

## 信心有待修复，金属难言趋势

### 摘要

- 宏观方面，3月以来，资金流动性面临压力，房地产调控政策加压，补库周期结束，国内金融体系去杠杆的推动使得实体经济融资受到相当大的冲击。中国5月财新制造业PMI跌至近1年低位，1-5月全国城镇固定资产投资同比增长创年内新低，中国房地产开发投资和销售面积增幅双双回落，2017年下半年经济下滑已成定局。尽管多数宏观数据均出现见顶回落，但目前悲观预期已被透支，市场风险偏好有待修复。
- 智利Escondida和印尼Grasberg等几大铜矿在2017年一季度出现密集罢工，市场的强烈看涨情绪确实让铜价有了一个短暂冲高的过程，但罢工对精炼铜市场造成的直接影响甚微，精铜库存高企，中国的货币政策收紧，房地产调控加码反而让市场对需求产生担忧。随后铜价并没有成功站稳6000美元，上半年整体仍在5500-6000美元区间运行。展望下半年，随着市场对中国宏观悲观预期修复，全球显性库存持续回落，下游各大消费领域维持强劲增长，铜价有望延续偏强震荡，主要运行区间为45000-52000。
- 沪铝自去年依靠供给侧改革和稳定的消费端脱离底部后，铝价上涨又推动电解铝产能复产和新增产能释放，进而造成氧化铝需求上升，叠加产业链利润提高推动氧化铝供应增加。继去年921新规后，四月国家四部委又发布《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动方案》，预期氧化铝、电解铝供应减少和氧化铝生产成本提高一直支撑铝价在13540至14995范围内震荡。而就目前盘面沪铝走势看，政策预期对价格的支撑正在逐渐走弱，终端需求走弱导致国内社会库存高企，对沪铝价格的压力也越来越大，在最早8月政策效果兑现时间前，沪铝价格很可能在12500-140000范围内继续震荡走弱。但随着政策兑现时间的到来，铝供应预期短缺是否能实现很快就能得到印证。
- 在经过2016年波澜壮阔的大牛市之后，2017年上半年的锌价走势显得较为平淡，整体仍未摆脱21000-24000区间震荡。一方面，两市锌库存加速下降，使锌价在高位获得支撑。另一方面，宏观经济下滑，全球锌矿供应回升，市场对远期锌价强烈悲观。考虑到下半年将看到更少的国内企业检修，供应短缺的高峰已经过去，

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

马根美 Z0010589

0571-87839272

magenmei@nawaa.com

助理研究员：

楼丹庆

0571-87839265

loudanqing@nawaa.com

徐韬隐

0571-87839272

xutaoyin@nawaa.com

加工费回暖将提升冶炼厂开工率，供应增长是可预见的，而需求端大概率出现回落，我们预计下半年锌价重心将回落，运行区间在 18500-21500。

- 2017 年上半年，在菲律宾镍矿解禁和印尼出口镍矿已成事实，而高品位镍矿 CIF 价格从 4 月初以来已经从 65 美金回落至 45 美金，2 个多月来的降幅达到 30.8% 之巨。应该说 2016 年及 2017 年年初镍产业链最大的做多炒作因素——镍矿短缺已消弭于无声。而对于终端不锈钢，2016 年由黑色带动的市场预期目前验证来说太过乐观，这导致终端不断累积创新高的不锈钢库存成为价格下跌的一大推手，大量高价的不锈钢库存遇上成本坍塌导致的巨亏进一步延长了去库存之路，国内经济表现的疲软和预期的前高后低都在不断降低终端去库存速度，钢厂不得不陆续停产检修来应对亏损并给终端库存去库存提供时间。同时，钢厂将废不锈钢利用率从 18% 提高到了 30%，这对不锈钢来说是好消息，但面对供应增加的镍矿，即使镍铁厂也陆续出现停产减产，镍的供应仍迅速从短缺重回过剩。面对终端需求疲软与不锈钢高位库存，镍价的下探之路或仍未结束。

## 目录

第 1 章	2017 年宏观 .....	8
1.1.	数据见顶回落 悲观预期透支 .....	8
第 2 章	铜震荡偏强 .....	10
2.1.	铜精矿供应偏紧 加工费低位震荡 .....	10
2.2.	精炼铜进口下滑 国内产量增加 .....	12
2.3.	全球铜库存见顶回落 .....	14
2.4.	铜消费维持稳健 .....	15
2.5.	下半年铜价走势展望 .....	17
第 3 章	沪铝窄幅震荡 .....	18
3.1.	供需不断增加 .....	18
3.2.	成本高位运行，利润近期回落 .....	19
3.3.	国内外铝市场库存出现差异 .....	21
3.4.	下游消费增速疲软 .....	23
3.5.	2017 年下半年铝市展望 .....	24
第 4 章	锌价缓慢承压 .....	25
4.1.	锌矿供应有所回暖 .....	25
4.2.	精炼锌产量受限 库存快速下行 .....	28
4.3.	下游需求逐步放缓 地产调控效果有待验证 .....	30
4.4.	下半年锌价走势展望 .....	32
第 5 章	镍：终端需求疲软与去库存之路 .....	33
5.1.	2017 年上半年行情综述：矿供应推动价格下跌 .....	33
5.2.	镍矿：港口库存开始回升，印尼镍矿成最大黑马 .....	34
5.3.	镍生铁：利润微薄，进口稳步增加 .....	36
5.4.	精镍：进口大幅下降，国内大幅减产 .....	37
5.5.	不锈钢：库存冲高回落中 .....	38
5.6.	房地产、新能源汽车：需求增速放缓 .....	40
5.7.	2017 年下半年镍市展望 .....	41

---

南华期货分支机构 .....	42
免责声明 .....	44

## 图表目录

图 1.2.1.1: 中国 PMI 见顶回落.....	8
图 1.2.1.2: 中国 PPI 高位回落 CPI 低位震荡.....	8
图 1.2.1.1: 中国固定资产累计投资增速下滑.....	8
图 1.2.1.2: 中国一季度 GDP 增速超预期.....	8
图 1.2.1.3: 美国失业率持续下降到最低位.....	9
图 1.2.1.4: 美国核心 CPI 下滑.....	9
图 1.2.2.1: 2017 年美元指数持续走弱.....	9
图 2.1: 上半年伦铜未走出趋势.....	10
图 2.2: 沪铜脱离下降通道后展开震荡.....	10
图 2.1.1: 预期矿山产量增速低于精铜消费增速.....	11
图 2.1.2: 1-5 月铜矿累计进口增速大幅下降.....	11
图 2.1.3: 铜精矿进口对外依赖度不断上升.....	11
图 2.1.4: 进口铜精矿加工费维持低位.....	11
图 2.1.5: 1-4 月废铜累计进口量止跌回升.....	12
图 2.1.6: 精废铜价差年后快速回落.....	12
图 1.2.1: 1-4 月精炼铜累计进口量大幅下滑.....	12
图 1.2.2: 1-5 月中国精炼铜产量累计同比上升.....	12
图 2.3.1: 全球铜显性库存二季度见顶回落.....	14
图 2.3.1: 上半年 LME 库存高位震荡.....	15
图 2.3.2: 上半年 COMEX 铜库存持续上升.....	15
图 1.4.3: 2017 年电网投资增速强劲.....	16
图 1.4.4: 2017 年上半年空调累计产量加速飙升.....	16
图 1.4.3: 1-5 月冰箱产量增速维持 10%以上.....	16
图 1.4.4: 1-5 月累计新开工面积增速小幅下降.....	16
图 1.4.3: 全国汽车产量同比增速下滑.....	16
图 1.4.4: 1-5 月房地产开发投资完成额增速小幅下降.....	16
图 3.1: 沪铝主力价格反弹后窄幅震荡.....	18
图 3.1.1: 前 5 个月铝产量 1368 万吨.....	19
图 3.1.2: 目前电解铝运行产能 3809 万吨.....	19
图 3.1.3: 前 5 个月氧化铝产量 3090 万吨.....	19
图 3.1.4: 目前氧化铝运行产能 7054 万吨.....	19
图 3.2.1: 铝土矿对外依存度提高.....	20
图 3.2.2: 氧化铝、煤炭价格高位运行.....	20
图 3.2.3: 氧化铝供需分析.....	21

图 3.2.4: 氧化铝/铝比价回升 .....	21
图 3.3.1: 两市库存变化迥异 (单位: 吨) .....	22
图 3.3.2: 国内外原铝库存变化情况相反.....	22
图 3.3.3: 国内铝供需平衡情况 (单位: 万吨) .....	22
图 3.3.4: 全球铝供需平衡情况 (累积值, 单位: 万吨) .....	22
图 3.4.1: 房屋竣工面积增速已开始大幅回落 .....	23
图 3.4.2: 商品房待售面积持续下降.....	23
图 3.4.3: 汽车产量小幅增加 (单位: 万吨) .....	23
图 3.4.4: 汽车产量增速持续下降 (单位: 万吨) .....	23
图 4.1: 上半年伦锌维持高位震荡.....	25
图 4.2: 上半年沪锌维持高位震荡.....	25
图 4.1.1: 国内锌精矿进口累计同比维持增长 .....	27
图 4.1.2: 国内锌精矿进口 3-4 月迅速回升 .....	27
图 4.1.3: 锌精矿加工费出现回升趋势 .....	27
图 4.2.1: 1-5 月中国精炼锌累计产量负增长 .....	28
图 4.2.1: ILZSG 全球精炼锌供需平衡.....	28
图 4.2.2: LME 锌库存降至 9 年低点.....	29
图 4.2.3: SHFE 锌库存快速下降.....	29
图 4.3.1: 1-4 月镀锌板累计出口快速下滑 .....	30
图 4.3.2: 1-4 月镀锌板销量增速下滑 .....	30
图 4.3.4: 镀锌板库存维持高位 .....	30
图 4.3.5: 1-5 月商品房销售面积增速同比持续下滑.....	31
图 4.3.6: 1-5 月累计新开工面积增速小幅下降.....	31
图 4.3.7: 全国汽车产量同比增速下滑 .....	31
图 4.3.8: 1-5 月房地产开发投资完成额增速小幅下降.....	31
图 5.1: 沪镍回调探底.....	33
图 5.2: 伦镍回调探底.....	33
图 5.4.1: 进口精镍量同比下降明显.....	37
图 5.4.2: 国精镍产量持续下降 .....	37
图 5.4.3: 精炼镍库存情况 .....	38
图 5.4.4: 全球前十大企业镍产量市场份额下降.....	38
图 5.5.1: 不锈钢价格冲高回落 (单位:元/吨) .....	39
图 5.5.2: 不锈钢供应过剩 (单位: 万吨) .....	39
图 5.5.3: 佛山与无锡不锈钢总库存回落 (单位: 吨) .....	39
图 5.5.4: 不锈钢利润情况 (以 304 为例) .....	39

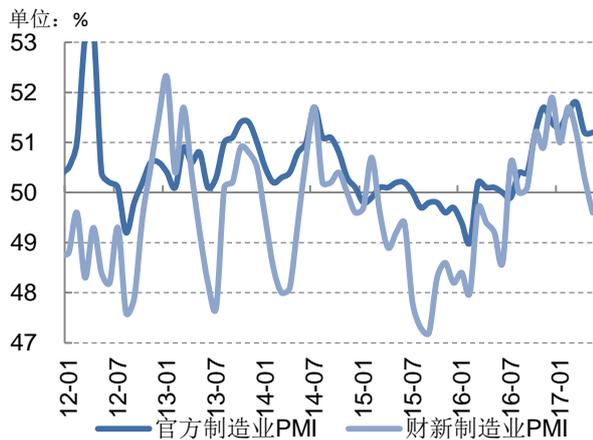
图 5.6.1: 房屋竣工面积同比增速放缓 .....	40
图 5.6.2: 工业生产者出厂价格同比增速出现下滑 .....	40
图 5.6.3: 固定资产投资完成额同比增速下滑 .....	40
图 5.6.4: 新能源汽车产量同比下降 (单位: 万吨) .....	40

## 第1章 2017 年宏观

### 1.1. 数据见顶回落 悲观预期透支

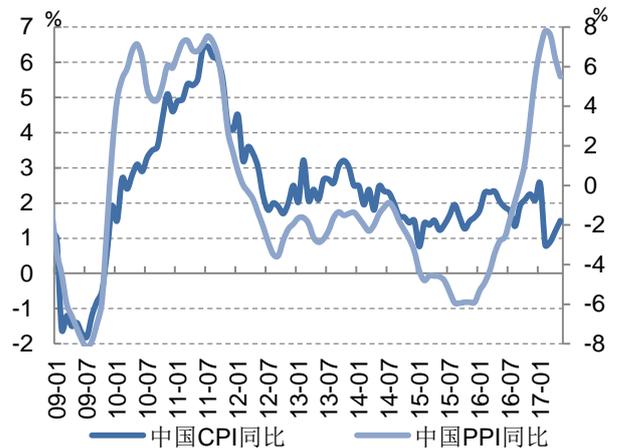
宏观方面，3月以来，资金流动性面临压力，房地产调控政策加压，补库周期结束，国内金融体系去杠杆的推动使得实体经济融资受到相当大的冲击。中国5月财新制造业PMI跌至近1年低位，1-5月全国城镇固定资产投资同比增长创年内新低，中国房地产开发投资和销售面积增幅双双回落，2017年下半年经济下滑已成定局。尽管多数宏观数据均出现见顶回落，但目前悲观预期已被透支，市场风险偏好有待修复。

图 1.2.1.1：中国 PMI 见顶回落



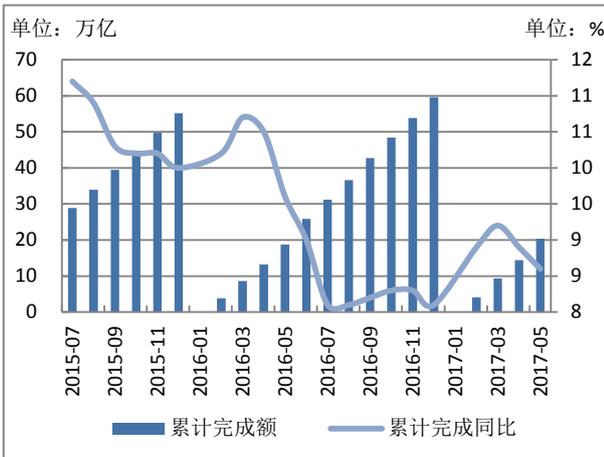
资料来源：Wind 南华研究

图 1.2.1.2：中国 PPI 高位回落 CPI 低位震荡



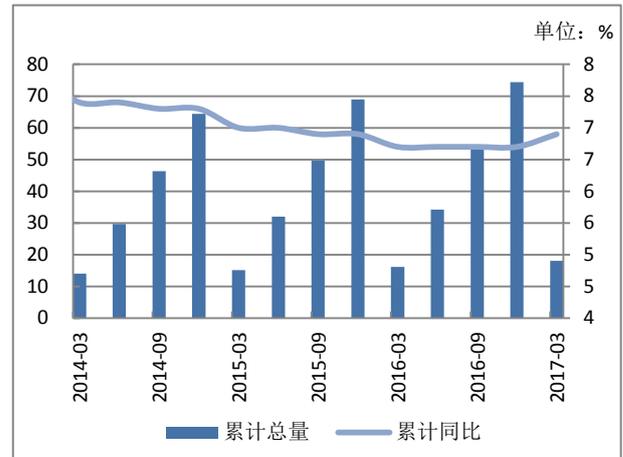
资料来源：Wind 南华研究

图 1.2.1.1：中国固定资产累计投资增速下滑



资料来源：Wind 南华研究

图 1.2.1.2：中国一季度 GDP 增速超预期

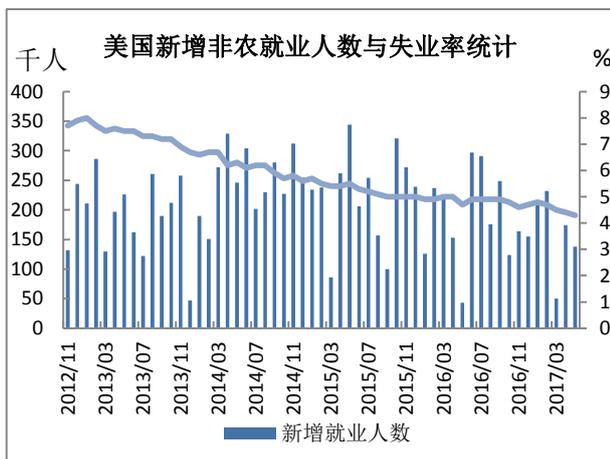


资料来源：Wind 南华研究

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，支持美国货币政策进入加息周期，自2015年12月启动本轮加息周期以

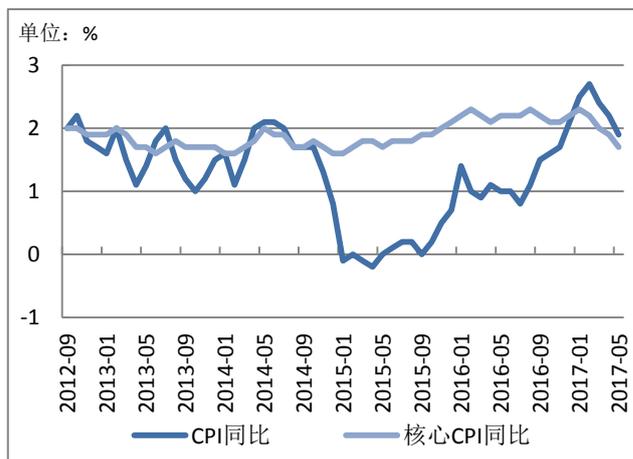
来，美联储已经四次上调基准利率，累计上调幅度达到 100 基点。随着美国 CPI 意外下滑，美元指数走弱，下半年美联储进一步加息的概率降低。考虑到当前低通胀的环境，美联储或在下半年启动缩减资产负债表。整体来看美国经济或将维持温和复苏，但特朗普政策的不确定性仍存。

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: 美国核心 CPI 下滑



资料来源: Wind 南华研究

图 1.2.2.1: 2017 年美元指数持续走弱

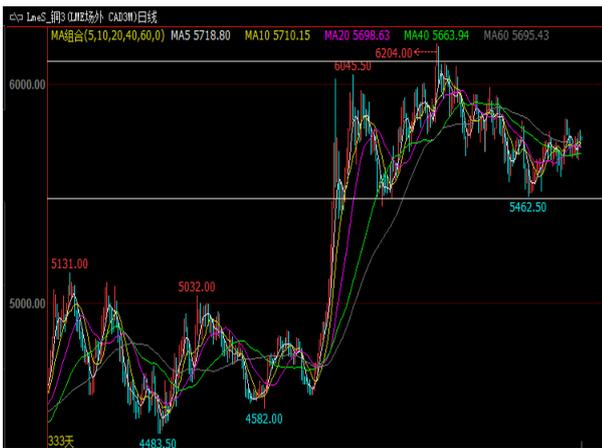


资料来源: 文华财经 南华研究

## 第2章 铜震荡偏强

智利 Escondida 和印尼 Grasberg 等几大铜矿在 2017 年一季度出现密集罢工，市场的强烈看涨情绪确实让铜价有了一个短暂冲高的过程，但罢工对精炼铜市场造成的直接影响甚微，精铜库存高企，中国的货币政策收紧，房地产调控加码反而让市场对需求产生担忧。随后铜价并没有成功站稳 6000 美元，上半年整体仍在 5500-6000 美元区间运行。展望下半年，随着市场对中国宏观悲观预期修复，全球显性库存持续回落，下游各大消费领域维持强劲增长，铜价有望延续偏强震荡，主要运行区间为 45000-52000。

图 2.1：上半年伦铜未走出趋势



资料来源：文华财经 南华研究

图 2.2：沪铜脱离下降通道后展开震荡



资料来源：文华财经 南华研究

### 2.1. 铜精矿供应偏紧 加工费低位震荡

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铜矿企业在 2015-2016 年延迟了资本支出，即便是目前铜价回升但过去数年累积的债务也需要时间来缓解，因此新一轮铜矿扩张计划在 2017-2019 年应该不会大量出现，本轮铜矿项目无序扩张建设也接近尾声。根据 CRU 统计，预计 2017-2021 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%。虽然说铜价上涨使得一些高成本矿山复产，但是由于环保问题、品味下降、以及罢工和天气等短期因素，使得 2017 年铜精矿供应将整体呈现偏紧格局，铜精矿加工费整体维持低位。

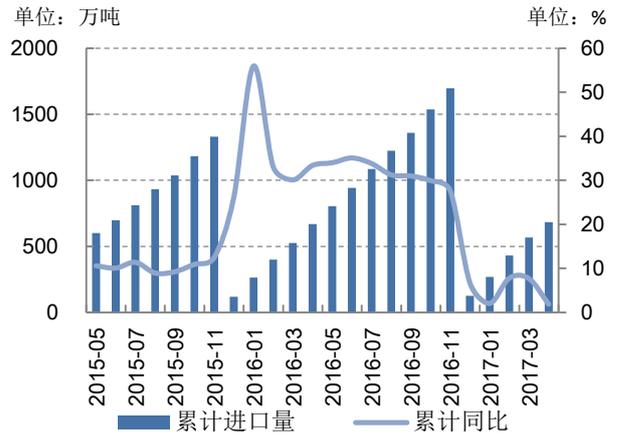
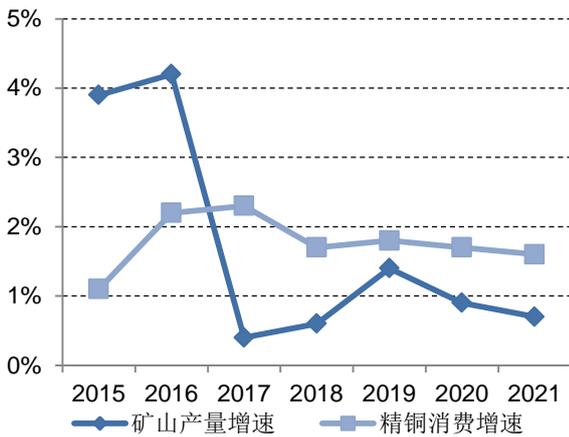
根据境外 12 大矿企的 Q1 产量的跟踪，一季度铜精矿产量合计约 194 万吨，同比下降 13.4%，环比减少 17%。减少的量主要来自于必和必拓、自由港、力拓、TECK 和 CODELCO。Escondida 4 月份接近满产，公司预计 17 财年（16Q3-17Q2）该矿铜精矿和湿法铜产量为 78-80 万吨。前三季度合计产量 54.6 万吨，因此估算 17Q2 产量为 23.4-25.4 万吨（16Q2 产量 26.8 万吨），也就说明设备维护工作很快就已经完成，对二季度的产量影响不大。自由港与印尼政府就 Grasberg 铜矿的博弈是今年全球铜供应的最大威胁。目前自由港与印尼政府正在就新协议进行谈判。虽然正在进行中的 Grasberg 铜矿罢工降低了该矿采矿率和选矿率，但铜精矿的发货没有受到影响，一季报中预计产量会与 16 年

持平，后续需要关注该预期是否会进行修正。由于裁员及劳资谈判，Grasberg 矿罢工将维持到 6 月底，目前产出减半。1-3 月中国从印尼进口铜精矿不足 4 万原矿吨，对中国冶炼厂影响不大。

5 月份铜矿砂及铜精矿进口量为 115 万吨，同比大幅减少近 20%，1-5 月铜矿累计进口增速仅为 1.84%。主要受智利罢工滞后影响所致，智利海运至中国一般需要 30-35 天。4 月开始 Escondida 将逐步恢复满产，预计 6 月铜精矿进口将有所恢复。

图 2.1.1: 预期矿山产量增速低于精铜消费增速

图 2.1.2: 1-5 月铜矿累计进口增速大幅下降



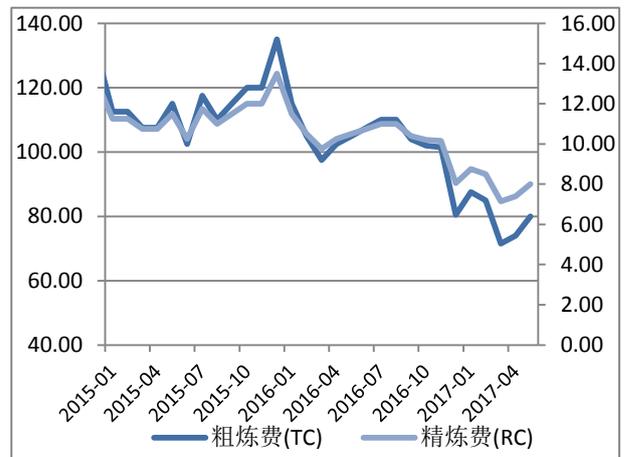
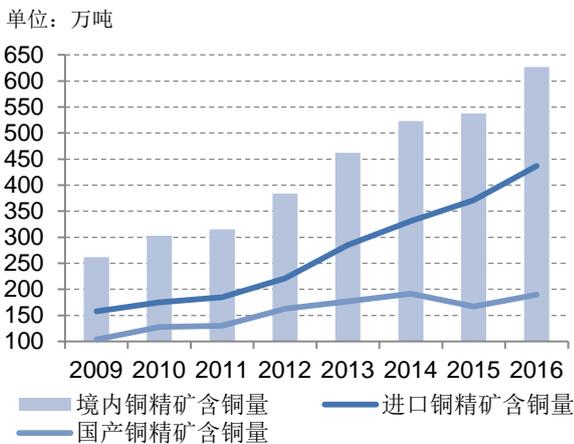
资料来源: CRU 南华研究

资料来源: 海关总署 南华研究

当前进口铜精矿现货 TC 报 80-87 美元/吨，整体供需环境有所改善。CSPT 小组将于 6 月底召开会议商定三季度现货采购 floor price，预计将在 80 美元/吨之上。故三季度地板价有望较二季度的 80 美元/吨出现一定抬升。国产铜精矿作价系数小涨。目前 20%的铜精矿到厂系数在 84%-85%左右，25%的铜精矿到厂作价系数在 86%-87%左右。

图 2.1.3: 铜精矿进口对外依赖度不断上升

图 2.1.4: 进口铜精矿加工费维持低位

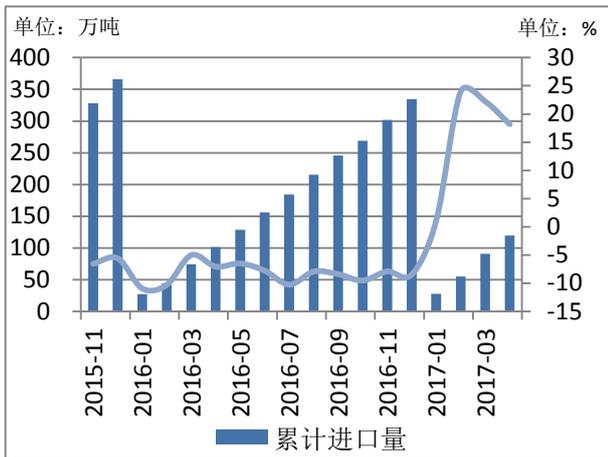


资料来源: 国家统计局 海关总署 南华研究

资料来源: Bloomberg 南华研究

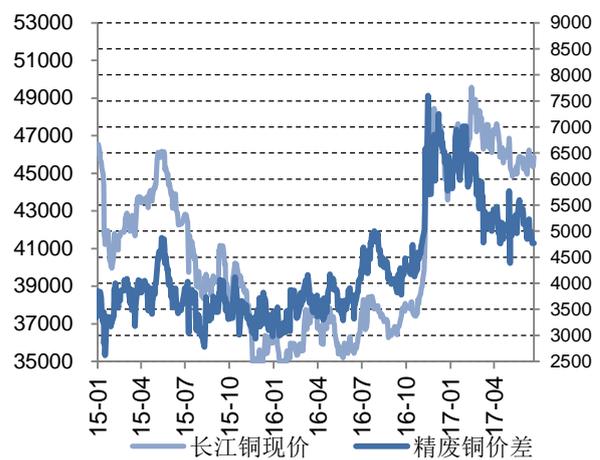
2016 年底铜价大幅走强后精废铜价差也走高，使得废铜性价比凸显，以及铜精矿加工费下降，2017 年企业利用废铜生产的意愿提升，加之此前市场废铜供应少，库存维持在低位，2017 年境内废铜供应紧张的格局出现。今年 1-4 月我国废铜累计进口 119.8 万吨，同比大幅增加 18.17%，结束此前同比持续减少的态势，这也部分解释了上半年中国精铜进口快速下降的情况。

图 2.1.5: 1-4 月废铜累计进口量止跌回升



资料来源：CMRA 海关总署 南华研究

图 2.1.6: 精废铜价差年后快速回落



资料来源：Wind 南华研究

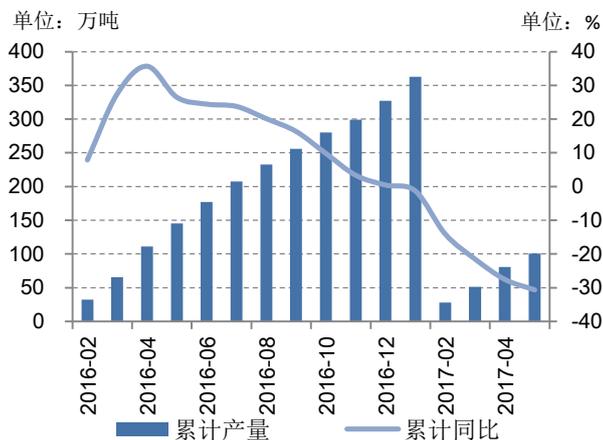
## 2.2.精炼铜进口下滑 国内产量增加

4 月精炼铜进口 20.3 万吨，同比减少 40.7%，1-4 月累计进口 100.7 万吨，同比下滑 30.65%，跌幅进一步扩大，单月进口量创下去年 10 月来新低。4 月出口精炼铜 1.9 万吨，同比减少 41.9%，1-4 月累计出口 12.4 万吨，同比增长 64.6%。4 月进口数据不佳，主要原因有三。一方面是由于今年下游消费恢复不及预期，4 月份表观消费环比仅增长 9.2%，而去年同期表观消费环比增速有 18%，导致库存高企。另一方面，美联储加息后国内跟进，信贷成本的提高导致贸易成本上升，贸易商购买力减弱减少了精铜进口。最后，从进口分项数据来看，自智利的进口出现了大幅下滑，同比减少 54.86%，环比减少 38.4%。智利由于罢工减少了矿的产出，为了保证矿的出口，导致智利国内精铜产量下滑，间接也影响了流入国内的量。Escondida 从 4 月份才开始满产，预计 5 月份智利精铜生产及出口较 4 月将有一定程度恢复。

2016 年我国精炼铜产量高达 843.63 万吨，同比增加 5.95%，今年 1-5 月精炼铜产量为 358.6 万吨，增长 7.19%，5 月单月精铜产量达 72.7 万吨，同比增加 6.83%。今年精铜产量高于 2016 年精铜产量均值 71.66 万吨，因自去年 10 月末以来，铜价持续走高，刺激铜企扩大冶炼产能，但 3-5 月铜价承压下滑，部分打压冶炼厂生产意愿。市场预计 2017 年我国新增精炼产能 30 万吨/年，2018 年新增产能 45 万吨/年，今年我国精铜产量预计达 820 万吨。

图 1.2.1: 1-4 月精炼铜累计进口量大幅下滑

图 1.2.2: 1-5 月中国精炼铜产量累计同比上升



资料来源: Wind 南华研究



资料来源: Wind 南华研究

二季度部分冶炼企业展开检修, 预计上半年受检修影响的产量在 17 万吨左右。根据 SMM 数据, 2017 年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, 2017 年中国精炼产能最大增量或不超过 110 万吨, 预估 2017 年中国实际新增精炼产能或在 45 万吨附近。

表格 3.1.2: 2017 年国内冶炼厂检修情况统计 (万吨)

2017 年国内冶炼厂检修情况统计			
公司名称	检修时间	产能 (万吨)	影响产量 (万吨)
中原黄金	2017.4	20	1.6
云南锡业	2017.4-6	110	1.6
金隆铜业	2017.5-6	45	2
中条山有色	2017.5	20	1.6
新疆五鑫	2017.5	10	0.8
大冶有色	2017.5-6	60	4
金川集团 (本部)	2017.5	40	3
紫金矿业	2017.6	30	2.5
合计		335	17.1

数据来源: 安泰科 南华研究

表格 3.1.2: 国内冶炼厂新增项目产能统计 (万吨)

国内冶炼厂新增项目产能统计			
公司名称	投产时间	2016	2017
五矿湖南有色	2016	10	
赤峰金峰	2016	5	
恒邦铜业	2016	12	
青海铜业	2017		10
广西南国铜业	2017		30
江西瑞昌西矿铜业	2017		20

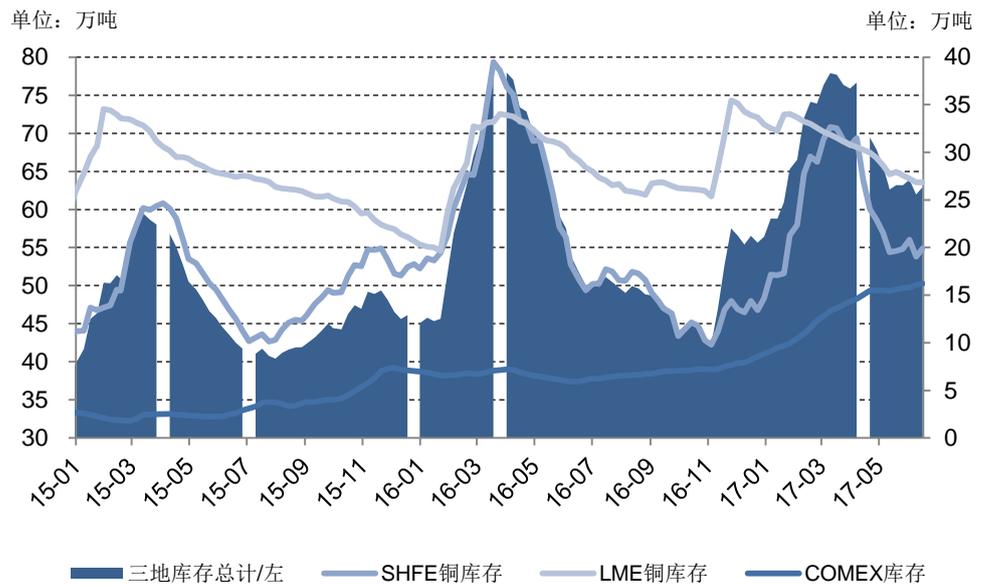
葫芦岛宏跃集团	2017		15
和鼎铜业	2017		10
中国黄金	2017		15
山东祥辉铜业	2017		10
合计		27	110

数据来源：安泰科 南华研究

### 2.3. 全球铜库存见顶回落

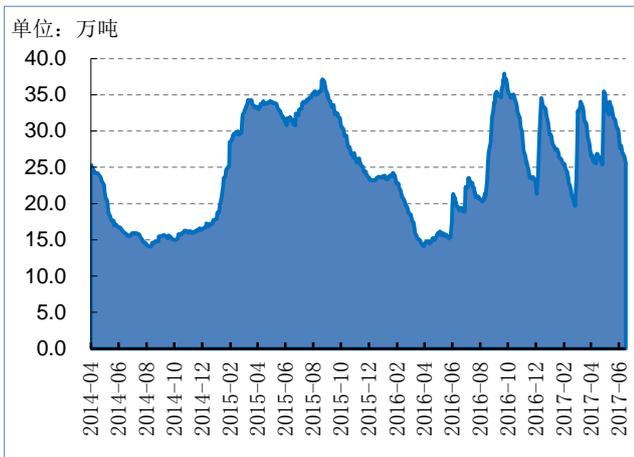
从历史走势来看，由于中国春节因素，全球精铜显性库存基本上都会在一季度累库存达到年内最高，之后开始逐渐去库存。三地库存在 3 月份达到了年内峰值近 80 万吨，这也是铜价难以大幅上行的原因之一，同时也表明了一季度罢工导致的铜矿偏紧短时间难以对精铜市场造成实质性影响。随后二季度库存开始持续下降，当前降至 60 万吨附近，但依然处于历史高位，若下半年库存去化趋势持续，有望支撑铜价偏强运行。

图 2.3.1：全球铜显性库存二季度见顶回落



资料来源：Wind Bloomberg 南华研究

图 2.3.1: 上半年 LME 库存高位震荡



资料来源: Wind 南华研究

图 2.3.2: 上半年 COMEX 铜库存持续上升



资料来源: Wind 南华研究

## 2.4. 铜消费维持稳健

预估 2017 年世界铜消费增速将在 2% 左右，其中中国增速 3% 左右。上半年铜的消费中电网投资与家电产销都十分强劲，虽然下半年房地产与汽车行业有下行压力，但预期下半年需求大概率维持稳健增长。

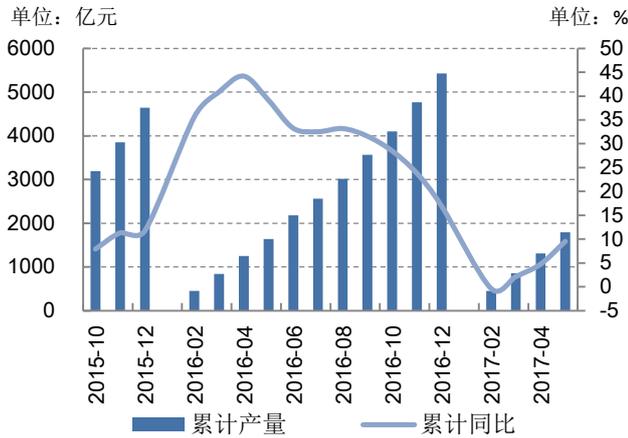
汽车消费端来看，中汽协数据显示，中国 4 月份汽车产、销量分别 213.8、208.4 万辆，当月同比分别下降 1.5%、1.8%。1-4 月累计产、销量分别为 927.15、908.6 万辆，累计同比增速分别为 5.8%、5.0%，增速较 3 月份而言表现进一步回落。目前汽车库存处于高位，叠加今年汽车购置税减半政策退坡，整体来看今年后期汽车行业景气度仍面临下行压力。

房地产消费端：1-5 月份，商品房销售面积 54820 万平方米，同比增长 14.3%，增速比 1-4 月份回落 1.4 个百分点。1-5 月全国新开工面积 65179 万平方米，同比增长 9.5%。5 月新开工单月增速 5.2%，较上月大幅收窄 4.9 个百分点，亦创 6 个月来新低。新开工的大幅回落继续反映了房企对未来销售的悲观预期，目前三四线城市销售表现相对一二线依旧较好。随着多地房地产调控措施密集落地，预计后市房地产、基建投资等数据的增长势头将受到一定抑制。从历次的调控来看，在加强版的调控之后，市场在三个月到年的周期内会出现明显降温。

从国内电网投资看最近几年高速，在 2015 年投资增长 12%，2016 年投资增长 17%，2016-2017 年还处于特高压建设的高峰期。虽然 2017 年 1-2 月份电网实际完成投资同比略有下降，但随后 3-5 月份连续三个月增速回升，尤其 5 月份旺季消费不错，线缆企业开工率创下新高。预计下半年电网投资将保持强劲势头，并对铜消费形成支撑。

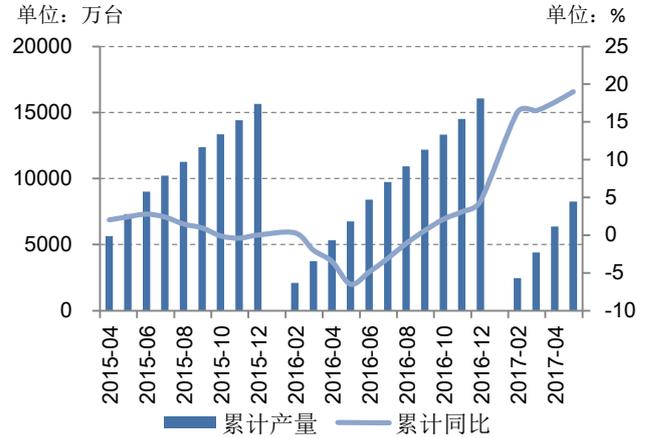
家电消费端来看，空调产量表现亮眼，1-5 月生产 8252 万台，累计同比增长 19%。冰箱数据有所回落但依然强劲，1-5 月累计生产 3949.6 万吨，累计同比增长 10.5%。

图 1.4.3: 2017 年电网投资增速强劲



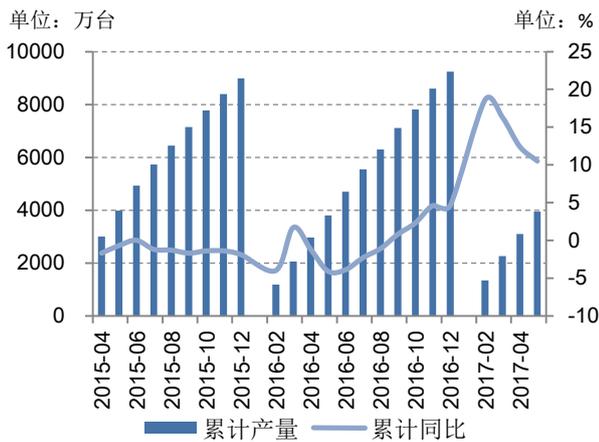
资料来源: 国家统计局 南华研究

图 1.4.4: 2017 年上半年空调累计产量加速飙升



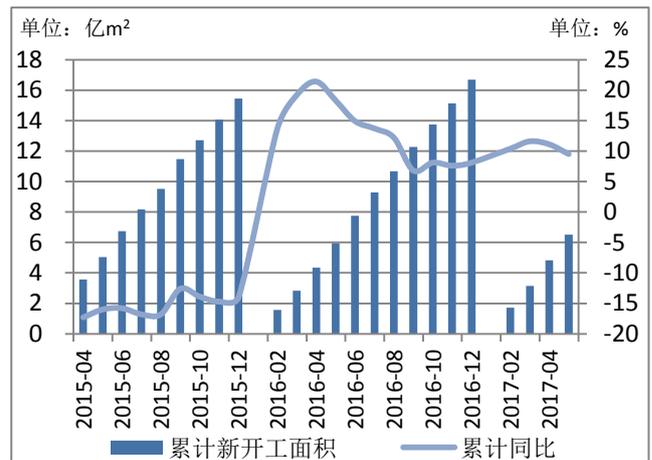
资料来源: 国家统计局 南华研究

图 1.4.3: 1-5 月冰箱产量增速维持 10% 以上



资料来源: 国家统计局 南华研究

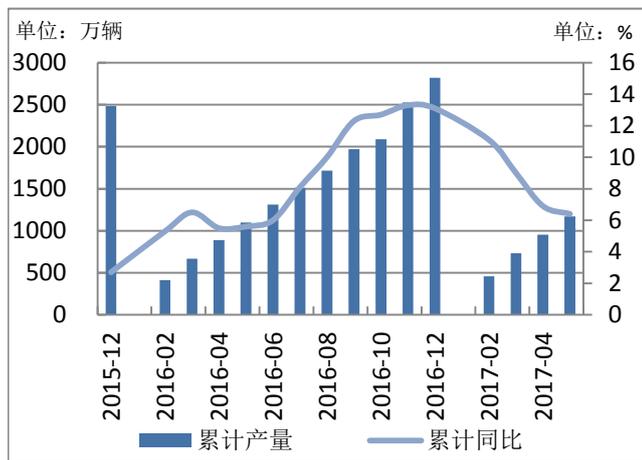
图 1.4.4: 1-5 月累计新开工面积增速小幅下降



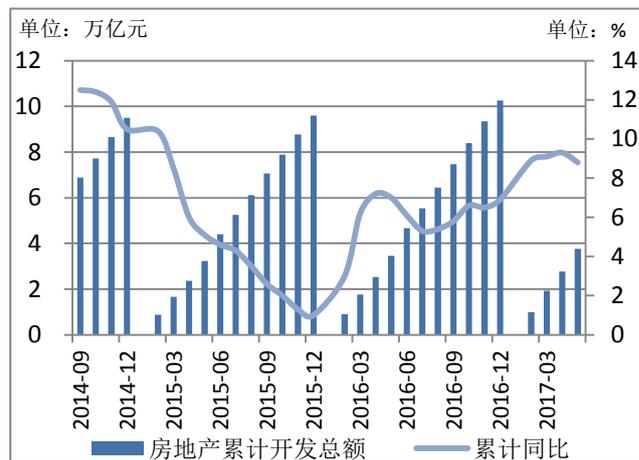
资料来源: 国家统计局 南华研究

图 1.4.3: 全国汽车产量同比增速下滑

图 1.4.4: 1-5 月房地产开发投资完成额增速小幅下降



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

## 2.5. 下半年铜价走势展望

展望下半年，显性库存有望从高位继续回落，电网投资与家用电器产销保持稳定增长，未来新的供应中断风险以及弱势美元仍将支撑铜价，随着市场对中国宏观悲观预期修复，下半年铜价将维持震荡偏强，合理运行区间为 45000-52000。

### 第3章 沪铝窄幅震荡

沪铝自去年依靠供给侧改革和稳定的消费端脱离底部后，铝价上涨又推动电解铝产能复产和新增产能释放，进而造成氧化铝需求上升，叠加产业链利润提高推动氧化铝供应增加。继去年 921 新规后，四月国家四部委又发布了《清理镇墩电解铝行业违法违规项目专项行动方案》，预期氧化铝、电解铝供应减少和氧化铝生产成本提高一直支撑铝价在 13540 至 14995 范围内震荡，2017 年初年沪铝价格反弹后再也没有跌回 13000 左右的平均成本线以下。

图 3.1：沪铝主力价格反弹后窄幅震荡



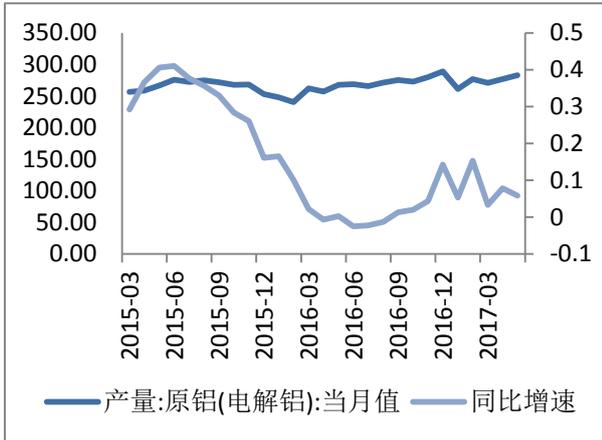
资料来源：文华财经 南华研究

#### 3.1. 供需不断增加

2017 年，国内原铝 5 月总产能较去年年末增加 200 万吨至 4343.7 万吨，运行产能增加 190 万吨至 3809.2 万吨，产能运行率 87.7%，运行产能较去年末增加了 5.8%。前 5 个月新投产能 193.5 万吨，新投产能增加主要集中在一季度，而 4 月整月新投产能仅 4 万吨，主要由于企业担忧环保政策落地严厉程度而采取观望措施导致。今年 1-5 月国内原铝产量 1367.97 万吨，比去年同期增加了 7.3%，去产能政策发布支撑铝价在 13500-14500 范围内盘整，高利润又促使铝厂投产销售变现，产量因此保持较高增速，减产行动也很难出现。

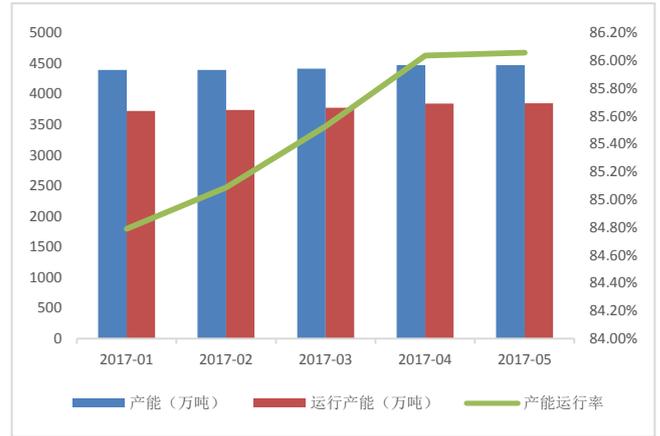
而氧化铝方面，国内 5 月总产能较去年年末增加了 320 万吨至 7816 万吨，运行产能增加 215 万吨至 7054 万吨，产能运行率为 90.3%。而产量方面，1-5 月总产量为 3090.3 万吨，较去年同期增幅高达 28.1%。今年上半年铝价高位盘整使得电解铝产量恢复良好，进而推动了氧化铝需求提高，氧化铝产量也因此迅猛增加。

图 3.1.1: 前 5 个月铝产量 1368 万吨



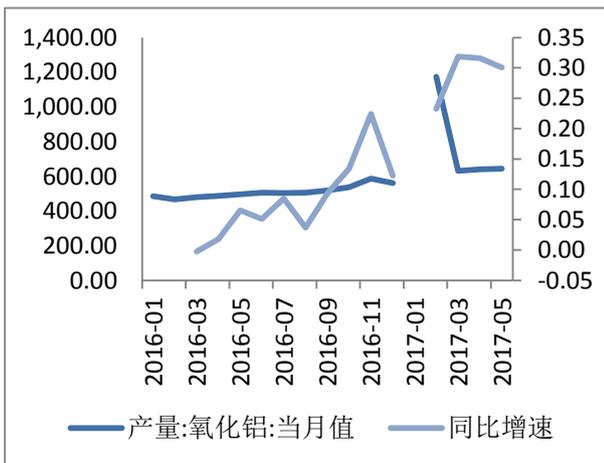
资料来源: wind 南华研究

图 3.1.2: 目前电解铝运行产能 3809 万吨



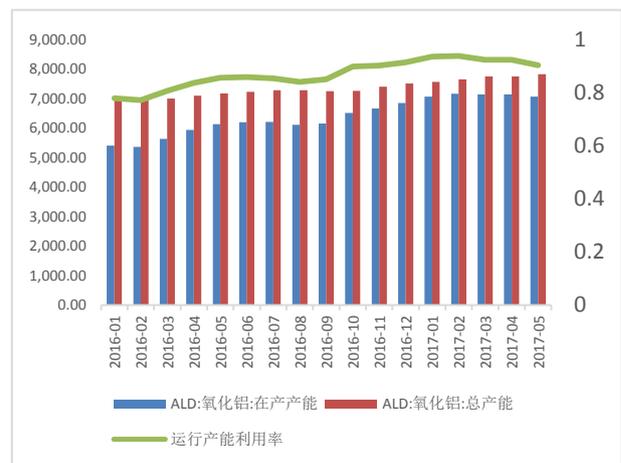
资料来源: wind 南华研究

图 3.1.3: 前 5 个月氧化铝产量 3090 万吨



资料来源: wind 南华研究

图 3.1.4: 目前氧化铝运行产能 7054 万吨



资料来源: wind 南华研究

### 3.2. 成本高位运行, 利润近期回落

我国电解铝行业接近完全竞争, 成本端与铝价的相关性很高, 其中电力、氧化铝和阳极碳素占电解铝生产升本的大部分, 目前在电解铝现金成本中分别占比大致为 45%、30%、10%。

氧化铝方面, 国内铝土矿资源相对贫乏, 但氧化铝产能、产量却在逐渐增加, 而国内铝土矿产量提升有限, 2016 年较 2014 年仅提高了 6%, 因此铝土矿的对外依存度不断提高, 2014 年为 37%, 2016 年则提升到了 44%。除铝土矿外, 动力煤是氧化铝成本构成的重要部分, 今年上半年动力煤价格上涨至 650 元/吨的阶段性高位, 较年初上涨了

95 元/吨，涨幅大大超出 2017 年年中报预期水平，而氧化铝价格却出现下跌，至 5 月中旬跌至 2280 元/吨，即氧化铝平均成本线后才有所反弹，氧化铝供应过剩情况在价格中得到了反应。而环保政策预期减产使得电解铝价格保持高位震荡带动企业投产产销实现利润，叠加了动力煤价格回落，氧化铝需求和利润均得到恢复，其价格也从 5 月中旬阶段性低位回到当前 2480 元/吨附近。

从供需上看，今年 1-5 月氧化铝产量 3090.3 万吨，折算电解铝供应为 1600 万吨左右，而国内 1-5 月电解铝产量仅为 1368 万吨，氧化铝折合电解铝供应过剩 232 万吨。实际上，3 月末出台“2+26”城环保政策时，市场预计影响的电解铝产量约为 110 万吨，氧化铝产能为 240 万吨。从而折算氧化铝减少的电解铝供应量为 124 万吨左右，大于电解铝需求量减少，同时环保政策还从其他方面显著影响氧化铝成本，如锅炉脱硫脱硝、更严格的尾矿库标准和焙烧用煤气改天然气等，但氧化铝价格表现出的行情却与预期相去甚远。从目前掌握的数据和资料看，可能的原因是政策后续落实的缺乏和预期时间发生节点的错配。“2+26”城环保政策发生的时间是在今年冬季，因而是下半年政策落实情况关注的重点之一。

再来看电力方面，吨电解铝耗电大约为 13000-15000 度，电费下降 0.1 元/度将直接降低电解铝 1400 元左右成本。在铝电联营前，即使是在山西网购电费成本偏低地区（0.46 元/度左右），电解铝成本也在 13700 元/吨附近。而沪镍价格至 2016 年十月末才上涨至 13700 以上。目前国内电解铝厂约 74% 自备电厂，而铝电联营后电解铝行业总体成本得到显著的降低。以山西为例，铝电联营使得电价能下降 0.1 度左右，其电解铝成本也降至 12400 元/吨附近。同样，从电价也能看到国内电解铝产能迁徙的路径。河南从 2010 年国内电解铝产量第一下降至去年国内产量第四，主要原因是 2010 年国家取消了对高能耗电价优惠后，河南给予电解铝生产的优惠电价取消，河南也成为电解铝产区中网电成本最高的地区。

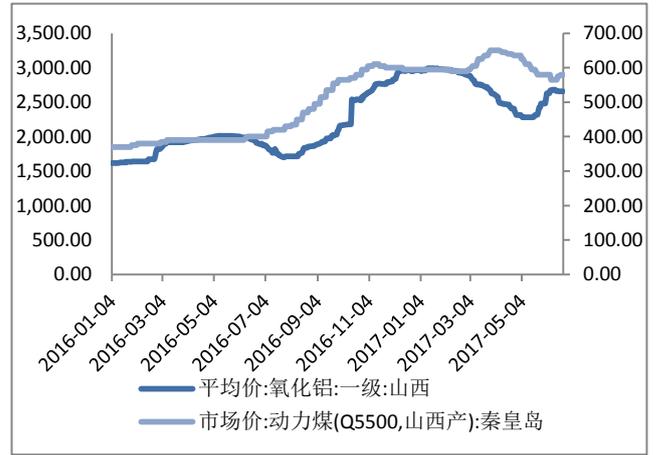
从 2017 年上半年的氧化铝/铝价比值区间看，稍低于年初预计的 18% 至 22% 运行空间，而铝锭价格重心确实存在下降趋势。铝锭产量稳定恢复带动了氧化铝的需求，因而年初比价仍高位盘整，但国内氧化铝产能、新增产能增速均大于电解铝，氧化铝供应迅速转过剩，比价持续下跌 4 个月之久。而目前在环保预期和外盘拉动下，电解铝价格维持高位震荡，比价有所回升，上下游产业链利润均出现下滑，且原料端氧化铝去利润甚至有高成本产能面临亏损。

图 3.2.1：铝土矿对外依存度提高

图 3.2.2：氧化铝、煤炭价格高位运行



资料来源: Wind 南华研究



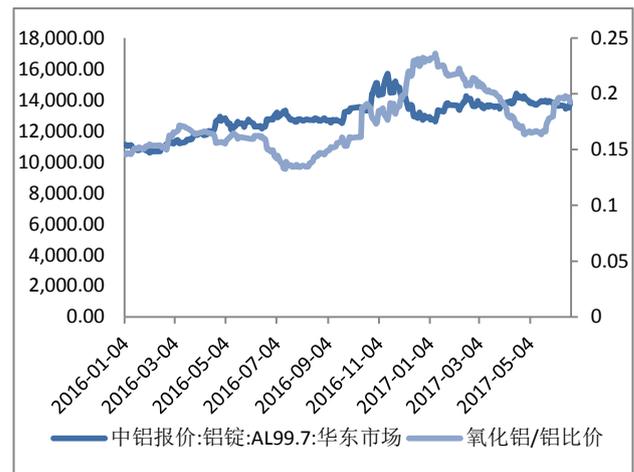
资料来源: Wind 南华研究

图 3.2.3: 氧化铝供需分析

图 3.2.4: 氧化铝/铝比价回升



资料来源: Wind 南华研究



资料来源: Wind 南华研究

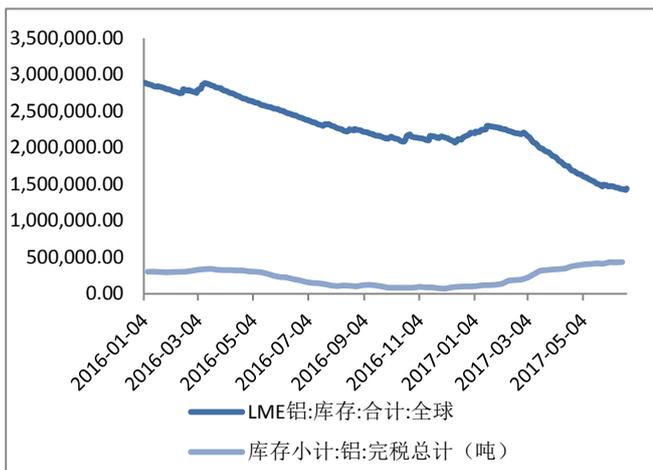
### 3.3. 国内外铝市场库存出现差异

年初以来, LME 铝和沪铝库存变化情况出现明显分化。LME 铝库存从 1 月初的 220.2 万吨持续减少至 6 月下旬的 144.1 万吨, 降低了 76.1 万吨, 降幅达 34.6%。沪铝库存却持续累计, 从 1 月初的 10.5 万吨猛增至 43.3 万吨, 增加 32.8 万吨, 增幅更是达到惊人的 312%。而社会库存也从年初的 36.3 万吨增加至 113.8 万吨, 增加 77.5 万吨, 增幅达 213%。造成国内外铝库存变化差异巨大的原因是国内外原铝供应情况截然相反。

从全球范围看, 铝供应是短缺的: WBMS 公布的数据显示今年 1-4 月全球原铝市场供应短缺达 68.3 万吨, 供应短缺量逐月上升, 1-2 月两个月短缺仅 10.1 万吨, 到 4 月时单月短缺已到达 32.7 万吨。即使以 1-4 月平均原铝短缺量来估计, 全球今年原铝短缺也将达到 205 万吨, 短缺量相交 2016 年全球原铝短缺 111.8 万吨明显扩大。

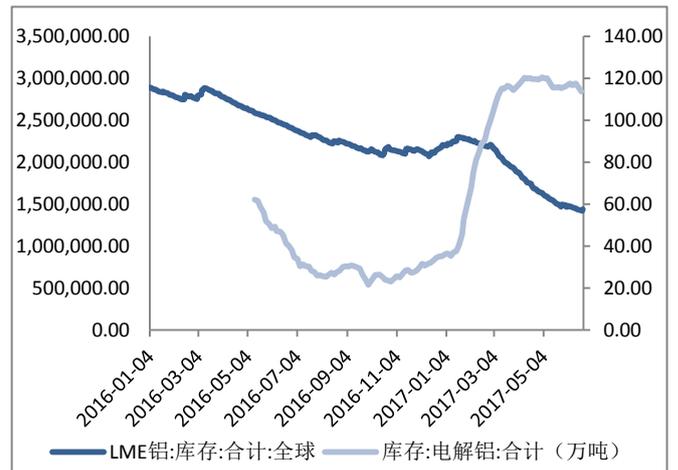
国内情况则不同，因 2015-2016 年国内原铝消费增速较平稳，以两年平均增速 6.4% 计算，今年国内消费量将有 3400 万吨左右。供应端，2016 年国内原铝产量为 3197.2 万吨，今年 1-5 月国内电解铝新增产能 200 万吨，预计全年将有 439 万吨新增产能，以目前 1-5 月的平均开工率 85.5% 计算，已新增的 200 万吨产能以全年产量计算，而剩余 239 万吨产能以半年产量计算，年内将有约 273 万吨增产。产量基数方面，因开工率从去年 1 月的 78% 增加至目前的 85.5% 平均开工率，调整后的产量基数约为 3319 万吨，国内今年产量预计为 3600 万吨左右，国内全年供应过剩达到约 200 万吨，若下半年由于供应过剩和政策支持力度减弱造成价格下跌，进而造成减产和投产缓慢，保持估计全年国内原铝供应过剩 100 万吨左右，过剩量将是近年来之最。

图 3.3.1：两市库存变化迥异（单位：吨）



资料来源：Wind 南华研究

图 3.3.2：国内外原铝库存变化情况相反



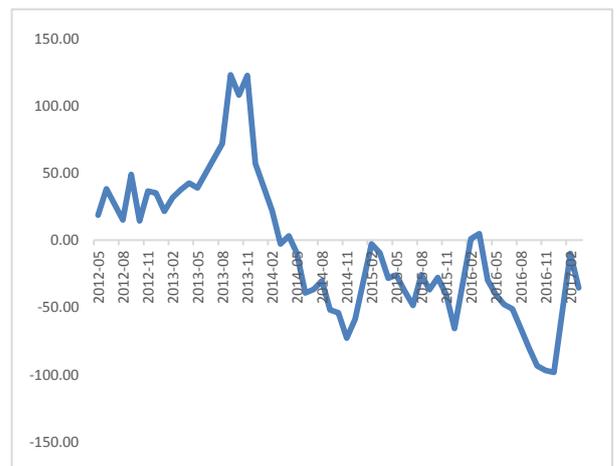
资料来源：Wind 南华研究

图 3.3.3：国内铝供需平衡情况（单位：万吨）



资料来源：Wind 南华研究

图 3.3.4：全球铝供需平衡情况（累积值，单位：万吨）



资料来源：Wind 南华研究

资料来源：Wind 南华研究

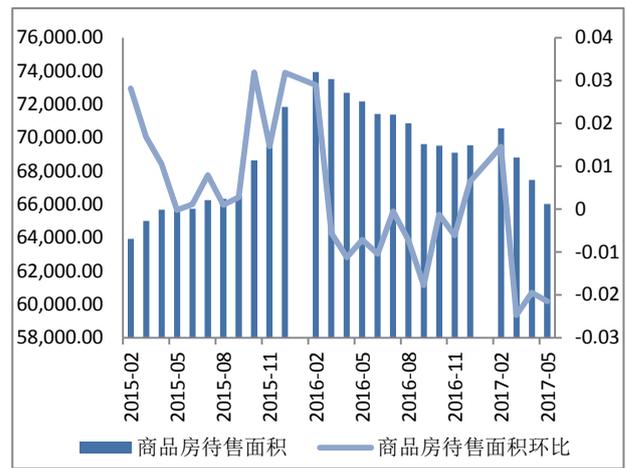
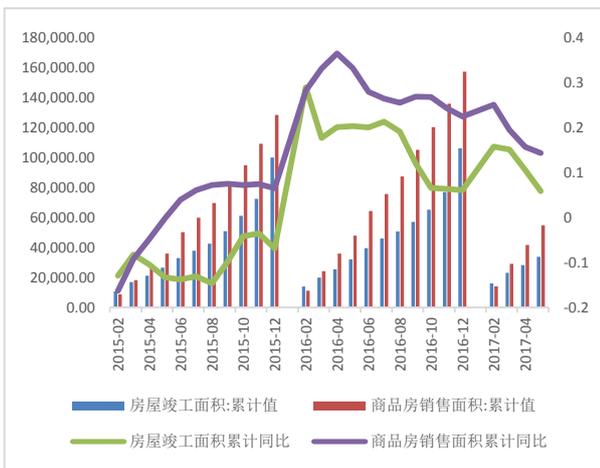
资料来源：Wind 南华研究

### 3.4. 下游消费增速疲软

在房地产上，政府的调控力度加大，信贷有所收紧。从数据上看，2017 年 1-5 月房屋竣工面积和房地产销售面积累积同比仍在上涨，但单月竣工面积和房地产销售面积从 4 月开始出现同比加速负增长，而铝合金门窗以及家装家具的铝材等都是末消费端，因此下半年开始铝消费将受到影响。

图 3.4.1：房屋竣工面积增速已开始大幅回落

图 3.4.2：商品房待售面积持续下降



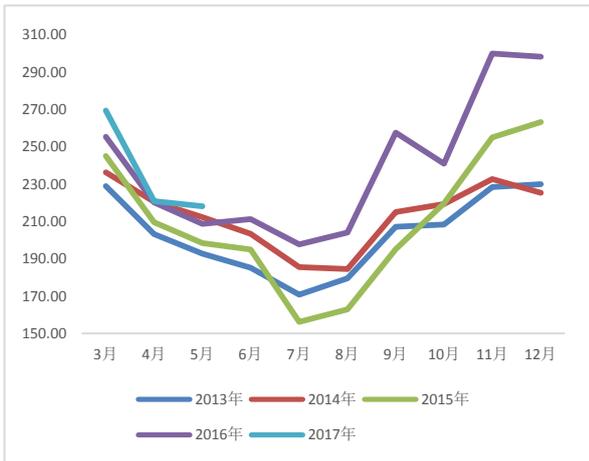
资料来源：Wind 南华研究

资料来源：Wind 南华研究

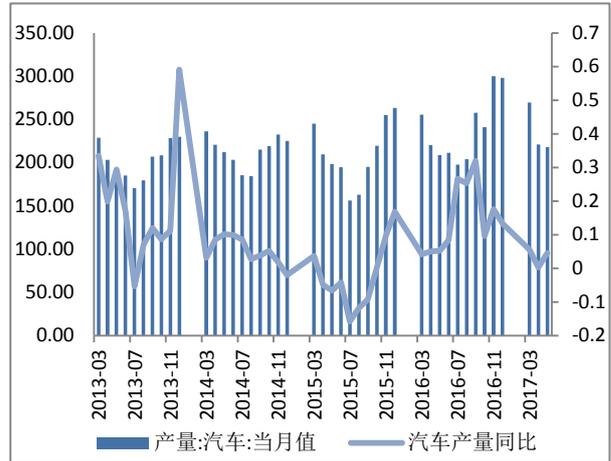
在交通运输上，受购置税优惠政策的促进作用，去年 10 月份以来总体上进入高速增长态势。不过政策 2016 年 12 月 31 日到期，2017 年小排量汽车购置税优惠可能将延续，但优惠幅度由 50% 减至 25%。从 2017 年度 1-5 月汽车产量数据看，今年汽车产量与去年同期相比仍保持增加，但增速已逐月下降，1-5 月产量与去年同期相比增速降低至 3.5% 左右，消费增速情况受优惠幅度下降影响也将周期性下降。

图 3.4.3：汽车产量小幅增加（单位：万吨）

图 3.4.4：汽车产量增速持续下降（单位：万吨）



资料来源: Wind 南华研究



资料来源: Wind 南华研究

### 3.5. 2017 年下半年铝市展望

仅从今年 1-5 月氧化铝端供需分析看,氧化铝供应过剩导致目前氧化铝价格在 2500 附近运行,而从终端消费预期与国内社会库存快速累积情况看,电解铝的供应过剩情况也在不断加大,但今年上半年铝价一直运行在 13500 以上,最大的支撑是政策利好导致对产量减少的预期。今年 3 月份的“2+26”城环保政策影响的电解铝产量预计为 110 万吨,4 月四部委发布 656 号文件后,清理整顿违法违规电解铝开始发力。4 月 14 日,新疆叫停违规电解铝项目涉及产能 200 万吨,预计影响产量 170 万吨。若 7 月份违法违规电解铝产能全部停产,涉及的电解铝产能将达到 1000 万吨,这是目前国内电解铝产能过剩开工率仍高企的根本原因。若下半年电解铝去产能进度符合预期,那么减少的产量就将达到 400 万吨以上,而冬季京津冀地区电解铝企业实施生产调控将进一步减少铝供应,应该说铝市下半年行情是否能走强与政策执行力度息息相关。

就目前盘面沪铝走势看,政策预期对价格的支撑已逐渐走弱,终端需求走弱导致国内社会库存高企,对沪铝价格的压力也越来越大,在最早 8 月政策效果兑现时间前,沪铝价格很可能在 12500-140000 范围内继续震荡走弱。但随着政策兑现时间的到来,铝供应预期短缺是否能实现很快就能得到印证。

## 第4章 锌价缓慢承压

在经过 2016 年波澜壮阔的大牛市之后，2017 年上半年的锌价走势显得较为平淡，整体仍未摆脱 21000-24000 区间震荡。一方面，锌锭产量下滑，两市锌库存加速下降，使锌价在高位获得支撑。另一方面，宏观经济下滑，全球锌矿供应回升，市场对远期锌价强烈悲观。考虑到下半年将看到更少的国内企业检修，供应短缺的高峰已经过去，加工费回暖将提升冶炼厂开工率，供应增长是可预见的，而需求端大概率出现回落，我们预计下半年锌价重心将回落，运行区间在 18500-22000。

图 4.1：上半年伦锌维持高位震荡



资料来源：文华财经 南华研究

图 4.2：上半年沪锌维持高位震荡



资料来源：文华财经 南华研究

### 4.1. 锌矿供应有所回暖

从全球锌矿供应状况来看，下半年锌矿供应不足态势将缓慢缓解，但仍处于短缺格局中。2018 -2019 年国外矿山大型项目加大投产，因此进入 2018 年后全球锌矿供应将转为紧平衡，甚至进一步步入过剩格局中。

安泰克统计的数据显示，2017 年 1-2 月国内锌矿产量为 50.1 万吨，同比增长了 5%。北方矿山随着天气回暖逐步开工，叠加锌价高位刺激，国内锌矿供应维持增长态势。4-5 月份内蒙古地区锌矿已经逐步恢复生产。预计 2017 年国产锌矿的增量在 45.2 万吨，其中大部分产量将在 2017 年下半年释放。

受价格处于高位刺激，海外锌矿产量也在增加。ILZSG 对 2017 年锌矿供给的预测为全球将增加 6.7%，其中中国的增速为 4.6%（23.5 万吨），国外矿山产量的增速为 8.1%，其中澳大利亚 21.9 万吨，秘鲁 11.3 万吨，非洲 6.9 万吨，芬兰 2.6 万吨。据路透社报道，美国 Nyrstar、印度 Rampura Agucha 以及秘鲁 Antamina 等矿山都在逐渐扩大生产。最新的嘉能可财报披露，2017 年第一季度其自有锌产量为 27.92 万吨，同比增长了 9%，主要因旗下 Antamina 矿山增产稳定，Antamina 今年第一季度锌矿产出量为 2.45 万吨，同比大幅增加了 74%。虽然嘉能可还没有任何明确的复产计划，但

其产量已经在攀升。据不完全统计，2017 年国外矿山计划复产 64.5 万吨。

从锌精矿加工费来看，当前国产主流在 3900-4400 元/吨，进口矿维持在 60-70 美元/吨，较一季度有上升趋势。随着沪伦比值的提高，进口锌精矿成交增加，相对充足的供应使得冶炼厂提高加工费的意愿更为强烈。海关总署数据显示，4 月锌精矿进口 21.07 万吨，同比增加 44.21%，年初迄今累计进口 91.28 万吨，同比增加 15.92%。春节迄今，由于境外矿山增量逐步显现，锌精矿加工费有所回升，加上二季度以来沪伦比值逐步高企，锌精矿进口亏损也收窄明显，吸引不少锌精矿入内。国内锌矿产量也出现回升迹象，据统计局数据，2017 年 1-4 月累计锌精矿产量 91.9 万吨，同比增加 1.28%。在国内外锌矿产量恢复，加工费稳步回升的趋势下，原料供应端紧缺迹象将在下半年得到缓解。

表格 4.1.1：2017 年国内锌精矿增复产情况（万吨）

2017 年国内锌精矿增复产情况（万吨）			
省份	企业	2017 年增量	备注
内蒙古	国森	6	2017 年 2 月投产
甘肃	郭家沟	15	2017 年 3 月达产
甘肃	宕昌开源	3	2017 新建
西藏	华夏矿业	2	2017 年 5 月达产
内蒙古	银漫	2	2016 年 10 月投产
新疆	-	2	2017 年 8 月
湖南	宝山	0.6	2017 年
河北	华澳	2	-
内蒙古	鑫易矿业	2.8	2017 年底
内蒙古	比利亚谷	0.8	-
	高而其铅锌矿	2	-
河北	蔡家营	2	-
四川	会东大梁矿业	5	-
合计	-	45.2	-

数据来源：我的有色网 安泰科 南华研究

表格 4.1.2：2017 年国外锌精矿增复产情况（万吨）

2017 年国外锌精矿增复产情况（万吨）	
国外矿山	2017 年增量
韦丹塔	20
嘉能可（不含复产）	9
安踏米纳	10
Terrafame	3.2
AI Masane	2.2
Bisha	2

Middle Tennessee	2
Mungana&King Vol	3.5
Silvertip	1
Thalanga	0.5
Pulacayo	0.3
Rey De Plata	3.4
昆士兰北部铅锌矿	2.1
其他	5.3
合计	64.5

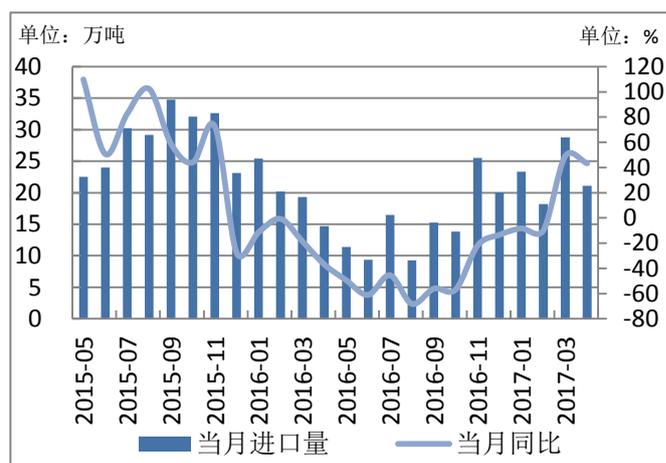
数据来源：安泰科 南华研究

图 4.1.1：国内锌精矿进口累计同比持续增长

图 4.1.2：国内锌精矿进口 3-4 月迅速回升

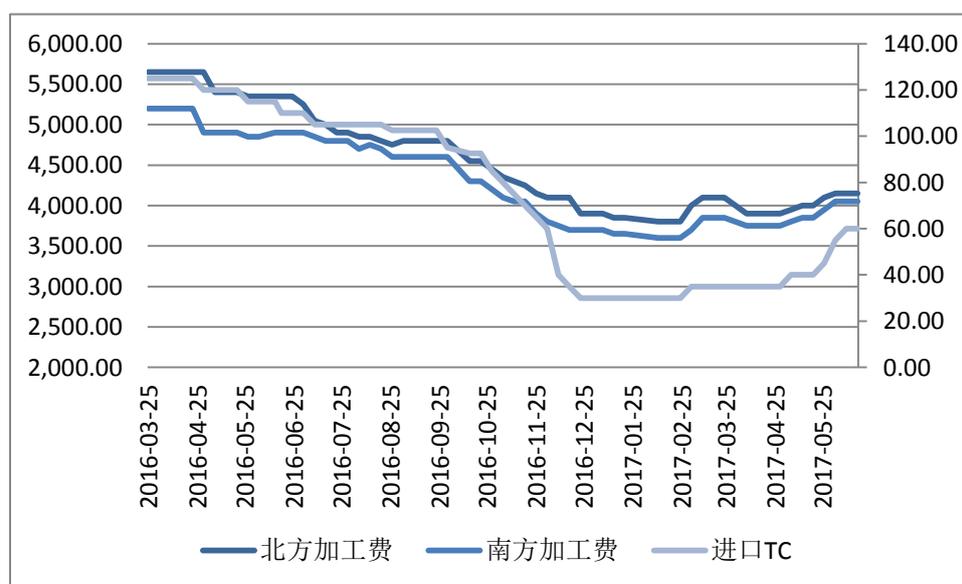


资料来源：海关总署 南华研究



资料来源：海关总署 南华研究

图 4.1.3：锌精矿加工费出现回升趋势



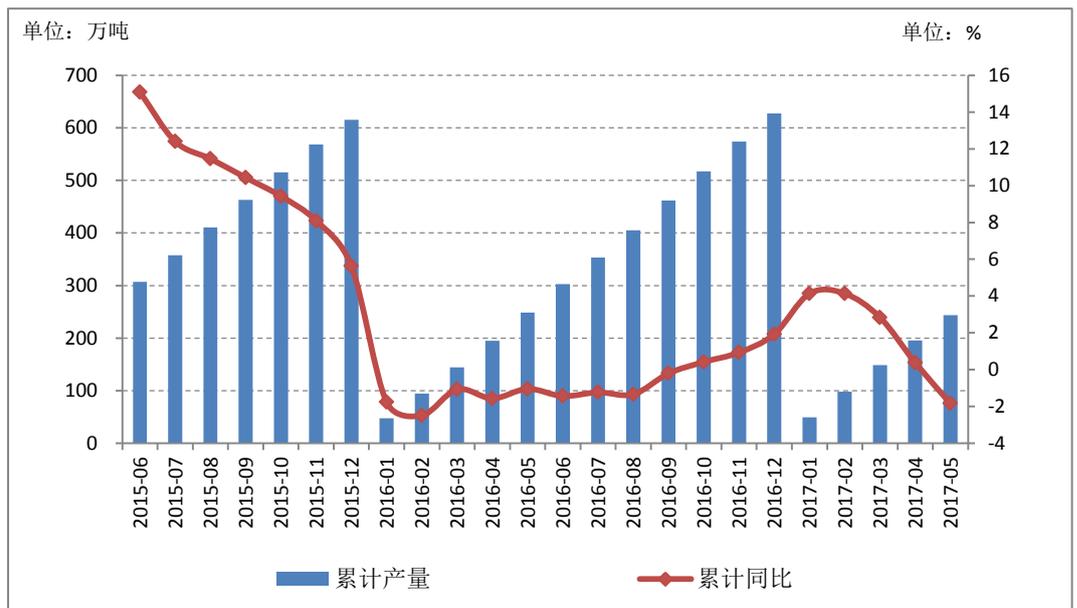
资料来源：WIND 南华研究

## 4.2. 精炼锌产量受限 库存快速下行

精炼锌供应方面，海关数据显示，4月精炼锌进口47,469吨，同比增21.38%，1-4月累计进口105,455吨，累计同比降52.09%。自4月开始，得益于国内冶炼厂春节后的集中检修，国内锌锭产出下滑明显。供应不足导致国内去库存效果良好，导致现货升水逐步抬高，现货进口处于盈亏平衡线附近。吸引不少实际报关发生，部分进口锌流入国内市场。5月，由于极度低库存的作用下，国内现货升水飙升，即使在逐步走高的升水下，实物进口还出现盈利。高企的比值一方面吸引保税区进口锌报关入内，另一方面，也相应推高周边国家市场的到岸溢价，流入中国保税区，因而预计5月的报关量也将进一步增加，初步匡算预计5月锌锭进口量或高至5-7万吨。

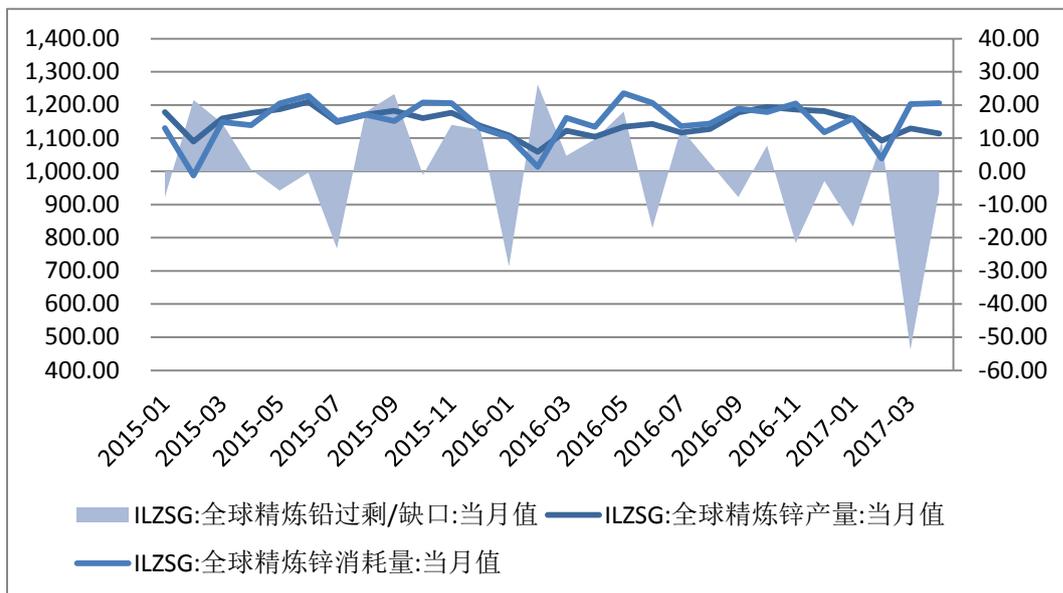
SMM 统计数据显示，5月国内锌冶炼企业开工率低至67.1%。一方面，大中型企业意外检修减产而未来得及恢复，另一方面，小型冶炼由于湖南地区严厉的环保检查而迟迟不得正常开工。统计局数据，5月精炼锌产量48.1万吨，环比小幅回升但同比大幅下降9.9%，1-5月累计精炼锌产量243.9万吨，同比下降1.7%。但随着二季度的结束，6-7月国内冶炼逐步恢复生产，因而未来国内供应量增长可以预见。

图 4.2.1: 1-5 月中国精炼锌累计产量负增长



资料来源：ILZSG 南华研究

图 4.2.1: ILZSG 全球精炼锌供需平衡

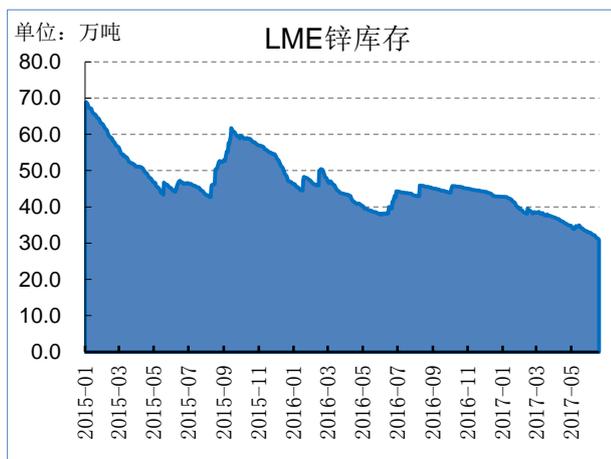


资料来源：ILZSG 南华研究

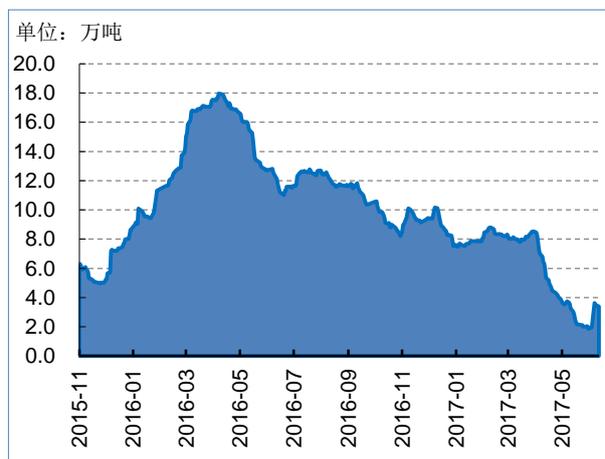
从显性库存来看，经过 2016 年锌产业链去库存后，目前冶炼企业的锌矿库存水平和下游企业的精炼锌库存均低于去年水平。2017 年二季度以来，受国内精炼锌供应减少影响，国内现货库存持续快速回落。截止 6 月 20 日，LME 锌库存为 30.6 万吨，已降至 9 年低点。SHFE 锌库存由年初近 10 万吨下降至当前的 3.3 万吨。虽然市场有传言有企业有囤货现象，但企业认为没有必要在目前资金紧张，锌价升水的情况下大量囤货。因此库存的快速下降确实能够佐证当前的供需缺口。但随着后市锌锭供应增加及消费旺季过去，库存有望回升。

图 4.2.2：LME 锌库存降至 9 年低点

图 4.2.3：SHFE 锌库存快速下降



资料来源：LME 南华研究

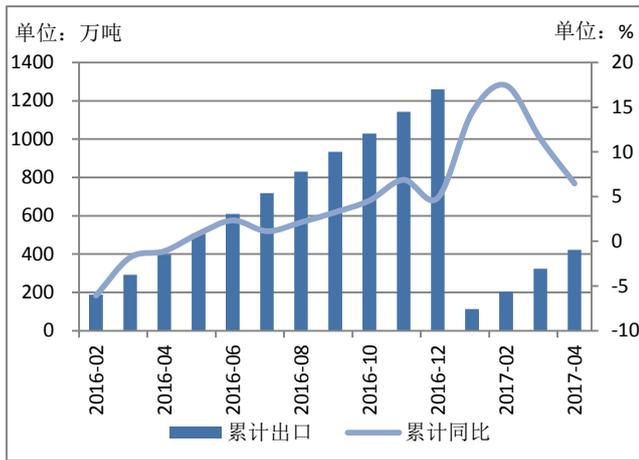


资料来源：SHFE 南华研究

### 4.3. 下游需求逐步放缓 地产调控效果有待验证

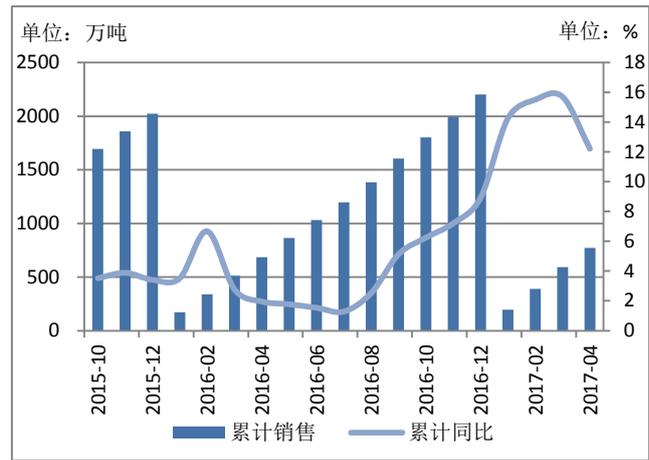
从精炼锌的初级需求来看，下游镀锌需求持续受环保限产影响。根据海关总署公布的数据显示，镀锌板的销售与出口在二季度出现同比快速下降，导致国内镀锌板库存累积至高位。截至 4 月，中国镀锌板库存为 58.14 万吨，回升至历史高位。镀锌板的出口量以及重点企业镀层板销售量增速呈快速下滑态势，1-4 月累计出口增速回落至 6.5%，销量增速下滑至 12%。总的来看，在库存高企，需求增速下滑趋势下，镀锌板供求不宜乐观。

图 4.3.1: 1-4 月镀锌板累计出口快速下滑



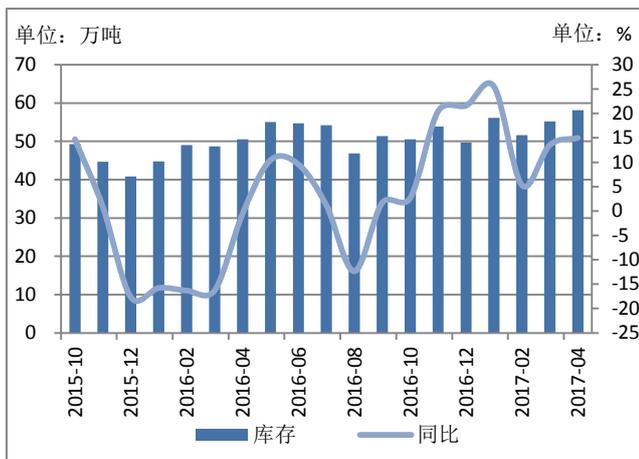
资料来源：海关总署 南华研究

图 4.3.2: 1-4 月镀锌板销量增速下滑



资料来源：海关总署 南华研究

图 4.3.4: 镀锌板库存维持高位



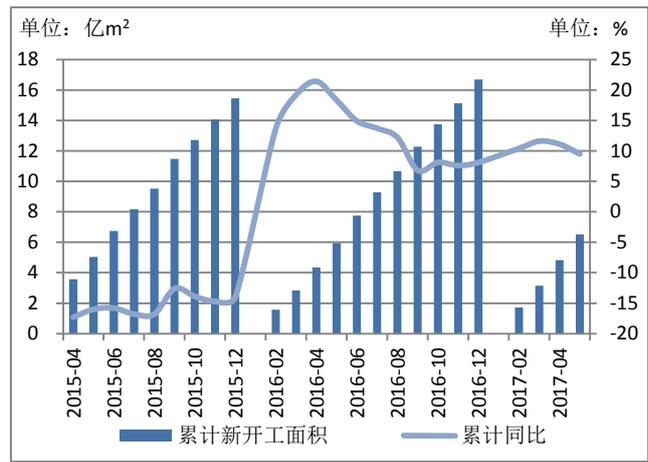
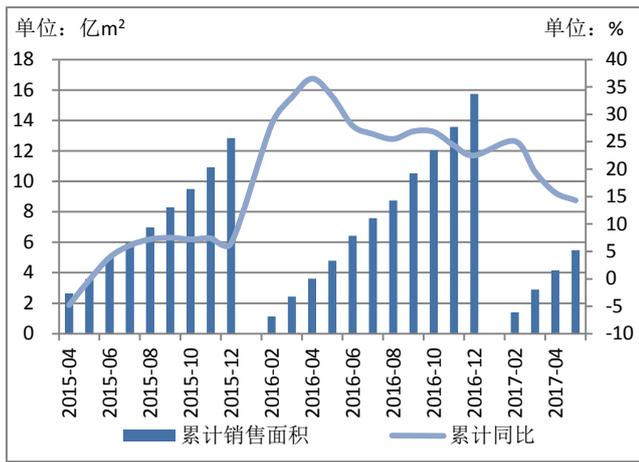
资料来源：海关总署 南华研究

在汽车行业方面，中汽协数据显示，中国 4 月份汽车产、销量分别 213.8、208.4 万辆，当月同比分别下降 1.5%、1.8%。1-4 月累计产、销量分别为 927.15、908.6 万辆，累计同比增速分别为 5.8%、5.0%，增速较 3 月份而言表现进一步回落。目前汽车库存处于高位，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。在房地产方面，根据国家统计局的数据显示，今年 1-4 月份，全国房地产开发投资 27732 亿元，同比名义增长 9.3%，增速比 1-3 月份加快 0.2 个百分点。其中，住宅投资 18671 亿元，增长 10.6%，增速回落 0.6 个百分点。前 4 月商品房销售面积 41655 万平方米，同比增长 15.7%，4 月末商品房待售面积 67469 万平方米，比 3 月末减少 1341 万平方米。4 月份房地产开发景气指数为 101.23，比 3 月份提高 0.10 点。随着近期多地房地产调控措施密集落地，预计后市房地产、基建投资等数据的增长势头将受到一定抑制。从历次的调控来看，在加强版的调控之后，市场在三个月到年的周期内会出现明显降温。

图 4.3.5: 1-5 月商品房销售面积增速同比持续下滑

图 4.3.6: 1-5 月累计新开工面积增速小幅下降

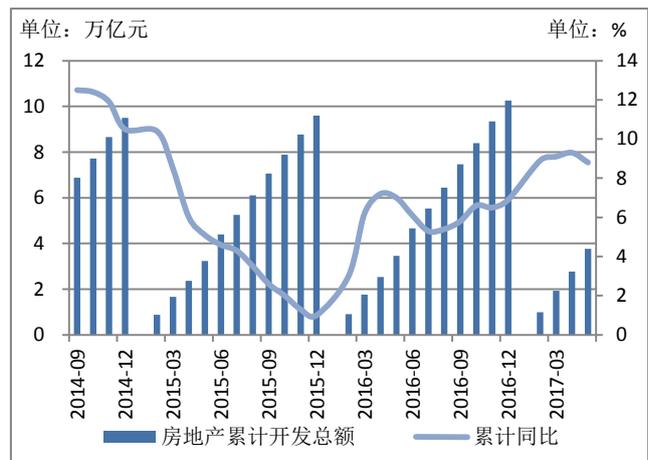
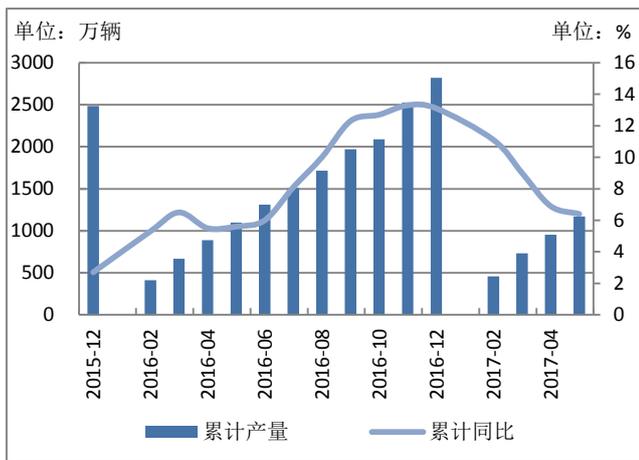


资料来源：海关总署 南华研究

资料来源：海关总署 南华研究

图 4.3.7: 全国汽车产量同比增速下滑

图 4.3.8: 1-5 月房地产开发投资完成额增速小幅下降



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

#### 4.4. 下半年锌价走势展望

展望 2017 年下半年，国内精炼锌产量并无下降趋势，考虑到下半年将看到更少的国内企业检修，加工费回暖将提升冶炼厂开工率，供应增长是可预见的，而需求端大概率出现回落，因此我们预计下半年的供应缺口将会缩窄，锌价重心将回落，运行区间在 18500-21500。

## 第5章 镍：终端需求疲软与去库存之路

2017 年上半年，在菲律宾镍矿解禁和印尼出口镍矿已成事实，从进出口数据看，除了 1 月、3 月菲律宾进口镍矿出现大幅下降，2 月、4 月镍矿出口均出现同比上涨的情况，而 1 月、3 月份正值菲律宾雨季、其进口镍矿历年较低水平期间，菲律宾镍矿进口削减对国内整年镍矿进口量的影响实在有限。而印尼方面，今年 4 月，印尼 ANTAM 获得未来 12 个月出口 270 万吨红土镍矿的许可，而浙江振石集团旗下印尼 FBLN 公司则获得出口 106 万吨红土镍矿的许可，两家公司出口的镍矿品位限制在 1.7% 以下，共计 376 万吨镍矿完全可以弥补菲律宾之前禁矿时的短缺。实际上，从 4 月初以来，高品位镍矿 CIF 价格已经从 63 美金回落至 45 美金，2 个多月来的降幅达到 28.6% 之巨。应该说，2016 年及 2017 年年初镍产业链最大的做多炒作因素——镍矿短缺已消弭于无声。而在终端不锈钢来说，2016 年由黑色带动的市场预期目前验证来说太过乐观，这导致终端不断累积创新高的不锈钢库存成为价格下跌的一大推手，大量高价的不锈钢库存遇上成本坍塌导致的巨亏进一步延长了去库存之路，国内经济表现的疲软和预期的前高后低都在不断降低终端去库存速度，钢厂不得不陆续停产检修来应对亏损并给终端库存去库存提供耗时间。同时，钢厂将废不锈钢利用率从 17% 提高到了 30%，这对不锈钢来说是好消息，但面对供应增加的镍矿，即使镍铁厂也陆续出现停产减产，镍的供应仍迅速从短缺重回过剩。面对终端需求疲软与不锈钢高位库存，镍价的下探之路或仍未结束。

图 5.1：沪镍回调探底



资料来源：文化财经 南华研究

图 5.2：伦镍回调探底



资料来源：文华财经 南华研究

### 5.1. 2017 年上半年行情综述：矿供应推动价格下跌

2017 年上半年，镍价的行情可以说完全由镍矿供应是否短缺所控制。今年 2 月 2 日菲律宾政府正式公布矿山审核结果，涉及 20 家镍矿企业关停，推动伦镍价格从 9350 反弹至 11165。但印尼公布放松原矿出口政策的消息使得市场预期镍矿短缺将得到弥补，镍价因此重回下跌通道。2 月份菲律宾公布禁矿事件时，市场预期年内将影响 1000-1200 万吨镍矿，占全球镍矿供应的 9%-10%，而印尼方面则是 1000 万吨左右镍矿出口，考虑

到印尼方面镍矿出口的品位在 1.7% 以下，若菲律宾坚决执行禁矿政策，全球范围内镍矿供应仍将略有减少。但菲律宾环保部长 LOPEZ 下台了，至今年 4 月菲律宾禁矿期间的镍矿供应实际影响只有 20 万吨左右。同时印尼出口镍矿也不及预期，安塔姆目前只有 270 万吨镍矿出口已成定局，远不及之前预期的 600 万吨，但这仍比菲律宾禁矿时的缺口 20 万吨过剩 250 万吨，实际上印尼另有振石集团拿到了 106 万吨的出口许可，仅菲律宾和印尼两国计算镍矿供应年内就将增加 356 万吨。镍矿供应短缺成为过去，预期过剩几成定局，镍价也从 1165 一路跌破 9650、9350、8905 和 8700。整个上半年，可以说镍矿供应预期左右了镍价的走势。

表 5.1.1：镍供应从短缺重返过剩（以镍金属量计）

	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	45.2	97.5	10.7
2016	198.3	203.3	-4.97	60	50.5	108	2.5
2017E	211	209	2	56		113	

资料来源：Wind 南华研究

## 5.2. 镍矿：港口库存开始回升，印尼镍矿成最大黑马

2016 年下半年，随着菲律宾宣布禁矿叠加其雨季来临，国内镍矿供应面临较大缺口，港口库存从去年 12 月初的 1500 万吨左右急速回落至今年 4 月初的 850 万吨左右，已逼近可用港口库存的极限。4 月是一个转折点，安塔姆在 4 月初正式获得首批镍矿出口许可，市场很快从反弹中回过神来，自 10375 迅速回落至 9185 点，并在之后很快又下破该点支撑。

从矿供需上看，今年 1-4 月国内进口镍矿总量为 505.2 万吨，同比增加了 5.3%，而国内镍矿需求每月约为 260 万吨，菲律宾雨季期间镍矿缺口大约为 535 万吨，此期间镍矿港口库存下降了 535 万吨，说明库存下降主要是为了满足生产需求。从 5 月开始，印尼进口镍矿增多，以 376 万吨量平均成 12 个月，再剔除当前印尼进口镍矿基数，每月自印尼进口的镍矿将增加 22 万吨左右。从去年进出口数据看，国内进口镍矿从 5 月开始单月就能超过 260 万吨，市场镍矿供应将趋缓和，而今年加上印尼镍矿进口量之后，国内镍矿供应面临大幅过剩：5 月菲律宾出口镍矿量约 450 万吨，按 95% 进口至中国计

算，加上印尼的 22 万吨，5 月镍矿供应量将达到 450 万吨，超需求量逾 190 万吨。实际上，今年 2 月中旬以来的镍价下行行情导致多地镍铁厂停产减产，自 5 月起国内供应过剩的情况可能更严重。

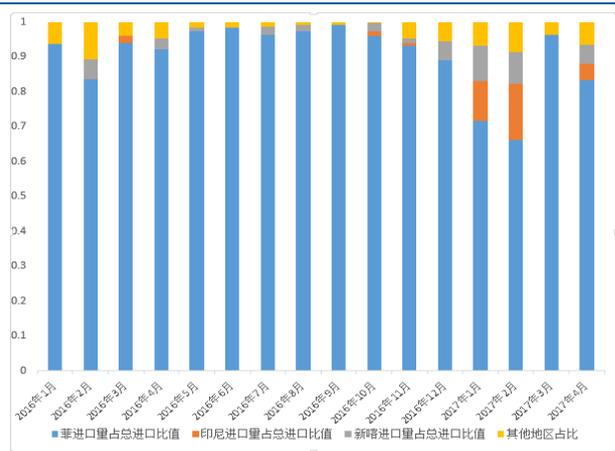
这在镍矿港口库存和镍矿价格上也有所反应。从港口镍矿库存看，库存低点在 5 月初出现，之后镍矿进口量的增加使得累库存的速度不断上升，到 6 月时每周库存增加的速度已达到 40 万吨以上，该库存周增速已与今年 1-4 月间每周降库存持平。而镍矿价格则不断下降，高品位镍矿从 4 月初的 63 美金降至 6 月初的 45 美金，2 个月间降幅达 28.6%；而中品位镍矿的降幅更大，从 46 美金降至 30 美金，降幅达 34.8%。好消息是观察镍矿价格走势，矿价下跌的幅度已经开始趋缓，但镍矿供应过剩和下游需求不足仍将压制镍矿价格。

图 5.2.1：进口镍矿同比增



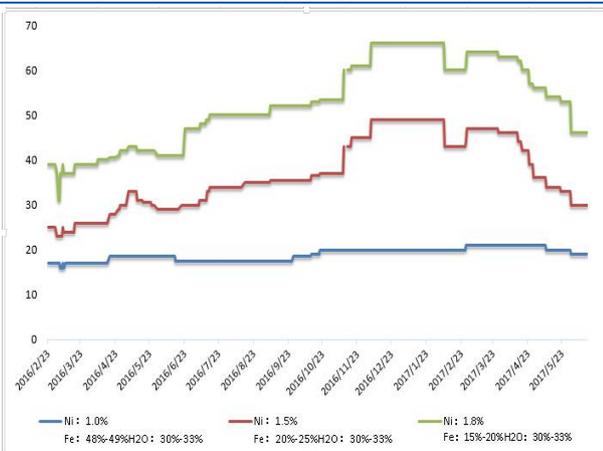
资料来源：wind 南华研究

图 5.2.2：印尼镍矿进口重回进口名单



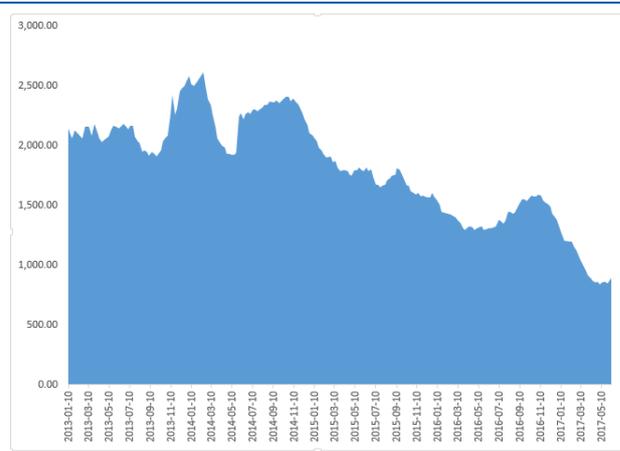
资料来源：Wind 新镍网 南华研究

图 5.2.3：镍矿 CIF 美金报价不断下跌



资料来源：新镍网 南华研究

图 5.2.4：镍矿港口库存有所回升



资料来源：Wind 南华研究

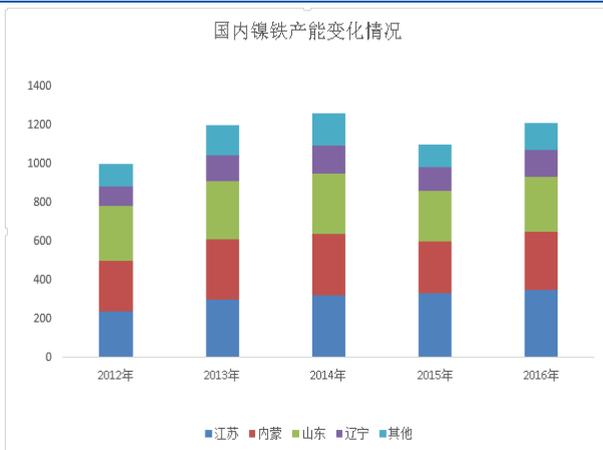
### 5.3. 镍生铁：利润微薄，进口稳步增加

镍生铁上承镍矿，下接不锈钢，一直受到矿价和不锈钢价格的双重影响。去年镍价上涨带动了镍生铁的利润恢复，国内镍生铁产能产量也有较大恢复，2016 年国内镍生铁产能较 2015 年净增长 90 万吨达到 1190 万吨。随着去年 12 月份以来镍价的不断下跌，镍生铁的利润被不断蚕食，以当前 29 美金的中品味镍矿和 770 元/吨的镍铁采购价计算，即使是江苏地区，其镍生铁利润也仅 15 元/吨左右，利润微薄。

受利润回落影响，今年国内镍铁产量逐月回落，今年 1 月产量 80.46 万吨，同比增长 64.9%，到 5 月时产量已下降至 63.34 万吨，同比增长回落至 11.1%。实际上，从今年 3 月开始镍生铁价格就开始出现成本倒挂现象，到目前 6 月初利润也仅恢复到 15 元/吨左右。为了应对利润下滑甚至亏损情况，从 3 月末开始，陆续有镍铁厂开始检修停产，但去年终端的乐观预期导致了不锈钢库存高企，而不锈钢消费不及预期使得去库存之路变得漫长，钢厂为了应对该情况除了停产减产外纷纷提高了废不锈钢的用量，这导致了即使镍铁厂减产停产仍使得镍铁供应过剩。因此预计今年下半年国内镍生铁产量仍将继续下滑

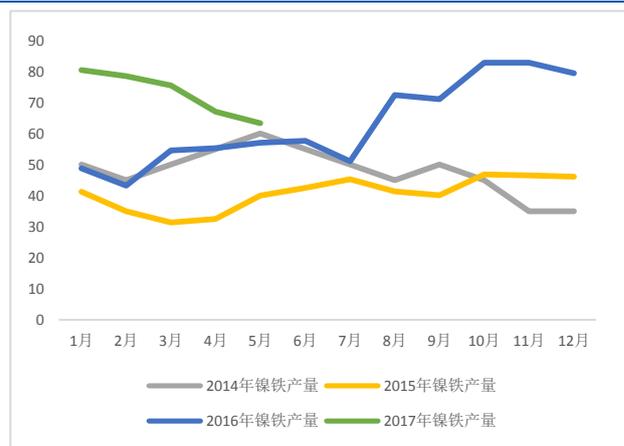
同时国内镍生铁也受到进口镍铁的冲击，今年 1-4 月国内镍铁进口量为 43.17 万吨，同比增幅达 46.4%。而国内 1-4 月镍生铁产量为 301.6 万吨，进口量占国内生产量占比已达到 14.3%。镍铁进口中，印尼镍铁的量不断提升，其占国内进口量的占比从 2015 年的 32.8% 上升到 2016 年的 71.84%，速度非常迅猛。我国在印尼投资的 NPI 项目进度也在不断推进：青山三期、新兴铸管二期将在今年竣工，印尼地区在建的 NPI 项目则有 270 万吨镍生铁产能即将释放，折合镍金属量约有 27 万吨/年。加上目前已投产的印尼 NPI 项目已有 256 万吨产能，折合金属量在 25.6 万吨/年，2018 年前能释放的镍铁产能至少有 526 万吨，而国内 2016 年国内镍铁产能为 1190 万吨，产量则为 756.26 万吨，进口镍铁对国内市场的影响将越来越大。但同时，4 月镍铁进口数据同比下降了 10%，其主要原因是印尼有镍冶炼企业因镍价过低而停产。

图 5.3.1：国内镍生铁产能变化情况



资料来源：wind 南华研究

图 5.3.2：国内镍生铁产量逐渐回落



资料来源：Wind 新镍网 南华研究

图 5.3.3：镍铁利润（10%FeNi）

图 5.3.4：印尼 NPI 项目详情



资料来源: Wind 新镍网 南华研究

印尼已投产项目		印尼建设中项目	
公司名称	月产实物吨	公司名称	月产实物吨
Aneka Tambang (印尼ANTAM)	15000	PT. Ifishdecol	4000
淡水河谷公司 (Vale Indonesia)		江苏德龙	25000
Morden Group (现代集团)	3000	新兴铸管 (二期)	12000
Morden Group (现代集团)	8000	华迪钢业	5000
Indoferro	1300	江苏名铸	16000
Indoferro (扩建)	3300	华源冶金	4000
青山 (一期)	24000	福建吴航钢铁	12000
青山 (二期)	48000	大丰港	4000
青山 (三期)	24000	黑色空间	
印尼世纪冶金	2000	穿王集团	20000
金鳞实业	1200	福建银海万向控股	50000
振石集团	8000	吉恩吴融	
印尼TJ公司	1800	上海泛太平洋	75000
新华联一期	8000	泰州永兴	50000
新华联二期		炜烨镍业	16000
恒顺电气	40000		
TITAN			
宁波明辉	2000		
新兴铸管 (一期)	9000		

资料来源: 新镍网 安泰科 南华研究

## 5.4. 精镍：进口大幅下降，国内大幅减产

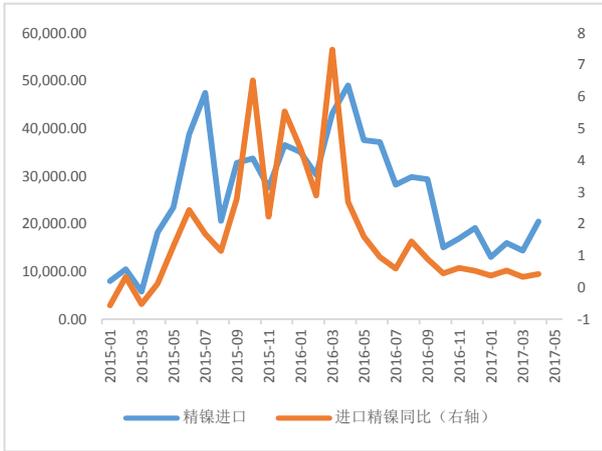
今年进口数据显示精镍进口数量明显下降，这主要是由俄镍进口数量显著下降造成。影响精镍进口量的主要因素是镍价，随着去年镍价反弹，2016年1-4月精镍的进口量也骤增至15.76万吨，同比增加更是达到270.9%，而今年镍价2月中反弹至11165后继续调头向下，精镍进口量虽随着价格走势有所起伏，但今年1-4月总进口量仅6.39万吨，进口同比已迅速下滑59.4%。

国内精镍产量也在逐年下降，2015年国内精镍产量为20.06万吨，到2016年产量已下降至17.35万吨，降幅达13.5%；今年1-5月国内精镍产量仍在下降，前5个月产量共计6.28万吨，与去年同期相比下降了12.2%。2016年5月起华友镍业停止生产电解镍后再未重启精镍产能，而吉恩镍业也只在去年4-7月镍价第一波反弹时开启生产，到了今年3月，虽然有天津茂联科技新投产电解镍产能，但甘肃金川今年已开始减少电解镍产量转而生产硫酸镍，总体来说，国内电解镍产量下降的趋势并没有任何缓解。

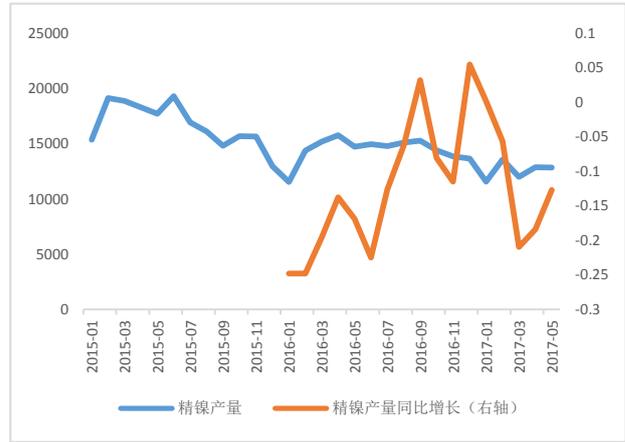
再来看库存情况，6月15日LME和上期所两市库存在44.7万吨左右，相较年初减少了近2.4万吨，降幅为5%；较去年同期则减少了3.9万吨，降幅8%，近半年的去库存情况更为乐观。具体观察库存变化情况看，两市总库存随着镍价的下跌出现过累库存情况，叠加春节长假影响，在2月初和3月初都出现了库存到47万吨以上的情况。但随着镍价跌破9350，超跌的镍价使得终端不锈钢配料中精镍性价比有所提高，而镍铁厂检修情况增多同样也利于精镍消费，自今年3月中起两市总库存开始稳步下降。两市分开来看，伦镍库存降幅情况并不明显，6月15日伦镍库存较今年初微增了0.5万吨，较去年同期也只减少了1.2万吨，降幅仅为3.1%。而上期所库存降幅则非常明显，当前库存较年初下降了2.9万吨，降幅达29.2%。

图 5.4.1：进口精镍量同比下降明显

图 5.4.2：国内精镍产量持续下降

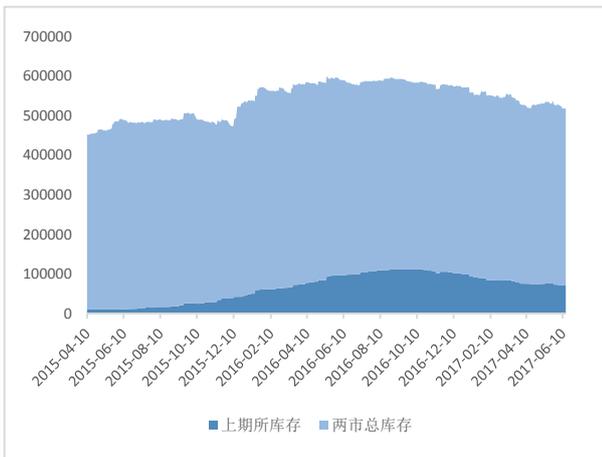


资料来源：Wind 南华研究



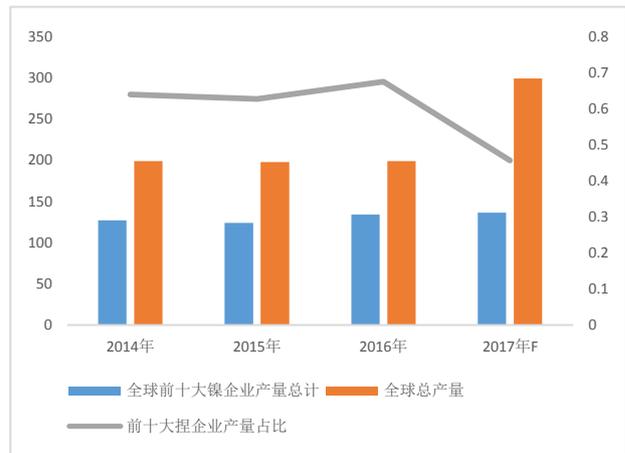
资料来源：Wind 新镍网 南华研究

图 5.4.3：精炼镍库存情况



资料来源：Wind 南华研究

图 5.4.4：全球前十大企业镍产量市场份额下降



资料来源：安泰科 南华研究

## 5.5. 不锈钢：库存冲高回落中

得益于国内经济增速稳定和不锈钢利润自去年开始大幅回升,2016 年全年不锈钢产量达 2485 万吨,同比增幅 15.3%。到今年一季度,不锈钢的产量、进出口数据均比较乐观,1 季度产量 622.5 万吨,同比增长 16.6%,表观消费量更是同比增长了 21%,显示不锈钢产销情况整体良好。但随着 4 月初镍价再次下跌,不锈钢产量迅速萎缩,4 月产量 184 万吨,较 3 月下降了 9.3%,5 月产量在 4 月基础上又下降了 6.8%。而 6 月德龙将复产,加之钢厂利润恢复导致的增产,预计不锈钢产量为 190 万吨,以此推算,今年 2 季度不锈钢产量下降同比或将达到 14.6%,1-6 月不锈钢产量较去年同期基本持平。

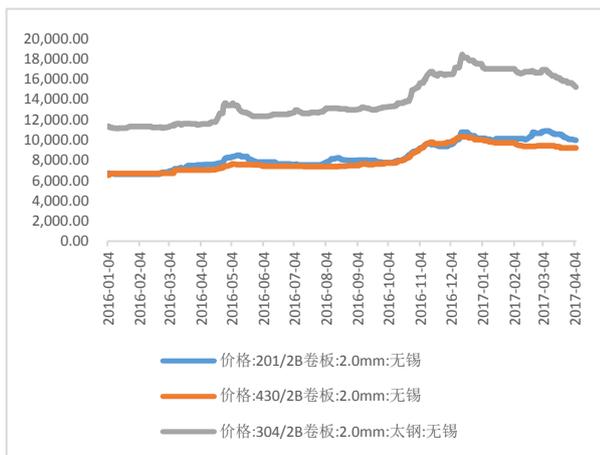
镍价下跌带动了不锈钢价格下跌,自去年 12 月 15 日至今年 6 月 15 日,伦镍价格下跌了 23.7%,而不锈钢价格同期下跌幅度则达 32.1%,不锈钢跌幅大于上游原料价格,显示下游不锈钢消费并不乐观。实际上,今年上半年 2 月和 4 月镍价的两波回落带动不

锈钢价格迅速回落，且在镍价反弹期间不锈钢价格并未出现明显反弹，这导致钢厂利润受到严重侵蚀，由不锈钢动态成本可以看出，钢厂从3月开始一直处于亏损状态，直到5月中旬不锈钢价格趋稳后钢厂才开始恢复利润。

再来看库存情况，佛山和无锡两地不锈钢总库从去年11月初旬阶段性低点开始迅速增加，4月中旬出现有记录以来最高库存39.3万吨，较11月初暴增51.2%，这也从一个侧面反映市场上不锈钢实际消费并不乐观。而随着不锈钢价格不断下跌，不锈钢库存也进入了去库存周期，两个月内库存迅速下降至29.6万吨附近，降幅达24.7%。

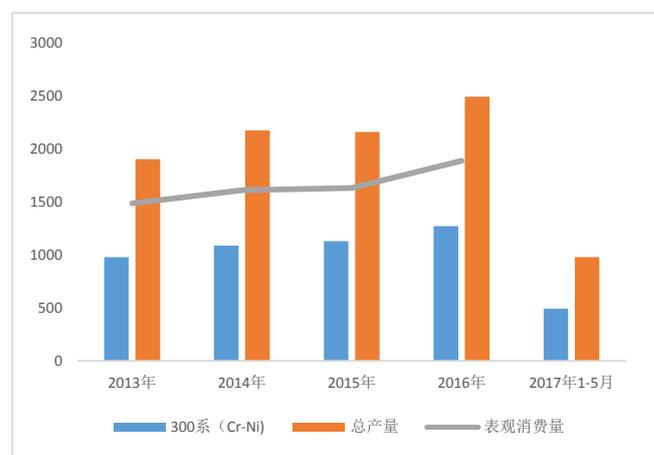
最后，根据精炼镍、镍铁产量，进口量和不锈钢产量，我们来推算国内镍供需情况。今年前5个月，国内镍铁产量364.9万吨，折合镍金属18.46万吨；精炼镍产量6.28万吨，国内镍金属产量24.74万吨。目前只有1-4月进口数据，因此以4月同比增速估计5月进口量，则前5个月进口镍铁51.1万吨，折合镍金属5.11万吨；进口精炼镍7.91万吨左右，共进口镍金属13.02万吨。镍金属供应量为37.76万吨。最后考虑上期所镍库存变化情况，今年1月初到5月末，上期所镍库存共减少了1.53万吨，因而实际的镍供应量应为39.3万吨左右。而1-5月，国内不锈粗钢产量978万吨，按照300系8个镍点，200系1.5个镍点，废不锈钢利用率18%折算需求量，镍金属需求量为38.8万吨。表面上看镍供应仅是略过剩，但实际上因不锈钢价格下跌导致目前钢厂炼钢时废不锈钢利用率提高到了30%左右，若以2月末伦镍价格下跌为时间节点，前1-2月钢厂废不锈钢利用率18%计算，而3-5月废不锈钢利用率以30%计算，国内前5个月镍金属需求量仅为35万吨，供应过剩应该说比较严重。

图 5.5.1：不锈钢价格冲高回落（单位：元/吨）



资料来源：Wind 南华研究

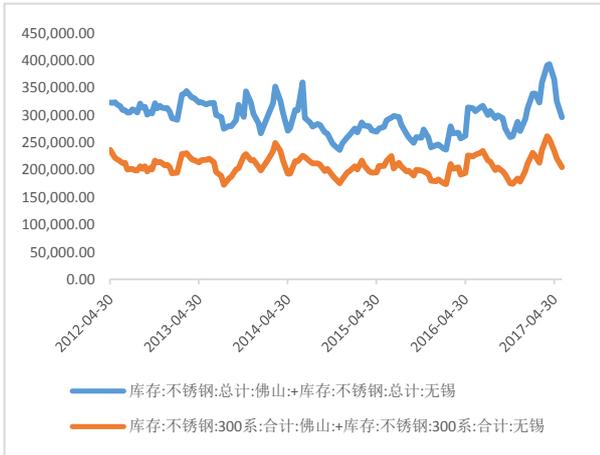
图 5.5.2：不锈钢供应过剩（单位：万吨）



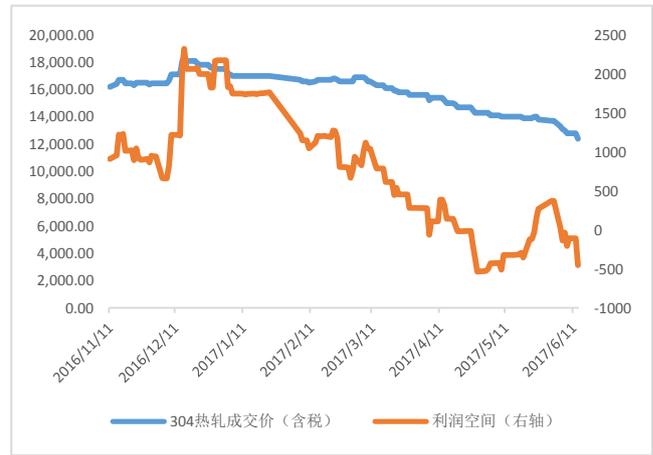
资料来源：Wind 特钢铁会不锈钢分会 南华研究

图 5.5.3：佛山与无锡不锈钢总库存回落（单位：吨）

图 5.5.4：不锈钢利润情况（以 304 为例）



资料来源：Wind 南华研究



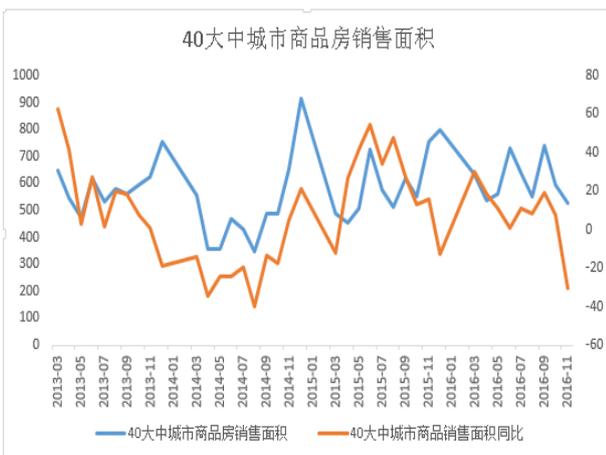
资料来源：Wind 我的钢铁网 南华研究

## 5.6. 房地产、新能源汽车：需求增速放缓

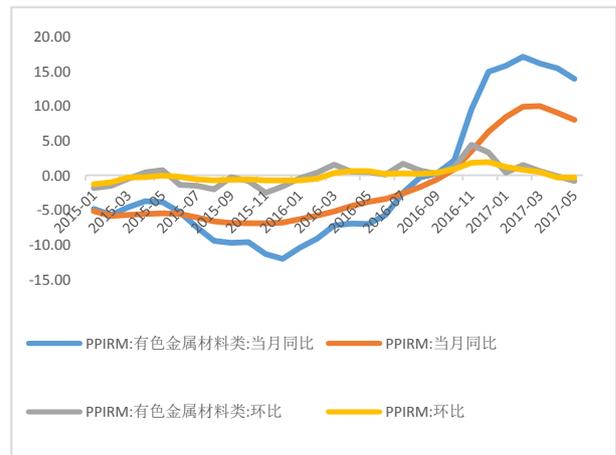
终端消费看，房地产 2017 年前三个月房屋竣工面积保持增速，但幅度与去年同期相比已有所下降，进入 4 月后，房屋竣工面积同比已出现下降，而不锈钢中 65%用于装修材料，竣工面积下降意味着 3-6 个月后不锈钢消费的下滑。而新能源汽车方面，2017 年 1-5 月共生产新能源汽车 14 万辆，较去年同期 19.4 万辆下降了 27.8%。以 2016 年共生产新能源汽车 59.7 万辆，每辆汽车使用镍金属 40 公斤计算，年用镍金属仅 2.4 万吨，即使新能源汽车产量以年均 20%增长，需要 12 年后新能源汽车金属镍使用量才能达到 21 万吨，即 2017 年预计消费量的 10%。因此，新能源汽车虽然是镍金属消费的新兴领域，但在未来一段时间内仍不是镍供需基本的主要影响因素。

图 5.6.1：房屋竣工面积同比增速放缓

图 5.6.2：工业生产者出厂价格同比增速出现下滑



资料来源：Wind 南华研究



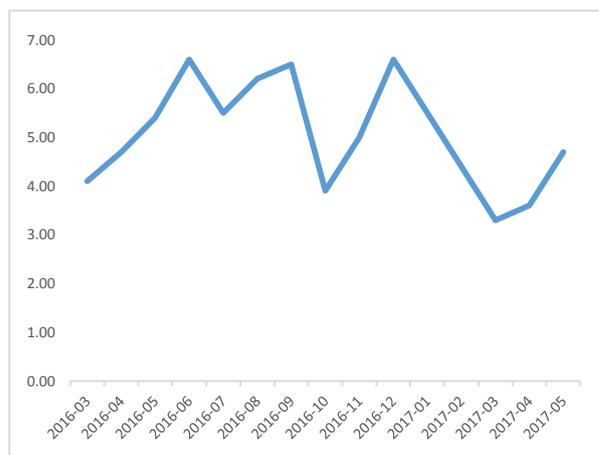
资料来源：Wind 南华研究

图 5.6.3：固定资产投资完成额同比增速下滑

图 5.6.4：新能源汽车产量同比下降（单位：万吨）



资料来源: Wind 南华研究



资料来源: Wind 南华研究

## 5.7. 2017 年下半年镍市展望

2017 年镍产业链行情来看,自终端不锈钢开始正在进行被动去库存的过程,同时可以看到镍价下跌之后出现了废不锈钢经济性高于高镍铁的情况,这是导致钢厂提高废不锈钢利用率的根本原因。近期也能看到纯镍的经济性在慢慢提高,而两市特别是国内上期所镍库存从高位稳步下降,这对镍价有一定支撑作用。但我们必须看到,随着菲律宾和印尼相继放开镍矿出口,国内矿供应将大幅过剩,而原料端的再次下跌将引起成本坍塌和利润恢复的双重影响,一旦利润恢复后有镍铁厂和不锈钢厂复产导致产量增加,那么终端不锈钢将再次被迫进入累库存,这在终端需求预期转差、新兴需求无法快速增加的情况下非常危险。

同样,近期也出现了新情况,不锈钢原料端高碳铬铁出现了快速上涨,这种上涨是铬铁超跌之后的反弹,时间并不能持久,对不锈钢价格的支撑也只是暂时。只有镍价保持低位,以时间换取终端不锈钢库存消化的空间,才能使镍产业链重回健康状态。

盘面上,伦镍从去年 5 月份以来,已经经历了比较完整的三浪上涨五浪下跌的行情,当前伦镍 8900 位置上,若能上破 9000 点关卡,则上方反弹空间将打开至 9450 附近,而下方下破 8700 后空间将打开至 8000 附近,下半年镍价将可能在 8050 至 9750 范围内偏弱震荡。

## 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 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

### 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江道交口东南侧 大安大厦 A 座 1003  
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：021-50431979

### 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：021-50431979

### 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

广州市天河区花城大道 68 号 2008 室、2009 室  
电话：020-38809869

### 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002  
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

**北京营业部**

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

**太原营业部**

山西省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**

浙江省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

**海宁营业部**

浙江省海宁市海洲街道钱江西路 238 号  
 广隆财富中心 1 号楼 301、302、312、313 室  
 电话：0573-80703000

**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

**永康营业部**

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

**南通营业部**

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

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室  
 厦门市思明区鹭江道 96 号之二砖石海岸 B 栋 1903 单元  
 电话：0592-2120299

**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：0452-5003003

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区申奥广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）  
 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

**横华国际金融股份有限公司**

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼、十六楼  
 电话：00852-28052658

**浙江南华资本管理有限公司**

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

## 免责声明

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

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



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

客服热线：400 8888 910

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