

2020年有色金属年报解读：

基本面主导走势分化

寻找确定性机会做多

信达期货有色金属小组

2019年12月24日

投资咨询号：Z0012670

目录

CONTENT

01

回顾：分化中的必然

02

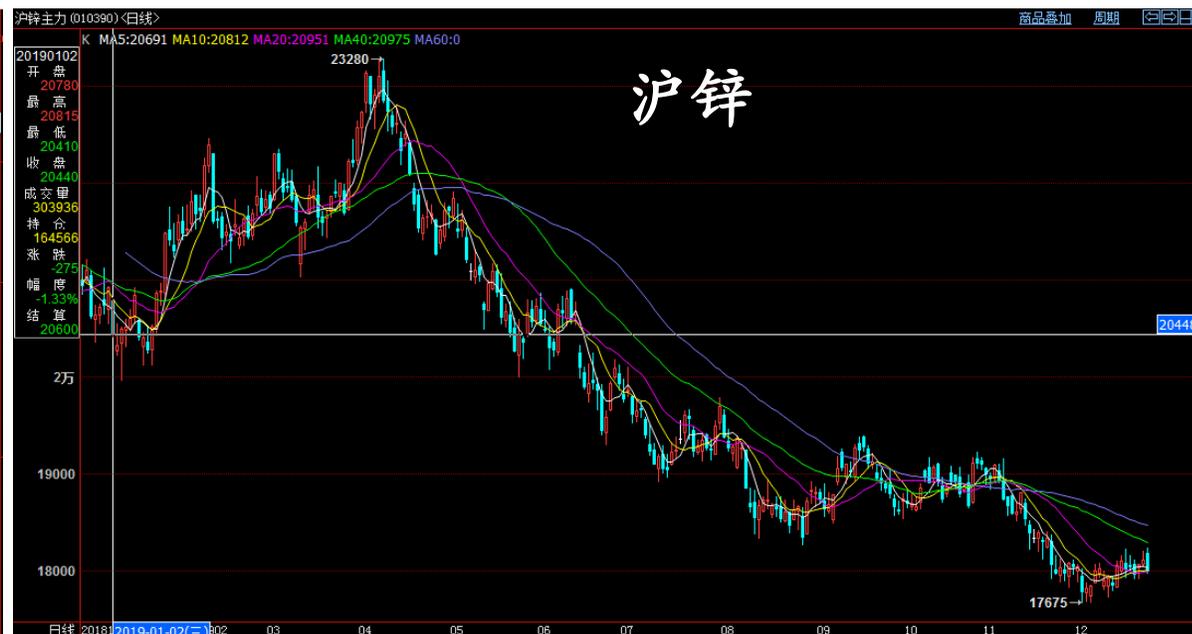
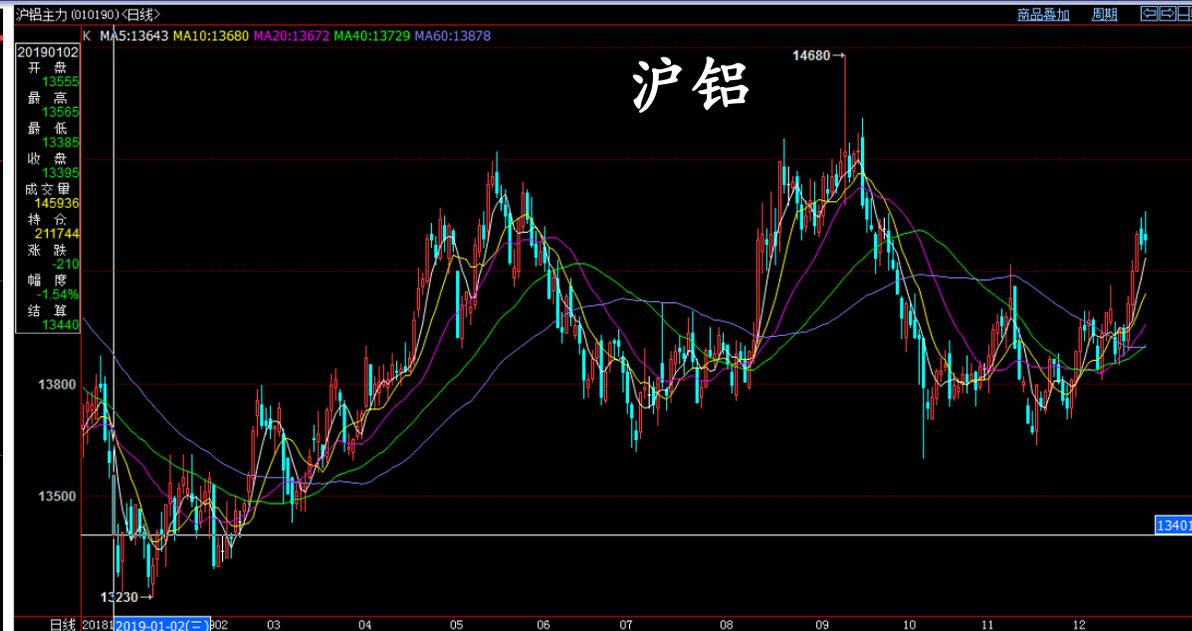
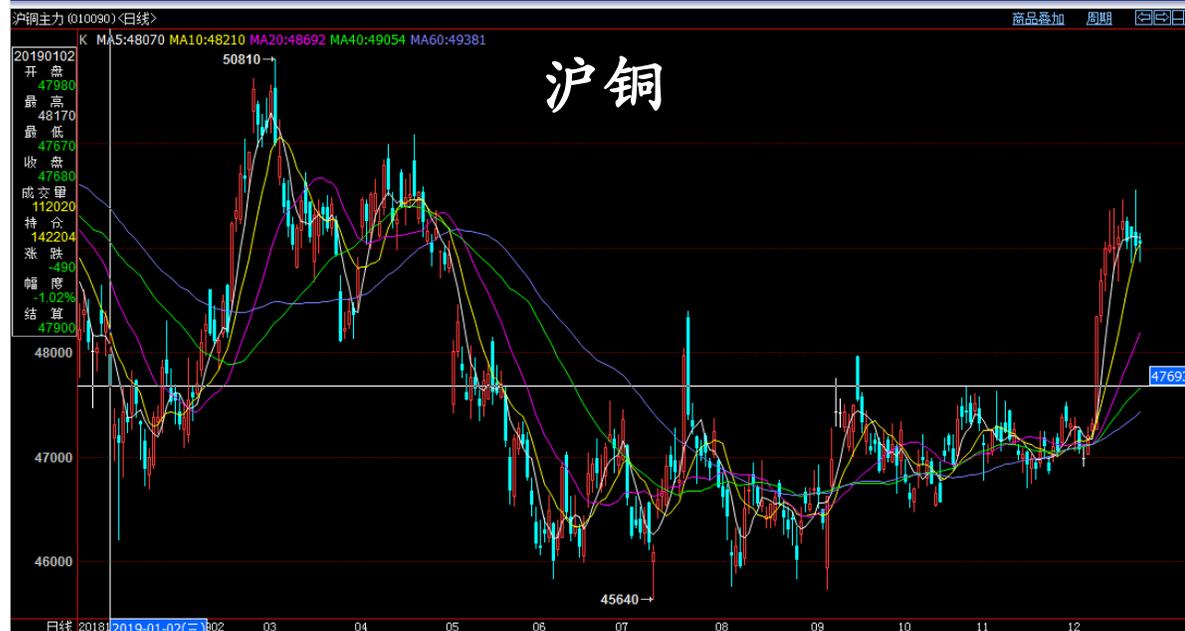
展望：择优伺机做多

PART 01

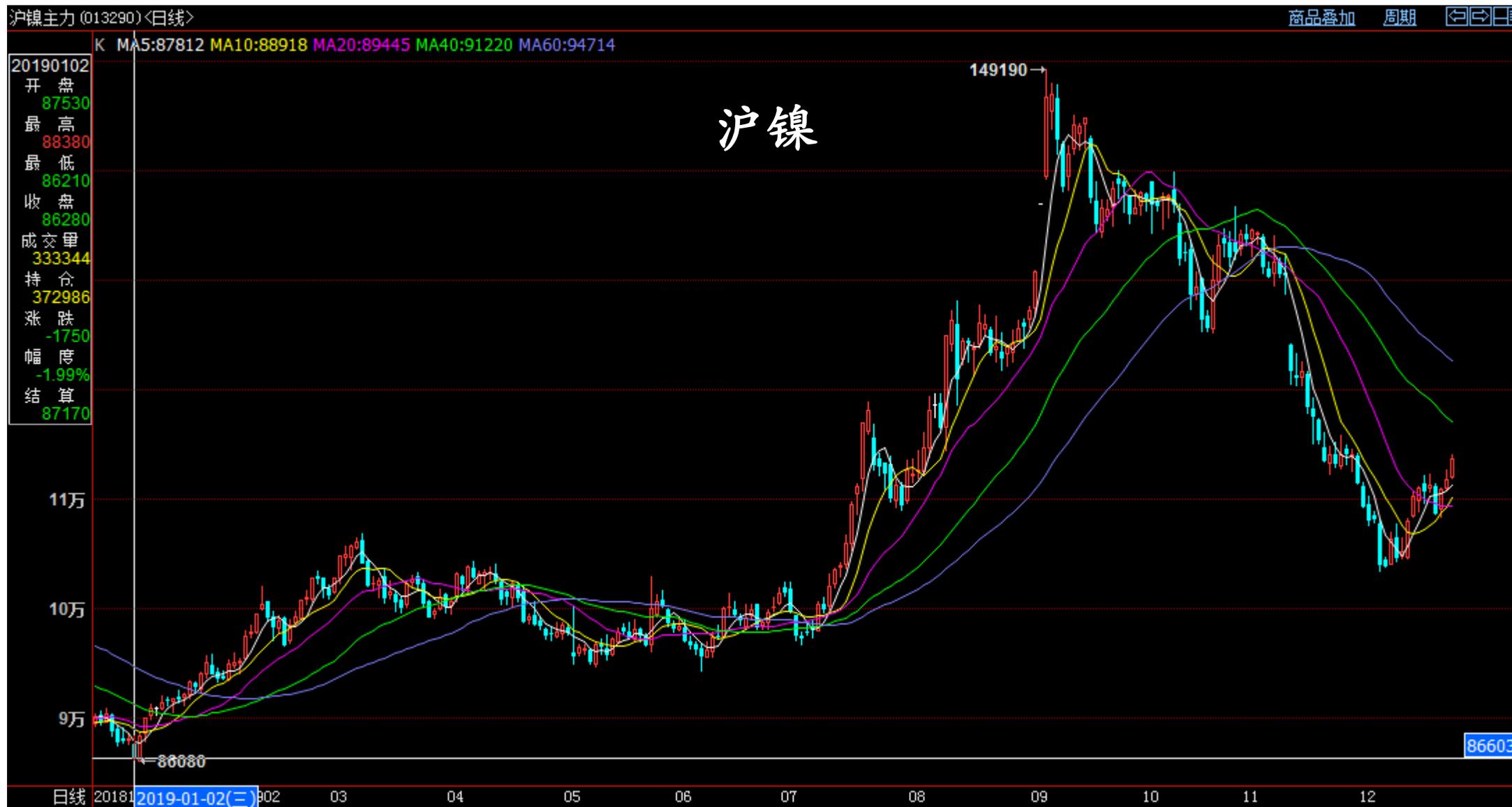
回顾：分化中的必然



同一片蓝天下有色金属走势分化显著



同一片蓝天下有色金属走势分化显著



PART 02

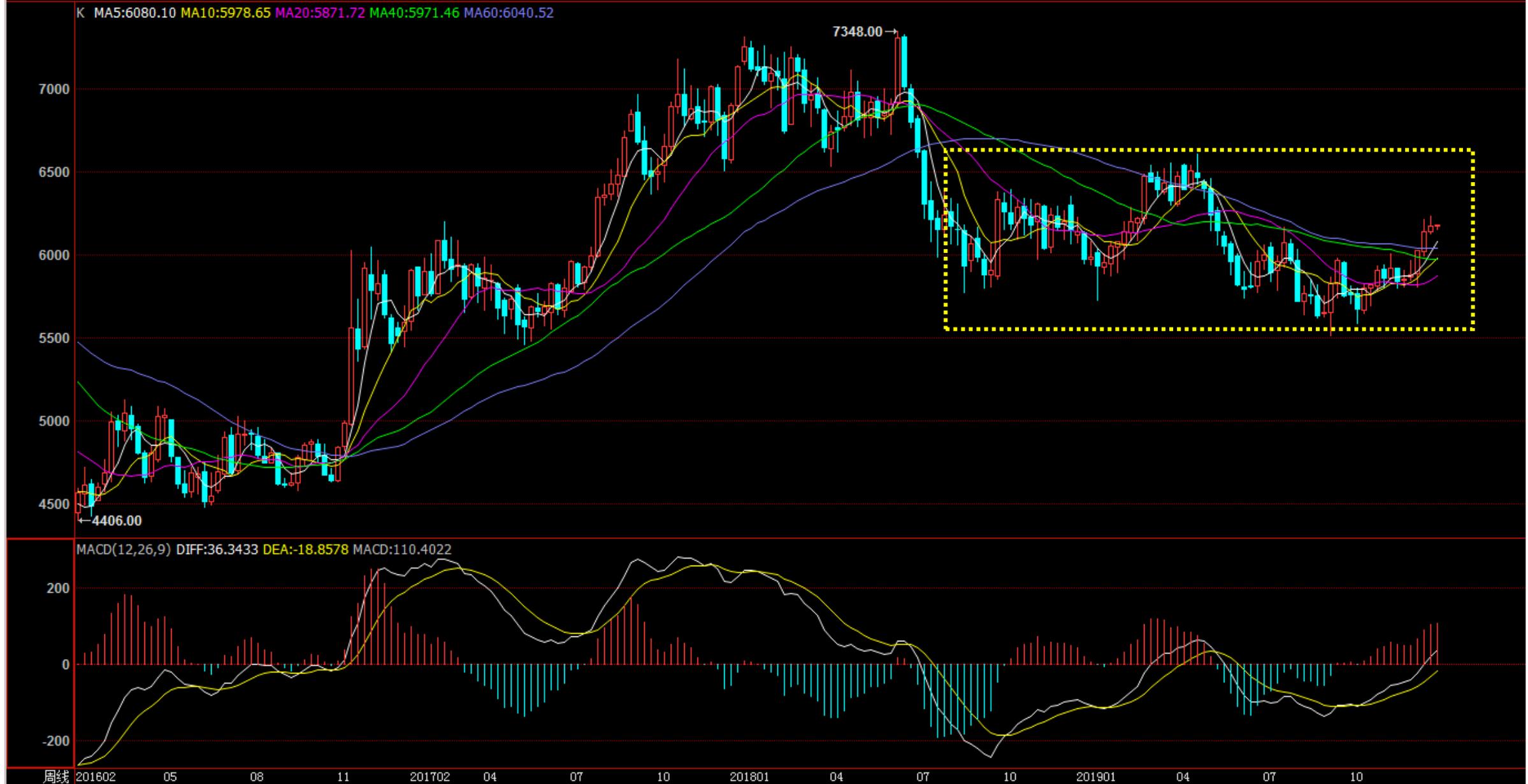
展望：低库存背景下 寻找确定性机会做多



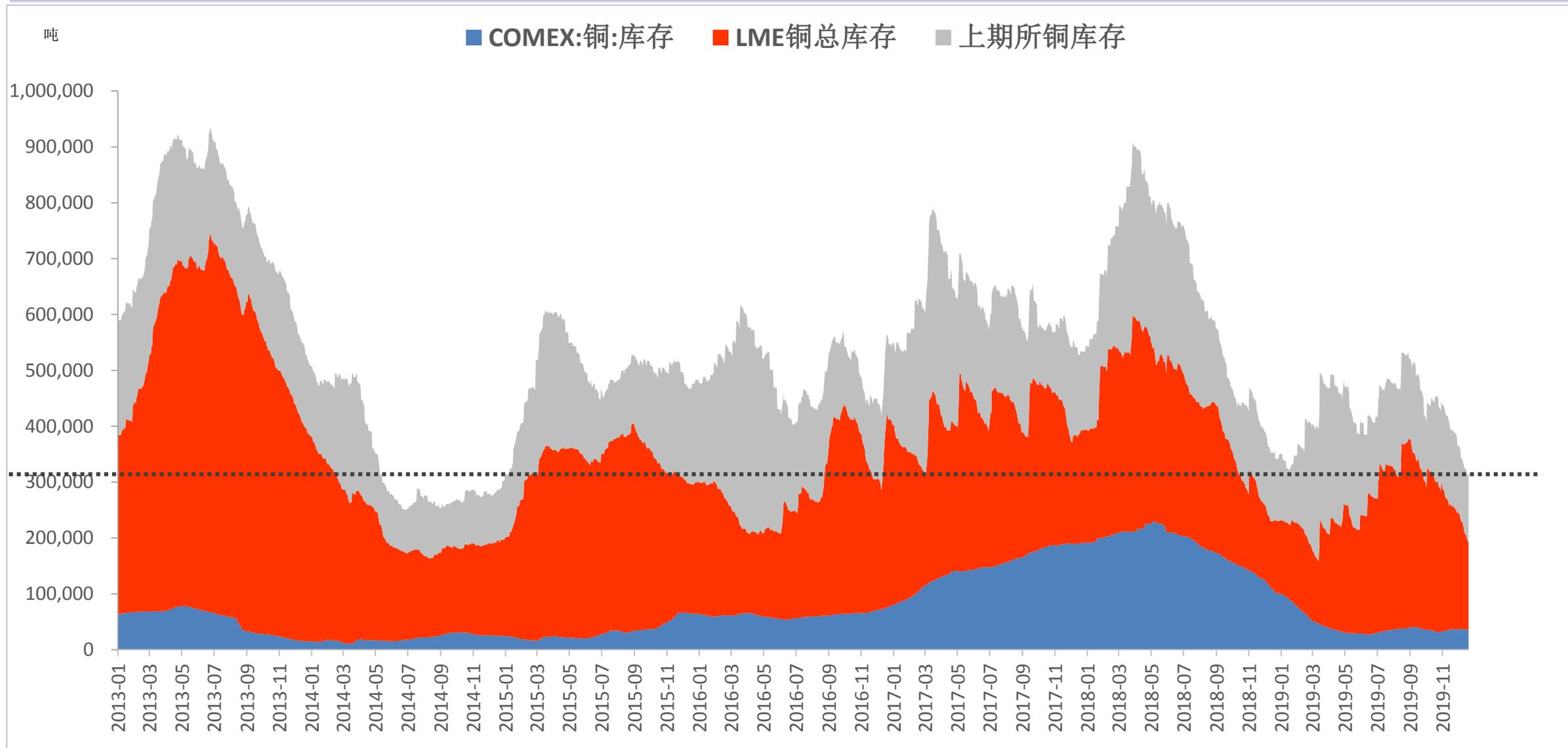
铜：供需两弱矛盾不突出 价格长期陷入低波动震荡

伦铜电3 (LMCDE) <周线>

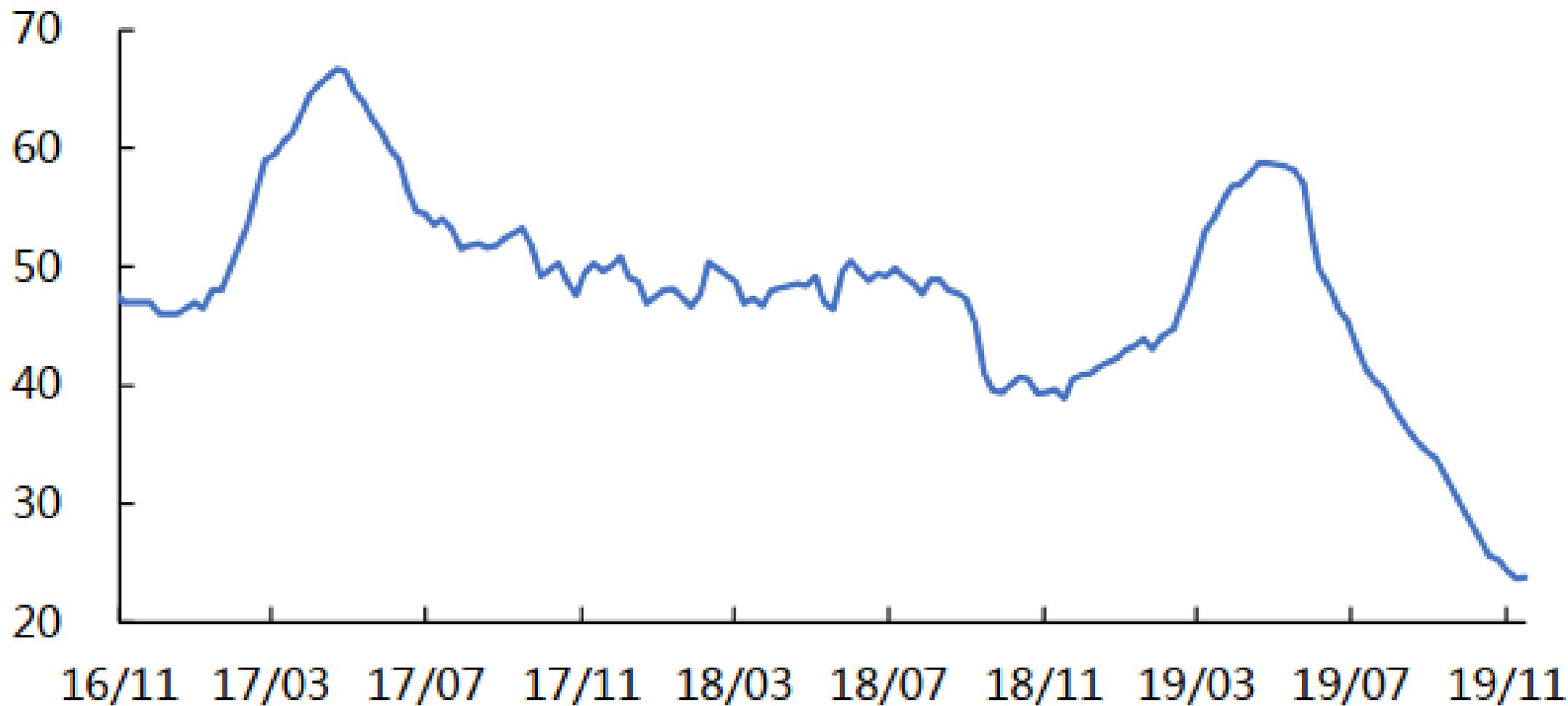
商品叠加 周期



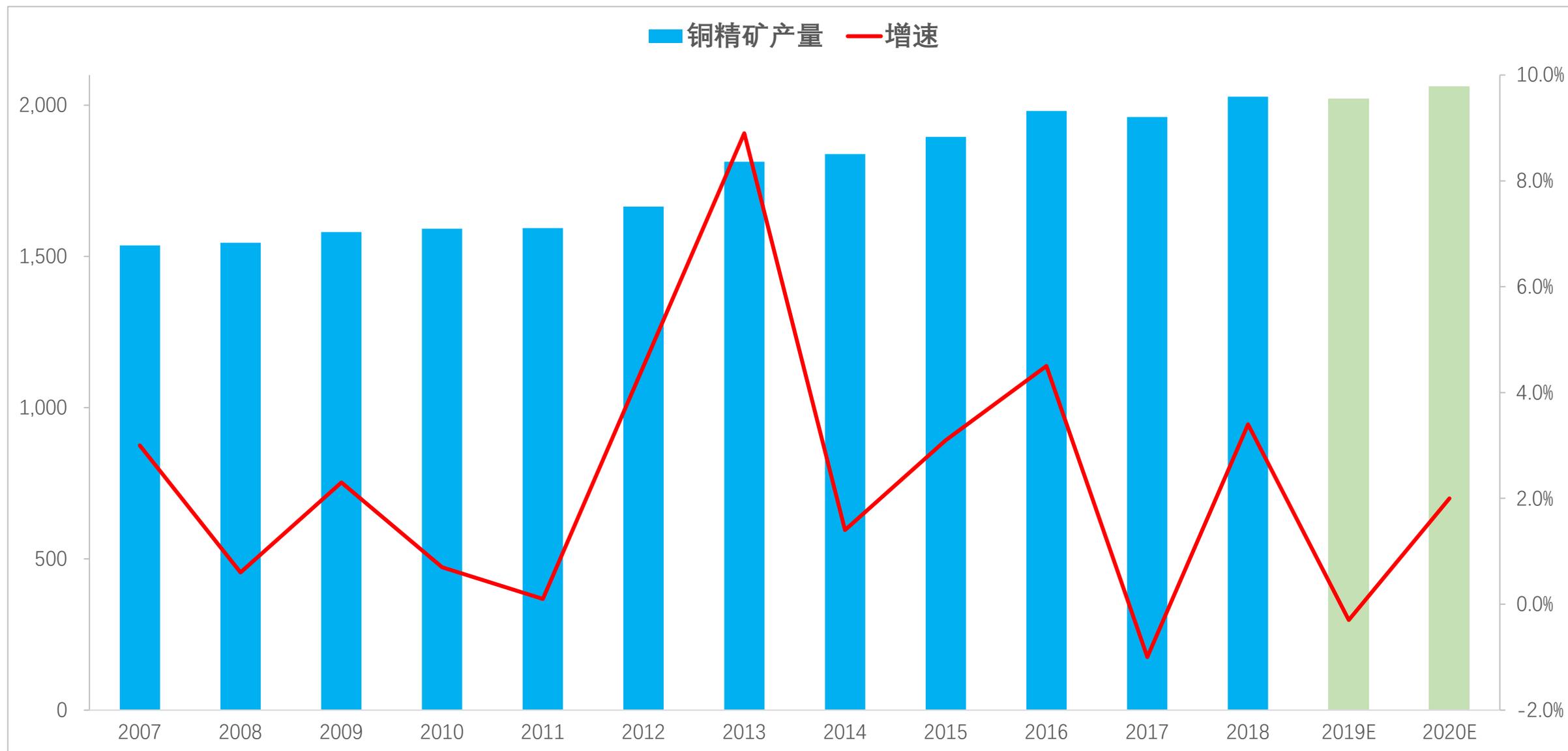
铜：显性库存维持低位 且去化为主



保税区库存(万吨)

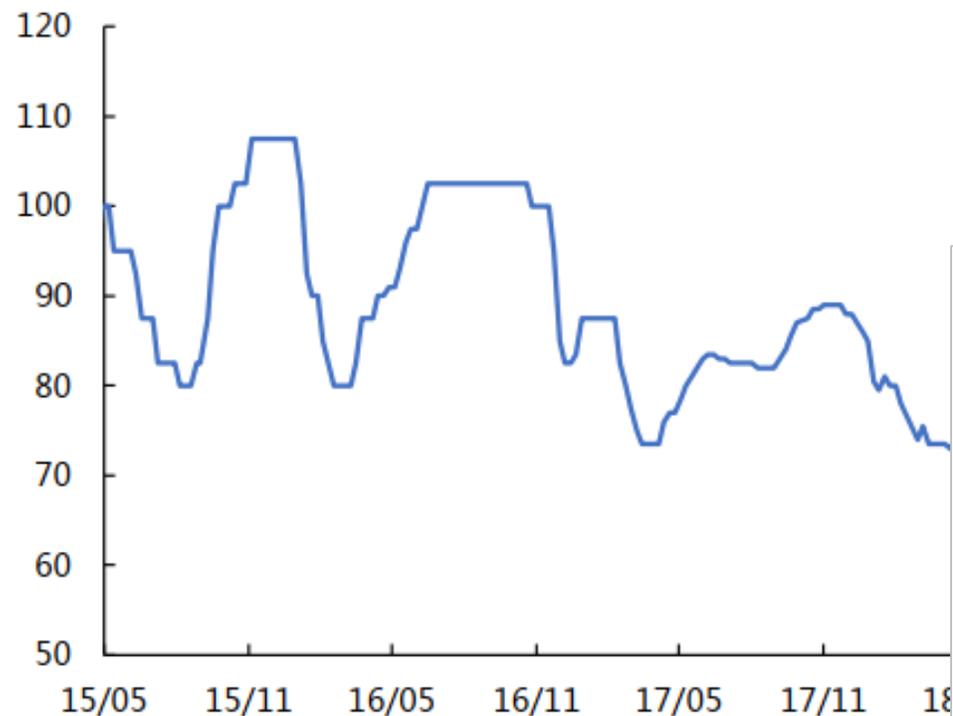


铜：铜精矿供应收缩周期 原料收紧是最大的支撑



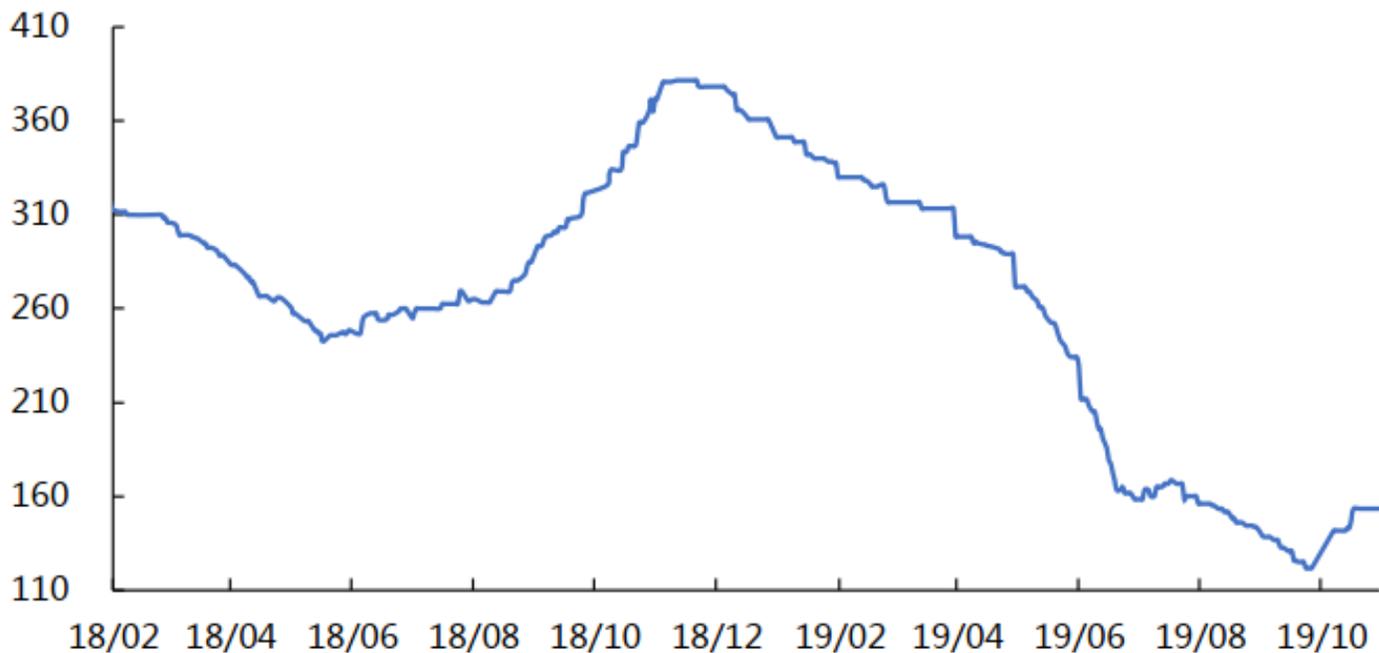
铜：铜精矿紧而不缺 加工费直逼冶炼厂成本

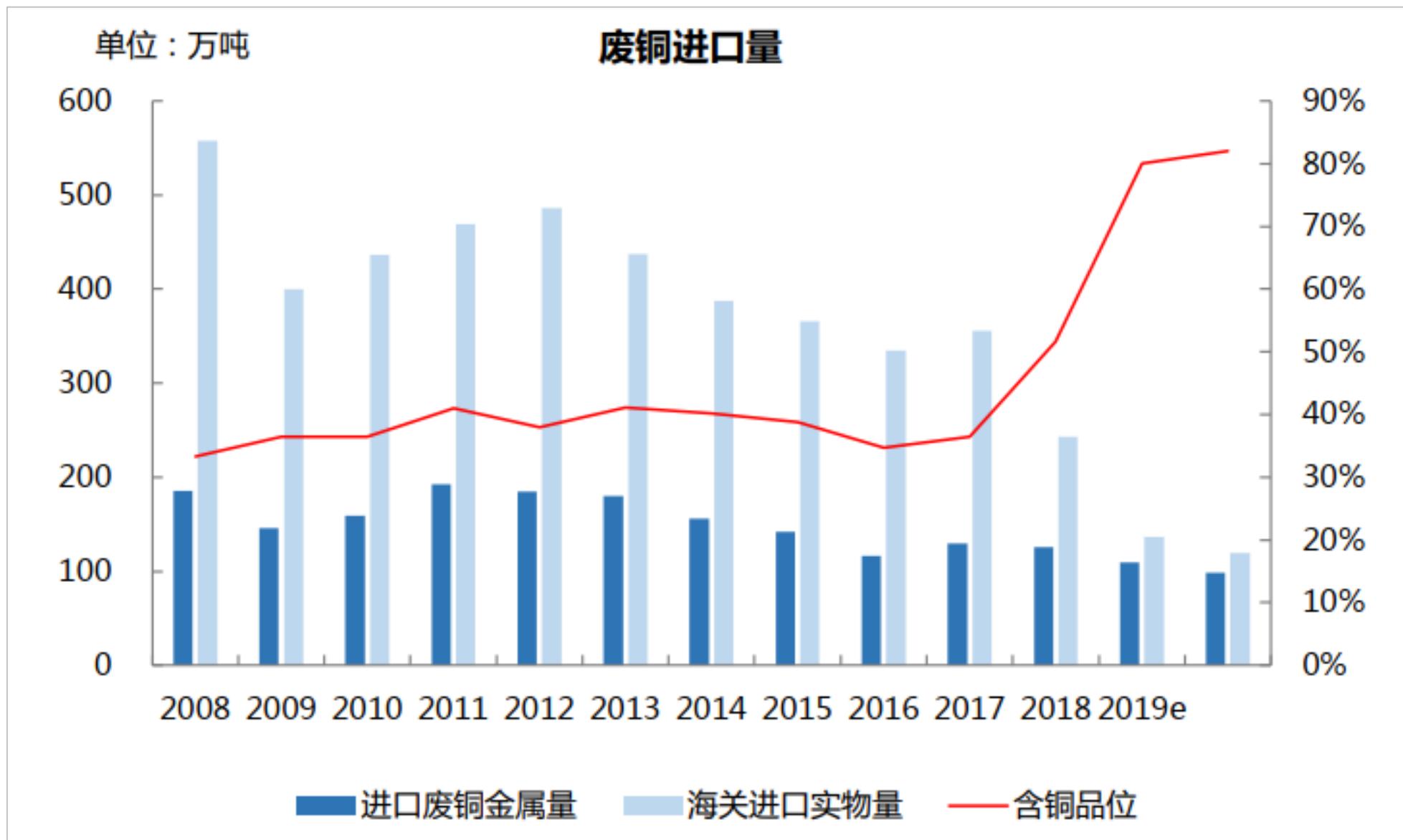
铜精矿现货TC (美元/吨)



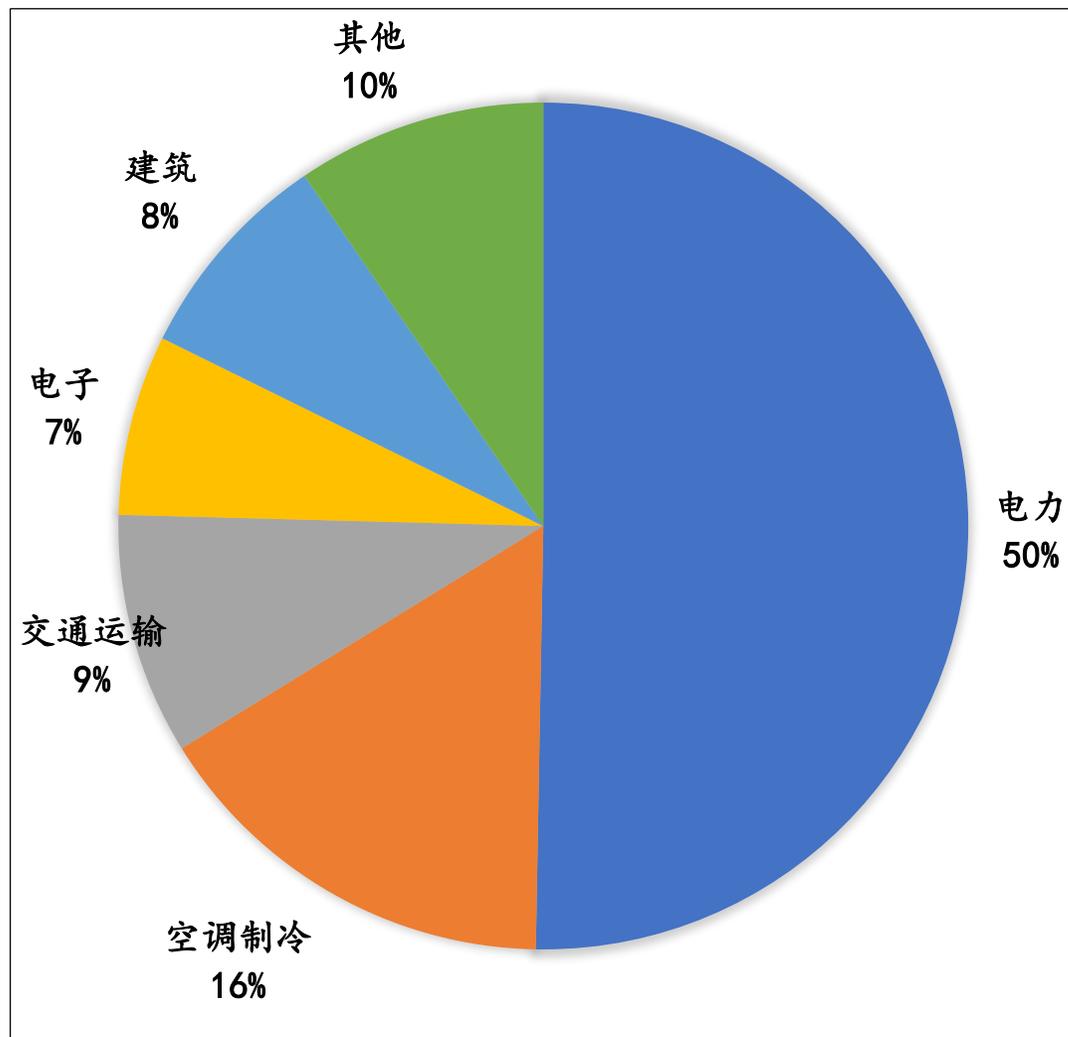
单位：元/吨

硫酸价格



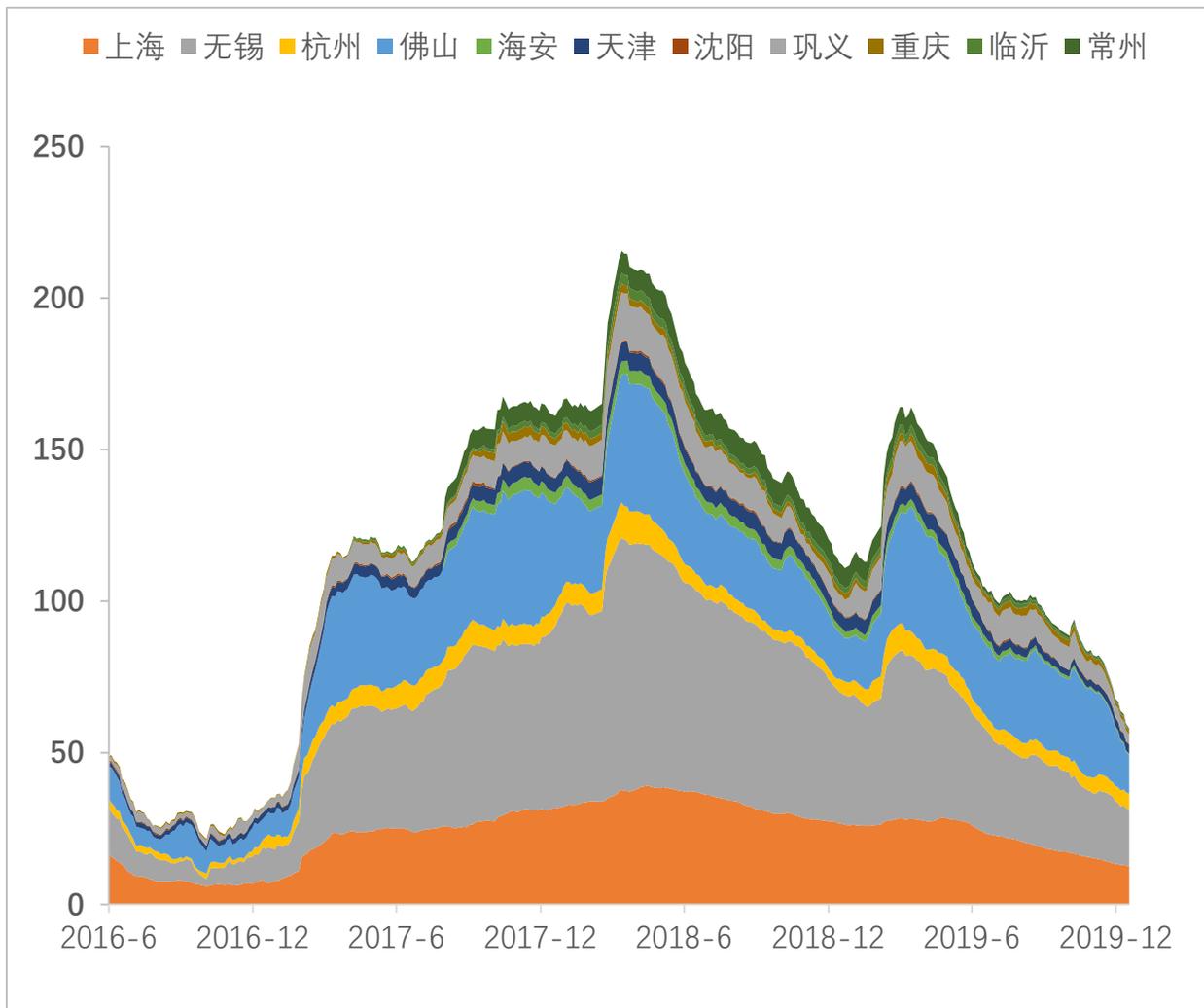


铜：原料紧张支撑底部 需求恢复推动中枢上移

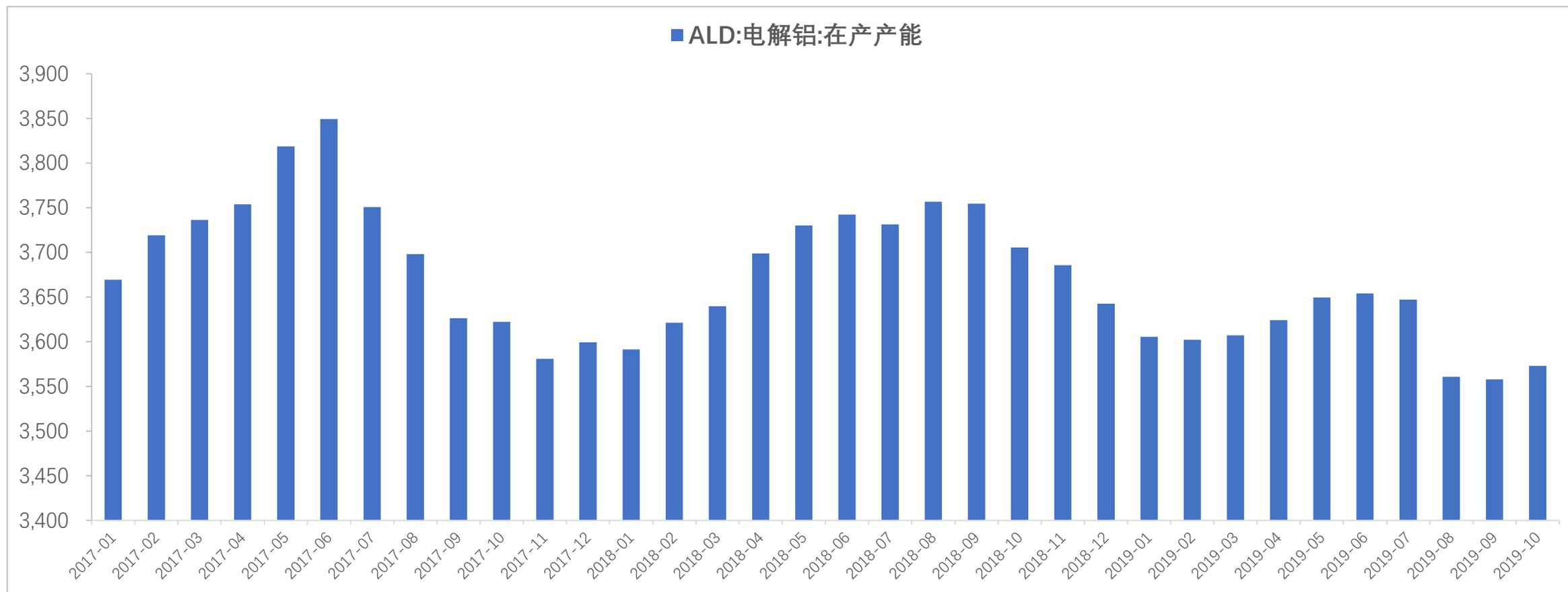


	2018年	2019年E	2020年E	明年增速
全球精炼铜产量	2380	2371	2413	1.78%
中国	895	980	1018	3.88%
海外	1485	1391	1395	0.03%
全球精炼铜消费量	2378	2382	2418	1.50%
中国	1248	1280	1328	3.75%
海外	1130	1102	1090	-1.09%
供需平衡	2	-11	-5	—

铝：甩掉库存包袱 利润回升价格走强



铝：一季度亏损减产、三季度意外减产



减产

289.8

复产

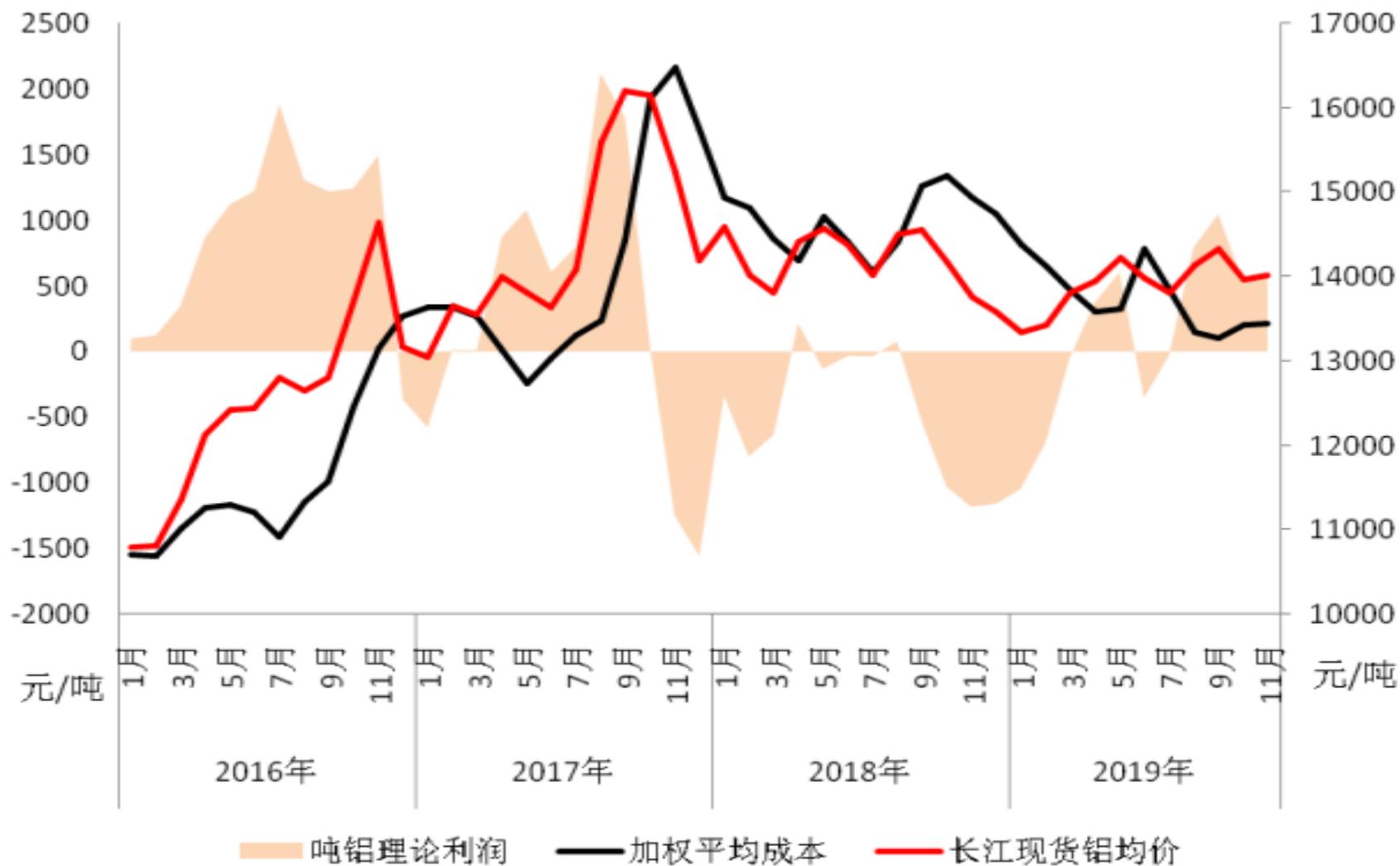
103.6

投产

201.5

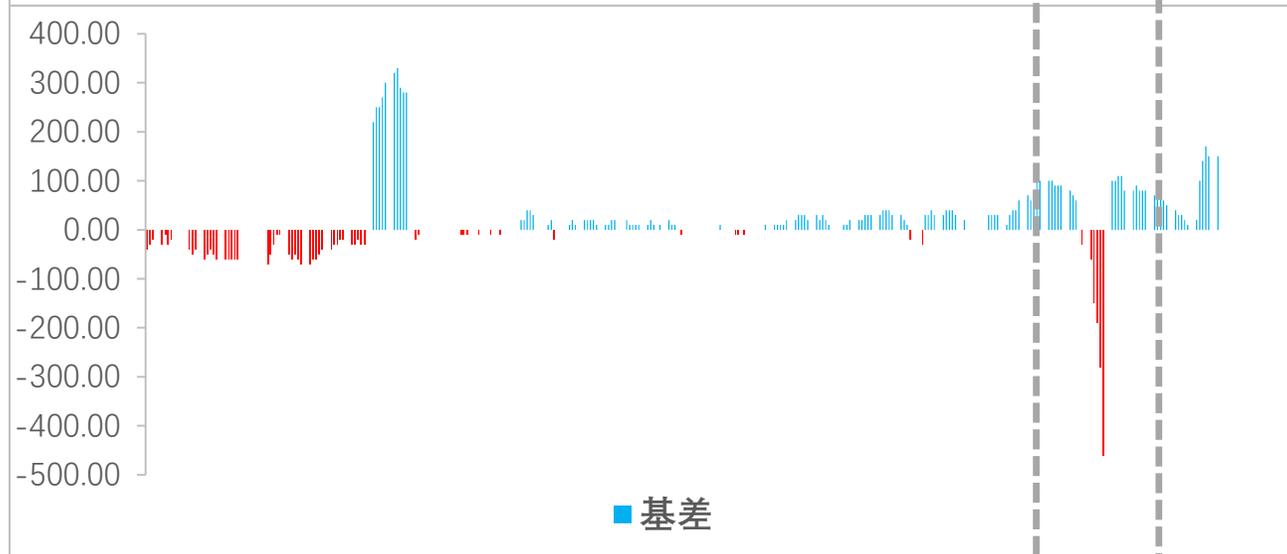
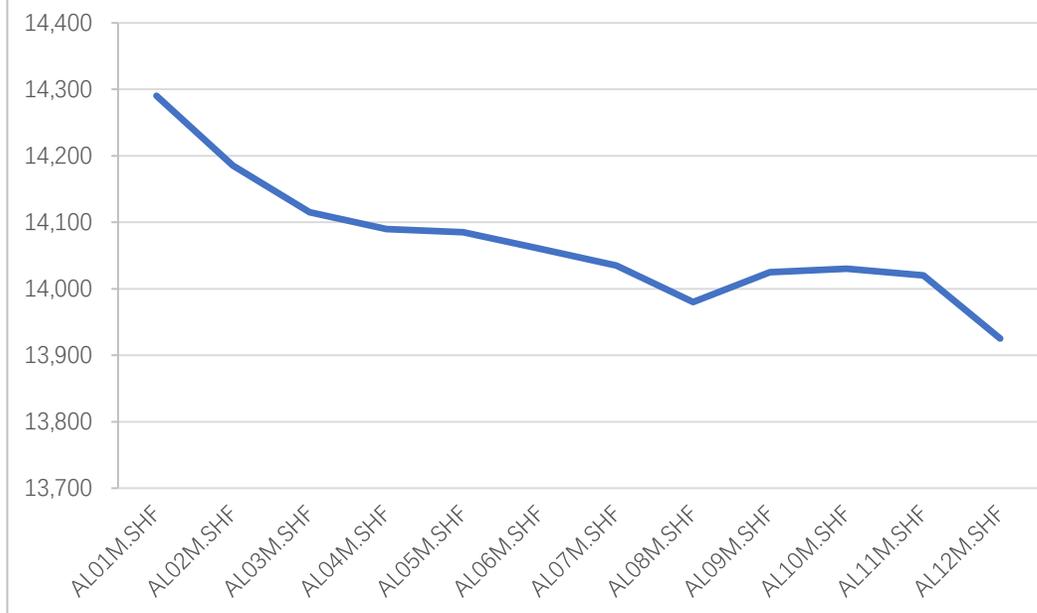
2019年产量预计
同比减少1.51%至3554.4万吨

铝：行业利润回升 加大后续投复产预期



铝：低库存强现实VS产能投放弱预期的博弈

价格曲线

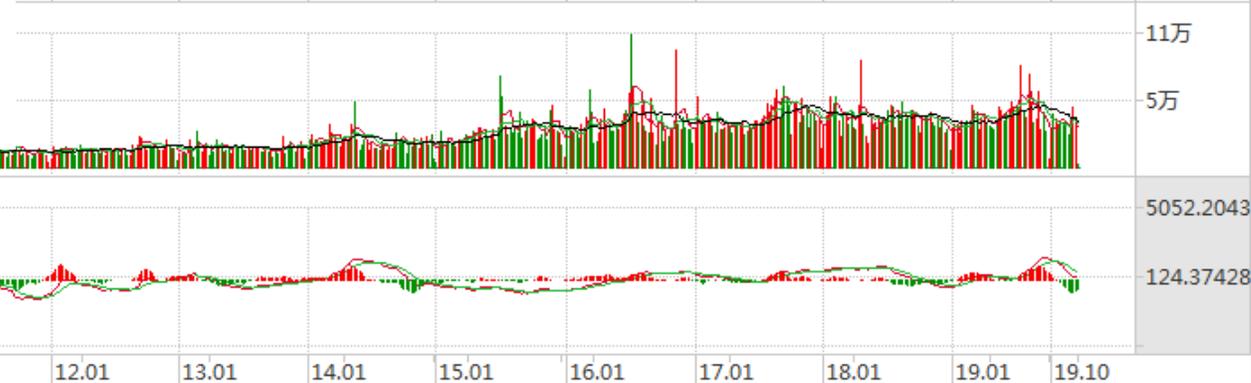
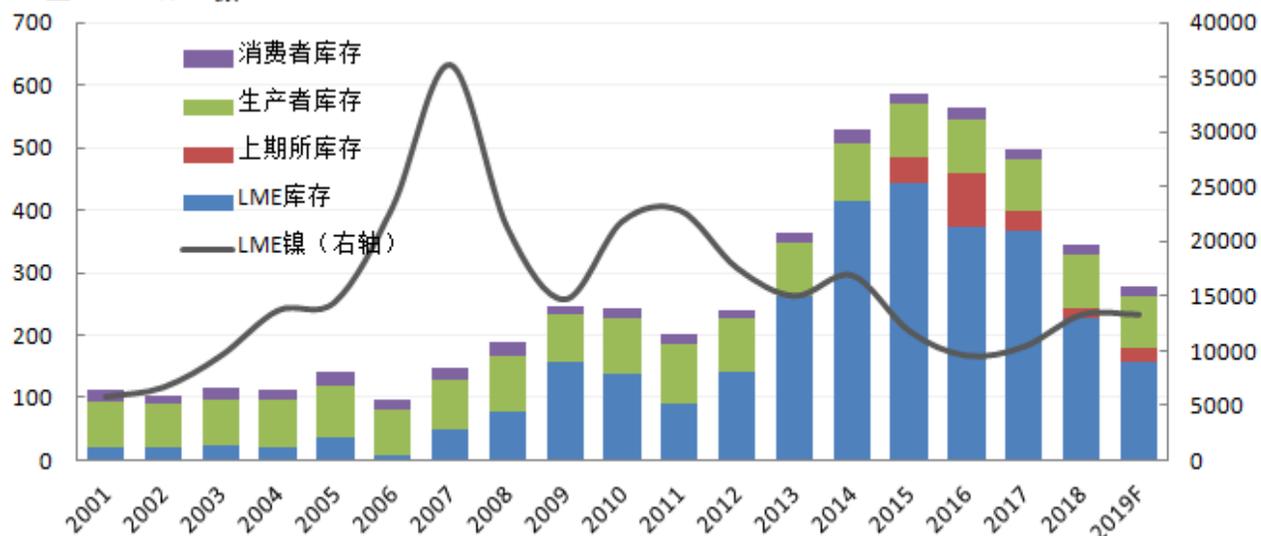
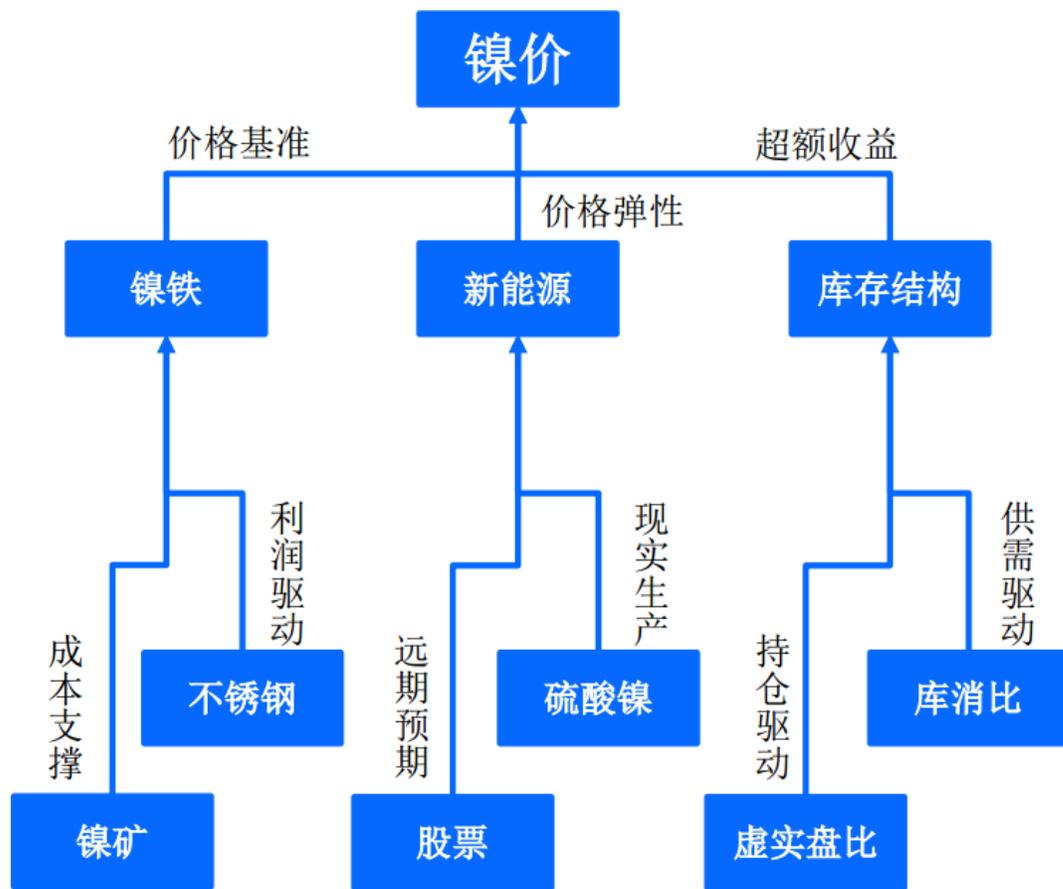


铝：关注产能释放及旺季去库带来的阶段性机会

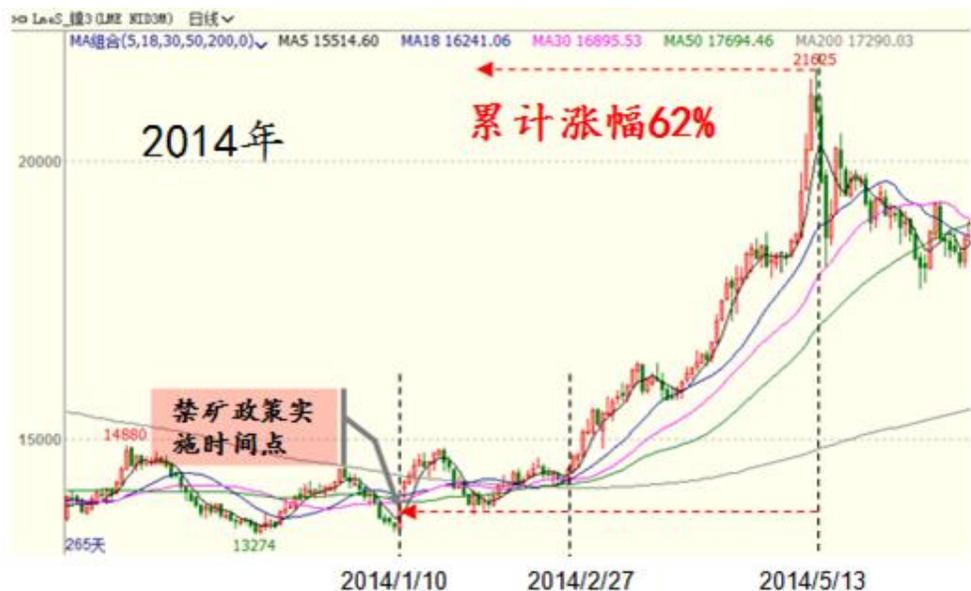
	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
中国原铝产量（万吨）	3,058	3,180	3,630	3,609	3554.4	3644
中国原铝净进口量（万吨）	12	17.2	10.2	7	-3.2	-5
中国原铝表观需求量（万吨）	3,070	3,197	3,640	3615	3551.2	3639
中国原铝库存差（万吨）	75	-33	114	-49	-58.6	20
中国原铝消费量（万吨）	2,995	3,232	3,526	3,664	3609.8	3619
中国原铝产量同比增速	10.30%	4.00%	14.20%	-0.60%	-1.51%	2.50%
中国原铝消费量同比增速	8.20%	7.90%	9.10%	3.90%	-1.48%	0.30%

镍：向上突破的阻力更小

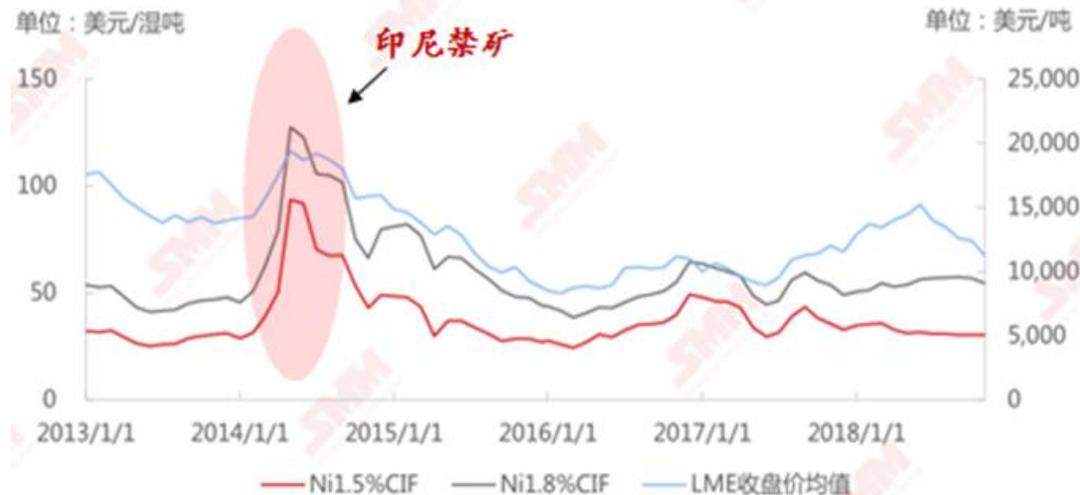
2019/12/23 收 14270 幅 1.07% (155) 开 14405 高 14510 低 14250 结 14250 合 量 3651 增 0 振 1.10%



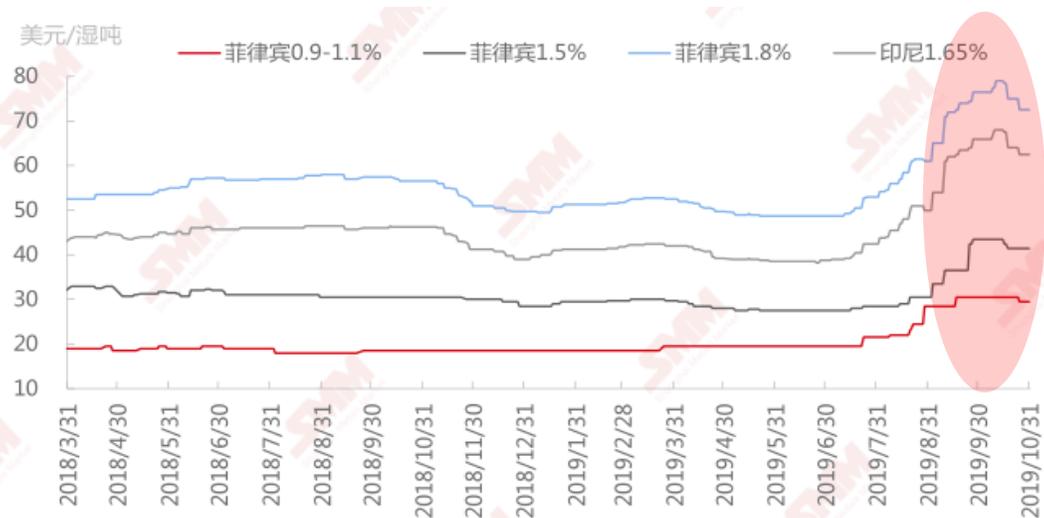
印尼禁矿之后全球格局的改变---本质是镍矿成本上升



2014年禁矿前后镍矿价格表现



2019年禁矿消息落地前后镍矿价格表现

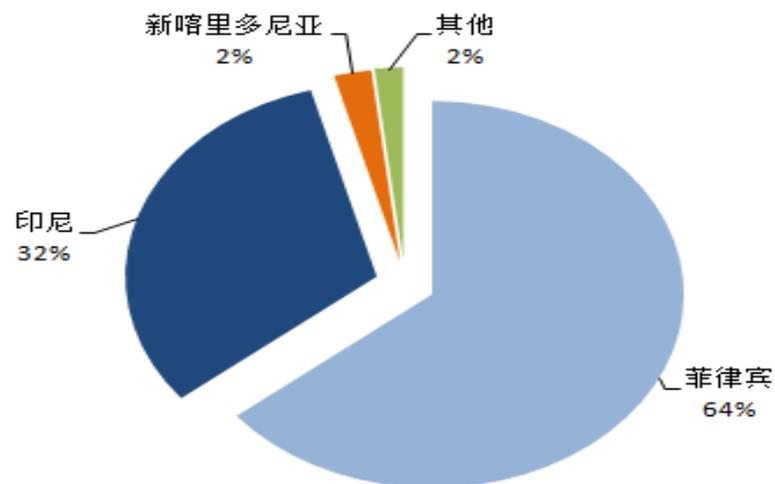


2019年禁矿对镍价的影响到底有多大？

2008-2019年中国镍矿进口总量（百万湿吨）



2018年印尼和菲律宾进口镍矿占比高达96%



● 中国红土镍矿96%以上来自印尼和菲律宾

中国的红土镍矿全部依赖于进口，印尼和菲律宾的供应量占到了90%以上，少量来自危地马拉和新喀里多尼亚。2012-2013年，中国自印尼进口的红土镍矿数量占到了总供应量的50%以上，但2014年1月印尼禁止原矿出口后，菲律宾垄断了中国的红土镍矿供应。

● 印尼镍矿出口政策是什么？

2017年1月12日，印尼突然宣布有条件允许镍矿出口，有条件指：1、仅允许镍含量低于1.7%的镍矿出口，2、在印尼建设镍冶炼厂同时拥有镍矿山资源的企业才能够申请到与之产能相匹配的镍矿出口配额。

● 印尼禁矿之后，能否有其他镍矿来源补给？

1. 菲律宾由于近些年的大量出口，其镍矿的储量和品位均在下降。其中几个高品位矿山更是已经面临着资源枯竭的压力。
2. 新喀里多尼亚有增量但是占比依然很小。2019年4月法国矿业公司Eramet在新喀里多尼亚的SLN镍项目获得了400万湿吨的镍矿出口配额。2019年可实现150万湿吨，2020年年中开始可达到400万湿吨。不考虑该矿山出口到日本韩国的量，中国2020年或能够有250万湿吨的镍矿供应增量。

2019年禁矿对镍价的影响到底有多大？

● 以最乐观估计，不考虑港口库存，中国2020年镍矿供应完全不够

考虑菲律宾最大出口量，中国2020年镍矿进口量最乐观也只有折算到50万吨金属镍。

● 即使考虑港口库存，中国2020年镍矿缺口也会出现

假设中国现有产能不减产，以9月开工率计算，全年的红土镍矿需求为66万吨镍)

● 从全球镍生铁供需考虑，禁矿可能导致镍生铁缺口有接近约11万吨

2020年禁矿直接导致的结果就是中国NPI产量比原先预估少了近16万吨，即使印尼镍生铁项目接连投产，印尼镍生铁增量依然较难补充中国因禁矿导致的镍生铁产量下降，合计全球镍生铁供需缺口约11万吨左右。

以最乐观的姿态估计，中国2020年的进口镍矿供应完全不够

最乐观估算	菲律宾	印尼	新喀里多尼亚	危地马拉
镍矿进口量 (万湿吨)	5056	138	400	50
平均品位	1.35%	1.7%	1.8%	1.8%
收得率	95%	95%	95%	95%
含水量	67%	67%	67%	67%
折算2020镍矿总进口量	$(5056*1.35\%+138*1.7\%+400*1.8\%)*95%*(1-33\%)=50$ 万金属吨			

备注：5056万湿吨是2014年菲律宾达到的最大出口量；138万湿吨是指在2019年底发出的船在2020年到港。

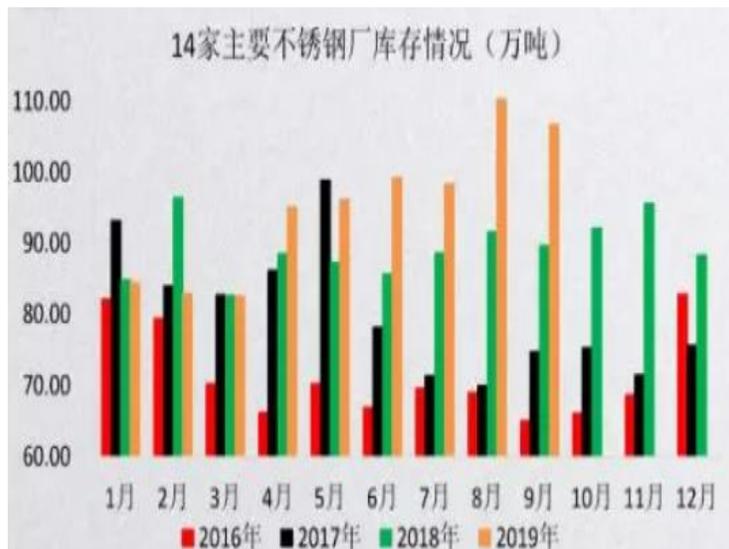
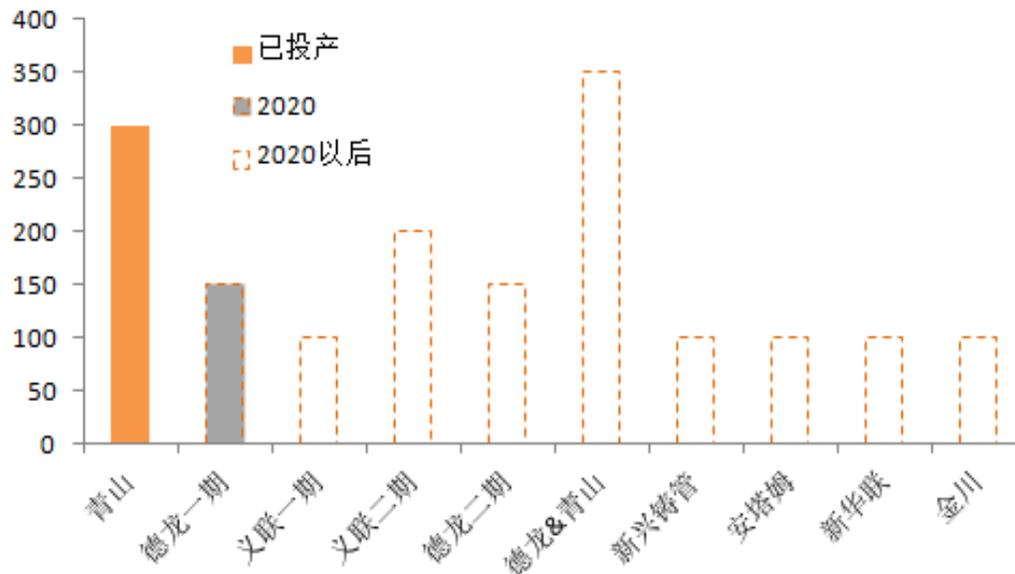
中国镍矿缺口	进口量	港口库存	NPI产量	镍矿缺口
2019F	54	12	58.8	7.2
2020F	50 (最乐观)	6	66	-10

2020年禁矿导致的NPI缺口	镍生铁产量	不锈钢需求折算	缺口(万吨)
中国	50 (最乐观)	90	-11
印尼	53	24	

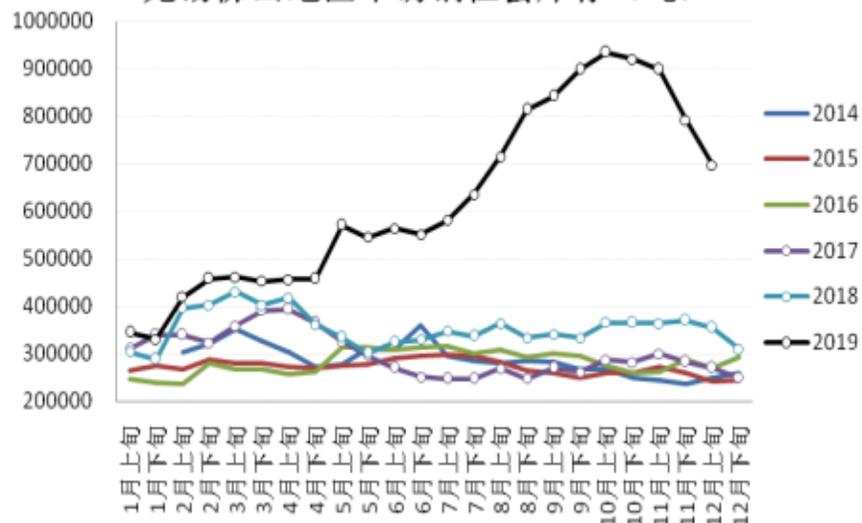
数据来源：SMM，信达期货研发中心

不锈钢面临高库存高排产，2020年去库压力较大

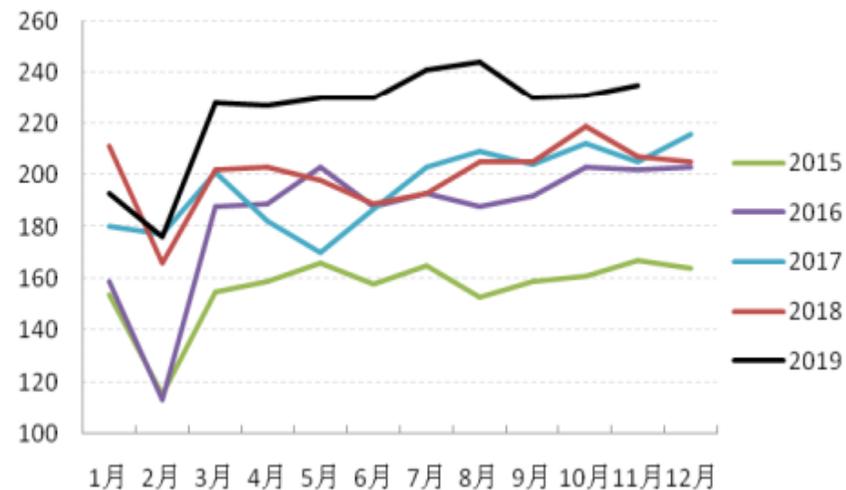
万金属吨

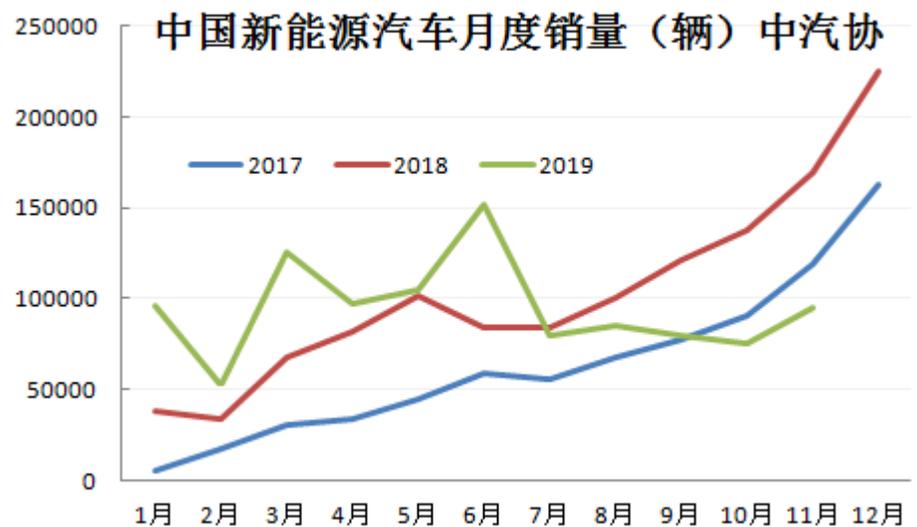
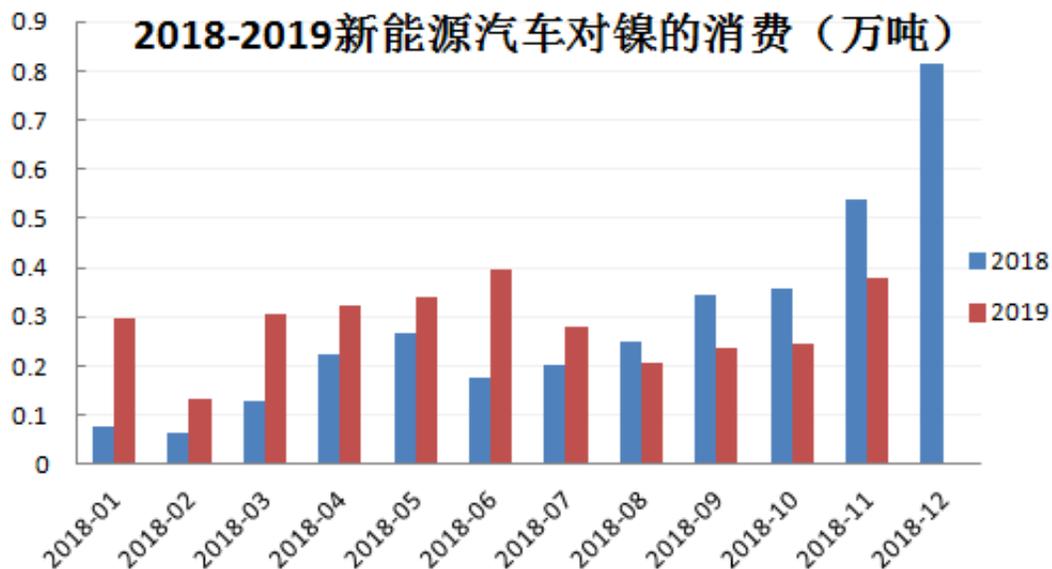
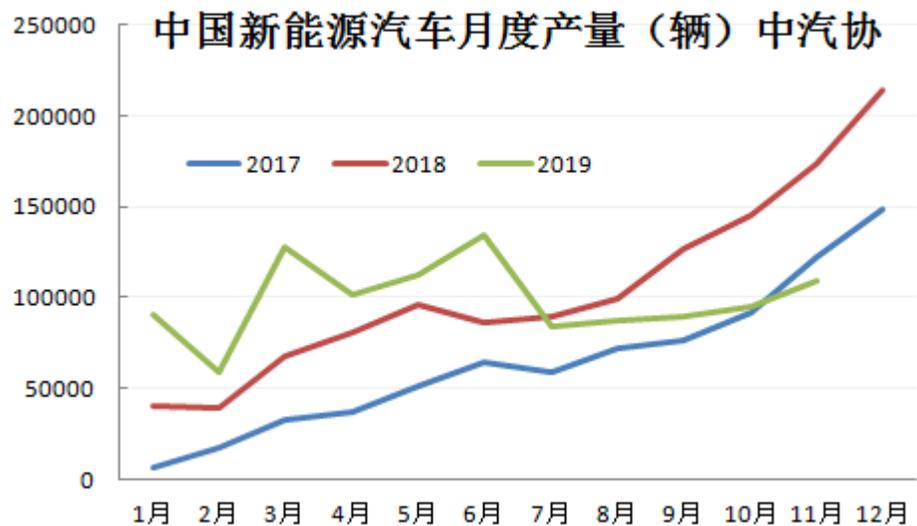


无锡佛山地区不锈钢社会库存 (吨)

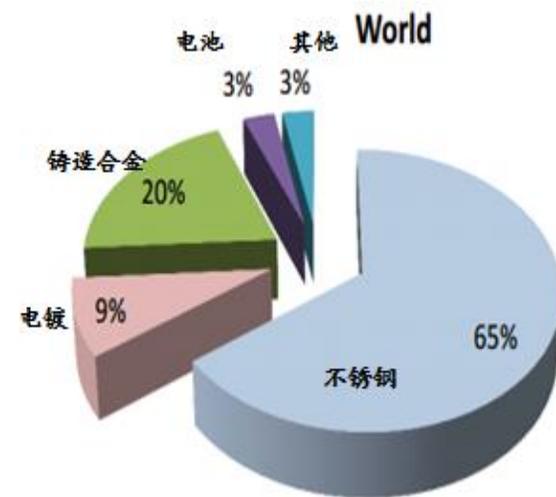
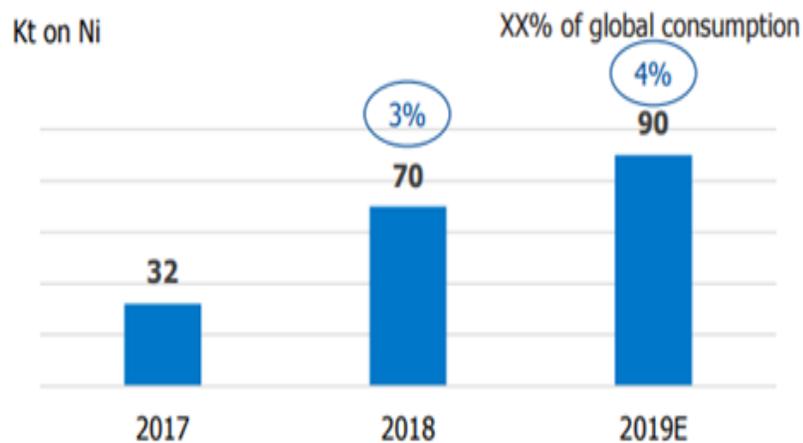


全国17家不锈钢粗钢产量 (万吨)

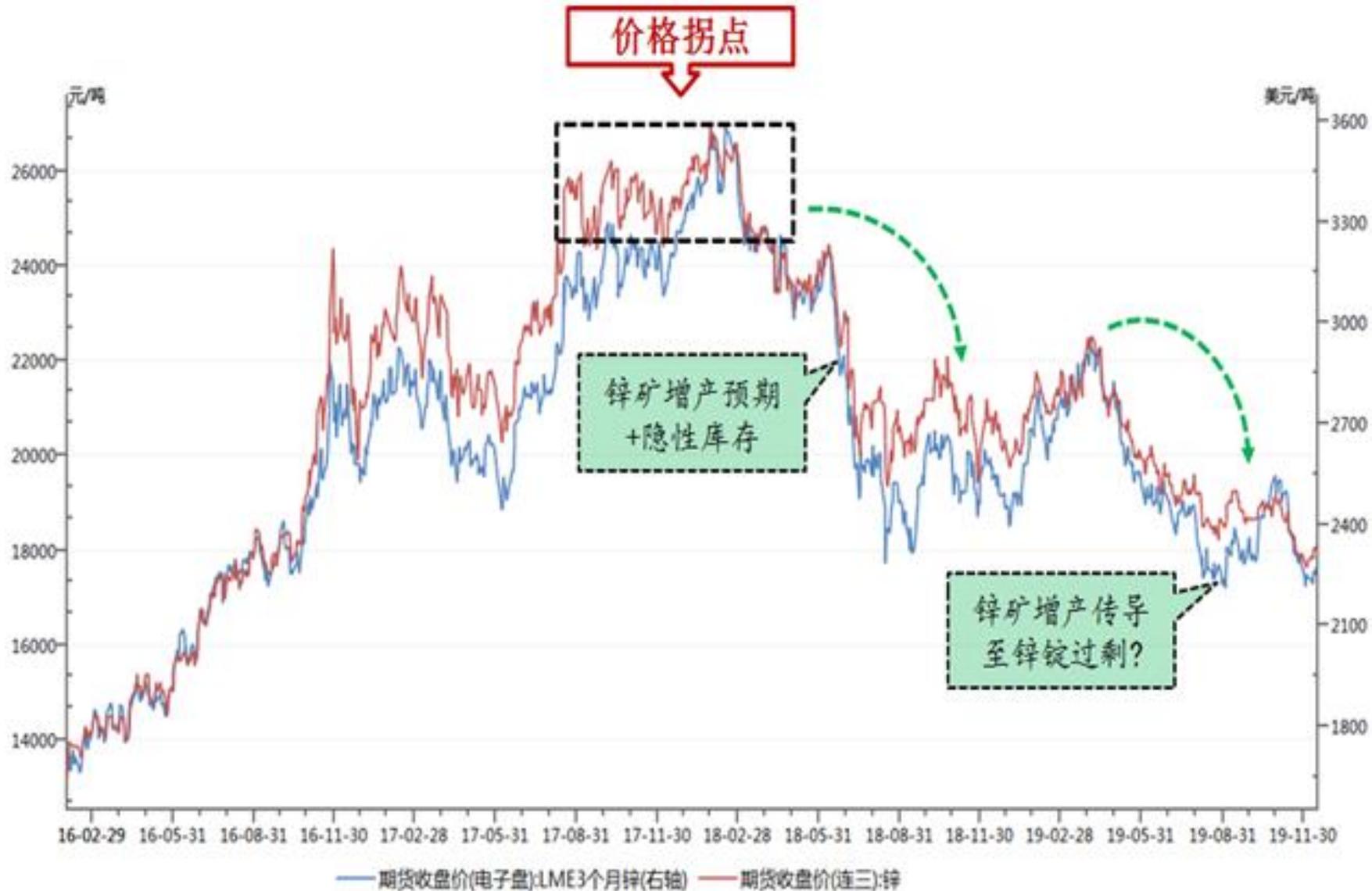




虽然锂电池中镍需求增长迅速，但占全球消费仅4%



锌：下跌空间有限



锌矿增产和锌锭过剩毫无悬念

全球供需平衡表 (万吨)		2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
锌矿	产量	1258.2	1246.2	1145.4	1185.4	1225.9	1270.9	1335.9
	增速%	0.66%	-0.96%	-8.09%	3.49%	3.42%	3.67%	5.11%
锌锭	精炼锌产量	1354.9	1345.4	1330.1	1355.2	1424.2	1489.2	1544.2
	增速%	2.30%	-0.70%	-1.14%	1.89%	5.09%	4.56%	3.69%
锌消费	锌总需求	1331.5	1334.5	1370.2	1394.8	1387.6	1375.5	1396.1
	增速%	1.70%	0.23%	2.68%	1.80%	-0.52%	-0.87%	1.50%
供需平衡		23.4	10.9	-40.1	-39.6	36.6	113.7	148.1

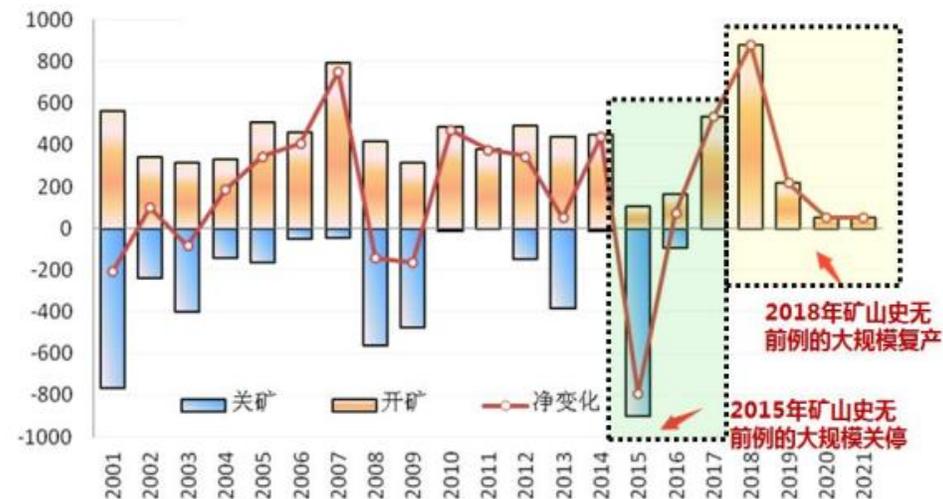
中国供需平衡表 (万吨)		2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
锌矿	产量	438.5	410.0	407.5	414.9	426.9	431.9	441.9
	增速%	3.44%	-6.50%	-0.61%	1.82%	2.89%	1.17%	2.32%
锌锭	精炼锌产量	560.0	593.5	607.5	598.0	568.1	624.2	659.2
	净进口量	43.8	44.9	40.3	66.3	69.3	55.4	60.0
	产量增速%	7.94%	5.98%	2.36%	-1.56%	-5.00%	9.88%	5.61%
锌消费	锌总需求	610.0	625.0	650.0	672.5	662.5	660.0	675.3
	增速%	4.27%	2.46%	4.00%	3.46%	-1.49%	-0.38%	2.32%
供需平衡		-6.2	13.4	-2.2	-8.2	-25.1	19.6	43.9

2019-2020年境内外锌精矿增量情况

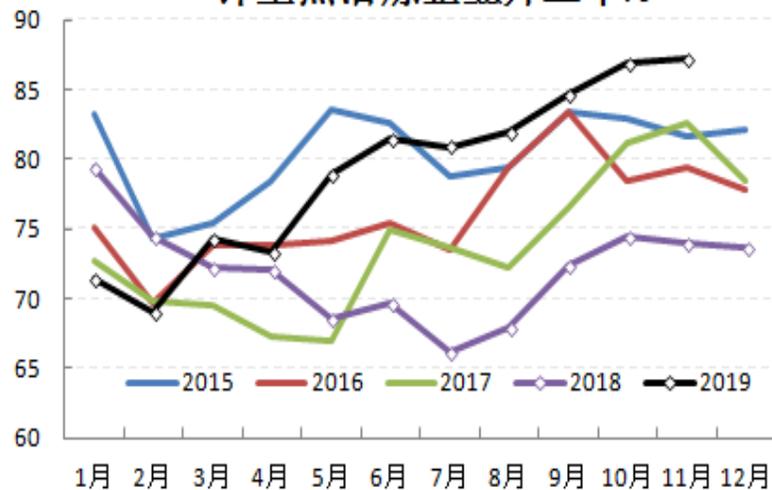
	2019	2020
境外	40	55
中国	5	10
合计	45	65

2019-2020年境内外锌锭增量情况

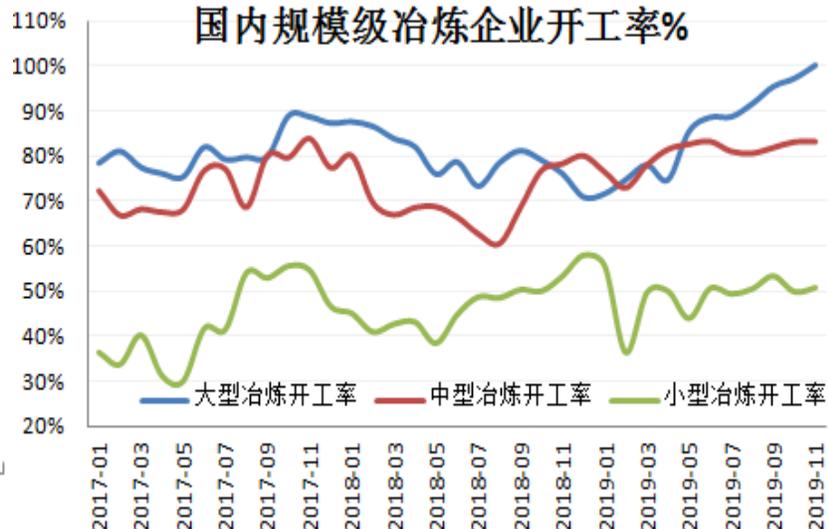
	2019	2020
境外	10	20
国内	55	35
合计	65	55



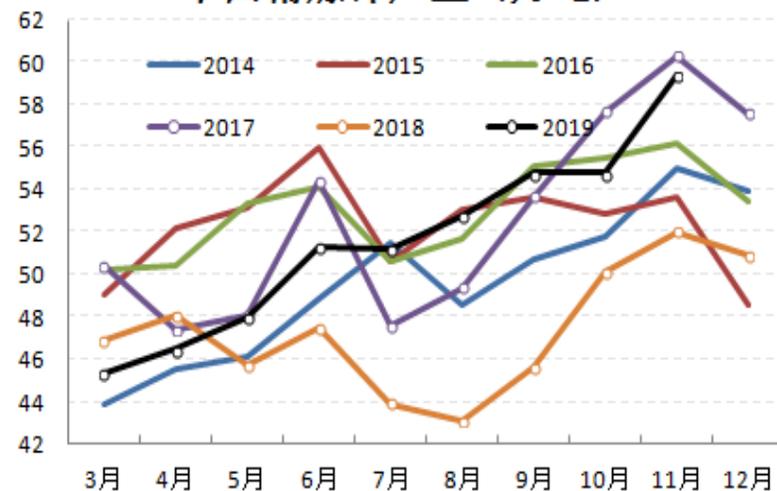
锌重点冶炼企业开工率%



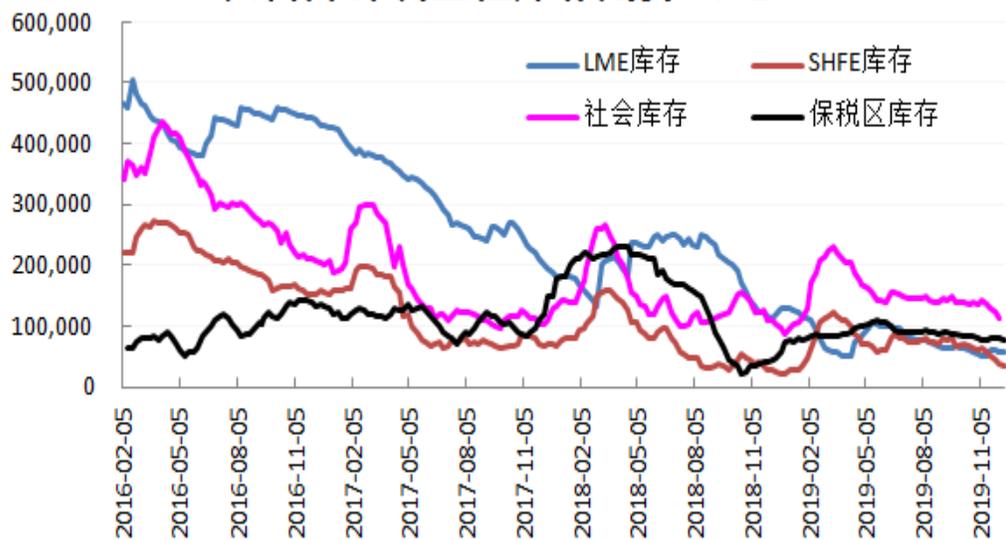
国内规模级冶炼企业开工率%



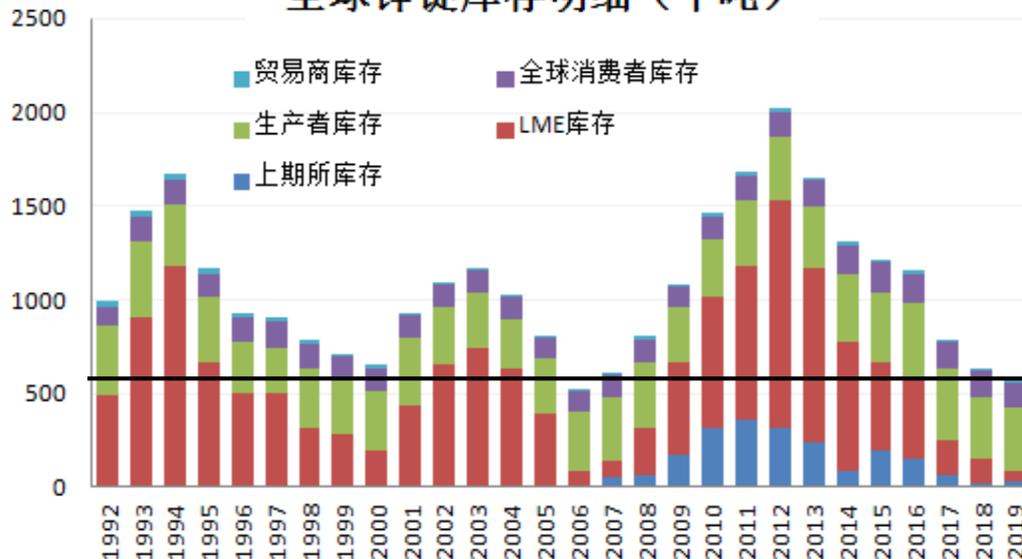
中国精炼锌产量(万吨)



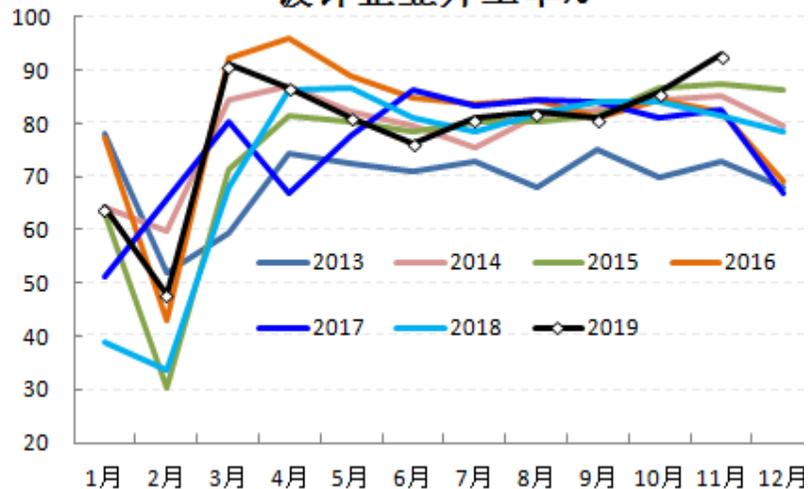
国内外锌锭显性库存走势(吨)



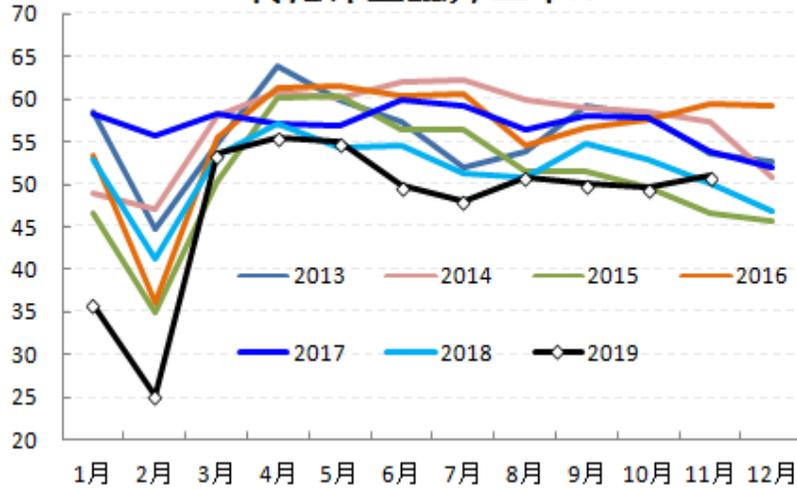
全球锌锭库存明细(千吨)



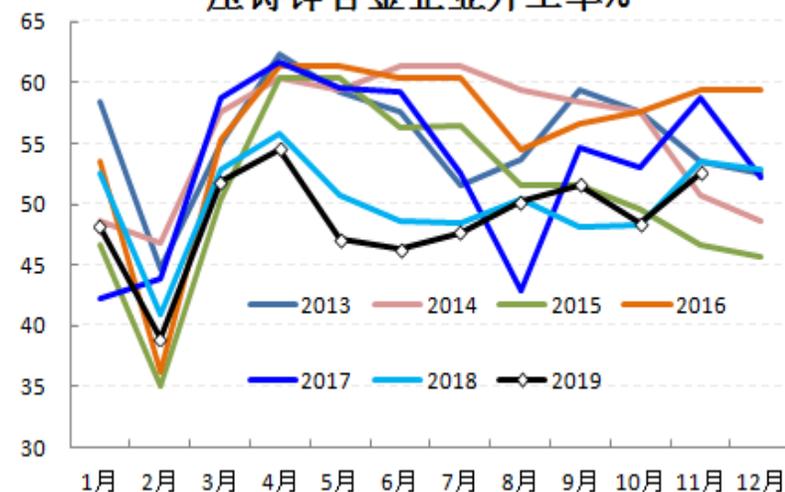
镀锌企业开工率%



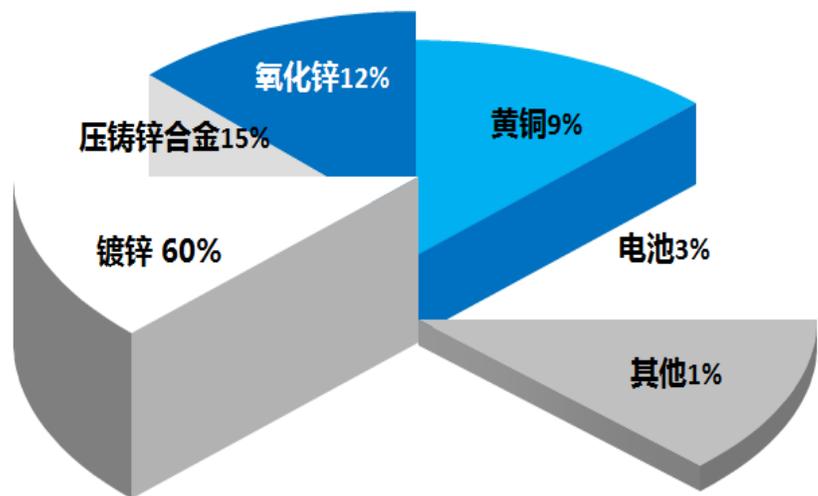
氧化锌企业开工率%



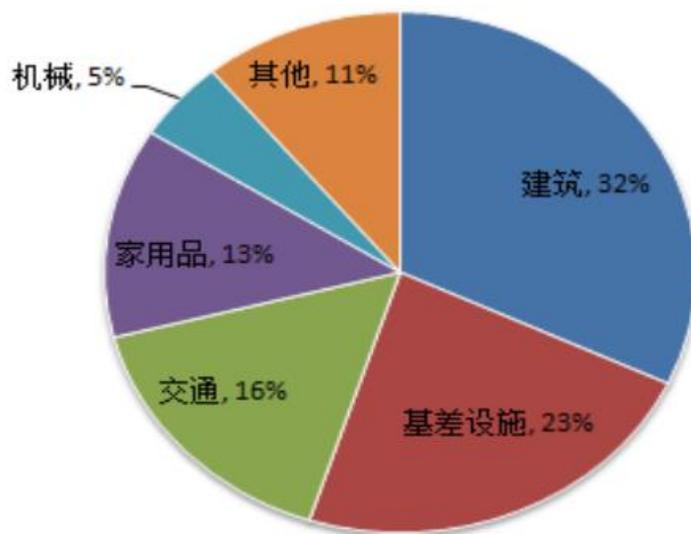
压铸锌合金企业开工率%

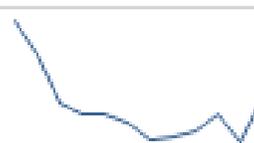


镀锌消费占初级消费比重 60%



基建、汽车和房地产是锌下游终端的核心



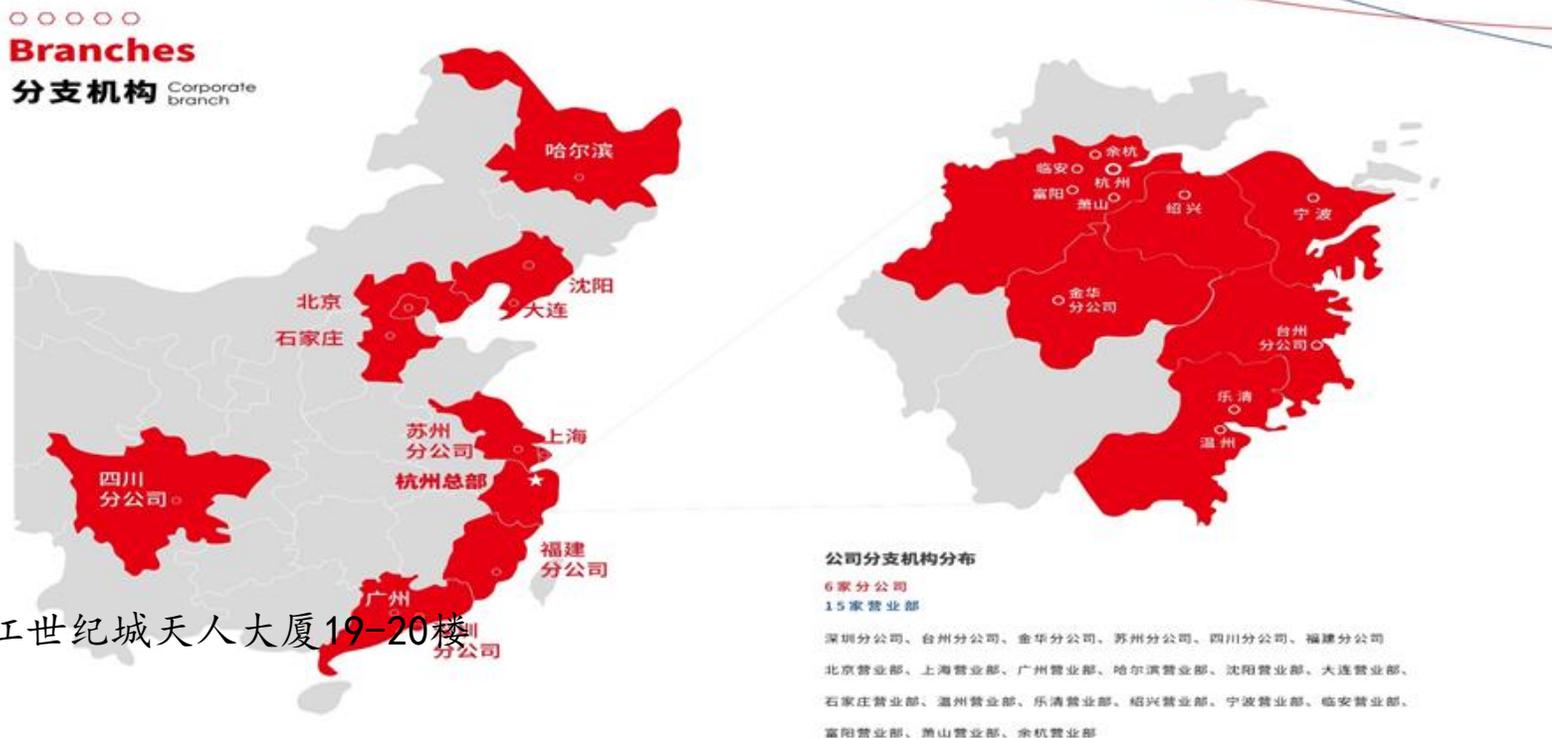
品种	驱动因素		安全边际		策略
	方向	核心矛盾	库存	期限结构	
铜	向上	低库存支撑+需求改善预期	偏低		47000附近买入
铝	向上	强现实VS投产预期	国内较低		成本端附近积极买入
铅	向下	环保减弱+冶炼利润高产量释放+需求疲软	低		绝对价格偏低, 空配
锌	向下	锌矿增产+锌锭过剩+累库预期(未兑现)	极低		绝对价格偏低, 空配
镍	向上	禁矿导致镍矿成本抬升+镍铁全球缺口+结构性短缺	低		10万附近逢低买入
排序	镍 > 铜 > 铝 > 锌 > 铅				

重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，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、财政状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。



地址：杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311215

电话：0571-28132578

网址：www.cindaqh.com