

► 2019 年报 · 锌镍铝

关注产业链增量环节，振荡压制待收敛

倍特期货 · 研究发展中心

2019 年 12 月 20 日

简述：2019年锌镍铝品种的波动弹性分化，锌产业链的原料到冶炼环节供应压力传导持续，镍矿出口禁令的支持推动被下游带回平衡区，铝行业冶炼利润恢复维持区间压力。明年供需平衡由紧转松的压力分化中看边际改善，区间振荡下移的收敛波动趋缓，预期修复依靠需求的恢复。

相关报告：

- 《2016年金属锌镍年报》
- 《2017年锌镍铝品种年报》
- 《2018年锌镍铝品种年报》

分析师：魏宏杰

从业资格号：

F 0209358

投资咨询证号：

Z 0000599

联系电话：028-86269250

要点：

- ◆ 锌的国内矿企利润空间将决定锌价振荡下行空间，冶炼环节的满负荷压力以及需求环节或有边际改善
- ◆ 镍的印尼供应主导地位进一步确立，新动能增量题材阶段弱化，明年下半年关注新动能需求底部的确认
- ◆ 冶炼利润恢复对应铝原料成本松动，铝市场波动高点预期继续压制下移，明年关注冶炼效益兑现的驱动
- ◆ 锌淡季建虚拟库存，铝春节后抓高点做保值，镍围绕中期均线抓底部收敛确认点

观点和操作策略：锌镍铝预计进入区间振荡下降收敛的节奏分化错位波动状态。锌买保盘在现货淡季建虚拟库存博水差弹性的收益可能更好，17000一线不跟空2万一线看反压；镍等待明年下半年的新动能安全边际恢复启动点，10万一线等买保；铝的冶炼效益兑现驱动下，14500-14700卖保抓高点。

明年的操作建议小结为，春节前砂锌，春节后打铝，下半年捞镍。

风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

一、走势回顾

(一) 2019 年锌镍铝表现关键词：挤仓未果、水差转平、年尾趋缓

回顾我们对 2019 年行情的研判，寻求用共性思维来抓有色脉动的想法存在一定偏差，相对没出大问题的是锌，冶炼效益兑现的基本线索和阶段尊重资金博弈的波段线索，没吃大亏。镍的下半年大起大落，中期振荡结构开始趋向上移，跟我们的振荡偏空思路存在反差，政策因素的改变我们还能跟着走，资金多空通杀的冲击力，基本无预判。

图 1、镍的中期振荡结构趋向上移、锌铝挤仓未果等待量仓的恢复



资料来源：文华财经，倍特期货

锌镍铝三个品种分别在年初、年中和年尾都出现了挤仓动作，骨干企业寻求在期货上掌控定价主导权的倾向明显。虽然挤仓未果，实货保值压力最终引导回归区间平衡位，他们的尝试从侧面也提示我们，明年对于投资机构和产业资金的反向博弈，需要有更多的逆向视角思维，才会更从容。

三个品种的水差结构转变都在今年完成中性回归，现货升贴水总体趋向收敛，期货正向套利空间消除，反向看跌结构也兑现转为平水指引。水差曲线的转变，隐含投机市场对于产业链增量环节的驱动信心降低，今年大波动品种开始酝酿平衡的可能，新的投机旗号还需等待外围环境的配合。

三个品种在岁尾的振荡趋缓，有中美贸易协议初步达成的影响，也有宏观类型资金对于主要经济体缓中趋稳的认同、看衰退预期基本消退的心态变化。今年春节较早，现货季从前淡季到节后开工之间的过渡期也相对较长一些，节前备货不如节后备货。实货角度的现货季节博弈，仍倾向于春节后先找振荡低点，锌铝反向配对需要注意近三月的量仓变化。

二、锌镍铝市场主要影响因素分析

（一）2019 年末国内基本金属产量调研预估的对比定调

官方和国际行业研究组的产量数据发布，存在明显的时差滞后。目前国内行业信息机构中，上海有色网 SMM 的初值发布时间相对提前，产能覆盖率包含了国内骨干企业合规产能的 90-100% 比重，是投资者关注研判国内供应侧总量动态变化的助益参考。

根据 SMM 最新发布的国内基本金属产量数据的调研统计，截止 11 月累计的 2019 年度产量同比增幅变化是：

铝链的氧化铝和电解铝分别累计同比下降 1.84% 和 2.14%，合规产能释放的结果低于年初预期；锌链的精炼锌产量累计同比增长 8.71%，符合国内冶炼环节在加工费高企下的效益兑现预期；镍链的电解镍、硫酸镍、镍生铁累计同比增长 5.13%、24.29%、29.03%，新旧动能的原料高增幅。

对 12 月份国内基本金属这三个品种的产量预估环比增长普遍恢复，冶金级氧化铝产量从 545.5 万吨增至 572 万吨，电解铝产量从 293.5 万吨增至 305 万吨，精炼锌产量从 53.08 万吨增至 53.81 万吨，电解镍从 1.41 万吨增至 1.61 万吨，仅硫酸镍和镍生铁产量基本持平。

综合评估，SMM 预估认为 2019 年国内电解铝产量约 3544 万吨，产量和消费量将出现近三年以来的首次同比减少，而年末行业吨铝平均利润超过 600 元/吨，冶炼环节的效益明显改善将促使合规新增和复产产能继续投放运行，这是电解铝年末定调的变化点。

SMM 预估精炼锌 2019 年全年产量约达到 584.5 万吨，累计同比增幅继续回升的同时，满负荷和高负荷运行成为年底锌冶炼环节的主题词，这可能又为明年全球锌市场的振荡趋缓留下伏笔。

SMM 预估年末镍生铁和硫酸镍产量增量受限，关注高镍铁的成本倒逼考验和硫酸镍的配套下游需求放缓，在新动能环节体现的年节拖累更加明显，镍的年末定调是供需矛盾还未有效缓和。

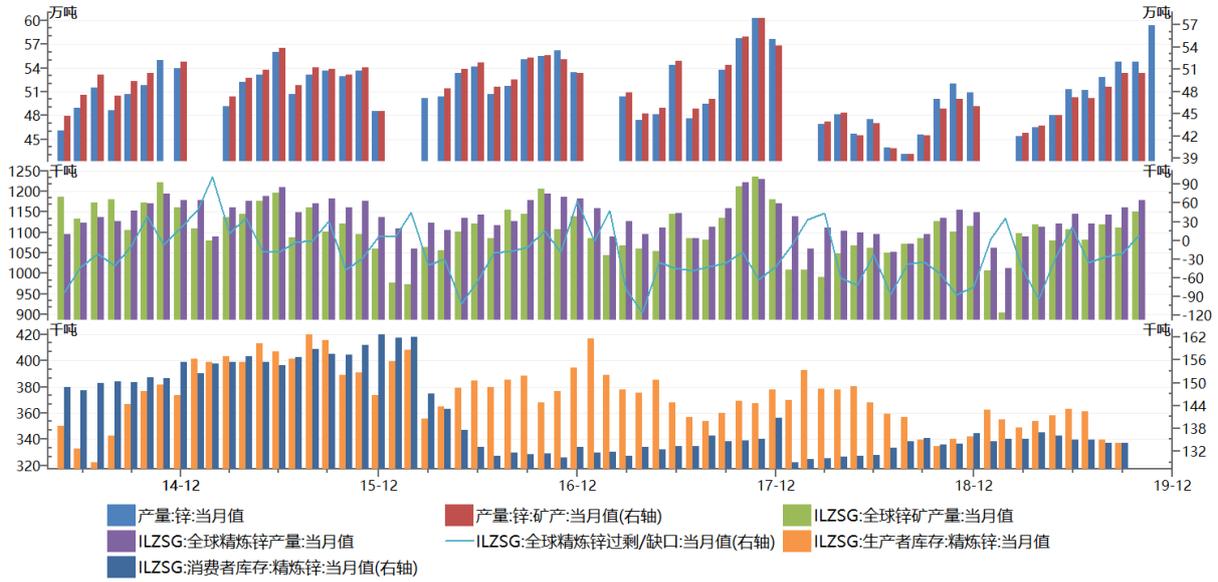
（二）锌的供应增量效益兑现传导驱动仍维持压力，供需环节或有边际改善

1、明年锌精矿供应增量仍主要集中在海外矿山，国内矿产量增幅受限

据 SMM 统计，2019 年国内矿山新增产能约 20 万吨，2020 年预计的增量仅约 10 万吨。实际运行情况看，2019 年前 11 个月累计的国内锌精矿产量同比下降 5.8%，锌价下行后矿企利润被挤压，矿山增产积极性不高，叠加国内部分矿山开采进入低品位阶段，是产量下降的主要原因。

供应端锌精矿的增量保障仍主要集中在外矿。SMM 统计预估的 2020 年海外矿山新增产能大约是 64 万金属吨，实际新增供应量在 30-40 万吨左右，与之对比的是，今年预计的海外矿山新增供应量在 57.5 万吨。海外锌精矿的进口供应补充，是国内冶炼效益兑现的基础，明年仍是如此。

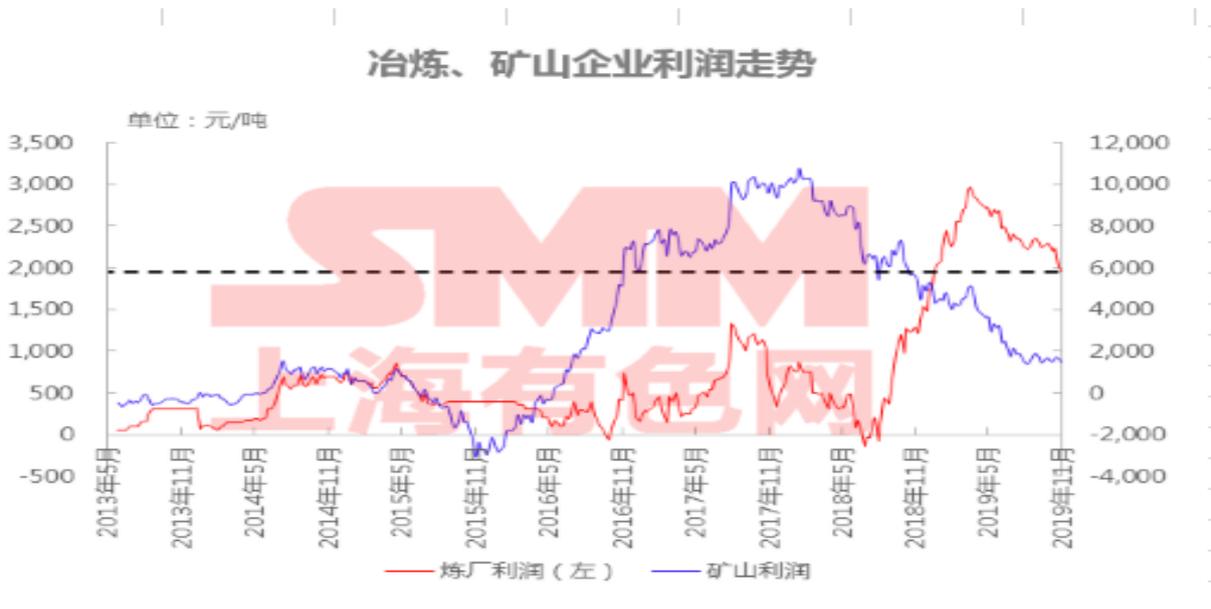
图 2：全球锌精矿供应增长与国内精炼锌产量的变化对比，国内在年底冶炼效益兑现积极



资料来源：WIND 金融数据终端，下同，专门标注的除外

由于国内矿山供应增长的利润约束，矿企的利润空间将可能决定了明年的锌价振荡下行空间。根据行业统计，目前国内锌精矿加工费仍高达 6100 元/吨水平，炼厂的利润水平从年内的高值 3000 元降至约 2000 元，而 SMM 统计的矿企的利润空间大约还有 1500-2000 元，对应矿企在 2018 年的利润峰值 10000 元，国内矿企的利润损失更加明显。以 2000 元倒扣来推，沪锌明年国内矿企的冶炼成本支撑价位落在 16000 元，这与 2015 年之前的锌产业链成本 14500 元相比，成本提升明显。

图 3：锌精矿加工费与矿企的利润空间对比

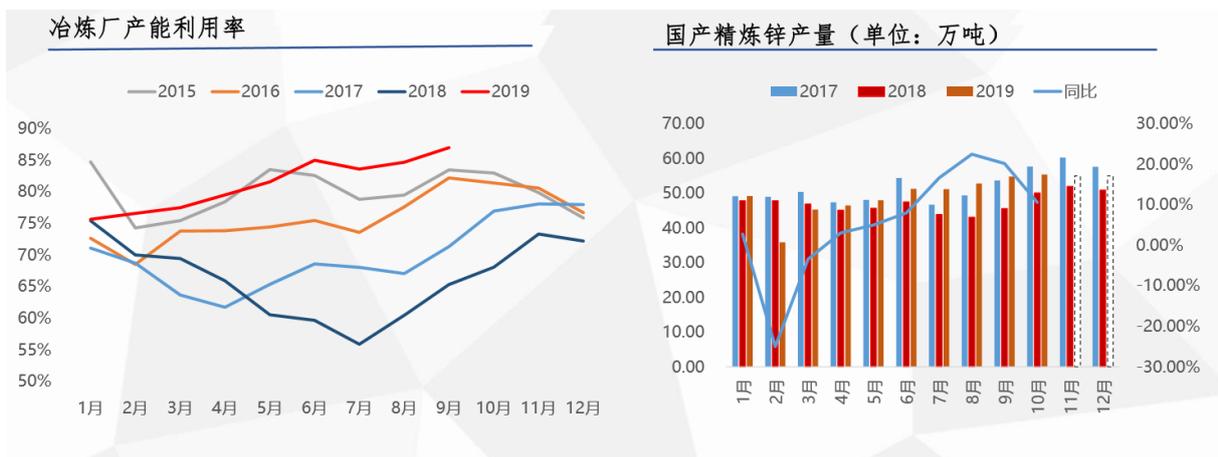


2、锌精炼环节的保障依赖国内冶炼产能，海外冶炼产能的明年增量有限

跟精矿环节的供应增量内外差异形成对比的，是锌冶炼环节也存在国内和海外的供需错配。据 SMM 统计，海外锌冶炼产能的增量今年十分有限，主要体现为前期项目在利润改善后的复产恢复、部分小规模扩充增量，预计 2020 年海外复产及扩产的产能约 18-20 万吨，更多的潜在投产冶炼项目集中在 2022 年之后。

今年行情在四季度后段国内题材解读中市场关注的点，落在国内锌产量创历史新高背后的冶炼产能高负荷，产能利用率较高水平之下的骨干检修自然对行情波动的影响更大。锌与闲置产能缓冲能力较好的沪铝，明年存在的一个差异对比点，就落在冶炼环节闲置产能的缓冲能力对比，从组合投资的角度，也提供了一个锌铝配的视角。

图 4：锌冶炼产能利用率和冶炼产量的增长变化对比



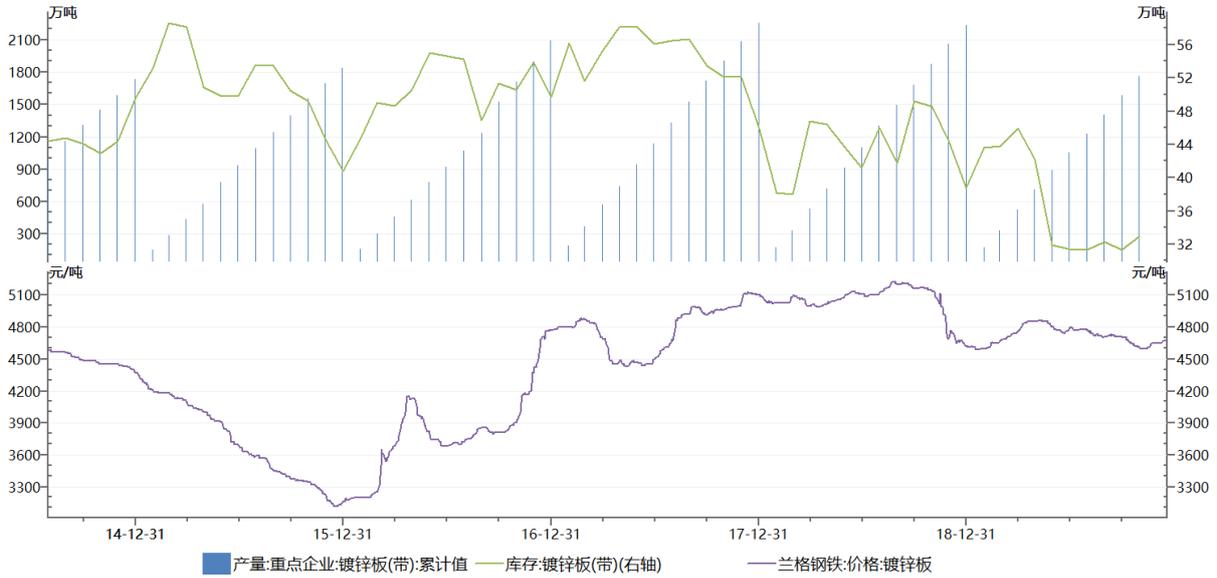
资料来源：我的有色网

3、国内的基建投资在明年关注边际改善的支持，房地产调控稳预期的政策对后端产品有支持

消费环节的镀锌板需求主要集中在汽车消费和基建投资、以及冰箱洗衣机等家电。明年从锌消费需求的角，存在基建投资和经贸形势阶段缓和预期下的边际改善支持。

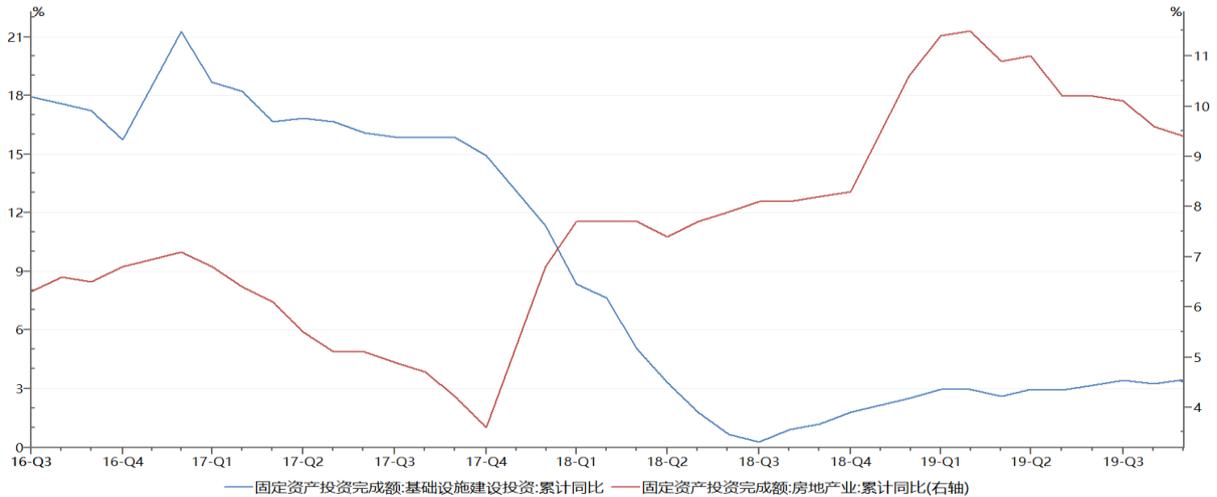
明年是十三五收官和第一个百年目标实现的定盘之年，年末中央经济工作会议的部署定调，强调保持定力和逆周期调节的目标结果导向，市场对于明年基建投资的规模存在乐观预期，是否真能实现低基数基础上的翻倍暂且不论，供应链压力释放之后的需求边际改善预期，对于锌价振荡下跌节奏趋缓的转变有利，投机市场看重的是突变量和增量环节的改变，锌在明年比铝的情绪转变略有利一些。

图 5：国内镀锌板产量放缓的同时，库存控制仍相对理想



数据来源: Wind

图 6：国内基建投资和房地产投资同比增幅变化对比



数据来源: Wind

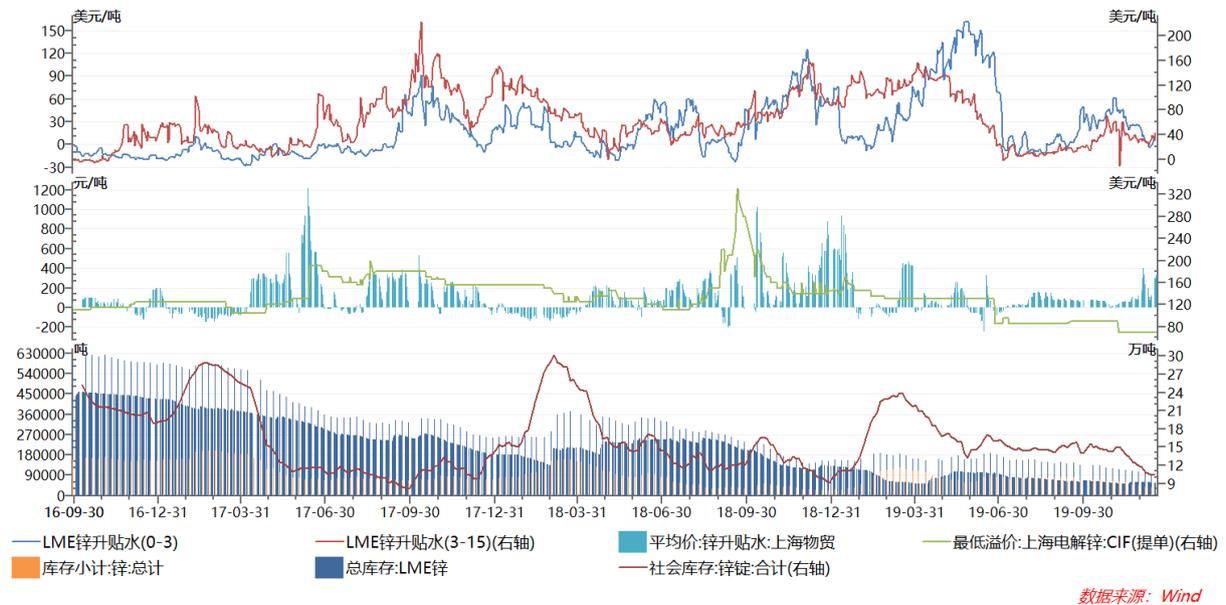
4、显性库存和隐性库存的积累变化，从产业链增量变化找驱动线索，可关注精矿库存累积

今年锌市场的水差结构顺利完成从现货挺价到期货平水结构的预期中性转变。在现货市场供应保障能力恢复，显性库存和社会库存累积又没有持续恶化的背景下，产业链骨干环节对于价差结构看跌预期的控制缓冲，资金博弈的引导比较理性。

明年的冶炼环节显性库存和社会库存的累积理由仍不充分，阶段看重的是产业链条中的精矿供应增量压力，对应锌精矿库存可能的重新累积，国内冶炼环节的骨干企业仍具有利润调节的能动优势。

考虑到明年锌市场供需平衡由紧转松的调调不易实质改变，阶段的弱平衡更倾向于预期的边际改善，叠加期货投机组合资金的锌铝配等考量，沪锌市场的水差结构曲线，可能会在现货季出现温和的正向结构指引，买保盘在现货淡季时段建立虚拟库存的做法，收益效果或会更好。

图 7：内外盘水差结构的变化和隐性库存的变化对比，年末外盘水差回软，国内降库持续



（三） 镍的传统动能继续直面来自进口的竞争压力，新动能增量题材阶段弱化

1、国内镍市场原料供应产能外移和原料外倚格局进一步明确，产业链进口竞争压力增加

据 SMM 行业统计显示，2019 年预计全球原生镍产量 249 万吨，供应增量约 19 万吨，而对应的消费增量不超过 10 万吨，导致的全球镍市场供需缺口在 2018 年基础上继续收窄，当期缺口已经收窄至 2-3 万吨。

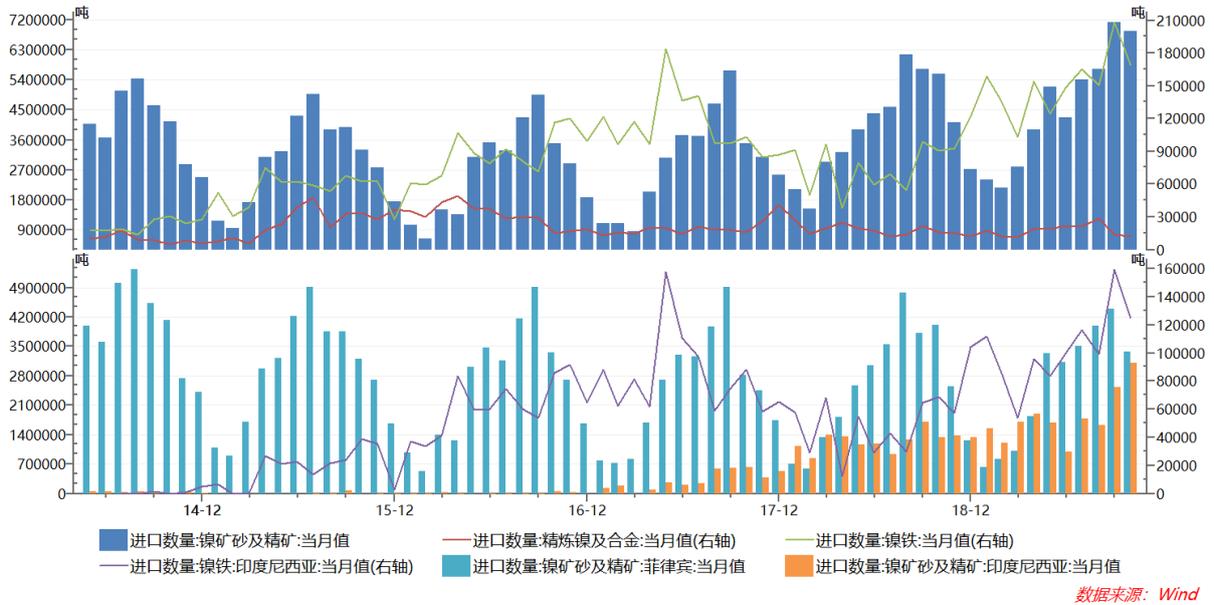
2020 年行业预估的全球镍供应量将继续增加 13 万吨，明年的全球消费增量如果保持今年水平不变，则明年全球镍市场的供需缺口将消除。

镍市场的全球供应格局主要由中国和印尼两国所主导，预计 2020 年中印尼两国合计的原生镍全球供应占比将超过 50%。随着印尼禁矿政策的落地实施，SMM 预计镍矿涨价将导致国内 NPI 生产成本超过 1300 元/镍点。

市场对于印尼禁矿导致的中国和印尼产能供应变化评估存在分歧。合理的解读是，国内因为原料进口减少将导致 NPI 产量的下降，SMM 预计的国内 NPI 产量将从今年的 58 万镍吨下降到明年的 51 万镍吨，印尼的新增 NPI 产能将成为主要的供应补充。

2020 年印尼的供应增量主要来自青山和德龙，SMM 预计印尼 NPI 产量将增长 51%，从今年的 35 万镍吨增至明年的 53 万镍吨，这样印尼产量将超过中国，两国合计的 NPI 产量仍将保持增长。由此 NPI 产能外移和原料外倚的格局将进一步确立。

图 8：原料环节印尼的禁矿政策导致国内年底前集中抢进口，关注明年印尼进口镍铁的保障能力

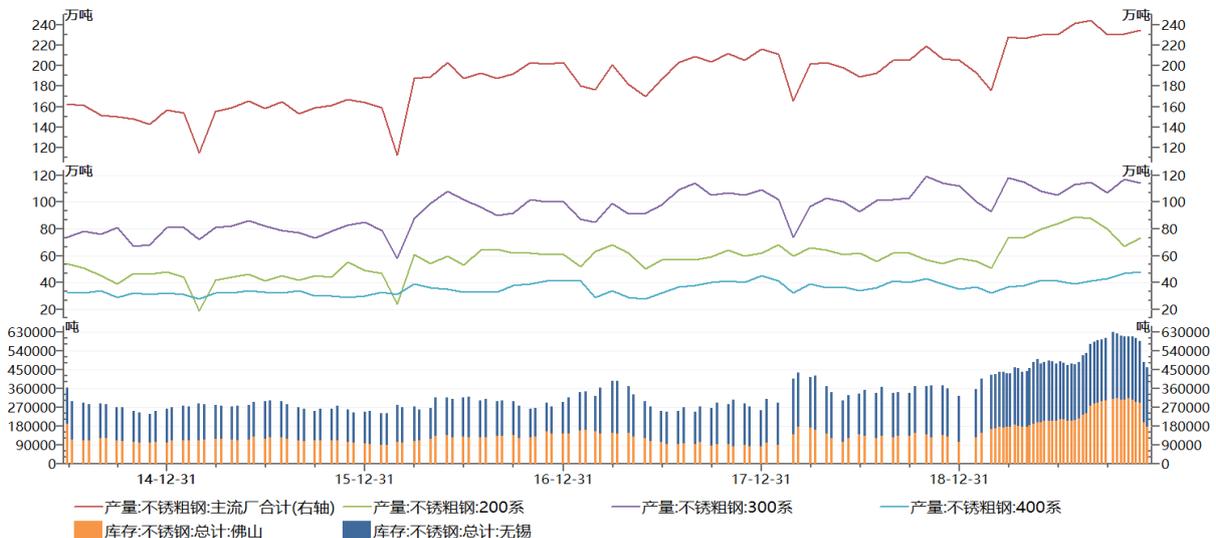


数据来源：Wind

2、镍需求受不锈钢环节产量放缓库存累积的压制，新动能增量的需求阶段放缓等待明年见底

镍市场的需求增量继续由新能源汽车的动力电池高镍化路径所推动，未来前景良好但当前的基数较低，经历了今年的新能源路径的补贴滑坡导致的行业需求放缓，明年的新动能支持先稳固基础更现实，行业普遍期待的底部确认周期落在明年下半年。

图 9：国内不锈钢产量创几年新高，社会库存在年底从高位回落，生产结构有所改善



数据来源：Wind

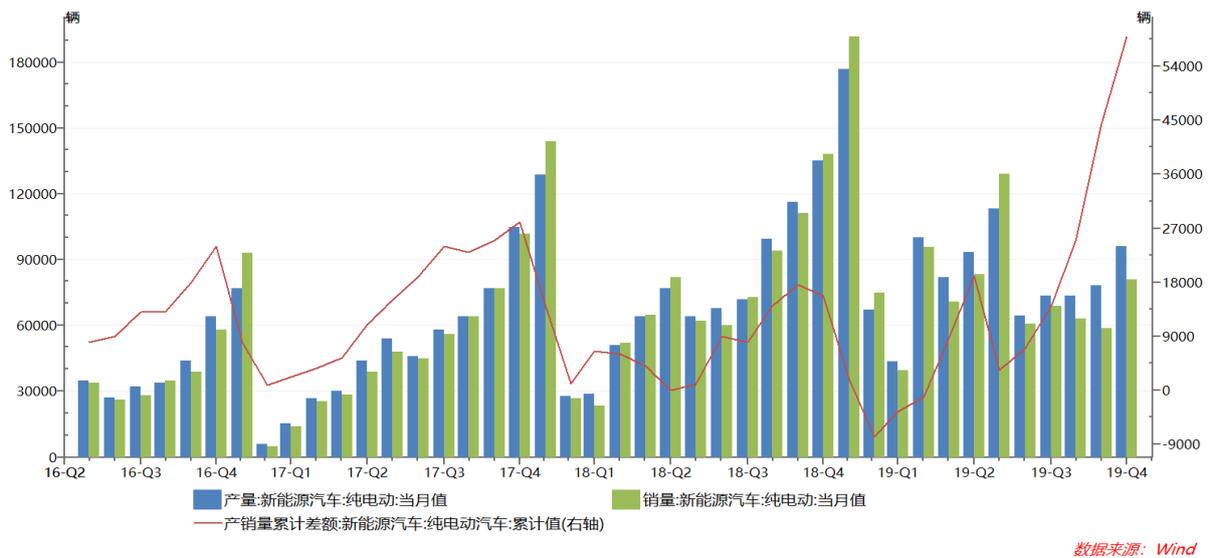
不锈钢市场的行业评估统计显示，2019 年全球不锈钢产量的增幅、中国不锈钢产量的增幅均达到 9%，高增长的增量仍主要来自中国。2020 年在国内净出口量预期持平或减少的基准下，中国不锈钢产量的增幅存在高估倾向，国内厂社不锈钢库存维持高位运行的可能性大，行业预估的库存水平在 60 万吨规模或居高不下。

SMM 的中性预期评估情景下，2020 年不锈钢产量增幅约 5.7%，需求增幅约 6%，国内不锈钢需求的重点关注领域集中在石化、环保设备和轨道交通。随着中国不锈钢人均消费量达到全球平均水平，中期将进入稳定的低速增长阶段。

行业预估统计显示，2020 年国内原生料生产的硫酸镍产量维持增长，但增速放缓，因原生料中间品增量有限，更多的增量来自于镍豆/镍粉溶解产线。2020 年国内新能源路径需求中，811 高镍电池占比进一步提升，对硫酸镍的需求量维持增长。2020 年新能源需求增长较为确定，预计国内原生镍需求增量中，约一半将来自硫酸镍。

根据中国汽车工业协会的需求展望评估，国内 2020 年汽车销量仍将小幅下滑，周期触底将延后到 2021-2022 年。新能源汽车的供需止跌回升的时间段则会领先触底，行业关注的时间点在明年下半年，满血复活的说辞可能显得夸张了，但是以欧洲德系的中期规划发展决心和国内新能源发展路径指引而言，2020 年下半年开始，镍市场可能进入五年新能源路径支持推动的新征程。

图 10: 新能源路径的压力在今年显现，新能源汽车的产量开始环比改善，但产销库存累积待消化

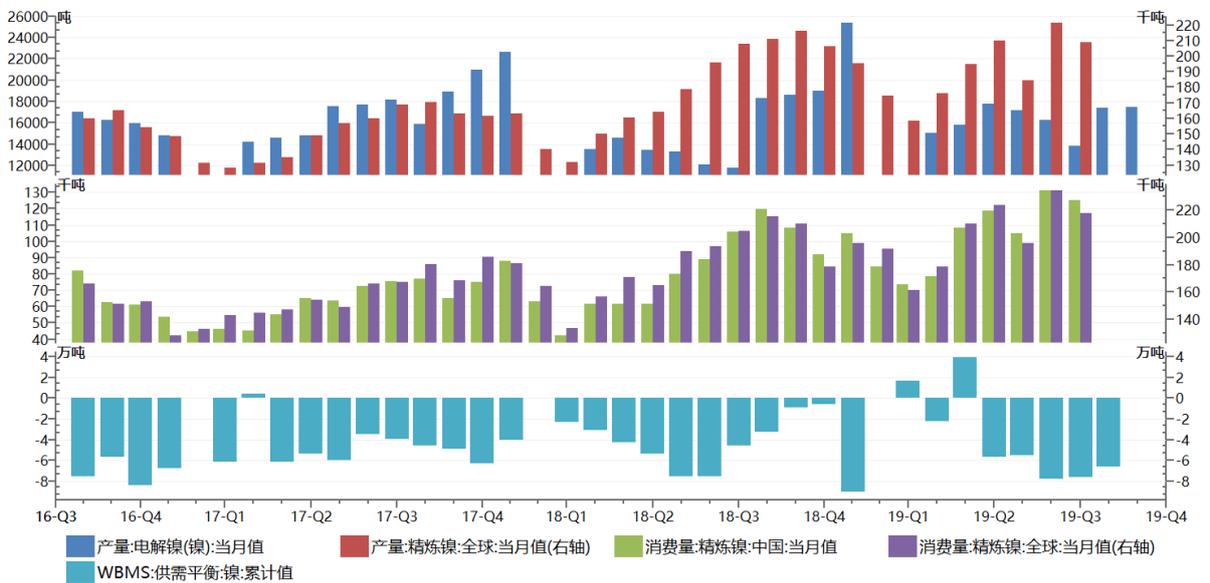


从镍市场新旧动能转换的中期题材上，明年传统动能继续压制中期反弹高点，新动能路径推动的中期低点继续温和上移，这个我们今年的主题词期待，明年仍可以维持。2019 年末 LME 年会的专家集体投票力挺，从年均价的角度，应不至于让大家再砸玻璃。

3、2020 年镍市场供需评估预计仍维持紧平衡状态

从 2016 年初镍价见底以来，近三年全球镍市场维持当期供应连续短缺的状态。目前行业机构总体持谨慎乐观预期，国际镍研究小组 INSG 在 10 月份的一个评估认为，2020 年全球镍供应缺口仍可维持在 4 万吨规模，而国内行业机构的评估则认为供应增量 13 万吨，需求增量 10-12 万吨，当期的供应缺口在今年基础上还会继续收窄。表观消费量的高估可能会在不锈钢环节，低估则可能是新能源电池环节，价格杠杆对于不锈钢企业的生产引导可继续关注，年末低点从资金博弈角度初步具备安全边际了。

图 11：表观消费量对应的精炼镍供需平衡统计，今年全球供应短缺逐步收窄，纯镍的竞争在镍铁



（三）铝冶炼利润恢复对应合规产能效益兑现，铝市场波动高点预期继续下压下移

1、铝行业结构优化的供应侧博弈从电解铝转向氧化铝，原料环节相对转宽松

在去年底的市场合规产能增产压力评估中，大家对于合规产能抢进度置换的预期看得比较重，导致铝期现价格快速下行直逼现金成本，而氧化铝价格的相对滞跌导致冶炼利润快速下滑电解铝高成本产能的减停，今年的实际电解铝产量并未增长反而温和小幅下降。市场报道的看点反而变成产量和消费量都出现三年来的首次下降。

年底行业机构的市场评估显示，2020 年铝产业链的供应增量将从中间环节的电解铝向氧化铝转变，明年将成为氧化铝产能的集中投放大年。氧化铝供应将从今年的由紧转松，到明年变为相对供应过剩。在 2019 年氧化铝新增产能 250 万吨的基础上，明年仍有约 620 万吨新产能有待释放，并且目前全国氧化铝在列的在建待建产能高达 1000 万吨。

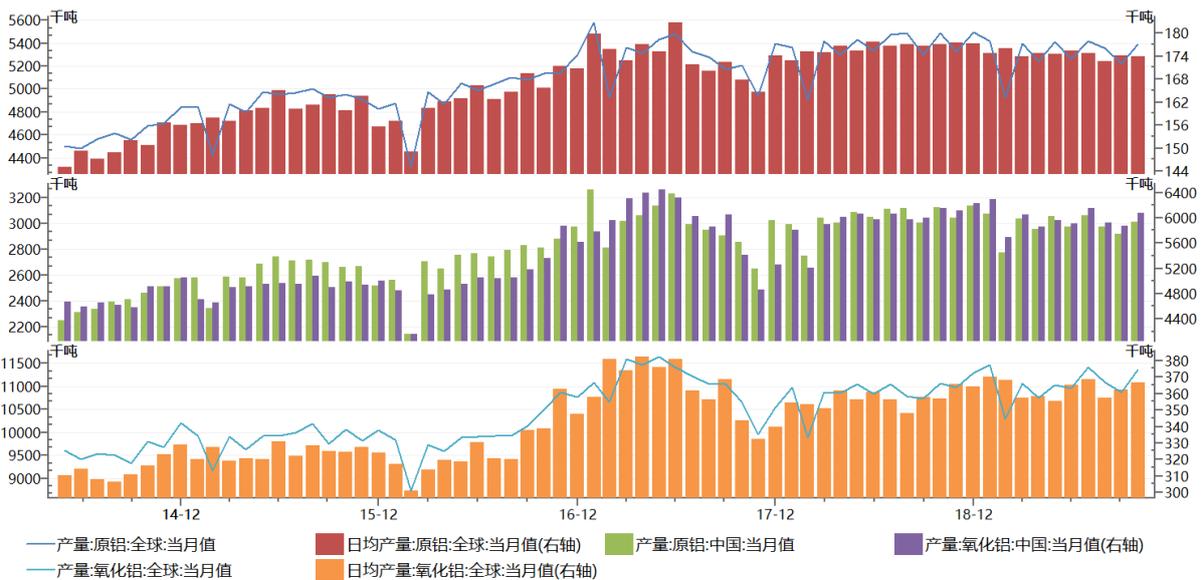
这样，铝行业供应链的结构将从两头松中间略偏紧的状态，变为上游原料环节的过剩宽松，铝的成本倒逼将继续向源头铝土矿推进。

2、电解铝行业新增产能和复产合规产能仍保持压力，利润回升导致的效益兑现压力提升

上海金属网、百川盈孚的行业调研评估显示，截止 11 月底电解铝行业的完税完全成本加权平均值在 13085 元/吨，国内氧化铝的完税完全成本加权平均值为 2474 元/吨，电解铝行业综合使用电价的加权平均值为 0.3092 元/千瓦时。11 月份全行业盈利幅度增加，主要是原辅料成本降低所致。

按照年底电解铝现货价格不低于 13800 元水平计算，电解铝冶炼行业利润超过 600 元/吨，这个利润水平虽然赶不上 2017 年的高水平，但也是不低的水平，特别是消费量增长相对停滞的背景下。锁冶炼利润效益兑现的角度，中期合规产能的复产压力逐步恢复，新增产能的效益兑现诉求，也会形成卖保压力的封堵压制，电解铝反弹高点空间仍可能在今年基础上继续收敛压制压低。

图 12：IAI 统计显示全球电解铝产量增长趋缓，氧化铝产量继续增长，国内年底产量渐回升



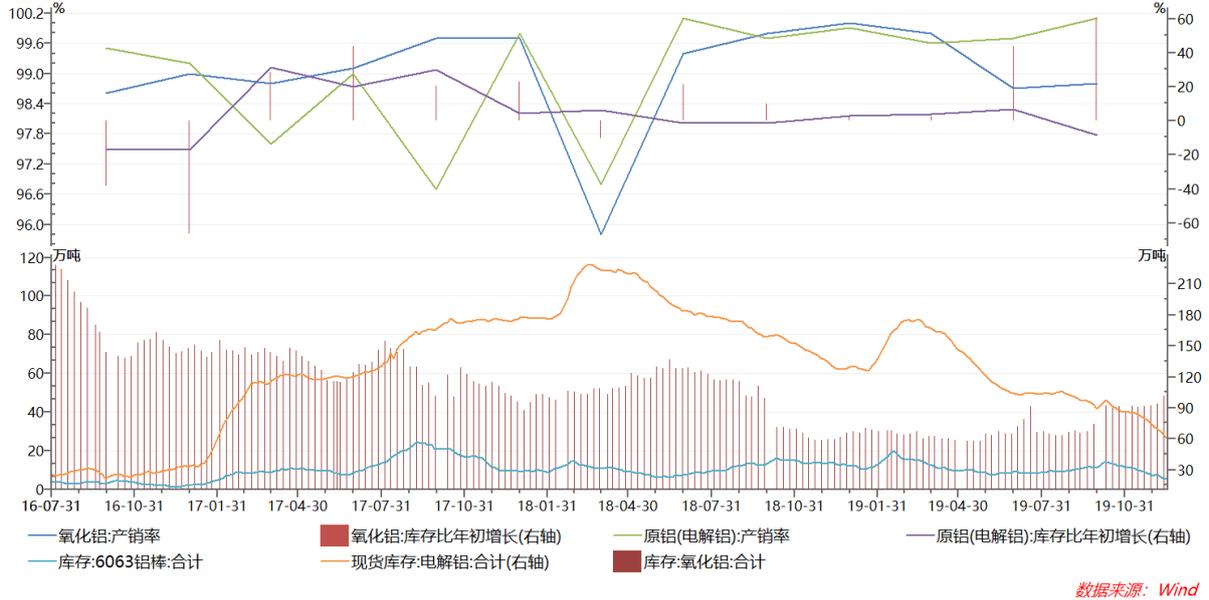
数据来源：Wind

根据 SMM 方面的统计，截止至 2019 年 10 月末，全国建成电解铝产能 4069 万吨/年，运行电解铝 3510 万吨/年，闲置产能规模 559 万吨，全行业平均开工率为 86.8%。需求方面，2019 年 1-10 月，全国电解铝累计消费增速-1.69%，累积产量增速为-2.27%，相对而言，今年产量增速下滑更快。

2019 年前 10 个月国内累积新增产能 199 万吨，新增产能投放时间延后至第四季度，全年新增规模低于 230 万吨，新增产能供应压力将在 2020 年体现。

从关注产业链供应增量环节的角度，明年电解铝市场将转为效益兑现的主题词引导旋律中，这一点，跟 2019 年的精炼锌效益兑现行行情类似。这也是我们提出关注锌铝配的一个类同比对视角。

图 13：国内电解铝库存在今年转为降库，产业链压力集中在氧化铝，其库存较年初增长 60%



3、铝阶段降库对应的是下游出口需求环节的总体放缓

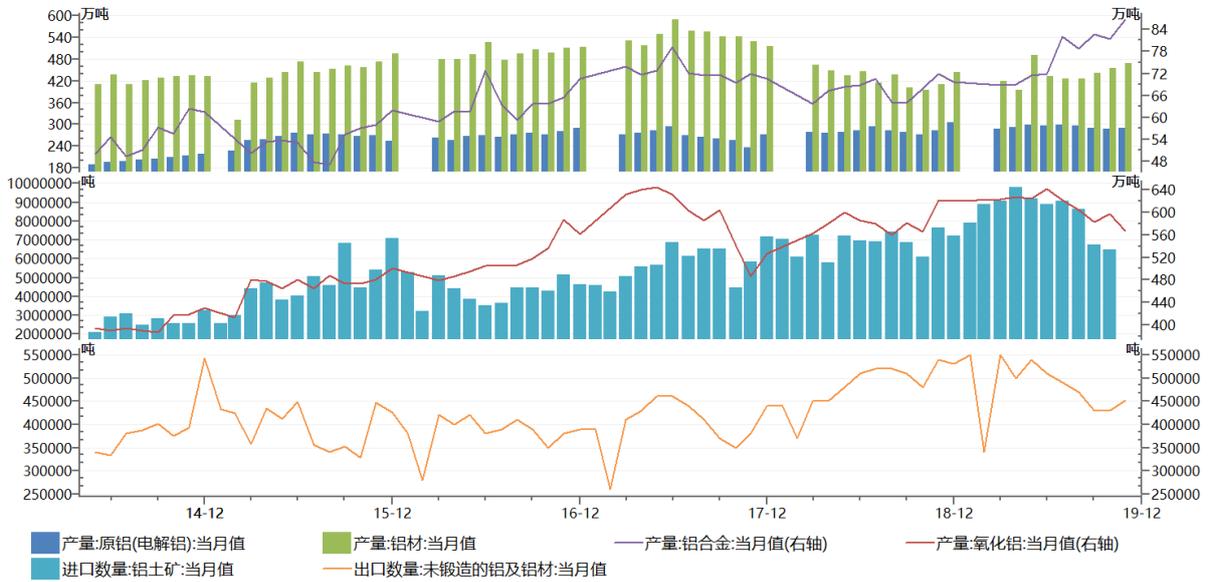
2019 年之前的全球铝供应调整格局是，西方世界的产量下降通过中国过剩产量的出口来形成相对平衡。随着贸易摩擦和出口转口的限制增加，沪伦比值处于相对高位不利于出口的约束，未锻轧铝及铝材月度出口量同比增速自 6 月开始转为负值，9 月单月出口 43.5 万吨，同比减少 14.2%，单月增速为近 34 月以来新低。行业预期在出口利润受到明显打压背景下，短期未锻轧铝及铝材复苏空间有限。

投行机构对于明年电解铝市场的供需评估定调，将转为中国和西方世界的整体供应过剩，贸易壁垒和反倾销将继续制约电解铝出口消化的能力。

以 SMM 对明年电解铝供需增速的对比来看，预计 2020 年国内电解铝产量增幅约在 2.5%，而 2020 年电解铝的消费增幅约仅为 0.3%。国内供需增量变化导致当期将转为实质过剩出现，明年的电解铝累库周期有待继续检验，而原料成本松动对应电解铝冶炼利润的恢复，将驱动铝市场效益兑现的压力主导。

下游主要需求环节的增长进入持续放缓阶段，2019 年末房地产新开工面积开始明显回落，竣工面积和销售面积的下降对应的也是房地产高周转模式的放缓。今年的房地产投资韧性在明年面临考验。电网基建投资经过近两年的放缓下降后，跌幅持续收窄，以基建为代表的投资需求恢复增长，可以部分抵消缓冲下游需求的放缓影响。明年铝下游需求总体维持低增长的平台规模预期，期待的是需求不成为主动拖累环节。去年年报的这个观点可延续不变。

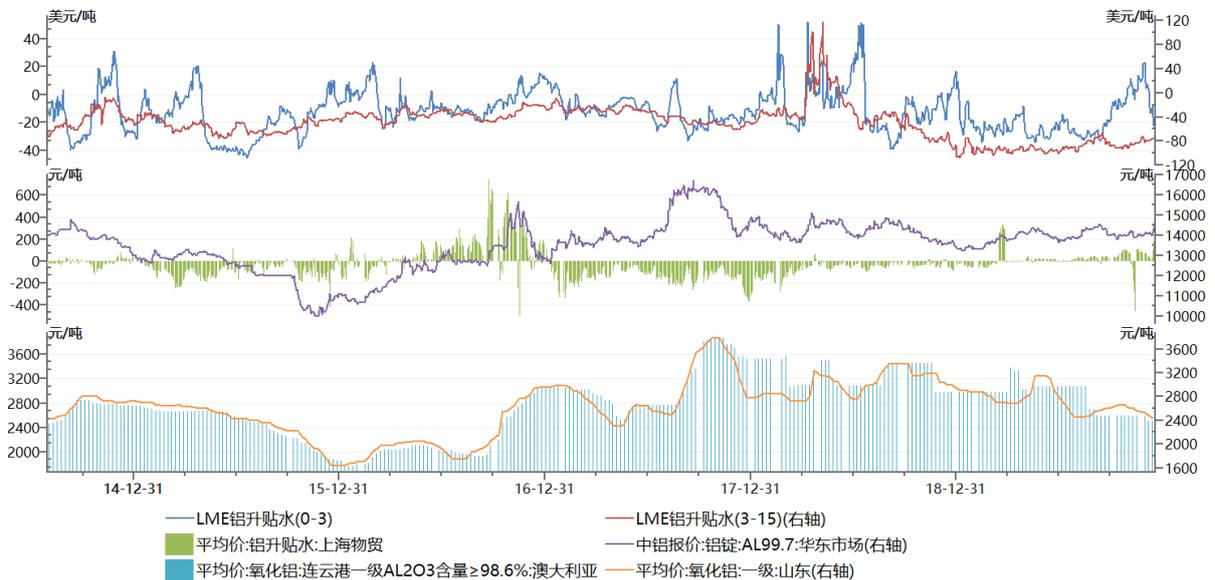
图 14：铝产业链的下游生产结构维持顺向传导，下游需求的外需放缓体现在出口环节



数据来源：Wind

4、铝的内外盘水差结构体现为现货偏松的指引，隔月水差预期已经回到投机中性状态

图 15：伦铝的水差结构在年底回弱，沪铝的正向价差套利空间基本消除了



数据来源：Wind

外盘市场在年底水差结构回弱，市场信号是现货抗跌能力并未实质提升，同时沪铝隔月水差被压缩到接近平水结构，沪铝的正向升水无风险套利空间已经基本消除，前两年的滚动套利价差压制保值在今年告一段落。年末沪铝近三月水差温和拉抬，实货保值保值盘侧重在四月期合约之后，沪铝期价横向波动的价格弹性，在产业链利润恢复效益兑现诉求提升的背景下，仍然预期受压受限。

三、 锌镍铝品种走势形态分析对比

(一) 锌的中期振荡收敛形态逐步趋缓了，明年关注下倾低点连线的支持

图 14：伦锌从 2018 年下半年以来的修复形态结构，从扩散争持转向下降收敛，2140 美元看支持



资料来源：文华财经，倍特期货

图 15：沪锌今年的调整形态比外盘释放的更舒缓，17500-2 万是明年振荡主区间，两头堵模式？



资料来源：文华财经，倍特期货

(二) 镍的资金博弈弹性大起大落，新动能的底部支撑等待明年下半年再明确

图 16: 伦镍中期振荡结构已转为振荡上移，年底的低点存在安全边际，不指望再回 12000 美元了



资料来源：文华财经，倍特期货

图 17: 沪镍的重心区间上翻对应中期低点依次上移，买保依托 10 万一线埋伏，12 万压力还待消化



资料来源：文华财经，倍特期货

（三）铝合规产能效益兑现的约束难破，沪铝区间高点维持卖保压制

图 18：沪铝区间反弹高点压制继续关注 14500 一线，区间振荡形态也在收敛趋缓



资料来源：文华财经，倍特期货

四、结论与操作建议

锌镍铝品种的供需平衡压力明年存在边际改善的预期，投资机构对明年反向博弈的兴趣开始增加，建议多关注产业链增量环节的变化解读。镍的新动能增量路径阶段放缓后明年下半年关注底部支撑的再明确，铝的原料松动冶炼效益提升兑现预期会继续压制区间反弹高点，锌市场矿企利润空间将决定振荡下行空间的约束。明年金融线索的外围传整体维持修复改善指引。

操作建议：

锌 17000 一线不跟空 2 万反压卖保，现货淡季买保以虚拟库存方式低买搏水差提升或更好；
 镍中期区间底部支持上移 10 万一线做买保，12 万之上的反压等待黑链环节的压力消化；
 铝的冶炼环节效益兑现或步锌今年的后尘，14500-14700 卖保继续，13500 之下卖保减平。
 用简单通俗的思路语言来小结，春节前砂锌，春节后打铝，下半年捞镍。

❏ 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经倍特期货研发中心授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，均可能承担法律责任。

欢迎扫描二维码



倍特期货有限公司

总部地址：	成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线：	400-8844-998
传真号码：	028-86269093
邮政编码：	610041
官方网址：	www.btqh.com