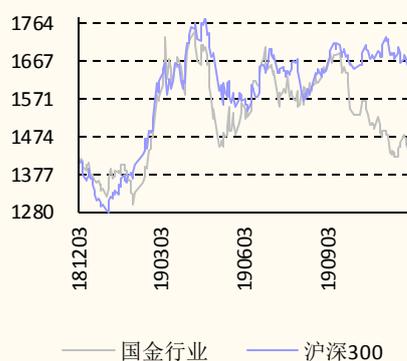


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金有色金属指数	1442
沪深300指数	3829
上证指数	2872
深证成指	9582
中小板综指	8930



相关报告

1. 《零售疲软促美结束缩表，锂钴存交易性机会-《2019-02-1...》, 2019.2.18

钴锂成长性凸显，黄金中长期走牛

投资建议

- 钴锂板块于 2019 年年中结束被动加库存后切换至主动去库存阶段，供需格局大幅改善，成长性凸显，行业景气度持续回升。展望 2020 年，供给端过剩产能有望进一步减少，需求端或因电动车海外高增、国内回暖而超预期。
推荐标的：洛阳钼业、华友钴业、寒锐钴业、赣锋锂业。
- 金价短期或因对美联储降息充分定价而调整，但中长期向上趋势不变。**推荐标的：山东黄金。**

行业点评

- **钴：寡头被动减产，过剩大幅减少。**1) 供需格局：供给端，嘉能可旗下 KCC 采矿量不及此前预期并被动关停旗下全球最大钴矿 Mutanda 导致产量锐减，而部分中小矿山及手抓矿因跌破现金成本停止生产；需求端，新能源汽车有望因海外高增、国内回暖而增速大幅上行，3C 及其他储能随 5G 推进平稳增长。根据我们测算，2019/2020 年钴行业分别过剩 1.3/0.9 万吨，较此前预期的 2.1/4.0 万吨大幅减少，供需格局显著优化。2) 价格研判：我们判断钴价短期或因中游补库攀升，中期可能于 22-30 万/吨震荡，长期或因电动车渗透率提升，矿山品位下降导致产量减少等因素逐渐上升。3) 投资建议：当前时点，钴行业景气度显著回升。建议积极配置坐拥优质大矿山的低估值钴业龙头洛阳钼业，拥有电动车上中游产能的华友钴业，以及加速布局新能源汽车领域的钴粉龙头寒锐钴业。

锂：供需格局料进一步优化，价格筑底回升可期。1) 供需格局：供给端，随着上游部分矿山的破产、停产以及减产，2019/2020 年锂供给分别较此前预期减少 6.0/17.4 万吨；需求端，伴随电动车重回高增，3C 及其他储能回暖，2020 年锂需求增速有望上升至 19%。我们预计 2020 年将过剩 8.3 万吨 LCE，较此前预期的 19.5 万吨 LCE 大幅降低 11.2 万吨 LCE。行业过剩产能有望加速出清，供需格局料将进一步改善。2) 价格研判：2020 年碳酸锂价格或跌破澳洲部分品位较低的矿山的现金成本线 4.8 万/吨，价格筑底后有望逐渐回升。3) 投资建议：考虑行业供需格局大幅改善，产业链整体利好频出带动板块风险偏好提升，建议配置产能持续扩张、进入龙头车企供应链的锂盐厂商赣锋锂业。

- **黄金：金价中长期向上趋势不变。**1) 短期：由于市场对美联储降息定价较为充分，金价或有技术性调整。2) 中期：在全球经济增长缺乏动力的大背景下，美国逆周期宽松政策仅会带来越来越弱的脉冲式修复。无论是美国持续走弱的制造业 PMI、低于预期的物价指数，亦或是罕见的美债长短端收益率倒挂均暗示美国经济增长或将放缓。3) 长期：美国主权债务风险上升，国力相对衰退、美元地位下降等因素有望促进金价中长期向上。4) 投资建议：关注国内最纯正的黄金上市企业山东黄金，公司具备储量、产量及成本优势，且已有矿山产量有望持续增长，集团注入优质资产可期。

风险提示

- 钴锂供给超预期风险；
- 钴锂下游需求不及预期风险；
- 政策及库存等因素变化的风险；
- 美国经济好于预期导致金价大幅下跌风险。

曾智勤 联系人
zengzhiqin@gjzq.com.cn

孙春旭 分析师 SAC 执业编号：S1130518090002
sunchunxu@gjzq.com.cn

内容目录

1. 钴：寡头被动减产，过剩大幅减少	4
1.1 回顾：钴价同比下跌 50%，企业盈利下滑	4
1.2 供需：过剩大幅减少，供需格局优化	4
1.3 价格：短期或因补库攀升，中长期震荡上行	10
1.4 投资建议：行业景气度显著回升，建议配置护城河较宽的钴业公司	11
2. 锂：供需格局料进一步优化，价格筑底回升可期	11
2.1 回顾：锂价同比下跌 42%，公司业绩承压	11
2.2 供需：供给锐减，需求向好	12
2.3 价格：碳酸锂价格有望筑底回升	17
2.4 投资建议：建议配置充分受益于电动车渗透率提升的锂盐厂商	18
3. 黄金：金价短期定价较充分，中长期向上趋势不变	19
3.1 金价 2019 年大幅上涨，短期对美联储降息定价较为充分	19
3.2 美国经济频现衰退迹象，美联储或将进一步扩表	20
3.3 美国主权债务风险上升，美元地位下降，美元指数中枢料将继续下移	22
3.4 全球经济增长放缓，降息潮或愈演愈烈	23
3.5 投资建议：关注具备成本优势、产量有望持续增长的黄金龙头企业	25
4. 风险提示	25

图表目录

图表 1：2019 年 1-11 月钴价同比下跌 50%	4
图表 2：行业内企业营收增速放缓（亿元）	4
图表 3：相关企业归母净利润大幅下滑（亿元）	4
图表 4：减产前，嘉能可钴产量占全球 30%左右	5
图表 5：嘉能可 2019 钴产量指引由年初的 5.7 万吨下降至 4.3 万吨	5
图表 6：钴供给总量低于此前预期	5
图表 7：欧洲将于 2020 年开始实施严格的碳排放规定	6
图表 8：欧洲各国纷纷出台新能源汽车补贴政策	6
图表 9：传统车企积极发展电动车业务	7
图表 10：2020 年欧洲市场新能源车销量增速有望达 60%	8
图表 11：预计 2020 年我国新能源汽车销量增速提升至 18%	8
图表 12：2020 年全球新能源车销量有望重回 30%的高增速	9
图表 13：2020 年新能源车领域用钴量有望增至 2.8 万金属吨	9
图表 14：预计 3C 及其他储能领域钴用量略涨至 6 万吨	10
图表 15：传统行业需求预计维持在 6 万吨左右	10
图表 16：2020 年钴过剩降至 0.9 万吨，较预期大幅减少	10
图表 17：中期钴价将在 22-30 万元/吨之间震荡	11
图表 18：2019 年 1-11 月锂价同比下跌 42%	11

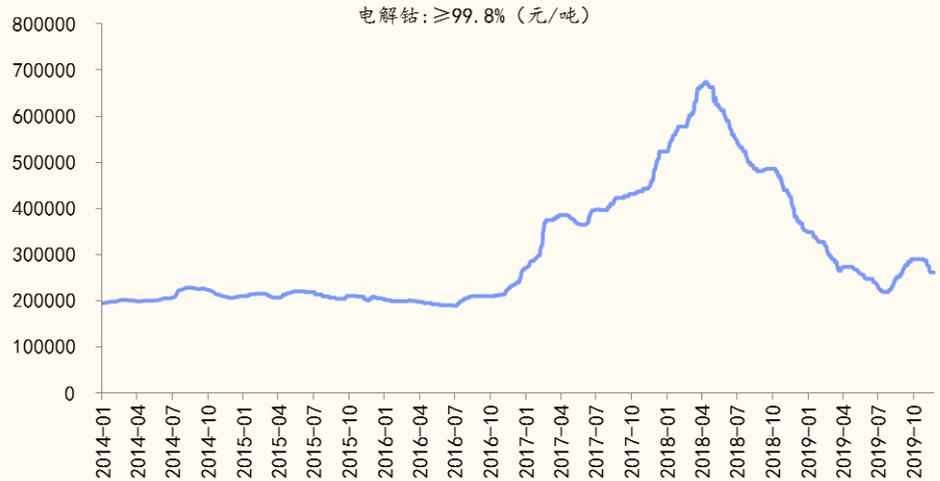
图表 19: 行业内企业营收增速放缓 (亿元)	12
图表 20: 相关企业归母净利润大幅下滑 (亿元)	12
图表 21: 雅宝公司手握 Greenbushes 和 Atacama 等优质锂资源	13
图表 22: Pilbara 3Q19 锂精矿产量环比大幅下降 67%.....	13
图表 23: Mt Cattlin 计划 20 年产量减至 19 年的 75%.....	13
图表 24: SQM 5 万吨锂盐产能投放推迟至 2021 年底.....	14
图表 25: Altura 现金成本略低于当前碳酸锂市场价.....	14
图表 26: 全球锂供给或将大幅减少.....	15
图表 27: 预计 2020 年新能源汽车锂需求占总量 48%.....	15
图表 28: 预计 2020 年电动车锂需求达 16.4 万吨 LCE	15
图表 29: 预计 2020 年 3C 及其他储能领域锂需求增速为 6.7%.....	16
图表 30: 传统行业锂需求保持稳健增速.....	16
图表 31: 2020 年全球锂需求增速有望达 20%.....	17
图表 32: 2020 年锂过剩有望较此前预期大幅减少	17
图表 33: 预计碳酸锂价格跌至 4.8 万元/吨后逐渐回升.....	18
图表 34: 2020 年碳酸锂价格或考验部分澳洲矿山现金成本支撑.....	18
图表 35: 布雷顿森林体系瓦解后金价走势复盘.....	19
图表 36: 金价与美元指数呈负相关关系.....	20
图表 37: 金价与美债实际收益率呈负相关关系.....	20
图表 38: 2019 年金价大幅上涨对美联储降息充分定价.....	20
图表 39: 美国制造业 PMI 于 8 月份起持续低于 50	21
图表 40: 美国 PCE 物价指数不振	21
图表 41: 10 年期与 2 年期美债收益率倒挂往往预示着美国经济将步入衰退区间.....	21
图表 42: 美债长短端收益率倒挂通常打开降息通道.....	22
图表 43: 美国失业率上升往往带来美联储持续降息.....	22
图表 44: 美国未偿还国债与 GDP 比值持续攀升.....	22
图表 45: 美国广义货币与 GDP 比值不断上升	22
图表 46: 美国 GDP 占全球比重下降	23
图表 47: 美元占全球外汇储备份额逐渐下降.....	23
图表 48: 80 年代以来美元指数中枢不断下移.....	23
图表 49: 主要经济体制造业 PMI 快速回落	24
图表 50: 全球制造业 PMI 已跌落至荣枯线下方	24
图表 51: 主要经济体 GDP 增速下滑	24
图表 52: IMF 预测全球 GDP 增速下滑	24
图表 53: 全球进入降息潮.....	25

1. 钴：寡头被动减产，过剩大幅减少

1.1 回顾：钴价同比下跌 50%，企业盈利下滑

由于供给过剩严重，钴价于 2018 年年中触及 67 万元/吨的高点之后快速回落，一度跌至 22 万元/吨。受部分中小矿山及手抓矿停产的影响，叠加嘉能可宣布 2020 年起关停全球最大钴矿消息的刺激，钴价触底后一度反弹至 29 万元/吨左右。年初至今，电钴价格下降 26% 至 26 万元/吨，前 11 个月均价为 27.3 万元/吨，同比跌幅高达 50%。

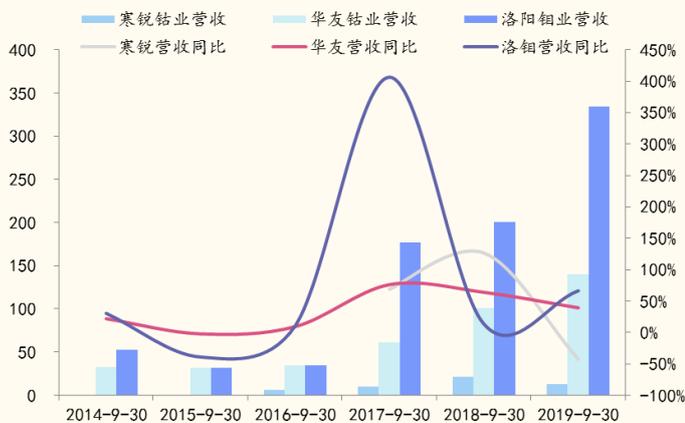
图表 1：2019 年 1-11 月钴价同比下跌 50%



来源：亚洲金属网，国金证券研究所

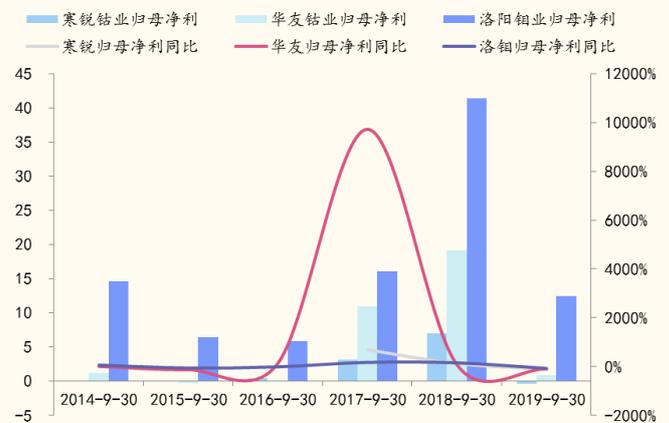
钴价快速下跌导致钴业公司营收降低、毛利率下降、存货跌价损失上升，进而使得利润大幅缩水。寒锐钴业 2019 年前三季度实现营收与归母净利 12.4/-0.4 亿元，同比-42%/-106%；华友钴业今年 1-9 月营收与归母净利分别为 140.2/0.93 亿元，同比+39%/-95%；洛阳钼业 2019 年前三季度营收与归母净利分别为 334/12.4 亿元，同比+66%/-70%。

图表 2：行业内企业营收增速放缓 (亿元)



来源：各公司 2019 年三季报，国金证券研究所

图表 3：相关企业归母净利润大幅下滑 (亿元)



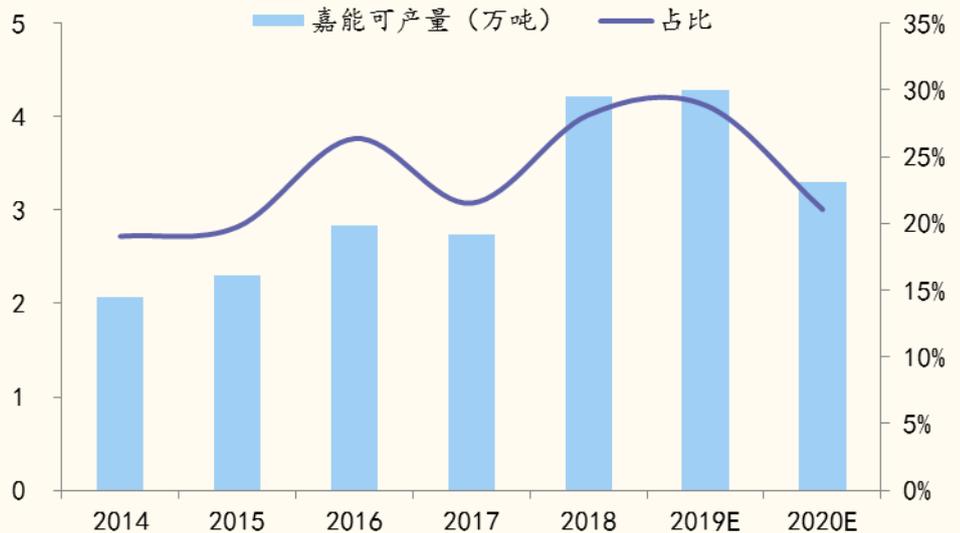
来源：各公司 2019 年三季报，国金证券研究所

1.2 供需：过剩大幅减少，供需格局优化

■ 供给：最大钴矿关停，中小矿山及手抓矿减产，供给收缩

嘉能可减产导致行业供需格局大幅改善。作为钴行业寡头，嘉能可钴产量约占全球 30%，其生产活动对供给侧影响重大。公司于 8 月初发布公告，今年钴产量指引由年初的 5.7 万吨下降至 4.3 万吨，主要原因是 Katanga 矿进行检修导致产量大幅下降。同时，公司公告 2020-21 年，旗下全球最大的钴矿 Mutanda 将停产进行技改，影响产量约为 2.5 万吨，占全球供给 15% 左右。

图表 4：减产前，嘉能可钴产量占全球 30% 左右



来源：Glencore 公告，国金证券研究所

图表 5：嘉能可 2019 钴产量指引由年初的 5.7 万吨下降至 4.3 万吨

项目	单位	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Katanga	kt	11	16	29	32	32
Mutanda	kt	27	23	0	0	20
其他矿山	kt	4	4	4	4	4
总产量	kt	42	43	33	36	56

来源：Glencore 公告，国金证券研究所

供给总量或低于市场预期。目前市价已跌破部分中小矿山和手抓矿的现金成本，因此相应产能被迫停产。我们预计 2019 年手抓矿产量较 2018 年减少约 1 万吨至 1.5 万吨左右。此外，大型矿山未来数年或将陆续迈入开发的中后期，品位发生不可逆转地降低，产量料将下降。以 Mutanda 为例，因其表面氧化矿资源基本被开采完毕，不得不转向品位更低的硫化矿，势必带来产量下降以及成本上升等问题。

根据我们测算，2020 年全球钴供应量约为 16.4 万金属吨，较此前所预计的 19.0 万金属吨下降 2.6 万吨。

图表 6：钴供给总量低于此前预期

项目	单位	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
矿山	万金属吨	13.1	14.1	14.3	14.9	16.8
手抓矿&再生钴	万金属吨	3.6	2.4	2.9	3.3	3.7
钴供应	万金属吨	15.0	14.8	15.5	16.4	18.4

项目	单位	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
YOY	-	17.5%	-0.9%	4.6%	5.5%	12.6%

来源：USGS, CDI, Darton, Roskill, 国金证券研究所

需求：新能源汽车恢复高增，钴需求回暖

欧洲新能源汽车市场有望成增长亮点。1) 碳排放法规趋严。欧盟于 2019 年 4 月设定了最新的汽车减排目标，对未来 10 年汽车碳排放作出了严格的规定，并将于 2020 年开始实施。2) 欧洲各国纷纷出台补贴政策，扶持力度加大。以德国为例，其政府规定自 2020 年开始的五年内，将插电混动车补贴从 3000 欧元提升至 4500 欧元，针对价格高于 4 万欧元电动车的补贴增至 5000 欧元。3) 传统主流车企积极发展电动车业务。宝马、大众等欧洲传统车企今年纷纷披露新能源汽车发展规划，电动车销量占比或将高速提升。根据我们的不完全统计，至 2020 年欧洲几大传统车企将陆续推出超过 50 款新能源汽车新车型，多数产商电动车销量占比在 20% 以上。

图表 7：欧洲将于 2020 年开始实施严格的碳排放规定

年份	减排目标
2021	乘用车、轻型商用车二氧化碳排放量分别不得高于 95g/km、147g/km。不达标部分将面临每辆车 95 欧元/克的罚款
2025	二氧化碳总排放量较 2021 年下降 15%
2030	乘用车、轻型商用车二氧化碳排放量较 2021 年分别减少 37.5%、31%

来源：环球网，国金证券研究所

图表 8：欧洲各国纷纷出台新能源汽车补贴政策



瑞典：纯电电动车-4000欧元/辆；CO₂排放量≤50g/km的插混电动车-2100欧元/辆

挪威：购买新能源汽车可免除所有税费，此外无需缴纳城市通行费和公共停车场停车费

荷兰：特定城市5000欧元/辆，当地市政府或额外补贴5000欧元/辆。购买电动车可免除注册费、路政税等

德国：电动车-6000欧元/辆；CO₂排放量≤50g/km的混合动力汽车-4500欧元/辆。2022年前提供10亿欧元支持电池研发及生产

法国：CO₂排放量≤20g/km的电动车-6300欧元/辆；21g/km≤CO₂排放量≤60g/km的电动车-1000欧元/辆；61g/km≤CO₂排放量≤110g/km的电动车-不超过750欧元/辆。柴油车用户置换纯电可获6300欧元，置换混插可获2500欧元

英国：CO₂排放量≤50g/km且续航高于70英里的新能源车-4500欧元/辆（乘用车）或8000欧元/辆（卡货车）；50g/km≤CO₂排放量≤75g/km且续航少于70英里的插混电动车-2500欧元/辆

西班牙：电动乘用车-5500欧元/辆；电动卡车-8000欧元/辆；电动巴士-20000欧元/辆

葡萄牙：纯电电动车-2250欧元/辆；插混电动车-1125欧元/辆

意大利：CO₂排放量≤20g/km的电动车-6000欧元/辆。若CO₂排放量>250g/km，需缴纳不超过2500欧元税费

来源：各国政府公告，国金证券研究所

图表 9：传统车企积极发展电动车业务



来源：各公司公告，国金证券研究所

据国金汽车组预测，2020-2022年欧洲市场新能源汽车销量为81/125/195万辆，增速高达60%/55%/55%，分别占全球电动车销量21%/25%/28%。

图表 10: 2020 年欧洲市场新能源车销量增速有望达 60%



来源: Marklines, 国金证券研究所

我国未来三年新能源汽车销量增速较 2019 年或有明显回升。据国金汽车组，虽然目前整个电动车板块在补贴退出过程中确有阵痛，但后续有双积分等扶持政策加码、牌照指标持续引导、主打自发需求的车型百花齐放以及特斯拉及大众 MEB 等全球巨头入华产生“鲶鱼效应”，新能源汽车销量仍有望恢复高增。预计 2020 年产业链将实现逐步对补贴的“脱敏”，抢装效应消失，库存曲线将平滑，产销中枢区域稳定；2020 年之后切换至内生需求拉动增长。根据国金汽车组预测，2020-2022 年我国新能源车销量同比增速约为 18%/25%/32%，较 2019 年约 7% 的增长明显提速。

图表 11: 预计 2020 年我国新能源汽车销量增速提升至 18%

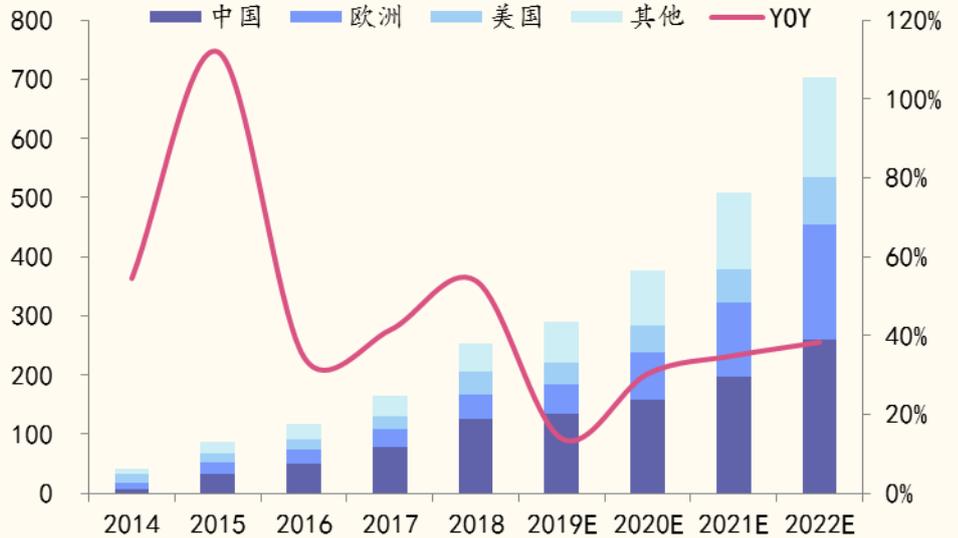


来源: 中汽协, 国金证券研究所

全球需求有望重回高增。欧洲政策加码叠加传统车企积极布局新能源领域料将加速电动车渗透率，2020-2022 年新能源汽车海外市场销量增速提升至 41%/42%/42%；国内新能源汽车产业链在经历补贴退坡的阵痛后迈入“成熟

期”，同比增速有望企稳回升。据国金汽车组预测，2020-2022年，全球新能源汽车销量为377/508/703万辆，同比增速30.3%/34.9%/38.3%，渗透率将分别提升至3.9%/5.2%/7.1%。

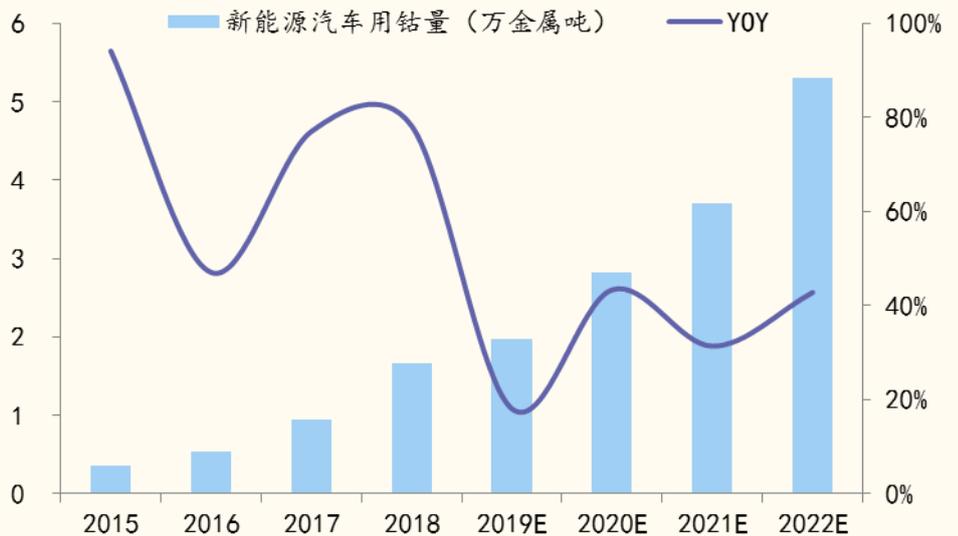
图表 12：2020 年全球新能源车销量有望重回 30% 的高增速



来源：中汽协，Marklines，国金证券研究所

新能源汽车领域钴需求加速上升。我们预计，受益于新能源汽车板块的回暖，2020-2022年，全球新能源车用钴量将达2.8/3.7/5.3万金属吨，增速约为43.4%/31.4%/42.8%。

图表 13：2020 年新能源车领域用钴量有望增至 2.8 万金属吨

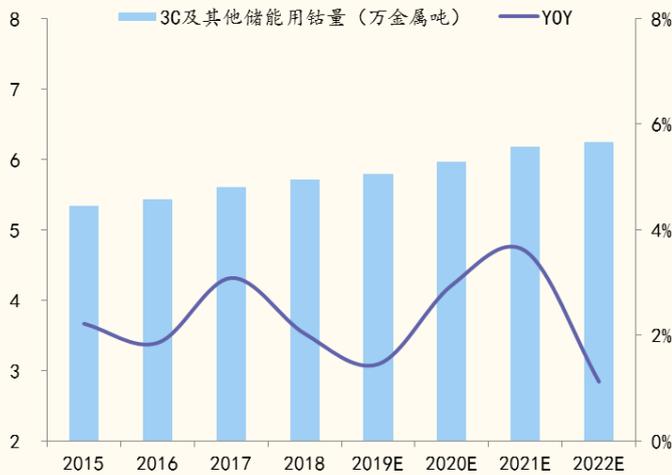


来源：中汽协，Marklines，国金证券研究所

3C 及其他储能和传统行业钴需求平稳增长。受益于 5G 投资加速、TWS 放量等因素，3C 及其他储能领域钴需求增速回升。我们预计 2020-2022 年对应钴用量分别为 5.96/6.18/6.25 万金属吨，同比增加 2.9%/3.6%/1.1%；而传统

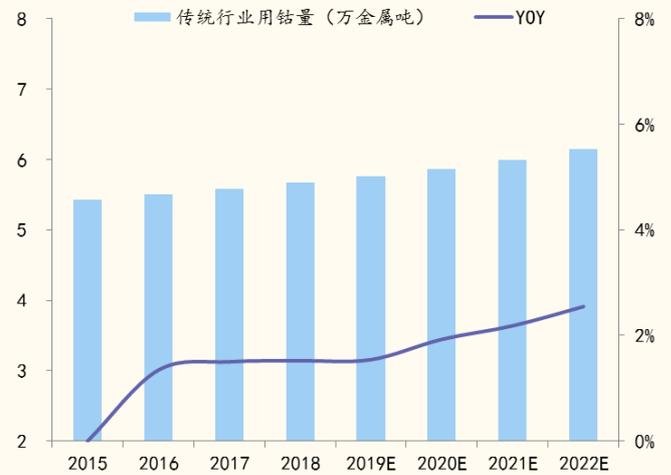
行业的需求由于与宏观经济高度相关，增速较为平缓，预计未来几年将维持在6万金属吨左右。

图表 14：预计 3C 及其他储能领域钴用量略涨至 6 万吨



来源：Wind, IDC, signumBOX, 国金证券研究所

图表 15：传统行业需求预计维持在 6 万吨左右



来源：Darton, 国金证券研究所

■ 供需：供需格局明显改善

由于供给侧产量较预期降低，需求端受新能源汽车推动明显回暖，我们预计钴行业 2019/2020 分别过剩 1.3/0.9 万吨，较此前预期的 2.1/4.0 万吨大幅改善，供需格局优化显著。

图表 16：2020 年钴过剩降至 0.9 万吨，较预期大幅减少

项目	单位	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
钴供应	万吨	15.0	14.8	15.5	16.4	18.4
钴需求	万吨	13.0	13.5	14.7	15.9	17.7
过剩 (+/-) 短缺	万吨	1.9	1.3	0.9	0.5	0.7
累计库存	万吨	2.3	3.7	4.5	5.0	5.7

来源：USGS, CDI, Darton, Roskill, 国金证券研究所

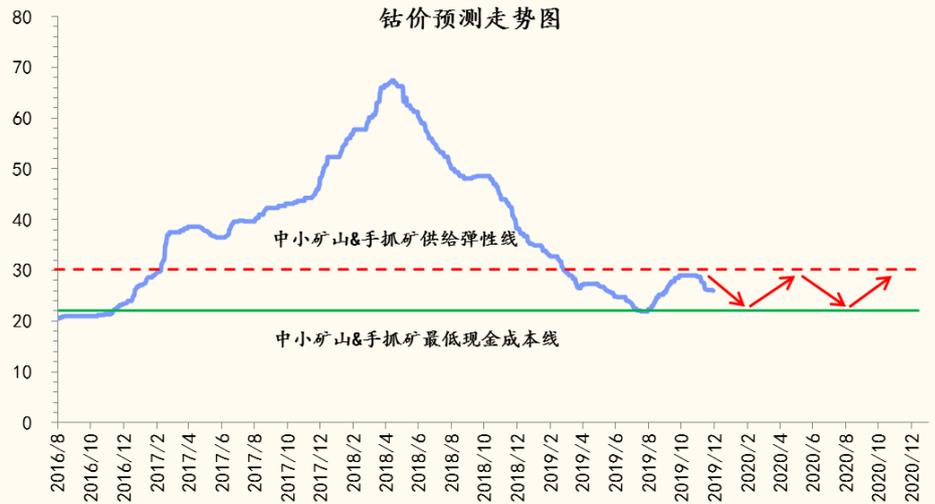
1.3 价格：短期或因补库攀升，中长期震荡上行

短期，钴价或因中游补库快速攀升。由于目前中游库存已降至历史较低水平，而上游原料主要集中在刚果（金），运输至国内并完成钴盐生产通常需要 2-4 个月，若需求端放量，中游或将进入补库小周期，钴价有望短期实现快速上涨。

中期，价格将在 22-30 万元/吨之间震荡运行。考虑价格跌至 22 万元/吨以下大量中小矿山及手抓矿停产导致供给短缺，而超过 30 万元/吨停产产能又将充分复工，因此我们认为，钴价明年可能于此区间内震荡。

长期，价格料将逐渐上行。我们认为，新能源汽车长期向好、3C 终端设备单机带电量持续上升等因素有望带动钴需求不断上升，而矿山品位下降、手抓矿管理趋严等因素造成供给增速低于需求增长，因此钴行业供需格局有望进一步优化，钴价中枢料将逐渐上行。

图表 17：中期钴价将在 22-30 万元/吨之间震荡



来源：亚洲金属网，国金证券研究所

1.4 投资建议：行业景气度显著回升，建议配置护城河较宽的钴业公司

钴价已跌至底部区域，行业供需格局大幅改善，景气度显著回升。我们认为钴行业目前供给端难有大量新产能投放，需求端 3C 及其他储能逐渐回暖、电动车渗透率不断提升。因此，当前时点钴的成长性凸显。

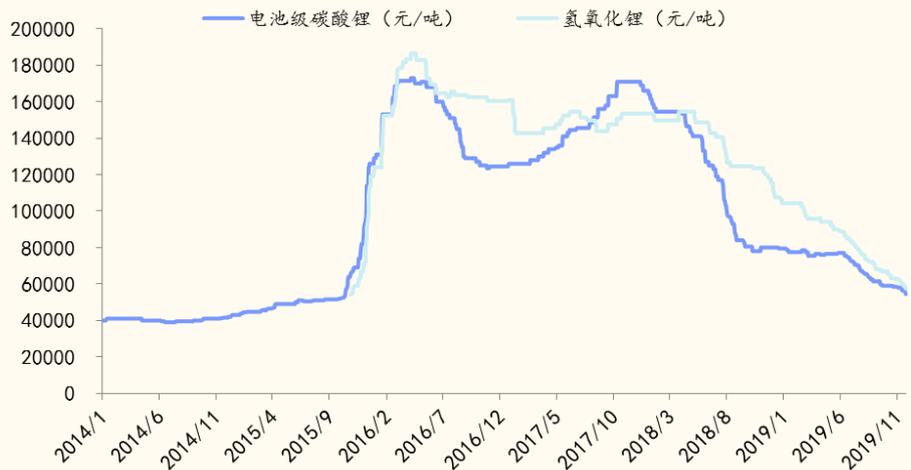
建议积极配置坐拥优质大矿山的低估值钴业龙头**洛阳钼业**，拥有电动车上中游产能的**华友钴业**，以及加速布局新能源汽车领域的钴粉龙头**寒锐钴业**。

2. 锂：供需格局料进一步优化，价格筑底回升可期

2.1 回顾：锂价同比下跌 42%，公司业绩承压

锂价于 2017 年底触顶后快速回落，2019 年下半年，冶炼产能集中投放，锂精矿库存加速向锂盐转化，碳酸锂及氢氧化锂价格跌势加剧。自年初以来，碳酸锂价格已下降 32%至 5.4 万元/吨，1-11 月均价为 7.02 万元/吨，同比下降 42%。

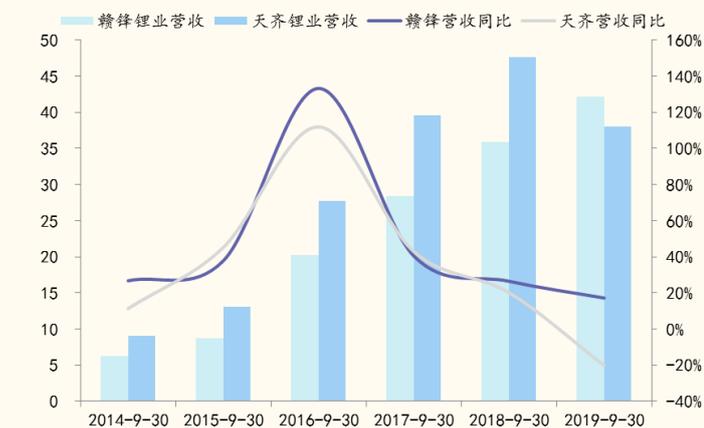
图表 18：2019 年 1-11 月锂价同比下跌 42%



来源：亚洲金属网，国金证券研究所

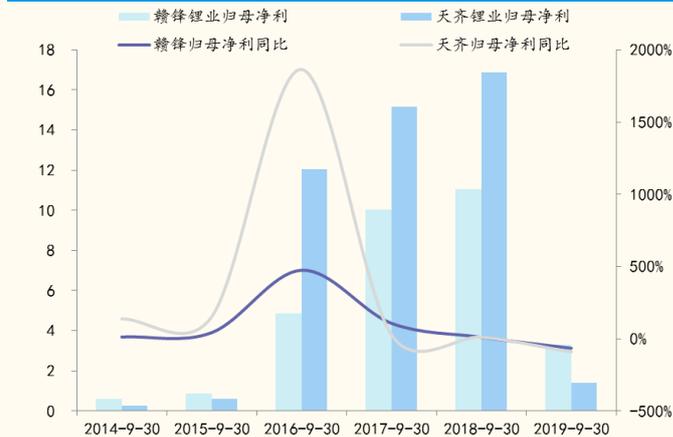
锂价骤降导致相关企业营收放缓、毛利率下降，利润大幅减少。赣锋锂业 2019 年前三季度实现营收与归母净利 42.1/3.29 亿元，同比+17%/-66%；天齐锂业报告期内营收与归母净利分别为 38.0/1.4 亿元，同比-20%/-92%。

图表 19：行业内企业营收增速放缓（亿元）



来源：各公司 2019 年三季报，国金证券研究所

图表 20：相关企业归母净利润大幅下滑（亿元）



来源：各公司 2019 年三季报，国金证券研究所

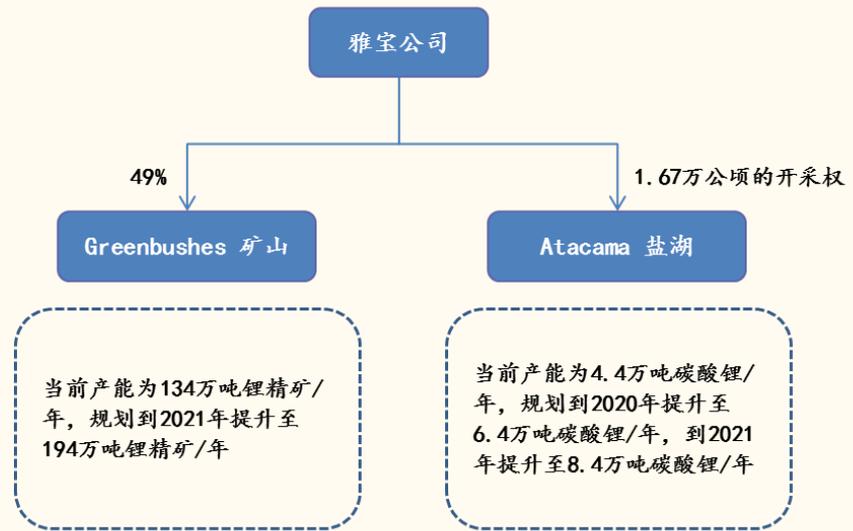
2.2 供需：供给锐减，需求向好

■ 供给：矿山频现停产/减产，供给收缩明显

Bald Hills 进入破产重组程序。作为西澳成本最高的锂矿山，Bald Hills 在锂价下跌过程中首当其冲地被挤出市场。2019 年 8 月 19 日，其母公司 AMAL 公告 4000 万澳元债务违约，被迫进入破产程序。Bald Hills 自投产以来共计生产锂精矿 14.6 万吨，3Q2019 起停止生产，预计影响产量约 1.9 万吨 LCE。

Wodgina 关停，短期内恐难复产。截至 2019 年第三季度，Wodgina 三条锂精矿生产线已全部建设完毕，规划产能达 75 万吨/年。2019 年 11 月 1 日，雅宝公司宣布关停 Wodgina 矿山。我们认为，当前时点，在行业整体景气度较低的大背景下，叠加手握 Greenbushes 和 Atacama 等低成本优质资源等因素，考虑经济最优化原则，锂行业龙头美国雅宝短期内不会恢复 Wodgina 的生产。

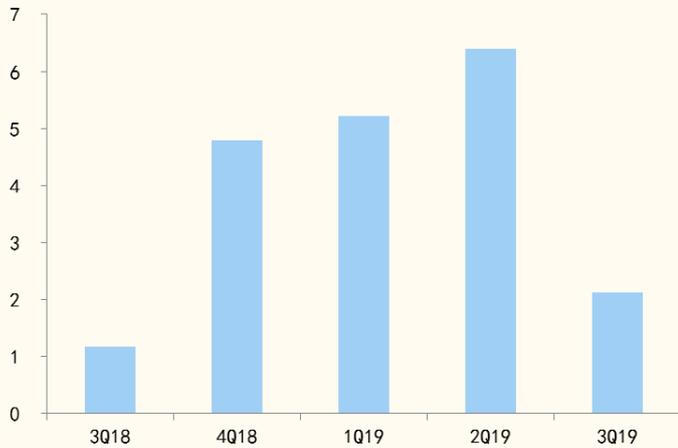
图表 21: 雅宝公司手握 Greenbushes 和 Atacama 等优质锂资源



来源: Albemarle 公告, 国金证券研究所

Pilbara 与 Mt Cattlin 主动减产。Pilbara 大幅削减其 2019Q3 锂精矿产量至 2.13 万吨，环比下降 67%。Mt Cattlin 2019 年产量指引中枢从 19.5 万吨下降至 18.8 万吨，同时公告会将 2020 年的产量减少至 2019 年的 75% 左右，原矿开采量下调 40%。

图表 22: Pilbara 3Q19 锂精矿产量环比大幅下降 67%



来源: Pilbara 公告, 国金证券研究所

图表 23: Mt Cattlin 计划 20 年产量减至 19 年的 75%



来源: Galaxy Resources 公告, 国金证券研究所

行业另一个巨头 **SQM 碳酸锂产能建造放缓。**SQM 目前碳酸锂产能为 7 万吨，公司曾计划 2019 年扩展 5 万吨至 12 万吨，2021 年再扩充 6 万吨至 18 万吨。但据最新公告，5 万吨的产能投放时间推迟至 2021 年年底，6 万吨的产能暂无明确的时间。

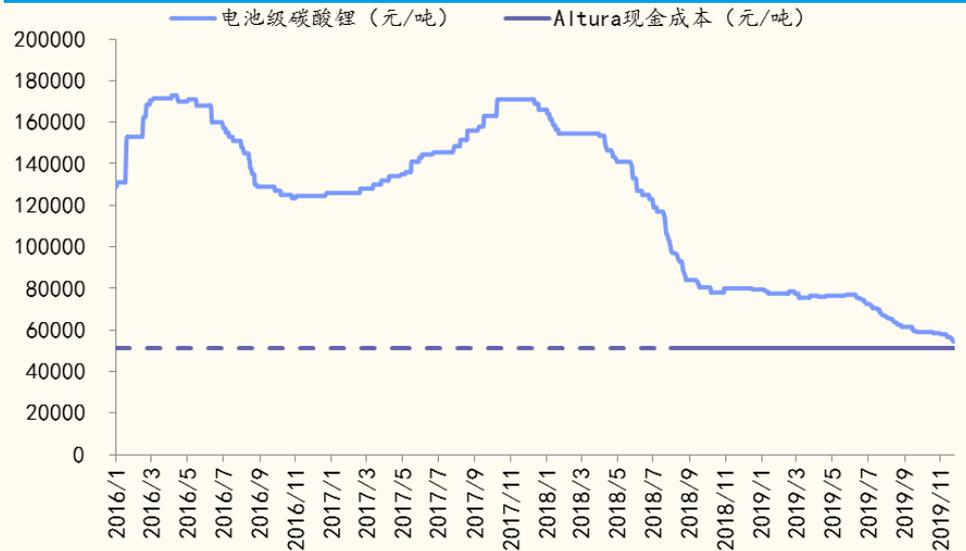
图表 24: SQM 5 万吨锂盐产能投放推迟至 2021 年底



来源: SQM 公告, 国金证券研究所

现金成本支撑价格面临挑战, Altura 或将退出市场。据我们测算, Altura 现金成本约为 5.3 万元/LCE, 仅略低于当前市场价格。同时, 公司资金情况极度紧张。截止 2019 第三季度末, 公司账上现金余额仅为 109.8 万澳元, 2020 年 8 月前却需偿还 1.34 亿美元 (约合 1.94 亿澳元) 的债务, 违约风险巨大。我们认为, Altura 在利润较薄但债务压力巨大的背景下, 持续经营能力存疑。

图表 25: Altura 现金成本略低于当前碳酸锂市场价



来源: 亚洲金属网, Altura 公告, 国金证券研究所

全球锂供给较此前预期大幅减少。由于部分矿山停产/减产以及龙头公司主动延缓新产能的投放, 行业供给收缩明显。根据我们测算, 2019-2020 年, 全球锂供给总量分别为 41.0/42.7 万吨 LCE, 较我们此前预期 47.0/60.1 减少 6.0/17.4 万吨 LCE, 同比增速降至 28%/4%。

图表 26：全球锂供给或将大幅减少

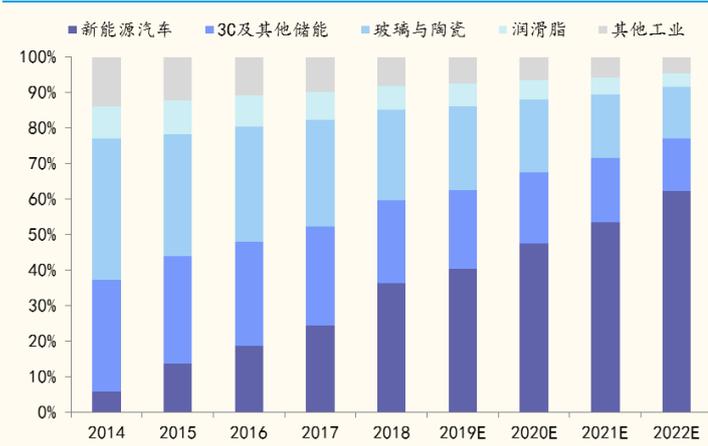
项目	单位	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
海外矿山	万吨 LCE	17.5	23.2	22.8	25.0	29.9
海外盐湖	万吨 LCE	10.6	13.6	14.3	18.8	22.1
国内盐湖	万吨 LCE	3.3	3.6	5.0	5.5	5.5
云母提锂	万吨 LCE	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
合计	万吨 LCE	32.1	41.0	42.7	50.0	58.1
YOY		18.3%	27.7%	4.1%	17.0%	16.3%

来源：各公司公告，国金证券研究所

■ 需求：新能源汽车占比不断提高，带动需求加速上行

新能源汽车贡献主要锂需求，未来三年 CAGR 有望达 40%。2018 年，新能源汽车首次超过 3C 及其他储能领域成为锂需求的第一大来源，占比达 36%；2020 年，电动车锂消耗量占总需求比例有望增至 48%。根据我们测算，2020-2022 年，新能源汽车领域锂需求量分别为 16.4/21.6/32.2 万吨 LCE，CAGR 为 40%。电动车需求是增速最高的板块，至 2022 年，其占比将超过 60%。

图表 27：预计 2020 年新能源汽车锂需求占总量 48%



来源：中汽协，Marklines, USGS, 国金证券研究所

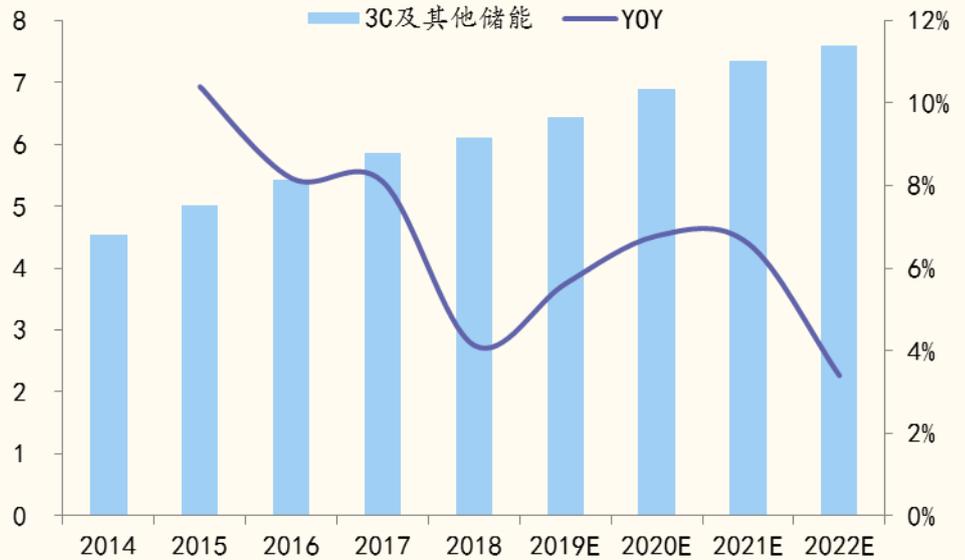
图表 28：预计 2020 年电动车锂需求达 16.4 万吨 LCE



来源：中汽协，Marklines, 国金证券研究所

预计 2020 年 3C 及其他储能领域锂需求增速为 6.7%。1) 5G 换机潮来临，单机带电量及手机总出货量料上行；2) 随着 5G 基站建设加速，储能锂电池需求进一步扩大；3) TWS 渗透率的迅速提升，耳机锂电池用量料将快速攀升。我们预测 2020-2022 年 3C 及其他储能领域锂需求将提升至 6.9/7.3/7.6 万吨 LCE，增速约为 6.7%/6.6%/3.4%。

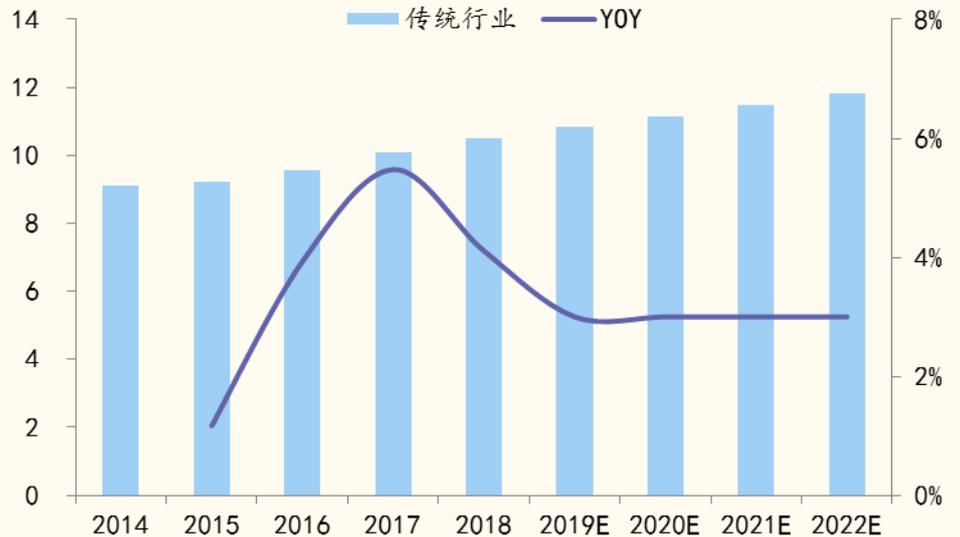
图表 29: 预计 2020 年 3C 及其他储能领域锂需求增速为 6.7%



来源: Wind, IDC, signumBOX, 国金证券研究所

陶瓷玻璃等传统行业锂需求保持稳健。传统行业对锂的消费量主要受宏观经济主导，因此我们预计其增速约为 3%，即 2020-2022 年锂用量分别对应 11.1/11.5/11.8 万吨 LCE。

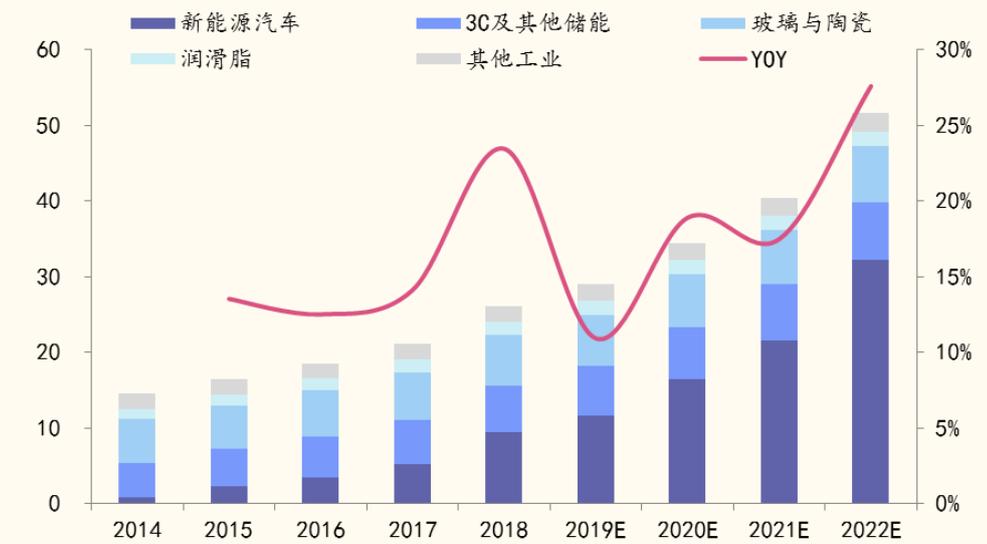
图表 30: 传统行业锂需求保持稳健增速



来源: USGS, 国金证券研究所

全球锂需求有望保持高增速。新能源汽车销量有望重回高增从而带动锂需求增速上行，3C 及其他储能锂需求随 5G 建设而回暖，叠加陶瓷等传统需求稳健增长，我们预计 2020-2022 年全球锂需求总量分别为 34.4/40.4/51.6 万吨 LCE，对应增速 18.9%/17.5%/27.6%。

图表 31：2020 年全球锂需求增速有望达 20%



来源：中汽协，Marklines，USGS，国金证券研究所

■ 供需：过剩大幅减少

受益于供给侧的显著收缩，需求端明显改善，锂行业过剩压力骤降，供需格局较预期大幅好转。我们预计 2020 年将过剩 8.3 万吨 LCE，较此前预期的 19.5 万吨 LCE 大幅降低 11.2 万吨 LCE。

图表 32：2020 年锂过剩有望较此前预期大幅减少

项目	单位	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
锂供给	万吨 LCE	32.1	41.0	42.7	50.0	58.1
锂需求	万吨 LCE	26.1	28.9	34.4	40.4	51.6
过剩 (+/-) 短缺	万吨 LCE	6.0	12.1	8.3	9.5	6.6
累计库存	万吨 LCE	10.4	22.4	30.7	40.3	46.8

来源：各公司公告，中汽协，Marklines，USGS，国金证券研究所

2.3 价格：碳酸锂价格有望筑底回升

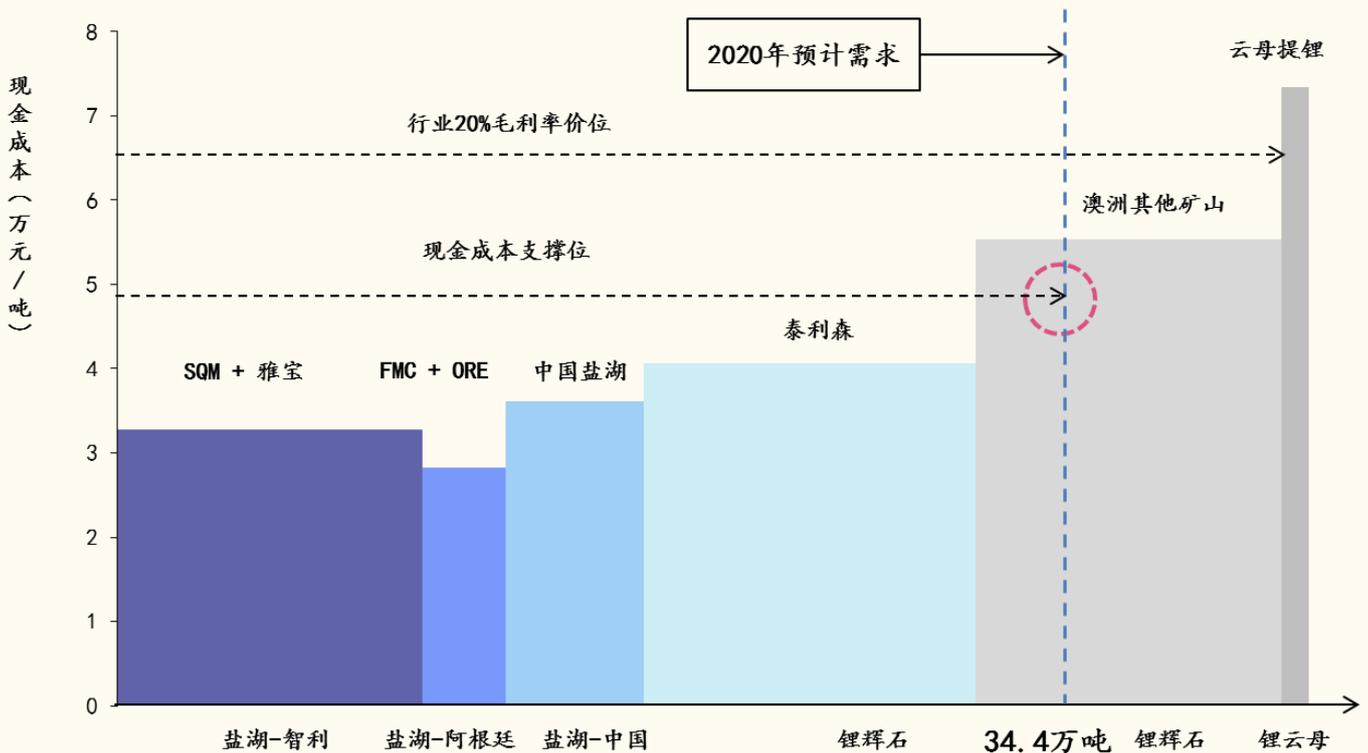
预计碳酸锂价格跌至 4.8 万元/吨后逐渐回升。除泰利森矿以外，澳洲其余矿山品位相对接近，均在 1%-1.5%之间，量产后的 6%锂精矿的现金成本大概率处于 400-450 美元/吨，对应国内碳酸锂价格大约 4.8 万元/吨。我们预计价格大概率会跌破这一现金成本支撑位，随后禀赋较差的矿山被迫退出市场，供需有望回归平衡，碳酸锂价格逐步回升。

图表 33: 预计碳酸锂价格跌至 4.8 万元/吨后逐渐回升



来源: 亚洲金属网, 国金证券研究所

图表 34: 2020 年碳酸锂价格或考验部分澳洲矿山现金成本支撑



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

2.4 投资建议: 建议配置充分受益于电动车渗透率提升的锂盐厂商

供给端, 随着上游部分矿山的破产、停产以及减产, 2019/2020 年锂供给分别较此前预期减少 6.0/17.4 万吨; 需求端, 伴随电动车重回高增, 3C 及其他储能回暖, 2020 年锂需求增速有望上升至 19%。

行业整体过剩产能有望加速出清，供需格局料将进一步改善，碳酸锂价格筑底后或逐渐回升。考虑产业链整体利好频出带动板块风险偏好提升，建议配置产能持续扩张、进入龙头车企供应链的锂盐厂商赣锋锂业。

3.黄金：金价短期定价较充分，中长期向上趋势不变

3.1 金价 2019 年大幅上涨，短期对美联储降息定价较为充分

通过对布雷顿森林体系瓦解后金价走势的复盘，我们发现金价由黄金与信用货币的相对价值决定。特别是世界主导货币美元与金价的相对关系尤为明显，美元指数以及美债实际收益率与黄金价格呈现明显的负相关关系；而避险情绪短期会对金价造成扰动。

图表 35：布雷顿森林体系瓦解后金价走势复盘



来源：Wind，国金证券研究所

图表 36: 金价与美元指数呈负相关关系



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: 金价与美债实际收益率呈负相关关系



来源: Wind, 国金证券研究所

根据国金宏观组预计, 随着市场对美联储降息的充分定价, 4Q2019 短端利率下行的预期难以边际上更好, 通胀也不会明显上行, 美国实际利率的短期底部可能已经显现, 叠加中美贸易摩擦大幅缓和等因素, 金价短期缺乏催化剂向上突破。

图表 38: 2019 年金价大幅上涨对美联储降息充分定价

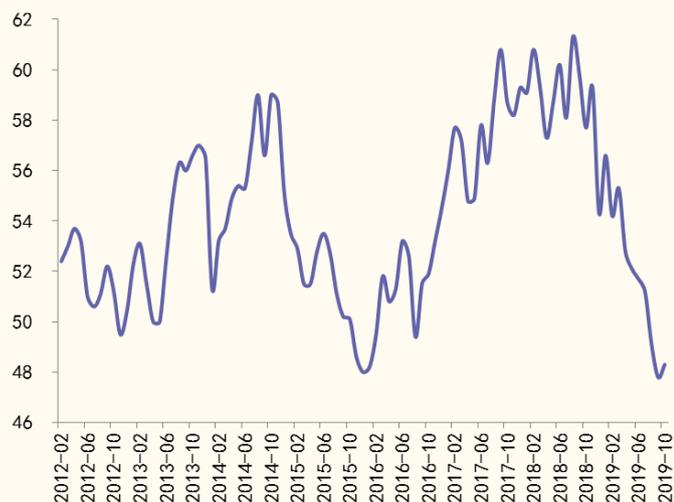


来源: Wind, 国金证券研究所

3.2 美国经济频现衰退迹象, 美联储或将进一步扩表

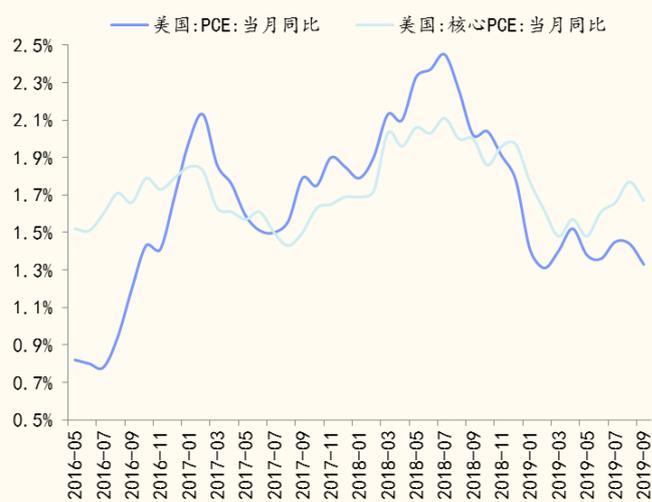
美国主要经济数据呈现恶化趋势。1) PMI 已跌至荣枯线下方。作为经济增长的前瞻指标, 美国 ISM 制造业 PMI 指数自去年 3 月份阶段性触顶后持续下跌, 2019 年 8 月跌破 50, 为近十年来首次跌至荣枯线下方; 9/10 月数据分别为 47.8/48.3, 仍处于荣枯线之下。暗示美国制造业景气度仍然较低; 2) PCE 物价指数走弱, 低于目标值。美国去年下半年至今 PCE 数据持续走弱, 年初至今均低于美联储设定的 2% 的目标。

图表 39: 美国制造业 PMI 于 8 月份起持续低于 50



来源: Wind, 国金证券研究所

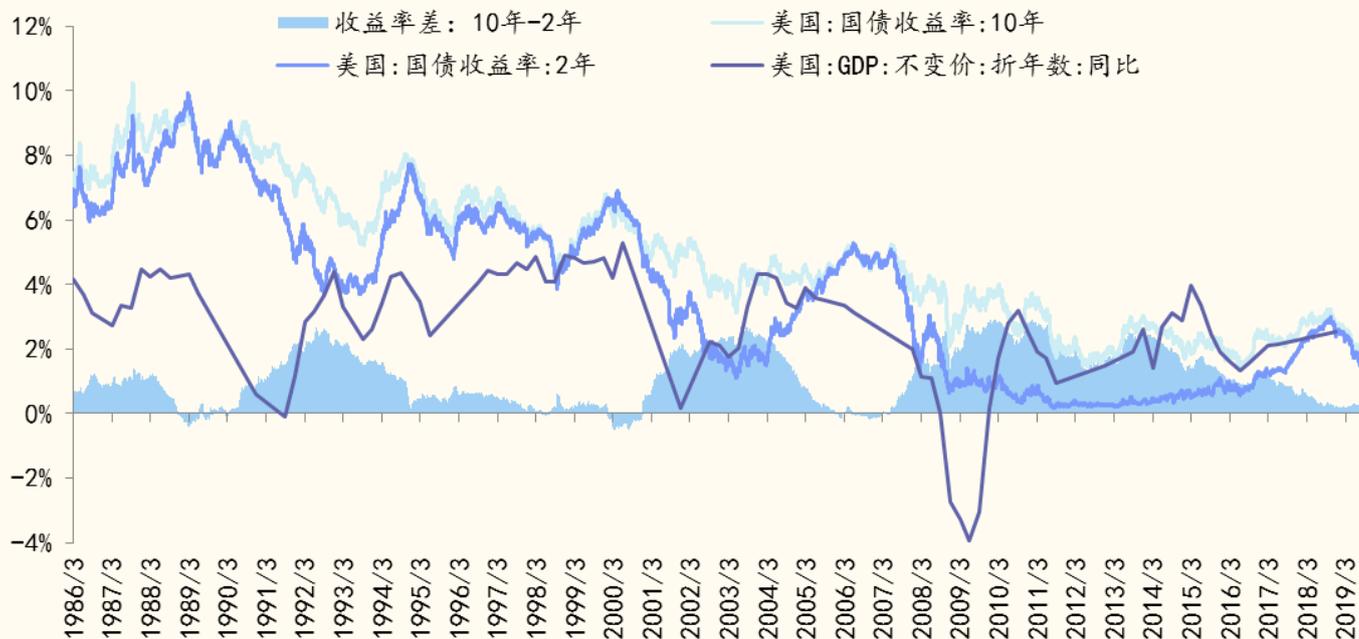
图表 40: 美国 PCE 物价指数不振



来源: Wind, 国金证券研究所

美债收益率倒挂或预示美国经济将见顶回落。美国 10 年期与 2 年期国债收益率利差自 2014 年以来持续收窄。8 月中旬, 两者利差甚至自 2007 年以来首次出现倒挂。根据我们统计, 1986-2018 年期间, 10 年期与 2 年期美国国债分别于 1988/1998/2000/2006 出现倒挂现象, 美国经济于 1990/2001/2008 发生大幅衰退。本次美债收益率倒挂同样反映了投资者对美国经济前景的担忧, 预示着美国经济衰退概率上升。

图表 41: 10 年期与 2 年期美债收益率倒挂往往预示着美国经济将步入衰退区间

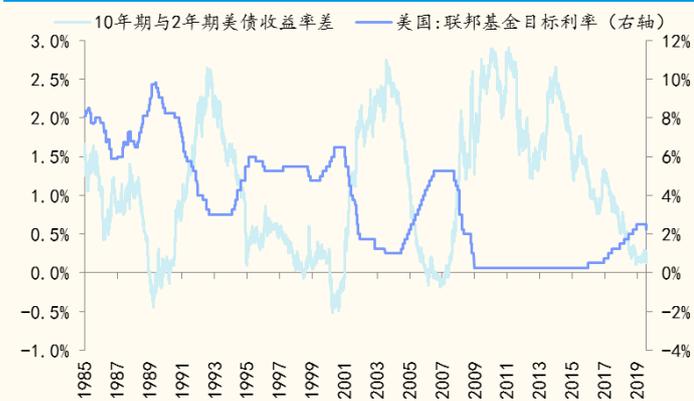


来源: Wind, 国金证券研究所

美联储或将进一步扩表。从历史上看, 10 年期与 2 年期美债收益率倒挂通常打开美联储降息通道以维持经济扩张; 而美国失业率上升往往会带来美联储

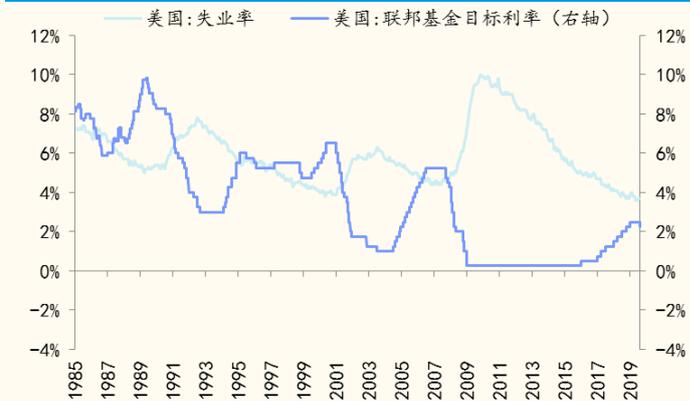
的持续降息。美联储于7月下调联邦基金目标利率 25BP 至 2.00%-2.25%，这是自 2008 年以来首次降息，9/10 月美联储分别再次降息 25BP，将联邦基金目标利率下调至 1.50%-1.75%。考虑目前美国失业率在历史底部，下行空间有限，一旦美国经济增速放缓，失业率或将抬升，美联储料将持续进行降息。

图表 42：美债长短端收益率倒挂通常打开降息通道



来源：Wind，国金证券研究所

图表 43：美国失业率上升往往带来美联储持续降息

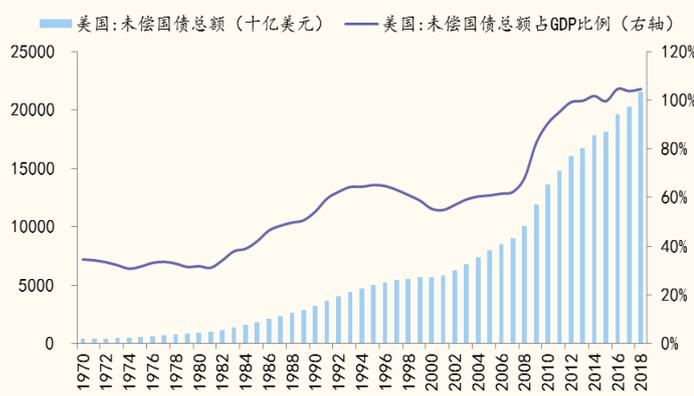


来源：Wind，国金证券研究所

3.3 美国主权债务风险上升，美元地位下降，美元指数中枢料将继续下移

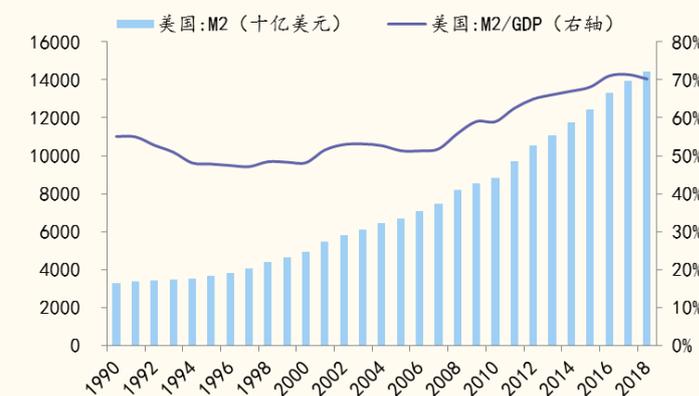
美国主权信用风险迅速上升，外国投资者信心下降。美国未偿国债金额自 70 年代以来持续攀升，占 GDP 比值已超过 100%。债务比例不断上升的背景下，美国大量超发货币，M2/GDP 不断上升。截止至 2018 年，美国 M2 总额为 14.5 万亿美元，与 GDP 比重达 70.2%，较 10 年前提升 14pct。

图表 44：美国未偿还国债与 GDP 比值持续攀升



来源：Wind，国金证券研究所

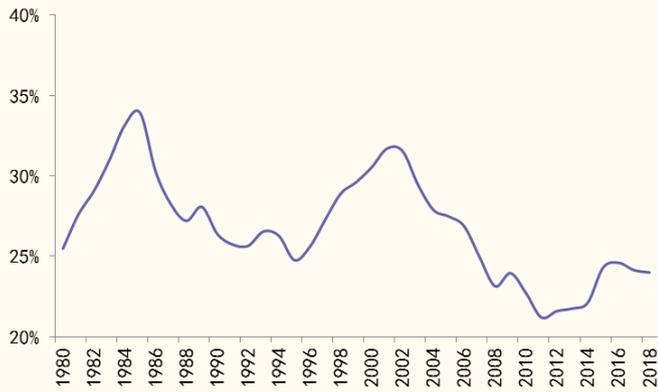
图表 45：美国广义货币与 GDP 比值不断上升



来源：Wind，国金证券研究所

美国国力相对下降，美元地位降低，美元指数中枢料将继续下行。由于中国等新兴经济体的迅速崛起，美国 GDP 占全球比重持续下降，从 1985 年的高点 33.9% 回落至 2018 年的 24%。国力相对下降导致美元的国际地位逐渐被削弱，美元占外汇储备的份额从 2001 年的 72.7% 下降至 2018 年的 61.8%。我们认为，随着中国国力的快速上升、人民币国际化进程的快速推进，叠加美国主权风险不断累积，美元地位还将进一步下降，美元指数中枢料将继续降低。

图表 46: 美国 GDP 占全球比重下降



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 47: 美元占全球外汇储备份额逐渐下降



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 48: 80 年代以来美元指数中枢不断下移

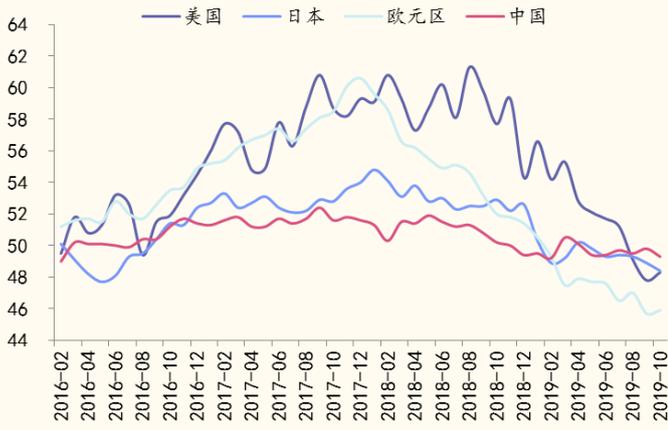


来源: Wind, 国金证券研究所

3.4 全球经济增长放缓, 降息潮或愈演愈烈

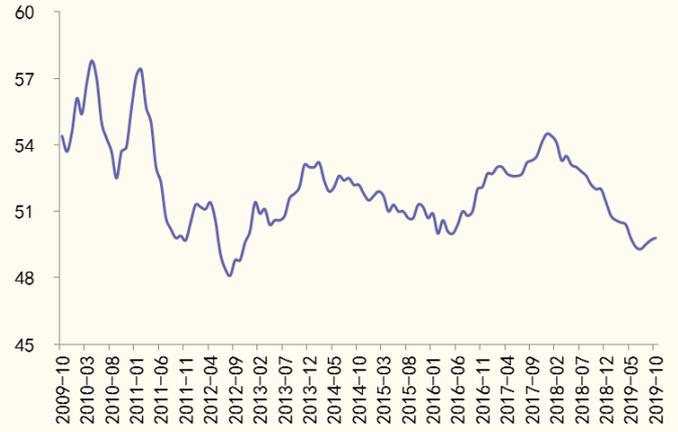
经济先行指标制造业 PMI 回落。全球制造业 PMI 于 2017 年见顶后快速回落, 2019 年 5 月回落至 49.8, 为 2012 年年底以来首次跌破荣枯线, 此后半年至今始终处于 50 以下。此外, 中国、日本以及欧元区等主流经济体制造业 PMI 全部进入下行区间并跌破荣枯线。

图表 49：主要经济体制造业 PMI 快速回落



来源：Wind，国金证券研究所

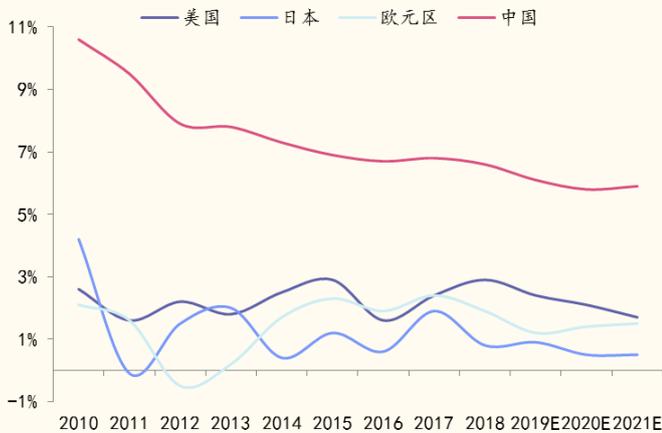
图表 50：全球制造业 PMI 已跌落至荣枯线下方



来源：Wind，国金证券研究所

IMF 年内 3 次下调全球 GDP 增速预测，世界经济增长或明显放缓。受贸易不确定性以及全球制造业活动的大幅放缓的影响，IMF 于 10 月中旬下调 2019 年全球经济增速至 3%，这已是继 4 月与 7 月后 IMF 年内第三次向下调整全球 GDP 增速。调整完成后较年初预测值下降 0.5pct，创金融危机后的最低点。此外，IMF 下调 2020 年全球经济增速至 3.4%。

图表 51：主要经济体 GDP 增速下滑



来源：IMF，国金证券研究所

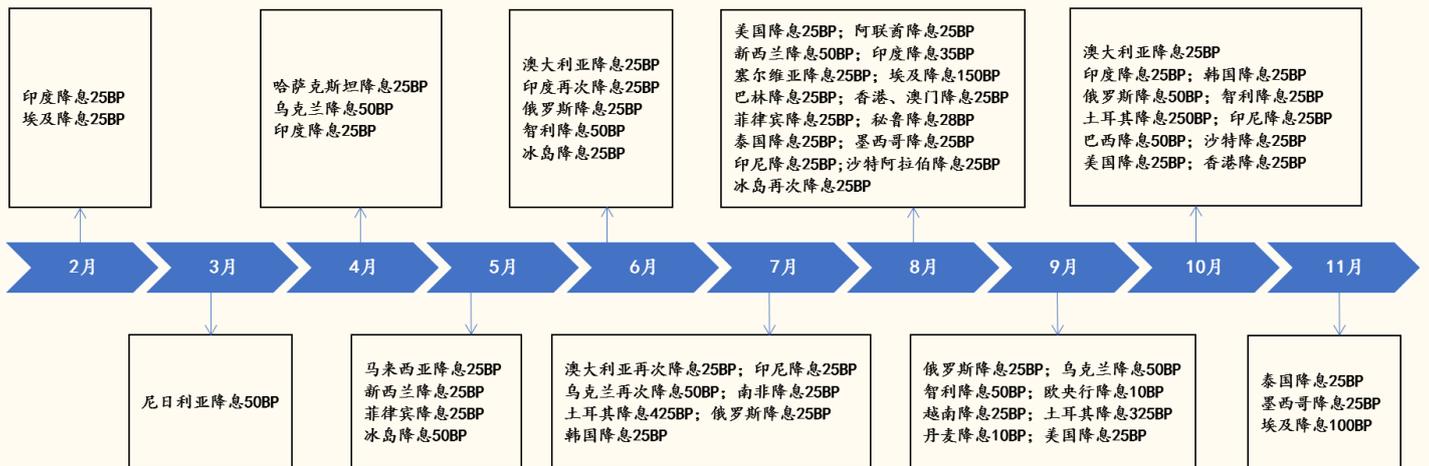
图表 52：IMF 预测全球 GDP 增速下滑



来源：IMF，国金证券研究所

降息潮或将愈演愈烈，全球进入宽松周期。受经济增速下滑、通胀不及预期等因素的影响，各大经济体纷纷进行降息。年初以来，已有包括美国、澳大利亚、新西兰等超过 30 个经济体宣布降息，其中印度降息 5 次，澳大利亚、乌克兰等多个国家降息 3 次。欧央行下调今明两年经济增长预期，在降息的同时重启 QE，宽松程度超市场预期。

图表 53：全球进入降息潮



来源：Wind，财联社，国金证券研究所

3.5 投资建议：关注具备成本优势、产量有望持续增长的黄金龙头企业

由于市场对美联储降息定价较为充分，金价短期或有技术性调整。但我们认为，在全球经济增长缺乏动力的大背景下，美国逆周期宽松政策仅会带来越来越弱的脉冲式修复。无论是美国持续走弱的制造业 PMI、低于预期的物价指数，亦或是罕见的美债长短端收益率倒挂均暗示美国经济增长或将放缓。更长远地看，美国主权债务风险上升，国力相对衰退、美元地位下降等因素或将促进金价中长期向上趋势不变。

建议关注国内最纯正的黄金上市企业山东黄金。1) 公司是具备储量、产量及成本优势的黄金龙头企业。公司目前拥有黄金权益资源量 968 吨，权益储量 324 吨，位居全国第二；2018 年矿山金产量近 40 吨，位列全国第一。且公司因矿山品位高、采矿效率提升而具有明显的成本优势。2) 产量有望持续增长，优质资产注入可期。公司通过矿体合并、扩大采矿区域、增加勘探投入等方式增加原有矿山产量。同时，母公司山金集团计划逐步将金矿资产注入上市公司，公司可持续发展保障度较高。

4. 风险提示

钴锂供给超预期风险：如果矿山/盐湖等供应产能释放超预期，可能会导致钴锂资源供给过剩，造成价格下跌。

钴锂下游需求不及预期风险：锂、钴等下游需求分散在新能源汽车、3C 产品等，如果下游需求量不及预期，可能会造成价格下跌，影响相应公司的利润。

政策及库存等因素变化的风险：新能源汽车等领域受政策影响较大，如果政策变化较大，或者库存超过预期水平，可能会导致钴锂价格较大幅度的波动，从而影响相关公司的盈利水平。

美国经济好于预期导致金价大幅下跌风险：若美国经济好于预期，则美国实际利率可能走强，金价面临调整幅度超预期的压力。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH