



## 锌光暗淡，镍磐重生

### 摘要

**铜：**展望三季度，短期受中美贸易战等宏观波动加剧和美元走强影响，铜价面临被打压的局面。但是全球铜矿供应偏紧的格局不变，废铜收缩比较明显，叠加正在进行的 Escondida 铜矿劳资谈判，三季度罢工风险仍存。而需求方面，房地产超出预期，目前家电尤其空调的产销超预期，加上下半年的电网投资可能有较大增幅，基本面向好，铜价下行空间有限。我们预计三季度在宏观扰动事件缓和之后，铜价有望迎来一波旺季行情。综合来看，我们判断三季度伦铜在 6600-7300 美元/吨之间波动，对应沪铜 50000-56000 元/吨之间波动。

**铝：**成本端氧化铝开工率稳步回升，从而造成氧化铝价格存在一定的下行空间。采暖季结束之后预焙阳极价格持续下跌，电解铝成本支撑减弱。市场传言已久的自备电厂整治方案三季度或将出台，这将会提供一定的成本支撑空间。受益于房地产超预期、国网施工即将进入旺季，铝消费旺季进行时，铝的去库存进行的比较顺畅，成为当前铝价走势的主要逻辑。铝材出口将成为推动国内去库存，支撑铝价走强的长期基础。基于下有支撑，上有压力，我们预计三季度铝价大概率在 14000-14500 之间维持窄幅震荡。

**锌：**由于全球锌矿复产速度远不及预期，加工费维持低位打压炼厂利润，延缓了锌价大方向看跌的节奏，锌价更多表现为震荡。虽然供给端锌矿偏紧给予锌价一定支撑，但预计后期随着进口锌的流入以及国内锌矿供应的缓慢回升，我们认为锌供应端的支撑将逐步减弱。叠加加工费有所改善，社会库存扭转下降趋势，预期累库提速将加大锌价向下调整压力。锌市由供应驱动逐渐转为消费驱动，中美贸易战重燃的背景下，目前市场普遍看淡房地产市场和汽车市场，预期消费偏弱，难带动消库，整体上我们认为后期锌价仍面临重心继续下移的风险，预计锌价将震荡偏空。

**镍：**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，中美贸易摩擦的升级将使镍价不断出现回调，但中长期不锈钢消费稳步增长和新能源汽车爆发式增长将不断推高镍价，直到伦镍价格长期维持在 15000 美元/吨以上 6 个月以上，全球中小镍矿将可能再次开启，届时镍供应将大幅增加。另外因国内新能源汽车预定目标位 2020 年达到 200 万辆乘用车以上，目前新能源汽车超预期增速也将极可能导致 19 年或 20 年新能源汽车供应大幅过剩，但就今年下半年行情来看，镍价将继续维持上涨行情，保守估计镍价上涨至 13 万以上，乐观预计为 15 万以上。

南华期货研究所

薛娜

投资咨询从业资格号：

Z0011417

0571-89727545

xuena@nawaa.com

楼丹庆

0571-89727544

loudanq@nawaa.com

王仍坚

0571-89727544

wangrengjian@nawaa.com

寿佳露

0571-89727544

shoujialu@nawaa.com

## 目录

第 1 章	宏观扰动，铜博士等待破茧时机 .....	7
1.1.	矿山投资回暖，三季度供应依然紧张 .....	8
1.2.	政策导致废铜进口下降 .....	10
1.3.	铜矿罢工风险成为扰动因子 .....	11
1.4.	精炼铜进口维持高位 国内产量增加 .....	12
1.5.	全球铜库高位回落 .....	13
1.6.	铜消费增速稳中有升 .....	14
1.7.	新能源汽车长期向好 .....	17
1.8.	三季度铜价走势展望 .....	18
第 2 章	“铝”途漫漫 .....	19
2.1.	行情回顾 .....	19
2.2.	俄铝事件回顾 .....	20
2.3.	供应端：压力犹存，制约铝价上行空间 .....	21
2.4.	成本端：支撑减弱 .....	23
2.5.	需求端：旺季去库存进行时 .....	27
2.6.	铝材出口：低沪铝比值，铝材出口增加 .....	32
2.7.	三季度铝价展望 .....	33
第 3 章	锌价或震荡下行 .....	34
3.1.	锌矿产量增速不如预期，加工费维持低位 .....	34
3.2.	精炼锌供应盈余，进口锌窗口不定期打开 .....	37
3.3.	库存去化速度放缓，存在累库趋势 .....	39
3.4.	锌市总体消费稳中偏弱 .....	40
3.5.	三季度锌价走势展望 .....	43
第 4 章	镍：消费需求的两架马车驱动价格上涨 .....	44
4.1.	2018 年 2 季度行情综述：消费驱动价格上涨 .....	44
4.2.	镍矿：菲律宾与印尼或各占半壁江山 .....	45
4.3.	镍铁：行业利润持续恢复 .....	49
4.4.	纯镍：国内外库存持续转好 .....	51

4.5. 镍下游消费：不锈钢消费恢复，库存下降 .....	53
4.6. 镍下游消费：新能源汽车消费带动硫酸镍端高速增长 .....	55
4.7. 不锈钢下游：房地产、基建仍可期 .....	55
4.8. 2018 年下半年度镍市展望 .....	56
免责声明 .....	59

## 图表目录

图 1.1: 伦铜指数价格走势 .....	7
图 1.2: 沪铜指数价格走势 .....	8
图 1.1.1: 全球精铜供需及价格预测 .....	9
图 1.2.1: 四季度以来废铜进口量持续回落 .....	10
图 1.2.2: 一季度精废铜价差回落 .....	10
图 1.3.1: 铜矿劳工协议到期表 .....	11
图 1.4.1: 3 月精炼铜进口量同比出现下滑 .....	12
图 1.4.2: 一季度中国精炼铜产量小幅下降 .....	12
图 1.5.1: 三大交易所铜库存一季度大幅攀升 .....	14
图 1.5.2: 二季度 LME 库存快速回落 .....	14
图 1.5.3: SHFE 铜库存持续下降 .....	14
图 1.6.1: 一二季度电网基本建设投资完成额负增长 .....	15
图 1.6.2: 1-5 月彩电产量同比大幅增长 .....	16
图 1.6.3: 1-5 月空调累计产量环比增速逐渐回升 .....	16
图 1.6.4: 1-2 月冰箱累计产量增速企稳回升 .....	16
图 1.6.5: 1-5 月房地产开发投资增速维持高位 .....	16
图 1.6.6: 1-5 月全国汽车累计产量超过去年同期 .....	17
图 1.6.7: 1-5 月累计新开工面积增速快速提高 .....	17
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 .....	19
图 2.1.2: 伦铝价格走势 .....	20
表 2.3.1: 2018 年中国电解铝新增产能 (单位: 万吨) .....	21
图 2.3.2: 电解铝开工率走势 .....	21
图 2.3.3: 上期所及 LME 铝库存 .....	22
图 2.3.4: 电解铝社会库存 (万吨) .....	23
图 2.4.1: 2017-2018 年中国铝土矿月度进口量 (万吨) .....	24
表 2.4.1: 氧化铝供需平衡表 (单位: 万吨) .....	24
图 2.4.2: 氧化铝开工率 .....	25
图 2.4.3: 氧化铝价格 .....	25
图 2.4.4: 预焙阳极价格 .....	26
图 2.5.1: 全球及中国电解铝消费结构 .....	27
图 2.5.2: 中国房地产开发投资额及新屋开工面积 .....	28
图 2.5.3: 中国房地产新屋竣工面积 .....	28
图 2.5.4: 中国汽车产量 .....	29

图 2.5.5: 中国新能源汽车产量 (万辆) .....	29
图 2.4.6: 铝型材开工率 (%) .....	30
图 2.5.1: 电解铝社会库存分地区 (万吨) .....	30
图 2.4.7: 铝线缆开工率 (%) .....	31
图 2.4.8: 铝板带箔开工率 (%) .....	31
图 2.6.1: 中国未锻造铝和铝材出口 (万吨) .....	32
图 3.1 伦锌全年维持震荡上行走势.....	34
图 3.2 沪锌全年维持震荡上行走势.....	34
图 3.1.1 一季度全球锌矿有紧缺现象 (单位: 千吨) .....	35
图 3.1.4 精炼锌加工费小幅抬升, 但仍维持低位.....	36
图 3.1.5 锌精矿内外贸易处于进口亏损 .....	37
图 3.2.1 ILZSG 全球精炼锌供需情况 (单位: 千吨) .....	37
表 3.2.1 全球精炼锌供需明细 (单位: 千吨) .....	38
表 3.2.2 国内精炼锌企业开工率 .....	38
图 3.2.2 上半年国内精炼锌累计产量情况.....	39
图 3.2.3 上半年国内精炼锌进口情况 .....	39
图 3.3.1 LME 锌库存情况 .....	39
图 3.3.2 SHFE 锌库存情况 .....	39
图 3.3.3 国内社会库存走势图 (单位: 万吨) .....	40
图 3.4.1 1-4 月国内镀锌板库存情况 .....	41
图 3.4.2 1-4 月重点企业镀锌板销售情况.....	41
图 3.4.3 一季度镀锌板出口情况 .....	41
图 3.4.4 一季度镀锌板出口价和出口量情况 .....	41
图 3.4.5 全国汽车产量 .....	42
图 3.4.6 累计新开工面积 .....	42
图 3.4.7 房地产投资情况 .....	42
3.4.8 房地产销售及资金来源.....	42
图 4.1: 沪镍处在上升通道 .....	44
图 4.2: 伦镍处在上升通道 .....	44
表 4.1.1: 镍供应继续短缺 (单位: 万吨) .....	45
图 4.2.1: 镍矿进口总量同比上升.....	46
图 4.2.2: 菲律宾进口镍矿量有所回升 .....	46
图 4.2.3: 自印尼进口镍矿量大幅上升 .....	46
图 4.2.4: 菲律宾进口和印尼进口占总量比的不同趋势.....	46
图 4.2.5: 国内港口库存进入累库状态 .....	47

图 4.2.6: 国内港口库存回升 .....	47
表 4.2.1: 印尼镍矿出口许可情况 .....	47
图 4.2.7: 印尼矿与菲律宾矿价格走势分化 .....	48
图 4.3.1: 镍铁产量同比下滑 .....	49
图 4.3.2: 镍铁折合纯镍量同比下滑 .....	49
图 4.3.3: 镍铁价格维持高位 .....	50
图 4.3.4: 国内镍铁前 10 家企业集中度达 75% .....	50
图 4.3.5: 镍铁进口同比下滑 .....	50
图 4.3.6: 印尼进口镍铁占比下降 .....	50
图 4.3.7: 2019 年前印尼镍铁实际投产产能达 376 万吨 .....	51
图 4.3.8: 镍铁库存情况平稳 .....	51
图 4.4.1: 国内纯镍产量同比继续下滑 .....	51
图 4.4.2: 2018 年进口纯镍量有所恢复 .....	51
图 4.4.3: 上期所镍库存持续下滑 .....	52
图 4.4.4: LME 镍库存持续下降 .....	52
图 4.4.5: LME (0-3) 贴水历史低位 .....	52
图 4.4.6: LME (3-15) 贴水历史低位 .....	52
图 4.5.1: 不锈钢月度产值 .....	53
图 4.5.2: 不锈钢价格稳中有升 .....	53
图 4.5.3: 无锡佛山两地库存回落 .....	54
图 4.5.4: 300 系回落速度最快 .....	54
图 4.5.5: 热轧库存变动 .....	54
图 4.5.6: 冷轧库存变动 .....	54
图 4.6.1: 新能源汽车产量迅速增加 .....	55
图 4.6.2: 六水硫酸镍价差低位反弹 .....	55
图 4.6.3: 固定资产投资完成额累计同比增速回升 .....	56
图 4.6.4: 房地产开发投资完成额累计同比增速略回落 .....	56

## 第1章 宏观扰动，铜博士等待破茧时机

2017 年年底前，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，最高打到了 7312 美元/吨。随后，由于进入铜的消费淡季，叠加库存不断增加至同期高位，伦铜开启了长达 5 个月的回调整理道路。期间，受中美贸易战的影响，宏观担忧情绪暴增，伦铜一度在 3 月 26 日打到了 6638 美元/吨的低位。此后一段时间一直受美元走强，贸易战担忧，和铜消费逐渐走旺的多重影响，在 6800 中枢做三角形整理。

进入到五月底，受益于宏观回暖，以及市场对于世界最大的铜矿 Escondida 新一轮的劳资谈判可能引发新一轮供应担忧。伦铜进行了大幅的拉涨，突破了前期的高点 7348 美元/吨。美国当地时间 6 月 15 日，特朗普总统通过白宫官网宣布：决定对中国价值 500 亿美元的产品征收 25% 的关税，重新打响了贸易战的第一枪。由于受宏观影响最大，伦铜开启了一波流畅的跌势，重新回到了前期的整理平台 6800 附近。沪铜与伦铜的走势相类似，对应的下方支撑位 51000 元/吨，上方高位 56000 元/吨。整体走势稍微弱于伦铜。

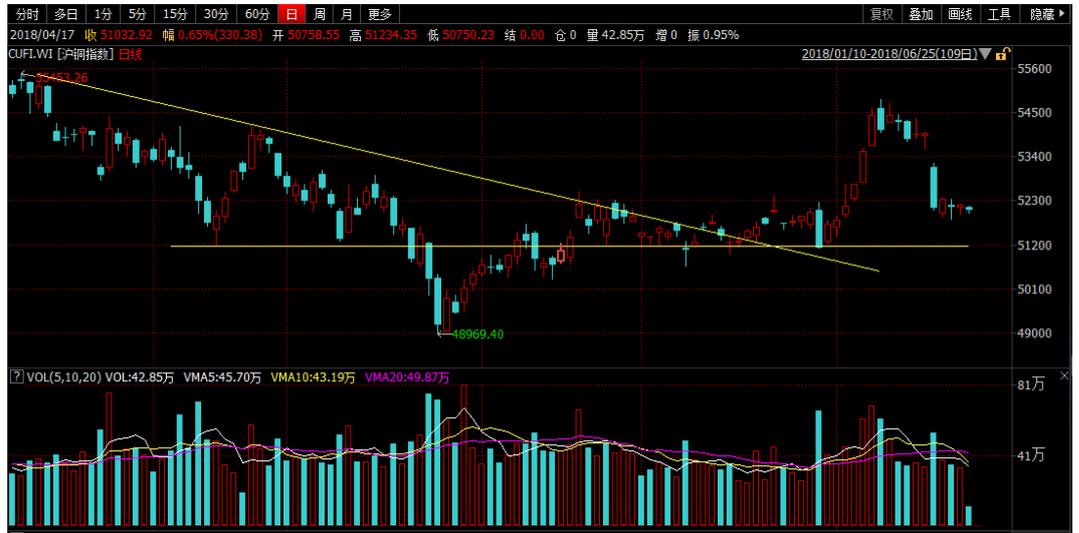
展望三季度，短期受中美贸易战等宏观波动加剧和美元走强影响，铜价面临被打压的局面。但是全球铜矿供应偏紧的格局不变，废铜收缩比较明显，叠加正在进行的 Escondida 铜矿劳资谈判，三季度罢工风险仍存。而需求方面，房地产超出预期，目前家电尤其空调的产销超预期，加上下半年的电网投资可能有较大增幅，基本面向好，铜价下行空间有限。我们预计三季度在宏观扰动事件缓和之后，铜价有望迎来一波旺季行情。综合来看，我们判断二季度伦铜在 6600-73000 美元/吨之间波动，对应沪铜 50000-56000 元/吨之间波动。

图 1.1：伦铜指数价格走势



资料来源：Wind 南华研究

图 1.2: 沪铜指数价格走势



资料来源: Wind 南华研究

### 1.1. 矿山投资回暖，三季度供应依然紧张

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远期的供需缺口。

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

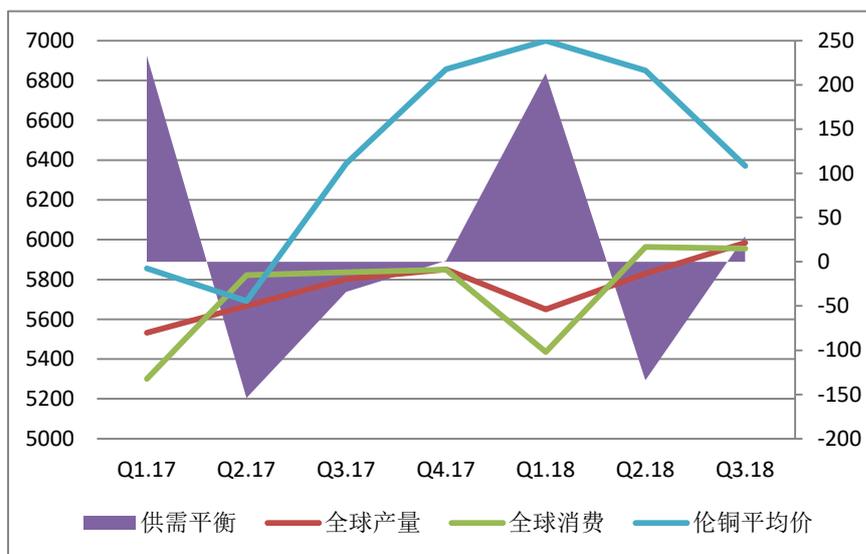
目前全球供应主要看中国冶炼产能释放情况，铜矿弹性已经几乎释放完毕。原料端是供应的主要限制力量。从路透最新数据来看，一季度全球精炼铜出现供应过剩 21.3 万吨，二季度将出现供应缺口 13.4 万吨，上年同期为短缺 15.4 万吨。

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 批环保批文总额度为 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。二季度精废铜价差在 6000 元附近波动。

图 1.2.1：四季度以来废铜进口量持续回落

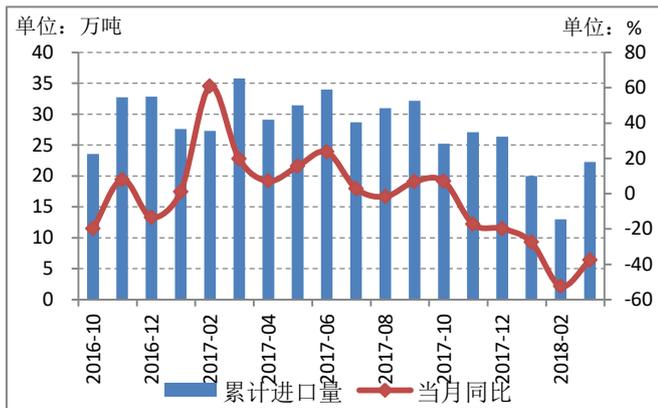
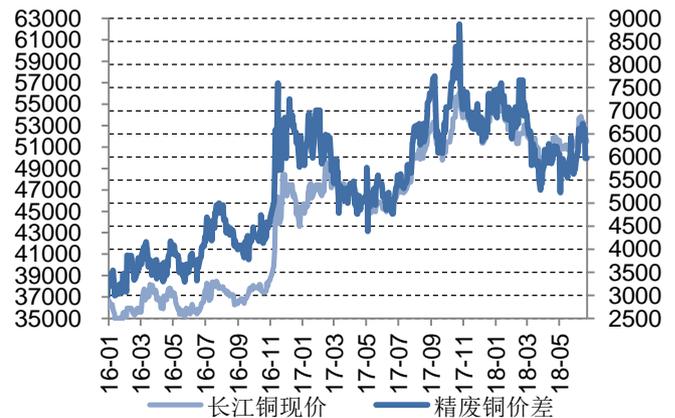


图 1.2.2：一季度精废铜价差回落



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。

受环保政策影响，自 2017 年 6 月以来，废铜进口累计同比不断下滑。2018 年 4 月，中国进口废铜 22.29 万吨，当月同比下滑 37.7%，累计进口 55.26 万吨，进口累计同比下降 39.10%。2018 年废铜进口审批额度出现明显的收缩，目前已经公布的前 11 批进口审批额度 47.01 万吨，较去年同期减少 84.36%。4 月 19 日，中国环境部：将废五金、冶炼渣等 16 类废物从“限制”调整为“禁止”进口，表明废七类自 2018 年年底开始完全禁止进口，另据安泰科估计 2019 年影响铜供应 30-40 万吨，增加了市场对于废七类铜进口限制更加严格的预期。

据我们在广东地区废铜供应情况的调研显示，由于废铜供应的紧张，企业加大投产使用电解铜作为原料生产铜杆产线，使用废铜进行冶炼的企业目前采购粗铜，阳极板补充废铜原料的不足。虽然有部分拆解商转移到东南亚国家，但是最早可能要到 9 月份拆解的废铜才有废铜会流入国内，由于种种问题，国内废铜供应极为短缺。

### 1.3. 铜矿罢工风险成为扰动因子

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。

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

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。

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资合同，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%，目前正在进行谈判中。最新的消息显示鉴于铜价上涨，新劳动合同的达成正向有利的方向发展。但是，目前由于贸易战的扰动，导致铜价又回落至原来的水平，罢工风险仍然存在。此外，三季度有较多到期要谈判的劳工合同，包括了 Cerro Colorad, Andina、Collahuasi、El Teniente 几大矿山。

### 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 1.4.1: 3 月精炼铜进口量同比出现下滑

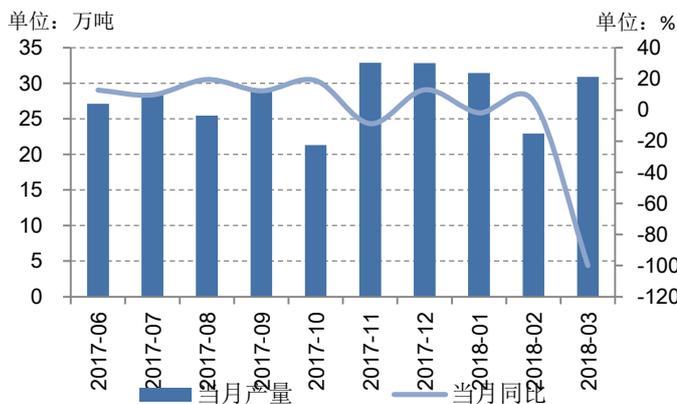
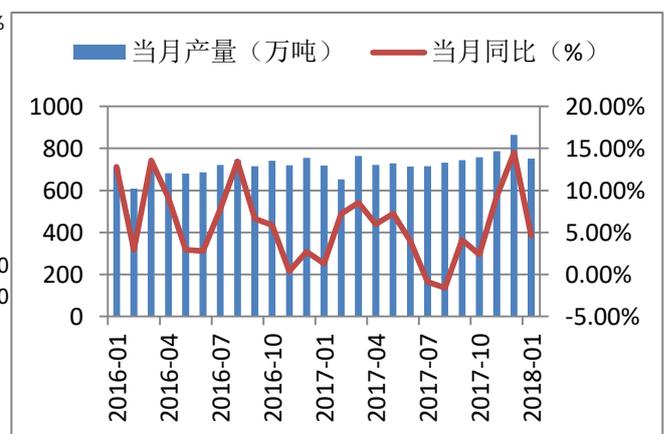


图 1.4.2: 一季度中国精炼铜产量小幅下降



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 1.4.1：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 1.4.2：2018 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

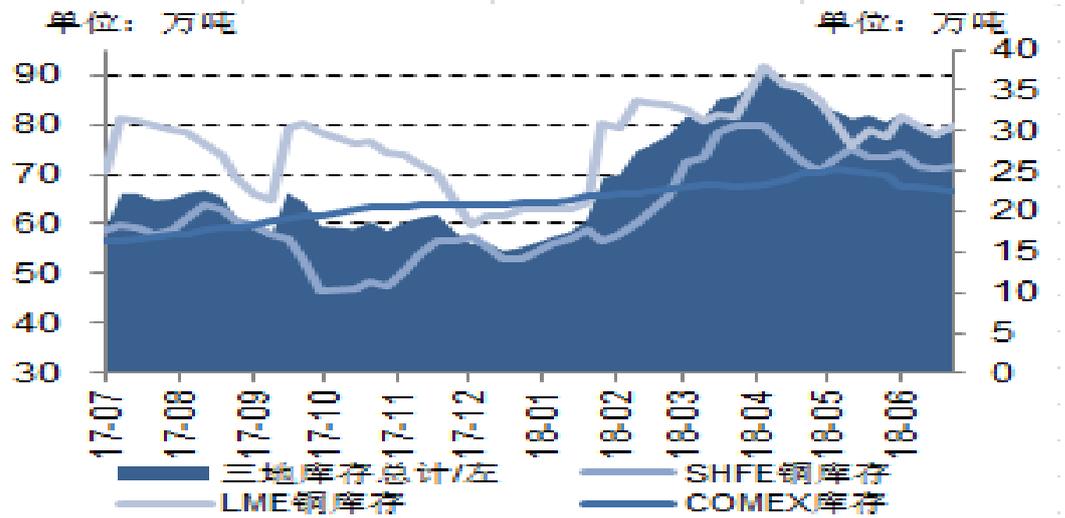
数据来源：Bloomberg 南华研究

## 1.5. 全球铜库高位回落

一季度高库存成为打压铜价的主要因素。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。

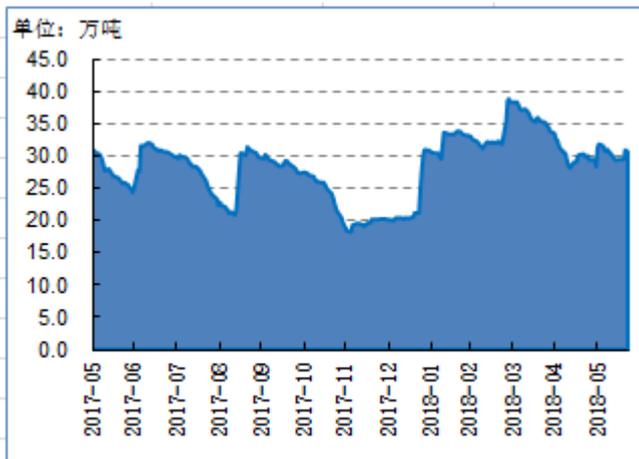
进入到第二季度，铜下游消费旺盛，三大交易所的库存都出现了下滑。截止 2018 年 6 月 22 日，LME 库存为 305975 吨，上期所库存为 255394 吨，COMEX 库存为 225572 吨，三大交易所总库存为 786941 吨。

图 1.5.1：三大交易所铜库存一季度大幅攀升



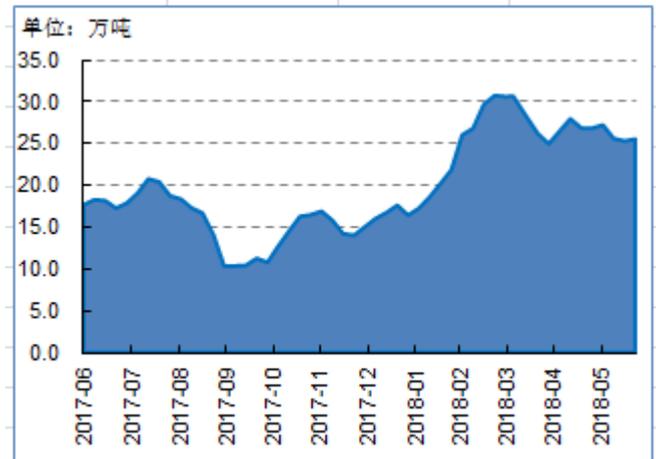
资料来源：Wind Bloomberg 南华研究

图 1.5.2：二季度 LME 库存快速回落



资料来源：Wind 南华研究

图 1.5.3：SHFE 铜库存持续下降



资料来源：Wind 南华研究

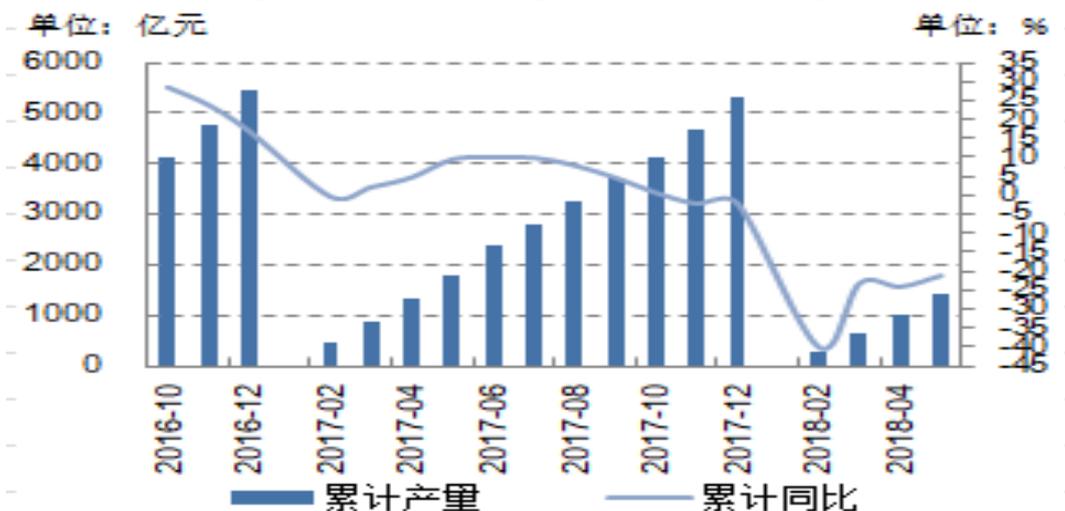
## 1.6. 铜消费增速稳中有升

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。

分具体行业来看，电力行业占据铜消费的 45% 左右。2018 年 3 月，国家电网基本建设投资完成额累计值 657 亿元，累计同比-23.20%，4 月投资完成额累计值 993 亿元，累计同比-24%，5 月投资

完成额累计值 1414 亿元，累计同比-21.20%。均低于去年同期，但是根据国家电网投资规划，2018 年电网投资总额是略高于 2017 年的，所以 2018 年下半年电网投资可能有较大增幅。

图 1.6.1：一二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。1-5 月家用空调产量 9025 万台，累计同比增速 16.10%。从绝对数量来看，1-5 月的增量依然强劲。冰箱方面，1-5 月产量同比增速 4.4%，主要受淡季影响。另一方面，1-5 月的彩电产量为 7339.3 万台，由于 2017 年的基数较低，累计同比增速意外大幅增长至 17.8%。

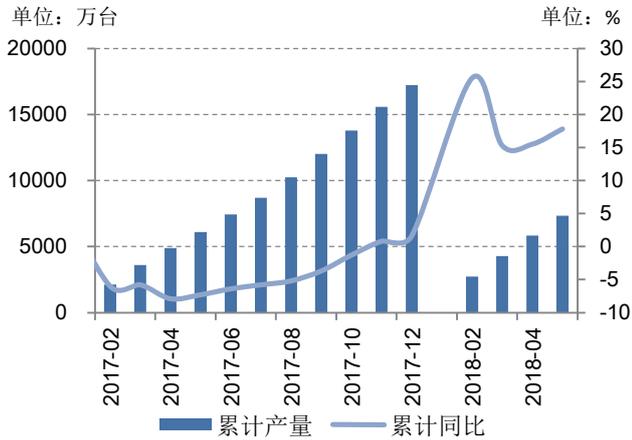
房地产消费端：商品房销售面积同比增速已连续 15 个月呈现负增长态势。商品房销售热度出现下滑，影响商品房新建计划。1-5 月房屋新开工面积同比增长 10.8%，增速在两位数以上，显示房地产市场依然比较好。房屋新开工面积增速领先于家电消费 12 个月，由此推断，三、四季度的家电需求依然较好，并传到至精铜消费增速继续维持稳定。

值得注意的是，1-5 月房地产累计开发总额增速大幅增长至 10.20%，连续三个月累计同比增速 10% 以上。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 年下半年房地产市场依然强劲，对铜价形成消费端的有力支撑。

汽车消费端来看，1-5 月份汽车累计产量为 1176 万辆，同比增加 3.6%。虽然此前预期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，但是实际 1-5 月汽车产量增速仍然达超过 3%，这主要是由于新能源汽车产量增速弥补了传统汽车的下滑，国家对新能源汽车补贴，摇号等政策的大幅支持，保证了汽车消费端的增速。

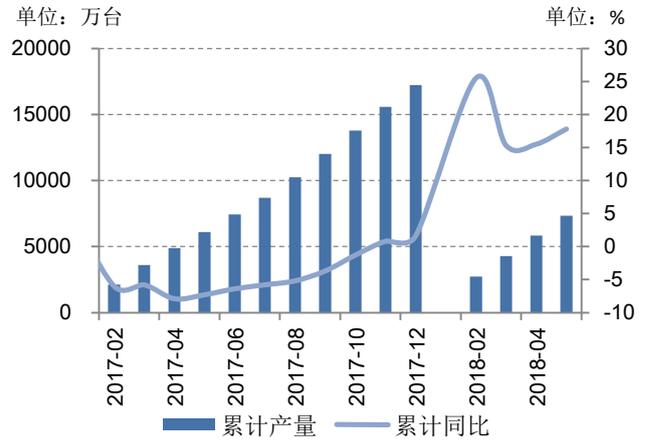
总的来看，房地产、汽车消费均超过市场预期，虽然国家政策“房住不炒”但是房地产的韧性较好，总体依然维持正增长。叠加家电和电网我旺季来临，我们对三季度铜消费依然乐观。

图 1.6.2: 1-5 月彩电产量同比大幅增长



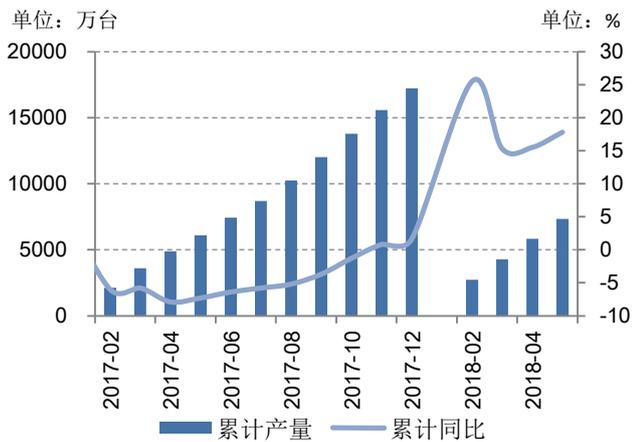
资料来源：国家统计局 南华研究

图 1.6.3: 1-5 月空调累计产量环比增速逐渐回升



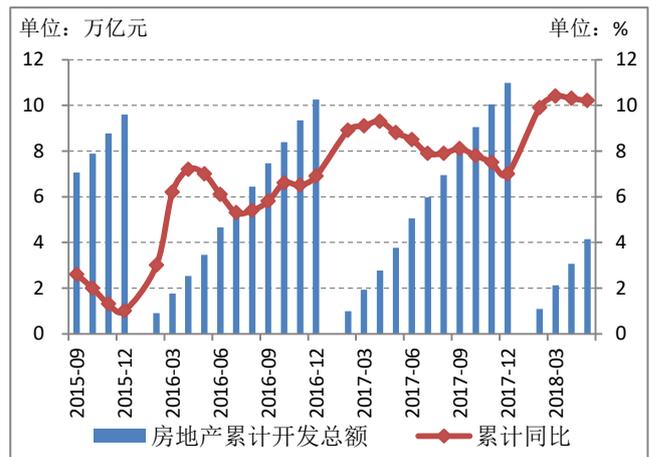
资料来源：国家统计局 南华研究

图 1.6.4: 1-2 月冰箱累计产量增速企稳回升



资料来源：国家统计局 南华研究

图 1.6.5: 1-5 月房地产开发投资增速维持高位



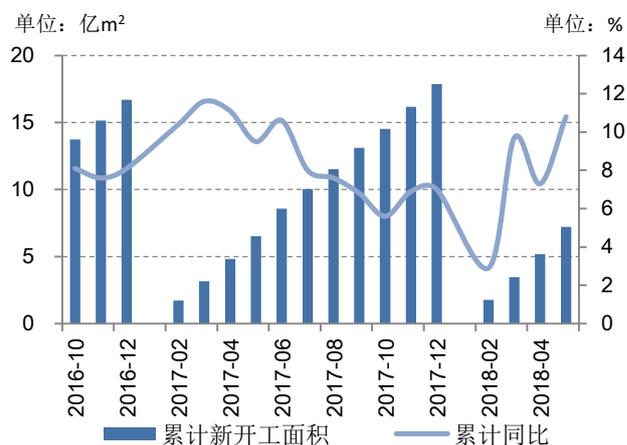
资料来源：国家统计局 南华研究

图 1.6.6: 1-5 月全国汽车累计产量超过去年同期



资料来源：国家统计局 南华研究

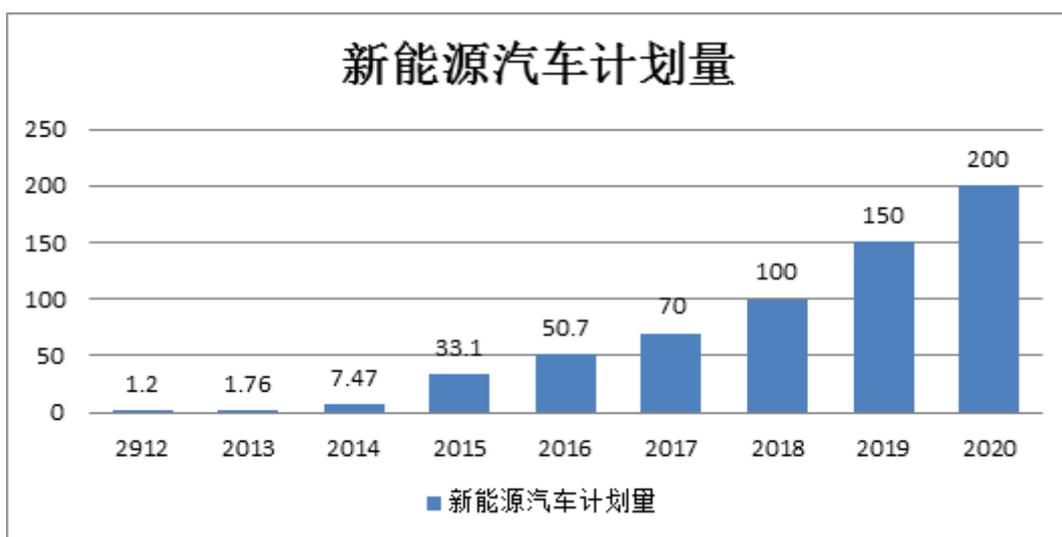
图 1.6.7: 1-5 月累计新开工面积增速快速提高



资料来源：海关总署 南华研究

## 1.7. 新能源汽车长期向好

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

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%，新能源汽车是传统汽车用铜量的 4 倍左右，平均用铜量在 80kg/辆，粗略估计能够增量铜消费 8-10 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。

## 1.8. 三季度铜价走势展望

展望三季度，短期受中美贸易战等宏观波动加剧和美元走强影响，铜价面临被打压的局面。但是全球铜矿供应偏紧的格局不变，废铜收缩比较明显，叠加正在进行的 Escondida 铜矿劳资谈判，三季度罢工风险仍存。而需求方面，房地产超出预期，目前家电尤其空调的产销超预期，加上下半年的电网投资可能有较大增幅，基本面向好，铜价下行空间有限。我们预计三季度在宏观扰动事件缓和之后，铜价有望迎来一波旺季行情。综合来看，我们判断三季度伦铜在 6600-7300 美元/吨之间波动，对应沪铜 50000-56000 元/吨之间波动。

## 第2章 “铝”途漫漫

二季度主导铝价暴涨的俄铝事件基本告一段落。回到基本面上来看，国内 190 多万吨的电解铝高库存和全年 400 多万吨的新增电解铝产能计划成为制约铝价上行的重要因素。成本端方面由于国外铝土矿供应充裕，国内铝土矿开采受环保检查影响较小，氧化铝开工率稳步回升，从而造成氧化铝价格存在一定的下行空间。采暖季结束之后预焙阳极价格持续下跌，目前维持每月 100-200 元/吨的跌幅，电解铝成本支撑减弱。市场传言已久的自备电厂整治方案三季度或将出台，这将会提供一定的成本支撑空间。受益于房地产超预期、国网施工即将进入旺季，铝消费旺季进行时，铝的去库存进行的比较顺畅，成为当前铝价走势的主要逻辑。国外铝存在巨大的缺口，目前沪铝比值处于 6.5 左右的低位，利于铝材出口，推动国内去库存，支撑铝价走强的长期基础。

综上所述，基于下有支撑，上有压力，出口或成为长期走强基础，我们预计三季度沪铝价大概率在 14000-14500 之间维持窄幅震荡。

### 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

2018 年第一季度，铝价一直处于跌跌不休的状态，主要是由于受到春节假期等因素影响，国内下游铝加工企业开工率偏低，铝下游需求持续疲软，导致了铝锭库存不断累积，社会库存最高达到了接近 230 万吨的历史高位。之后由于贸易战的影响，铝价一度击穿了 14000 的成本支撑，最低打到了 13700 附近的低位。

进入二季度，4 月 6 日，美国财政部宣布对金属大亨 Oleg Deripaska 制裁，拉开了美国制裁俄铝的序幕，由于俄铝占全球电解铝产量接近 7%，市场反应强烈。沪铝一路上涨，4 月 19 日打到了 15589 的高位。但此后，美国宣布对俄铝制裁放缓，沪铝重挫，重回基本面。之后，在铝消费旺季的去库存下，铝价震荡走高。最近由于成本端氧化铝和预焙阳极价格回落，中美贸易战战火重燃，铝价大幅回落，接近下方 14000 的技术支撑位。

图 2.1.2：伦铝价格走势



资料来源：Wind 南华研究

在美国制裁俄铝之前，伦铝走势相对沪铝偏弱。俄铝事件爆发以后，伦铝直接暴力拉升，短期涨幅接近 30%，最高点打到了 2559。在制裁俄铝事件缓和后，伦铝直接回落到 2175 最低点，之后的走势是在 2300 的中枢做一个震荡。近期也是受原料端氧化铝铝成本下滑，中美贸易战重启，宏观堪忧，导致了伦铝开启弱势下跌模式，打到了 2100 附近。从技术面上来看，伦铝下方存在一定的支撑，目前 LME 库存从 3 月初的 130 万吨下降到了最新的 112 万吨。国外铝的基本面对伦铝价格有支撑。

## 2.2. 俄铝事件回顾

美国制裁俄铝事件成了二季度推升铝价暴涨暴跌的源头。简单回顾一下俄铝事件主要分为三个阶段。第一阶段：美国发布《以制裁反制美国敌人法案 (Countering America's Adversaries Through Sanctions Act (CAATSA))》根据美国财政部 4 月 6 日发布的新闻稿，此次制裁旨在打击“俄罗斯政府在全球范围内从事的一系列恶意活动，包括继续占领克里米亚并在乌克兰东部煽动暴力、在阿萨德政权轰炸叙利亚平民之际为其提供物资和武器、企图颠覆西方民主国家、从事恶意的网络活动”。在该制裁名单中包括了俄罗斯金属大亨 Oleg Deripaska，拉开了美国制裁俄铝的序幕，Oleg Deripaska 是俄罗斯能源巨头 En+ Group Limited 的创始人兼大股东，En+ Group 同时也是俄罗斯铝业公司（以下简称“俄铝”）的最大股东（持股 48.13%），其本人也持有俄铝 0.23% 的股份，而俄铝也在制裁名单之列。由于俄铝占全球电解铝产量 370 万，占全球电解铝产量的 7%，引发了对于全球电解铝供应的巨大担忧，市场反应强烈，俄铝开启了暴力拉升模式，短短半月时间涨幅高达 30%。沪铝也开启了跟涨模式，受累于国内羸弱的基本面，涨幅接近 15%。

第二阶段是美国考虑放弃对未来的制裁，市场应声反应，伦铝又开启了暴跌模式，回归到基本面。主要是未来大股东 Oleg Deripaska 考虑放弃对俄铝的控制权。伦铝沪铝到了 2200 美元/吨附近。

第三阶段是俄铝发布公告称，公司大股东 Oleg Deripaska 辞任公司董事，5 月 25 日起生效；早先美国财政部称若 Oleg deripaska 放弃控股权，美国可能放松对俄铝制裁。俄铝并向 LME 申请恢复交割品牌资格。自此，美国制裁俄铝事件基本告一段落。铝价重新回归基本面走势。

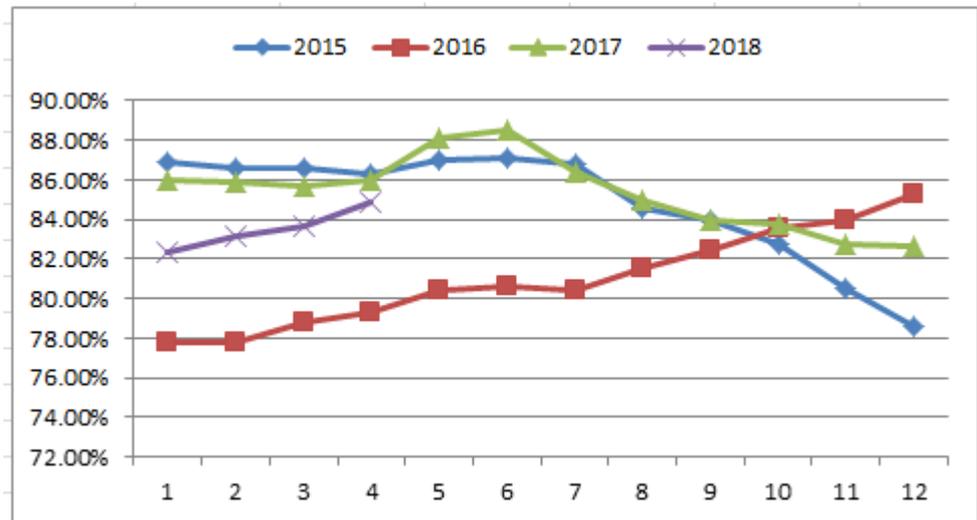
### 2.3. 供应端：压力犹存，制约铝价上行空间

表 2.3.1：2018 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	30	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	17	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		57	
<b>总计</b>		<b>421.2</b>	<b>140.2</b>	<b>140</b>	<b>112</b>	<b>34</b>		

数据来源：南华期货研究所

图 2.3.2：电解铝开工率走势



资料来源：ALD 南华研究

据统计，2018 年中国电解铝计划新增产能约 421 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。目前，已经完成投产的主要有内蒙古华云新材料有限公司投产产能 10 万吨，广西华磊新材料有限公司投产产能 30 万吨，广西来宾银海铝业完成投产 17 万吨，合计约 57 万吨。广西百矿下的三大基地 2018 年计划投产 80 万吨，目前德保大约投

产 10 万吨，项目都在进行中，预计今年年底投产一部分产能。一、二季度整体实际投产产能明显比计划投产产能低，这主要有两个方面的原因：一是电解铝之前价格相对较低，新增投产后不能实现有效盈利，因而大部分的铝厂选择推迟投产；二是年初国家发布了自备电厂政策的纲领性文件，由于电解铝厂自备电占比 75% 以上，这会进一步提升电解铝生产成本。所以，最终上半年的新增电解铝产能大幅不及预期，这个上半年铝价带来了反弹的基础。

但是，俄铝事件之后，伦铝的涨幅接近 30%，而国内铝价的涨幅只有 15%。这是受累于国内铝市羸弱的基本面影响。一方面，库存高达 200 多万吨，另一方面是对于 2018 年新增的电解铝的担忧。因而下半年新增电解铝产能仍将成为制约铝价上行的一个重要因素。

对比开工率可以看到，2015 年开工率从 87% 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 85%。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 82%，处于相对比较低的水平。主要是受低铝价影响，电解铝厂生产意愿不强。2018 年 3、4 月份缓慢提升到了 84%，主要是由于铝价触底反弹，叠加美国制裁俄铝导致沪铝暴涨，进而推升了一部分采暖季停产产能的复产，但是总体量并不大。

图 2.3.3：上期所及 LME 铝库存



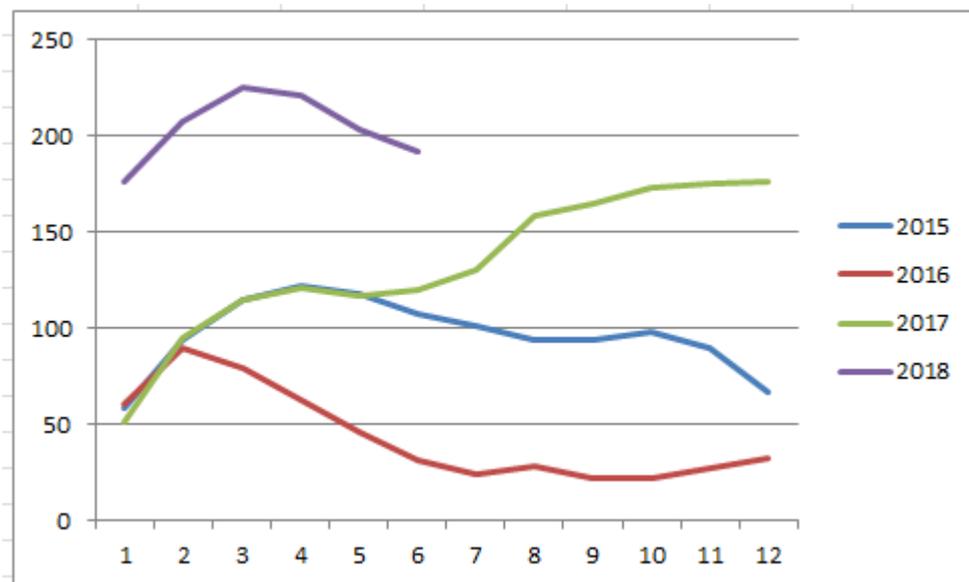
资料来源：Wind 南华研究

分别来看库存，上期所库存自 2017 年 1 月以来一直处于不断增长的一个趋势，即便是在铝价暴涨的 2017 年三季度，库存仍然节节攀升，而在 2018 年 4 月底以后，伴随着国内铝加工企业进入了传统的消费旺季之后，上期所的库存才拐头向下，由接近 100 万吨的历史高位缓慢下降，目前最新的上期所库存为 94 万吨。

再来看一下 LME 库存，从大趋势很明显可以看出上期所库存和 LME 库存存在明显的背离走势。LME 库存自上期所的库存是不断增加，从 2017 年的 500 万吨下降到了目前的 110 万吨。2017 年至最新的库存趋势也是从 200 多万吨下降的目前的 110 万吨。因此，国内外铝价的走势关联性也不太大。主要受不同基本面的影响而造成走势不同。

从国内库存的量来考虑，上期所目前接近 94 万吨的库存也还是相对高位，未来也将成为制约铝价上行的一个压力。因为在需求不能超预期走强的情况下，如此高的库存很难在半年一年内消耗至低位。从这个角度考虑，未来一段时间铝价不存在大幅走高的基础，上方压力犹存。

图 2.3.4：电解铝社会库存（万吨）



资料来源：SMM 南华研究

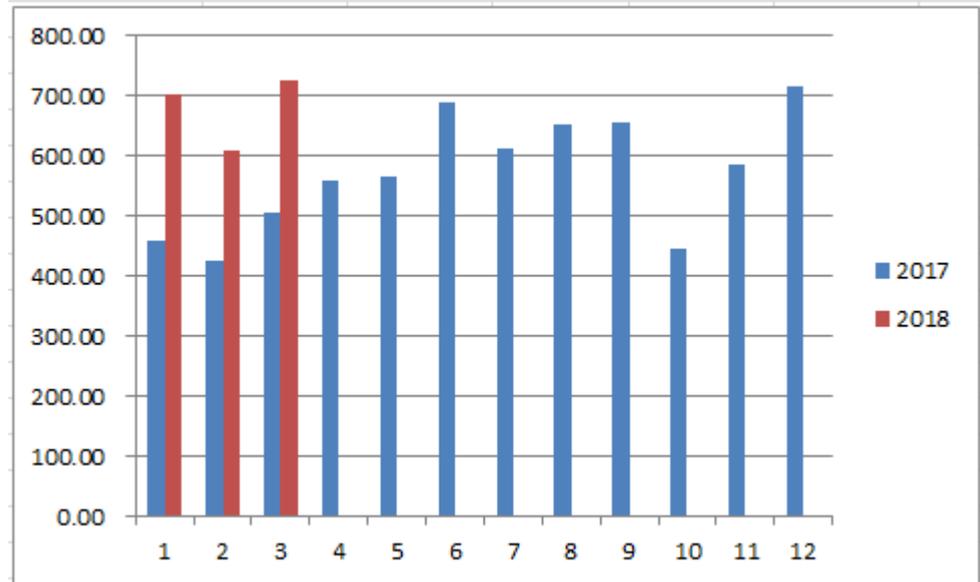
往年进入到4月份之后，由于铝传统消费旺季的原因，电解铝库存会出现季节性的下降，但是2017年，由于进行供给侧改革，导致铝价暴涨，进行推动了电解铝库存不降反增，此后节节攀升。进入到2018年之后，由于春节累库的因素，电解铝库存不断上涨，屡创历史新高。根据上海有色网（SMM）3月19日最新公布的数据，主要地区的电解铝社会库存达到了228.6万吨的历史高位。

此后，由于进入到铝的消费旺季，铝的高位库存也犹如“久旱逢甘露”一般的缓慢降库阶段。4月底社会库存221万吨，5月底203万吨，6月最新库存192万吨。虽然整体降幅不大，但是意义重大，因此，二季度铝价也如我们预期迎来了一波反弹行情。但总体而言192万吨的库存还是处于一个历年以来的高位水平。因此在进入到三季度之后，铝下游消费将会进入一个相对的淡季，现阶段假如去库速度下降，叠加新增投产产能的涌入，铝价上行压力重重。

## 2.4. 成本端：支撑减弱

海关数据显示2018年第一季度铝土矿进口量为2040.4万吨，同比增长46.6%。其中来自几内亚的进口为1057.9万吨，占进口总量的51.8%，同比大增118.7%。而排名第二的澳大利亚进口量为704.9万吨，占总量的比例从去年的42.3%下滑至34.5%，但同时我们需要看到来自澳大利亚的进口量较去年同比增19.6%。而随着印尼铝土矿配额出口后，印尼铝土矿出口量稳步提升，第一季度总进口量109.2万吨，已经接近2017年的129.4万吨，而且第一季度的三个月月度进口量比较平均，都在35万吨/月以上。假如按照国内采购进口铝土矿的氧化铝企业的氧化铝产量进行推算一季度所需的铝土矿大约为1575万吨，因而第一季度的进口铝土矿过剩量达到了465万吨。国内铝土矿虽然有环保影响，但是没有想象的那么严重。

图 2.4.1: 2017-2018 年中国铝土矿月度进口量 (万吨)



资料来源: wind 中国海关 南华研究

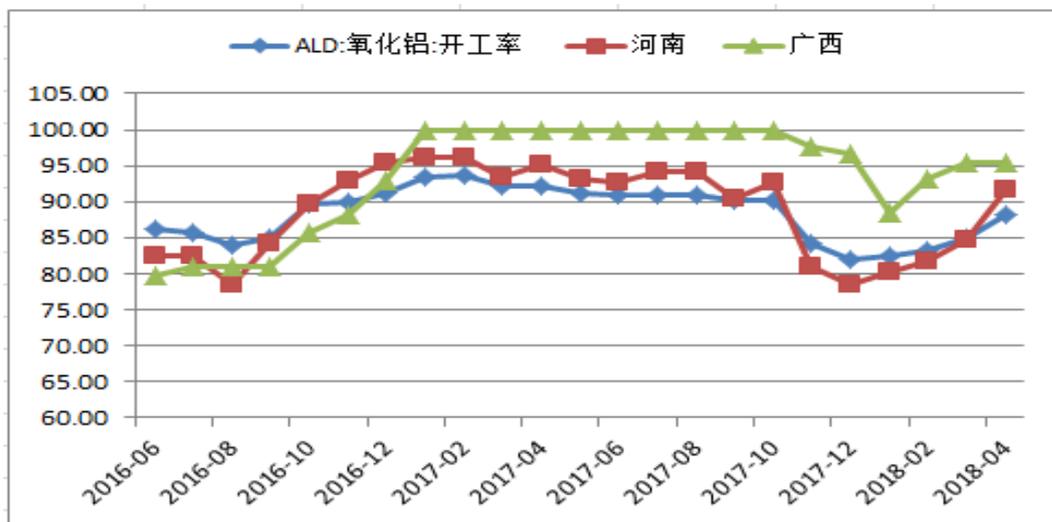
表 2.4.1: 氧化铝供需平衡表 (单位: 万吨)

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

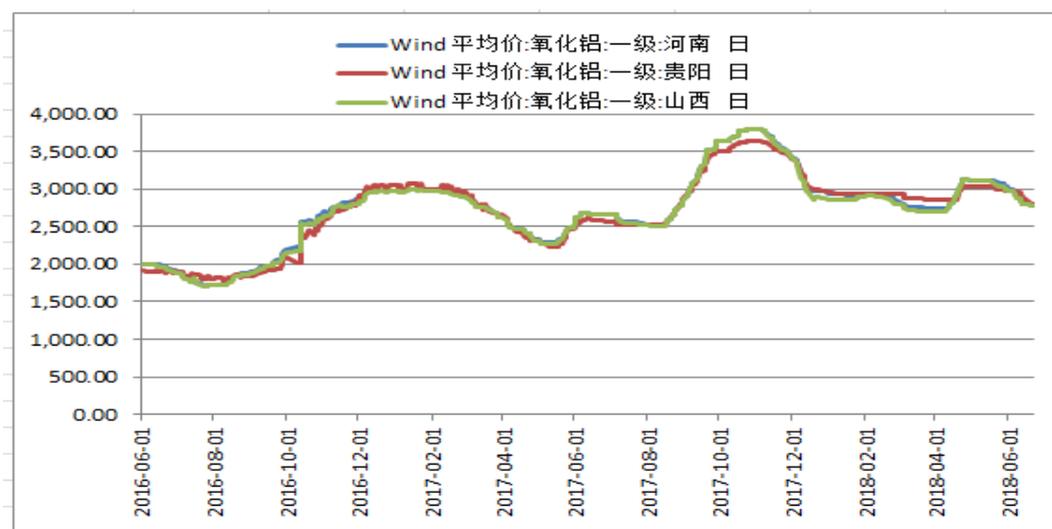
2016 年氧化铝产量 6050 万吨, 净进口量 280 万吨, 总供应量 6330 万吨, 总消费量 6450 万吨, 供应缺口 120 万吨。2017 年氧化铝产量 6950 万吨, 净进口量 290 万吨, 总供应量 7240 万吨, 总消费量 7200 万吨, 供应过剩 40 万吨。虽然 2018 年氧化铝新增产能偏大, 但环保, 矿石成本等因素导致氧化铝速度或将偏慢。取暖季政策如果持续执行, 总量亦将受到抑制。我们认为 2018 年氧化铝价格整体波动区间为 2300-3300 元/吨。

图 2.4.2: 氧化铝开工率



资料来源: Wind 南华研究

图 2.4.3: 氧化铝价格



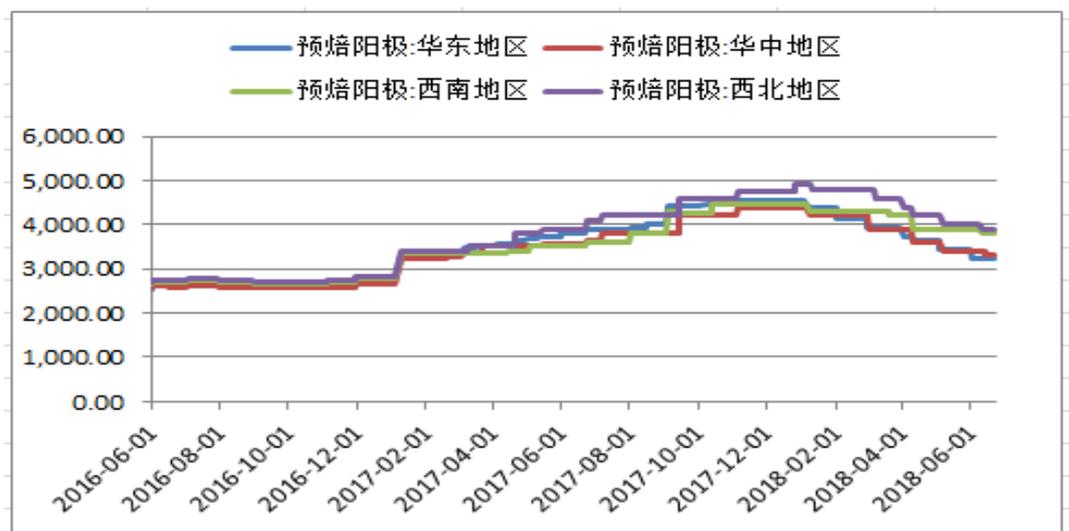
资料来源: Wind 南华研究

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月中旬的阶段性低点2290元/吨已上涨了59%,于此同时沪铝价格则从5月中旬的13985元/吨上涨至10月下旬的16000元/吨以上,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元/吨下跌至12月上旬的14000元/吨左右,几乎抹平前期15%的涨幅,与此同时,氧化铝价格也由3645元/吨下降至3000元/吨。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。2018 年 4 月氧化铝开工率达到了 88%。2018 年一季度氧化铝价格基本比较稳定，在 2800-2900 元/吨的范围内，进入到 4 月份之后，由于俄铝事件推升铝价，进而助推氧化铝价格走高，另外巴西海德鲁氧化铝厂由于环保因素导致停产造成短期内氧化铝供应短缺，这也助涨了氧化铝价格至 3100 元/吨附近。俄铝事件缓和之后，氧化铝价格也随着铝价回落，最新的氧化铝价格在 2800 元/吨附近。

整体而言，国外铝土矿供应充足，2018 年第一季度铝土矿进口量为 2040.4 万吨，同比增长 46.6%。国内受环保影响铝土矿供应也比较一般。根据氧化铝开工率逐步回升，氧化铝供应相对充裕，氧化铝价格由一定的下跌空间，但是空间不大。总的来说，氧化铝的成本支撑减弱，但是仍然有效。预计三季度氧化铝价格在 2800 元/吨附近偏弱运行。

图 2.4.4：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。

6 月魏桥预焙阳极价格定价下调 190 元/吨，连续 6 个月预焙阳极价格下跌超过 150 元/吨。5 月末魏桥首先提出下跌 300 元/吨，后根据市场反应直接确定预焙阳极价格下调 190 元/吨，同样为给予议价的机会便直接确定。具体价格上，山东、河南等华东、华中地区预焙阳极价格基本都跟随魏桥进行同步调价，重庆、新疆、内蒙、青海等西南、西北地区预焙阳极价格下调幅度相对较小，6 月跌幅在 100 元/吨左右。2018 年 6 月 22 日预焙阳极价格为：华东地区 323500 元/吨、华中地区 3300 元/吨、西南地区 3800 元/吨和西北地区 3900 元/吨。

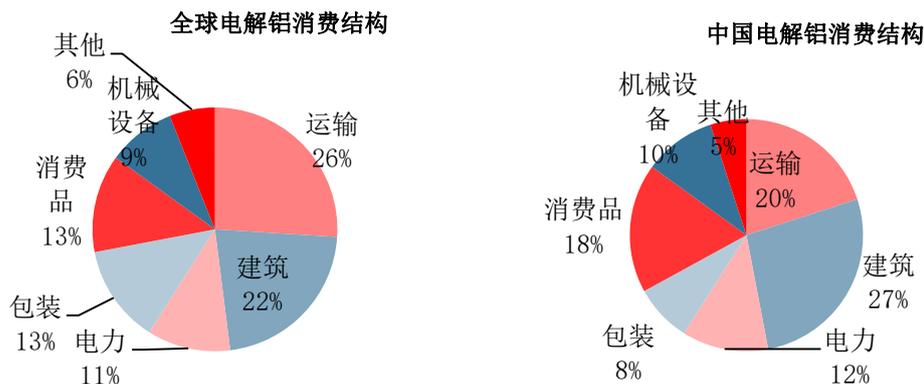
从供需角度来看，供应过剩依旧，铝厂预焙阳极库存虽然有所降低，但不明显。6月调价后，预焙阳极亏损继续增加，目前已有河南、山西部分碳素企业停产，但停产产能总量仍未超过200万吨。另据碳素企业反应，去年利润中很大部分被投到了环保设备之中，多数碳素企业都面临着资金紧张的问题。

三季度在预焙阳极的定价上，由于只有少量碳素企业关停并未改变供应过剩的大格局，预焙阳极的价格仍将继续下跌。从整体下跌幅度来看，山东、河南等地区以魏桥定价，参考魏桥的采购价格跌幅，价格月跌幅预计保持150-200元/吨，其他地区跌幅可能有100元/吨。

综合而言，三季度氧化铝价格在2800元/吨附近偏弱运行，阳极价格料将维持每月100-200元/吨的跌幅。在自备电厂整治等政策性利好出台之前，成本支撑将逐渐减弱，成本中枢缓慢下移。

## 2.5. 需求端：旺季去库存进行时

图 2.5.1：全球及中国电解铝消费结构



资料来源：Wind 南华研究

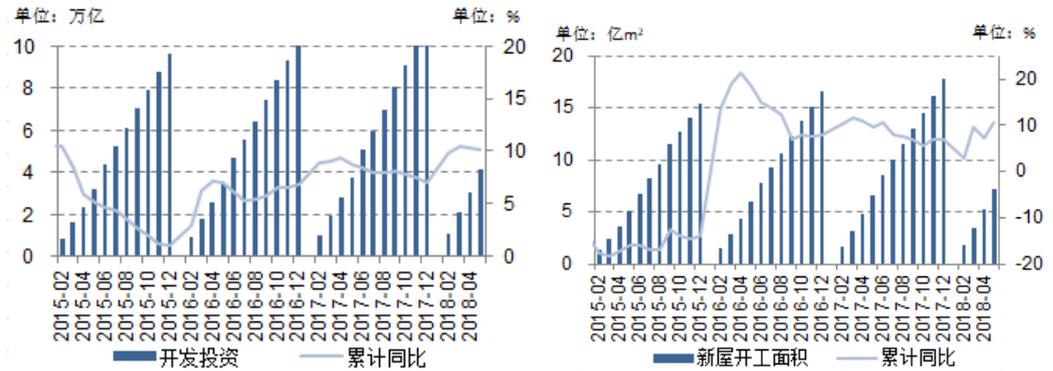
上图给出的是全球电解铝和中国电解铝消费结构。从中我们可以看到，中国建筑领域占比在27%，交通运输领域占20%，全球铝消费中，建筑领域占比只有22%，交通运输领域占26%。在进行华南地区铝产业调研中，我们了解到中国建筑型材与工业型材格局的转变。调研过程中，据企业反映，建筑型材的增速减缓，工业型材的增速很快，平均复合增速40%。因此，未来中国铝型材的发展趋势是工业型材不断增长，在铝型材中的占比不断提高，建筑型材比例进而不断下降。这与目前中国房地产增速放缓是相关的，未来中国铝消费的增长点主要在交通运输等工业型材领域。

2018年二季度房地产的数据是超出市场预期的，虽然“十九大”会议明确提出“房子是用来住的而不是用来炒的”，但是数据显示，房地产开发投资额是好于预期的，2月累计同比增加9.9%，而3月、4月和5月分别在10.40%、10.30%和10.20%。同比增速连续3个月超过两位数。再来看新屋开工面积，2018年2月累计同比增速只有2.90%，此后的3.4.5月新屋开工面积累计同比分别达到了9.70%、7.30%和10.80%，房地产新屋开工数据也在3月底迷后迎来大幅反弹，对于整个3季度我们对房地产仍然比较乐观。

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%，3月、4月和5月的新屋竣工面积出现企稳回升迹象，但是累计的同比增速仍然是下滑10%左右。而铝合金门窗以及家装家具的铝材等都是末消费端，竣工面积下滑会对铝的消费造成一定的拖累。

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 2.5.2：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

图 2.5.3：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。但是进入到第二季度，4 月汽车产量 239 万辆，5 月汽车产量 234

万辆，大幅好于一季度时的预期，主要是由于新能源汽车爆发式增长带来的贡献。

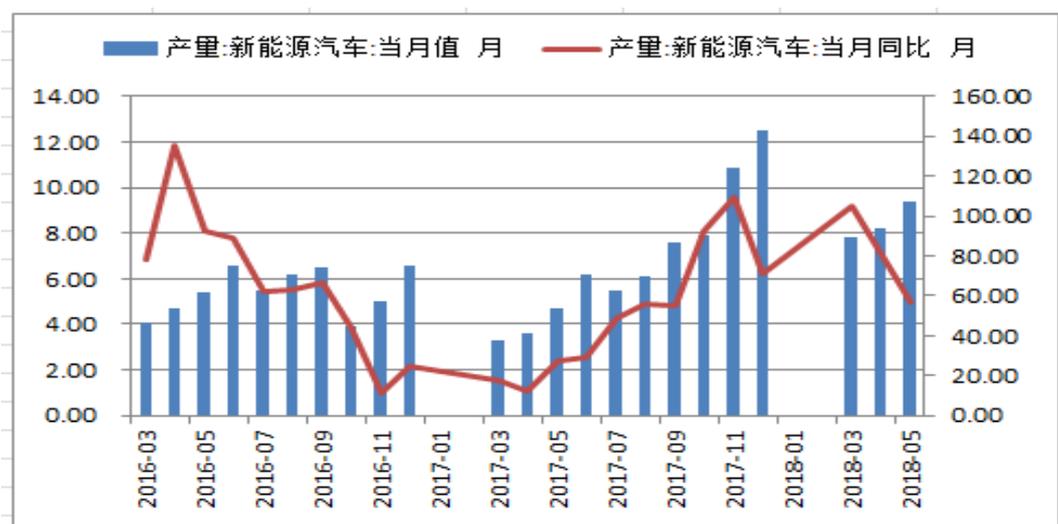
但是，新能源汽车车辆购置税优惠政策再延长三年。工信部部长苗圩 3 月 5 日曾在全国两会“部长通道”接受记者提问时表示，新能源汽车的发展是必由之路，未来新能源汽车会呈现高速增长态势。这会给汽车需求带来较大增量。2018 年 3 月、4 月和 5 月新能源汽车的产量分别为 7.8 万辆、8.2 万辆和 9.4 万辆，同比增速分别高达了 105.30%、82.20%和 56.70%。因此我们可以乐观的预期未来新能源汽车的前景，未来汽车消费领域的铝消费应该是稳步增长的局面。

图 2.5.4：中国汽车产量



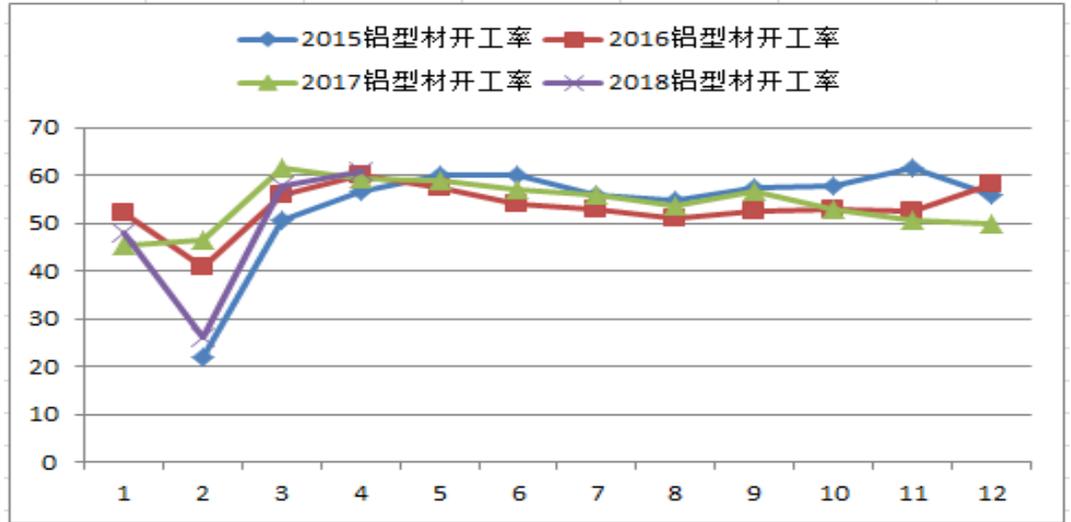
资料来源：Wind 南华研究

图 2.5.5：中国新能源汽车产量（万辆）



资料来源：Wind 南华研究

图 2.4.6: 铝型材开工率 (%)



资料来源: SMM 南华研究

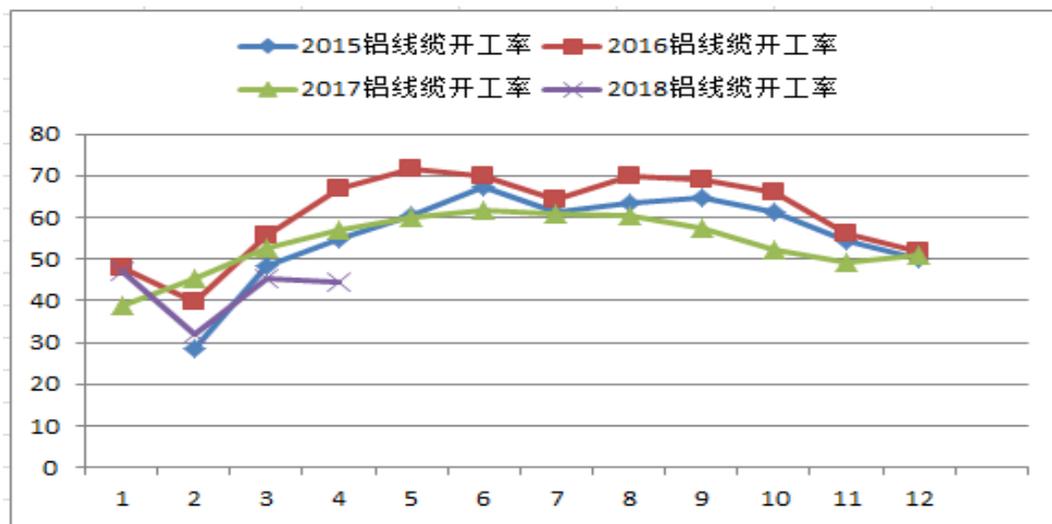
由于春节因素, 2018年1月铝型材开工率为47.9%, 2月为26%。结合往年的开工率走势, 我们可以明显看到进入到3月份之后, 开工率在60%左右, 4月开工率60.82%, 进入到铝型材加工的一个旺季。铝型材进入到消费旺季, 尤其以广东佛山地区表现明显, 从佛山地区的铝锭下降幅度可以看出。佛山南海地区铝锭社会库存从4月26日的40.10万吨下降到了6月14日的26.60万吨, 降幅高达13.5万吨。无锡地区铝锭社会库存从4月26日的89.90万吨下降到了6月14日的80.10万吨, 降幅高达9.80万吨。可以看出华南和华东地区的铝型材消费旺盛, 对铝锭消费较快。由于房地产超出预期, 汽车产量增速保持平稳, 接下来一段时间内, 我们对旺季去库存仍可以期待。

图 2.5.1: 电解铝社会库存分地区 (万吨)

日期	上海	无锡	杭州	南海	巩义	天津	重庆	临沂	总计	降幅
2018/4/26	45.4	89.9	15.4	40.1	19.4	5.3	2.2	3.3	221	(2.1)
2018/5/2	45.3	89.7	14.5	39.9	19.2	5.5	2.5	3.4	220	(1.0)
2018/5/7	45.8	89.6	14.6	39.5	20.5	5.6	2.3	3.3	221.2	1.2
2018/5/10	45.5	88.7	14.4	39.3	20.3	5.8	2.4	3.2	219.6	(1.6)
2018/5/14	45.2	88	13.4	37.7	19.8	5.9	2.4	3	215.4	(4.2)
2018/5/17	45	87.5	13	36.8	19.9	6.1	2.6	2.9	213.8	(1.6)
2018/5/21	44.8	87	13.4	35.1	20.1	6.2	2.3	2.9	211.8	(2.0)
2018/5/24	44.8	85.3	13.2	33	19.7	6.2	2.6	2.9	207.7	(4.1)
2018/5/28	44.6	84.4	13.1	31.4	19.8	6.3	2.7	2.9	205.2	(2.5)
2018/5/31	44.3	82.5	12.8	31.1	20.7	6.2	2.7	2.9	203.2	(2.0)
2018/6/7	44.2	81.7	12.1	28.4	19.2	6.1	2.9	3.1	197.7	(5.5)
2018/6/11	44.2	81.1	12.1	27.1	18.7	6	2.5	3	194.7	(3.0)
2018/6/14	43.9	80.1	11.8	26.6	18.5	6.1	2.5	2.9	192.4	(2.3)

资料来源: SMM 南华研究

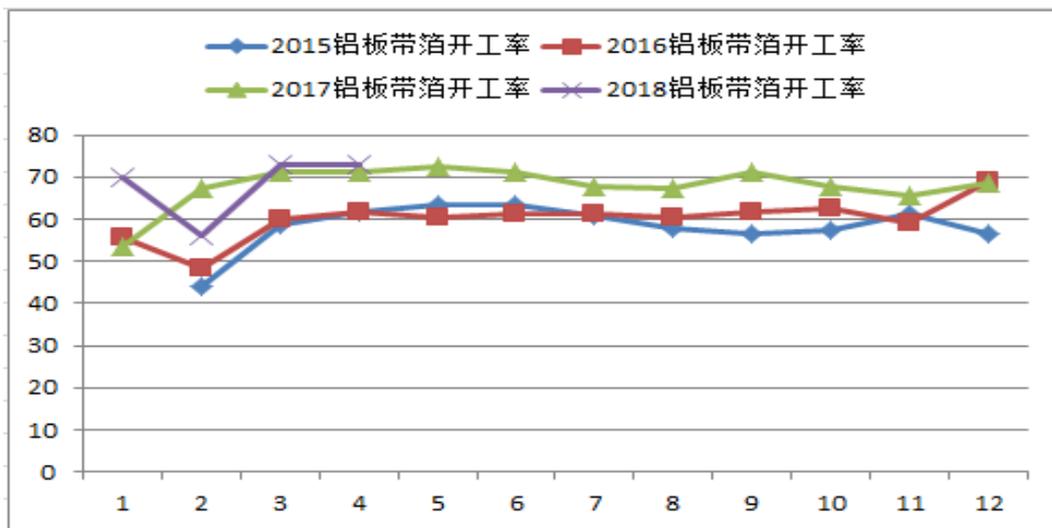
图 2.4.7：铝线缆开工率（%）



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%。3月开工率45.2%，4月开工率44.3%，较往年开工率明显偏低。3、4月铝线缆旺季需求不及预期。成为铝旺季需求中的去库存的一个不利因素。主要原因是国网施工处于相对的淡季，加上国家电网投资增速有所下滑，电网基本建设投资完成额2018年3月657亿，4月993亿元，我们看到好的一面是5月份的电网基本建设投资万册达到了1414亿元，环比增加42%。因此我们可以预期，2018年第三季度铝线缆的消费会体现旺季特征，铝线缆企业的开工率会大幅提升，为旺季去库存添一把力。

图 2.4.8：铝板带箔开工率（%）



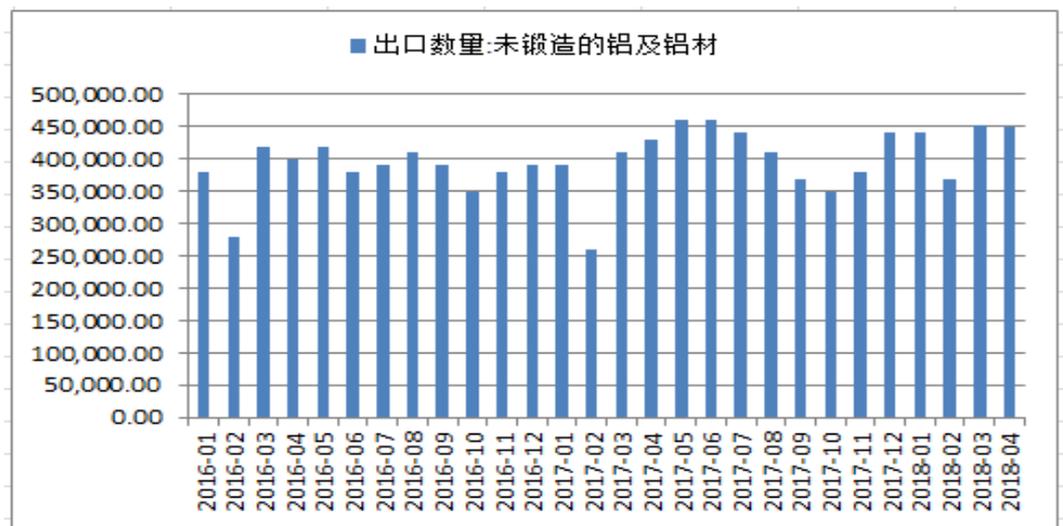
资料来源：SMM 南华研究

2018 年 1 月铝板带箔开工率为 69.7%，2 月为 56%，3 月为 73.10%，4 月为 72.90%。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%。由于但是国内即将进入铝板带箔的传统消费旺季。二季度的平均开工率水平在 70% 以上，因此，我们预计铝板带箔企业第三季度的开工率也将维持在 70% 以上，成为旺季去库存中的一个重要助力。

综上所述，二季度进入到传统的铝消费旺季后，受益于房地产超预期，铝型材开工率稳步提升。沪伦比值处于低位，国内外铝板带箔需求旺盛，加工企业开工率超出往年水平。由于国网施工处于相对的淡季，加上国家电网投资增速有所下滑，铝线缆企业开工率不及往年水平，但是 5 月国网投资增加，以及即将进入国网施工旺季，我们预期三季度铝线缆消费会体现旺季特征。

## 2.6. 铝材出口：低沪铝比值，铝材出口增加

图 2.6.1：中国未锻造铝和铝材出口（万吨）



资料来源：Wind 南华研究

海关数据显示，中国 4 月未加工铝和铝材出口量为 45.1 万吨，今年 1-4 月，中国铝出口量为 171 万吨，比去年同期增长了 15%。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。国外铝存在巨大的缺口，目前沪铝比值处于 6.5 左右的低位，利于铝材出口，推动国内去库存，支撑铝价走强的长期基础。

## 2.7. 三季度铝价展望

二季度主导铝价暴涨的俄铝事件基本告一段落。回到基本面上来看，国内 190 多万吨的电解铝高库存和全年 400 多万吨的新增电解铝产能计划成为制约铝价上行的重要因素。成本端方面由于国外铝土矿供应充裕，国内铝土矿开采受环保检查影响较小，氧化铝开工率稳步回升，从而造成氧化铝价格存在一定的下行空间。采暖季结束之后预焙阳极价格持续下跌，目前维持每月 100-200 元/吨的跌幅，电解铝成本支撑减弱。市场传言已久的自备电厂整治方案三季度或将出台，这将会提供一定的成本支撑空间。受益于房地产超预期、国网施工即将进入旺季，铝消费旺季进行时，铝的去库存进行的比较顺畅，成为当前铝价走势的主要逻辑。国外铝存在巨大的缺口，目前沪铝比值处于 6.5 左右的低位，利于铝材出口，推动国内去库存，支撑铝价走强的长期基础。

综上所述，基于下有支撑，上有压力，出口或成为长期走强基础，我们预计三季度铝价大概率在 14000-14500 之间维持窄幅震荡。

### 第3章 锌价或震荡下行

5月初，伦锌沪锌延续4月底跌势，4月最后几日LME锌库存接连增加，打压锌价，伦锌和沪期锌主力1807合约纷纷录得近10个月来最低位，伦锌最低至2970美元，沪期锌主力最低至23005元。随后在中国良好经济数据以及中美贸易磋商取得一定进展扶助下低位反弹，不过缺少上行动能。近期美联储加息并发表更为鹰派言论，中美贸易战火重燃，美国宣布对中国进口商品新征500亿美元关税，大宗商品承压下行。

今年上半年全球锌矿的复产速度远不及预期，原料端呈现紧张格局。同时精炼锌加工费虽有所改善，但仍维持在低位，打压炼厂利润。国内精炼锌供需仍存在较大缺口，需依靠进口维持，进口锌持续流入，市场锌供应相对宽松。社会库存去化速度逐步放缓，呈现累库态势，对锌价造成一定压力。锌市由供应驱动逐渐转为消费驱动，消费市场偏弱，难带动消库，预期锌价面临重心继续下移的风险，或震荡下行。

图 3.1 伦锌全年维持震荡上行走势



资料来源：博易大师 南华研究

图 3.2 沪锌全年维持震荡上行走势



资料来源：博易大师 南华研究

#### 3.1. 锌矿产量增速不如预期，加工费维持低位

国际铅锌研究小组数据3月全球锌精矿产量102.34万吨，同比减少4.12%，环比出现小幅下降。一季度全球锌矿产量308.64万吨，同比减少3.5%。海外几个主要增产矿山，如Dugold River、Antamina、Middle Tennessee均如期投放增量，CRU数据显示一季度海外锌精矿产量同比增速为4.7%，但低于年初市场预期的6%平均增速。此外，虽然Campo Morado提前投产，但近期南非Gamsberg矿山发生生产事故投产前景不明（原计划8月投产），全年海外锌矿增量恐将低于此前预期，原料端紧张格局可能将持续到四季度。

图 3.1.1 一季度全球锌矿有紧缺现象（单位：千吨）



资料来源：Bloomberg 南华研究

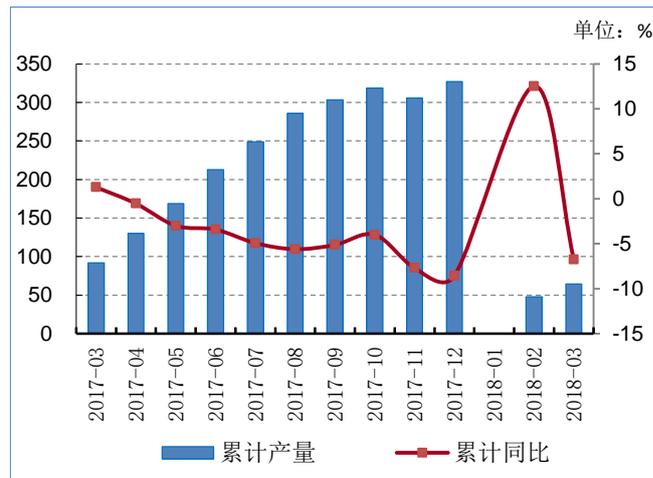
从中国区锌矿情况看，统计局数据显示 3 月国内锌精矿产量 43.94 万吨，同比减少 8.16%。一季度国内锌矿产量为 133.01 万吨，同比下降 5.67%。可见环保督查是制约国产矿产量的主要因素，加之目前国内缺乏新增的在产大型矿山，预计下半年国内锌矿增产潜力不大，这也将进一步加剧下半年全球锌矿紧缺的趋势。

图 3.1.2 一季度国内锌精矿进口增速下滑



资料来源：LME 南华研究

图 3.1.3 一季度国内锌精矿产量呈现负增长



资料来源：SHFE 南华研究

根据 SMM 矿平衡数据看，5 月国内锌精矿整体以过剩为主，1-5 月锌精矿供需存在缺口，但缺口较一季度有所收窄。6 月份国内矿产量小幅上升，同时炼厂检修减产恢复产量也有小增，因此 6 月份锌精矿供需或基本持平。

表 3.1.1 锌精矿供需平衡（单位：万吨）

日期	产量	进口量	表观消费量	库存变化		实际消费量
				港口	冶炼	
2017 年	412	122	534	-3.25	0.1	564.95
2017 年 5 月	38.15	10.89	49.04	-1.5	-1.0	43.41
2018 年 4 月	35.23	13	48.	-2	1.6	45.98
2018 年 5 月	36.13	12	48.13	-2	-2.8	43.76
2018 年 6 月	36.74	10	47	6	0.7	45.53
2018 年 E	425	135.5	560.5	/	/	581.20

资料来源：SMM

从加工费看，5 月随着内蒙矿山逐步复工，北方地区原料供应略有改善，内蒙地区加工费小幅上调 100 元/吨，但南方湖南、云南等地此前因环保治理停产的矿山无复工迹象，合规矿山也无明显增产意愿，国产矿 TC 平均虽有小幅上扬，但平均仍维持在 3500 元/吨低位，其中国内北方地区精炼锌加工费维持在 3,600 元/吨，国内南方地区精炼锌加工费维持在 3,400 元/吨。

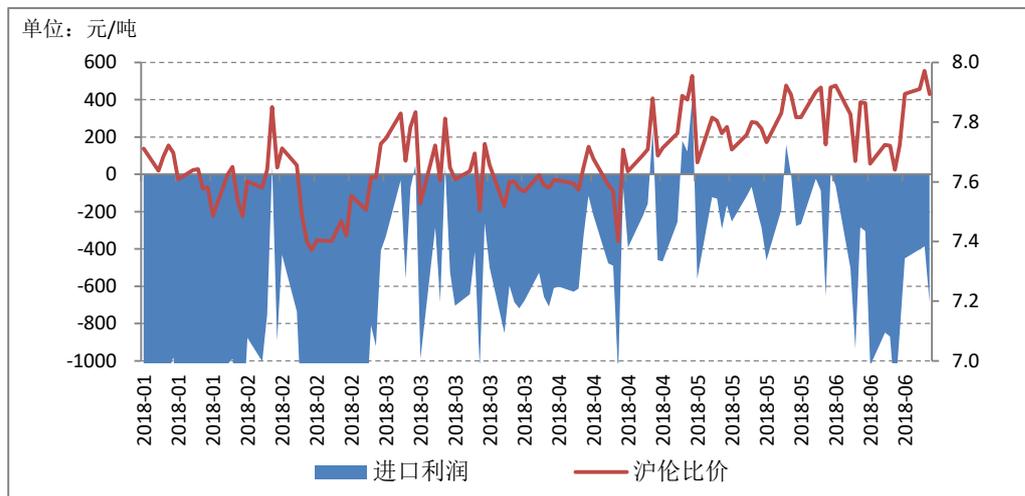
进口矿 TC 也小幅抬升，截至 6 月中旬，进口矿加工费为 30 美元/千吨，从季节性角度分析，进口矿加工费较近 5 年相比维持在较低水平，该绝对价格使冶炼企业面临较大的进口亏损。从炼厂利润角度看，随着 3、4 月锌价和硫酸、镉、铟价格回落，炼厂分享收益和副产品收益均有所下滑，4、5 月检修增加，供应减少使锌价获得一定支撑。

图 3.1.4 精炼锌加工费小幅抬升，但仍维持低位



资料来源：wind 南华研究

图 3.1.5 锌精矿内外贸易处于进口亏损

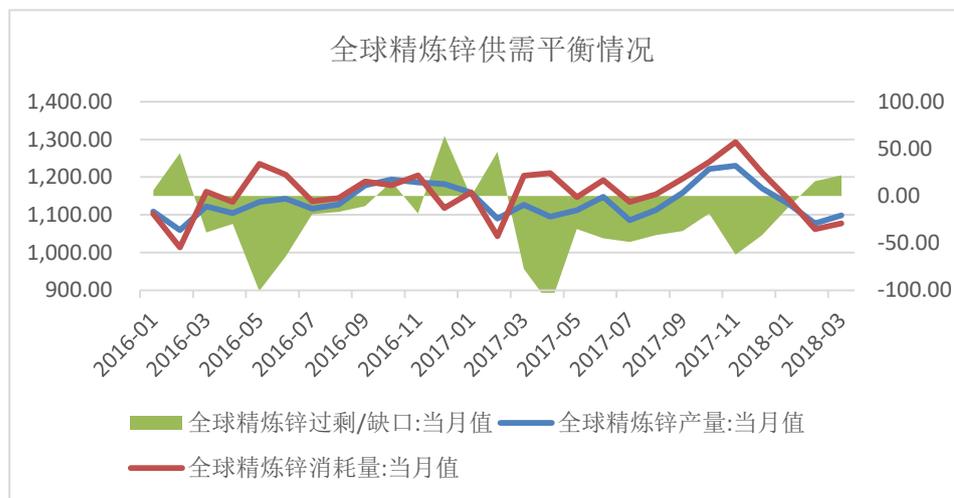


资料来源：wind 南华研究

### 3.2. 精炼锌供应盈余，进口锌窗口不定期打开

国际铅锌研究小组 (ILZSG) 5 月 16 日最新数据显示，全球精炼锌金属市场在 2018 年第一季度实现了 2.5 万吨的盈余，同期报告的库存总量上升了 11.8 万吨。这主要是由于澳大利亚、土耳其和美国的增长被加拿大、中国和印度的减少所抵消。根据 CRU 数据，2018 年二季度精炼锌产量预期同比增速为 1.3%，上半年全球精炼锌供应小幅增长，总体稳定。从季节性角度分析，当前精炼锌供需平衡情况较近 5 年相比维持在较低水平，当前产量较近 5 年相比维持在较低水平，当前消费量较近 5 年相比维持在平均水平。

图 3.2.1 ILZSG 全球精炼锌供需情况（单位：千吨）



资料来源：wind 南华研究

表 3.2.1 全球精炼锌供需明细（单位：千吨）

	2017/06	2017/07	2017/08	2017/09	2017/10	2017/11	2017/12	2018/01	2018/02	2018/03
产量	1,147.3	1,085.6	1,112.8	1,158.7	1,221.8	1,230.2	1,169.8	1,129.1	1,077.4	1,098.9
消费量	1,192.2	1,134.4	1,154.3	1,195.9	1,240.4	1,292.5	1,211.4	1,140.9	1,061.8	1,077.0
缺口	-44.9	-48.8	-41.5	-37.2	-18.6	-62.3	-41.6	-11.8	15.6	21.9

资料来源：wind 南华研究

据国家统计局公布数据显示，今年 1-5 月国内精炼锌累计产量 234.5 万吨，同比下降 3.85%，主要受到炼厂检修影响。5 月，炼厂检修企业较多，一方面，一季度炼厂检修较少，二季度部分炼厂逐步开始常规检修；另一方面，除去常规检修，部分炼厂受锌价走低叠加低加工费影响，生产利润逐步收窄，间或出现亏损，将检修计划提前或主动减少产量生产。据 SMM 调研了解，5 月国内精炼锌企业开工率环比下降 3.48 个百分点至 68.62%，降幅较为明显。进入 6 月，部分炼厂检修恢复，部分炼厂检修持续，陕西和内蒙地区冶炼厂检修仍比较集中。整体来看，SMM 预计 6 月国内精炼锌开工率小幅回升至 71.39%。此外，据 SMM 调研预计 6 月国内精炼锌产量环比增加 1.71 万吨至 44.03 万吨，环比增加 4.05%，同比减少 4.82%。

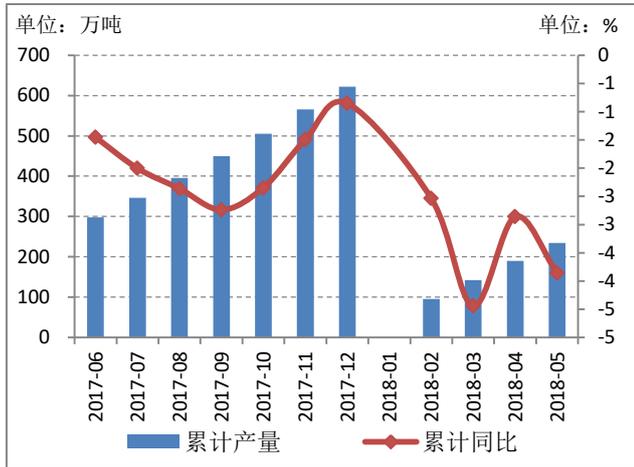
表 3.2.2 国内精炼锌企业开工率

企业规模 (万吨/年)	企业数量	调研总产能	闲置产能	5 月产量 (万吨)	5 月产能利用率	开工率较上月	6 月预计产量 (万吨)
>20	9	305	0	19.34	76.10%	-6.01%	20.48
10≤X≤20	17	237.5	0	13.60	68.73%	0.17%	13.48
<10	17	76.5	0	2.45	38.43%	-4.71%	2.87
总计	43	619	0	35.40	68.62%	-3.48%	36.83

资料来源：SMM

进口方面，国内供需仍存在较大缺口，不得不依靠进口维持。国内增值税率下调至 16%，进口锌窗口不定期打开，5 月以及 6 月流入市场进口锌增多。与 2017 年第一季度相比，精炼锌的净进口增加了 8.2 万吨，达到 13.6 万吨。海关总署的数据显示，中国 3 月精炼锌进口量为 34,828 吨，较去年同期增加 36%。其中，哈萨克斯坦连续第三月成为最大的进口来源国，3 月自该国进口精炼锌为同比大增 43.02%，至 14,271 吨。3 月自澳大利亚进口精炼锌 7,152 吨，同比大增 35.44%。显示，由于锌产量以及锌进口增加，锌供应盈余打压锌价。

图 3.2.2 上半年国内精炼锌累计产量情况



资料来源：LME 南华研究

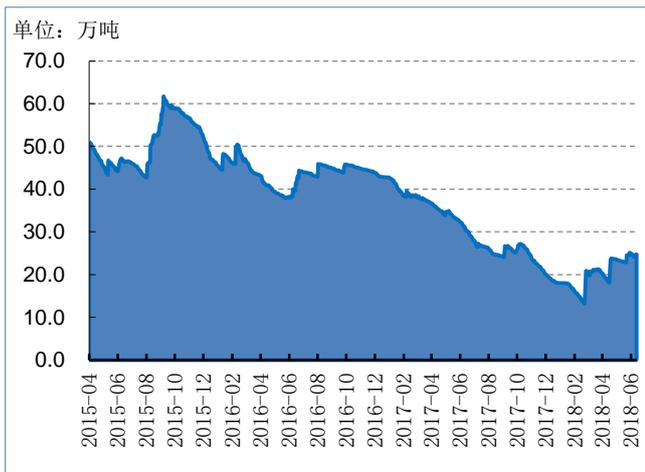
图 3.2.3 上半年国内精炼锌进口情况



资料来源：SHFE 南华研究

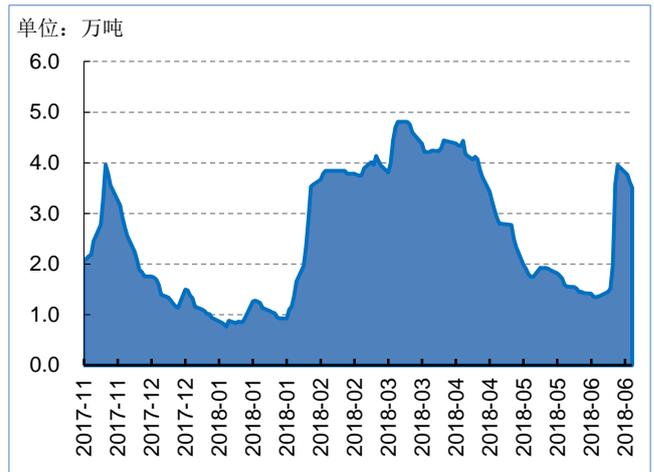
### 3.3. 库存去化速度放缓，存在累库趋势

图 3.3.1 LME 锌库存情况



资料来源：LME 南华研究

图 3.3.2 SHFE 锌库存情况



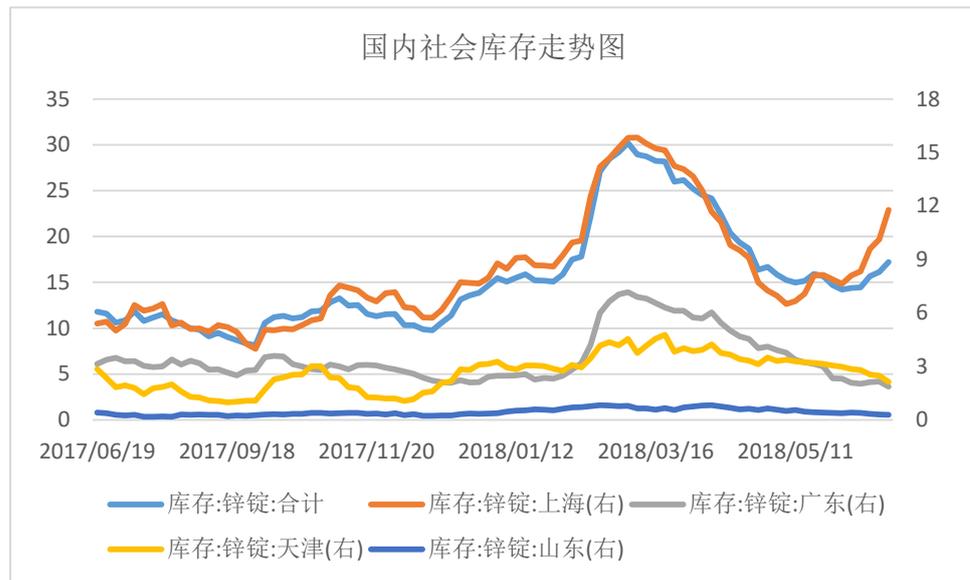
资料来源：SHFE 南华研究

从显性库存看,2017 年二季度以来,全球交易所库存锌锭的急速下滑是锌价上涨的核心动力,2018 年一季度库存走势整体呈现 V 字型,从年初的 20.5 万吨下挫至 2 月下旬的 13.3 万吨,短短两个月期货库存下滑幅度达到了 30%。后续由于 3 月中旬前的两次大幅建仓导致国外锌锭库存大增,从而引发市场逐步修正此前对于锌锭供给短缺的预期。继 3 月、4 月 LME 锌库存开始增长后,5 月 LME 锌再度库存增长 0.82 万吨,至 24.6 万吨,与去年 11 月持平,库存增长主要受美国新奥尔良地区隐性库存显性化影响,同时叠加国内保税区 25 万吨远高于正常水平的库存,市场仍处于长期相对看空的逻辑。此外,LME 锌升贴水也从建仓打压中逐渐恢复。截止至 2018 年 06 月 21 日,LME 锌库存为 247,450

吨，注销仓单占比为 3.32%；截止至 2018 年 06 月 15 日，上期所锌库存为 96,957 吨。但从近十年的库存结构来看伦敦交易所和上期所的库存仍然处于同期历史极低的位置。

进入 2018 年以来，国内市场整体库存先大幅增长后大幅下降，3 月下旬开始，国内库存呈现良好的去化态势。5 月国内锌去库存有所放缓，交易所库存下降 2.7 万吨，4 月为下降 4.3 万吨；沪粤津三地社会库存下降 3.5 万吨，4 月为下降 8.0 万吨。库存下降速度放缓的原因是保税区库存流入以及进口锌窗口不定期打开所致，预期下半年国内锌库存呈现稳中抬升趋势。

图 3.3.3 国内社会库存走势图（单位：万吨）



资料来源：wind 南华研究

### 3.4. 锌市总体消费稳中偏弱

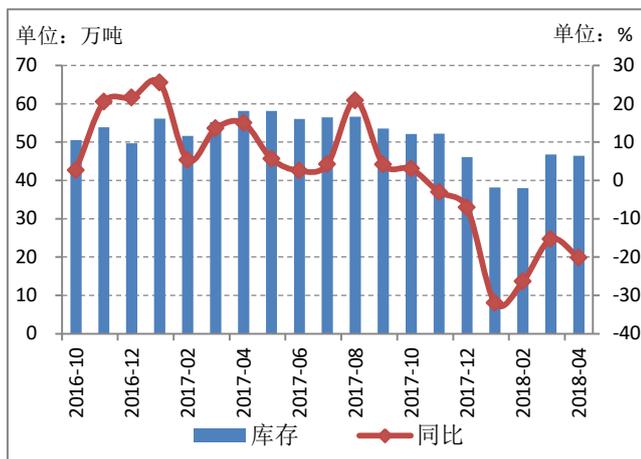
从国内锌市消费需求来看，初级领域中钢铁行业是较为稳定的消费端，终端消费主要为汽车和房地产，上半年总体企稳，但后期可能受政策影响，市场普遍认为消费需求将下滑。

2018 年 1-4 月份全国重点企业镀锌板产量为 720.53 万吨，同比减少 2.97%。4 月产量环比同期进一步好转。1-4 月镀锌板销量为 703.87 万吨，同比增加 0.83%。2018 年 4 月底全国镀锌板库存量为 46.42 万吨，同比下滑 20.17%，环比相较于去年出现明显下滑。从出口方面来看，3 月镀锌板带出口 45 万吨，同比下滑 36%，但环比已连续两月出现好转。目前看未来出口很难成为今年消费的亮点。

从开工率看，据 SMM 调研 4 月份镀锌开工率为 86%，开工率环比回升较为明显且高于 2017 年同期。5 月因旺季需求释放，镀锌企业开工率环比增加 0.46% 至 86.59%，同比上升 8.7%。6 月根据企业排产计划及环保“回头看”影响，预计 6 月开工率环比降 4.5% 至 82%，主因包括企业进入淡旺季过渡期，需求释放接近尾声，同时青岛上合峰会的召开导致当地及周边地区生产受限。2018 年 5 月氧化锌企业开工率为 54.38%，环比下降 2.73 个百分点。

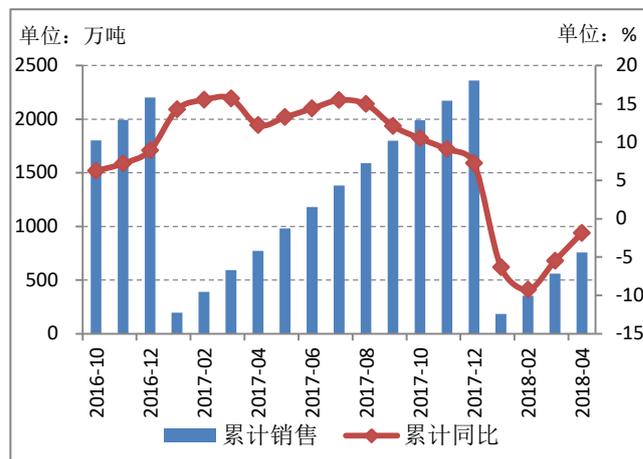
由于去年 4-5 月因环保大面积减停产后，大型企业多已进行整改，年内虽仍有环保检查，但环保对实际生产影响有限。但鉴于出口无亮点以及消费淡季来临，预计后期镀锌板整体消费稳中偏弱。

图 3.4.1 1-4 月国内镀锌板库存情况



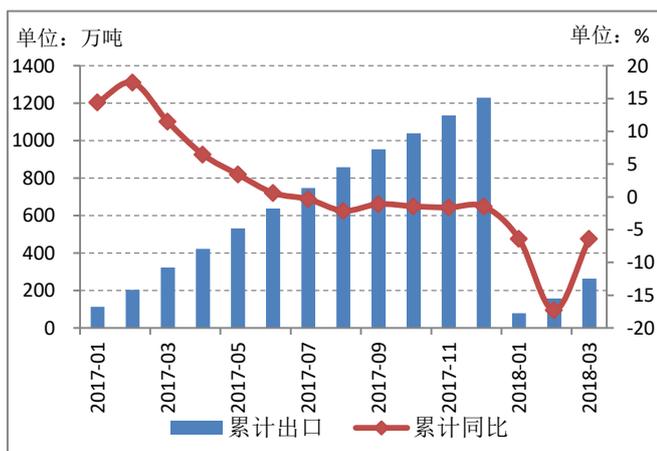
资料来源：中国钢铁工业协会 南华研究

图 3.4.2 1-4 月重点企业镀锌板销售情况



资料来源：中国钢铁工业协会 南华研究

图 3.4.3 一季度镀锌板出口情况



资料来源：海关总署 南华研究

图 3.4.4 一季度镀锌板出口价和出口量情况



资料来源：海关总署 南华研究

终端消费来看，汽车市场方面，2018年1-4月份，汽车累计产量941.98万吨，累计同比增长1.78%。1-4月，与1-3月相比，汽车产量同比结束下降，呈小幅增长，销量增速有所提升。据中国汽车工业协会统计分析，4月汽车产销比上年同期呈现两位数增长，当月汽车产销分别完成239.7万辆和231.9万辆，产销量比上月分别下降8.8%和12.7%，比上年同期分别增长12.3%和11.5%。4月汽车产销比上年同期增速较快与上年同期基数较低有一定关系。

政策层面上看，首先，中美贸易战存在不确定性。此前财政部宣布自7月1日起，降低汽车整车及零部件进口关税至15%；如今，美国进口车将在15%的关税基础上，再加征25%的关税，因此按照征收40%关税计算，各车型的售价普遍上涨了11%左右。其次，随着购置税减半政策的退出，认为汽车领域未来的消费也将受到不利影响。预期下半年汽车行业整体需求将呈下降趋势。

图 3.4.5 全国汽车产量



资料来源：国家统计局 南华研究

图 3.4.6 累计新开工面积



资料来源：国家统计局 南华研究

房地产方面，1-4 月房地产开发投资完成额累计 30952 亿元，累计同比增长 10.3%，增速比 1-3 月份回落 0.1 个百分点。但累计新开工面积增速出现分化，开始有所回落。1-5 月份，商品房销售面积 56409 万平方米，同比增长 2.9%，增速比 1-4 月份上升 1.6 个百分点，但比一季度回落 0.7 个百分点。目前基于政策影响及信贷收紧，中小企业融资难等问题使市场普遍看淡后市房地产市场，但客观来讲房地产对现阶段经济发展的支柱作用还不能迅速被替代。

总体来看，预期下半年终端需求整体偏弱。

图 3.4.7 房地产投资情况



资料来源：wind 南华研究

3.4.8 房地产销售及资金来源



资料来源：wind 南华研究

### 3.5. 三季度锌价走势展望

锌基本面的变化短期趋于平稳，内强外弱格局将维持。

由于全球锌矿复产速度远不及预期，加工费维持低位打压炼厂利润，延缓了锌价大方向看跌的节奏，锌价更多表现为震荡。虽然供给端锌矿偏紧给予锌价一定支撑，但预计后期随着进口锌的流入以及国内锌矿供应的缓慢回升，我们认为锌供应端的支撑将逐步减弱。叠加加工费有所改善，社会库存扭转下降趋势，预期累库提速将加大锌价向下调整压力。

锌市由供应驱动逐渐转为消费驱动，中美贸易战重燃的背景下，目前市场普遍看淡房地产市场和汽车市场，预期消费偏弱，难带动消库，整体上我们认为后期锌价仍面临重心继续下移的风险，预计锌价将震荡偏空。

## 第4章 镍：消费需求的两架马车驱动价格上涨

今年3月初，沪镍经过一个月的调整后小幅回调至96150，技术面显示该点位附近是前期诸多上升浪的高点，有较强的支撑。随后镍价在2季度开始走高。4月19日在突破10万点大关后直接出现跳空上涨，日内最高至109790，随后进入10万以上调整平台并在105000附近企稳。而随着下游不锈钢库存不断回落，新能源汽车产销量不断超预期增长，5月镍价又迎来一波上涨，冲破11万的整数关口后稍作调整后就继续上涨，直到触及12万整数大关才出现较为明显的调整行情。此后镍价在112190点企稳后继续上冲，截至6月23日当日，镍价已上涨至117670点。

于此同时，外盘伦镍走势则更为激进，甚至在4月19日当天就触及了16690的高点，为4年半以来历史新高。此后伦镍价格的回调也更为剧烈，到13555点企稳后才继续上升趋势。而截至6月23日，伦镍价格也已达到15375点附近。

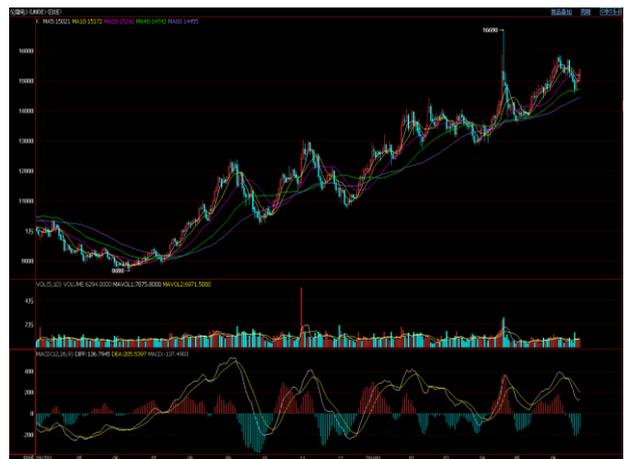
二季度内外盘行情整体为上涨趋势，驱动价格上行的主要因素之一为不锈钢消费恢复。虽然同比并没有出现明显增加，但由于年初累计的高位库存导致的低基数效应，不锈钢消费恢复对价格拉动的弹性非常高。另一个价格驱动因素则是新能源汽车行业的爆发式增长。年初预计的2019年至2020年才会出现的硫酸镍产能过剩情况在今年2季度末就开始发生，这本来将对镍价产生压力，然而结合下游新能源汽车产销量增速大幅超预期增长，反而给市场以积极的信号：新能源汽车行业的爆发式增长将迅速消化三元材料端出现的产能过剩，从而使得产能的超预期增速符合市场要求，正反馈将使得行业预期进一步升高，从而带动产业的继续扩张。

图 4.1：沪镍处在上升通道



资料来源：博弈大师 南华研究

图 4.2：伦镍处在上升通道



资料来源：博弈大师 南华研究

### 4.1. 2018 年 2 季度行情综述：消费驱动价格上涨

过去一季度镍价内盘和外盘行情均显示走强，无论价格上上涨无力还是交易量都稳步增长，显示出不锈钢和新能源汽车消费对价格拉动作用非常明显。2018年不锈钢端消费增速预期仍保持3%-4%，而新能源汽车端预期增调高至50%-60%。介于三季度为终端传统消费旺季，四季度进入10月中旬后消费将出现季节性回落，因此预计下半年三季度镍价仍以上升为主，不排除调整完整后突破13万整数关口的可能，而至11月后，价格则可能出现增速放缓甚至旗型调整的状态。

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

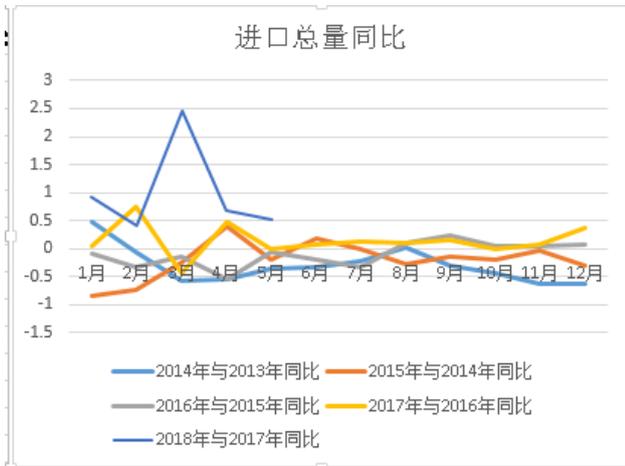
## 4.2. 镍矿：菲律宾与印尼或各占半壁江山

国内镍矿主要来自菲律宾和印尼进口。经过菲律宾环保整改和印尼镍矿出口放开，国内镍矿进口来源虽然无大变化，但具体占比已发生明显改变。从结果看，未来菲律宾进口镍矿将与印尼进口镍矿各占半壁江山。中高品位镍矿中，印尼镍矿将占优势，因其镍矿品位同高于菲律宾镍矿，且镍矿品种更适合高镍铁生产。而中低品位镍矿中，菲律宾镍矿将继续占优优势。

当前镍矿进口总量上，2月同比增加 40.9%至 1537196 吨，3月同比增加 247%至 2942127 万吨，4月和5月进口数据因海关数据整改暂未公开，但根据历史情况预计4月进口量将达到 340 万吨左右，同比增长 68%，5月进口量预计为 464 万吨，同比增加 51.5%。

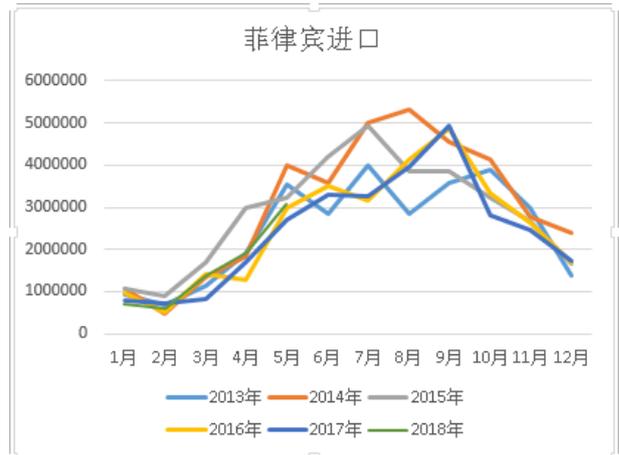
具体看菲律宾和印尼两国进口的分项数据，2月印尼进口 831917 吨，占当月总进口量的 54%，而菲律宾进口量为 592838 吨，占当月总进口量的 38.6%。3月两国进口量占比均为 46%左右，因4月和5月进出口数据未公布，但以现有数据预计，印尼进口量占比将下降至 40%左右，印尼则保持保持在 50%左右。基本上，菲律宾环保问题对镍矿影响的因素逐渐消退后其出口量将维持当前水平，印尼出口配额则因制度问题上升空间不大，这样看未来国内镍矿进口影响因素出现变故导致风险的可能性将降低，两国进口量则将极有可能各占一半占比。

图 4.2.1: 镍矿进口总量同比上升



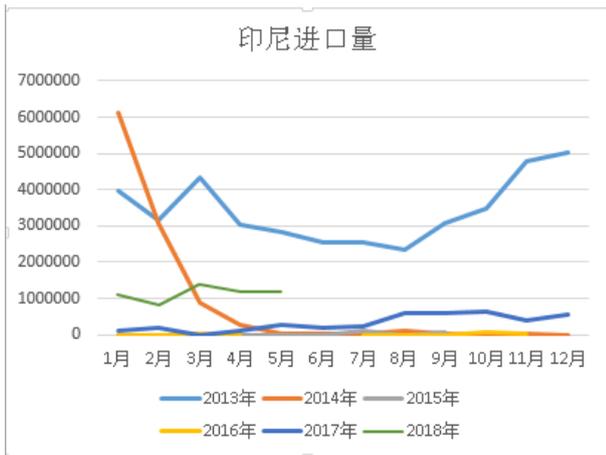
资料来源: Wind 南华研究

图 4.2.2: 菲律宾进口镍矿量有所回升



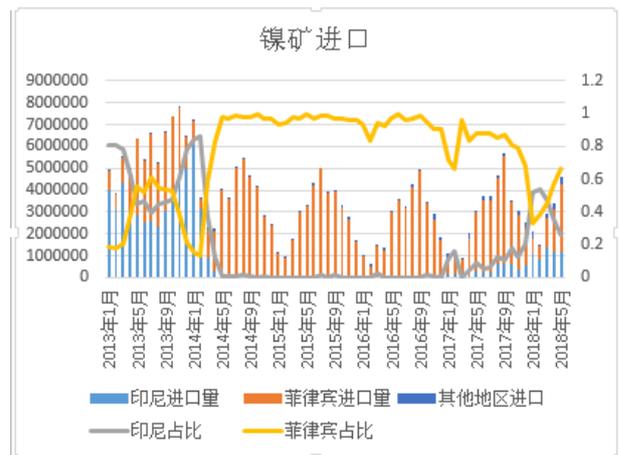
资料来源: Wind 南华研究

图 4.2.3: 自印尼进口镍矿量大幅上升



资料来源: Wind 南华研究

图 4.2.4: 菲律宾进口和印尼进口占总量比的不同趋势

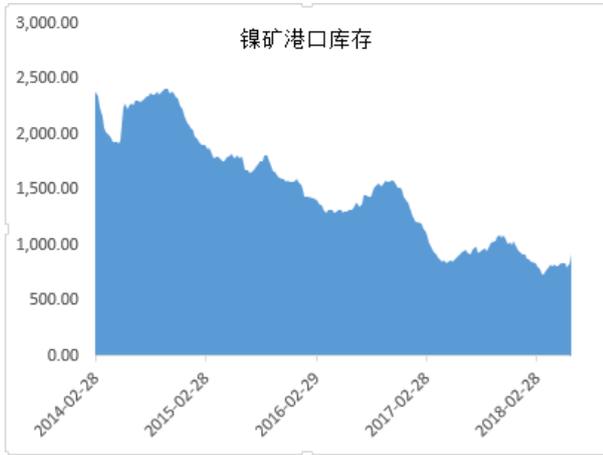


资料来源: Wind 南华研究

数据显示，目前印尼镍矿出口许可总量已达到 3796 万吨。去年全年已使用的出口额度为 500 万吨左右，剩余大约 3296 万吨额度中，约 3000 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，则今年国内将面对印尼方约 2400 万吨左右镍矿进口的冲击，折合月进口量为 200 万吨。但实际印尼进口数据却远远小于这一值。特别从许可数据计算看，3 月到 5 月进口量将是进口的峰值，之后进口数量将开始出现下滑，而印尼的实际出口量在三月也只打到了 1374434 万吨，预计 4 月和 5 月进口量则维持在这一水平。从这个角度来说，印尼镍矿的冲击不及预期，对国内镍矿供应的影响也远远没有一季度预期的那么大，镍矿供应大幅过剩的情况不会出现，对镍价的打压也不及预期。

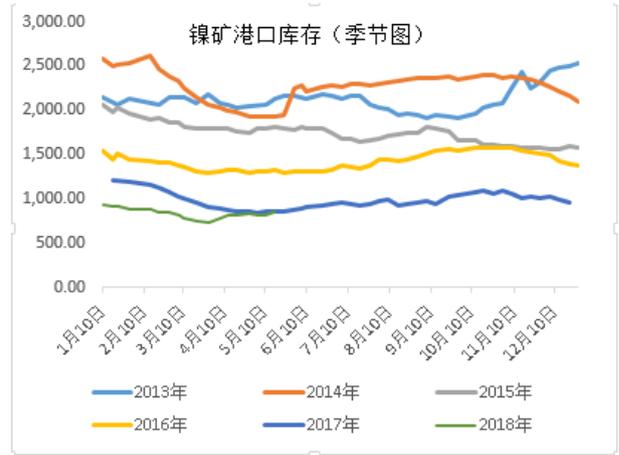
从镍矿港口库存情况看，印尼镍矿放开后，国内库存明显增加，库存量从历史同期最低上升至 2017 年同期水平，后期因印尼镍矿出口增长有限，库存将极大可能维持在去年水平。

图 4.2.5：国内港口库存进入累库状态



资料来源：Wind 南华研究

图 4.2.6：国内港口库存回升



资料来源：Wind 南华研究

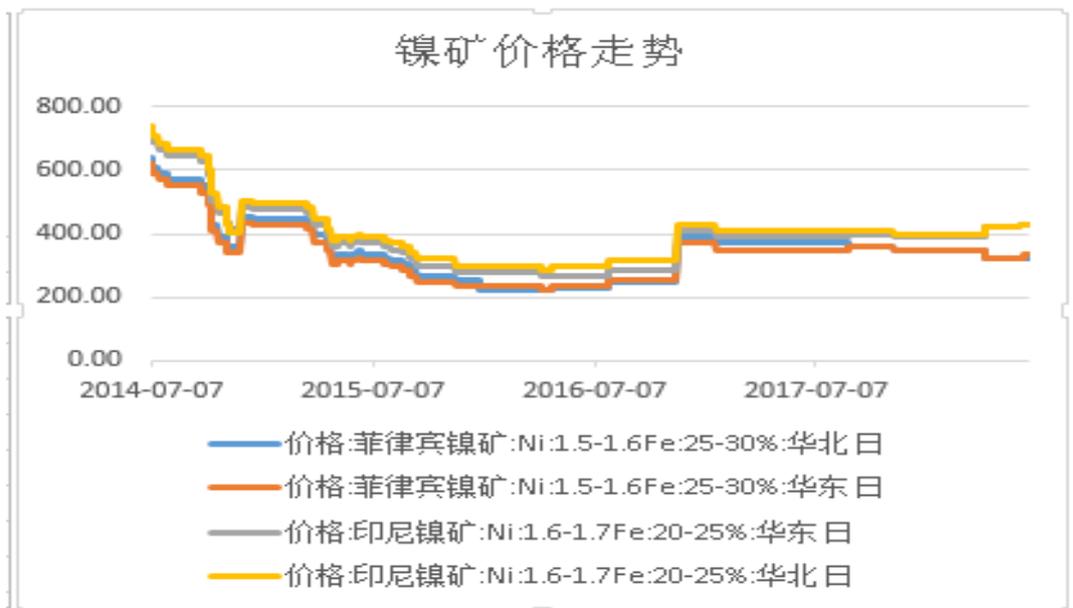
表 4.2.1：印尼镍矿出口许可情况

出口商	矿山	出口额度（万吨）	状态
antam	Aneka Tambang	270	批准
振石集团	Fajar Bhakti Lintas	106	批准
PT-CNI	PT Ceria Nugraha Indotama	230	批准
Harita/新兴铸管	印尼 PT Trimegah Bangun Persada 矿山	155.98	批准
Harita/新兴铸管	印尼 PT Gane Permai Sentosa 矿山	51.99	批准
央大/新华联	印尼矿山 PT Macrolink Omega Adiperkasa	70	批准
央大/新华联	PT-Itamatra Nusantara	12	批准
antam		122	批准
振石集团	PT. Fajar Bhakti Lintas Nusantara	402	批准
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
PT Toshida Indonesia	TOSHIDA	195	批准
PT Intergra	INTERGRA	100	批准
焊联	Genba Multi Mineral	195	批准
PT Sulawesi Mining Investment		600	批准
antam		270	批准
PT Macika Mada Madana	宁波明辉矿业与印尼 PT Macika 矿业(南苏拉威西地区建设镍铁冶炼厂, 各 50%)	100	批准
总计		3796.17	

资料来源：根据新闻整理

图 4.2.7：印尼矿与菲律宾矿价格走势分化



资料来源：Wind 南华研究

最后反应在镍矿价格上，预期未来镍矿价格总体均价将继续保持平稳，但具体印尼矿和菲律宾矿则可能出现分化。前面提到中高品位镍矿中印尼矿更占优势：因印尼矿的镍含量更适合制造镍含量 10%-15%的高镍铁，同时其酸碱度、硅镁比与菲律宾矿相比对冶炼炉内衬侵蚀更少，使得高镍铁生产

成本能有所下降。而目前基本上印尼矿进口不及预计，市场对印尼矿的需求却逐渐上升，因此未来印镍矿和菲律宾矿价格可能产生明显剪刀差。

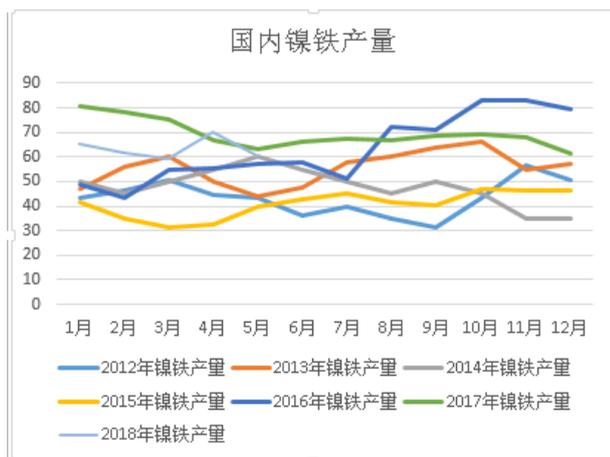
### 4.3. 镍铁：行业利润持续恢复

到今年年中，镍铁产业链利润恢复已持续近 9 个月时间，预期未来镍铁行业仍将保持较高的利润。一个原因是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，集中度日间提高有利于镍铁企业掌握镍铁定价权。另外，镍铁企业开始运用沪镍价格展开点价，以基差形势进行定价，使得镍铁价格波动更接近镍价波动，减少了因镍铁价格与镍价波动不同步导致的损失。

具体产量上，3 月镍铁总产量因企业主动减产，同比环比均有所下降。4 月随着下游需求增加，镍铁总产量出现明显恢复，但 5 月开始，因中央环境保护督查“回头看”工作开展，镍铁总产量出现明显下滑，而由于督查组工作开展时间为期一个月，因此预计 6 月国内镍铁总产量将继续同比下降态势。在受影响方面，低镍铁产量减少高于高镍铁，但由于其镍含量较低，对镍供应影响反而有限。

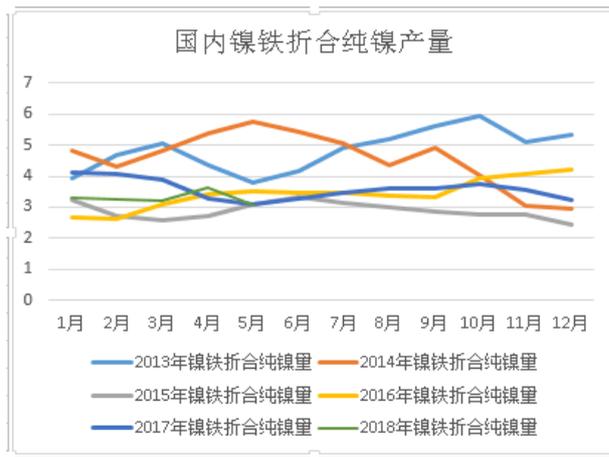
镍铁产能增量方面，今年镍铁增加产能可能性则几乎为零，除上述集中度较高的原因外，镍铁产业链并不存在国有大中型企业，停产或破产企业重组面临较大的负债问题无法解决也是另外一个重要原因。

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



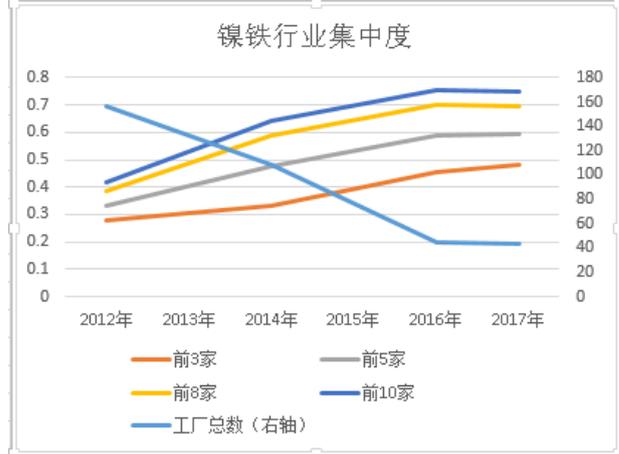
资料来源：我的钢铁网 南华研究

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%

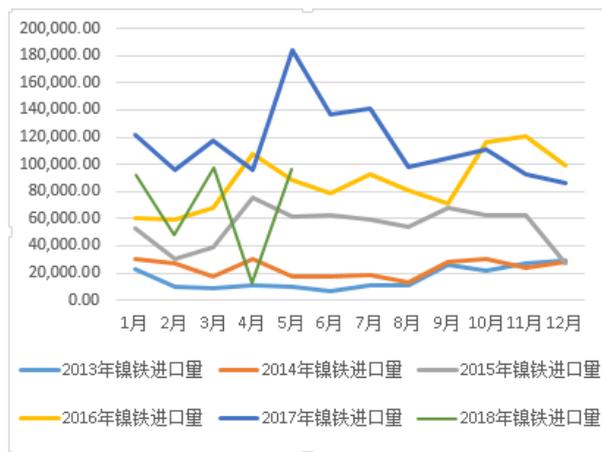


资料来源: 要资讯 南华研究

进口方面, 虽然 2 月进口数据大幅不及预期, 但 3 月进口数据已回升至 9.7 万吨左右, 主要增加来自印尼镍铁进口量大幅增加。因此 4 月镍铁进口有望维持在 13 万吨左右, 到 5 月和 6 月因印尼进入斋月可能出现下滑, 国内进口量可能维持在 9 万吨和 8 万吨的水平。

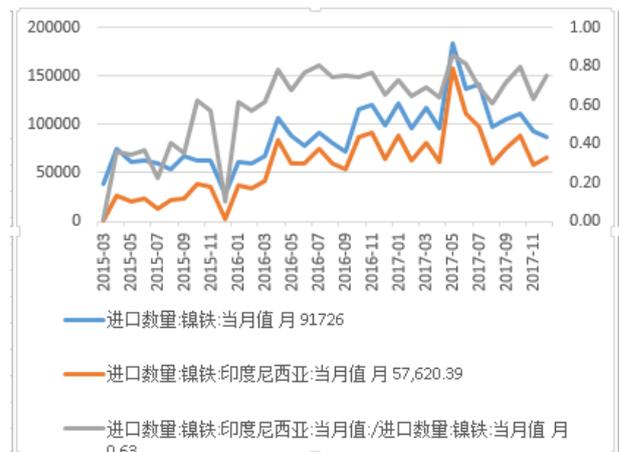
另外, 从印尼镍铁产量看, 2017 年印尼镍铁产能为 332 万吨, 至 2018 年末印尼镍铁投产产能将上升至 376 万吨, 预计投产产量将达到 312 万吨。因此, 预计上印尼出口镍铁月均量将达到 22 万吨左右, 若以 50% 进口中国计算, 国内月均进口镍铁中来自印尼的量将有 11 万吨左右。但实际上国内镍铁进口数量远远小于这一数据, 一是因为印尼镍铁产能投放不如预期, 另外则是印尼镍矿出口可能导致印尼当地镍矿价格上涨, 相对于出口镍铁回国内的利润, 企业将可能更倾向于继续制造不锈钢用于出口。

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



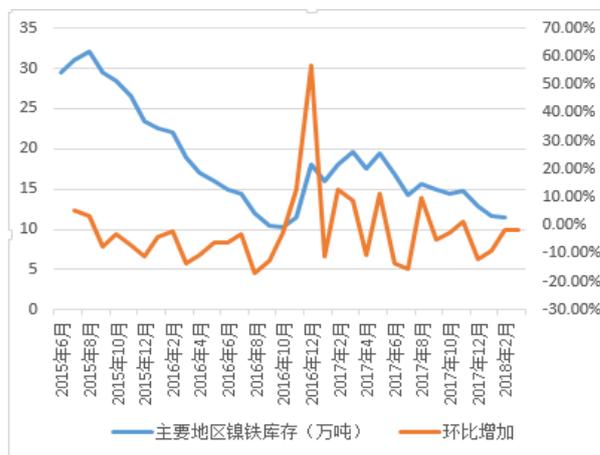
资料来源: Wind 南华研究

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



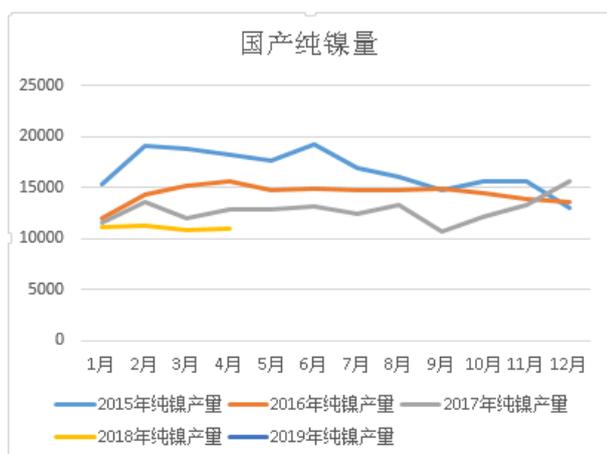
资料来源：我的钢铁网 南华研究

#### 4.4. 纯镍：国内外库存持续转好

虽然镍价持续上涨，但由于国内纯镍企业新增大多转向硫酸镍生产，因此近期国内纯镍产量增加有限。3月产量为 10901.21 万吨，相比 2月下跌 328.79 万吨，降幅 2.3%。4月纯镍产量 11001.64 万吨，较 3月微增 100.43 万吨，增幅为 0.9%。

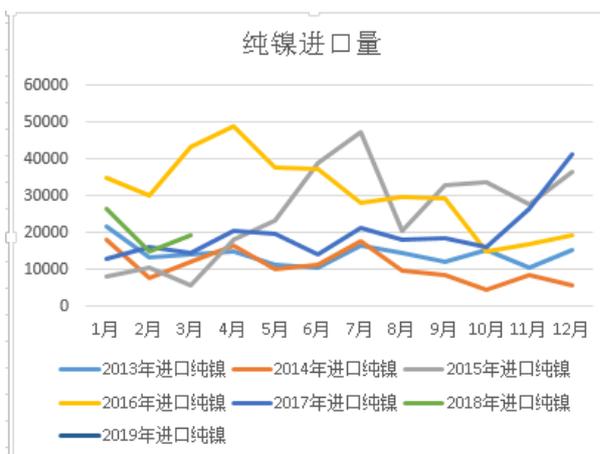
而进口量有所恢复，3月进口 19370 万吨，同比 2月增加 4660 吨，关税上涨至 2%后，今年 2月纯镍产量出现了明显下滑，但随着国内需求缺口扩大，纯镍进口量出现明显反弹。因此预计今年 4月、5月和 6月纯镍进口量将维持在在 2 万吨左右。

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 年进口纯镍量有所恢复



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 6月 22 日当周库存降至 2.83 万吨，较 1月下旬高点 5.74 万吨下降了 50.7%。

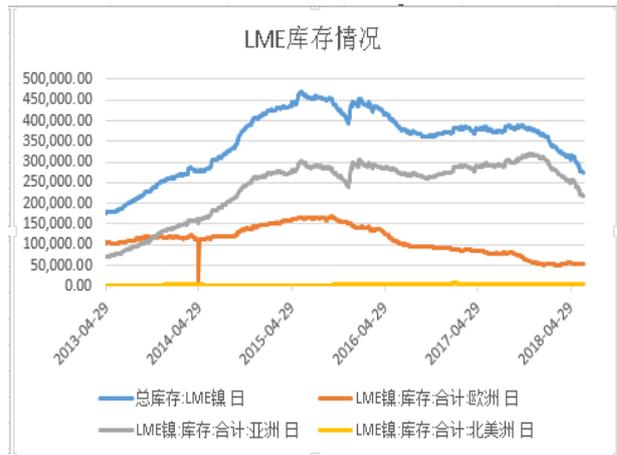
伦镍库存今年则一直处在去库存状态，到 6 月 22 日库存降至 27.48 万吨，较年初 1 月 2 日库存 36.66 万吨已下降了 25%，其中主要下降幅度来自亚洲库存不断下降。伦镍库存中约三分之二为镍豆库存，从今年二季度开始，伦镍镍豆库存也出现同步明显下降，说明伦镍出库中镍豆占比开始增大，市场对硫酸镍端的看好使得贸易商有屯库的动机。同时从国内进口镍豆情况看，国内进口量并不足以消化大约伦镍 14 万吨左右镍豆的出库量，因此后期因持续关注镍豆与硫酸镍间加工价差的变化。

图 4.4.3：上期所镍库存持续下滑



资料来源：Wind 南华研究

图 4.4.4：LME 镍库存持续下降



资料来源：Wind 南华研究

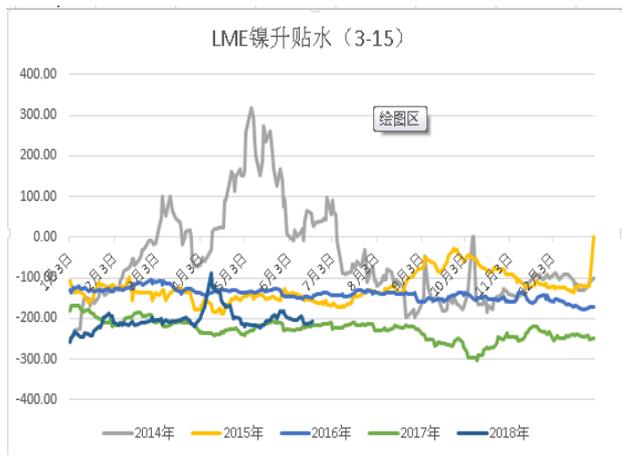
LME (0-3) 贴水与 LME (3-15) 贴水从 5 月初开始出现明显下滑，显示未来预期有所转弱，这一方面是因为硫酸镍端供应过剩导致对增速预期的下滑。另一方面则是中美贸易摩擦不断升级，对内外盘期货盘面的冲击远大于对现货方面的冲击：中国对美贸易中不锈钢占比并不大，另外不锈钢出口美国占国内产量的占比也不足 0.2%，因此对现货方面的影响有限，而因贸易摩擦导致的宏观担忧则对内外期货盘面产生较大负面影响。

近期中贸易摩擦二次升级，盘面反映出小幅超跌情况，但镍基本面较为健康，因此超跌过后伦镍 (0-3) 和 (3-15) 贴水有望收窄，目前伦镍基差和近远期价差已是近 4 年来历史低位，是一个比较好的做多点位。

图 4.4.5：LME (0-3) 贴水历史低位



图 4.4.6：LME (3-15) 贴水历史低位



资料来源：Wind 南华研究

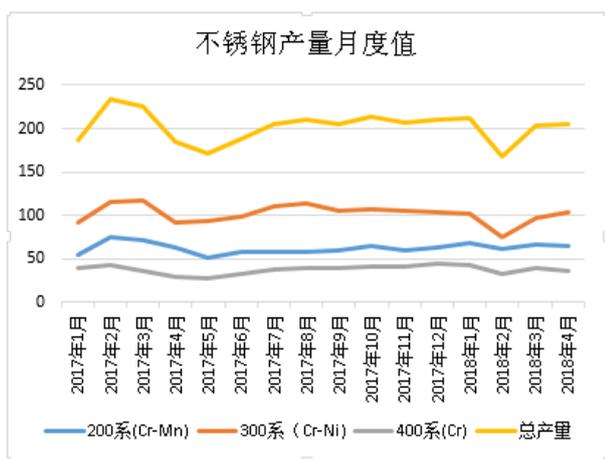
资料来源：Wind 南华研究

## 4.5. 镍下游消费：不锈钢消费恢复，库存下降

3 月度钢厂减停产结束后，4 月不锈钢总产量出现微幅增加，其中 200 系和 400 系产量环比上月下降，300 系产量则增加了 6.2 万吨，同时 3 月终端消费需求恢复则不及预期，因此 3 月末无锡佛山两地不锈钢库存累计至去年 6 月以来的历史高位，盘面上镍价也因此进入长达 1 个月的盘整期。

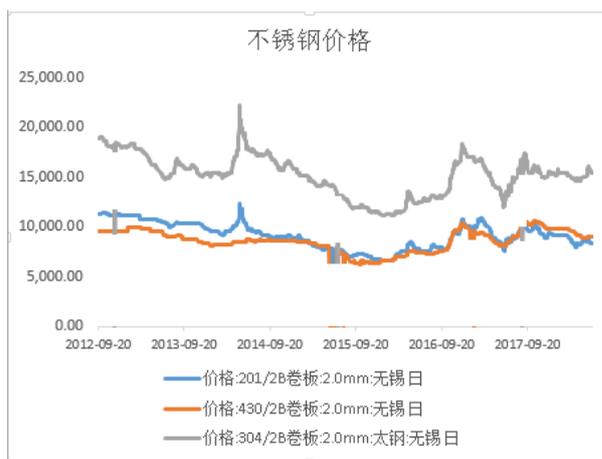
从 4 月开始，不锈钢终端消费有所恢复，钢厂产量因价格问题没有出现明显增加，因此不锈钢库存得以稳步下降，目前已回到历史较低水平。因此预期未来钢厂产量若保持平稳增长，不锈钢价格有望继续稳步向上走势。

图 4.5.1：不锈钢月度产值



资料来源：我的钢铁网 南华研究

图 4.5.2：不锈钢价格稳中有升



资料来源：Wind 南华研究

具体来看，从今年 2 月初开始，不锈钢库存迅速增加。至 3 月初无锡与佛山不锈钢库存纷纷达到历史最高水平，分别为 25.7 万吨和 17.4 万吨，共计 43.1 万吨，较年初库存共计上涨了 18.1 万吨，而若将 2 月不锈钢厂检修情况考虑在内，则库存上涨达到 43 万吨量，一季度不锈钢消费之弱可见一斑。因此，进入二季度后，不锈钢消费出现较为明显的恢复，4 月和 5 月不锈钢产量增速均达到 11% 以上的同时不锈钢库存从 43.1 万吨迅速回落至 32 万吨附近，消费超预期增速带动上游镍价上涨，但因不锈钢高库存情况压制，不锈钢价格只出现小幅增长，因此未来库存继续下降之后不锈钢价格将迎来真正上涨时机。

而中美贸易战的影响，更多的是体现在从上游镍价受到短期冲击。仅从不锈端看，美对中国进口产品征收高额关税对不锈钢的影响较为有限。

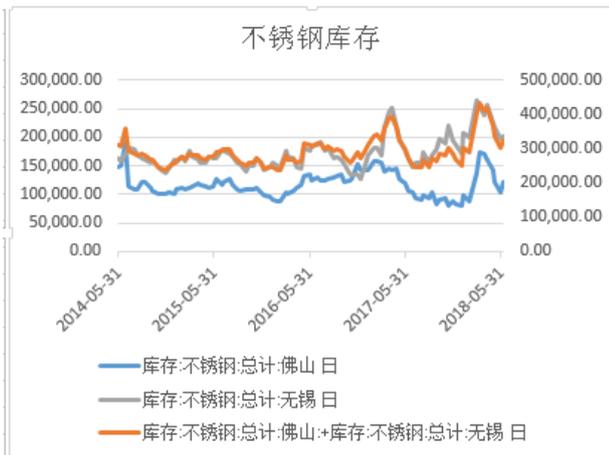
纵向数据上，镍终端不锈钢出口美国数据早在 2014 年开始就呈现明显下滑趋势：从 2013 年的 7.75 万吨下降至 2017 年的 2.79 万吨，平均复合降速高达 22.5% 万吨。应该说早在今年“中美贸易战”正式开始前，美国历年来的不锈钢反倾销政策已经对我国不锈钢出口美国贸易线产生深远影响。特别是今年 2 月 2 日起美国商务部宣布对进口自中国的不锈钢板带和板材做出征收 76.64% 普遍反倾销税和 75.6% 的普遍补贴后，预计今年国内出口美国的不锈钢量将继续降低 30% 至 40% 至 1.7 万吨到 1.9 万吨。

横向数据，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。

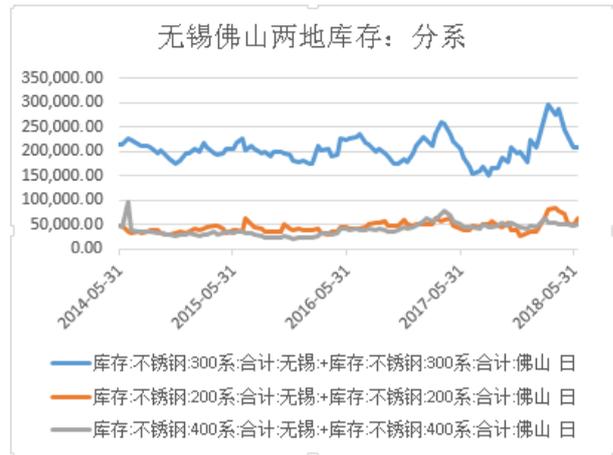
从美国出口占国内不锈钢出口总量占比看，其占比不仅较小（2017 年仅占 0.7%），而且呈现历年稳定下降态势，结合目前出口总量攀升高于国内总产量攀升速率的大前提看，中美历年来的不锈钢反倾销政策正在不断压榨出口利润和出口数量空间，但一则出口美国数量基数偏低，二则出口主要是板材和带材等中低端产品，实质影响不锈钢下游消费的程度有限。

图 4.5.3：无锡佛山两地库存回落



资料来源：Wind 南华研究

图 4.5.4：300 系回落速度最快



资料来源：Wind 南华研究

图 4.5.5：热轧库存变动



资料来源：Wind 南华研究

图 4.5.6：冷轧库存变动



资料来源：Wind 南华研究

## 4.6. 镍下游消费：新能源汽车消费带动硫酸镍端高速增长

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%，此后增速一直居高不下。至今年 5 月，新能源汽车同比增速已维持了 6 月同比增速 100% 以上。

而三元电池主要原料六水硫酸镍价格与镍豆的加工价差却从 3 月开始持续下滑，6 月初甚至跌至 2000 远附近，远远低于加工所需的 6000 元左右价差。这主要是由上游硫酸镍产量超预期扩张导致供应迅速过剩，同时下游三元材料厂担心镍价上涨带动硫酸镍价格上升而提前采购共同造成。

从现有数据看，今年硫酸镍产量实际增速可能高达 60% 以上，远超年初预计的 25% 左右增速。但因终端汽车产销量增速同样超预期（年初预期约 40%），硫酸镍产能过剩导致的库存累积将会在较短时间内被消化完毕，因此当前硫酸镍和镍豆约 3000 左右的加工价差价位将是极好的做多加工价差和硫酸镍价格的机会。

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低位反弹

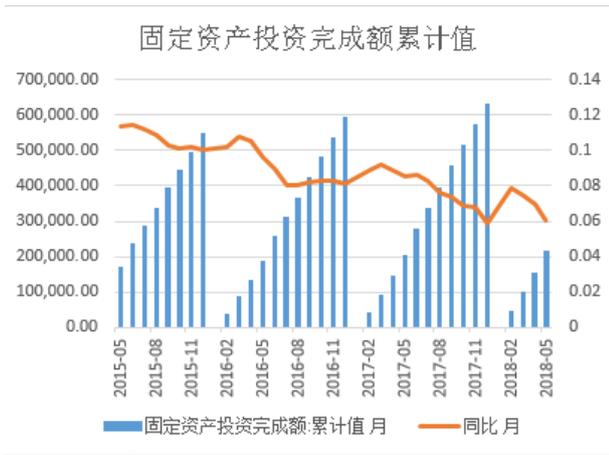


资料来源：Wind 南华研究

## 4.7. 不锈钢下游：房地产、基建仍可期

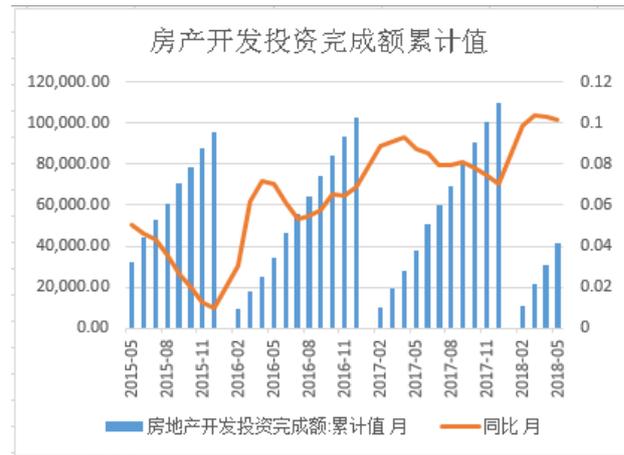
不锈钢消费中约 62% 与房地产相关；约 36% 与基建相关。从今年前 5 个月数据看，房地产开发投资完成额同比有 10% 的增速，高于去年同期增速 2 个百分点，而固定资产投资完成额也有 6% 的增速。对比 2017 年全年国内不锈钢消费增速 4.5%，基建和房产指标增速均高于该值，相信下游消费情况随着时间推移能得到较好的恢复。

图 4.6.3：固定资产投资完成额累计同比增速回升



资料来源：Wind 南华研究

图 4.6.4：房地产开发投资完成额累计同比增速略回落



资料来源：Wind 南华研究

## 4.8. 2018 年下半年度镍市展望

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，中美贸易摩擦的升级将使镍价不断出现回调，但中长期不锈钢消费稳步增长和新能源汽车爆发式增长将不断推高镍价，直到伦镍价格长期维持在 15000 美元/吨以上 6 个月以上，全球中小镍矿将可能再次开启，届时镍供应将大幅增加。另外因国内新能源汽车预定目标位 2020 年达到 200 万辆乘用车以上，目前新能源汽车超预期增速也将极可能导致 19 年或 20 年新能源汽车供应大幅过剩，但就今年下半年行情来看，镍价将继续维持上涨行情，保守估计镍价上涨至 13 万以上，乐观预计为 15 万以上。

# 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

**南京分公司**

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室  
电话：025-86209875

## 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)