

## 有色金属

## 逆周期调节继续，铜铝偏好或继续提升；嘉能可 M 矿停产兑现，钴趋势进一步强化

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股整体大幅反弹，有色板块表现优异，跑赢上证综指 0.59 个百分点。商品市场，美国经济数据喜忧参半，美国贸易政策不确定性较大，Comex 黄金价格大幅震荡，较上周环比收跌 0.40%；基本金属涨跌互现，LMEX 指数环比前周下跌 0.6%，但周五受到美非农超预期及国内逆周期调节政策预期的影响而出现了明显的反弹；电池金属继续季节性回调，MB 钴（标准级）、MB 钴（合金级）、金属钴较上周下跌 1.2%、0.4% 和 0.6%；电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂价格分别下跌 4.5% 和 1.3%；其他小金属价格涨跌互现，氧化镨钕、氧化镱分别环比上涨 1.8% 和 3.2%，锑精矿环比下跌 1.6%。
- **【本周关键词】：**中央政治局会议强调逆周期调节，美国经济数据喜忧参半，嘉能可 Mutanda 矿提前停产
- **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“探底回升”信号继续增加，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，制造业 PMI 重回荣枯线以上，给出经济企稳积极信号，中央政治局会议再次强调逆周期调节：**11 月制造业 PMI 为 50.2，较上月回升 0.9 个百分点，自 5 月以来，首次重回荣枯线以上，中央政治局工作会议再次强调“六稳”，2020 年作为全年小康、十三五建设以及第一个百年奋斗目标实现的收官之年，稳增长具有极其重要的意义，逆周期调节政策有望协同发力；**2、美国，经济数据喜忧参半，短期或暂缓降息：**11 月 ISM 制造业 PMI 仅为 48.1，连续 4 个月位于荣枯线以下，但受益于美联储连续三次降息以及中美贸易局势缓和，经济短期表现出韧性，11 月新增非农就业人数、失业率数据均好于市场预期，短期或暂缓降息；**3、欧洲，美欧贸易局势紧张，欧元区经济雪上加霜，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，美欧贸易局势紧张无疑令本就不景气的欧元区经济雪上加霜，货币政策或进一步宽松。不断积累的积极信号有望继续推动基本金属等板块风险偏好上行，我们需要密切关注后续全球经济体进一步回升迹象。**
- **钴：**嘉能可提前关停 Mutanda，现货价格短期虽回调，但预计空间不大；更重要的是中长期来看，新能源汽车以及 5G 产业链带动需求长趋势，与海外供给减产将形成周期共振，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 25%，按照 2018 年汽车销量（约 2800 万辆）进行计算，2025 年新能源汽车销量将达到 700 万辆，对应 2018-2025 年 CAGR 为 28%；并专列“保障措施”章节，钴锂地方政府加大公共车辆运营、21 年重点区域公共领域新增车辆全部电动化；**3、供需共振，20-21 年或将发生趋势性扭转：**嘉能可确定提前一个月关停 Mutanda 矿，再次下调产量指引，供给逻辑进一步兑现，原计划 2020 年-2021 年将其维护和修缮，但嘉能可给出的 2022 年产量指引与 2021 年保持一致，因此 Mutanda 矿或许不会在 2022 年复产，叠加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，已经跌至 2015 年水平，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。
- **基本金属：全球 PMI 出现“探底回升”迹象，基本金属价格有望继续受到提振，关注处于中周期起点的电解铝和精矿紧俏的铜。**1、电解铝：国内电解铝社会库存约 70.5 万吨，较前周减少 5.0 万吨，本周氧化铝价格继续回调，吨电解铝盈利恢复至 972 元；2、铜：TC 下调，2020 年长单 TC 确定为 62 美元/吨，废铜供应短缺，库存将继续去化；但电网投资“急刹车”或对明年需求形成一定不利影响；3、锌：TC 承压，锌锭库存略有下降；4、锡：现货重心持稳，库存略有下降。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”。
- **贵金属：美国经济数据喜忧参半，黄金价格震荡调整，当前我们维持核心变量——美国实际利率易跌难涨的判断，金价上行周期仍未走完。**周初，美国 ISM 制造业 PMI 大幅低于预期，美欧贸易争端加剧，避险情绪拉动 Comex 黄金上涨至 1487.7 美元/盎司，临近周末，中美贸易局势整体向好，美国非农数据好于预期，美联储 12 月议息会议“按兵不动”预期增强，黄金价格难以维持上涨，逐渐回调至 1464.5 美元/盎司。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）。
- **投资建议：我们建议围绕不变的趋势和产业逻辑做选择：**
  - 1、**新经济新周期：**1) 钴方面，嘉能可 Mutanda 已然停产，2020-2021 年钴供给明显减速，短期虽受淡季影响而价格走低，但中长期来看，消费电子与新能源汽车需求增长与海外供给减产大概率将形成共振，目前处于第四轮上涨周期的前半段。2) 同样，西澳矿山“出清”不断，关停/减产给出的锂底部信号愈发明确，需求定方向，锂也或将与钴一起迎来供需结构的明显改善。3) 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。
  - 2、**逆周期调节：**全球宽松逆周期调节或将延续，目前三大经济体 PMI 给出了“探底回升”积极信号，我们需要密切观察下一轮库存周期逐渐开启的更多信号。1) 黄金上行趋势并未完结，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，只有在经济复苏初期通胀明显上行后，才会走完本轮周期。2) 供给侧改革大方向未变，电解铝产业结构变化并未被市场所关注——“产能红线”推动供需格局逐渐演绎为“产出顶、库存底”，低成本扩张龙头企业将充分受益。同时“铜矿紧俏逻辑”也仍将成为市场关注的一个点之一。
  - 3、**核心标的：**寒锐钴业、天齐锂业、赣锋锂业、紫金矿业、云铝股份、神火股份（煤炭组）、中国铝业、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

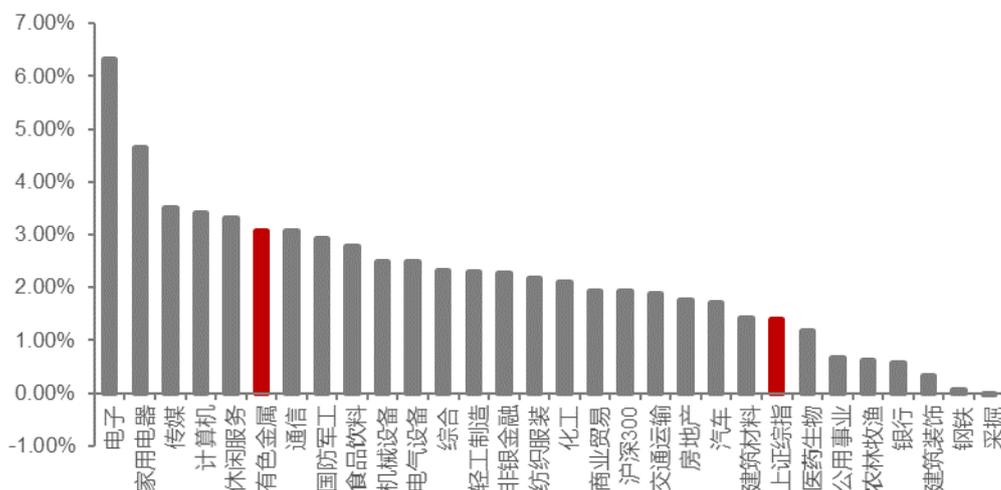
<b>1. 本周行情回顾</b> .....	<b>- 4 -</b>
1.1 股市行情回顾: A 股整体反弹, 有色板块表现优异.....	- 4 -
1.2 贵金属: 美国经济数据喜忧参半, 黄金价格大幅震荡.....	- 5 -
1.3 基本金属: 库存周期出现“探底回升”端倪, 基本金属涨跌互现.....	- 5 -
1.4 小金属: 电池金属季节性下跌, 其他小金属涨跌互现.....	- 6 -
<b>2. 宏观“三因素”运行态势跟踪</b> .....	<b>- 7 -</b>
2.1 周期位置: 基钦周期“探底回升”信号继续加强.....	- 7 -
2.2 中国因素: 制造业 PMI 超季节性回升, 给出经济企稳信号.....	- 8 -
2.3 美国因素: 经济数据喜忧参半, 短期或暂缓降息.....	- 9 -
2.4 欧洲因素: 美欧贸易争端加剧, 欧元区经济承压.....	- 10 -
<b>3. 贵金属: 美国经济“抵抗式回落中”, 黄金上行大趋势未改</b> .....	<b>- 11 -</b>
3.1 美国经济数据喜忧参半, 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 -
<b>4. 基本金属: 库存周期出现“探底回升”迹象, 价格有望上行</b> .....	<b>- 13 -</b>
4.1 铝: 电解铝继续去库, 盈利水平有所恢复.....	- 13 -
4.2 铜: 现货 TC 下调, 严控电网投资或对明年需求形成一定不利影响... ..	- 15 -
4.3 铅: 加工费进一步上涨, 库存小幅上升.....	- 16 -
4.4 锌: TC 承压, 锌锭库存略有下降.....	- 17 -
4.5 锡: 现货重心持稳, 库存小幅下降.....	- 19 -
<b>5. 新能源金属: 钴供需预期或将“剧烈”反转</b> .....	<b>- 19 -</b>
5.1 电动车产业链: 国内政策托底, 海外电动化进程提速, 下游需求远景可期.....	- 19 -
5.2 钴: 嘉能可 Mutanda 矿确定停产, 明确长期上行趋势.....	- 21 -
5.4 锂: 矿山“出清”信号不断, 行业底部不断夯实.....	- 24 -
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.....	- 27 -
<b>6. 投资建议</b> .....	<b>- 28 -</b>
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>- 28 -</b>
<b>8. 附录: 全球有色金属价格、库存走势 (12.02-12.06)</b> .....	<b>- 29 -</b>

## 1. 本周行情回顾

### 1.1 股市行情回顾：A 股整体反弹，有色板块表现优异

- 本周，国际方面，美国经济数据喜忧参半，ISM 制造业 PMI 超预期下滑，美欧贸易局势紧张，美国新增非农就业人数大幅超市场预期，因此本周美股三大指数大幅震荡（道指↓0.13%，纳斯达克↓0.10%，标普↑0.16%）；国内方面，中美贸易局势向好，经济短期现企稳端倪，A 股整体大幅反弹，从 SW 一级行业指数来看，科技股表现优异。
- 具体来看：综合指数中，上证指数收于 2912.01 点，环比上涨 1.39%；深证成指收于 9878.62 点，环比上涨 3.09%；沪深 300 收于 3902.39 点，环比前周上涨 1.93%；申万有色金属指数收于 2717.12 点，环比前周上涨 3.07%，跑赢上证综指 1.68 个百分点。SW 一级行业指数周度走势如下图所示。

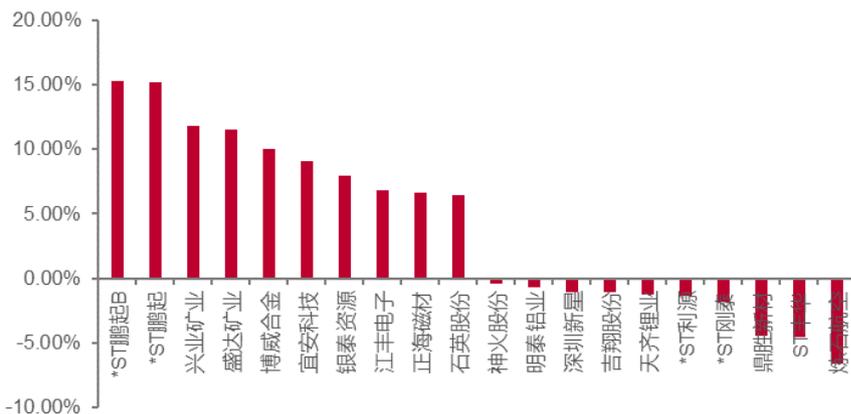
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



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：104 只个股出现不同程度上涨，5 只个股与上周持平，其余 10 只个股均出现不同程度下跌，具体来看，贵金属相关个股涨幅居前，其主要逻辑为：受周内美国 ISM 制造业 PMI 超预期下跌以及美欧贸易局势紧张影响，黄金价格反弹至 1484.40 美元/盎司，贵金属板块反弹上涨，盛达矿业、银泰资源较上周分别上涨 11.55%和 7.95%。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: 美国经济数据喜忧参半, 黄金价格大幅震荡

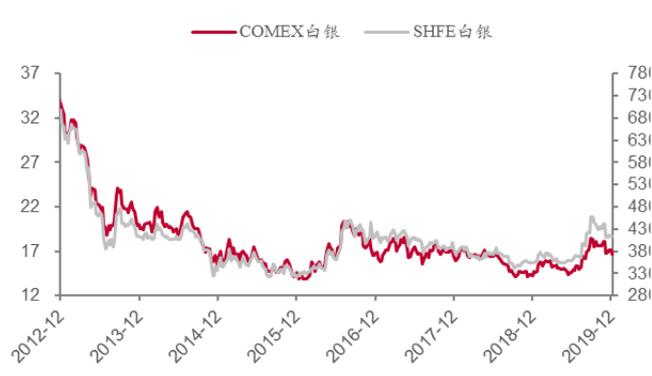
- **美国经济数据先喜后忧, 黄金价格大幅震荡。**周初, 美国 ISM 制造业 PMI 大幅低于预期, 美欧贸易争端加剧, 避险情绪拉动 Comex 黄金上涨至 1487.7 美元/盎司, 临近周末, 中美贸易局势整体向好, 美国非农数据好于预期, 美联储 12 月议息会议“按兵不动”预期增强, 黄金价格难以维持上涨, 逐渐回调至 1464.5 美元/盎司。截至本周五, COMEX 黄金收于 1464.50 美元/盎司, 较上周震荡下跌 0.40%; COMEX 白银收于 16.63 美元/盎司, 较上周下跌 2.81%。

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: 库存周期出现“探底回升”端倪, 基本金属涨跌互现

- 从库存周期位置来看, 中国、美国以及法国等多个欧元区国家制造业 PMI 环比改善, 全球库存周期出现“探底回升”端倪, 基本金属价格表现分化, 本周 LMEX 基本金属指数收于 2732, 环比前周下跌 0.6%, 但周五受到美非农超预期及国内逆周期调节政策预期的影响而出现了明显的反弹。具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅分别为 2.5%、0.1%、-2.9%、-1.6%、3.3%、-1.3%。

图表 5: 基本金属周涨跌幅 (12.02-12.06)

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	2732	-0.6%	-2.5%
铜	LME	6025	2.5%	1.9%
	SHFE	47320	0.0%	-2.1%
铝	LME	1763	0.1%	-4.9%
	SHFE	13840	-0.3%	1.8%
铅	LME	1889	-2.9%	-6.0%
	SHFE	15120	-2.0%	-16.2%
锌	LME	2239	-1.6%	-8.8%
	SHFE	17860	-1.0%	-14.6%
锡	LME	17045	3.3%	-12.4%
	SHFE	137530	-0.6%	-4.1%
镍	LME	13490	-1.3%	26.7%
	SHFE	106240	-2.8%	20.6%

来源：wind，中泰证券研究所

#### 1.4 小金属：电池金属季节性下跌，其他小金属涨跌互现

- **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 1.2%、0.4%、0.6%、2.3%、5.8%和 0.6%，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，本周锂价继续下跌，但锂价已进入价格底部中枢，海外矿山“出清”信号不断。**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 4.3%、4.5%、1.0%和 1.3%。
- **稀土价格继续上涨。**南方稀土 12 月 4 日公布本周挂牌指导价，重稀土价格再上调，同上次相比，氧化钆报价 15.8 万元/吨，上涨 0.1 万元；氧化铽报价 30.5 万元/吨，上涨 0.5 万元。轻稀土方面，下游需求一般，实际成交以按需采购为主，上游大厂报价坚挺，废料回收企业因原料价格上涨，成本增加支撑镨钕价格上涨，氧化镨钕较上周上涨 1.8%；重稀土方面，目前市场多数货源集中在大厂，大厂集中收货，市场低价货源更少，市场成交一般，氧化镝价格较上周上涨 3.7%。
- **其他小金属价格涨跌互现。**锑精矿、氧化锑环比分别下跌 1.6%和 1.3%，金属镁环比下跌 2.4%；钼精矿较上周上涨 6.1%，金属硅较上周上涨 0.3%，APT 和钨精矿较上周分别上涨 1.5%和 2.4%。

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	12月6日	涨跌幅			
				7天	30天	90天	360天
钴	MB钴(标准级)	美元/磅	16.0	-1.2%	-10.2%	28.5%	-60.7%
	MB钴(合金级)	美元/磅	16.7	-0.4%	-8.5%	31.2%	-59.1%
	钴精矿	美元/磅	14.4	-0.6%	-8.4%	16.5%	-56.5%
	金属钴	元/公斤	25.5	-0.6%	-10.1%	18.1%	-55.7%
	钴粉	元/公斤	27.0	-0.7%	-11.2%	17.9%	-60.9%
	硫酸钴	元/公斤	4.3	-2.3%	-30.1%	19.4%	-63.9%
	四氧化三钴	元/公斤	16.1	-5.8%	-21.5%	8.8%	-63.8%
	碳酸钴	元/公斤	12.0	0.0%	-2.4%	14.3%	-58.9%
	氯化钴	元/公斤	5.0	-2.0%	-32.2%	15.1%	-63.9%
	氧化钴	元/公斤	17.6	-6.4%	-18.1%	18.9%	-58.1%
锂	金属锂(99%)	元/公斤	55.0	-1.8%	-8.3%	-16.0%	-40.5%
	金属锂(99.9%)	元/公斤					
	碳酸锂(工业级)	元/公斤	4.4	-4.3%	-11.1%	-30.2%	-62.2%
	碳酸锂(电池级)	元/公斤	5.3	-4.5%	-10.9%	-22.6%	-58.1%
	单水氢氧化锂(工业级)	元/公斤	5.0	-1.0%	-16.0%	-30.9%	-63.1%
	单水氢氧化锂(电池级)	元/公斤	5.8	-1.3%	-13.8%	-29.1%	-58.1%
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	0.5%	0.5%	-0.9%	5.1%
三元前驱体	三元523/动力	元/吨	7.9	-10.2%	-23.7%	9.0%	-39.2%
	三元622/动力	元/吨	8.9	-9.2%	-19.1%	13.4%	-
	钴酸锂	元/吨	20.9	-5.9%	-15.7%	8.9%	-54.6%
正极	三元523/动力	元/公斤	13.3	-3.6%	-11.9%	3.1%	-38.1%
	三元622/动力	元/吨	15.1	-2.6%	-10.4%	4.5%	-
锑	锑精矿	元/吨	3.1	-1.6%	-1.6%	7.0%	-23.8%
	锑锭	元/吨	4.0	-1.3%	-3.7%	5.3%	-21.8%
	三氧化二锑	元/吨	3.7	0.0%	-1.4%	9.0%	-20.7%
镁	金属镁	元/吨	1.4	-2.4%	-3.4%	-10.8%	-11.1%
钼	钼精矿	元/吨度	1560.0	6.1%	-10.9%	-18.8%	1.6%
	钼铁	元/吨	11.0	5.3%	-6.0%	-18.3%	1.4%
硅	金属硅	元/吨	1.1	0.3%	4.6%	7.3%	-6.1%
	硅铁	元/吨	5841.0	0.0%	0.0%	-8.1%	-15.3%
钛	海绵钛	元/吨	8.1	0.0%	0.0%	14.1%	41.1%
钨	APT	元/吨	13.4	1.5%	-3.6%	19.1%	-25.3%
	钨精矿	元/吨	8.7	2.4%	-3.3%	16.8%	-22.3%
	氧化钨	元/吨					
铌	铌矿	美元/磅	8.9	1.7%	4.7%	-3.3%	-16.1%
	五氧化二铌	元/公斤	20.7	0.0%	1.0%	-5.9%	-9.6%
钒	五氧化二钒	元/吨	9.6	1.6%	-20.4%	-29.3%	-57.6%
	钒铁	元/吨	10.4	2.0%	-16.8%	-24.4%	-57.1%
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%	0.0%	-6.7%	-13.2%
稀土	氧化镨钕	元/吨	29.0	1.8%	-0.3%	0.7%	-14.7%
	氧化镝	元/公斤	169.0	3.7%	6.3%	-8.2%	44.4%
	氧化镧	元/吨	3.4	0.0%	-2.9%	0.0%	-
	氧化铈	元/吨	3.2	-3.1%	-6.0%	-3.1%	-

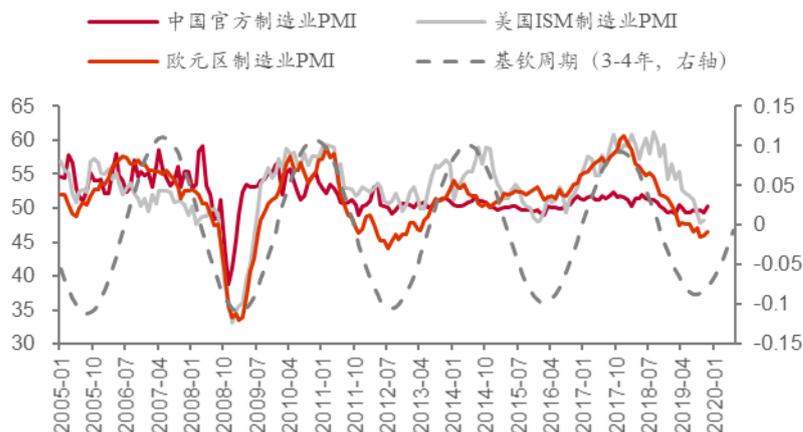
数据来源: Wind、Metal Bulletin、SMM、亚洲金属网、中泰证券研究所

## 2. 宏观“三因素”运行态势跟踪

### 2.1 周期位置: 基钦周期“探底回升”信号继续加强

- 基钦周期“探底回升”信号继续加强，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。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，美国 Markit 制造业 PMI 连续三个月回升，中国、欧元区主要国家（德国、法国）11 月制造业 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**



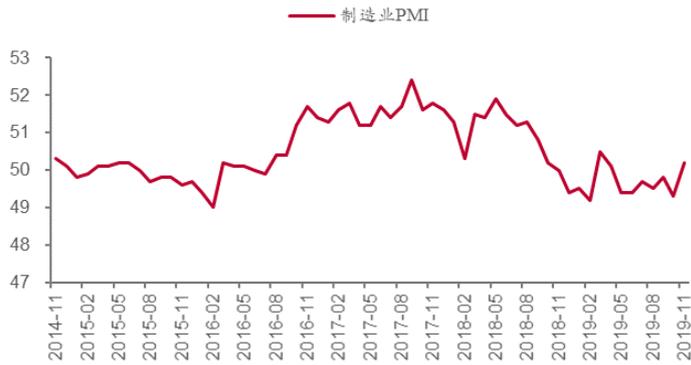
来源: Wind, 中泰证券研究所

## 2.2 中国因素：制造业 PMI 超季节性回升，给出经济企稳信号

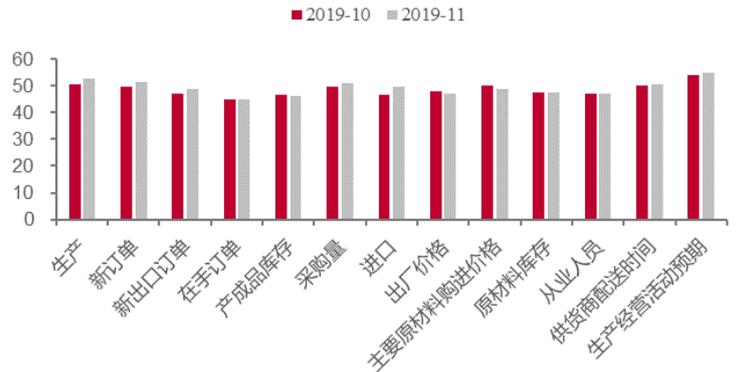
- 制造业 PMI 重返荣枯线以上，给出经济企稳信号。11 月制造业 PMI 为 50.2，较上月回升 0.9 个百分点，自 5 月以来，首次重回荣枯线以上，库存周期出现“探底回升”迹象。从分项指标来看，供需均有所回暖，制造业 PMI 生产回升 1.8 至 52.6，新订单回升 1.7 至 51.3；同时，11 月制造业 PMI 新出口订单反弹 1.8 至 48.8，进口反弹 2.9 至 49.7。在今年制造业受外需严重冲击叠加内生增长动力放缓的情况下，制造业能够重回荣枯线以上，表明剔除掉季节性因素后，制造业内生动能在逐渐复苏。
- 中央政治局会议要求运用好逆周期调节工具。在中美贸易局势整体不确定性较大，制造业低迷等内外因素的制约之下，会议明确再次提及“六稳”，考虑到 2020 年是我国全年小康、十三五收官以及第一个百年奋斗目标实现的关键一年，稳增长将是重中之重，逆周期调节政策有望协同发力。

**图表 8: 11 月制造业 PMI 重回扩张区间**

**图表 9: 制造业 PMI 分项变动情况**



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

### 2.3 美国因素：经济数据喜忧参半，短期或暂缓降息

- **美国经济数据喜忧参半，短期或暂缓降息。** 受益于美联储连续三次降息以及中美贸易局势缓和，经济短期表现出韧性，11月新增非农就业人数 26.6 万人（预期 18.3 万人，前值 12.8 万人），失业率 3.5%（预期 3.6%，前值 3.6%），明显好于市场预期，但 ADP 新增就业 6.7 万人大幅低于市场预期，美国 11 月 ISM 制造业 PMI 仅为 48.1（预期 49.2，前值 48.3），连续 4 个月位于荣枯线以下，美国 10 月营建支出环比 -0.8%（预期 0.4%，前值 0.50%），制造业数据仍有疲软迹象，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 10: 美国 11 月 ISM 制造业 PMI 仍位于荣枯线以下



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 11: 美国 11 月非农就业人数大幅好于预期 (万人)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 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12月密歇根大学消费者信心指数99.2，预期97，前值96.8 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%
	零售销售总额	同步	↑	
地产	新屋销售	同步	↑	10月新屋销售总数年化73.3万户，预期70.9，前值70.1，连续两个月走强 10月成屋签约销售指数环比-1.7%，预期0.8%，前值1.5%
	成屋销售	同步	↓	
失业	ADP就业人数	同步	↓	低于预期，美国11月ADP就业人数增加6.7万人，刷新5月以来新低，预期增14万人，前值增12.5万人 大幅好于预期，美国11月非农就业人口增加26.6万人，预期增18.3万人，前值由增12.8万人修正为增15.6万人 11月失业率为3.5%，预期为3.6%，前值为3.6%
	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% 美国10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% 美国10月核心PCE物价指数同比1.6%，预期1.7%，前值1.7%
	PPI	同步	↑	
	PCE	同步	↓	
景气程度	制造业PMI	同步	↓	美国11月ISM制造业PMI再次下滑至48.1，且连续第四个月维持在荣枯线下方，预期49.2，前值48.3

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：美欧贸易争端加剧，欧元区经济承压

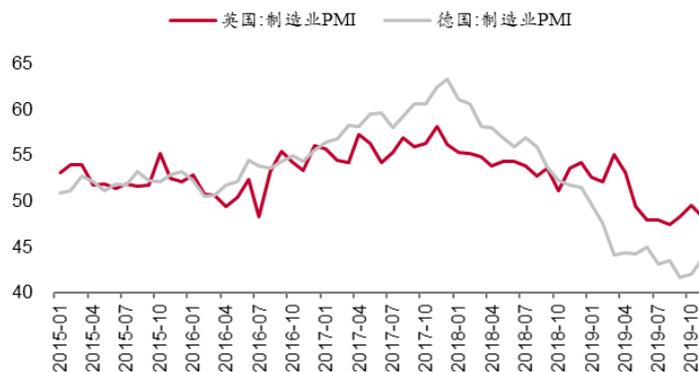
- 美欧贸易争端使本就不景气的欧元区经济“雪上加霜”，货币政策宽松趋势不变。**本周，美国12月2日表示，作为对法国数字税的回击，美国拟对法国价值24亿美元的进口产品征收最高100%的惩罚性关税，法国财长勒梅尔表示，美国的关税计划无法接受，欧盟准备采取报复行动。此外，欧元区经济持续低迷，这无疑对于欧元区经济是“雪上加霜”，欧元区11月制造业初值为46.6，略好于市场预期，但仍处于荣枯线以下，欧元区主要国家PMI同样低迷，德国11月制造业PMI初值为43.8，英国11月制造业PMI初值为48.3（预期49）；欧元区10月零售销售环比减-0.6%（预期减-0.3%）。欧元区制造业PMI从2月以来持续处于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 13：欧元区 PMI 继续跌破荣枯线

图表 14：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



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

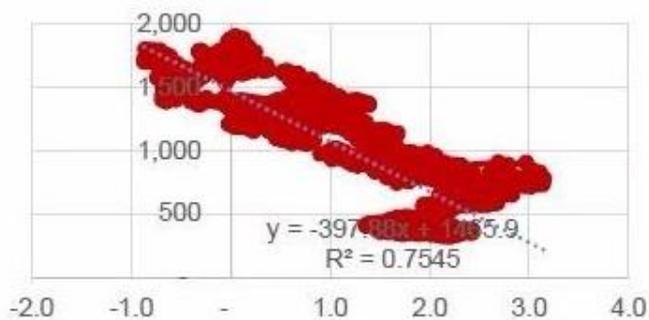
#### 3.1 美国经济数据喜忧参半, 黄金价格震荡调整

- 美国经济数据喜忧参半, 贸易政策不确定性迭起, 黄金价格震荡调整。周初, 美国 ISM 制造业 PMI 大幅低于预期, 美欧贸易争端加剧, 避险情绪拉动 Comex 黄金上涨至 1487.7 美元/盎司, 临近周末, 中美贸易局势整体向好, 美国非农数据好于预期, 美联储 12 月议息会议“按兵不动”预期增强, 黄金价格难以维持上涨, 逐渐回调至 1464.5 美元/盎司。
- 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, 11 月 ISM 制造业 PMI 48.1 (预期 49.2, 前值 48.3), 营建支出环比 -0.8% (预期 0.4%, 前值 0.50%), 11 月 ADP 就业人数增加 6.7 万人, 刷新 5 月以来新低; 但 11 月密歇根大学消费者信心指数为 99.2 (预期 97, 前值 96.8), 非农就业人口增加 26.6 万人, 失业率 3.5%, 工资平稳增长, 大幅好于市场预期, 美联储短期或暂缓降息。但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 ( $R^2=0.93$ ), 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 0.17 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 (即名义利率下行特征, 通胀对真实收益率贡献不大)。

图表 15: 金价与 10 年期真实收益率负相关性强

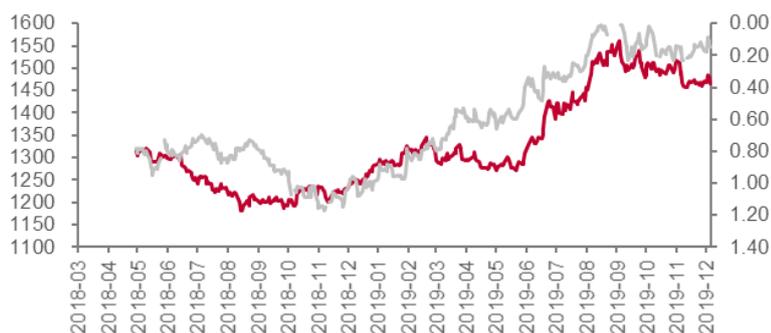
图表 16: 金价与美国真实收益率对比

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

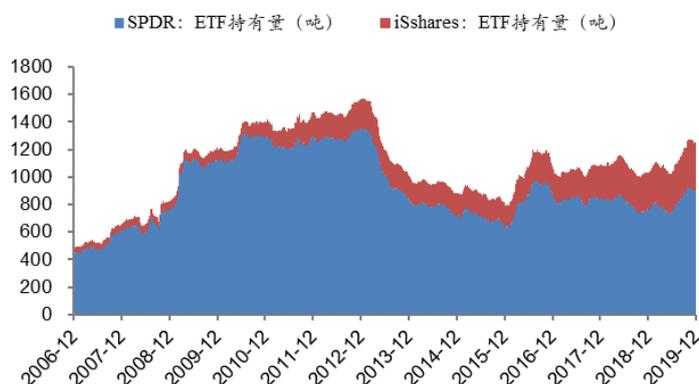


来源: Wind, 中泰证券研究所

### 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) 1245.82 吨, 较前周减少 8.33 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 17: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

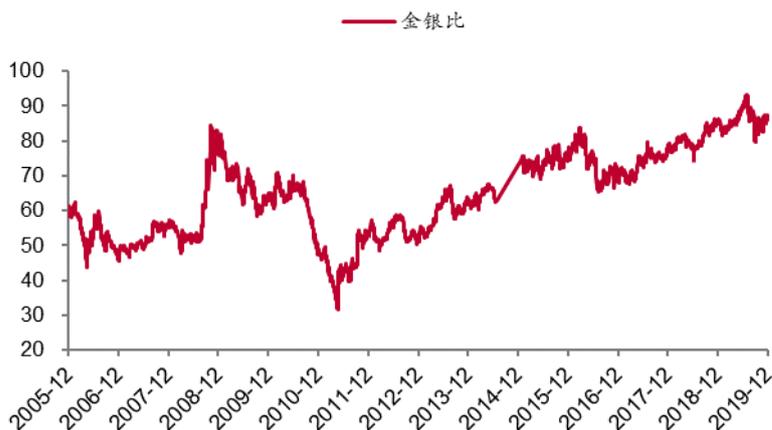
图表 18: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (单位: 张)



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 86.2, 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 19: 金银比处于历史高位, 向下修复动能强劲



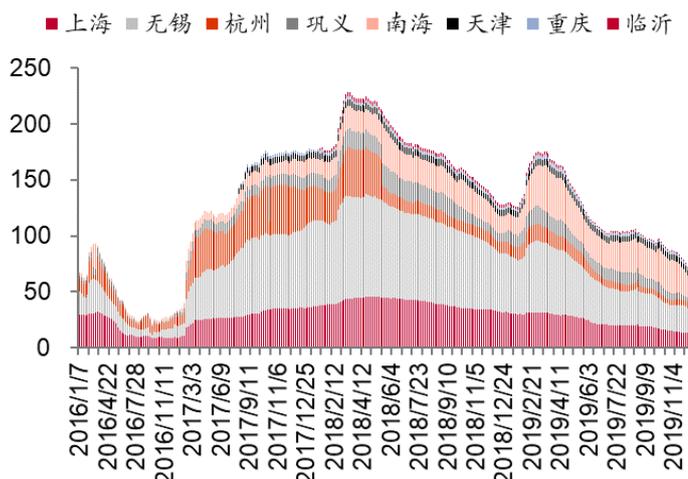
来源：Wind，中泰证券研究所

## 4. 基本金属：库存周期出现“探底回升”迹象，价格有望上行

### 4.1 铝：电解铝继续去库，盈利水平有所恢复

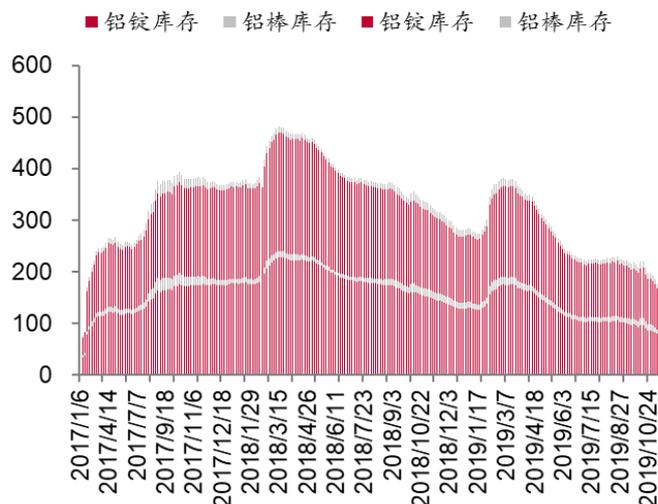
- **电解铝继续去库。**SMM 统计数据显示，2019 年 12 月 05 日国内电解铝社会库存 70.5 万吨，较前周减少 5.0 万吨。叠加 SMM 铝棒库存数据，总计 78.18 万吨（其中，铝棒库存 7.68 万吨，减少 0.11 万吨），较前周减少 5.11 万吨；LME 库存 12 月 06 日为 128.43 万吨，较前周环比增加 1.27 万吨。到货方面，南海及无锡地区到货维持偏少格局；出货方面，各个主要消费地出库力度仍然维持，因明年春节较早，一些下游提前赶单，使目前出库量表现“前置”，需持续关注。

图表 20：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 21：国内铝锭及铝棒总库存走势（万吨）

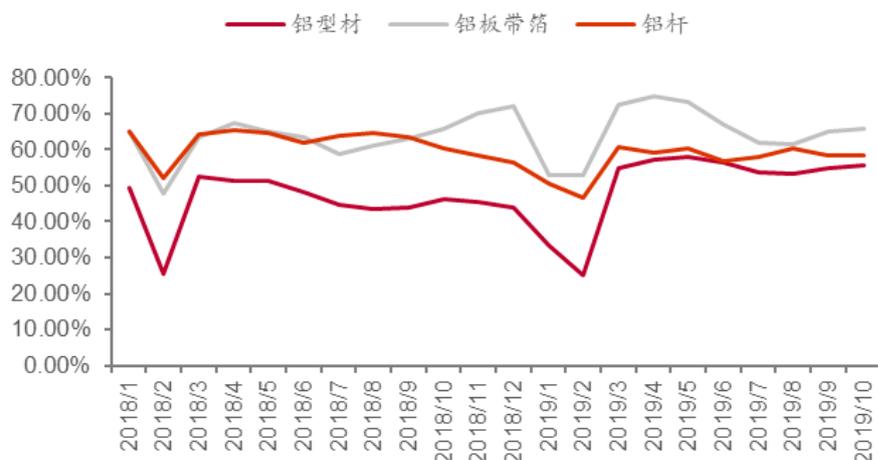


来源：我的有色，SMM，中泰证券研究所

- **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。

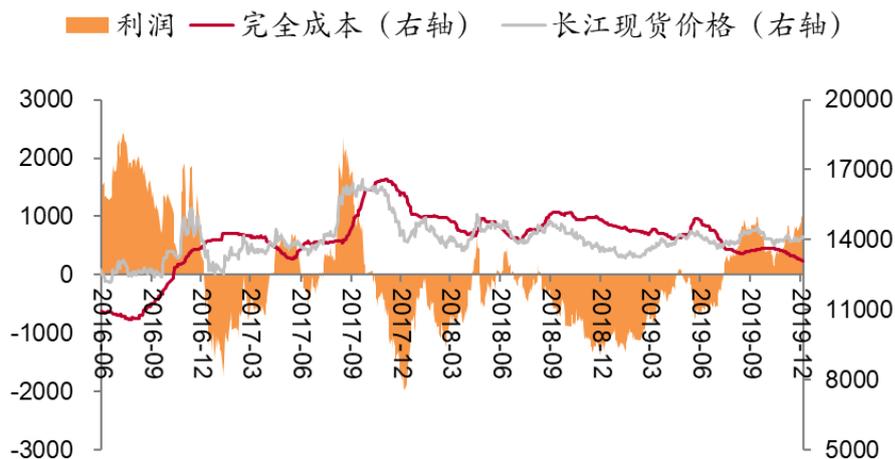
**图表 22: 铝下游开工率 (%)**



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, 汽车消费全年表现不佳, 下游消费难见起色; 2) 供给端, 节前废铝紧缺格局成定局, 据最新公布的 15 批批文显示, 进口废铝批文量仅 9844 吨, 截至目前 Q4 批文量共计 68549 吨, 较 Q3 减少 83.09%。且从时间来看, 据 2020 年不到一月, 至多还有一批批文, 其数量大概率依旧被大大限制。同时考虑到 2020 年春节较早, 节前半月废铝供应因假期大大减少, 故而春节前废铝供应不足问题难以改善。综合来看, 再生铝表现出供需双弱的格局, 在下游需求不佳的压制下, 再生铝实际成交价格上涨相对缓慢。
- **盈利表现: 电解铝现货价格上涨, 氧化铝价格继续回调, 盈利水平较上周有所恢复。** 氧化铝供应过剩格局仍是大背景, 本周成交价格重心继续下调。具体来看, 氧化铝平均价格为 2475 元/吨左右 (-30 元/吨), 动力煤价格 552 元/吨, 预焙阳极价格变动不大, 按 12 月 06 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 13098 元/吨, 电解铝长江现货价格为 14070 元/吨, 吨铝盈利恢复至 972 元。具体走势如下图所示。

**图表 23: 电解铝成本、利润图 (元/吨)**

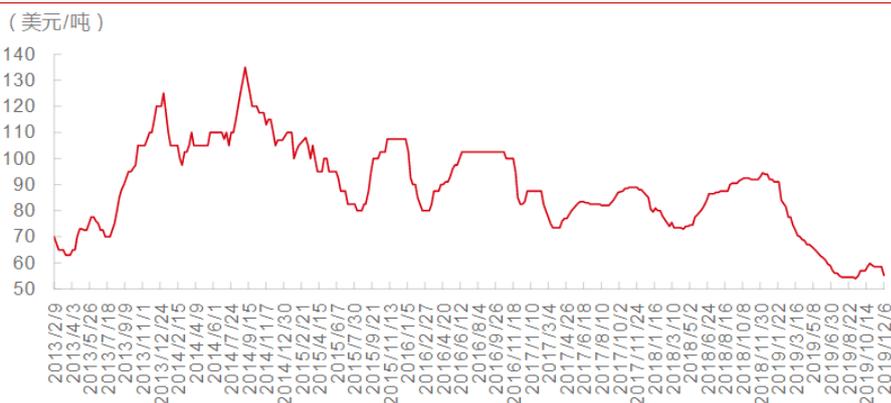


来源：wind，安泰科，亚洲金属网，中泰证券研究所

#### 4.2 铜：现货 TC 下调，严控电网投资或对明年需求形成一定不利影响

- 截止本周五，SMM 铜精矿指数(周)报 55.28 美元/吨，较上周下降 3.22 美元/吨。本周铜精矿 TC 下行，主因市场普遍接受明年铜精矿供应趋紧，短期叠加智利动乱持续一季度货源紧张，卖方乘机施压调低报价，现货铜精矿 TC 受此影响向下回落。本周比利时 Olen 铜炼厂宣布其 11 月 19 日储液罐发生事故阴极铜生产中断，预计储液罐未受影响区域于年底前恢复生产，受影响区域于明年二季度恢复运营，短期将对铜精矿 TC 形成支撑。国内 20%的铜精矿作价系数维持在 87%，未发生明显变化。
- 供给方面，四季度废铜进口偏紧。根据海关总署所公布的八位海关编码废铜进口数据来看，2019 年 7-10 月，中国共进口废铜 46.81 万实物吨，目前仅仅剩下 9.26 万实物吨批文尚未使用，11、12 月份废铜进口量将继续大幅减少，10 月份废铜进口实物量只有 9.7 万吨，环比下滑了超 40%。

图表 24：铜精矿 TC 较上周持平（单位：美元/吨）

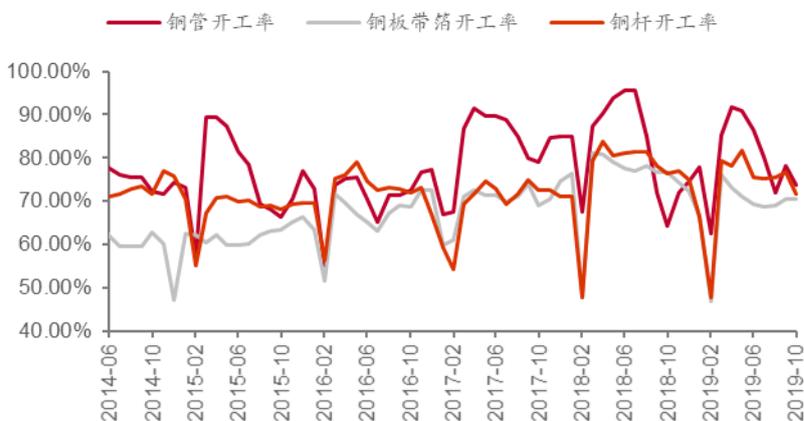


来源：SMM，中泰证券研究所

- 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。

- **电网投资“急刹车”或对明年需求形成一定不利影响。**近日，国家电网发布了《关于进一步严格控制电网投资的通知》，通知就电网投资提出了三点要求：1)以产定投，严控规模。投资要与电价水平和盈利能力挂钩，要以净利润为核心，结合折旧、财政资金等自有资金，落实资产负债率控制要求，确保投资有效纳入核价资产，不推高输配电价，严格测算投资能力。要坚持投资必须有效益，以产出定投入，以利润定投资。严禁擅自扩大投资界面和超标准建设，严禁超过核价投资规模和范围安排投资，严禁过度追求高可靠性的“锦上添花”项目，杜绝低效无效投资，不得在投资计划外安排输变电资产租赁，不得以投资、租赁或合同能源管理等方式开展电网倒电化学储能设施建设，不再安排抽水蓄能新开工项目，优化续建项目投资进度。大力压减短期效益不明显的项目，大力压减架空线入地等投资费效比不高的项目，大力压减小型基建等生产辅助性投入。2)亏损单位不增信投资。亏损单位要以扭亏为首要任务，仅安排维持安全运行和供电服务急需的简单再生产投入，原则上不再新开工项目。3)规范投资管理。加强投资过程管控，完善合规性管理，严格开工条件审核，落实送售电等相关协议，做到先签后建。
- **现货交投表现：**华北地区，现货供给压力仍在，周初报价于贴水 130~贴水 100 元/吨低位；但随着上海价格大幅拉涨，市场成交迟疑中逐渐转好，升水略微上涨，现货报价小幅收窄至贴水 100~贴水 70 元/吨，总体而言，受上海升水走高影响华北地区贴水报价略有收窄。华南地区，本周广东库存 5.21 万吨左右，较上周减幅达 4600 吨左右，月初贸易商资金尚表现宽裕，叠加库存走低，另外受上海的升水大幅拉涨，本周市场推升水的意愿表现明确，市场迎来积极的交投，低价货源吸引部分贸易商以及下游工厂买盘，自周初贴水 30 元/吨上调至升水 60 元/吨，市场交投积极性改善，但仍以贸易商引领拉升水为主导，本周贴水转全面升水保持稳中趋升态势。
- **库存方面，**截至本周五，上海保税区库存环比上周五增加 0.18 万吨至 24.73 万吨；LME 库存下降 1.48 万吨至 19.38 万吨；SHFE 库存较上周持平。

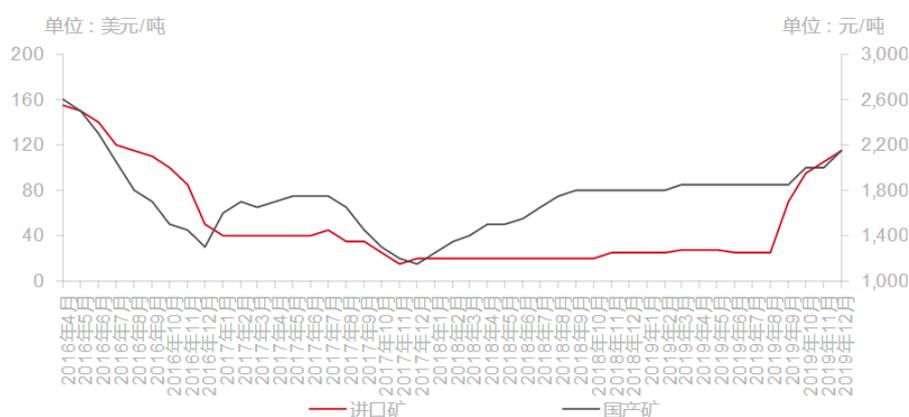
图表 25: 铜材开工率 (%)



来源：SMM，中泰证券研究所

#### 4.3 铅：加工费进一步上涨，库存小幅上升

- 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 100-130 美元/干吨。国内各地区铅精矿加工费如下: 截止周五, 国内 50 品位铅精矿加工费, 河南 2200-2400 元/金属吨, 环比增加 100 元/金属吨; 湖南 2000-2100 元/金属吨, 环比增加 100 元/金属吨; 云南 2000-2100 元/金属吨, 环比增加 100 元/金属吨; 内蒙古 2400-2500 元/金属吨, 环比增加 100 元/金属吨; 广西 2000-2100 元/金属吨。进入 12 月, 国内各地区铅精矿加工费进一步上涨, 背后逻辑依然在于国内冶炼企业原料库存高企, 平均天数在 40-50 天, 新签需求量不高, 加之进口铅精矿同比走高, 2019 年 1-10 月铅精矿累计进口量 139.62 万千吨, 同比增加 41.39%, 由于有大量的进口铅精矿的流入补充, 国内铅矿供应由前几年的短缺逐步过度到当前的供应略过剩。

**图表 26: 国产及进口铅精矿 TC 走势图**


来源: SMM, 中泰证券研究所

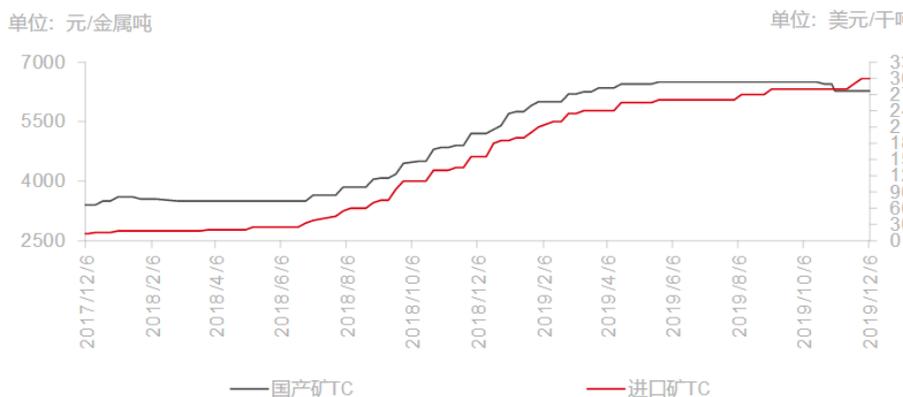
- 铅蓄电池综合开工率下降**。本周(12月2日-12月6日)SMM 五省铅蓄电池企业周度综合开工率为 57.56%, 较上周环比下降 0.2 个百分点。随铅价持续走弱, 铅蓄电池业内普遍呈现出强烈的避险情绪, 经销商仅以刚需采购, 而企业为避免电池库存累增, 频繁对不同型号电池进行阶段性促销, 同时中大型企业年末惯例冲量表现平平, 对铅价的备库计划亦是延后。本周铅蓄电池周度开工率下降, 除了铅价下跌带来的影响, 其中也有少数电动自行车蓄电池企业因对该类电池市场前景不抱乐观预期, 出现转型技改进而影响产量。
- 库存变化**:截止周五(12月6日), 铅锭五地社会库存总量至 3.82 万吨, 较上周五环比上升千余吨。本周铅价弱势格局不改, 且随废电瓶价格再度下跌, 再生铅成本线支撑下移, 下游普遍对后市不抱乐观预期, 避险情绪空前, 对铅锭仅以刚需采购。而随铅价下跌, 部分持货商低价惜售, 出现捂货不出状态, 电解铅市场交投惨淡, 其中冶炼厂库存继续向社会仓库转移。

#### 4.4 锌: TC 承压, 锌锭库存略有下降

- 冬储期炼厂精矿需求量上升, 锌精矿加工费下行压力增大**。进入 12 月, 国产 50 品位锌精矿预计到厂主流成交在 6050-6500 元/金属吨, 环比不变; 50 品位进口锌精矿预计主流报价 290-310 美元/干吨, 环比上升 10 美元/干吨。目前 50 品位锌精矿加工费, 内蒙 6450-6650 元/金属吨, 湖

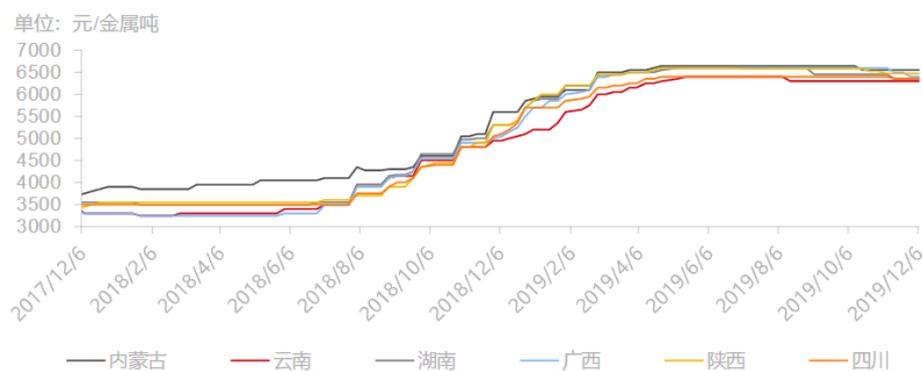
南 6200-6500 元/金属吨，云南 6100-6500 元/金属吨，广西 6300-6500 元/金属吨；四川 6200-6500 元/金属吨，陕西 6400-6550 元/金属吨。冶炼厂原料库存天数平均仅在 28-30 天附近，由于原料库存较低，加之当前锌价较低，冶炼厂近期询价积极性改善，并加大采购量，加工费的定价权开始偏向矿山及贸易商，部分区内锌精矿加工费松动下调，而进口加工费方面，近期内外比价上修，进口亏损收窄，甚至有部分盈利，贸易商进口锌矿加工费有下调，但幅度有限。

**图表 27: 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 28: 国产锌精矿分地区加工费**



来源: SMM, 中泰证券研究所

- **内外比价持续上修，进口亏损收窄。**本周海外锌价延续下跌态势，沪锌则表现较强的抗跌性，沪伦比值持续上修，本周沪伦比值平均在 8.14。周均亏损自上周收窄至 500 元/吨。随着内外比价持续修复，本周市场进口锌流通明显较多。进入下周，国内现货升水料难以维持当前水平，但国内社会库存处于低位，短期沪伦比值或进一步上修的可能，后市进口窗口或存在打开的可能，但由于进入 1 月后，国内供应大概率过剩，料进口窗口打开的时间较短。
- **消费方面，下游采购有所回暖。**镀锌管方面，本周并未受到环保检查影响，本周镀锌管消费依旧较好，部分企业满产生产的情况下，下游订单依旧可以消化其产量，临近年底，消费会逐步转弱，并且北方部分地区工程将陆续停工。镀锌结构件方面，虽北方部分地区基建工程陆续停工，但近期订

单消费依旧较好，广东地区部分企业认为镀锌结构件需求将持续到 12 月底。

- **库存变化：**截至本周五（12 月 6 日），SMM 七地锌锭库存总量为 12.99 万吨，较上周五（11 月 29 日）减少 12400 吨，较本周一（12 月 2 日）下降 11500 吨。本周多地录得降幅，上海地区受下游消费提振明显，包括宁波市场下游订单持稳，补货意愿较好，总体带动降库 5900 吨；广东地区下游订单稳中向好，且沪市升水走高带动两地价差扩大，部分货源运往华东，仍然在途未有到库，也使得广东库存下降 4100 吨；其余地区除河北外均录得小幅降库，各地下游备库意愿较强。沪粤津三地社会库存较上周五录得 11500 吨降幅。

#### 4.5 锡：现货重心持稳，库存小幅下降

- **供需双弱，锡现货重心持稳。**周内，虽然伦锡稳中有涨，但对现货价格的提振作用较为有限，炼厂开工仍旧低迷，锡精矿需求较为有限，市场呈现供需双弱态势，锡精矿价格较上周持平。
- **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%；10 月份中国锡精矿生产商开工率为 32.7%，高于上月的 28.2%，高于去年同期的 37.3%。

图表 29：锡价格走势



来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

## 5、新能源金属：钴供需预期或将“剧烈”反转

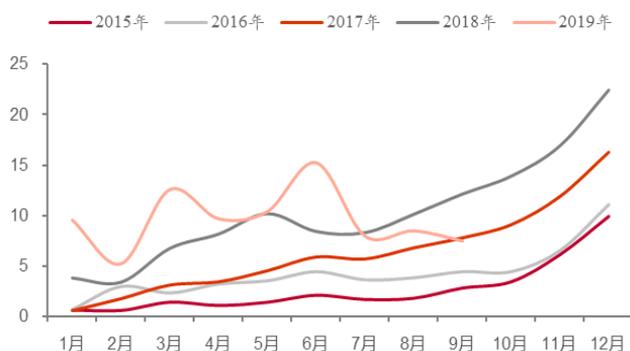
### 5.1 电动车产业链：国内政策托底，海外电动化进程提速，下游需求远景可期

- **短期来看，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。按照当前的增速来看，预计 2019 全年新能源汽车产销数据与 2018 年持平。

- **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 30: 10 月新能源汽车销量同比下滑 (万辆)



来源：中汽协，中泰证券研究所

图表 31: 国内动力电池产量同比下滑 5.4% (单位: GWh)



来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，中泰证券研究所

- **国内“政策呵护”依旧，保障新能源汽车产业长期发展。**本周，工信部发布了《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 25%，按照 2018 年汽车销量（约 2800 万辆）进行计算，2025 年新能源汽车销量将达到 700 万辆，对应 2018-2025 年 CAGR 为 28%；并专列“保障措施”章节，钴锂地方政府加大公共车辆运营、21 年重点区域公共领域新增车辆全部电动化。
- **海外车企电动化进程提速。**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（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 32: 海外车企新能源汽车规划

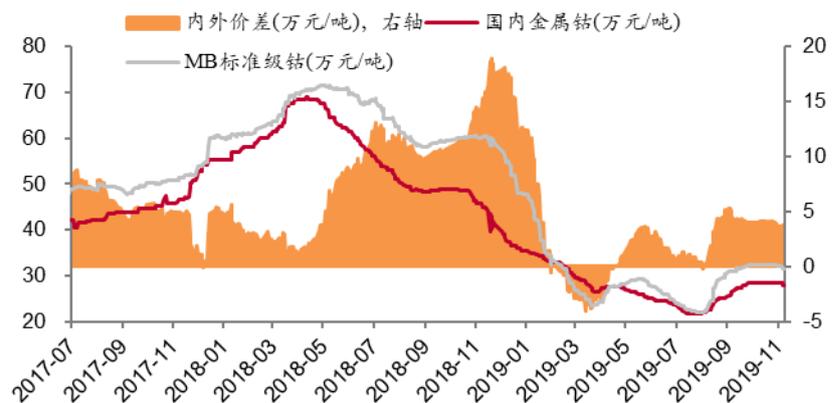
区域	车企	战略规划
欧洲	大众	未来5年大众EV销量CAGR+97%，其中19年10万，20年40万，2025年300万，2029年之前交付2600万EV（MEB2000万+PPE600万），600万PHEV（MQB&MLB）
	宝马	2025年新能源车型达到25款，15-25%销量为新能源车
	奔驰	2020年10万辆销售，2022年10款新能源车型，2025年25%销量为新能源车
	沃尔沃	2025年集团50%销量为纯电动车
	标致雪铁龙	2022年达到90万辆新能源车销量
	奥迪	至2025年前将推出20款电动化汽车，其中12款左右为纯电动车型
美国	特斯拉	2020年销量规划为100万辆，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
	通用	2020年将推出超过9款新能源汽车；2023年前在中国推出20余款纯电动车型
	福特	2025年底在中国推出50款汽车车型，其中包括8款纯电动汽车车型
日韩	丰田	将原定于2030年的目标提前5年，至2025年，丰田汽车在全球范围内将计划售出550万台电动车，其中HEV和PHEV销量将达450万辆以上，EV和FCEV达100万辆以上
	本田	到2025年欧洲市场销售的三分之二车辆全为电动车，到2025年前向中国市场投放20多款电动化车型，到2030年全球销量的三分之二为新能源车
	日产	2020年销售车辆的20%为零排放汽车，2025年电动车占总销售额的40%
	现代	预计到2025年，共推出44款新能源车，现代起亚新能源车销量目标167万辆

来源：公司官网，中泰证券研究所

## 5.2 钴：嘉能可 Mutanda 矿确定停产，明确长期上行趋势

- **钴价短期回调不改长期上行趋势。**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。新能源汽车长期发展趋势仍然向上，此外5G产业链（换机潮、宏基站储能、TWS等新兴消费电子产品）带来新的增长需求，下游消费远景得到保障，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 33：钴现货价格有所回调

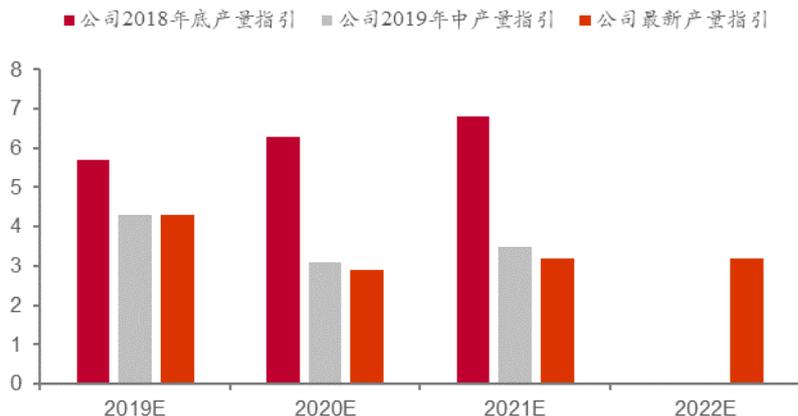


来源：MB, SMM, 中泰证券研究所

- **嘉能可 Mutanda 矿确定停产，供给收缩明确。**12月3日，嘉能可召开投资者大会，确定 Mutanda 矿进入停产检修阶段，并且再次下调产量指引。  
1) Glencore 提前1个月关停 Mutanda 矿，原计划2020年-2021年将对

其维护和修缮，但其给出的 2022 年产量指引与 2021 年保持一致，因此 Mutanda 矿或许不会在 2022 年复产；2) 前三季度 Katanga 产量 10900 吨，产能释放不及预期，按照嘉能可的规划，预计 Katanga 在 2020 年底产量可以达到稳定状态（3 万吨）；3) 嘉能可确定 2019-2021 年产量指引分别为 4.3/2.9/3.2/3.2 万吨，2019 年产量指引与之前保持一致，2020 年产量指引由 3.1→2.9 万吨，2021 年产量指引由 3.5→3.2 万吨。

图表 34: Glencore 钴产量指引对比 (单位: 万吨)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 35: Glencore 历史上钴产量 (吨)

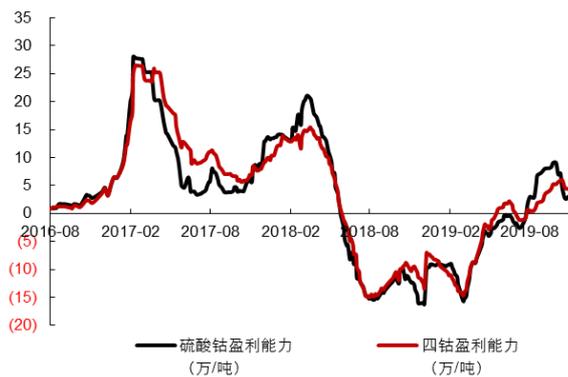
矿山项目	国家	类型	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q1-3vs2018Q1-3
Mutanda Mining	DRC	Cu	5,600	6,200	7,400	8,100	6,400	7,000	7,200	7%
Katanga Mining / KCC	DRC	Cu	500	2,500	3,500	4,600	3,500	2,600	4,800	68%
Minara Resources/Murrin Murrin	Australia	Ni	700	700	700	800	800	600	900	10%
Sudbury / Raglan	Canada	Ni	200	300	200	200	200	200	200	-14%
total			7,000	9,700	11,800	13,700	10,900	10,400	13,100	21%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

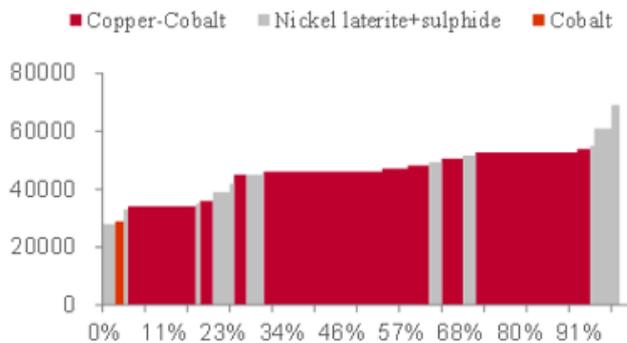
- 原料&冶炼厂商几无利润空间。**
  - 原料环节:** 由于当前民采矿多为低品位矿，处理成中间品的成本根据各企业差异，成本区间或为 7-10 美元/磅，成熟矿山中间品成本或为 7-8 美元/磅，中间品价格最低点回落至当前 7.65 美元/磅，跌破部分民采矿成本，成熟矿山也几无利润空间（仅考虑钴），因此今年以来，民采矿产量或大幅减少 40%-50%，并且中间品原料厂家更倾向于处理铜钴比更高的矿源；
  - 冶炼环节:** 根据安泰科统计，按照目前企业拿到的钴矿成本来看，国内金属钴成本在 18 万元/吨左右，硫酸钴成本约为 17 万元/吨左右（折算成钴金属），而根据我们模型测算，硫酸钴成本同样约为 18 万，金属钴成本约 17.27 万吨，金属钴与钴盐生产商基本处于盈亏线附近，所以生产商挺价意愿强烈，钴价继续回调空间不大。

图表 36: 钴冶炼环节盈利情况 (万元/吨)

图表 37: 2019 年全年钴成本曲线



来源：MB，百川资讯，中泰证券研究所



来源：CDI，中泰证券研究所

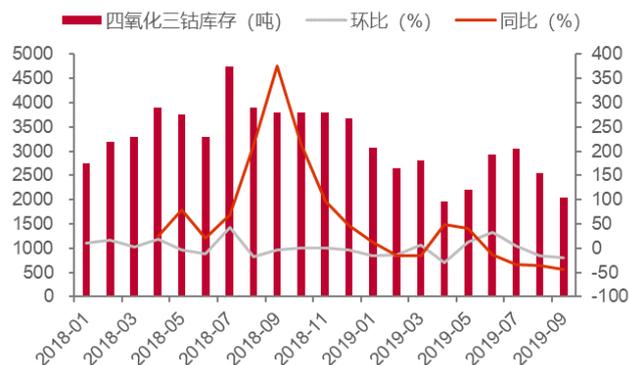
- 钴价持续下跌后，中下游钴库存已经大幅度去化。两组显性化数据—在钴价开始反弹前，无锡电子盘电钴库存量最低点仅为 38 吨，较去年年中的 500-600 吨的库存已经大幅度去化，截至 11 月 28 日，无锡盘电钴库存仅为 148 吨；产业链中四氧化三钴库存量也相较于 2018 年高点大幅度去化，库存最低点降至 1960 吨。

图表 38：无锡盘电钴库存量（吨）



来源：无锡电子交易中心，中泰证券研究所

图表 39：四氧化三钴库存量（吨）



来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

- 20-22 年钴供不应求或不可避免。我们测算，2019 年钴仍然处于过剩状态，但是进入到 20 年，由于 Mutanda 停产计划的施行，以及需求的逐渐释放，20-22 年供需结构或将趋势性扭转。在三种情景假设条件下测算了钴的供需情况，发现即使在悲观情景下，未来三年钴仍是处于供不应求的状态。

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	2022E
供应	吨/年	105534	106441	117904	128456	135006	140787	153700	168591
	Change%		1%	11%	9%	5%	4%	9%	10%
需求	吨/年	105022	110427	116139	122828	131633	145280	160227	176055
	Change%		5%	5%	6%	7%	10%	10%	10%
供需缺口 (+过剩/-不足)	(吨/年)	512	-3986	1765	5628	3373	-4493	-6527	-7464
	供需缺口所占比例	0%	-4%	2%	5%	3%	-3%	-4%	-4%
库存需求	吨/年	-635	1918	10173	6589	-9381	10313	11873	14132
供需缺口 (+过剩/-不足, 考虑库存)		1147	-5903	-8408	-961	12755	-14806	-18399	-21595

来源: Darton, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 41: 情景分析假设条件

	2019年	2020年	2021年	2022年
基准情景				
国内电动车	121	148	181	223
海外电动车	113	155	226	318
NCM811渗透率	10%	20%	30%	40%
5G手机渗透率		15%	50%	80%
乐观情景				
国内电动车	121	165	229	319
海外电动车	113	171	243	336
NCM811渗透率	10%	20%	25%	30%
5G手机渗透率		15%	80%	90%
悲观情景				
国内电动车	121	139	160	185
海外电动车	113	139	210	300
NCM811渗透率	10%	20%	35%	45%
5G手机渗透率		15%	50%	60%

来源: 中泰证券研究所

图表 42: 全球钴供需平衡表情景分析 (单位: 吨)

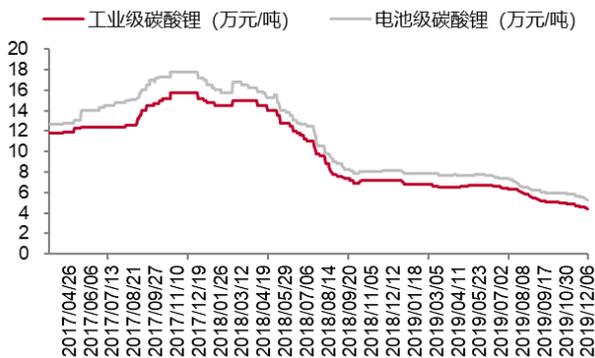


来源: 安泰科、公司公告等, 中泰证券研究所

### 5.4 锂: 矿山“出清”信号不断, 行业底部不断夯实

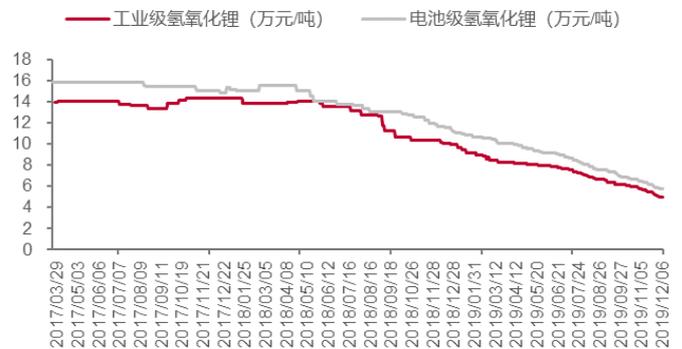
- 2019年锂价持续回落, 目前已经跌至2015年水平。在供给放量, 需求疲软的大背景下, 电池级碳酸锂自年初7.9万回落至当前的5.55万/吨, 跌幅达到30%; 电池级氢氧化锂同样从11.15万回落至当前的5.8万元/吨, 降幅高达47.98%。

图表 43: 碳酸锂价格走势 (万元/吨)



来源: 百川资讯, 中泰证券研究所

图表 44: 氢氧化锂价格走势 (万元/吨)



来源: 百川资讯, 中泰证券研究所

- 澳洲西部矿山经营性现金流普遍较差, 减产、停产等不断, 行业“出清”

**信号不断:** 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 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

- **盐湖企业亦在放缓扩产节奏:** 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。

**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

- **澳洲西部矿山三季度产量环比下滑**：2019年Q3，澳洲西部矿山（不包含Greenbush）锂精矿合计产量为25.38万吨，环比下滑12.88%，同比增长34.3%，同比增速较Q2有所减小。

**图表 47：澳洲西部矿山三季度产量环比下滑**

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	-	0	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	0
	锂精矿发货量(干吨)	-	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

- **锂供需边际改善也是题中之义，行业持续出清中**。20-21年锂供需结构均出现边际改善（锂过剩占比由接近16%→7%、1%），但仍处于过剩状态，2022年供需结构将发生扭转，由过剩变为不足（-3%）；另外基于行业成本曲线，我们判断价格进入底部中枢，行业正在加速出清。

**图表 48：碳酸锂供需平衡表预测**

碳酸锂供需平衡预测		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
供应	吨/年	156136	192131	229200	274842	315536	354404	408442	459472
	Change%		23%	19%	20%	15%	12%	15%	12%
需求	吨/年	176882	202531	217033	237669	271780	330685	402679	471883
	Change%		15%	7%	10%	14%	22%	22%	17%
供需缺口(+过剩/-不足)	(吨/年)	-20746	-10400	12167	37173	43756	23719	5763	-12411
	供需缺口所占比例	-12%	-5%	6%	16%	16%	7%	1%	-3%
库存需求	吨/年	-4427	9254	36022	60652	-63017	24513	35315	58138
供需缺口(+过剩/-不足, 考虑库存)		-16318	-19654	-23854	-23479	106773	-794	-29551	-70549

来源：安泰科，公司公告，中泰证券研究所

图表 49: 情景分析假设条件

	2019年	2020年	2021年	2022年	
基准情景	国内电动车	121	148	181	223
	海外电动车	113	155	226	318
	NCM811渗透率	10%	20%	30%	40%
	5G手机渗透率		15%	50%	80%
乐观情景	国内电动车	121	165	229	319
	海外电动车	113	171	243	336
	NCM811渗透率	10%	20%	25%	30%
	5G手机渗透率		15%	80%	90%
悲观情景	国内电动车	121	139	160	185
	海外电动车	113	139	210	300
	NCM811渗透率	10%	20%	35%	45%
	5G手机渗透率		15%	50%	60%

来源: 中泰证券研究所

图表 50: 全球碳酸锂供需平衡表情景分析 (吨)

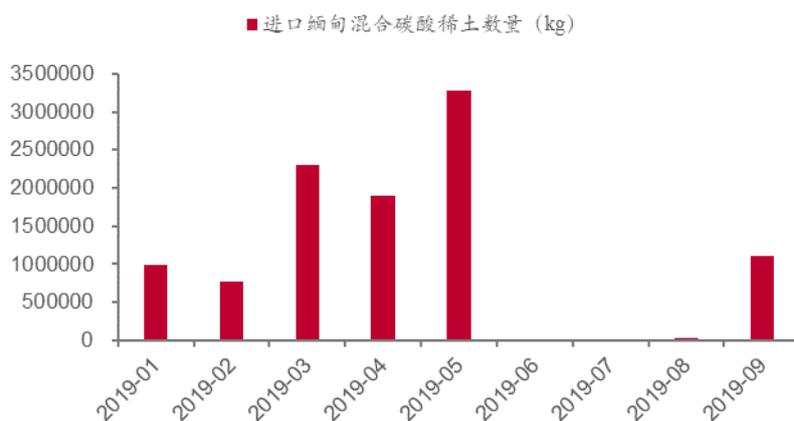


来源: 安泰科、公司公告等, 中泰证券研究所

#### 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 51: 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12月06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、新经济新周期：**1) 钴方面，嘉能可 Mutanda 已然停产，2020-2021 年钴供给明显减速，短期虽受淡季影响而价格走低，但中长期来看，消费电子与新能源汽车需求增长与海外供给减产大概率将形成共振，目前处于第四轮上涨周期的前半段。2) 同样，西澳矿山“出清”不断，关停/减产给出的锂底部信号愈发明确，需求定方向，锂也或将与钴一起迎来供需结构的明显改善。3) 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。

**2、逆周期调节：**全球宽松逆周期调节或将延续，目前三大经济体 PMI 给出了“探底回升”积极信号，我们需要密切观察下一轮库存周期逐渐开启的更多信号。1) 黄金上行趋势并未完结，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，只有在经济复苏初期通胀明显上行后，才会走完本轮周期。2) 供给侧改革大方向未变，电解铝产业结构变化并未被市场所关注——“产能红线”推动供需格局逐渐演绎为“产出顶、库存底”，低成本扩张龙头企业将充分受益。同时“铜矿紧俏逻辑”也仍将成为市场关注的一个点之一。

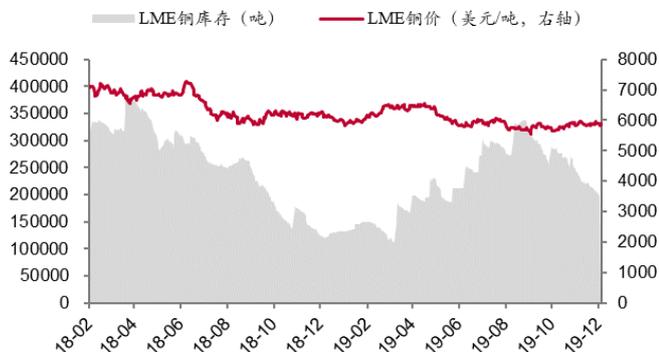
**3、核心标的：**寒锐钴业、天齐锂业、赣锋锂业、正海磁材、紫金矿业、云铝股份、神火股份（煤炭组）、中国铝业、山东黄金、盛达矿业等。

## 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

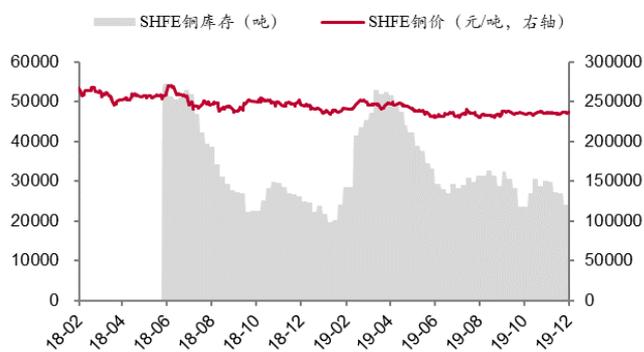
## 8. 附录：全球有色金属价格、库存走势（12.02-12.06）

图表 52: LME 铜价及库存走势



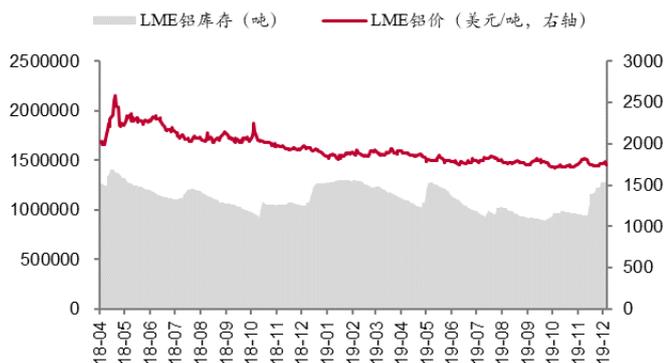
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 53: SHFE 铜价及库存走势



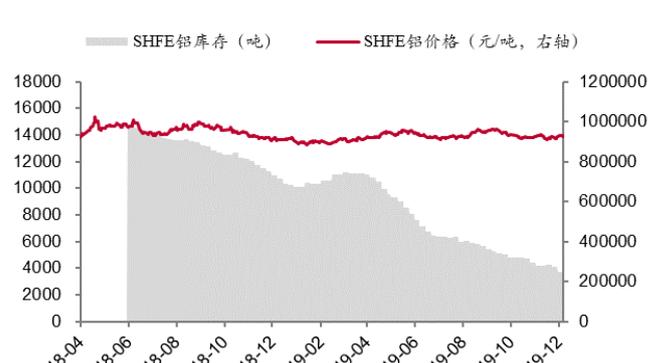
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 54: LME 铝价及库存走势



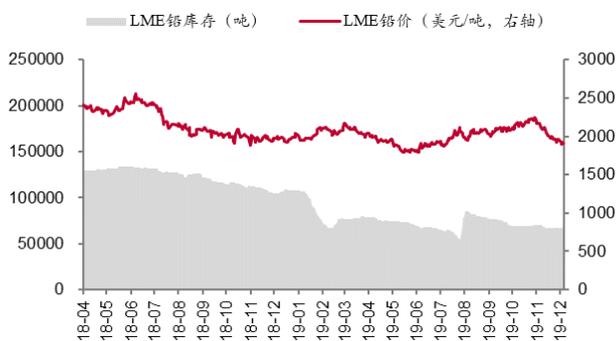
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 55: SHFE 铝价及库存走势



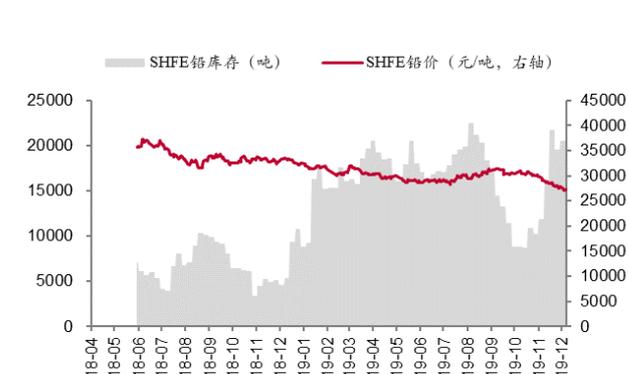
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 56: LME 铅价及库存走势



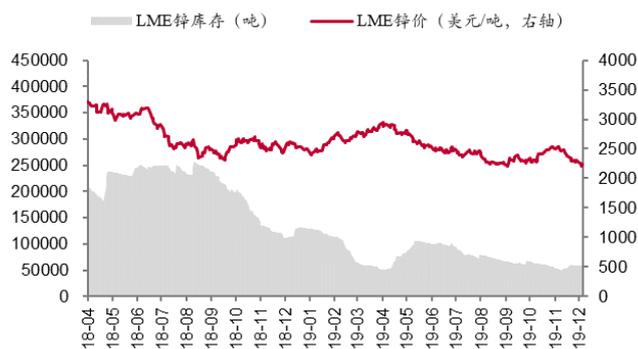
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 57: SHFE 铅价及库存走势



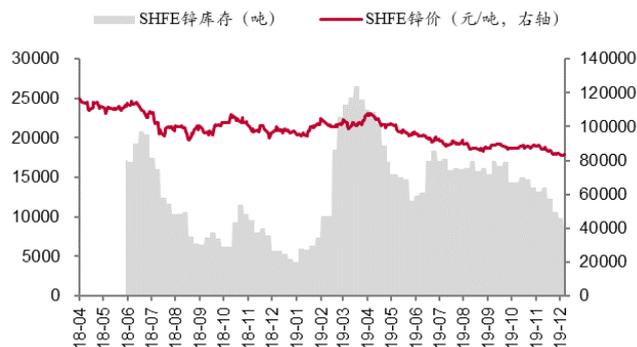
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 58: LME 锌价及库存走势



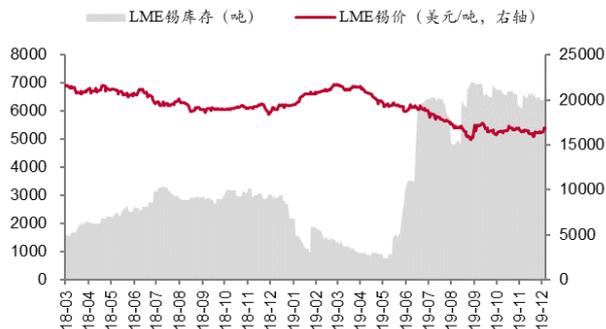
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 59: SHFE 锌价及库存走势



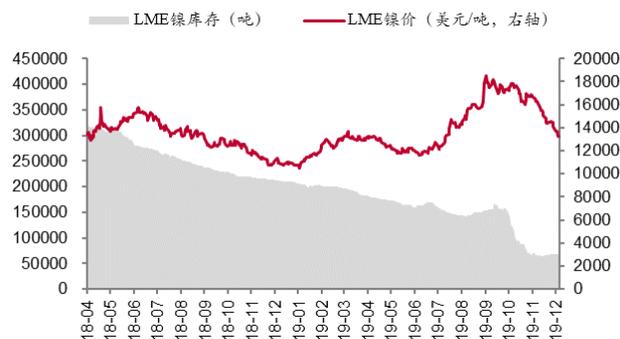
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 60: LME 锡价及库存走势



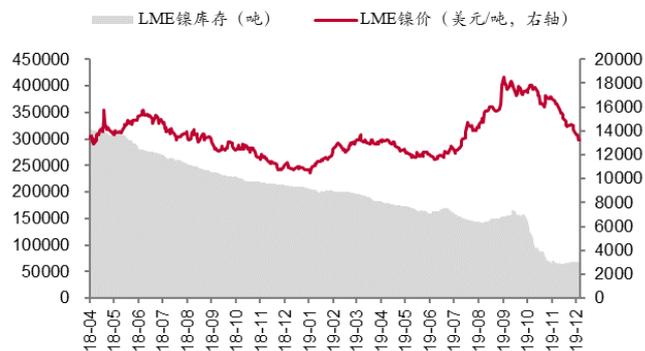
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 61: SHFE 锡价及库存走势



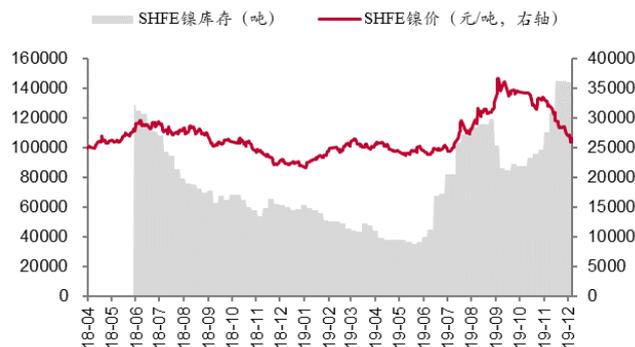
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 62: LME 镍价及库存走势



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 63: 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。