



旺季需求仍可期，关注套利机会

摘要

铜：二季度，综合供需两方面情况来看，需求或继续成为二季度铜价格的主导，前期市场对经济展望的悲观以及全球的贸易战范围扩大的担忧使铜价承压下行，但内需在被推迟和压抑过后，二季度有望出现反弹。另一方面，铜矿供应偏紧的格局不变，废铜收缩较明显，叠加矿山罢工风险仍未解除，铜价的下行空间有限。我们判断二季度伦铜大部分时间或在 6450-7250 美元波动，对应沪铜 48000-53500 元波动。

铝：由于供应端存在压力，目前铝价也是充分反映了高库存及供应压力。在中美贸易战紧张气氛下，铝价已经步步走低。下方成本有一定的支撑，目前即将迎来铝的传统消费旺季，库存拐点已经出现，预计在消费旺季去库存的带动下，铝价有望实现阶段性反弹。整体而言，由于铝价上去之后，新增和复产的意愿加强，供应压力会制约铝价上涨的空间。我们预计电解铝价格在 13600 元/吨-15000 元/吨之间，伦铝价格在 2000-2200 美元/吨之间。

锌：今年全球的锌矿的增幅或高于此前预估，这是由于 2017 年价格的上涨促使减产矿山恢复生产，还刺激了矿山主动增加产量。锌价走弱将促使更多的隐性库存显性化，使库存自低位回升，进一步增大 2018 年锌的全球供给压力。另外，当前锌价绝对价格处于历史高位，市场对利多反应将会越来越疲弱，随着精炼锌供需缺口收窄，2018 年将是锌价筑顶的一年。二季度或将呈现冲高回落走势，我们维持均价回到 23000 元/吨一线的预估。

镍：INSG 数据显示 1 月全球镍市供应缺口扩大至 1.58 万吨，较去年 12 月缺口扩大 0.35 万吨。今年镍市总体基调仍是供不应求，不锈钢增长预期平稳奠定镍市增长基调，而新能源汽车高速增长则是镍价上涨的波动率来源。短期来看，价格弹性更高的新能源汽车增长因素因边际递减效应对镍价的影响略有消退，而二季度价格弹性较低的不锈钢消费恢复情况则重新成为影响不锈钢价格的主因。因此，若 2 季度终端消费恢复仍不及预期，不锈钢库存情况得不到改善，那么叠加中美贸易摩擦带来的导火索，镍价将向下至 90000 点附近平台寻求支撑。反之，若终端消费得到恢复，则镍价将至少在 95000 平台以上企稳。而随着两市镍库存持续下降，硫酸镍增产导致中间品阶段性短缺和新能源汽车超预期发展，镍价将迎来反弹时机。

南华期货研究所

徐韬隐

0571-87839272

xutaoyin@nawaa.com

TZ013209

楼丹庆

0571-87839265

loudanq@nawaa.com

王仍坚

wangrengjian@nawaa.com

目录

第 1 章	利空出尽，铜价有望止跌回升	7
1.1.	矿山投资回暖，二季度供应依然紧张	7
1.2.	政策导致废铜进口下降	9
1.3.	铜矿罢工风险仍存	10
1.4.	精炼铜进口维持高位 国内产量增加	11
1.5.	全球铜库快速累积至高位	13
1.6.	铜消费增速暂缓	14
1.7.	新能源汽车长期向好	16
1.8.	二季度铜价走势展望	17
第 2 章	沪铝二季度或迎反弹	17
2.1.	行情回顾	18
2.2.	供应端：高库存叠加新增复产压力	19
2.3.	成本端：有一定支撑	21
2.4.	需求端：需求旺季来临，有望迎来去库存	23
2.5.	中美贸易战影响有限	28
2.6.	铝价展望	29
第 3 章	供应回升，锌价筑顶	29
3.1.	利润维持高位，锌矿产能继续回暖	30
3.2.	锌精矿进口维持高位，加工费或小幅反弹	33
3.3.	精炼锌产量受限 进口大幅下滑	34
3.4.	库存波动成为关键	35
3.5.	镀锌需求小幅放缓 地产汽车出现下行压力	36
3.6.	四季度锌价走势展望	38
第 4 章	镍供需矛盾重回不锈钢基本面	39
4.1.	2018 年 1 季度行情综述：镍价走势整体偏弱	39
4.2.	镍矿：菲律宾与印尼的战场	40
4.3.	镍铁：国内利润恢复，未来有望增产	43
4.4.	纯镍：国内供应预期减少，国内外库存双双下降	46

4. 5. 镍下游消费：不锈钢消费恢复不及预期 47

4. 6. 镍下游消费：三元锂电池保持高速增长 50

4. 7. 不锈钢下游：房地产、基建仍可期 50

4. 8. 2018 年二季度至四季度镍市展望 51

免责声明..... 54

图表目录

图 1.1 一季度沪铜走出流畅跌势.....	7
图 1.2 伦铜受弱势美元支撑走势偏强	7
图 1.1.1: 全球精铜供需及价格预测.....	8
图 1.2.1: 四季度以来废铜进口量持续回落	9
图 1.2.2: 一季度精废铜价差回落.....	9
图 1.3.1: 铜矿劳工协议到期表	11
图 1.3.1: 1 月精炼铜进口量同比维持高位.....	11
图 1.3.2: 四季度中国精炼铜产量同比大幅上升.....	11
图 1.4.1: 三大交易所铜库存一季度大幅攀升	13
图 1.4.2: 一季度 LME 库存大幅增加	13
图 1.4.3: SHFE 铜库存持续上升	13
图 1.6.1: 一季度电网基本建设投资完成额负增长	14
图 1.6.1: 1-2 月彩电产量同比大幅增长.....	15
图 1.6.2: 1-2 月空调累计产量环比增速回落	15
图 1.6.3: 1-2 月冰箱累计产量增速回落.....	15
图 1.6.4: 1-2 月房地产开发投资增速大幅回升	15
图 1.6.5: 1-2 月全国汽车累计产量大幅下滑	16
图 1.6.6: 1-2 月累计新开工面积增速持续下滑.....	16
图 1.7.1: 新能源汽车长期发展空间较大.....	17
图 2.1.1: 沪铝指数价格走势	18
图 2.2.2: 伦铝价格走势	18
表 2.2.1: 2018 年中国电解铝新增产能（单位：万吨）	19
图 2.2.2: 电解铝开工率走势.....	19
表 2.2.3: 2018 年 2 月电解铝开工率（单位：万吨）	20
图 2.2.4: 上期所及 LME 铝库存.....	20
图 2.2.5: 电解铝社会库存	21
表 2.3.1: 氧化铝供需平衡表（单位：万吨）	21
图 2.3.2: 氧化铝开工率	22
图 2.3.3: 氧化铝价格.....	22
图 2.3.4: 预焙阳极价格	23
图 2.4.1: 全球及中国电解铝消费结构	23
图 2.4.2: 中国房地产开发投资额及新屋开工面积.....	24
图 2.4.3: 中国房地产新屋竣工面积.....	25
图 2.4.4: 中国汽车产量	25

图 2.4.5: 铝型材开工率 (%)	26
图 2.4.6: 铝线缆开工率 (%)	26
图 2.4.7: 铝板带箔开工率 (%)	27
图 2.5.1: 中国未锻造铝和铝材出口	28
图 3.1: 一季度沪锌突破震荡区间	29
图 3.2: 三季度伦锌突破 3000 美元后回抽企稳	29
图 3.1.1: 锌矿企业利润持续增加	30
图 3.1.2: 2018 年海外主要新增矿山产能	31
图 3.1.3: 2018 年锌矿供应大幅回升	32
图 3.2.1: 1-2 月国内锌精矿进口增速下滑	33
图 3.2.2: 国内锌精矿产量持续负增长	33
图 3.2.3: 锌精矿加工费低位企稳	33
图 3.3.1: ILZSG 全球精炼锌供需平衡	34
图 3.3.2: 1-2 月中国精炼锌累计产量负增长	35
图 3.3.3: 进口窗口关闭, 精炼锌进口大幅下滑	35
图 3.4.1: 2 月 LME 锌库存快速回升	35
图 3.4.1: SHFE 库存摆脱历史低位	35
图 3.5.1: 一季度月镀锌板库存下滑	36
图 3.5.2: 1-2 重点企业镀锌板销量大幅回落	36
图 3.5.3: 1 月镀锌板出口同比增速下滑	37
图 3.5.4: 镀锌板出口价升量跌	37
图 3.5.5: 1-2 月全国汽车累计产量大幅下滑	37
图 3.5.6: 1-2 月累计新开工面积增速持续下滑	37
图 3.5.7: 商品房销售面积增速同比持续下滑	38
图 3.5.8: 1-8 月房地产开发投资完成额增速维稳	38
图 4.1: 沪镍处在上升通道的回调阶段	39
图 4.2: 伦镍处在上升通道回调阶段	39
表 4.1.1: 镍供应继续短缺 (单位: 万吨)	39
图 4.2.1: 镍矿进口总量同比上升	40
图 4.2.2: 自菲律宾进口镍矿量同比下降	40
图 4.2.3: 自印尼进口镍矿量大幅上升	40
图 4.2.4: 菲律宾进口和印尼进口占总量比的不同趋势	40
图 4.2.5: 国内港口库存下降趋势减缓	41
图 4.2.6: 国内港口库存处在历史同期最低位	41
表 4.2.1: 印尼镍矿出口许可情况	41

图 4.2.7: 镍矿价格走势目前保持平稳	43
图 4.3.1: 镍铁产量同比下滑	44
图 4.3.2: 镍铁折合纯镍量同比下滑	44
图 4.3.3: 镍铁价格维持高位	44
图 4.3.4: 国内镍铁前 10 家企业集中度达 75%.....	44
图 4.3.5: 镍铁进口同比下滑	45
图 4.3.6: 印尼进口镍铁占比下降.....	45
图 4.3.7: 2019 年前印尼镍铁实际投产产能达 376 万吨.....	45
图 4.3.8: 镍铁库存情况平稳	45
图 4.4.1: 国内纯镍产量同比继续下滑	46
图 4.4.2: 2018 年进口纯镍量骤增后下降.....	46
图 4.4.3: 上期所镍库存持续下滑.....	46
图 4.4.4: LME 镍库存持续下降	46
图 4.4.5: LME (0-3) 贴水范围为 (-40, -50)	47
图 4.4.6: LME (3-15) 贴水持续收窄	47
图 4.5.1: 2 月国内不锈钢检修情况.....	48
图 4.5.2: 不锈钢价格疲软	48
图 4.5.3: 无锡佛山两地库存大幅累积	49
图 4.5.4: 300 系大幅累积是不锈钢库存累积的主因	49
图 4.5.5: 热轧库存变动	49
图 4.5.6: 冷轧库存变动	49
图 4.6.1: 新能源汽车产量迅速增加	50
图 4.6.2: 六水硫酸镍价差维持高位.....	50
图 4.6.3: 固定资产投资完成额累计同比增速回升	50
图 4.6.4: 房地产开发投资完成额累计同比增速回升	50

第1章 利空出尽，铜价有望止跌回升

一季度铜价出现下跌，反弹，再次下跌的三波走势。2017 年 12 月，受益于市场乐观的宏观预期、铜精矿供应紧缺以及中国限制废铜进口政策，伦铜经历了 15 连阳的大涨，随后伦铜开始持续回调，直到春节前 2 月上旬走出一波强势反弹。2 月下旬开始，全球股市大幅下挫以及特朗普贸易保护政策引发避险情绪，另一方面中国政府工作报告淡化 GDP 增速，下调赤字率目标，叠加两市铜库存持续增加至同期高位，下游旺季需求落空。铜价走出了一波流畅跌势。

3 月 23 日美国宣布对中国惩罚性关税清单，日本跟随美国也宣布对中国实施反倾销关税，中国高调回应并宣布报复性清单，贸易战表面上就此开打。但近期有消息透露双方政府人士正在暗地里试图进行谈判协商开放市场。无论如何，对于贸易战仍需重点关注。

二季度，综合供需两方面情况来看，需求或继续成为二季度铜价格的主导，前期市场对经济展望的悲观以及全球的贸易战范围扩大的担忧使铜价承压下行，但内需在被推迟和压抑过后，二季度有望出现反弹。另一方面，铜矿供应偏紧的格局不变，废铜收缩较明显，叠加矿山罢工风险仍未解除，铜价的下行空间有限。我们判断二季度伦铜大部分时间或在 6450-7250 美元波动，对应沪铜 48000-53500 元波动。

图 1.1 一季度沪铜走出流畅跌势



资料来源：文华财经 南华研究

图 1.2 伦铜受弱势美元支撑走势偏强



资料来源：文华财经 南华研究

1.1. 矿山投资回暖，二季度供应依然紧张

随着铜价上涨，各大矿企盈利水平明显改善，目前已经开始加大资本开支，这将有助于缓解铜矿近期的供需缺口。

一季度，KGHM 波兰铜业公司发布的最新报告称，由于该集团冶炼厂发生事故，导致其去年的电解铜输出与铜精矿同比下降了 4.5%，至 359 000 吨。该公司最初预计去年全年生产可达 401 000 吨。2 月份，嘉能可称，2018 年铜产量预计增至近 150 万吨，因旗下刚果 Katanga 铜矿预计增产 15 万吨。2 月份，智利 Coquimbo 地区政府称，智利金属产商 Antofagasta 公司旗下 Los

Pelambres 矿耗资 11 亿美元的扩产计划环评已经获得当地环境监管机构的批准。该计划是该矿的基础设施升级三期工程，其目的在于寻求铜矿产出在每年 400,000 吨附近的水平。

综合情况来看，十大铜精矿企业短期弹性主要体现在必和必拓的矿山恢复增产上，另外，从 2018 年产量展望来看，铜价格刺激十大铜精矿企业增产动力，不过受到产能限制，整体增量不大。

表格 1.1.1：2018 年企业新增产能计划（万吨）

公司	国家	名称	产能	预计投产
中资企业	厄瓜多尔	Mirador	20-25	2018
Boliden	瑞典	Aitik（扩产）	3	2018
OZ Minerals	澳大利亚	Carrapateena	5.5	2019
第一量子	巴拿马	Cobre Panama	32	2018/2019
俄罗斯诺里尔斯克镍业公司	俄罗斯	Bystrinsky	3	2018
中工国际	吉尔吉斯斯坦	库鲁-捷盖列克	2	基础建设
广晟资产	巴布亚新几内亚	Frieda River	20-30	2024/2025
紫金矿业	刚果（金）	Kamoa 铜矿	20-50	勘探阶段
紫金矿业、厦门建发、铜陵有色	秘鲁	白河铜钼矿	20	交流阶段

数据来源：新闻媒体、Wind、CRU

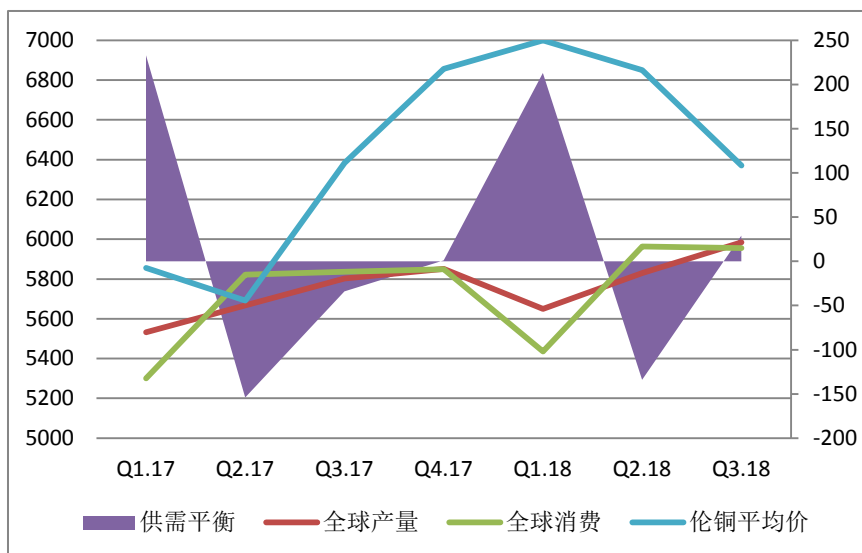
目前全球供应主要看中国冶炼产能释放情况，铜矿弹性已经几乎释放完毕。原料端是供应的主要限制力量。从路透最新数据来看，一季度全球精炼铜出现供应过剩 21.3 万吨，二季度将出现供应缺口 13.4 万吨，上年同期为短缺 15.4 万吨。预计 2018 年 2 季度伦铜的平均价在 6850 美元一线。

表格 1.1.2：全球精铜供需及价格预测（万吨）

	Q1.17	Q2.17	Q3.17	Q4.17	Q1.18	Q2.18	Q3.18
全球产量	5533	5667	5802	5850	5649	5830	5985
全球消费	5300	5821	5836	5849	5436	5964	5956
供需平衡	233	-154	-34	1	213	-134	29
伦铜平均	5856	5692	6384	6856	7000	6850	6370

数据来源：路透，南华研究

图 1.1.1：全球精铜供需及价格预测



资料来源：路透 南华研究

冶炼 TC/RC 方面，经过艰难谈判，2017 年 12 月底，最终 2018 年长协加工费达成一致；铜陵有色与自由港就 2018 年铜精矿加工费达成协议，定为 TC(粗炼费)82.25 美元/吨和 RC(精炼费)8.225 美分/磅。较 2017 年的 TC&RC 费 92.5&9.25 美元/吨大幅下滑 11.08%。由于铜精矿弹性小，铜精矿供应环比增量预期跟不上冶炼产能，铜精矿加工费随之下降。

1.2. 政策导致废铜进口下降

废铜无疑是过去一年精铜市场及铜价波动的一个重要变量。铜矿的成本曲线更为陡峭远大于废铜，例如当终端消费趋好时，消费带动下电铜的涨价幅度高于废铜，精废价差迅速扩大，废铜的经济性产生对电铜的替代消费。2017 年铜价大幅走强后精废铜价差走高，导致 2017 年废铜进口量大幅提升。

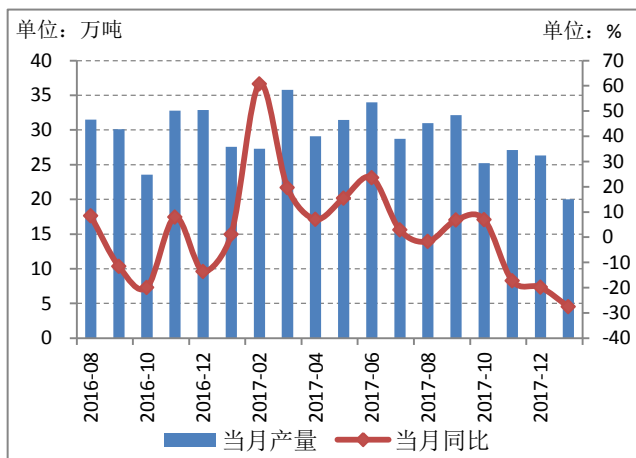
于 12 月 15 日发布的《限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定》的公告中称，只允许中国的终端用户进口废铜。政策上废有色金属进口标准由原来的“有害危险品 0.01%，其它夹杂物 2%”调整为“有害危险品 0.01%，其它夹杂物 1%”。随着进口资质的管控也逐渐加强，到 2018 年底国家将禁止七类废杂铜进口。

2017 年 11 月、12 月废铜进口量就已经出现大幅下滑。2018 年 1 月废铜进口量仅为 19.9 万吨，环比同比均大幅下滑 20%以上。1 月进口大降一方面是由于新规的实施，另一方面每年 1-2 月份都是需求淡季，废铜进口都会出现季节性下降。2018 年前 7 批环保批文总额为 19.45 万吨，与 2017 年前七批公布的 277.65 万吨相比，同比减少 93%。全国废铜紧缺，废铜票点水涨船高至 11%以上。第七批中出现两家广东省拆解厂。预计广东地区的批文开始全面公布，批文数量将有望增加。

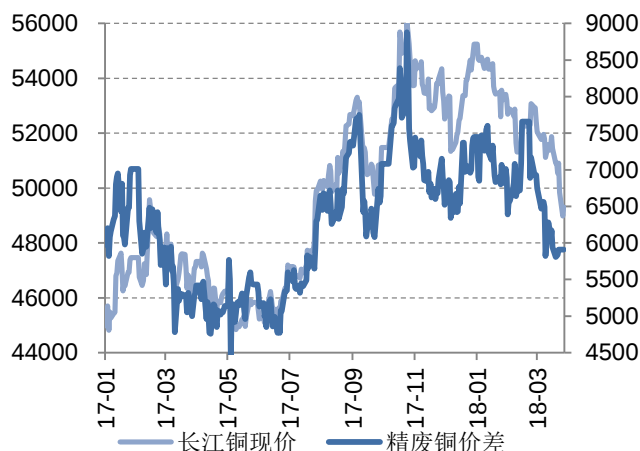
去年铜价大幅走强后精废铜价差也走高，使得废铜性价比凸显。但进入 2018 年，由于此前市场废铜供应少，废铜库存维持在低位，叠加精炼铜价格疲软，精废铜价差回落。当前的精废铜价差在 5800 元一线，处于近半年来的低位，一定程度上反应精铜价格回落过快，短期价差有向上修复的动力。

图 1.2.1：四季度以来废铜进口量持续回落

图 1.2.2：一季度精废铜价差回落



资料来源：CMRA 海关总署 南华研究



资料来源：Wind 南华研究

近三年固废进口量来看，各分项进口实物量/进口固废总量为稳定：废纸约为 65%，废塑料约为 15%-16%，废钢约为 5%，废有色金属约 13%，其中废铜占比约 8%。环保部早前预期 2018 年固废总量 2500 万吨(2017 约为 4000 万吨)，按照 2500 万吨总量同比例计算，2018 年废铜总量将下滑 44%，其中废 7 类下滑 56%。以 2016 年废铜进口量 334.7 万吨来推算，进口废杂铜平均含铜量为 37%。2016 年进口废铜金属量为 123.8 万吨左右。按照 44% 的下滑比例来计算，2018 年废铜总量将下降 54.5 万吨。理论上占年产量的 6-6.5% 左右。

最终影响的进口量要考虑废铜市场税点及其企业通过海外布局等方式将七类转化为六类的进程和能力，另外国内废铜的增加以及粗铜进口的增量能在一定程度上弥补废铜进口量的下滑。

1.3. 铜矿罢工风险仍存

2017 年铜供应的一个重要风险就是薪资谈判带来的罢工风险，此前罢工风险已经体现一次。2018 年在智利和秘鲁还有 30 多个劳工协议需要重新签订，总计 430 万吨的产能暴露在罢工的风险之下，这些产能占世界总量的 20% 左右，其中智利最大的铜生产企业将面临协议集体到期的情况。所以任意大型矿山的罢工行为都能造成铜价可观的波动。

从这些劳工协议的分布时间来看，上半年相对平滑，一季度和二季度涉及到的产能分别在 120 万吨和 140 万吨。而下半年的变化较大，第三季度的协议最少，只有 30 万吨，四季度回升到 147 万吨。从此前达成的矿山情况来看，大约为 165 美元/吨铜的一次性平均成本，以及 2% 左右的薪水上调幅度，因此，可能会成为今年谈判的公允参照，在有这样的参照之下，虽然 2018 年谈判依然比较严峻，但是出现大规模持续的罢工概率并不高。

从一季度跟踪情况来看：1 月份 Lomas Bayas 的罢工时间极短，最终双方以 2% 的固定薪资上涨以及 10750 美元的一次性奖金达成协议。1 月底，智利国营 Codelco 铜公司周六表示，已经与旗下 Andina 铜矿工人达成了薪资协议，公司正努力在这预计有大量薪资谈判的一年内与一些工会达成预先协议。Codelco 与 Andina 铜矿的两家工会达成一致，同意上调薪水 1%，并为该矿的每位工人支付 13,600 美元的奖金。3 月份，智利铜矿企业--安托法加斯塔集团 (Antofagasta Plc) 旗下智利 Los Pelambres 铜矿工会工人拒绝了资方提出的新的劳动合同，为罢工扫清了道路。工人和资方还必须进行政府组织的调停，以试图达成协议。从 Antofagasta Plc 的谈判过程来看，政府在关键时刻的调停变得至关重要，使得从谈判失败到罢工之间存在一定可操作空间，这使得罢工预期降低。

必和必拓旗下的埃斯康迪达铜矿 (Escondida mine) 的 1 号工会在去年 3 月选择将原有合同延长

18 个月。新的合同会在 6 月 18 日到期，由于该矿的产量占比较大，为全球的 5%，届时需要重点关注。

图 1.3.1：铜矿劳工协议到期表

Month	Mine	Amount (mt)	Union
Jan-18	Lomas Bayas	70	Union-Workers
Feb-18	Los Pelambres	330	Union - Mine
Mar-18	Caserones	155	Union - Plant
Mar-18	Radomiro Tomic	300	Union-Workers
Mar-18	Chuquicamata	315	Union-Supervisors
May-18	Ministro Hales	200	Union-Professionals
May-18	Centinela	175	Union-Sulphides Plants
Jun-18	Escondida	1020	Union #1
Aug-18	Cerro Colorado	71	Operators
Aug-18	Andina	220	Union-Supervisors
Oct-18	Collahuasi	510	Union #2 - Supervisors
Oct-18	El Teniente	400	Multiple
Oct-18	Gabriela Mistral	125	Corporate Union
Oct-18	Centinela	60	Union - Oxides Mine/Plant
Nov-18	Spence	175	Operators
Nov-18	Ministro Hales	200	Union-Workers
Dec-18	Caserones	-	Supervisors

Source: BTG, New Reports, MB, Bloomberg Intelligence

资料来源：Bloomberg 南华研究

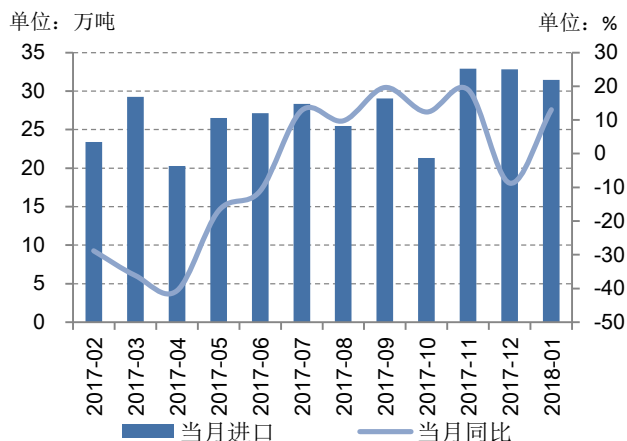
1.4. 精炼铜进口维持高位 国内产量增加

综合情况来看，铜价持续走高，刺激铜企扩大冶炼产能，2017 年底和 2018 年初，精炼产能的投放，国内精炼自给能力增强，当前供应主要取决于矿的供应。另外，2018-2019 年后续仍然有较大的精炼产能等待投放，不过全球矿的投放能力则低于精炼产能。且由于一、二季度加工费比较低，或限制冶炼产能的投放集中度。

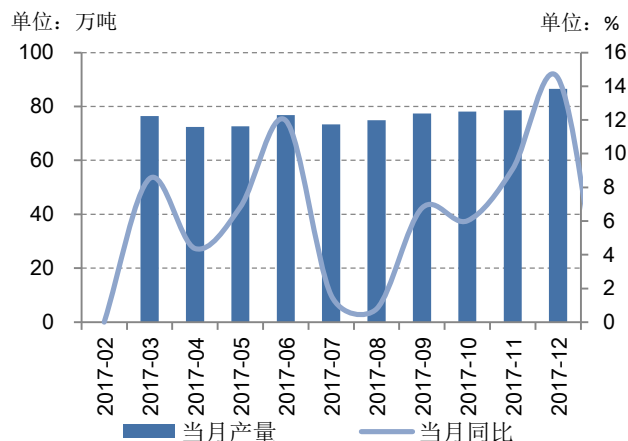
2017 年 四季度（10-12 月份），国内精炼铜产量为 243.2 万吨，同比增长 9.9%，10-12 月份精炼铜进口 87.08 万吨，同比增加 5.37%。从四季度国内供应可以看出，国产冶炼企业在利润尚可的情况下保持稳定增长，且产能仍在扩张。另外，精铜进口受人民币升值，导致沪伦比值重心继续下移，使精铜进口增加。另一方面，由于国内的流动性收紧，企业要获得资金只能用融资铜的形式把铜进口变现，这进一步刺激了精铜进口。

图 1.3.1：1 月精炼铜进口量同比维持高位

图 1.3.2：四季度中国精炼铜产量同比大幅上升



资料来源：Wind 南华研究



资料来源：Wind 南华研究

2018 年未来精炼产能主要取决于此前计划产能的达产，目前综合各种情况来看，2018 年中国精炼产能最大增量或不超过 80 万吨，且大量产能要到 2018 年下半年才能投产，预估 2018 年中国实际新增精炼产能或在 40 万吨附近。

表格 1.3.1：国内冶炼厂新增项目产能统计（万吨）

公司	地区	产能（万吨）	预计投产
河南中原黄金	河南	20	2018 年 1 月
青海铜业	青海	10	2018 年初
西矿铜业	江西	20	2018/2019
南国铜业	广西	30	2018/2019
赤峰云铜		20	2019 年
中铝东南铜业	福建宁德	40	2019 年
五矿铜铅锌基地	水口山工业园	20	2018 年
总计		160	

数据来源：新闻媒体 南华研究

总体上，2018 年对 2017 年精炼铜的增量主要取决于矿的增量。而精炼产能 2017 年投产量最大可以至 100 万吨以上，并且 2018 年计划还会增加，因此，铜精矿加工费潜在还可能会走低。从目前跟踪的情况来看，铜价格的强势，已经相继引发秘鲁和智利潜在铜矿投资产能释放，新一轮矿业投资高峰逐步到来，但是要形成产量则需要较长时间。

表格 1.3.2：2018 年海外冶炼厂新增项目产能统计（万吨）

公司	国家	产能（万吨）	预计投产
盛屯矿业	刚果	1	2017 年底
KAZ Minerals	哈萨克斯坦	15	2018
VIMICO	越南	2	2018

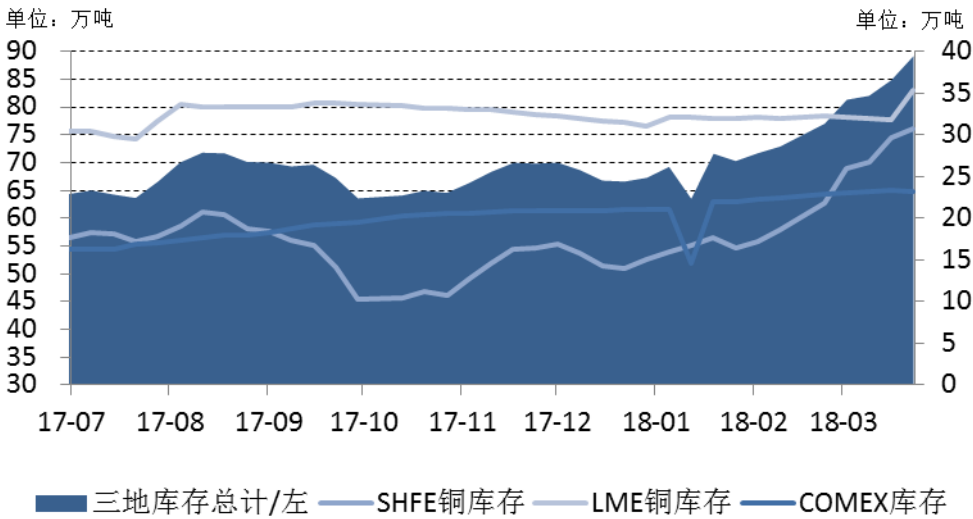
韦丹塔	印度	40	2019
中国有色矿业	刚果（金）	10	2020

数据来源：Bloomberg 南华研究

1.5. 全球铜库快速累积至高位

一季度打压铜价的主要因素之一是快速增加的库存。从历史走势来看，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，1 至 3 月，全球库存累计增加 29.8 万吨，三大交易所总库存达到 92.3 万吨，远超历史同期峰值水平 80 万吨。主要由于一季度需求疲软导致的被动累库，而近期市场对未来经济的悲观预期使部分隐性库存转为显性，进一步加剧了库存增加的趋势。若二季度需求没有超预期的表现，高库存将成为未来压制铜价的重要砝码。

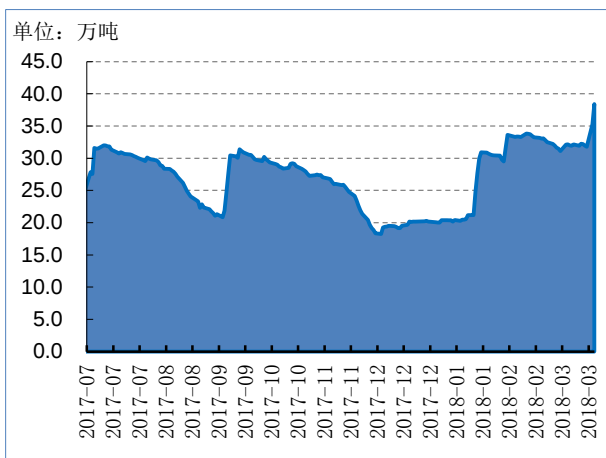
图 1.4.1：三大交易所铜库存一季度大幅攀升



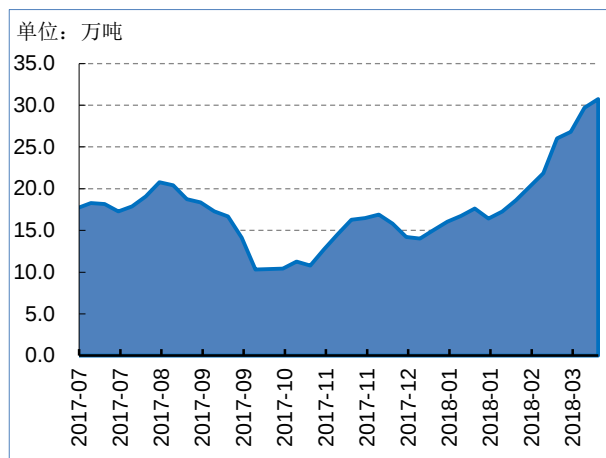
资料来源：Wind Bloomberg 南华研究

图 1.4.2：一季度 LME 库存大幅增加

图 1.4.3：SHFE 铜库存持续上升



资料来源：Wind 南华研究



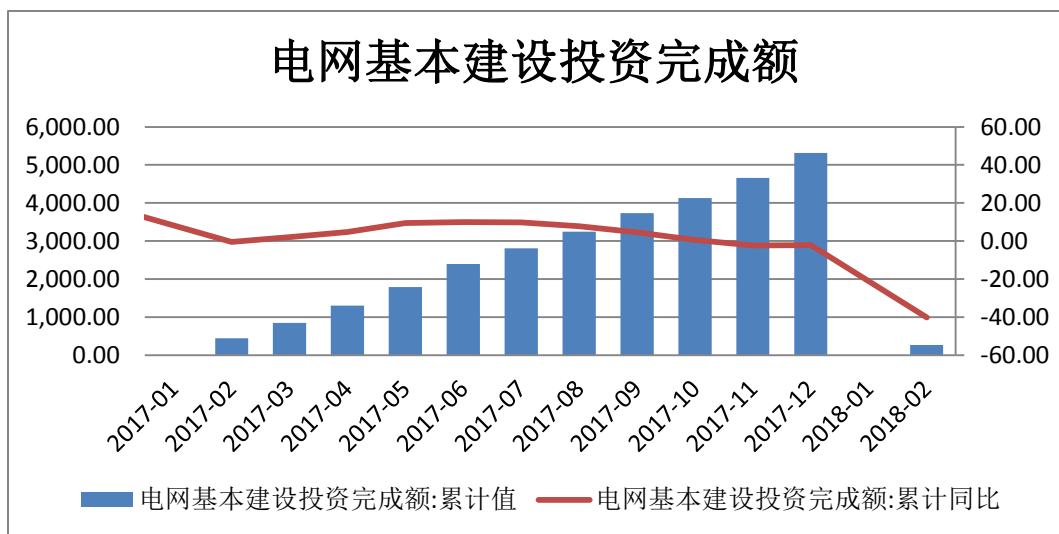
资料来源：Wind 南华研究

1.6. 铜消费增速暂缓

预估 2018 年世界铜消费将增加 48.2 万吨，增速将在 2.2% 左右，其中中国增速 3% 左右。从国内的消费项目来看，2017 年铜的消费中家电产销都十分强劲，但进入四季度以来，电缆投资、房地产、家电与汽车行业均出现下行压力。

由于 2016 年下半年基数较高，电网基本建设投资环比增速下降。2017 年 1-12 月电网基本建设投资 5314.67 亿元，累计同比下滑 2.15%，2018 年 1-2 月电网基本建设投资完成额累计同比下降 40.1%。

图 1.6.1：一季度电网基本建设投资完成额负增长



资料来源：Wind Bloomberg 南华研究

家电消费端来看，在 2017 年的高基数作用下，空调产销增速同比出现下滑。1-2 月家用空调产量 2802 万台，累计同比增速下滑至 17%。从绝对数量来看，1-2 两月的增量依然强劲。冰箱方面，

1-2月产量同比增速由13.6%大幅缩小至4.5%，主要受淡季影响。另一方面，1-2月的彩电产量为2716.5万台，由于2017年的基数较低，累计同比增速意外大幅增长至25.5%。

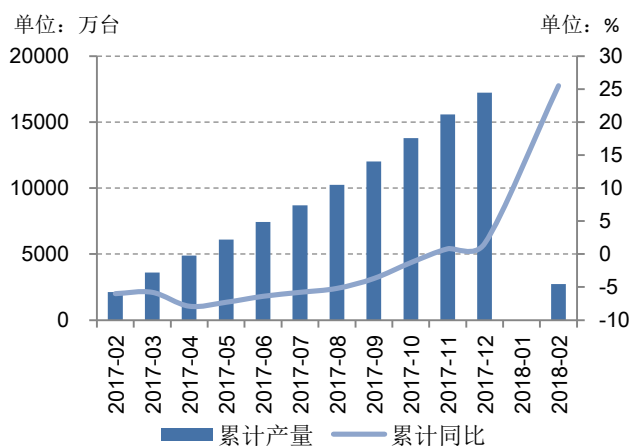
房地产消费端：商品房销售面积同比增速已连续15个月呈现负增长态势。商品房销售热度出现下滑，影响商品房新建计划。1-2月房屋新开工面积同比增长2.9%，增速环比大幅下降4.1个百分点。房屋新开工面积增速领先于家电消费12-18个月，由此推断，三、四季度的家电需求将受房地产市场影响走弱，并传到至精铜消费增速继续放缓。

值得注意的是，1-2月房地产累计开发总额增速大幅增长至9.9%。在十九大政策的背景下，房地产依然强化居住属性，以地产投资为背景的传统经济，大方向以维稳为主。目前的库存低支撑开发商主动再库存，而强劲的房地产投资数据也将对行业形成支撑。预计2018年下半年房地产有一定下行压力，但下方有支撑。

汽车消费端来看，1-2月份汽车累计产量为441.8万辆，同比大幅下降5%。去年消费提前透支对一季度影响已经显现。叠加今年汽车购置税减半政策退坡，整体来看今年后期汽车行业景气度仍面临下行压力。

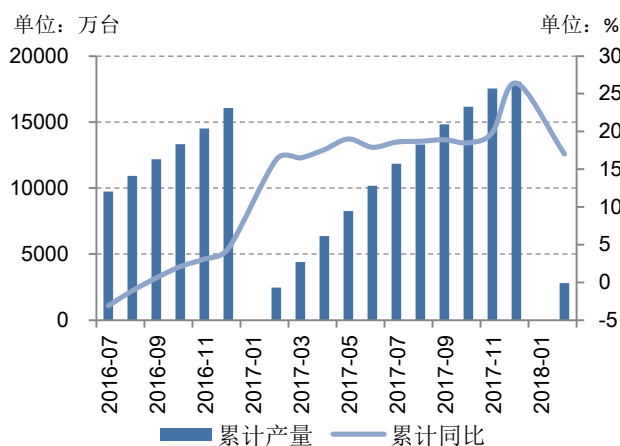
总的来看，铜各项传统消费行业均有一定的下行压力，但房地产与家电的韧性较好，总体依然维持正增长。另外，今年主要开工的月份被压缩在3月中旬到9月，内在在被推迟和压抑过后，二季度将会出现反弹。

图 1.6.1：1-2 月彩电产量同比大幅增长



资料来源：国家统计局 南华研究

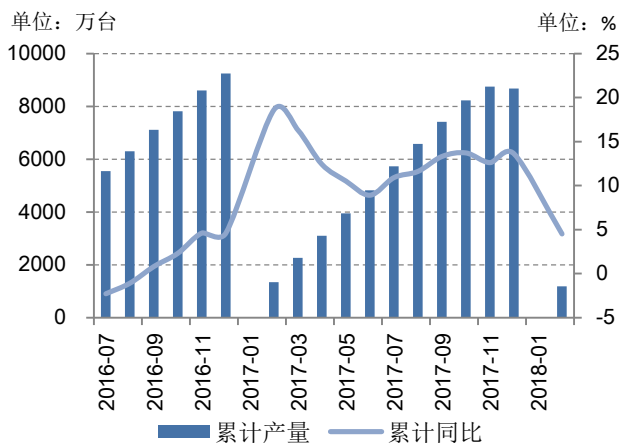
图 1.6.2：1-2 月空调累计产量环比增速回落



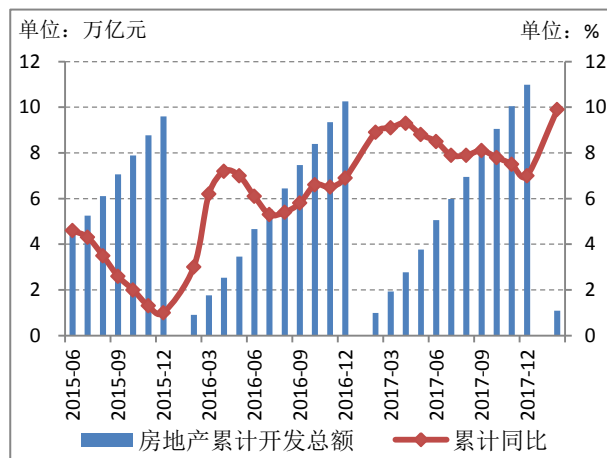
资料来源：国家统计局 南华研究

图 1.6.3：1-2 月冰箱累计产量增速回落

图 1.6.4：1-2 月房地产开发投资增速大幅回升



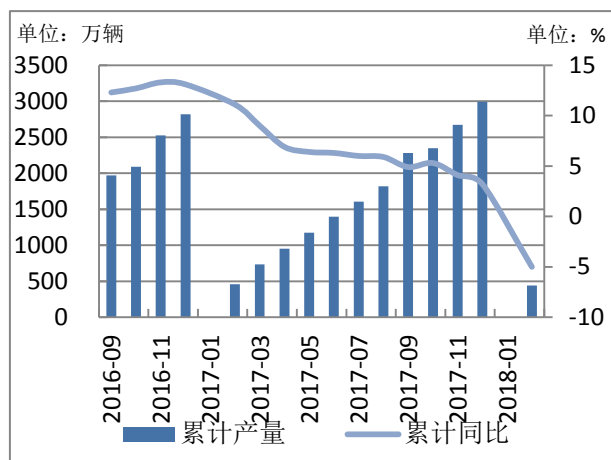
资料来源：国家统计局 南华研究



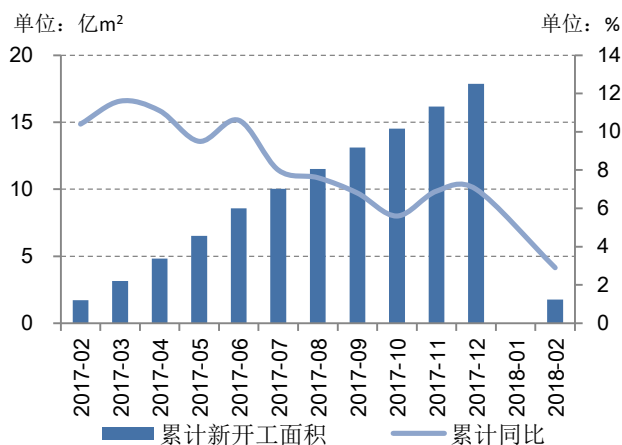
资料来源：国家统计局 南华研究

图 1.6.5: 1-2 月全国汽车累计产量大幅下滑

图 1.6.6: 1-2 月累计新开工面积增速持续下滑



资料来源：国家统计局 南华研究



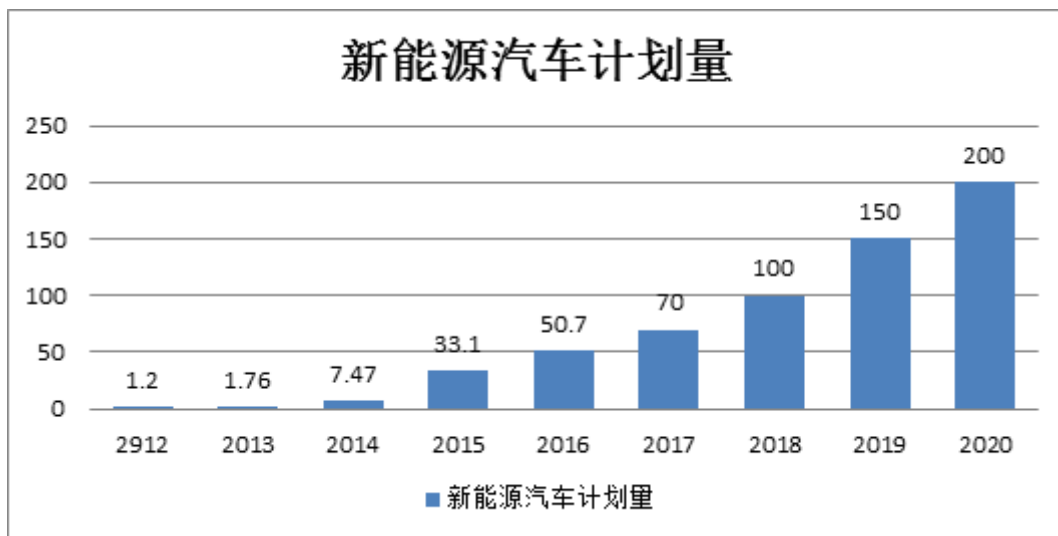
资料来源：海关总署 南华研究

1.7. 新能源汽车长期向好

无论是从国家政策驱动，还是从全球各大车企的未来发展战略来看，新能源汽车已经成为汽车行业未来发展的共识。自 2009 年以来，我国就开始大力推广新能源汽车。中国的五年规划需求 2020 年新能源汽车达 200 万辆，其中纯电动车型 2016 年占比 76%，2017 年截止到 10 月纯电动占比为 83%，粗略估计能够增量铜消费 9-10 万吨。

未来随着新能源汽车兴起，充电桩这样的新兴负荷势必会对配网提出新的挑战，因此《电动汽车充电基础设施发展指南 2015-2020》和《配电网建设改造行动计划 2015-2020》中均有提出要加强配套电网保证能力。一座交流慢充类型的充电桩大约耗铜 1kg，国家规划到 2020 年充电桩数量达到 480 万个，粗略估计大概能够带来增量铜消费 0.48 万吨。在不考虑超规划发展的情况下，新能源汽车未来三年能够带来增量大约 7 万吨。

图 1.7.1：新能源汽车长期发展空间较大



资料来源：南华研究

1.8. 二季度铜价走势展望

展望二季度，需求或继续成为二季度铜价格的主导。前期市场对经济展望的悲观以及全球的贸易战范围扩大的担忧使铜价承压下行，但内需在被推迟和压抑过后，二季度有望出现反弹。另一方面，铜矿供应偏紧的格局不变，废铜收缩较明显，叠加矿山罢工风险仍未解除，铜价的下行空间有限。我们判断二季度伦铜大部分时间或在 6450-7250 美元波动，对应沪铜 48000-53500 元波动。

第2章 沪铝二季度或迎反弹

铝去年受中国供给侧改革影响，经历了大幅的上涨。后期由于环保限产不及预期，铝价重新回归基本面。最近由于中美贸易战的担忧，铝价直接击穿了 14000 的成本支撑在 13700-13900 之间震荡。

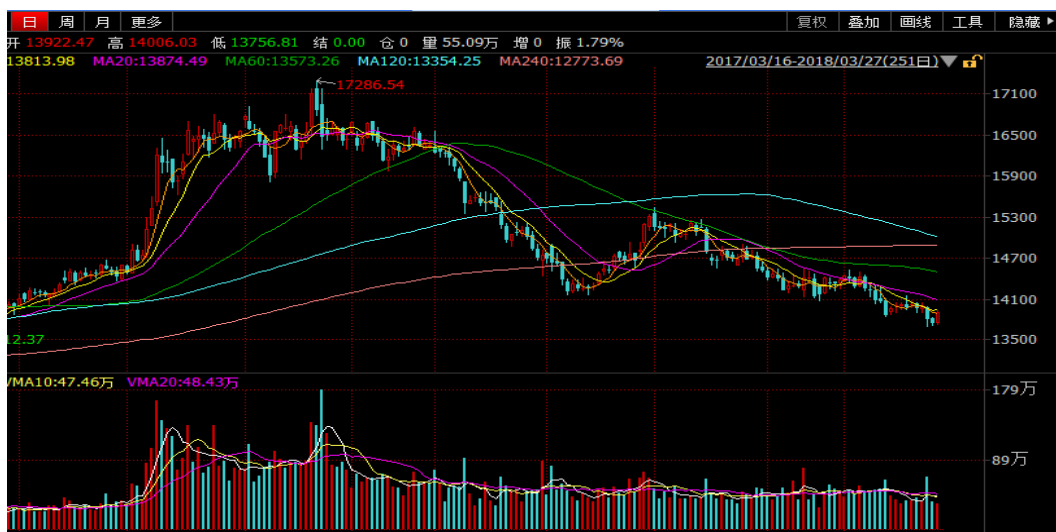
国内库存持续积累，供过于求格局并未改观。国内主要地区电解铝社会库存高达 220 万吨以上，上期所铝库存增至 81 万吨，分别在历史高位，叠加 2018 年新增和复产电解铝产能，成为了压制铝价上行的主要因素。

需求端，房地产稳中趋弱，汽车增速略有下滑，但是全铝家居以及新能源汽车及汽车轻量化给铝带来巨大的增量。中美贸易战对铝的影响有限，而且中美之间爆发实质性的贸易战的概率不大。

由于供应端存在压力，目前铝价也是充分反映了高库存及供应压力。在中美贸易战紧张气氛下，铝价已经步步走低。下方成本有一定的支撑，目前即将迎来铝的传统消费旺季，库存拐点已经出现，预计在消费旺季去库存的带动下，铝价有望实现阶段性反弹。整体而言，由于铝价上去之后，新增和复产的意愿加强，供应压力会制约铝价上涨的空间。我们预计电解铝价格在 13600 元/吨-15000 元/吨之间，伦铝价格在 2000-2200 美元/吨之间。

2.1. 行情回顾

图 2.1.1：沪铝指数价格走势



资料来源：Wind 南华研究

铝去年受中国供给侧改革影响，经历了大幅的上涨。后期由于环保限产不及预期，铝价重新回归基本面。2017 年 12 月经过了一波小反弹至 15400 的高点后，在 2018 年的第一季度一直是跌跌不休。其中，一月份从高位滑落至 14700 的平台，二月在 14300 的平台维持弱势震荡，3 月份在 14000 的平台震荡，最近由于中美贸易战的担忧，铝价直接击穿了 14000 的成本支撑在 13700-13900 之间震荡。

图 2.1.2：伦铝价格走势



资料来源：Wind 南华研究

伦铝走势与沪铝关联性不高，由于 LME 库存一直下降，伦铝在 2017 年 12 月自低位的 2000 一路上涨至了高位是 2290。从 2018 年开始，自高位震荡下跌至目前的 2050 平台。从大的走势来看是一个

三角形整理趋势，这段下跌主要是由于 LME 库存从 2018 年 2 月开始一直处于增加趋势。LME 库存从 100 多万吨增加到了 130 多万吨。

2.2. 供应端：高库存叠加新增复产压力

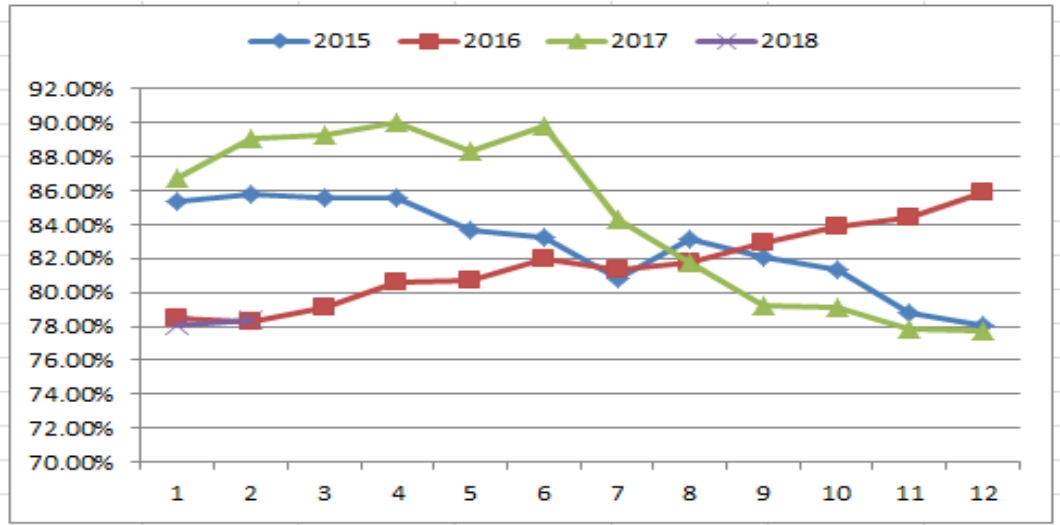
表 2.2.1：2018 年中国电解铝新增产能（单位：万吨）

省份	企业	预计新增建成产能	Q1	Q2	Q3	Q4	年实际新增	来源
山西	山西中铝华润有限公司50万吨	45	10	15	15	5		ALD
新疆	新疆嘉润资源控股有限公司	10	0	0	0	10		ALD
新疆	新疆其亚铝电有限公司	35	3	15	15	2		ALD
内蒙	鄂尔多斯市蒙泰铝业有限责任公司	10	10	0	0	0		钢联
内蒙	内蒙古华云新材料有限公司	10	5	5	0	0	10	ALD
内蒙	内蒙古创源金属有限公司	40	15	5	15	5		钢联
内蒙	内蒙古锦联铝材有限公司	40	20	15	5			
贵州	贵州华仁新材料	25	25	0	0	0		公开资料
贵州	兴仁县登高新材料	5	0	5	0	0		ALD
广西	广西华磊新材料	15	15	0	0	0		ALD
广西	广西德保百矿铝业30万吨	25	5	10	10	0	存疑	公开资料
广西	广西隆林百矿铝业20万吨	2				2	存疑	公开资料
广西	广西田林百矿铝业30万吨	15	5	5	5		存疑	公开资料
广西	广西来宾银海铝业二期25万吨	17	5	10	7	0		公开资料
辽宁	营口忠旺铝业46万吨	35	5	10	10	10	存疑	ALD
陕西	陕西美鑫产业投资有限公司30万吨	20	10	10	0	0		ALD
甘肃	甘肃中瑞铝业一期10万吨	7.2	7.2	0	0	0		钢联
云南	云南昭通	35		35				
云南	云南鹤庆	30			30			
总计		421.2	140.2	140	112	34		

数据来源： 南华期货研究所

据统计，2018 年中国电解铝计划新增产能约 420 万吨。其中第一季度计划新增约 140 万吨，第二季度计划新增也是 140 万吨。新增区域主要集中在新疆、内蒙、山西，贵州及广西等西南地区。截止 2017 年，电解铝指标置换约 403 万吨，可置换指标总数约 535 万吨。随着供给侧改革不断升入，中国电解铝合规总产能基本确定，约 4300-4400 万吨。随着指标置换的不断进行，2017 年因政策因素的在建产能推迟投放数量达 279 万吨产能已经具备投产条件。根据中国有色金属工业协会数据，目前电解铝企业建成及在建违法违规建成产能合计停产 1034 万吨。

图 2.2.2：电解铝开工率走势



资料来源：百川资讯 南华研究

表 2.2.3：2018 年 2 月电解铝开工率（单位：万吨）

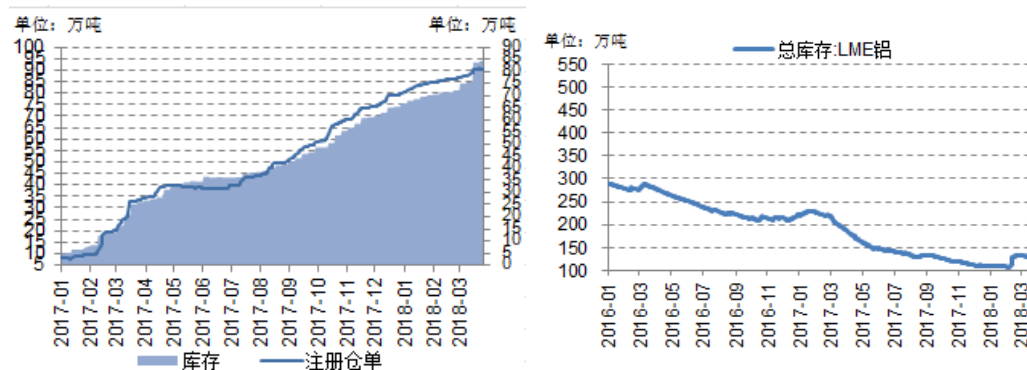
地区	2月产量	同比	1-2月产量	同比	2月产能	同比	2月开工产能	同比	开工率
福建	1.11	-1.77%	2.32	-2.52%	15	0.00%	15	0.00%	100.00%
甘肃	20.82	6.71%	43.8	6.44%	277.8	0.00%	276.8	6.34%	99.64%
广西	10.83	67.39%	22.75	63.43%	182.8	46.83%	148.3	65.33%	81.13%
贵州	7.94	16.76%	17.37	23.72%	148.5	24.27%	105.7	13.90%	71.18%
河北	0	-100.00%	0	-100.00%	10	0.00%	0	-100.00%	0.00%
河南	16.46	-22.17%	34.62	-22.67%	383.8	0.00%	216.8	-22.60%	56.49%
湖北	0.62	-3.13%	1.31	-3.68%	28.7	0.00%	8.5	0.00%	29.62%
湖南	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	0.00%
江苏	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	0.00%
辽宁	3.23	-1.52%	6.8	-2.02%	89	106.98%	43	0.00%	48.31%
内蒙	31.56	14.02%	65.5	13.17%	529.8	42.50%	421.7	15.31%	79.60%
宁夏	9.56	8.76%	19.94	7.73%	132.6	0.00%	127	10.43%	95.78%
青海	18.71	11.90%	39.17	10.03%	290.3	0.00%	249	12.93%	85.77%
山东	69.48	-15.21%	146.35	-12.45%	1264.6	8.35%	907.9	-20.26%	71.79%
山西	7.17	-3.63%	15.05	-3.96%	128.8	23.49%	94.3	-7.82%	73.21%
陕西	6.25	1.30%	13.16	0.92%	82	0.00%	82	0.49%	100.00%
四川	4.31	39.94%	9.06	39.38%	57	-38.04%	57	29.55%	100.00%
新疆	51.08	-0.66%	107.55	-0.15%	767.5	0.00%	670.5	-7.33%	87.36%
云南	10.56	7.32%	22.23	7.24%	154.5	0.00%	138	0.00%	89.32%
重庆	4.02	11.36%	8.24	8.14%	71.8	8.46%	53.6	10.29%	74.65%
全国	273.71	-0.79%	575.22	-0.04%	4614.5	9.07%	3615.1	-4.11%	78.34%

数据来源：百川资讯 南华研究

对比开工率可以看到，2015 年开工率从 85%下降到了年底的 78%，这主要是由于电解铝严重产能过剩，导致铝价一路下跌至了 9000 多的低位，绝大部分电解铝企业亏损严重，进而电解铝开启了减产潮。2016 年铝价逐渐上涨，电解铝开工率逐渐上行到了 86%。2017 年国家推进电解铝的供给侧改革，铝价不断上涨，开工率在国家清理违规产能以及环保限产的情况下不断下降。进入到 2018 年，1 月和 2 月的电解铝开工率均在 78%，处于相对比较低的水平。

从 2018 年 2 月电解铝开工率情况，我们看到主要电解铝产区山东、新疆、内蒙、河南 2 月的产量分别是 69.48 万吨、51.08 万吨、31.56 万吨和 16.46 万吨，相应的开工率分别是 71.79%、87.36%、79.60% 和 56.49%。山东、河南受采暖季限产影响导致开工率偏低。新疆、内蒙两地由于具备煤电价格优势，整体电解铝成本比较低，因此开工率比较高。目前的铝价已经接近大部分地区的电解铝成本线，所以在价格处于低位，采暖季结束之后铝厂开工复产意愿不强。而电解铝成本洼地已经处于 80%-90%的高开工率。虽然，采暖季结束后的复产与 2018 年的新增电解铝产能会带来一定的供应压力，但是在铝价接近成本线，铝厂微利或者亏损的情况下，复产及新增的意愿不强，供应的增量相对有限。

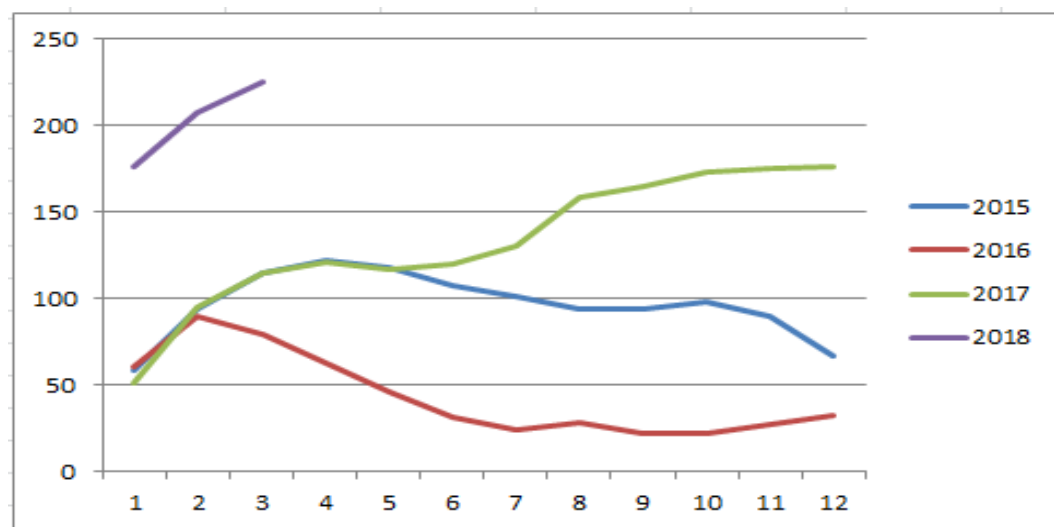
图 2.2.4：上期所及 LME 铝库存



资料来源：Wind 南华研究

库存方面，我们可以看到上期所库存走势与 LME 库存走势出现明显的背离。上期所的库存是不断增加，从 2017 年的 10 万吨增加到了目前的 81 万吨。而与之相对应的是 LME 的库存从 200 多万吨降到了 2017 年底的 100 万吨，最近三个月库存略有回升，增加到了 130 万吨，这与最近伦铝走势偏弱是相对应的。

图 2.2.5：电解铝社会库存



资料来源：SMM 南华研究

以往进入到 4 月份之后，由于铝传统消费旺季的原因，电解铝库存会出现季节性的下降，但是 2017 年，由于进行供给侧改革，导致铝价暴涨，进行推动了电解铝库存不降反增，此后节节攀升。进入到 2018 年之后，由于春节累库的因素，电解铝库存不断上涨，屡创历史新高。根据上海有色网（SMM）3 月 26 日最新公布的数据，主要地区的电解铝社会库存下降至 225.7 万吨，库存首次迎来拐点。

2.3. 成本端：有一定支撑

表 2.3.1：氧化铝供需平衡表（单位：万吨）

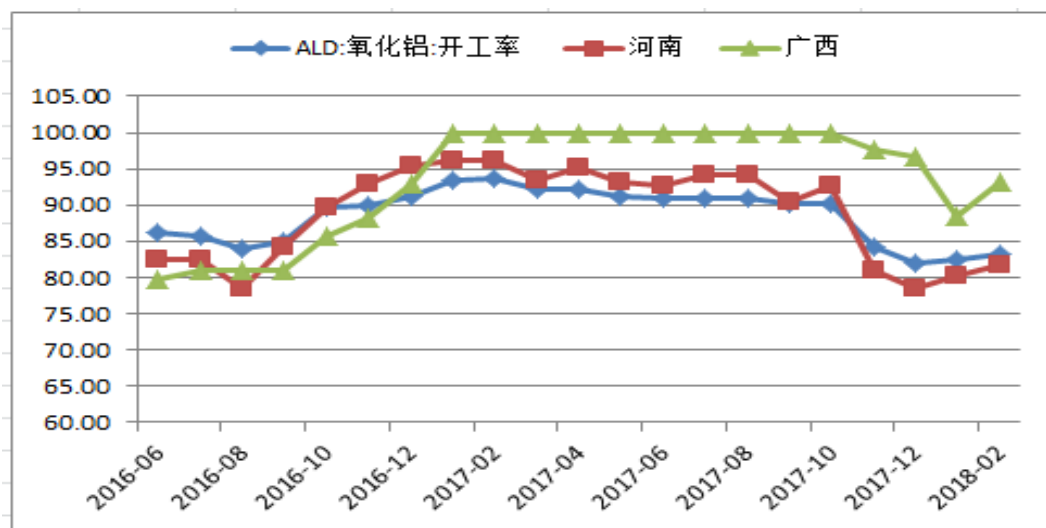
年份	产量	净进口量	总供应量	消费量	供需平衡
2015 年	5800	436	6236	6060	176
2016 年	6050	280	6330	6450	-120
2017 年	6950	290	7240	7200	40
2018 年 F	7350	330	7680	7700	-20

数据来源：南华期货研究所

2016 年氧化铝产量 6050 万吨，净进口量 280 万吨，总供应量 6330 万吨，总消费量 6450 万吨，供应缺口 120 万吨。2017 年氧化铝产量 6950 万吨，净进口量 290 万吨，总供应量 7240 万吨，总消费

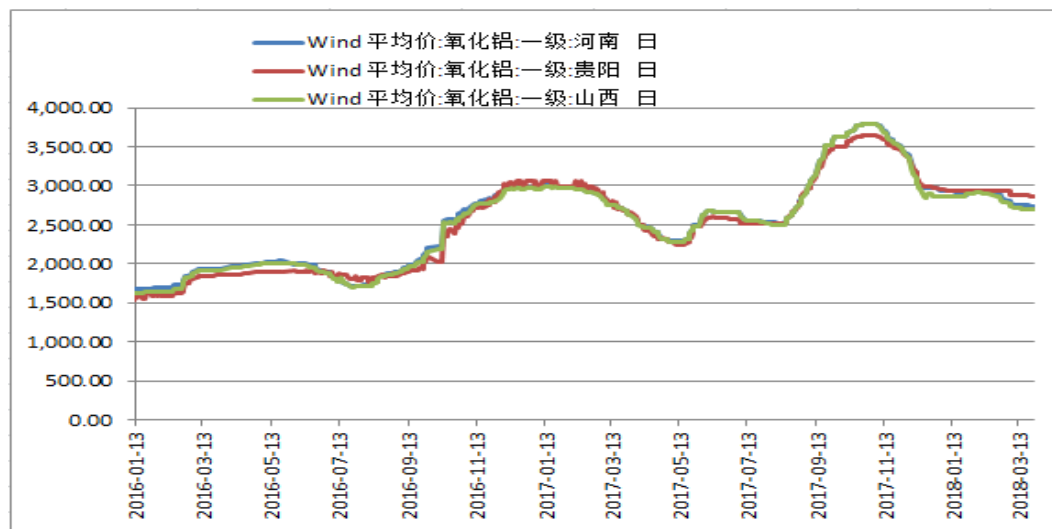
量 7200 万吨，供应过剩 40 万吨。虽然 2018 年氧化铝新增产能偏大，但环保，矿石成本等因素导致氧化铝速度或将偏慢。取暖季政策如果持续执行，总量亦将受到抑制。我们认为 2018 年氧化铝价格重心会上移，整体波动区间为 2300-3300 元/吨。

图 2.3.2：氧化铝开工率



资料来源：Wind 南华研究

图 2.3.3：氧化铝价格



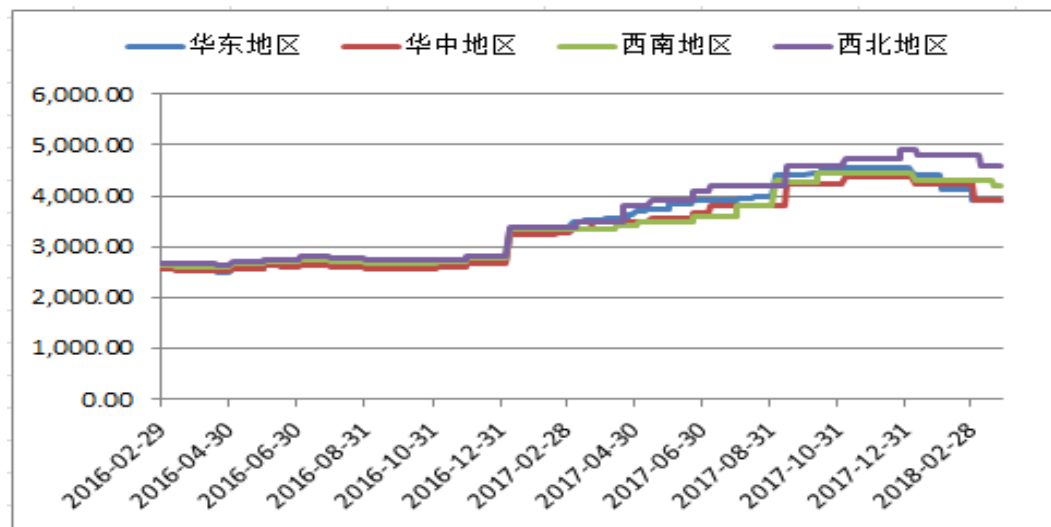
资料来源：Wind 南华研究

价格在氧化铝和电解铝之间的传导比较顺畅，从价格走势上看两者价格的相关度也较高，前期货价格大幅上涨：10 月下旬，主力市场氧化铝平均价达到 3645 元/吨，较 5 月中旬的阶段低点 2290 元/吨已上涨了 59%，于此同时沪铝价格则从 5 月中旬的 13985 上涨至 10 月下旬的 16000 以上，涨幅大约为 15%。10 月下旬开始，由于环保限产不及预期叠加电解铝一直以来的高库存，沪铝价格一直由高位的 16500 下跌至 12 月上旬的 14000 左右，几乎抹平前期 15% 的涨幅，与此同时，氧化铝价格也由

3645 下降至 3000。然而，前期氧化铝的涨幅高于沪铝的涨幅，说明受益于铝价的大幅上涨，利润传到至上游氧化铝很顺畅，因而，电解铝成本曲线上移，氧化铝生产端挤占了铝生产端的大量利润。

氧化铝开工率在 2017 年第四季度由于环保限产的因素有所下降，全国平均的开工率降到了 82%，进入到 2018 年后，开工率有所回升。2017 年第四季度之后，氧化铝的价格基本保持稳定，2018 年 3 月 26 日河南、贵阳和山西地区的氧化铝价格分别是 2730 元/吨、2860 元/吨、2700 元/吨。2018 年第二季度我们预计氧化铝价格应该保持稳定。

图 2.3.4：预焙阳极价格



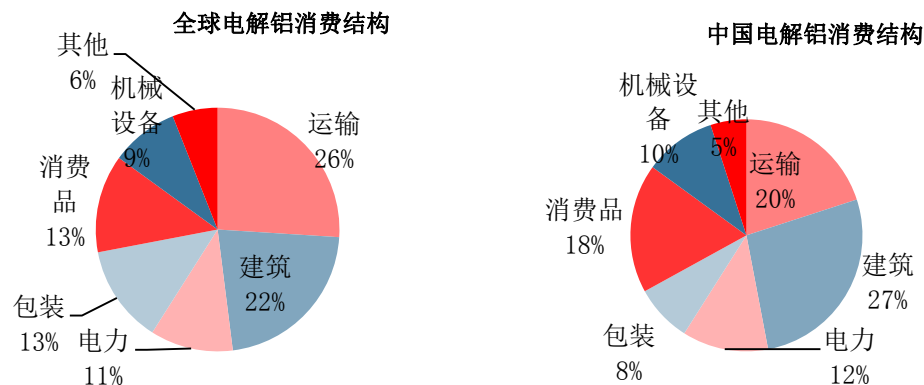
资料来源：Wind 南华研究

2017 年由于电解铝产能的大幅增长，阳极市场一直维持紧张格局，采暖季期间由于环保限产对阳极的产量仍有一定的限制作用，因此，即使是在电解铝价格大幅回落之后的情况下，预焙阳极的价格在 2017 年四季度和 2018 年一季度期间依旧比较坚挺。主流地区的预焙阳极价格基本都在 4500 元/吨以上。在 2018 年 3 月 15 日采暖季结束之后，随着预焙阳极企业的复产，阳极供应紧张的格局会得到一定的缓解，目前预焙阳极的价格已经触顶回落，价格出现了小幅下跌。原料石油焦报价开始下行，但较年初价位仍高，持续压缩阳极利润空间，行业已无盈利空间。目前阳极定价话语权转移到买方市场，目前铝价低位，阳极稳中偏弱的格局预计将会延续。

预焙阳极价格基本保持稳定，2018 年 3 月 27 日华东地区、华中地区、西南地区和西北地区的预焙阳极价格分别是 3925 元/吨、3900 元/吨、4200 元/吨、4600 元/吨。

2.4. 需求端：需求旺季来临，有望迎来去库存

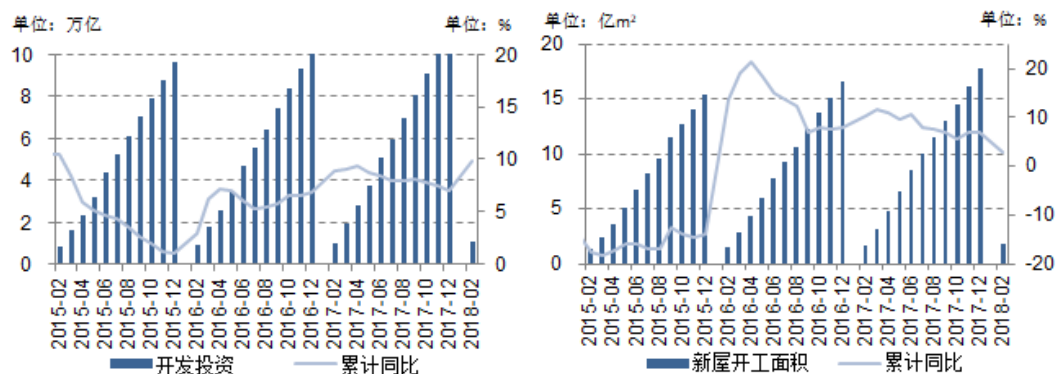
图 2.4.1：全球及中国电解铝消费结构



资料来源: Wind 南华研究

上图给出的是全球电解铝和中国电解铝消费结构。从中我们可以看到,中国建筑领域占比在 27%,交通运输领域占 20%,全球铝消费中,建筑领域占比只有 22%,交通运输领域占 26%。在进行华南地区铝产业调研中,我们了解到中国建筑型材与工业型材格局的转变。调研过程中,据企业反映,建筑型材的增速减缓,工业型材的增速很快,平均复合增速 40%。因此,未来中国铝型材的发展趋势是工业型材不断增长,在铝型材中的占比不断提高,建筑型材比例进而不断下降。这与目前中国房地产增速放缓是相关的,未来中国铝消费的增长点主要在交通运输等工业型材领域。

图 2.4.2: 中国房地产开发投资额及新屋开工面积



资料来源: Wind 南华研究

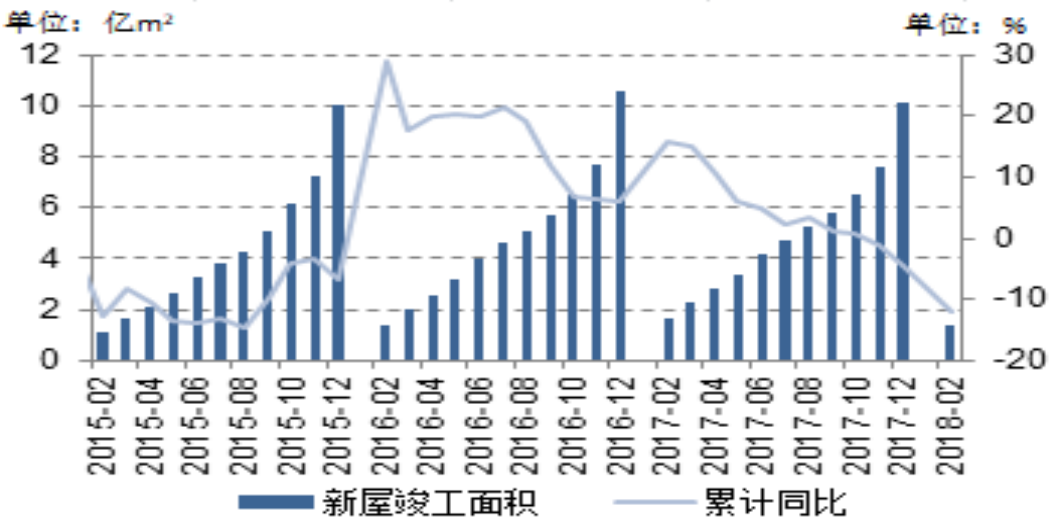
在房地产上,“十九大”会议明确提出“房子是用来住的而不是用来炒的”,预示着政策面依然难以松动。随着美联储加息的节奏渐紧,国内信贷收紧,资金面偏紧。全年整体的房地产预计是一个稳中趋弱的格局。从 2 月的房地产数据来看,房地产开发投资额是好于预期的,累计同比增加 9.9%。房地产没有想象的那么差,只是新屋开工面积增速放缓,增速 2.9%。

但是,新屋竣工面积自 2017 年 2 月以来,一直呈现回落态势,2018 年 2 月新屋竣工面积累计同比增速下滑了 12.1%。而铝合金门窗以及家装家具的铝材等都是末消费端,从华南地区的调研情况来看,中小型铝加工企业反应建筑型材中,铝合金门窗订单下降的很厉害,由于资金偏紧,行业可能面临着重新洗牌的趋势。大型铝加工企业反应,铝合金门窗的订单增速下滑,但基本还能维持稳定。

全铝家居是未来铝型材加工的一个重要方向,全铝家居将会给未来的铝消费带来巨大的增量,国内大型的铝型材加工企业都在提前布局全铝家居。由于传统的木质家居的消费习惯,人们对于全铝家居消费习惯的接纳还需要时间。未来全铝家居需要解决设计工业和行业规范两大关键问题。优秀的设

计工艺可以给人们良好的用户体验，统一的行业规范可以保证全铝家居的良性发展。据资深的铝产业人士介绍，大概需要两三年的发展，全铝家居行业才会赢来一个爆发的增长。

图 2.4.3：中国房地产新屋竣工面积

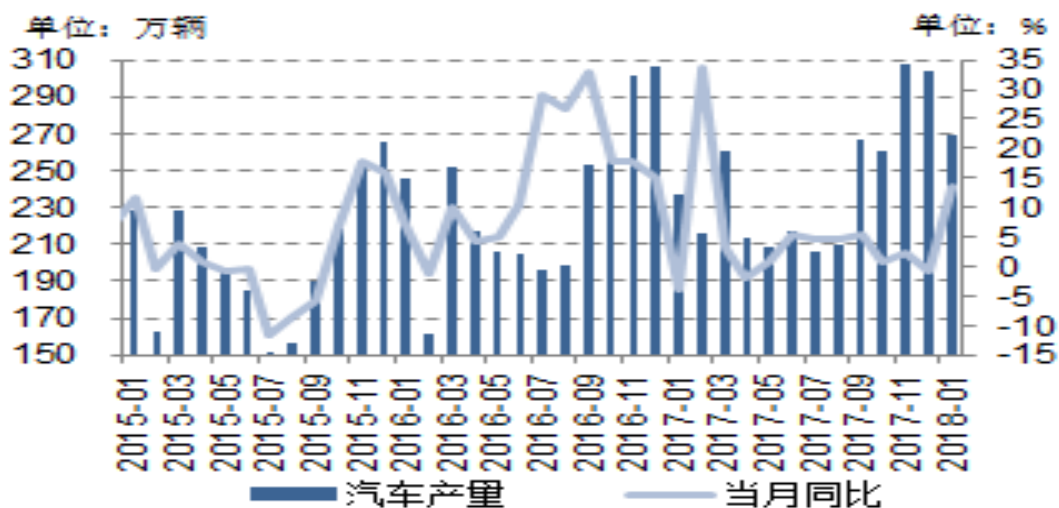


资料来源：Wind 南华研究

汽车方面自 2018 年 1 月 1 日起汽车购置税优惠将被取消，明年一部分购车需求在 2017 年末提前透支。2018 年 1 月汽车产量 268 万辆，2 月汽车产量 170 万辆。由于处于汽车消费淡季，叠加购置税优惠取消，产量数据出现下滑，我们预计 2018 年第二季度汽车产销量的同比增速出现一定的下滑。

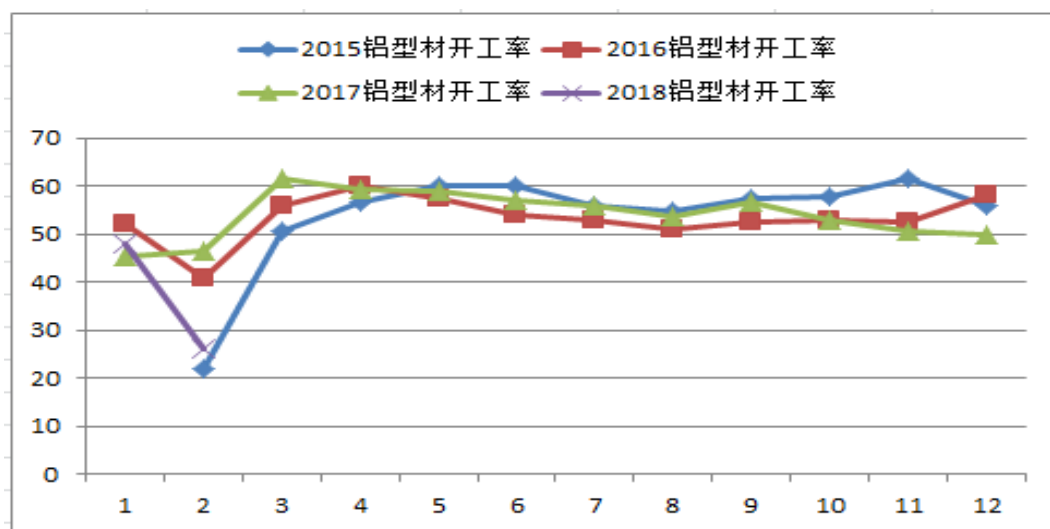
但是，新能源汽车车辆购置税优惠政策再延长三年。工信部部长苗圩 3 月 5 日在全国两会“部长通道”接受记者提问时表示，新能源汽车的发展是必由之路，未来新能源汽车会呈现高速增长态势。这会给汽车需求带来较大增量。此外，在节能环保的政策大背景下，汽车轻量化的推广会给未来汽车用铝带来不少增量，当下还未成为铝产业链的焦点。

图 2.4.4：中国汽车产量



资料来源: Wind 南华研究

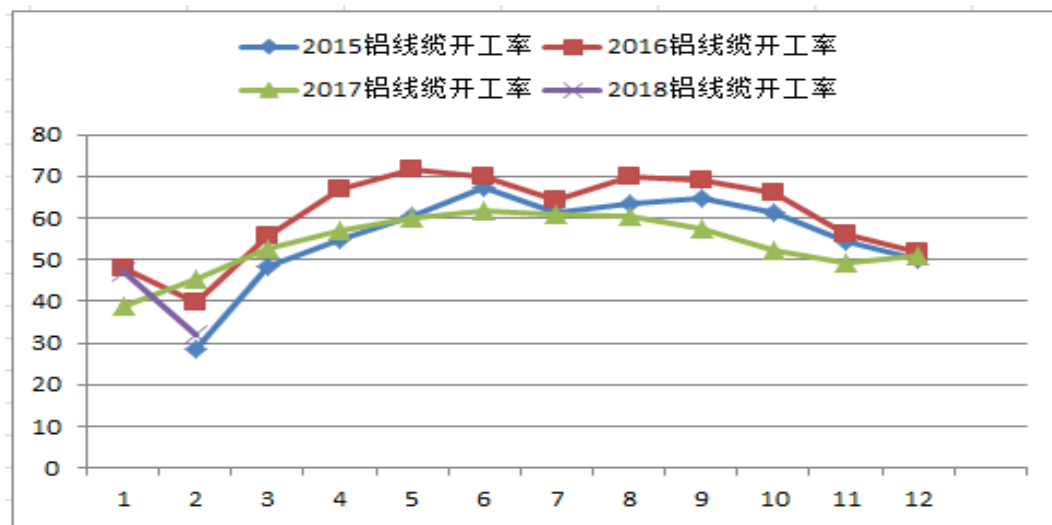
图 2.4.5: 铝型材开工率 (%)



资料来源: SMM 南华研究

由于春节因素，2018 年 1 月铝型材开工率为 47.9%，2 月为 26%。结合往年的开工率走势，我们可以明显看到进入到了 3 月份之后，开工率在 60% 左右，进入到了铝型材加工的一个旺季。因此我们可以预期，2018 年二季度铝型材的消费会进入到一个旺季，铝型材开工率会大幅提升。

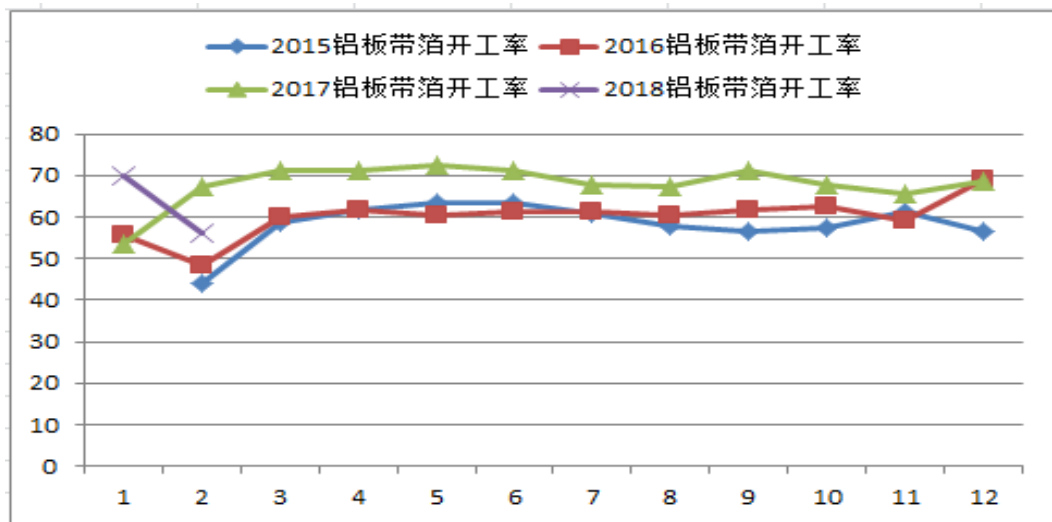
图 2.4.6: 铝线缆开工率 (%)



资料来源：SMM 南华研究

与铝型材相似，2018 年 1 月铝线缆开工率为 47.1%，2 月为 31.9%。结合往年的开工率走势，我们可以明显看到进入到了 3、4 月份之后，开工率在 65% 左右，进入到了铝线缆企业的一个旺季。因此我们可以预期，2018 年二季度铝线缆的消费会进入到一个旺季，铝线缆企业的开工率会大幅提升。

图 2.4.7：铝板带箔开工率 (%)



资料来源：SMM 南华研究

2018 年 1 月铝板带箔开工率为 69.7%，2 月为 56%。这是由于低的铝内外比价增加了出口，出口主要是以铝板带箔材为主。据统计，2017 年我国铝板带箔出口 207.6 万吨，同比增长 26.22%。由于受到美国等西方国家双反调查以及美国总统签署对进口铝材征收 10% 关税影响，预计未来会使我国铝板带箔出口出现小幅下滑，但是国内即将进入铝板带箔的传统消费旺季。因此，我们预计铝板带箔企业的开工率二季度在 65% 的平均水平。

综上所述，二季度之后，进入到传统的铝消费旺季。铝型材和铝线缆企业开工率将逐渐提高，铝板带箔受欧美双反及特朗普关税政策影响，可能会维持稳定。结合我们在调研华南地区大型铝加工企业的过程中了解到企业订单充裕，生产正常，未明显受到关税政策的影响。因此，在即将到来的铝消费旺季，我们认为铝有望达到去库存的目的。

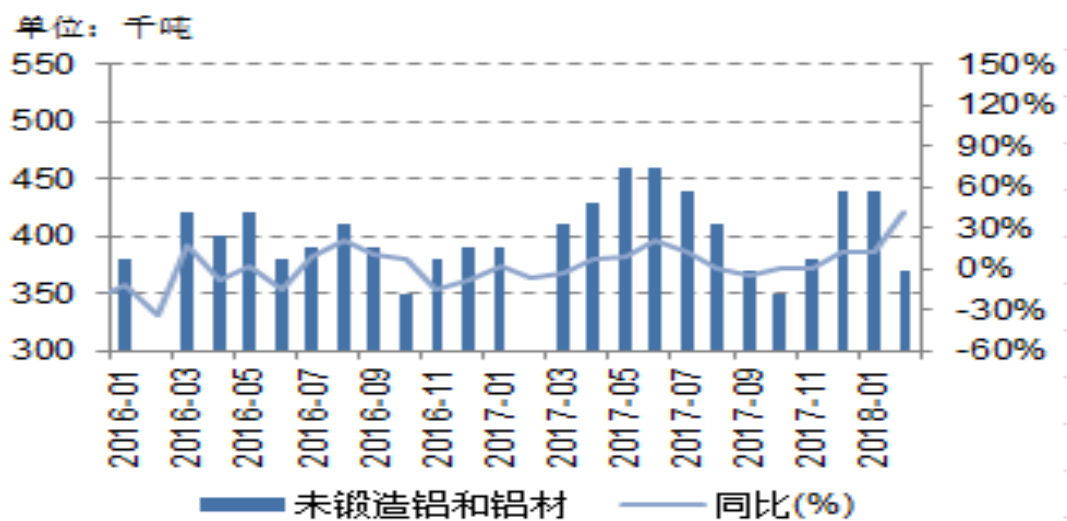
2.5. 中美贸易战影响有限

近期，中美贸易摩擦硝烟四起，贸易战有即将全面打响之势。2018 年 3 月 8 日，美国总统特朗普基于 232 调查结果签署公告，认定进口钢铁和铝产品威胁美国国家安全，将从 3 月 23 日起征收全球性进口关税，钢铁、铝产品的进口关税分别为 25% 和 10%，但对加拿大、墨西哥等国予以豁免。3 月 23 日北京时间凌晨，美国总统特朗普在白宫正式签署对华贸易备忘录，宣布将有可能对从中国进口的 600 亿美元商品加征关税，并限制中国企业对美投资并购。

针对美国采取的贸易限制措施，中国开始采取行动。3 月 23 日早上，中国商务部发布了针对美国进口钢铁和铝产品 232 措施的中止减让产品清单并征求公众意见，拟对自美进口部分产品加征关税，以平衡因美国对进口钢铁和铝产品加征关税给中方利益造成的损失。

中国是全球最大的再生铝生产国，所需废铝原料有一部分自于进口。根据中国海关统计，2017 年中国进口废铝 217 万吨，其中，自美国进口 47.6 万吨，进口金额 6.3 亿美元，数量占比 22%。

图 2.5.1：中国未锻造铝和铝材出口



资料来源：Wind 南华研究

上图是中国铝材出口去情况，自 2017 年 9 月开始，我国未锻造铝和铝材出口呈现增长的趋势，2018 年 2 月出口量为 37 万吨。关于中美贸易战对铝的影响。根据 SMM 测算，我国 2015 年—2017 年出口铝材总量年平均值为 472 万吨，占总产量的平均比例为 14.44%。近三年出口至美国的铝材年平均值为 86 万吨，占出口量的平均比例为 18.15%。近三年出口至美国的铝材量占总产量的平均比例为 2.60%，整体对国内铝的影响有限。假如贸易战实质性开打，2018 年预计会影响到国内电解铝总消费量的 1% 左右。

从另一个方面来看，以铝箔出口量来看，根据数据显示，2017 年中国铝箔出口量 116.2 万吨，接

下来比较大的铝箔出口国只有德国的 31.9 万吨，意大利的 11.9 万吨。除中国以外的国家铝箔的供应能力非常有限。因此，除中国外还很难有一个国家能够供应美国大量的铝消费需求，因此全面爆发实质性的贸易战的概率不大。

根据 CRU 的报告指出，2018 年国外电解铝缺口 125 万吨，国内 2018 年电解铝是过剩的。由于国内铝的基本面比较差，供应过剩，出口或将成为拉动铝消费的动力。美国作为中国最大的铝出口国，爆发贸易战对于铝的出口是有一定不利影响的。

2.6. 铝价展望

由于供应端整体存在压力，目前铝价也是充分反映了高库存及供应压力。在中美贸易战紧张气氛下，铝价已经步步走低。下方成本有一定的支撑，目前即将迎来铝的传统消费旺季，库存拐点已经出现，预计在消费旺季去库存的带动下，铝价有望实现阶段性反弹。整体而言，由于铝价上去之后，新增和复产的意愿加强，供应压力会制约铝价上涨的空间。我们预计电解铝价格在 13600/吨-15000 元/吨之间，伦铝价格在 2000-2200 美元/吨之间。

第3章 供应回升，锌价筑顶

伦锌市场自 12 月 8 日以来的单边上涨的行情在一月进一步升级，伦锌从 12 月 8 日的 3050 美元/吨一路冲上至 3550 美元/吨的高位，带动沪锌从 24000 元/吨上触 27000 元/吨的点位后才有所回调。2 月下旬，宏观预期由乐观转向悲观，而在 3 月中旬前的两次大幅减仓使得国外锌锭库存大增，此前一直支撑锌价上涨的低库存状态也被打破，市场逐渐修正此前对于锌锭供给短缺乐观预期。使锌价出现了大幅下行走势，沪锌在 25500 元/吨一线存在跳空缺口，这将成为二季度沪锌上行的重要阻力之一。

今年全球的锌矿的增幅或高于此前预估，这是由于 2017 年价格的上涨促使减产矿山恢复生产，还刺激了矿山主动增加产量。锌价走弱将促使更多的隐性库存显性化，使库存自低位回升，进一步增大 2018 年全球供给压力。另外，当前锌价绝对价格处于历史高位，市场对利多反应将会越来越疲弱，随着精炼锌供需缺口收窄，2018 年将是锌价筑顶的一年。二季度或将呈现冲高回落走势，我们维持此前 23000 元的均价预估。

图 3.1：一季度沪锌突破震荡区间

图 3.2：三季度伦锌突破 3000 美元后回抽企稳



资料来源：文华财经 南华研究



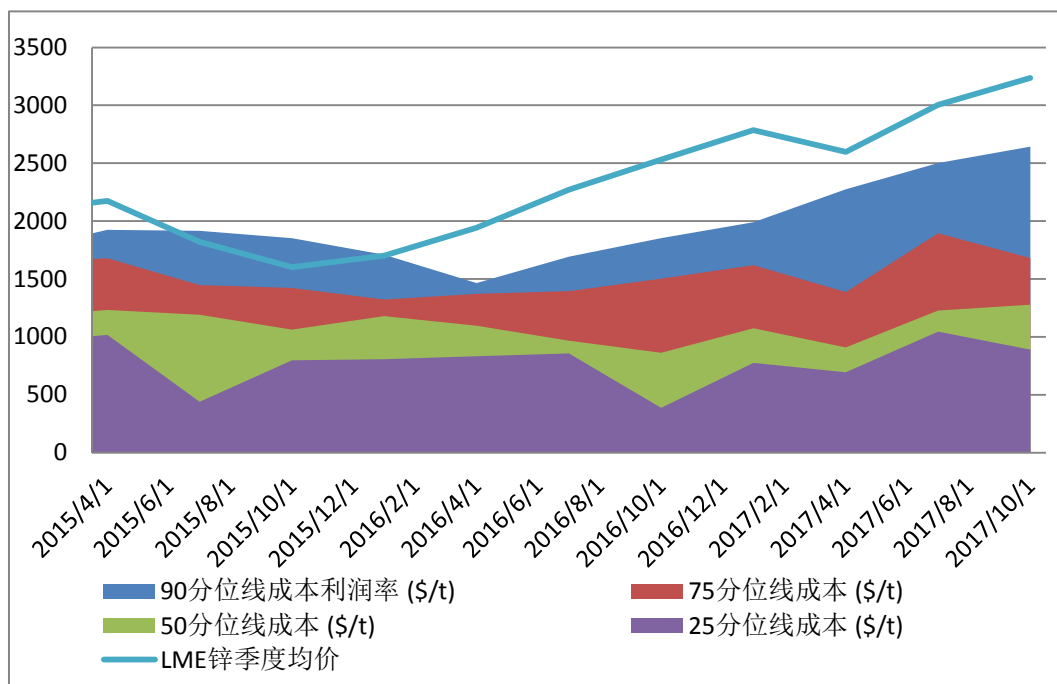
资料来源：文华财经 南华研究

3.1. 利润维持高位，锌矿产能继续回暖

然而随着锌价不断上涨，矿山利润也在持续增长，2015 年第四季度，90 百分位的矿山现金流亏损达 16%。而到了 2017 年四季度，成本最高的前 10% 的矿山现金流利润达到了 18%。而 2017 年 4 季度平均矿山的现金流成本 2017 年是 1278 美元左右，以目前的锌价计算，矿山的平均现金流利润在 57% 以上，并且如此丰厚的利润已经维持了接近 2 年的时间，矿山有充足的动力来复产和增产。

由于海外矿山企业增产复产欲望增强，锌矿开发投资加速，2017 年锌矿供应已经出现了回暖。其中加拿大的 Lalor 矿山、非洲的 Bisha Expansion 以及 Perkoa 矿山、秘鲁 Antamina 矿和印度韦丹塔公司旗下的矿山增产明显，总计大约有 50 万吨的新增产能。2017 年全球矿山产量从 2016 年 1276.9 万吨增加至 1310.5 万吨，同比增长 2.63%。

图 3.1.1：锌矿企业利润持续增加

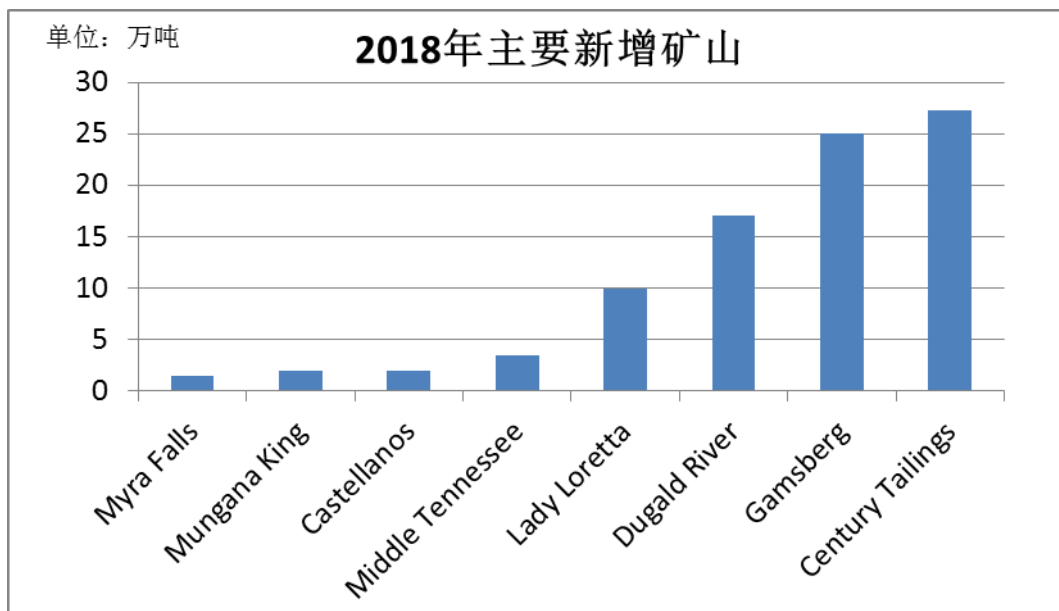


资料来源：路透 南华研究

2018 年锌精矿继续呈增产态势，而由于国内逐日趋于严格的环保问题，主要贡献来自于新建的大项目投产。澳大利亚五矿资源的 Dugald River 锌矿项目在 2017 年第三季度投产，年产能达 17 万吨。嘉能可的 Lady Loretta 锌矿将在 2018 年上半年投产，2018 年预计产出为 10 万吨，占到 2015 年暂停的 500,000 吨产量的 20%。Venturex Resources 旗下的 Century Tailings 锌矿项目将在 2018 年下半年投产，年产能达 27.3 万吨。南非年产能 25 万吨的 Gamsberg 露天矿将在 2018 年中开始产出，并在 12 个月内达到全额产量。加拿大的新星公司旗下的两座矿山，Myra Falls 以及 Middle Tennessee，合计新增产能 5 万吨，

据 Wood Mackenzie，预计 2018 年嘉能可将有 41 万吨的矿产将要复产。根据嘉能可最新发布的信息，由于嘉能可旗下非洲矿山(2017 年为 9.2 万吨产能)拍卖给 Trevali Mining，如果 18 年矿山维持正常运行，则实际确定的复产产能为 9.2 万吨左右。因而总体的锌矿产能增量或大于此前预期，预计 18 年产能至少将增加 60.2 万吨。

图 3.1.2：2018 年海外主要新增矿山产能

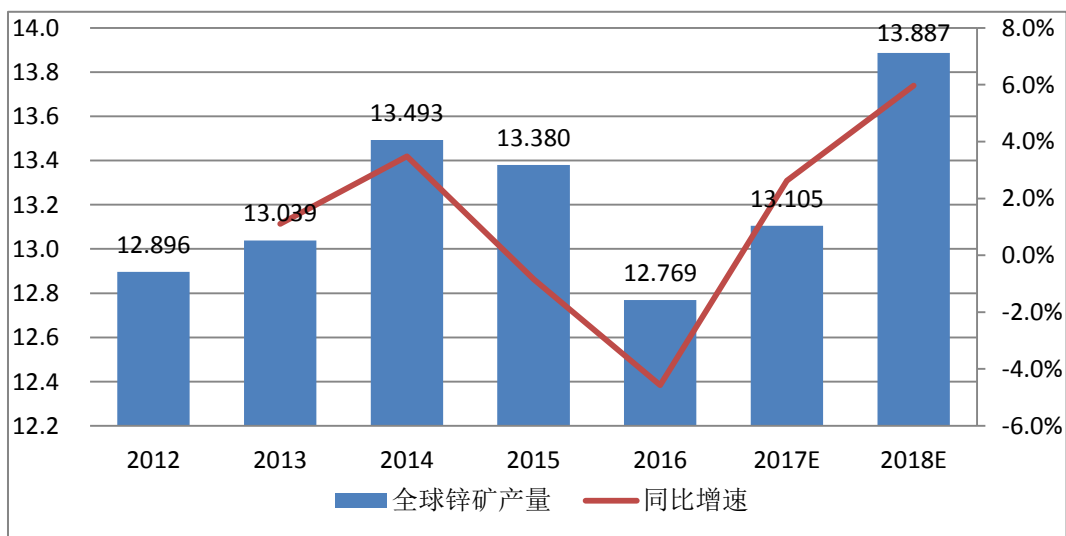


资料来源：Bloomberg，南华研究

中国区域由于环保政策和采暖季限产仍然是全球锌精矿总产量下滑的主要原因，国家统计局数据显示，由于上游环保督查导致大量中小矿场关闭，国内锌精矿月产量同比连续 5 个月下滑，2017 年 1-12 月锌矿产量为 326.8 万吨，同比大幅下降 8.6%。国内由于各大矿企和炼厂的开工率远高于去年同期，因而矿产总体不会出现大幅度的滑坡，一季度整体较 17 年底锌矿紧张程度有小幅缓解，而内蒙地区是国内锌矿主产地，内蒙锌精矿上调加工费则暗示锌矿供给偏紧的预期已经有所放松。

总的来看，由于 2017 年价格的上涨促使减产矿山恢复生产，今年全球的锌矿的增幅或高于此前预估。预计 2018 年锌矿产量将增加至 1388.7 万吨，同比上升 6%。

图 3.1.3：2018 年锌矿供应大幅回升

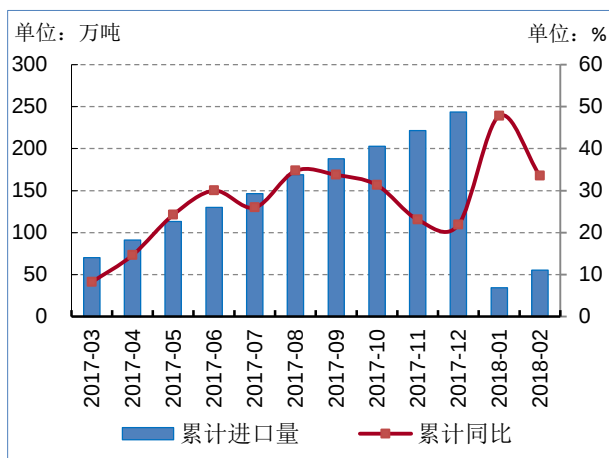


资料来源：Bloomberg，南华研究

3.2. 锌精矿进口维持高位，加工费或小幅反弹

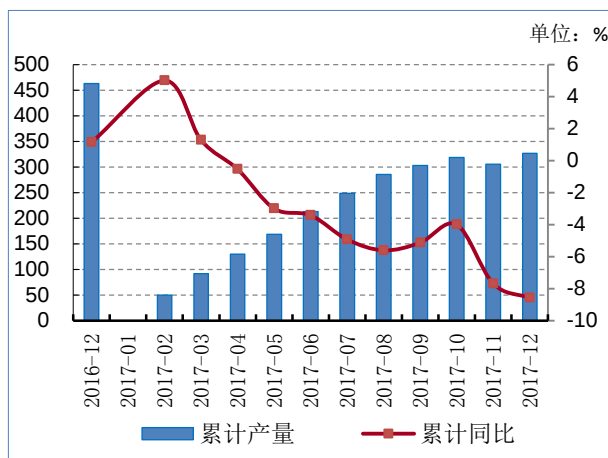
据国家统计局数据，2017 年 1-12 月我国锌精矿及矿砂累计进口达 244.40 万吨，去年同期 200.73 万吨，同比增长 21.75%。主要是由于去年进口锌矿过少所致，2018 年 1-2 月国内锌矿进口 55.3 万吨，累计同比增长 33.5%。自 2017 年 12 月后我国锌精矿进口规模再度扩大，采暖季的减产限产使得上游供给相较于需求更弱。随着锌价暴跌导致的下游需求好转，而国产精矿的供给仍然偏紧，未来进口锌精矿将继续上升。

图 3.2.1：1-2 月国内锌精矿进口增速下滑



资料来源：海关总署 南华研究

图 3.2.2：国内锌精矿产量持续负增长



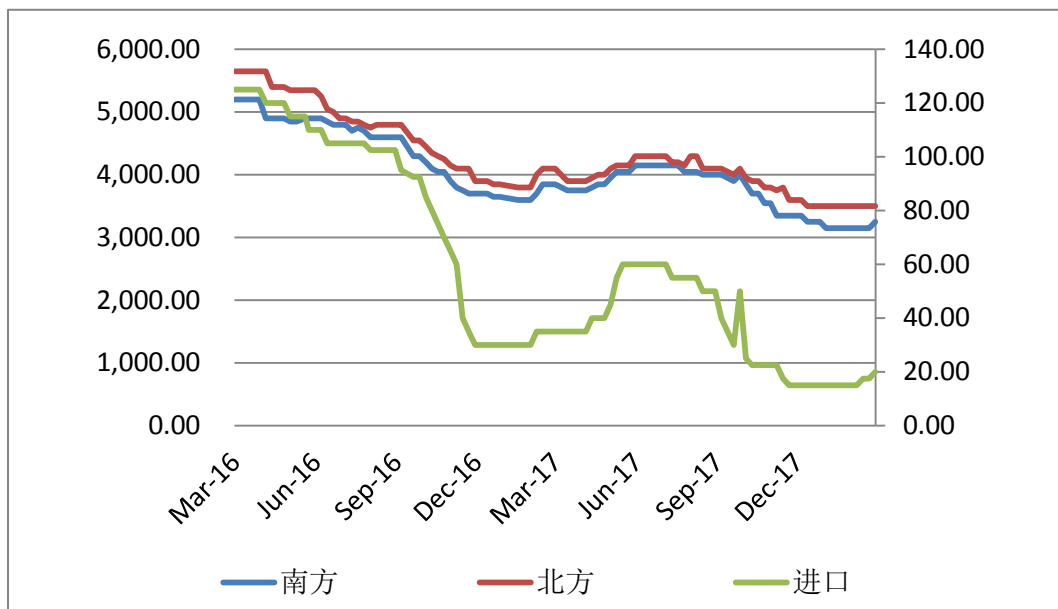
资料来源：国家统计局 南华研究

进入 2017 年 10 月份以来，国产锌精矿加工费止跌反弹，一方面受到采暖季限产、环保督查和春季延续限产减产的影响，下游厂商的需求力度减弱，国产矿石加工费小幅上扬。进入 2 月份以来，锌精矿国际加工费谈判尚未正式确定，各大矿场尚未有减产计划，而国内炼厂复产仍不及预期，加工费小幅好转。

根据 SMM，2018 年前三个月，除内蒙地区锌精矿加工费上调 100 元/吨外，其余地区继续保持持平，国内锌精矿加工费主流成交于 3200-3800 元/金属吨附近；进口锌精矿加工费维持 15-20 美元/干吨。一季度整体较 17 年底锌矿紧张程度有小幅缓解，而内蒙地区是国内锌矿主产地，内蒙锌精矿上调加工费则暗示锌矿供给偏紧的预期已经有所放松。

展望二季度，由于 3 月份冶炼厂检修较多，上游锌矿消化速度将放缓。采暖季结束，国内锌矿供应回升。另一方面，目前锌矿港口库存已经恢复至 2016 年同期水平，锌矿缺口正在逐修补。根据我的有色，截止 3 月 16 日，锌矿港口库存 17.36 万吨，较 1 月底增加 5000 吨。因此预计加工费将出现一定程度反弹。

图 3.2.3：锌精矿加工费低位企稳



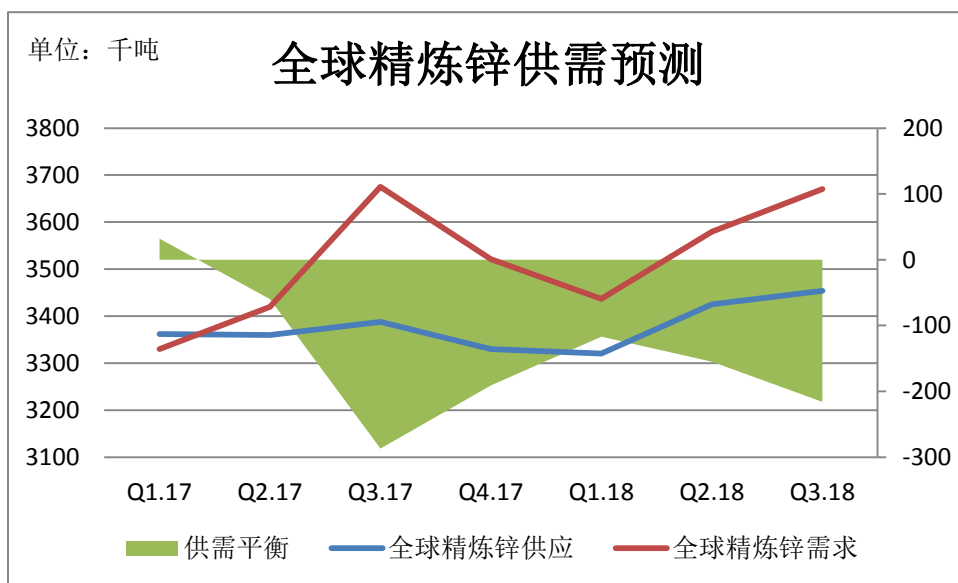
资料来源: Wind 南华研究

3.3. 精炼锌产量受限 进口大幅下滑

据国家统计局公布数据显示,今年 1-2 月国内精炼锌累计产量 95.7 万吨,同比下降 2.55%,2017 年全年累计锌产量约 622 万吨,同比减幅 0.67%。整体看全年锌产量呈先低后高趋势,主要上半年检修导致检查,下半年锌价大涨令多数企业尽可能提高装置负荷。进入二季度,一些地区的冶炼厂的产量仍将受限检修以及环保督查,因此预计国内二、三季度的产量将维持偏低水平。

从全球的角度来看,路透提供的数据预计 2018 年二季度精炼锌供应将出现同比 1.93% 的增长,但需求增长更为客观,总体二季度精炼锌依然存在 15.5 万吨的供需缺口

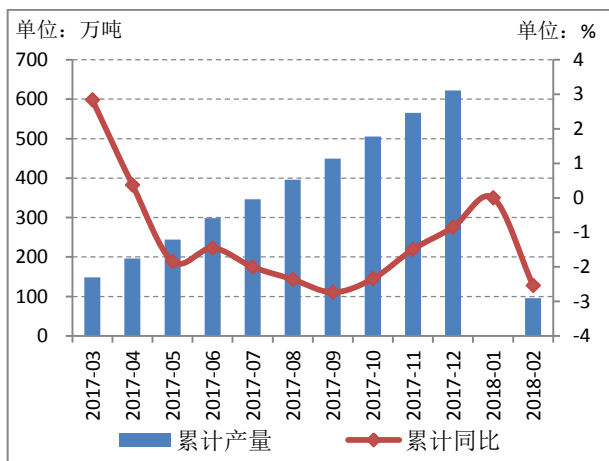
图 3.3.1: ILZSG 全球精炼锌供需平衡



资料来源：GFMS 路透 南华研究

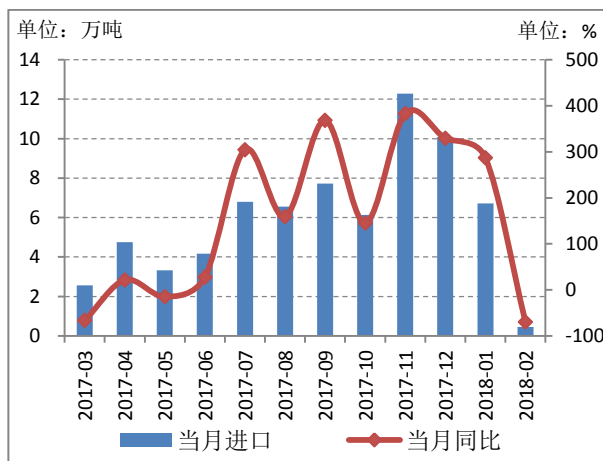
进口方面，国内供需缺口持续放大，不得不依靠进口维持。据海关总署统计，2017 年 1-12 月我国精炼锌进口量达 67.63 万吨，同比增长 59.34%。自 2017 年四季度开始，沪伦比值持续走低，国内进口窗口持续关闭。进口亏损从 0 元/吨逐步扩大至 1200 元/吨以上。2018 年 1 月我国精炼锌进口量 67111 吨，同比大增 287.09%，但环比需求较 2017 年 12 月的 10.08 万吨有较大幅度的收窄。2 月因国内现货市场库存的持续堆积，精炼锌进口量大幅收窄至 0.45 万吨。

图 3.3.2：1-2 月中国精炼锌累计产量负增长



资料来源：国家统计局 南华研究

图 3.3.3：进口窗口关闭，精炼锌进口大幅下滑



资料来源：国家统计局 南华研究

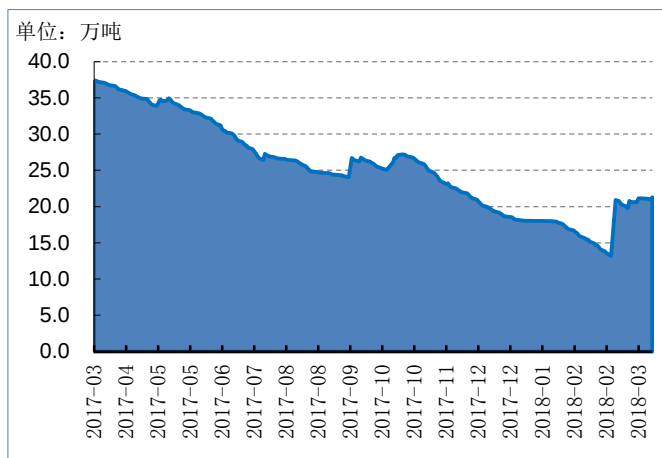
3.4. 库存波动成为关键

从显性库存来看，2017 年二季度以来，全球交易所库存锌锭的急速下滑是锌价格上涨的核心动力之一。2018 年 1-3 月库存走势整体呈现 V 字型，从年初的 20.5 万吨持续下挫至 2 月下旬的 13.3 万吨，短短两月期货库存的下滑幅度达到了 30%。后续由于 3 月中旬前的两次大幅交仓导致国外锌锭库存大增，从而引发市场逐渐修正此前对于锌锭供给短缺预期，伦锌再度返回至 20 万吨以上。上期所锌库存方面也从年初的不足 1 万吨快速回升至 4 万吨以上。但从近十年的库存结构上来看，两大交易所的库存仍然处于同期历史极低的位置，

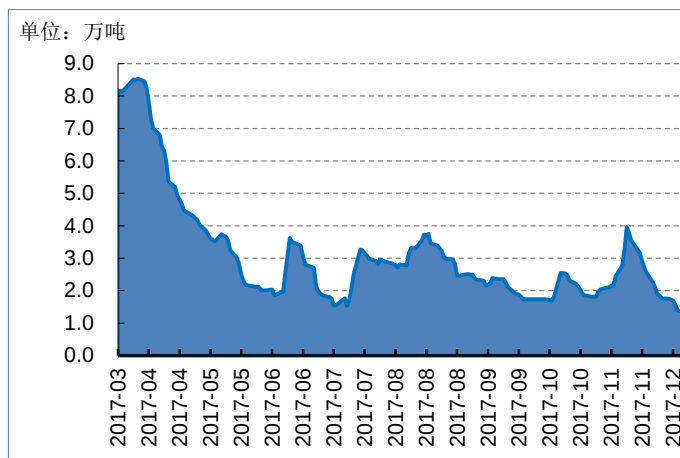
进入 2018 年以来，国内市场整体呈现库存大幅增长的态势，一方面由于锌价高企，现货市场出现了大量的集中交仓补库；另一方面由于春节后下游消费疲软，全国上海、广东、天津现货库存大涨至 23 万吨一线以上。若国内外的现货库存无法被快速消化整理，前期静态的低库存利多将转化为动态的增库存利空，对锌价形成压制。

图 3.4.1：2 月 LME 锌库存快速回升

图 3.4.1：SHFE 库存摆脱历史低位



资料来源: LME 南华研究



资料来源: SHFE 南华研究

3.5. 镀锌需求小幅放缓 地产汽车出现下行压力

从下游消费量来看,根据中国钢铁工业协会数据,2018 年 1 月份全国镀锌板产量为 173.85 万吨,同比下滑 9.74%。1 月国镀锌板销量为 171.47 万吨,同比下滑 3.13%。2018 年 1 月底全国镀锌板库存量为 38.19 万吨,同比下滑 31.97%。一季度河北邯郸地区多家镀锌厂受环保影响,被要求限停 1 个月,SMM 预计影响产量达 30-40 万吨附近。而本周邯郸地区镀锌厂生产已在逐渐恢复,因此整体影响产量小于预期,但由于华北地区为应对环保检查生产活动依旧无法正常展开,3 月初锌消费仍不及预期。

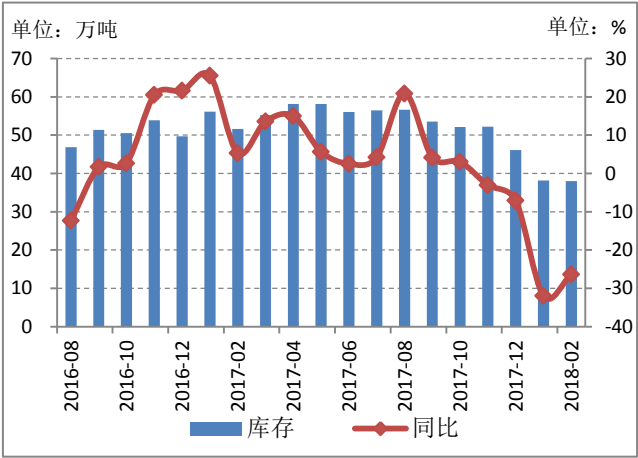
根据我的有色网,截至 3 月 16 日,镀锌社会库存 101.12 万吨,产能利用率为 71.16%,钢厂库存量为 58.8 万吨,一季度下游产成品库存累积至历史高位,若终端消费始终未出现好转,则下游成品库存将持续累积,高企的镀锌库存无法消化,将限制镀锌的开工积极性。

出口方面,海关数据显示,中国 2018 年 1 月出口镀锌板(带)58.19 万吨,净出口为 36.4 万吨,累计同比下滑 43.37%。沪伦比持续走低而镀锌板出口量却在下滑,反倾销或导致出口受阻的主要原因之一。

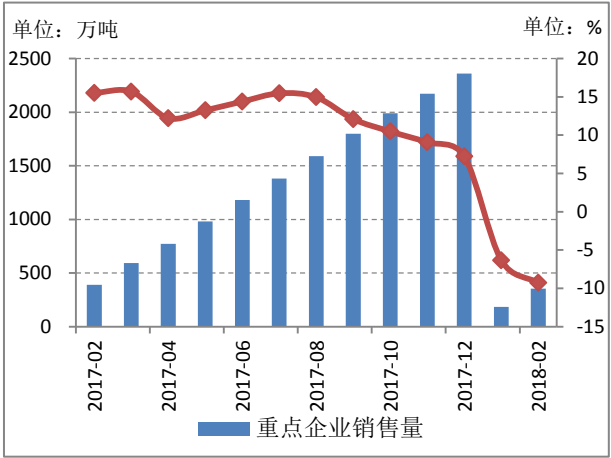
整体来看镀锌需求淡季特征明显,出口与销量均出现下滑,二季度旺季需求释放后有望好转。需要特别指出的是,随着中美贸易战的开启,预计镀锌总需求将随着美日对钢铁征收进口关税而产生极大的抑制,因而镀锌板将呈现整体盘面趋弱的走势,但由于贸易战后续进展还不明朗,国内市场存在政策发力的可能,此项需要持续关注。

图 3.5.1: 一季度月镀锌板库存下滑

图 3.5.2: 1-2 重点企业镀锌板销量大幅回落



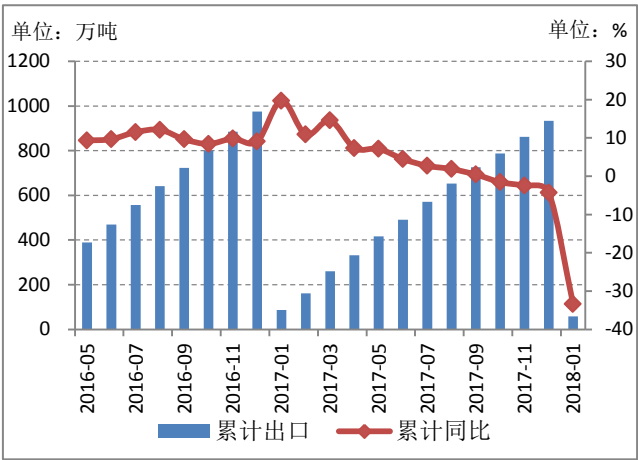
资料来源：中国钢铁工业协会 南华研究



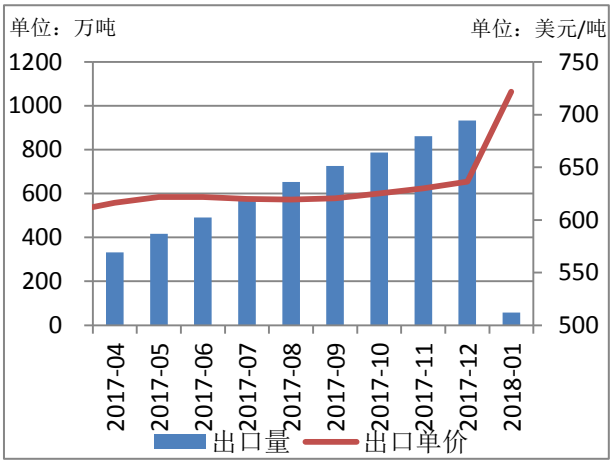
资料来源：中国钢铁工业协会 南华研究

图 3.5.3: 1 月镀锌板出口同比增速下滑

图 3.5.4: 镀锌板出口价升量跌



资料来源：海关总署 南华研究

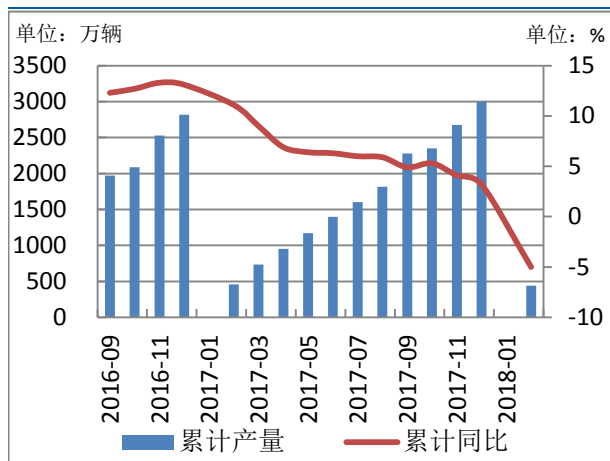


资料来源：海关总署 南华研究

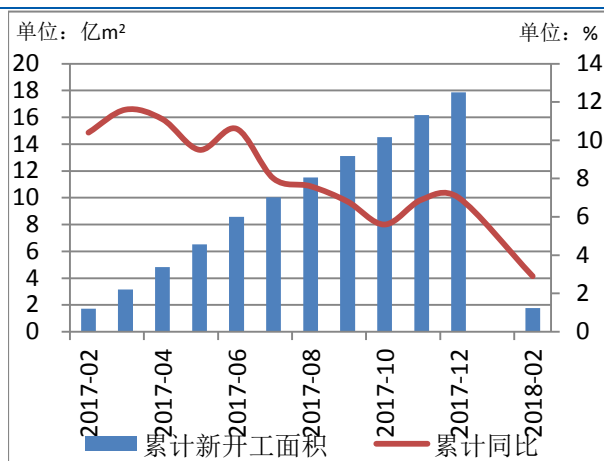
进入 2018 年以来，商品房销售面积同比增速已连续 15 个月呈现负增长态势。商品房销售热度出现下滑，影响商品房新建计划。1-2 月房屋新开工面积同比增长 2.9%，增速环比大幅下降 4.1 个百分点。在当前政策引导下短期内仍难以复苏，对锌市需求端产生较大压制。

图 3.5.5: 1-2 月全国汽车累计产量大幅下滑

图 3.5.6: 1-2 月累计新开工面积增速持续下滑



资料来源：国家统计局 南华研究

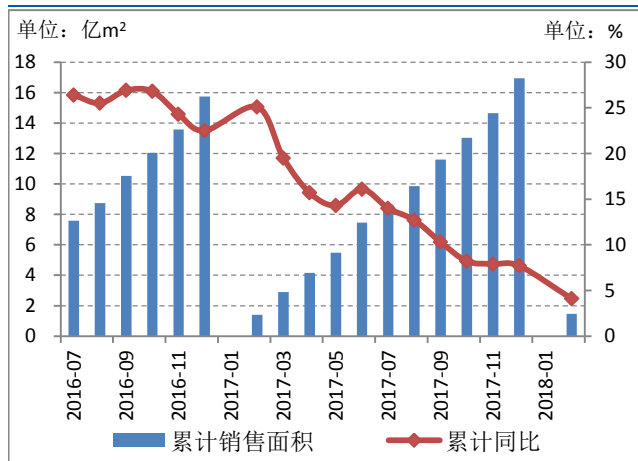


资料来源：海关总署 南华研究

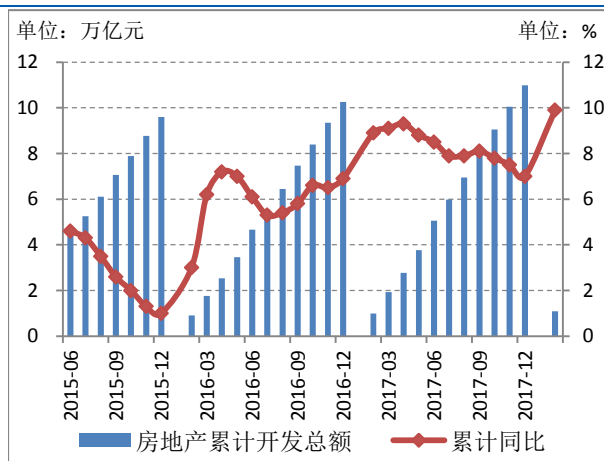
但值得注意的是，1-2 月房地产累计开发总额增速大幅增长至 9.9%。在十九大政策的背景下，房地产依然强化居住属性，以地产投资为背景的传统经济，大方向以维稳为主。并且从二月初开始，党中央对于雄安新区的基建进一步加速，华北地区房地产的低迷或将在雄安的大基建大发展中进行回补。目前的库存低支撑开发商主动再库存，而强劲的房地产投资数据也将对行业形成支撑。预计 2018 年下半年房地产有一定下行压力，但对房地产市场不可过度的持有悲观的情绪。

图 3.5.7: 商品房销售面积增速同比持续下滑

图 3.5.8: 1-8 月房地产开发投资完成额增速维稳



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

3.6. 四季度锌价走势展望

展望 2018 年二季度，全球的锌矿的增幅或高于此前预估，锌价走弱将促使更多的隐性库存显性化，使库存自低位回升，进一步增大 2018 年奶奶全球供给压力。另外，当前锌价绝对价格处于历史高位，市场对利多反应将会越来越疲弱，随着精炼锌供需缺口收窄，2018 年将是锌价筑顶的一年。二季度或将呈现冲高回落走势，均价有望回到 24000 元/吨一线。

第4章 镍供需矛盾重回不锈钢基本面

今年 1 月 2 日以来，沪镍虽然仍在上升同道中，但整体走势震荡偏弱，特别是春节后终端不锈钢库存大幅累积显示消费恢复有限，镍价从 2 月中旬开始走弱，直至 3 月 23 日，中美贸易战一触即发，镍价无力在 10 万点平台上偏弱震荡，跳水下跌至 95000 元/吨附近平台，从技术上看，已触及通道下限。

于此同时，虽然外盘伦镍也因新能源汽车消费提振因素减弱和不锈钢需求恢复不及预期影响，呈现震荡偏弱走势，但其走势强于内盘，即使受到内盘和贸易不稳定因素影响，价格仍维持在 12500 美元/吨以上盘整，并呈现出较快趋稳的趋势。

图 4.1：沪镍处在上升通道的回调阶段



资料来源：博弈大师 南华研究

图 4.2：伦镍处在上升通道回调阶段



资料来源：博弈大师 南华研究

4.1. 2018 年 1 季度行情综述：镍价走势整体偏弱

过去一季度镍价内盘和外盘行情均显示出走势偏弱态势，无论价格上上涨无力还是交易量有所收缩，都显示出新能源汽车带动的三元电池增长刺激因素正在消退。虽然新能源汽车产量一如既往的高速增长，然而其占镍终端消费量比较有限，2017 年为占国内消费的 5%，2018 年则预期增长 40%至 7%。因此，叠加电池增速对镍价刺激的边际递减作用，镍价走势逐渐开始回归不锈钢端的基本面。

表 4.1.1：镍供应继续短缺（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	21.3	13.7	31.5	4.2
2008	136	129.3	6.7	20.7	15.8	31.5	5
2009	133.5	130	3.5	27.8	30.1	44.2	13.7
2010	144	147	-3	32.6	20	54.9	-2.3
2011	160	161	-1	45.8	25.8	68.4	3.2
2012	176	167	9	55.8	23.1	74.7	4.2

2013	196	178	18	70	19.8	86.7	3.1
2014	194	189	5	70	11.4	94	-11.6
2015	197	189	8	63	45.2	97.5	10.7
2016	198.3	203.3	-4.97	60	50.5	108	2.5
2017	205.2	215	-9.8	58.1	52.6	113	-2.3
2018E	220.6	225.9	-5.3	59.6	57	118	-1.4

资料来源：Wind 南华研究

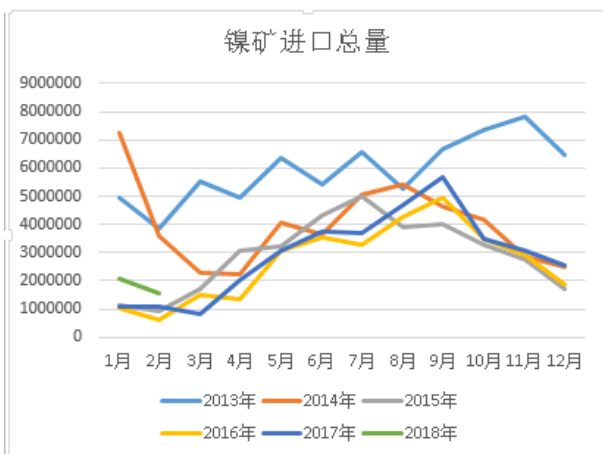
4.2. 镍矿：菲律宾与印尼的战场

2018 年国内镍矿仍主要来自进口，其中印尼和菲律宾进口的镍矿占国内进口总量的 90%以上，镍矿来源仍主要看菲律宾和印尼两国情况。

从总量上看，今年镍矿进口情况远远多于去年同期，1 月同比增加 92.4%至 2088573 吨，而 2 月也同比增加 41%至 1537196 万吨，显然印尼开放镍矿出口许可是镍矿进口增加的主因。

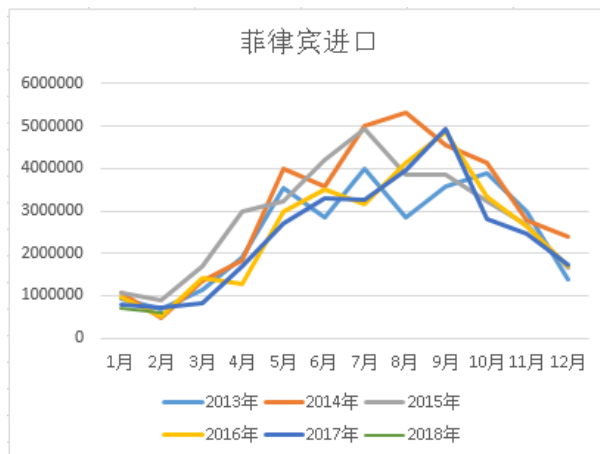
而从菲律宾和印尼具体情况看，印尼镍矿出口自从去年 4 月许可开放以来一直呈现同比大幅增加趋势，从今年一月份以来，印尼镍矿出口则直接一跃成为国内镍矿进口来源最大国。同时，虽然菲律宾方在雨季结束前就开始提前增加进口我国的镍矿量，但从 16 年开始的环保检查仍使得菲律宾镍矿出口总量持续下降，至 2 月份，菲律宾进口镍矿仅占国内镍矿进口总量的 38%左右，而峰值时该值达到 99.6%。

图 4.2.1：镍矿进口总量同比上升



资料来源：Wind 南华研究

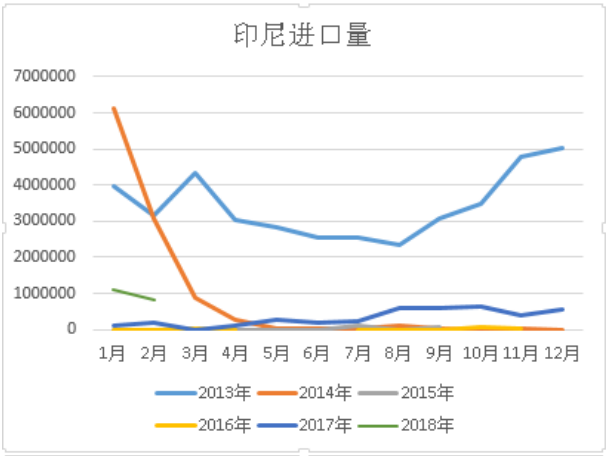
图 4.2.2：自菲律宾进口镍矿量同比下降



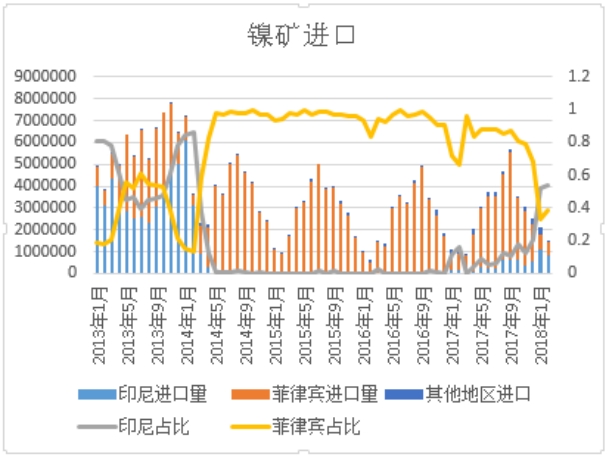
资料来源：Wind 南华研究

图 4.2.3：自印尼进口镍矿量大幅上升

图 4.2.4：菲律宾进口和印尼进口占总量比的不同趋势



资料来源：Wind 南华研究

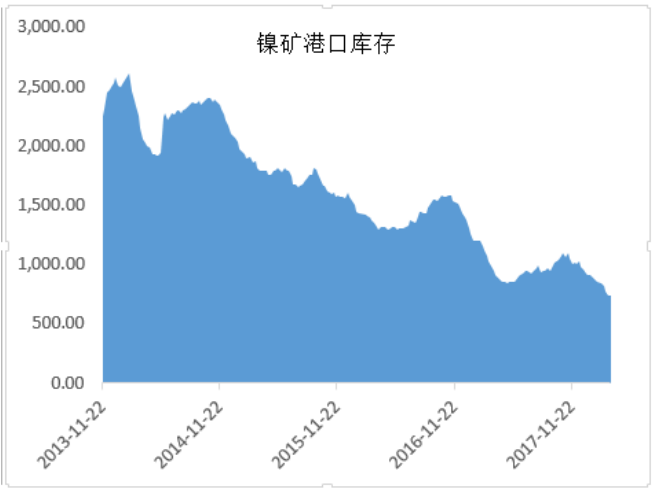


资料来源：Wind 南华研究

数据显示，印尼到 2018 年 2 月末，许可出口镍矿总量已达到 3429 万吨。去年全年已使用的出口额度为 500 万吨左右，剩余大约 2929 万吨额度中，约 2688 万吨额度将在 2018 年使用，若以去年进口中国量占印尼出口总量约 78% 计算，则今年内国内将面对印尼方约 2096 万吨镍矿进口的冲击，折合月进口量为 174 万吨。而令预期更为偏弱的因素是，1 月和 2 月自印尼进口的镍矿总量仅为 192 万吨，因此若预期想要实现，则在二至四季度国内面临印尼镍矿进口的冲击将增加至每月约 190 万吨。

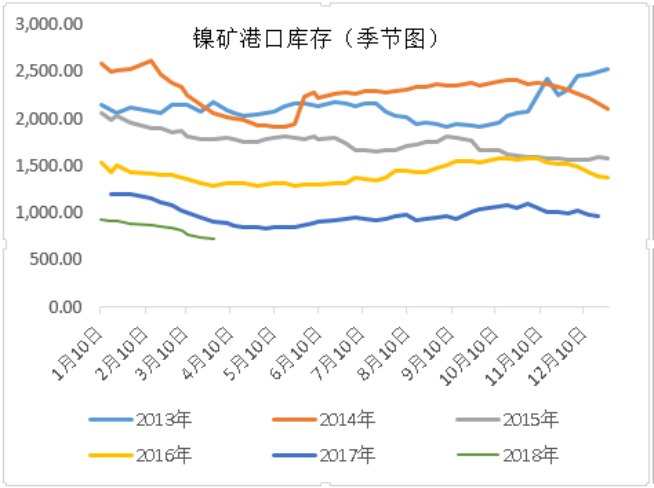
因此，虽然目前镍矿港口库存不断刷新历史新低至 3 月 23 日的 733 万吨，但印尼镍矿进口的巨大压力和菲律宾雨季结束后进口增加预期使得镍矿预期持续偏弱，镍矿价格也因此暂时维持平稳，而从镍矿港口库存下降趋势和国内镍矿月度平均使用量动态计算，四月中旬至四月末，镍矿港口库存将结束去库存趋势转而进入累库存，届时镍矿价将进一步出现松动。

图 4.2.5：国内港口库存下降趋势减缓



资料来源：Wind 南华研究

图 4.2.6：国内港口库存处在历史同期最低位



资料来源：Wind 南华研究

表 4.2.1：印尼镍矿出口许可情况

出口商	矿山	出口额度（万吨）	状态	发布消息时间	批准时间范围
antam	Aneka Tambang	270	批准	2017 年 3 月 30 日	2017. 4-2018. 3
振石集团	Fajar Bhakti Lintas	106	批准	2017 年 4 月 11 日	2017. 5-2018. 4
PT-CNI	PT Ceria Nugraha Indotama	230	批准	2017 年 7 月 5 日	2017. 8-2018. 7
Harita/新兴铸管	印尼 PT Trimegah Bangun Persada 矿山	155. 98	批准	2017 年 8 月 1 日	2017. 9-2018. 8
Harita/新兴铸管	印尼 PT Gane Permai Sentosa 矿山	51. 99	批准	2017 年 8 月 1 日	2017. 9-2018. 8
央大/新华联	印尼矿山 PT Macrolink Omega Adiperkasa	70	批准	2017 年 9 月 12 日	2017. 10-2018. 9
央大/新华联	PT-Itamatra Nusantara	12	批准	2017 年 9 月 20 日	2017. 10-2018. 9
antam		125	批准	2017 年 10 月 31 日	2017. 11-2017. 10
振石集团	PT. Fajar Bhakti Lintas Nusantara	402	批准	2017 年 11 月 3 日	2017. 12-2018. 11
金川	PT Wanatiara Persada	220			
PT Ifishdeco	PT Ifishdeco	99. 2			
金鳞	PT Sambas Minerals Mining	297			
Blacdspace	PT. Tekonindo	300	批准	2017 年 12 月	2018. 1-2018. 12
PT Toshida Indonesia	TOSHIDA	195	批准	2018 年 1 月 16 日	2018. 2-2019. 1
PT Intergra	INTERGRA	100	批准	2018 年 1	2018. 2-2019. 1

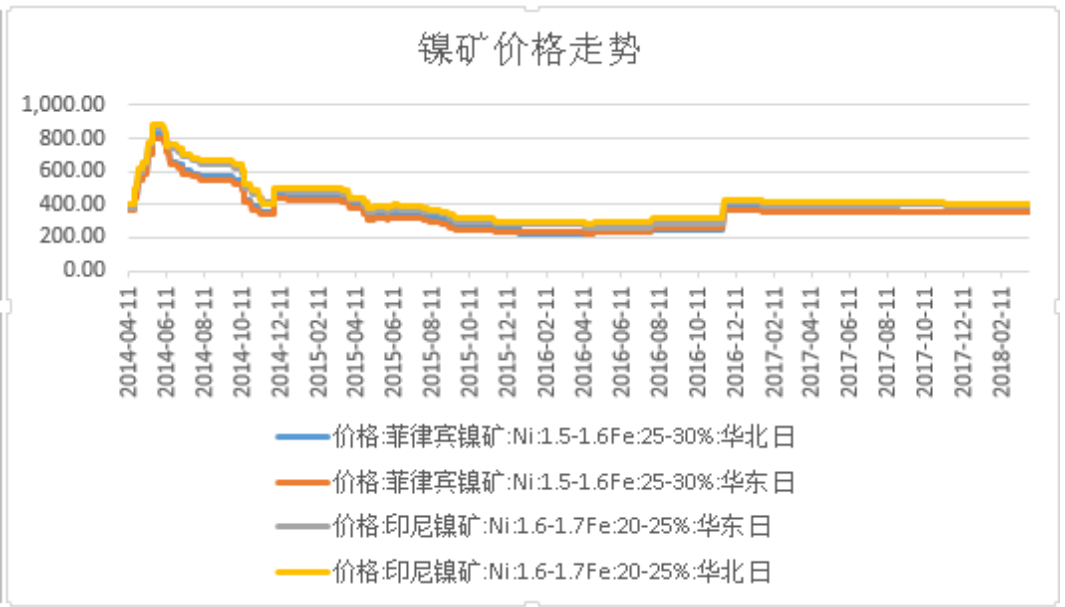
				月 16 日	
烨联	Genba Multi Mineral	195	批准	2018 年 1 月 16	2018. 2-2019. 1
PT Sulawesi Mining Investment		600	批准	2018 年 2 月 24 日	2018. 3-2019. 2
月均增量					
总计		3429. 17			

资料来源：根据新闻整理

具体来看,去年国内全年进口镍矿量为 3504.6 万吨,2017 年全年镍矿港口库存下降约 414 万吨,因此去年国内镍矿使用量共计约 3918.6 万吨,折合月均使用量为 326 万吨。考虑一季度因季节性因素导致,1 至 3 月的月均使用量大约为 300 万吨左右。而以今年 1-2 月进口镍矿平均增速 66.6%计算,至今年 4 月镍矿进口将达到 337 万吨,大于国内镍矿月均使用量,镍矿港口库存将转而进入累积阶段。从港口库存数据看,当前镍矿减少速度已经开始下降,3 月 23 日当周库存较上周库存下降量已从之前的 40 万吨减少至当前 10 万吨,镍矿短缺情况将很快得到实质缓解。

因此镍矿价格最快将在 4 月中旬出现松动,中品位镍矿有望在二、三季度回到 2016 年四季度水平,约 320 元/吨左右水平。

图 4.2.7：镍矿价格走势目前保持平稳



资料来源：Wind 南华研究

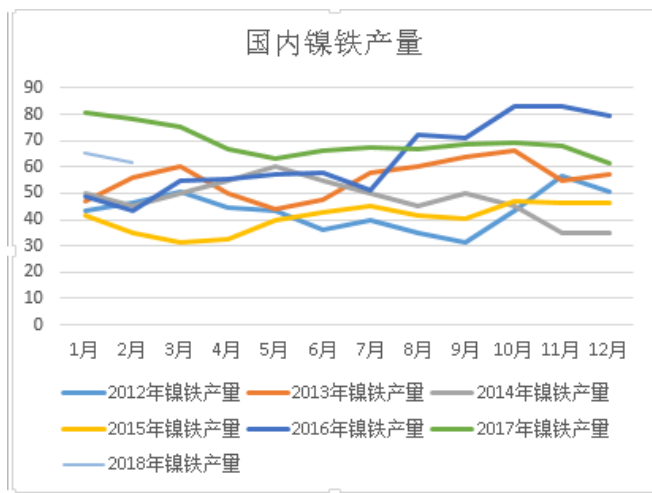
4.3. 镍铁：国内利润恢复，未来有望增产

国内镍铁从 2017 年四季度开始利润得到恢复,至目前高镍铁价格仍维持在 980 元/吨左右,结合稳定镍矿价格和较低的煤炭价格,镍铁产业链利润恢复已持续近半年时间。同时,国内镍铁产业链经过过去 3 年的整合,集中度已从 2014 年的前 10 家占 33%的产量上升至 2017 年的 75%产量占比,同时全国镍铁企业减少至约 40 家左右,因此国内镍铁产业链有望在镍矿供应转好后增加产量动力。

但今年增加产能可能性则几乎为零，除上述集中度原因外，镍铁产业链并不存在国有大中型企业，停产或破产企业重组面临较大的负债问题无法解决也是另外一个重要原因。

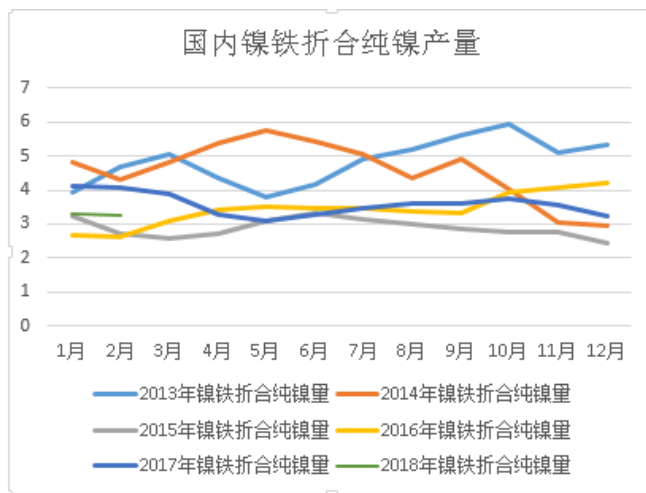
具体数据来看，由于镍矿供应还未出现实质性改善，1 月和 2 月国内镍铁产量出现同比下滑情况，1 月同比下降 18.1%，2 月同比下降 21.4%，1-2 月平均降速为 19.9%。而镍铁折合纯镍情况看，1 月和 2 月镍铁折合纯镍量同比分别下降 19.9%和 19.6%，平均降速为 19.7%，略低于镍铁产量增速，说明印尼较高品位的镍矿正在逐渐占领国内市场。

图 4.3.1：镍铁产量同比下滑



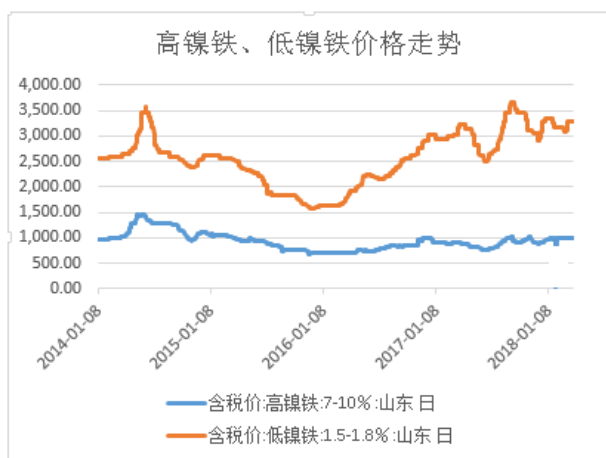
资料来源：我的钢铁网 Wind 南华研究

图 4.3.2：镍铁折合纯镍量同比下滑



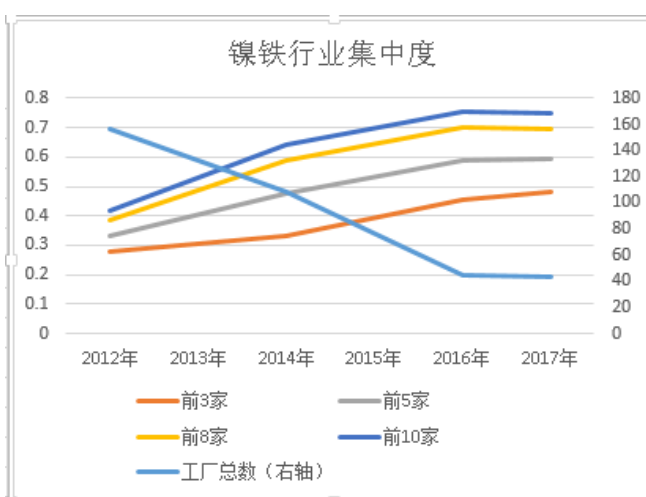
资料来源：我的钢铁网 南华研究

图 4.3.3：镍铁价格维持高位



资料来源：Wind 南华研究

图 4.3.4：国内镍铁前 10 家企业集中度达 75%



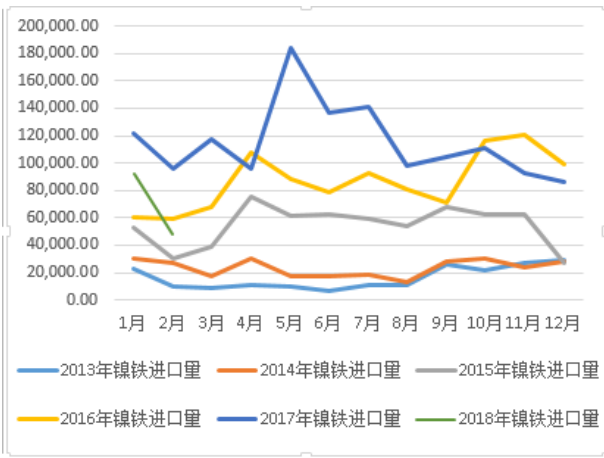
资料来源：要资讯 南华研究

今年 1-2 月镍铁进口量增并不如年初预计那样大幅增加，主要原因是自印尼进口的镍铁量大幅下滑导致。从数据上看，1 月镍铁进口总量较去年同期下降了 24.6%至 91726 万吨，而 2 月则同比下降

了 49.8%至 48290 吨。虽然进口镍铁仍以印尼进口为主，但其占有量已从去年的 70%左右下降至目前 60%左右。

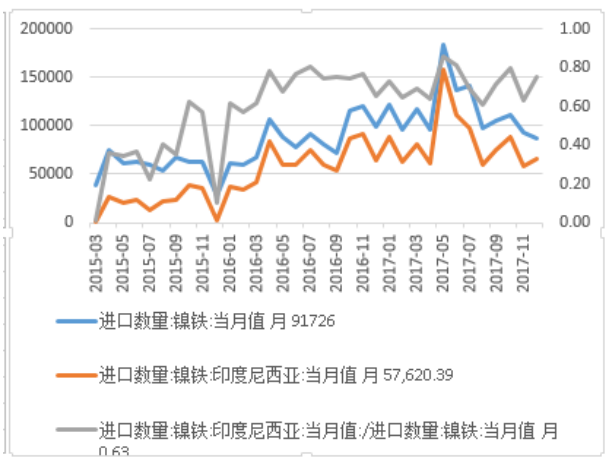
2017 年印尼镍铁产能为 332 万吨，至 2018 年末印尼镍铁投产产能将上升至 376 万吨，预计投产产量将达到 312 万吨。因此，预计上印尼出口镍铁月均量将达到 22 万吨左右，若以 50%进口中国计算，国内月均进口镍铁中来自印尼的量将有 11 万吨左右，但实际数据显示 1 月进口镍铁来自印尼的量为 5.76 万吨，2 月则为 2.86 万吨，远远低于预期，这一方面的原因是印尼大量开放镍矿出口许可使得印尼当地镍矿价格上涨，一定程度上限制了镍铁产量；另一方面，随着国内投资印尼的产业不断建成，不锈钢产业链一体化程度逐渐加深，更多的镍铁用于当地不锈钢生产，进口国内的量进一步减少。

图 4.3.5：镍铁进口同比下滑



资料来源：Wind 南华研究

图 4.3.6：印尼进口镍铁占比下降



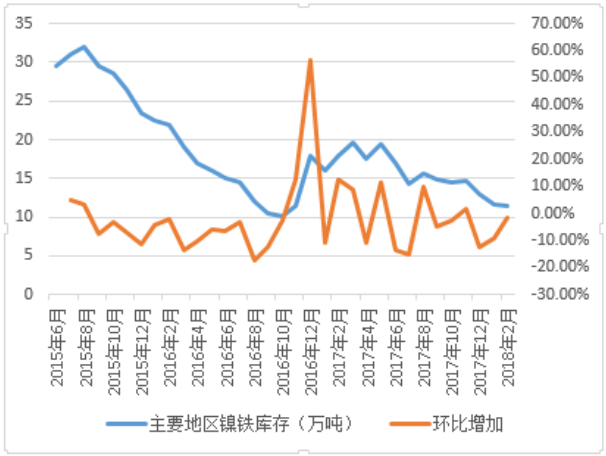
资料来源：Wind 南华研究

图 4.3.7：2019 年前印尼镍铁实际投产产能达 376 万吨

公司名称	产能（万吨）	投产时间
青山一、二期	90	2017 年前
德龙一期	60	2017 年前
新兴铸管 1、2 炉	12	2017 年前
恒顺电器	25-50	2017 年前
新华联	10	2017 年前
其他	15	2017 年前
吴航	15	2017
华源	5	2017
大丰港	15	2017
青山三期	60	2017
罕王	24	2018
金川	20	2018
总计	376	
预计产量	312.08	

资料来源：我要不锈钢 Wind 南华研究

图 4.3.8：镍铁库存情况平稳



资料来源：我的钢铁网 南华研究

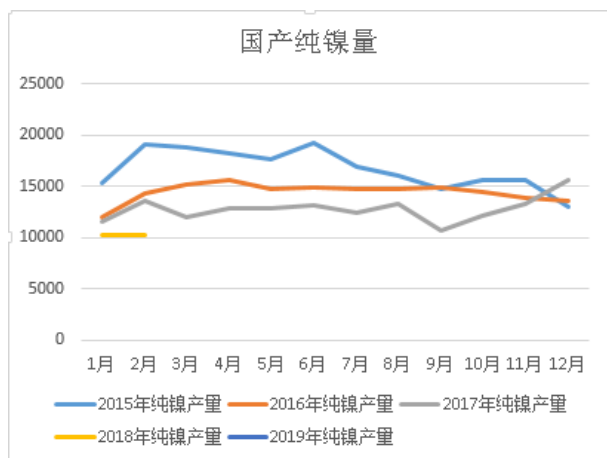
4.4. 纯镍：国内供应预期减少，国内外库存双双下降

由于看好新能源汽车市场，国内纯镍企业纷纷转向硫酸镍生产，因此国内纯镍产量从 2017 年开始就出现同比大幅下滑情况，至今年 1 月份，国内纯镍产量已经下降至 10200 万吨。

而进口量则出现同比大幅上升的情况，1 月进口量 26691 万吨，同比上涨 104.6%，2 月进口量为 14710 吨，同比下滑 7.9%，整体平均上涨 42.7%。然而进口量从去年 11 月到今年 1 月的大幅上涨时不可持续的，主要由于纯镍关税在今年 2018 年由 1% 上涨至 2% 导致，随着关税上涨和国外产量下降，纯镍进口将进一步减少。

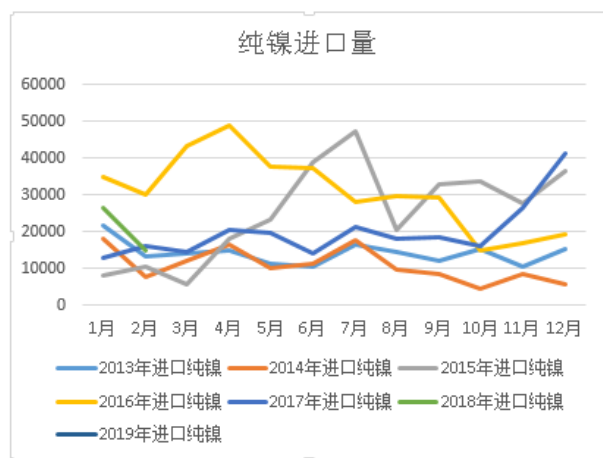
随着关税增加，镍板进口利润将被进一步蚕食，未来二季度金川镍与俄镍价差的季节性上涨将可能不复出现，同时从 2016 年下半年至 2017 年上半年的进口利润窗口也将很难再出现。

图 4.4.1：国内纯镍产量同比继续下滑



资料来源：我的钢铁网 南华研究

图 4.4.2：2018 年进口纯镍量骤增后下降

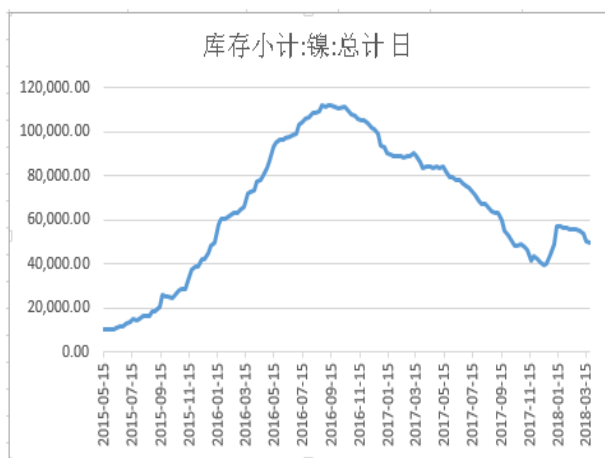


资料来源：Wind 南华研究

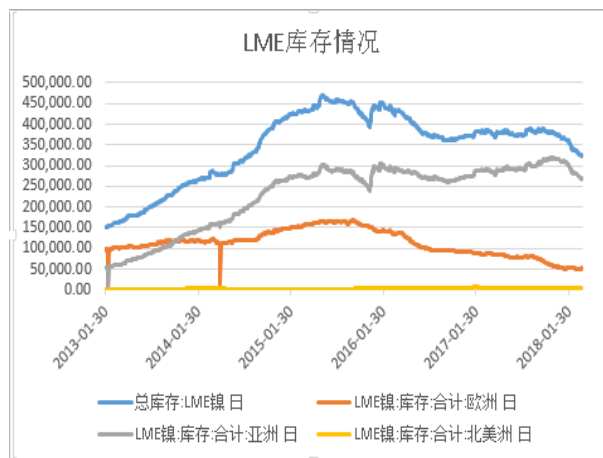
库存方面，上期所库存在 1 月初因镍板连续大量进口而出现一定上升，但从 1 月下旬开始，上期所镍板库存再次进入持续下降通道，至 3 月 23 日当周库存降至 4.99 万吨，较 1 月下旬高点 5.74 万吨下降了 13.1%。伦镍库存今年则一直处在去库存状态，到 3 月 23 日库存降至 32.49 万吨，较年初 1 月 2 日库存 36.66 万吨已下降了 11.4%，其中主要下降幅度来自亚洲库存不断下降，特别是 LME 注销仓单出现明显上升，LME 镍板、镍豆库存均出现下滑，说明市场看好硫酸镍市场，贸易商有囤积镍板和镍豆的情况。

图 4.4.3：上期所镍库存持续下滑

图 4.4.4：LME 镍库存持续下降



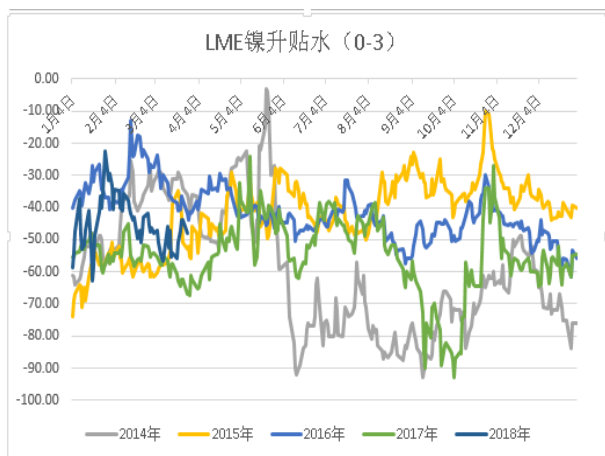
资料来源: Wind 南华研究



资料来源: Wind 南华研究

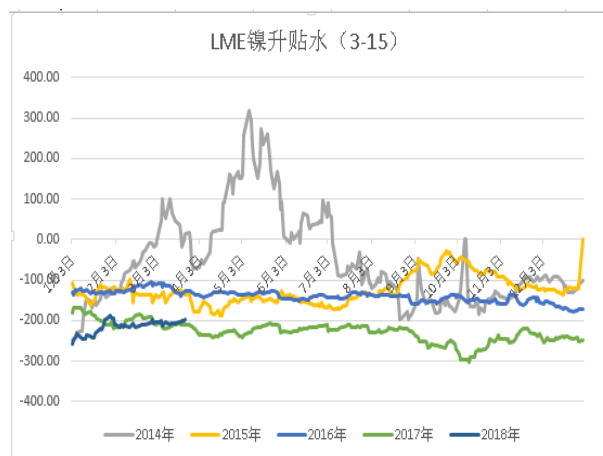
LME (0-3) 贴水与 LME (3-15) 贴水情况均出现收窄，印证镍基本面转好情况。LME (0-3) 重回到 (-50, 0) 的区间内，但近期镍价下滑导致贴水尚未触及 -40 美元区域就开始重新回落，若终端不锈钢消费预期在二季度不能得到较好恢复，则短期内 LME (0-3) 很可能在 (-50, -40) 范围内震荡。而 LME (3-15) 贴水持续转好，从 1 月 2 日 -257 上升至 3 月 23 日 -197.5，库存下降和对新能源汽车的长期看好是伦镍远月合约贴水收窄的主要原因，因此近期因中美贸易摩擦导致镍价下滑目前看来是短期影响。

图 4.4.5: LME (0-3) 贴水范围为 (-40, -50)



资料来源: Wind 南华研究

图 4.4.6: LME (3-15) 贴水持续收窄



资料来源: Wind 南华研究

4.5. 镍下游消费: 不锈钢消费恢复不及预期

春节期间，为应对消费淡季来临，钢厂出台了减停产计划，华乐合金、宝钢德盛、广西中金、福欣特钢、东方特钢、鞍钢联众、青拓集团和太钢不锈等在春节期间减停产涉及产量约 25 万吨左右，另有酒钢、广青科技等钢厂在 2 月放缓生产节奏，然而整个 2 月和 3 月不锈钢消费恢复情况并不理想，

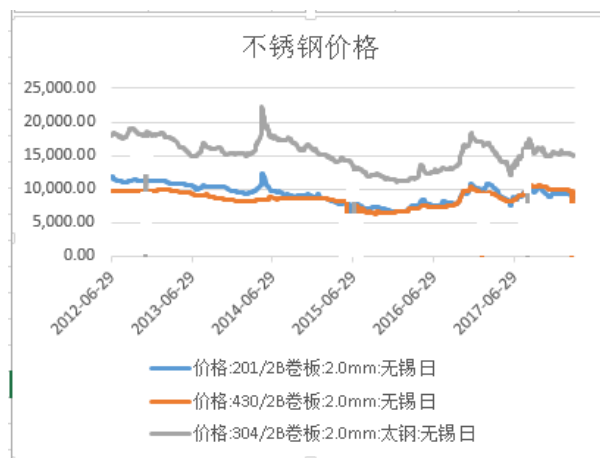
不锈钢库存大幅累积，不锈钢价格虽疲软但因减产而没有出现大幅下降情况，304/2B 维持在 15000 附近。

图 4.5.1：2 月国内不锈钢检修情况

钢厂	检修时间	影响产量(万吨)	备注
华乐合金	春节10天左右	3	200系
宝钢德盛	2月份一周左右	3	200系
广西中金	2月份近一个月	3.5	200系
福欣特钢	2月份一周左右	1.5	300系、400系
东方特钢	2月底	不定	300系
鞍钢联众	春节一周左右	3	200系、400系
青拓集团	2月份	7至8	300系、200系
太钢不锈	3-5天	1至2	300系
总计		25万吨左右	

资料来源：我的钢铁网 南华研究

图 4.5.2：不锈钢价格疲软



资料来源：Wind 南华研究

具体来看，库存方面，无锡地区不锈钢库存从去年 6 月开始累积，但幅度并不大，仍在正常的 20 万吨范围之内。但从今年 1 月末开始，库存迅速增加，至 3 月初无锡不锈钢库存总量已达到 25.66 万吨，比年初库存 17 万吨上涨了 50.9%，库存量已是近 6 年来的历史新高水平。佛山库存则从今年 1 月开始出现明显累库情况，3 月初库存总量达到 17.4 万吨，比年初库存 8 万吨上涨了 117.5%，库存量是 2014 年 8 月以来之最，累库速度也是历年同比之最。而若将 2 月不锈钢企业检修停减产情况考虑在内，则实际上两市不锈钢库存在 3 个月内增加了 43 万吨之多，是年初两市库存量 25 万吨的 1.7 倍，下游消费情况之弱可见一斑。

具体看库存品系，200 系和 400 系库存虽然有一定程度增加，但两市库存大幅累积主要仍有 300 系库存大幅增加导致，年末基建和房产停工、民用需求进入淡季、年后基建房产恢复偏慢是主要推手。

因此，随着新能源汽车产量增长对镍价推动的边际递减作用逐渐显现，镍基本面回到了不锈钢端，而不锈钢下游消费恢复的疲软导致了镍价在 2018 年一季度表现整体偏弱。到了 3 月 23 日，美国总统特朗普签署备忘录，认定中国再美国知识产权和商业秘密存在盗窃行为并拟对中国约 600 亿美元的货物征收 25% 的进口关税，中美贸易战的一触即发使得镍价再无力于 10 万点上运行，价格连续下滑至 95000 以上平台运行。

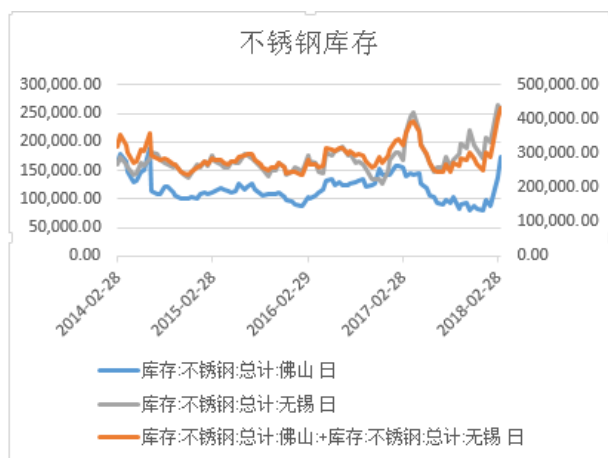
但从纵向数据上看，镍终端不锈钢出口美国数据早在 2014 年开始就呈现明显下滑趋势：从 2013 年的 7.75 万吨下降至 2017 年的 2.79 万吨，平均复合降速高达 22.5% 万吨。应该说早在今年“中美贸易战”正式开始前，美国历年来的不锈钢反倾销政策已经对我国不锈钢出口美国贸易线产生深远影响。特别是今年 2 月 2 日起美国商务部宣布对进口自中国的不锈钢板带和板材做出征收 76.64% 普遍反倾销税和 75.6% 的普遍补贴后，预计今年国内出口美国的不锈钢量将继续降低 30% 至 40% 至 1.7 万吨到 1.9 万吨。

而从横向数据看，近年来国内出口不锈钢量仍呈现稳中有升的趋势，2013 年全年出口量为 187.8 万吨，占全年总产量的约 10%，而到 2017 年全年出口量为 404.5 万吨左右，占全年总产量的 15.6%，无论是绝对增长的出口数量还是相对增长的产量占比均有平稳的增长，其平均复合出口增长速率为 21.1%，远高于产量平均复合增速的 8%，显示国内不锈钢出口总体仍呈现良好态势。

从美国出口占国内不锈钢出口总量占比看，其占比不仅较小（2017 年仅占 0.7%），而且呈现历年稳定下降态势，结合目前出口总量攀升高于国内总产量攀升速率的大前提看，中美历年来的不锈钢反倾销政策正在不断压榨出口利润和出口数量空间，但一则出口美国数量基数偏低，二则出口主要是板材和带材等中低端产品，实质影响不锈钢下游消费的程度有限。

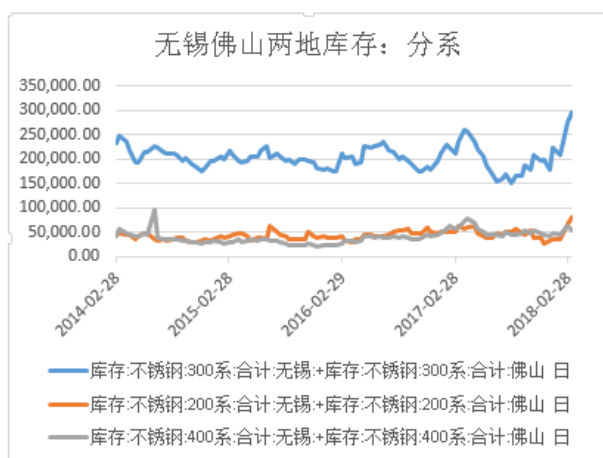
然而镍价盘面反应仍呈现大幅下滑趋势，这其中主要有几个因素导致。一是因中美贸易摩擦使市场对国内短期宏观预期蒙上阴影，毕竟美国是我国第一大贸易出口国，因而市场有避险情绪存在。二从镍本身基本面上来说，镍近期主要矛盾点已从硫酸镍预期转回不锈钢产业链，而消费转好有限的现状和不锈钢库存加速累积的市场表现加重了市场对镍二季度基本面转弱的预期。于此同时，印尼不锈钢出口中国正对我国不锈钢产生巨大压力，而年初青山预计年内 50 万吨出口美国的不锈钢则可能因为中美贸易摩擦而困难重重，这些出口压力将继续转嫁回国内。因此在重重压力之下，镍价盘面表现稳中偏弱，中美贸易摩擦则成为空头做空的一大利器。

图 4.5.3：无锡佛山两地库存大幅累积



资料来源：Wind 南华研究

图 4.5.4：300 系大幅累积是不锈钢库存累积的主因



资料来源：Wind 南华研究

图 4.5.5：热轧库存变动

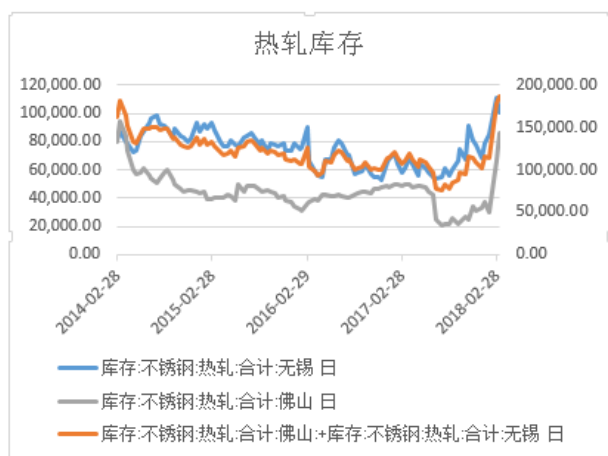
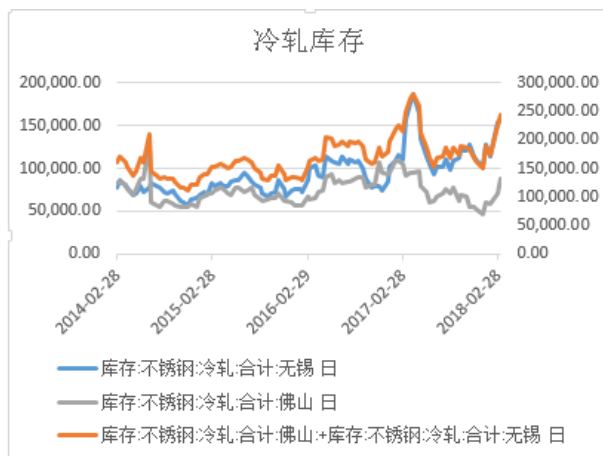


图 4.5.6：冷轧库存变动



资料来源：Wind 南华研究

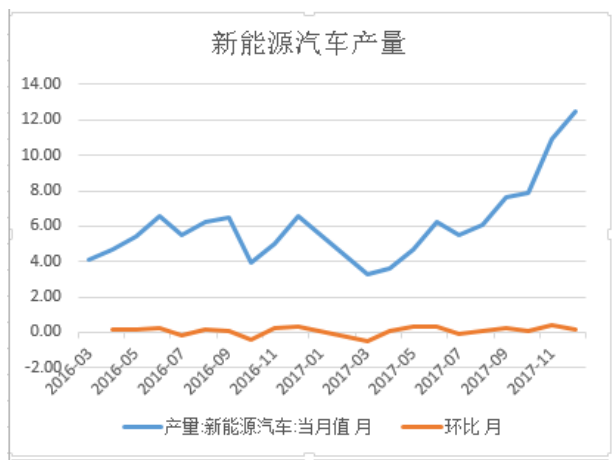
资料来源：Wind 南华研究

4.6. 镍下游消费：三元锂电池保持高速增长

新能源汽车领域的增速非常迅猛，数据显示从 2017 年 7 月开始，国内新能源汽车产业应国家要求完成升级后产量迅速增加，7 月同比增速仅仅为 0，然而到 10 月份同比增速已迅速增加至 102.5%，因此，虽然目前镍在电池领域的消费占比仅为 5%，但电池领域的增速对镍消费的拉动不可忽视。

而从三元电池主要原料六水硫酸镍价格上看每吨硫酸镍和对应纯镍价差长期维持在 5000 元/吨以上，特别是以硫化镍矿为原料生产纯镍的企业，从理论上来说硫化镍矿制作硫酸镍可额外节省硫酸生产成本，因此硫酸镍与对应纯镍价差就是硫化镍矿生产硫酸镍的毛利润，其长期维持高位将使得硫酸镍产量迅速增长以弥补市场需求。

图 4.6.1：新能源汽车产量迅速增加



资料来源：Wind 南华研究

图 4.6.2：六水硫酸镍价差维持高位



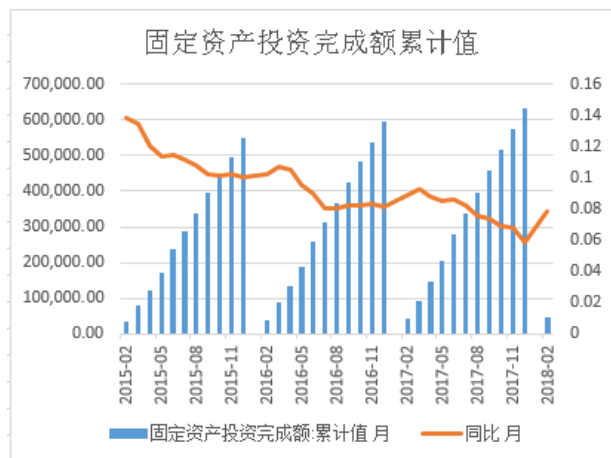
资料来源：Wind 南华研究

4.7. 不锈钢下游：房地产、基建仍可期

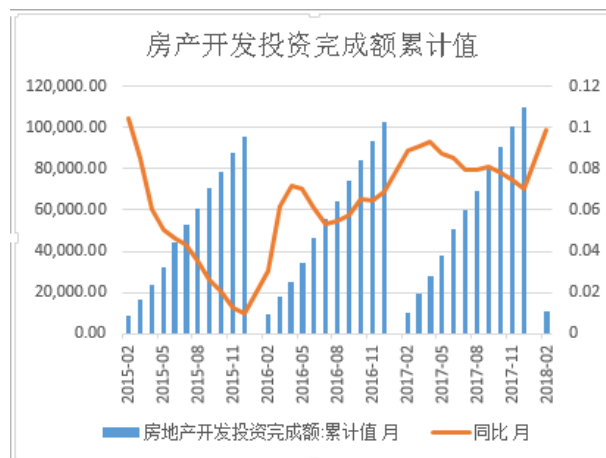
不锈钢消费中约 62%与房地产相关；约 36%与基建相关。从今年 2 月数据看，房地产开发投资完成额同比有 9.9%的增速，高于去年同期增速，而固定资产投资完成额也有 7.9%的增速。对比 2017 年全年国内不锈钢消费增速 4.5%，基建和房产指标增速均高于该值，相信下游消费情况随着时间推移能得到较好的恢复。

图 4.6.3：固定资产投资完成额累计同比增速回升

图 4.6.4：房地产开发投资完成额累计同比增速回升



资料来源：Wind 南华研究



资料来源：Wind 南华研究

4.8. 2018 年二季度至四季度镍市展望

INSG 数据显示 1 月全球镍市供应缺口扩大至 1.58 万吨，较去年 12 月缺口扩大 0.35 万吨。今年镍市总体基调仍是供不应求，不锈钢增长预期平稳奠定镍市增长基调，而新能源汽车高速增长则是镍价上涨的波动率来源。短期来看，价格弹性更高的新能源汽车增长因素因边际递减效应对镍价的影响略有消退，而二季度价格弹性较低的不锈钢消费恢复情况则重新成为影响不锈钢价格的主因。因此，若 2 季度终端消费恢复仍不及预期，不锈钢库存情况得不到改善，那么叠加中美贸易摩擦带来的导火索，镍价将向下至 90000 点附近平台寻求支撑。反之，若终端消费得到恢复，则镍价将至少在 95000 平台以上企稳。而随着两市镍库存持续下降，硫酸镍增产导致中间品阶段性短缺和新能源汽车超预期发展，镍价将迎来反弹时机。

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 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: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话: 0577-89971808

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
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

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 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: 0931-8805351

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

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

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、804、810、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 1003
电话: 022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 801-802 单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 803-804 单元
电话: 021-20220312、021-50431979

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

广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元
电话: 020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292777

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 8 层 805 室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 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

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

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

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 号之二砖石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

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