

兴证期货.研发中心

2018年10月19日 星期五

有色研究团队:

孙二春

期货从业资格编号:

F3004203

投资咨询资格编号:

Z0012934

胡佳纯

期货从业资格编号:

F3048898

联系方式:

胡佳纯

021-68982746

hujc@xzfutures.com

内容提要

2018年10月19日,由上海有色网(SMM)主办的有色金属行业年会。本次会议嘉宾主要观点如下:

- 铜: 分析师认为目前国内铜的供需不太会出现缺口,四季度国内库存可能会出现回升,不利于四季度铜价,阻力位在6500-6600美元/吨左右。预测2019年铜价会比今年略高,LME铜价运行于5800-7600美元/吨之间,SHFE铜价运行于47000-58000元/吨之间。
- 铝: 2018年受供给侧改革和采暖季政策影响,电解铝产量增速下滑,整体消费增速将超过供应增速从而促成去库存的情况,2019年新增产能供应压力仍存,预计2018年供需缺口为-35万吨,四季度沪铝价格在14000元/吨附近,价格围绕成本端来运行。
- 锌: 预计2019年精炼锌冶炼厂产量会增加18万吨至560万吨,国内精炼锌逐步实现紧平衡。2019年在供应端逐步增加的预期下,锌价或难言乐观。
- 镍: 2019年镍会有供需缺口,但是缺口会收窄,预计镍价重心小幅上移。预计2019年中国镍生铁较2018年增4万吨至48万吨,印尼镍生铁产量较2018年增加14万吨至39万吨。在高镍生铁供需平衡甚至供略小于求的关系下,生铁价值将体现,但升贴水具体情况由高镍生铁与下游不锈钢304利润分配决定。SMM预计2019年高镍生铁较一级镍整体维持小幅升水,年底升水有望抬升。

1. 铜价——道阻且长趋未变（发言人：叶建华 SMM 铜分析师）

1.1 铜矿：

预计 2019 年全球铜矿供应增速 2.4% 左右，铜产矿增量 50 万吨左右。明年铜精矿的缺口 25 万吨，会维持缺口到 2021 年左右。

受益于前几年铜精矿 TC/RC 处于高位推动及国内提升电解铜端自给率需求，中国的铜冶炼产能逐年递增，未来主要冶炼厂投产都来自于中国，紫金的矿可能是未来 5 年最大的投产项目。

2018 年，印度的韦丹塔等企业出现产能下降，导致了现货市场的铜精矿快速激增，导致了 TC 攀升。分析师认为未来铜精矿的长单价格在 75-80 美元/吨。

1.2 废铜：

废铜的关注点越来越高，废铜在原料和加工端，和铜精矿有很强的替代关系。美国在快速更改铜的来源。

废铜的进口因品位的抬升，金属量远小于实物量。2017 年中国废铜进口平均铜品位在 37%，2018 年 56% 左右。中国从美国进口占到所有进口的 20% 左右，每年 22-23 万吨左右，美国执行关税之后预计废铜进口会大幅下降。

废铜未来应该也会出现相对紧张的格局，而中国今年受到环保影响且价格下跌，国内废铜的量在下降，今年出现了精铜替代废铜的消费，导致电解铜库存下降。当精废价差达到 1500 元/吨（含税）以上的时候，废铜在左右精铜的消费。

中国粗铜冶炼厂产能扩张及废铜减少，对于阳极铜进口逐渐增多，粗铜的加工费在一定时期内会同铜精矿的加工费一样出现回落。

1.3 电解铜：

SMM 预计 2018 年中国电解铜产量 880 万吨，增速 10%；2019 年产量 955 万吨，增速 8.5%。2019 年铜冶炼厂仍有 70 万吨的年度产能将要投放。

1.4 铜需求:

分析师认为中国铜消费进入平缓低速增长区间，中国未来铜的消费增速 3.7%左右。

房地产：房地产投资增长稳定，但中长期形势严峻。房屋竣工和新开工两极分化，新开工维持高增长，但是竣工没跟上。

电网投资：2018 年 1-8 月国家电网实际累计投资下降 13.7%，累计减幅收窄。尽管投资负增长，但是电线、电缆制造商不一定是负增长。电网投资重心转移，从特高压转移到城市应用等体系。

空调：拉动有所放缓，置换性需求提升。

新能源汽车：是个长期的发展，不是关注汽车产量和充电桩，而是关注线缆改造。

1.5 库存:

因精铜对于废铜消费替代及部分炼厂关停，精铜库存压力减退，有一部分库存转移到加工层面。

1.6 供需平衡表及价格预测:

目前不认为国内会出现缺口，觉得四季度国内库存可能会出现回升，不利于四季度铜价，阻力位在 6500-6600 美元/吨。

分析师认为明年铜价会比今年略高，LME 价格位于 5800-7600 美元/吨之间，SHFE 铜价运行于 47000-58000 元/吨之间。

表 1：中国铜供需平衡表（单位：万吨）

	2016	2017	2018E	2019E
产量	776	800	880	955
进口	363	325	350	325
出口	43	34	36	45
表观需求	1096	1091	1194	1235
库存变化	15	0	20	20
精炼铜实际需求	1081	1091	1174	1215

废铜实际需求	80	100	60	70
铜消费	1161	1191	1234	1285
同比	3.02%	2.58%	3.61%	4.21%

数据来源：SMM、兴证期货研发部

表 2：全球电解铜供需平衡表（单位：万吨）

	2018E	2019E	2020E	2018-2019E
全球精炼铜产量	2355	2425	2465	2.31%
中国	880	955	985	5.80%
中国以外	1475	1470	1480	0.17%
全球精炼铜消费	2368	2437	2460	1.92%
中国	1194	1235	1247	2.20%
中国以外	1174	1202	1213	1.65%
供需平衡	-13	-12	5	
中国国储收铜	0	-	-	
新供需平衡	-13	-2	5	

数据来源：SMM、兴证期货研发部

2. 2019-2020 年中国铝市场展望（发言人：刘小磊 SMM 铝分析师）

2.1 库存：

铝锭库存在过去 8 个月的时间，下降了 70 多万吨，目前在 158 万吨左右。去库存主要集中在华南地区，华南库存迅速回落带动沪粤价差拉开。

在去库存过程中，供应端在收紧，供应没有迅速的环比回升，消费呈现一定的正向增长，去库存的过程还没有结束，预计会延续到 11 月中下旬左右，然后库存出现震荡，进入到明年春节出现季节性增长。分析师认为今年库存的底部在 130 万吨左右，明年春节可能到 180-190 万吨，然后再继续回落。

2.2 升贴水：

过去两季度的升贴水，在 100 元/吨以内，如果是过去的行情应该会贴水 150-200 元/吨。现货贴水水平很难在现有的水平上继续扩大，预计未来

也会维持相对较低的幅度，预计贴水 50 元/吨附近。

2.3 电解铝新增产能：

2018 年电解铝新增和置换产能投放预计 330 万吨，较年初预期减少约 100 万吨，预计明年有 200 万吨新增产能，因为有延迟。

2.4 氧化铝：

由于国外黑天鹅事件，氧化铝港口价格最高到了 3500-3600 元/吨，2018 年 5 月氧化铝出现了出口窗口，氧化铝利润上升，供应开始回升，今年预计新增产能为 543 万吨，第四季度仍有约 200 万吨投产，2019 年新增产能预计为 760 万吨。国外的氧化铝可能会出现新增和复产，海外的供应也在呈现上升。2018-2021 年海外预计新增 1120 万吨产能，其中 2019 年预计新增 585 万吨。

2.5 成本：

氧化铝价格目前出现回落，成本支撑塌陷，如果考虑到自备电，电力成本还会上行。预计铝的四季度的成本比三季度下降 200 元，2019 年上半年成本支撑动能将减弱，铝厂难以复制 2016-2017 年的高利润模式。

2.6 需求：

8 月铝板带行业淡季不淡，建筑型材市场淡季效应并未表现特别明显，线缆 8 月签订国网订单较 7 月份明显提高。

外需方面，是今年的亮点，在人民币贬值的背景下，中国铝制品出口依旧强劲。

2.7 供需平衡表及价格预测：

2018 年受供给侧改革和采暖季政策影响，电解铝产量增速下滑，整体消费增速将超过供应增速从而促成去库存的情况，2019 年新增产能供应压力仍存，预计 2018 年供需缺口为-35 万吨。

预计四季度沪铝价格在 14000 元/吨附近，价格围绕成本端来运行。

表 3：中国铝供需平衡表（单位：万吨）

	2016	2017	2018E	2019E
中国原铝产量	3180	3630	3700	3850
中国原铝进口量	17.2	10.2	5	-5
中国原铝表观消费量	3197	3640	3705	3845
中国原铝库存差	-33	114	-10	20
中国原铝消费量	3232	3526	3715	3825

数据来源：SMM、兴证期货研发部

3. 2019 全球金属市场分析及展望（发言人： 朱轶 彭博行业研究）

3.1 供应增长放缓，价格波动增加：

特朗普摇动全球贸易和生产格局。

环保和冬季限产，减小供应压力。

EV 亮点持续，但短期不足以支撑市场。

俄铝制裁看似针对了俄铝的电解铝，但是对全球铝格局有影响。

4. 2019 年锌市场展望（发言人：刘梦月 SMM 锌分析师）

4.1 加工费：

随着炼厂率先进入减产状态，减产需求减少明显，叠加国内外矿山供应小幅增加共同作用下，自 2018 年 7 月开始，国内外锌精矿加工费自低位呈现明显返升。

当前国内锌精矿加工费返至 4000 元/吨上方，进口加工费报至 90 美元/干吨上方。随着矿供应逐步增加预期，预计 2019 年加工费有上涨可能。

4.2 矿山供应:

自 2017 年开始, 国外锌矿山产能呈现恢复性增长, 2017 年最大增量由印度韦丹塔公司三个矿山及秘鲁的安塔米纳矿山贡献, 增量达 32 万吨。自 2018 年, 澳大利亚 Dugald River、非洲 Gamsberg 及古巴的 Castellanos 等均有增量, 叠加世纪矿 8 月试生产开始, 海外供给增加, 保守估计 2018 年增量在 40 万吨左右。2019 年仍有投放, 预计产量进一步增加。

国内锌精矿增量约 12.1 万吨, 但是环保及安全问题是限制各地矿山的主要因素。预计 2019 年国内新增产量在 10 万吨以上。

2017 年锌精矿进口 244 万吨 (实物吨), 同比 22%; 2018 年 1-7 月国内锌精矿进口累计 178.04 万吨 (实物吨), 累计同比增加 21.26%。预计 2018 年进口 144 万吨左右 (金属量), 加之国内的 412 万吨产量, 预计 2018 年国内供应量实现 4.1% 的增长。

4.3 锌精矿库存:

全球锌精矿缺口进一步收窄, 国内速度缓于国外。2018 年截止目前来看, 连云港库存企稳于低位水平。

4.4 精炼锌:

产量: 2018 年 1-8 月, 精炼锌产量累计 352 万吨, 同比 0.66%, 开工率 71.3%。9 月炼厂检修较多, 预计至 9 月, 产量累计同比为负值。2019 年预计国内冶炼厂产量或有所释放。

2018 年精炼锌炼厂新增产能投产缓慢, 部分新增产能或延缓至 2019 年投放。

4.5 消费端:

镀锌作为锌的消费主力, 整体表现不乐观。2018 年 1-8 月, 镀锌结构件平均开工率 69.3%, 较去年同期下降 5.3%, 一部分是受环保影响, 一部分是因为房地产等板块订单较弱拖累锌消费。

氧化锌、压铸锌合金平均开工率亦不及去年同比; 公路建设投资基本

持平去年，但国内电网投资额整体较弱，汽车、家电等终端需求消费增速放缓。

4.6 库存：

保税区库存自二季度开始消库，自 20 万吨上方快速回落至不到 10 万吨，再度触及年内低位。当前锌库存保持低水平，当随着明年矿端供应增加传导下，预计开始进入累库进程。

4.7 供需平衡表及价格预测：

SMM 预计 2019 年冶炼厂产量会增加 18 万吨至 560 万吨，2019 年国内精炼锌逐步实现紧平衡。

2019 年在供应端逐步增加的预期下，锌价或难言乐观。但在此过程中，或受宏观、政策、环保等多重因素影响，整体恢复进程及速度存在较多不确定性，期间价格走势或有所反复。

表 4：中国精炼锌平衡表（单位：万吨）

	2016	2017	2018E	2019E
产量	546	546	542	560
进口	55	78	74	76
出口	7	2	2	1
表观消费量	594	622	614	635
再生锌（折去再生消费）	24	25	26	27
实际消费量	640	660	660	665
供需平衡	-46	-38	-46	-30
供需平衡（含再生）	-22	-13	-20	-3

数据来源：SMM、兴证期货研发部

5. 2019 年镍市场展望（发言人：杨波 SMM 镍分析师）

5.1 原生镍：

2019 年全球原生镍供应仍短缺，短缺幅度收窄。预计 2019 年产量将达 246 万吨，增速 10%，增量 22 万吨，87% 来自 NPI。

不确定因素多：2019 年印尼德龙开工情况以及印尼青山和印尼德龙不锈钢产量；全球 NPI 产量；中国市场炼不锈钢中使用废不锈钢的比例；全球新能源电池对硫酸镍的消费量的提升情况。

5.2 镍生铁：

印尼：2018 年底-2020 年印尼主要的镍生铁待投产产能预计为 39.3 万吨，来自青山、德龙、新兴铸管、金川等公司的项目。

中国：此消彼长的趋势，产能内自己置换。得益于 2017 年印尼有条件解禁镍矿出口，中国镍矿供应充足助力镍生铁成本未跟涨成本价格，高镍生铁厂维持较高利润。

SMM 预计 2019 年底，全球高镍生铁成本将抬升：因印尼当地矿需求增长导致矿短驳费用上涨和矿价上涨。

5.3 消费：

全球原生镍消费：不锈钢是原生镍主要消费领域。

中国一级镍消费：不锈钢为一级镍消费半壁江山，同时 2018 年中国市场镍豆被加工成硫酸镍进入新能源汽车开始被关在，约占消费的 6%。2015 年以来，中国的不锈钢产能增长平缓，预计 2019 年增速为 5%；而印尼产能快速增长，2019 年可能达到 49%。

5.4 库存：

截止到 2018 年 9 月，中国纯镍库存 9.36 万吨。纯镍库存仍在下降通道，但是下降的库存并非全部被实体消耗。

5.5 进出口：

2018 年中国不锈钢进口量增大，出口则下滑。预计 2018 年中国进口不锈钢 140 万吨，同比上升 19%，增加 20 万吨；出口 320 万吨，同比减少

70 万吨。SMM 预计 2019 年中国不锈钢出口会受到中美贸易战的限制。

5.6 供需平衡表及价格预测：

分析师认为 2019 年镍会有供需缺口，但是缺口会收窄，预计镍价重心小幅上移。预计 2019 年中国镍生铁较 2018 年增 4 万吨至 48 万吨，印尼镍生铁产量较 2018 年增加 14 万吨至 39 万吨。

高镍生铁中生铁价值是高镍生铁较一级镍升水的前提。在高镍生铁供需平衡甚至供略小于求的关系下，生铁价值将体现，但升贴水具体情况由高镍生铁与下游不锈钢 304 利润分配决定。2019 年底，高镍生铁与不锈钢一体化率有望提升至 60%-70%，因山东鑫海 180 万吨下游不锈钢项目投产，致使可流通高镍生铁量下降，高镍生铁供应将更紧俏。SMM 预计 2019 年高镍生铁较一级镍整体维持小幅升水，年底升水有望抬升。

表 5：全球镍供需平衡表（单位：万吨）

	2016	2017	2018E	2019E
全球原生镍产量	199	212	225	245
中国原生镍产量	63	66	68	72
中国镍生铁产量	39.21	42.35	44.87	48.3
印尼镍生铁产量	8.65	17.12	24.56	39.3
全球实际消费量	23	215	232	249
中国实际消费量	110	115	115	118
印尼实际消费量	0	5.04	15.84	23.76
全球镍供需平衡	3.8	3.2	-7.25	3.94

数据来源：SMM、兴证期货研发部

6. 圆桌论坛

嘉宾：

江航 祥光集团光明投资管理有限公司 研究总监

温玥 铜陵有色 副总经理

朱轶 彭博行业研究 全球金属与矿业主管

江晓红 敦和资产 商品研究主管

话题 1: 对贸易战和国内经济有什么看法

江航：对国内宏观偏悲观，集中在房地产。

温玥：长期来看，利好那些为市场提供好产品、好服务的企业和个人。

朱轶：市场接受需求增长在放缓。从金属上看，金属的供应也在放缓，供应的增长慢于需求的增长。中国房地产明年大概率放缓，基建会不会起来是有疑问的，贸易战也存在很大的不确定性。

话题 2: 对金属的看法

温玥：认为 2019 年的全球铜矿的产量维持一个稳定、小幅的增长，印度的停产会恢复但需要时间，国内的新增产能在四季度左右投产，要看技术的情况。整体来看，2019 年全球铜矿的供需应该处于平衡状态。

江晓红：市场一直关注印度的韦丹塔，智利这边之前关注不多，目前智利这边生产存在问题。废铜的话，明年的配额预期比较紧张，把希望更多的放到了东南亚，东南亚的警觉度高，出来了越来越多的环保政策。过去中国是扮演一个低端的原料的买家角色，未来会成为高端的废铜市场的买家。

江航：美国的关税会使得废铜的进口减少，精通和废铜的反替代会加剧。

话题 3: 对采暖季的看法

朱轶：对电解铝来说，采暖季的作用在减小。对氧化铝来说，目前国外相对短缺，氧化铝从净进口变成净出口，但是氧化铝的出口不会持久，因为国内氧化铝是打包出口的，出口之后要拆包，多了一道工序。而且国外的事件在逐渐解决，对氧化铝的供应影响减小。

话题 4: 对锌的看法

江晓红：两年前锌和铝的波动很小，但是由于锌矿短缺，这两年行情较好。对比国内锌价和 LME 锌价，LME 锌价走得很靓丽，要等 LME 锌价这波行情走完，国内锌价才能回归到基本面。国内消费不起眼，国内建筑

房地产不好，基建虽然有补充，但是仍然存疑。明年锌价可能偏空。

话题 5：明年最看好的金属（无理由）

江航看好镍，其他三个人看好铜。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。