	14.1%	42.4%
钨	APT	元/吨	13.0	-3.7%	-8.5%	20.4%	-28.4%
	钨精矿	元/吨	8.3	-3.5%	-7.8%	15.3%	-26.5%
	氧化钨	元/吨					
铌	铌矿	美元/磅	8.7	0.6%	4.2%	-7.0%	-17.5%
	五氧化二铌	元/公斤	20.7	0.0%	2.0%	-11.2%	-9.6%
钒	五氧化二钒	元/吨	9.7	1.6%	-26.0%	-19.8%	-50.3%
	钒铁	元/吨	10.3	3.0%	-25.6%	-21.4%	-48.5%
锆	海绵锆	元/公斤					
	锆英砂	元/吨	25.7	0.0%	-0.6%	2.6%	42.5%
	氧氯化锆	元/吨	1.6	0.0%	-3.8%	-6.7%	-15.5%
稀土	氧化镨钕	元/吨	28.6	-1.7%	-10.1%	-15.4%	-12.8%
	氧化镝	元/公斤	156.0	2.0%	-16.6%	-19.4%	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%	-

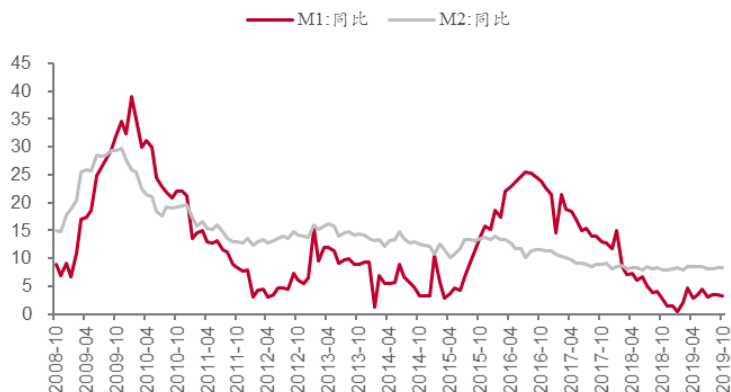
数据来源: Wind、Metal Bulletin、SMM、亚洲金属网、中泰证券研究所

2. 宏观“三因素”运行态势跟踪

2.1 中国因素: 经济下行压力较大, 政策或将边际宽松

■ **10月金融数据走弱主因系季节性因素。**10月M2同比增速为8.4%，与前值持平；M1同比增长3.3%，前值3.4%；新增人民币贷款6613亿元，前值1.69万亿元，去年同期值6970亿元；新增社会融资规模6189亿元，前值2.27万亿元，去年同期值7373亿元。10月金融数据走弱主因系季节性因素，在8-9月显著扩张回落至正常水平，《央行三季度货币政策执行报告》指出，不存在持续通胀或通缩的基础，经济仍存在下行压力，将加强逆周期调节，保持社会融资规模合理增长。

图表 7: 10月M2同比增速持平



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 8: 10月新增社会融资规模低于预期



来源: Wind, 中泰证券研究所

■ **经济下行压力较大，政策或将继续宽松。**11月14日，国家统计局公布了10月经济数据，整体经济运行状况仍然偏弱，10月工业增加值同比4.7%，预期5.3%，前值5.8%；固定资产投资累计同比5.2%，预期5.4%，前值5.4%；房地产投资完成额累计同比10.3%，较上月回落0.2个百分点；社会消费品零售总额同比7.2%，预期7.9%，前值7.8%。经济下行压力仍然较大，近期国务院召开经济形势座谈会，再度强调要保持宏观政策稳定，下调部分基建项目资本金比例要求，基建稳增长加码，将更有效运用好宏观政策逆周期调节工具，完善财政、货币等政策，未来政策有望加大逆周期调节力度稳定经济。

图表 9: 10月工业增加值同比4.7%



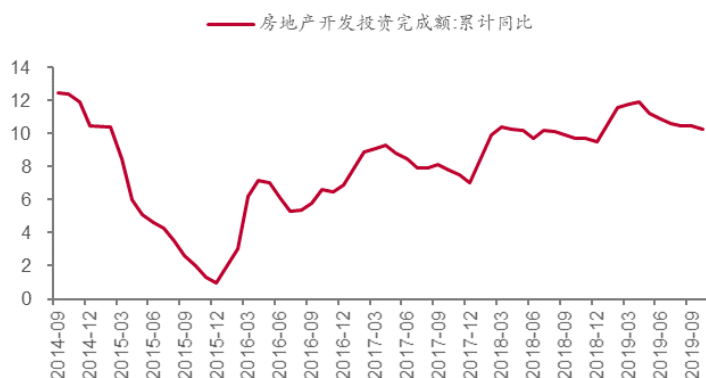
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 10月固定资产投资完成额累计同比5.2%



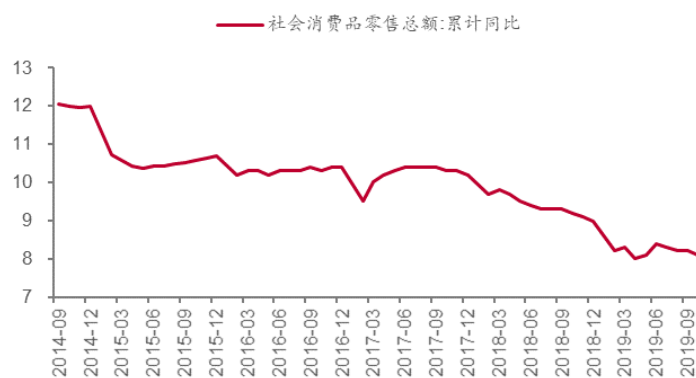
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 11: 10 月房地产投资完成额累计同比 10.3%



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 10 月社会消费品零售总额同比 7.2%

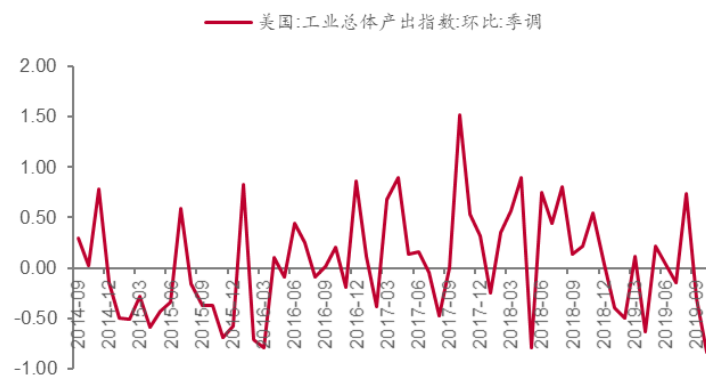


来源: Wind, 中泰证券研究所

2.2 美国因素: 经济数据喜忧参半, 短期或将暂缓降息

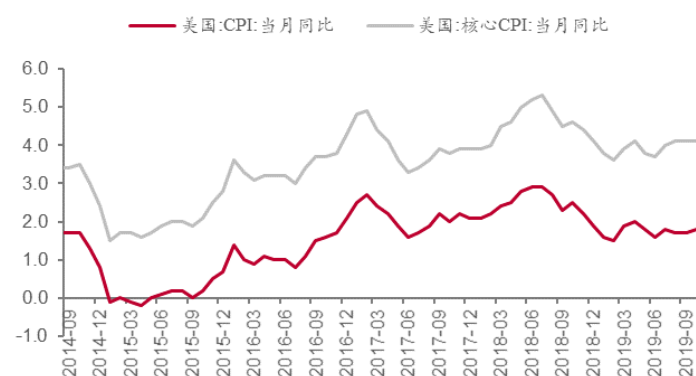
- 美国经济数据整体喜忧参半, 鲍威尔讲话强化市场暂缓降息预期。本周, 中美贸易磋商不断反复, 特朗普威胁若协议未达成或将大幅提高对华关税, 贸易谈判不确定风险仍需警惕; 另一方面, 美国经济数据整体喜忧参半, 美国 10 月工业产出环比-0.8%, 预期-0.4%, 但消费数据略显强劲, 9 月零售销售环比升 0.3%, 预期升 0.2%, 通胀数据也是创近期新高, 9 月 PPI 环比增 0.4%, 刷新 3 月来新高, 预期增 0.3%, 前值减 0.3%, 美国 10 月季调后 CPI 环比升 0.4%, 预期升 0.3%, 前值持平。美联储主席鲍威尔称负利率不适合美国经济, 认为美国经济前景向好, 进一步强化了市场对于短期暂缓降息的预期。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 13: 美国 10 月工业产出数据不及预期



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 美国 10 月通胀创近期新高



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 15: 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	↑	
宏观杠杆	私人部门信贷/GDP	领先	↓	目前处于相对历史较低位置 处于历史最高点 回到次贷危机前水平
	非金融企业杠杆率	领先	↑	
	非金融企业偿债能力	领先	↑	
消费	密歇根消费信心指数	同步	↑	仍处于较高位置，11月密歇根大学消费者信心指数初值95.7，预期95.9，前值95.5
	零售销售总额	同步	↑	
地产	新建住房销售	同步	↓	9月环比下降0.71% 9月环比下降2.18%
	成屋销售	同步	↓	
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	↑	
	失业率	同步	↑	
通胀	CPI	同步	↑	美国10月季调后CPI环比升0.4%，预期升0.3%，前值持平；未季调CPI同比升1.8%，预期升1.7%，前值升1.7%
	PPI	同步	↑	
	PCE	同步	↑	
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：欧元区经济数据持续疲软，货币政策延续宽松

- 欧元区经济数据持续低迷，货币政策宽松趋势不变。**欧元区3季度GDP同比增长1.2%，略好于预期，但欧元区10月CPI同比0.7%，低于前值0.8%，10月核心CPI同比终值增1.2%，预期及前值增1.2%，环比增0.1%，预期增0.2%，前值增0.3%；9月季调后贸易帐顺差183亿欧元，预期顺差187亿欧元，前值顺差203亿欧元；英国10月季调后零售销售同比升3.1%，预期升3.7%，前值升3.1%；季调后核心零售销售同比升2.7%，预期升3.4%，前值升3.0%。欧元区制造业PMI从2月以来持续处于50荣枯线以下，叠加地缘政治因素欧元区经济整体承压，CPI等通胀数据上升缓慢，为货币政策继续宽松留有很大空间。
- 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 16：欧元区 PMI 继续跌破荣枯线

图表 17：欧元区 CPI 继续下滑


来源: Wind, 中泰证券研究所

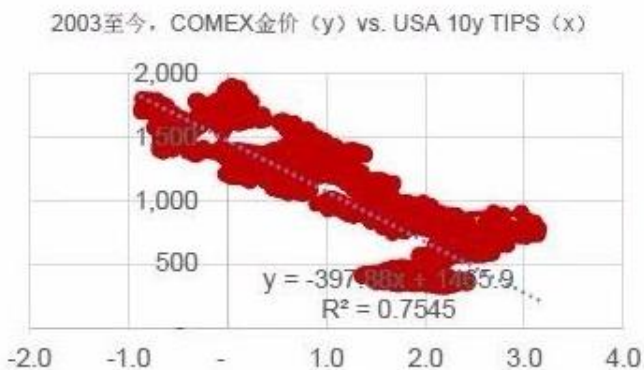
来源: Wind, 中泰证券研究所

3. 贵金属: 美国经济“抵抗式回落中”, 黄金上行大趋势未改

3.1 美国贸易政策仍存不确定性, 欧美经济数据喜忧参半, 黄金价格震荡上行

- 美国贸易政策不断反复, 欧美经济数据喜忧参半, 黄金价格震荡上行。周内, 中美贸易局势再生变故, 特朗普威胁若协议未达成或将大幅提高对华关税, 市场避险情绪升温, 叠加美国工业产出不及预期, COMEX 黄金价格曾重回 1470 美元/盎司上方; 但随后公布的经济数据显示, 美国 10 月 CPI 创 7 个月最大升幅, 消费数据略显强劲, 美联储主席鲍威尔称负利率不适合美国经济, 认为美国经济前景向好, 或将暂缓降息, 金价反弹受阻, 截至本周五, COMEX 黄金收于 1468.7 美元/盎司, 较上周上涨 0.40%。
- 美国经济处于抵抗式回落中, 黄金价格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, 9 月零售销售环比升 0.3%, 预期升 0.2%, 通胀数据创近期新高, 略超预期, 强化了市场对于美联储暂缓降息的预期; 但是美国制造业数据仍然较为疲软, 10 月 ISM 制造业 PMI 仍在荣枯线以下; 美国 10 月工业产出环比-0.8%, 预期-0.4%, 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 0.23 附近。

图表 18: 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 19: 金价与美国真实收益率对比



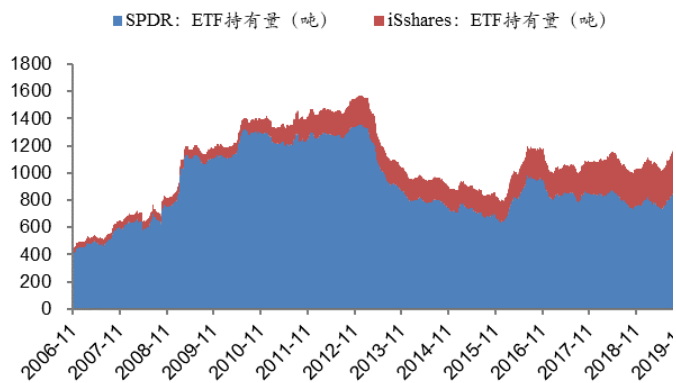
来源: Wind, 中泰证券研究所

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) 1253.98 吨, 较前周减少 5.12 吨, 黄金 ETF

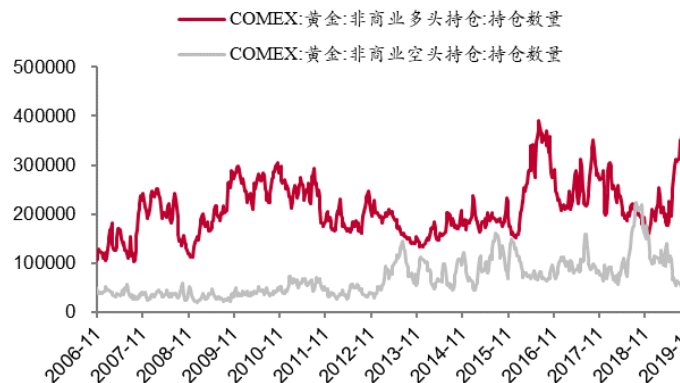
持仓量仍较为稳定。周内，COMEX 黄金非商业多头持仓减少至 32.32 万张附近（前值 34.46 万张附近），同时非商业空头持仓减少至 5.61 万张附近（前值 6.48 万张附近），净多头持仓量环比前周减少至 26.71 万张（前值 27.98 万张），COMEX 净多头结构延续。

图表 20: 黄金 ETF 持仓情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 21: 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 87.0，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 22: 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

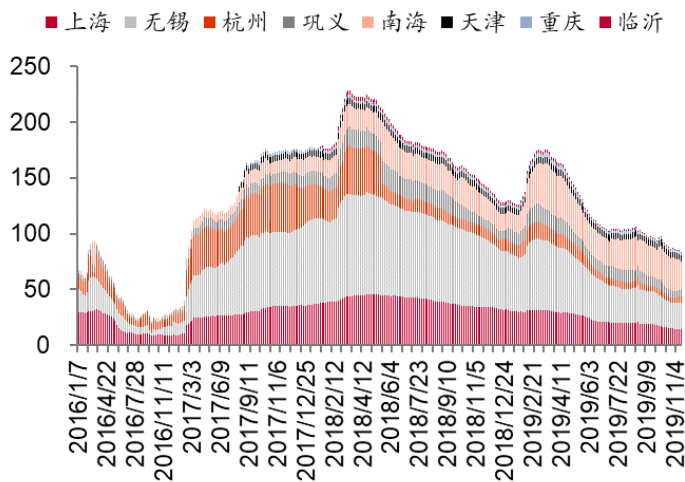
4. 基本金属：基本面仍然存压，基本金属价格收跌

4.1 铝：电解铝继续去库，盈利水平有所下降

- 电解铝继续去库。SMM 统计数据显示，2019 年 11 月 14 日国内电解铝社会库存 83.4 万吨，较前周减少 1.9 万吨。叠加 SMM 铝棒库存数据，

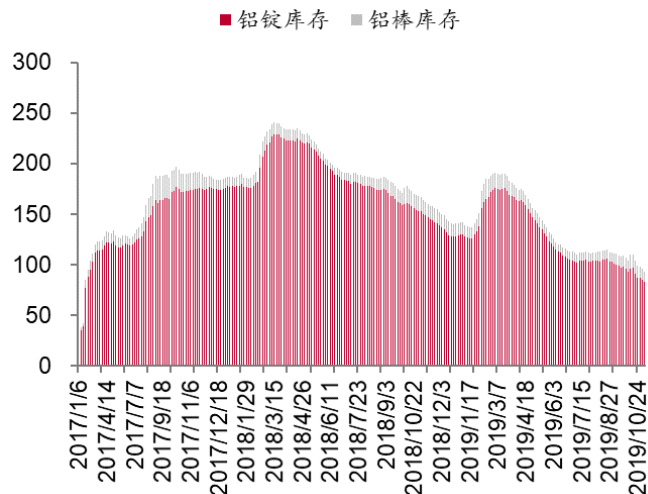
总计 93.28 万吨（其中，铝棒库存 9.88 万吨，减少 1.36 万吨），较前周减少 3.26 万吨；LME 库存 11 月 15 日为 106.52 万吨，较前周环比增加 12.20 万吨。分地区看，无锡地区本周表现累库，主因到货增多且终端需求略有削减；巩义地区到货依旧偏少，出库情况较前一周基本未有变动；杭州地区需求有转疲态势，库存滞降；广东地区库存续降，出库量较前一周有增。

图表 23: 国内电解铝社会库存走势



来源: SMM, 中泰证券研究所

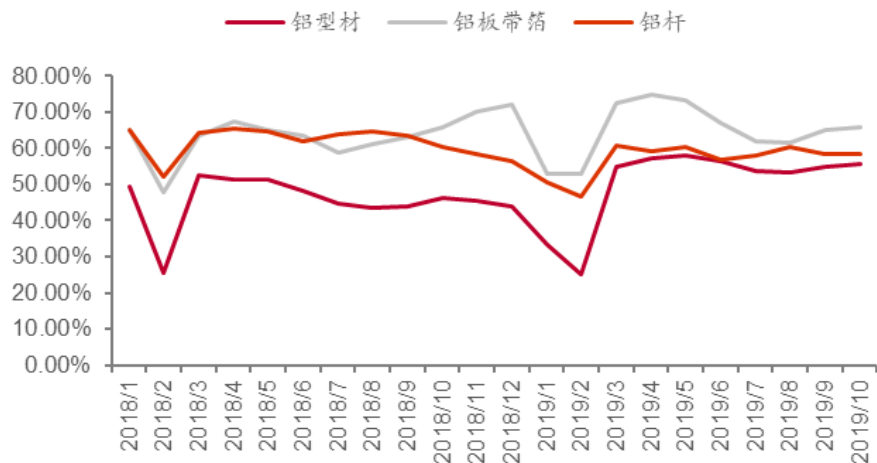
图表 24: 国内铝锭及铝棒总库存走势



来源: 我的有色, SMM, 中泰证券研究所

- **铝下游开工率继续回升。**根据 SMM 数据显示，10 月铝型材开工率为 55.75%，环比提升 0.98 个百分点；10 月铝板带箔开工率为 65.80%，环比回升 0.60 个百分点；10 月铝杆开工率为 58.60%，环比提升 0.2 个百分点。

图表 25: 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，终端汽车消费未见明显起色，再生铝企业订单持稳，但受上游供应商原料不足问题，下游企业上游询

价有所增加，对于大幅上涨的再生铝 ADC12 价格接受度虽不高也在刚需下正在被迫接受；2)供给端，国废铝继续保持供应紧张，废铝价格坚挺。受制于铝价回落以及前期涨幅过大影响，废铝/再生铝价格暂时趋稳，废铝供应紧缺的恐慌情绪有所降低；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，进口铝合金锭随着供应量的余量的减少价格不断走高。

- **盈利表现：电解铝价格回调，电解铝盈利水平较上周有所下降。**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 2575 元/吨左右，动力煤价格 551 元/吨，预焙阳极价格变动不大，按 11 月 15 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 13930 元/吨，吨铝盈利恢复至 596 元。具体走势如下图所示。

图表 26：电解铝成本、利润图

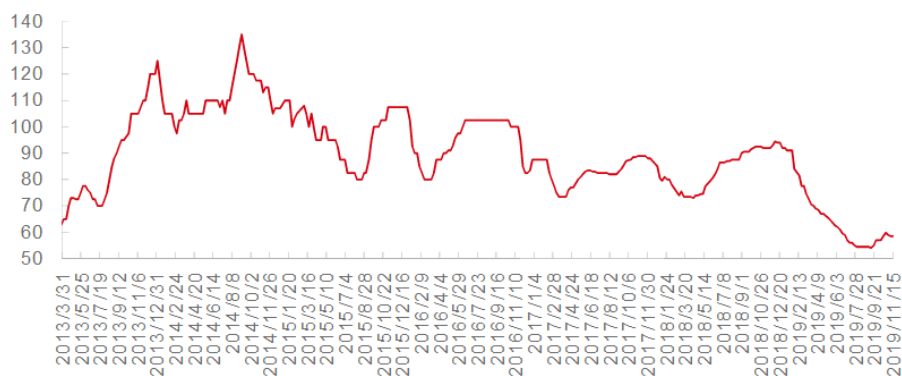


来源：wind，安泰科，亚洲金属网，中泰证券研究所

4.2 铜：现货 TC 持稳，下游开工率有所回调

- 截止本周五，SMM 铜精矿指数(周)报 58.50 美元/吨，与上周五持平。临近 CESCO 长单谈判前夕，买卖双方价格分歧明显，市场现货成交愈发清淡。冶炼厂目前基本备货充足，市场参与方多已将目光转向明年 2、3 月份船期的精矿，当下成交的欲望不强。智利的抗议活动仍在持续，短期内其民众情绪较难得到平复。当地时间 11 月 12 日，智利七个港口及智利国铜旗下矿山的工人参与了罢工抗议，不过该国铜矿仍维持正常生产。而秘鲁则因 Tia Maria 铜矿建筑许可证的问题再次爆发抗议活动，Las Bambas、Cerro Verde 等铜矿的精矿运输道路遭到封锁，铜精矿发货面临困难。目前市场对于明年 benchmark 的预期集中在 65 美元/吨附近，长单谈判参与方多将围绕该位置展开博弈。

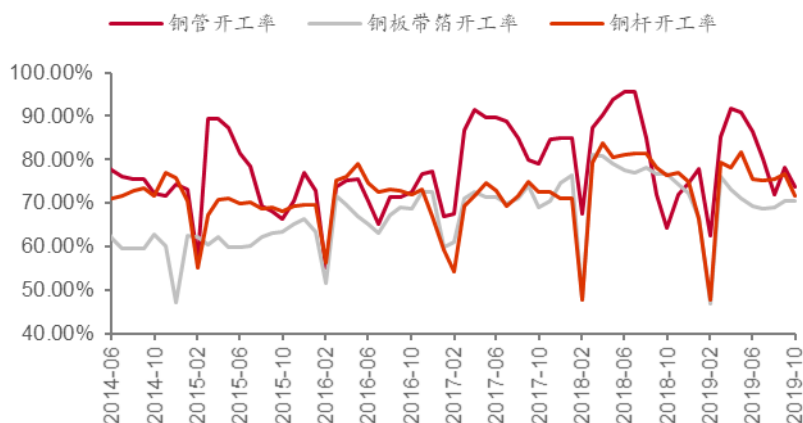
图表 27：铜精矿 TC 较上周有所提升（单位：美元/吨）



来源：SMM，中泰证券研究所

- **铜 10 月下游开工率环比有所下滑。**受国庆假期部分工厂休假影响，铜下游开工率环比有所下滑，10 月铜管开工率为 73.63%，环比下滑 4.4 个百分点，同比提升 9.4 个百分点；10 月铜板带箔开工率为 70.35%，环比下滑 0.3 个百分点，同比下滑 6.5 个百分点；10 月铜杆开工率为 71.70%，环比下滑 5.1 个百分点，同比下滑 4.7 个百分点。
- **现货交投表现：**华北地区，黑龙江紫金、赤峰云铜冶炼厂投放市场，货源非常充裕，但下游需求相对清淡，期铜下跌后，令华北现货报价僵持，维持于贴水 130 元/吨—贴水 70 元/吨的区间。趋近年末，北方消费日渐趋弱，库存压力逐渐增大，现货升贴水报价偏弱趋向明确。华南地区，截止本周五，库存报 5.7 万吨，较节上周减少 300 吨左右。广东库存压力仍在，持续打压现货交易积极性，现货交投偏淡，贸易商仍存在换现意愿，导致现货报价自升水 40 元/吨调降至平水。
- **库存方面，**截至本周五，上海保税区库存环比上周五增加 0.1 万吨至 23.8 万吨，自 5 月 10 日开始保税区铜库存连续减少 26 周后首次表现回升。LME 库存下降 1.12 万吨至 22.48 万吨，SHFE 库存减少 1.32 万吨至 13.55 万吨。

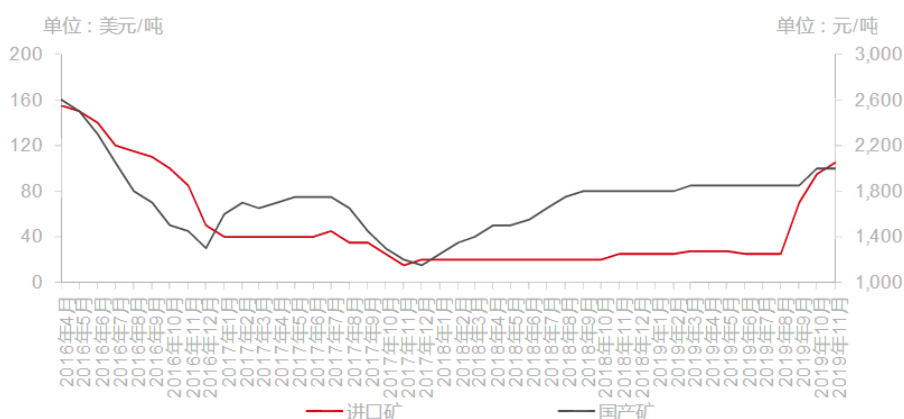
图表 28：铜材开工率



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。本周各地区铅精矿加工费保持不变; 进入 11 月中旬以后, 国内内蒙、西藏、青海等高海拔地区的矿山将陆续进入冬歇期, 国内矿供应将呈现区域性的紧张, 加之内外比价下修, 进口窗口关闭, 想要依赖于进口矿的补充压力较大, 但与此同时, 国内冶炼厂原料库存高企, 平均库存水平在 50 天附近, 冶炼厂采购上多以观望为主, 料冬储期除部分低库存的冶炼企业需要备库外, 高库存原料的企业预计供应压力不大。截至周五, 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 29: 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(11月11日—11月15日)SMM 五省铅蓄电池企业周度综合开工率为 57.75%, 较上周上升 1.51 个百分点。电动自行车及汽车蓄电池市场消费暂无较大变化, 而受铅价下跌拖累, 经销商避险情绪高涨, 蓄电池企业新订单明显减少, 且为刺激经销商采购, 其中如汽车蓄电池企业开始陆续下调电池售价 3-5 百分点。另汽车整车市场正值传统旺季, 蓄企的配套订单尚可, 部分企业计划储备适量库存, 故本周开工率有所提升。
- 库存变化**: 截止周五(11月15日), 铅锭五地社会库存总量为 4 万吨, 较上周五环比上升近万吨, 且刷新 8 月 9 日以来的新高。本周铅价破位下跌, 且因废电瓶持续下跌, 使得再生铅成本线下移, 业内普遍悲观后市情绪, 下游避险少采, 电解铅炼厂则继续进行交仓操作, 社会库存大增近万吨。而下半周, 受安徽地区环保影响提振, 再生精铅贴水迅速收窄, 截止 11 月 15 日再生精铅至对铅价贴水 200-50 元/吨, 致使下游采购回流至原生铅, 预计下周社会库存增幅收窄。

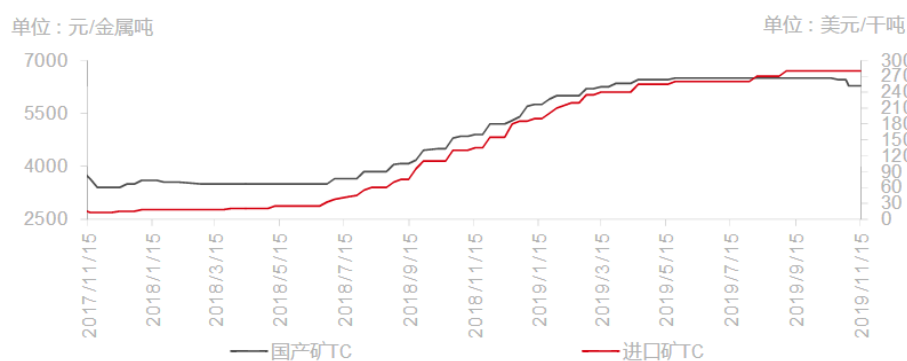
4.4 锌: TC 持稳, 锌锭库存略有下降

- 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。本周广西、湖南、四川地区的区内锌精矿加工费环比下行; 广西地区南丹矿难的问题, 导致广西区内锌精矿供应紧张, 矿山施压下调锌精矿加工费; 而四川及湖南地区加工

费环比下降的原因在于进入 11 月，冶炼厂进入冬储期，对于矿的需求有所上升导致。截至周五，目前 50 品位锌精矿加工费，内蒙 6450-6650 元/金属吨，湖南 6200-6500 元/金属吨，云南 6100-6500 元/金属吨，广西 6400-6600 元/金属吨；四川 6200-6600 元/金属吨，陕西 6400-6550 元/金属吨。

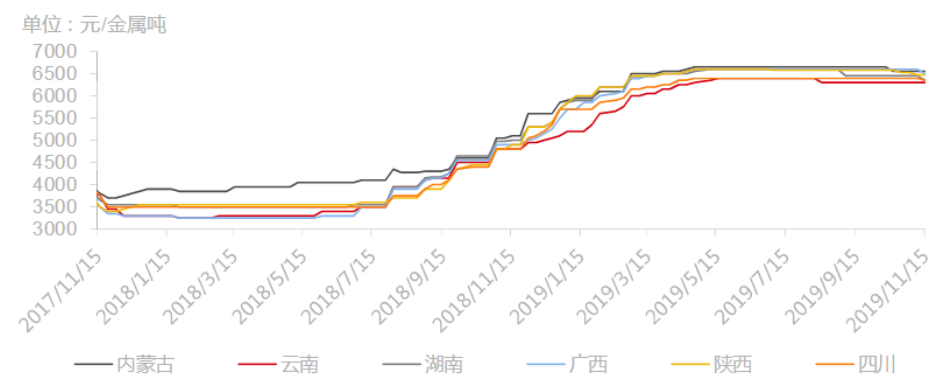
- 本周平均沪伦比值 7.46 (11 月 7 日-11 月 14 日)，较上周出现上修。周均亏损自上周收窄至 -2278 元/吨，最高亏损达到 -2476 元/吨。海外库存本周累计下降 1900 吨左右，外强内弱的格局具有持续性。尽管比价修复，但进口亏损依然较大，本周保税区库存环比下降 2600 吨，本次库存下降主要是保税区锌锭出库导致，本周内贸市场鲜有进口锌报价，多以贸易商长单直接对接下游，下游采购积极性较高。后期进口市场，从内外比价看，短期存在交易性的比价修复可能，但结构性的比价修复国内基本面并不支持，短期窗口难有打开机会，外贸市场成交难有转机。

图表 30: 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 31: 国产锌精矿分地区加工费



来源: SMM, 中泰证券研究所

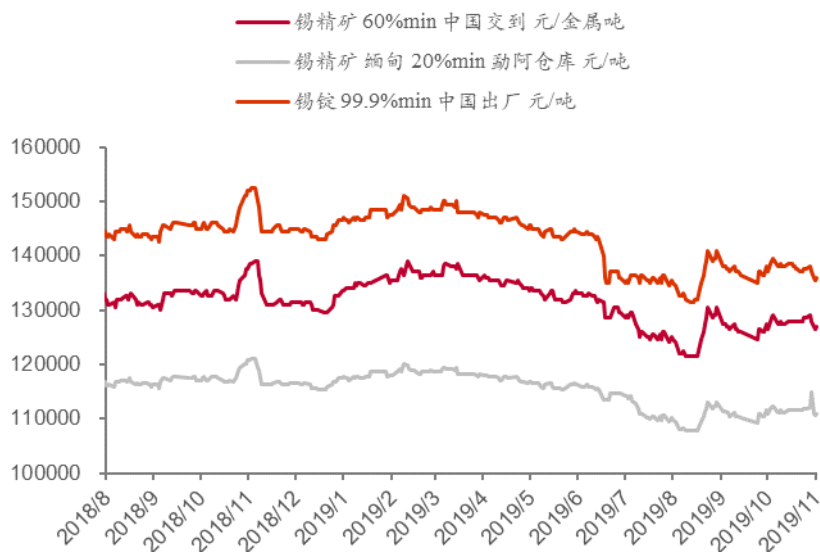
- 消费方面，锌价震荡下行，下游采购有所回暖。镀锌管方面，本周全面进入供暖季，北方环保检查趋严，河北地区部分企业生产受限，但部分企业表示 11 月订单情况良好，整体采买情绪尚好。
- 库存变化: 本周三地社会库存较 11 月 8 日下降 6400 吨至 13.51 万吨。本周上海地区减少 7000 吨，下游逢跌采买意愿转强，贡献主要降幅，广东地区减少 3500 吨，入库量略有下降情况下，终端需求仍然旺盛；此外；天津地区库存增加 4100 吨，部分品牌到库量虽受物流影响受限，但下游采买较

为疲弱，出入相抵下录得增加。

4.5 锡：需求端疲软，锡价较上周有所回调

- **需求端疲软，锡价较上周大幅下跌。**周内，美国 10 月季调后 CPI 月率录得 0.4%，高于预期值 0.3%和前值 0%，并刷新 3 月以来新高，鲍威尔也表示如果经济没有实质性恶化，将维持利率不变，美元指数微跌，但马来西亚冶炼集团公布由于精锡销量下降，2019 年第三季度收入下滑，且悲观预期锡焊料需求疲软，将使锡库存增加，受此影响锡价大幅下跌，锡精矿、锡锭价格较上周分别环比下跌 1.17%和 1.09%。
- **产销库存方面**，根据亚洲金属网披露的数据显示，我国 10 月份锡锭生产商产量为 9760 吨，环比下滑 17.6%，同比减少 28%；库存量为 7110 吨，环比增加 9.5%，同比增长 59%；10 月份锡锭生产商销量为 10510 吨，环比下滑 5%，同比下滑 32%。
- **开工率方面**，根据亚洲金属网数据显示，10 月份锡锭生产商开工率约为 33%，低于上月的 41.1%和去年同期的 47%；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 32：锡价格走势图



来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

5、新能源金属：钴供需预期或将“剧烈”反转

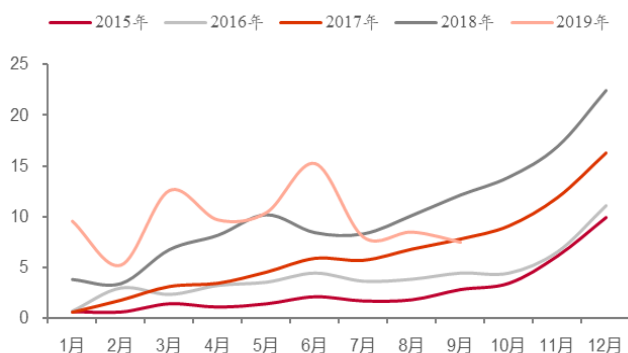
5.1 电动车产业链：新能源汽车市场仍然疲软，但长期趋势向上

- **国内新能源汽车市场仍疲软，同比降幅继续扩大。**近日，中汽协发布了 2019 年 10 月新能源汽车产销数据，数据显示，10 月新能源汽车产销量分别为 9.5 万辆、7.5 万辆，同比下降 35.4%和 45.6%。今年 1-10 月新能源汽车累计产销量分别为 98.3 万辆、94.7 万辆，同比增加 11.7%和 10.1%。从类别上来看，10 月新能源乘用车销量为 6.6 万辆，新能源商用车销量为 0.9 万辆；乘用车中，纯电动乘用车销量为 5 万辆，环比

下滑 11.3%，插电式混合动力销量为 1.6 万辆，同比下降 38.7%。销量低迷主要是由于 6 月底补贴退坡带来的销售成本大幅上涨，叠加国六插混的短缺困扰。

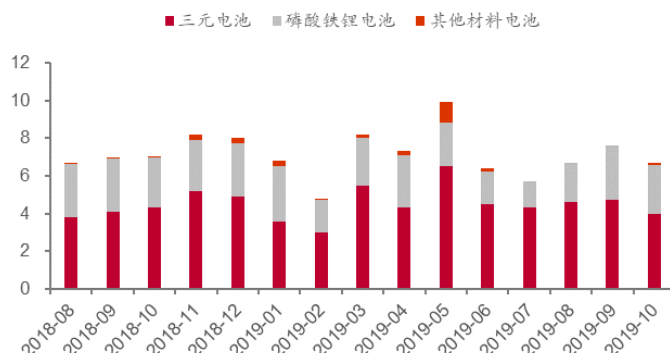
- **动力电池产量有所下滑。**根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据显示，2019 年 10 月动力电池产量 6.7GWh，同比下降 5.4%，环比下降 12.8%。分类别来看，磷酸铁锂产量同比微增，其中三元电池产量 4.0GWh，占总产量 59.3%，同比下降 8.5%，环比下降 16.3%；磷酸铁锂电池产量 2.7GWh，占总产量 39.8%，同比增长 0.2%，环比下降 7.4%。

图表 33: 国内 10 月新能源汽车销量同比下滑 45.4%



来源：中汽协，中泰证券研究所

图表 34: 国内动力电池产量同比下滑 5.4%

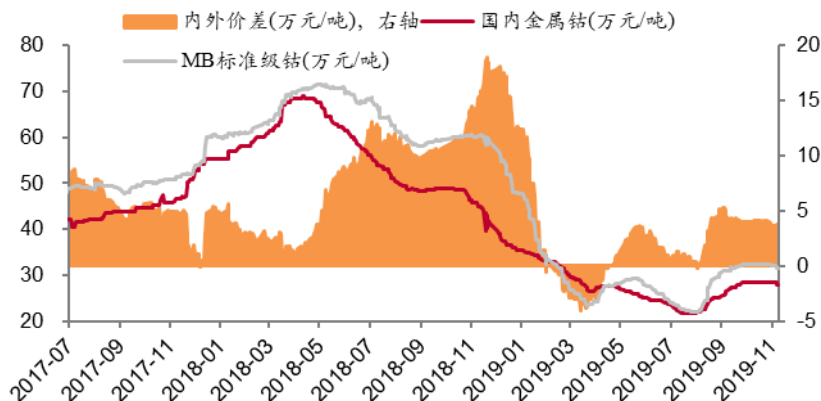


来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，中泰证券研究所

5.2 钴：钴价短期回调不改长期上行趋势

- **钴价短期回调不改长期上行趋势，新能源汽车“政策呵护”依旧。**10 月新能源汽车销量为 7.5 万辆，同比下滑 45.6%，市场普遍担心钴锂下游需求疲软，钴现货价格有所回调，但我们认为钴价长期上行的趋势并没有发生改变。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%。按照 2018 年汽车销量（约 2800 万辆）进行计算，2025 年、2030 年新能源汽车销量可达到 560 和 1120 万辆，2018-2025 年 CAGR 为 24%，2025-2030 年 CAGR 为 15%，新能源汽车长期发展趋势仍然向上；此外随着 5G“换机潮”的到来，2020 年智能手机出货量有望由负转正，消费电池需求有望实现正增长，叠加供给端嘉能可 Mutanda 矿将修缮停产，钴的供需格局将是“需求上行+供给收缩”，因此钴价长期仍将继续上行。

图表 35: 钴现货价格有所回调



来源：MB, SMM, 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 36: 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 37: 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 38: 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 39: 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 40: 钴供需平衡表预测

钴供需平衡预测		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
供应	吨/年	105,534	106,441	117,904	128,456	136,925	143,800	153,417
		0%	1%	11%	9%	7%	5%	7%
需求	吨/年	104,273	109,839	124,045	125,885	129,051	148,952	162,862
			5%	13%	1%	3%	15%	9%
供需缺口 (+过剩/-不足)		1,261	-3,398	-6,141	5,571	9,874	-5,152	-9,445
		1%	-3%	-5%	4%	8%	-3%	-6%

来源: Darton, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 41: 全球新能源汽车 & 消费电池增速对钴供需结构影响

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

备注: 该测算表未计入 Glencore 产量指引变化; 来源: 公司公告, 中泰证券研究所

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; 4) 2019 年第三季度 Pilbara 开始削减生产计划, 2019 年 Q3 共生产锂精矿 2.13 万吨, 环比下降 67%。

图表 42: 西澳锂矿山锂精矿产量情况

公司	项目	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
Mineral Resources	Wodgina							
	锂精矿生产量 (吨)	1159	845	358000	40000	-	-	22000
	锂精矿发货量 (吨)	956	754	422000	-	-	-	3000
Mineral Resources	Mt Marion							
	锂精矿生产量 (湿吨)	105000	109000	111000	115000	107000	90000	115000
	锂精矿发货量 (湿吨)	86000	95000	91000	94000	111000	81000	95000
Altura Mining	Altura-Pilgangoora							
	锂精矿生产量 (吨)	-	-	7379	25794	29627	42402	45484
	锂精矿发货量 (吨)	-	-	6510	24419	14770	38491	25061
Pilbara Minerals	Pilbara-Pilgangoora							
	锂精矿生产量 (吨)	-	-	11015	47859	52196	63782	21322
	锂精矿发货量 (吨)	-	-	-	46598	38562	43214	20044
Galaxy Resources	Mt Cattlin							
	锂精矿生产量 (吨)	43852	47901	31156	33780	41874	56460	50014
	锂精矿发货量 (吨)	44258	45761	29555	39682	15192	29439	58278
Alita Resources	Bald Hill							
	锂精矿生产量 (湿吨)	-	17403	28419	22724	38291	38717	-
	锂精矿发货量 (千吨)	-	26480	36100	22370	44305	18669	-
Kidman Resources	Mt Holland							
	锂精矿生产量 (吨)	-	-	-	-	-	-	-
	锂精矿发货量 (吨)	-	-	-	-	-	-	-

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

注: Wodgina2019Q3 之前的产品为 DSO

- 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。
- 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;

图表 43: 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 44: 南美盐湖主要企业推迟扩产计划

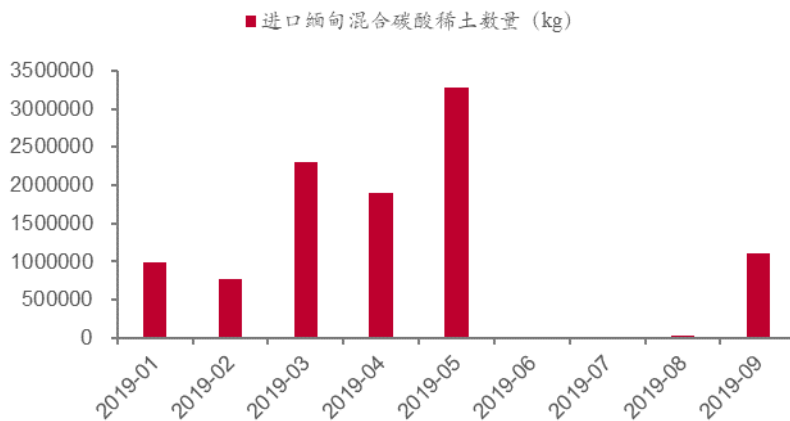
企业名称	2018年底产能	扩产计划	产量
SQM	7万吨碳酸锂, 1.35万吨氢氧化锂	2021年下半年碳酸锂产能达到12万吨, 氢氧化锂产能达到2.95万吨; 另外, KID合资公司(50%权益)2021年4.5万吨氢氧化锂投产	2017年产量为4.97万吨, 2018年产量为4.51万吨
Albemarle	目前公司产能为6.5万吨	2021年计划氢氧化锂产能8-9万吨, 碳酸锂产能8.5万吨, 共计16.5-17.5万吨, 计划未来提升至22.5万吨, 产能规划与2019Q1相比减少了12.5万吨碳酸锂	2016年产量约3万吨(不含中国企业代工产量), 2017年销量约3.2万吨, 2018H1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

- 工信部上调2019年稀土产量配额。**近期, 工信部发布2019年度稀土开采、冶炼分离总量控制指标分别为13.2和12.7万吨, 2018年配额分别为12万吨和11.5万吨, 今年上半年设定的第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标分别为6万吨和5.75万吨, 这意味着下半年将有7.2万吨的开采配额。此外, 外交部称“愿以稀土资源和产品满足世界各国发展的正当需要”, 稀土战略地位获提升。
- 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稀土价格短期承压。

图表 45: 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 15 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的明显改善。
 - 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，黄金上行趋势并未发生根本改变；
 - 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：**寒锐钴业、天齐锂业、赣锋锂业、正海磁材、紫金矿业、中国铝业、云铝股份、山东黄金、盛达矿业等。**

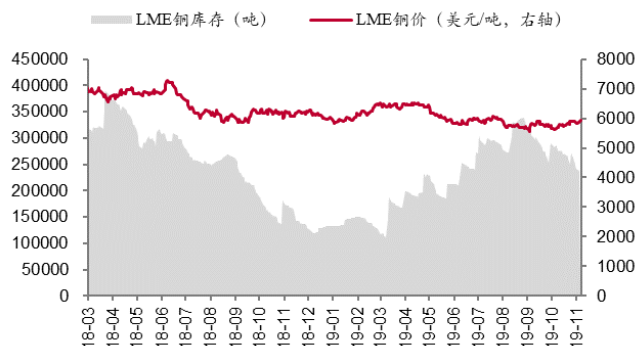
7. 风险提示

- 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

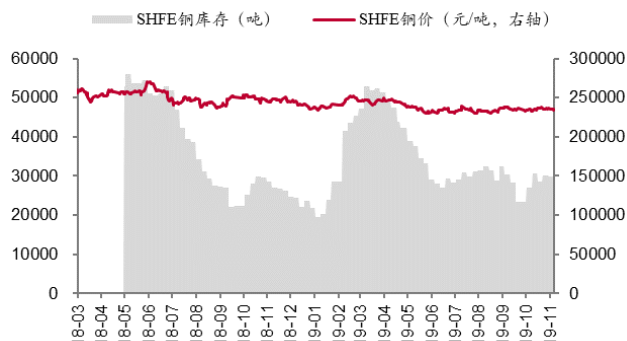
8. 附录：全球有色金属价格、库存走势（11.11-11.15）

图表 46: LME 铜价及库存走势



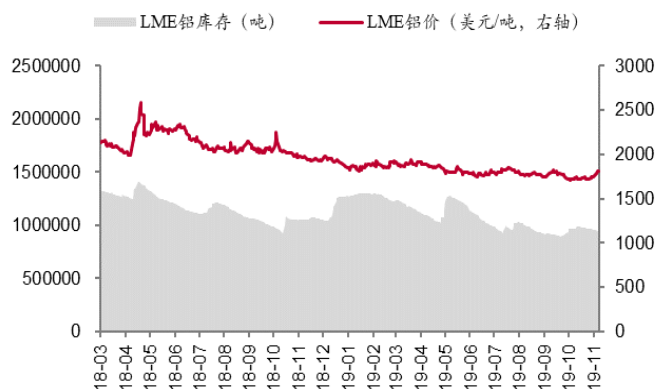
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 47: SHFE 铜价及库存走势



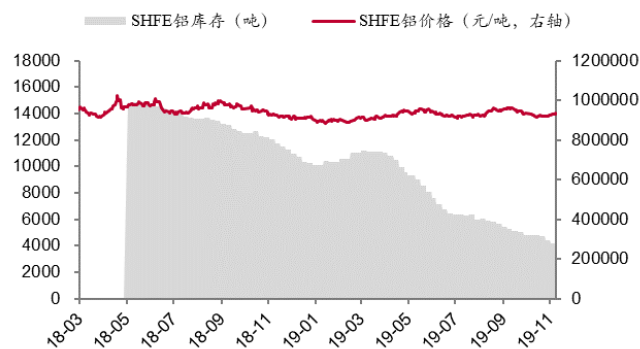
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 48: LME 铝价及库存走势



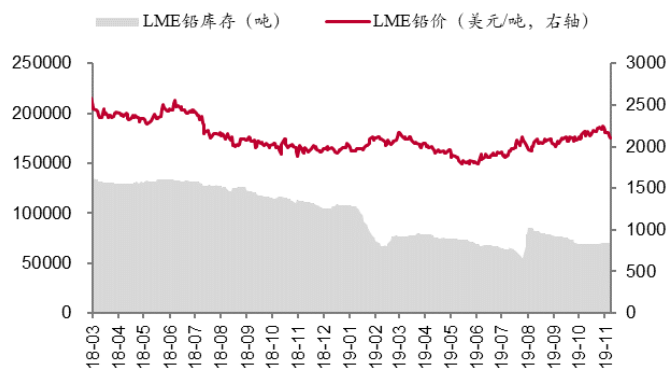
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 49: SHFE 铝价及库存走势



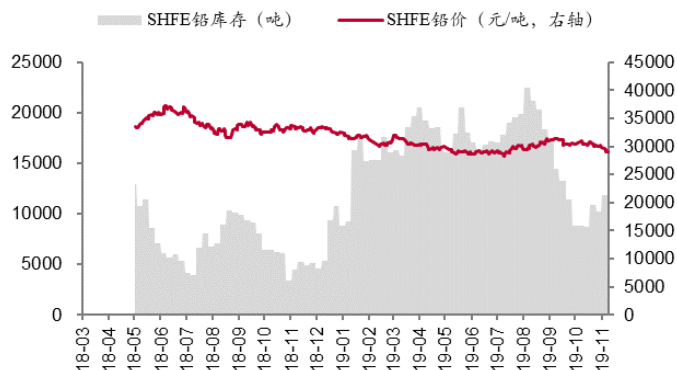
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 50: LME 铅价及库存走势



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 51: SHFE 铅价及库存走势

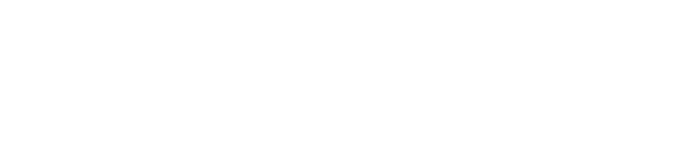


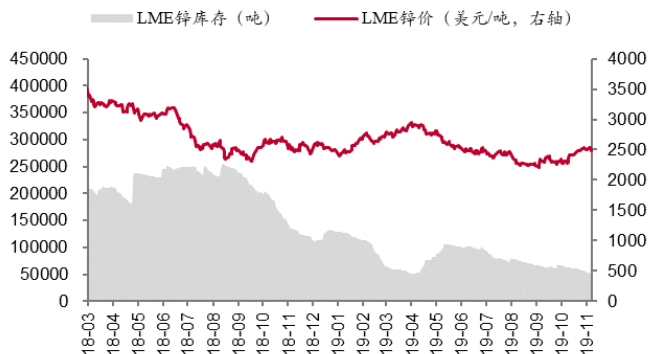
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 52: LME 锌价及库存走势

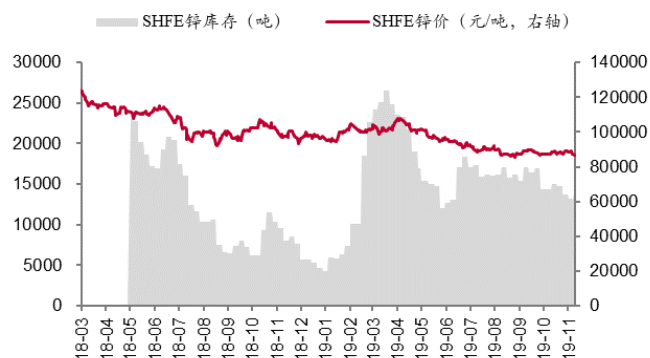


图表 53: SHFE 锌价及库存走势

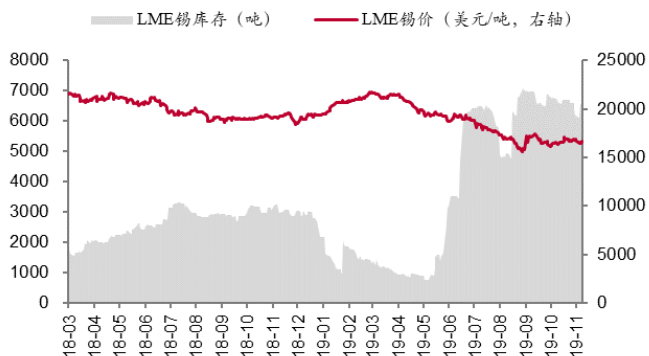




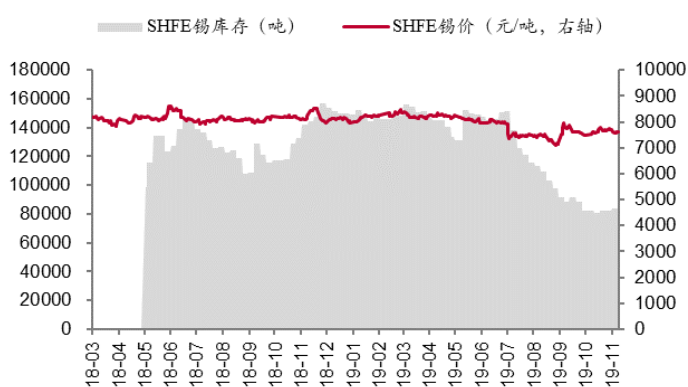
来源: wind, 中泰证券研究所



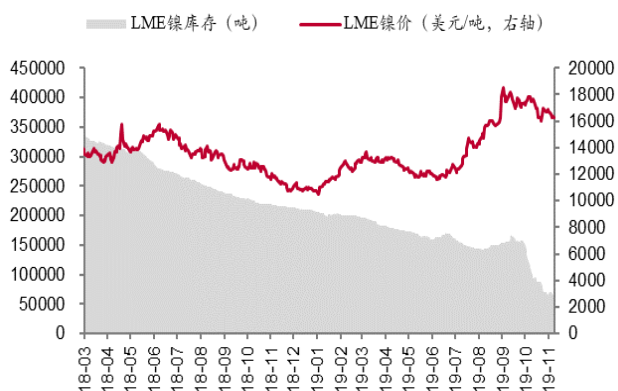
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 54: LME 锡价及库存走势


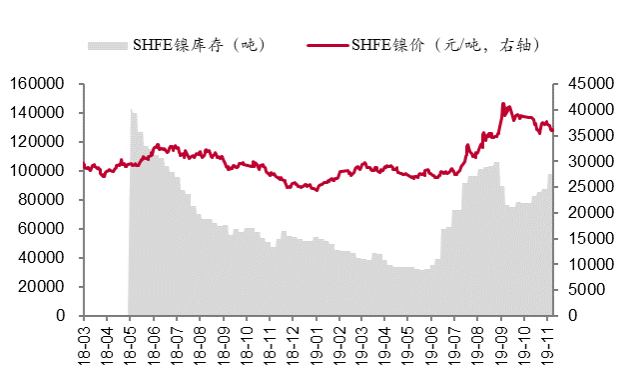
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 55: SHFE 锡价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 56: LME 镍价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 57: 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。