



底部重心上移

摘要

美元与基金属同步走强，更多反映了中美经济改善非常强劲，价格走势首要体现了基本面预期强劲，而对价值重估放在了次要位置。中国对地产调控加码以及汽车政策调整，进入 2017 年下半年需求端可能显著转弱。高价格或将促使供给端也发生一定变化，外加全球流动性收紧，强势美元引起的价格高估，势必在供需面转弱后驱动价格高位走弱。不过成本拉动型通胀使得底部上移，价格震荡或为主调。

我们预期未来铜矿产量增速或将明显低于消费增速，由此判断铜价可能进入上行周期。铜作为对冲通胀的一个工具，若 2017 年全球通胀实际情况超预期些，才能促使伦铜进一步走强到 6000-6300 美元。考虑强势美元以及主要铜矿产区汇率因素处于低位运行期、冶炼产能投放较多，沪铜 50000-53000 元可能还处于相对高估位置。

从我们预期 2017 年上半年氧化铝、煤炭的合理回落空间来看，沪铝底部也理应从 10000 元偏下处上移至 12500 元偏下附近。但是我们评估 2017 年沪铝严重过剩，高库存或将促使沪铝击穿 12500 元再次下探，不过我们认为 12000 元下方的低估位置大概率促使商业收储的落实。

锌价在锌矿国内外紧缺格局难以改变的驱动下持续强势，现在锌矿 TC 持续下降态势还未逆转，但全球锌锭库存并没有快速下降，由此我们预期伦锌 3000 美元/沪锌 25000 元已是绝对高估点位，计入了未来传导锌锭短缺的情形。绝对高估价格区间运行促使矿山复投产，或许要早于传导锌锭紧缺扩大，锌价可能大部分时间在高位宽幅震荡。

现阶段镍产业链价格不断走高，我们认为处于正反馈循环阶段，而镍价在产业中端还处于扭曲阶段即镍矿/镍价比值高位、镍价/不锈钢价比值低位。镍矿矛盾有可能被升级，加上镍成本整体上拉升通胀，新增镍库存价值被抬升。关注印尼镍铁项目进展产出情况，在镍供需面短缺去库存的情形下，我们看涨伦镍到 13000-15000 美元。

南华期货研究所

马根美 Z0010589

0571-87839272

magenmei@nawaa.com

助理研究员：

杨龙

0571-87839265

yanglong@nawaa.com

楼丹庆

0571-87839265

loudanqing@nawaa.com

徐韬隐

0571-87839272

xutaoyin@nawaa.com

目录

第 1 章	2016 年行情与 2017 年宏观.....	4
1.1.	2016 年基金属走牛	4
1.2.	2017 年再通胀燃起	5
1.2.1.	通胀预期有所上升	5
1.2.2.	美元指数或将强势	6
1.2.3.	基金属震荡或为主调	7
第 2 章	铜震荡中枢上移.....	8
2.1.	铜供给增速在下降	8
2.2.	铜市场结构变化远期偏强	10
2.3.	铜价已反映通胀预期	12
2.4.	铜消费预期向好但增速放缓	12
第 3 章	沪铝缓慢下探	14
3.1.	供需紧张矛盾改变	14
3.2.	成本高位运行底部上移.....	16
3.3.	需求维持中高速但不敌供给	17
3.4.	沪铝期现/限价差逆转.....	19
3.4.1.	现货/近端深度溢价期货已逆转	19
3.4.2.	内外盘期现强弱差异促回归	20
3.4.3.	高低铝价对消费端传导不同	21
第 4 章	“镀锌”之火已燎原	22
4.1.	从锌矿说起的故事	22
4.2.	未来国内外锌矿供应变化	24
4.2.1.	嘉能可的复产预期	25
4.3.	精炼锌市场变化.....	26
4.4.	需求端保持平稳增长	26
4.5.	国内外库存变化.....	28
4.6.	供需平衡表.....	29
4.7.	2017 年锌价走势展望.....	30
第 5 章	方兴未艾,“镍”槃重生.....	31

5.1.	2016 年行情综述：供应短缺扭转趋势	31
5.2.	菲律宾镍矿产量下降影响或减弱	32
5.3.	国内镍生铁产量与进口量稳步增长	33
5.4.	国内纯镍供需均减缓，镍库存偏高	35
5.5.	不锈钢消费转好，库存稳步减少	37
5.6.	房地产、新能源电池支撑不锈钢消费	38
5.7.	2017 年镍市展望	39
第 6 章	推荐投资策略	40
6.1.	单边策略（做多镍）	40
6.2.	期限/现套利策略（做多沪铝 3-0 价差/远强近弱）	40
6.3.	对冲策略（做多铜锌比值/多铜空锌）	40
	南华期货分支机构	41
	免责声明	43

第1章 2016 年行情与 2017 年宏观

1.1. 2016 年基金属走牛

2016 年前三季度基本金属走势更多的由供给端来主导，品种走势有所分化，铝规模化去产能最早率先脱离底部走强，锌在国内外锌矿紧缺格局难以改变的预期下走牛，镍之前价格处于低估阶段在菲律宾镍矿供应短缺预期下脱离了底部。四季度国内外宏观经济前景改善，成本拉动型通胀推动基金属整体上涨，锌矿紧缺矛盾进一步加剧驱动锌价强势拉升，铜在精矿供应预期收紧下走强、在中美宏观改善、技术面带动下摆脱中长期下降通道后趋势性暴涨。但铝供给端再次大幅增加后逐渐转向过剩，沪铝率先大幅走弱探底。

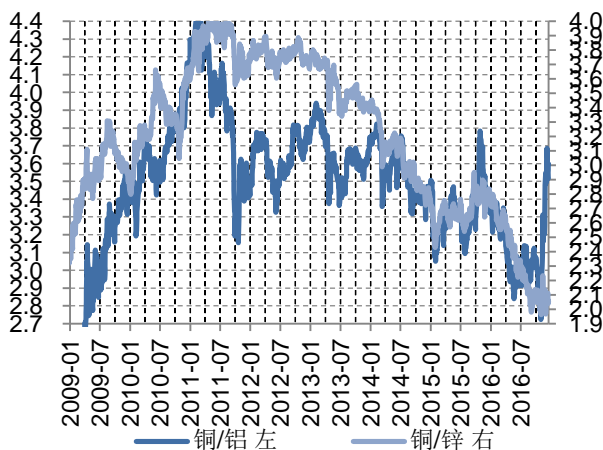
表 1.1：2016 年主要基金属价格走势

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	涨跌幅[%]
LME 铜	4716	6045	4318	5640	924	20%
LME 铝	1510	1794	1449	1716	206	14%
LME 锌	1610	2985	1444	2733	1123	70%
LME 镍	8800	12145	7550	11180	2380	27%
沪铜连三	36280	49940	34300	46570	10290	28%
沪铝连三	10765	14600	10400	12985	2220	21%
沪锌连三	13400	25300	12345	22700	9300	69%
沪镍连三	70810	101360	64280	95280	24470	35%

资料来源：博易大师 南华研究

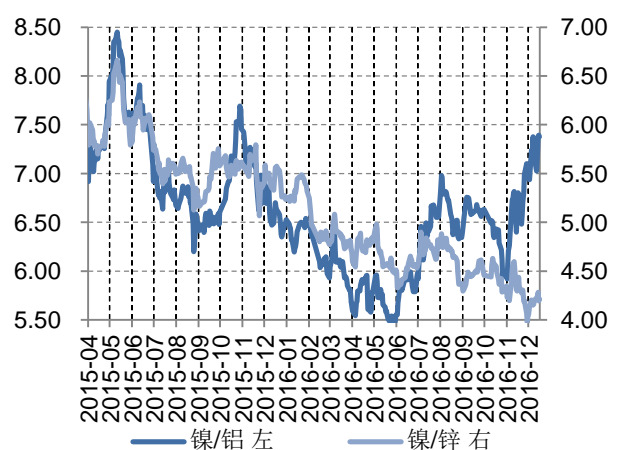
SHFE 金属比价方面，铜铝比价大 V 型探底后快速走强年度上涨 6.5%，铜锌比价持续走弱探底年度大跌 25%。镍铝比价二季度探底后走强年度上涨 13%，镍锌比价不断走弱探底年度下跌 20%。

图 1.1.1 沪铜弱格局已逆转



资料来源：Wind 南华研究

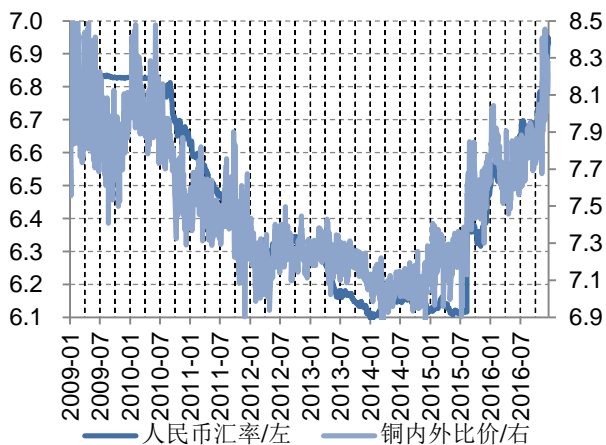
图 1.1.2 沪镍弱格局已逆转



资料来源：Wind 南华研究

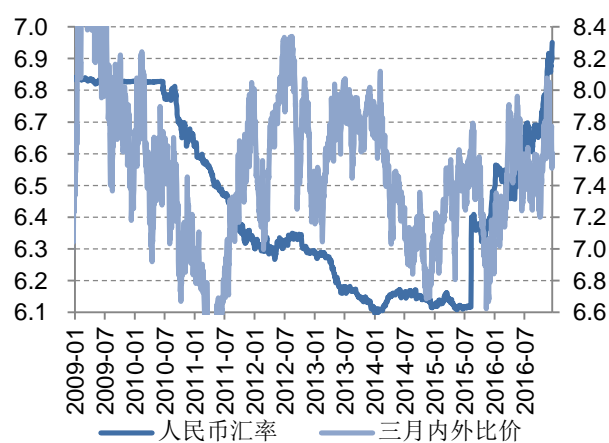
内外盘比值方面，2016 年度人民币对美元出现了大幅贬值 7%，引起基本金属内外盘比值大幅走强。铜有天然的中国进口因素相关度影响最高，铝进出口业务主要在产业链的两端相关度影响最差。

图 1.1.3 铜内外比值走强



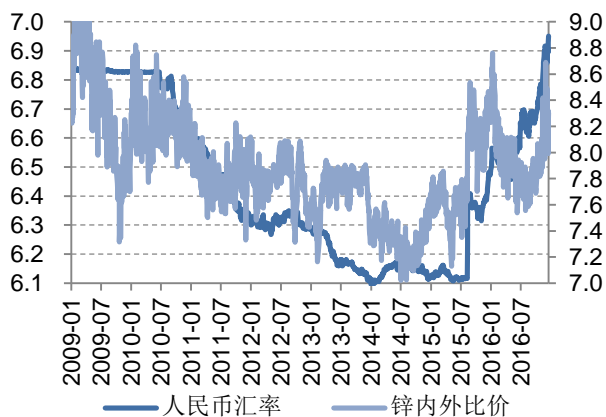
资料来源：Wind 南华研究

图 1.1.4 铝内外比值振荡



资料来源：Wind 南华研究

图 1.1.5 锌内外比值走强



资料来源：Wind 南华研究

图 1.1.6 镍内外比值走强



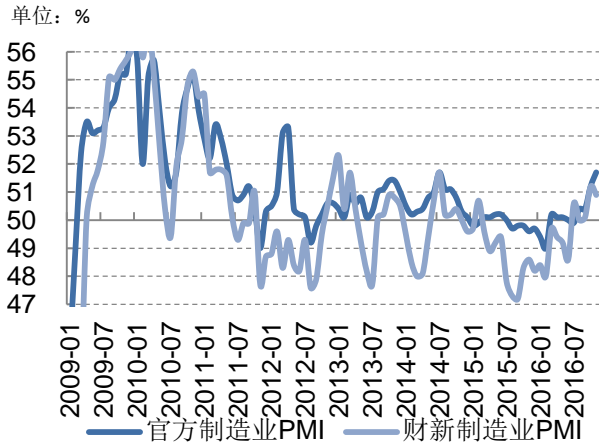
资料来源：Wind 南华研究

1.2. 2017 年再通胀燃起

1.2.1. 通胀预期有所上升

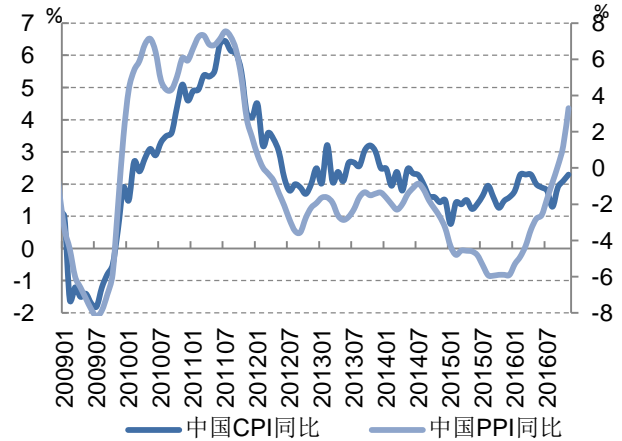
中国美国宏观经济预期在改善，通胀或将处于上行周期，政策可能也由经济低迷时过多依赖宽松货币政策转向加大财政政策刺激。2016 年中国供给侧改革加需求侧消除了价格扭曲以及通缩担忧，PPI 出现了趋势性持续回升，更重要的是提高了企业经营效益、改善了预期，从而降低了银行坏账风险，使得实体企业更具有活力进入良性循环。

图 1.2.1.1: 中国 PMI 持续回升



资料来源: Wind 南华研究

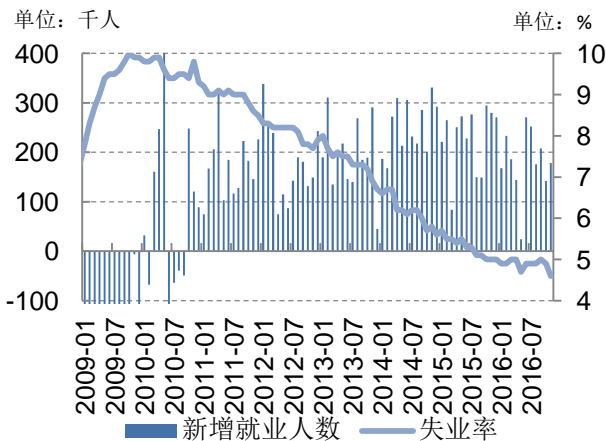
图 1.2.1.2: 中国 PPI 趋势性回升、CPI 温和上涨



资料来源: Wind 南华研究

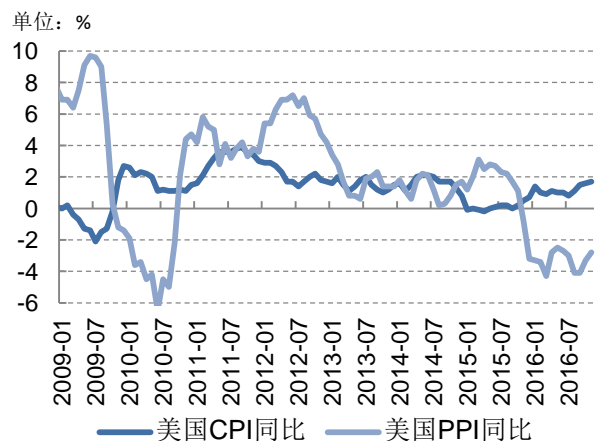
经过多年缓慢的经济复苏,美国劳动力市场已表现出最强劲的状态,另外薪资增长也有加快迹象,经济前景良好。美国在经济复苏周期中扩张财政,特朗普承诺的基础设施建设以及大规模减税,无疑增强了市场对再通胀的预期。不过推行财政刺激需要将债务率和赤字率考虑在内,政策执行的力度可能会不如预期。另外油价若未来走高,还会进一步推升通胀。

图 1.2.1.3: 美国失业率持续下降到最低位



资料来源: Wind 南华研究

图 1.2.1.4: 美国 CPI 通胀逐渐靠近美联储目标



资料来源: Wind 南华研究

1.2.2. 美元指数或将强势

美国货币政策已经进入加息周期,美联储暗示2017年将加快升息步伐,预测2017年将加息3次,美元现在也应走强纳入市场预期的收紧政策。不过对欧洲来说2017年政治风险事件依然很多,英国希望通过脱欧的过渡性协议,德国、法国、荷兰、意大利将举行大选,政治环境的不确定性或许未来推动美元再次走强。另外美元的走强,也伴随着人民币面临贬值压力。

图 1.2.2.1：美元指数有效突破 100 后或将强势



资料来源：博易大师 南华研究

1.2.3. 基金属震荡或为主调

美元与基金属同步走强，更多反映了中美经济改善非常强劲，价格走势首要体现了基本面预期强劲，而对价值重估放在了次要位置。中国政府对地产调控加码以及汽车政策调整，进入 2017 年下半年需求端可能显著转弱。高价格或将促使供给端也发生一定变化，外加全球流动性收紧，强势美元引起的价格高估，势必在供需面转弱后驱动价格高位走弱。不过成本拉动型通胀使得底部上移，价格震荡或为主调。

表 1.2：2017 年基金属板块展望

品种	铜	铝	锌	镍
走势	中性偏强	中性偏弱	中性	看涨
波动性	增加	平稳	平稳	增加
核心逻辑	我们预期未来铜矿产量增速或将明显低于消费增速，由此判断铜价可能进入上行周期。若 2017 年全球通胀实际情况超预期些，才能促使伦铜进一步走强到 6000-6300 美元。	我们评估 2017 年沪铝严重过剩，高库存或将促使铝价击穿 12500 元再次下探，不过我们认为 12000 元下方的低估位置大概率促使商业收储的落实。	我们预期伦锌 3000 美元 / 沪锌 25000 元已是绝对高估点位，计入了未来传导锌锭短缺的情形。绝对高估价格区间运行促使矿山复投产，或许要早于传导锌锭紧缺扩大，锌价可能大部分时间在高位宽幅震荡。	镍价在产业中端还处于扭曲阶段即镍矿/镍价比值高位、镍价/不锈钢价比值低位。镍矿矛盾有可能被升级，加上镍成本整体上拉升通胀，新增镍库存价值被抬升。我们看涨伦镍到 13000-15000 美元。

第2章 铜震荡中枢上移

2015 年四季度以来，虽然铜供需过剩矛盾并未出清，但铜成本价值底部抬升使得铜价下跌底部空间上移。毕竟全球难以统计的小企业矿山占比也高达 25%，市场通过优胜劣汰实现再平衡，以行业成本抬升且铜价底部宽幅震荡来完成的，而不是通过严重扭曲价格过渡下跌来实现的。因此，我们认为本轮供给端相对过剩主导的下跌周期中，铜在过去的一年内也完成了筑底。2015 年底部比 2008 年高些，2008 年的底部要比 2001 年高些，这是由于铜市场结构和成本通缩/通胀反馈因素不同造成的。

在 2015 年 11 月—2016 年 10 月一年时间内，沪铜 35000-39000 元附近窄幅震荡波动。从 2017 年的市场大环境来看，宏观上中国美国财政刺激有需求改善预期以及再通胀，产业上铜矿有趋紧倾向、品位下滑以及库存低位补库周期出现，沪铜理应脱离之前的底部低估区间，大部分时间可能在合理区间 41000-50000 元运行。考虑强势美元以及主要铜矿产区汇率因素处于低位运行期、冶炼产能计划投放较多，沪铜 50000-53000 元可能还处于相对高估位置。

图 2.1：2017 年沪铜估值论证分析结果

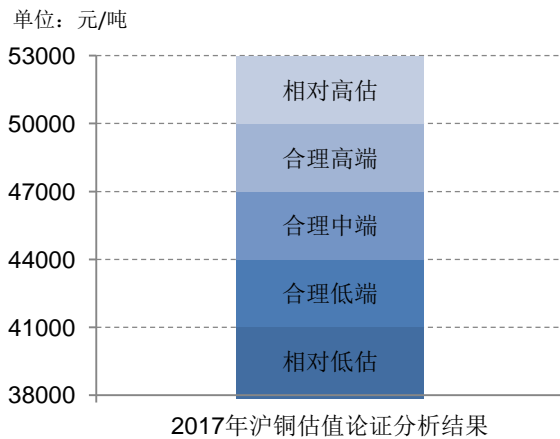


图 2.2：沪铜脱离下降通道趋势走强



资料来源：公司报告 南华研究

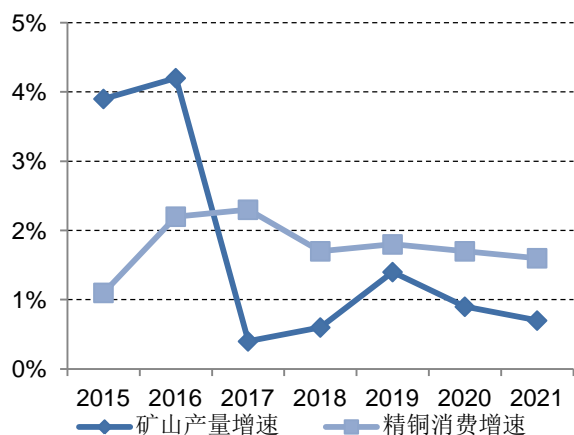
资料来源：博易大师 南华研究

2.1. 铜供给增速在下降

从 2011 年铜熊市以来，铜价重心不断下移，矿山盈利逐渐收窄，市场预期偏向悲观令其产能扩张投资意愿下降，导致项目缓建和新建项目减少。我们认为本轮铜矿项目无序扩张建设接近尾声，根据 CRU 统计，预计 2017-2011 年铜矿产量年均增速在 0.8% 或将明显低于预期的精铜消费增速 1.8%，由此我们判断未来铜价可能进入上行周期。

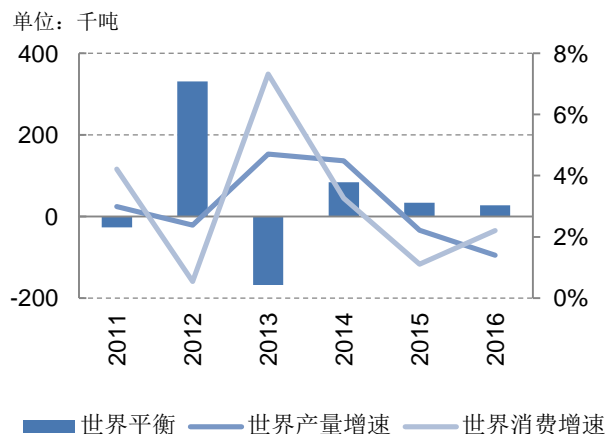
据 CRU 统计，年产超过 10 万吨的待开发铜矿项目未来可能逐渐不足，其中 2016 年 68 万吨，2018 年 71 万吨，2019 年 21 万吨，2020 年 40 万吨，2021 年 25 万吨。但是冶炼在建以及储备项目还很多，其中 2016 年 60 万吨，2017 年 95 万吨，2018 年 145 万吨，2019 年 110 万吨，2020 年 80 万吨，2021 年 40 万吨。预计全球铜冶炼产能还将继续增加，特别是 2017 年矿山产能增速显著低于冶炼产能。不过 2017 年部分冶炼产能投放在下半年，实际产能投放情况也可能会减少，这样产出量对市场的影响或会减少些。

图 2.1.1: 预期矿山产量增速低于精铜消费增速



资料来源: CRU 南华研究

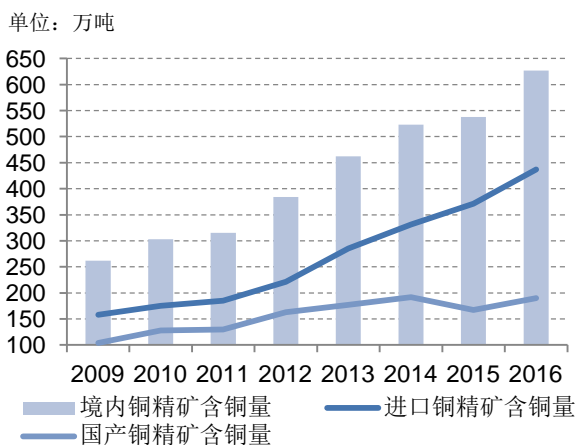
图 2.1.2: 精铜消费增速稍高于产量增速



资料来源: CRU 南华研究

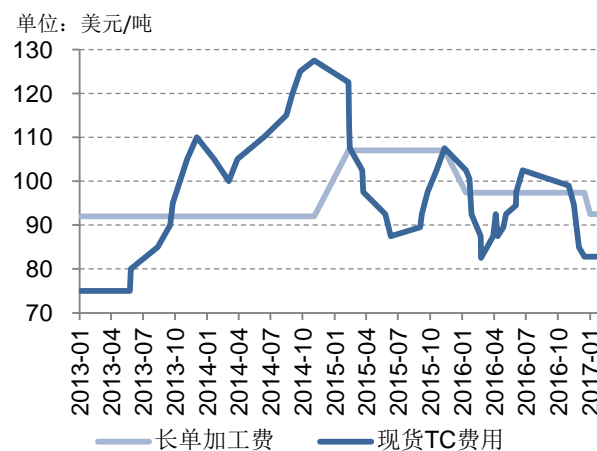
中国铜精矿 TC 长单价格在 2015 年见顶后 2016 年回落 9%，2017 年延续下降 5%。近期现货 TC 在长协价确定后也大幅下滑，矿山 2016 年去库存后现在低库存累积对外销售可能需要持续到 2017 年上半年至少一季。2017 年全球矿山供应的不确定性增强，而近几年铜精矿国内增速大幅放缓、进口快速增长，境内铜矿需求对外依赖度已由 60%左右上升到 70%左右，这样精铜生产可能不会比 2016 年顺畅。不过我们预期 2017 年沪铜价格大部分时间在 41000 元以上后，可能会促使一些矿山重启增加产出。事实上从 2016 年下半年以来，国内铜精矿产出已开始缓慢回升、逆转 2015 年以来的下降。

图 2.1.3: 铜精矿进口对外依赖度不断上升



资料来源: 国家统计局 海关总署 南华研究

图 2.1.4: 进口铜精矿加工费重心下移

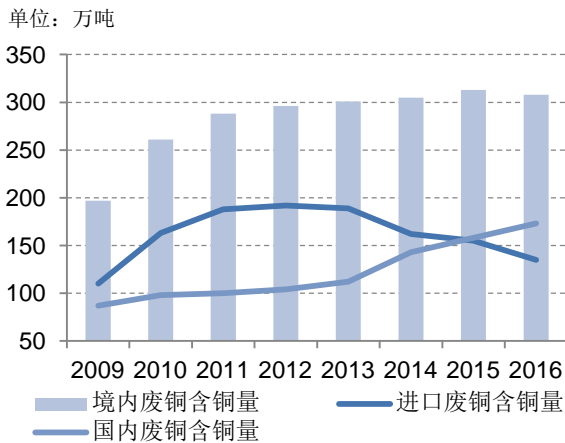


资料来源: Bloomberg 南华研究

由于美欧房地产和工厂的置换率、废旧金属淘汰率降低，加上人民币汇率贬值趋势，进口废铜量中长期下降趋势短期难以改变，但随着美国经济改善以及铜价走高，2017 年废铜进口降幅或将收窄。而在国内随着回收市场的规范发展，废铜回收量逐年快速增加，现已逐渐超过进口量，然而境内废铜含铜总量并未显著增加。近几年废铜的使用以再生精炼铜为主占比 70% 多些。铜价大幅走强后精废铜价差也走高，以及铜精矿加工费下降，2017 年企业利用废铜生产的意愿可能提升，或将减少部分铜矿需求以及替代部分精铜。而部分企业的废铜库存低位，2017 年境内废铜供应稍偏紧张的格局可能会出

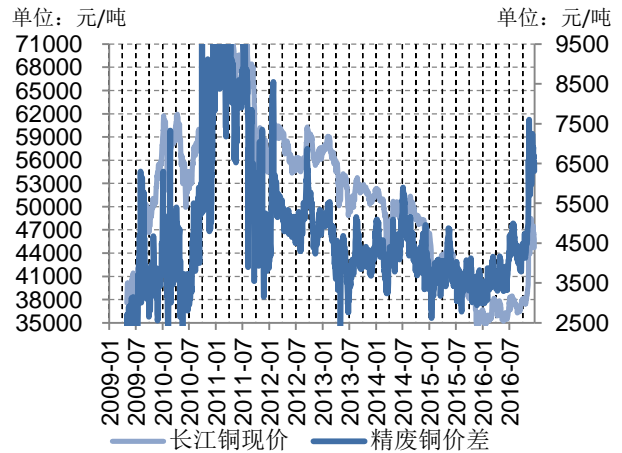
现，高铜价或将促使国内回收量快速上升。

图 2.1.5: 中国废铜进口依赖度逐年降低



资料来源: CMRA 海关总署 南华研究

图 2.1.6: 精废铜价差拉升到高位

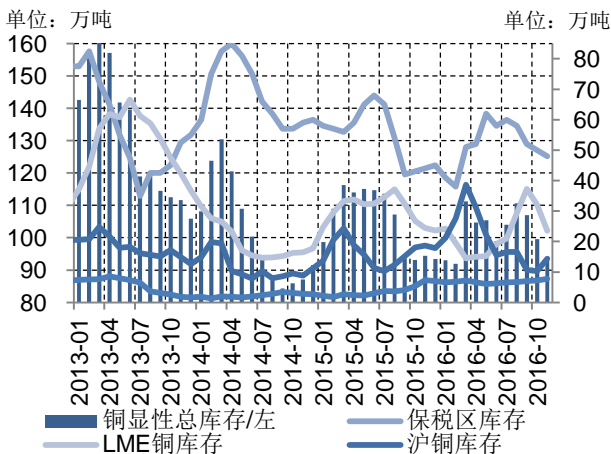


资料来源: Wind 南华研究

2.2. 铜市场结构变化远期偏强

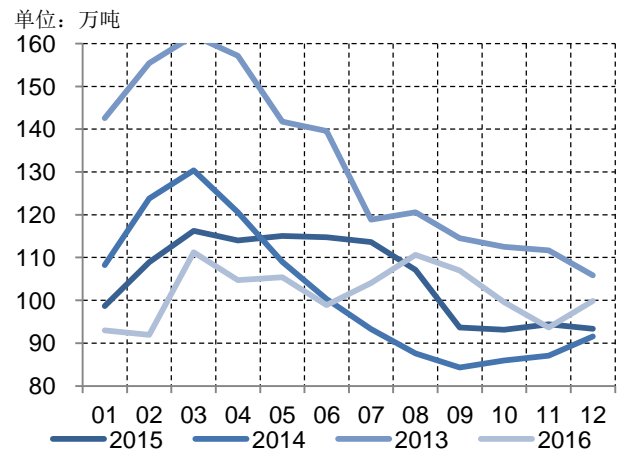
由于中国春节因素，全球精铜显性库存基本上都会在一季度累库存达到年内最高，之后开始逐渐去库存，不过 2016 年末全球库存虽下降到低位，但和近两年相比下降并不明显。如果考虑 2016 年国储局购入 20 万吨比 2015 年购入 30 万吨减少这个因素，今年总库存可比是下降的，这也表明了全球宏观经济确实是在好转，在实际供需平衡表上可能并没有明显的过剩。在 2014-2015 年，伦铜沪铜市场结构大部分时间都是近端强远期弱的 back 结构，进入 2016 上半年走上上下徘徊，下半年转为近端弱远期强的 contango 结构，期货风险溢价计入了中美宏观经济改善以及再通胀的预期，因此我们预计这个市场结构延续到 2017 年上半年至少在一季度。

图 2.2.1: 全球铜显性库存处于季节性低位



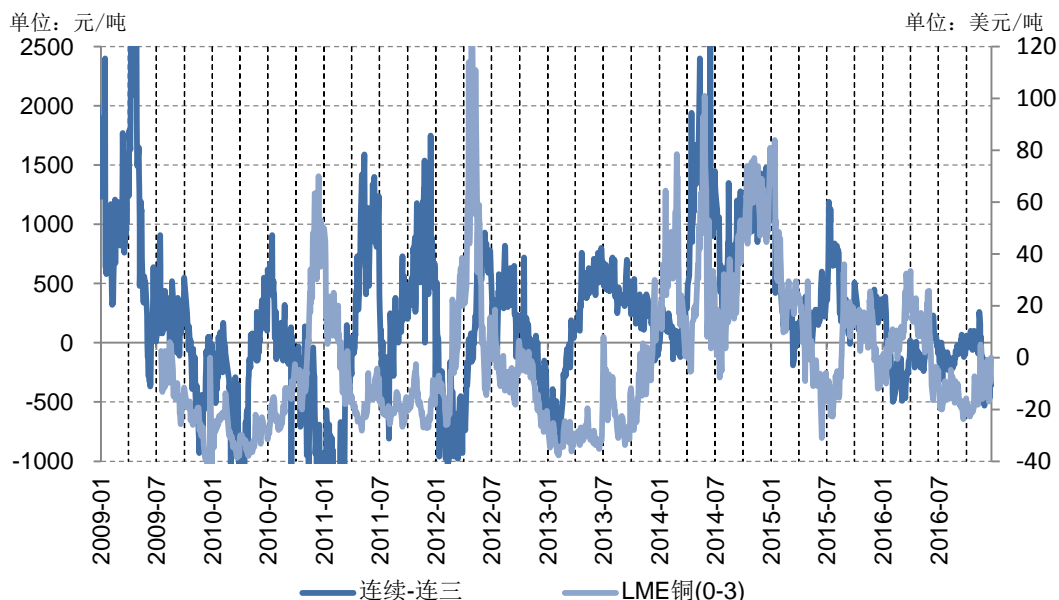
资料来源: Wind Bloomberg 南华研究

图 2.2.2: 全球显性库存较同期下降不明显



资料来源: Wind Bloomberg 南华研究

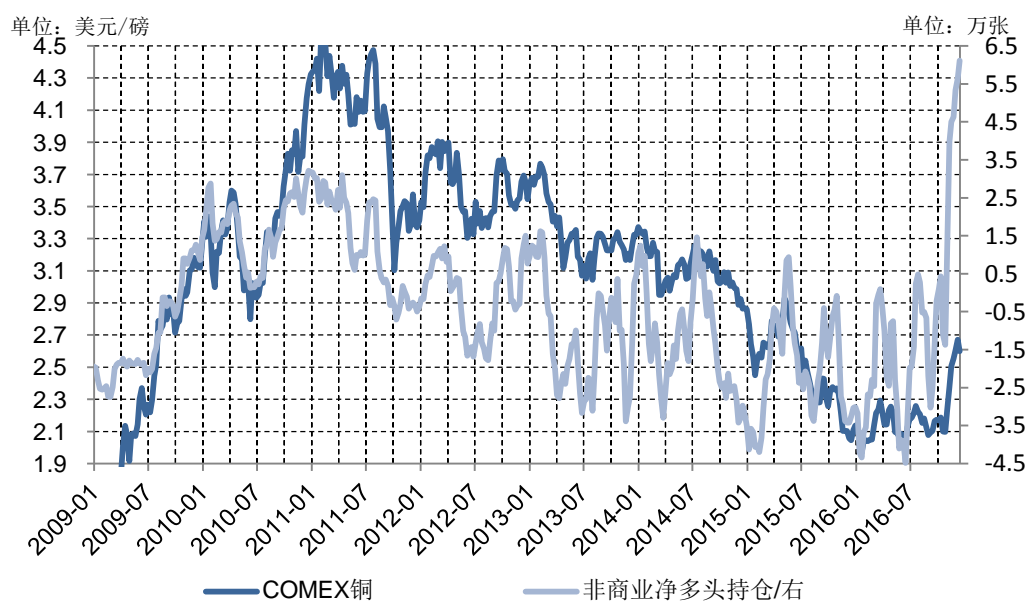
图 2.2.3: 铜内外市场结构转为远端强



资料来源: Bloomberg 南华研究

通过 COMEX 非商业持仓与铜价走势的相关性来看,非商业资金是推动铜价波动的主要力量,净多/空持仓达到阶段高位时铜价也在高位/低位。从 2011 年铜熊市以来,非商业持仓大多数时间在净空以下的区间频繁震荡,但从 2016 年 11 月开始,COMEX 基金净多持仓连续七周增加到历史高位以上,国外市场交易情绪已显著好转,投机者行为所驱动的铜价市场预期可能发生根本性逆转。

图 2.2.4: COMEX 基金净多持仓持续增加到历史高位以上



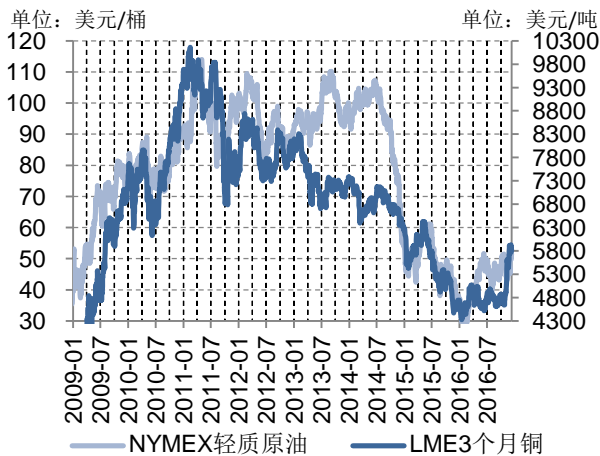
资料来源: Bloomberg 南华研究

2.3. 铜价已反映通胀预期

油价和铜价不仅仅意味着全球宏观需求状况，而铜的成本通缩/通胀主要反馈因素还在原油，另外一个因素是汇率。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。2016 年伦铜上涨 24% 对应的是原油上涨 39% 以及对美元智利比索升值 6%、秘鲁索尔贬值 1%。在 2016 年前三季度铜成本价值底部抬升未能有效驱动伦铜上涨，但四季度在中美宏观经济、供需预期显著改善后才强劲驱动伦铜大涨。

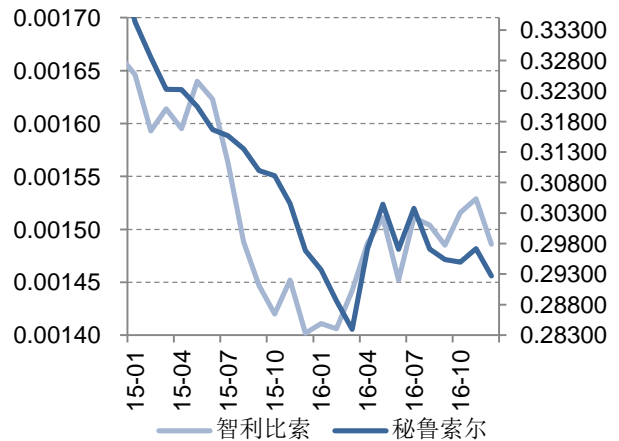
现在伦铜已经大幅走强到 2015 年下半年以来最高位置以上，而对应那个时点原油高点在 60 美元附近。OPEC 和非 OPEC 达成的减产协定，可能仅仅是希望 2017 年上半年将油价稳定在 50-60 美元，60 美元足以鼓励美国页岩油商增加产出，如果大幅高于 60 美元沙特可能也会增加供应。2016 年末油价还在 50 多美元附近运行，以及汇率与那个时点相比贬值 5-7%，因此我们认为铜价涨幅已过早反映了 2017 年的成本通胀预期。铜作为对冲通胀的一个工具，我们认为若 2017 年全球通胀实际情况超预期些，例如全球原油需求可能出现超预期情况，油价突破大幅高于 60 美元，这也可能促使伦铜进一步走强到 6000-6300 美元。

图 2.3.1：原油底部先回升伦铜后回升



资料来源：Wind 南华研究

图 2.3.2：智利比索/秘鲁索尔处于底部振荡反弹中

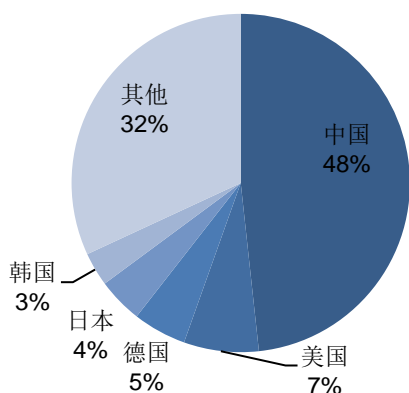


资料来源：Wind 南华研究

2.4. 铜消费预期向好但增速放缓

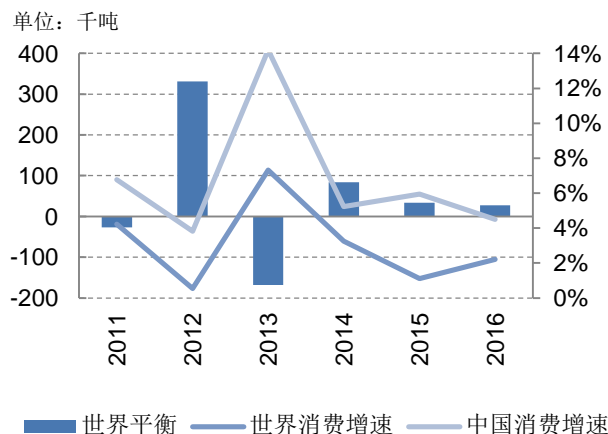
我们预期 2017 年世界铜消费增速 2% 多些，其中中国增速 4% 左右。从 2017 年中美宏观经济政策来看，在收缩货币政策、积极的使用财政政策，特别是美国正积极推动一些刺激传统国内制造业的政策。但是从世界铜消费权重来看，主要还要看中国因素。美国现在铜消费量每年还不足 200 万吨，就算基础设施建设落实下去，每年或将增加 5-10% 的铜消费量，铜的消费增量也就是 10-20 万吨，对世界消费贡献仅在 0.5-1%。

图 2.4.1: 世界铜消费中国占比 48%



资料来源: CRU 南华研究

图 2.4.2: 铜消费增速在放缓

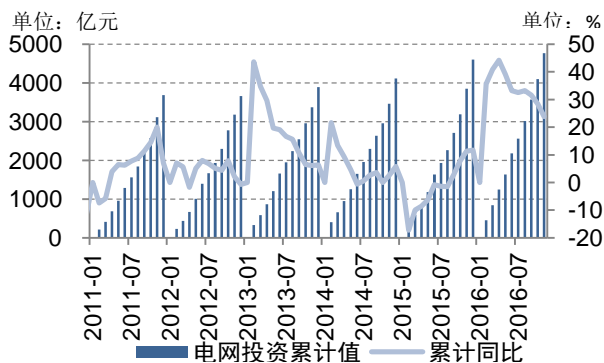


资料来源: CRU 南华研究

从国内电网投资看最近几年高速, 在 2015 年投资增长 12%, 2016 年 1-10 月份投资增长 28%, 2016-2017 年还处于特高压建设的高峰期。不过特高压在铺设网络中不涉及铜消费, 因此这块主要铜消费领域增速大打折扣, 应该在 10% 以下。但是 2016 年国内铜消费主要增长点也还在国家电网。根据规划 2016-2020 年, 国家电网在中国的投资将从过去 5 年的 1.8 万亿元增至 2.3 万亿元, 每年平均 0.46 万亿元。由于 2017 年宏观从稳增长转向促改革和防风险, 我们预计 2017 年电网投资额较 2016 年维持稳定, 估计铜消费增速可能也不会有大的起色。

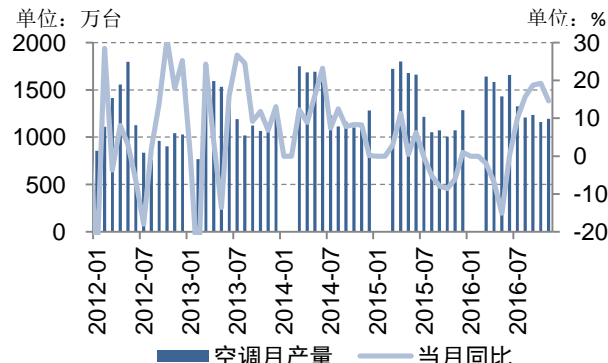
从 2015 年下半年开始, 空调主导企业已开始有节制的控制生产、降低库存, 空调产量一直处于下滑态势, 内销市场在坚定不移地消化库存, 经过空调行业自我调整后, 据统计 6 月底库存较去年下降了 25% 以上。下半年国内房地产销售火爆, 全球高温国内外空调需求好转, 市场大反转后空调产量增速也显著回升。在 2017 年气候没有突发性的前提下, 房地产市场主要影响空调市场规模。虽然地产调控力度加大以及信贷有所收紧, 2017 年房地产销售可能会出现较大调整, 但是房子从销售到装修、买家电有个滞后期, 2016 年房地产销售为 2017 年空调销售奠定了一个好基础。我们预计 2017 年度空调增速不会太高, 但上半年空调产量延续良好态势, 下半年可能逐渐转差。

图 2.4.3: 2016 年电网投资高速



资料来源: Bloomberg 南华研究

图 2.4.4: 2016 年下半年开始空调产量增速显著回升



资料来源: Wind 南华研究

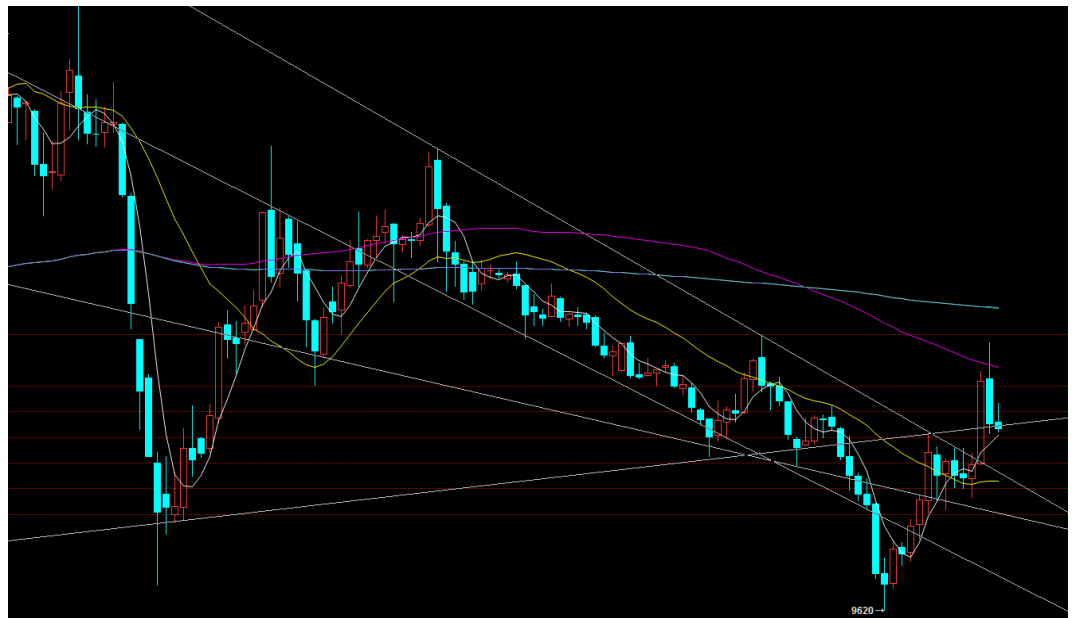
第3章 沪铝缓慢下探

沪铝 2016 年的牛市走势类似于 2009 年，不同的是 2009 年是靠一个非常强劲的消费端，因此成本通胀正反馈传导更顺畅些，价格在高位持续时间更长些。而 2016 年是靠供给端+消费侧使得产业链价格全部不再低估扭曲，但 2016 年价格的大幅回升又导致了产业链供给端大幅增加，铝的产能再次过剩开始了引起氧化铝阶段性紧缺，不过转为平衡、过剩也只是时间的问题。因此我们判断价格高位持续时间要短些，供给端过剩的再次出清可能也只会迟到但难以避免。

之前沪铝期货价格在 12500 元偏下处振荡，市场对过剩预期充分计入到价格里导致期现价差巨大，但并未反映氧化铝价格的扭曲以及煤炭继续大幅上涨引起的成本拉升型通胀，这些提供了沪铝上涨的内在动力。而铝锭运输不畅、消费地低库存增加了现货价格向上波动弹性，使得氧化铝以及煤炭等成本端大幅上升后完全传导给铝价强劲突破 12500 元回升，但铝棒加工费低位以及铝锭进口窗口打开使得铝价在 15000 元附近见顶。

我们看到沪铝在 2014 年 3 月、2015 年 1 月都未有效击穿 12500 元附近的底部，表明铝产业链在 12500 元下方存在严重扭曲，在当前供给侧改革消除价格扭曲的大背景下，价格大幅度偏离的持续时间可能也是短期的。从我们预期 2017 年上半年氧化铝、煤炭的合理回落空间来看，沪铝底部也理应从 10000 元偏下处上移至 12500 元偏下附近。但是我们评估 2017 年沪铝严重过剩，高库存或将促使沪铝击穿 12500 元再次下探，不过我们认为 12000 元下方的低估位置大概率促使商业收储的落实。

图 3.1：沪铝主力价格走势见顶开始回落



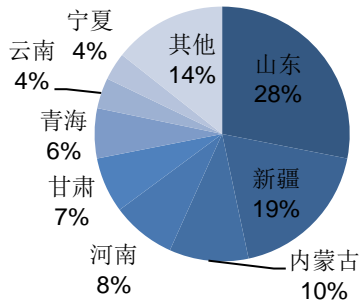
资料来源：博易大师 南华研究

3.1. 供需紧张矛盾改变

2017 年度沪铝供需平衡预计：我们初步预计 2017 年度沪铝消费量不高于 3500 万吨，即 2016 年原铝产量预计 3250 万吨+2016 年去库存预估 30-50 万吨+2017 年需求增量 200 万吨。根据行业统

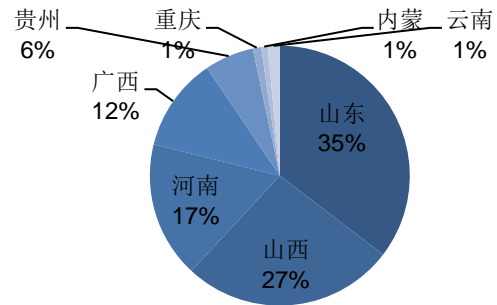
计，预计 2016 年末沪铝运行产能约 3600 万吨，相比今年初产能增加了大致 550 万吨，其中复产约 200 万吨，新投产 400 万吨左右。我们预计运行产能 2017 年过剩产量约 100 万吨，加上新建产能投产过剩产量预估至少 100-150 万吨，2017 年度过剩量我们初步判断在 200 万吨左右。库存可能从今年历史最低点在 2017 年上升到最高点，高库存可能使得价格大幅击穿成本支撑，再次下探底部或将难以避免。

图 3.1.1: 目前沪铝运行产能约 3600 万吨



资料来源: 百川 ALD 南华研究

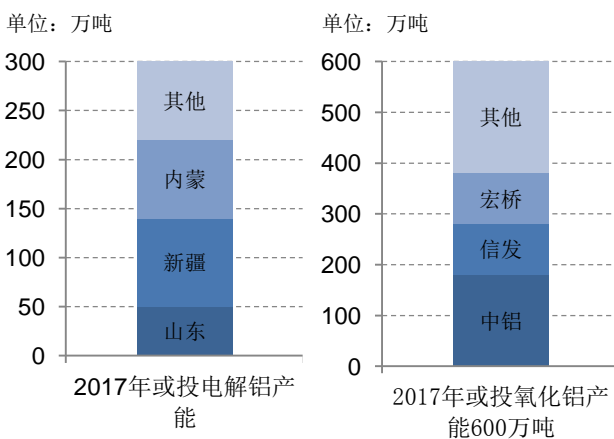
图 3.1.2: 目前国内氧化铝运行产能约 6700 万吨



资料来源: 百川 ALD 南华研究

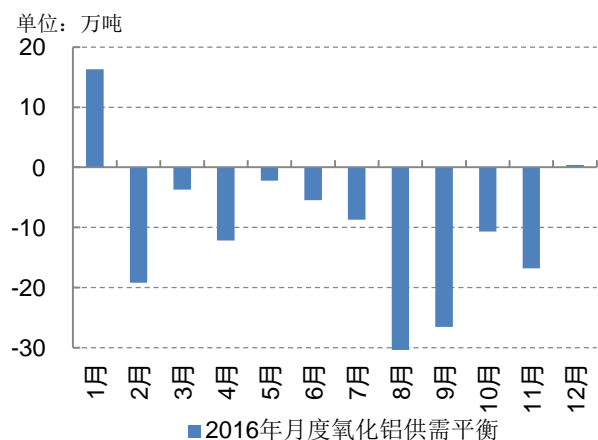
2017 年度国内氧化铝供需平衡预计: 1、存量: 当前电解铝运行产能对应氧化铝 6900 万吨多些, 加上非冶炼氧化铝年需求 200 万吨, 扣减掉当前氧化铝运行产能约 6700 万吨, 需要进口氧化铝年化 400 万吨才能实现大致平衡, 折算每月进口氧化铝至少 33 万吨。2、增量: 2017 年氧化铝复产不确定性。2017 年或投产能预计, 电解铝估计 300 万吨, 氧化铝预计 600 万吨且多数以企业配套为主; 但是氧化铝新投产能大多在 2017 年下半年, 可能稍晚于电解铝投产。氧化铝复产以及进口量有很大不确定性。我们评估 2016 年度国内氧化铝短缺了 120 万吨左右, 使得目前氧化铝库存保障天数降低, 我们预计 2017 年上半年氧化铝还会延续 2016 年末的偏紧态势, 氧化铝价格相比铝价也较强势些, 下半年氧化铝可能会稍偏松些。

图 3.1.3: 2017 年或投产能铝 300 万吨/氧化铝 600 万吨



资料来源: 百川 ALD 南华研究

图 3.1.4: 2016 年 8 月开始氧化铝供给显著收紧



资料来源: ALD 南华研究

3.2. 成本高位运行底部上移

我们认为成本现阶段处于高位运行期，对远期价格深跌有强力支撑。由于沪铝产能铝电联营已将近 80%，铝价不仅反映电解铝资产收益还要更多的体现电力资产比较优势收益，加上铝电价联动以及自备电高固定成本，使得铝价高波动成常态。在之前产业低库存、有效产能还未明显过剩的阶段，成本传导形成了一个正反馈效应也基本完全传导给了铝价，对价格趋势形成一个巨大推动力。

原料端与铝价的变化传导率很高，之前原料端一年期间回升了 3500 多元，几乎完全传导给了铝价回升。动力煤和氧化铝价格强力回升到了 2014 年的最高点附近，在低库存和产业成本拉动型通胀下，沪铝价格最高点也达到了 2014 年反弹的最高点附近。我们预计 2017 年上半年沪铝成本通胀处于高位运行期，考虑煤炭、氧化铝高位适当回落，运输等其他材料成本也随着宏观通胀上升后难以大幅下降，我们估算沪铝底部上移了 2500-3000 元。在成本通缩负反馈未发生的情形下，我们预计 2017 年上半年沪铝期货在 12000-12500 元附近有强力支撑。

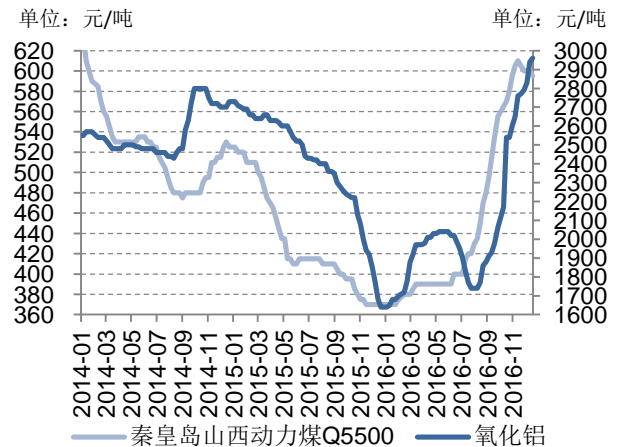
在政策主导下，煤炭库存快速回升、供应量明显增加，煤价开始见顶回落，我们判断未来煤价的合理波动区间可能在长协基础价 535 元±35 元，波动 50 元以上的价格可能会在政策调控影响下难以持久。铁路运输参与增强煤电长协执行率，按中长期基础价 535 元考虑较去年底最低价上升了 165 元，使得沪铝底部上移了 1000 多元。但是不同地区煤价以及用电差异也形成了比较优势。

沪铝产能快速增加导致上游原料阶段性短缺，加上氧化铝突发减产，在氧化铝低库存以及烧碱、煤炭、铝土矿等成本端大幅上升的强劲驱动下，氧化铝在 2016 年下半年二次下探后持续快速上涨，一举收复了过去 2-3 年的跌幅。我们预计氧化铝也会在复产和新投产能的影响下，供给短缺格局在 2017 年逐步缓解。从宏观通胀以及成本高位运行来看（烧碱、煤炭上涨压力减轻，但铝土矿还维持小幅上涨趋势），氧化铝价格回落空间可能有限，我们考虑氧化铝去除金融资本投机推动上涨部分，从高点最大程度回落 400-500 元，较去年底最低价上升 800 元左右，这也使得沪铝底部上移了 1500 元左右。

图 3.2.1：原料端与铝价变化传导

	一周	一月	三月	一年
主原料变	19	312	2249	3778
沪铝三变化	-520	-505	1090	2215
差异1	539	817	1159	1563
沪铝现变化	-660	-1550	80	2130
差异2	679	1862	2169	1648

图 3.2.2：氧化铝、煤炭价格高位运行期



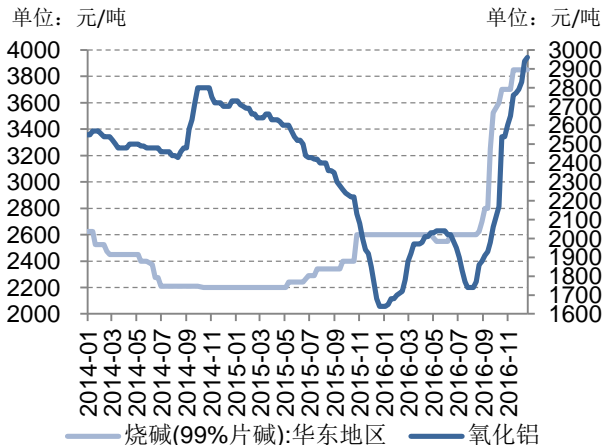
资料来源：南华研究

资料来源：Wind 南华研究

从 2011 年以来的氧化铝/铝比值走势来看，反映了原料与产品端相对紧缺程度。在 2011-2013 年，比值从 15% 逐渐上升到 18%，而铝锭价格从高位逐渐回落，表明铝锭相对氧化铝稍过剩些。在 2014-2015 年，比值在 18-21% 区间运行，而铝锭价格重心下移，铝锭过剩程度更严重些，产业链利润

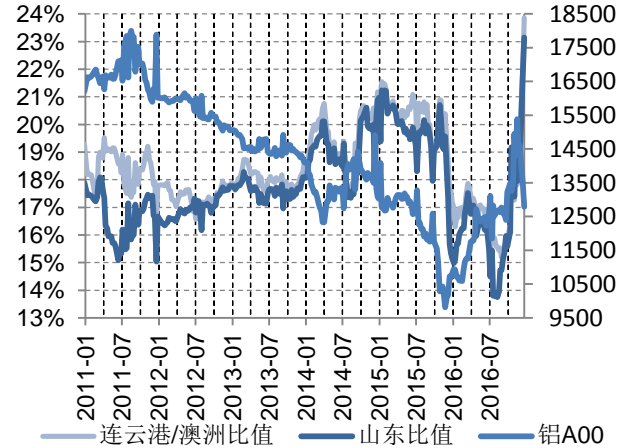
也转移到上游原料端。在 2015 年末铝锭市场过剩末端矛盾爆发、价格暴跌，引发铝厂规模化减产，导致氧化铝瞬间改变为相对严重过剩，氧化铝价格崩溃暴跌而铝价探底后快速回升，比值也暴跌创新低，产业链利润快速转移至铝锭端，迫使氧化铝也减产后续比值合理回升。在 2016 年起初是铝锭复产进程慢于氧化铝，导致氧化铝比值再次下探。但是铝锭大规模增产后，比值从底部快速拉升，我们预计 2017 年上半年比值可能还处于强势阶段、运行在 20%+3%/-1.5%（可能大部分时间偏上些），铝锭价格重心或将下移，产业链利润倾向于原料端，铝厂开始去利润甚至高成本产能面临亏损。

图 3.2.3: 烧碱价格大幅上涨



资料来源: Wind 南华研究

图 3.2.4: 氧化铝/铝价比值进入相对强势阶段

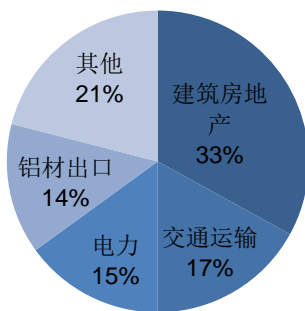


资料来源: 南华研究

3.3. 需求维持中高速但不敌供给

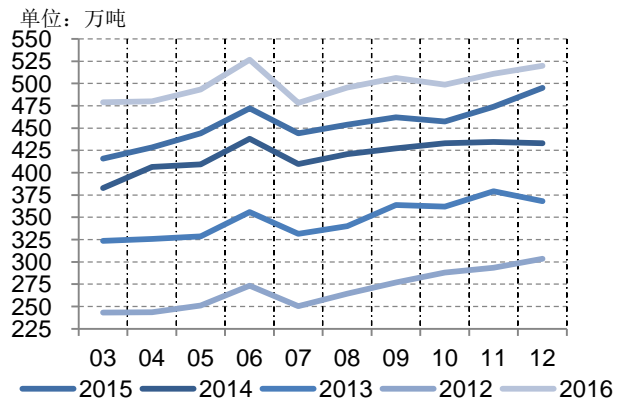
2016 年度铝材产量增速约 11%，我们评估 2016 年原铝消费增速将近 7%。我们预期 2017 年国内原铝的消费增速也在 6-7%附近。在原铝消费领域的增量变化上，我们预计受政策调整影响地产及汽车稍有下滑，电力持平，在伦铝强格局影响下铝材出口可能大幅增加，包装、电子产品等受宏观经济改善影响增速或将提高，但电解槽基建重启用铝减少。

图 3.3.1: 2016 年中国原铝消费结构



资料来源: ALD 南华研究

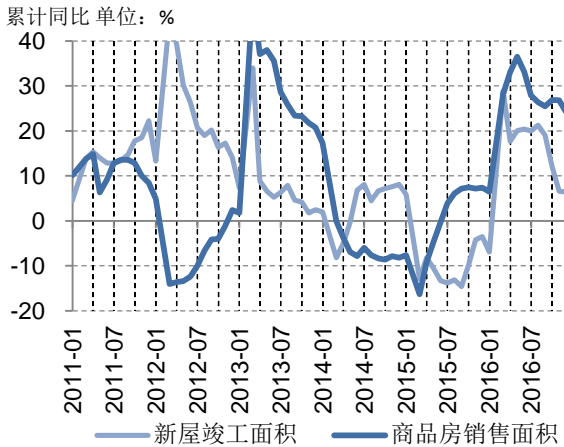
图 3.3.2: 近两年铝材产量增速由高速转为中高速



资料来源: Wind 南华研究

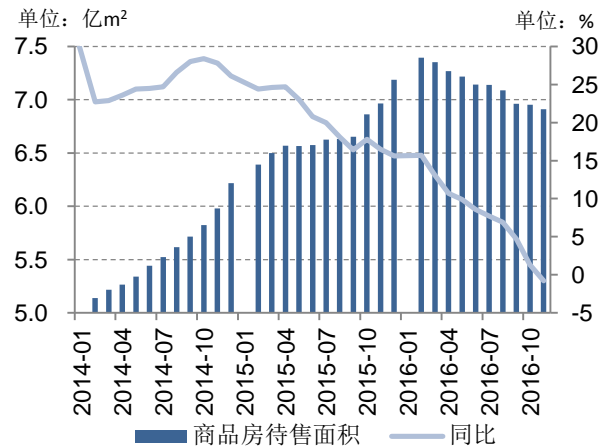
在房地产上，地产调控力度加大以及信贷有所收紧，2017 年房地产销售大概率出现较大调整，但由于铝合金门窗以及家装家具的铝材等都是末消费端，因此 2017 上半年铝消费增速延续 2016 年的良好态势，下半年影响可能较大。

图 3.3.2: 新屋竣工面积已开始大幅回落



资料来源: Wind 南华研究

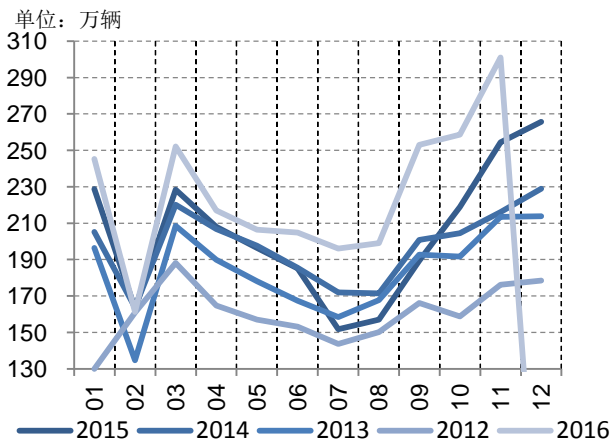
图 3.3.3: 商品房待售面积持续下降



资料来源: Wind 南华研究

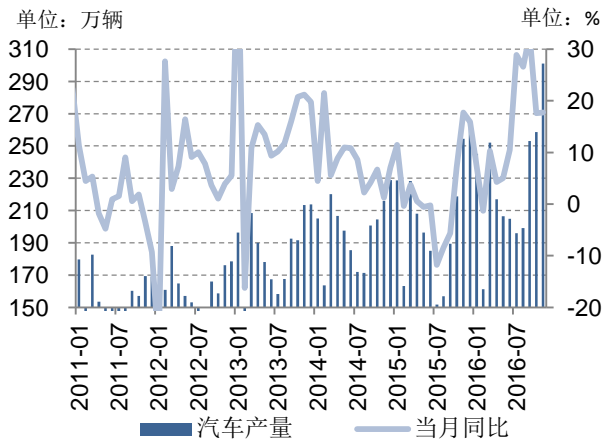
在交通运输上，受购置税优惠政策的促进作用，2015 年以来总体上进入高速增长态势。然而政策 2016 年底到期后虽延续一年但优惠力度再减半，从而 2017 年度汽车消费可能进入周期性回落态势，汽车产量增速可能由今年两位数降低到 5-9%。

图 3.3.4: 2016 年 9 月以来汽车产量快速上升



资料来源: Wind 南华研究

图 3.3.5: 汽车产量增速可能月度见顶



资料来源: Wind 南华研究

3.4. 沪铝期现/限价差逆转

3.4.1. 现货/近端深度溢价期货已逆转

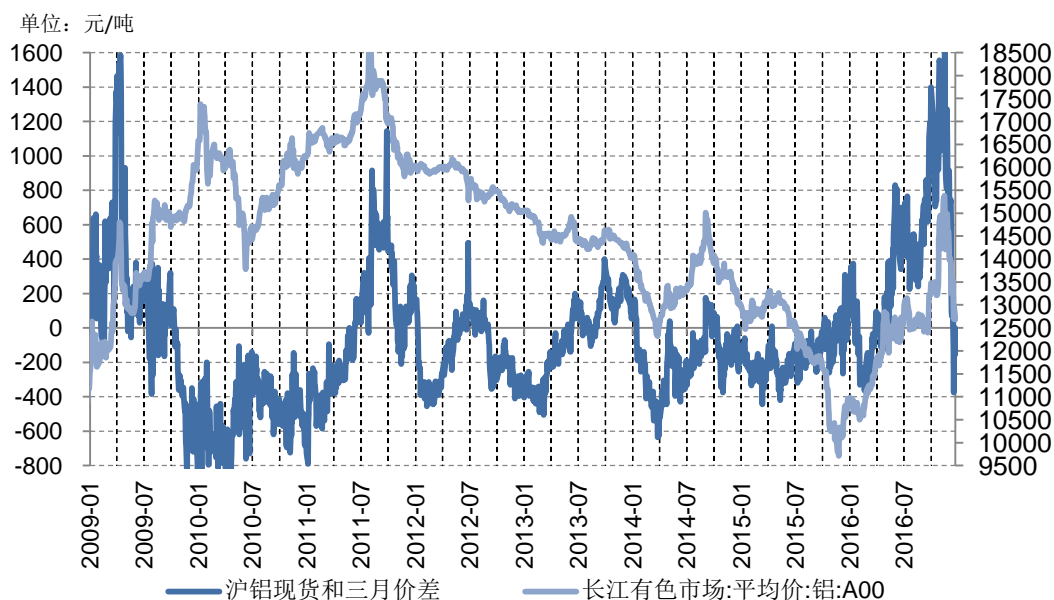
在 2012-2015 年沪铝供给过剩的大背景下，基差绝大部分时间处于一个现货折价期货的结构。在 2014 年沪铝现货价格的一次大幅反弹中，伴随着现货与三月期价差从低谷逐渐走强，也就是市场在供需过剩的预期中，价格走强是由现货带动期货的。

2016 年沪铝现货价格走牛伴随着现货与三月期价差的不断走高，并且现货价格的波动率要远高于期货。现货价格走强在于沪铝运行产能不足+消费强劲——供应紧缺——库存不断下降，低库存提高了现货价格向上的波动率，煤炭、氧化铝等成本价格扭曲不断恢复性上涨——推动沪铝估值不断上移，沪铝增加产能——必须维持一个高利润、高价格来刺激。2016 年现货深度溢价期货的情形在 2009 年、2011 年也出现过。

2009 年行情刚启动上涨的时候也是现货带动期货，但价格运行到顶端的时候转换为期货主导现货，这是由于那轮行情是由强劲的需求端所驱动的，期货价格的高溢价反映了消费端的预期。2010 年下半年现货价格探底后强劲回升，起初期货强于现货，但当价格 2011 年运行到顶部末端的时候，现货深度溢价期货，形成了一个大的 A 型顶部，之后开启了漫漫熊市之路。

从目前沪铝供给增加、库存见底渐升以及成本通胀高位运行情况来看，我们判断此轮沪铝走牛的特点类似于 2010-2011 年那轮上涨，开始期货强后来现货强，我们也预计 2016 年末沪铝现货在 15000 元上方可能也会形成一个大的 A 型顶部，步入螺旋式缓慢下跌路途。我们预计 2017 年一季度期货强、溢价现货（春节累库存），二季度期现价差逐渐收窄走平（春季旺季消费以及补库存）。

图 3.4.1.1：沪铝现货深度溢价期货快速逆转

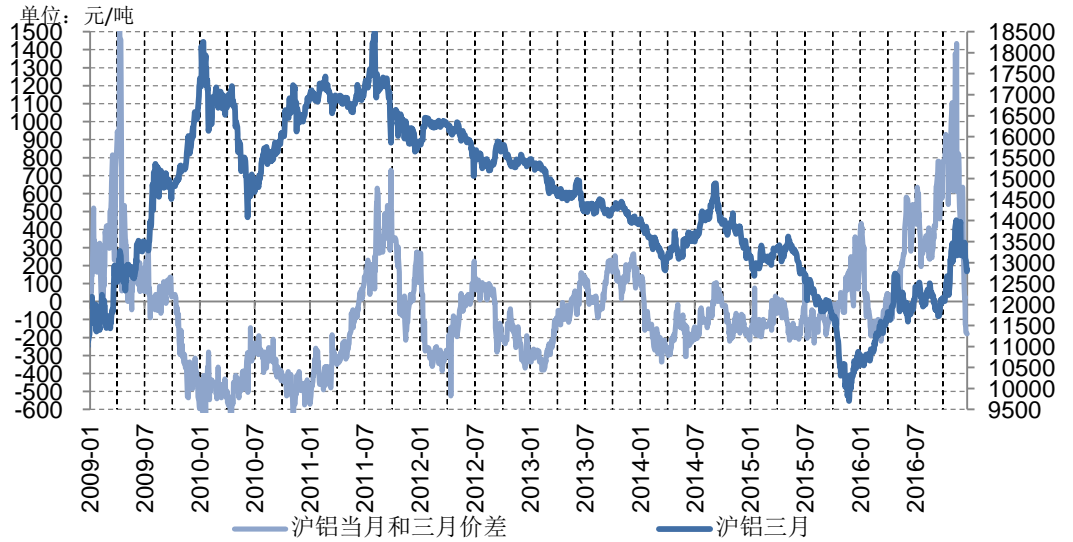


资料来源：Wind 南华研究

之前库存处在一个大的低谷阶段，供需矛盾异常尖锐，加上氧化铝、煤炭成本端上升推动铝价，生产商、持货商挺现价意愿达到高峰，但是高铝价传导消费端不确定性增强，引起市场高位波动率也

极高。沪铝三月与当月基差走势与消费地社会库存变化走势一致性很高，在目前库存低谷时，现货紧缺期货近端深度溢价远期，但是随着时间推移（供需过剩、运输改善）、未来库存逐渐回升进入增库阶段，现货价格/期货近端相对走弱、期限结构逐渐走平转为远期轻度溢价，在春节期间季节性库存高谷时呈现期货近端远期深度溢价。进入春季消费去库存阶段，远期深度溢价结构应逐渐走平。

图 3.4.1.2：沪铝近端深度溢价远期快速逆转

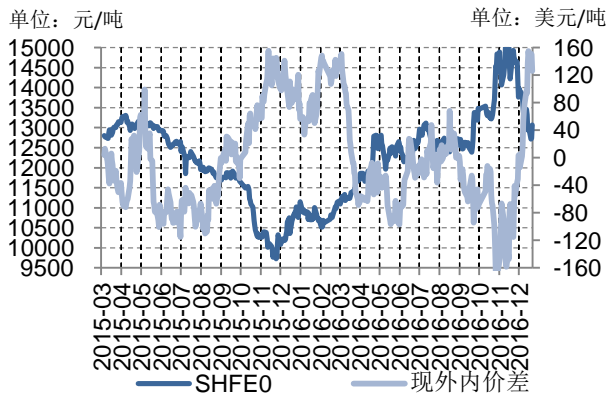


资料来源：Wind 南华研究

3.4.2. 内外盘期现强弱差异促回归

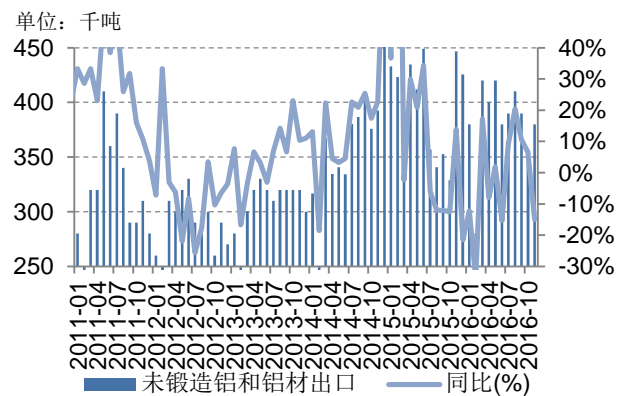
2016年铝材出口总体偏差下降3%，不过3月、5月、8月出口量较多，我们看到都导致伦铝偏强格局快速走弱。而伦铝现货弱势格局又会打压低端铝材出口，甚至沪铝现价高位时铝锭进口窗口偶尔打开，从而沪铝现货供给增加打压现价，而伦铝三月保持较强的格局。现在铝材出口减缓，又回到伦铝偏强格局。

图 3.4.2.1：现价伦弱沪强势格局快速转换



资料来源：Wind 南华研究

图 3.4.2.2：2016年铝材出口总体偏差

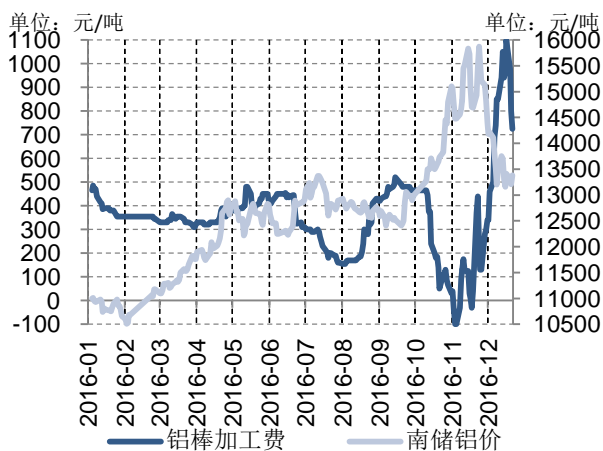


资料来源：海关总署 南华研究

3.4.3. 高低铝价对消费端传导不同

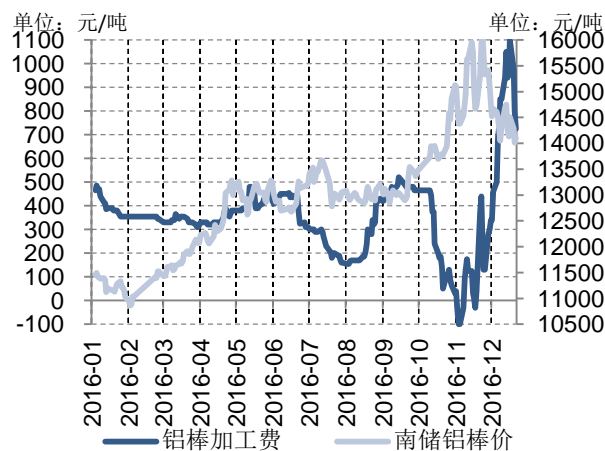
高铝价传导下游消费并不易，铝棒加工费低位徘徊。但是铝价快速大跌后，加工费又快速回升。铝锭和铝棒存在一定的跷跷板效应，加工费低位时，铝棒减产停产情形发生，铝锭增产对铝价有一定冲击。而加工费高位时，铝棒供应偏紧，消费端对此时价位接受程度较好，从而对铝价下跌有一定减缓和支撑。

图 3.4.3.1：高铝价低加工费/低铝价高加工费



资料来源：南储华南 南华研究

图 3.4.4.2：高铝棒价低加工费/低铝棒价高加工费



资料来源：南储华南 南华研究

第4章 “锌锌”之火已燎原

自 2015 年年初锌带领有色金属展开反弹以来, 锌价整体呈单边上涨态势, 年初至今涨幅接近 80%, 可谓是一派“锌”欣向荣的景象。而与上半年由需求回暖带动的反弹不同的是, 下半年锌矿供应缺口扩大的市场预期是支持锌价上涨的核心逻辑。在国外矿山持续减产, 锌矿进口萎靡, 冶炼企业加工费不断走低, 以及供给弹性较低背景下, 锌供不应求的格局在 2017 将延续。展望 2017 年, 作为有色金属中基本面一枝独秀的锌将继续走强, 但在下半年的上升空间受复产预期和需求疲软压制, 27000-28000 一线为合理的高点。

图 4.1: 伦锌全年维持震荡上行走势



资料来源: 博易大师 南华研究

图 4.2: 沪锌全年维持震荡上行走势



资料来源: 博易大师 南华研究

4.1. 从锌矿说起的故事

供给端的收缩是推动 2016 年锌价反弹的核心逻辑。在国外矿山持续减产以及国内供给侧改革势在必行的背景下, 锌矿国内外紧缺格局短期难以改变, 锌矿及锌锭显性库存降到了低位。而在全年需求端相对稳定的环境下, 供给端的变化成为了锌价走势的决定性因素。

从供给面来看, 直接造成锌矿供应缺口的是海外矿山的大幅减产。近 40 年来看, 产能下降的年份并不多, 而且大多数是小幅下降, 而 2015 年是产能下降最大的一年。由于资源枯竭等原因, 2015 年下半年海外老旧矿山密集关停, 2015 年第四季度, 澳大利亚世纪矿永久关停产能约 45 万吨, 冰岛 Lisheen 矿也有 10 万吨左右产能永久退出。2015 年海外减产关停的矿山产能接近 80 万吨。而随着嘉能可宣布减产 50 万吨, 2016 年的锌矿产能进一步下滑。直接导致了 2015 年与 2016 年的锌精矿产量的下降。

表格 4.1.1: 2016-2017 年全球主要锌矿山累计减产情况

2016-2017 年全球主要锌矿山累计减产情况 (万吨)					
国家	公司	矿山	2016E	2017E	2018E
爱尔兰	Vedanta	Lisheen	8.1	8.1	8.1
澳大利亚	MMC	Century	39.3	39.3	39
波兰	HCM	Bukowno-Olkusz	4.2	4.2	4.2
波兰	Boleslaw	Pomorzany	0.9	2.2	2.2
泰国	Padaeng	Mae Sod	0	4	4
希腊	Eldorado Gold	Kassandra	0	3	3
澳大利亚	Glencore	George Fisher	24.5	24.5	25
澳大利亚	Glencore	McArthur River	13.5	13.5	14
哈萨克斯坦	Glencore	Kazzinc	4	4	4
秘鲁	Glencore	Iscayruz	8	8	8
美国	Nyrstar	Middle Tennessee	4.7	4.7	4.7
智利	Nyrstar	Myra Falls	0.9	0.9	0.9
美国	Teck	Red Dog	7.6	8.5	8.7
印度	HZL	Rampura Agucha	0	20.8	23
总计减产			115.7	30	3.1

资料来源: CRU SMM 南华研究

此外中国 10 家锌冶炼厂计划今年减产 50 万吨, 约占国内产量 10%。国内矿山由于品位低, 成本高, 环保要求严格, 无法承受去年四季度以及今年一季度的亏损, 也纷纷减产和停产。虽然当前锌价已经回升, 但尚未达到复产条件, 2016-2017 年国产的锌精矿供应将延续负增长的格局。

表格 4.1.2: 国内矿山供应能力有限

区域	冶炼产能	矿山供应能力	2016 年供求关系
甘肃	33	40	宽松
陕西	81	40	
内蒙古	74	120	
云南	108	75	持平
四川	40	20	
西藏	0	3	
新疆	2	18	
福建	0	10	
河南	34	4	紧张
湖南	84	40	
广西	41	30	

资料来源: 上海有色网 南华研究

我国每年需要进口一定的锌精矿, 2015 年锌精矿进口量在 320 万吨左右, 主要是由于进口矿加工费较高, 折合人民币后锌精矿价格低于国内矿, 刺激贸易商和冶炼厂采购。2016 年, 进口 TC 在年

初以来开始大幅下降，但国内 TC 在 4 月份之后开始下降，而且下降幅度小于进口矿，进口矿价格优势不再，伦沪两市的进口窗口逐渐缩窄，实际进口亏损导致进口量跳水。据海关数据显示，2016 年 1-9 月中国的锌精矿进口量累计 140 万吨，同比下滑 40.4%。进口大幅下降，一方面和精矿本身供应紧张有关，一方面和 TC 持续下降，冶炼厂持续亏损有关。

2016 年四季度锌锭运输受阻导致短期内北方货源趋紧，冶炼厂原料库存降至低谷，年内冶炼企业冬储补库仍在进行。锌精矿加工费继续走低，并跌至 10 年期最低水平，显示精矿采购难度仍在增加。四季度至明年这种情况会进一步持续。

图 4.1.1：国内锌精矿进口同比断崖式下降

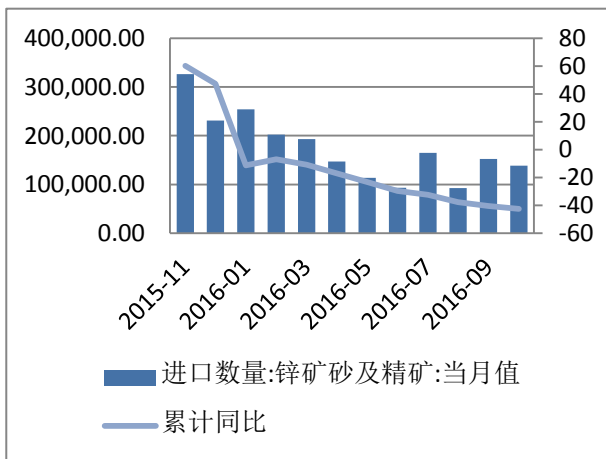
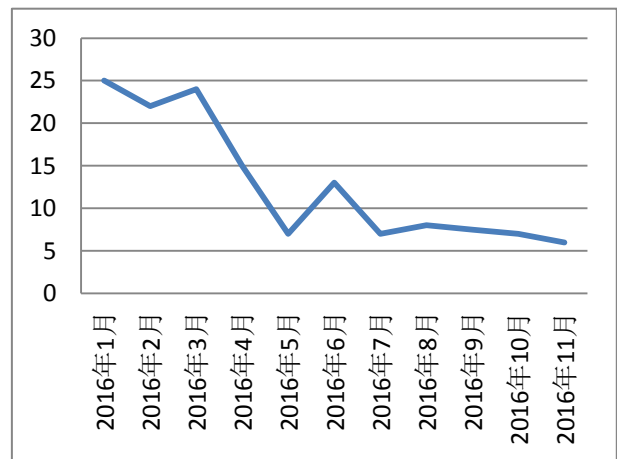


图 4.1.2：锌精矿港口库存持续下降



资料来源：海关总署 南华研究

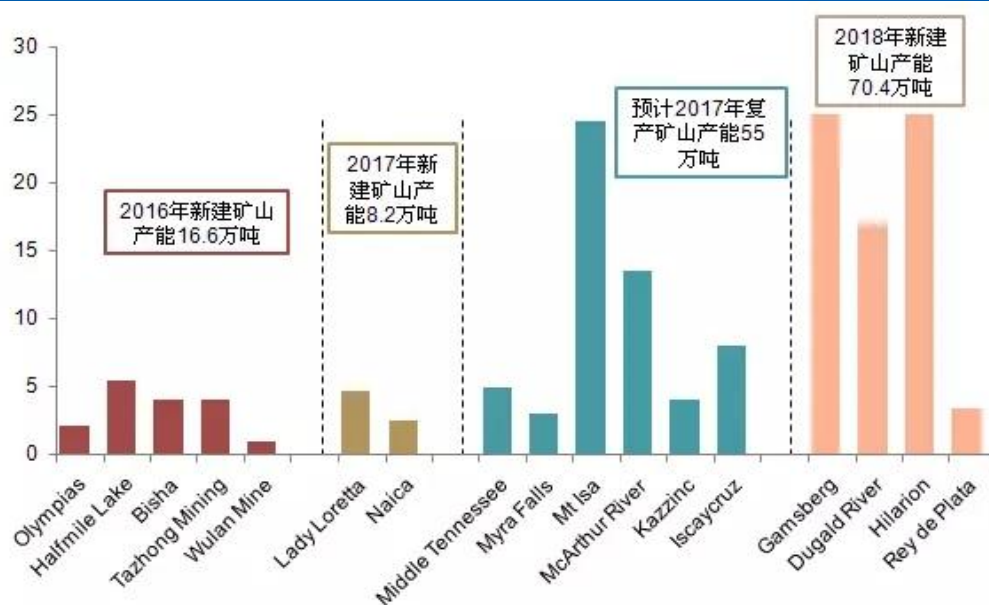
资料来源：海关总署 南华研究

4.2. 未来国内外锌矿供应变化

近两年国内也有一些新投产的矿山，其中内蒙古数量最多，如银漫矿业、高尔其、诚诚矿业、三道桥铅锌矿、国金八岔沟铅锌矿、国森二道河、利比亚铅锌矿，其次是甘肃郭家沟、四川惠东大梁矿业，这些矿山产能总计为 41.1 万吨，2016-2017 年产能逐渐释放，预计 2016 年产量增加在 10 万吨，2017 年产量增加 24.4 万吨。考虑到没有统计到的项目及因价格刺激增产的矿山，预计 2016 年国内锌精矿产量增加 15 万吨，2017 年增加 30 万吨。

据统计，2016 年国外新增矿山有 5 个，都属于小矿山级别，产能在 5 万吨以下，合计产能在 16.6 万吨，产能释放较少。2017 年新建矿山有两个，产能分别为 4.7 万吨和 2.5 万吨，2017 年产量增长点主要在复产矿山，考虑多种因素，推断嘉能可在明年二季度部分产能复产的可能性较大。未来几年的海外锌矿山新增产能主要集中在 2018 年，Vedanta 的 Gamsberg 锌矿与 MMG 的 Dugald River 锌矿这两座超大型锌矿山都计划于 2018 年投产，将分别带来约 25 万吨与 16 万吨的新增产能，预计 2018 年海外矿山新增产能接近 100 万吨。

图 4.2.1：未来主要新建矿山产能分布



资料来源：CRU

表格 4.2.1：2016-2018 年全球锌精矿产量预测

2016-2018 年全球锌精矿产量预测 (万吨)				
类别	2015	2016E	2017E	2018E
海外新增产能	18.5	16.6	63.2	70.4
中国新增产能	42	15	30	47.6
全球新增总计	60.5	25.28	74.56	94.4
全球减产总计	-89.9	-117	-30.2	-19.7
锌精矿供应净变量	-29.4	-91.72	44.36	74.7
锌精矿产量	1347.74	1256.02	1300.38	1375.08
锌精矿需求	1336	1341	1346	1356
供应缺口	11.74	-84.98	-45.62	19.08

资料来源：CRU SMM 南华研究

4.2.1. 嘉能可的复产预期

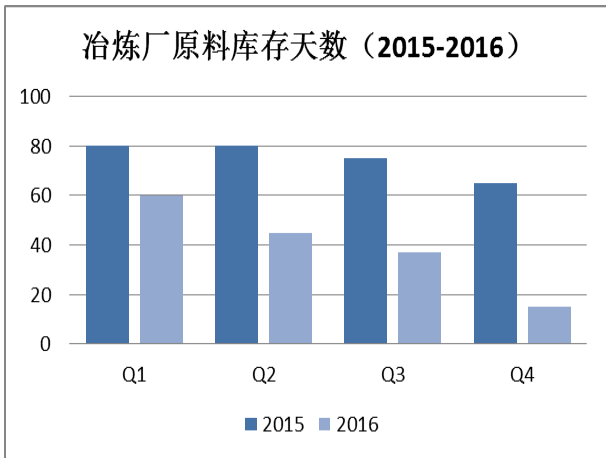
市场预期嘉能可将在 2017 年开始逐步复产，该举措有望使 2017 年锌矿的供应缺口缩窄。对于金属锌来说，嘉能可是全球最大的锌精矿、半加工矿石和精炼锌生产商。嘉能可在 2015 年 10 月宣布削减产量 50 万吨。在嘉能可公布的一季度报告中显示，锌产量同比下滑 28% 至 25.71 万吨。5 月份的 MB 锌会议中，嘉能可的代表曾表示，锌价涨到 2100-2300 美元/吨或将刺激他们重启锌的闲置产能。由于锌矿供给周期较长，目前主要的弹性产能仅为嘉能可的停产部分。而基于对自身利益的考虑，嘉能可希望将重启行为对于锌价的影响降到最低，因此，复产的过程与规模将会受到控制，不会一蹴而就。综合推断，嘉能可在明年二季度部分产能复产的可能性较大。而 2017 年的锌矿供需平衡将会随着具体的复产时机与复产量级发生变化。

4.3. 精炼锌市场变化

与矿山不同的是，冶炼产能在增加，2016 年全球新增冶炼产能 18.3 万吨，国外总产能在减少，产能增加主要在中国。冶炼产能的增加，更加剧了锌精矿市场的紧张。从精炼锌的供应来看，1-9 月国内精炼锌累计产出 462.1 万吨，累计同比下滑 0.2%。整体来看，上半年国内锌冶炼维持基本平稳态势。但后期锌矿的供应缺口将继续传导至冶炼企业，而低廉的加工费用将打压冶炼厂的积极性。

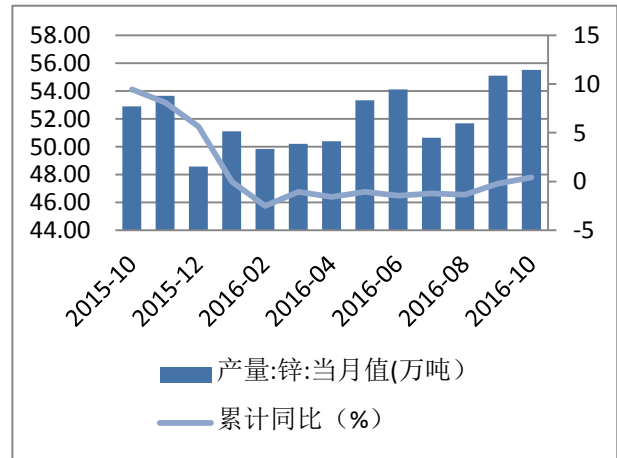
锌矿原料的紧张迫使国内锌矿进入去库存的周期。2016 年年初以来冶炼厂原料库存逐渐下降，年初时平均在 60 天左右，当前冶炼厂平均库存在 15 天左右，有的冶炼厂甚至不到一周的库存，对比 2015 年出现了惊人的降幅。锌精矿的港口库存也下降到了低位，年初时在 25 万吨左右目前仅有 3 万吨，年内最后两个月预计维持低位。国内锌精矿采购非常紧张，一些大的冶炼厂开始计划采购进口矿，但是贸易商报出的加工费非常低。一些冶炼厂已经因为原料问题开始缩减生产计划，预计接下来这段时间到明年一季度应该是锌精矿最紧张阶段，受到影响的冶炼厂会越来越多。

图 4.3.1：冶炼厂原料库存位于低谷



资料来源：公司 南华研究

图 4.3.2：2016 年精炼锌产量增速低迷



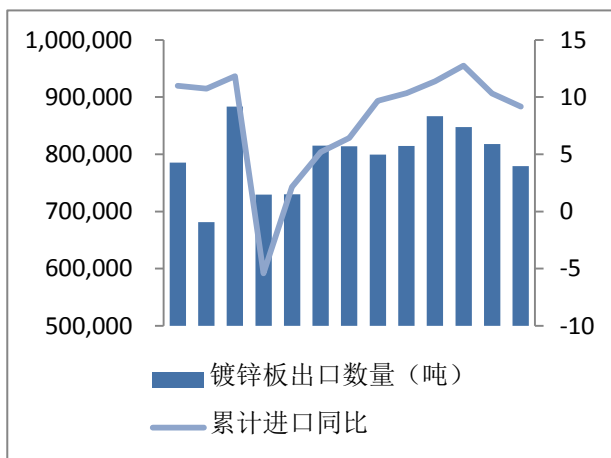
资料来源：国家统计局 南华研究

4.4. 需求端保持平稳增长

CRU 的数据显示，虽然 2016 年中国精炼锌的消费在三、四季度对比二季度有所回落，但是 2016 年全年精炼锌的消费将出现 2.1% 的小幅增长。其中上半年整体消费呈上升态势。随着美国经济复苏，中国经济筑底企稳并向“L”型过渡，明年整体需求有望在基建投资、房地产、以及汽车行业的拉动下保持稳定。

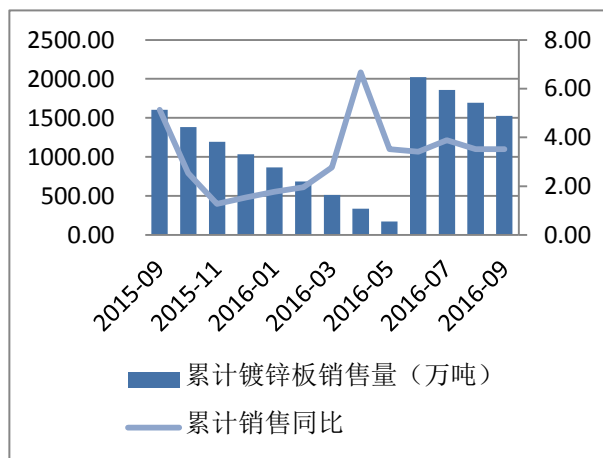
从精炼锌的初级需求来看，镀锌依然是年内的主要增长点。根据海关总署公布的数据显示，2016 年 1-9 月镀锌板的出口呈加速上升的态势，累计出口同比上升 10.32%。预计明年的出口将稳中有升。出口数据强劲的同时，镀层板销量也在回暖。国内 1-8 月份重点企业镀层板销售量累计同比增加了 2.53%。另外从企业的成品库存来看，由于前期价格下跌带来较为明显的库存压力，生产企业在第一季度的囤货意愿不强，普遍通过降低企业库存来减少存货贬值的压力，二季度随着锌价企稳回升，企业开始逐步建立库存，而随着三季度之后供应缺口激增，企业进入被动去库存阶段。

图 4.4.1：2016 年镀锌板出口量探底回升



资料来源：海关总署 南华研究

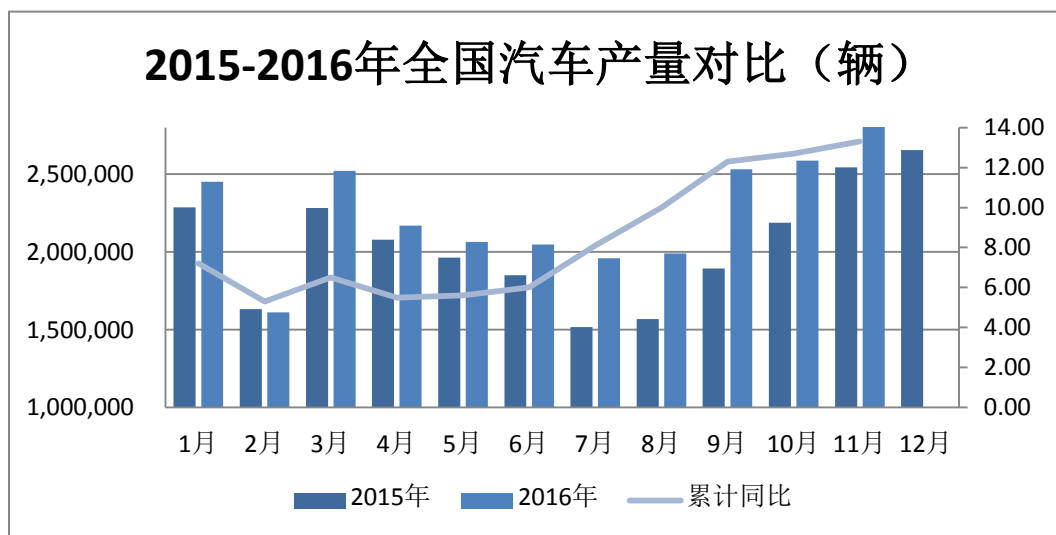
图 4.4.2：2016 年镀锌板销量维持平稳增长



资料来源：海关总署 南华研究

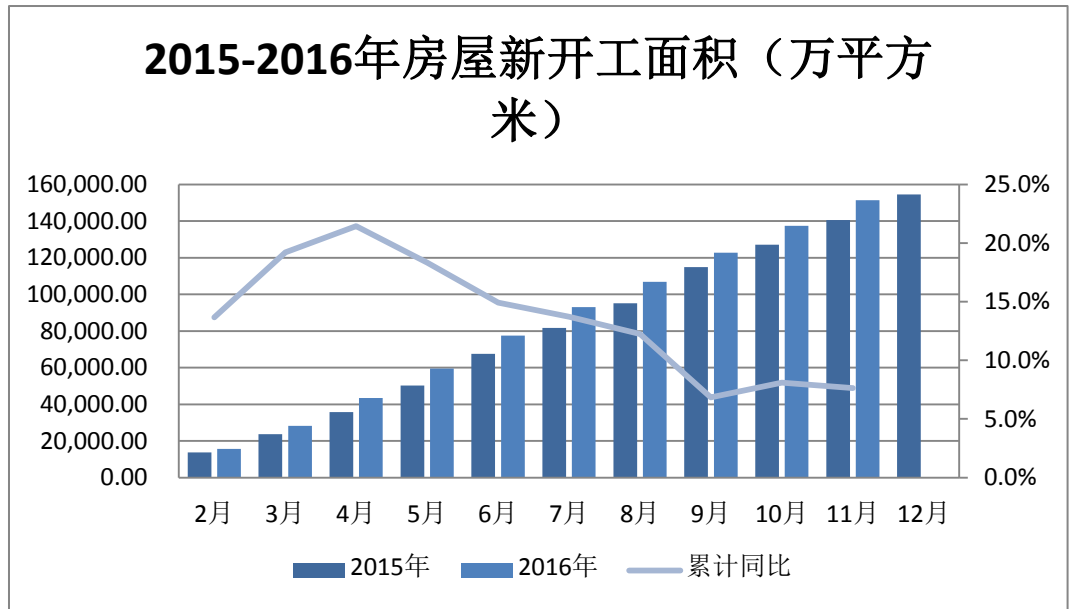
从终极消费端来看，2016 年中国的房价上涨带动了开工面积增长，而城市化的推动与财政政策的刺激拉动了基建投资。年初以来房地产行业以及基建投资增速都十分亮眼。1-10 月份，全国固定资产投资完成额累计同比增长 8.3%。其中，1-10 月房地产开发投资完成额累计同比增长 6.6%。汽车产业回升态势还在延续，1-10 月累计汽车产量 2088 万辆，同比增长 12.7%，销量累计 2201 万辆，同比增长 14.2%，支撑了镀锌板以及精炼锌的需求。虽然进入三季度之后，中国固定资产投资增速下滑，其中房地产投资、销售、新屋开工增速全线回落，但整体增速依然较高，而且受宏观政策以及基建托底对稳增长的支持，明年需求增速料回落但有望维持稳定。另外房地产作为房地产后周期行业，一般滞后房地产销售 6-12 个月，也就是从今年二季度以后走高的销售数据将会直接影响到 11 月到明年二季度的有色消费。

图 4.4.3：2016 年全国汽车产量增速高位运行



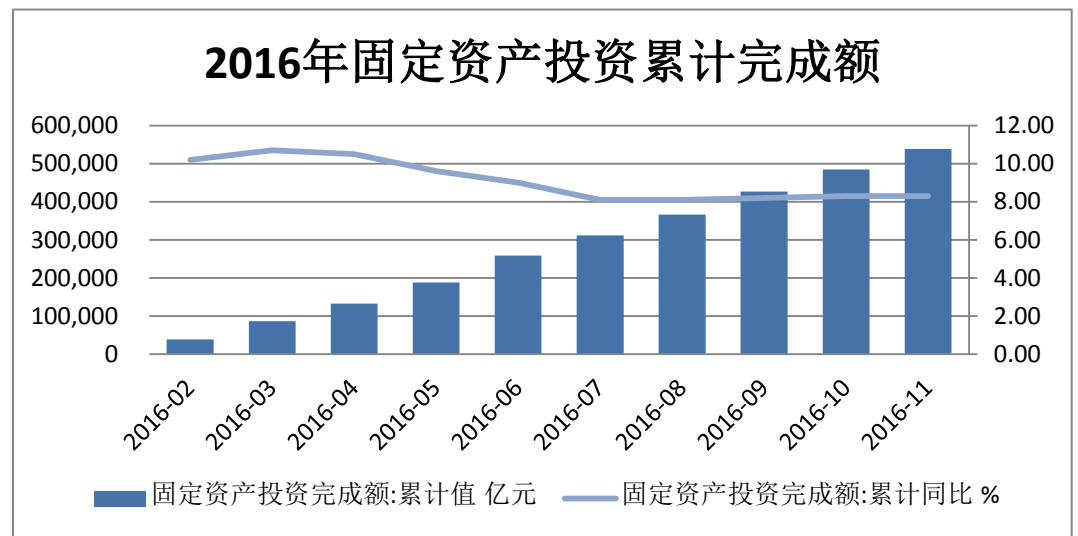
资料来源：国家统计局 南华研究

图 4.4.4：下半年房屋新开工面积增速放缓



资料来源：国家统计局 南华研究

图 4.4.5：固定资产投资增速回落后企稳

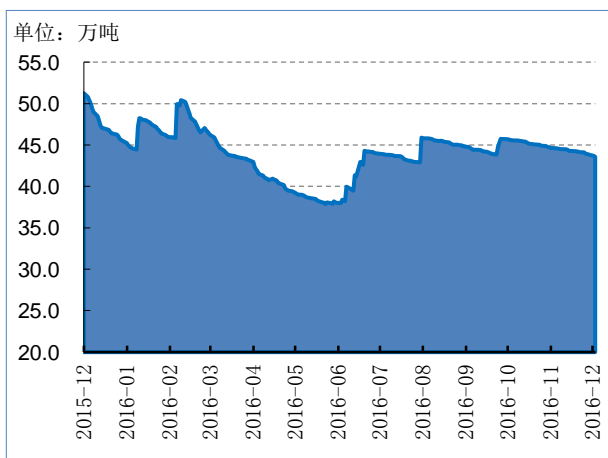


资料来源：国家统计局 南华研究

4.5. 国内外库存变化

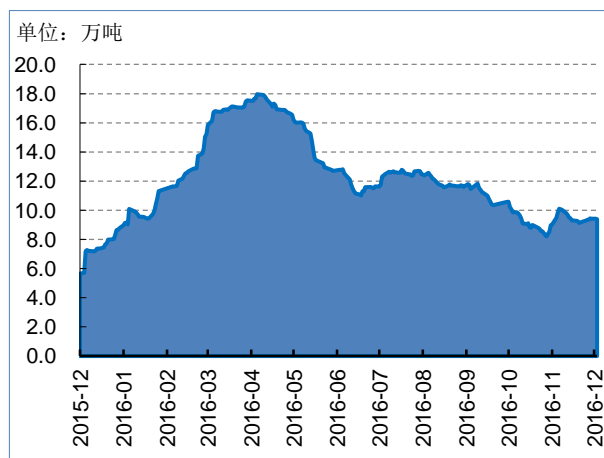
从显性库存的走势来看，国内库存在一季度呈增加态势。1月份开始，两市的套利窗口关闭，锌价自低位回升，库存加速累积。而LME库存自年初开始不断下滑，跌破40万吨，而SHFE的库存在二季度见顶回落，从高点下降近50%，从侧面证明了供应紧缺的趋势。在明年锌矿紧俏的环境下，两市库存有望保持当前低位或进一步下跌。

图 4.5.1：2016 年 LME 锌库存持续下滑



资料来源：Wind 南华研究

图 4.5.2：2016 年 SHFE 锌库存大幅回落



资料来源：Wind 南华研究

4.6. 供需平衡表

2016 年全球锌供应缺口扩大，主因是锌矿供应大幅下滑。2016 年中国锌供应缺口主要由三方面导致：第一是进口矿大幅下降，第二是进口精炼锌减少，第三是下半年消费的意外好转。中国的镀锌消费依然是明年总消费量的关键，2017 年预计中国锌消费增速放缓，但欧美发达经济体，及印度和东南亚等国家的消费预计好于今年。另外一个潜在重磅因素是嘉能可的复产。

表格 4.6.1：2015-2017E 全球精炼锌供需平衡表

全球精炼锌供需平衡 2015-2017 (万吨)			
年份	精炼锌产量	精炼锌消费量	精炼锌供需平衡
2015 Q1	335.9	330.6	5.3
2015 Q2	347.8	336	11.8
2015 Q3	339.7	331.6	8.1
2015 Q4	345.4	332.9	12.5
2015	1368.8	1331.1	37.7
2016 Q1	325	334.5	-9.5
2016 Q2	332	341.8	-9.8
2016 Q3	328.2	337.5	-9.3
2016 Q4	332.3	338.7	-6.4
2016E	1317.5	1352.5	-35
2017E	1325	1364	-39

资料来源：国家统计局 海关总署 CRU 南华研究

表格 4.6.2: 2015-2017E 中国精炼锌供需平衡表

中国精炼锌供需平衡 2015-2017 (万吨)				
年份	精炼锌产量	净出口	精炼锌消费量	精炼锌供需平衡
2015 Q1	140.5	-4.3	151	-6.2
2015 Q2	153.8	-8.5	158	4.3
2015 Q3	149.8	-8.9	156	2.7
2015 Q4	148.5	-23.2	155	16.7
2015	592.6	-44.9	620	17.5
2016 Q1	138	-17.6	155.5	0.1
2016 Q2	152	-10.4	163.5	-1.1
2016 Q3	146.5	-5.4	159	-7.1
2016 Q4	138.5	-9.5	157	-9
2016E	575	-42.9	635	-17.1
2017E	551	-63	643	-29

资料来源: 国家统计局 海关总署 CRU 南华研究

4.7. 2017 年锌价走势展望

展望 2017 年, 2016 年推动锌价上涨的核心逻辑将继续发酵。2017 年全球锌精矿市场依然短缺, 但是供应缺口将逐渐收敛, 供应短缺的高峰将出现在一季度至二季度之间。在供给弹性较低背景下, 锌矿紧缩将传导至精炼锌加工费继续下滑, 并导致产量和库存大幅减少。然而无论嘉能可复产与否, 随着固定资产投资增速下滑, 房地产投资触顶, 宏观需求在 2017 年下半年大概率出现回落, 因此我们判断 2017 年沪锌走势将出现前高后低。如果 2017 年嘉能可不复产, 明年国外矿山增量仅为 8 万吨, 国内有超过 30 万吨增量, 全球锌矿供应缺口将大于预期, 支持锌价进一步走强, 沪锌看高至 28000 一线, 全年均价在 24000 左右。若 2017 年嘉能可在一季度之后陆续部分复产, 并在年底之前达到最大增量, 2017 年的供应缺口将会缩窄, 但依然无法被完全填补, 沪锌高点将在复产之前出现, 全年均价在 22000 元/吨左右。

第5章 方兴未艾，“镍”槃重生

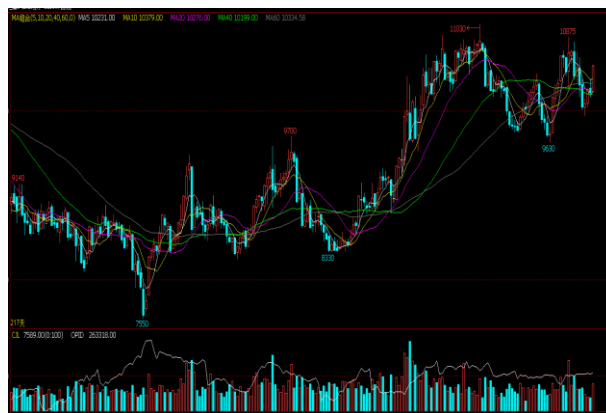
今年 2 月以来，沪镍三起三落后脱离底部行情，一路高歌，冲高至 10000 附近。国内供应端收缩导致供小于求是今年镍价上涨的核心动力，但上下半年价格驱动因素并不相同：2 月至 8 月行情主要是菲律宾总统杜特尔特大力推进镍矿整顿导致红土镍矿短缺预期驱动；10 月后的行情则主要是煤焦炭供给侧改革导致镍成本上涨。展望 2017 年，一季度受镍矿短缺结束影响镍价可能出现回调；而二、三季度受需求端恢复和供给侧改革，镍价有望继续走强；到四季度，受制于需求淡季和纯镍高库存压力，镍的价格走势可能走弱。

图 5.1：沪镍阶梯式震荡上行



资料来源：博弈大师 南华研究

图 5.2：伦镍跟随沪镍上行脱离底部

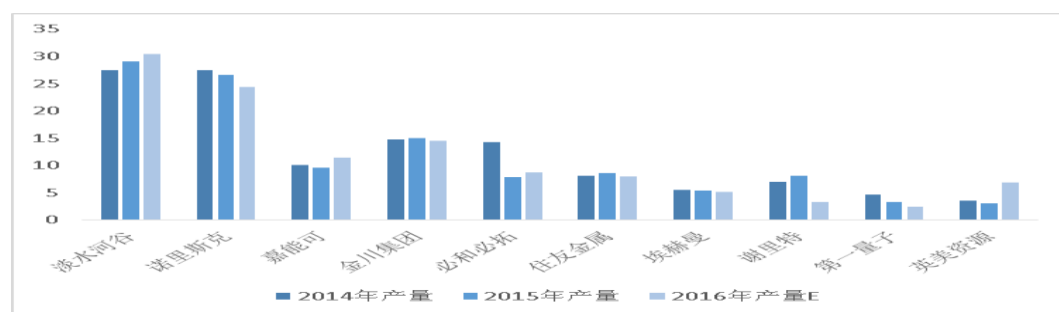


资料来源：博弈大师 南华研究

5.1. 2016 年行情综述：供应短缺扭转趋势

随着 2016 年年初镍价跌至底部，国内大量 NPI 企业关停，2 月国内的 NPI 开工率降至历史最低位。国际市场上，大型镍企虽因关停成本原因产量降低较少，但当时超过 70% 的镍企已处于亏损当中，这给镍供需面的转变提供了基础。随着今年国内房地产的再次兴起，镍下游不锈钢消费有较大改善。加之菲律宾禁矿事件导致镍矿短缺，镍供应从 2015 年的过剩转为今年的短缺，因而随着成本端煤炭、运费、铬铁、兰炭等的涨价，价格传导得以顺利进行，下游不锈钢价格节节高升，正反馈推动镍价上行。

图 5.1.1：国内外主要镍企产量（2014 年-2016 年 E，单位：万吨）



资料来源：安泰科 南华研究

表 5.1.1: 镍供应从过剩转变为短缺 (单位: 万吨)

	镍供应 (全球)	镍消费 (全球)	镍供需平 衡(全球)	镍产量 (中国)	镍净出口 量(中国)	镍消费 (中国)	镍供需平 衡(中国)
2006	126.3	122.2	4.1	14.2	-9.6	23.1	0.6
2007	143.7	137.7	6.0	21.3	-13.7	31.5	4.2
2008	136	129.3	6.7	20.7	-15.8	31.5	5.0
2009	133.5	130.0	3.5	27.8	-30.1	44.2	13.7
2010	144.0	147.0	-3.0	32.6	20.0	54.9	-2.3
2011	160.0	161.0	-1.0	45.8	25.8	68.4	3.2
2012	176.0	167.0	9.0	55.8	23.1	74.7	4.2
2013	196.0	178.0	18.0	70.0	19.8	86.7	3.1
2014	194.0	189.0	5.0	70.0	11.4	94.0	-11.6
2015	197.0	189.0	8.0	63.0		96.0	
2016E	193.0	199.7	-6.7				

资料来源: Wind 南华研究

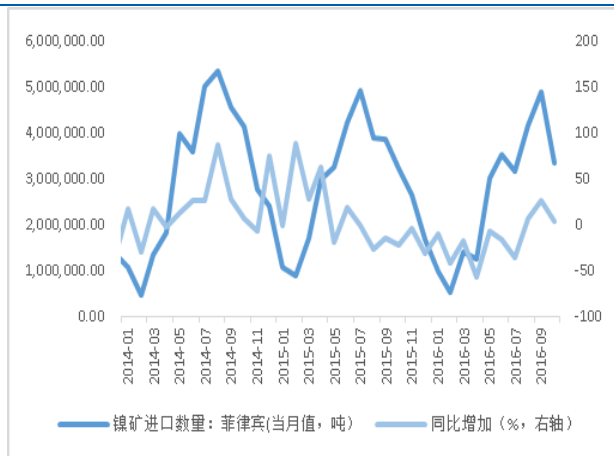
5.2. 菲律宾镍矿产量下降影响或减弱

我国镍资源主要为硫化镍矿,但其产量并不能支撑国内庞大的不锈钢消费需求。2014 年印尼禁止原矿出口后,我国镍矿进口主要来自菲律宾,其占比目前高达 96%。自 2011 年开始,镍价持续下跌了 5 年之久,镍矿利润也被一步步蚕食。年初菲律宾镍矿业协会决定 2016 年减产至少 20% 镍矿产量,但上半年国内镍矿自菲律宾进口镍矿数量则同比下降超过 24%,这也是导致上半年镍行情反复的一个原因。下半年,随着镍价和原油价格的上涨,镍矿价格和运费也不断上涨,菲律宾矿业整顿结果一再拖延,而国内 8、9、10 月份自菲律宾进口的镍矿数量更是同比大幅上涨。同时,印尼也有放开原矿出口的消息不断出现,新喀地区中低品位镍矿进口中国,在纯镍行情不断转好的前提下,我国镍矿进口来源未来可能产生一些变化,菲律宾镍矿减产对我国镍矿供应的影响也将减弱。

目前,由于国内镍矿多来自进口,原油价格和汇率变化也对镍矿价格产生较大影响。自今年美联储明确表示年内加息一次后,市场预期逐渐形成一致,加之 OPEC 减产会议达成一致,石油价格上涨推动通胀预期,美元升值,菲律宾比索与人民币均不断贬值,相对贬值幅度菲律宾比索小于人民币,镍矿进口成本被推高。

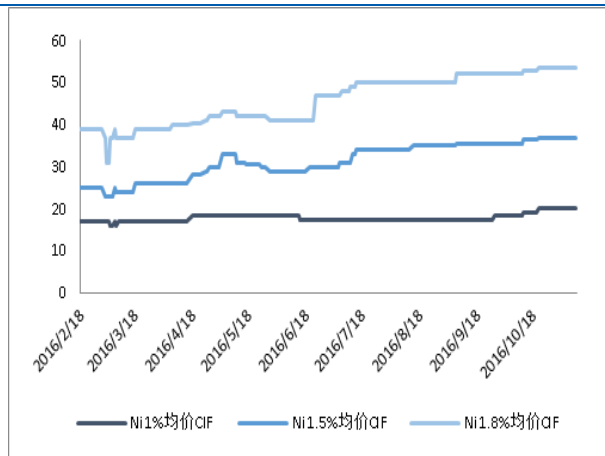
国内镍矿港口库存方面,自 10 月末累库存基本结束后库存量累计至 1580 万吨左右,根据测算,自 2016 年 12 月起港口库存中的可用库存量大约可以保证镍企使用 3 个半月左右,基本可以满足菲律宾三扎里士满雨季期间国内镍矿的需求。

图 5.2.1：自菲律宾进口的镍矿有所下降



资料来源：wind 南华研究

图 5.2.2：镍矿 CIF 美金报价不断上涨



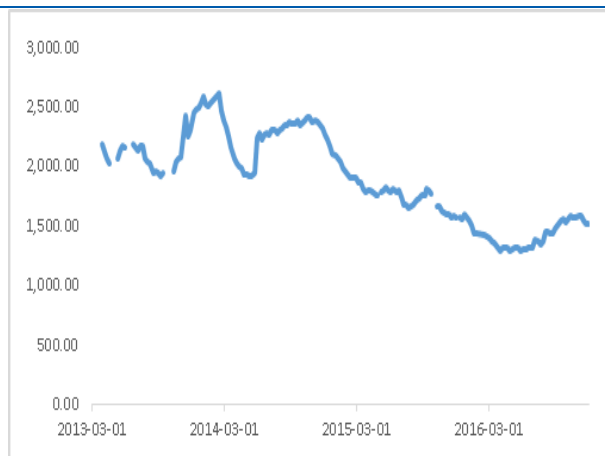
资料来源：新镍网 南华研究

图 5.2.3：对美元折算菲律宾比索



资料来源：Wind 南华研究

图 5.2.4：镍矿港口库存累库存基本结束



资料来源：Wind 南华研究

5.3. 国内镍生铁产量与进口量稳步增长

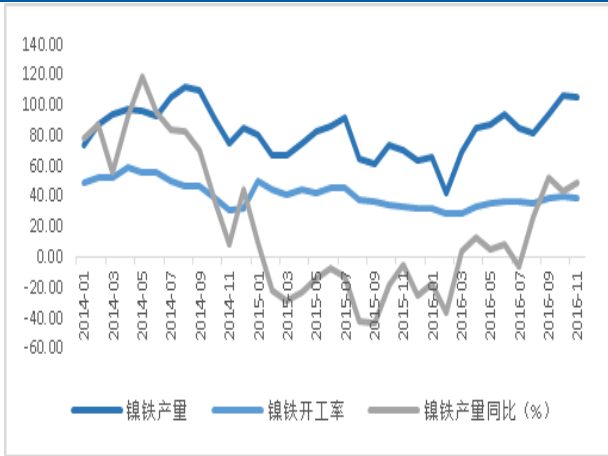
镍生铁作为国内不锈钢产业链上重要的一环，成本端受到镍矿等原料影响，需求端受不锈钢用量影响，往往上下游价格变化时，镍铁利润首当其冲受到挤压。经过前几年盲目扩张及镍价大幅下跌，国内大量镍生铁企业大幅亏损后减产停产，开工率大幅回落，导致镍铁价格反弹后，镍生铁企业由于货源、债务和利润等因素影响，无法迅速开工。今年镍生铁产量逐渐恢复，镍企普遍盈利，NPI 库存大幅下降超过 40%。同时，受到国家环保监督检查影响，山东、江苏、内蒙等地的低镍铁产能有许多停产，7、8 月份开工率回调也是由此导致。

国内镍生铁市场，由于近年来菲律宾进口的镍矿品位有所下降，高镍铁产量下降，供应趋紧；低品位镍铁由于镍矿供应较充足，产量恢复快于高镍铁，而随着成本端煤炭价格上涨，低品位镍矿面临着成本高于售价的尴尬。到明年 3 月份前，菲律宾镍矿几乎无法运回国内，低镍铁成本端的矿价将

保持坚挺甚至小幅上涨，春节前镍铁下游不锈钢消费淡季又将导致镍铁需求端减弱，低品位镍铁在明年 2 季度前将面临供大于求和亏损的压力。

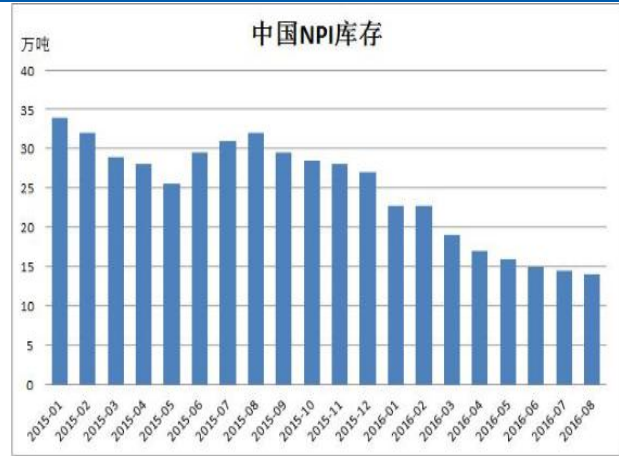
进口方面，镍生铁进口量今年出现大幅增长，目前镍生铁进口量占到国内镍生铁消费量的 8%左右，其中自印尼进口的镍生铁总量从去年的占全年进口量的 33%增长至今年的 70%。随着 2017 年更多印尼地区的 NPI 项目投产，国内镍生铁供应量将有比较明显的增加，特别是高品位镍生铁的供应紧张将可能得到极大的缓解，同时镍铁成本也可能出现坍塌。

图 5.3.1：国内镍生铁产量与开工率稳步上升



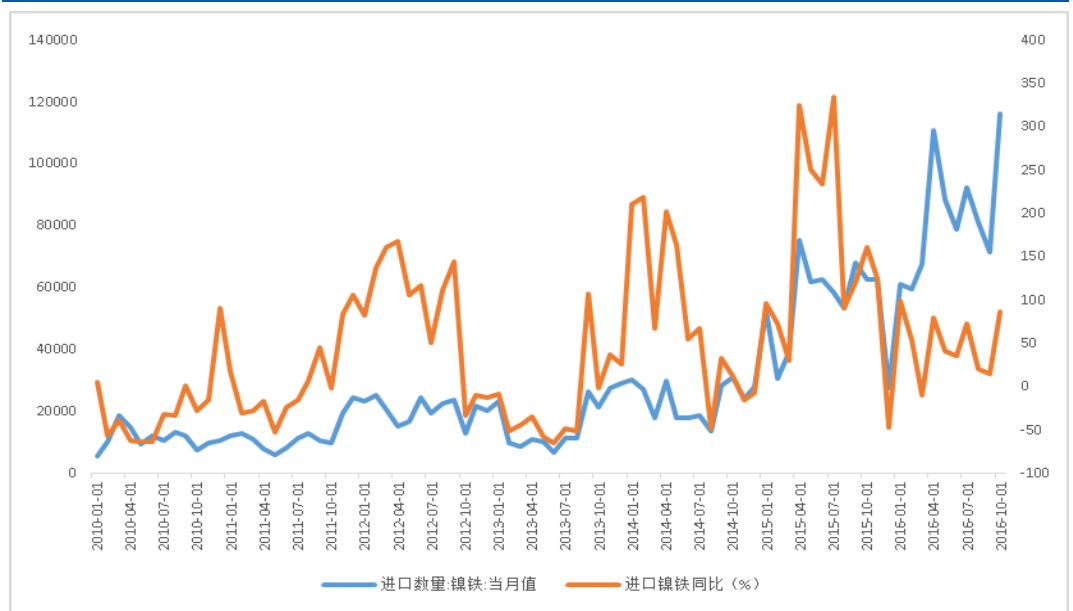
资料来源：Wind 南华研究

图 5.3.2：国内 NPI 库存大幅下降



资料来源：我的钢铁网 南华研究

图 5.3.3：进口 NPI 量大幅增加



资料来源：Wind 南华研究

表 5.3.1：印尼 NPI 项目

公司	工艺	月产实物吨	投产日期	现状
青山（一期）	RKEF	20000	2015.1	生产
青山（二期）	RKEF	40000	2016.3	生产
青山（三期）	RKEF	40000	2017.6	在建
东方特钢	高炉	8000	2015.12	生产
恒顺电气	高炉	40000	2016.1	生产
新华联	高炉	8000	2016.12	在建
德龙	RKEF	25000	2016.12	在建
新兴铸管	RKEF	15000	2016.12	在建
华远冶金	高炉	4000	2017	在建
吴航钢铁	高炉	12000	2017	在建
大丰港	高炉	4000	2017	在建

资料来源：我的钢铁网 南华研究

5.4. 国内纯镍供需均减缓，镍库存偏高

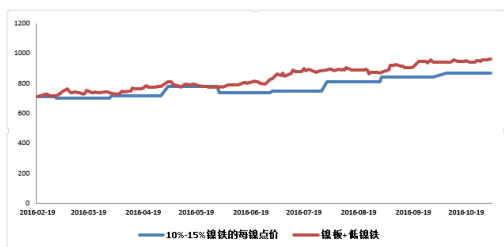
年初国内精镍产量一度有所增长，但 3 月份后开始环比减少，究其原因，一方面是镍企限产，另一方面是不锈钢冶炼中镍铁的经济性高于纯镍的幅度不断增长导致。镍铁中铁、铬并不计算价格，同时工厂采购镍铁的方导致镍铁价格上涨滞后于纯镍，不锈钢企业成本考虑时往往首选镍铁。

今年镍供需面转暖后 LME 和上期所镍库存总量小幅下降，但库存消费比大在 30% 左右，无论是库存量还是库存消费比均在高位，这将压制明年镍价上行的幅度。

进口方面，与镍铁进口量大量增长不同，今年俄镍进口量大幅下降，这主要是俄镍产量下降导致。今年进口镍窗口在上半年有几次放开，但进入下半年后镍进口到 11 月前基本保持亏损，一定程度上抑制了进口量的同时也使得保税区镍库存有所减少。今年精镍供应减少的同时，消费也在下降，且下降幅度大于供应，明年在镍铁特别是高镍铁经济性高于纯镍的情况下，若纯镍在电池方面的应用没有出现大的增长，纯镍需求将保持疲软。

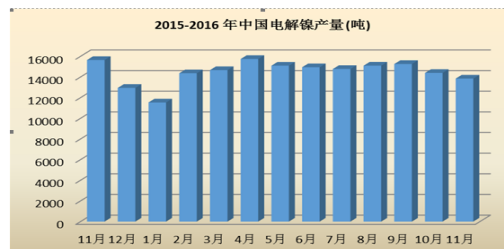
纯镍现金流成本方面，近几年来国际各大矿山都在削减成本，今年 2 季度的现金流成本与 2014 年 4 季度相比已经下降了 37%，而相对 1 季度只下降了不到 5%，纯镍成本下降的幅度有所减缓，镍价格中枢今年大约保持在 9889 美元/吨左右，以目前伦镍价格计算今年镍涨幅 10% 左右，预计明年伦镍仍有 20% 到 30% 的涨幅。

图 5.4.1：镍铁经济性高于镍板



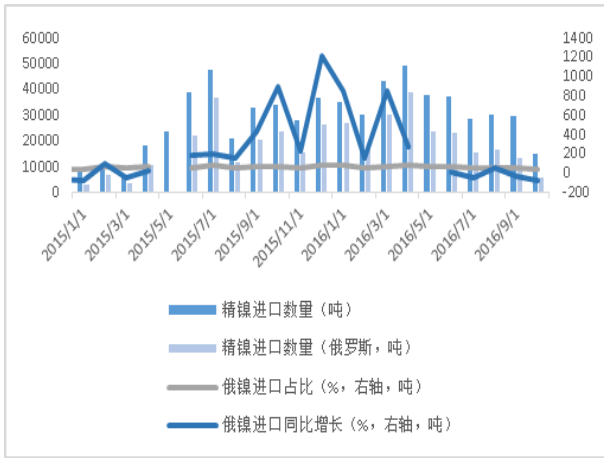
资料来源：新镍网 wind 南华研究

图 5.4.2：国内精镍产量环比下降



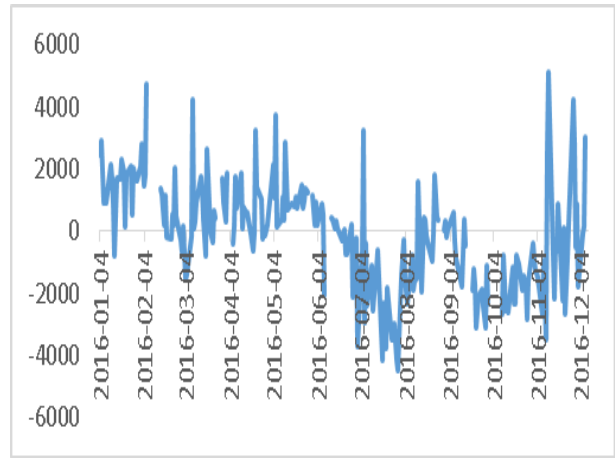
资料来源：新镍网 南华研究

图 5.4.3: 俄镍进口量不断下降



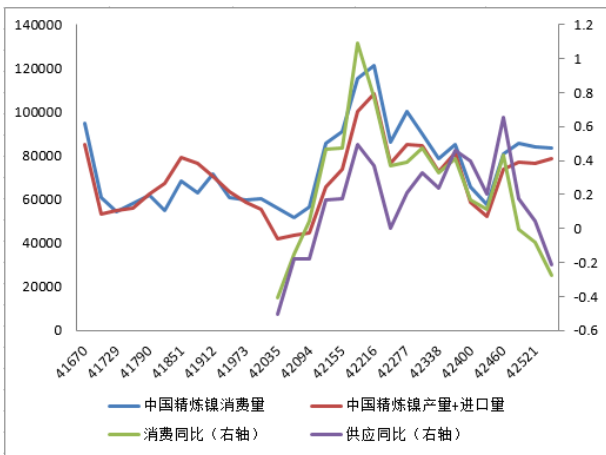
资料来源: wind 南华研究

图 5.4.4: 进口镍板下半年基本保持亏损



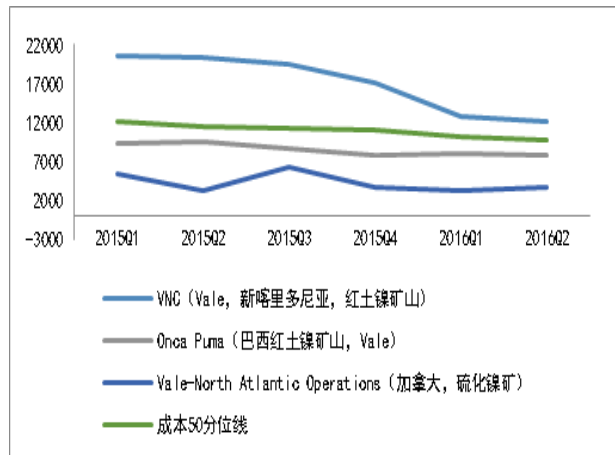
资料来源: wind 南华研究

图 5.4.5: 国内镍供需均下降



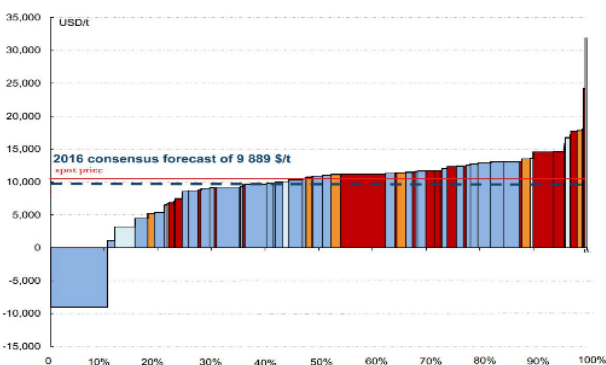
资料来源: 伍德麦肯锡 南华研究

图 5.4.6: 纯镍现金流成本下降幅度变缓



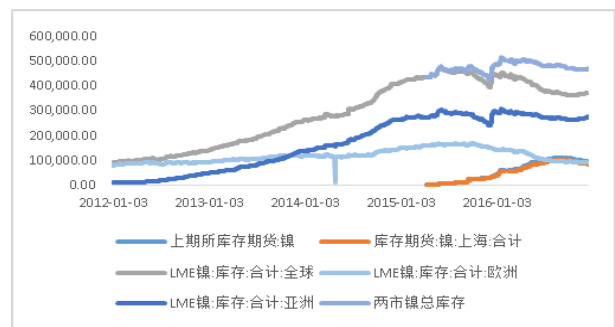
资料来源: wind 南华研究

图 5.4.7: 2016 年纯镍现金流



资料来源: 伍德麦肯锡 南华研究

图 5.4.8: LME 和上期所库存小幅下降



资料来源: wind 南华研究

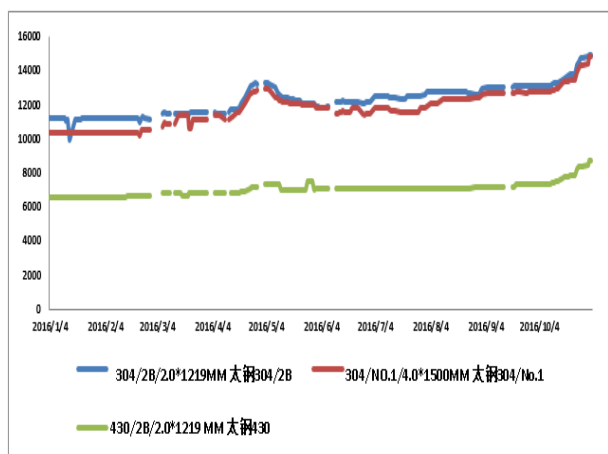
5.5. 不锈钢消费转好，库存稳步减少

年初不锈钢企业主动去产能后，随着国内房地产转暖和国家基建投资带动，不锈钢利润有所回升，产量开始增加。年中环保监督检查与国家供给侧改革等使得钢厂进一步被动去产能，到 9 月后，在供小于求的情况下成本端推动了不锈钢价格今年内最疯狂的一波上涨。进入 11 月，不锈钢消费进入淡季，产量虽然仍在增长，但增速已开始减缓，成本端支撑也有所走弱。

无锡和佛山两地不锈钢总库存今年明显下降，随着 300 系不锈钢应用范围不断扩大，其占比也在逐渐增加。年末佛山不锈钢库存略有增加，但总库存仍保持下降趋势。

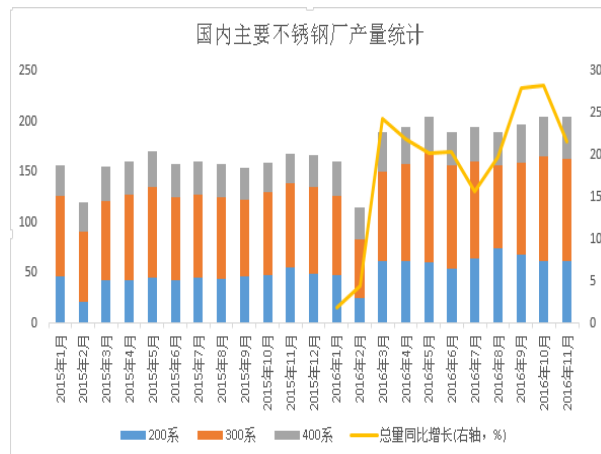
而不锈钢厂开工率虽有所上升但仍保持低位，产能过剩情况严重。未来国内环保检查可能对中频炉与高炉产生影响，国内 200 系不锈钢产能产量明年可能会继续下降，300 系占比量继续上升。今年由于全球经济疲软，欧洲、印度等对我国不锈钢反倾销的力度有所增强，加之目前不锈钢价格下国内出口的价格优势已所剩无几，明年不锈钢出口面临更多不确定性。

图 5.5.1: 300 系与 400 系不锈钢价格一路冲高



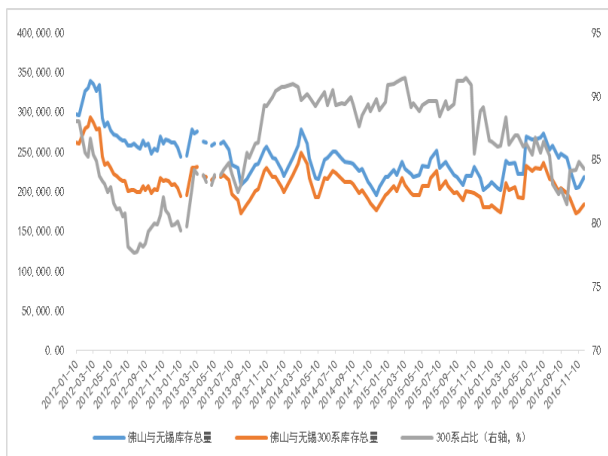
资料来源：新镍网 南华研究

图 5.5.2: 国内主要不锈钢厂产量稳步增长



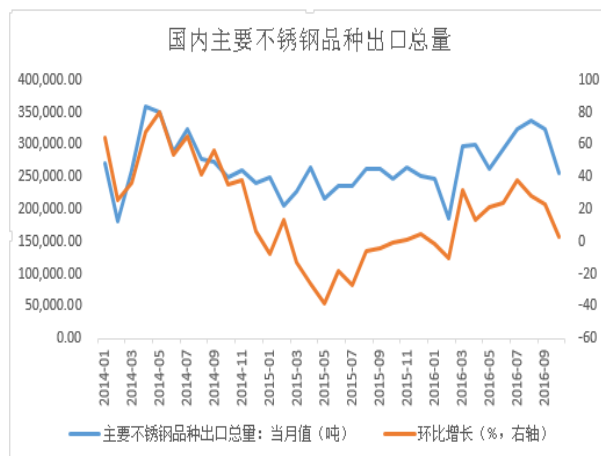
资料来源：我的钢铁网 南华研究

图 5.5.3: 佛山与无锡两地不锈钢总库存量



资料来源：Wind 南华研究

图 5.5.4: 国内主要不锈钢品种出口总量环比趋势下降



资料来源：Wind 南华研究

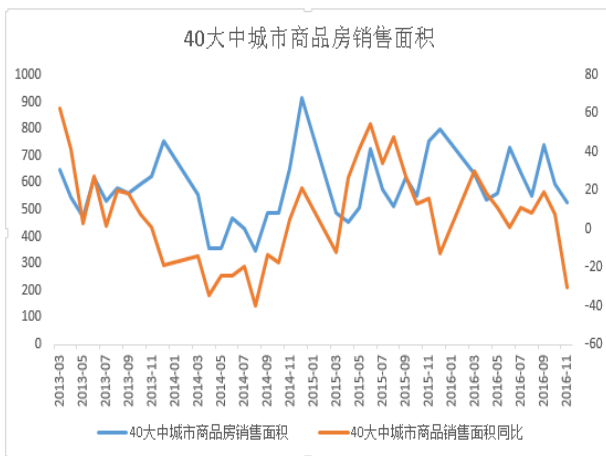
5.6. 房地产、新能源电池支撑不锈钢消费

我国镍消费占全球消费比例从 2015 年开始已超过 50%，而国内镍消费中有 85% 消费在不锈钢领域，不锈钢中又有 62% 主要应用在装修上。今年年末受政策影响，大中城市房屋销售面积同比下降超过 30%，但房屋新开工面积同比却大幅增长 20%，明年一季度受装修市场走弱和梅雨季节影响，不锈钢消费将可能出现回落，但到明年二、三季度，受今年年末新开工面积大幅上升影响和季节性旺季到来，不锈钢消费将得到提振。

镍在电池方面的应用目前仅占镍消费的 8% 左右，近年来却发展迅猛，2015 年国内装配三元锂电池的纯电动客车已占纯电动客车的 27% 左右，而 2015 年全年新能源汽车的产量增速更是高达 283%，但自从 15 年 12 月发生采用三元材料动力电池的电动大巴着火爆炸事件后，工信部暂停将三元锂电池客车列入新能源汽车应用推广目录，新能源汽车产量增速也大幅下降，今年 10 月甚至出现了负增长。三元锂电池的热稳定性问题的解决还需要时间。

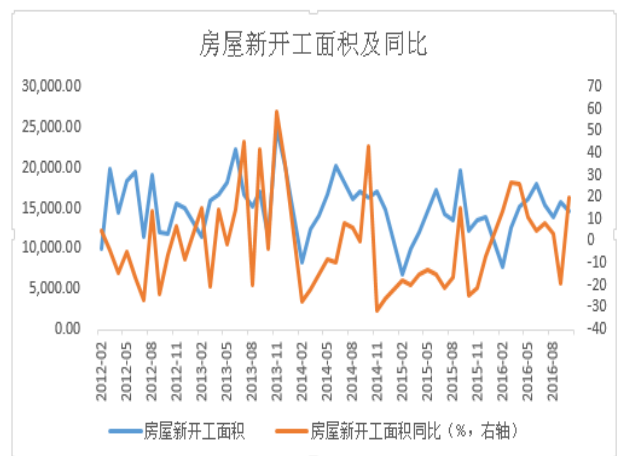
不过从 17 年 1 月 1 日起，三元锂电池客车“禁令”将解除，相信随着纯电动车配备三元锂电池的比例不断提高，镍在电池方面的应用也将迎来新一轮增长。

图 5.6.1：年末销售面积同比出现大幅下降



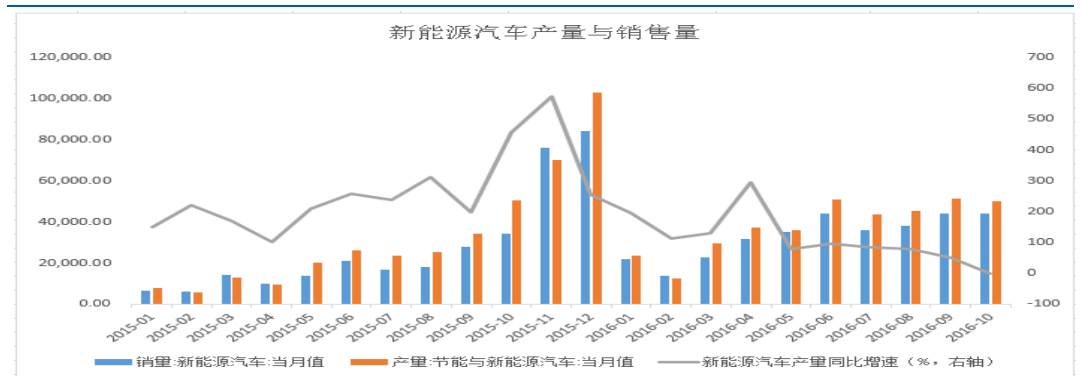
资料来源：Wind 南华研究

图 5.6.2：房屋新开工面积年末出现大幅上涨



资料来源：Wind 南华研究

图 5.6.3：新能源汽车产量增速下降



资料来源：Wind 南华研究

5.7. 2017 年镍市展望

2017 年镍走势的核心逻辑仍将是供不应求，国内环保检查和供给侧改革的力度将决定供给侧产能的削减力度，基建投资力度和房地产政策将决定消费端的增速。随着明年 1 月份菲律宾公布环保检查的最终名单，镍矿供应的短缺将得到缓解，而印尼 NPI 项目的集中上马会是镍供应端的最大变量，进口 NPI 的大量增加将导致国内镍铁企业竞争优势逐步减弱，进而导致镍矿短缺对国内镍供应的影响有所削减。明年房地产政策大概率维持调控，对不锈钢需求的激励作用将比较有限。而去产能和环保成本的上升将导致不锈钢成本维持高位，进而蚕食不锈钢利润，这对不锈钢企业的现金流产生较高要求，明年下游不锈钢消费端将痛并快乐着。总的来看，明年镍基本面仍延续今年偏强态势，而不锈钢消费迟滞房地产开发的特点将使得明年前三季度镍消费仍能保持一定增长，因而镍价明年一季度将出现回调，二、三季度则可能走强，到明年四季度，国内供给侧改革的力度和印尼 NPI 项目的进度将有阶段性成果，而四季度的镍价走势将对此有所反应。从镍价走势和镍成本推算，明年伦镍 13000-15000 美元/吨附近将是可能的高点。

第6章 推荐投资策略

6.1. 单边策略（做多镍）

核心逻辑：

- 1、现阶段镍产业链价格不断走高，我们认为处于正反馈循环阶段，而镍价在产业中端还处于扭曲阶段即镍矿/镍价比值高位、镍价/不锈钢价比值低位。
- 2、镍矿矛盾有可能被升级，加上镍成本整体上拉升通胀，新增镍库存价值被抬升。
- 3、关注印尼镍铁项目进展产出情况，在镍供需面短缺去库存的情形下，我们看涨伦镍到 13000-15000 美元。

6.2. 期限/现套利策略（做多沪铝 3-0 价差/远强近弱）

核心逻辑：

- 1、沪铝现货过剩，现货近端价格先跌，去利润甚至高成本亏损，产业利润转移至上游原料端。成本通胀高位、需求增量有预期，期货远期价格有支撑，有个风险溢价因素。
- 2、最后原料端紧缺转平衡甚至过剩，成本端塌陷，沪铝底部下移再次下探。
- 3、预期 2017 年一季度春节因素影响大幅累库存，期货强深度溢价现货/近端

6.3. 对冲策略（做多铜锌比值/多铜空锌）

核心逻辑：

- 1、我们预期未来铜矿产量增速或将明显低于消费增速，由此判断铜价可能进入上行周期。铜作为对冲通胀的一个工具，若 2017 年全球通胀实际情况超预期些例如原油大幅高于 60 美元，或将促使伦铜进一步走强到 6000-6300 美元。
- 2、锌价在锌矿国内外紧缺格局难以改变的驱动下持续强势，但全球锌锭库存并没有快速下降，由此我们预期伦锌 3000 美元/沪锌 25000 元已是绝对高估点位，计入了未来传导锌锭短缺的情形。绝对高估价格区间运行促使矿山复投产，或许要早于传导锌锭紧缺扩大。
- 3、铜锌比值 2008 年底最低在 2.3 附近，2016 年 9 月以来一直在 2.0-2.1 附近窄幅徘徊有筑底迹象，我们认为做多铜锌比值安全边际较好。

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 永康市丽州中路 63 号 11 楼
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）

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292777

南通营业部

江苏省南通市南大街 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
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
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）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

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