

兴证期货.研发中心

2019年6月17日 星期一

有色研究团队:

孙二春

期货从业资格编号:

F3004203

投资咨询资格编号:

Z0012934

胡佳纯

期货从业资格编号:

F3048898

胡悦

期货从业资格编号:

F3050247

联系方式:

胡佳纯

021-68982746

hujc@xzfutures.com

## 内容提要

2019年6月14日,上海有色网和弘则研究合作举办2019年有色黑色交易策略会。本次会议主要观点如下:

- **宏观:** 但从近期资产价格来看,从Q1的risk on模式转为目前的risk off。新兴市场反弹强于美国的情况逆转,市场风险偏好下行。人民币带动新兴市场整体走跌,贸易战下,全球恐慌情绪酝酿。从数据上看,美国及新兴市场国家4-5月并不像大家想的这么悲观。从历史上看,最差的时候市场偏向线性外推去预期经济更不好,但是之后的反弹也不远了。新兴市场国家复苏,贸易总量可能反弹,贸易总量及欧洲M1反弹,欧元区经济拐点将至。非标融资在18年去杠杆后低位企稳,去杠杆逆转,信用传导至终端企业。
- **铝:** 尽管上半年北方环保趋严,内地矿石价格有所上涨,但是铝土矿进口量维持高位增长。氧化铝厂运行产能均有所回升,远期氧化铝短缺或将是伪命题。SMM基于当前利润测算,国内冶金级氧化铝全年产量7323万吨,全年过剩幅度将超200万吨。电解铝方面,新增及复产产能释放速度均较慢,6月消费环比略有走弱迹象,拖累下半年消费的主要是铝材及铝制品的出口订单和汽车。预计7月去库速度将略有放缓,8月将出现短时间的累库。全年

去库将在 60-70 万吨，年末库存有望降至 70-80 万吨水平。SMM 长周期内维持谨慎看好铝价的观点，短期在需求走弱和成本下移预期下存在回调风险。

- **镍**：2019 年镍价运行逻辑是不锈钢需求和镍铁供应占据主导地位。纯镍短缺格局将持续，SMM 预计镍生铁对纯镍的替代将在 2020 年达到峰值，在此之后纯镍的短缺格局无法通过镍生铁的增量来缓解，2021 年 LME 镍均价有望达到 1.5 万美元。国内库存方面，SMM 认为，2019 年不锈钢厂仍处于逐渐提高 NPI 使用比例的阶段，预计年内国内库存将相对稳定。由于 2019 年 NPI 新增产量较多，代替部分一级镍作为不锈钢原料，令一级镍由 2018 年的短缺转为紧平衡。预计 2019 年镍年均价低于 2018 年，在 1.2 万美元/吨附近，全年 LME 镍价运行区间在 1-1.5 万美元/吨。
- **锌**：锌精矿方面，2019 年，据 SMM 梳理下来，不考虑减量情况下，预计增量 10 万吨以上。但环保安全等仍将为限制矿山增量的重要因素。整体上来看，2019 年国内锌精矿增量仍有限。锌锭方面，SMM 预计，2019 年冶炼厂部分产能得到释放，冶炼厂产量增加 35 万吨至 568 万吨。预计 2019 年开始，国内精炼锌逐步实现紧平衡。综上，随着时间推移，2019 年下半年高利润下炼厂生产进一步提高，供应逐步增加下，锌价或难言乐观。但预计全球锌锭低库存基数情况下，仍将给到锌价下方低位一定支撑。

## 1. 全球尾部风险，国内信用周期反转（发言人： 王沛 弘则研究创始人）

2018 年四季度，美国经济放缓，升息周期放缓，利率周期拐点已现，至暗时刻可能已经过去。从十年美债收益率及全球制造业 PMI 的走势可见，全球制造业反弹是有动力的。

市场预期 19 年年底前美联储或降息一次。2019 年一季度，在相对宽松的环境下，美国经济没有大家想的那么差。主要体现在地产的反弹，对消费有所支撑，不至于崩塌。资产价格反应的是预期与现实的边际变动，市场开始抄底早周期的股票。

一季度全球开启 Risk On 可从以下几点证实：短周期经济超出预期，原油表征全球 risk on；长短期预期劈叉，市场押注短期经济反弹；美国升息周期放缓后，市场预期中国经济领先全球反弹；美国升息周期放缓，中美利差扩大，大方向上人民币理应表现强势；中国为代表的新兴市场国家反弹，强于美国、欧洲。

但从近期资产价格来看，从 Q1 的 risk on 模式转为目前的 risk off。新兴市场反弹强于美国的情况逆转，市场风险偏好下行。人民币带动新兴市场整体走跌，贸易战下，全球恐慌情绪酝酿。

从数据上看，美国及新兴市场国家 4-5 月并不像大家想的这么悲观。从历史上看，最差的时候市场偏向线性外推去预期经济更不好，但是之后的反弹也不远了。新兴市场国家复苏，贸易总量可能反弹，贸易总量及欧洲 M1 反弹，欧元区经济拐点将至。非标融资在 18 年去杠杆后低位企稳，去杠杆逆转，信用传导至终端企业。

铜下游需求复苏在即：信用扩张下，从社融数据看，铜的下游需求未来仍有可能转正，复苏在即。金融属性看，M1 领先铜板带箔需求，基本面上看，汽车产量历史低位，不能低估向上弹性。通关用于制作冷凝管，地产补库周期下强势反弹。IC 产业领先于宏观预期，预期影响铜管消费。非标融资领先电线电缆行业，电线电缆行业是铜杆线的最大下游。

减产协议下，美国以外地区的原油产量进入下行窗口：从下游需求来看，成品油库存并没有很高。页岩油的平均生产利润支持活跃钻机数走高，从炼厂原油输入量来看，总体需求并不弱。美国页岩油单产提高，利润高

企，总体需求不弱的情况下产量继续释放。经济放缓影响美国原油需求，但海外市场仍然能够弥补，欧洲及亚洲的平衡表在原油下跌的过程中没有出现恶化，亚太地区成品油库存去化略超季节性，绝对水平中性偏低。

## 2. 有色研究的几个问题探讨(发言人:钱鹏 弘 则研究有色高级分析师)

### 2.1 全球范围内有色的库存和价格的关系到底是什么?

铜价与全球库存存在弱正相关，与全球金融属性存在强正相关，这意味着在判断铜价波动的时候，基本面的驱动权重大部分时间要小于金融体系。金融体系大部分时间是宏观指标的同步反应，锚定的是不同市场间的相对强弱和绝对走势，捕捉的就是市场间的利差，汇差和相对资产收益。

铝的内外盘反套是有色上捕捉内外强弱最好的头寸，观察 18 年 11 月到最近的铝的内外盘比值和国内铜保税区库存的状态，会发现大体周期是一样的，有色不同品种之间不会出现宏观的定价偏差。

内外强弱对铜价单边的压力：一季度，押注美国下中国上的头寸加到极致，而美国经济却有可能阶段恢复或下降的非常缓慢，过于集中的头寸和国内阶段性金融条件下降，这是铜价真正的阶段压力。而且这个阶段美金与铜价的负相关性会加强。我们在最近的铜价下跌过程中可以捕捉到，铜价对新兴市场汇率和国内股市资产的相对收益率，而历史上他捕捉的正式铜的库存变动。2016 年，铜价在初期并没有体现由国内库存下降带来的超额资产回报，这意味着当期的库存下降并不是由于需求好导致的，有可能是供给少完成的，很明显当期正是 COMEX 库存，美国金融体系快速扩张的周期，意味着铜价的相对基本面还在给盘面提供支撑，去库存给到的是相对收益。

有色金属库存和价格的关系还要进一步指向市场可流通库存与价格负相关，需求好价格涨，也是说的市场可流通库存下降，而国内铜需求在材端，与金融体系也存在很强的联动。需求与供给不同，不是加法是乘法，线性外推的模式估产量供给是可以的，但是估需求的准确度会非常低。

## 2.2 有色金属的定价中枢

定价中枢分为两个部分，第一部分是价格波动的锚，第二部分是产业定价核心。

价格波动的锚：最重要的两个品种是铜和锡。铜：因为全产业链存在着大量保值，所以整个产业链对铜价反应的容忍度最大，也就是说铜的锚是偏宽的，价格波动区间很大；相反，锡就是整个产业链对价格反应最为敏感的，所以价格波动会存在诸多抵抗，结果就是横盘两年，产业不变革，价格很难动。铝锌铅锚的幅度逐步收缩。

产业定价核心：从格兰杰因果检验发现，从 17 年以来实际上一直是不锈钢为镍价的定价中枢，与传统镍价为中心的思维是不同的。

以前铝的研究以电解铝为核心，成本端辅助定价的逻辑思路，意味着电解铝为核心的情况下，铝厂利润调节行业利润分配。但我们观测到的事氧化铝领先电解铝，氧化铝有可能才是铝定价中枢产品。原因是电解铝仍然是阶段过剩行业，总利润是有上限的，平时的由低库存带来的总利润扩张上限是 400 元/吨。在总利润可控的情况下，氧化铝和电解铝在利润上就是竞争关系，氧化铝要扩张自身的利润来刺激产量恢复，又要压制铝厂利润来防止平衡表更加短缺，对铝厂利润的侵蚀，代表着电解铝在现有的矾土价格背景下，上限就是 14500-14600 元/吨。

## 2.3 平衡表该怎么用？

供需平衡是传统定价的方法核心，但往往制作的时候会出现很多偏差，大部分原因是需求测度的偏差，由此会产生比较普遍的定价偏差，最后及由预期修复，完成价格偏差修正。其余窥探基本面的运行波动，其实就是以衡量预期差的方法为基础，派生出来的推论与量化。比方说，国内废铜纵使继续减少其实早已进入边际效应递减的范围之内，影响力会比大多数人认知的小。

预期差的实质就是衡量市场上隐性库存的边际变化，基本面驱动价格的核心就是库存摆动。

## 2.4 锌实际消费到底好不好？

我们认为消费一直不弱：1.国内产量被低估，拉低了表观消费。2.弱季节性出库，由下游直销比例导致。3.有异常消费脉冲。第三点较为明显，

整体消费曲线波动类似于 2015 与 2016 年双周期叠加，而且这种波动更像是人为操作，类似于下游的集中补库，但并未在现货市场捕捉到这样的下游群体行为。

弘则认为在垒库上维持中性预期，国内今年的垒库大体在 5-7 万吨之间，意味着国内库存垒不过 20 万附近。在这样的前提下，一方面看不到锌锭结构改变，弘则会不断考虑 borrow 头寸，另一方面，锌锭的价格支撑就转向一些结构性的问题，能不能挤仓。

目前海外挤仓是市场普遍的认知，海外交仓一直可以看到，但升水平坦化反而越加恶劣。若海外挤仓的人本身手上有货，则 1.货不是这些人交的，越是交仓博弈的底牌会越少，升水结构会越陡峭。2.货确实是挤仓的人交的，那么可能是欲情故纵，判断结束一定要看到升水平坦化。现在看来是第一种，意味着海外是双雄竞争的局面，现在是骑虎难下。

国内的仓能不能挤成？简单来看需要满足以下条件：1.国内虚实盘比指标与之前挤仓格局一样；2.整体库存消费比依然不高；3.国内仓单出现明显下降。前两点与之前格局并无太大差别，唯有第三点是最近新增变量。出现这个的原因可能是区域成交存在分化，沪市成交相对领先，炼厂发货结构发生转变，而接到跨地域仓单的贸易商，只能选择注销现货变现，否则再度交仓损失较高。可以看到的是，粤市升水继续相对走弱，或者看到货源转移。这类情况基本可以判定挤仓格局产生明显变化，对多头交割产生信心动摇。因此，锌锭国内不能强挤仓，需求无大幅复苏的情况下，不存在强反弹。

## 3. 向上的道路总是曲折的-阴晴不定的氧化铝 (王芮 上海有色网高级分析师)

### 3.1 氧化铝成本及平衡

#### (1) 进口矿维持高位增长

2019 年 1-4 月中国累计进口 3731.8 万吨铝土矿，同比增长 40.1%。内陆地区当前中国使用进口矿的企业有中铝中州、中铝河南、洛阳万基、国电投山西、晋中希望、兴安化工、广西信发等，当前河南每月使用进口矿石量在 40-50 万吨附近，进口矿使用比例 18%左右，山西在 60-70 万吨附

近，进口矿使用比例 15-16%。

(2) 国内矿石涨价

河南地区铝硅比 5.0 的不含税到厂价上涨至 470-510 元/吨不等，环比 5 月上涨 20-40 元不等。山西地区虽然当地有氧化铝厂减产，但同时复产产能亦较快，当地矿石供需格局仍然紧张，铝硅比 5.0 的不含税到厂价集中在 460-500 元/吨。贵州、广西矿石价格相对稳定，但据 SMM 了解 6 月广西环保督查非常严格，有破碎厂和民营矿山关停的情况，当地矿石有涨价迹象。

(3) 氧化铝进口窗口打开，但增量有限

挪威海德鲁公司旗下 Alunorte 氧化铝厂的生产禁令被解除，据海德鲁官方，Alunorte 氧化铝年产能 630 万吨，复产后可在 2 个月内恢复至 75-85% 的开工率。新的压滤机或将在 2019 年 3 季度投入运行，届时可进一步加大产量。

同时，EGA 虽已投产，但稳定出料仍需约 1 个月，海德鲁复产按部就班但出料仍需时日，当前海外市场供需格局紧平衡，短期内不会有过多货源冲击国内市场。

(4) 氧化铝供需平衡

2019 年全年复产及新增的氧化铝产能约 440 万吨，但进度均较慢。表中减产的 950 万产能，预计 6 月复产 300 万吨。

图 1:国内氧化铝新增产能 (单位: 万吨)

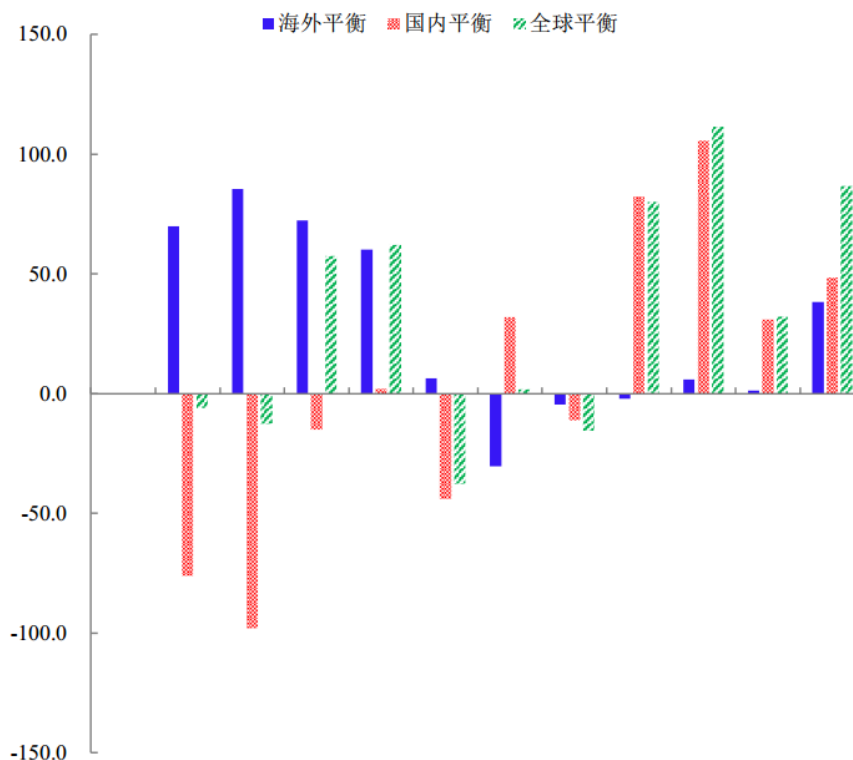
公司	地区	省份	城市	原有产能 万吨/年	新建产能 万吨/年	开始时间	当前进度
中铝河南	华中	河南	郑州	100	100	2017年1月	投产结束
晋中化工	华北	山西	晋中	100	80	2017年2月	投产结束
中铝兴华科技	华北	山西	吕梁	60	30	2017年8月	投产结束
云铝文山	西南	云南	文山	100	60	2017年6月	投产结束
柳林森泽	华北	山西	吕梁	60	60	2017年11月	投产结束
魏桥	华东	山东	滨州	1250	350	2017年	投产结束
泰兴铝镁	华北	山西	吕梁	10	30	2018年1月	投产结束
田园化工	华北	山西	吕梁	35	5	2018年2月	投产结束
华庆铝业	华北	山西	吕梁	7	28	2018年5月	投产
山西信发	华北	山西	吕梁	200	160	2018年9月	2018年11月达产
晋中化工	华北	山西	晋中	180	100	2018年9月	2018年10月底达产
魏桥2	华东	山东	滨州	1600	200	2017年	原计划Q3出100, 但延后
靖西天桂	华南	广西	百色	0	80	2018年11月	待投
中电投金元	西南	贵州	遵义	0	100	2018年12月	2019年3月底点火, 8月稳定出料
山西同德	华北	山西	忻州	0	100	待定	待定
内蒙古鑫旺	华北	内蒙古	鄂尔多斯	50	50	2018年	待投
广铝	西南	贵州	贵阳	60	70	2019年5月	2019年4季度
靖西天桂	华南	广西	百色	80	90	2019年	年末
博赛南川氧化铝	西南	重庆	重庆	0	80	2019年3月	3月复产, 逐步稳定出料
齐星氧化铝项目	华东	山东	滨州	50	90	2019年	3月复产, 逐步稳定出料
山西复晟	华北	山西	运城	80	80	待定	停滞, 2018年恐难建成
兴安铝业	华北	山西	吕梁	280	40	2019年	延迟
其亚铝业	西南	贵州	黔东南州	0	60	2019年末	12月17日政府和其亚签订项目协议
中铝防城港	华南	广西	防城港	0	200	2020年	2月20日举行开挖仪式, 主体工程正式开工
锦江龙州项目	华南	广西	崇左	0	100	2020年	目前停滞
靖西天桂	华南	广西	百色	170	80	2020年	
山西其亚	华北	山西	临汾	0	100	2020年	延迟, 总共200万吨/年, 分两期
贵州广铝铝业	西南	贵州	贵阳	130	120	2022年	
2017新增总量					680		
2018新增总量					323		
2019新增总量					390+50 (齐星)		

数据来源：SMM、兴证期货研发部

在鲁渝博创、博赛水江等复产项目继续贡献新增产量，同时广西华银检修结束，兴华科技逐步恢复满产，中铝华兴、中铝矿业、三门峡希望、广西信发（基本满产）等氧化铝厂运行产能均有所回升背景下，远期氧化铝短缺或将是伪命题。

基于当前利润测算国内冶金级氧化铝全年产量 7323 万吨，全年过剩幅度将超 200 万吨。

图 2:氧化铝供需平衡（单位：万吨）



数据来源：SMM、兴证期货研发部

### 3.2 电解铝利润、库存及产能

#### (1) 库存

从季节性的角度来看，今年消费旺季的去库是超季节性的。

SMM 数据显示截至 6 月 6 日，SMM 统计国内电解铝社会库存（含 SHFE 仓单）合计 114.8 万吨，比上周四减少 6.4 万吨。当前电解铝库存相比年初



130.2 万吨已完成去库 15.4 万吨，相比春节后高位的 175.6 万吨已完成去库 60.8 万吨，进入 6 月下游消费环比略有走弱，电解铝产能缓慢抬升，预计 7 月去库速度将略有放缓，8 月将出现短时间的累库。**全年去库将在 60-70 万吨，年末库存有望降至 70-80 万吨水平。**

### (2) 利润

基于 SMM 铝相关原辅料报价的电解铝完全平均成本提升至 14502 元/吨，行业小幅亏损 282 元/吨，但氧化铝价格涨幅过快受做市商驱动较强，电解铝实际采购成本并未和报价一致，**当前行业平均盈亏水平仍在盈利 50-100 元/吨附近。**

### (3) 新增及复产产能

新增产能释放速度仍然较慢，同时复产进度较慢，西部水电复产 5 万吨完毕，云铝本部检修后复产，东兴复产极慢，魏桥暂停，其余均待定。

## 3.3 内需和外需

广东地区消费自从 4 月开始明显好转，铝棒铝锭出库量均明显提升，建筑铝型材企业订单明显好转。但 6 月环比略有走弱迹象。拖累下半年消费的主要是铝材及铝制品的出口订单和汽车。

铝材出口方面，2019 年一季度出口总量 144.2 万吨，同比增长 13.6%，但值得注意的是 2018 年一季度沪伦比值平均在 6.7，而 2019 年一季度沪伦比值平均在 7.3 附近。4 月开始回落至 49.8 万吨，环比降 4.8 万吨，同比增速回落至 10.4%，5 月 50 万吨，环比基本持平。但随着比值的继续提升，企业优先选择海外订单的积极性在弱化，出口订单的回落只是时间问题，大概率在下半年的出口数据（离港量）会有反馈。**全年出口量预计同比小幅下滑 20-30 万吨。**更要关注的铝制品（轮毂，易拉罐，门窗，零部件等）的出口。

## 3.4 观点和策略

供给抬升大概率继续弱于预期，行业处于去库周期中，长周期内维持谨慎看好铝价的观点，短期在需求走弱和成本下移预期下存在回调风险。在海外氧化铝价格承压，中国铝材输出减量有限，且美国经济暂未看到明显向上信号的背景下，弱势难改。

有色板块相对强弱上仍然建议将沪铝作为多配。前期反套头寸可以逐步平仓了结，但暂不建议参与内外正套。

图 3:电解铝供需平衡 (单位: 万吨)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
中国原铝产量 (万吨)	2,495	2,772	3,058	3,180	3,630	3,609	3,690
中国原铝净进口量 (万吨)	25.5	17.1	12.0	17.2	10.2	7.0	18.0
中国原铝表观需求量 (万吨)	2,520	2,789	3,070	3,197	3,640	3615	3,708
中国原铝库存差 (万吨)	8	21	75	-33	114	-49	-66
中国原铝消费量 (万吨)	2,513	2,768	2,995	3,232	3,526	3,664	3,774

数据来源: SMM、兴证期货研发部

## 4. 2019 年镍市热点深度分析及展望(发言人: 刘宇乔 上海有色网分析师)

### 4.1 纯镍

2017 年至今, LME 库存和中国精炼镍总库存整体呈下降趋势, 2019 年 5 月底较 2017 年 1 月底相比库存总量下降了 57%, 多数业者认为其存在隐性库存。

LME 库存的下降主要来源于镍板的减少, 不过 2017 年底以来, 硫酸镍对镍豆需求量增加, 逐渐带动了镍豆的库存消化。(注: 截至 2019 年 5 月上期所规定镍豆无法参与交割)

国内库存方面, SMM 认为, 2019 年不锈钢厂仍处于逐渐提高 NPI 使用比例的阶段, 且今年 NPI 产能释放节奏的确较快, 因此国内纯镍的库存将相对稳定。

### 4.2 镍生铁

全球 NPI 产量继续增长, 印尼将成为另一个重心。2019 年印尼产量增

量主要来自：印尼德龙，印尼青山，印尼金川，预计产量可较去年增加 10.5 万吨。国内增量主要为山东鑫海。

Konawe 二期的镍生铁项目已在建设中，该项目计划投建 35 条 33000 KVA RKEF 生产线，乐观的计划是今年内投产 16 台，8 台出产量，SMM 按照今年 9 月份开始陆续投产，9-11 月份每月投产 2 台的节奏，12 月份投产 10 台且其中 2 台出铁估算，该项目年内带来产量增量预计约 4.4 万镍吨。

**表 1: 2019 年中国和印尼 NPI 新扩产计划**

公司名称	扩产设备 (台*功率)	扩产总产能 (万吨镍)	扩产节奏 (台)	投产时间
印尼青山 - Morowali	10*33000	8.9	2	2019 年 1 月底-3 月√
			2	2019 年 5-6 月
			6	2019 年底
印尼德龙 - Konawe 一期	5*33000	3.95	3	2019 年 3、4、5 月√
			2	2019 年 7-8 月
Konawe 二期	16*33000	12.7	16	2019 年 9-12 月
印尼金川 WP - Obi	4*33000	3.2	1	2019 年 5 月√
			3	2019 年 8-10 月
山东鑫海科技有限公司	4*48000	6	8	2018 年 12 月-2019 年 4 月√
扬州一川	1*33000	0.6	1	2019 年 5 月√
内蒙古(奈曼)经安有色金属材料有限公司	12*33000	13.5	12	2019 年底(另 6 台 2020 年)
营口宁丰集团有限公司	1*33000	0.6	1	2019 年底
大连富力镍基新材料有限公司	6*33000	3.6	6	2019 年底
<b>总计</b>	-	<b>53.05</b>	<b>63</b>	-

数据来源：SMM、兴证期货研发部

### 4.3 不锈钢

#### (1) 中国 3 系不锈钢

SMM 预计 2019 年不锈钢产量增速为 3.6%，其中 300 系产量增 2.6% 至 1302 万吨。上半年增量主要来自青山集团，下半年关注山东鑫海科技、山东盛阳不锈钢项目投产进度。

长期来说，不锈钢行业的激烈竞争对镍价来说是一大刚需支撑，但不

锈钢行业产能过剩导致的低利润和低迷行情也牵制了镍价的抬升空间。

#### (2) 印尼 3 系不锈钢

因 2017 年起印尼开始向中国出口不锈钢，2017 年中国进口自印尼不锈钢 39.75 万吨，2018 年增至 111.91 万吨，2019 年因国内对印尼发起不锈钢反倾销调查，预计自印尼不锈钢进口量将下降至 49 万吨；印尼不锈钢生产成本处于全球最低，令中国出口市场份额将继续下降，但印尼不锈钢品质相对较低，对中国高端不锈钢出口份额的挤占尚有困难；

因此综合分析，自中国对印尼不锈钢发起反倾销之后，中国不锈钢进口量减少的幅度或将高于出口量减少的幅度，净出口量将有增加。

### 4.4 结论

2019 年镍价运行逻辑：不锈钢需求/镍铁供应占据主导地位。

**纯镍短缺格局将持续**，SMM 预计镍生铁对纯镍的替代将在 2020 年达到峰值，在此之后纯镍的短缺格局无法通过镍生铁的增量来缓解，2021 年 LME 镍均价有望达到 1.5 万美元。

国内库存方面，SMM 认为，2019 年不锈钢厂仍处于逐渐提高 NPI 使用比例的阶段，预计年内国内库存将相对稳定。

2019 年印尼 NPI 产量增量主要来自：印尼德龙，印尼青山，印尼金川，预计产量可较去年增加 10.5 万吨。

2019 年我国 3 系不锈钢产量增速预计下滑至 3.6%，2019 年预计产量在 1302 万吨；2019 年因国内对印尼发起不锈钢反倾销调查，预计自印尼不锈钢进口量将下降。

由于 2019 年 NPI 新增产量较多，代替部分一级镍作为不锈钢原料，令**一级镍由 2018 年的短缺转为紧平衡**。

预计 2019 年年均价低于 2018 年，在 1.2 万美元/吨附近，全年 LME 镍价运行区间在 1-1.5 万美元/吨。

表 2: 2017-2020E 中国原生镍供需平衡表-供应端 (万吨)

	2017	2018	2018YOY	2019E	2019YOY
国内原生镍产量	66	68.4	3.60%	80.5	17.70%
<b>- 中国 NPI 产量</b>	<b>42.4</b>	<b>45.7</b>	<b>7.80%</b>	<b>56.7</b>	<b>24.10%</b>
- 国内一级镍产量	16	15.2	-5.00%	15.5	2.00%
- 原生料供应镍盐产量	5.7	4.5	-21.10%	5.8	28.90%
- 通用镍	2	3	50.00%	2.4	-20.00%
中国净进口镍资源	55.2	45.9	-16.80%	54.3	18.30%
<b>- 印尼 NPI 进入中国</b>	<b>11.8</b>	<b>7.5</b>	<b>-36.40%</b>	<b>15.4</b>	<b>105.30%</b>
- 国外 FeNi 供应量	13.9	13.1	-5.80%	14.4	9.90%
- 一级镍进口量	25.2	22.9	-9.10%	22	-3.90%
- 其他氧化镍烧结物、镍的其他中间品进口量	4.3	2.5	-41.90%	2.5	0.00%
<b>中国原生镍表观消费量 (国内产量 + 净进口量)</b>	<b>121.2</b>	<b>114.3</b>	<b>-5.70%</b>	<b>134.6</b>	<b>17.80%</b>

数据来源: SMM、兴证期货研发部

表 3: 2017-2019E 中国原生镍供需平衡表-需求端、供需平衡 (万吨)

	2017	2018	2018YOY	2019E	2019YOY
中国原生镍表观消费量 (国内产量 + 净进口量)	121.2	114.3	-5.7%	134.6	17.8%
<b>中国原生镍总消费量</b>	<b>123.2</b>	<b>118.1</b>	<b>-4.1%</b>	<b>131.8</b>	<b>11.6%</b>
供需平衡	-2.0	-3.8	90.0%	2.8	-173.7%
- 不锈钢行业消耗原生镍	100.7	94.4	-6.3%	106	12.3%
- 电镀行业消耗镍	7.7	8.1	5.2%	8.1	0.0%
- 电池行业消耗镍	7.6	8.2	7.9%	10.0	22.0%
- 合金铸造行业消耗镍	4.8	5.1	6.3%	5.3	3.9%
- 其他行业用镍	2.4	2.4	0.0%	2.4	0.0%

数据来源: SMM、兴证期货研发部

表 4：2017-2020E 全球镍供需平衡数据及价格预测（万吨）

	2017	2018	2018YOY	2019E	2019YOY
全球原生镍产量	211.8	225.2	6.3%	250.6	11.3%
- 镍板	69	69	0.0%	68	-1.4%
- 镍豆	23.8	23.8	0.0%	24	0.8%
- 中国 NPI	42.3	45.7	8.0%	56.7	24.1%
- 印尼 NPI	16.6	24.1	45.2%	35.5	47.3%
- FeNi	40.1	42.5	6.0%	45.5	7.1%
- 其他（原生料所产镍盐，镍烧 结物等）	19.9	20	0.5%	20.9	4.5%
全球原生镍消费量	215	238	10.7%	250.2	5.1%
- 除中国和印尼之外消费量	92.8	104.9	13.0%	105.9	1.0%
- 中国原生镍消费量	116.4	115.7	-0.6%	120.3	4.0%
- 印尼原生镍消费量	5.8	17.4	200.0%	24	37.9%
供需平衡	-3.2	-12.8	300.0%	0.4	-103.1%

数据来源：SMM、兴证期货研发部

## 5. 关注市场热点，展望 2019 锌市未来（发言人：刘梦月 上海有色网）

### 5.1 矿山恢复性增长，加工费是否继续刷新高位

进入 2018 年，澳大利亚 Dugald River、非洲 Gamsberg 以及嘉能可、H2L 旗下等矿山贡献主要增量，叠加世纪矿 8 月试生产开始，整体增加海外供给。国外锌矿山自 2017 年开始恢复性增长下，2019 年仍有较多新增扩建投产，预计仍将为锌精矿贡献主要增量。

2018 年国内锌精矿产量 416 万吨，同比微增 0.9%。主要环保及安全仍是限制各地矿山增量的主要因素。其中，湖南湘西花垣地区 2018 年基本整年处于整改阶段，此部分减量近 10 万金属吨，且内蒙等北方地区受矿山品味下滑等因素影响，产量亦有小幅减少。故 2018 年矿山虽有新增扩建，但

全年产量较去年同比基本变化不大。2019 年，据 SMM 梳理下来，不考虑减量情况下，预计增量 10 万吨以上。但环保安全等仍将为限制矿山增量的重要因素。整体上来看，2019 年国内锌精矿增量仍有限。

2018 年，中国锌精矿进口量 296.9 万吨（实物吨），同比增加 21.5%。2019 年 1-4 月，进口锌精矿累计 97.2 万吨（实物吨），虽同比下降 7.99%，但需考虑澳大利亚 2 月受洪水侵袭影响运输，自澳大利亚地区进口锌精矿量 3-4 月降幅均在 50%左右。在 4 月铁路运输逐步恢复预期下，预计进口锌精矿量将录得进一步增加。随着国外矿山产量进一步恢复性增长，预计 2019 年进口锌精矿量将继续录得增加，2019 年锌精矿进口量或超过 300 万吨（实物吨）。

## **5.2 高利润刺激下 炼厂下半年逐步突破生产瓶颈**

冶炼厂原料库存走高至 30 天以上，并保持在一个半月水平。主因：当前矿供应相对宽松，且炼厂考虑资金占用等因素，仅维持当前的库存天数。

2018 年上半年，随炼厂触及成本线减产检修，后环保搬迁等问题影响产量释放。而国内外矿山较好利润刺激下供应增加，国内外锌精矿 TC 于 2018 年下半年开始，自低位快速返升。当前国内锌精矿 TC 返升至 6500 元/金属吨上方，较去年同期增加 3000 元/金属吨上下；进口加工费报至 260-270 美元/干吨上下，同比增加 200 美元/干吨左右，近两月出现高位企稳。国内外矿山恢复性增长持续，但伴随炼厂需求逐步释放，2019 年下半年锌精矿加工费难有继续拉涨空间，预计企稳后存小幅回落之势。

2018 年初以来，伴随锌价的快速下行，炼厂率先触及成本线减产检修。整体供需上，市场由矿端的紧张逐步向冶炼端传导。在锌精矿加工费开始拉涨至历史新高下，伴随锌价波动，矿冶间利润自 2016 年年初矿山的急剧拉高，逐步演变至 2018 年下半年开始的炼厂利润的触底反弹。

2018 年，国内由矿端紧张逐步传导至冶炼端，受利润、环保、工艺等多重因素影响下，产量同比下降 2.4%。伴随锌精矿供应增加，锌精矿加工费上抬改善炼厂利润。高利润下，部分新增产能逐步至 19 年投产，同时湖南花垣地区炼厂已陆续于 19 年 4、5 月份恢复生产，为锌锭产量提供部分增加。

2018 年，国内冶炼厂精炼锌产量 533 万吨，累计同比减少 2.4%。2018 年矿端紧张逐步向锌锭传导，先是年中炼厂触及成本线主动减产，后叠加

环保、生产等多种问题，整体产量录得进一步下降。2019年上半年，环保、搬迁等影响炼厂产量释放进程，低产量仍将支撑锌价。但高利润刺激炼厂生产积极性，影响结束后，炼厂产能逐步得到释放。高利润刺激下，炼厂预计下半年突破生产瓶颈，产能进一步得到释放。

2018年，中国精炼锌进口量71.5万金属吨，同比增加5.8%。2019年1-4月，进口锌锭累计21.8万吨，同比增加26.3%，在上半年国内产量增加瓶颈未能突破情况下，叠加降税等利好下，进口流入补充国内供给，但进口亏损仍较大。海外LME锌库存走至历史地位，较去年同期下降近15万吨上下。海外Back持续高企下，暂无出现大量的交仓弥补。国内自二季度末开始，冶炼瓶颈突破后，产量逐步增加。若国内消费短期相对持稳下，预计供给增加将逐步转向库存累积，对进口需求逐步走弱。

### **5.3 基建补短板助力 锌消费增长仍存期待**

2018年镀锌结构件平均开工率73.6%，较去年同比下降了2.4个百分点。主因一季度环保影响持续发酵，生产受限明显；同时，部分终端板块订单稍有走弱，拖累镀锌结构件企业开工率。2019年1-5月镀锌平均开工率在74.2%，较去年同期明显上升；18年下半年开始的基建补短板政策刺激带动，叠加环保力度上的明显缓和，开工率录得提升。综上，19年消费可希冀于基建板块，助力用锌主力军镀锌板块消费。故锌消费增长仍存期待。

2019年1-5月氧化锌及压铸锌合金平均开工率分别为50.2%、42.9%，较去年同比稍弱或持稳。2018年，汽车产销2776.79万辆和2803.91万辆，同比下降4.49%和5.06%，汽车产销数据录得明显下滑，19年数据亦显现偏弱，预计2019年仍难带动锌消费。空调订单呈现季节性增长，电冰箱及洗衣机产量趋势上低位企稳。

2018年公路建设投资额累计值约2.3万亿元，较去年同期增加8.7%附近；2018年国内电网投资累计额2803亿元，同比增加10.7%。主因基建补短板政策刺激下，公路建设投资额及电网投资累计额于2018年底开始呈现显著增加。2019年，公路建设投资额同比增加2.68%，国家基建补短板政策刺激支持下，预计仍将助推锌消费需求。

房地产是中国经济的最大灰犀牛，经济结构失衡、债务增长过快都是未来的隐患，去杠杆等一系列政策正是逐步摆脱对地产经济的依赖，警惕



其对实体经济的挫伤。房地产调控仍将继续，预计 2019 年全国房地产将继续成交量增速回落的走势，未来房地产形势依然严峻。但值得注意的是，施工、新屋开工和竣工面积劈叉持续时间依旧，且开口扩大。

### 5.4 炼厂产量增加预期下 库存又将何去何从

二季度，随着消费恢复，市场逐步进入消库过程。虽存在部分海外交仓现象，但全球锌锭总库存仍处历史低位水平，为锌价低位形成较有力支撑。但值得注意的是，今年去库速度较去年明显放缓，在供给同比减少下，自 3 月中旬开始至 5 月底国内累计去库 9.3 万吨（去年同期 14.5 万吨），而在下半年国内产量逐步增加过程中，预计库存出现小幅累增，但整体基数仍然较低。

### 5.5 2019 年锌市展望

SMM 预计，2019 年冶炼厂部分产能得到释放，冶炼厂产量增加 35 万吨至 568 万吨。预计 2019 年开始，国内精炼锌逐步实现紧平衡。

综上，随着时间推移，2019 年下半年高利润下炼厂生产进一步提高，供应逐步增加下，锌价或难言乐观。但预计全球锌锭低库存基数情况下，仍将给到锌价下方低位一定支撑。

图 4：精炼锌供需平衡表（单位：万吨）

年份	产量	进口量	出口量	表观消费量	再生锌（折去再生消费）	实际消费量	供需平衡	供需平衡（含再生）
2012年	450	53	0.8	502.2	26	534	(32)	(6)
2013年	495	75	1	569	26	583	(14)	12
2014年	513	68	13	568	27	607	(39)	(12)
2015年	553	65	10	608	28	611	(3)	25
2016年	546	55	7	594	24	640	(46)	(22)
2017年	546	78	2	622	25	660	(38)	(13)
2018年	533	82	2	613	26	655	(42)	(16)
2019年E	568	65	2	631	26	658	(27)	(1)

数据来源：SMM、兴证期货研发中心

## 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。