

子夜的微光

摘要:

- 2014 年新兴市场的内外交困与美元指数走牛成为商品系统性下行动力，基金属无法独善其身，除去供应端有故事可讲的品种，基金属整体走弱下行。这种趋势将延续到 2015 年，因美元指数的牛市将令商品价格重估，新兴经济体的弱需求难以好转。
- 我们认为铜精矿的过剩在 2015 年逐步兑现，精矿过剩向精铜传导顺畅。中国需求走弱特别是地产拐点的影响以及融资铜终结等都是压制价格的主要因素。但我们仍维持谨慎的看空，因铜过剩仍未脱离紧平衡的范畴。当前低库存对价格的支撑仍然有效。预期均价在 6300 美元左右，料 1-2 季度补库存后跌破 6000 美元以下概率较大。
- 我们预计 2015 年铝 LME 均价在 1800 美元，沪铝 13000 元，因供需格局并未彻底好转，中国地产周期的拐点、能源成本的坍塌，将令铝价承压。一季度的季节性过剩可能与商品系统性下跌特别是原油下跌产生共振，短期价格跌破 12600 元概率较大。
- 镍仍是基本面最好的金属，因中国红土镍矿、镍生铁和电镍的去库存接近尾声；镍生铁高昂的成本导致大量中小企业停产而印尼镍铁产出无法填补缺口；菲律宾雨季减少出口的季节性因素叠加与以上因素共振，预期镍价在 1、2 季度上行至 22000 美元左右，年度均价为 20000 美元。
- 我们并不认为锌外矿枯竭会对供给造成较大冲击，2015 年锌价上涨动力仍来自冶炼企业亏损减产导致的国内短缺；镀锌板出口增长主要因国内弱需求的挤压，难以成为长期上涨驱动因素；贸易商囤积助涨了 2014 年下半年现货市场的高升水，成为目前价格的支撑。我们预期 2015 年二季度锌价或将重新起航，年内冲击 20000 点，全年均价在 18000 元/吨左右。
- 我们认为，2015 年精炼铅市场仍处于供需两淡的趋势。供应端没有出现重大变化的情况下，需求结构性变化和产能淘汰政策或导致蓄电池去产能预期。预计 2015 年铅需求很难有明显改善，将会继续维持低位下行。



智慧创造奇迹
一流的咨询,卓越的服务
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

吴任 金属研究员

0571-87839256

MP: 13429175325

wuren@nawaa.com

方森宇 金属研究员

0571-87839265

FSY@nawaa.com

目录

目录	2
第一章 2014 年行情与策略回顾	3
第二章 宏观展望：美元重启牛市，新兴市场承压	4
2.1 美元指数牛市开启	4
2.2 新兴市场面临困境	5
2.3 金属市场子夜的微光	6
第三章 铜：过剩预期兑现，紧平衡魔咒难破	7
3.1 铜矿增产高预期，冶炼产能传导顺畅	8
3.2 融资铜的终结，贸易流的改变	10
3.3 伦沪库存步入增长周期	12
3.4 偏弱消费新常态，紧平衡魔咒并未解除	14
3.5 全年消费增速下行，预期 2015 年均价在 6400 美元	16
第四章 铝：产能扩张二重奏，价格一季度触底	18
4.1 中国产能扩张二重奏，铝土矿短缺难发酵	19
4.2 LME 库存的剧变，贸易升水和价格承压	22
4.3 能源价格骤降，电力成本坍塌	24
4.4 全球需求整体下滑，外热内冷局面不改	25
4.5 2015 年铝价仍将弱势下行，沪铝均价 13000 元	27
第五章 镍：禁矿故事末章与成本驱动	28
5.1 禁矿故事接近尾声，菲律宾雨季发酵短缺	28
5.2 高成本镍生铁大量停产，印尼产能释放有限	28
5.3 中国去库存接近尾声，电镍供应转向短缺	30
5.4 中国需求增速不减，供给缺口推动镍价再上 2 万	32
第六章 锌：冶炼停产致理性反弹	33
6.1 外矿枯竭不影响内矿供应	34
6.2 冶炼亏损减产导致锌价反弹	35
6.3 出口增长难掩下游市场困局	36
6.4 贸易商囤货助推现货高升水	36
6.5 2015 年锌价展望：全年均价 18000 元	37
第七章 铅：消费放缓，平衡恶化	38
7.1 精炼铅交投和库存双双维持低位	38
7.2 铅精矿供应不足，精炼铅产量走低	39
7.3 终端消费放缓，供需平衡恶化	40
7.4 2015 年铅价展望	42
第八章 精选投资策略	42
南华期货分支机构	43

第一章 2014 年行情与策略回顾

2014 年，美国经济增长在发达国家一枝独秀，美元指数开启牛市上涨；新兴市场受制于内外交困，经济增长持续放缓，大宗商品整体承压，基金属整体难以独善其身。然而金属品种由于基本面的差异，特别是供给面的差异，分化明显。从表中可以看出全年基金属总体维持弱势，伦敦市场伦镍走势最强，上海市场沪锌走势最强，伦铜和沪铜悉数垫底。

表 1.1：2014 年基金属价格走势

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	涨跌幅[%]
LME 铜	7374.50	7460.00	6230.75	6438.50	-936.00	-12.69%
LME 铝	1800.25	2119.50	1671.25	1981.50	181.25	10.07%
LME 铅	2214.50	2307.00	1955.50	2030.00	-184.50	-8.33%
LME 锌	2059.25	2416.00	1937.00	2236.75	177.50	8.62%
LME 镍	13967.00	21625.00	13334.00	17115.00	3148.00	22.54%
LME 锡	22473.00	23849.00	19000.00	20210.00	-2263.00	-10.07%
沪铜连三	52310.00	52760.00	43560.00	45740.00	-6570.00	-12.56%
沪铝连三	13990.00	14970.00	12745.00	13485.00	-505.00	-3.61%
沪铅连三	14355.00	15560.00	13420.00	13480.00	-875.00	-6.10%
沪锌连三	15215.00	17535.00	14655.00	16700.00	1485.00	9.76%

资料来源：Bloomberg，南华研究

2014 年我们的每季度策略报告中都会提供一系列的单边及对冲策略，我们对四季度交易策略做简要的策略跟踪分析，(其中采用 30%的仓位建仓，跨期套利采用 60%的仓位建仓，伦沪市场间套利比率为 1:5，铜锌之间为 1:3，铜金之间为 1:3，止损出场 5%，止盈出场 15%)，并对每一个策略的收益率情况统计如下：

表 2.1.2：2014 年 4 季度基金属策略跟踪

策略	建仓时间	价差/比价	平仓时间	价差/比价	年化收益率
空伦铜	10 月 8 日	6704	12 月 5 日	6438.5	13.20%
空伦铜多 Cu1501	10 月 8 日	7.07	12 月 5 日	7.21	2.56%
空伦铝	10 月 8 日	1941.50	10 月 21 日	1987	止损
空伦铝买 Al1501	10 月 8 日	7.19	10 月 21 日	6.97	止损
多伦铜空美黄金	10 月 8 日	3.08	8 月 15 日	2.97	-3.10%

资料来源：南华研究

第二章 宏观展望：美元重启牛市，新兴市场承压

2014 年宏观市场主要关注两个方面，一方面是美元指数牛市开启，使得大宗商品面临价值重构，基金属整体承压毋庸置疑；另一方面是以中国为代表的新兴市场经济增速放缓，基金属整体面临需求萎缩的局面。

2.1 美元指数牛市开启

美元指数在经历了两年多的震荡之后，重新开启上涨行情。截止 12 月中旬，美元指数收报 89.35 点，创 2009 年 2 月以来的新高，2014 年累计涨幅为 10.95%，有望开启牛市上涨行情。

在分析美元指数上涨的因素，我们从内生性因素和外生性因素两方面来看。首先从内生性因素来看，目前美国经济维持快速复苏的势头，三季度 GDP 维持 4% 左右的速度上涨，这在发达国家中增速最快的一个，临近年末，消费市场旺季势必加速带动经济的增长；同时美联储关注的失业问题也大大得到缓解，最新公布的 11 月份季调后新增非农就业人数大幅高于预期，在通胀处于稳定的基调下，就业情况的大幅好转必将增强市场对美联储加息的预期，美元指数也因此节节走高。

图2.1.1: 美国 GDP 增长维持较高水平



图2.1.2: 美国季调后非农就业人数持续走高



资料来源：美国商务部 南华研究

资料来源：美国劳工部 南华研究

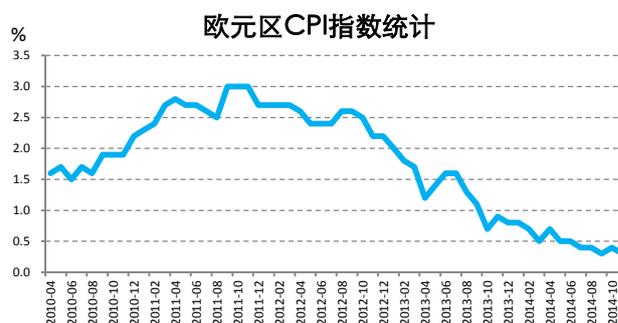
从外生性因素来看，我们主要关注欧洲和日本的经济状况。欧元区整体经济增长一直磕磕绊绊，2014 年年初以来增长率一直回落。不过更令欧元区官员担忧的是对通缩的担忧，最新公布的 11 月欧元区 CPI 数据震荡回落至 0.5% 以下，离通缩只有一步之遥。此前欧洲央行已经通过降息、开启量化宽松等措施试图遏制通胀下行的趋势，但是效果并不明显，随着年内原油价格的暴跌，通胀指数继续下行的概率很大，欧洲央行践行量化宽松的脚步已经不远，欧元兑美元下行趋势未止。

图2.1.3: 欧元区 GDP 增长维持低速



资料来源：美国商务部 南华研究

图2.1.4: 欧元区 CPI 指数持续走低



资料来源：美国劳工部 南华研究

日本的情况比欧元区有过之而无不及。安倍经济学在实行初期取得一定效果之后，目前负面效应开始显现，尤其是今年4月份上调消费税以来，经济增长不容乐观。最新公布的三季度经济数据显示，日本GDP环比下滑0.4个百分点，这已经是日本连续两个季度维持负增长，当然内需不足和民间投资下滑也是主要因素，迫不得已之下，安倍延迟了第二次上调消费税的时间。同时日本央行也在力推QQE（量化&质化宽松）来提振经济增长，但是目前的效果也较为有限，预期未来还将持续宽松的政策来提振经济增长，美元兑日元的走势还将继续上行。

综合美元指数两方面的影响因素来看，目前90点并非终点，2015年美元指数还将继续上行，未来基金金属将会继续受到美元指数带来的价值重构的影响，不过美元指数的内生性增长还是能给基金金属带来一定的支撑。

2.2 新兴市场面临困境

受到全球经济放缓和自身结构性因素影响，以金砖五国为代表的新兴市场面临着经济放缓、通胀高企和汇率贬值的困境。

从经济增长的情况来看，目前全球经济增长的格局已经由新兴市场向发达国家倾斜，美联储退出量化宽松，导致国际资本加速回流至发达国家，由此给新兴市场国家带来较大冲击，并且有可能进一步恶化经济基本面。中国作为新兴市场中体量最大的国家，在调整经济结构的过程中，也面临经济增长增幅放缓的局面，完成2014年全年7.5%的经济增长目标亦不再轻而易举，未来面临经济增长重心下移的新常态，其他金砖国家经济下滑幅度更大，也更令市场担忧。

从通胀情况来看，除了中国维持稳定以外，其他4个国家面临着不同程度的通胀问题。新兴市场国家通过扩张性财政和货币政策度过了经济危机，但同时也导致了国内物价的居高不下。在目前由于流动性宽裕导致的输入性通胀影响持续走低的情况下，新兴市场的结构性通胀问题突出，并且在短期内难以解决，势必影响政府采取更为紧缩的货币政策，反过来拖累新兴国家的经济增长，加大金融风险。

2.3 金属市场子夜的微光

宏观走弱伴之而来的弱需求仍是打压金属价格的重要因素，2015 年新兴市场动荡背景下，基金属的 3 年熊市似乎也未到尽头。纵向来看金属行业，从矿业至下游 2005-2010 年的牛市刺激的项目已经逐步兑现，去产能的压力依然较高。然而未来总是好的，我们看到弱需求正在向上游传导，弱势的下游企业得以挤压矿业巨头们的利润，如铜领域；高成本的冶炼行业正历经洗牌，产能真正实现了升级，资源实现了整合和优化配置，如电解铝；原料端的扰动令抗风险能力弱、低效率的企业逐步退出，真正的强者得以生存、去海外开拓，如镍...

在不远的未来，伴随全球复苏、其他新兴市场重新崛起如印度的接力、中国去产能的结束，行业利润最终会被修复，进而提振金属价格。这便是子夜里照入的微光，给强者以坚守的勇气。

表 1：金属板块展望

		波动性		
		波动率增加	波动率平稳	波动率下降
趋势	强烈看涨	镍		
	看涨	锌		
	中性		铅	
	看跌	铝、铜		
	强烈看跌			

第三章 铜：过剩预期兑现，紧平衡魔咒难破

表 1.3.1 铜供需平衡表：

单位：kt	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015e
全球							
产量	18108	18767	19326	19788	20655	21556.2	22656.2
同比%	0.27%	3.64%	2.98%	2.39%	4.38%	4.37%	5.10%
消费	17022	18572	19353	19457	20680	21491.15	22200
同比%	-4.0%	9.1%	4.2%	0.5%	6.3%	3.9%	3.30%
平衡	1086	195	-27	330.89	-25.55	65.05	456.2
LME 价格 (\$/t)	5202.77	7559.5	8830.02	7956.9	7350.6	6852	6300
同比%	-24.47%	45.30%	16.81%	-9.89%	-7.62%	-6.78%	-8.01%
LME 库存 (kt)	502.325	377.55	370.9	320.05	366.43	207.15	400
中国							
产量	4022	4569	5090	5578.6	6208	6830	7530
同比%	7.08%	13.60%	11.40%	9.60%	11.28%	10.02%	10.25%
进口	3184.95	2920.4	2835.56	3402.1	3205.1	3504	2800
出口	72.94	38.73	156.49	274.01	293	270	340
库存	95.315	131.89	93.219	204.77	125.85	100	200
总 供	7134.01	7414.1	7807.742	8595.1	9199	10089.69	9890
需求	6343	7200	7687	7980	8906	9397.85	9800
同比%	29.77%	13.51%	6.76%	3.81%	11.60%	5.52%	4.28%
平衡	791.0	214.0	120.7	615.1	293.0	691.8	90
SHFE 价格	41694.4	59437	66008.11	57278	53250	48371	45000
同比%	-13.81%	-22.35%	42.55%	11.06%	-13.23%	-7.03%	-6.96%
RMB 汇率	6.95	6.83	6.77	6.46	6.31	6.14	6.10
SHFE/LME	7.79	8.01	7.86	7.48	7.2	7.06	7.15

资料来源：国家统计局,海关总署，安泰科,WMBBS ,CRU，南华研究

2013 年末，多数机构预期 2014 年铜供应过剩 40 万吨，而在年末我们发现 14 年全年仍属于平衡甚至略带紧缺的市场，体现为内外极低的库存和较高的现货/近月升水。这主要因国储的购买 20 万吨及过高的供给中断。

铜市的过剩如地平线般近在眼前却无法触碰。而在 2015 年，我们认为铜供应端增速加快和需求放缓发生共振，铜供应过剩的预期逐步兑现，但仍未脱离紧平衡范畴。预期 2015 年均价在 6300 美元左右，国内均价 45000 元。

3.1 铜矿增产高预期，冶炼产能传导顺畅

3.1.1 精矿供给快马加鞭，高砷矿成不确定性因素

我们预期 2015 年精矿供给增速在 5.7%左右，扣除供给中断和矿山因品位降低、关停的产量损失后，新增精矿约为 110 万吨。这是 2014 年-2019 年中供应压力最大的一年。主要来源是新投产项目和已投产项目的达产，另 2014 年过高的供给中断的产能中如印尼 Grasberg 等也逐渐恢复产量。

值得注意的是 2014-2015 年的产量中，出现了数量不少的高砷脏精矿。MMH 矿山选矿设备的损坏将在 2015 年生产高砷（5%）的 10 万干吨精矿，加上 2014 年累积的 5-10 万干吨精矿，将有 15 万吨以上的高砷精矿流入市场。新投产的 Toromocho 和 Bisha 也将生产超过 20 万干吨砷含量超标的精矿。我们测算脏矿折算含铜量将有约 12 万吨。

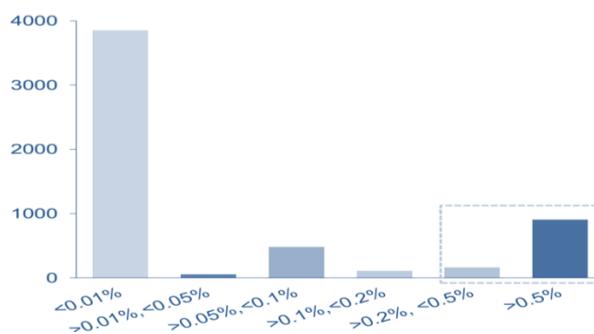
我国海关要求精矿进口含砷量低于 0.5%，冶炼厂也会对高于 0.2%的精矿价格扣减。因此这些脏精矿必须混入干净的精矿降低砷含量以进入国内。若以最低标准 0.5%为混矿目标，按 1:10 的比例，将需要混入 100 万吨（含铜量）以上干净精矿，若以 0.2%为混矿目标则需要更多。因此脏矿造成的供给影响不可忽视，特别是 2015 年 1 月 1 日后我国最严苛环保法落地，政策导向陡增了精矿供给的不确定性。我们了解到，目前除台湾地区外，中国一些企业也介入了保税区混矿的业务，这项略带灰色的业务能否在 2015 年大量的开展下去决定了脏矿能否顺畅的进入国内。

图3.1.1: 2015 年全球精矿供给增加 1100 kt



资料来源：CRU、南华研究

图3.1.2: 2015 年精矿较 2013 年高砷矿含量大幅增加(kg)



资料来源：CRU、南华研究

3.1.2 精矿加工费上行，冶炼厂利润丰厚

尽管过多的供给中断令 2014 年矿铜产量并未如预期般大幅增长。不过精矿市场过剩预期及中国冶炼产能瓶颈增加了冶炼厂的议价能力。2014 年全年 TC/RC 费用不断走高，特别是在 Q3 印尼精矿出口解禁之后，印尼较高的精矿库存和出口恢复加速了 TC/RC 费用的攀升。根据 12 月上旬亚洲金属网的报价，精矿现货加工费为 127 美元左右，冶炼厂利润丰厚，有足够的扩产动力。

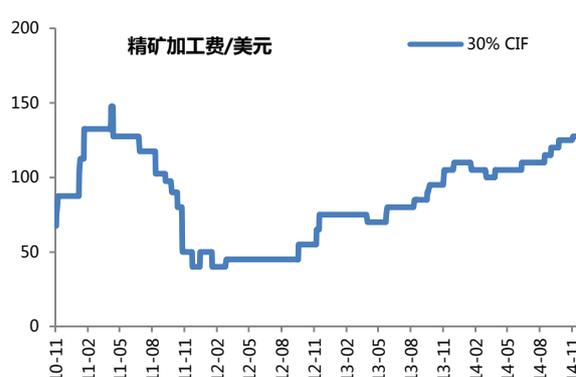
在 2015 年精矿产能继续扩张的大背景下，我们预期现货 TC 费用将继续走高，目前 CSPT 与自由港敲定了 107 美元长单加工费。我们预计全年现货加工费均价在此水平之上的概率较大。我们测算的数据显示，国内主流冶炼厂在扣除副产品损益后 TC 费用 70 美元以上开始盈利，此加工费下冶炼厂盈利较丰厚。

图3.1.3: 2014 年矿铜产量增速不及预期



资料来源：ICSG、南华研究

图3.1.4: 现货加工费仍上行至三年历史高位



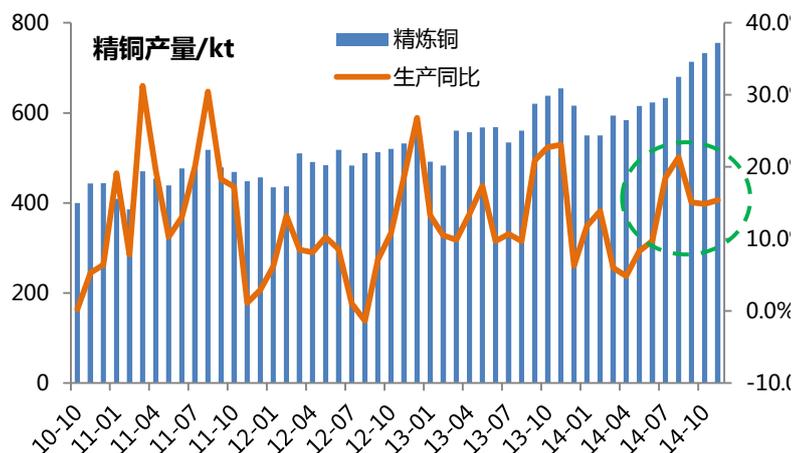
资料来源：亚洲金属网、reuters、南华研究

3.1.3 冶炼瓶颈正在解除

中国冶炼瓶颈决定了精矿过剩能否顺畅传导至精铜市场，2014 年下半年，在较高的加工费刺激下中国冶炼厂快速扩张的产能大大提升精铜供应增速。统计数据显示，2015 年我国有超过 100 万吨的精炼产能投放或达产，将增产 52.4 万吨精铜供应。ICSG 预计全球明年将增加 100 万吨以上的产量，这一增速基本与精矿增长幅度匹配，因此精矿过剩向精铜传导的瓶颈将逐步解除。

国家统计局的数据显示，中国精铜产量由 2014 年 6 月时的 62.3 万吨上行至 11 月的 75.5 万吨。同比在去年基期较高情况下仍都在 15% 以上。国内冶炼产能扩张速度已经开始提速，这是 2015 年铜价主要利空因素之一。

图3.1.5: 精铜产量自 2014 年下半年提速



资料来源：国家统计局、南华研究

图3.1.6: 预期 2015 年全球精铜增产 102.5 万吨

国家	增产	增速	来源	公司	新增精炼	总产能	原料	投产时间
中国	524	7.20%	金川达产、东营方圆和中国黄金项目	中条山有色	5	15	铜精矿	Feb-14
赞比亚	106	19.50%	从 2014 限制中回复，电解产能利用率	金川集团防城港	40	100	铜精矿	Oct-13
墨西哥	85	21.30%	电解产能利用率提升和湿法扩张	鑫汇铜业	10	10	铜精矿	2014
刚果	73	9.70%	湿法新项目扩张	豫光金铅	10	10	铜精矿	Feb-14
印尼	58	23.40%	从 2014 限制恢复	东营方圆	20	70	铜精矿	Dec-14
菲律宾	58	38.50%	从 2014 年限制恢复	浙江和鼎	18	34	废杂铜	Jun-14
韩国	45	7.20%	精炼扩张	山东鑫泽铜业	10	10	废杂铜	Jul-14
美国	43	3.90%	电解产能利用率提升和湿法扩张	中国黄金三门峡	20	20	铜精矿	Dec-14
欧洲	29	1.10%	电解产能利用率提升	铜陵有色张家港	10	30	废粗铜	Feb-15
哈萨克斯坦	15	6%	电解产能利用率提升	山东大海铜业	10	20	废粗铜	2014
秘鲁	10	2.80%	湿法扩张	水口山有色	10	10	铜精矿	2015
日本	-2	-0.10%		白银有色	20	40	铜精矿	2015
智利	-19	0.70%	湿法削减	中条山有色	20	35	铜精矿	2015
合计	1025			恒邦铜业	20	26	铜精矿	2015
				西矿青海铜业	10	10	铜精矿	2015

资料来源：ICSG、南华研究整理

图3.1.7: 2015 年中国新建和扩张产能约 100 万吨

资料来源：SMM、南华研究整理

3.2 融资铜的终结，贸易流的改变

3.2.1 保税区铜继续去库存

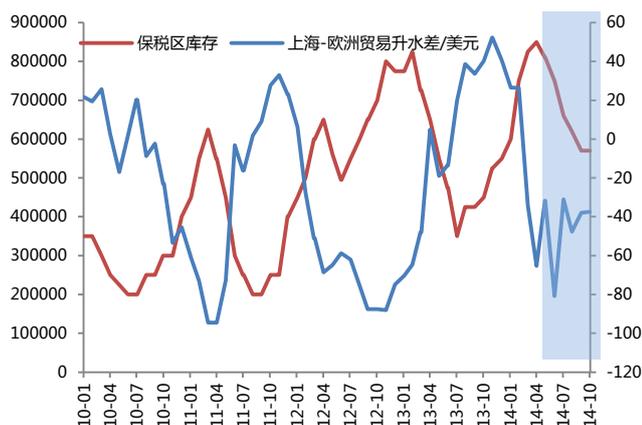
融资铜在自 09 年起的很长一段时间充当了精铜的蓄水池，我们在 2014 年一季度报告和半年报强调了过融资铜的周期性，并推测融资铜的终结和保税区彻底去库存。我们认为目

前保税区铜库存的下降证实了此推测。我们观察保税区贸易升水与欧洲升水之差（上海对欧洲的溢价表征预期的保税区融资收益）与保税区库存，在 14 年 6 月以前两者有明显的周期性且呈反相关关系，可理解为上海-欧洲溢价吸引保税区建立库存，而过高库存将再平衡打压上海-欧洲溢价的互为因果关系。

这种图形上的反相关在今年 5 月以后弱化--保税区库存下降并未伴随着上海-欧洲溢价攀升，我们推测溢价与融资铜的逻辑已经消失，融资铜走向彻底终结并主动去库存，保税区库存将下降至 20 万吨左右。原因有：1、QE 结束-美元加息预期-国内流动性趋于宽松，导致内外息差的收窄，融资套利交易的基石不再；2、人民币汇率的双向波动带来较高的外汇风险和对冲成本；3、银行强化风险意识，开立信用证难度增加。我们应当意识到此种去库存并非周期性，而是融资交易的彻底退出。

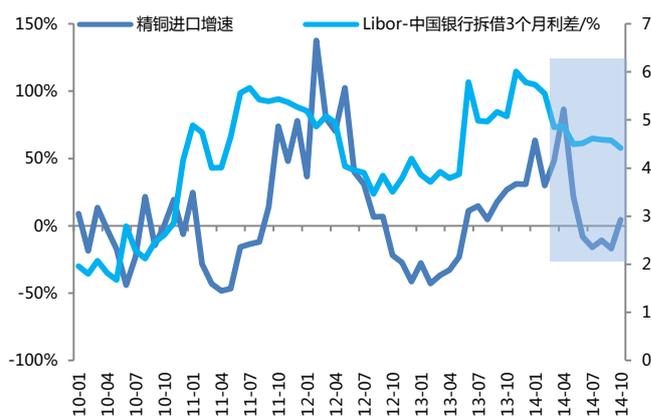
观察 Libor 和中国银行拆借 3 个月的利差，在过去的 4 年中利差是驱动精铜超额进口的动力之一。我们预期未来利差收窄是可持续的，将逐步削减保税区库存和中国铜进口量。

图3.2.1: 保税区持续去库存



资料来源：bloomberg、MB、南华研究

图3.2.2: 利差整体收窄，压缩套利收益或彻底终结融资铜



资料来源：Bloomberg、海关总署、南华研究

3.2.2 贸易流改变，增加内外供给

融资贸易终结对全球精铜贸易流向和价格的影响是深远的。从贸易流向来看，中国精铜进口超额进口量被削减，国外供给增加；保税区库存在合适的比价下也将继续流入国内。

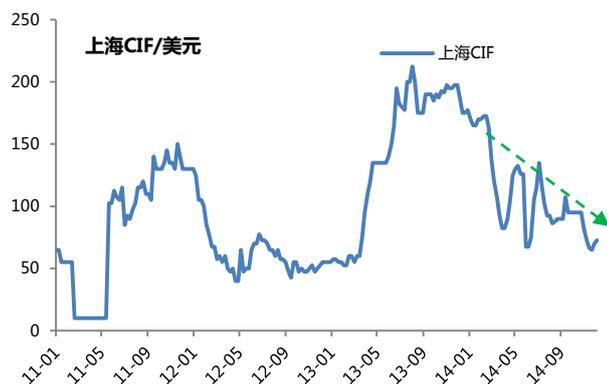
从价格来看：1、**贸易升水将长期维持低位**，尽管 2015 年 Codelco 的长单升水维持在了 133 美元，与 2014 年 138 美元相比无大幅下降，但我们应该注意的是此价格体现了 Codelco 的渠道能力和品牌溢价，其他供应方难以以此为基准的。其次长单签订量较少，可预见 2015 年长单升水对需求的表征将不如随行就市的洋山港溢价准确。

2、**进口亏损及比价将回归真实位置**。在融资贸易兴盛时期，进口亏损是融资贸易商和冶炼厂博弈的标的：进口亏损较小时贸易商倾向于将保税区仓单报关进入国内市场，这拉宽了冶炼厂铜矿进口的亏损；当亏损大于 800-1000 元，冶炼厂大量使用进料加工手册，采取原料成品两头在外的产销模式，打压国外价格和升水，进口亏损缩窄。而当融资贸易逐渐衰

落，博弈一方的力量缺失，进口亏损将倒向收窄的一边。我们预计现货进口亏损在 2014 年将长期维持在 800 以内，三月比价也将长期运行在 7.2 附近。

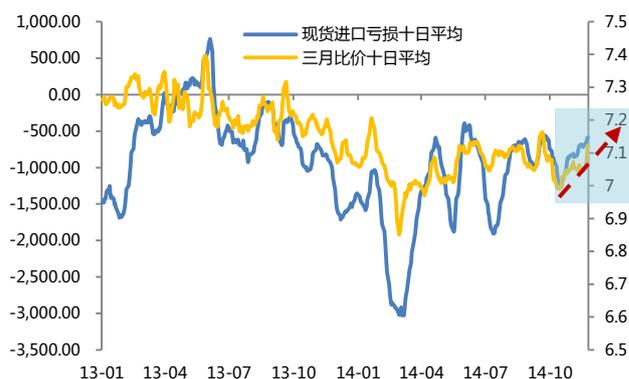
3、过剩更顺畅的出清。1、保税区将不再成为全球过剩量充当蓄水池，转而成为精铜供应方；2、冶炼厂无法通过进料加工出口，阶段性的造成国内市场紧缺，提振现货升水和价格。因此一旦市场真正转为过剩，内外显性库存的建立和价格下跌出清将更快。

图3.2.3: 上海贸易升水将长期低于长单价格



资料来源：bloomberg、MB、南华研究

图3.2.4: 融资力量衰落，进口亏损将收窄至 800 以内



资料来源：Bloomberg、南华研究

3.3 伦沪库存步入增长周期

3.3.1 下跌仍需等待 LME 补库

13 年下半年-14 上半年，以柔佛地区仓单大量流入保税区，促使 2014 年 LME 库存维持在历史低位，进而推升了 CASH-3 价差。年内出现三波 LME cash-3 价差冲高走势，这在 09 年以后极为罕见。低库存及低库存催生的高 cash-3 价差成为价格有力的支撑，加剧了空头的展期亏损。

我们认为 2015 年 1 季度开始 LME 进入增库存周期。因为：

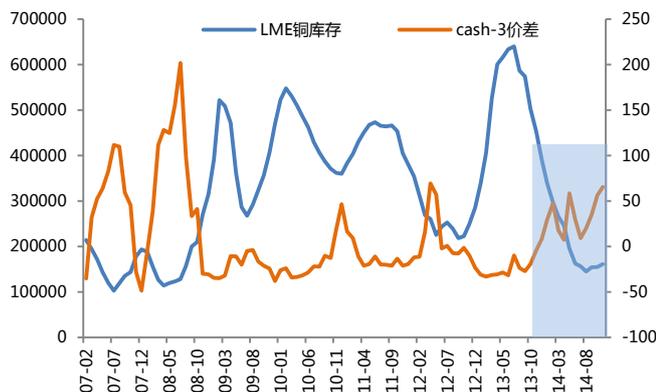
1、如上文提到的融资铜结束后，中国少进口的精铜在补完之前被提空的隐性库存后，沉淀入 LME 库存。

2、与此同时当前高位的 cash-3 价差的 back 结构以及交仓激励（柔佛 60 美元，釜山 30 美元）大于洋山港溢价，容易吸引中国保税区的铜回流 LME。我们也观察到历史上 cash-3 价差与中国精铜出口量的正相关关系，青岛港事件后，在假仓单和高 back 的共同作用下 5-7 月出现了月均 3.2 万吨出口，其中大部分发往釜山和柔佛 LME 仓库。我们认为目前较高的价差和保税区低升水仍会驱使精铜流入 LME。

3、较高的 back 对需要大量保值的企业如精铜精矿贸易商（特别是一些持有大量现货的混矿贸易商）形成较大的保值亏损，其交仓平抑价差、避免展期亏损的动力较充足。

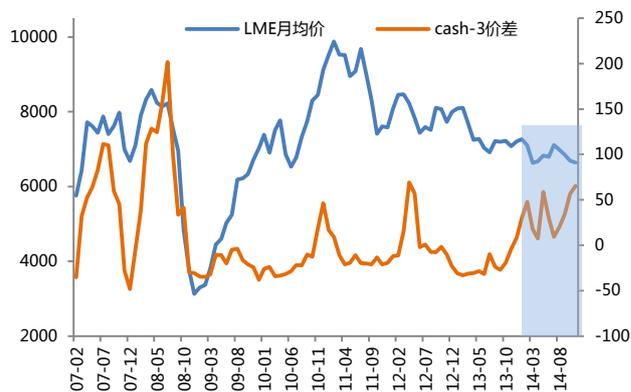
一旦 LME 库存增至较高的位置,back 结构缓解,价格的下跌便趋于顺畅。而在此之前,价格向下的阻力极大,做空是艰难的。

图3.3.1: LME 低库存推升 cash-3 价差



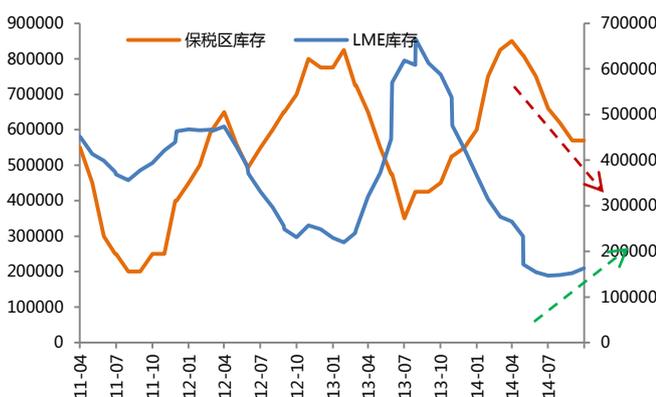
资料来源: bloomberg、南华研究

图3.3.2: 低库存和高 Cash-3 价差对价格提供支撑



资料来源: Bloomberg、南华研究

图3.3.3: 保税区持续去库存将抬升 LME 库存



资料来源: bloomberg、南华研究

图3.3.4: 高 Cash-3 易吸引中国出口交仓 LME



资料来源: Bloomberg、南华研究

3.3.2 国内库存回增, 或将改变期限结构

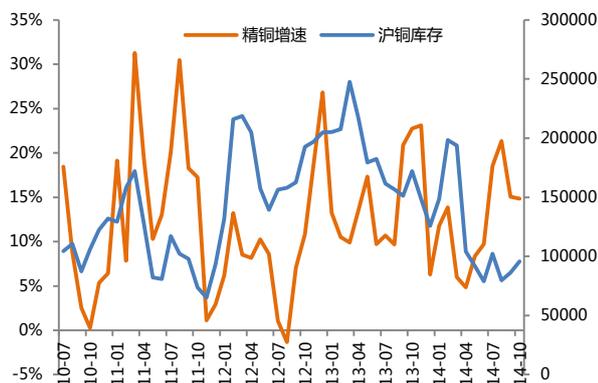
与伦铜相似,沪铜在紧张的库存下也呈现近月升水的期限结构且沪铜的当月-连三价差比 LME cash-3 价差更大,国内空头的展期亏损大于 LME,因此部分投资者反应全年看空,方向正确却无法盈利。其中重要的原因之一是沪铜较大的展期亏损。

但我们预计随着时间推移,SHFE 库存也将由低位逐步建立。主要的来源有:1、上文提到的保税区流入;2、国内冶炼产能的扩张以及前期累较高的精矿库存,将逐步转化成精铜库存。特别是在进口亏损较窄,冶炼厂无动力将精铜进料加工出口到保税区,这部分库存将流入上期所仓库。

值得注意的是,因沪铜 back (近月升水) 大于 LME back。现货和 3 个月的内外比价之差达到 0.15 以上,形成了非常有利反套(买沪铜卖 LME)的比价结构,即使比价不波动,

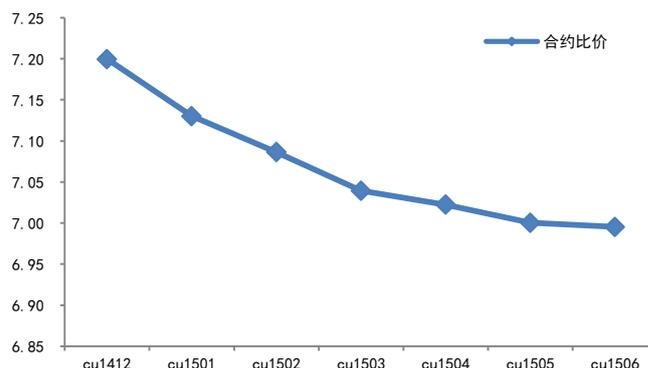
时间收益也很可观。因此一旦沪铜补库存，沪铜升水下降也将导致这类反套头寸的平仓。导致比价大幅下行，国内价格杀跌。

图3.3.5: 精铜产量增加将推升沪铜库存



资料来源: bloomberg、南华研究

图3.3.6: 合约比价一直呈 back 状态, 利于反套



资料来源: WIND、南华研究

3.4 偏弱消费新常态, 紧平衡魔咒并未解除

在 GDP 增速目标下调的三期叠加的大前提下, 2015 年大幅的投资拉动用铜消费的可能性是几乎不存在, 我国用铜消费整体进入“偏弱新常态”。即便如此, 目前来看宏观失速的消费急剧走弱的局面也很难看到, 综合供给增长来看, 2015 年整体过剩, 但仍未脱离紧平衡范畴。

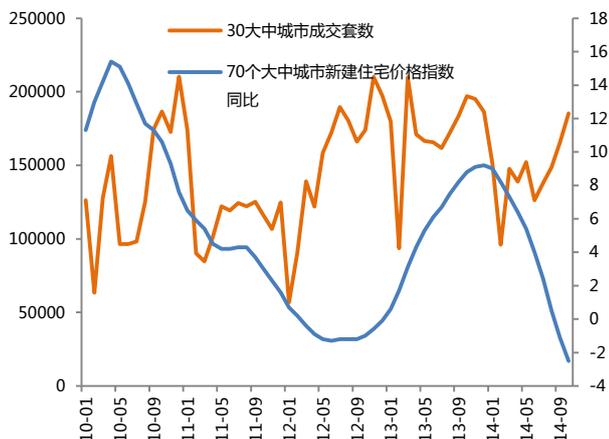
3.4.1 地产与空调铜消费增速温和下滑

地产行业仍是影响用铜量最大的板块。2015 年地产整体下行的趋势不改, 无论投资、在建和销售压力都较大, 建筑行业用铜整体下滑。但值得注意的我们认为地产行业需求失速风险仍较小, 因虽然地产价格指数稳步下行, 但成交量有回暖; 商品房、商业地产建设面积下滑有保障房需求对冲; 政府 2015 年定调的积极的财政政策和灵活的货币政策等有助于高杠杆的地产行业化解风险。因此尽管我们认同地产周期拐点拖累精铜消费, 但对风险整体仍在温和可控范畴之内, 难以出现需求大崩溃。

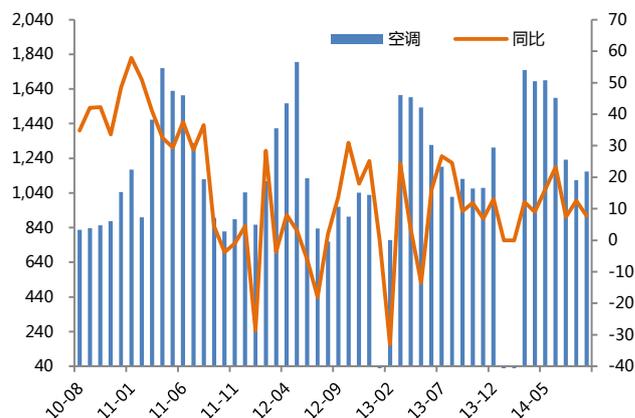
2014 年空调行业仍受制于较高的空调库存和压缩机库存。今年各大空调厂都将内销生产提前, 加之家电扶持政策的退出、房地产市场增速放缓等因素导致空调企业库存高企, 进入新年企业为了达到既定目标, 不得已打出价格战。内销的需求拉动逐渐显弱; 出口回暖地区竞争较为激烈。与此同时, 当下储备生产的热门区域北美, 由于库存较高、产品升级的影响, 也不是很顺畅。预计 2015 年空调需求进入平台期, 去库存压力大, 对铜消费影响偏负面。

图3.4.1: 商品房价格仍在下行, 但成交回暖

图3.4.2: 空调产量仍受高库存影响 (万台)



资料来源：WIND、南华研究



资料来源：Bloomberg、南华研究

3.4.2 电网投资或迎来大年

2014 年的电网审计以及贯穿全年的反腐,对电网投资造成较大影响,电网投资额远不及 2014 年初所预期,最近数年国网投资大幅不及预期的年份极少。

我们预计 2015 年将是投资大年。1、根据大气污染防治工作方案,到 2017 年建成 12 条电力外送通道,其中涉及到特高压“4 交 5 直”,2014 年仅核准“两交一直”,2015 年将是特高压核准及建设高峰期,其中直流特高压是最大增长点;2、国家电网近几年加快走出去步伐;3、核电审批重启在即;4、对冲经济增速下行,加快电网投资,缓解经济下行压力是可行手段。

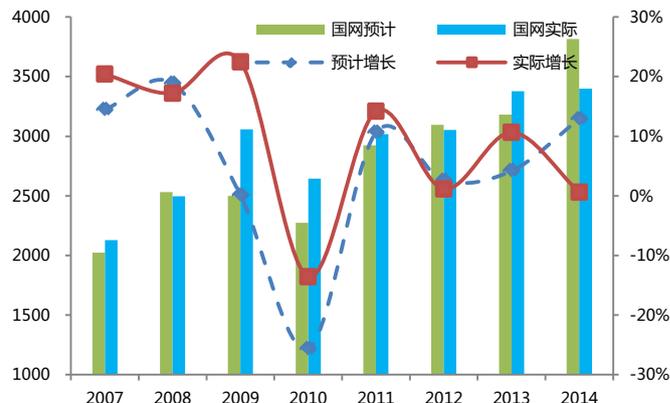
综合来看,电网整个板块消费我们给出正面的评价。

图3.4.3: 2014 年电网投资增速下滑



资料来源：国家能源局、南华研究

图3.4.4: 14 年国网投资远不及预期, 15 年或是投资大年



资料来源：国家电网、南华研究

3.4.3 美国地产与汽车稳步复苏

地产和汽车是北美用铜最重要的板块,美国地产和汽车行业仍随美国经济稳步复苏,我们对北美铜消费呈中性偏乐观的态度,预计 2014 年全年北美用铜量为 229.4 万吨,增速为 2.7%,2015 年增速为 2.9%。

图3.4.5: 美国地产销售和价格仍在复苏



资料来源：bloomberg、南华研究

图3.4.6: 汽车销售仍较强劲



资料来源：Bloomberg、南华研究

3.5 全年消费增速下行，预期 2015 年均价在 6300 美元

我们预计中国 2014 年消费量为 940 万吨，增速在 5.4%左右，2015 年增速将下滑至 4.2%左右。2014 年全球消费增速在 3.9%，尽管我们预期 2015 年美国 and 欧洲增速都会加快，但在中国减速的大背景下，中国外地区的增速无法对冲中国需求减速，用铜增速将进一步下滑，预期维持在 3.3%左右，过剩 45 万吨。

我们预测年度均价在 6300 美元，三月比价均值在 7.15 左右。

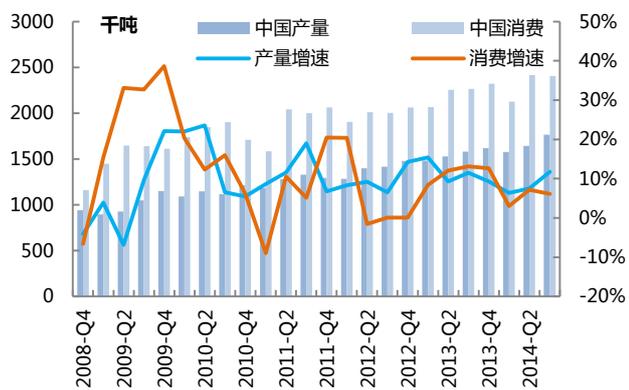
我们强调 2015 年铜的过剩仍属紧平衡范畴，45 万吨的过剩量仅占全球总供应的 2%，一旦出现超预期的供给中断和国储购买，略过剩的市场将重回平衡。因此我们并不过度看空价格，我们认为 15 年铜出现类似 14 年铁矿石和原油的单边下跌行情概率较小。因铜矿市场既没有出现类似铁矿石的超 5%的大幅过剩，也没有出现类似原油的技术革新（SX-EW 在 70 年代后带来过类似的暴跌）。铜在 2015 年下跌的主要动力仍来自中国宏观的走弱带来的总需求下滑，底部的支撑则来自铜矿成本曲线的 90-80%的成本分位。

我们预期价格的路径可能是：2015 年初交易所/产业进入快速补库存阶段，驱动价格上行至 6800-7000 美元以上，Q1 后期需求走弱后在 back 的消失和高库存的压力的作用下，价格开启下跌，跌破至 6000 美元关口后获得成本支撑。

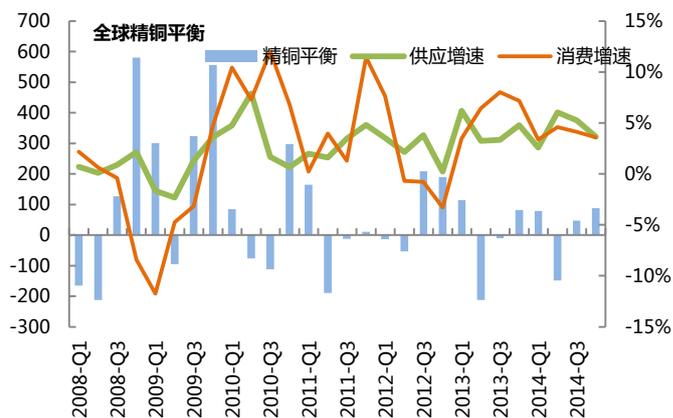
策略方面：我们建议在一季度低库存状态下做多沪铜或比价，目标位 6800-7000 美元，待库存建立、back 平缓后逢高沽空。

图3.5.1: 中国消费增速再下台阶，供给增速维持

图3.5.2: 全球消费被中国拖累，预计 2015 年过剩 45 万吨



资料来源：CRU、南华研究



资料来源：CRU、南华研究

第四章 铝：产能扩张二重奏，价格一季度触底

单位：kt	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015e
全球							
产量	37668	41989	45572	47452	50582	53844	57504
同比%	-6.14%	11.47%	8.53%	4.13%	6.60%	6.45%	6.8%
消费	34307	41023	44838	47166	50263	53895	57475
同比%	-8.31%	19.58%	9.30%	5.19%	6.57%	7.23%	6.6%
平衡	3361	966	734	286	319	-51	29
LME 价格 (\$/t)	1701	2198	2419	2049	1887	1865	1800
同比%	-35.02%	29.21%	10.04%	-15.30%	-7.92%	-1.18%	-6.01%
LME 库存 (kt)	4628	4277	4970	5210	5458	4200	3500
中国							
产量	13642	16969	19179	21664	24885	28032	30682
同比%	7.08%	13.60%	11.40%	9.60%	11.28%	10.02%	9.2%
进口	1496	229	225	517	371	312	200
出口	45.9	193.5	81.8	125.5	116.0	111.6	120
库存	297	441	207	442	181	250	400
供应	15092	17005	19322	22055	25140	28232	30812
需求	13930	16872	19304	21223	24250	27057	29317
同比%	10.52%	21.12%	14.41%	9.94%	14.26%	11.58%	8.35%
平衡	1162	133.	18	832	890	1175	1295
SHFE 价格	13835	16217	16848	15781	14519	13690	13200
同比%	-20.52%	17.21%	3.89%	-6.33%	-8.00%	-5.71%	-0.03579
RMB 汇率	6.95	6.83	6.77	6.46	6.31	6.14	6.10
SHFE/LME	8.01	7.86	7.48	7.20	7.69	7.24	7.25

资料来源：国家统计局，海关总署，安泰科，Woodmac，CRU，南华研究

4.1 中国产能扩张二重奏，铝土矿短缺难发酵

4.1.1 电解铝：中国供应增速不减，低成本产能扩张

2014 年西北地区特别是新疆的低成本产能大量投产，扣除 150 万吨产能减产影响的产量后，总产量增加 315 万吨，达到了 11.6% 的供应增速。

我们预计 2015 年新建产能量约为 350 万吨，投产量较 2014 年略减，但绝对增幅仍然较大，且多为上半年投产。其中新疆多数项目化已经完成基建，后续项目为扩产计划，因此项目进度应较顺利。

预计 2015 年国内产量增量达 260 万吨，供应增速维持在 9.2% 的高位。国内电解铝过剩的态势不会有明显好转。值得注意的新疆地区新建产能的现金成本多在 12000 元以下，逐步摊低了电解铝整体的现金成本。

2015 年国内原铝供应仍面临产能过剩与低成本竞争者大量介入的双重压力。

图4.1.1: 2015 中国供应维持 9.2% 的高增速

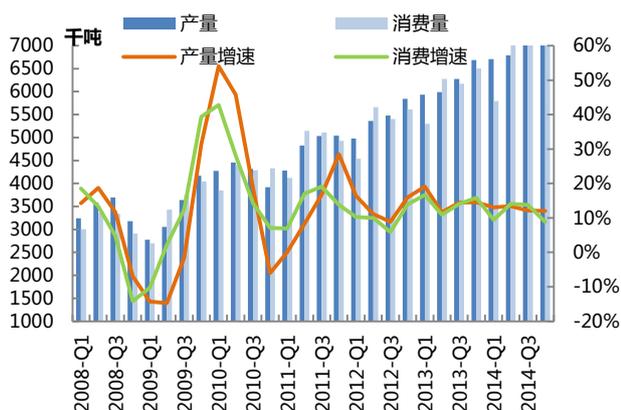


图4.1.2: 2015 年中国电解铝投产产能 459 万吨

地区	企业	2015新增产能	2015总产能	开工时间
辽宁	营口忠旺铝业有限公司	20	40	2014年11月至2015年2月
青海	青海西部矿业百河铝业有限责任公司	10	20	2015年8月扩产，11月开满
	青海西部水电有限公司	15	45	2014年底开至37万5，2015年6月开至45万
新疆	新疆建设兵团农八师天山铝业公司	20	140	2015年7月扩产
	新疆嘉润资源控股	15	45	2015年4月扩产
	新疆神火煤电有限公司	20	80	2015年初扩产
重庆	新疆农六师煤电铝业有限公司	55	190	2014年底至2015年初完成新增产能投产
	重庆宏源实业有限公司	20	40	2015年4月扩产
山东	山东魏桥铝电有限公司	170	570	年初至500万，至8月陆续开满
合计		345	1170	

资料来源：CRU、Woodmac、南华研究

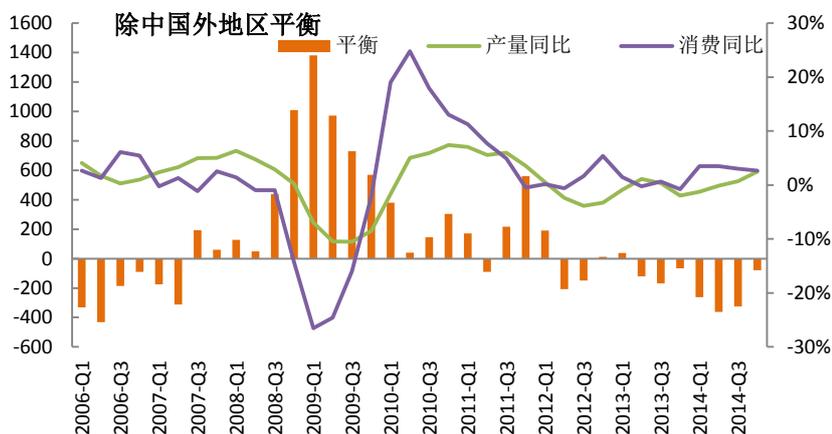
资料来源：百川资讯、Bloomberg、南华研究

4.1.2 国外产量增长有限

今年国外地区原铝产量增速维持在 2% 左右较低位置，年仅印度和中东地区有小幅增产，而俄铝、美铝力拓因高成本产能退出，巴西因水电不足导致产量损失 50 万吨以上，预计 2015 年美铝仍有小幅的减产。

预计 2015 年国外地区增产 100 万吨，增产主力为印度，新增产量约为 80 万吨，沙特阿拉伯也会有 30 万吨左右的产能扩张，皆为天然气、原油、煤炭等能源发电的廉价电力地区。而国外地区的消费仍稳定在 3% 以上，预计国外地区平衡仍处于短缺 120 万吨左右，这一短缺与中国过剩量相差无几。

图4.1.3: 2014 年季度平衡显示国外地区短缺依旧, 短缺将持续到 2015 年



资料来源：CRU、南华研究

4.1.3 氧化铝：成本支撑不可持续

2014 年下半年，氧化铝价格一路飙升，相比沪铝上涨，氧化铝价格的涨势更加坚挺，至 12 月维持在 2750 元的高位。与主流机构年初的预期不同，氧化铝上涨并非因铝土矿短缺所致：因现货氧化铝涨幅远大于矿的涨幅，山西为代表的内地氧化铝生产地涨幅也强于进口氧化铝。

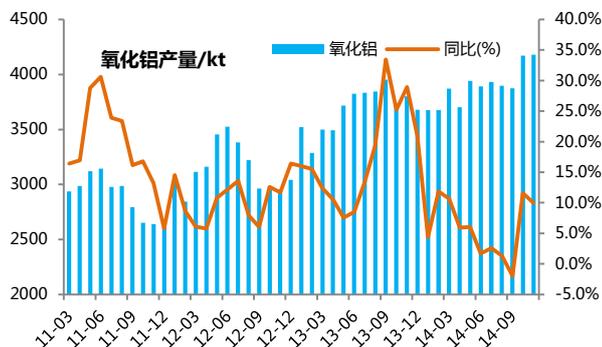
我们认为氧化铝的上涨是短期产能错配所致，8 到 9 月间山西、河南等地因检修和赤泥坝事故影响氧化铝产能 170 余万吨，重庆和贵州地区也因搬迁导致 200 余万吨产能无产出。各因素的叠加导致内地氧化铝 9 月产出环比同比都有下滑。下半年是电解铝集中投产时点。通电投产的备料需求和新疆厂区冬储叠加，氧化铝和电解铝产能在时点的错配导致价格的快速上扬。

与铝土矿短缺不同，短期的产能错配不具备持续驱动铝价上涨的动力。1、厂家有足够的利润刺激扩大产能—氧化铝占电解铝成本比由 9 月初 32% 上涨到目前的 40%，价格上涨至 2850 元附近，电解铝端让渡的利润是可观的，一些大型氧化铝厂已有 400 元以上的利润。2、氧化铝现货价格与电解铝价 $\times 17\%$ 的长单价格差异巨大；3、与此同时，四季度后期山西和内蒙等地新建氧化铝厂陆续试车和达产，随时间推移产能投放时点错配造成的涨价难以维持。

我们统计 2015 年我国氧化铝增产量为 440-480 万吨左右，与电解铝扩产 260 万吨基本相匹配。据百川资讯和 Woodmac 的数据，2015 年新建成氧化铝产能为 440 万吨，总投产产能为 550 万吨，基本满足电解铝扩产 260 万吨的需求量。即使因投产不顺产生缺口仍可增加进口来弥补。山东地区仅增 100 万吨产能，可见总的新增产能对进口矿依赖较小，新增铝土矿来源仍是山西、西南为主，发生进口矿原料瓶颈的概率较小。

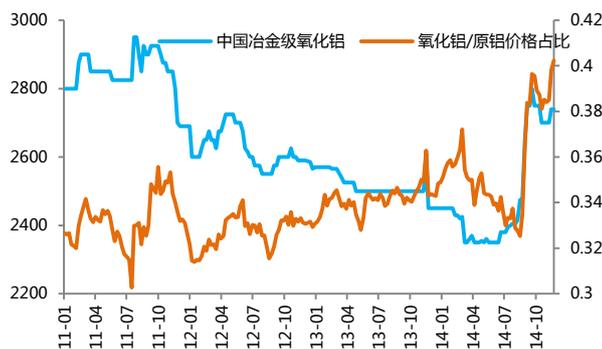
图4.1.4: 10-11 月产量迅速增加并创出新高

图4.1.5: 2015 年氧化铝投产产能为 550 万吨



资料来源：国家统计局、南华研究

图4.1.6: 氧化铝/原铝成本占比至 40%高位



资料来源：Bloomberg、南华研究

省份	2015 年新建成 (万吨) E	2015 年投产 (万吨) E
山东	100	100
山西	60	200
内蒙古	0	80
贵州	220	170
云南	60	0
总计	440	550

资料来源：百川资讯、南华研究

图4.1.7: 内地氧化铝涨幅明显大于进口氧化铝



资料来源：Bloomberg、南华研究

4.1.4 铝土矿短缺故事难成现实

我们简要测算进口铝土矿的平衡，预计 2015 年铝土矿难以出现真实的缺口。

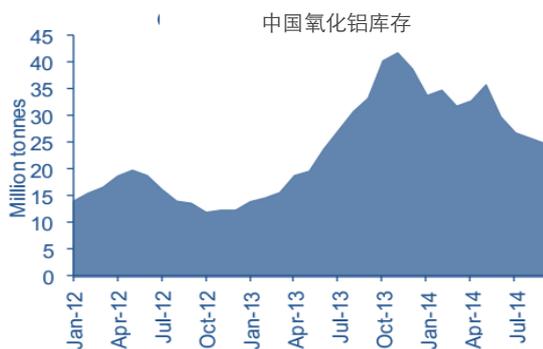
进口量较大。用进口铝土矿的绝大部分为山东的氧化铝厂，据百川资讯预测数据，2015 年山东总产能在 2170 万吨左右，产出 1548 万吨氧化铝（经停产和产能利用率调节），共需要 3680 万吨铝土矿库存。按下半年 7-11 月进口铝土矿平均数据年化外推，预计 2015 年进口总量达 3347 万吨。进口的铝土矿足以满足绝大部分山东氧化铝需求，缺口仅为 330 万吨铝土矿。

铝土矿库存维持高位。据麦格理统计数据，我国 10 月底仍有 2500 万吨进口铝土矿库存，即使山东地区 400 万吨停产产能复产，库存仍也足以满足供给缺口。

但铝土矿整体成本抬升。尽管我们在 2015 年不会看到因铝土矿发生真实短缺，但中期来看铝土矿成本抬升可能性较高，因海外替代矿较高的成本、马来西亚储量易衰竭、中国铝土矿品位降低和环保法的限制，这一影响在 2015 年 3,4 季度铝土矿继续降库存下，配合供应端炒作发酵的概率较大。

图4.1.8: 铝土矿库存 10 月仍维持 2500 万吨的高位

图 2 2015 年山东地区产量为 1548 万吨



省区	2015年E			
	建成产能	运行产能	产量	同比
山东	2170	1590	1548.6	17.30%
山西	1745	1695	1650.5	26.48%
河南	1220	1030	1030	-1.81%
内蒙古	164	70	70	30.89%
广西	740	740	740	3.21%
贵州	410	410	364.8	40.83%
重庆	125	40	40	-34.04%
云南	140	80	80	-0.27%
总计	6714	5655	5523.9	14.03%

资料来源：麦格理、南华研究

资料来源：百川资讯、南华研究

综合观察原料各个环节，我们认为无论是铝土矿还是氧化铝都不会出现瓶颈，氧化铝难以维持当前 2850 元的高位，更难以成为电解铝价格的支撑。随电解铝集中投产步伐放缓，氧化铝产能在 2015 年大量投放，氧化铝价格承压回落是合理的。

4.2 LME 库存的剧变，贸易升水和价格承压

4.2.1 远期升水融资的终结

伦铝 contango（远月升水）融资是 08 年金融危机后需求端崩溃后，LME 扮演了最后的买方角色，大量库存流入并沉淀，库存最高点达 550 万吨。根据期限曲线定价原理，过剩市场库存的堆积将导致 contango 走高，此时持有库存卖出期货（即持有基差）因期现回归不断获得展期收益，鼓励买方在过剩市场中持有仓单。

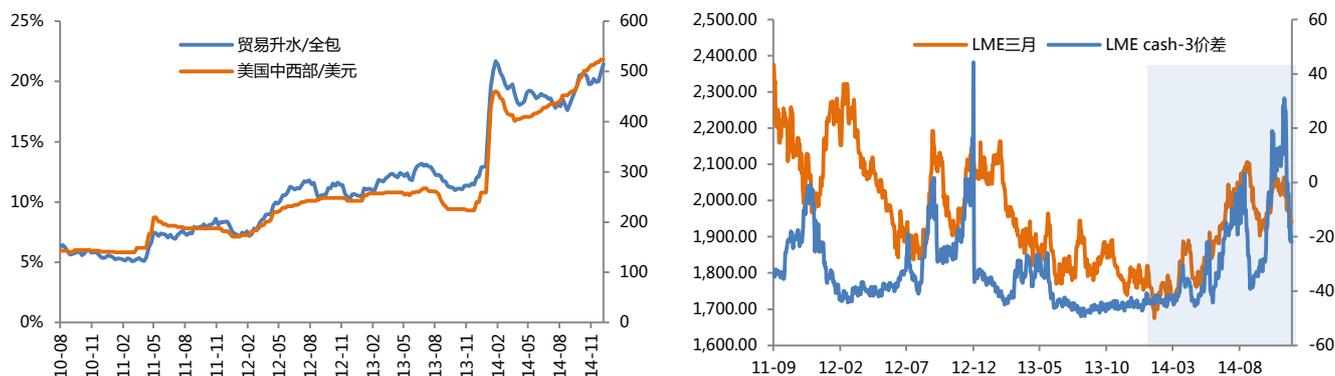
在 2014 年 LME 仓储融资体系受到极大的冲击。表现为入库量骤降，库存快速流出。期限曲线的波动贯穿了全年，期限远期升水收益无法保障且贸易升水的暴涨驱动铝锭倾向现货市场。我们预计这一进程仍将持续，主要因持有成本的增加和国外地区基本面的反转不再支持大量囤积铝锭。

铝锭升水过高令 LME 仓单与现货池的价格偏差越来越大，贸易升水占全包铝价的比重达 20% 以上。而普通投资者能交易 LME 依旧对仓单定价，随着仓单的紧张，短期定价的逻辑似乎更倾向于 LME 仓单而非现货市场的供需。我们观察到 LME cash-3 升水与 LME 3 月价格走势极强的联动性也印证了这点。这意味着短期内仓单持有者在一定程度影响了价格，伦铝年内的三波冲高都与注册仓单减少、挤升水相关。与此同时我们也认为一旦挤升水结束，伦铝下跌也是顺畅的。

然而我们强调这是伦铝升水融资终结过程中的短期内特点，长期定价仍以现货市场供需为基础。

图4.2.1: 14年初贸易升水暴涨且持续走高

图2 2014年伦铝走势与cash-3价差基本同步



资料来源：MB、南华研究

资料来源：wind、南华研究

4.2.2 贸易升水年中或承压

贸易升水=排队成本+便利收益。其中排队成本构成有仓储费用、资金利息和升水收益；便利收益是指现货短缺市场中持有现货的溢价，因仓单出库需要长时间排队。两者都是与排队时间正相关的。

我们认为 2015 年 5 月以后贸易升水下行的概率较大。

1、短期排队时间难以大幅延长。排队的时由待出库的注销仓单决定。因当前 LME 仓库无法吸引较多的入库，注销仓单的增量只能从已有注册仓单获得，而注册仓单必须维持一定的高度，因伦铝总持仓量仍在 80 万手以上，主交割合约进入当月后持仓量一般在 10 万手以上（对应 250 万吨铝），注册仓单必须维持一定的高度以维持交割能力。因此注销仓单难以走高，排队时间不会大幅变长。下图贸易升水与注销仓单数量走势已经出现分歧，这种分歧将在未来走势中回归。

2、LME10 月赢得与俄铝的仲裁，决议在 2015 年 2 月推行出库新规，旨在将底特律和弗利辛恩的排队时间降低在 50 天以内。这项决议给予个仓库 3 个月的观察时间用以确定出库数量，因此我们预期排队时间将在 15 年 5 月后将逐渐缩短。

但我们强调在 5 月之前贸易升水并出现市场预期的剧烈下跌，根据库存新规的祖父原则，若排队仓库不再有入库则出库率不必调整，因此在无入库的情况下，有限的注册仓单仍将被注销拉长排队时间，仓库则会维持稳定的 3000 吨/日的流出。排队长度不会迅速削减，而是随时间缓慢削减。

图4.2.2: 总库存下降，注册仓单已在低位，注销仓单难走高

图4.2.3: 注销仓单与贸易升水走势分化



资料来源：bloomberg、南华研究



资料来源：bloomberg、MB、南华研究

4.2.3 对价格影响偏负面

我们认为铝融资结束对全包铝价影响偏负面。融资的结束并非供给短缺造成内生性的去库存再平衡，而是 LME 规则的改变推动库存的流出，增加了市场总供应。

一旦库存稳定流出后，首先打压的是贸易升水，全包铝价可能承压；其次 cash 合约的价格会走高，近端期限曲线可能会变成严重的 back 形态，但 LME 价格整体是承压的；相关仓库也会大幅调高租金。

4.3 能源价格骤降，电力成本坍塌

回顾 2014 年商品市场，不得不提的是两个与原铝息息相关的品种：原油和动力煤波澜壮阔的跌幅--原油在 2014 年近乎腰斩，创出金融危机以来最大的跌幅；动力煤则是三年熊市中最顺畅的一年，反弹寥寥，与原铝强劲走势形成分化。

电解铝作为电力能源的载体，平均电力成本占比超过 30%。电解铝配套电力的主要来源是煤电、水电和石油天然气发电。

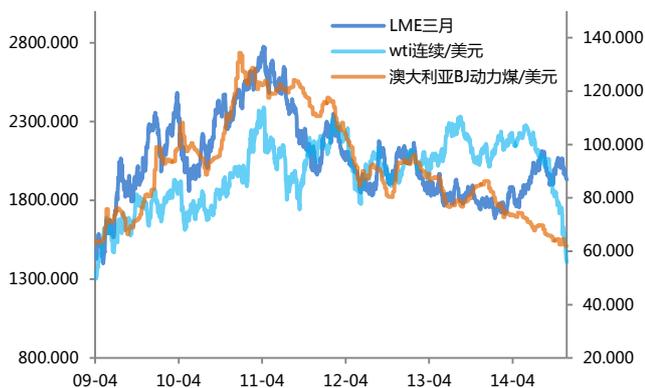
目前中东地区的依托其廉价的原油、天然气价格成为电解铝生产重要源地，是美日电解铝重要出口国，在 14-15 年投产了大量产能。印度同样具有丰富的煤炭资源，正处于快速扩张产量的阶段，预计 15 年增加 70-100 万吨产量。国外地区随俄铝美铝等传统铝企高成本产能的彻底减产，边际成本下降明显。与此同时中东印度等低成本产能大量进入，导致铝价整体成本下行，而在今年原油和动力煤的大跌则强化了此种效应。

我国电解铝产业逻辑也类似。一是新疆地区低成本产能的介入，中部西南等地高成本产能被挤出；二是山东、河南、新疆等地煤-电-铝-加联营的产业链整合已经较完备，自备电程度较高，尽管我国电价并未市场化，但随动力煤的长期弱势，自备电成本明显下降。电解铝行业是典型产能过剩充分竞争的行业，电力成本的下降极易传导至铝锭价格。

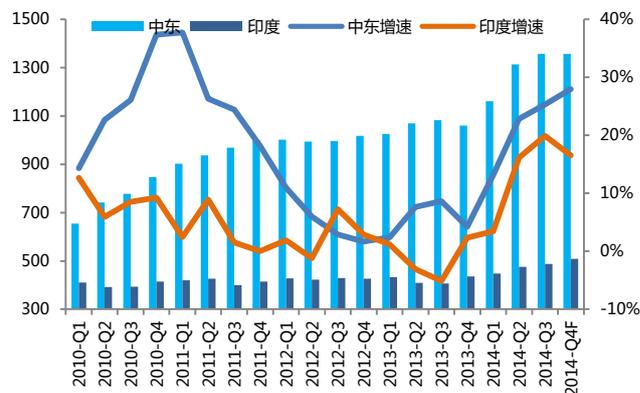
我们认为能源价格的下跌不仅系统性地拖累商品，也令原铝等能源密集型的商品生产成本坍塌；新建产能投产速度不减，此前因高昂电力成本产能也可能复产，进而打压铝价。

图4.3.1: LME 价格坚挺与原油、动力煤暴跌走势分歧

图4.3.2: 中东和印度今年产能扩张较快 (kt)



资料来源：bloomberg、南华研究



资料来源：CRU、南华研究

4.4 全球需求整体下滑，外热内冷局面不改

预计 2015 年全球需求增速由 2014 年的 7.2% 下滑至 6.6%，主要受中国需求放缓的影响。

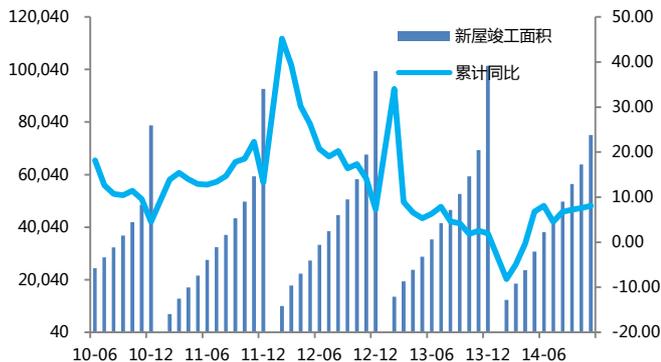
4.4.1 中国消费逐步放缓

我国转型的大背景下，调低经济增长预期后，传统用铝行业已经明显感受到下行压力。铝材用量较多用于建筑行业的竣工安装，我国已经进入住宅市场长周期拐点，在商品房较大的去库存压力下，未来建筑板块用铝增长下滑是定数。但受竣工滞后于开工周期的影响，2014-2015 年竣工量并不会像开工面积大幅下滑呈负增长，建筑用铝材也会稳定在一定水平温和下滑，而一旦竣工周期结束后，地产领域铝用量恐有大幅萎缩。此外汽车行业销售增速也在下滑，需求走弱导致经销商和厂商库存大幅上涨，可预见的是在 2015 年汽车销量和产量仍然承压。

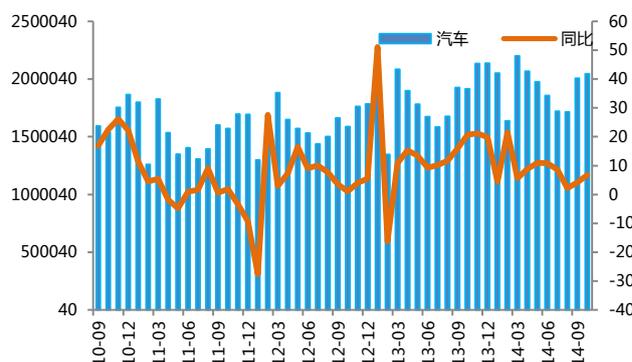
我国新兴消费领域如铝模板、铝车身受制于市场推广和技术瓶颈，未能挑起需求转型大梁。国内市场面临传统铝消费板块增速下滑，新兴领域无以为继的局面。预计 2015 年中国需求为 2930 万吨，增速为 8.3% 较 2014 年下滑 3 个百分点，这是铝价下行的另一风险点。

图4.4.1: 房屋竣工面积增速面临拐点（万平方米）

图4.4.2: 汽车销售增速下滑



资料来源：南华研究



资料来源：中汽协、南华研究

4.4.2 外冷外热局面不改，铝材出口或平衡国外缺口

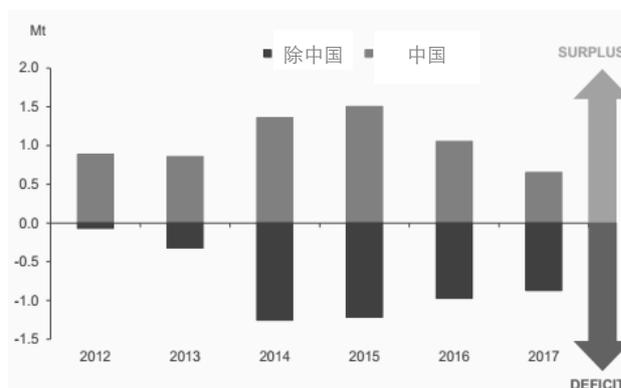
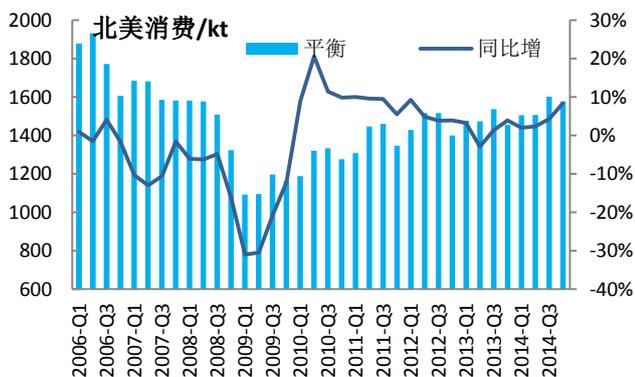
北美需求的强势复苏大大提振了中国外地区的需求，北美需求主要受汽车轻量化驱动，全铝车身制造消耗了大量高端铝材，欧洲交运板块用铝增长也良好，提振国外地区总需求。国外地区供给增速不足，预计 2015 年国外地区仍会出现 120 万吨左右的缺口，中国过剩幅度略高于此数据。预计中国铝材出口仍将维持较高增速，以平衡中国与国外供需。

今年随期货价格内弱外强的分化和国外 premium 的走高，按 13% 出口退税计算的铝材出口利润率已经创出新高。出口利润刺激下，铝材出口增速在下半年得到提振。我们预期 2015 年铝材出口仍会维持 15-20% 的增速，当前 6.9 左右的内外比价将得到节奏性的修复，若维持汇率中性，预期 2015 年比价均值 7.25。

我国鼓励有附加值的铝材出口，给予铝材 13-15% 不等的增值税退税，目前主要出口产品是平轧材、型材、合金轮毂等。在高价差的刺激下，部分国外贸易商甚至进口中国的铝材重熔制铝锭后转卖。但铝材出口仍面临问题：1、海外市场的开拓难，铝材的非标准化特点需要稳定通畅的销售渠道；2、高企的贸易升水无法保值；3、快速增长的出口量容易引发倾销等贸易摩擦，这点已有前车之前，铝轮毂铝箔都曾遭遇大量反倾销调查。故我们看好铝材出口增速的同时，也应保持谨慎的态度密切关注出口市场变化。

图4.4.3: 全球供需基本平衡，内冷外热局面不改

图4.4.4: 2015 年外热内冷的局面持续



资料来源：CRU、南华研究

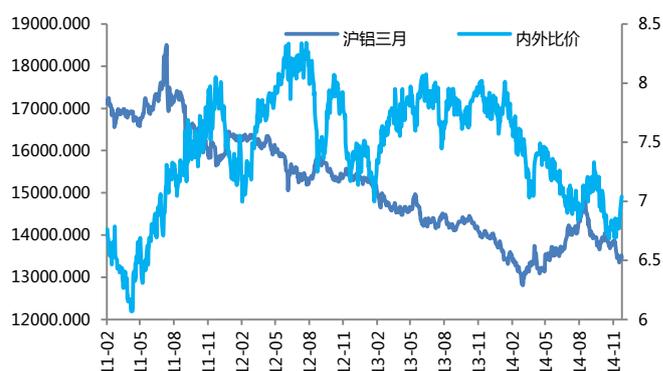
资料来源：Woodmac、南华研究

图4.4.5: 铝材出口维持较高利润率



资料来源：海关总署、南华研究

图4.4.6: 出口加大或继续提振比价



资料来源：bloomberg、南华研究

4.5 2015 年铝价仍将弱势下行，沪铝均价 13000 元

我们预计 2015 年铝 LME 均价在 1800 美元，沪铝均价在 13000 左右，比价均值在 7.25 左右。

1、我们认为电解铝供需并未得到实质的改善，主要因中国的增产及需求放缓，产能整体仍呈过剩状态，产能利用率仍处于低位，抑制了铝价上行的空间。

2、铝土矿的短缺在 2015 年不能兑现，而氧化铝产能瓶颈将随氧化铝大幅扩产解决，氧化铝难以成为电解铝成本的支撑；能源价格的大幅下行对铝价的成本压缩严重。

3、尽管国外地区基本面好转，但升水融资正在终结，铝市全球库存仍然高企，库存流出和中国铝材出口将对冲基本面的缺口。

4、内冷外热的局面将持续，但铝材出口增幅会修复内外价差，比价重心上移。

我们预期短期铝价可能在 2015 年 1 季度承压下行，跌破 12600 的低位概率较大。原因有：

1、西北下半年通电的产能目前完成了原料备库和槽底铝液，一季度季度集中供给铝锭后供给可能比 14 年增速较快；

2、一季度是铝材生产特别是出口季节性淡季，而季节性弱需求可能与强供给发生共振；

3、尽管市场反应新疆运力问题及运输周期过长的问题，但在目前新疆已有的高库存下，即使铝锭无法通畅运输，企业在有利润的情况下也倾向于卖出保值。

4、正如我们在上文强调的，近期能源价格的加速下行和 LME 挤升水结束也是短期利空铝价的重要因素。

第五章 镍：禁矿故事末章与成本驱动

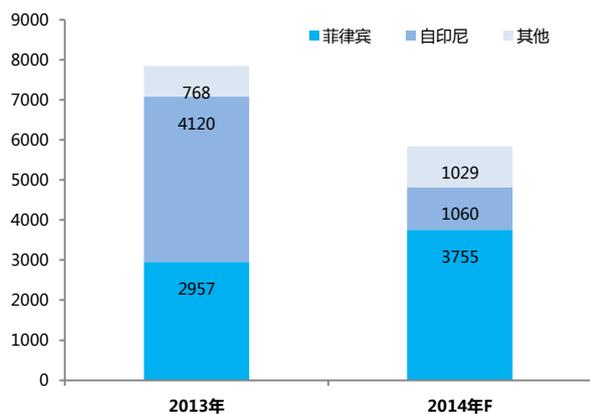
5.1 禁矿故事接近尾声，菲律宾雨季发酵短缺

2014 年镍价的大幅上涨和下跌皆是由红土镍矿供给端的驱动。自印尼禁矿后，中国红土镍矿进口整体下滑，预计 2014 年进口减少约 1/4，市场对短缺预期反应敏感，伦镍价格一度上涨至 21600 美元，然而随 5 月菲律宾出口量和供给潜力提升，市场逐步修复过激的预期。

因基建配套设施和气候的差异，菲律宾在出口红土镍矿方面有明显的季节性。10 月到次年 3 月是菲律宾的传统雨季，对红土镍矿的开采和港口发运有较大影响，从历年数据来看，10 月到次年 3 月是进口快速下滑时期。作为目前中国红土镍矿供给的最大国，雨季将会严重影响国内镍矿进口，预计 2015 年 1 季度环比减少约 1000 万吨红土镍矿的供应。在港口库存下滑的趋势之中，未来三个月的红土镍矿供应将继续减少，是推动价格上涨的重要因素。

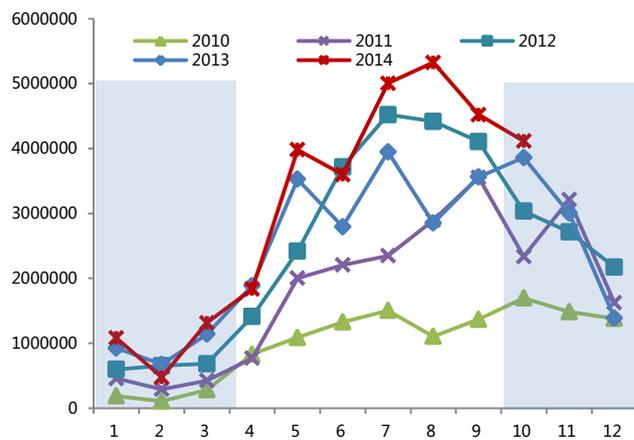
值得一提的是，在出口政策上我们并不期望菲律宾会步印尼后尘，禁矿以发展国内冶炼工业。因菲律宾红土矿品位较低，不适合大规模的火法冶炼，与中国镍铁厂相比劣势太大；基础设施差，能源供应比印尼更差；投资环境也难以吸引中国大量投资。因此对菲律宾供应的评估以季节性短缺为主。

图5.1.1: 菲律宾扩产填补印尼禁矿带来的供给缺口



资料来源：bloomberg、南华研究

图5.1.2: 菲律宾出口短期受雨季影响



资料来源：Bloomberg、南华研究

5.2 高成本镍生铁大量停产，印尼产能释放有限

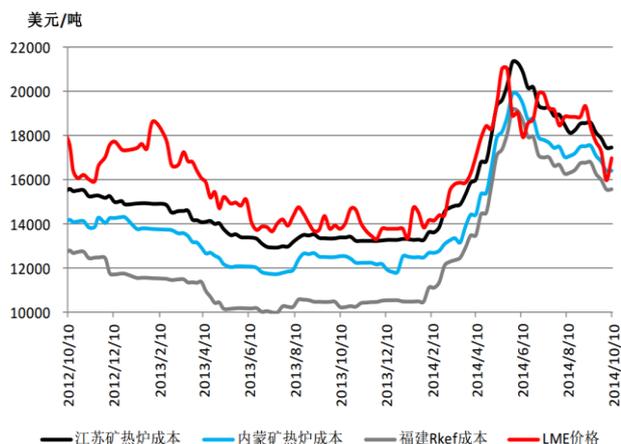
5.2.1 中国高成本镍生铁大量停产

进入 2014 年后，中国镍铁生产厂商并未因 LME 镍价的波动改善盈利。印尼镍矿禁止出口以来，镍生铁涨幅基本被红土矿涨幅覆盖，镍铁生产成本抬升严重。镍矿短缺和镍价大

幅波动也令企业盈利和原料都不能保障，大量中小企业关停，据镍吧数据统计，2014 年 9 月与 2013 年 12 月相比高镍铁厂减少了 69 家，占高镍铁企业数的 41%。

SMM 预计今年中国镍生铁产量 44 万吨金属量，同比降 9%。主要因四季度产量明显下降所致，但 RKEF 产量继续增长，占镍生铁产量 58%左右。高成本的镍生铁供给较紧张。

图5.2.1: 成本上涨导致镍生铁企业盈利被压缩



资料来源：安泰科、南华研究

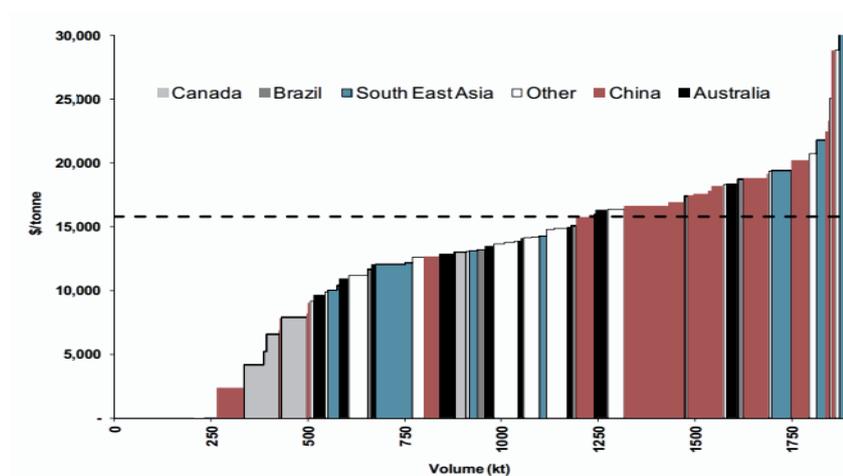
图5.2.2: 原料供应和成本的不利导致大量企业停产

子行业	2013.12		2014.09	
	企业数	产能(万吨)	企业数	产能(万吨)
高镍铁	167	1020	98	840
中镍铁	33	288	14	156
低镍铁	18	540	15	624
合计	218	1848	127	1620

资料来源：镍吧、南华研究

观察镍成本曲线可知中国的镍生铁现金成本+持续资本支出是非常高的，目前的 15500 美元的价格显然已经在大部分中国镍生铁生产厂商此成本以下，可预计镍生铁的减产仍将持续，除非价格上行至 20000 美金并维持相当长时间，产量才会得以恢复。

图5.2.3: 镍现金成本+持续资本支出曲线



资料来源：麦格理、Woodmac、南华研究

5.2.2 2015 年印尼镍铁产能释放有限

同时，印尼禁止镍矿出口后，在印尼投资建厂的中国企业数大幅增加，据统计，2014 年 9 月，印尼已建、在建、计划新建的冶炼厂预计有 29 家，包括已经运行的 4 家冶炼厂，25 家在建、计划新建的冶炼厂，涉及总产能 62.6 万吨镍金属当量。

但短期来看这些产能投产进度较慢，在 2015 年产能释放量并不大，仅能提供 2.87 万吨金属量的镍铁供给，与印尼 2013 年总出口金属量的 68 万吨不可同日而语。印尼镍铁增加的产量无法覆盖中国停产导致的供给减少。

图5.2.4: 印尼镍铁产量释放有限

公司名称	产能（金属量万吨）	预计运营时间
青山集团一期	2	2015年上半年
振石集团	0.5	2015年6月
华迪钢业	0.12	2015年下半年
宁波明辉	0.25	2015年底
合计	2.87	2015年底

资料来源：SMM 研究

5.3 中国去库存接近尾声，电镍供应转向短缺

国内镍原料端的红土镍矿、镍生铁以及电解镍在 2014 年都发生了明显的去库存，目前中国镍去库存已接近尾声，我们认为去库存趋势不会继续延续到 2015 年。

5.3.1 库存回流 LME 接近尾声

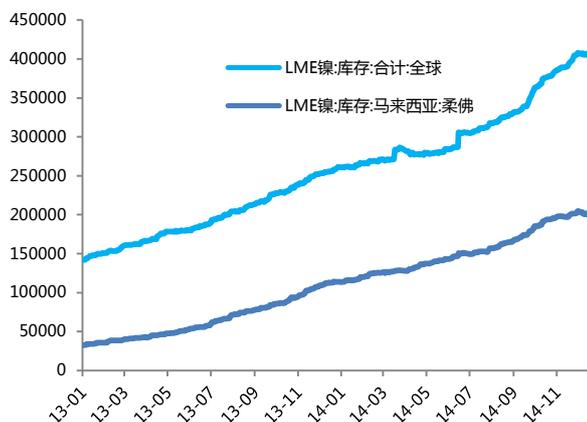
LME 快速增库存成为镍价上涨的压力。我们认为 2014 年 LME 快速增库存的原因有：

1、13 年下半年起至 14 年上半年，因融资需求吸引大量镍板至保税区，内外价差倒挂被迅速拉宽，进口亏损较多不利报关进口，保税区电镍只得寻求出口。特别是青岛港丑闻爆发后转口融资信用证开立难度陡增，加速了大量电解镍流出中国，其中大部分交仓 LME 柔佛库。

2、自 2013 年澳洲镍投产后，柔佛库事实上成为澳洲的销售市场。而亚洲地区目前仅是台湾和印度钢厂从马来 LME 仓库提货，且提货量远远小于澳洲电镍交仓量，因此形成了 LME 库存逐步累积趋势。

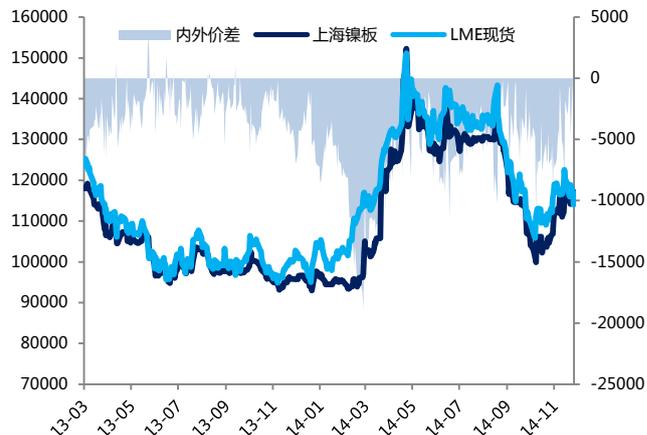
我们预计当前 LME 增库存已经结束，随着国内电解镍库存去化接近尾声，国内电镍转向短缺，回流 LME 的量变少。价格上也可观察到进口亏损的明显收窄，不具备驱动电镍外流的动力。

图5.3.1: 2014 年 LME 柔佛库大幅补库存



资料来源: bloomberg、南华研究

图5.3.2: 内外价差驱动融资镍回流 LME



资料来源: Bloomberg、南华研究

5.3.2 镍矿、NPI、电镍供给紧张

1、红土镍矿库存已经处于 2125 万吨低位，扣除 600 万吨因年份久远货权不明的不可用库存，实际可用约为 1500 万吨，考虑到 1 季度三个月的雨季令菲律宾进口的削弱，红土镍矿库存将进一步下滑。

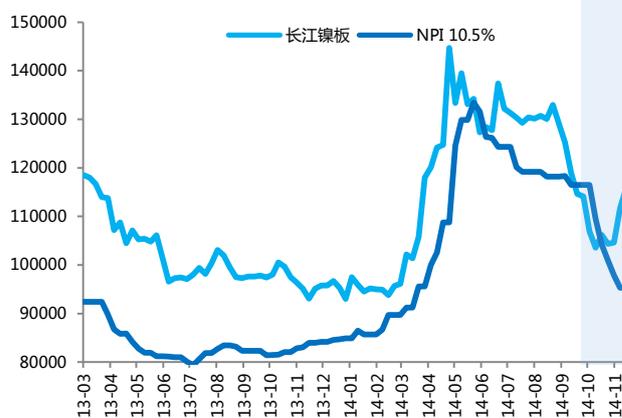
2、镍生铁企业的停产将导致镍铁供给更为紧张，而高镍铁的短缺驱使不锈钢企业需求转向替代品镍板。中国 300 系不锈钢镍原料中高镍铁配比率将由 70% 左右，大幅下降至 40% 及以下。电解镍（进口镍铁）的使用比例将由 13% 左右，大幅提高至 35% 左右，扩大了镍板需求。

3、因此当前国内电镍供给更偏紧，镍板较 NPI 走势分歧且价差拉大。若中国需求进一步扩大，因缺乏电解镍库存和难以复产的 NPI 产能，中国进口量或再次回暖，镍价也将被提振。

图5.3.3: 红土镍矿港口库存已经明显下降



图5.3.4: NPI 与镍板价格分化，镍板去库存较彻底



资料来源：钢之家、南华研究

资料来源：bloomberg、上海有色网、南华研究

5.4 中国需求增速不减，供给缺口推动镍价再上 2 万

据 Woodmac 预测，2014 年全球镍消费增速在 6% 左右，主要因中国不锈钢需求的大幅增长贡献。不锈钢用镍占镍总用量 80% 以上。2014 年中国不锈钢产量料为 2180 万吨，同比增长 11.2%。

国内不锈钢消费领域较为分散，汽车制造、金属日用品、电子领域和建筑地产领域用量较平均，与 GDP 增长息息相关。相对于建材用钢，不锈钢与房地产相关性稍弱，受地产周期拐点影响偏小；同时，汽车家电等行业表现平稳，增速虽然向下但幅度不大。且随着国内对装备制造业的升级，在航空航天、军工配套等方面对高端特钢的需求仍然旺盛。我们预测国内消费整体比 2014 年稍弱，但在美国及欧洲弱复苏的背景下，不锈钢出口的高增长值得期待，料 2015 年国内表观镍消费增长 7.6 万吨至 101.6 万吨，同比增长约 8%。全球镍消费增长 12 万吨，同比增长 6.2%，因产出减少造成 9 万吨左右的供给缺口。

我们预测镍价将在 2015 年 1-2 季度上行至 22000 美元以上，主要因上文分析的供给短缺所致。

我们认为当前 15500-16000 美元是较好的建仓位置，策略上推荐在 1-2 季度做多，目标位在 20000-22000 美元。

图5.4.1: 2015 年镍供给平衡表

单位: kt	2011	2012	2013	2014(f)	2015(f)
全球产量	1646	1763	2002	1963	1956
全球消费量	1600	1673	1820	1931	2050
供需平衡	46	90	182	32	-94
中国产量	444	559	700	680	610
中国消费量	673	780	880	940	1016

资料来源：Woodmac、安泰科、南华研究

第六章 锌：冶炼停产致理性反弹

2014 年在整个基本金属品种中，锌也是明星品种之一，特别是下半年，在整个基金属表现较为低迷的时候，锌价逆势上扬，成交量和持仓量显著走高。从今年锌价走高的影响因素来看，部分外矿枯竭、跌破冶炼成本都是支撑锌价上扬的主要因素，另外，现货贸易商的囤货以及下游镀锌板出口利好也是提振锌价上扬的原因。考虑到国内锌冶炼产能的过剩，尽管有上述利多因素的炒作，但是上涨空间毕竟有限。

锌供需平衡表

单位: kt	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
全球								
产量	3143	3220	3205	3321	3134	3258	3270	3388
同比%	0.42	2.61	5.53	0.18	-0.29	1.18	2.03	2.02
消费	3190	3258	3217	3255	3263	3352	3345	3390
同比%	4.83	4.32	2.13	2.23	2.29	2.89	3.98	4.15
平衡	-47	-38	-12	66	-129	-94	-75	-2
LME 价格 (\$/t)	1896	1855	1917	2059.25	1983.5	2216.75	2271.25	2238.5
同比%	-5.48	-1.22	-8.70	-0.57	4.61	19.50	18.48	8.70
LME 库存 (kt)	850	758	834	771	708	668	655	741
中国								
产量	1227	1316	1312	1354	1239	1373	1400	1438
同比%	5.32	11.90	14.99	2.73	0.98	4.33	6.71	6.20
消费	1435	1480	1435	1450	1445	1510	1510	1535
同比%	12.55	11.70	6.30	7.41	0.70	2.03	5.23	5.86
净出口	-143	-130	-139	-209	-198	-178	-159	-115
平衡	-60	-34	16	113	-8	41	49	18
SHFE 价格 (¥/t)	14800	14380	14870	15215	14850	16000	16790	16700
同比%	-4.67	-1.41	-5.77	-2.66	0.34	11.27	12.91	9.76
SHFE 库存 (kt)	246	266	270	248	217	210	206	184
RMB 汇率	6.2155	6.1422	6.1212	6.054	6.2169	6.2053	6.1385	6.152
SHFE/LME	7.81	7.75	7.76	7.39	7.49	7.22	7.39	7.46

资料来源：CRU Bloomberg 南华研究

6.1 外矿枯竭不影响内矿供应

年初以来，一直有国外投行炒作锌矿山的关闭和枯竭可能令冶炼厂面临“巧妇难为无米之炊”的境地，其中不乏有著名的矿山。根据相关资料显示，目前，哈萨克斯坦的 Kazzinc 铅锌矿（锌金属年产量 30.10 万吨）和加拿大 Perseverance 铅锌矿（锌金属年产量 13.94 万吨）因矿山老化而导致产量严重下滑，而另一座加拿大的铅锌矿 Brunswick（锌金属年产量 21.40 万吨）已于 2013 年二季度关停，而在美国、印度等多家矿山企业下属的铅锌矿产量也基本见顶，并且随着在产矿山品位的不断下降，未来 2-3 年锌精矿供应量有下降趋势。

表：国外十九大矿山统计

矿山名称	产地	主金属	平均品位 (%)	Zn 储量 (千吨)	Zn 产量 (万吨)
Rampura	印度	Zn	13.86	15839	61.29
Red Dog	美国	Zn	16.25	10173	53.8
Century	澳大利亚	Zn	10	2600	51.06
Antamina	秘鲁	Cu	0.53	10093	38.62
Mt Isa	澳大利亚	Cu	1.68	14040	35.5
Kazzinc	哈萨克斯	Zn	2.02	5782	30.1
San Cristobal	玻利维亚	Zn	1.54	3839	22
Brunswick#12	加拿大	Zn	8	608	21.4
McArthur River	澳大利亚	Zn	10.67	18676	18.35
Lisheen	爱尔兰	Zn	11.41	833	17.51
Tara	爱尔兰	Zn	7.12	1988	16.73
Yauli	秘鲁	Zn	4.88	1851	15.92
East Region	哈萨克斯	Cu	3.77	2128	15.44
Skorpion	纳米比亚	Zn	10.95	912	15.17
Los Quenuales	秘鲁	Zn	4.51	1960	14.2
Perseverance	加拿大	Zn	13.5	405	13.94
Uchaly	俄罗斯	Cu	3.11	3932	11.7
Chungar	秘鲁	Zn	6.09	715	10.31
Sinchi Wayra	玻利维亚	Zn	11.15	935	9.18
19 个矿山总计				97309	472.22

资料来源：南华研究

不过，在国外投行炒作外矿枯竭的同时，国外新增供应源也在不断拓展，据不完全统计，2012-2014 年全球有 33 个项目是潜在的新供应源，共计锌金属量 9717 万吨，可形成每年 237.3 万吨的产能。

更为重要的一点是，目前国内冶炼厂主要使用国内铅锌矿，对外矿的依存度不算太高，总体对外矿进口也保持相对稳定，国内锌精矿的供应基本上和冶炼产能相匹配，大约在 550 万吨左右。并且，国内锌矿资源储备较为丰富，并且本世纪以来还有在内蒙古拜仁达坝

和维拉斯托、云南等大型铅锌矿的发现，为我国锌矿储备提供了更为坚实的基础。因此，外矿枯竭只是一个市场炒作，至少在目前对国内锌矿供应的影响有限。

6.2 冶炼亏损减产导致锌价反弹

年初受到铜价大幅下挫的拖累，锌价跌破 15000-15500 元/吨的震荡区间，3、4 月份重心下移至 14000-15000 元/吨之间，此时冶炼厂处于亏损阶段，从国家统计局公布的铅锌冶炼行业利润统计中也可以看出。冶炼厂不得已通过降低开工率减产来减少亏损，因此在 3-4 月份国内精炼锌产量同比有所下滑。随着 6-7 月份锌价的节节攀升，冶炼利润扭亏为盈，逐步增加产能，截止 10 月份，累计精炼锌产量同比已经实现增长约 5% 的水平。因此，回顾年内锌价的大幅反弹，我们认为冶炼亏损导致冶炼厂减产，成本回归是期价反弹的最重要的因素。

图6.2.1: 铅锌冶炼行业利润统计

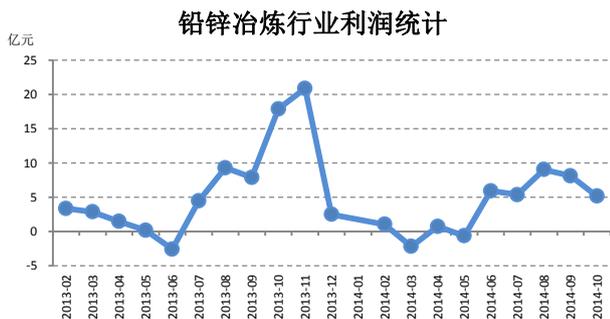


图6.2.2: 国内精炼锌产量统计



资料来源：国家统计局 南华研究

资料来源：国家统计局 南华研究

另外，国内锌精矿的定价模式和方式也能在一定程度上反映冶炼企业在生产管理方面的博弈。目前国内现货市场的定价公式如下：

到厂价= 含锌价款+含银价款-含杂罚款

= SMM 锌价-锌锭与矿价差值+锌含量奖罚值+付费银量×白银网银价×银计价系数-杂质含量对应的罚款单价，

其中，到厂价含税，单位为元/金属吨，锌锭和矿价差值=基础价差+（锌锭价-价差基准价）×20%，基础价差和价差基准价都有双方商定。目前国内精矿价差基准价未变，为 15000 元/吨，同时基础价差为 5050 元/吨，原则上，我们就可以认为这个基础价差就是冶炼企业的边际加工成本。如果锌锭价低于 15000 元/吨，冶炼企业肯定减产，从此前我们对企业的调研来看，目前冶炼企业的成本普遍在 16000 元/吨左右，在企业生产处于亏损并减产的背景下，大幅降低了卖出套保的意愿，这也是能够解释为何在 14000-15000 元/吨之间期货成交持仓量大幅萎缩，而随着期价冲破 16500 元/吨，冶炼企业有所盈利，套保意愿回升，成交持仓量大幅上升。因此，冶炼企业的减产是本轮价格反弹的主要原因，而套保盘的介入则是限制期锌价格止于 17500 元/吨的关键。

6.3 出口增长难掩下游市场困局

对锌下游市场而言，2014 年唯一的亮点是出口市场的大幅好转，由此带动整个镀锌板（镀层板）产量的走高。从国家统计局公布的数据来看，2014 年下半年，镀锌板月平均产量在 430 万吨，尤其是下半年一直维持在高速增长，同比增幅在 15%左右，累计增长维持在 10%以上，而国内镀锌板的库存一直维持在 44 万吨左右，同比去年涨幅有限。

支撑国内镀锌板产量高速增长的动力来自于镀锌板出口量的继续走高。从海关总署公布的数据显示，截止 2014 年 10 月，累计镀锌板出口量达到 850 万吨，同比增长 8.98%，继续创新高。然而令人担忧的是，伴随着镀锌板出口量的攀升，出口单价呈现持续走低的态势，目前已经降至 756 美元/吨的水平，有继续下行的趋势。结合我们此前对锌冶炼企业和下游镀锌板企业的调查，目前虽然出口形势不错，但是由于行业的严重过剩并没有改善企业的生存环境，目前出口也只是走量为主，镀锌企业的加工费一直维持低位，后续增长难以得到有效改善。本质上，是由于国内需求的疲软，造成国内镀锌板产量的严重过剩，增加出口也是迫不得已。因此，下游镀锌板企业依然面临生存困境，锌消费不易太过乐观。

图6.3.1: 图 2.1: 国内镀层板产量维持高速增长



图6.3.2: 图 2.2: 国内镀层板出口量升价跌



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

6.4 贸易商囤货助推现货高升水

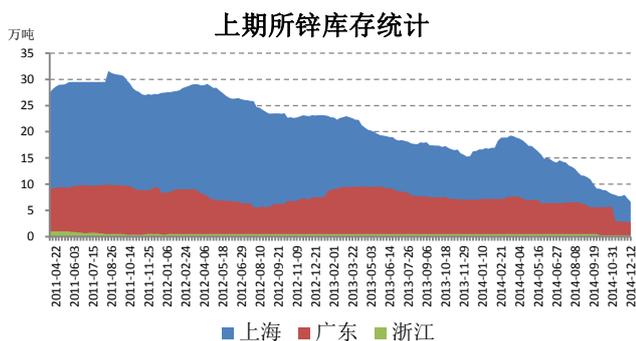
从国内显性库存走势来看，上期所锌库存呈现持续下行的趋势。截止 12 月 5 日，库存从年初的 24.17 万吨降至 10.32 万吨，降幅接近 60%。显然在整个中国经济步入新常态下，经济增长放缓很难支撑锌锭大幅去库存，镀锌板出口走高显然也不能全部消化下降的库存，那库存究竟去哪里了？

首先，上半年冶炼厂减产是锌锭去库存的一个原因，特别是 3-5 月份，锌价的大幅走低导致冶炼厂停产检修，锌锭累计产量持续低于去年同期水平，产出增速的回落导致交易所库存的流入市场。

其次，贸易商囤货所为。目前国内的锌锭贸易主要有两种方式，厂家直销和贸易商代销，在锌锭市场多方炒作的影下，不排除有部分实力雄厚的贸易商利用此前锌价处于低位是伺

机囤货，大幅减少现货市场锌锭的流通，并导致锌锭现货升水大幅走高，尤其是在 9-11 月份期间，现货升水一度突破 400 元/吨。我们认为，贸易商囤货还是重要的影响因素，尤其是对锌锭的现货市场而言。

图6.4.1: 上期所锌库存持续走低



资料来源：国家统计局 南华研究

图6.4.2: 国内0#锌升贴水居高难下



资料来源：国家统计局 南华研究

6.5 2015 年锌价展望：全年均价 18000 元

展望 2015 年，下游需求和成本因素仍然是我们关注的重点。从期价上来说，我们认为年初由于假日因素的影响，锌价在目前 16000-17000 元/吨的震荡区间，重心将会下移，有可能跌破成本价 16000 元/吨，毕竟将面临消费淡季，并且市场成交也料将较为清淡，但是下行空间有限。二季度锌价或将重新起航，震荡走高，年内冲击 20000 点，全年均价在 18000 元/吨左右。

第七章 铅：消费放缓，平衡恶化

与锌价走势的如火如荼相比,2014 年精炼铅是所有有色金属中,最被市场遗忘的品种。除了在 7 月底追随其他金属品种上演量价齐升以外,其他多数时间都乏善可陈。期货市场成交持仓低迷的背后,是现货精炼铅需求的低迷以及供应的疲软。

铅供需平衡表

单位: kt	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
全球								
产量	2640	2716	2739	2869	2719	2752	2774	2808
同比%	1.77	2.22	4.66	3.46	2.99	1.33	1.28	-2.13
消费	2629	2661	2717	2794	2705	2751	2770	2770
同比%	2.18	0.87	2.88	1.90	2.89	3.38	1.95	-0.86
平衡	11	55	22	75	14	1	4	38
LME 价格 (\$/t)	2107.25	2055	2102	2042	2070	2167.75	2082	2038
同比%	3.60	9.75	-7.40	-12.32	-1.77	5.49	-0.95	-0.20
LME 库存	576	567	558	559	562	585	591	599
中国								
产量	1110	1210	1230	1250	1135	1225	1295	1244
同比%	3.26	2.98	2.50	1.21	2.25	1.24	5.28	-0.48
消费	1103	1188	1234	1244	1145	1240	1265	1233
同比%	3.57	-0.17	1.23	0.73	3.81	4.38	2.51	-0.88
净出口	3	5	5	7	7	7	11	11
平衡	4	17	-9	-1	-17	-22	19	0
SHFE 价格 (¥/t)	14250	13720	14000	14400	13600	14020	13785	13290
同比%	-8.54	-6.98	-13.02	-5.14	-4.56	2.19	-1.54	-7.71
SHFE 库存	86	80	77	71	67	68	69	74
RMB 汇率	6.2155	6.1422	6.1212	6.054	6.2169	6.2053	6.1385	6.152
SHFE/LME	6.76	6.68	6.66	7.05	6.57	6.47	6.62	6.52

资料来源: CRU Bloomberg 南华研究

7.1 精炼铅交投和库存双双维持低位

2014 年精炼铅价格整体维持弱势,期货市场成交量和持仓量总体维持低迷,7 月底的暴涨行情一度为沪铅期货带来接近 20 万手的成交量,同时持仓量也增加至 4.2 万手,但是好景不长,在整个有色金属迎来回调之后,沪铅的成交和持仓量慢慢褪色,直至重回低迷。

目前在整个产业链面临困境的背景下,精炼铅的交投低迷也是在所难免,并且还将维持较长的一段时间,明年上期所推出有色金属指数期货的概率较大,由于合约较小,波动率也

不低，势必将会带动整个有色金属期货交投更加活跃，特别是对沪铅这样不活跃的合约，需要拭目以待。

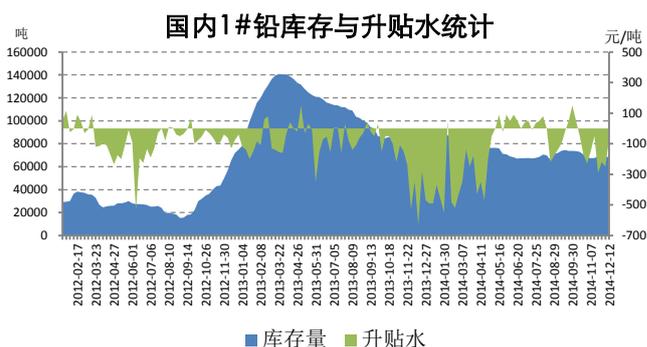
从国内精炼铅的库存走势来看，从年初的 21.35 万吨略微上升至年末(截止 12 月 5 日)的 22.68 万吨，增幅在 7% 左右，总体维持窄幅波动。与之相对应的上海市场的平均升贴水以现货贴水为主，行至年末转为升水 115 元/吨，除了 7 月底有超过 600 个点的大幅波动以外，全年维持震荡。

图7.1.1: 图 2.1: 上期所精炼铅交投低迷



资料来源: wind 南华研究

图7.1.2: 国内精炼铅库存震荡走高，现货以贴水为主



资料来源: wind 南华研究

7.2 铅精矿供应不足，精炼铅产量走低

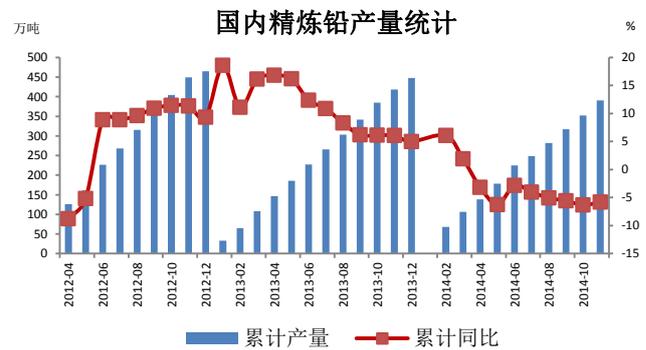
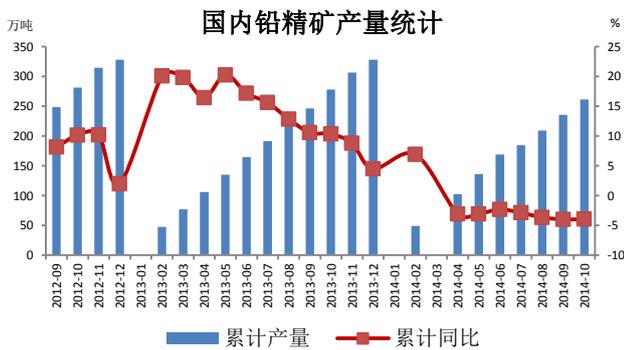
铅市的低迷，与供应和需求两端都有密切的关系。从供应端来说，目前铅精矿的原矿较为紧张，许多冶炼企业因为原矿短缺而不得不停产检修。根据国家统计局公布的数据显示，2014年10月，国内铅精矿产量为 26.23 万吨，同比下降 14.53%，环比也小幅回落，1-10 月份铅精矿累计产量为 261.72 万吨，同比下降 3.94%，这已经是年初以来连续 7 个月的同比下跌，并且跌幅有继续扩大的趋势。

在铅精矿供应短缺的情况下，精炼铅产量也呈现出持续下滑的走势。根据国家统计局公布的数据显示，2014年10月国内精炼铅产量为 35.86 万吨，同比下降 14.22%，1-10 月份精炼铅累计产量为 352.24 万吨，同比下降 6.32%，与铅精矿走势一致，这也是连续 7 个月同比下跌，并且跌幅继续创年内新高。

值得关注的是随着国内原生铅产量的下滑，再生铅的产量也随整体市场的低迷而走低。1-10 月份再生铅累计产量为 90.51 万吨，同比下滑 15.29%，跌幅也继续走高。

图7.2.1: 国内铅精矿产量低迷

图7.2.2: 国内精炼铅产量也继续走低



资料来源：国家统计局 南华研究

资料来源：国家统计局 南华研究

精炼铅产量走低的背后，也有铅锌冶炼技术升级加快有关。由于铅锌冶炼企业存在较大的环境污染的风险，国家一直积极推进铅锌行业向绿色环保和节能降耗的先进工艺方向发展，有效提高资源综合利用水平。2012-2013 年大幅淘汰落后产能，正是目前精炼铅产量大幅走低的直接原因。

表：2010-2013 年铅锌行业淘汰落后产能统计（万吨）

年份	铅		锌	
	计划淘汰	实际淘汰	计划淘汰	实际淘汰
2010 年	24.3	74.5	11.3	29.6
2011 年	58	66.1		33.378
2012 年	120.62	134	32.9	38.5
2013 年	80.7		14.5	
2014 年	11.5			

资料来源：中国有色金属工业协会 南华研究

7.3 终端消费放缓，供需平衡恶化

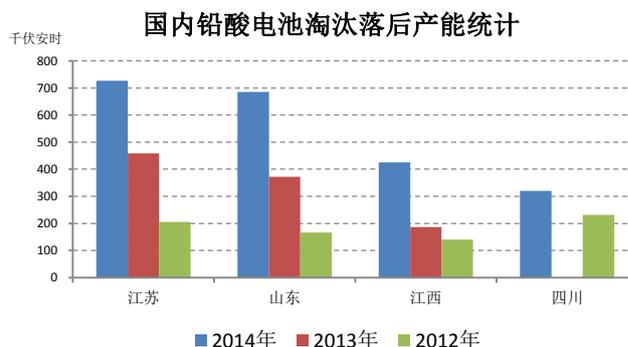
铅市的低迷，与整个下游消费市场的走弱也有密切关系。目前精炼铅的主要用途在于蓄电池，约占 80% 左右的比例。从铅蓄电池产量的走势来看，并不乐观。根据国家统计局公布的数据显示，10 月份国内铅蓄电池的产量为 1904.61 万千伏安时，同比小幅增长 2.55%，环比回落 9%，1-10 月份铅蓄电池累计产量为 18740.29 万千伏安时，同比增长 10%，增幅也较 1-9 月份回落 0.9 个百分点。尽管从数据上来看，我们仍有理由对下游初级消费保持谨慎乐观，但是高速增长的时代已经一去不返，未来维持低速增长是大概率事件。

同时铅蓄电池产业也面临较为严重的产能过剩问题，淘汰产能过剩也势在必行。2014 年需要淘汰落后产能为 2915.70 万千伏安时，同比去年增长 14%，其中江苏、山东、江西和四川是重点需要淘汰落后产能的省份，淘汰落后产能分别占到全国总量的 24.9%，23.5%，

14.6%和 11.0%。随着铅蓄电池产能淘汰的加速，铅酸电池产量会继续走低，未来对精炼铅的初级消费必将继续减少。

图7.3.1: 国内铅蓄电池产量维持低速增长

图7.3.2: 国内铅蓄电池加速淘汰落后产能



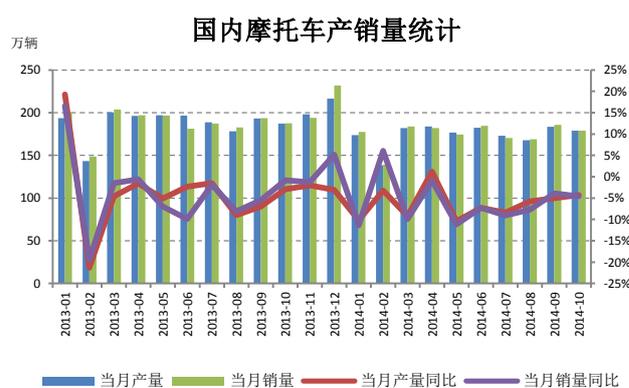
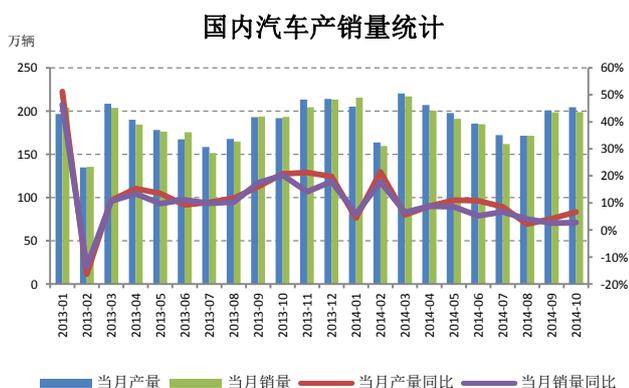
资料来源：国家统计局 南华研究

资料来源：国家工信部 南华研究

从精炼铅的终端需求来看，主要集中在汽车和摩托车行业。数据显示，10 月份我国汽车产量为 204.4 万辆，同比增长 6.7%，下半年以来一直维持个位数增长，涨幅明显放缓，同时 10 月份汽车销量为 198.7 万辆，同比增长 28%，也呈现出增幅放缓的趋势。同样的情况在摩托车产销领域更为明显。数据显示，10 月份摩托车产量为 179.1 万辆，同比下滑 4.3%，前 10 个月除了 4 月份同比小幅增长以外，其他月份同比下滑，同时 10 月份摩托车销量为 179.1 万辆，同比下跌 4.6%，前 10 月同比一直维持负增长。终端市场汽车和摩托车产销量的下滑势必影响到铅蓄电池的产销，并进而影响精炼铅的需求。

图7.3.3: 国内汽车产销增长放缓

图7.3.4: 国内汽摩托车产销同比回落



资料来源：利源信息网 南华研究

资料来源：利源信息网 南华研究

7.4 2015 年铅价展望

综合我们对 2014 年精炼铅基本面行情的分析，我们认为，精炼铅供需两淡是造成铅市低迷，交投不活跃的主要原因。2015 年需要继续关注铅精矿的供应以及下游市场的消费情况，在供应端没有出现重大行情的情况下，预期 2015 年很难会有明显改善，将会继续维持低位震荡。

第八章 精选投资策略

提供一下策略供参考，应注意一些策略逻辑类似，相关性较高。基于控制总的组合风险目的，应挑选适合自己风格偏好和操作周期的策略。

1、做多伦镍

核心逻辑：

- 1、红土镍矿去库存、镍生铁停产以及菲律宾雨季的催化，原料紧张降发酵
- 2、中国镍库存高企结束，将转入补库存周期。
- 3、当前价格已处于成本曲线的低位。

基本操作： 15500-16000 美元买入伦镍，持有至 2015 年 1-2 季度

2、多铜空铝

核心逻辑：

- 1、紧平衡的铜基本面仍好于铝
- 2、能源成本的坍塌，做空能源/富含能源型商品，做多资源型商品是更大的逻辑。
- 3、沪铜较大的 back 和沪铝 contango 提供了 600 元/月的展期收益（1:3 配比）

基本操作： 连 2-连 3 合约持有组合，不断展期至沪铜 back 消失。

3、做空铝

核心逻辑：

- 1、因供需格局并未彻底好转
- 2、能源成本的坍塌，将令铝价承压。
- 3、一季度的季节性过剩可能与商品系统性下跌特别是原油下跌产生共振

基本操作： 卖出伦铝、沪铝，反弹即是加空机，持有至 1 季度末

4、做多铝比价

核心逻辑：

- 1、当前比值处于 6.9 的低位，铝材大量出口修复比价
- 2、原油天然气和电力成本的坍塌，对国外影响大于中国，因动力煤跌幅不及前者。
- 3、仓储规则改革恐对市场情绪造成影响，且挤仓结束后，目前并无仓单紧张驱动价格上涨的迹象。

基本操作： 买入沪铝、卖出伦铝

5、卖出沪锌看跌期权

核心逻辑：

- 1、15500 点为冶炼企业的成本线
- 2、锌供应仍继续偏紧

基本操作： 南华场外衍生品部可提供卖出期权，建议卖出执行价为 15500 元/吨的沪锌看跌期权，期权卖出价格在 120 元/吨以上，合约到期时间为 2015 年 3 月 20 日。

杭州总部

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

嘉兴营业部

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

宁波营业部

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

郑州营业部

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

温州营业部

温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室 (325000)
电话: 0577-89971808/89971820 传真: 0577-89971858

北京营业部

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

哈尔滨营业部

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

深圳营业部

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

萧山营业部

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

天津营业部

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

南华期货(香港)有限公司

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

广州营业部

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

永康营业部

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

余姚营业部

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

厦门营业部

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

上海营业部

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

台州营业部

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

大连营业部

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

兰州营业部

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

成都营业部

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

绍兴营业部

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

慈溪营业部

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

青岛营业部

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

上海虹桥营业部

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

沈阳营业部

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

芜湖营业部

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

重庆营业部

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

太原营业部

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

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦 6 层 603、604 室
电话: 0513-89011160 传真: 0513-89011169

普宁营业部

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

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们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：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net