

2020 年报 · 锌镍铝

关注新动能增量环节的推动

倍特期货 · 研究发展中心

2020 年 12 月 25 日

简述：2020年锌镍铝品种的预期差主要在供应压力环节的收缩。2021年欧美疫情后恢复对应外围供需环节的双修复改善，资金博弈的宏观氛围支持恐在二季度后有变数。开启新征程，走向新发展，有色系列品种的资金吸引力更加集中在新动能增量的摸排。

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》
- 《2019年锌镍铝品种年报》

分析师：魏宏杰

从业资格号：

F0209358

投资咨询证号：

Z0000599

联系电话：028-86269250

要点：

- ◆ 锌冶炼利润的大起大落，对应矿端的供应疑虑再起，锌供应周期的悬念提升，明年全球锌市场的振荡模式变数恐在二季度后
- ◆ 尽管2021年是印尼产能投放竞争大年，目前行业机构对明年镍市场表观平衡预测总体仍持谨慎乐观预期
- ◆ 明年沿边合规产能投放后，国内合规电解铝产能供应增量接近天花板，明年仍有增量的沿边资源保障型骨干企业将进入效益集中释放期，这是铝股配的合理推演依据
- ◆ 交易时点拿捏上，提醒注意三个品种明年季末月的保值。3月底适量买保原料，6月又重在卖保

观点和操作策略：镍的新动能增量路径继续夯实底部支撑，铝的超高冶炼利润带来锁利润配铝股的组合机会，锌宽区间振荡修复更倾向于两头高中间低的演化。锌春节前可先锁高价保值，三季度后再找振荡支持。镍中期区间底部支持上移115000一线做买保。铝14500一线振荡平衡位转为支持。

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) 2020 年锌镍铝表现关键词：年初挖坑、正套挤水、翘尾强势

2020 年注定是极不平凡的一年。活久见的挖坑行情、活久见的负值争议、活久见的年末强势各种挤，金融资金再次赶走了各种野生动物。我们对锌的线索摸排一直纠结，关注了供应增量变化和矿端支持检验，砂锌没吃大亏。镍的年内振荡节奏多变，但中期振荡结构趋向上移延续，下半年抓新动能需求底部策略得手，勉强合格。基本看走眼的是铝，看过剩看卖保看压力，都被一一看错。

图 1、沪铝的挤水强势超乎预期，沪锌的供应侧驱动强于预期，沪镍中期上行推动重心上移



资料来源：文华财经，倍特期货

锌镍铝三个品种的挖坑形态低点领先于原油外盘，供应链储存消化转移能力再次凸显了金属品种可融资交易的金融属性载体优势。年末热卷创新高，沪铝接近 17 年中期高点，供需双击也不好解释，我们注意到行业人士对于沪铝的超高冶炼利润持续能力维持争议，锁利润配铝股，思路吸引人。

三个品种的期现水差结构都出现了趋强的改善，包括沪镍也在年底出现近端转平水。水差曲线的转变，在本轮供应周期的尾声末段开始出现，是供应侧驱动向需求侧驱动转变的早期信号。

三个品种中期形态对比看，最吸引人的是沪镍，中期低点支持线一直在缓慢抬高，今年的节奏多变且咬人特点并未吓退关注者，明年再战的邀约不断。沪铝和沪锌都面临供应侧改革以来中期高点反压的制约，供应增量的压力在明年还还偏向卖保诱导，特别是沪铝的成本端抬升不易的情况下。

量仓匹配方面，黑链好于沪镍，沪镍好于沪铝、沪铝好于沪锌，年末的资金组合参与更偏向镍了。

二、 锌镍铝市场主要影响因素分析

（一） 2020 年末国内基本金属产量调研预估的对比定调

目前国内行业信息机构中，上海有色网 SMM 的最新月度产量预估初值发布时间在 8-10 日，产能覆盖率包含了国内骨干企业合规产能的 90-100% 比重（其中氧化铝、电解铝 100%，精炼锌 90%，电解镍 99%），因此我们在年底年报中将其作为国内三品种供应侧总量动态变化的小结参考。

根据 SMM 最新发布的国内基本金属产量数据的调研预估统计，截止 11 月累计的 2020 年度产量同比增幅变化是：

铝链的氧化铝累计同比-2.4%而电解铝累计增长 4.5%，原料端受制于进口冲击和产能投放压制；锌链的精炼锌产量累计同比增长 4.57%，锌精矿加工费下调炼厂利润收缩年末存在小幅减产；镍链的电解镍、硫酸镍、镍生铁累计同比增长 9.13%、0.17%、-11.5%，新旧动能的差异明显。

对 12 月份国内基本金属产量预估，环比增长的主要是铜铝锡，冶金级氧化铝产量从 579.8 万吨增至 581 万吨，电解铝产量从 316.3 万吨增至 327 万吨；环比减量看，精炼锌产量从 56.23 万吨减至 54.81 万吨，电解镍从 1.37 万吨减至 1.32 万吨，硫酸镍预估产量基本持平，但镍生铁从 4.27 万吨继续下滑至 3.98 万吨，高镍铁降幅更明显，预估降幅 9.3%。

综合评估的调研初值显示，SMM 预估测算 2020 年国内电解铝产量增至约 3710 万吨，运行产能达到 3879 万吨/年，建成产能达到 4275 万吨/年。电解铝行业吨铝平均利润超过 2000 元/吨，2020 年供需双同步增长又伴随冶炼环节的效益持续创纪录的改善，这是今年各方看走眼的主要背景。

SMM 预估精炼锌 2020 年全年产量约达到 610 万吨，冶炼利润的大起大落，对应矿端的供应疑虑再起，锌供应周期的悬念提升，明年全球锌市场的振荡模式变数恐在二季度后。

SMM 预估 2020 年国内镍生铁产量将下降到 51.5 万吨，硫酸镍产量约 14.2 万吨，电解镍产量约 16.7 万吨，2020 年正式奠定了镍产业链新旧动能此起彼伏大格局，镍的新动能增量开启新征程。

（二） 锌的供应周期进入增量尾声末段，矿端低增长对应需求弹性降低

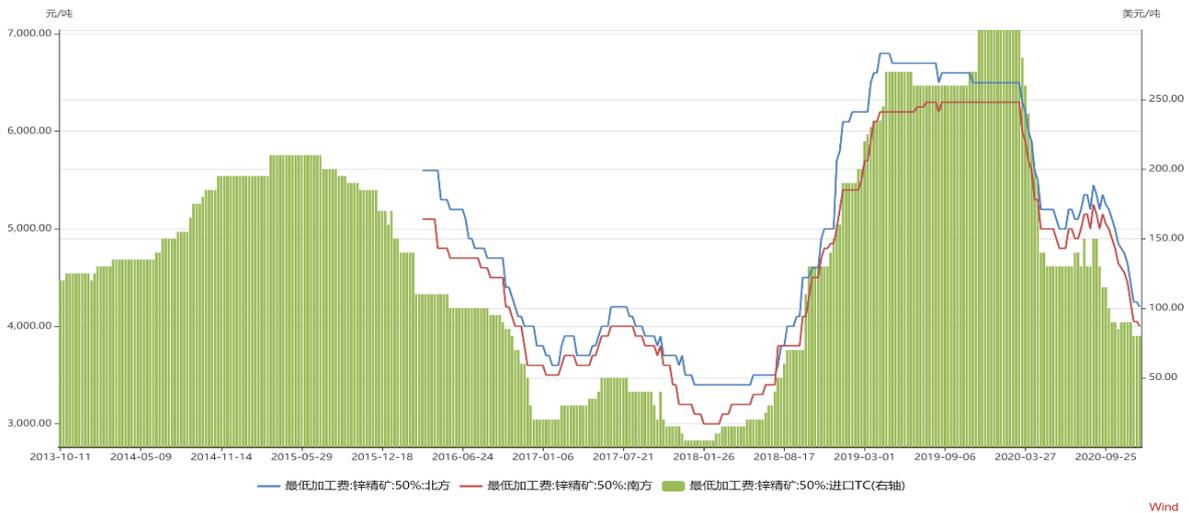
1、明年锌精矿供应增量预期恢复增长，但增幅受限

疫情对于欧美需求冲击的同时，对于锌精矿供应环节的冲击也同样明显。今年锌市场投资者年初关注的外矿供应增量预期很快被打破，进口矿 TC 的大幅下滑体现了秘鲁、墨西哥等主要锌精矿供应环节的冲击影响，年初的 300 美元/吨 TC 定价基准到年末已经下降到只有 90 美元/吨，回到了几年内的最低水平。TC 基准价的大幅下滑，再次将锌市场的关注焦点拉回到矿端供应疑虑的支持上。

以 Nexa Resources 为代表的锌精矿生产商评估认为，尽管 2021 年会出现供应环节的恢复，但全球范围内产量缩减、品位下降和项目关停或延期仍在发生，预计 2021 年全球矿山生产水平与 2019 年相比不会有大幅增长，Nexa 对 2021 年供应情况仍持谨慎立场。

更为关键的供应环节话题是，市场上的优质精矿供应越来越少，未来两年 TC 维持在 200 美元/吨情况下，冶炼厂利润将受到挤压，Nexa 预期全球精炼产量将只能期待一个非常保守的恢复，2021-2025 年的产量增幅将只有 1.6% 左右，这将不足以维持市场平衡。而在 2025 年之后，全球将不会看到任何重大项目的出现，这将从中期预期角度对锌价的宽幅振荡形成支撑作用。

图 2：锌精矿加工费今年的过山车是大意外，年底仍未止跌，矿端供应收缩的话题引发关注



资料来源：Wind 金融终端

2、锌精炼环节的双循环保障有利，年内产量释放新高后关注矿端和下游需求变化

2020 年国内锌精矿的进口增量，弥补了国内锌精矿的减量。在锌价重回高位和冶炼利润恢复后，国内精炼锌产量接近 610 万吨，再创历史新高。目前市场的基准预期是，2021 年在海外需求恢复后精炼锌产量还会有对应增长，但未来两年国内精锌产量同比增幅将逐步降低到 2% 以下。

国际铅锌研究组 ILZSG 的评估预测认为，2020 年全球锌需求下降 5.3%，对应 2021 年全球锌需求恢复增长 4.2%，其中中国需求预计增长 2%，这也意味着明年全球需求仍不能完全恢复到疫情前水平。

国际铅锌组认为，中国的锌精矿供应在 2021 年仍然不会实现补偿增长，所以还将继续依赖中国以外的精矿供应补充保障。预期 2021 年中国以外的精矿供应增长将达到 9.5%，对应 2020 年锌精矿供应下降 5.8% 的降幅，合计可实现 3% 左右的补偿后增长。

国际铅锌组对于全球精锌的供应变化测算为，2020 年全球精锌供应增长约 0.9%，预计 2021 年可实现 2.9%的增幅，对应中国的精锌供应变化分别是，2020 年增长 1.6%，2021 年增长 1.8%。综合起来看，无论是矿端还是精锌供应，弹性都在中国以外的地区。

从国际铅锌组的短期供需平衡预估来看，明年实物需求阶段过剩，但过剩幅度将低于今年。

图 3：全球精矿供应增长放缓，国内精炼锌产量再创新高，阶段供需统计名义温和过剩



资料来源：WIND 金融终端，下同，专门标注的除外

3、国内机构对疫情冲击影响的评估及锌市场中中期供需平衡的展望数据分享

今年安泰科主办的国际铅锌周，围绕疫情冲击影响的讨论和锌市场中中期供需平衡的变化预估，有两个主旨发言。五矿有色方面主要针对原料供应的影响，以及未来三年的供需分析进行讨论，安泰科团队则聚焦新格局下的中国锌市场锌产业定位来研判中期供需平衡的变化。

五矿有色讨论的两个远超预期，全球锌矿供应增速今年下调幅度达到 10%，在铜锌铅镍四个品种中供应冲击最明显，预估今年的海外矿山减产导致的锌矿供应损失量约占 2019 年全球产量的 4%。锌精矿 TC 的断崖式下跌和年内锌价较低点的涨幅弹性，则是远超预期的价格表现形式。

五矿有色方面初步估算，2020 年全球精矿供需平衡将只过剩 2 万吨，2018-2019 年持续两年的累库过程又被终止了。展望 2021-2022 年，预计未来两年海外精矿的供应增量约为 110 万吨，其中 37%左右为产能恢复。目前海外各机构预测的 2021 年锌价重心会有所抬升，平均预估的年均价为 2305 美元，而经测算的全球精矿供应 75%分位的成本线则在 1800 美元水平，盈利改善明显。

由于南美地区采矿业对于经济活动的意义重大，合理预期是明年疫情冲击缓和后恢复供应是主基调。未来两年精矿需求的增长点仍然在中国，精矿的产能利用率数据上中国接近 80%而除中国外

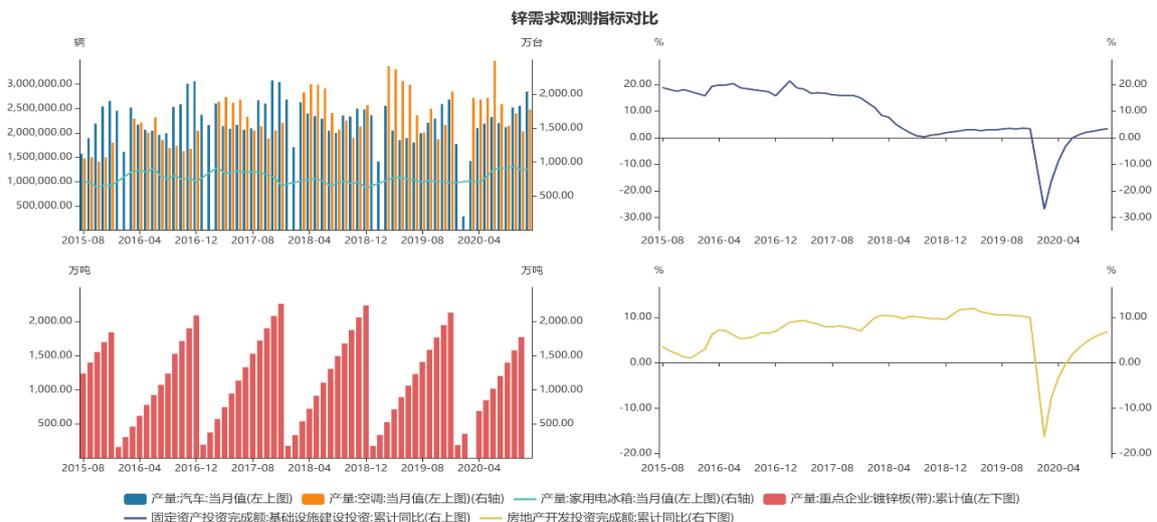
的产能利用率提升空间很有限。五矿有色预期 2021 年全球锌精矿供需平衡转为过剩，过剩的规模则仅为 30 万吨左右。

安泰科团队的评估提示，中国锌精矿需求已经占全球的 44%，精炼锌消费量占全球的 48%，再生锌产量则已经占到 54%。国内锌冶炼产能扩张速度将在 2022 年之后进入快速放缓阶段。国内锌冶炼骨干企业的平均直接生产成本为 4860 元，头部低成本企业仍有扩张意愿，且侧重铜铅锌协同提升产能。

中期来看，安泰科团队认为海外锌精矿权益产能是国内原料供应的有益补充，该权益产能目前测算为 75 万吨年，关注中亚供应增量的保障。锌精矿外矿供应的主要来源方，涉澳是一个题材点，关注地缘题材波动中，这方面要引起重视。疫情冲击对于全球供应周期的影响判断是，增产周期拉长，增产的幅度缩小，但未来三年还将处于供应周期中。综合评估，2021 年是海外矿山新增及复产的高峰，时间集中在后半段。

安泰科团队的中期展望评估认为，全球锌精矿的供应累库在 2022 年之后将再次形势扭转，中国市场将从 2022 年率先重回平衡并转为持续后三年的供应短缺。总体来看，2021 年的过剩量峰值约 30 万吨，而其后的锌精矿供应短缺峰值也限于这个规模内，可以认为锌市场原料的再平衡是一个缓峰值的调整转变过程。包括中国在内的全球锌消费进入换挡期，中国锌消费需求占比已经相对稳定，今年国内锌消费的韧性主要受到基建的影响，数据对比显示国内基建投资增幅和锌表观消费增幅呈波动相关性。安泰科团队提示关注未来两年全球通胀交易氛围和宏观宽松支持下的价格波动向上弹性，保守预估 2021 年锌均价预期为 18800 元水平。

图 4：国内锌需求的韧性还是靠基建和地产投资链条后端支持



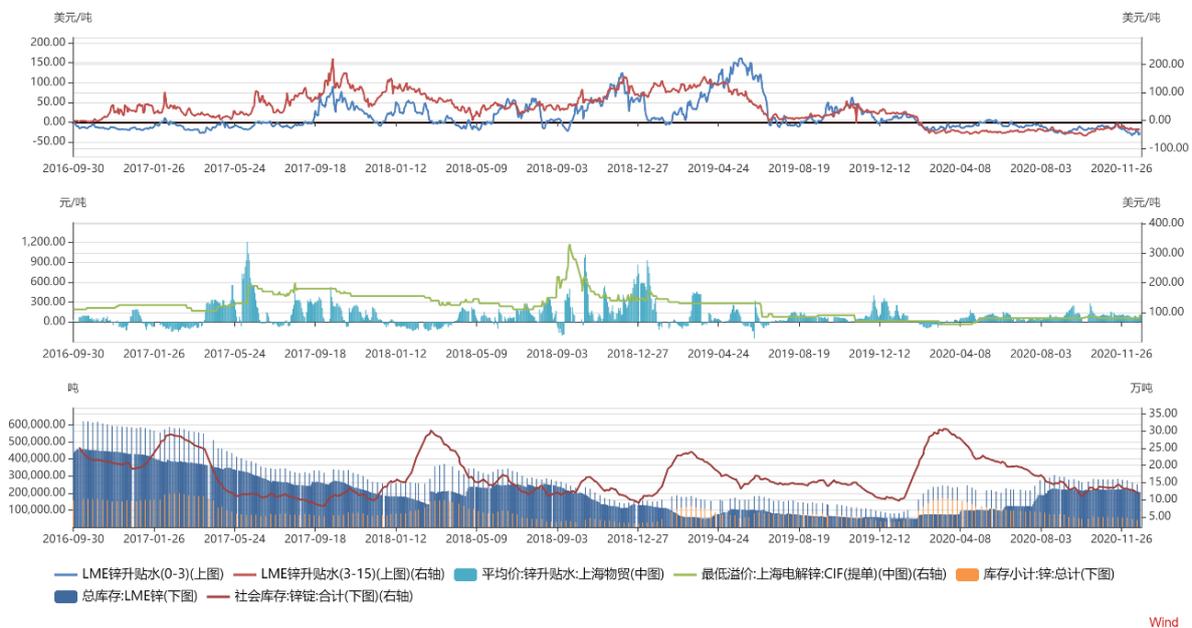
4、除了继续关注精矿库存累积能力，精锌显性和隐性库存的变化，也可以留意 3 月见高效应

今年锌市场的水差结构扰动变化看似较前两年小了。很多分析者都提到了今年供应链隐形库存可以被宽松环境下融资锁定消化，上游价格回到中下游环节认为比较诱人的水平，也利于下游库存建立的消化，这是和之前的金融危机下的价格表现，比较实质的区别。

随着年末价格再次走高，我们也看到了外盘市场的期现水差结构的相对回软，部分体现了明年外矿供应恢复和供应改善边际变化的预期，供应周期还差个尾巴，今年锌价区间回稳，明年前高后低或者两头高中间低的预期下，对应区间振荡宽幅振荡还是主旋律。跟今年类似，明年国内冶炼环节的骨干企业仍具有利润调节的能动优势。

国内隐显性库存的消化持续到年末，季节因素对比上，从下图可以明显看到近几年年初一季度有惯常的隐性库存积累过程。3月初通常会形成隐性库存的见高回落，年前利用高价锁保值无妨。

图 5：内外盘水差结构的年末变化有差异，外盘水差回软国内升水平稳，国内下半年持续降库



（三） 镍的传统动能继续直面来自进口的竞争压力，新动能增量是投机弹性吸引

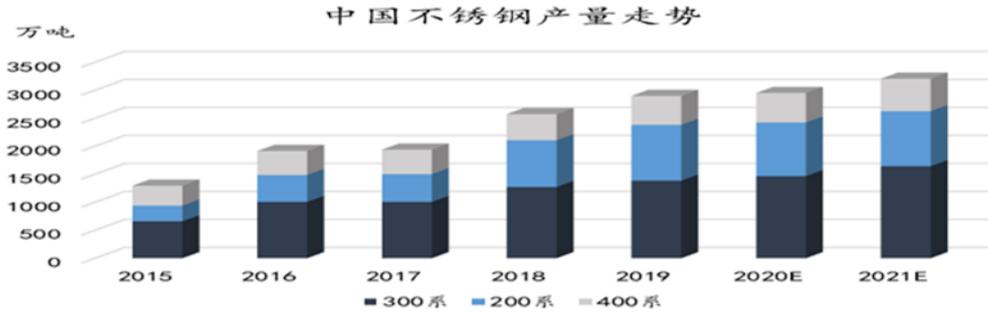
1、国内镍市场原料供应保障从镍矿向镍铁转变，产业链进口竞争压力主要看印尼

2020 年行业预估印尼镍铁产量将增至 57 万吨，而国内镍铁产量将预计下降至不到 52 万吨，并且行业普遍研判认为，2021 年国内镍铁产量在镍矿受限、镍铁进口竞争压力倒逼下，产量下降的挤压空间将逼向 40 万吨+左右的水平。这样，印尼将稳固的成为全球镍铁供应的主导方。

去年印尼禁矿政策的落地实施后，SMM 的评估认为镍矿涨价将导致国内 NPI 生产成本超过 1300 元/镍点。市场竞争的格局变化下，印尼镍铁成本低至 700 元/镍点的竞争力强大，国内镍铁产能高成本供应将退出市场，镍铁产能向印尼转移的趋势稳固，国内不锈钢原料进口将进一步转向镍铁保障。

2021 年印尼的镍铁产能投放还是大年，增量的主要来源还是来自青山和德龙。行业机构的统计预计，在 2020 年约 24 万吨镍铁产能增量的基础上，2021 年印尼的拟投放镍铁产能将增加 51 万吨，预计 2021 年印尼镍铁实际产量折算金属量将达到 90 万吨+水平。

图 6：不锈钢产量仍维持增长，300 系的镍需求支持在明年预期平稳有利



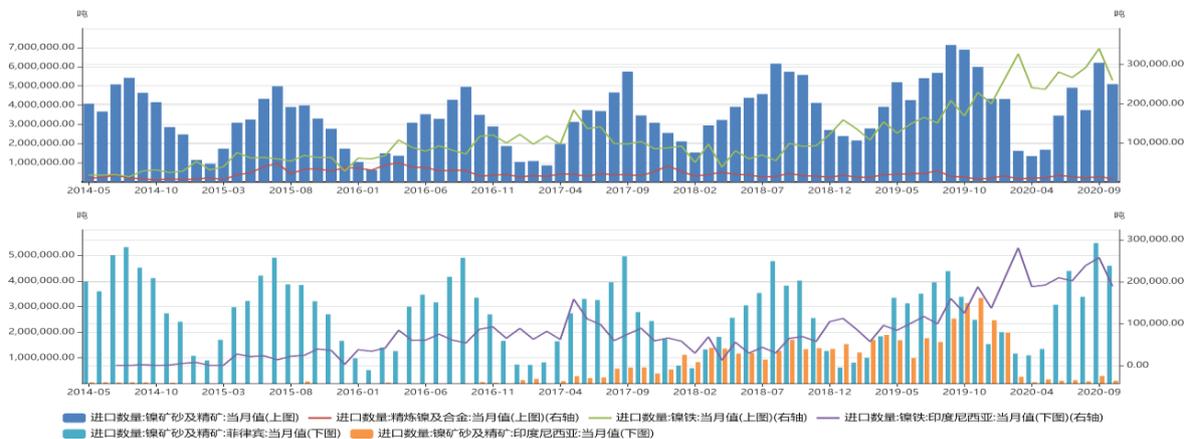
资料来源：Mysteel

镍市场传统动能的评估除了看原料竞争，各方在定调测评中也坚持不锈钢环节需求为主导的判断。根据我的钢铁网对明年不锈钢市场展望分析，2021 年是迎来充分竞争的新元年。预计 2021 年中国不锈钢粗钢产量将达到 3205 万吨，同比增长 8%。其中 200 系产量为 981 万吨，同比增加 3%；300 系产量为 1643 万吨，同比增加 12%；400 系产量为 581 万吨，同比增加 10%。预计 2021 年印尼不锈钢粗钢产量将达到 376 万吨，同比增长 36.8%。一方面下游需求将面临印尼上中游一体化的成本竞争，另一方面 300 系不锈钢需求增量的平稳支持，也得以在竞争博弈中保持。

竞争最终会导致 300 系不锈钢价格趋向印尼不锈钢成本，不锈钢价格下跌后，或将带来对铜铝镀锌等材料产生替代，促进终端企业消费扩大。这也是传统动能环节压力变动力的祸福相依体现。

根据投行测算，以 300 系不锈钢平均镍含量 7.5% 来推，2021 年国内不锈钢增量对应镍需求增量约 15 万吨。

图 7：印尼进口镍铁的保障能力缓解了镍矿减量的冲击，进口结构转变趋向以增量换价稳的支撑



2、镍新动能需求增量的技术路径在争议中寻求更高的确定性

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。今年美股和国内股市的新能源汽车板块的人气爆棚，带动了商品市场围绕镍需求技术路径的争议，股商联动的资金对于镍的走势关注度也非常高。如果将镍纳入中期多头组合标配，需要更明确的技术路径确定性，政策方面的支持已经不需要再讨论，镍矿成本上抬支持的安全边际也普遍认可了。

从企业的选择看，竞争技术路径的磷酸铁锂主要用于注重安全性的公交车型和注重经济性的 C-车型，今年到 11 月预计国内纯电动乘用车的铁锂电池占比可达到 20%，后续技术路线竞争仍待观察，高低配双路线并存可能是现实的选择。

行业各方在争议中的阶段妥协小共识是，铁锂电池在能量密度上受限，同时高镍三元的成本下降也会增强竞争力，目前全球主流企业仍在布局高镍产线，包括特斯拉在印尼寻求的纯镍路线。所以行业信息机构普遍预测，三元向高镍化发展仍然是未来三年的主要趋势，SMM 预计中国新能源市场在 2023 年进入高镍时代，全球将在 2021 年完成高镍导向目标。

高镍三元目前在能量密度方面占据绝对优势，且仍有较大技术突破的可能性，因此在中高端乘用车领域很难被铁锂电池替代。据 SMM 了解今年铁锂电芯成本达到 0.3-0.4 元/Wh，高镍三元电芯成本会减少至 0.5 元/Wh。如果高镍三元可运用 CTP 技术，其成本会逐渐趋近磷酸铁锂电芯，铁锂的成本优势可能会丧失。

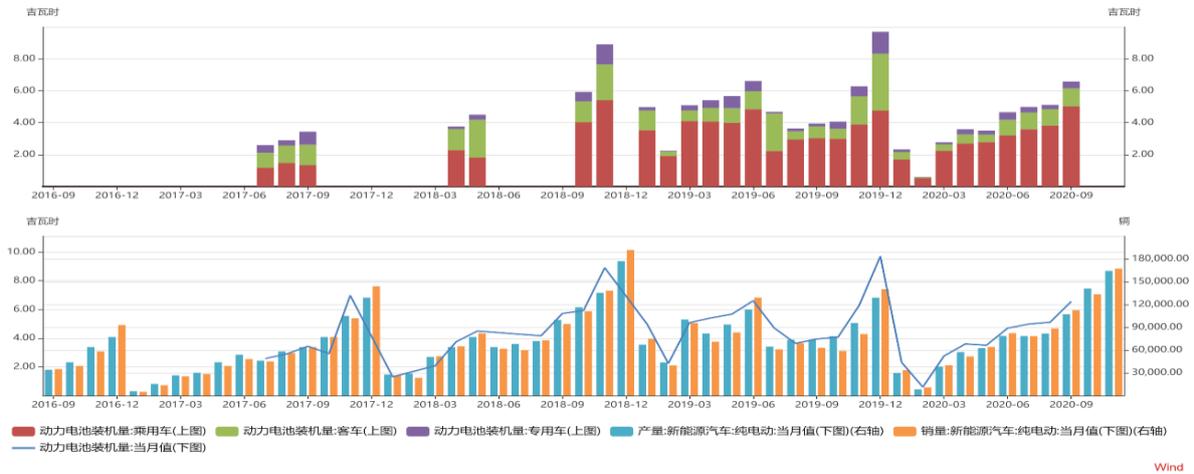
安全性和循环寿命方面则是铁锂电池的优势。其热稳定性和结构稳定型是目前所有正极材料中最高，新能源客车更偏好使用铁锂电池，其占比也达到 96%。循环寿命方面也是铁锂更胜一筹，可达到 3500 次以上，而三元电池仅有 1000-2000 次。综合起来，SMM 预计铁锂电池会逐渐占据 A0 型及 A00 型新能源乘用车市场。铁锂走量，高镍走续航。

SMM 方面的评估认为，2020 年新能源动力电池占比中，三元电池占比约 64%，铁锂电池占比约 35%；2021 年预计乘用车的增幅仍远高于商用车，加上 PHEV 乘用车仅使用三元电池，总装机量中铁锂占比或较 2020 小幅减少。21 年 2、3 季度需求端或将开始明显增量。特斯拉、奔驰等海外新能源车企增量将以高镍为主，预计 2021 年硫酸镍需求将重新趋紧，硫酸镍价格也将稳中走强。

在明确技术路径确定性相对可控的基础上，对关注新能源发展投资机会的投资者而言，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。

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，新动能路径继续推动的中期低点继续温和上移，这个我们从去年延续到今年的主题词期待，明年仍可以维持。

图 8：新能源路径的政策导向得到广泛认可，新能源汽车的产销量同环比持续改善



3、2021 年镍市场供需评估预测明年供应过剩将在今年基础上收窄

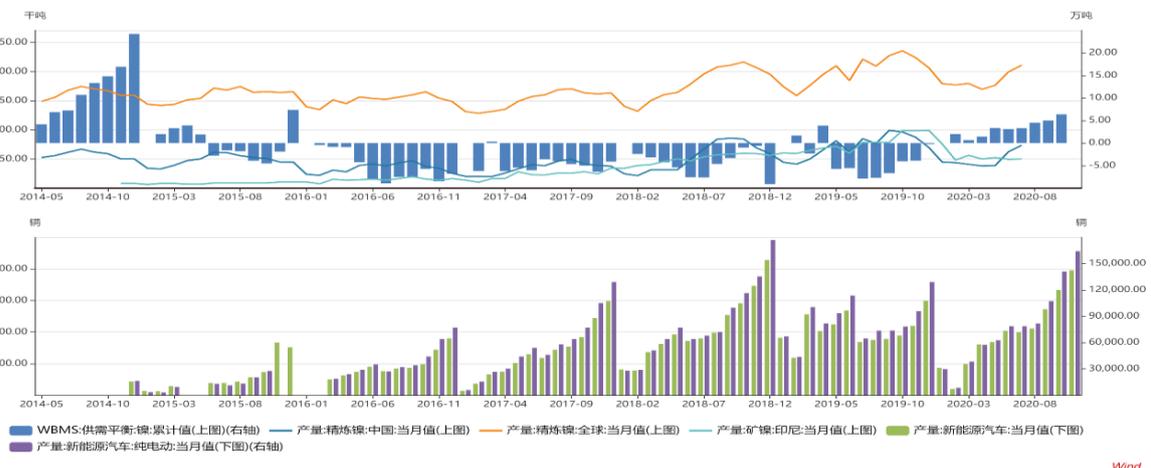
尽管 2021 年是印尼产能投放竞争的大年，目前行业机构对明年镍市场表现平衡预测总体仍持谨慎乐观预期。国际镍研究小组 INSG 在 10 月份的最新评估认为，2021 年全球镍市场供应过剩约 6.8 万吨规模，相比今年的表现供应过剩量预测值 11.7 万吨，总的平衡压力是改善的。全球经济恢复和新兴市场需求的提质改善，从宏观氛围角度是匹配有利的。

安泰科团队的测算认为，2021 年全球镍需求增量将有 20 万吨，而供应增量仅 15 万吨，供应剩余将减小 5 万吨左右。国内原生镍需求平稳供应减量，表现供应缺口将扩大到 64 万吨。

投行机构的评估相对更乐观，认为明后两年全球镍供需平衡的缺口分别为 3.6 万吨和 6.6 万吨，全球供需形势整体将趋向紧平衡，从投机机会景气度角度，2022 年可能会更好。

跟去年的提示一样，我们认为各方机构对表现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，今年下半年低点从资金博弈角度初步具备安全边际。

图 9：表观的精炼镍供需平衡统计，今年全球供应转为阶段过剩，市场人气更看重新动能增量



（三）铝冶炼利润高水平下的供需再平衡，锁利润配铝股

1、铝原料环节低成本产能继续扩产，氧化铝成本的支撑初步明确

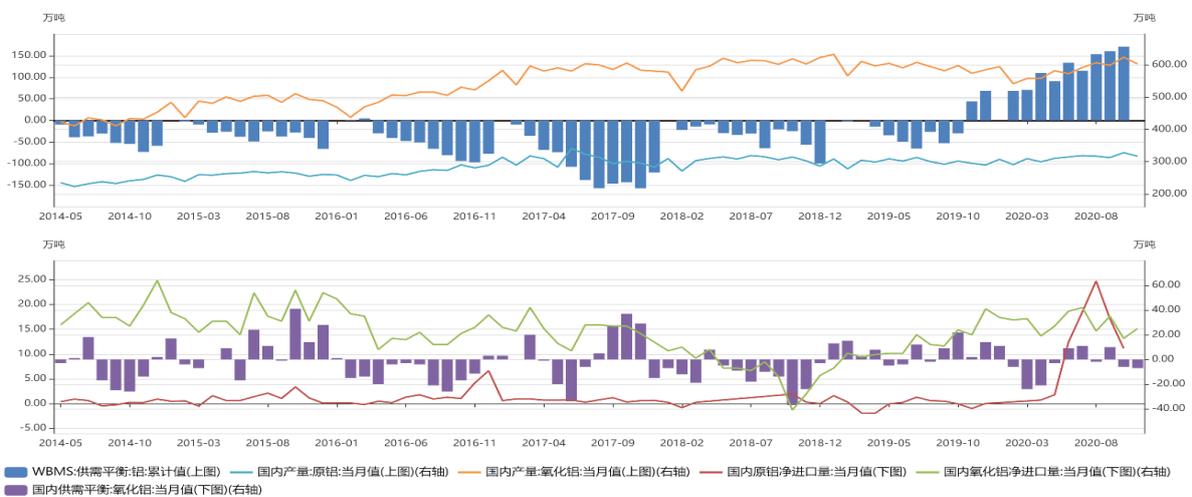
市场预期的一边倒容易成为反向博弈的出发点。我们基于铝冶炼利润引导新增产能释放效益兑现的保值压力，今年并未成为现实。需求超预期的解读仍然存在广泛争议，而超高冶炼利润如果持续，则锁利润配铝股就成为相对吸引人的思路。

目前根据行业机构的原料环节产能变化评估显示，2020-2022 年国内氧化铝新增产能将达到 1500 万吨，这一轮扩产周期的增产产能投放区域，主要集中在国内的低成本产能区域，以广西、贵州等铝土矿资源丰富的区域为主。今年氧化铝价格并未跟随电解铝价格回升，与上下游供应竞争差异的格局有关。低价进口资源与国内低成本扩产资源形成了成本倒逼的压迫，2021 年这样的上游竞争格局，面临全球外围宏观氛围趋好改善的背景烘托，有助于夯实和明确氧化铝环节的成本支持预期。

以 11 月份的氧化铝行业完全成本来测算，国内 11 月平均成本为 2270 元/吨。氧化铝行业的加权平均盈利降至 28 元吨水平，产能盈利分位已经降至 60%产能成本分位内，通常在产业链上游的该分位成本区域，倒逼上游的利益博弈有望逐步进入支撑平衡的底部明确区域，通过低成本产能扩产压制置换高成本产能的退出，但不宜再继续看空原料成本支持分位。

SMM 方面评估认为，预计 2021 年中国氧化铝新投产年产能将达到 440 万吨，预计 2021 年中国电解铝新投产年产能将达 240 万吨左右，在 2020 年氧化铝产能开工率低位情况下，2021 年供需平衡转为中性略紧。原料成本竞争博弈中，要关注海外主要进口来源地的供应波动变化。

图 10：全球原铝的供需温和过剩，国内氧化铝供需平衡年末略收紧了，上中游的进口压力降低



2、疫情后铝需求的长期需求前景展望正面，增量集中在亚洲经济体

根据国际铝业协会官网发布的新冠疫情对全球铝需求的影响评估，援引 CM 集团的专业双基线预测调整变化，影响主要集中在近三年。预计今年全球铝需求将下降 5.4%，但在 2021 年则会强劲反弹 6%，2022 年铝需求提升增幅至 5.5%，这样近三年合计铝年均复合增长率只有 1.9%，远低于之前 CM 集团预测的基线年均增幅 5.0%。

该预测预期，对中国长期需求的拖累影响将耽误 5-8 年，而世界其余地区的铝需求影响将拖累耽误 4-6 年，即便如此，长周期的 30 年全球铝需求年均复合增长率仍有望达到 3.8%，这不是一个低水平。

全球各地区经济体中经疫情影响调整之后的近三年铝需求年均增长率相对较高的细分领域是，印度的建筑施工需求、航空交通需求，中国的包装罐容器需求，印度的电力线缆需求、印度印尼等亚洲其他地区的耐用消费品需求。关注需求增长，亚洲新兴经济体特别是人口大国仍是主要增长极。

图 11：CM 集团对于新冠大流行对全球铝需求的影响的初始评估对比，2020-2022 年的复合增长率变化

	Building and Construction	Transportation - Auto & Lt Truck	Transportation - Aerospace	Transportation - Non Auto or Aero
Africa	4.1% (2.8%)	3.5% (2.4%)	0.9% (1%)	2.2% (1.7%)
China	5.6% (0.4%)	1.7% (4.3%)	2.2% (2.8%)	-3.8% (14.3%)
India	6.7% (4.9%)	2.4% (5.9%)	10.4% (1.9%)	5.4% (1.9%)
	Packaging - Cans	Packaging - Other	Machinery & Equipment	Electrical - Cable
Africa	3.1% (2.3%)	2.2% (1.7%)	2.5% (1.9%)	4.1% (2.8%)
China	10.1% (1.7%)	7.1% (0.1%)	3.2% (1.8%)	5.3% (1.1%)
India	8.3% (2%)	5.4% (1.9%)	5.4% (1.9%)	8.6% (0.2%)
	Electrical - Other	Consumer Durables	Other (ex Destructive Uses)	Destructive Uses
India	5.4% (1.9%)	11% (4.6%)	5.4% (1.9%)	5.4% (1.9%)
Indonesia	3.3% (1.5%)	16.3% (1.5%)	3.3% (1.5%)	3.3% (1.5%)
Other Asia	4.3% (0.5%)	8.1% (9.7%)	4.3% (0.5%)	4.3% (0.5%)

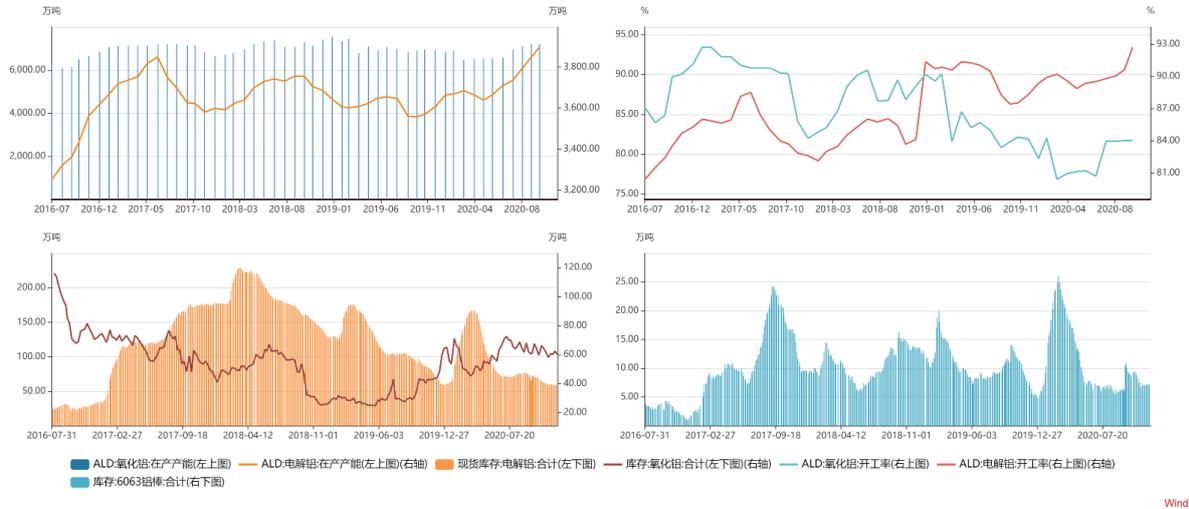
资料来源：IAI 官网，CM 集团评估报告

海外机构更看重的是铝的长期需求增长趋势。俄铝认为铝是绿色经济和可持续发展中的金属首选，未来五年中电动汽车需求和轻量化将推动北美地区汽车行业铝含量每年增长加速至 2.9%，全球包装领域的需求复合年增长率将达到 5%，中国 30% 的需求增量也将集中在交通运输领域。综合评估的结果显示，全球原铝消费量将在 2021 年完全恢复，需求量将比 2019 年增长约 300 万吨。

3、对明年铝供需环节的增量预估存在争议，明年预期阶段转为当期温和过剩

根据安泰科方面的评估测算，2020 年国内铝当期供需平衡后微幅短缺约 5 万吨。今年铝的需求报复性反弹是主要亮点，下游企业逢低补库意愿明显，社会库存降至近年较低水平，部分铝锭的存在形式转变为下游加工企业的原料成品库存，基于冶炼利润引导产能投放和保值增量的观点在今年普遍碰壁。

图 12：国内电解铝库存在下半年持续降库，产业链压力仍集中在氧化铝，下游铝棒库存在下半年积累



安泰科方面预估明年电解铝产能仍处于沿边资源富集省份产能投放期，云南、内蒙等地新增投放产能约 280 万吨/年，实际运行产能增量约 160 万吨/年，电解铝产能增幅低于氧化铝产能增量匹配规模，中间冶炼环节的相对扩张压力较小。一些证券资金关注的点在于，国内电解铝合规产能的政策红线规模在 4550 万吨形成天花板，这样就意味着明年沿边合规产能投放后，国内合规电解铝产能供应增量将很有限了，明年仍有增量的沿边资源保障型骨干企业将进入效益集中释放期，这是铝股配的合理推演依据。

需求方面的增量预估会在今年水平上相对放缓。下游补库的节奏在今年基础上会有调整放缓，传统需求领域相对增幅放缓，新兴消费增幅仍处于增长换挡期，支持的环节在海外疫情复苏后铝材出口增长、固废禁令对应的废铝进口减量带来原铝消费支持。安泰科方面测算 2021 年中国原铝消费在 3910 万吨，同比增幅放缓至 2%，对应年度供需平衡转为小幅过剩 40 万吨左右。

SMM 对明年电解铝供需展望的评估，则提示明年国内仍存阶段短缺风险。一方面，SMM 方面认为明年国内电解铝产能增量仍然超过 200 万吨，另一方面则倾向于判断疫情后的需求强度在海外复苏和国内低库存支持下，相对仍有利。因此，库存反转、基差反转、比值反转在明年上半年恐难实现，

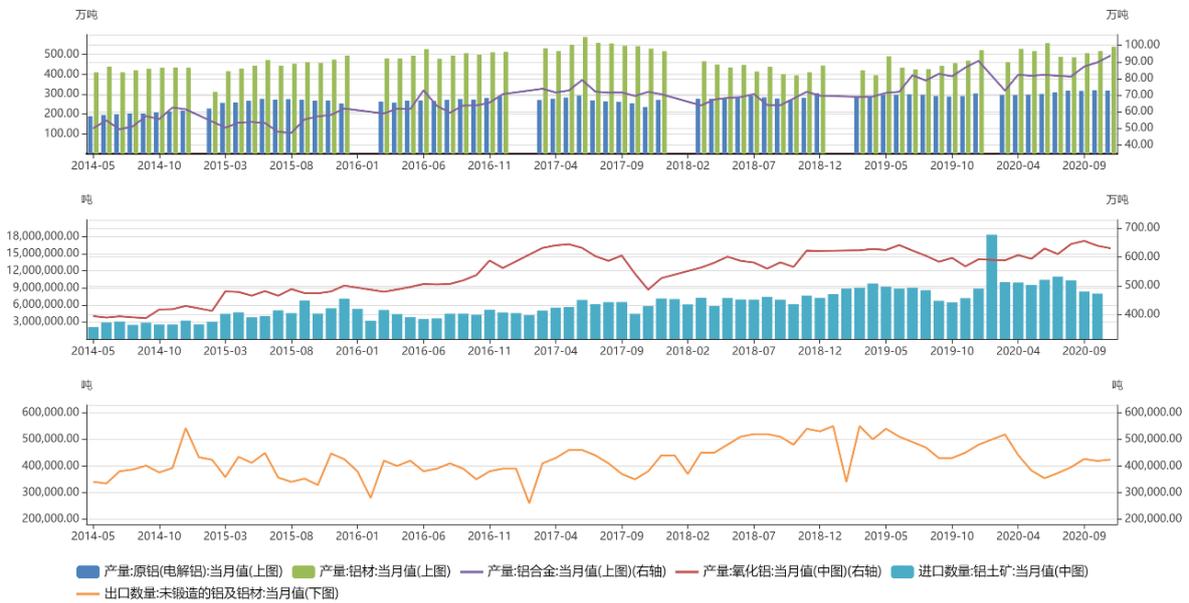
买保环节仍需要防范阶段性短缺的风险。

图 13：IAI 统计显示全球原铝日均产量接近 17 年峰值，氧化铝增长趋缓，国内量产增量也在原铝环节



Wind

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



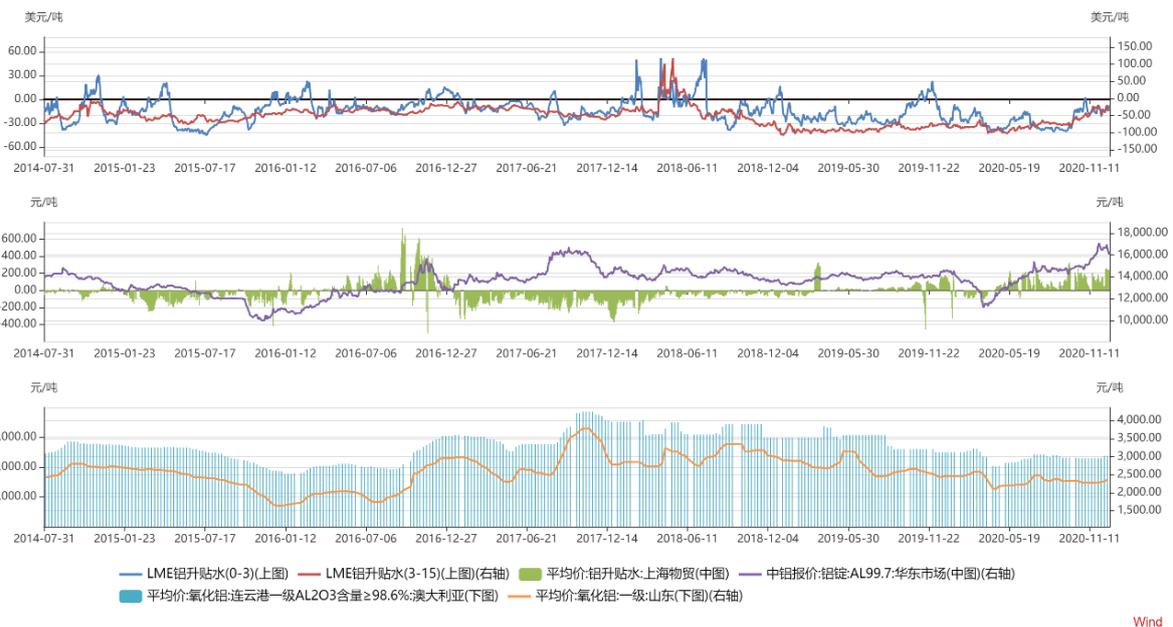
Wind

4、铝的外盘水差结构在四季度贴水改善，国内则在下半年持续保持挤水状态

外盘市场水差结构尽管受到进口正套支持，但在三季度末之前都呈现现货过剩的弱势结构指引，直到四季度之后才开始修补贴水并近端温和改善，伦铝市场的期现结构验证的是今年中国之外地区

原铝相对过剩的状态，与WBMS的供需平衡预估指引一致。沪铝今年3月份之后的水差结构大逆转，让看增量锁利润压卖保的思路，受到了很大的挑战。沪铝持仓结构更加趋向集中在近二月合约上，实货保值盘买保的换月吃香喝辣，也让投机虚盘空头今年大跌眼镜，还让卖保锁四月期的求变思路面临换月移仓的尴尬。在产业链超高利润维持并伴随效益兑现诉求提升的背景下，以量换利润的兑现成为电解铝骨干企业的合理选择，骨干新增产能大受益。明年铝股配的思路可以继续再检验。

图 15：伦铝的水差结构在年底平稳未转弱，沪铝的近月水差在年底再度转强，卖保今年换月难受



(四) 宏观氛围与金融属性的预期传导

图 16：欧美经济景气指标年底出现回软，亚五、美、欧递减，新订单和疫苗进展对应复苏预期不变

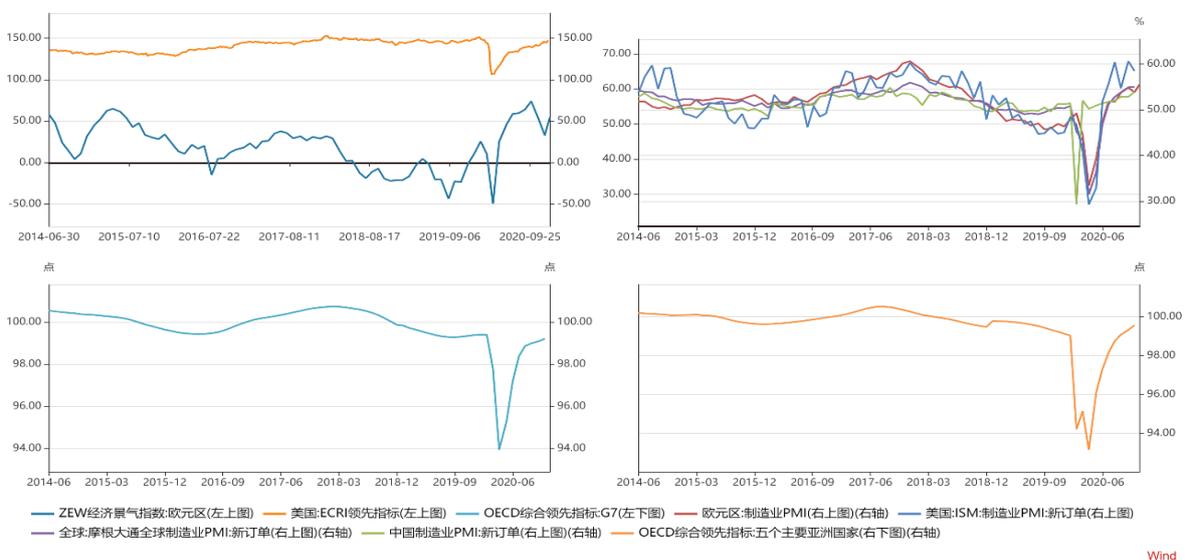


图 17：前瞻指引对应明年宽松帮扶政策平稳衔接，美元走贬预期支持成为一致预期，股债偏稳



三、锌镍铝品种走势形态分析对比

(一) 锌的宽幅区间修复接近中期对称反压区，明年依托年线的振荡支持再检验

图 18：伦锌的修复形态结构，下行波段已经扭转，中期上行结构仍待整固



资料来源：文华财经，倍特期货

图 19：沪锌今年的挖坑低点已经探明矿端成本支撑，明年振荡主区间 19000-23000 区域



资料来源：文华财经，倍特期货

（二）镍的资金博弈振荡节奏多变，新动能的底部支撑依托年线逐步明确

图 20：伦镍中期振荡结构温和振荡上移，年中的低点存在安全边际，中期通道支撑再检验



资料来源：文华财经，倍特期货

图 21：沪镍中期低点依次上移结构延续，中期回升通道较外盘更平缓，年线的安全边际支持明确



资料来源：文华财经，倍特期货

(三) 铝供应侧底部支持上移年线一带，沪铝超高冶炼利润下的区间高点反压仍在

图 22：沪铝区间反弹仍面临 17 年供应侧高点的压制，振荡区间整固平衡位上移到 14500 一线



资料来源：文华财经，倍特期货

四、结论与操作建议

锌镍铝品种的供应恢复在明年仍面临一个周期环比放量的小峰值，投资机构期待的供应周期尾声转换要到 2022 年才更有放缓的同比基础。产业链的上下游增量变化仍不匹配，锌继续关注矿端的供应稳定能力，镍则重点看印尼镍铁增量带来的下游竞争格局变化，铝要再检验冶炼环节峰值天花板是否兑现成真。

明年宏观和金融线索的外围传导整体维持振荡支持，明年二季度是乐观情绪的兑现转换期。交易时点拿捏上，提醒注意明年季末月的保值。3 月底适量买保原料，6 月又重在卖保。

镍的新动能增量路径继续夯实底部支撑，铝的超高冶炼利润带来锁利润配铝股的组合机会，锌宽区间振荡修复更倾向于两头高中间低的演化。

操作建议：

锌春节前可先锁高价保值，关注上方变异头肩顶肩线中期反压，三季度后再找振荡支持；镍中期区间底部支持上移 115000 一线做买保，145000 之上的反压待黑链环节的压力消化；铝在明年利于锁利润配铝股，超高冶炼利润倾向于阶段修复。14500 振荡平衡位转为支持。

❏ 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。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为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