



## 先扬后挫

### 摘要

- 我们认为沪铜当前可能还是难以大幅深跌，7-8月份或在底部继续震荡，倾向于稍偏强，核心波动区间为35000-39000元，9月份可能开启一波顺畅的下跌走势，有可能再次测试前期33000元的最低点。我们认为未来一段时间沪铜进入去库存阶段，期货价格由现货价格引领，现货价格相对强于期货价格。
- 沪铝在12000元下方运行增产步伐缓慢，但是我们预计沪铝现价在12500元上下复产、新投产能力强劲。在没有非常强劲的需求端推动下，我们预计沪铝在13000元上方附近遇强阻力，价格只有维持在底部震荡，才能有效消化供给端的过剩。我们预计在年度尾部时间沪铝供需错配加上宏观经济可能下探，大幅下跌风险很大，沪铝主力或跌至11500元附近，甚至下探11000元的概率也很高。
- 我们认为锌矿国内外紧缺格局短期难以改变，外加锌矿及锌锭显性库存低位，沪锌价格需要持续运行到合理高端15500-16500元，以更高的价格来迎接矿山复投产以平衡市场缺口。不排除国内小矿山环保因素以及国外资源汇率升值因素导致复产低于预期，未来在消费旺季的推动下短期上冲到16500元上方进入高估阶段。我们预计未来沪锌近端contango结构逐渐走平，在消费旺季来临时候可能转为back结构。
- 伦镍底部不断下降的核心在于全球成本通缩负反馈循环。这段时间以来原油和汇率的变化导致镍资源国成本通缩输出可能终结了，由此我们判断本轮8500美元下方的底部区域可能已形成。沪镍一直在75000元偏下的低估位置运行，有望突破脱离低估位置，核心驱动力为镍产业链成本通缩传导终结反弹，未来镍的底部估值上移，新增镍库存成本价值被抬升。

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

马根美 Z0010589

0571-87839272

magenmei@nawaa.com

杨龙 助理研究员

0571-87839265

yanglong@nawaa.com

## 目录

第 1 章	铜还在探底途中.....	6
1.1.	铜精矿国外宽松但国内偏紧 .....	7
1.2.	沪铜产量增加但进口或将放缓.....	8
1.3.	全球精铜显性库存处于下降通道.....	9
1.4.	铜成本价值底部已抬升.....	11
1.5.	沪铜消费可能不会太差.....	12
第 2 章	沪铝年尾风险很大 .....	14
2.1.	沪铝现货紧缺，还需增产弥补.....	14
2.2.	沪铝现价高位震荡，加速增产步伐 .....	16
2.3.	伦铝供给削减，价格相对偏强.....	17
2.4.	铝成本见底回升沪铝底部上移.....	18
2.5.	沪铝消费依旧可期.....	20
第 3 章	沪锌继续强.....	21
3.1.	锌矿国内外紧缺格局短期难以改变 .....	22
3.2.	沪锌产量小幅下降态势加进口或将放缓 .....	23
3.3.	全球锌显性库存低位 .....	24
第 4 章	镍价不再悲观 .....	25
4.1.	镍供需过剩预期有所好转.....	26
4.2.	巨量镍库存不阻碍反弹但压制高度 .....	27
4.3.	镍成本通缩终结反弹成为镍价回升的核心驱动力.....	29
4.4.	镍消费改善预期增强 .....	32
	南华期货分支机构 .....	33
	免责声明.....	35

## 图表目录

图 1.1: 短期沪铜在 35000 附近或有强支撑.....	6
图 1.2: 2016 年沪铜估值论证分析结果.....	6
图 1.3: 沪铜季节性走势.....	6
图 1.1.1: 铜沪伦比值高位回落还未回升.....	7
图 1.1.2: 现货进口铜精矿加工费探底后回升.....	7
图 1.1.3: 硫酸价格大幅下跌后低位震荡.....	7
图 1.2.1: 2016 年 1-5 月境内精铜供给大幅增加.....	8
图 1.2.2: 精铜进口窗口持续较差.....	8
图 1.3.1: 全球铜显性库存可能进入下降通道.....	9
图 1.3.2: 全球显性库存近 3 年都是 3 月份达到年内最高.....	9
图 1.3.3: 沪铜现货升水有走强迹象.....	10
图 1.3.4: 沪铜买现抛期窗口打开.....	10
图 1.3.5: 铜内外市场结构可能分化.....	10
图 1.4.1: 原油与伦铜走势短期背离.....	11
图 1.4.2: 智利比索/秘鲁索尔处于底部反弹途中.....	11
图 1.4.3: 美元指数在 96 上方可能有压力.....	11
图 1.5.1: 空调增速在下滑.....	12
图 1.5.2: 商品房销售显著回升.....	12
图 1.5.3: 电网投资去年前低后高.....	12
图 1.5.4: 2016 年 1-5 月电网投资提速.....	12
图 2.1: 2016 年铝价估值论证分析结果.....	14
图 2.2: 沪铝 13000 上方遇强阻力.....	14
图 2.1.1: 2016 上半年国内原铝产出仅小幅增长.....	14
图 2.1.2: 社会库存铝锭持续下降到最低区域.....	14
图 2.1.3: 铝锭社会库存历史年度走势.....	15
图 2.1.4: 社会库存低位震荡与铝价涨跌相关性不高.....	15
图 2.1.5: 2011 年沪铝近端大的 back 持续 2 个多月.....	15
图 2.1.6: 2016 年沪铝近端大的 back 已有 1 个多月.....	15
图 2.2.1: 当前中国电解铝运行产能约 3250 万吨.....	16
图 2.2.2: 2016 下半年预计新投铝产能 160 万吨.....	16
图 2.2.3: 当前中国氧化铝运行产能约 6250 万吨.....	17
图 2.2.4: 进口氧化铝量大幅压缩.....	17
图 2.3.1: LME 现货贴水收窄徘徊.....	17
图 2.3.2: 贸易升水持续低位.....	17

图 2.3.3: LME 铝库存持续下降探底	18
图 2.3.4: LME 铝注册仓单持续下降到合理低位以下	18
图 2.3.5: 铝材出口稍差	18
图 2.3.6: 人民币大幅贬值高位, 三月内外比值合理回落	18
图 2.4.1: 氧化铝、煤炭价格底部反弹	19
图 2.4.2: 原料端与铝价变化传导	19
图 2.4.3: 氧化铝/铝锭现价比值见底回升后再次下探	19
图 2.5.1: 地产开发投资触底阶段回升	20
图 2.5.2: 商品房待售面积连续下降	20
图 2.5.3: 汽车产量季节走势	20
图 2.5.4: 汽车产量稳定增长	20
图 3.1: 沪锌可能震荡上探 16000 上方	21
图 3.2: 2016 年沪锌估值论证分析结果	21
图 3.3: 沪锌季节性走势	21
图 3.1.1: 2016 年进口锌精矿持续大幅下降	22
图 3.1.2: 2016 年锌精矿 TC 断崖式下降	22
图 3.1.3: 2016 年锌矿港口库存持续大幅下降	22
图 3.1.4: 澳元兑美元汇率已有底部升值倾向	22
图 3.2.1: 2016 年 1-5 月境内锌供给增加	23
图 3.2.2: 锌进口窗口持续较差	23
图 3.2.3: 锌有效产能分布	23
图 3.3.1: 全球锌显性库存在最低位附近	24
图 3.3.2: LME 北美洲锌库存持续下降到前最低点	24
图 3.3.3: 伦锌现货升水走平徘徊	24
图 3.3.4: 沪锌近端 contango 结构还未走平	24
图 4.1: 伦镍走势图	25
图 4.2: 2016 年沪镍估值论证分析结果	25
图 4.3: 沪镍期限结构一直为 contango 结构	25
图 4.1.1: 世界镍产量增速低于消费	26
图 4.1.2: 中国供需过剩局面逐步缓解	26
图 4.1.3: 中国镍铁产量一直在下滑	26
图 4.2.1: 镍净进口从去年二季度以来持续在高位	27
图 4.2.2: 进口电镍从去年二季度以来井喷	27
图 4.2.3: 进口镍铁一直在高位	27
图 4.2.4: 进口镍矿从去年二季度以来萎缩	27

图 4.2.5: 伦镍现货贴水还未收窄.....	28
图 4.2.6: LME 镍库存有见顶下降迹象.....	28
图 4.2.7: LME 镍欧洲库存不断下降.....	28
图 4.2.8: 镍内外比值处于低位.....	28
图 4.2.9: 镍进口套利窗口处于基本关闭状态.....	28
图 4.3.1: 镍价/不锈钢价比值处于历史底部以下.....	29
图 4.3.2: 不锈钢价底部反弹趋势很强.....	29
图 4.3.3: 镍铁与镍板价差处于高位.....	30
图 4.3.4: 沪镍与主原料端价格传导.....	30
图 4.3.5: 镍矿/镍价比值还很高.....	30
图 4.3.6: 比索、卢布对美元趋势贬值转升值.....	31
图 4.3.7: 澳元、卢比对美元趋势贬值转升值.....	31
图 4.3.8: 人民币对澳元趋势贬值、对卢布升值转贬值.....	31
图 4.4.1: 中国不锈钢总产量 2016 年处于增加态势.....	32
图 4.4.2: 不锈钢下游消费结构.....	32

## 第1章 铜还在探底途中

在本轮供给端相对过剩主导的下跌周期中，沪铜现行最低点较金融危机时还有 33% 的跌幅，其他基本金属如铝镍最低点已经超过，锌和铜比较接近。这是由于该品种市场结构和成本通缩负反馈因素不同造成的。从长期周期看，铜锌 2008 年的底部要比 2001 年高些，而铝 2008 年的底部和 2001 年相差不多，历史情况也说明了这点。从长期看，铝锌在供给端收缩下已脱离了底部低估阶段，镍或已见底有望逐步摆脱，唯独铜的周期性更晚、消费端主导更强，即使在各种悲观因素假设下，我们判断本轮沪铜的底部也要比 2008 年高，初步推断沪铜底部在 31000-33000 元附近。

我们认为沪铜当前可能还是难以大幅深跌，6-8 月份或在底部继续震荡，倾向于稍偏强，核心波动区间为 35000-39000 元，9 月份可能开启一波顺畅的下跌走势，有可能再次测试前期 33000 元的最低点。我们认为未来一段时间沪铜进入去库存阶段，期货价格由现货价格引领，现货价格相对强于期货价格。

图 1.1：短期沪铜在 35000 附近或有强支撑



资料来源：博易大师 南华研究

图 1.2：2016 年沪铜估值论证分析结果

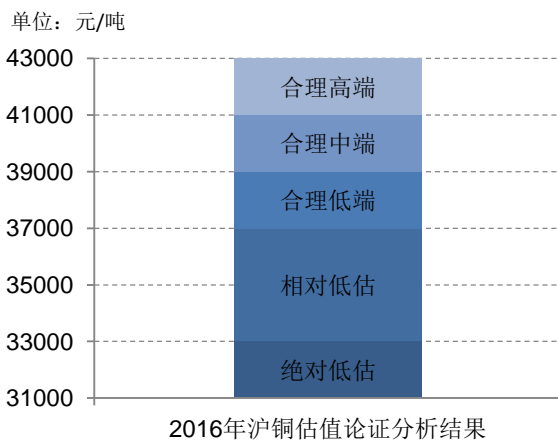
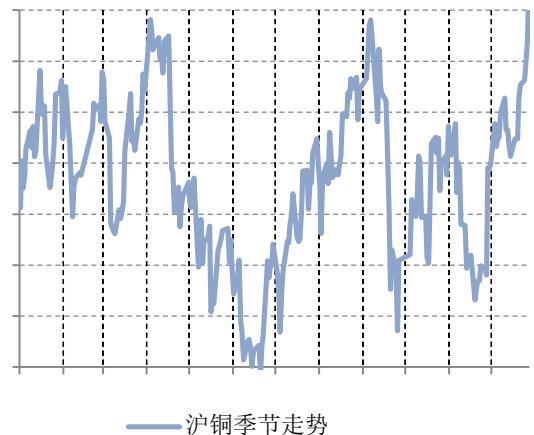


图 1.3：沪铜季节性走势



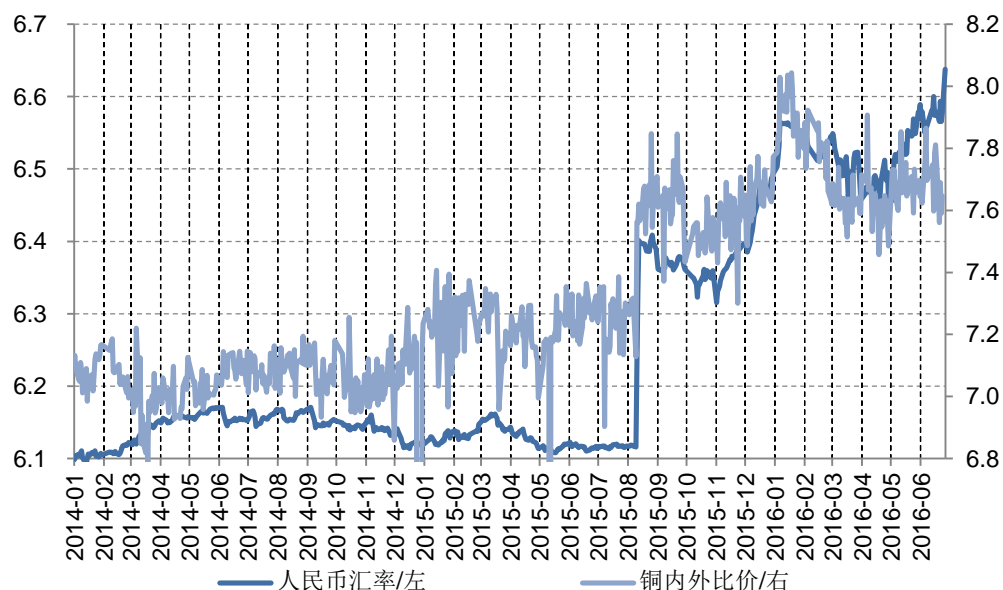
资料来源：公司报告 南华研究

资料来源：Wind 南华研究

## 1.1. 铜精矿国外宽松但国内偏紧

近两年铜选矿含铜量呈现逐步下降的态势，根据我们的沪铜估值论证分析结果，若持续下破 35000 元以下运行，这个位置已经处于相对低估偏下的区间，这可能需要很强的向下驱动因素才行。在宏观不利的情况下，人民币大多时候呈现贬值趋势，在境内去库存的情况下沪伦比值有回升动力，这也进一步限制了沪铜的底部下跌空间。

图 1.1.1：铜沪伦比值高位回落还未回升



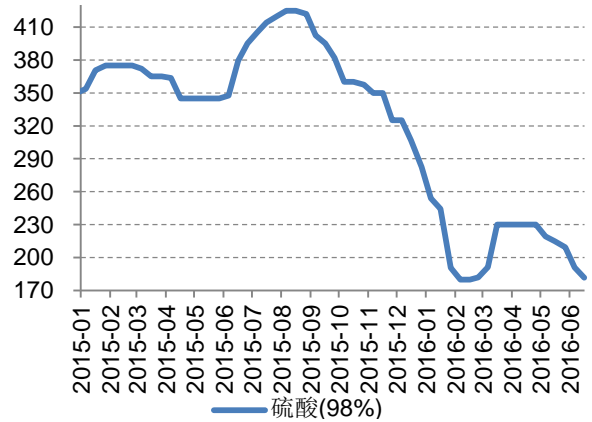
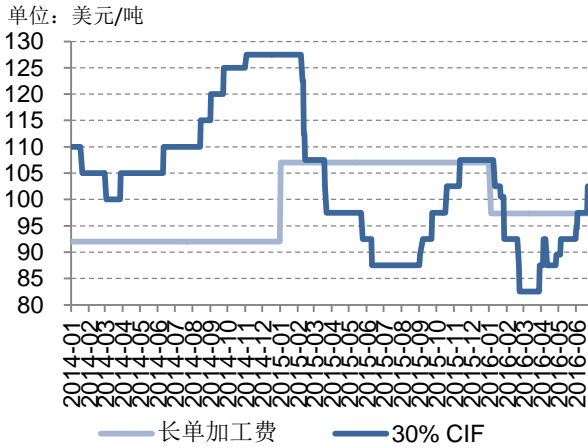
资料来源：Wind 南华研究

近两年进口精矿含铜量呈现逐渐增加的趋势，进口铜精矿相对宽松。当前现货进口铜精矿加工费探底后已显著回升，一方面表明了国外精矿并不紧缺，当前现货的宽松程度可能继续推升 TC；另一方面副产品硫酸价格大幅下降以及沪伦比值回落也有回升需求。

特别是 2016 年初铜精矿新投产能试生产也有一个磨合的过程，可能在下半年完全达产，因此国外精矿货源还会相对宽松些。根据全球主要上市公司财报，我们预计铜精矿 2016 净增产 100 万吨左右，其中增产合计 150 万吨左右，减产合计 50 万吨左右。剩余的小企业矿山产能有将近 500 万吨，从我们对海外矿山 C1 数据估算来看，伦铜价格运行在 3800-4800 美元处于铜精矿去产能阶段，并推测 4000 美元下方减产规模压力将急剧上升。因此可能需要综合评估大企业新增产量和难以统计的小企业矿山关停情况，我们也推测铜矿山过剩产能的出清，可能是以长期的底部震荡来出清高成本小规模的山，从这点讲也许铜价继续深跌的空间可测。

图 1.1.2：现货进口铜精矿加工费探底后回升

图 1.1.3：硫酸价格大幅下跌后低位震荡



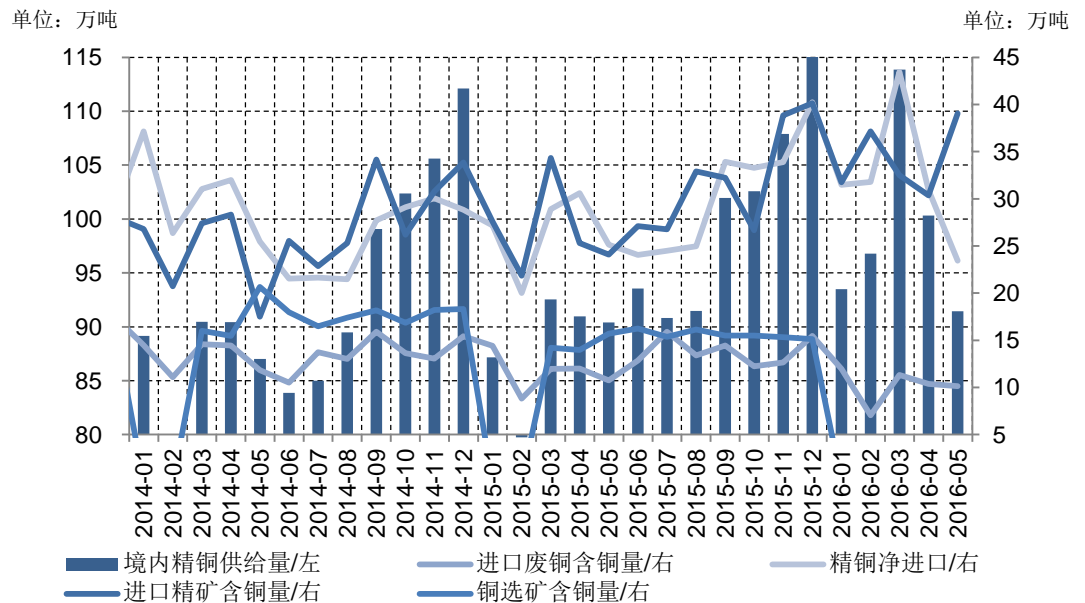
资料来源: Bloomberg 南华研究

资料来源: Wind 南华研究

## 1.2. 沪铜产量增加但进口或将放缓

我们统计 2016 年 1-5 月份境内精铜同比大幅增加 55.3 万吨, 增长 12.5%。其中精铜产量增加 26.0 万吨, 增长 8.4%; 净进口增加 29.3 万吨, 增长 22.2%。而 1-5 月境内形成的显性库存情况: 炼厂交储 15 万吨, 保税区库存增加大致 17 万吨, 上海库存多了约 10 万吨。我们根据往年进口季节情况以及结合现阶段贸易升水情况, 预计 5-8 月份净进口量可能大幅放缓。

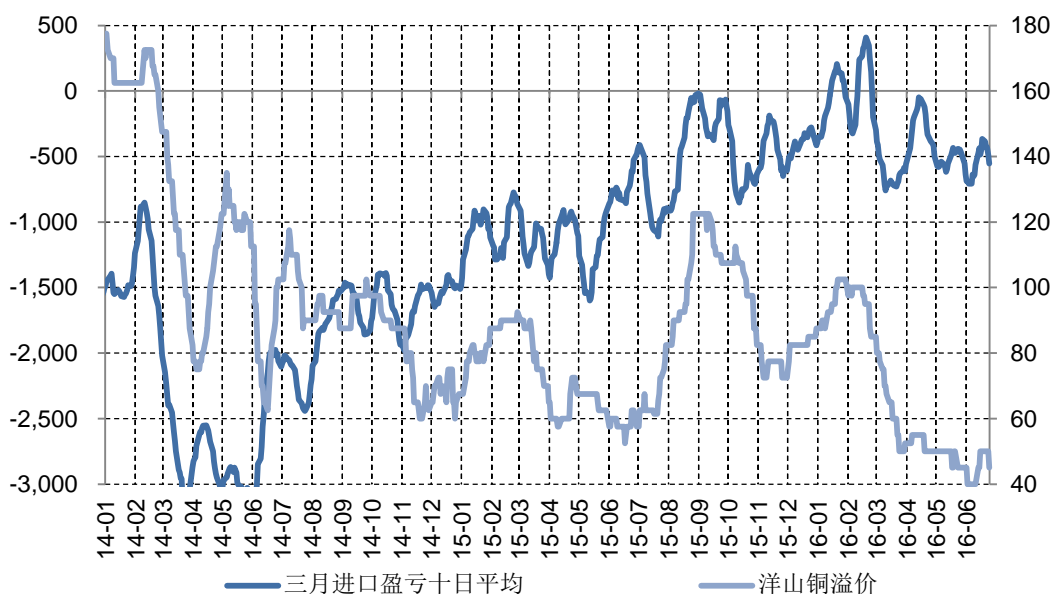
图 1.2.1: 2016 年 1-5 月境内精铜供给大幅增加



资料来源: 海关总署 国家统计局 南华研究

图 1.2.2: 精铜进口窗口持续较差





资料来源：Bloomberg 南华研究

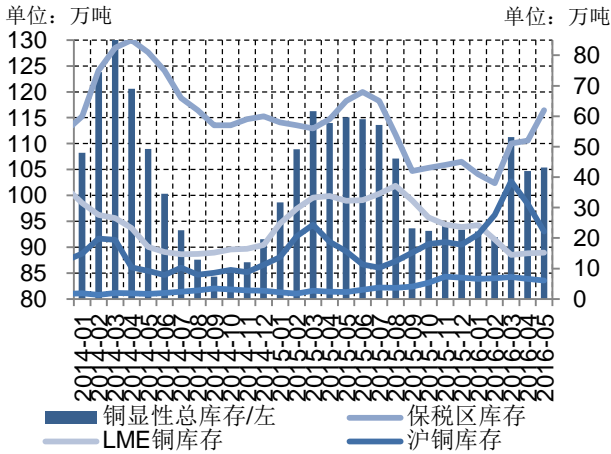
根据公司财报，预计 2016 年精炼铜产量江铜、铜陵、云铜、大冶合计减产 26 万吨，中金、紫金、金川、西部合计增产 48 万吨，年度净增产 22 万吨。另外 2016 年新增产能将近 50 万吨。总体上，在较高 TC 下中国冶炼厂有增投产动力，国外精矿宽松向精铜传导顺畅，我们预计 2016 年沪铜产量继续增加，这将一直压制铜价反弹高度，沪铜底部宽幅震荡的时间或被拉长。

### 1.3. 全球精铜显性库存处于下降通道

全球精铜显性库存近 3 年都是在 3 月份达到年内最高，之后逐渐进入去库存阶段。2016 年在 3 月份达到最高也是大概率事件。保税区库存增加，固化了一部分现货供应严重过剩的压力，可能流入 LME 仓库对伦铜价格有一定的打压。未来境内净进口量可能大幅放缓，国内现货供应压力有望进一步减轻，沪铜现货升水也已有走强迹象，沪铜买现抛期窗口也已打开，库存可能进一步隐形化减少。境内库存减少——现货走强——沪铜反弹，而 LME 库存可能增加导致现货升水走弱转贴水维持，内外市场结构可能分化 LME 铜市场 contango 结构、SHFE 铜 back 结构。

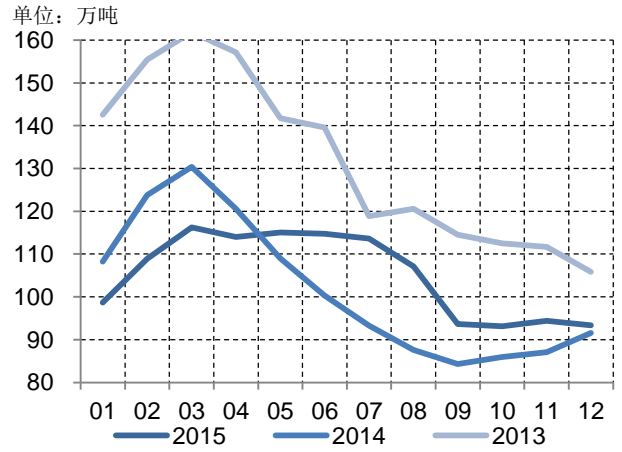
图 1.3.1：全球铜显性库存可能进入下降通道

图 1.3.2：全球显性库存近 3 年都是 3 月份达到年内最高



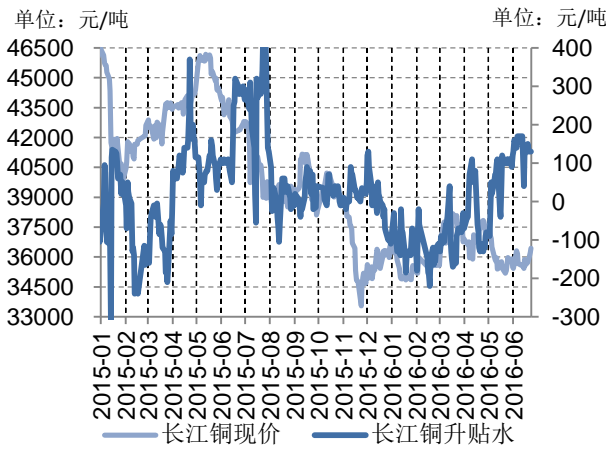
资料来源: Bloomberg Wind 南华研究

图 1.3.3: 沪铜现货升水有走强迹象

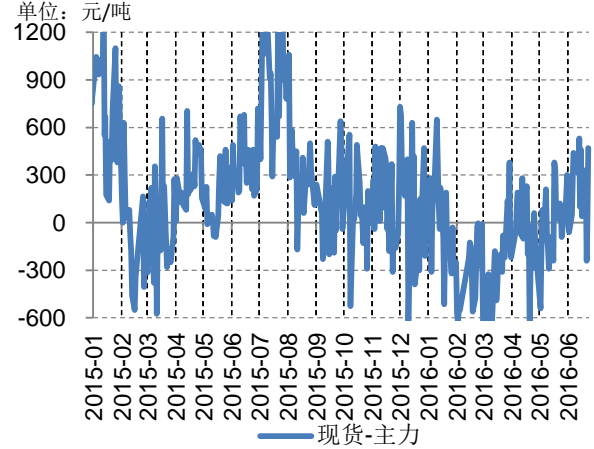


资料来源: 南华研究

图 1.3.4: 沪铜买现抛期窗口打开

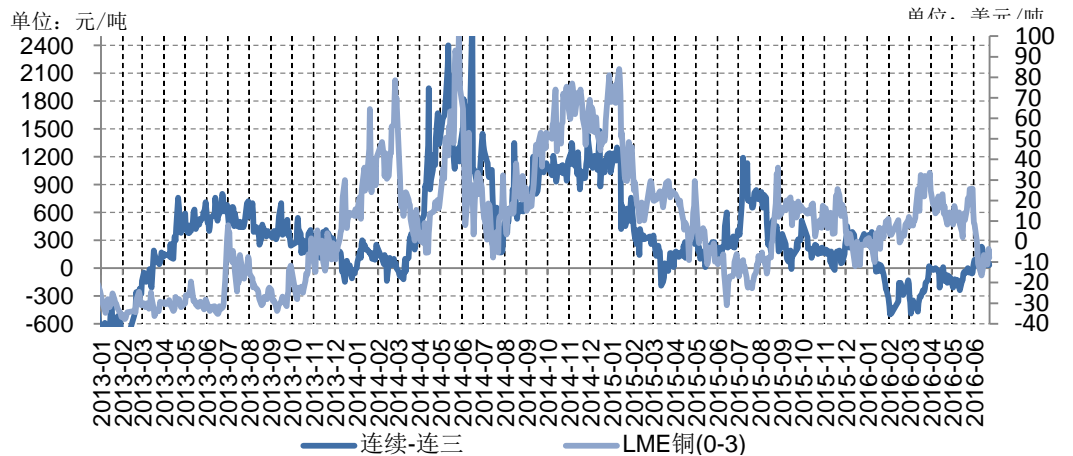


资料来源: Wind 南华研究



资料来源: Wind 南华研究

图 1.3.5: 铜内外市场结构可能分化



资料来源: Bloomberg 南华研究

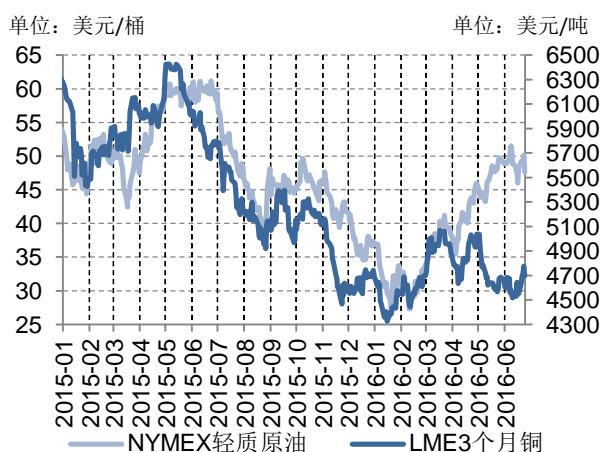
## 1.4. 铜成本价值底部已抬升

铜的成本通缩负反馈因素主要在原油和汇率。2015 年度伦铜下跌 25% 对应的是原油下跌 31% 以及对美元智利比索贬值 14%、秘鲁索尔贬值 12%。在 2015 年度供给端过剩出清的过程中，成本通缩下移加速了伦铜价格的下跌。

在 2016 年 1-5 月份，原油上涨 32% 以及智利比索升值 2.9%、秘鲁索尔升值 1.1%，对应的是伦铜下跌 0.7%。我们认为，现阶段供需矛盾过剩矿山还未出清，铜成本价值底部抬升还不能有效驱动伦铜上涨，但使得伦铜下跌底部空间上移；毕竟难以统计的全球小企业矿山占比也高达 25%，最终过剩供给端的出清可能是以行业成本抬升且铜价底部长期宽幅震荡来完成的，市场通过优胜劣汰实现再平衡，而不是通过严重扭曲价格过渡下跌来实现的。

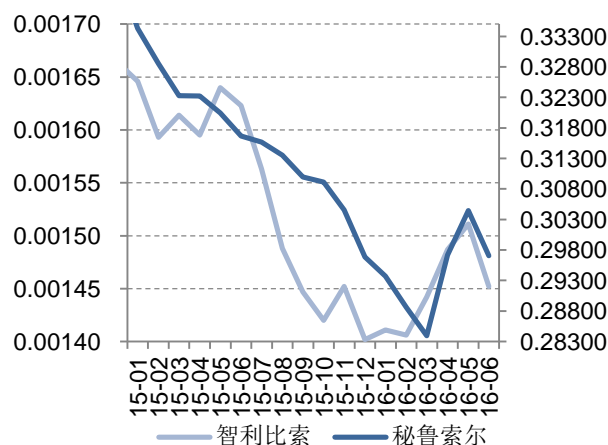
在 5 月份，原油上涨而伦铜下跌，短期阶段走势相背离。在美联储加息预期日渐升温的背景下，5 月份美元指数走强 3.0%，对美元智利比索贬值 3.9%、秘鲁索尔贬值 2.4%。对应的是 5 月伦铜下跌 7.6%，供需因素和汇率因素共振主导了大跌。

图 1.4.1：原油与伦铜走势短期背离



资料来源：Wind 南华研究

图 1.4.2：智利比索/秘鲁索尔处于底部反弹途中



资料来源：Wind 南华研究

但进入 6 月份，就业数据拉动美元大跌，美联储加息前景再度堪忧。美联储主席耶伦表示，全球风险和美国就业增长放缓，促使联储在升息问题上谨慎行事，以便有充分的时间确认美国经济仍在复苏的轨道上。英国公投脱欧，英镑和欧元大幅贬值导致美元大幅升值，市场预期美联储在年内加息概率极低。在加息推迟、英国脱欧的综合影响下，我们倾向于当前美元指数震荡偏软。3 月份以来智利比索/秘鲁索尔总体上也处于底部反弹途中，我们认为未来一段时间汇率因素对铜价的影响总体偏正面。

图 1.4.3：美元指数在 96 上方可能有压力

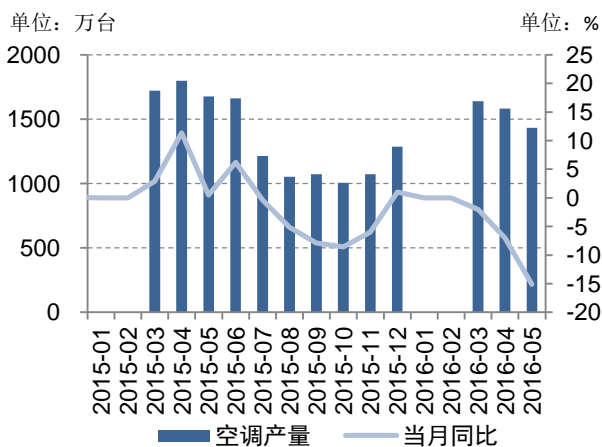


资料来源：博弈大师 南华研究

## 1.5. 沪铜消费可能不会太差

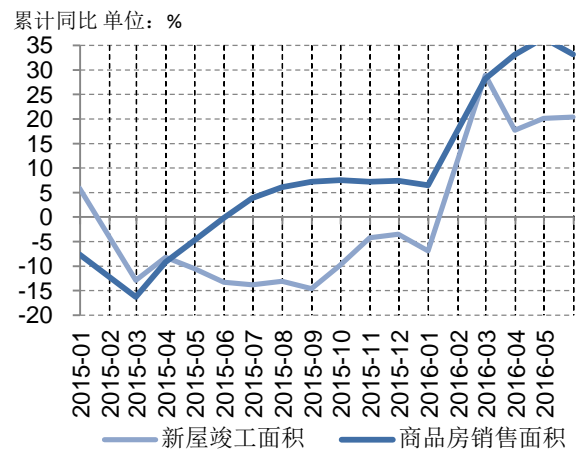
1、空调库存高企拖累铜消费。从 2015 年下半年开始，空调主导企业已开始有节制的控制生产、降低库存，2016 年空调产量依然延续下滑态势，内销市场仍在坚定不移地消化库存，我们乐观预计到年末库存或许回到正常水平。2、房地产拉动消费转好。商品房销售今年以来显著回升，铜消费增速与地产竣工增速很大程度上也会同步。3、电网投资拉动消费为主动力。今年以来电网投资建设显著提速，虽然农网改造升级项目较多，但铜线订单还可以。

图 1.5.1：空调增速在下滑



资料来源：Wind 南华研究

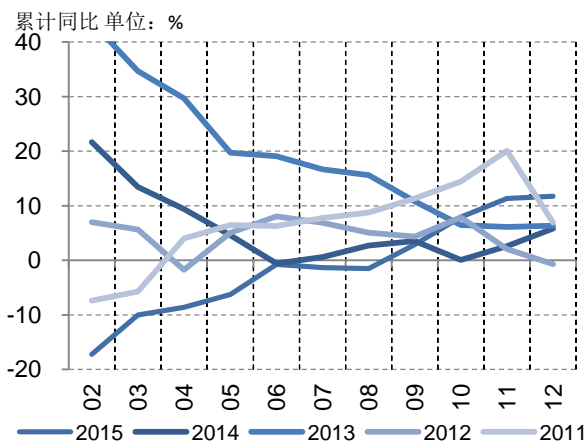
图 1.5.2：商品房销售显著回升



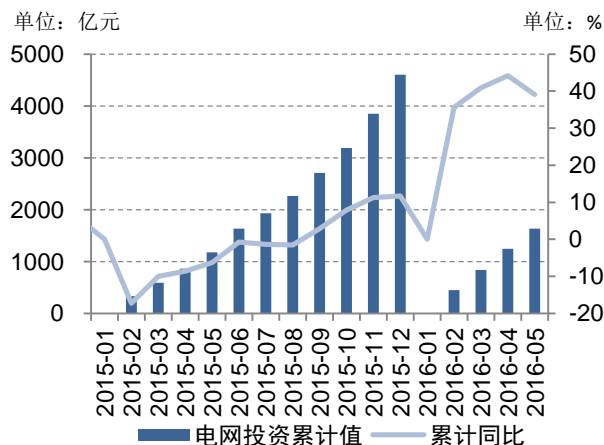
资料来源：Wind 南华研究

图 1.5.3：电网投资去年前低后高

图 1.5.4：2016 年 1-5 月电网投资提速



资料来源：Bloomberg 南华研究

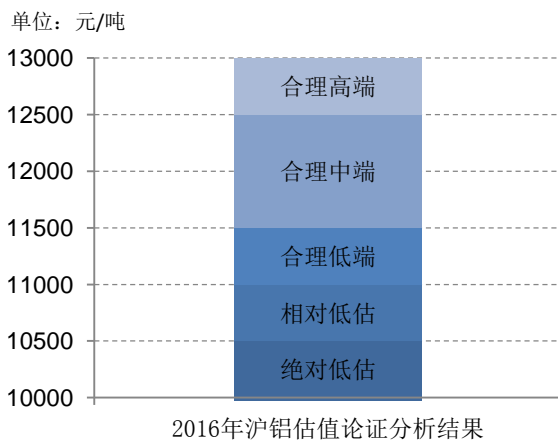


资料来源：Bloomberg 南华研究

## 第2章 沪铝年尾风险很大

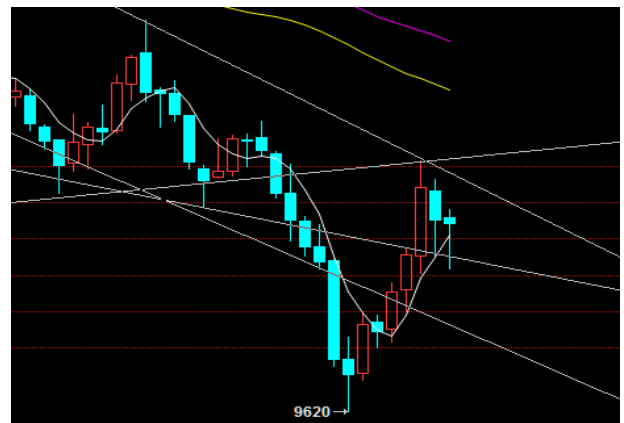
沪铝在 12000 元下方运行增产步伐缓慢，需要考虑启动费用、流动资金占用、盈利持续等经济问题，但是我们预计沪铝现价在 12500 元上下复产、新投产能力强劲。新建产能本身具有成本比较优势，前期投入绝大部分已完成，仅是等待配套机组稳定发电，投产只是时间的问题。在没有非常强劲的需求端推动下，我们预计沪铝在 13000 元上方附近遇强阻力，价格只有维持在底部震荡，才能有效消化供给端的过剩。另外，铝电价联动以及自备电高固定成本，使得未来铝价底部高波动成常态，价格对供需矛盾程度以及宏观面的影响将会更加敏感。我们预计在年度尾部时间沪铝供需再次错配加上宏观经济可能下探，大幅下跌风险很大，沪铝主力或跌至 11500 元附近，甚至下探 11000 元的概率也很高。

图 2.1：2016 年铝价估值论证分析结果



资料来源：南华研究

图 2.2：沪铝 13000 上方遇强阻力



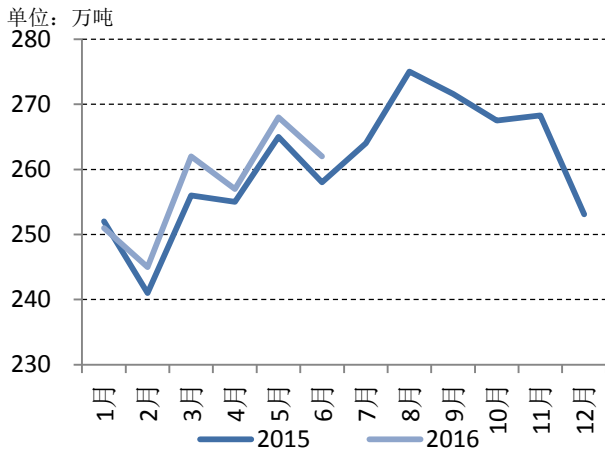
资料来源：博易大师 南华研究

### 2.1. 沪铝现货紧缺，还需增产弥补

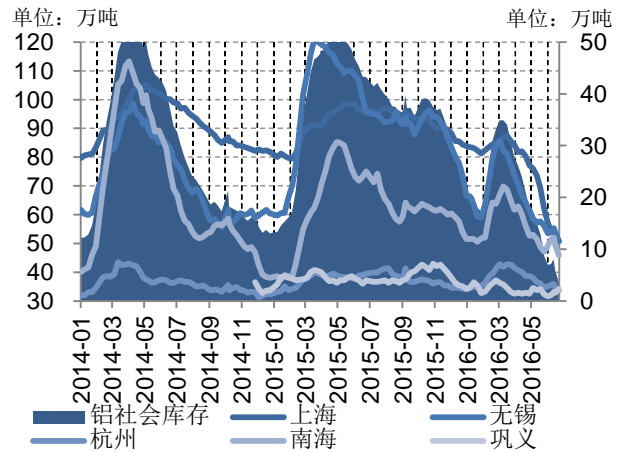
我们计算 2016 上半年中国原铝产出仅比去年同期小幅增长 1.2%即多产出 18 万吨。不过社会库存铝锭从 3月初最高点一路大幅下降了 56 万吨，较去年底也降低了 30 万吨，这样国内铝锭供给增量在 48 万吨。加上去年上半年库存增加 54 万吨后，2016 年上半年国内表观需求增量在 102 万吨，增速在 6.9%。

图 2.1.1：2016 上半年国内原铝产出仅小幅增长

图 2.1.2：社会库存铝锭持续下降到最低区域



资料来源：国家统计局 南华研究

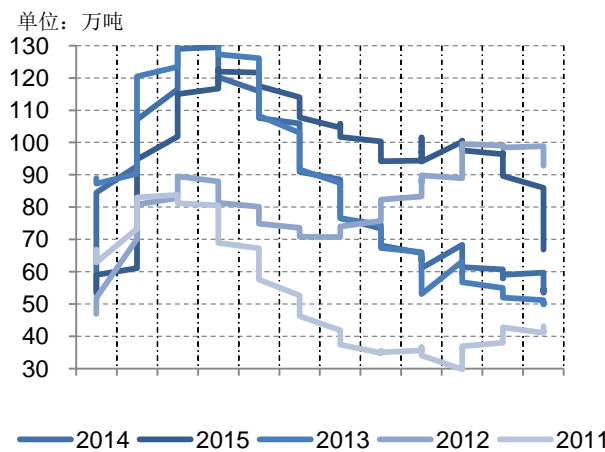


资料来源：SMM 南华研究

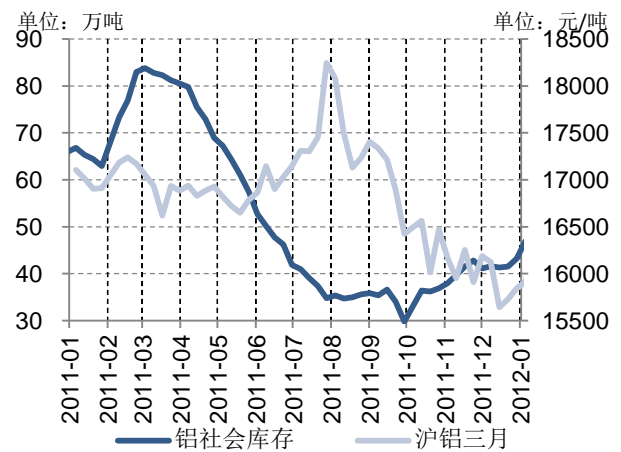
我们比较社会库存历史年度走势，认为 2016 年的走势非常类似于 2011 年。据阿拉丁统计，现在原铝产出结构中，铝锭占比大致 45%，铝棒占比在 30% 多，因此铝锭与铝棒之间的跷跷板效应很高。全国铝棒每周的正常产出在 20 万吨上下，特别是在消费淡季的时候，受上游铝厂连续生产的影响，不停工会导致铝棒等初级加工产品隐形库存增加。产品库存形态结构的变化以及对下半年供需基本面的预期，我们判断下半年社会铝锭库存可能还会小幅下降在 30 万吨附近见底后维持低位震荡。

图 2.1.3: 铝锭社会库存历史年度走势

图 2.1.4: 社会库存低位震荡与铝价涨跌相关性不高



资料来源：SMM 南华研究

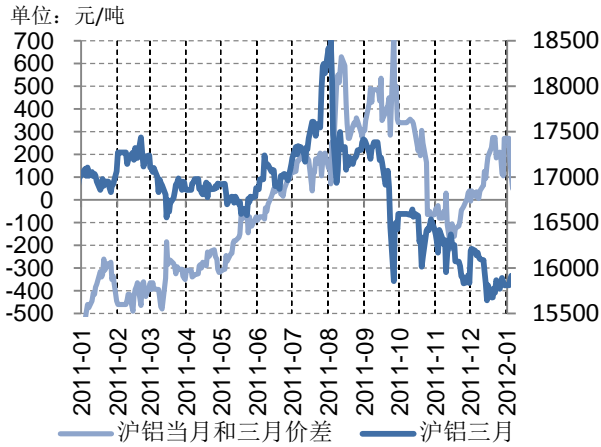


资料来源：Wind 南华研究

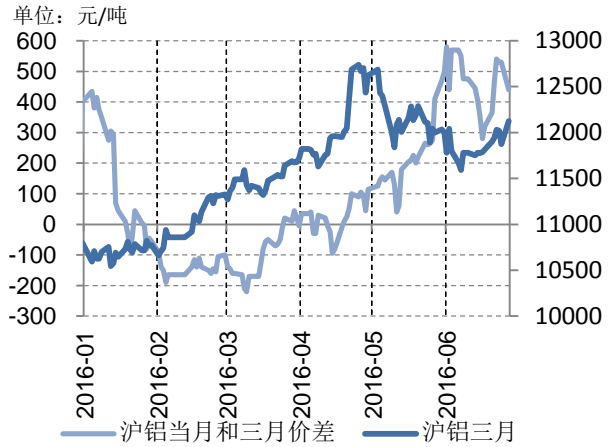
沪铝现货持续紧张，库存持续下降到底部的时候，沪铝期现结构近端都会出现一个大的 back 结构，在更大程度上释放隐形库存流出以平衡市场缺口，另外加速新增产能投入步伐。2016 年沪铝近端大的 back 结构已有 1 个多月，我们比较历史走势，认为也非常类似于 2011 年，当时大的 back 结构持续了 2 个多月。

图 2.1.5: 2011 年沪铝近端大的 back 持续 2 个多月

图 2.1.6: 2016 年沪铝近端大的 back 已有 1 个多月



资料来源: Wind 南华研究



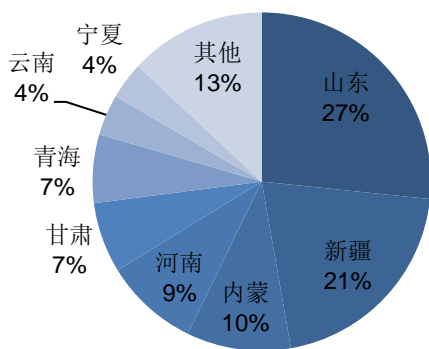
资料来源: Wind 南华研究

## 2.2. 沪铝现价高位震荡，加速增产步伐

假如 2016 下半年我们按需求增速 5% 计算，我们预计国内铝运行产能消费平衡也要在将近 3400 万吨。据百川资讯统计，到目前为止实际铝运行产能约 3250 万吨，虽然较年初已经扩产了将近 200 万吨，但是还需要继续复投产 150 万吨以上才能弥补中长期市场供给缺口。现阶段沪铝现货也需保持一个强势格局，来迎接供给端的增加。

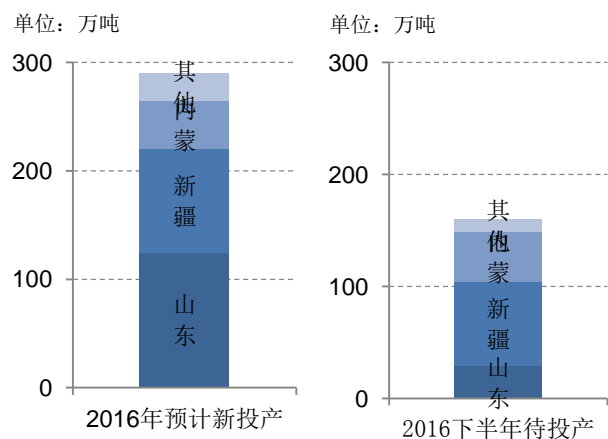
我们预计 2016 年度新投产能 290 万吨，其中山东 125 万吨，新疆 95 万吨，内蒙 45 万吨，其他 25 万吨。在上半年已经投产 130 万吨，下半年预计投产 160 万吨。另外我们了解下半年待复产也有 60 万吨左右。我们预计下半年新增产能有 220 万吨，从时间和速度上看，主要在三季度投产。

图 2.2.1: 当前中国电解铝运行产能约 3250 万吨



资料来源: 百川资讯 南华研究

图 2.2.2: 2016 年下半年预计新投铝产能 160 万吨



资料来源: Aladdiny 百川资讯 南华研究

不过氧化铝产能复产迅速，据阿拉丁统计当前运行产能约 6250 万吨，与原铝现有产能匹配阶段性过剩些。即使在进口氧化铝用量大幅压缩的情况下，也还有一定的过剩



承压，这也使得目前的氧化铝市场有所承压小幅下滑，但随着三季度铝厂增产或将再次转为紧平衡。

图 2.2.3: 当前中国氧化铝运行产能约 6250 万吨

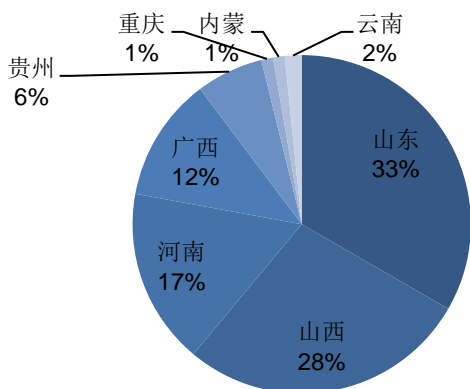
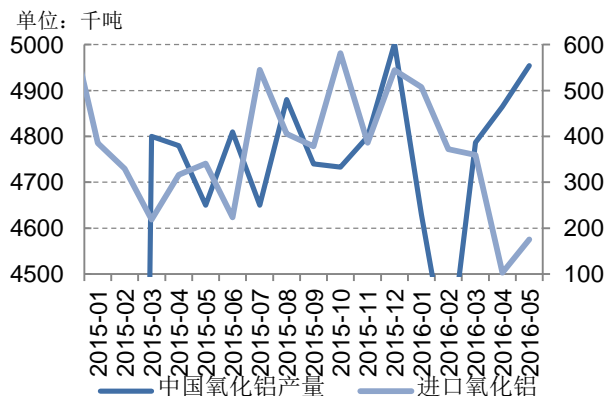


图 2.2.4: 进口氧化铝量大幅压缩



资料来源: Aladdiny 南华研究

资料来源: 国家统计局 海关总署 南华研究

### 2.3. 伦铝供给削减, 价格相对偏强

据阿拉丁资讯, 美国铝企业包括美铝、世纪铝业和诺兰达铝业, 减停产已按前期计划执行, 目前在运行的铝厂仅剩 5 家。虽铝价回升也并没有恢复的迹象, 且一部分产能已经永久关闭。供给端的关停可能也使得伦铝价格探明了 1500 美元上下的底部区域。

伦铝仓储新规使得仓库流出速度加快, LME 铝库存还在持续下降中, 隐形库存、金融属性铝可能增加。另外国外地区贸易升水小幅回落, 主要还在于显性库存的快速流出冲击, 并未反应海外需求的增长情况, 我们也看到了 LME 现货贴水收窄徘徊。我们判断未来库存下降——LME 现货转升水——LME 铝价走强。

图 2.3.1: LME 现货贴水收窄徘徊

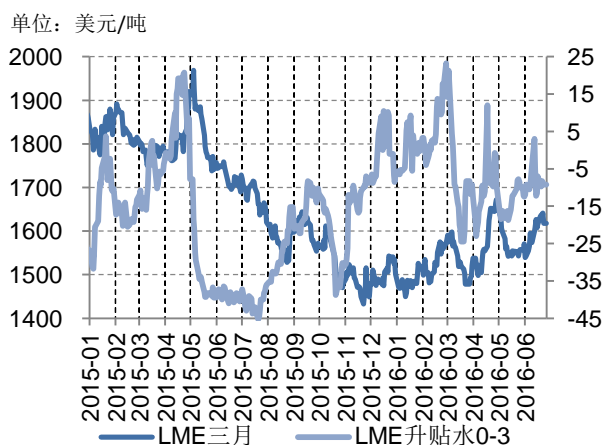
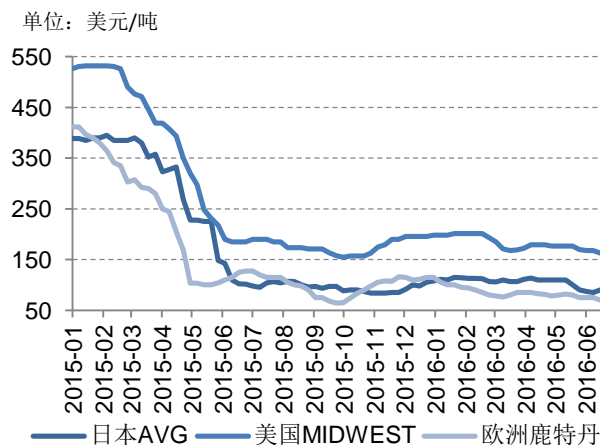


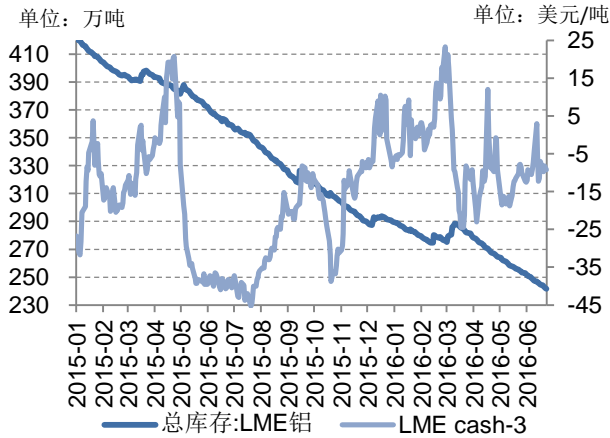
图 2.3.2: 贸易升水持续低位



资料来源: Bloomberg 南华研究

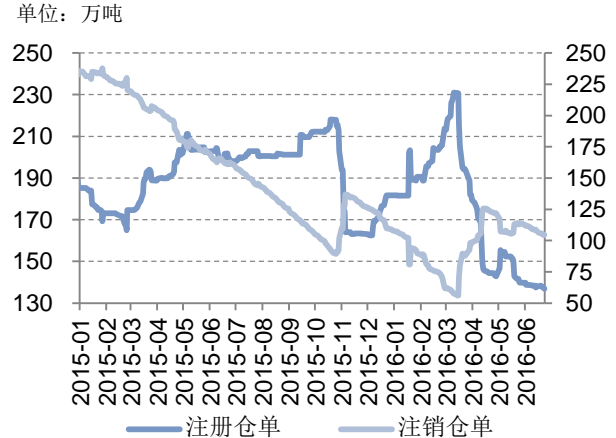
资料来源: Bloomberg 南华研究

图 2.3.3: LME 铝库存持续下降探底



资料来源: Bloomberg 南华研究

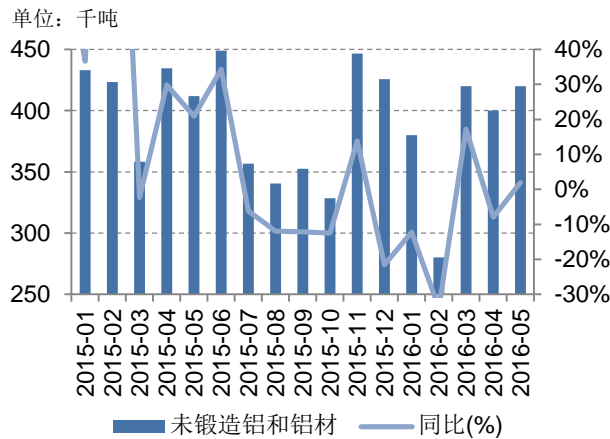
图 2.3.4: LME 铝注册仓单持续下降到合理低位以下



资料来源: Bloomberg 南华研究

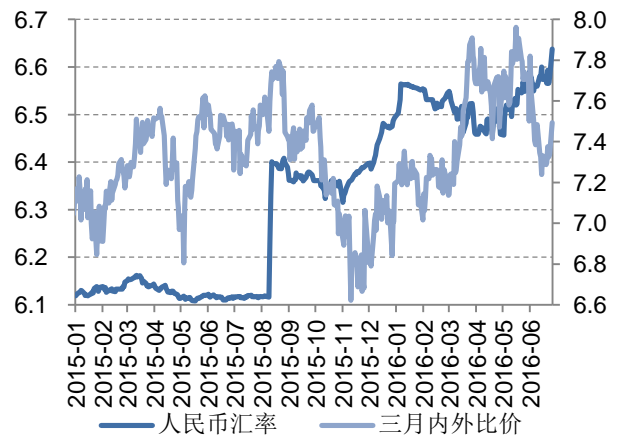
在国内未锻造铝和铝材出口上，2016 年 1-5 月份同比下降了 7.8%，三月沪伦比值最近也快速回落得到修复。但是现阶段国内现货近端远强于外盘，中国输出给国外的供给端压力短期已减轻，外盘相对强势可能需要保持一段时间，直至国内现货走弱。

图 2.3.5: 铝材出口稍差



资料来源: 海关总署 南华研究

图 2.3.6: 人民币大幅贬值高位，三月内外比值合理回落



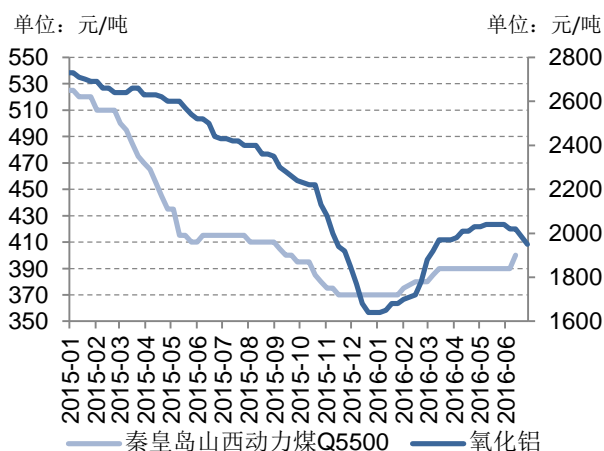
资料来源: Wind 南华研究

## 2.4. 铝成本见底回升沪铝底部上移

现货动力煤已由最低点反弹 8% 以上，市场基本处于供需弱平衡的状态，在行业去产能实施的大背景下，大概率已见市场底，未来可能呈现震荡偏强的走势，但还需去库存上涨空间或有限，还不能为铝价上涨提供推动力。另外燃煤自备电厂工业企业结构调整专项资金征收，使得铝成本支撑上升 200 元。

去年 11 月份以来氧化铝价格的持续快速下跌，一直以来被严重扭曲，氧化铝与铝锭现价比值也达到了历史最低点 15%附近，在一季度末这个扭曲已被完全修正。至此，氧化铝、电解铝行业的价格严重扭曲全部被扭转过来，行业最为悲观的寒冬已过，处于相对合理的一个平衡状态。不过当前现价比值再次探底，也证实了氧化铝复产快于电解铝阶段性过剩。

图 2.4.1: 氧化铝、煤炭价格底部反弹



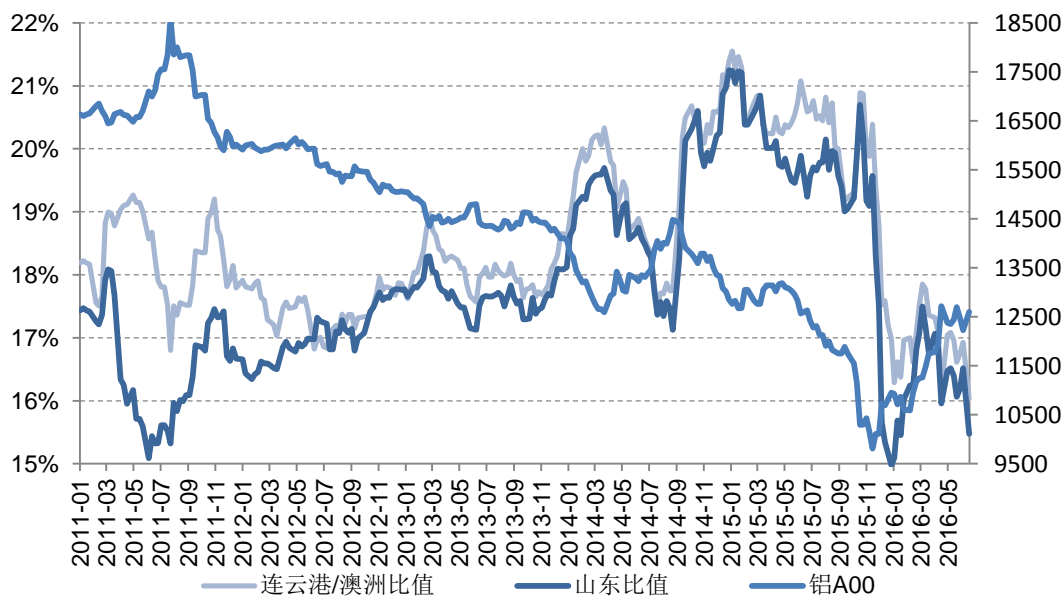
资料来源: Wind 南华研究

图 2.4.2: 原料端与铝价变化传导

	原料端与铝价传导		
	原料变化	沪铝变化	差异
一周	-126	225	-351
一月	-112	85	-197
三月	22	485	-463
一年	-1060	-645	-415

资料来源: 南华研究

图 2.4.3: 氧化铝/铝锭现价比值见底回升后再次下探

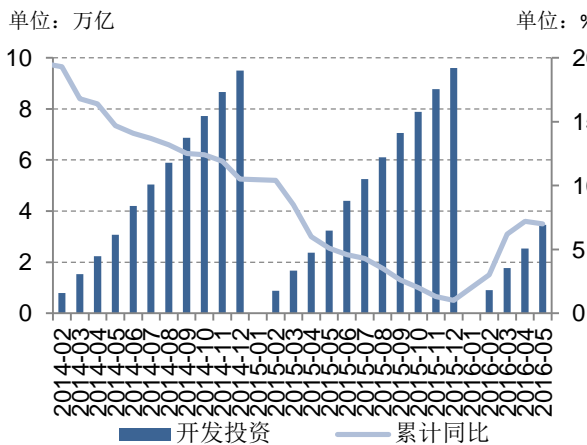


资料来源: 南华研究

## 2.5. 沪铝消费依旧可期

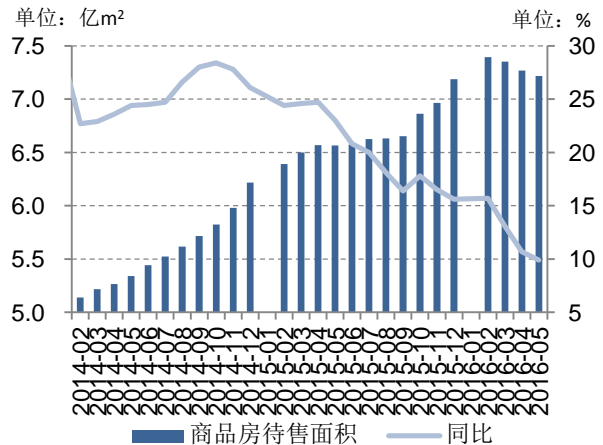
在房地产上，当前房地产行业进入深度调整期，大周期即将见顶。在政策利好不断出台及购房信贷宽松的大背景下，目前房地产投资的增速能够逐步稳定下来，之后有可能出现负增长。商品房销售从去年下半年以来已好转，2016年初新屋竣工面积也在显著回升，商品房待售面积已连续3月下降。由于铝合金门窗以及家装家具的铝材等都是末消费端，因此房地产去库存政策的实施以及扩大铝合金围护板应用都是扩大消费的。

图 2.5.1: 地产开发投资触底阶段回升



资料来源: Wind 南华研究

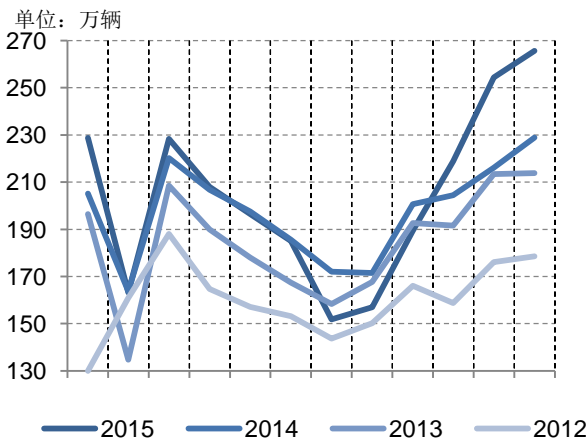
图 2.5.2: 商品房待售面积连续下降



资料来源: Wind 南华研究

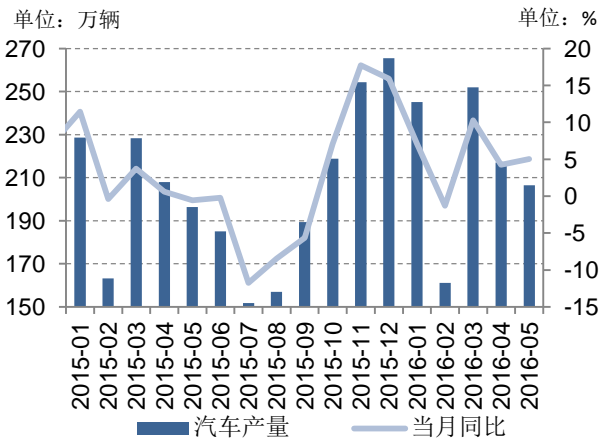
在交通运输上，根据中汽协的预测 2016 年中国汽车全年销量增速约为 6%。受购置税优惠政策的促进作用以及企业去库存后生产恢复，汽车数据在去年 10 月已持续回升，2016 年 1-5 月份汽车产量增速 5.8%，下半年产销绝对数应该呈现季节性上升态势。

图 2.5.3: 汽车产量季节走势



资料来源: Wind 南华研究

图 2.5.4: 汽车产量稳定增长



资料来源: Wind 南华研究

### 第3章 沪锌继续强

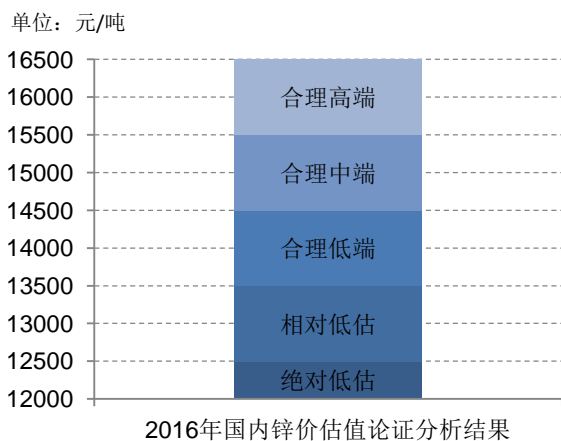
我们认为锌矿国内外紧缺格局短期难以改变，外加锌矿及锌锭显性库存低位，沪锌价格需要持续运行到合理高端 15500-16500 元，以更高的价格来迎接矿山复投产以平衡市场缺口。不排除国内小矿山环保因素以及国外资源汇率升值因素导致复产产能低于预期，未来在消费旺季的推动下短期上冲到 16500 元上方进入高估阶段。我们预计未来沪锌近端 contango 结构逐渐走平，在消费旺季来临时候可能转为 back 结构。

图 3.1：沪锌可能震荡上探 16000 上方



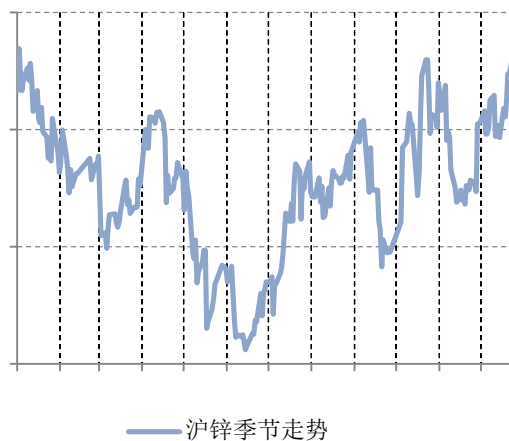
资料来源：博易大师 南华研究

图 3.2：2016 年沪锌估值论证分析结果



资料来源：公司报告 南华研究

图 3.3：沪锌季节性走势

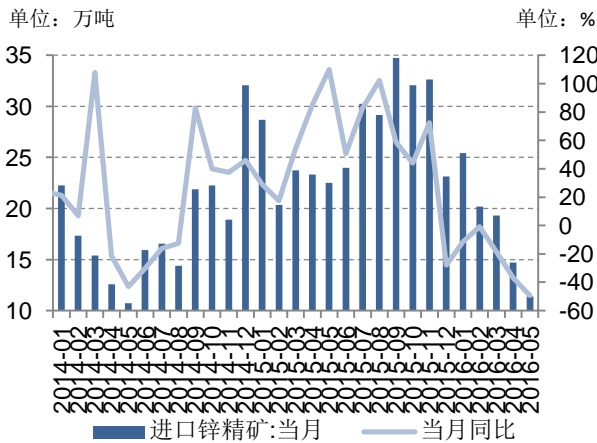


资料来源：Wind 南华研究

### 3.1. 锌矿国内外紧缺格局短期难以改变

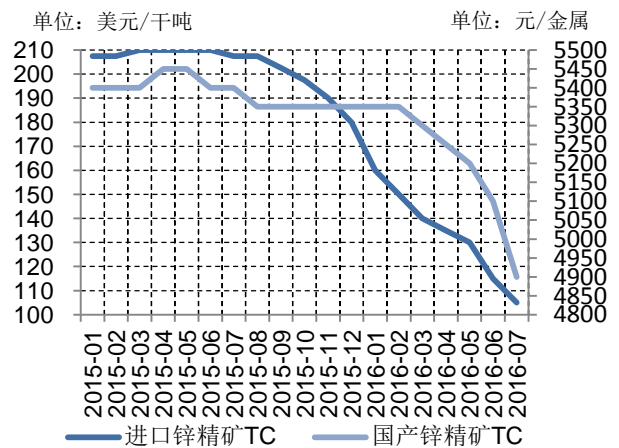
从进口锌精矿数据看，2015 年度大幅增加高达 47%，但进入 2016 年不断下滑，1-5 月份累计同比下降 23%。从国内外现货市场锌精矿加工费看，进口 TC 较去年最高点已下降了 50%，比 2015 年末也下降了 42%，表明国外矿山收缩预期程度很强。国内加工费进入 3 月份后也走低，累计下降了 8%以上。

图 3.1.1：2016 年进口锌精矿持续大幅下降



资料来源：海关总署 南华研究

图 3.1.2：2016 年锌精矿 TC 断崖式下降



资料来源：SMM 南华研究

加上 2016 年锌矿港口库存持续下降，较年初大幅降低了 78%。从局部调研以及行业数据来看，我们认为锌矿短缺格局短期还难以改变，未来一段时期需要以更高的价格来迎接矿山复产来平衡市场缺口。据称 LME 锌价在 2100-2300 美元或将刺激嘉能可重启关停产能，由于锌矿供给周期较长，从自身希望复产行为对锌价的影响降到最低考虑，复产的过程和规模将会受到控制，也意味着锌价可能要持续稳定在 2100 美元上方才行。如果从更长的时间跨度来看可能还不很紧缺，但现阶段不排除国内小矿山环保因素以及国外资源汇率升值因素导致复产产能低于预期。澳元兑美元汇率已有底部升值倾向，这也是一个重大变量。

图 3.1.3：2016 年锌矿港口库存持续大幅下降

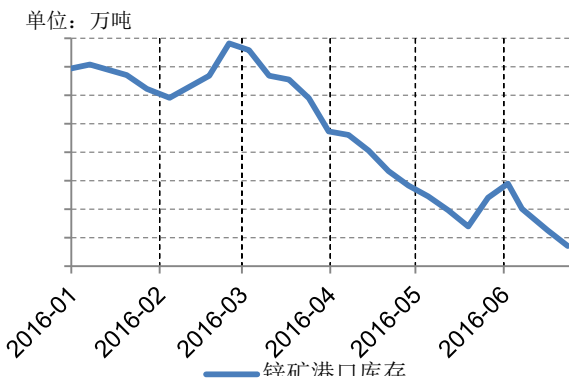
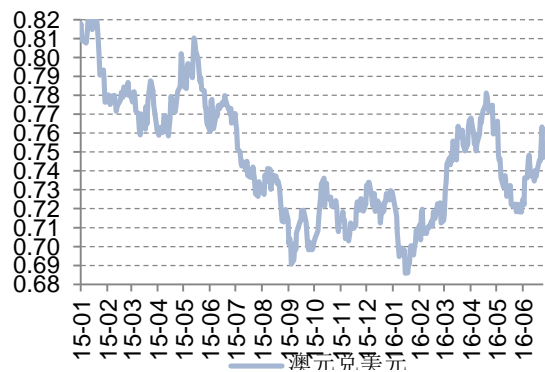


图 3.1.4：澳元兑美元汇率已有底部升值倾向



资料来源：南华研究

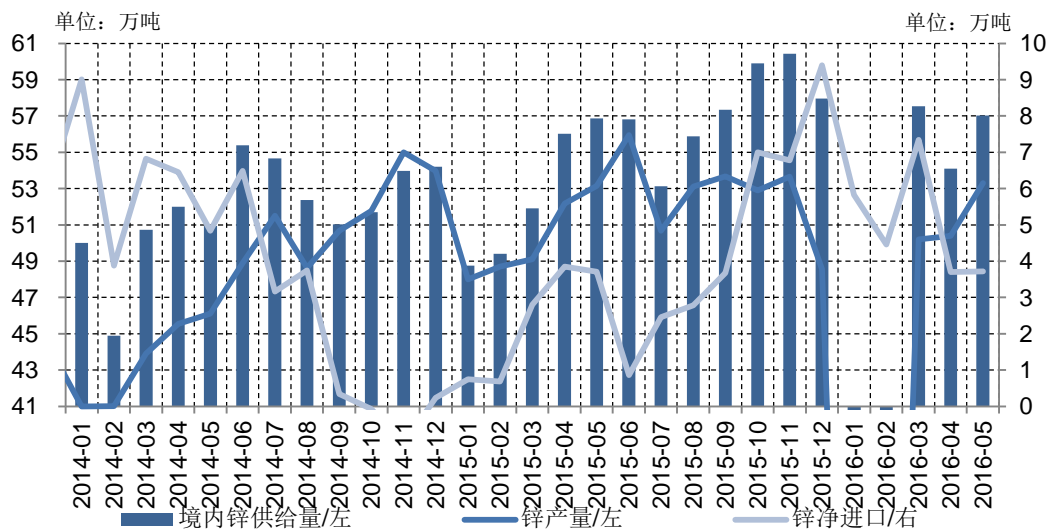
资料来源：Wind 南华研究

### 3.2. 沪锌产量小幅下降态势加进口或将放缓

从全国主要生产企业看，据安泰科统计，锌产量统计覆盖企业 42 家有效产能 583 万吨，1-5 月份产量仅比去年同期增产 1 万吨，主要企业产量已大幅放缓。从全国锌产量数据看，2015 年度增长 5.6%，2016 年 1-5 月份下降 2.6 万吨。我们预计随着原料锌矿短缺的进一步升级，加上矿山品位的降低，沪锌产量未来一段时间呈现下降态势。

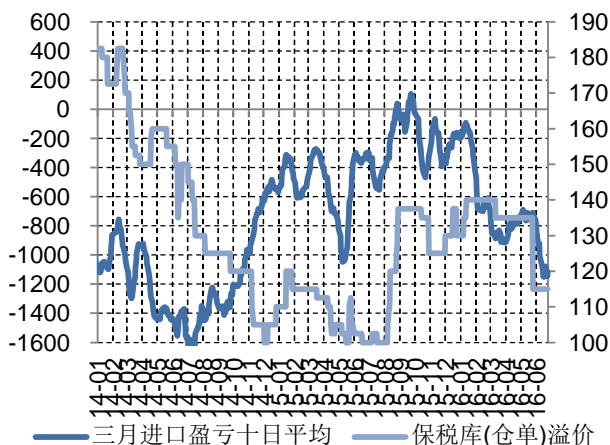
2016 年 1-5 月份境内锌同比增加 10.7 万吨，增长 4.1%。其中净进口增加 13.3 万吨，增长 112%。根据现阶段贸易升水情况，我们预计净进口可能大幅放缓。

图 3.2.1：2016 年 1-5 月境内锌供给增加



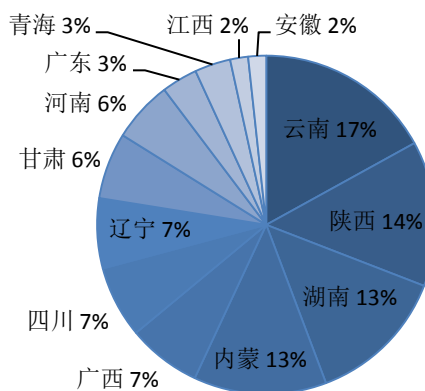
资料来源：海关总署 国家统计局 南华研究

图 3.2.2：锌进口窗口持续较差



资料来源：Bloomberg 南华研究

图 3.2.3：锌有效产能分布



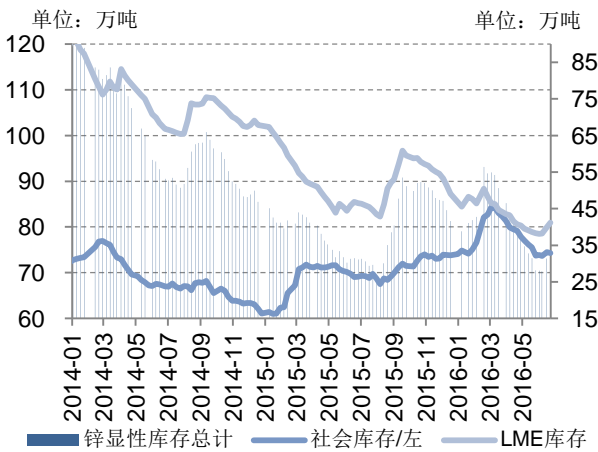
资料来源：安泰科 南华研究

### 3.3. 全球锌显性库存低位

全球锌显性库存从3月份开始进入去库存阶段，当前已较最高点下降了20万吨左右，库存水平位于近2-3年的最低位附近。其中沪锌社会库存已从年内最高点持续回落了13万吨，但绝对库存量还处于高位区域，这也导致了在锌价上涨的过程中期价一直引领于现价。随着进口减少、产量下滑，境内库存不断减少，我们预计未来沪锌近端 contango 结构逐渐走平，在消费旺季来临时可能转为 back 结构。

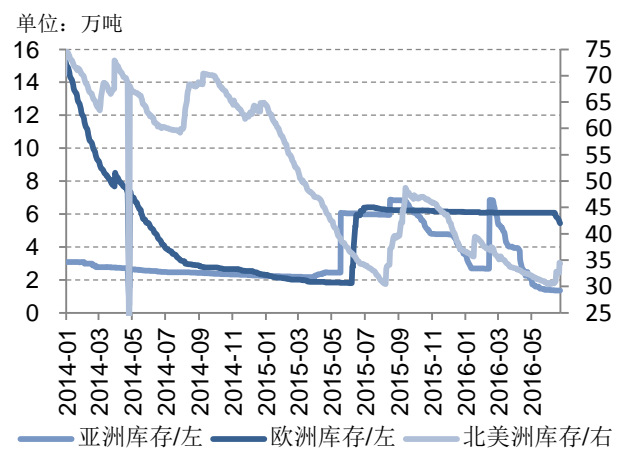
伦现货贴水近期已走平徘徊，LME 锌总库存持续下降到前期最低位以下还未停止下降步伐，不过我们特别注意到 LME 北美洲锌库存现已持续下降到前最低点可能企稳。

图 3.3.1: 全球锌显性库存在最低位附近



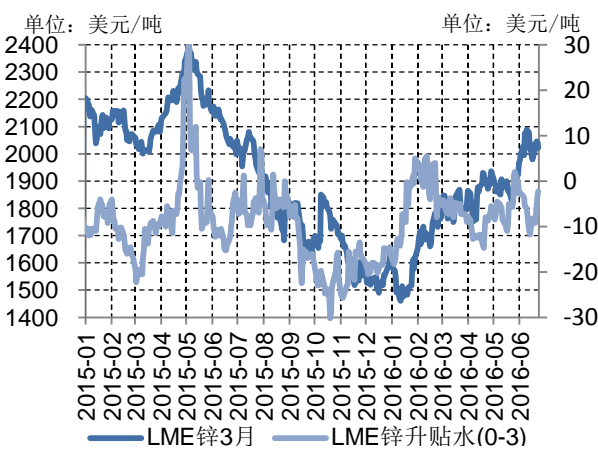
资料来源：Bloomberg 南储商务 南华研究

图 3.3.2: LME 北美洲锌库存持续下降到前最低点



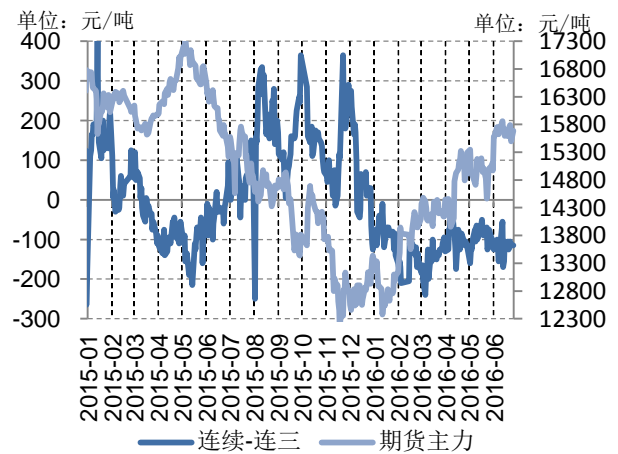
资料来源：Bloomberg 南华研究

图 3.3.3: 伦锌现货升水走平徘徊



资料来源：Bloomberg 南华研究

图 3.3.4: 沪锌近端 contango 结构还未走平



资料来源：Wind 南华研究

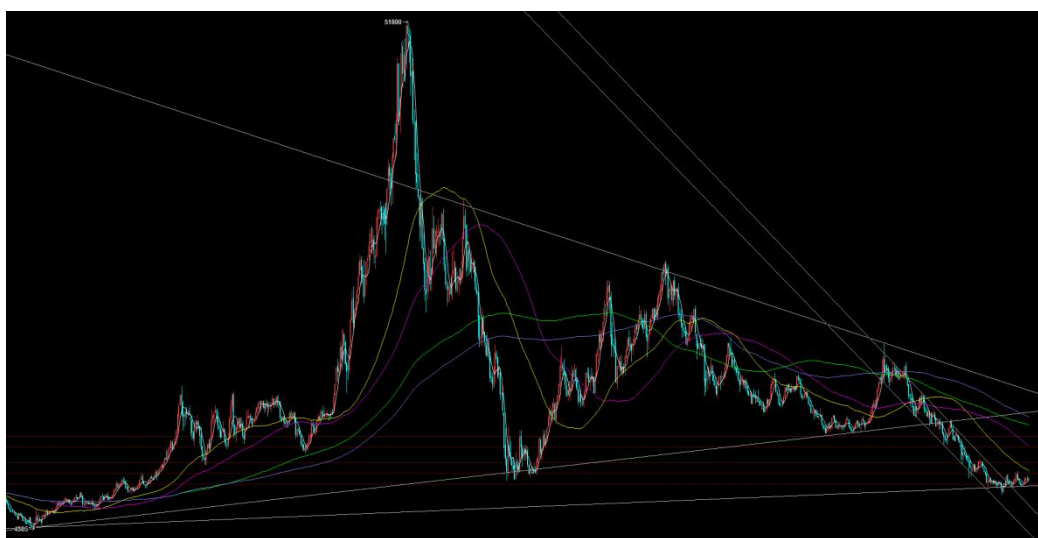


## 第4章 镍价不再悲观

伦镍底部不断下降的核心在于全球成本通缩负反馈循环。这段时间以来原油和汇率的变化导致镍资源国成本通缩输出可能终结了，由此我们判断本轮 8500 美元下方的底部区域可能已形成。我们也对沪镍产业链成本通缩传导情况进行了测算，当前已处在了历史极值区域，无法继续传导下去，底部区域只能震荡难以下移。

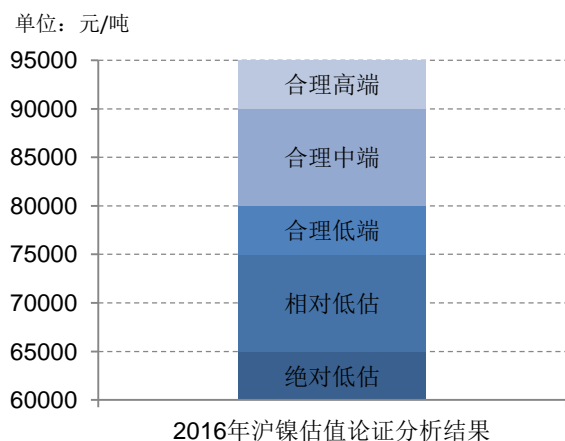
我们认为伦镍本轮下跌周期的底部稍低于 2008 年但高于 2001 年，在 8500 美元下方可能形成底部区域，站稳 8500 美元上方后已有脱离之前下降通道的迹象，一旦有效突破 9500 美元后上涨空间或将被完全打开。

图 4.1：伦镍走势图



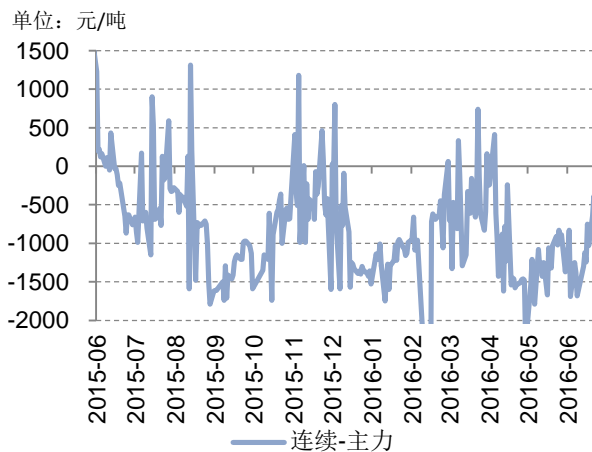
资料来源：博易大师 南华研究

图 4.2：2016 年沪镍估值论证分析结果



资料来源：南华研究

图 4.3：沪镍期限结构一直为 contango 结构



资料来源：Wind 南华研究

### 4.1. 镍供需过剩预期有所好转

据麦格里、INSG 数据, 2016 年度全球镍产量下降 3% 上下, 而镍消费增长 3-4%, 年度供需缺口 5 万吨左右。从 2014Q4 以来, 中国镍产量一直以 15% 上下的幅度缩减, 而国外镍产量确以约 5% 的幅度增长, 因此全球镍过剩的根源在于国外镍资源国家低成本对外通缩的输出。据 CRU 数据, 在 2016Q2 国外产量增幅下滑至 2.1%, 全球产量同比下降 4.6%, 供给端已有逐渐收缩的迹象。

图 4.1.1: 世界镍产量增速低于消费

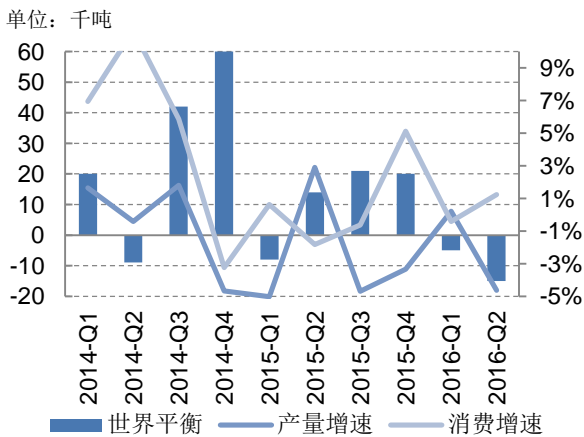
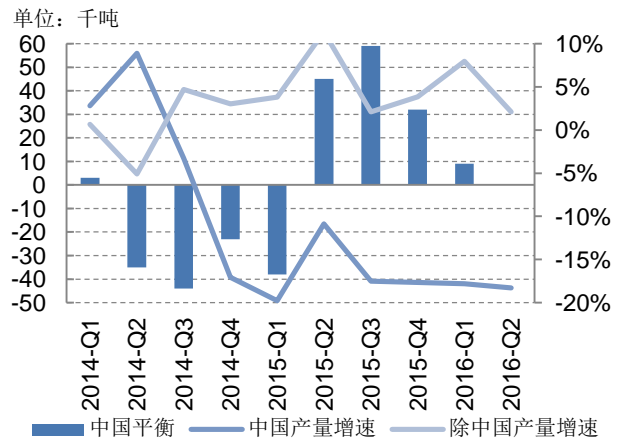


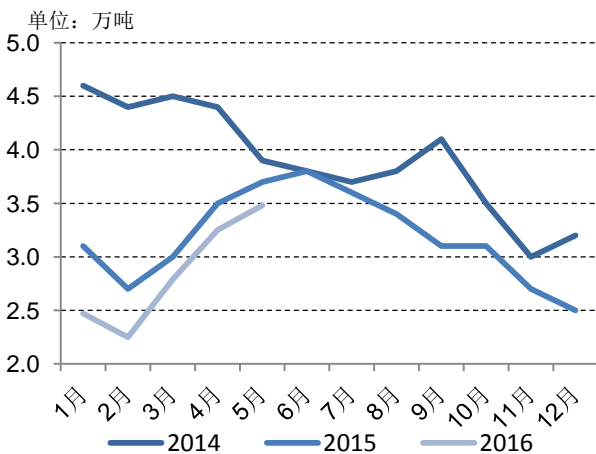
图 4.1.2: 中国供需过剩局面逐步缓解



资料来源: CRU 南华研究

资料来源: CRU 南华研究

图 4.1.3: 中国镍铁产量一直在下滑



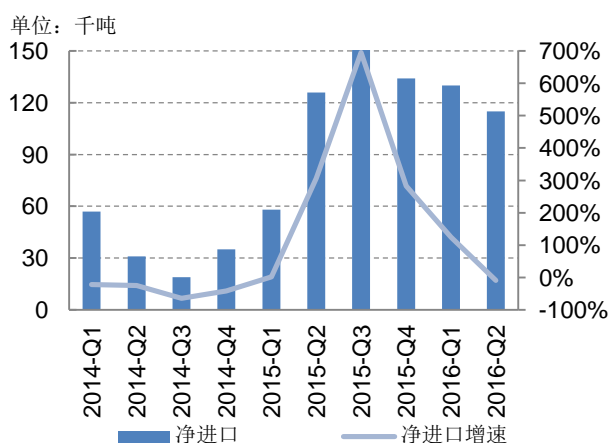
资料来源: 安泰科 南华研究

依据全球主要镍厂商自有矿资源产量计划, 我们预计 2016 年总产量和 2015 年相差不多。但预计增产项目有 15 万吨, 其中印尼 6.6 万吨, 淡水河谷 2.5 万吨, 嘉能可 0.9 万吨, 英美资源 1.4 万吨, Posco SMSPO.9 万吨。预计减产项目也有 13 万吨, 其中中国 NPI 3.8 万吨, QNI2.5 万吨, 诺里尔斯克 2.7 万吨, Conico1 万吨, 沃特兰亭 1.4 万吨。

## 4.2. 巨量镍库存不阻碍反弹但压制高度

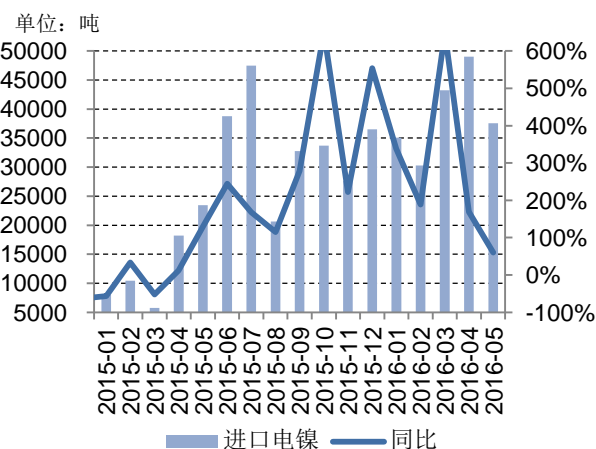
目前全球镍显性库存约 65 万吨，库存消费比在 4 个月。其中 LME38 万吨，境内库存含保税区 27 万吨。我们通过同比测算库存来源情况，计算中国 2015 年镍库存增加 10 万吨左右。1、境内增加项目为 32 万吨，其中精炼镍及合金进出口增加约 25 万吨，镍铁进口增加 7 万多吨；2、减少项目为 22 万吨，其中镍矿减少 12 万多吨，镍产量减少 7 万吨，消费绝对量增加 2 万吨。另外，SHFE 库存期货镍有 10 万吨，这些镍可能绝大部分已被金融属性需求所固化。我们初步判断，即使未来现货镍紧张，这些库存镍在 8 万元以下难以形成大量抛售冲击现货的可能。

图 4.2.1: 镍净进口从去年二季度以来持续在高位



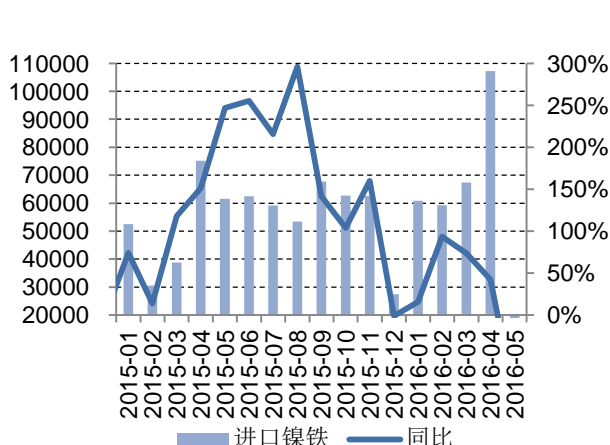
资料来源: CRU 南华研究

图 4.2.2: 进口电镍从去年二季度以来井喷



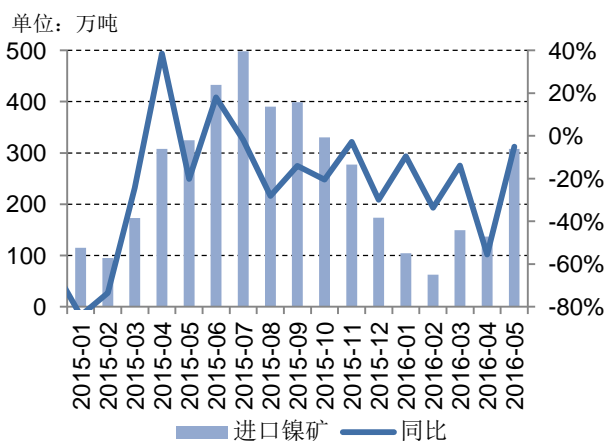
资料来源: 海关总署 南华研究

图 4.2.3: 进口镍铁一直在高位



资料来源: 海关总署 南华研究

图 4.2.4: 进口镍矿从去年二季度以来萎缩

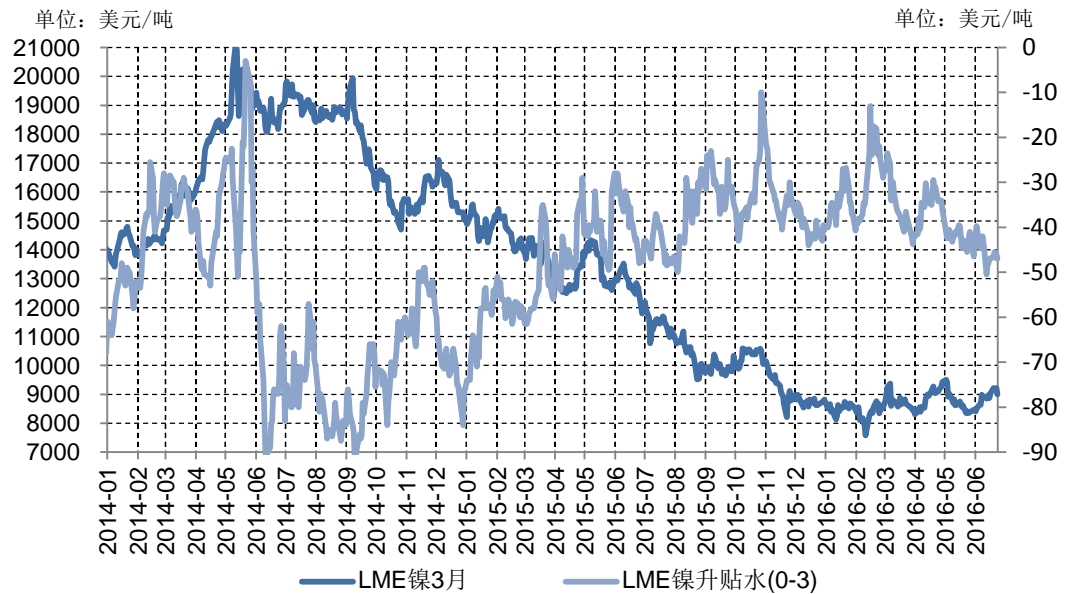


资料来源: 海关总署 南华研究

LME 镍库存有在去年 6 月初形成最高点 47 万吨见顶的迹象，当前 38 万吨已降低了 9 万吨。特别是欧洲库存不断下降到近两年最低位以下，而亚洲库存也有从历史高位进

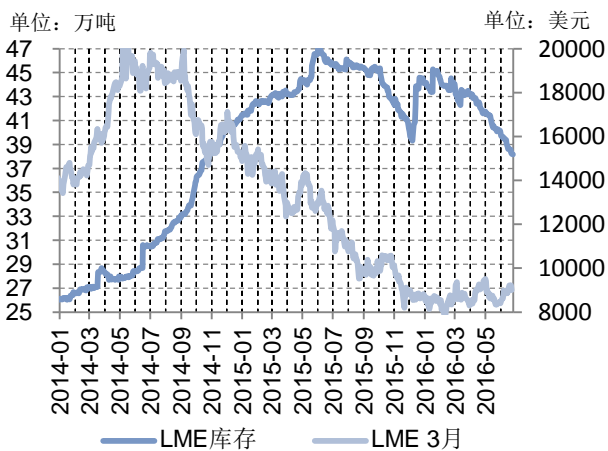
一步进一步下降的倾向。我们认为库存流出冲击现货市场的情形为：镍现货紧缺——镍期现结构现货贴水显著收窄走平——镍金融属性库存减少流出。因此，巨量镍库存应划分出一部分金融属性需求量来看待，拖延了当期供需严重过剩的矛盾，对价格的持续下跌起到了减缓作用。我们预计这部分镍可能还会继续增加，也有助于正反馈价格回升。

图 4.2.5：伦镍现货贴水还未收窄



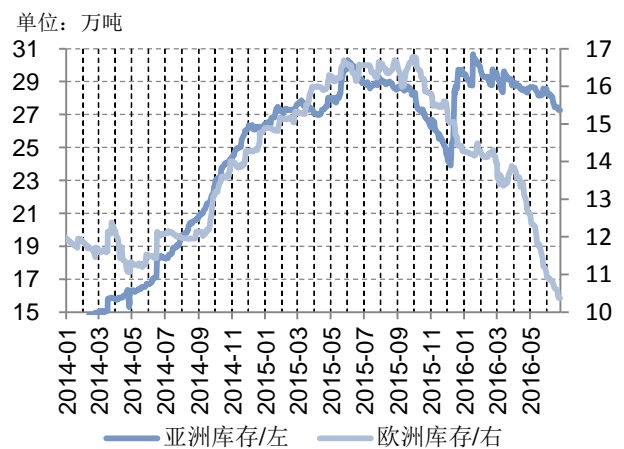
资料来源：Bloomberg 南华研究

图 4.2.6：LME 镍库存有见顶下降迹象



资料来源：Bloomberg 南华研究

图 4.2.7：LME 镍欧洲库存不断下降

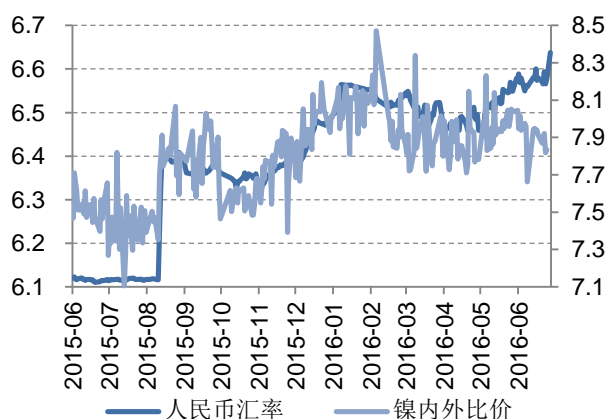


资料来源：Wind 南华研究

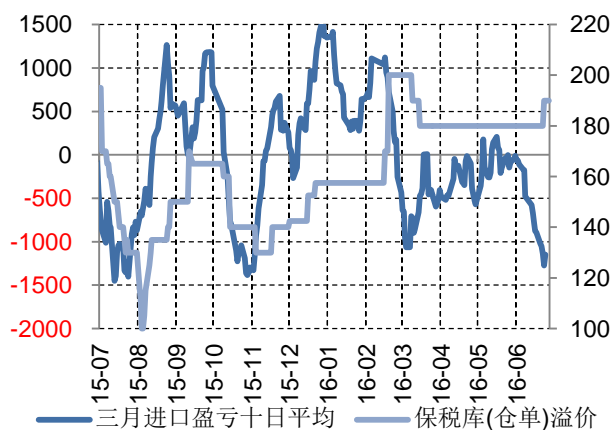
随着资源国汇率升值，伦镍相对较强，未来沪镍进口套利窗口可能还需在一段时间内保持基本关闭状态，境内供给过剩压力有望逐渐减轻。

图 4.2.8：镍内外比值处于低位

图 4.2.9：镍进口套利窗口处于基本关闭状态



资料来源: Wind 南华研究

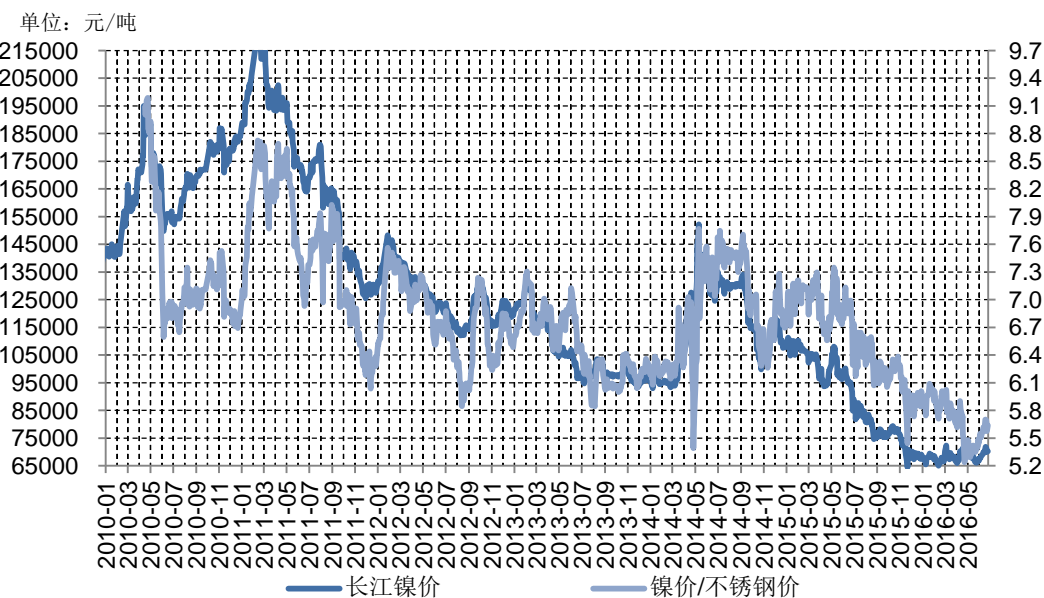


资料来源: Wind 南华研究

### 4.3. 镍成本通缩终结反弹成为镍价回升的核心驱动力

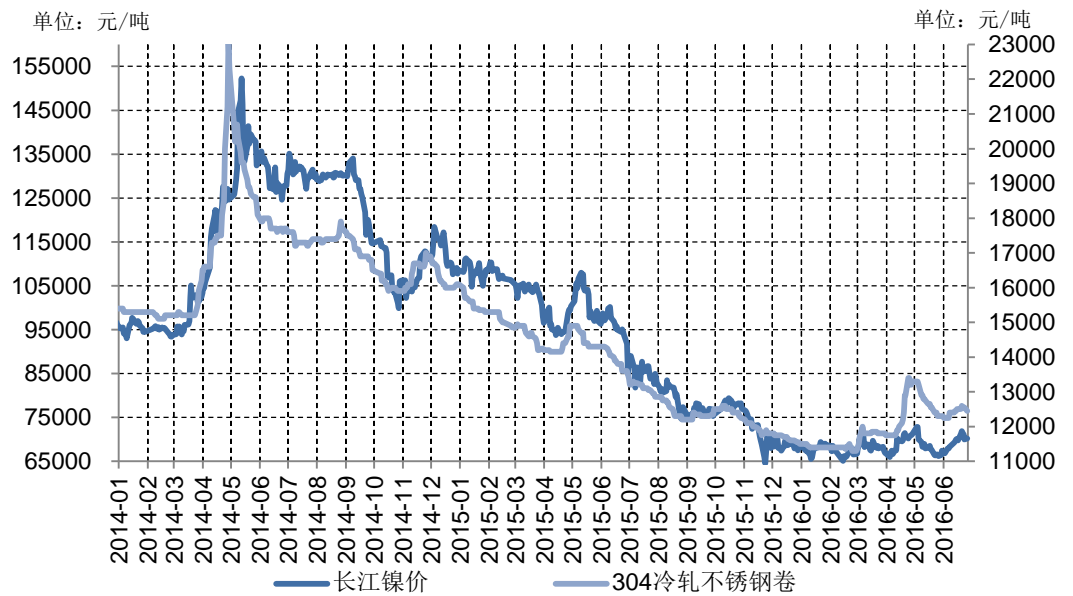
从镍产业下游看, 镍价与不锈钢比值现在处于历史底部以下。若镍价反弹到 80000 元, 即使按当前不锈钢卷价格计算, 比值才在 6.4 附近, 也还在历史底部区域。另外镍生铁与镍板价差也较高。因此不锈钢底部反弹趋势传导镍价的驱动力很强。

图 4.3.1: 镍价/不锈钢价比值处于历史底部以下



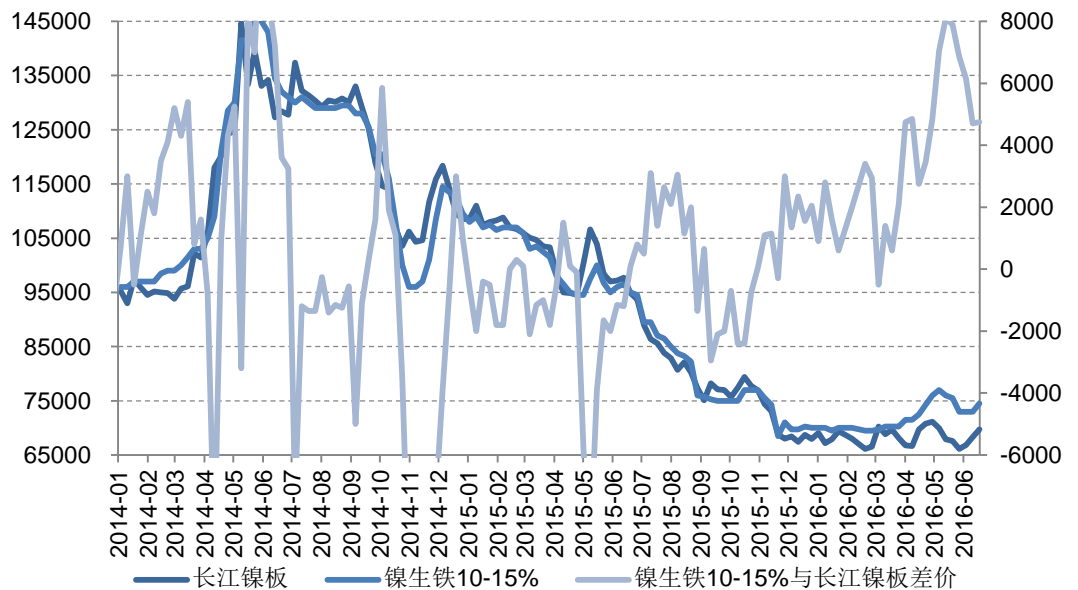
资料来源: Wind 南华研究

图 4.3.2: 不锈钢价底部反弹趋势很强



资料来源: Wind 南华研究

图 4.3.3: 镍铁与镍板价差处于高位



资料来源: Wind 南华研究

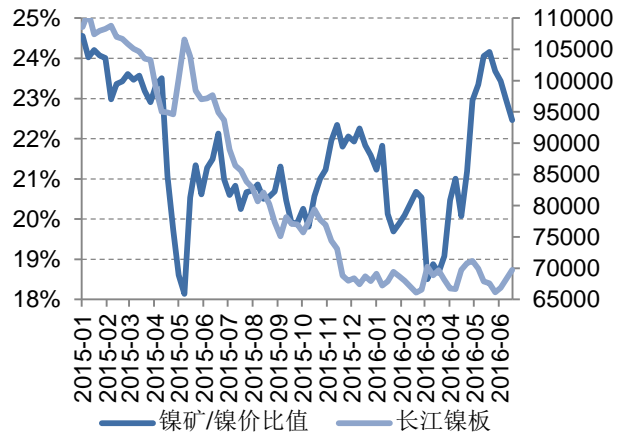
从镍产业上游看,沪镍与主原料端的价格传导率非常高,这点在基本金属里类同于沪铝。当前镍矿价底部反弹已启动,已从最低点处反弹 20%多。现在菲律宾新的镍矿政策不确定性使得镍矿紧缺的可能性大幅上升,镍矿持续反弹也在于资源国汇率升值以及小镍矿减产。

图 4.3.4: 沪镍与主原料端价格传导

图 4.3.5: 镍矿/镍价比值还很高

主原料端与沪镍价传导

	主原料变化	镍价变化	差异
一周	-455	-1050	595
一月	-1665	3650	5
三月	585	2800	5
一年	-21880	-24300	2420

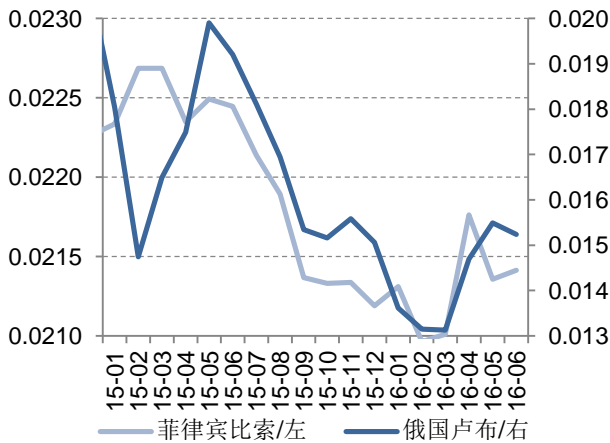


资料来源：南华研究

资料来源：Bloomberg 南华研究

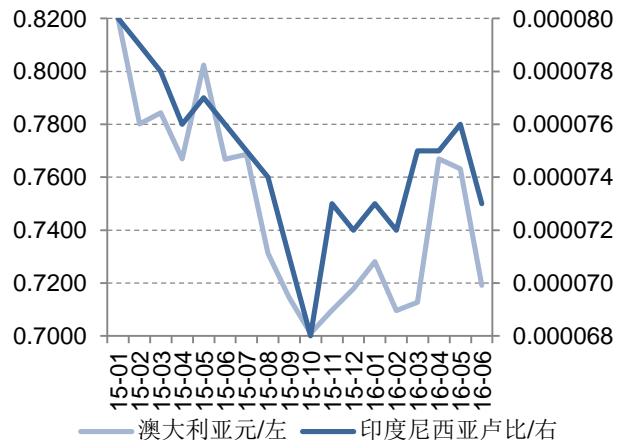
从全球镍资源国成本通缩输出看，现阶段通缩已经显著逆转了。全球镍矿生产国家的比重为：菲律宾占 17%，俄罗斯占 14%，加拿大占 15%，澳大利亚占 12%，印尼占 6%。在全球中国生产镍占 28-29%、消费 50% 上下，其中中国进口镍矿主要来自菲律宾，进口精炼镍主要来自俄罗斯，进口镍铁主要来自印尼。因此贸易成本趋势对沪镍影响巨大。

图 4.3.6：比索、卢布对美元趋势贬值转升值



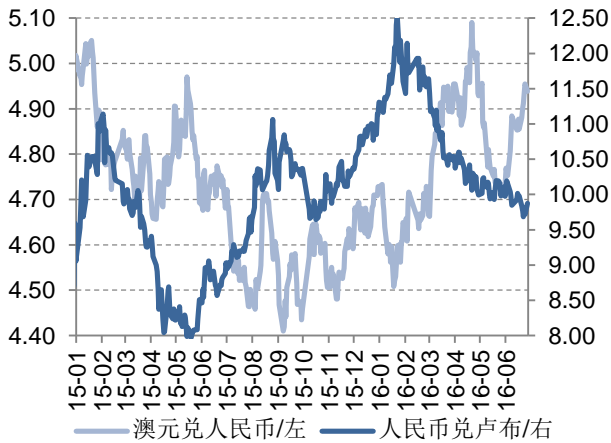
资料来源：Wind 南华研究

图 4.3.7：澳元、卢比对美元趋势贬值转升值



资料来源：Wind 南华研究

图 4.3.8：人民币对澳元趋势贬值、对卢布升值转贬值



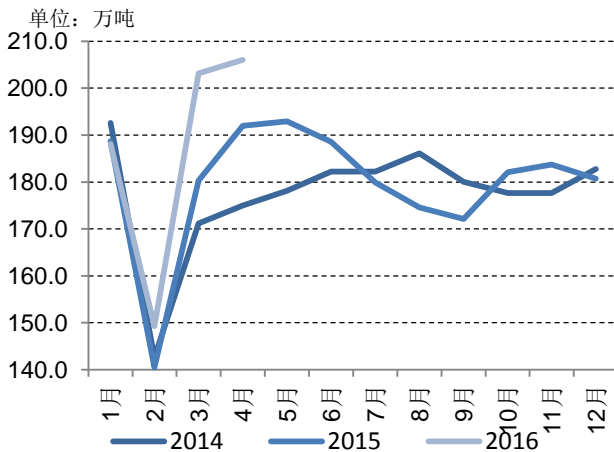
资料来源: Wind 南华研究

#### 4.4. 镍消费改善预期增强

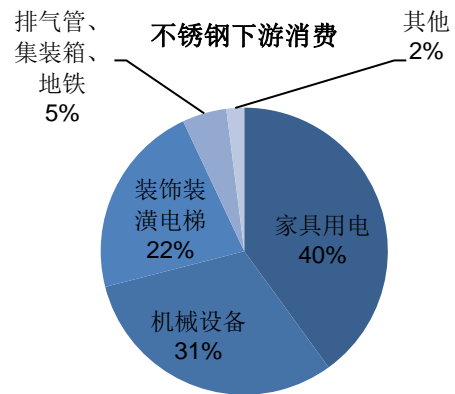
据安泰科统计,世界镍需求 65%在不锈钢,中国镍需求 82%在不锈钢。中国不锈钢总产量在 2016 年处于增加态势。不锈钢的下游消费约 62%与房地产有关,且主要体现在产业的后端,如后期装修装饰、居家生活等方面,而不仅仅是前期的基建阶段。商品房销售从去年下半年以来已好转,2016 年已显著回升,商品房待售面积在 2016 年 3-5 月份出现了连续下滑。

图 4.4.1: 中国不锈钢总产量 2016 年处于增加态势

图 4.4.2: 不锈钢下游消费结构



资料来源: Bloomberg 南华研究



资料来源: 安泰科 南华研究



## 南华期货分支机构

### 萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号、431 号天汇园一幢 2 单元 301 室、302 室  
电话：0571-83869601

### 台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室  
电话：0576-88200279

### 温州营业部

温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室  
电话：0577-89971820

### 宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902  
电话：0574-87280438

### 宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼  
电话：0574-87274729

### 慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼 709 室  
电话：0574-63925104

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼  
电话：0573-82153186

### 绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室  
电话：0575-85095807

### 成都营业部

四川省成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号明宇金融广场 13 层 1304A 号  
电话：028-86532609

### 兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号金地商务大厦 11 楼 001 号  
电话：0931-8805310

### 大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号  
电话：0411-39048000

### 北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室  
电话：010-63155309

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室  
电话：0451-58896600

### 郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室  
电话：0371-65613227

### 青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室  
电话：0532-80798985

### 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室  
电话：024-22566699

### 天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802  
电话：022-88371079

### 上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室  
电话：02150431979

### 上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层  
电话：021-68400692

### 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼  
电话：021-52586179

### 深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室  
电话：0755-82577529

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室  
电话：0755-82577909

### 广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房  
电话：020-38809869

### 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室  
电话：0553-3880211

### 重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3  
电话：023-62611626

**北京营业部**

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室  
电话：010-63161286

**太原营业部**

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室  
电话：0351-2118001

**余姚营业部**

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601、1602 室  
电话：0574-62509011

**普宁营业部**

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层  
电话：0663-2663855

**海宁营业部**

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室  
电话：0573-80703002

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层  
3232、3233、3234、3235 室  
电话：0580-8125381

**苏州营业部**

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室  
电话：0512-87660825（魏瑶电话）

**浙江南华资本管理有限公司**

杭州市西湖大道 193 号定安名都 B 座 313 室  
电话：0571-87830355

**永康营业部**

永康市丽州中路 63 号 11 楼  
永康市丽州中路 63 号 11 楼  
电话：0579-89292777

**南通营业部**

南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室  
南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室  
电话：0513-89011168

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室  
厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室  
电话：0592-2120366

**齐齐哈尔营业部**

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场 15 层 1 号、2 号  
黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场 15 层 1 号、2 号  
电话：0452-5883883

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）  
江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）  
电话：0791-83828829  
电话：0791-83828829

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼  
浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼  
电话：0574-85201116

**横华国际金融股份有限公司**

横华国际金融股份有限公司 330 号嘉华银行中心九楼、十六楼  
香港中环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼、十六楼  
电话：00852-28052658

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)