

有色金属行业研究 买入 (维持评级)

行业点评

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

嘉能可下调产量指引，钴供需格局继续改善

事件

- 嘉能可发布公告，预计 2019-2022 年钴产量中枢值分别为 4.3/2.9/3.2/3.2 万金属吨。

评论

- 指引因 Mutanda 停产以及 KCC 产量不及预期较年初版本大幅下降。1) 8 月初，嘉能可公告称因技术改造的需要将于 2020 年起暂停全球最大钴矿 Mutanda 的生产，预期所需时间约为 2 年；因硫酸供应不足的问题，嘉能可于 11 月末关停 Mutanda 矿山，较此前公告提前一个月。我们预计 Mutanda 停产将影响钴供给约 2.5 万金属吨/年。2) 嘉能可年初发布的 2019-2021 年钴产量指引分别为 5.7/6.3/6.8 万吨，本次指引较年初版本分别下调 1.4/3.4/3.6 万吨。除 Mutanda 停产影响较大之外，全球第二大钴矿 Katanga 2019-2021 年产量指引较年初版本分别下降 1.0/0.3/0.6 万吨。
- 2022 年产量与 2021 年持平，超出市场预期。市场此前预期 Mutanda 将于 2022 年恢复生产，但此次公告未在 2022 年的计划中提高钴产量，超出市场预期。我们认为，Mutanda 表层氧化矿面临枯竭进而转向开发硫化矿需要较长时间进行技改，同时技改后使用新工艺生产需要一定的时间进行磨合调试，但不排除指引与当前低迷的钴价有一定的关系，嘉能可之后或将根据市场情况调整产量指引。
- 钴行业供需格局大幅改善，成长性凸显。供给端因巨头嘉能可产量减少、部分中小矿山及手抓矿跌破现金成本停止生产而收缩明显；需求端有望受新能源汽车海外市场高增、国内市场回暖的影响而增速上行。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。当前时点，行业整体已结束被动加库存切换至主动去库存阶段，至暗时刻已过，行业景气度受供需两侧利好不断而持续回升。作为电动车发展最为受益的上游资源之一，钴行业成长性凸显。
- 钴价短期或因补库攀升，中长期有望震荡上行。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），若需求放量，钴价短期有望因供给不足而实现快速上涨；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产，因此我们认为钴价中期可能于此区间内震荡；长期来看，因新能源汽车渗透率不断提升等因素带动需求上行，而矿山品位下降、手抓矿管理趋严或造成供给增速低于需求增长，钴价中枢料逐渐抬升。
- 原矿企业是否会大量抛售库存导致钴价承压？我们推测嘉能可集中了钴行业大部分库存，因此其销售策略对钴价走势有较大的影响。我们认为，“钴存货铀超标”、“硫酸供应不足提前关停 Mutanda”等事件一定程度上折射出钴业寡头嘉能可挺价意愿强烈。因此，考虑现金流充裕、可变现资产较多等因素，嘉能可或不急于大量抛售钴存货以求回笼现金。

投资建议

- 我们维持行业“买入”评级，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，深度布局电动车产业链上中游的一体化厂商华友钴业，以及加速进军新能源汽车领域的钴粉寡头寒锐钴业。

风险提示

- 供给收缩不及预期风险；下游需求增长不及预期风险；相关标的股份解禁导致股价承压风险；刚果（金）政局变动及政策变化风险。

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