



产扩不减速，价跌恐难止

摘要

- 宏观：在美联储加息预期延后的背景下，美指强势回落，但并未给基金属市场带来明显支撑，同时，以中国为代表的新兴市场经济继续疲软，下游需求改善乏力，美国继续走在加息途中，而中国逐步走出低迷，宏观经济走势在曲折中继续向前。
- 铜：我们认为在目前铜矿企业边际成本低于边际收益的情况下，铜矿产能的供应扩张继续向精炼铜产能扩张的传导尚未结束，而中国经济下行压力下，需求增长未能消化产能扩张，过剩格局将持续，在铜市供过于求局面下，后市铜价恐仍有下行压力。
- 锌：我们认为在基金属整体走弱的背景下，锌价将继续受制于供应强劲和需求疲软，中长期料继续向下探底。但随着季节性需求转暖预期的走强，短期在现货市场有一定的改善迹象。
- 镍：我们认为尽管伦镍库存处于历史高位，但是下半年全球原生镍市场将受供应趋紧，而消费增速平稳的影响，供需过剩格局有改善，特别是在中国，下半年沪镍价格或将探底回升，且走势强于伦镍，而两市低点极可能出现在菲律宾雨季的三季度。
- 铝：我们认为 2015 年产业规模扩张期近尾声，但过剩产能难现大规模减产，未来铝前景更多的由需求端所决定，低价格、高产能的两难困境，估计还将持续很长时间。我们总体预判 2015 年完成本轮下降周期中的震荡筑底收尾，下半年延续上半年的窄幅波动。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

✉

方森宇

0571-87839265

fsy@nawaa.com

✉

夏莹莹

0571-87830532

xiayingying@nawaa.com

✉

助理研究员：

杨龙

0571-87839265

yanglong@nawaa.com

目录

第 1 章	2015 年 2 季度行情策略回顾	6
第 2 章	宏观：曲折中向前	7
2.1.	美国：提前加息落空，房地产重拾升势	7
2.2.	中国：经济常态化放缓，政策效应有待显现	8
第 3 章	铜：过剩格局持续，铜价重心向下	11
3.1.	需求增速放缓成新常态	11
3.1.1.	电力电缆用铜增速放缓	12
3.1.2.	房地产市场成交回暖，但投资信心恐难以快速恢复	13
3.1.3.	空调市场库存压力较大，下半年生产增速料保持低速	14
3.2.	铜矿及精铜产能进入加速扩张期	15
3.2.1.	下半年冶炼产能料进一步释放	15
3.2.2.	铜冶炼产能扩张将提振铜矿需求	16
3.2.3.	铜价成本支撑尚未显现	17
第 4 章	锌：积重难返，反弹尚需时日	19
4.1.	供应端持续改善	19
4.2.	需求端增速受限	21
4.3.	现货端显现回暖迹象	22
4.4.	2015 年 3 季度展望	23
第 5 章	镍市供需格局改善 雨季或促镍价拐点	25
5.1.	镍矿供应充分，但原镍供应料趋紧	25
5.1.1.	全球镍矿产量同比小幅增长，三季度料季节性回落	25

5.1.2.	中国镍生铁产量骤降，镍铁进口快速攀升.....	26
5.2.	镍消费增速保持低位	29
第 6 章	铝：止跌企稳现曙光	31
6.1.	规模扩张进入尾声	31
6.2.	原料供应宽裕，刚性成本支撑.....	33
6.3.	需求企稳弱改善，主导价格弱回升	34
6.4.	2015 年 3 季度展望	35
南华期货分支机构	错误!未定义书签。	
免责声明		37

图表目录

图 2.1: 美国 GDP 总量和同比统计.....	7
图 2.2: 美国国债收益率统计.....	7
图 2.3: 美国新屋开工和营建许可年化统计.....	8
图 2.4: 美国新屋销售和成屋销售年化统计.....	8
图 2.5: 中国固定资产投资额累计统计.....	9
图 2.6: 中国房地产开发投资完成额累计统计.....	9
图 2.7: 中国 6 个月至 1 年期贷款利率统计.....	9
图 2.8: 中国 CPI 和 PPI 指数统计.....	9
图 3.1: 中国二季度消费增速 3%.....	11
图 3.2: 全球二季度铜短缺 8.7 万吨.....	11
图 3.3: 美国季度消费量与同比增速.....	12
图 3.4: 中国季度消费量与同比增速.....	12
图 3.5: 电力电缆产量增速同比处于低位.....	12
图 3.6: 固定资产投资增速继续回落.....	12
图 3.5: 电力电缆产量增速同比处于低位.....	13
图 3.6: 固定资产投资增速继续回落.....	13
图 3.7: 成交回暖, 但价格仍低位徘徊.....	14
图 3.8: 投资增速低迷.....	14
图 3.9: 空调产量增速先扬后抑.....	14
图 3.10: 空调生产存季节性特征.....	14
图 3.10: 上半年中国精铜产量增速约 10%.....	17
图 3.11: 中国精铜产能利用率处于低位.....	17
图 3.10: 中国现货 TC 费用回落.....	17
图 3.11: 精矿进口增速冲高回落.....	17
图 3.12: 铜矿现金成本.....	18
图 4.1: 沪锌主力期价走势.....	19
图 4.2: 国内精炼锌累计产量统计.....	20
图 4.3: 国内精炼锌累计进口统计.....	20
图 4.4: 国内锌精矿进口累计统计.....	20
图 4.5: 国内锌精矿企业营收统计.....	20
图 4.6: 国内镀层板产量累计统计.....	21
图 4.7: 国内镀层板出口累计统计.....	21
图 4.8: 国内新开工面积累计统计.....	22
图 4.9: 国内汽车产量累计统计.....	22

图 4.10: 国内精炼锌库存统计	22
图 4.11: 上海有色网 0#锌升贴水统计	22
图 5.1: 全球镍矿月度产量同比由负转正.....	26
图 5.2: 三季度镍矿产量呈现一定季节性减产特征	26
图 5.3: 中国镍生铁产量下滑拖累全球原镍产出.....	26
图 5.4: 中国高镍生铁产量下滑明显.....	26
图 5.5: 中国镍生铁产量下滑拖累全球原镍产出.....	27
图 5.6: 中国高镍生铁产量下滑明显.....	27
图 5.7: 镍铁价格下跌刺穿镍铁生产成本引起减产	27
图 5.8: 港口库存持续回落	27
图 5.9: 镍铁进口量大幅攀升.....	28
图 5.10.: 印尼 2015 年镍铁新增项目概况.....	28
图 5.11: 中国镍消费增速放缓	29
图 5.12.: 2014 年中国镍消费领域分布及占比.....	29
图 5.13: 全球不锈钢生产增速放缓.....	30
图 5.14.: 中国不锈钢消费量同比增速降低.....	30

第1章 2015年2季度行情策略回顾

2015年2季度，在美国经济数据总体表现较差，美联储加息延后的背景下，美指强势回落，但是也没有给整个基金属带来太多利好，同时，以中国为代表的新兴市场经济走势继续疲软，前期推出的一系列政策尚未惠及到实体经济，下游需求改善乏力，基金属冲高回落，并且在悲观预期中，跌落更深的谷底。从下表统计数据来看，基金属下跌无一幸免。其中，锡和铝在两个市场中表现最弱，铅锌总体更为强一点，铜锌的波动幅度更大。

表 1.1: 2015 年 2 季度基金属价格走势

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	涨跌幅[%]
LME 铜	6030	6481	5642.5	5797.5	-232.5	-3.86%
LME 铝	1785	1977	1677	1701	-84	-4.71%
LME 铅	1824.5	2162.5	1758	1786	-38.5	-2.11%
LME 锌	2078	2404.5	2006.5	2022	-56	-2.69%
LME 镍	12310	14585	11730	11800	-510	-4.14%
LME 锡	16605	16800	13600	14360	-2245	-13.52%
沪铜连三	43440	46320	41310	42460	-980	-2.26%
沪铝连三	13370	13660	12680	12735	-635	-4.75%
沪铅连三	12350	14020	12300	12640	290	2.35%
沪锌连三	15995	17500	15410	15415	-580	-3.63%
沪镍连三	93430	111810	89090	91000	-2430	-2.60%
沪锡连三	118500	123160	111330	112310	-6190	-5.22%

资料来源：博易大师 南华研究

根据我们在 2015 年 1 季度报告中所提供的交易策略，做了一个简要的策略跟踪分析，（其中采用 30% 的仓位建仓，跨期套利采用 60% 的仓位建仓，伦沪市场间套利比率为 1:5，铜锌之间为 1:3，铜金之间为 1:3，止损出场 5%，止盈出场 15%），并对每一个策略的收益率情况统计如下：

表 2.1.2: 2015 年 1 季度基金属策略跟踪

策略	建仓时间	价差/比价	平仓时间	价差/比价	年化收益率
空伦铝	4月1日	1785	4月16日	1818.50	止损
多 Cu1507 空 Al1507	4月1日	3.38	6月29日	3.41	1.32%
多伦铜	4月1日	6030	5月1日	6419	38.70%
多伦铝空 Al1507	4月1日	7.49	4月28日	7.19	止损

资料来源：南华研究

从上表上看，在 2 季度，策略总体表现差强人意，特别是对冲策略没有表现稳健的一面，倒是 2 季度初期初多铜策略表现较好。

第2章 宏观：曲折中向前

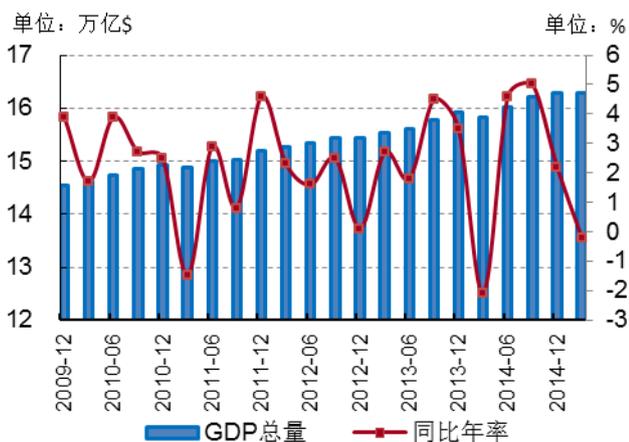
2015年2季度,美国经济数据总体表现疲软,众所期待的美联储加息没有成为现实,提前加息预期的落空使得美元指数强势回落,同时以中国为代表的新兴市场经济走势继续疲软,尽管也有一系列稳增长的货币政策和财政政策的出台,但是传导至实体经济尚需时间,因此经济增速改善乏力。尽管国内外经济有负众望,但是从中长期来看,美国继续走在加息途中,而中国逐步走出低迷,宏观经济走势在曲折中继续向前。

2.1. 美国：提前加息落空，房地产重拾升势

今年1季度,美国受到恶劣天气的影响,经济数据全线疲软。劳动力市场应声回落,尽管美国劳工部公布的3月份失业率继续走低,但是新增非农就业数据只增长了11.9万人,为一年多来的新低。此后公布的1季度GDP数据大幅下滑,更是令市场大跌眼镜,数据经过两次修正之后,已经从萎缩0.7%降至萎缩0.2%,但是市场对美国经济复苏的疑虑有增无减。尽管此后公布的新增非农就业数据连续走高,核心PCE指数在1%之上维持稳定,零售销售月率连续增长,却始终没能触动美联储提前加息的神经,美联储提前加息的预期落空,美元指数也没能在100点上方“百尺竿头,更进一步”。

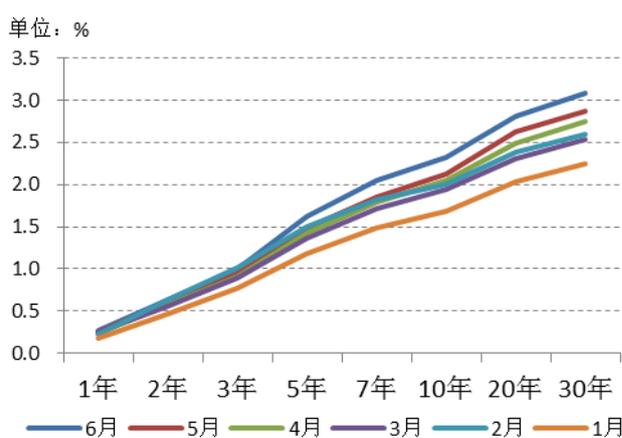
尽管美联储加息落空,但是美国国债市场却没有消停。从美债收益率的期限结构中可以看出,进入2015年之后,美债长端利率持续上行,并且要显著高于短端利率的走势,美联储加息和通胀或许是影响债市调整的部分原因,更深层次的原因可能在于实体经济改善导致的实际利率上行,并对风险资产价格造成较大的冲击。实际利率的上行,或许是对美国经济重拾增长动能的一种内在的肯定。

图 2.1：美国 GDP 总量和同比统计



资料来源：美国商务部 南华研究

图 2.2：美国国债收益率统计

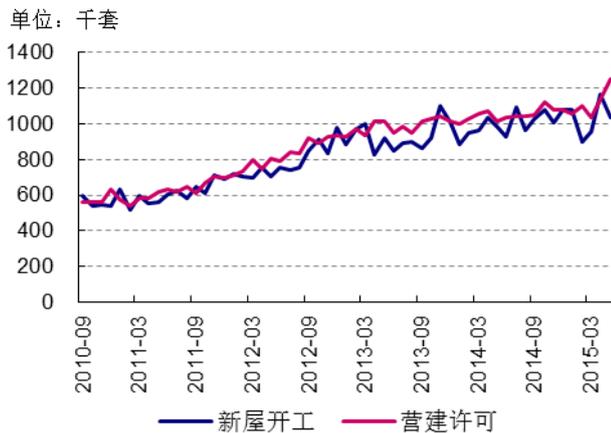


资料来源：Bloomberg 南华研究

另外需要关注的是美国的房地产市场。受到1季度恶劣天气的影响,新屋开工和营建许可一度大幅下滑,并引发市场担忧。不过4月份数据报复性上涨,其中新屋开工年化增长113.5万户,创2007年11月以来新高,营建许可年化增长114.3万户,创2008年6月以来新高,尽管5月份数据有所回落,但是总体维持震荡上行的趋势没有改变。

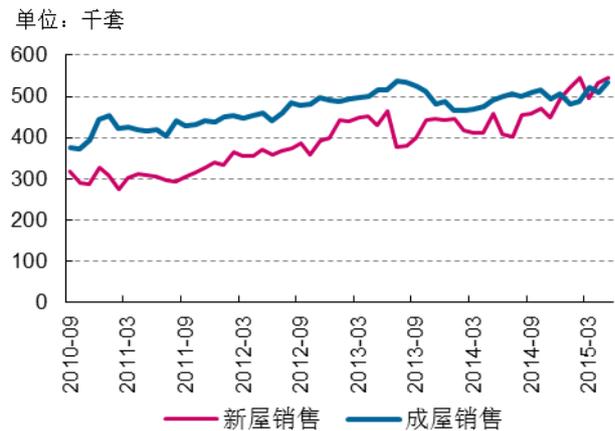
房地产市场销售也呈现逐步走高的趋势。美国商务部最新公布的数据显示，5月份新屋销售环比上升2.2%，创下2008年以来的新高，折合年率达到54.6万户；而美国房地产经纪人协会数据显示，5月份成屋销售环比上升5.1%，创下2009年以来的新高，折合年率达到53.5万户。房地产市场显现出较强的复苏的迹象，并与消费，通胀以及制造业PMI指数回暖的预期之下，有望能够带动美国经济走出年初以来的低谷。

图 2.3：美国新屋开工和营建许可年化统计



资料来源：美国商务部 南华研究

图 2.4：美国新屋销售和成屋销售年化统计



资料来源：NAR 南华研究

综合美国的经济走势来看，未来有望在房地产市场的带动下走出低谷，复苏重新步入正轨，而美联储也将会正式进入加息周期，美元指数有望重拾升势。不过风险依旧存在，比如希腊债务危机，美国其他经济数据大幅回落，美联储加息态度是否坚决等，都是影响美元指数走势的重要因素。

2.2. 中国：经济常态化放缓，政策效应有待显现

正如此前预期的那样，中国经济在面临错综复杂的国际形势和经济结构调整的压力下，经济增长不可避免地会受到冲击。2015年1季度GDP增幅降至7%，创6年以来的新低。而从目前与经济增长相关的指标来看，2季度GDP数据同样不容乐观，上半年基本维持7%左右的增速，而下半年增速上行的概率会更大一些。

经济增速的放缓，本质上是经济机构调整导致的经济增长方式的转变，即从传统的投资驱动转向创新驱动，目前正处于两者之间的转型期。在中央倡导“大众创业，万众创新”的时代，资源配置逐步由行政主导转向市场主导，而创新需要容忍失败，这就给传统以投资驱动的经济增长带来较大的冲击。经济增速放缓的过程，某些程度上也可以看做是投资驱动经济增长放缓的过程，2015年上半年经济增速的放缓，投资下行“功不可没”。根据国家统计局公布的数据显示，2015年5月，全国城镇固定资产投资完成额同比增长9.9%，增速比上月回升0.3个百分点，1-5月份累计同比增长11.40%，延续震荡下行的走势。同时数据显示，1-5月份，中国房地产开发投资完成额累计同比

增长 5.10%，房地产投资继续回落。在进出口总体维持稳定，而消费维持增长的前提下，投资增长的放缓已经成为拖累整个经济增长放缓的首要原因。

图 2.5：中国固定资产投资额累计统计



资料来源：国家统计局南华研究

图 2.6：中国房地产开发投资完成额累计统计

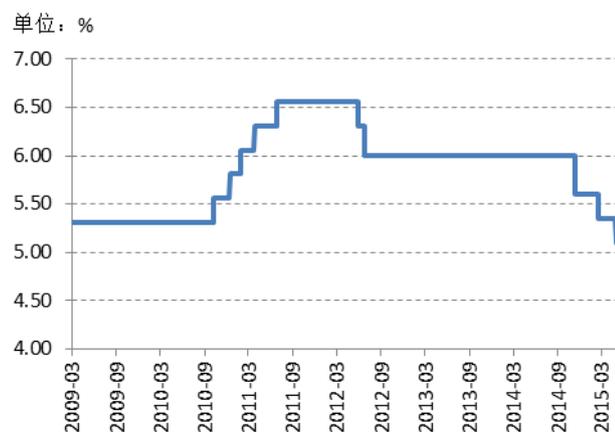


资料来源：国家统计局 南华研究

当然，中央政府也没有重视不管。通过简政放权，打击腐败来激活市场的活力，最为重要的是通过货币政策和财政政策双管齐下，降低企业融资成本，减少企业税费支出，创造一个良好的发展环境。从货币政策上来看，继去年年底重新开启降息周期之后，今年以来平均两个月降息间隔，并且穿插存款准备金率的下调，明显能够感受到中央支持实体经济的决心。特别是在 6 月底，央行罕见通过“降息+降准”的措施提振市场，尽管有救市之嫌，但是也是为支撑实体经济服务。

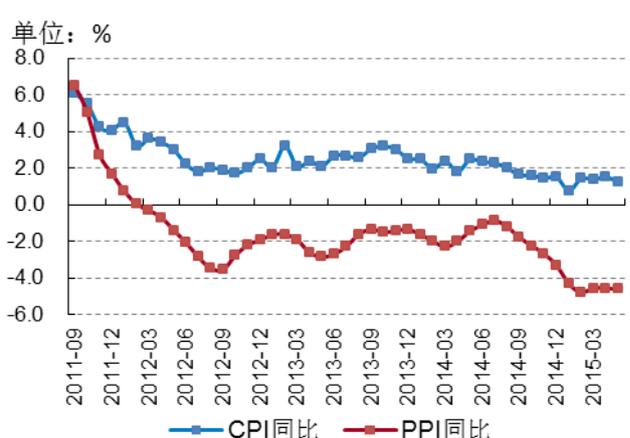
不过，需要关注的是，众多宽松的货币政策的出台，流动性井喷，通胀或许在年底会有所抬头，尽管对通胀的担忧为时尚早，5 月份维持在 1.2% 的较低水平，但是这或将影响政府实行宽松政策的力度，并且在很大程度上限制了“有形的手”的发挥。

图 2.7：中国 6 个月至 1 年期贷款利率统计



资料来源：Wind 南华研究

图 2.8：中国 CPI 和 PPI 指数统计



资料来源：国家统计局 南华研究

从财政政策上来看，除了上述提及的措施，上半年还有一个最重要的措施是地方债务置换。从财政部公布的信息来看，进5月中旬，已经开展了1万亿人民币的债务置换额度，并且在6月份又增加了1万亿人民币，用于缓解地方政府债台高筑的困局，继续为地方政府提供隐性担保。

综合中国国内的经济走势来看，结构调整带来的经济增速放缓还会延续，不过中央政府已经通过货币政策和财政政策来提振经济增长，只是目前部分措施带来的提振效应尚未显现，3季度中国经济增长的回暖还是值得期待的。

第3章 铜：过剩格局持续，铜价重心向下

我们认为下半年铜市供应将较上半年明显扩张，但需求复苏料继续缓慢，基本面过剩格局则将持续。主要观点如下：

1、近几年铜矿产能的持续扩张，将带动铜矿和铜冶炼产量继续增长；而消费方面，中国经济下行压力未消退，同时融资铜需求继续承压，全球消费将维持低速增长。全球基本面过剩格局将持续；

2、目前铜矿企业现金成本仍在铜价下方，铜价成本支撑尚未显现，在铜市供过于求局面下，后市铜价恐仍有下行压力。

图 3.1：中国二季度消费增速 3%

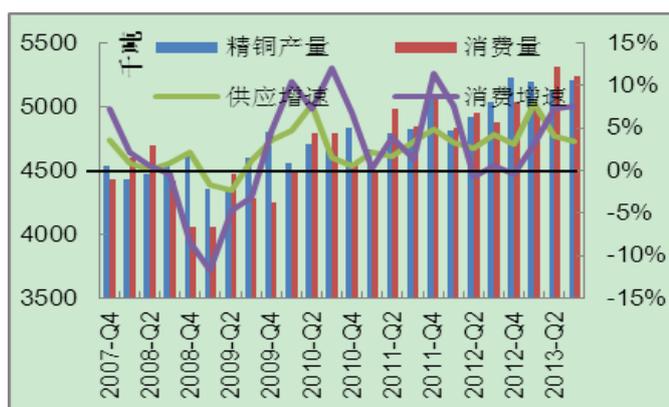


图 3.2：全球二季度铜短缺 8.7 万吨



资料来源：CRU 南华研究

资料来源：CRU 南华研究

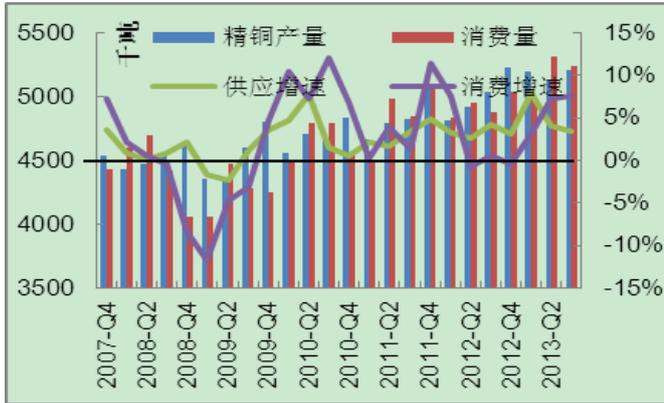
近几年来看，全球铜市二季度普遍出现供应短缺现象，主要因二季度为传统消费旺季，铜市需求大幅上扬，加之国内设备检修期引起的供应增速放缓，成全了二季度铜市的短缺。但今年的情况与往年略有不同，全球铜市短缺程度远不及往年同期。2013 年二季度铜市短缺 19.4 万吨，2014 年二季度亦短缺 14 万吨，但 2015 年二季度全球铜市缺口仅为 8.7 万吨。2015 年以来，中国经济增速进入新常态，政府政策也向“稳增长，促改革”转变，在中国经济面临严峻的下行压力下，中国铜市消费也同样面临困境，传统消费旺季出现旺季不旺的现象。2014 年二季度时，中国铜消费同比增长 7.2%，与 GDP 增速基本相近，但 2015 年中国铜需求明显放缓，二季度增幅大幅放缓至 3%，上半年增速则降至 2% 以下。

3.1. 需求增速放缓成新常态

全球经济总体仍处于低速增长中，尽管美国市场 GDP 及房屋数据呈现改善迹象，但外围欧洲及亚洲地区经济的乏力，料抑制美国经济复苏力度，且即使美国经济数据大幅好转，美国货币政策将逐渐回归正常化，这同样将削弱美国经济复苏动能。从 CRU 公布的数据来看，美国二季度铜消费量同比增速下滑至 1.2%，一季度为 2%，而 2014 年二季度时的增幅达到 6.9%。欧洲市场二季度铜消费量同比减少 3.7%，一季度时减少 4%，表明铜需求前景依然堪忧。中国市场来看，全球最大铜消费国中国的经济仍存较大下行风

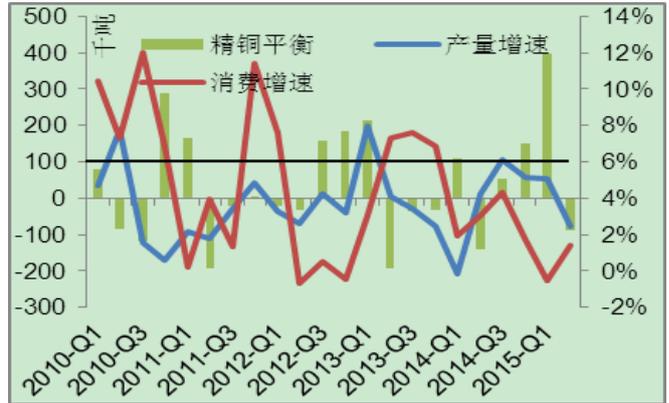
险，随着中国经济进入新常态，铜消费料从高速增长向中低速增长转变。中国今年二季度铜消费增速同比 3%，较一季度 0.7%增速有所改善，但仍低于 2014 年二季度的 7.2%。我们认为，占全球消费量 40%的中国的消费需求，将决定全球铜消费前景。预计全球下半年铜需求难有惊喜，低速增长成大概率事件。

图 3.3：美国季度消费量与同比增速



资料来源：CRU 南华研究

图 3.4：中国季度消费量与同比增速

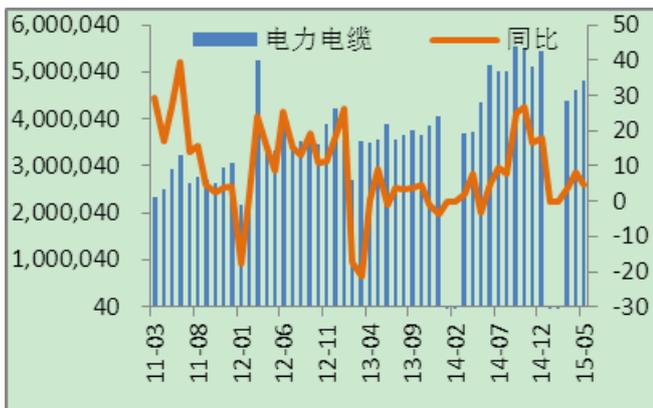


资料来源：CRU 南华研究

3.1.1. 电力电缆用铜增速放缓

由于固定资产投资增速持续放缓，中国电缆行业整体情况不佳，今年以来，电缆行业只有在 3、4 月有所恢复，但从 5 月开始便已走低，6 月更是不乐观。目前产量相对良好的电缆厂为高铁和轨道交通有关电缆厂，但这两者用铜量有限。

图 3.5：电力电缆产量增速同比处于低位



资料来源：Wind 南华研究

图 3.6：固定资产投资增速继续回落



资料来源：Wind 南华研究

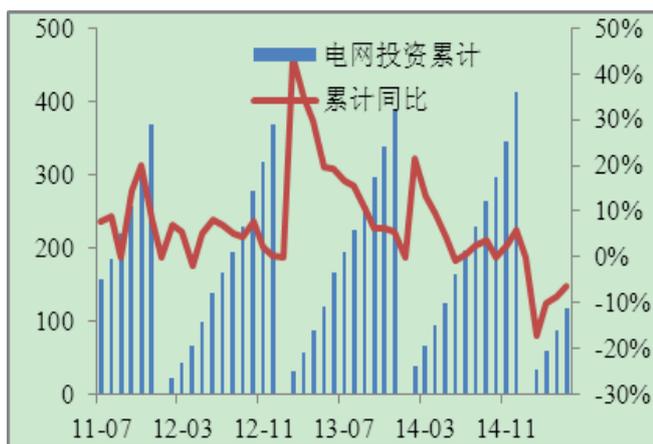
电网投资铜消费量占中国铜消费总量 40%以上，2015 年我国电网投资计划投资总额 4202 亿元，与 2014 年完成总额相比增长 24%，较 2014 年 13%的计划投资增速大幅加快，但 2014 年电网投资实际增速仅为 1.78%。从能源局公布的数据来看，截止今年 5 月份电网投资增幅为 -6.3%，电网投资再次失速，这加剧后续铜需求忧虑。

从具体投资金额来看，前5个月电网投资完成1177亿元，占全年投资计划的28%，这预示要完成全年计划目标，接下来7个月就需完成剩余72%的计划额，这个难度可想而知。而2014年时，电网实际投资也仅完成投资计划的88.8%。下半年，中国电网投资增速料是大概率时间，但完成全年目标的难度仍较大。

另外，从电网对铜需求的带动作用来看，由于国家电网投资重心向特高压倾斜，而特高压电网铺设的架空线采用钢芯铝绞线，而不是电力电缆，因此在铺设网络过程中不涉及铜消费。整个特高压电网的建设中，用铜最多的就是在变电站这一环节，包括一些线路的铺设和变压器的使用，我们认为这些环节对铜使用量的比例有限。

因此，尽管下半年电网投资有望较上半年加速，但对铜需求的带动作用可能受限。

图 3.5：电力电缆产量增速同比处于低位



资料来源：Wind 南华研究

图 3.6：固定资产投资增速继续回落



资料来源：Wind 南华研究

3.1.2. 房地产市场成交回暖，但投资信心恐难以快速恢复

自“330新政”出台及5月再次降息以来，政策效应在楼市得到了明显体现。3月开始，楼市出现解冻迹象，包括上海、北京、深圳在内的一线城市均现量价齐升行情。5月这种回暖态势进一步确立，其中深圳一手房价环比涨幅达到6.7%，在70个大中城市中遥遥领先。

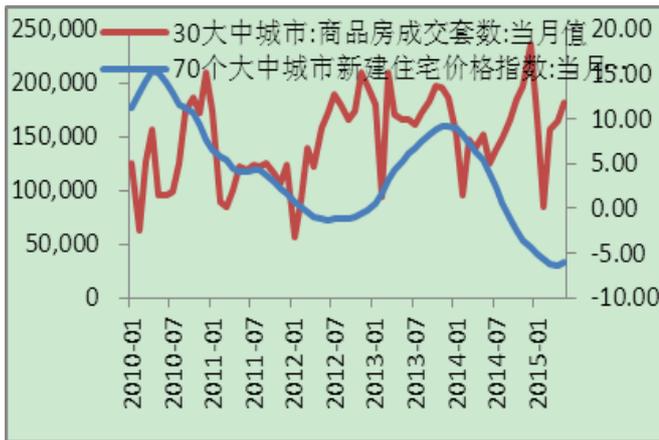
中国国家统计局公布，5月末商品房待售面积环比减少15万平方米至65666万平方米，持续长达3年的商品房库存上升态势首现转变；今年1-5月，商品房销售面积降幅收窄，其中住宅销售面积同比止跌，商业营业用房销售面积同比增长约3.9%，连续14个月累计负增长的商品房销售额首现正增长，涨幅3.1%。近期的楼市较好地吸收了今年一季度以来各类宽松政策的效应，刚需和改善型购房需求在积极释放。

价格方面，根据国家统计局周四发布的数据计算得出，5月份新建商品住宅均价较4月份上涨0.06%，4月份为环比下跌0.12%。这是在连续12个月的下跌之后房价首次出现环比上涨。当月住宅均价同比下跌6.0%，较4月份6.3%的跌幅有所收窄。

5 月份房价环比上涨主要受一线城市涨幅较大所致，城市间分化则在加剧。据测算，5 月份北京、上海、广州、深圳 4 个一线城市新建商品住宅和二手住宅价格环比普涨，4 个城市环比平均分别上涨 3.0%和 3.8%，最高涨幅分别为 6.7%和 6.3%，分别比上月扩大 4.9 和 3.9 个百分点；二线城市房价整体较为稳定；大部分三线城市房价仍然下降。

在量升价稳的同时，房地产企业因高库存、高资金压力以及低利润率，投资活动继续放缓，截止 5 月份，今年房地产开发累积投资完成额同比增 5.1%，低于 4 月份时的 6%，亦低于去年同期的 14.7%。我们预期下半年房地产市场需求整体将继续改善，但房地产投资增速则继续处于低迷水平。

图 3.7：成交回暖，但价格仍低位徘徊



资料来源：Wind 南华研究

图 3.8：投资增速低迷



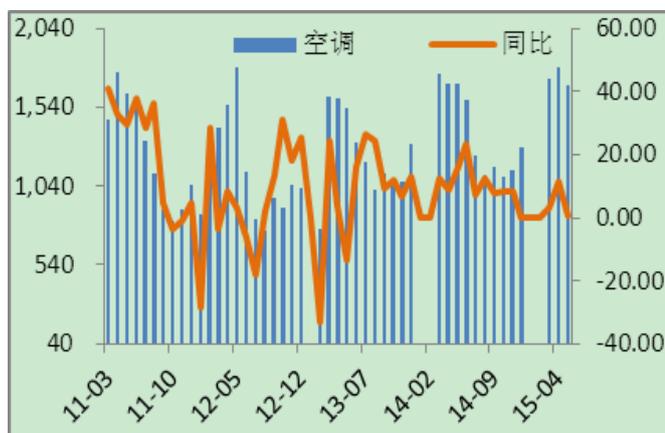
资料来源：Wind 南华研究

3.1.3. 空调市场库存压力较大，下半年生产增速料保持低速

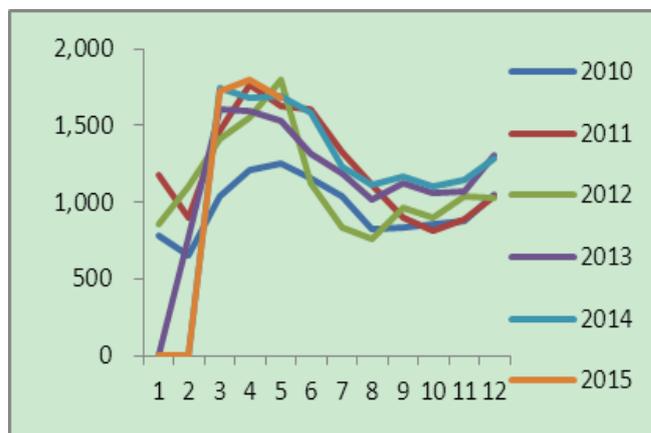
2015 开年以来，空调行业整体面临高库存压力，产销遭遇挫折。在价格战的持续刺激下，3 月家用空调市场零售量额出现了短暂的增长，但由于整体市场疲软以及消费需求的提前透支，进入 5 月，空调厂商“以价换量”的预期日渐落空。据互联网大数据公司奥维云网（AVC）2015 年 1-5 月监测数据显示，家用空调线下市场累计零售量同比下降 6.5%，零售额同比下降 11.3%。6 月份随着传统销售旺季的到来，空调厂商纷纷将工作重点由生产转向终端促销，以借机再次消化现有库存。总体来看，2015 年国内空调市场进入调整期，在上半年产量增速的背景下，需求市场维持低迷，企业库存压力骤升，同时下半年空调企业生产步入淡季，后市对铜的消费需求带动料薄弱。

图 3.9：空调产量增速先扬后抑

图 3.10：空调生产存季节性特征



资料来源：Wind 南华研究



资料来源：Wind 南华研究

3.2. 铜矿及精铜产能进入加速扩张期

3.2.1. 下半年冶炼产能料进一步释放

随着现有铜矿的改扩增产以及新建铜矿的投产，今年全球铜矿产能料继续释放，预计 2016 年铜矿产能增速达到顶峰。据安泰科预计，全球 2015 年和 2016 年拟建铜矿项目约 24 个，其中 2015 年拟建投产的项目 12 个，合计产能约为 57.3 万吨/年；2016 年有 12 个项目，合计产能约为 75.3 万吨/年。

表 3.1：2015-2016 年计划投产的国外主要在建/拟建铜矿项目 单位：万吨铜/年

序号	公司（运营方）	国家	项目名称	增加产能	投产	产品	类型
在建项目							
1	First Quantum	赞比亚	Sentinel	30	2015	铜精矿	新建
2	Hudbay	秘鲁	Constancia	11.8	2015	铜精矿	新建
3	Marcobre	秘鲁	Mina Justa	11	2015	湿法铜/铜精矿	新建
4	Kazakhmys	哈萨克	Bozhakol	10	2015	铜精矿	新建
5	Antofagasta & Marubeni	智利	Antucoya	8.5	2015	湿法铜	新建
6	Barrick & Alujain	沙特	Jabal Sayid	6	2015	铜精矿	新建
7	EMED Mining	西班牙	Rio Tinto	3.7	2015	铜精矿	重建
8	Polymet Mining	赞比亚	Kangaluwi-Chisawa	3.5	2015	湿法铜	新建
9	Polymet Mining	美国	Northmet Project	3.2	2015	铜精矿	新建
10	五矿资源	秘鲁	Las Bambas	40	2016	铜精矿	新建
11	Kazakhmys	哈萨克	Aktogay	10	2016	铜精矿	新建
12	万宝矿业	缅甸	Letpadaung	10	2016	湿法铜	新建
13	Corriente	厄瓜多	Mirador	6	2016	铜精矿	新建

Resources	尔						
14	National Iranian Copper Industry	伊朗	Darehzar & Nouchoon	4.7	2016	铜精矿	新建
15	Mercator Minerals	墨西哥	El Pilar	3.9	2016	湿法铜	新建
合计				162.3			
拟建项目							
1	Glencore Xstrata	秘鲁	Coroccohuayco	5	2015	湿法铜	新建
2	Russian Copper	俄罗斯	Tominskoye	6.3	2015	铜精矿	新建
3	Augusta Resource	美国	Rosemont	11.6	2015	铜精矿	新建
4	Nevada Copper	美国	Pumpkin Hollow	12.4	2015	铜精矿	新建
5	Ariab Mining	苏丹	Hassai	5	2016	铜精矿	新建
6	Rex Minerals	澳大利亚	Hillside	7.5	2016	铜精矿	新建
7	Candente Copper	秘鲁	Cañariaco	12	2016	铜精矿	新建
8	Marengo Mining	巴新	Yandera	12.5	2016	铜精矿	新建
9	Anglo American & Mitsubishi	秘鲁	Quellaveco	22.5	2016	铜精矿	新建
合计				94.8			

资料来源：安泰科 南华研究

3.2.2. 铜冶炼产能扩张将提振铜矿需求

随着二季度国内冶炼企业检修结束，三季度冶炼产能将恢复，另外，新增产能亦将持续释放，中国铜精炼及粗炼产能将进一步提高。而处于低下的产能利用率，预示产能扩张将带动铜精矿消费需求以及冶炼铜产量。

表 3.2: 2015 年企业检修动态

公司名称	粗炼/精炼	产能(万吨)	开始时间	结束时间	备注
大冶有色	精炼、粗炼	70	2015 年 1 月初	2015 年 2 月底	检修
上海大昌	精炼	6	2015 年 1 月中旬	2015 年 2 月底	检修
兰溪自立	精炼	8	2015 年 1 月底	2015 年 4 月中旬	检修
富春江	精炼	20	2015 年 3 月初	2015 年 4 月底	检修
云南铜业	粗炼、精炼	60	2015 年 3 月	2015 年 4 月	检修
广西金川	粗炼、精炼	40	2015 年 4 月底	2015 年 5 月中旬	检修
豫光金铅	精炼	10	2015 年 5 月中	2015 年 5 月底	检修
云锡铜业	精炼	10	2015 年 5 月初	2015 年 6 月初	检修
阳谷祥光	粗炼、精炼	50	2015 年 5 月	2015 年 6 月中旬	检修
金川集团	精炼	80	2015 年 5 月中	2015 年 6 月中	检修
赤峰金剑	粗炼、精炼	12	2015 年 6 月初	2015 年 6 月中旬	检修

资料来源：SMM 南华研究

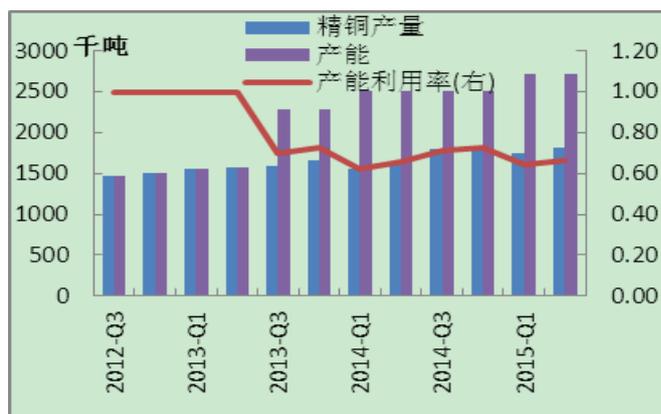
据安泰科预计，2015 年我国粗炼和精炼产能将分别再新增 105 万吨和 100 万吨，年末达到 655 万吨/年和 1086 万吨/年。并预计 2015 年国内实际新增铜粗炼有效产能 74 万吨（资金和经营问题，环保压力，可能还有停产出现），粗铜产量将达到 486 万吨，同比增长 12.6%；由于废铜供应紧张，预计精铜产量同比增长 8.2%至 745 万吨。

图 3.10：上半年中国精铜产量增速约 10%

图 3.11：中国精铜产能利用率处于低位



资料来源：CRU 南华研究



资料来源：CRU 南华研究

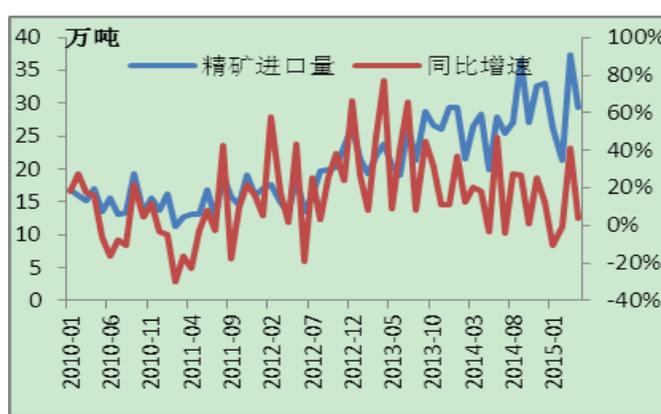
然而，今年以来，国内现货铜粗炼精炼费（TC/RC）费用持续回落。究其原因，部分受智利洪灾等因素导致至少 350,000 吨铜精矿流失外，中国国内冶炼企业为获得相对紧俏的铜精矿供应，亦纷纷降低冶炼费用。随着精矿产能的释放以及供应中断问题的缓和，全球铜矿供应将重新回到过剩阶段，中国精矿进口增速亦有望快速回升。

图 3.10：中国现货 TC 费用回落

图 3.11：精矿进口增速冲高回落



资料来源：路透社 南华研究



资料来源：Wind 南华研究

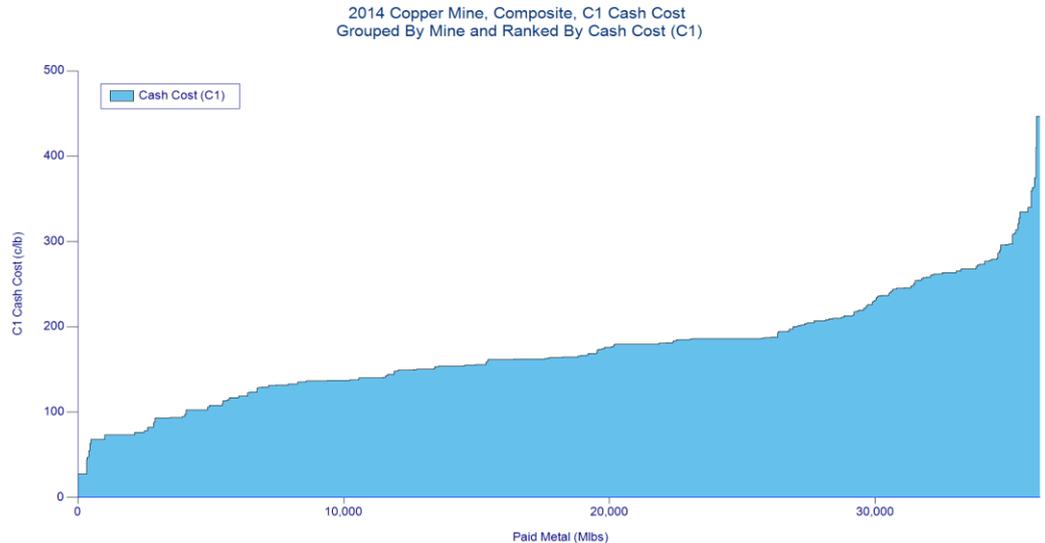
3.2.3. 铜价成本支撑尚未显现

据 Wood Mackenzie 2014 年对全球近 260 个铜矿山的最新统计，这些矿山的现金成本 C1（含副产品抵扣）90%分位线约为 5800 美元/吨，95%分位线约为 6150 美元/吨。安泰科对 30 个国内主要铜矿山（约占国内一半产量）进行的分析显示，国内的铜矿的现

金生产成本（未包括副产品抵扣）平均约为 3.5 万元左右，90%分位线为 42000 元/吨左右。随着原油等能源商品价格大幅下跌及产铜国本币贬值等影响，铜的生产成本呈下降趋势。

这表明在目前价格环境下，全球大部分铜矿山现金成本线仍远未触及，矿产减产动能显不足。在全球铜矿供应仍无法改善铜市供过于求局面的缓解下，后市铜价下行压力仍较大，而成本支撑远未显现。

图 3.12：铜矿现金成本



Source: Wood Mackenzie Ltd, Dataset: 2014 Q1

资料来源：Mackenzie 安泰科 南华研究

第4章 锌：积重难返，反弹尚需时日

2015年2季度，锌价上演了一场轰轰烈烈的V型反转走势，从3月底的16000点左右，震荡上升至5月初的17500点附近，而后又在6月底回归到15500点，期间并没有太大波折，完成了从强烈看好到强烈看跌的轮回，令投资者唏嘘不已。我们认为，在基金金属整体走弱的背景下，锌价将继续受制于供应强劲和需求疲软，短期内积重难返，而等待下游需求季节性回暖带来的反弹又尚需时日。

图 4.1：沪锌主力期价走势



资料来源：博易大师 南华研究

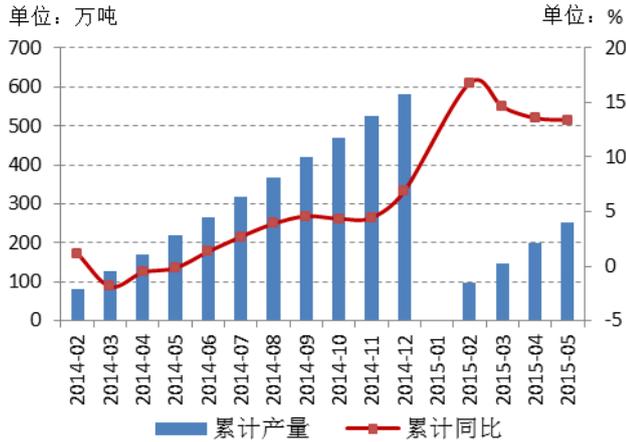
4.1. 供应端持续改善

精锌供应大幅改善，供应增幅高于需求增幅是市场共识，不过国内外还是存在较大的差异。国内精锌供应大幅改善主要来自于冶炼产量的显著上升。根据国家统计局公布的数据显示，2015年5月，国内精炼锌产量达到53.13万吨，同比增长15.94%，1-5月份，国内精炼铜累计产量达到251.11万吨，同比增长13.39%。从数据上来看，2015年以来冶炼厂一直维持较高的开工率，使得精锌产量一直维持两位数的高速增长。如果下半年能够保持在10%-12%左右的增速的话，全年精炼锌总产量将达到640-650万吨，将会刷新历史记录。

产能快速增长，导致精炼锌进口量大幅萎缩。根据海关总署公布的数据显示，5月份，国内进口精炼锌4.46万吨，同比减少8.5%，而1-5月份累计进口17.76万吨，同比更是大幅下降了42.87%。国内冶炼产能开工率的走高，压制了精炼锌的进口，并且随着国内产能的继续走高，进口量将会继续维持低位。综合国内冶炼产能和进口量来看，

1-5 月份精炼锌供应量净增 268.87 万吨，同比增长 14.16%，显然，国内数据中供应量增速更快，而这也将是继续制约锌价走势的主要因素。

图 4.2：国内精炼锌累计产量统计



资料来源：国家统计局 南华研究

图 4.3：国内精炼锌累计进口统计



资料来源：海关总署 南华研究

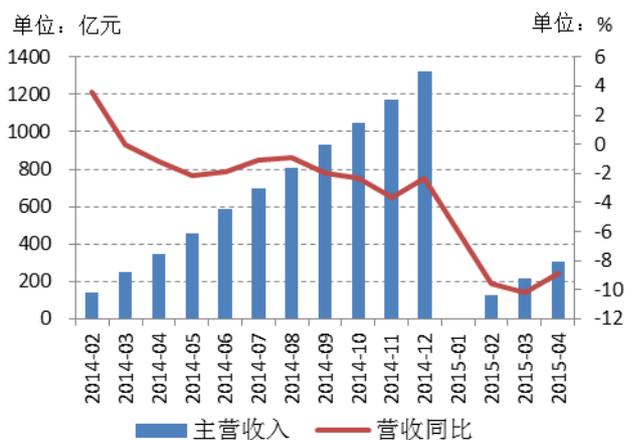
相比精炼锌进口的大幅萎缩，锌精矿进口却大幅走高。根据海关总署公布的数据显示，2015 年 4 月，国内进口锌精矿 23.33 万吨，同比大增 85.43%，而 1-4 月份，国内累计进口锌精矿达到 95.96 万吨，同比增长 42.03%。年初以来，锌精矿进口的大幅走高，与去年年底敲定的加工费大幅走高密切相关，这显著提升了冶炼企业的积极性。不过鉴于国内环保压力以及低品位锌矿导致冶炼成本的高企，锌精矿生产企业产能回落，在上半年锌价与去年略高的情况下，主要上市公司的主营收入反而减少，累计同比去年下跌 10%左右，国内冶炼企业产能收缩和进口替代是精炼锌供应端能够改善的重要原因。

图 4.4：国内锌精矿进口累计统计



资料来源：海关总署 南华研究

图 4.5：国内锌精矿企业营收统计



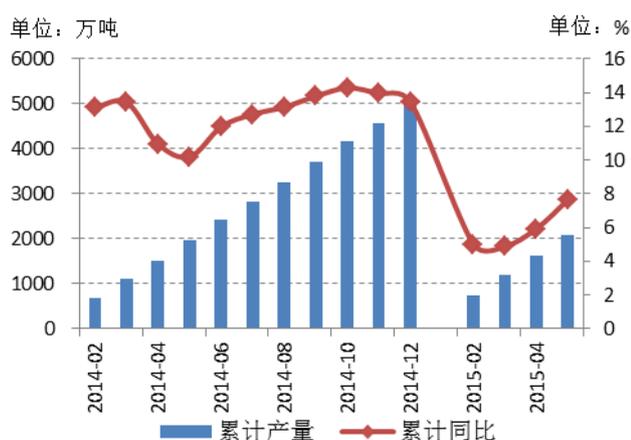
资料来源：Wind 南华研究

4.2. 需求端增速受限

相比之下，精炼锌需求端走势较为复杂。从产业链来看，精炼锌直接下游-镀层板产量继续维持增长，并且涨幅持续走高。根据国家统计局公布的数据显示，2015年5月，国内镀层板产量为464万吨，同比增长11.30%，增速较上月上升近3个百分点，1-5月份累计产量达到2095.33万吨，同比增长7.64%。镀层板产量继续增长，表明精炼锌下游需求有所改善，对期锌价格有一定的提振。

不过，从精炼锌下游的终端需求来看，这种改善的预期存在很大的不确定性。首先是自年初以来，镀锌板出口量的萎缩处于连续萎缩的状态，根据海关总署公布的数据显示，2015年1-5月，国内镀层板累计出口量达到461.15万吨，同比萎缩了8.15%，并且较1-4月份加速下行，显示国外市场对国内镀层板的需求量呈现下行趋势，同时，从出口平均单价上来看，5月份已经降至627.21美元/吨，继续创历史新低。出口的量价齐跌，无疑对镀层板的外销构成较大的压力，同时也使得精炼锌价格继续承压。

图 4.6: 国内镀层板产量累计统计



资料来源：国家统计局 南华研究

图 4.7: 国内镀层板出口累计统计



资料来源：海关总署 南华研究

精炼锌终端需求外销不利，内销也难言乐观。从国内镀锌板的消费结构上来看，房地产和汽车市场消费无疑占据主导。尽管国家已经出台一系列政策来提振房地产市场，但是楼市仍然处于调整过程中，特别是新开工面积同比增速仍然处于下行过程中。根据国家统计局公布的数据显示，2015年1-5月，全国累计新开工面积达到5.03亿平方米，同比继续萎缩16.0%，这已经是连续15个月累计同比萎缩，目前尚未看到有止跌的迹象，下游房地产销售量的升温主要是消耗此前庞大的库存，并未直接向上游开工方面传导，距离下游房地产市场的真正回暖尚需时日，由此可见，房地产市场对镀层板的需求也趋向于萎缩，对精炼锌的需求也难言乐观。另一个终端需求是汽车行业，尽管国内汽车产量仍然维持增长，但是速度明显放缓，数据显示，2015年5月，国内汽车生产产量达到198.40万辆，同比下降1.60%，1-5月汽车生产累计产量达到1033.90万辆，同比增长2.20%，显然，汽车产量高速增长的时代已经成为过去式，国内车市迈入中低速增长的新常态，市场中接踵而来的汽车降价传闻也从侧面说明了这一点。汽车行业的中低速增长使得对镀层板的增速需求大幅减弱，精炼锌需求也难以有效展开。

图 4.8：国内新开工面积累计统计



资料来源：国家统计局 南华研究

图 4.9：国内汽车产量累计统计



资料来源：国家统计局 南华研究

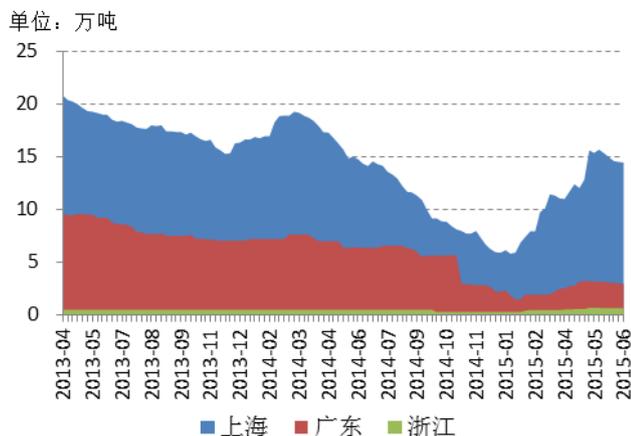
综合国内精炼锌的供需情况来看，供应端和消费端的增长速度显然要快于国外研究机构的预估，并且两者之间的增速差也要显著高于预期，结合目前上下游状况来看，这是我们中长期看低锌价走势的主要原因。不过也应该看到，随着季节性需求转暖预期的走强，短期在现货市场有一定的改善迹象。

4.3. 现货端显现回暖迹象

并非所有数据都利空市场，目前现货市场还是传递出些许利好。从全球范围来看，LME 精炼锌库存从 2013 年年初至今一直处于去库存周期，而库存量从 120 万吨降至目前的 46 万吨的低水平，降幅超过 60%。国内精炼锌库存自年初以来反弹之后，目前已经有回落迹象。从上期所库存数据来看，目前精炼锌库存为 18.01 万吨，较 5 月底年内最高的 19.47 万吨已经有所回落，尽管幅度不是很大，但能表明前期库存上升过程或将结束，结合下游需求的季节性回暖预期，国内精炼锌或将重新回归去库存过程。另外，国内现货市场也有所改善，上海地区 0# 锌的升贴水已经重新转正，目前平均升贴水在 10 元/吨左右，这是三个月以来再次转正，这也在一定程度上反映了现货市场需求的回暖。

图 4.10：国内精炼锌库存统计

图 4.11：上海有色网 0# 锌升贴水统计



资料来源：Wind 南华研究

资料来源：Wind 南华研究

4.4. 2015 年 3 季度展望

综合我们对精炼锌基本面的分析，我们认为，目前市场对精炼锌下游需求回暖的预期，在现货市场已经有改善的迹象，但是在前期利空因素积重难返的情况下，总体下行走势还在延续，锌价的季节性反弹尚待时日。从技术分析上来看，沪锌 1509 合约下行空间有限，预期底部在 14800-15000，锌价突破 20 日均线即可反弹做多，否则继续保持观望。

表 4.1：锌供需平衡表

单位：kt	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
全球								
产量	3,208	3,337	3,150	3,274	3,326	3,555	3,440	3,430
同比%	7.72	3.89	-0.41	1.87	3.68	6.53	9.21	4.76
消费	3,250	3,293	3,348	3,401	3,333	3,311	3,330	3,425
同比%	4.70	5.24	6.56	7.42	2.55	0.55	-0.54	0.71
平衡	-42	44	-198	-127	-7	244	110	5
LME 价格 (\$/t)	1917	2059.25	1983.5	2216.75	2271.25	2238.5	2080.5	1999
同比%	-8.70	-0.57	4.61	19.50	18.48	8.70	4.89	-9.82
LME 库存 (kt)	966	933	780	668	751	692	513	464
中国								
产量	1,321	1,376	1,256	1,409	1,456	1,591	1,475	1,500
同比%	19.55	12.23	1.05	8.64	10.22	15.63	17.44	6.46
消费	1,450	1,465	1,490	1,530	1,520	1,510	1,535	1,585
同比%	8.21	7.72	7.58	8.90	4.83	3.07	3.02	3.59
净出口	-139	-209	-198	-178	-72	10	-42	-50
平衡	10	120	-36	57	8	71	-18	-35
SHFE 价格 (¥/t)	14870	15215	14850	16000	16790	16765	16015	15235
同比%	-5.77	-2.66	0.34	11.27	12.91	10.19	7.85	-4.78
SHFE 库存 (kt)	53	35	38	27	18	5	12	36

RMB 汇率	6.12	6.05	6.22	6.21	6.14	6.2	6.2	6.2
SHFE/LME	7.76	7.39	7.49	7.22	7.39	7.49	7.70	7.62

资料来源: CRU Bloomberg 南华研究

第5章 镍市供需格局改善 雨季或促镍价拐点

下半年全球镍矿供应料维持小幅增长，因菲律宾镍矿供应局势仍良好，三季度或受雨季影响季节性回落。但原镍市场供应料微紧，因中国环保升级以及企业利润下降削减镍铁产量，但印尼镍铁项目的投产将部分抵消国内减产部分，另外包括马达加斯加、缅甸、日本、韩国、危地马拉和巴新也将保持增产。预计下半年全球原生镍供应较 14 年小幅回落。

需求面来看，全球最大镍消费国中国的消费需求决定着全球镍需求前景。随着中国不锈钢消费结构的改变以及经济增速的放缓，中国市场镍消费增速料维持低速增长。但下半年我国不锈钢出口市场料面临困境，因欧盟等国家的反倾销税，削弱国内出口需求。综合来看，我们认为 2015 年下半年全球镍消费将维持低速增长。

下半年全球原生镍市场将呈现供应趋紧，而消费增速保持低速平稳的预期下，全球镍市供应过剩格局将进一步缓解。但由于 LME 镍库存处于历史高位附近，镍供需平衡表的改善对伦镍的价格支撑力度料受限。

相比之下，在供需格局改善的中国，港口及贸易商库存已经大幅去库存化，后市补库需求有望激发，但由于伦镍进口价差倒挂，贸易商电解镍进口量将受到抑制，这必将进一步加剧国内供需矛盾，从而推动沪镍价格快速走出下跌行情，预期下半年沪镍价格将止跌回升，且走势强于伦镍，而两市低点极可能出现在菲律宾雨季的三季度。

表 5.1：镍供需平衡表

	2011	2012	2013	2014	2015 (f)
全球产量	159.9	174.5	194	197	194
全球消费量	159.1	164.8	181	187	194
供需平衡	0.8	9.7	13	10	0
中国产量	44.4	55.9	70	70	64
中国消费量	65.5	73	87	94	96
价格(美元/吨)	23100	17530	15083	16950	16500
国内(万元/吨)	17.1	12.5	10.6	11.6	12

资料来源：安泰科 南华研究

5.1. 镍矿供应充分，但原镍供应料趋紧

5.1.1. 全球镍矿产量同比小幅增长，三季度料季节性回落

受 2014 年始的印尼镍矿出口禁令影响，全球镍矿供应自 2014 年同比明显回落，但菲律宾镍矿供应的增长，缓和了镍矿供应降幅，菲律宾亦替代印尼成为中国镍矿最大进口国。

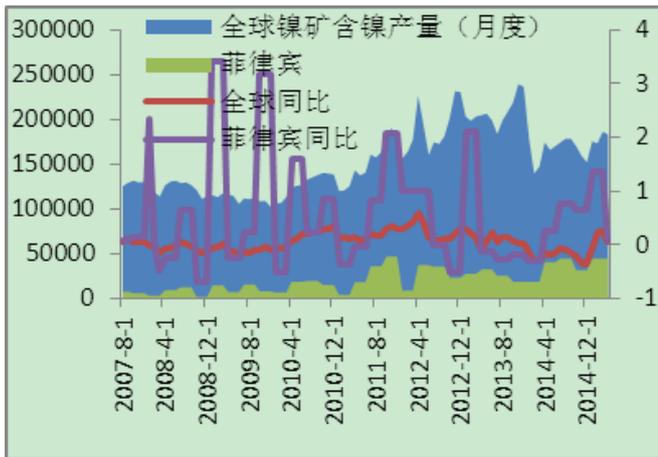
进入 2015 年以来，菲律宾增产部分已经基本覆盖印尼减产部分，全球镍矿产量月度增幅也由负转正，实现小幅增长。然而，随着菲律宾最主要镍矿开采地区 Zambales

进行6月-10月的雨季期，各矿业公司必须停止采矿和装载，三季度全球镍矿供应环比料呈现回落。

据长江有色金属网报道，6月份在菲律宾 Zambales 的港口，仅有3只镍矿船只在装载，分别属于是 Eramen Minerals Inc, Benguet Nickel 以及 LNL ARCHIPELAGO MINERALS INCORPORATION 这三家镍矿公司。与上月 Zambales 港口装船情况相比，目前装船量已经减少了很多。6月伊始，位于菲律宾 Zambales 的几家镍矿山，已经计划暂停业务。据 Eramen Minerals Inc 公司表示，由于进入雨季，6月将只会提供一船 Ni: 1.6%品位镍矿，并初步预计下一轮的报价会在10月。

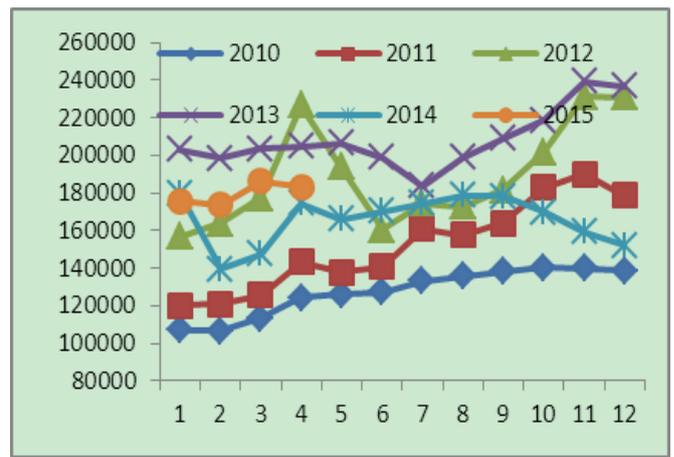
菲律宾三季度镍矿产量同比则仍有望继续实现增长。受潜在的厄尔尼诺天气可能性影响，厄尔尼诺天气将导致菲律宾天气雨季降雨量减少，并减小雨季对 Zambales 地区开采和装载的影响程度。但由于菲律宾政府日前已经暂停发行矿石出口许可证(MOEP)，对于后期是否还会发行矿石出口许可证(MOEP)，目前菲律宾政府仍未有回应，所以即使几家镍矿山能够开采镍矿，也暂时不能出口。中品位以及高品位镍矿在短期内供应将会减少。

图 5.1: 全球镍矿月度产量同比由负转正



资料来源: Bloomberg 南华研究

图 5.2: 三季度镍矿产量呈现一定季节性减产特征



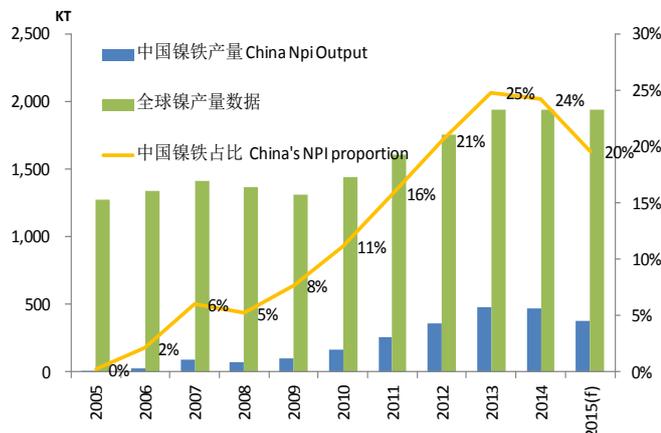
资料来源: Bloomberg 南华研究

5.1.2. 中国镍生铁产量骤降，镍铁进口快速攀升

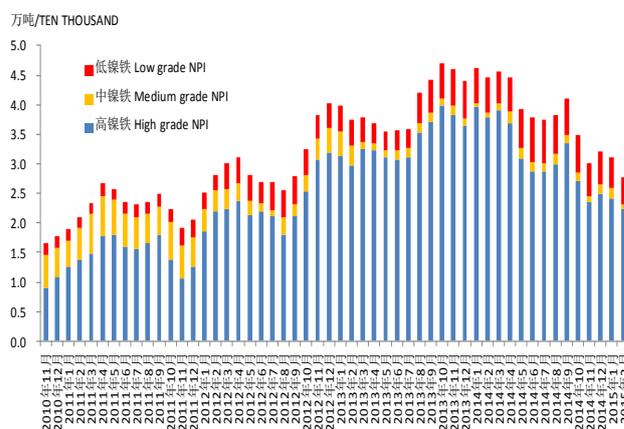
作为全球最大原生镍生产国，中国原镍产量占比接近 1/3。而中国原镍组成结构中，镍铁产量占比又接近 2/3。因此中国镍生铁产量对全球原镍产量影响巨大。然而自 2014 年以来，中国镍生铁产量呈现下降趋势，特别是高镍生铁产量下滑明显。

图 5.3: 中国镍生铁产量下滑拖累全球原镍产出

图 5.4: 中国高镍生铁产量下滑明显



资料来源：安泰科 南华研究

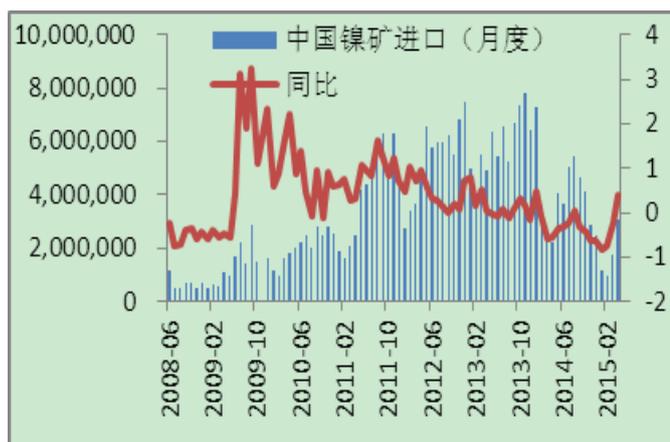


资料来源：安泰科 南华研究

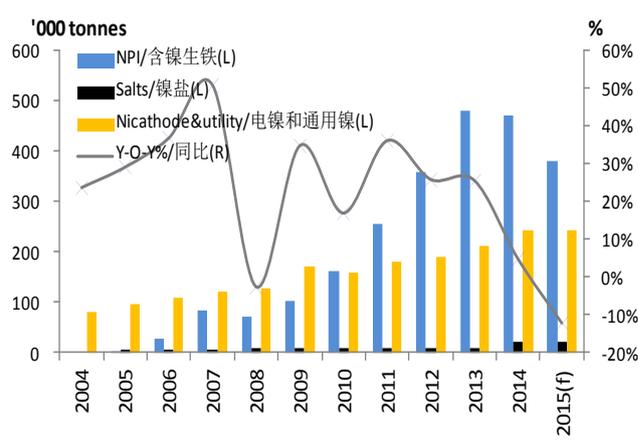
我们认为，印尼镍矿出口禁令是导致国内镍生铁产量下滑的主因之一。受 2014 年印尼实施镍矿出口禁令影响，中国镍矿进口量以及镍生铁产量双双于 2013 年见顶回落。尽管菲律宾出口至中国的镍矿供给量大增，但仍难以弥补来自印尼进口量部分。

图 5.5：中国镍生铁产量下滑拖累全球原镍产出

图 5.6：中国高镍生铁产量下滑明显



资料来源：Wind 南华研究

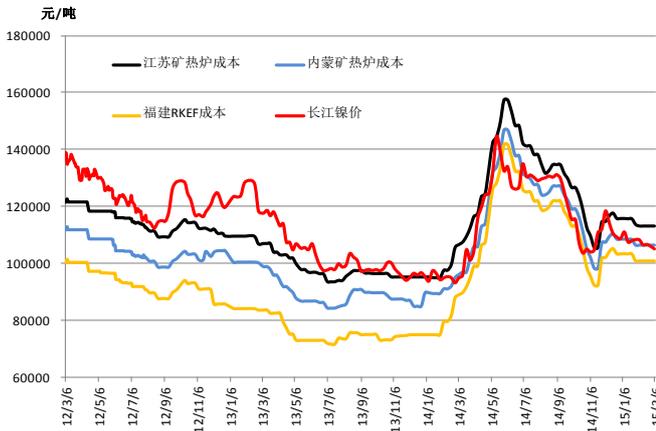


资料来源：安泰科 南华研究

除此之外，我们注意到，尽管菲律宾在 2014 年以来月底产量同比增速明显上升，但中国镍矿同比进口量却呈现回落，表明中国镍生铁生产企业进口意愿下降，究其原因，镍铁价格的持续回落以及需求的下降，挤压加工企业利润及生产积极性或是主因。同时，国内镍企业积极消化囤积于港口的镍矿库存。目前我国港口红土镍矿已自 2014 年 2 月份的 2715 万吨，减少至 1500 万吨附近。

图 5.7：镍铁价格下跌刺穿镍铁生产成本引起减产

图 5.8：港口库存持续回落



资料来源：安泰科 南华研究



资料来源：Wind 南华研究

受国内新环保法对企业施行的政策性减产以及印尼镍铁项目投产影响，我国镍市场呈现镍矿进口回落以及镍铁进口激增双重现象。

李克强表示，今年的要害就是要严格执行新出台的《环境保护法》，对违法违规排放的企业，不论是什么样的企业，坚决依法追究，甚至要让那些偷偷排放的企业承受付不起的代价。李克强说，治理要抓住关键。对环保执法部门要加大支持力度，包括能力建设，不允许有对执法的干扰和法外施权。环保等执法部门也要敢于担当，承担责任。对工作不到位、工作不力的也要问责，渎职失职的要依法追究，环保法的执行不是“棉花棒”，是“杀手锏”。今年政府把节能减排的指标和主要经济社会发展指标排列在一起，放在了很靠前的位置。今年3月份时，山东临沂镍生产企业停产治理措施，一度导致国内镍供应大幅缩紧，镍铁进口则快速攀升。此外，政府亦对另外412家存在问题的企业进行限产限期治理，下大力气使这些企业能过技改达到达标排放。

相比之下，印尼实施镍矿出口禁令后，中国企业加大在印尼开建镍铁项目投资，2015年则进入新增项目投产期，这同样冲击国内镍生铁企业。

总的来说，尽管印尼镍铁项目将部分抵消国内减产部分，但中国国内原镍供应市场仍将呈现偏紧格局。

图 5.9：镍铁进口量大攀升

图 5.10：印尼 2015 年镍铁新增项目概况



资料来源: Wind 南华研究

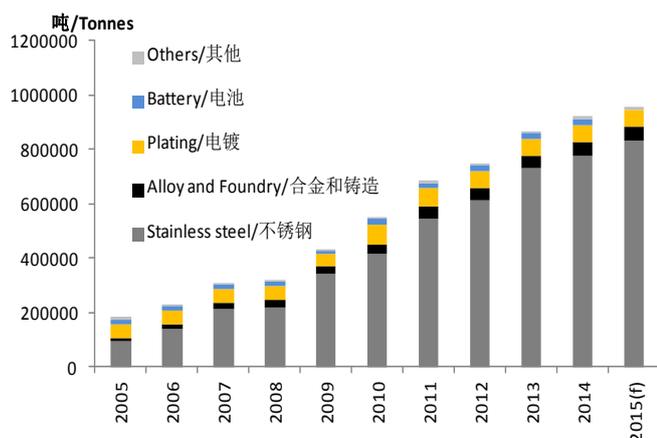
企业	工艺	2015年金属量 万吨	计划产能 万吨
青山印尼	RKEF	1.8	3
Ifishdeco	高炉	0.1	0.2
东方振石	高炉	0.25	0.8
明辉	高炉	0.1	0.2
金麟	高炉	0.06	0.12
合计		2.31	4.32

资料来源: 安泰科 南华研究

5.2. 镍消费增速保持低位

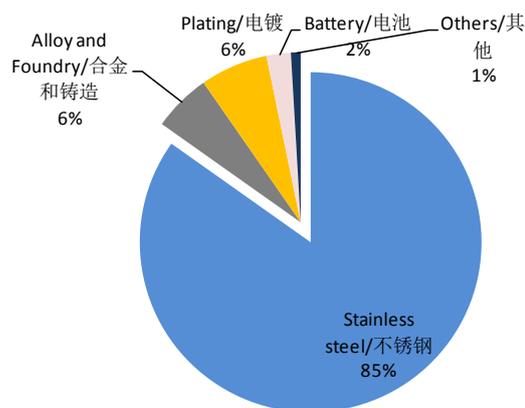
中国作为全球最大镍消费国, 对全球镍消费影响举足轻重。在中国的镍消费结构中, 不锈钢消费又占绝对部分。2014年, 不锈钢用镍占比接近85%, 其他消费还包括合金和铸造、电镀及电池等。因此分析中国不锈钢消费及产量对预测全球镍消费有重要意义。

图 5.11: 中国镍消费增速放缓



资料来源: 安泰科 南华研究

图 5.12: 2014年中国镍消费领域分布及占比

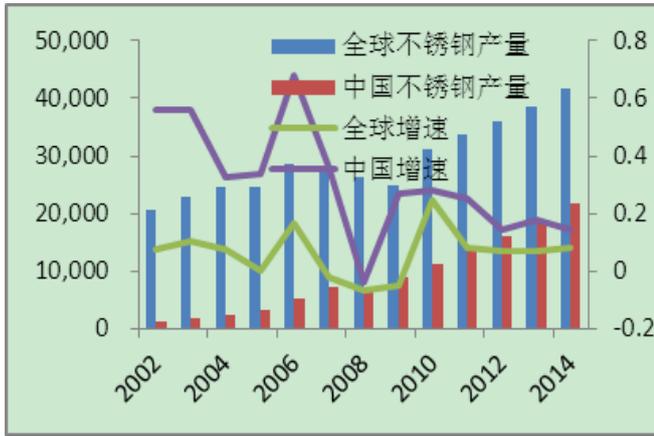


资料来源: 安泰科 南华研究

2000年至2013年底约14年间, 我国的不锈钢表观消费量从179万吨猛增到1549万吨, 增加了约9倍, 平均年增长率约为7.79%, 人均保有量约为12.1千克。不锈钢材主要用于厨房、家电、运输、建筑、医学材料、油气管道以及土木工程等各个领域。

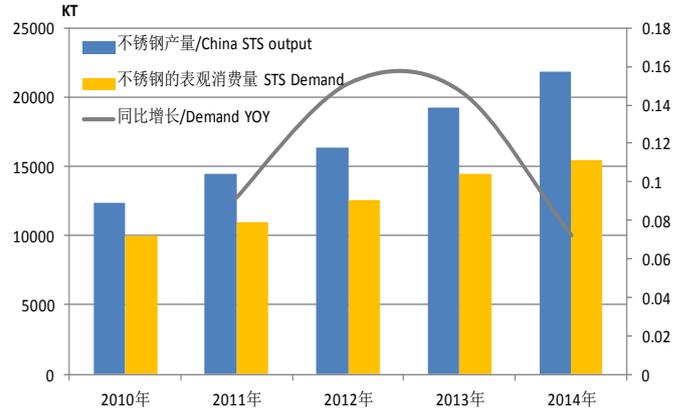
随着中国不锈钢消费结构的改变以及经济增速的放缓, 中国市场镍消费增速料维持低速增长。中国不锈钢消费量占全球50%以上, 中国消费需求对全球镍需求影响巨大。但较上半年而言, 在中国一系列宽松货币政策及财政政策组合拳之后, 中国经济初现回稳迹象, 下半年不锈钢需求增速料好于上半年, 但总体增速仍保持较低位置运行。

图 5.13：全球不锈钢生产增速放缓



资料来源：Wind 南华研究

图 5.14：中国不锈钢消费量同比增速降低



资料来源：安泰科 南华研究

但下半年我国不锈钢出口市场料面临困境。2014年我国不锈钢产量增速13%，其中净出口增速强劲，2014年共净出口385万吨，占总产量17.7%，增幅58.3%。预计下半年受欧盟等反倾销关税影响，中国不锈钢出口不容乐观。

从2015年3月26日起，欧盟对来自中国的不锈钢冷轧产品征收24.3~25.2%的反倾销关税，对中国台湾的产品征收10.9~12%的关税。由于海关数据没有区别钢种，估计300系的出口占80%的份额，对欧盟304冷轧的出口量约在24万吨，占国内主要不锈钢厂304冷轧产量的6.7%。所以欧盟对我国冷轧的反倾销对我国不锈钢300系的冷轧市场还是有一定的影响。另外3月份，印度接连对中国冷轧、热轧不锈钢产品发起反倾销调查，甚至裁定对中国热轧不锈钢征收反倾销税，这将加大中国不锈钢产品的出口压力，对不锈钢出口带来不利影响。

第6章 铝：止跌企稳现曙光

2015 年产业规模扩张期近尾声，但过剩产能难现大规模减产，未来铝前景更多的由需求端所决定，低价格、高产能的两难困境，估计还将持续很长时间。我们总体预判 2015 年完成本轮下降周期中的震荡筑底收尾，下半年延续上半年的窄幅波动，波动区间 12500-13500 左右。走势上演三步曲：一步曲确认底部去产能阶段，价格在 12500 上下；二步曲窄幅震荡去生产商库存阶段，核心中端在 13000 附近；三部曲需求季节性改善弱反弹阶段，最高看到 13500 附近。

图 6.1：沪铝主力期价走势



资料来源：博易大师 南华研究

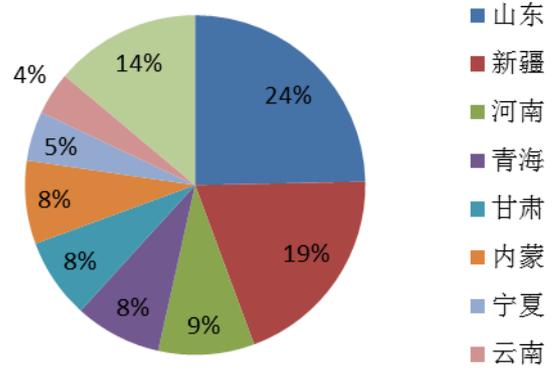
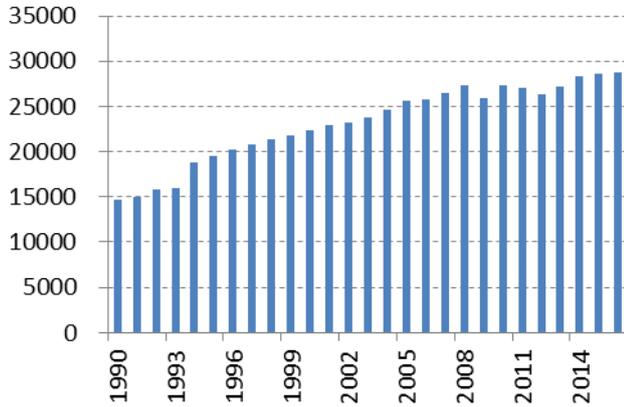
6.1. 规模扩张进入尾声

在本轮下降周期中，产业调整实现低成本扩张与战略转移，新增产能主要分布在山东、新疆等。2015 年国内运行产能约 3200 万吨，产能集中度也非常高，其中前四家就占 50%左右，企业规模经济已接近峰值，进一步扩张的边际成本将大幅提高。预计未来产业更大程度上追求范围经济，项目投资主要集中于配套电力、原料资源以及深加工领域的纵向短板上。加上产业政策控制，预计未来供给端增速将大幅下降，长期供需面预期明显改善，这有利于远期价格的企稳回升。

图 5.1.1：全球电解铝产能统计

图 5.1.2：国内电解铝运行产能分布统计

单位：千吨



资料来源：国家统计局 南华研究

资料来源：海关总署 南华研究

2015 年新建产能依然巨大，在下半年计划启动的有 260 万吨左右，为现有产能的 8%，短期供给端压力依然很大。其中新疆东方希望新建成 90 万吨，锦江投产 60 万吨，忠旺 20 万吨，信发和天山各有 20 万吨，魏桥投产 60 万吨。

表 6.1.1 2015 年新投电解铝产能统计

企业名称	地区	原有产能	新建产能	开始/结束时间	当前进度
新疆希望1	西北	70	20	3月	投产完毕
新疆其亚	西北	55	25	1月	通电开启中
天山铝业	西北	110	25	1月	通电开启中
新疆信发	西北	135	55	1月	通电开启中
忠旺铝业	东北	0	40	1月	通电开启中
山东魏桥1	华东	450	50	1月	通电开启中
西部水电	西北	30	15	3月	通电开启中
重庆京宏源	西南	0	20	5月	通电开启中
云南铝业	西南	110	15	5月	通电开启中
内蒙古锦联	华北	40	40	Q2	准备通电
新疆嘉润	西北	45	45	Q3	准备通电
天龙矿业	西北	15	10	Q3	在建
新疆希望2	西北	90	100	Q3	在建
山东魏桥2	华东	500	50	Q3	在建
内蒙古创源	华北	0	45	Q4	在建
美鑫投资	西北	0	35	Q4	在建

合计	1560	590
----	------	-----

数据来源：SMM 南华研究

铝锭市场属于强周期市场，从 2012 年开始，步入因供给端增速过快引起的下降周期，供需平衡最终要恢复，需要出清高成本产能。据统计，这期间关停的产能至少在 400 多万吨，主要是无自备电厂使用高网电价以及落后老电解槽产能，再次重启基本无望。但遗憾的是，产业出于效益及发展考虑，新建了大量高效率、低成本产能，导致了铝产能始终处在严重过剩的状态。再次大规模减产面临很大障碍：从经济上看，产业前后一体化、集中度提高，大大拉低了减产减亏的价格临界点；从影响上看，减产在企业融资、政府税收、人员就业等方面的副作用巨大，因此易获得地方支持的扶持生产。

我们认为自发电以及自产氧化铝项目，属于产业链的前向一体化，相对整个铝行业来说具有风险成本比较优势，不属于本轮下降周期中出清的高成本过剩产能。因此低价格、高产能的两难困境，估计还将持续很长时间。

表 6.1.2 2014 年-2105 年减产统计

公司名称	总产能	减产产能	检修产能	复产产能	运行产能
太原东铝	10	10	0	0	0
万基铝业	65	0	4	0	50
黄河水电再生铝	50	20	0	0	25
豫港龙泉	63	0	10	0	47
河南天元铝业	7	0	0	5	5
东兴铝业陇西分公司	37	0	0	24	10
眉山启明星	25	6	0	0	0
长江铝业	13	3.5	0	0	0
浙川铝业	19	19	0	0	0
创元铝业	33	0	4	0	28

数据来源：SMM 南华研究

6.2. 原料供应宽裕，刚性成本支撑

目前铝价的成本构成主要包括原料（氧化铝）和能源（电力）两部分。其中铝价的波动约 40-50%与氧化铝等原料端联动，大致 50-60%由铝企来承担。

首先关注氧化铝的基本面情况。此前受到印尼限矿政策的影响，国内铝土矿进口大幅缩减，供应捉襟见肘。不过，国内企业积极开拓全球铝土矿资源丰富的澳洲、马来西亚等地区，瓶颈有所缓解，氧化铝供应大幅回升。数据显示，2015 年国内建成氧化铝产能约 6500 万吨，可配套电解铝运行产能 3400 万吨。总体来看，氧化铝供应较为宽裕。

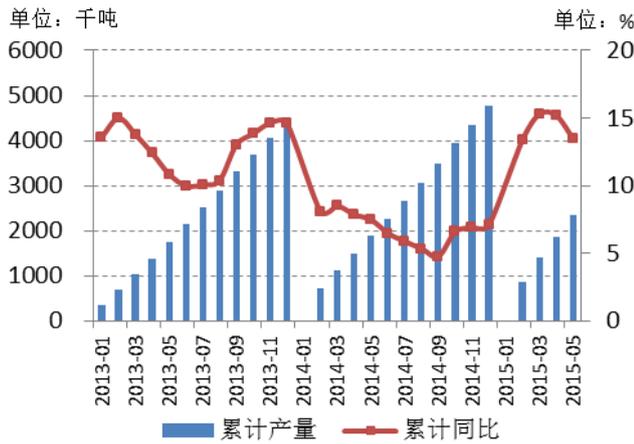
下半年实际启动产能的影响，一方向关注于铝价的走势，更为重要的可能是受限于铝土矿，氧化铝能否及时跟进。另外，魏桥铝电海外氧化铝项目，几内亚首批料于今年 9 月运到内地；印尼年底将实现 100 万吨的投产，明年首季可能达产。

相比之下，电力成本对氧化铝价格影响更大，并且各铝企承受能力的差异关键在电

力成本。电力这块有 4 个档次：第一档使用网电，第二档使用直购电，第三档自备发电加较高并网费，第四档自备发电不交或少交并网费。

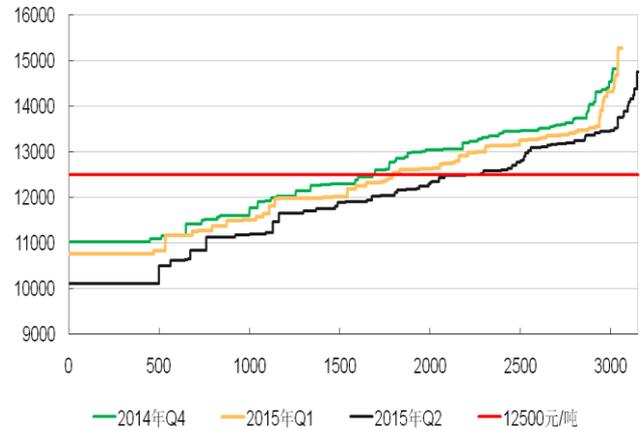
根据 SMM 的数据，电解铝现金成本下降显著，但价格运行在 12500 附近，市场总计有 2000 多万吨产能现金流净额亏损，亏损占比高达 65% 以上。我们估算，原料氧化铝销售利润率亏损在 2% 左右，变动成本接近长期底部区域。持续的大面积现金亏损，小规模产能有减产动力，基本上都是使用网电或直购电的产能。

图 6.2.1：国内氧化铝产量累计统计



资料来源：国家统计局 南华研究

图 6.2.2：2014-2015 年中国电解铝企业现金成本统计



资料来源：Wind 南华研究

6.3. 需求企稳弱改善，主导价格弱回升

铝材的下游需求主要集中在房地产和汽车方面。在房地产上，房地产价格从 4 月份开始止跌回升，3-4 月份的商品房销售的同比增速降幅开始收窄，央行工作论文估算下半年房地产开发投资减速的势头将得到缓解。在交通运输上，汽车行业上半年增速放缓，但业内调研显示或将于下半年反弹，新能源汽车依然强劲。在电力电缆上，目前中国铝代铜还仅在 3-5% 左右，受中国国家能源局颁布的铝合金电缆行业新标准影响，在特高压建设过程中，铝合金线缆、“铝包铜”线缆对于铜线缆的消费替代逐渐增多。在铝材出口上，不绝对受沪伦比值影响，中国出口具有天然的出口退税优势，政策的连续性预期稳健，进入下滑周期需要缓冲时间。

图 6.2.1：国内铝材出口量统计

图 6.2.2：国内电网投资完成额统计



资料来源：SMM 南华研究



资料来源：Wind 南华研究

6.4. 2015 年 3 季度展望

展望 2015 年 3 季度，我们首先要回答的问题是：底部在哪里？我们估算在 12500 上下，主要是核心成本中长期强支撑。假若跌破 12500 创新低，但在下半年宏观预期改善的情况下，这个绝对低估的价格会被很快拉上来。下半年还有启动产能，实际运行产能依然过剩，抑制价格上行预计最高在 13500 附近。总体预判 2015 年完成下降周期中的震荡筑底收尾，下半年延续上半年的窄幅波动，波动区间 12500-13500 左右。我们预判铝的走势上演三步曲：

一步曲：确认底部去产能阶段，主要运行在 12500 上下，属于相对低估阶段，底部依靠核心成本强支撑。价格促使少量减产，主要是老电解槽停运大修不再启动以及高网电产能的少量停产。预计期限结构上近弱远偏强。

二步曲：窄幅震荡去生产商库存阶段，核心中端在 13000 附近，价格重心上移的驱动在于下半年宏观需求预期改善，低估价值阶段的合理回归。预计期限结构呈现近强远偏弱的 back 结构或基本走平，这样不利于囤货，加快出清之前一季度过剩的生产商库存约 100 万吨。库存可能会转移到贸易商、消费商。

三部曲：需求季节性改善弱反弹阶段，最高看到 13500 附近，逐渐形成趋势性上涨走势，驱动在于季节性需求旺季以及宏观面数据的预期好转。预计期限结构呈现近弱远偏强的 contango 结构。进入需求淡季，若宏观需求弱于预期，或再次打压价格下探 13000 附近。

南华期货分支机构

杭州总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)
电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号粮食大厦东五楼 (314000)
电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼 (315000)
电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层 (450008)
电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

温州营业部

温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室 (325000)
电话: 0577-89971808 传真: 0577-89971858

北京营业部

北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼
电话: 010-63556906 传真: 010-63150526

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室
电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室
电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层
电话: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

天津营业部

地址: 天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802 室
电话: 022-88371080; 88371089

南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号
电话: 00852-28052978 传真: 00852-28052978

广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 728-729 室
电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

永康营业部

浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292768

余姚营业部

浙江省余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601 室
电话: 0574-62509001 传真: 0574-62509006

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室
电话: 0592-2120370

上海营业部

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室 (200122)
电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

台州营业部

台州市椒江区天和路 95 号天和大厦 401 室 (318000)
电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

大连营业部

大连市沙口区中山路 554D-6 号和平现代 B 座 3-4 号 (116023)
电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

兰州营业部

兰州市城关区小稍门外 280 号昌运大厦五楼北 (730000)
电话: 0931-8805331 传真: 0931-8805291

成都营业部

成都市下西顺城街 30 号广电士百达大厦五楼 (610015)
电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

绍兴营业部

绍兴市越城区中兴路中兴商务楼 501、601 室
电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

慈溪营业部

慈溪市开发大道 1277 号香格大厦 711 室
电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 1 单元 2501 室 (266071)
电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

上海虹桥营业部

上海虹桥路 663 号 3 楼
电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

沈阳营业部

地址: 沈阳市沈河区北站路 51 号新港澳国际大厦 15 层
电话: 024-22566699

芜湖营业部

地址: 芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 908 室
电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

重庆营业部

地址: 重庆市南岸区亚太路 1 号亚太商谷 2 幢 1-20
电话: 023-62611619 传真: 023-62611619

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际 25 层
电话: 0351-2118016

普宁营业部

广东省揭阳普宁市流沙镇“中信华府”小区 1 幢门市 103-104 号
电话: 0663-2663886

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