

稀有金属

证券研究报告

2020年02月27日

钴行业深度：嘉能可-价格狙手的第二发子弹

嘉能可：激进的全球大宗商品巨头

嘉能可贸易出身，对市场供需状况变化具有较强的敏感性，当行业进入紧平衡时，通过缩减供应等方式临门一脚，从而影响行业供需，将其推向供需错配，并在供需错配带来的价格大幅变化中获利。

2015年曾对锌精准“狙击”，带来锌的两年牛市

2015年MMG (century)、Vedanta (Lisheen)等矿山因资源枯竭关停，合计减产46.2万吨，考虑其他矿山增产情况，2016年预计减产33.74万吨，占全球2015年锌矿总产量(1280万吨)的2.64%，全球供给开始出现收缩。嘉能可精准判断行业拐点即将来临，顺势主动减产35万吨，影响全球产量2.74%。从而使2016年全球供给减少近70万吨，约占全球2015年总供应的5.38%，供给大幅收缩，锌开始由过剩向短缺扭转。自此锌的牛市开启，自2016年1月锌价由1467美元/吨，上涨至2018年2月的3586美元/吨，最高涨幅达144%。

钴：嘉能可的新目标

2018-2019年下半年，因钴需求不及预期，同时供给大幅增加，钴价大幅下跌，整个产业链处于去库存状态，到2019年下半年钴价跌至历史相对底部，产业链库存相对较低，预期的高供给并未出现，而随着3C换机以及海外电动需求开始出现，供需平衡开始出现好转。

2019年四季度，嘉能可主动关停Mutanda，全球钴供应减少2.5万吨以上，约占2018年全球总供给的20%，同时联合刚果金政府出台一系列措施打击手抓矿，限制手采矿在高价情况下的增产能力，从而使钴供需平衡表有望在2020年再次出现扭转，预计2020-2021年全球钴缺口将达到0.40和0.86万吨。

目前国际钴市场是以MB定价，是现货定价机制，并无期货市场，但MB的定价机制天然具有杠杆效应。嘉能可通过与下游企业签订长单协议(目前已与三星SDI、SK创新、格林美、优美科四家锁定年均2.14万吨以上长单，占其自产约70%以上，锁量不锁价)，减少其可流通钴供应，在杠杆效应下，细小的扰动都有可能带来钴价的大幅波动，牛市有望开启。

投资建议

随着行业供需平衡的扭转，供需的缺口会在2020年一季度末二季度逐步拉大，钴价或将再次启航，迎来新征程。建议关注：华友钴业、寒锐钴业、盛屯矿业等标的。

风险提示：行业供给过快的风险，需求增速不及预期的风险，嘉能可钴供应超市场预期风险

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2020-02-24	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
603799.SH	华友钴业	42.61	增持	1.42	0.17	0.47	0.62	30.01	250.65	90.66	68.73
300618.SZ	寒锐钴业	69.00	增持	2.63	0.26	1.11	1.49	26.24	265.38	62.16	46.31
600711.SH	盛屯矿业	4.99	增持	0.18	0.21	0.24	0.32	27.72	23.76	20.79	15.59

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

孙亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110003
sunliang@tfzq.com

田源 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030003
tianyuan@tfzq.com

王小芃 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060003
wangxp@tfzq.com

田庆争 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080005
tianqingzheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《稀有金属-行业点评:预锂化的推广与金属锂的崛起》2020-02-24
- 《稀有金属-行业研究周报:小金属:锂钴反弹,钨价持续上行》2020-02-23
- 《稀有金属-行业点评:无钴电池,正是特斯拉对未来钴价上涨过快的担忧》2020-02-19

内容目录

1. 嘉能可：激进的全球大宗商品巨头.....	4
1.1. 激进扩张的嘉能可.....	4
1.2. 贸易为营收，自产为利润.....	4
1.3. 以贸易为根基，通过推动价格上涨，实现自产矿的盈利.....	6
2. 2015 年曾对锌精准“狙击”，带来锌的两年牛市.....	7
2.1. 锌矿枯竭关停，供给收缩.....	7
2.2. 顺势主动减产，控量保价.....	8
2.3. 供需平衡表重估，带来锌的两年牛市.....	8
3. 控量保价，牛市有望在钴上得到复制.....	错误!未定义书签。
3.1. 主动关停，扭转供需平衡表.....	9
3.1.1. 连续两年去库存，钴价跌至历史相对底部.....	9
3.1.2. 主动关停 Mutanda，全球钴供应收缩近 20%.....	10
3.1.3. 联合刚果金政府，打击手采矿.....	10
3.1.4. 供需平衡表有望在 2020 年得到扭转.....	11
3.2. 减少可流通供应，杠杆效应下钴价有望快速上涨.....	11
3.2.1. 签订长单，减少可流通供应.....	11
3.2.2. 杠杆效应下，钴价有望快速上涨.....	11
3.3. 历史相对底部区间，钴有望再次迎来牛市.....	12
4. 投资建议.....	12
5. 风险提示.....	12

图表目录

图 1：嘉能可发展历程.....	4
图 2：嘉能可主营金属、能源和农业.....	5
图 3：嘉能可金属产量及全球占比.....	5
图 4：嘉能可能源产量及全球占比.....	5
图 5：嘉能可贸易与自产营收对比（单位：百万美元）.....	6
图 6：嘉能可贸易与自产利润对比（单位：百万美元）.....	6
图 7：嘉能可商业模式.....	7
图 8：嘉能可控量保价，开启锌的两年牛市.....	9
图 9：连续两年下跌，钴价跌至历史底部.....	10
图 10：Mutanda 关停进行技改.....	10
图 11：MB 定价机制.....	12
图 12：钴价处于历史底部区间.....	12
表 1：2016 嘉能可以外锌矿企业计划减产 33.74 万吨（单位：万吨）.....	7
表 2：2016 年嘉能可计划减产 35 万吨（单位：万吨）.....	8
表 3：2015 年锌业务利润.....	8

表 4：2015 年锌供需平衡出现逆转.....	8
表 5：供需平衡表有望在 2020 年得到扭转	11
表 6：2019 年以来嘉能可签订长单合同	11

1. 嘉能可：激进的全球大宗商品巨头

嘉能可是成立于 1974 年的贸易公司，相比于嘉吉、路易·达孚这些创立于 19 世纪的老牌大宗商品贸易商，成立不到四十年的嘉能可以一种更为激进的方式，进化成为全球大宗商品全产业链巨头。

1.1. 激进扩张的嘉能可

1974-1994 年，贸易起家。主要与伊朗、前苏联、古巴等国家建立贸易关系并获取利润；

1994-2000 年，发展供应链金融。通过直接或间接的供应链金融服务，获取低价的矿石包销权，并在期现货市场，寻找套利机会；

2000-2011 年，大举并购。通过并购或入股的方式获得矿业、能源以及农产品企业股权，在大宗牛市背景下，成为从采选、加工到贸易一体化的综合大宗巨头；

2011-2014 年，并购&上市，贸易合作。公司收购 Xtrata，成为全球第四大矿业集团，并在伦敦、中国香港两地上市，积极与摩根大通、高盛等国际投行以及托克等大贸易商合作，寻找套利机会；

2015 年以后，阵痛之后，再次扩张。全球大宗商品暴跌，嘉能可出售农业资产，关停旗下矿山，战略性收缩，经过两年的阵痛，自 2017 年开始再次扩展。

图 1：嘉能可发展历程

时代	核心业务模式	时间	里程碑意义	标志性事件
1974-1994年：马克·里奇推动的野蛮生长时代	1. 与伊朗、前苏联、古巴等国家建立贸易关系并获取利润 2. 收购少量上游股权	1974年	公司成立，进入原油、金属矿石的实物贸易领域	Marc Rich + Co AG 成立
		1981年	进入农产品、煤炭的贸易领域	收购一家荷兰的谷物贸易公司
		1987-1988年	开始从贸易向矿山采选、冶炼延伸	收购美国Mt. Holly aluminium smelter 的27%股权；1988年收购秘鲁的一家铅锌矿66.7%股权
		1990年	收购Xstrata一部分股权	收购Xstrata（当时公司名称为Sudelektra AG）
1994-2000年：金融控制为主的快速扩张	1. 金融控制为主：通过直接或间接的供应链金融服务，获取低价的矿石包销权，并在期现货市场，寻找套利机会； 2. 收购上游股权为辅：少量控制上游资源股权	1994年	管理层收购，改名嘉能可，Marc Rich 完全退出	在1994年一场代价惨重的投资失误后，里奇失去控制权，管理层收购，里奇退出，Grasenberg 上位
		1995年	收购煤炭项目	收购哥伦比亚Prodeco煤炭项目
		1997年	收购铅锌矿山	收购Kazinc 大部分股权
		2000年	收购铜矿	收购赞比亚Mopani 股权
2000年-2011年：大宗商品牛市来临，向实物资产大举挺进	在贸易领域实现金融控制的基础上，进一步直接并购或入股矿业、能源或农产品生产企业，攫取大宗商品牛市带来的利润飞涨和股权增值，从而形成从采选、加工到贸易的综合型大宗巨头。	2007年	整合铝资产	与Siberian-Urals 和俄铝的铝资产合并，持有俄铝8.75%股权
		2008年	收购金矿	收购哈萨克斯坦Vasilkouskoye Gold 40%股权
		2008年	收购铜钴矿	收购加拿大Katanga Mining 74%股权
		2011年	伦敦、中国香港两地IPO	伦敦、中国香港两地IPO 上市，按发行价市值达到592 亿美元，计入英国富时100指数成分
2011年-2014年：成功上市，吞并Xtrata，野心爆棚，走向极盛	1. 大宗商品价格上涨使得嘉能可并购上游资源的胃口大开，私有化结构不利于快速融资和换股操作，上市之后为融资、并购铺平道路。 2. 在2011年以后积极与摩根大通、高盛等国际投行以及托克等大贸易商合作，寻找套利机会。	2012年	收购铁矿资产	收购淡水河谷欧洲锰铁合金业务
		2012年	收购农业资产	收购加拿大粮食加工商Viterra
		2013年	收购Xtrata，成为全球第四大矿业生产集团，实现“资源+贸易”的强强联合	此前已持有34%的Xstrata股权，以每2.8 股嘉能可股份换取1股Xstrata 股份收购后其余全部股权，溢价率约8%，交易总价值约620亿美元。
		2014年	出售秘鲁Las Bambas 铜矿	五矿旗下子公司五矿资源宣布联合另外两家国企，以58.5 亿美元现金收购秘鲁Las Bambas 铜矿。
2015年以后：大宗商品暴跌，矿山现金流剧降，且贸易风险加大，嘉能可保留贸易、金属和能源资产，出售农业资产，战略性收缩。收缩后，再次扩张	大宗商品暴跌，矿山现金流剧降，且贸易风险加大，嘉能可保留贸易、金属和能源资产，出售农业资产，战略性收缩。经过两年的阵痛，2017年开始再次扩张。	2014年	收购乍得Caracal 能源的石油资产	用13 亿美元收购专注非洲市场的石油生产商Caracal能源公司，溢价61%，获得其在非洲的油田
		2016年	出售农产品部门	陆续将农产品业务出售给CPPIB和不列颠哥伦比亚投资公司
		2017年	增持Muntanda股权	刚果金铜钴矿Muntanda成为其全资子公司
		2017年	延伸原油产业链	与墨西哥G500合资成立2,000个G500品牌加油站。
2018年	收购煤炭资源	收购猎人谷公司49%股权。		

资料来源：嘉能可官网，天风证券研究所

1.2. 贸易为营收，自产为利润

经过多年的并购发展，嘉能可形成金属、能源以及农业三业务布局，其中金属主要以铜、钴、锌、铅、镍、金、银以及铁为主；能源主要以煤炭、原油为主；农业部门 2016 年出售，现保留贸易业务。拥有约 150 个采矿和冶炼厂、石油生产资产和农业设施，产业覆盖 50 个国家和地区，主要分布在美洲、欧洲、亚洲、非洲及中东地区的自然资源产出和消费市场。

图 2：嘉能可主营金属、能源和农业



资料来源：嘉能可官网，天风证券研究所

从自有矿产量来看，嘉能可在金属尤其是工业金属领域占有全球强势地位。2019 年铜、钴、锌、铅、镍自有矿产量分别为 137.12、4.63、197.75、28 和 12.06 万吨，分别占全球总产量的 6.86%、30.70%、15.21%、6.22%和 4.47%；贵金属金银及黑色金属铁相对占比比较少分别为 0.73%、3.36%和 0.06%。能源领域煤炭和原油占比更少，分别为 1.74%和 0.02%。

图 3：嘉能可金属产量及全球占比



资料来源：嘉能可官网，wind，天风证券研究所，说明：金银单位为吨、十吨，其余为万吨

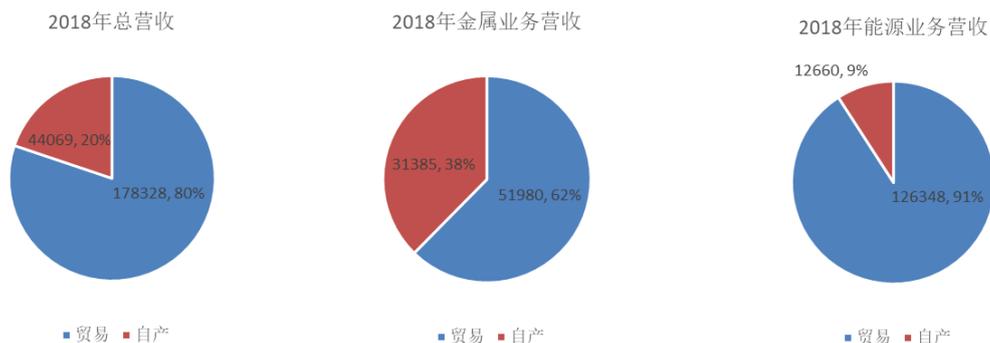
图 4：嘉能可能源产量及全球占比



资料来源：嘉能可官网，wind，天风证券研究所，说明：煤炭单位为百万吨，原油单位为万吨

从营收来看，贸易量是自产量的 3 倍以上。2018 年公司总营收 2224 亿美元，其中贸易营收占 80%，自产营收占 20%，按货值估算，贸易量是自产量的 4 倍。金属业务营收 834 亿美元，其中贸易营收占 62%，自产营收占 38%；能源业务营收 1390 亿美元，贸易营收占 91%，自产营收占 9%。

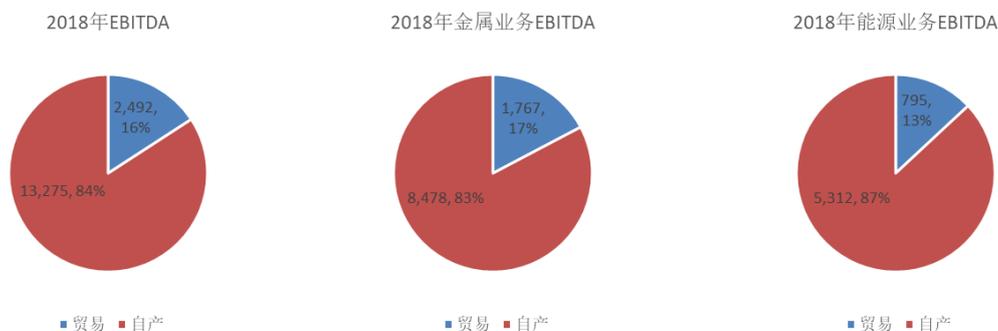
图 5：嘉能可贸易与自产营收对比（单位：百万美元）



资料来源：嘉能可官网，天风证券研究所

从利润来看，自产业务仍是公司的利润来源。2018 年公司 EBITDA 157.67 亿美元，其中自产业务占 84%，贸易业务占 16%。细分来看，金属业务 102.45 亿美元，自产业务占 83%，贸易业务占 17%；能源业务 61.07 亿美元，自产业务占 87%，贸易业务占 13%。

图 6：嘉能可贸易与自产利润对比（单位：百万美元）

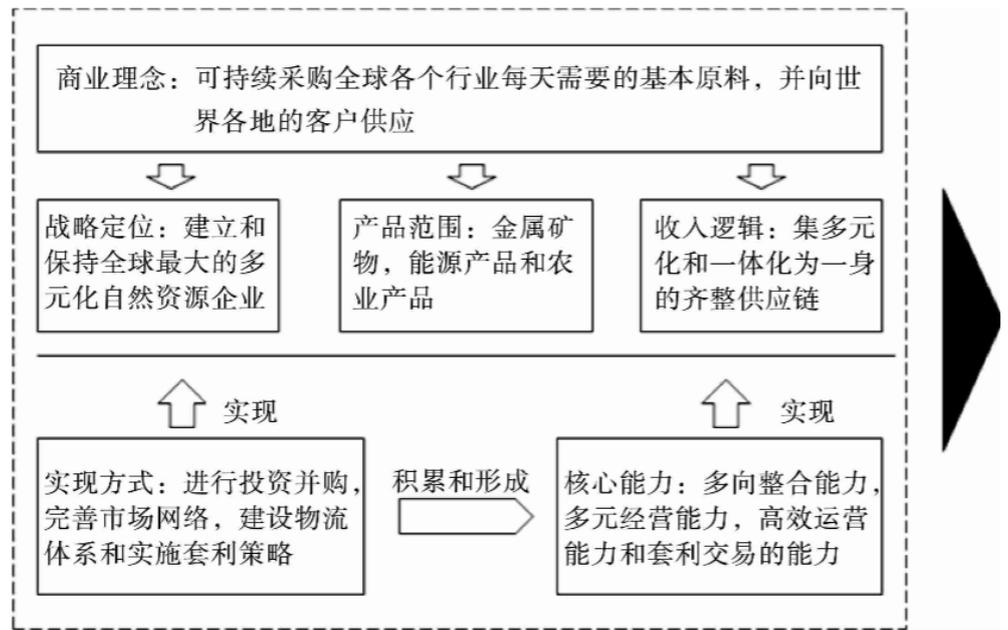


资料来源：嘉能可官网，天风证券研究所

1.3. 以贸易为根基，通过推动价格上涨，实现自产矿的盈利

嘉能可通过在上游获得可靠的供应商，实现高质量产品的全球采购。通过这些供应链上下游渠道，嘉能可能够游刃有余地开展从资源产品到农业产品的多元化经营，使其在多种大宗商品的全球贸易量中占据 30%-至 50% 的份额。嘉能可基于其强大的贸易量，可获得充分且可靠的市场信息，能够精准的判断行业的趋势和拐点，当行业接近拐点时，通过控制产量，把供需平衡推向有利于嘉能可的方向，从而获利。

图 7：嘉能可商业模式



资料来源：李艳丽-《大宗商品贸易商基于全球化的商业模式》，天风证券研究所

2. 2015 年曾对锌精准“狙击”，带来锌的两年牛市

2.1. 锌矿枯竭关停，供给收缩

据安泰科统计的产量变动情况，2015 年 MMG(century)、Vedanda(Lisheen)和 Teck(Duck Pond) 三座矿山因资源枯竭关停，合计减产 46.2 万吨，考虑其他矿山增产情况，2016 年预计减产 33.74 万吨，占全球 2015 年锌矿总产量(1280 万吨)的 2.64%，全球供给开始出现收缩。

表 1：2016 嘉能可以外锌矿企业计划减产 33.74 万吨（单位：万吨）

公司	国家	矿山	2015 年	2016 年	2017 年	备注
MMG	澳大利亚	century	34.5	0	0	2015 年 7 月底关闭
Vedanda	爱尔兰	Lisheen	11	0	0	2015 年 11 月底关闭
Teck	加拿大	Duck Pond	0.7	0	0	2015 年 6 月 30 日关闭
Yukon Zinc	加拿大	Wolverine	0	0	0	保养
Nyrstar	加拿大	Myra Falls	0.9	2.6	3.6	暂停，预计 2016 年初复产
Trevali	加拿大	Caribou	1	4.5	6	2015 年 5 月投产
紫金矿业	俄罗斯	Kyzyl-	1	5	7	2015 年 7 月 1 日投产，产能 8 万吨
Teck	美国	Pend Oreille	3.64	4.4	4.4	2014 年 12 月复产
Nystar	墨西哥	Campo Marado	0	2.5		2015 年 1 月初暂停
MMG	澳大利亚	Dugald River				2018 年一季度投产，届时 2.5 万吨
MBC	俄罗斯	Ozernoye				2018 年投产，满产 10 万吨/年
Votorantim	秘鲁	Hilarion				2018 年投产，满产 25 万吨/年
合计			52.74	19	21	
变化量				-33.74	2	

资料来源：安泰科《2015 年锌市场评述及 2016 年展望》，天风证券研究所

2.2. 顺势主动减产，控量保价

2016 年主动计划减产 35 万吨，影响全球产量 2.74%。2015 年四季度宣布旗下 Mt Isa 和 Mc Arthur River 等锌矿山减产，2016 年计划产量 109.5 万吨，较 2015 年的 144.5 万吨减少 35 万吨，占 2015 年嘉能可产量的 24.22%，占全球 2015 年锌矿总产量（1280 万吨）的 2.74%。

表 2：2016 年嘉能可计划减产 35 万吨（单位：万吨）

（产量）	2014	2015	2016	变化
Antamina	7.12	7.93	6.68	-15.76%
Kazzinc	19.93	19.34	18.76	-3.00%
Mount Isa	43.73	47.82	28.82	-39.73%
McArthur River	22.43	27.27	20.02	-26.59%
Matagami	7.48	5.2	5.16	-0.77%
Kidd	6.1	6.32	7.85	24.21%
Other Zinc (Aguilar, Los Quenuales, Sinchi Wayra, Rosh Pinah, Perkoa)	31.86	30.6	22.12	-27.71%
合计	138.7	144.5	109.4	-24.29%
2016 年计划产量			109.5±2.5	-24.22%

资料来源：嘉能可官网，天风证券研究所

减产并非成本倒逼，而是控量保价。从锌业务细分利润来看，主要减产的 Mount Isa 和 McArthur River 两座矿山 EBITDA 为 2.84 亿美元，EBIT 为-0.81 亿美元，说明仅亏固定成本的钱，不亏现金流，正常运营完全可以覆盖可变成本的费用，从会计学角度来看，是不需要停/减产的。表明此次减产并非为成本因素倒逼，而是为了控量保价，有意为之。

表 3：2015 年锌业务利润

百万美元	营收	调整的 EBITDA	调整的 EBIT
Kazzinc	2,244	490	44
Australia (Mount Isa, McArthur River)	1,211	284	-81
European custom metallurgical (Portovesme, San Juan de Nieva, Nordenham, Northfleet)	1,172	168	81
North America (Matagami, Kidd, Brunswick, CEZ Refinery)	1,084	121	21
Other Zinc (AR Zinc, Los Quenuales, Sinchi Wayra, Rosh Pinah, Perkoa)	632	10	-141
Zinc	6,343	1,073	-76

资料来源：嘉能可官网，天风证券研究所

2.3. 供需平衡表重估，带来锌的两年牛市

在大矿山枯竭关停以及嘉能可主动减产背景下，2016 年供给减少近 70 万吨，约占全球 2015 年总供应的 5.38%，供给大幅收缩，带来供需平衡表的重估。

表 4：2015 年锌供需平衡出现逆转（单位：万吨）

	2013	2014	2015E	2016E
--	------	------	-------	-------

精矿产量	1319	1327	1310	1280
精矿需求	1268.3	1300.1	1376.6	1403
精矿供需平衡	50.7	27.3	-66.6	-123
精锌产量	1287.3	1329.6	1403.3	1433
精锌需求量	1318.2	1363.8	1360.6	1388
精锌供需平衡	-30.9	-34.2	42.7	45

资料来源：安泰科《2015年锌市场评述及2016年展望》，天风证券研究所

自2016年1月锌价由1467美元/吨，上涨至2018年2月的3586美元/吨，涨幅达144%，开启了锌的两年牛市。

图8：嘉能可控量保价，开启锌的两年牛市（单位：美元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

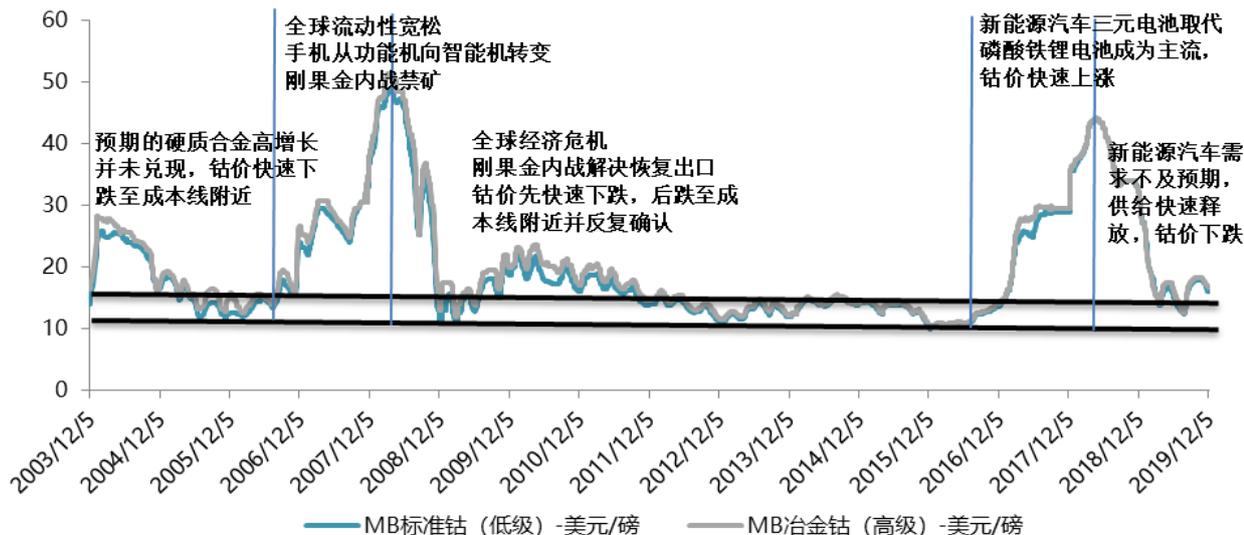
3. 钴：嘉能可的新目标

3.1. 主动关停，扭转供需平衡表

3.1.1. 连续两年去库存，钴价跌至历史相对底部

2018-2019年下半年，因钴需求不及预期，同时供给大幅增加，钴价大幅下跌，整个产业链处于去库存状态，到2019年下半年钴价跌至历史相对底部，产业链库存相对较低，预期的高供给并未出现，而随着3C换机以及海外电动需求开始出现，供需平衡开始出现好转。

图 9：连续两年下跌，钴价跌至历史相对底部



资料来源：MB，天风证券研究所

3.1.2. 主动关停 Mutanda，全球钴供应收缩近 20%

2019 年嘉能可中报主动宣布，因钴价不具有经济性、辅料价格上升、氧化矿转硫化矿等问题，计划 2019 年底将 Mutanda 关停技改，11 月 27 日因难以获得硫酸被迫提前停产检修。Mutanda 的关停，对 2019 年钴供给影响约 2000 吨左右，但对于 2020-2022 年的全球钴供应来说，意味着全球钴供应将减少 2.5 万吨以上，约占 2018 年全球总供给近 20%（按照 19 年 15 万吨预计 16.67%）。

图 10：Mutanda 关停进行技改（单位：万吨）

	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019
Mutanda	1.55	2.45	2.39	2.73	0.64	0.7	0.72	0.45	2.51

Industrial assets
Mutanda update 33

Current Status	Plan	Outcome
<ul style="list-style-type: none"> Mutanda's economic viability has deteriorated since the update provided at the 2018 Results presentation in February 2019 A combination of low cobalt prices, a lack of access to economic oxide ore, increased costs (particularly for acid) and higher taxation have combined to make the operation currently uneconomic 	<ul style="list-style-type: none"> Mutanda will be placed on Care and Maintenance (C&M) once remaining current cut-off economic oxide ore has been extracted Suspension of operations is expected by the end of 2019 Mutanda will continue to progress the studies necessary to determine whether the Sulphide Project is feasible (technically and economically), which has the potential to extend operations for c.20 years 	<ul style="list-style-type: none"> Production <ul style="list-style-type: none"> 2019F: c.105kt Cu, c.25kt Co 2020-2021: C&M Mutanda will continue to retain the national workforce, fund CSR projects (including hospitals) and support skills development programs

2019 Half-Year Results GLENCORE

资料来源：嘉能可官网，天风证券研究所

3.1.3. 联合刚果金政府，打击手采矿

刚果金手采矿一直是钴供应的弹性变量，嘉能可刚果金矿业周围每天有约 2000 名非法手采矿者进入其矿区进行非法采矿，造成 2019 年 6 月 27 日 KCC 坍塌，给嘉能可带来经济损失和安全风险。同时 2019 年 12 月 15 日 IRAdvocates 向美国法院提起的诉讼，内容涉及刚果金手工开采钴的童工问题。

迫于压力，刚果金政府对手采矿活动采取更为严厉的限制措施，不仅包括推行对手采矿的检查对手采矿买家合规证明的强制要求，还计划成立一家新的国营公司（EGC），该公司被授予从非正规部门购买和销售钴的垄断权，如果这些政策得到落实，将限制手采矿在高价情况下的增产能力。

3.1.4. 供需平衡表有望在 2020 年得到扭转

在大矿及手抓矿双重收缩的背景下，2020 年全球钴供需格局逐步扭转，预计 2020-2021 年全球钴缺口将达到 0.40 和 0.86 万吨。

表 5：供需平衡表有望在 2020 年得到扭转

单位：万吨	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
钴精矿产量	12.04	10.98	12.15	14.71	15.14	14.40	15.71
钴精矿实际利用率(*0.95)	11.44	10.43	11.54	13.98	14.38	13.68	14.92
再生钴	0.90	1.00	1.10	1.50	1.30	1.35	1.45
总供应量	12.34	11.43	12.64	15.48	15.68	15.03	16.37
yoy		-0.07	0.11	0.22	0.01	-0.04	0.09
总需求	11.35	11.73	12.66	13.71	14.39	15.43	16.27
yoy		0.03	0.08	0.08	0.05	0.07	0.05
新能源汽车	0.57	0.84	1.07	1.52	1.82	2.40	3.51
3C	5.42	5.58	6.06	6.44	6.57	6.77	7.19
高温合金	1.36	1.47	1.59	1.71	1.85	2.00	2.16
硬质合金	0.72	0.76	0.79	0.83	0.88	0.92	0.96
其他	3.28	3.08	3.15	3.21	3.27	3.34	3.41
过剩 (+/-) 短缺	0.99	-0.30	-0.02	1.77	1.30	-0.40	-0.86

资料来源：安泰科，刚果金央行，天风证券研究所

3.2. 减少可流通供应，杠杆效应下钴价有望快速上涨

3.2.1. 签订长单，减少可流通供应

2019 年至今，嘉能可陆续与下游 4 家企业签订长期供货协议，从已公布的采购量来看，2020-2025 年已锁定嘉能可 11.22 万吨产量，年均 2.144 万吨，考虑嘉能可 2020-2022 年产量指引 2.9、3.2 和 3.2 万吨，估算锁定约 73.79%、67%和 67%的产量份额，可供流通的市场供应大幅减少。

表 6：2019 年以来嘉能可签订长单合同

时间	客户	总采购量（吨）	合同期限	年均采购量（吨）
2019 年 5 月 30 日	优美科	n/a	n/a	n/a
2019 年 10 月 7 日	格林美	61200	2020-2024	12240
2019 年 12 月 4 日	SK 创新	30000	2020-2025	5000
2020 年 2 月 10 日	三星 SDI	21000	2020-2024	4200
合计		112200		21440

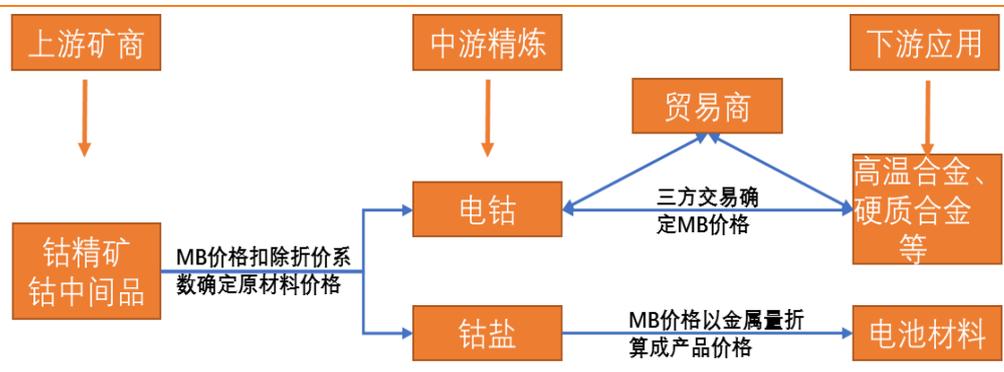
资料来源：嘉能可官网，天风证券研究所

3.2.2. 杠杆效应下，钴价有望快速上涨

目前国际钴市场是以 MB 定价，是现货定价机制，并无期货市场，但钴的定价机制是以

MB 定价，天然具有杠杆效应（MB 价格是以金属钴（电钴）为标的物，统计电钴精炼厂商、贸易商以及电钴需求商三方的交易数据，以交易量加权平均的方式确定的价格为主要参考标准确定价格，在钴的消费中电钴小于钴盐，而且 MB 仅统计欧洲电钴，因此 MB 价格是以欧洲电钴价格来表征全球钴价，具有杠杆效应），当可流通电钴大幅减少时，细小的扰动因素都有可能带来钴价的大幅波动。

图 11：MB 定价机制

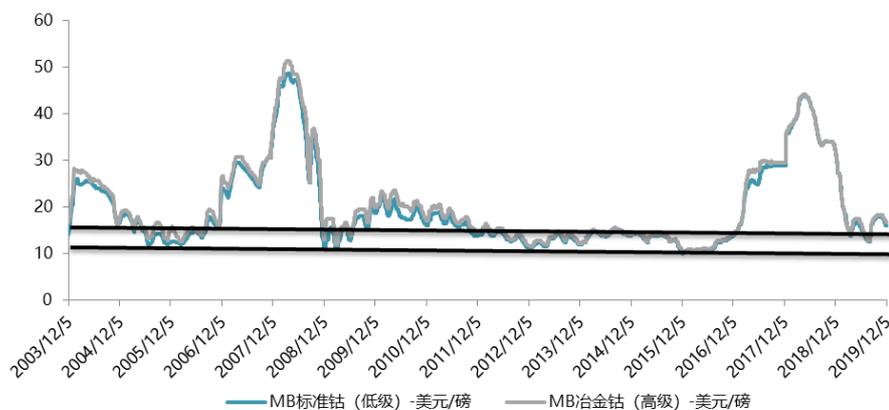


资料来源：MB，天风证券研究所

3.3. 历史相对底部区间，钴有望再次迎来牛市

当前钴价仍处于长期历史相对底部区间，在供需扭转以及杠杆效应下，钴有望再次迎来牛市。

图 12：钴价处于历史相对底部区间



资料来源：MB，天风证券研究所

4. 投资建议

随着行业供需平衡的扭转，供需的缺口会在 2020 年一季度末二季度逐步拉大，钴价或将再次启航，迎来新征程。**建议关注：华友钴业、寒锐钴业、盛屯矿业等标的。**

5. 风险提示

行业供给过快的风险，需求增速不及预期的风险，嘉能可钴供应超市场预期风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com