

有色金属

海外电动化进程提速，钴锂“新周期”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，有色板块表现优异，跑赢上证综指3.53个百分点，钴锂板块表现亮眼。商品市场，黄金价格震荡调整，中美贸易谈判悬而未决，Comex黄金价格一度回升至1475.80美元/盎司，但随着美国超预期的PMI及消费者信心指数的公布，金价回落至1461.50美元/盎司。国内宏观经济数据不及预期，基本金属价格全线下跌，LMEX指数环比前周下跌1.0%。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2.9%、3.9%和3.4%；电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂价格分别下跌5.1%和2.4%，氧化镨钕下跌0.3%，氧化镉上涨2.6%。
- **【本周关键词】：**央行降息5BP，美国经济数据短期存韧性，海外电动化进程提速
- **宏观“三因素”总结：**经过从17年11月份至今近24个月的时间，基钦周期有“探底回升”迹象，时间长度也较为符合历史规律，这与全球各经济体亦持续的降息宽松和逆周期调节有直接关系，具体来看：**1、中国，宏观经济下行压力较大，货币政策延续宽松：**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，央行下调逆回购和LPR利率；**2、美国，经济数据表现强劲，短期或暂缓降息：**中美贸易谈判不确定性仍存，经济数据表现强劲，11月Markit制造业PMI初值52.2，创近期新高，11月密歇根大学消费者信心指数超市场预期，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11月制造业PMI环比有所改善，但仍处于荣枯线以下，此外通胀、消费、贸易数据同样低于预期，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。我们需要密切关注后续经济体回升迹象。
- **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、海外电动化进程加速：**根据大众新战略规划，未来5年大众EV销量CAGR+97%，其中19年10万，20年40万，2025年300万，2029年之前交付2600万EV和600万PHEV；此外，11月21日特斯拉将推出Cybertruck，正式进军皮卡市场，特斯拉Cybertruck订单近15万，预计2020年下半年开始交付，全球皮卡市场规模超过500万台，由此拉开了皮卡电动化市场的序幕；**2、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；**3、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；**4、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%；6、Nemaska Lithium 决定暂时关闭 Whabouchi 锂矿（设计锂精矿产能 21.5 万吨）的运营，此外 Shawinigan（设计氢氧化锂产能 3.7 万吨）的湿法冶金工厂也将在完成剩余的订单后关闭。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：**中美贸易谈判不确定性仍存，黄金价格震荡调整，美国制造业较为疲软，当前我们仍维持实际利率易跌难涨的判断，金价上行周期仍未走完。周内，黄金价格震荡调整，中美贸易谈判悬而未决，Comex 黄金价格一度回升至 1475.80 美元/盎司，但随着美国超预期的 PMI 及消费者信心指数的公布，金价回落至 1461.50 美元/盎司。美国制造业数据仍然较为疲软，工厂产出环比继续下滑，我们认为真实收益率易跌难涨，金价上行周期仍未走完，目前仍处于本轮金价上涨周期的前半段（即名义利率下行为特征，通胀对真实收益率贡献不大）。
- **基本金属：**国内宏观经济数据疲软，基本金属价格承压，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 79.9 万吨，较前周减少 3.5 万吨，本周氧化铝价格继续回调，吨电解铝盈利回升至 833 元；2、铜：智利抗议事件不断发酵，TC 整体持稳，2020 年长单 TC 确定为 62 美元/吨，基本面压力仍然较大，库存将继续去化；3、锌：精矿供需变化不大 TC 持稳，锌锭库存略有下降；4、锡：宏观情绪边际改善带动锡价上行，但基本面压力仍存。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

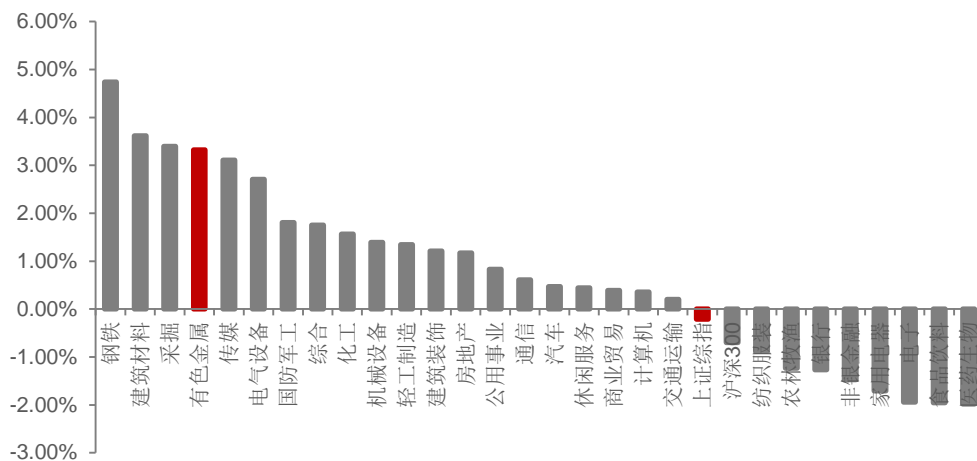
1. 本周行情回顾	- 4 -
1.1 股市行情回顾: A 股整体收跌, 有色板块表现优异.....	- 4 -
1.2 贵金属: 美国贸易政策仍存不确定性, 黄金价格震荡调整.....	- 5 -
1.3 基本金属: 国内经济数据不及预期, 基本金属价格承压.....	- 5 -
1.4 小金属: 需求端疲软, 价格普遍下跌.....	- 6 -
2. 宏观“三因素”运行态势跟踪	- 7 -
2.1 周期位置: 基钦周期有“探底回升”迹象.....	- 7 -
2.2 中国因素: 经济下行压力较大, 货币政策延续宽松.....	- 8 -
2.3 美国因素: 经济数据短期表现强劲, 或将暂缓降息.....	- 9 -
2.4 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 中美贸易磋商悬而未决, 美国经济数据表现强劲, 黄金价格震荡调整.....	- 11 -
3.2 黄金 ETF 持仓较为稳定, COMEX 净多头结构持续.....	- 12 -
4. 基本金属: 基本面压力仍存, 基本金属价格承压	- 13 -
4.1 铝: 电解铝继续去库, 盈利水平有所回升.....	- 13 -
4.2 铜: 现货 TC 持稳, 下游开工率有所回调.....	- 15 -
4.3 铅: 加工费上调, 库存结束三连升.....	- 16 -
4.4 锌: TC 持稳, 锌锭库存略有下降.....	- 17 -
4.5 锡: 宏观情绪边际改善, 锡价大幅反弹.....	- 18 -
5. 新能源金属: 钴供需预期或将“剧烈”反转	- 19 -
5.1 电动车产业链: 海外电动化进程提速, 下游需求远景可期.....	- 19 -
5.2 钴: 钴价季节性回落不改中长期上行趋势.....	- 21 -
5.4 锂: 矿山“关停”再现, 行业底部不断夯实.....	- 23 -
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.....	- 25 -
6. 投资建议	- 26 -
7. 风险提示	- 26 -
8. 附录: 全球有色金属价格、库存走势 (11.18-11.22)	- 27 -

1. 本周行情回顾

1.1 股市行情回顾：A股整体收跌，有色板块表现优异

- 本周，国际方面，美国经济表现强劲，11 制造业 PMI 攀升至近 7 个月高位，密歇根消费信心指数超预期，中美贸易谈判进程低于预期，因此本周美股三大指数表现分化（道指↑1.17%，纳斯达克↓0.25%，标普↓0.33%）；国内方面，央行下调 LPR 利率 5BP，A 股整体先涨后跌，从 SW 一级行业指数来看，有色板块表现优异。
- 具体来看：综合指数中，上证指数收于 2885.29 点，环比收跌 0.21%；深证成指收于 9626.90 点，环比下跌 0.22%；沪深 300 收于 3849.99 点，环比前周下跌 0.70%；申万有色金属指数收于 2632.71 点，环比前周上涨 3.32%，跑赢上证综指 3.53 个百分点。SW 一级行业指数周度走势如下图所示。

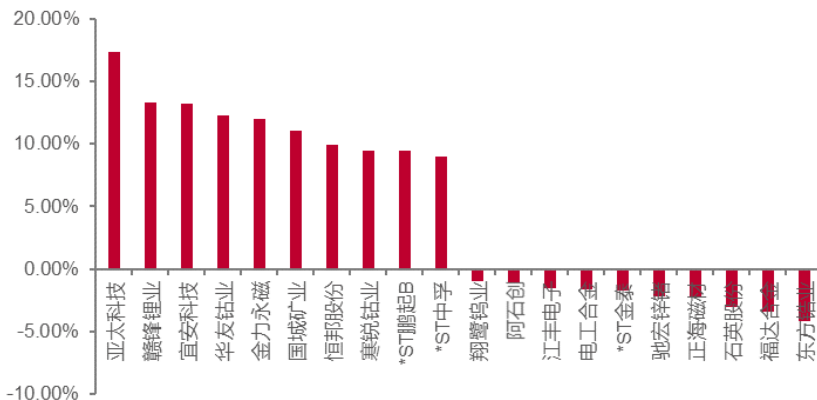
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 周内，有色板块整体表现强于大盘，个股涨跌分化明显。所统计 119 只个股中：98 只个股出现不同程度上涨，2 只个股与上周持平，其余 19 只个股均出现不同程度下跌，具体来看，钴锂相关个股涨幅居前，其主要逻辑为：大众新能源汽车规划超市场预期，特斯拉宣布进入皮卡市场，海外新能源汽车进程提速，与钴锂供给端减产形成周期共振，行业底部得到进一步夯实，因此赣锋锂业、寒锐钴业分别上涨 13.32%和 9.50%。周内涨幅前 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

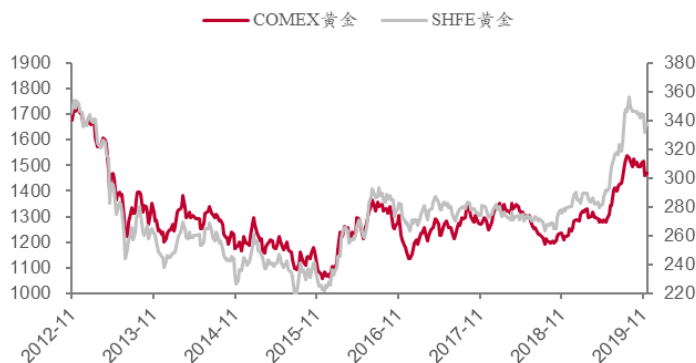


来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 美国贸易政策仍存不确定性, 黄金价格震荡调整

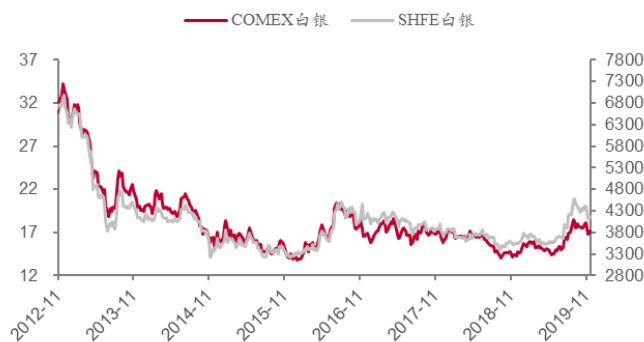
- **贵金属价格大幅震荡调整。**周初, 中美贸易磋商进程低于市场预期, 避险情绪带动黄金价格上行, Comex 黄金价格由 1468.7 美元/盎司上涨至 1475.8 美元/盎司; 临近周末, 美联储纪要较为平淡, 11 月制造业 PMI 创近期新高, 消费数据表现强劲, 进一步降低市场降息预期, Comex 黄金价格反弹受阻。截至本周五, COMEX 黄金收于 1461.50 美元/盎司, 较上周下跌 0.49%; COMEX 白银收于 17.12 美元/盎司, 较上周上涨 1.09%。

图表 3: 黄金价格走势 (美元/盎司)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 白银价格走势 (美元/盎司)



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, 基本金属价格承压

- 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, 基本金属价格表现承压, 本周 LME 基本金属指数收于 2745, 环比前周下跌 1.0%, 具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅分别为 0.2%、-1.0%、-2.0%、-3.4%、1.4%、2.1%。

图表 5: 基本金属周涨跌幅 (11.18-11.22)

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	2745	-1.0%	-2.0%
铜	LME	5853	0.2%	-1.0%
	SHFE	46870	-0.1%	-3.0%
铝	LME	1740	-1.0%	-6.1%
	SHFE	13855	1.4%	1.9%
铅	LME	1966	-2.0%	-2.2%
	SHFE	15520	-1.8%	-14.0%
锌	LME	2307	-3.4%	-6.0%
	SHFE	17970	-2.0%	-14.1%
锡	LME	16350	1.4%	-16.0%
	SHFE	139050	3.4%	-3.1%
镍	LME	14640	-2.1%	37.5%
	SHFE	113200	-4.4%	28.5%

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，钴价季节性回落。**MB 钴（标准级）、MB 钴（合金级）、钴精矿、硫酸钴、三氧化二钴、金属钴较上周分别下跌 2.9%、3.9%、2.0%、1.1%、3.1%和 3.4%，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 5.2%、5.1%、2.7%和 2.4%。
- **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，氧化镨较上周环比下跌 0.3%；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 2.6%。
- **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，周内钨价有所反弹。**受下游需求疲软影响，钨价长期弱势运行，近期钨低价货源收紧，厂商坚挺情绪增强，市场买货的略有增多，压价情况有所好转，因此周内 APT 较上周持稳、钨精矿较上周上涨 1.2%。

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	11月22日	涨跌幅			
				7天	30天	90天	360天
钴	MB钴(标准级)	美元/磅	17.0	-2.9%	-5.2%	32.0%	-59.8%
	MB钴(合金级)	美元/磅	17.2	-3.9%	-6.3%	27.3%	-59.5%
	钴精矿	美元/磅	14.5	-2.0%	-8.2%	15.9%	-56.0%
	金属钴	元/公斤	25.9	-3.4%	-8.8%	18.6%	-57.3%
	钴粉	元/公斤	27.6	-3.8%	-8.6%	18.5%	-60.9%
	硫酸钴	元/公斤	4.7	-1.1%	-27.9%	27.4%	-62.8%
	四氧化三钴	元/公斤	18.5	-3.1%	-8.9%	17.8%	-59.8%
	碳酸钴	元/公斤	12.3	0.0%	0.0%	17.1%	-60.4%
	氯化钴	元/公斤	5.5	-5.2%	-25.3%	25.3%	-61.1%
	氧化钴	元/公斤	19.6	-3.0%	-7.5%	24.8%	-54.7%
锂	金属锂(99%)	元/公斤	58.0	0.0%	-6.5%	-12.1%	-37.3%
	金属锂(99.9%)	元/公斤					
	碳酸锂(工业级)	元/公斤	4.6	-5.2%	-8.5%	-27.6%	-63.2%
	碳酸锂(电池级)	元/公斤	5.6	-5.1%	-6.7%	-24.5%	-59.0%
	单水氢氧化锂(工业级)	元/公斤	5.3	-2.7%	-11.6%	-29.9%	-60.6%
	单水氢氧化锂(电池级)	元/公斤	6.1	-2.4%	-10.6%	-29.9%	-56.4%
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	9.0	-2.2%	-13.5%	26.1%	-33.2%
	三元622/动力	元/吨	10.0	-2.0%	-9.5%	29.2%	-
	钴酸锂	元/吨	22.5	-2.6%	-6.3%	11.4%	-52.6%
正极	三元523/动力	元/公斤	14.0	-0.7%	-7.6%	8.1%	-37.2%
	三元622/动力	元/吨	15.6	-0.6%	-7.4%	8.0%	-
	镍精矿	元/吨	3.1	0.0%	5.1%	8.8%	-22.5%
镍	镍锭	元/吨	4.1	0.0%	2.5%	7.9%	-19.6%
	三氧化二镍	元/吨	3.7	0.0%	5.7%	5.7%	-19.6%
	金属镍	元/吨	1.4	-0.7%	-2.4%	-10.6%	-8.6%
钼	钼精矿	元/吨度	1570.0	14.6%	-18.2%	-12.8%	-3.1%
	钼铁	元/吨	10.9	11.2%	-14.8%	-10.3%	0.5%
硅	金属硅	元/吨	1.1	0.4%	5.6%	5.3%	-8.1%
	硅铁	元/吨	5841.0	0.0%	0.0%	-8.5%	-15.3%
钛	海绵钛	元/吨	8.1	0.0%	0.0%	14.1%	42.4%
	APT	元/吨	13.1	0.0%	-13.0%	18.1%	-28.1%
钨	钨精矿	元/吨	8.4	1.2%	-13.8%	12.8%	-25.7%
	氧化钨	元/吨					
	钨矿	美元/磅	8.7	0.6%	3.0%	-5.9%	-17.5%
铌	五氧化二铌	元/公斤	20.7	0.0%	1.0%	-10.0%	-9.6%
	五氧化二钒	元/吨	9.7	0.0%	-23.7%	-20.2%	-51.8%
钒	钒铁	元/吨	10.4	2.5%	-20.9%	-18.8%	-50.5%
	海绵锆	元/公斤					
锆	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%	-0.5%	-6.7%	-13.2%
	氧化锆	元/吨	28.5	-0.3%	-9.5%	-8.9%	-15.7%
稀土	氧化镨	元/公斤	159.0	2.6%	-10.2%	-17.0%	36.5%
	氧化镧	元/吨	3.4	-2.9%	-5.6%	0.0%	-
	氧化铈	元/吨	3.3	-3.0%	-5.8%	0.0%	-

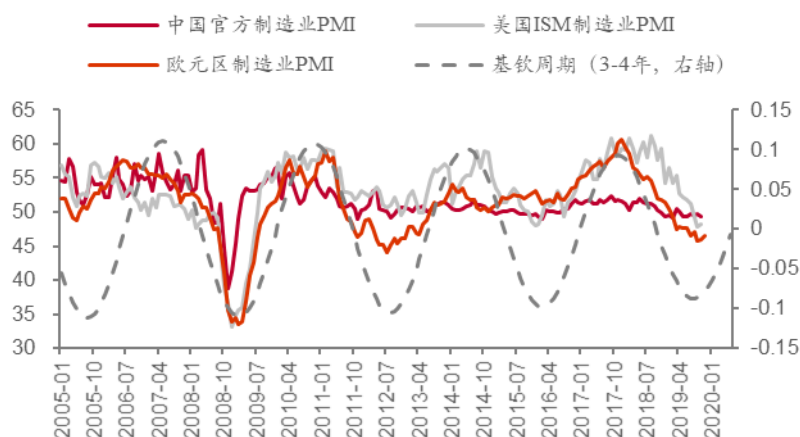
数据来源: Wind、Metal Bulletin、SMM、亚洲金属网、中泰证券研究所

2. 宏观“三因素”运行态势跟踪

2.1 周期位置: 基建周期有“探底回升”迹象

- 经过从 17 年 11 月份至今近 24 个月的时间，基钦周期有“探底回升”迹象。从中国、美国以及欧元区 PMI 景气度指标来看，基钦周期已经止跌企稳回升，其中，美国、欧元区 10 月制造业 PMI 均出现环比上行的趋势；此外，从已经公布的 11 月 PMI 数据显示，美国、欧元区、德国、法国制造业 PMI 较 10 月份环比均有所回升。我们需要密切关注后续经济体回升迹象。

图表 7: 全球基钦周期当前运行位置



来源: Wind, 中泰证券研究所

2.2 中国因素：经济下行压力较大，货币政策延续宽松

- 经济下行压力较大，逆周期调节政策加码。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 8: 10 月工业增加值同比 4.7% (单位: %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 10 月固定资产投资完成额累计同比 5.2% (单位: %)



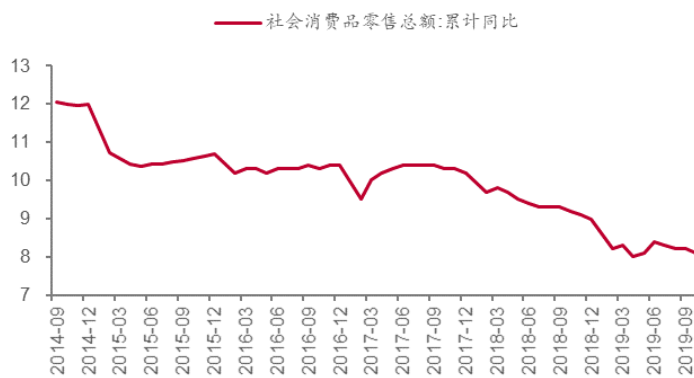
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 10 月房地产投资完成额累计同比 10.3%(单位: %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

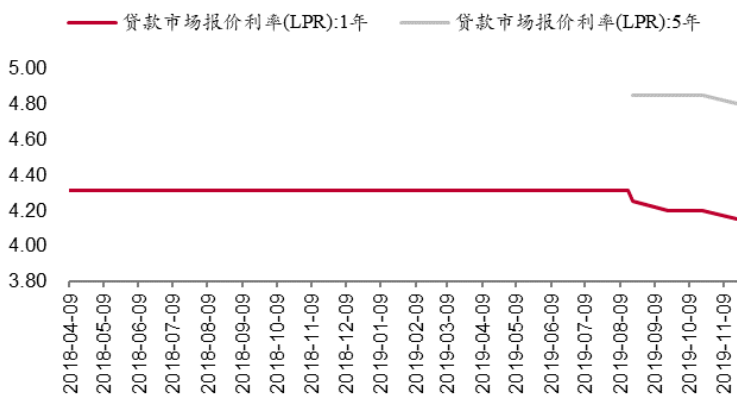
图表 11: 10 月社会消费品零售总额同比 7.2%(单位: %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

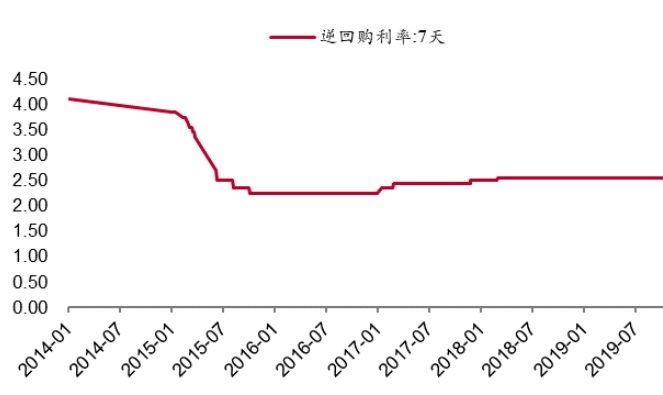
- **央行下调 7 天逆回购和 LPR 利率, 货币政策延续宽松。** 11 月 18 日, 央行发布信息, 当天以利率招标方式开展了 7 天期逆回购 1800 亿元, 中标利率 2.5%, 较此前下降 5bp, 这是 7 天逆回购操作利率 2015 年 10 月 27 日以来首次下调; 11 月 20 日, 央行公布 11 月 LPR 报价, 其中, 1 年期 LPR 为 4.15%, 较上月下降 5bp; 5 年期 LPR 为 4.80%, 较上月下降 5bp。根据我们宏观组的观点, 猪价和房价两个因素或许并不是宽松的障碍, 央行已经迈入了第一步, 往前看, 我国的降息周期才刚刚开始。

图表 12: 央行下调 LPR 利率 (单位: %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 央行下调 7 天逆回购利率 5BP (单位: %)

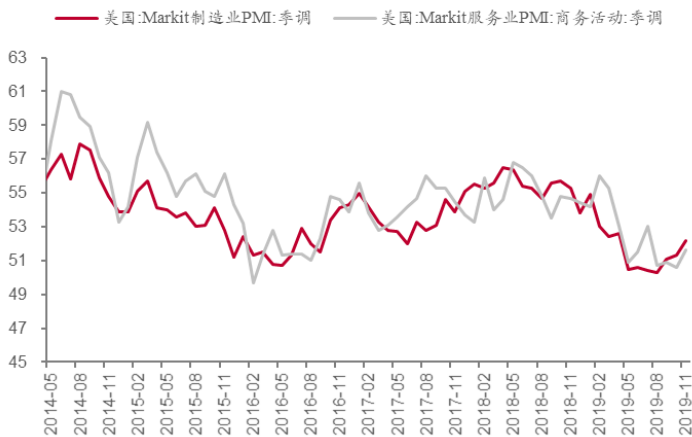


来源: Wind, 中泰证券研究所

2.3 美国因素: 经济数据短期表现强劲, 或将暂缓降息

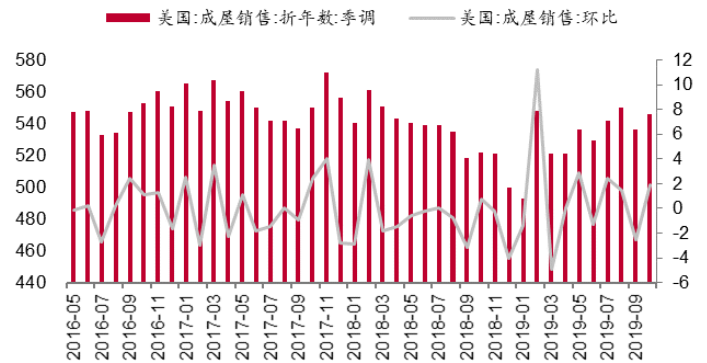
- **美国经济数据表现强劲, 或将暂缓降息。** 本周, 美国公布的经济数据表现强劲, 11 月 Markit 制造业初值 52.2, 预期 51.5, 前值 51.3, 创近 6 个月的新高; 11 月密歇根大学消费者信心指数终值 96.8, 预期 95.7; 但房地产销售数据不及预期, 美国 10 月成屋销售总数年化 538 万户, 预期 547 万户。受益于美联储连续三次降息, 经济短期表现出韧性, 但总体来看, 美国经济仍然处于下行通道, 未来由于美国贸易政策的不确定性仍存, 且美国 2017 年减税效应正在逐渐减弱, 未来消费或进一步下滑拖累经济增长, 为缓解经济增长的压力, 货币政策宽松趋势不变。

图表 14: 美国 11 月 Markit 制造业 PMI 创近期新高



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 15: 美国 10 月成屋销售数据低于预期 (单位: 万户)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 16: 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	↑	美国11月密歇根大学消费者信心指数终值96.8, 预期95.7, 前值95.7
	零售销售总额	同步	↑	美国9月零售销售环比升0.3%, 预期升0.2%, 前值降0.3%; 核心零售销售环比升0.2%, 预期升0.4%, 前值降0.1%
地产	新建住房销售	同步	↓	9月环比下降0.71% 10月成屋销售总数年化538万户, 预期547万户
	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	↑	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	↑	美国9月PPI环比增0.4%, 刷新3月以来新高, 预期增0.3%, 前值减0.3%
	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	↑	11月Markit制造业初值52.2, 预期51.5, 前值51.3, 创近期新高

来源: wind, 中泰证券研究所

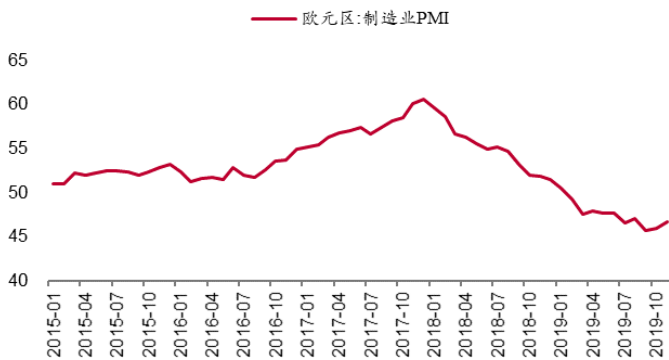
注: 标红色的为近期有所恶化的指标

2.4 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 11 月制造业初值为 46.6, 略好于市场预期, 但仍处于荣枯线以下, 欧元区主要国家 PMI 同样低迷, 德国 11 月制造业 PMI 初值为 43.8, 英国 11 月制造业 PMI 初值为 48.3, 预期为 49; 欧元区 9 月建筑业产出同比减 0.7%, 前值增 1.2%。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**

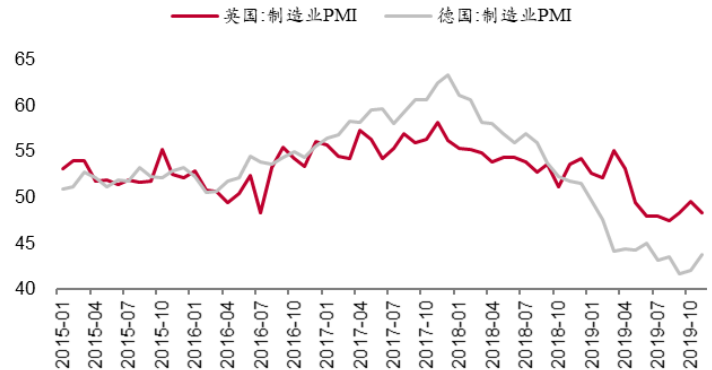
减弱)或施压于欧元区表现, 边际宽松的货币政策的逆周期调节, 存在进一步蔓延之势。

图表 17: 欧元区 PMI 继续跌破荣枯线



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 18: 欧元区主要国家 PMI 仍处于荣枯线以下



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

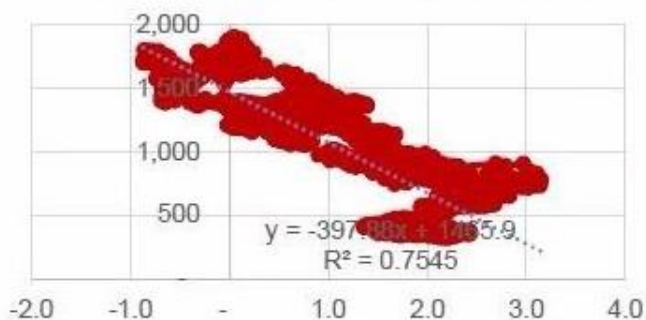
3.1 中美贸易磋商悬而未决, 美国经济数据表现强劲, 黄金价格震荡调整

- 中美贸易谈判仍存不确定性, 美国经济数据表现强劲, 黄金价格震荡调整。周初, 中美贸易谈判进程低于市场预期, 市场避险情绪带动黄金价格反弹至 1475.8 美元/盎司; 但随后公布的经济数据显示, 美国 11 月制造业 PMI 创近期新高, 消费数据略显强劲, 叠加中美贸易磋商利好信息传出, 美联储暂缓降息预期进一步强化, 金价反弹受阻, 截至本周五, COMEX 黄金收于 1461.5 美元/盎司, 较上周下跌 0.48%。
- 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略显强劲, 前期预防式降息效果逐渐显现, 11 月 Markit 制造业初值 52.2, 预期 51.5, 前值 51.3, 创近 6 个月新高; 11 月密歇根大学消费者信心指数终值 96.8, 预期 95.7, 前值 95.7; 10 月成屋销售总数年化 538 万户, 预期 547 万户。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), 我们认为真实收益率易跌难涨, 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, 金价上行周期仍未走完, 目前仍处于本轮金价上涨周期的前半段 (即名义利率下行为特征, 通胀对真实收益率贡献不大)。

图表 19: 金价与 10 年期真实收益率负相关性强

图表 20: 金价与美国真实收益率对比

2003至今, COMEX金价 (y) vs. USA 10y TIPS (x)



来源: Wind, 中泰证券研究所

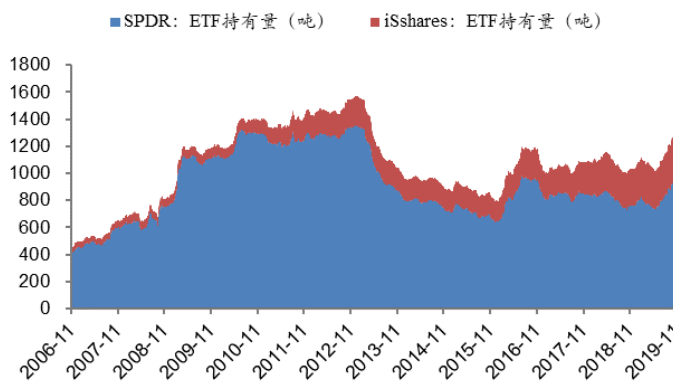
期货收盘价(活跃合约):COMEX黄金 — 美国:国债实际收益率:10年期



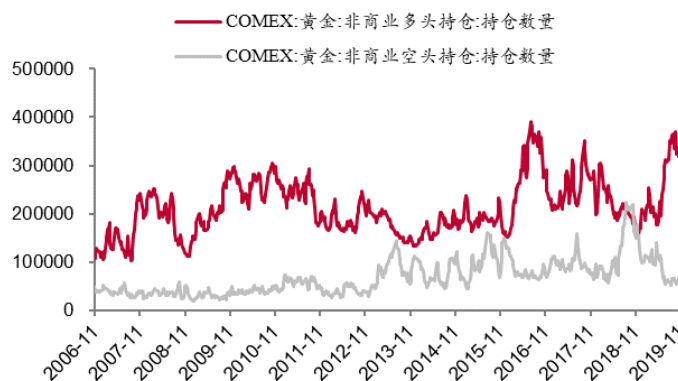
来源: Wind, 中泰证券研究所

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) 1250.34 吨, 较前周减少 3.64 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 33.73 万张附近 (前值 32.32 万张附近), 同时非商业空头持仓减少至 5.14 万张附近 (前值 5.61 万张附近), 净多头持仓量环比前周增加至 28.59 万张 (前值 26.71 万张), COMEX 净多头结构延续。

图表 21: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 22: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (单位: 张)


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **金银比价处于历史高位, 修复动能强劲, 白银投资价值剧增。**当前金银比为 85.3, 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 23: 金银比处于历史高位, 向下修复动能强劲



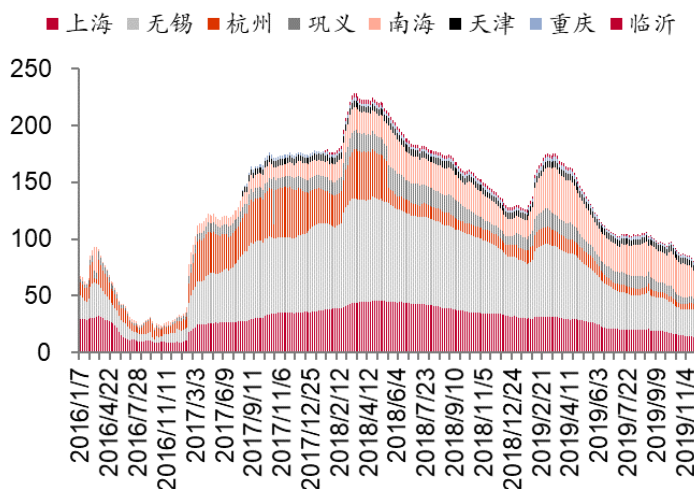
来源: Wind, 中泰证券研究所

4. 基本金属：基本面压力仍存，基本金属价格承压

4.1 铝：电解铝继续去库，盈利水平有所回升

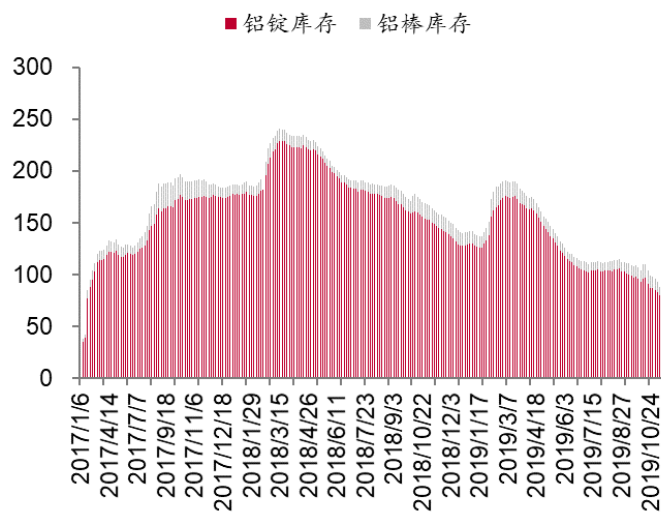
- **电解铝继续去库。**SMM 统计数据显示，2019 年 11 月 21 日国内电解铝社会库存 79.9 万吨，较前周减少 3.5 万吨。叠加 SMM 铝棒库存数据，总计 88.57 万吨（其中，铝棒库存 8.67 万吨，减少 1.21 万吨），较前周减少 4.71 万吨；LME 库存 11 月 22 日为 118.04 万吨，较前周环比增加 11.52 万吨。分地区看，上海、南海、巩义和杭州地区库存录得降幅，巩义及南海地区周内出库环比稳中微增，两地到货持续偏少；无锡、重庆和天津地区各小增 0.1 万吨，临沂地区库存较前一周持平。整体来看，周内有部分铝厂有集中发货至华东和重庆地区，但各地消费仍维稳。

图表 24: 国内电解铝社会库存走势 (万吨)



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 (万吨)

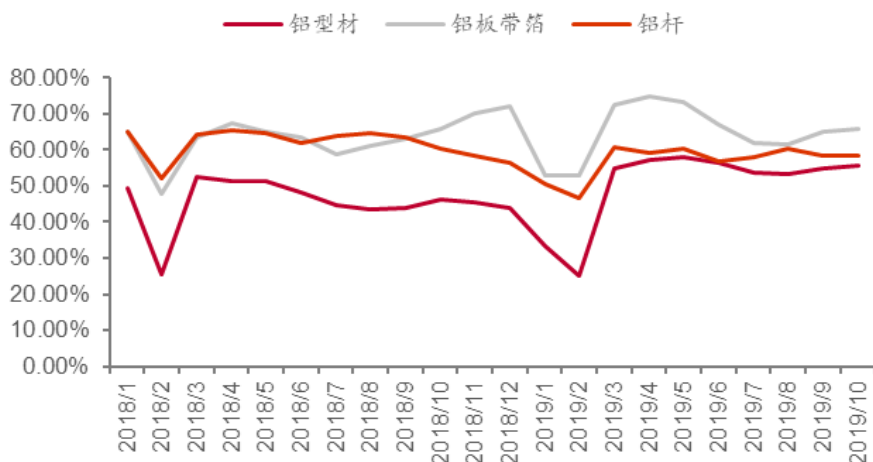


来源: 我的有色, SMM, 中泰证券研究所

- **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。

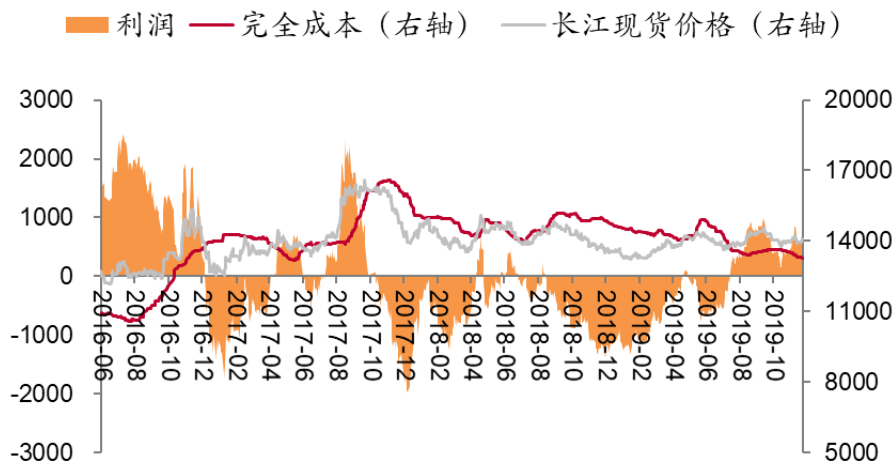
图表 26: 铝下游开工率 (%)



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, 本周下游需求依旧保持平稳, 因原料紧缺问题逐渐被市场接受, 下游企业询价有所增加, 实际成交价也因刚需存在逐步抬升; 2) 供给端, 国废铝继续保持供应紧张, 废铝价格坚挺, 部分地区价格甚至出现小幅上涨。市场情绪逐步降温回归理性后, 价格大幅异常变动可能性不断降低。目前来看, 短期从国内解决废铝供应不足的方式来源于熟铝, 即再生铸造铝合金企业抢购熟铝补充进口生铝的不足; 3) 进出口方面, 出口价格保持高位, 出口日本基本港口 ADC12cif 价格逐步涨至仍在 1600-1620 美元/吨, 且货源保持紧张。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, 目前海外国内港口 CIF 报价非协议过已涨至 1500 美元/吨, 协议国已涨至 1600 美元/吨, 且到货已排至 2 月。
- 盈利表现: 电解铝价格回升, 氧化铝价格回调, 电解铝盈利水平较上周有所恢复。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 2535 元/吨左右 (-40 元/吨), 动力煤价格 552 元/吨, 预焙阳极价格变动不大, 按 11 月 22 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 13257 元/吨, 吨铝盈利恢复至 833 元。具体走势如下图所示。

图表 27: 电解铝成本、利润图 (元/吨)

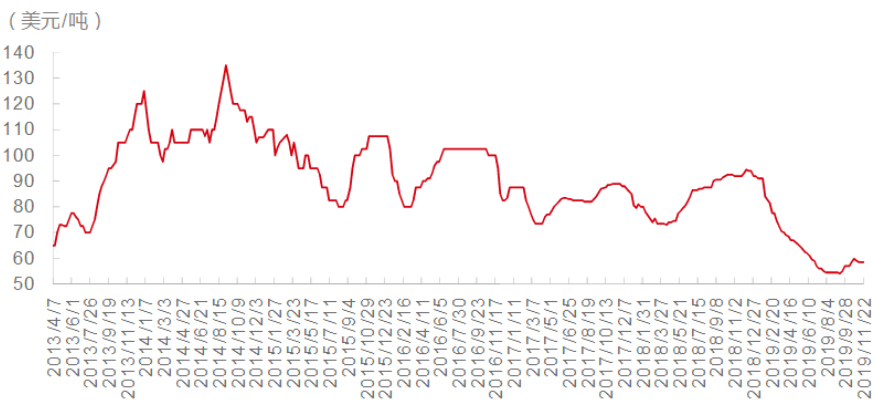


来源：wind，安泰科，亚洲金属网，中泰证券研究所

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，连续第二周环比持平。目前，市场所有的重心都倾斜向长单谈判，现货市场询盘明显减少，成交继续维持清淡局面。11 月 21 日，江铜、铜陵、中铜与 Freeport 签订了 2020 年年度长单，签订 TC/RC 价格为 62 美元/吨、6.2 美分/磅，TC 较 2019 年的 80.8 下降 18.8 美元/吨。按照惯例，这将作为 2019 年长单的 benchmark，后续的矿商冶炼厂会参照此价格签订。

图表 28：铜精矿 TC 较上周持平（单位：美元/吨）



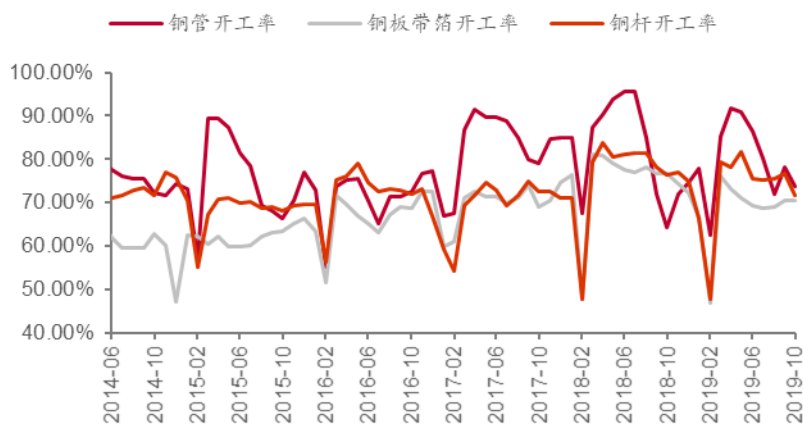
来源：SMM，中泰证券研究所

- **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，本周华北也因持货商云集上海参会，市场无较多现货报盘而挺价出货，下游对其并不买账，且本身长单足以维持，成交僵持，呈现明显的供需两淡，升水依旧为全国最低，周内维持报贴水 120 贴水 60 元/吨区间。华南地区，库存依旧处于高位，叠加本周出现仓单货源流入市场，供应持续宽松令现货由升水大幅下移至全面贴水，

现货报价自周初升水 40 元/吨下调至贴水 30 元/吨，贸易商谨慎观望，下游需求乏善可陈，维持按需采购，市场供大于求特征明显。

- **库存方面**，截至本周五，上海保税区库存环比上周五增加 0.58 万吨至 24.38 万吨；LME 库存下降 0.59 万吨至 21.89 万吨；SHFE 库存减少 476 吨至 13.50 万吨。

图表 29: 铜材开工率 (%)

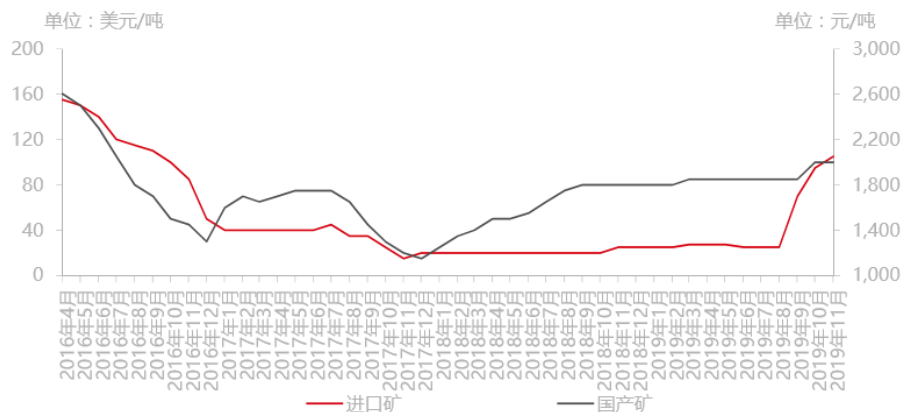


来源：SMM，中泰证券研究所

4.3 铅：加工费上调，库存结束三连升

- **原料端**，本周国产 50 品位铅精矿到厂主流成交在 2000-2300 元/金属吨，60 品位进口铅精矿主流报价 110-140 美元/干吨。本周各地区铅精矿加工费进一步上调，按照季节性来看，四季度末已经进入冬储期，炼厂需求量陆续提升，加工费一般呈现易涨难跌的趋势；但今年由于北方地区炼厂原料库存高企，故冬储期备库积极性不高，加工费定价权由矿山向冶炼厂，这是主导本来加工费上涨的主要原因。截至周五，目前 50 品位铅精矿加工费，河南 2100-2300 元/金属吨，湖南 1900-2000 元/金属吨，云南 1900-2000 元/金属吨，内蒙古 2200-2300 元/金属吨；广西 2000-2100 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持平**。本周（11月18日—11月22日）SMM

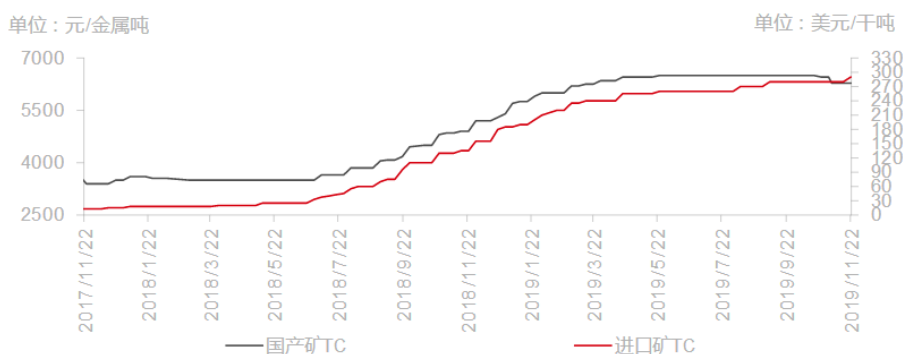
五省铅蓄电池企业周度综合开工率为 57.75%，较上周基本持平。电动自行车及汽车蓄电池市场终端消费始终一般，部分蓄电池企业对成品电池保持促销状态，其中汽车类经销商因铅价下跌，对后市普遍持谨慎乐观，且多数经销商前期已采购一定量“低价”电池，库存水平多至一个月上方。经销商多按需采购，企业库存尚未有较大压力，故铅蓄电池企业整体开工率呈维稳状态。

- **库存变化：**截止周五（11月22日），铅锭五地社会库存总量为 3.56 万吨，较上周五环比下降 0.45 吨，结束连续三周上升的趋势。本周铅价破位下跌，在环保因素制约下，再生铅供应区域性短缺尚未缓解，加之铅价下跌，再生铅逼近成本线，再生精铅贴水进一步收窄，促使下游蓄企采购基本大多转向再生铅，此外河南地区启动重污染天气橙色预警，虽对精铅产量未造成较大影响，但其对国四车辆进行限产拖慢精铅运输环节，故社会库存下降。

4.4 锌：TC 持稳，锌锭库存略有下降

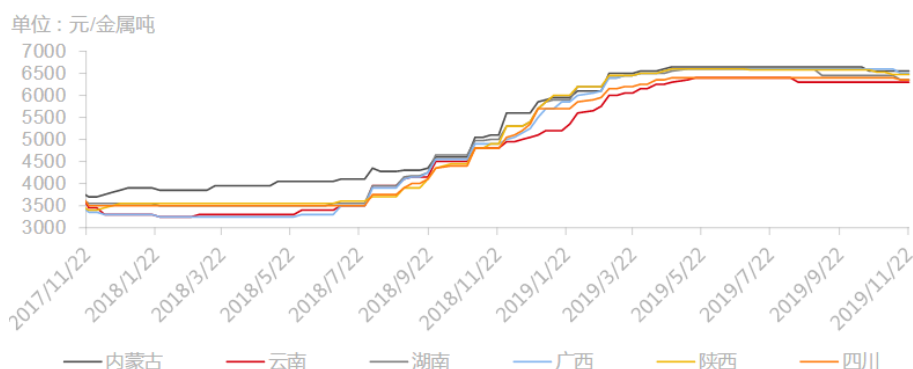
- 本周国产 50 品位锌精矿到厂主流成交在 6050-6500 元/金属吨，50 品位进口锌精矿主流报价 280-300 美元/干吨。本周各地区锌精矿加工费环比不变；进入 11 月下旬，冶炼厂陆续开始为冬储期做准备，由于冶炼厂原料不高，基本维持在 30 天左右的库存水平，故冬储期采购力度较好，这是导致为何近期各区内加工费出现松动下调的原因。进入 12 月，随着国内高海拔地区矿山开始停产，国内供应将出现季节性减量，但同时因为海外矿山陆续复产，进口矿或弥补一定国内的供应减量，结合以上预计 12 月，国内锌精矿加工费下调幅度有限。截至周五，目前 50 品位锌精矿加工费，内蒙 6450-6650 元/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。
- 内外比价持续上修，进口亏损收窄至 1400 元/吨。本周平均沪伦比值 7.76（11月18日-11月21日），较上周出现上修。本周内强外弱的格局具有持续性。周均亏损自上周收窄至-1400 元/吨。尽管比价修复，但进口亏损依然较大，近两周贸易市场鲜有进口锌锭的报价，预计 11 月的进口量较少。后期进口市场，从内外比价看，短期由于国内现货升水的坚挺，以及海外库存的预期垒增，短期沪伦比值存在进一步上修的可能，短期窗口难有打开机会，外贸市场成交难有转机。

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



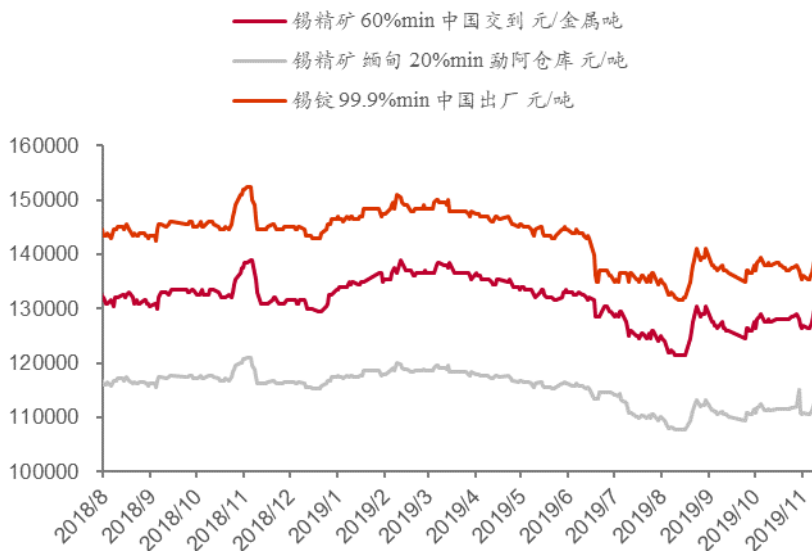
来源：SMM，中泰证券研究所

- **消费方面，下游采购有所回暖。**镀锌管方面，本周温度下降，北方环保检查趋严，河北地区部分企业生产受限，近期受黑色上涨影响，镀锌管消费情况乐观，且库存保持低位，但逐步进入淡季，未来消费大概率转弱。镀锌结构件方面，目前环保并没有影响到下游企业生产，部分下游表示进行过环保改造后，环保检查对他们的影响几乎没有了，并且11月订单消费依旧较好，保持满负荷生产。
- **库存变化：**本周三地锌锭库存总量为12.93万吨，较上周下降5800吨。本周降幅主要由沪粤贡献，主因锌价下跌提振下游采买意愿，华东地区压铸锌合金，镀锌结构件等下游企业订单有所好转；华南地区压铸锌合金企业订单仍维持稳定，整体贡献主要降幅。天津地区高价品牌陆续到货，然河北下游企业受环保要求影响，开工略有受限，预计下周将恢复正常生产，出入相抵下录得小幅增加。

4.5 锡：宏观情绪边际改善，锡价大幅反弹

- **宏观情绪边际改善，锡价大幅反弹。**周内，美国消费者物价指数好于预期，加之贸易局势向好和经济衰退担忧缓和，为美联储近期不再降息提供支撑，美元指数受挫，伦锡超跌反弹，受此影响，锡精矿、锡锭价格较上周分别环比大幅上涨2.36%和2.21%。
- **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 33：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：海外电动化进程提速，下游需求远景可期

- 海外电动化进程提速，下游需求远景可期。**根据大众新战略规划，未来5年大众EV销量CAGR+97%，其中19年10万，20年40万，2025年300万，2029年之前交付2600万EV(MEB2000万+PPE600万)，600万PHEV(MQB&MLB)；此外，11月21日特斯拉将推出Cybertruck，正式进军皮卡市场，特斯拉Cybertruck订单近15万，预计2020年下半年开始交付，全球皮卡市场规模超过500万台，其中美国市场规模最大，超过280万，且大部分是F150等高端皮卡，占美国新车销量约20%。Cybertruck的推出，将打开全球超500万年规模皮卡市场的电动化序幕。

图表 34：大众MEB量产规划：四地工厂一期产能100万+



上海大众

上汽大众MEB

- 总投入约170亿元，规划年产能30万辆
- 2019年底开始陆续投产3款车型：大众ID.初见，斯柯达Vision IV，奥迪Q4 e-tron



一汽-大众

一汽大众MEB

- 2018年开工，2020年开始量产，规划产能30万辆
- 2020年投产6款车型：包括A SUVe、Lounge SUVe、Audi SUVe、Aero A等



Das Auto.

德国大众MEB

- 工厂在茨维考，由燃油车工厂改造，2021年全部切换至MEB
- 2019年开始量产ID.系列车型，目前确定量产6款车型，产能30万



美国大众MEB

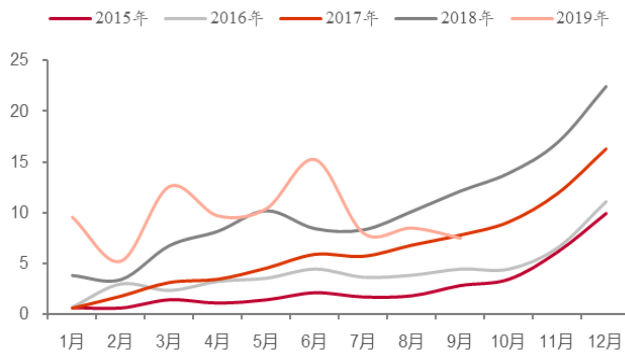
- 田纳西州查塔努加工厂，由燃油车工厂改造，2022年投产ID.系列车型

来源：公司官网，中泰证券研究所

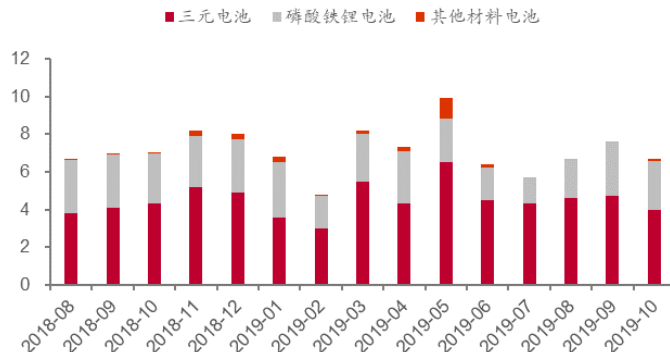
- **国内新能源汽车市场仍疲软，同比降幅继续扩大。**近日，中汽协发布了2019年10月新能源汽车产销数据，数据显示，10月新能源汽车产销量分别为9.5万辆、7.5万辆，同比下降35.4%和45.6%。今年1-10月新能源汽车累计产销量分别为98.3万辆、94.7万辆，同比增加11.7%和10.1%。从类别上来看，10月新能源乘用车销量为6.6万辆，新能源商用车销量为0.9万辆；乘用车中，纯电动乘用车销量为5万辆，环比下滑11.3%，插电式混合动力销量为1.6万辆，同比下降38.7%。销量低迷主要是由于6月底补贴退坡带来的销售成本大幅上涨，叠加国六插混的短缺困扰。
- **动力电池产量有所下滑。**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 35: 10 月新能源汽车销量同比下滑 (万辆)

图表 36: 国内动力电池产量同比下滑 5.4% (单位: GWh)



来源：中汽协，中泰证券研究所

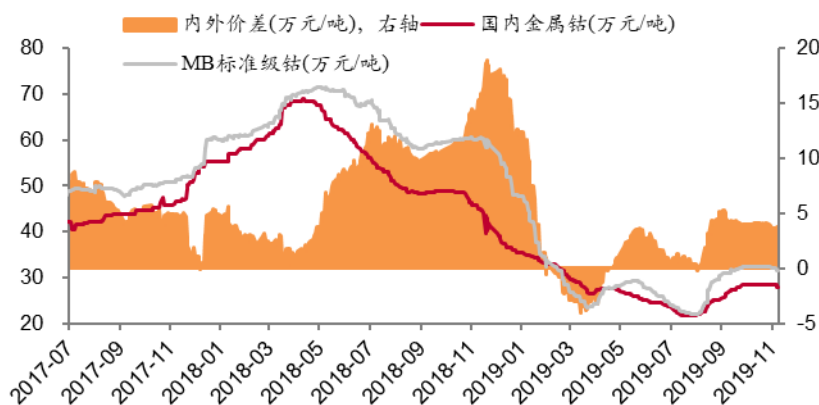


来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，中泰证券研究所

5.2 钴：钴价季节性回落不改中长期上行趋势

- **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 37：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 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 (吨/年)

	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	105534	106441	117904	128456	136700	139700	149700
	Change%		1%	11%	9%	6%	2%	7%
需求	吨/年	104937	110052	115350	121992	130494	143955	158535
	Change%		5%	5%	6%	7%	10%	10%
供需缺口 (+过剩/-不足)	(吨/年)	597	-3611	2554	6464	6206	-4255	-8835
	供需缺口所占	1%	-3%	2%	5%	5%	-3%	-6%

来源: Darton, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 43: 全球新能源汽车 & 消费电池增速对钴供需结构影响

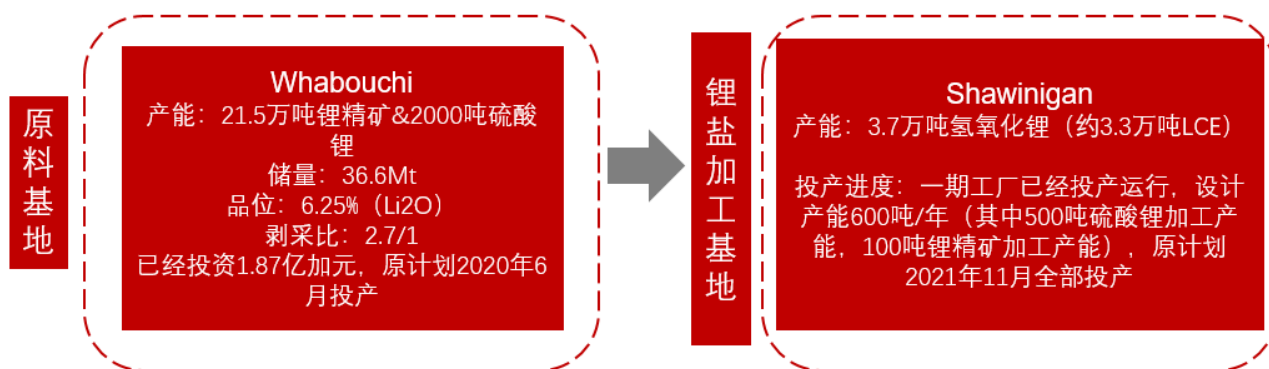
钴供需平衡 (吨)	全球手机出货量增速				
	-10%	-5%	0%	5%	10%
29%	3,532	2,652	1,771	890	10
32%	2,670	1,789	909	28	(853)
35%	1,797	917	36	(845)	(1,725)
39%	914	34	(847)	(1,728)	(2,608)
42%	21	(860)	(1,740)	(2,621)	(3,502)

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: 矿山“关停”再现, 行业底部不断夯实

- 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, 本周 Nemaska Lithium 宣布“关停”矿山运营, 行业底部出清信号不断:
 - 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%; 5) Nemaska Lithium 决定暂时关闭 Whabouchi 锂矿的运营, 此外 Shawinigan 的湿法冶金工厂也将在完成剩余的订单后关闭, Whabouchi 锂矿项目主要从事锂精矿的生产, 设计锂精矿产能 21.5 万吨/年, Shawinigan 项目主要进行氢氧化锂生产, 设计氢氧化锂产能 3.7 万吨/年 (约合 3.3 万吨 LCE), 其中一期工厂已经于 2017 年建成投产, 规划产能 600 吨/年, 原计划 2021 年 11 月全部建成投产。

图表 44: Nemaska Lithium 公司主要项目基本情况介绍



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 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 45：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
2019/11/19	Nemaska Lithium 决定暂时关闭 Whabouchi 锂矿的运营，此外 Shawinigan 的湿法冶金工厂也将在完成剩余的订单后关闭，Whabouchi 锂矿项目主要从事锂精矿的生产，设计锂精矿产能 21.5 万吨/年，Shawinigan 项目主要进行氢氧化锂生产，设计氢氧化锂产能 3.7 万吨/年（约合 3.3 万吨 LCE），其中一期工厂已经于 2017 年建成投产，规划产能 600 吨/年，原计划 2021 年 11 月全部建成投产。

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 46：南美盐湖主要企业推迟扩产计划

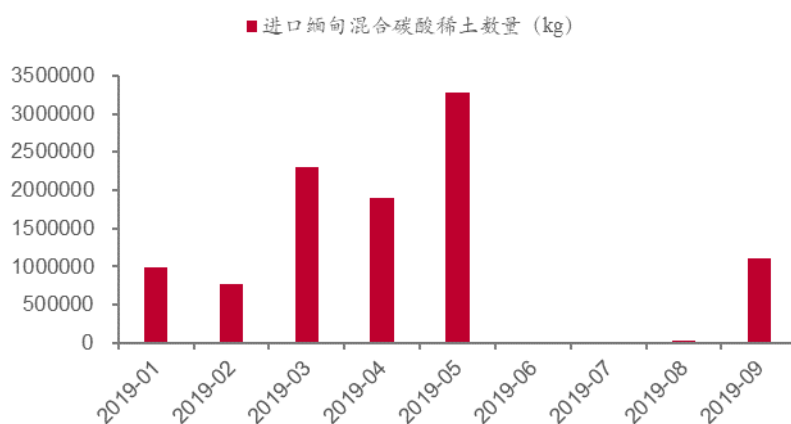
企业名称	2018年底产能	扩产计划	产量
SQM	7万吨碳酸锂，1.35万吨氢氧化锂	2021年下半年碳酸锂产能达到12万吨，氢氧化锂产能达到2.95万吨；另外，KID合资公司（50%权益）2021年4.5万吨氢氧化锂投产	2017年产量为4.97万吨，2018年产量为4.51万吨
Albemarle	目前公司产能为6.5万吨	2021年计划氢氧化锂产能8-9万吨，碳酸锂产能8.5万吨，共计16.5-17.5万吨，计划未来提升至22.5万吨，产能规划与2019Q1相比减少了12.5万吨碳酸锂	2016年产量约3万吨（不含中国企业代工产量），2017年销量约3.2万吨，2018H1盐酸锂产量为1.8万吨
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 47：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22日，钕铁硼N35价格报127.5元/公斤，较上周持平，作为稀土板块下游“影子”，以“原料库存 & 毛利率定价”模式，直接受益稀土价格上涨。更为重要的是，我们认为，新产品开发导入带来的成长性行业发展动力源泉，对于钕铁硼磁材企业来说，企业的成长性最为重要，这包括固有产品的新周期、新产品的开发导入等方面，尤其后者是企业成长的真正源动力；站到当前时点，以国内龙头企业进入全球主流新能源车产业链供货体系为代表，随着新能源车新产品不断导入和放量，行业有

望迎来新一轮的景气上行周期。

6. 投资建议

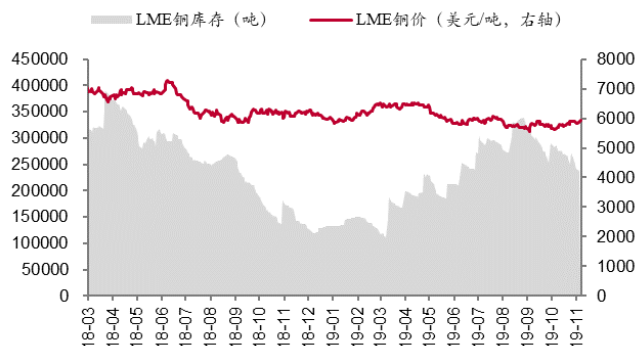
- **投资建议：**我们建议围绕不变的趋势和产业逻辑做选择：
 - 1、**钴锂：**嘉能可 Mutanda 将在 2020-2021 年修缮停产，5G “换机潮”或带动消费电子正增长，较小的需求增长便将使得钴供需结构发生“剧烈”逆转，短期旺季需求边际改善，年内或仍以震荡反弹为主，但中长期来看，消费电子与新能源汽车带来需求长趋势，与海外供给减产形成周期共振，目前处于第四轮上涨周期的前半段；西澳矿山“出清”不断，关停/减产底部信号愈发明确，需求定方向，锂也或将与钴一起迎来供需结构的明显改善。
 - 2、**全球经济下行及宽松周期延续，美国经济“后见顶、后见底”并趋势回落，带动实际利率趋势回落，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

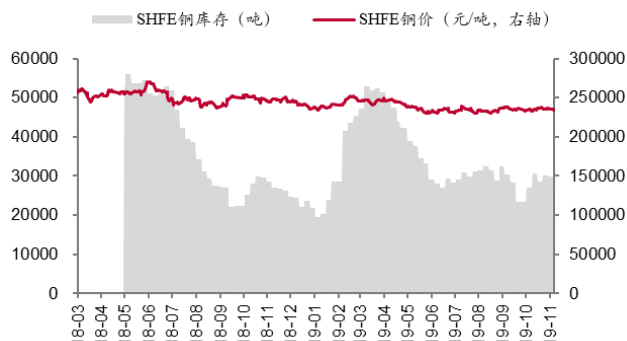
8. 附录：全球有色金属价格、库存走势（11.18-11.22）

图表 48: LME 铜价及库存走势



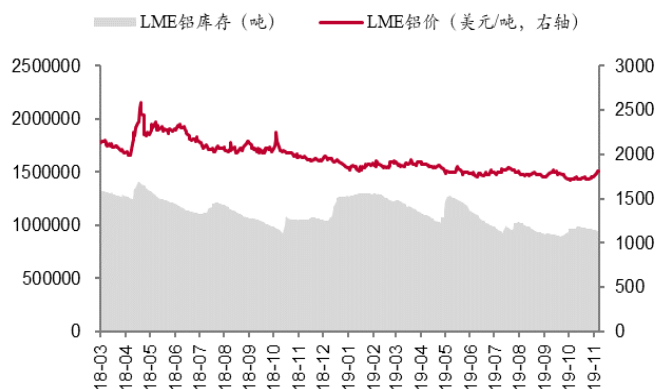
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 49: SHFE 铜价及库存走势



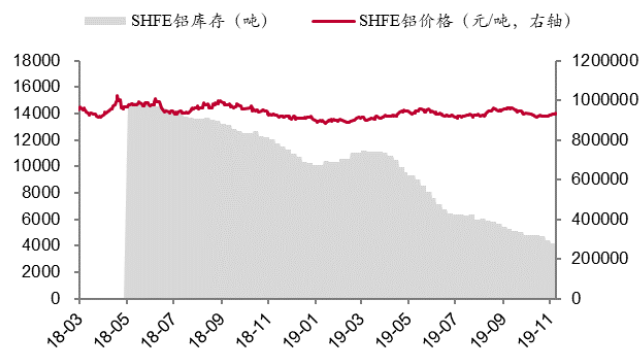
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 50: LME 铝价及库存走势



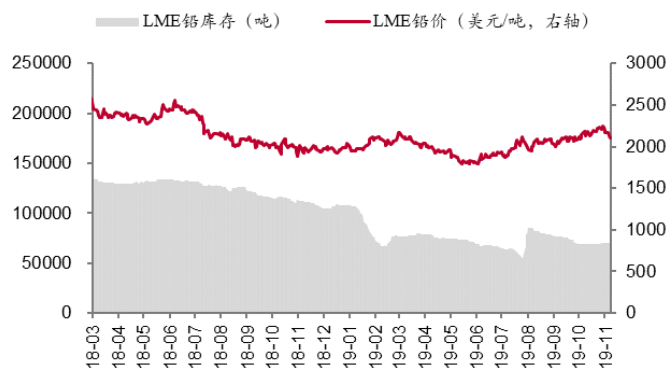
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 51: SHFE 铝价及库存走势



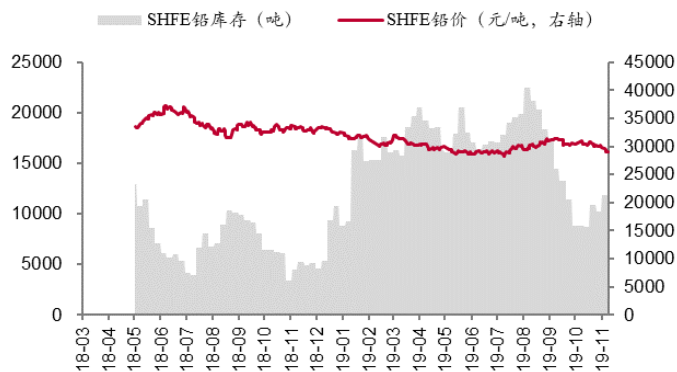
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 52: LME 铅价及库存走势



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 53: SHFE 铅价及库存走势

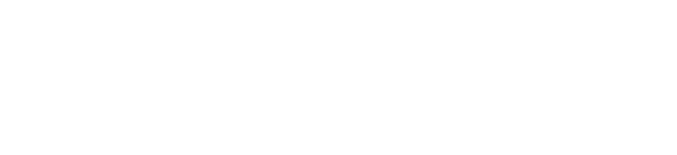


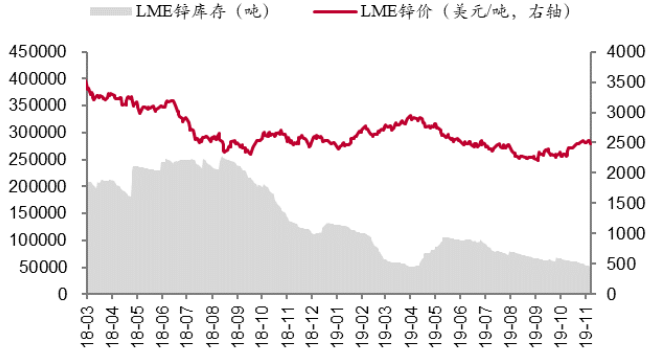
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 54: LME 锌价及库存走势

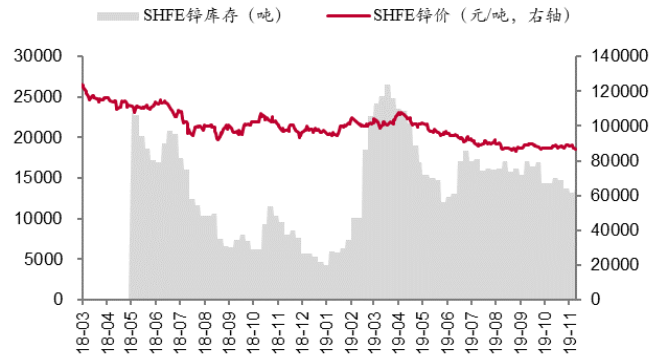


图表 55: SHFE 锌价及库存走势



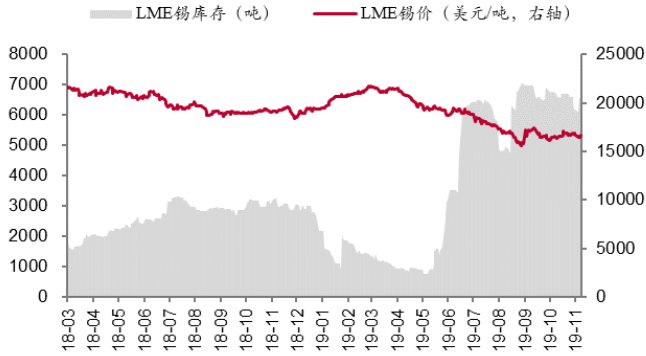


来源: wind, 中泰证券研究所



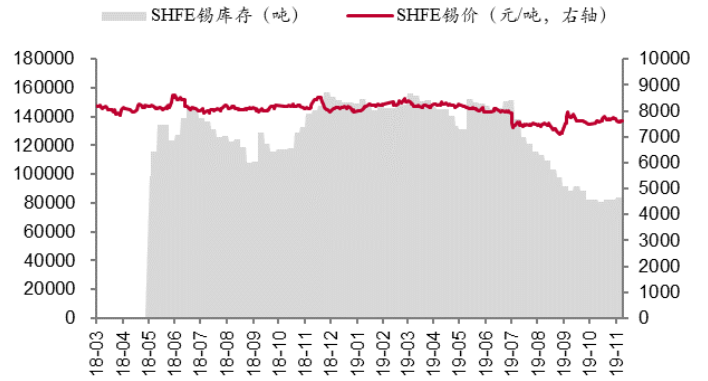
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 56: LME 锡价及库存走势



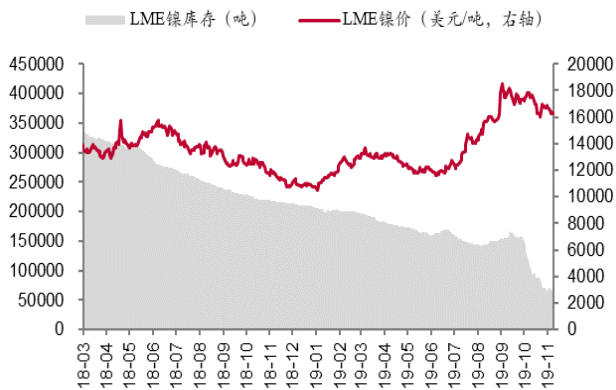
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 57: SHFE 锡价及库存走势



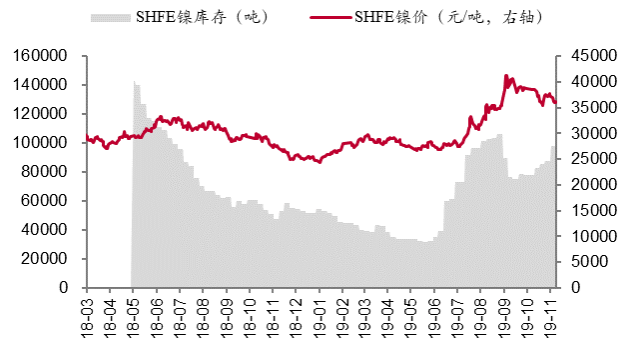
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 58: LME 镍价及库存走势



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 59: 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。