



兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

# 铜镍上行可期 沪锌格局偏空

研究员: 贾舒畅

从业资格编号: F3011322

E\_mail: [jiasc@cifutures.com.cn](mailto:jiasc@cifutures.com.cn)

Tel: 18001840729 021-38296218

2015.10

□ **供给端分析及展望：**

- ✓ 全球矿商减产或抵消进口TC高位带来提振，铜矿进口有望维持当前水平，我国精铜产量暂无增量影响，部分产能延后或提振铜市；
- ✓ 加工费高企，国内精锌供应充足，库存去化较为缓慢，供给面压力仍存；
- ✓ 镍矿进口周期性下降，港口库存消耗加快；印尼镍铁项目逐步投产，但短期对国内整体供给影响有限。

□ **需求端分析及展望**

- ✓ 产业结构调整升级压力加大，预计电力电网行业将保持低速增长，对铜锌消费无明显提振；
- ✓ 车市需求不振，且库存压力仍存，预计后市对锌需求无明显改善；
- ✓ 欧美经济向好，我国房市环比改善，但对锌下游消费短期影响有限；
- ✓ 不锈钢行业格局变化不大，镍下游需求暂无提振。

□ **观点综述：**

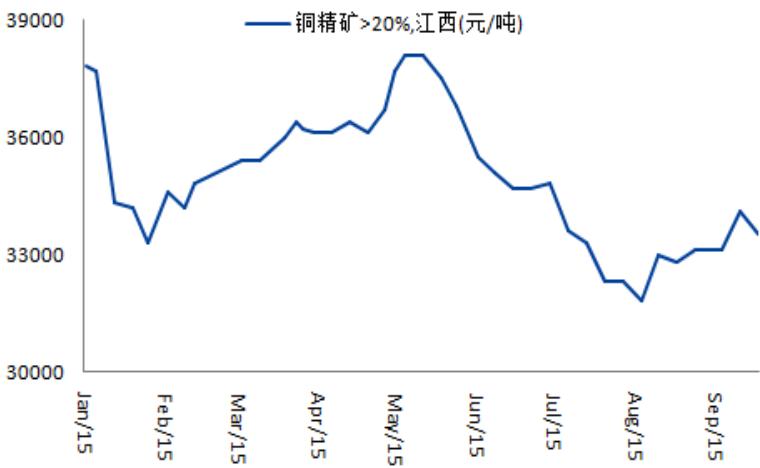
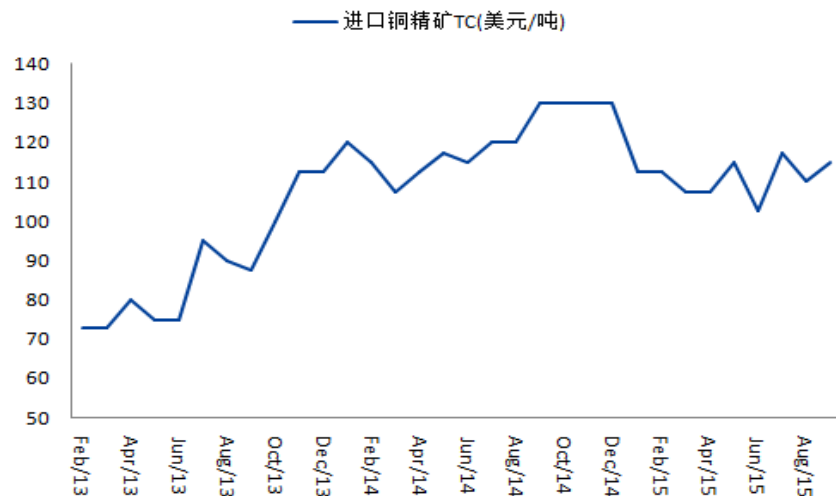
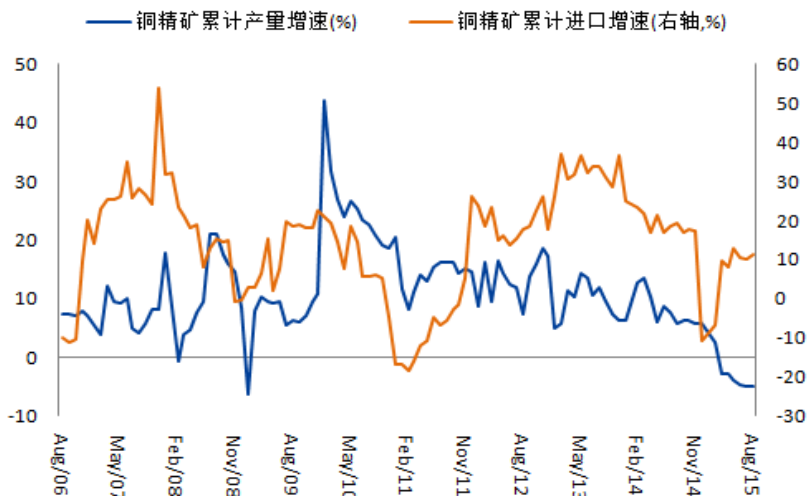
- ✓ 2015年10月，铜镍供给端有上行动力，可做多，沪锌供给及库存压力仍存，宜做空。



## 有色金属供需分析及展望



### 1.1.1、铜矿进口弥补国内产量下滑，冶炼原料供应稳定

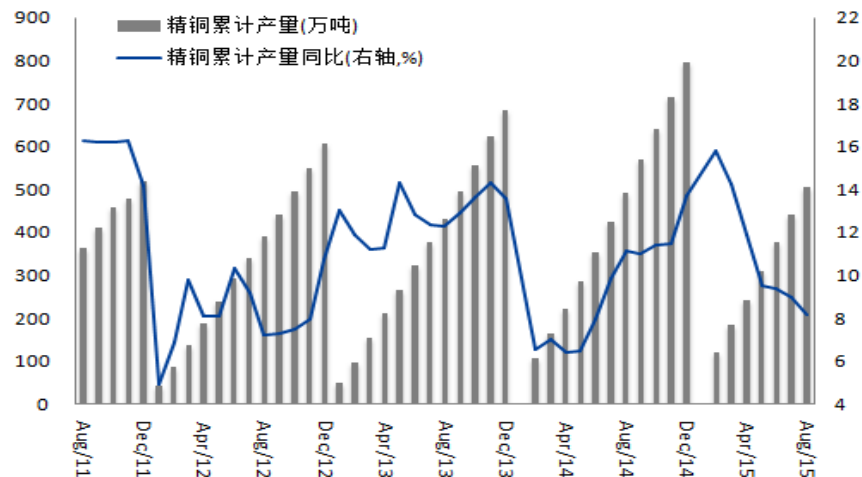
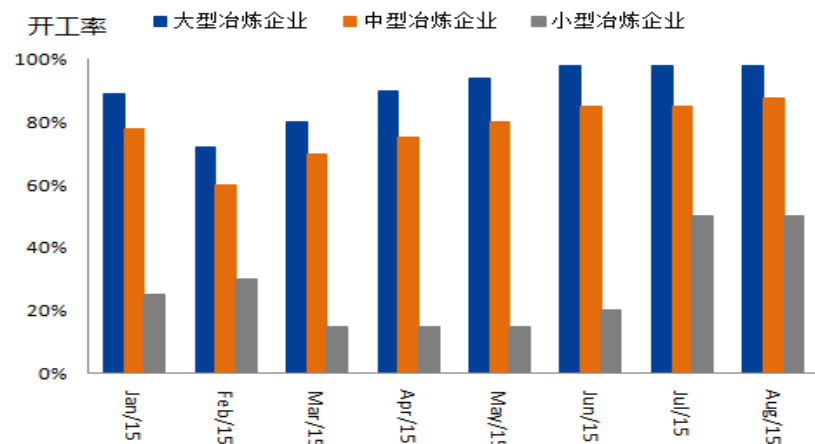


**截止2015年8月，我国铜精矿累计进口同比+11.36%，  
累计产量同比-4.98%；**

**当前矿价持续低迷，国内矿山纷纷减产，预计国内产量  
难有提升；**

**虽当前进口TC处于高位，但全球矿商减产致产量下滑，  
后期进口增速难有提高。**

## 1.1.2、近半新增产能延后，精铜产量增速有望下降

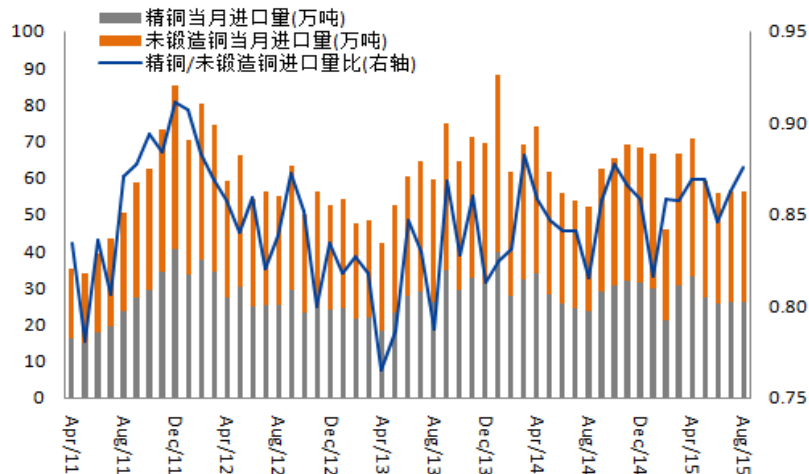
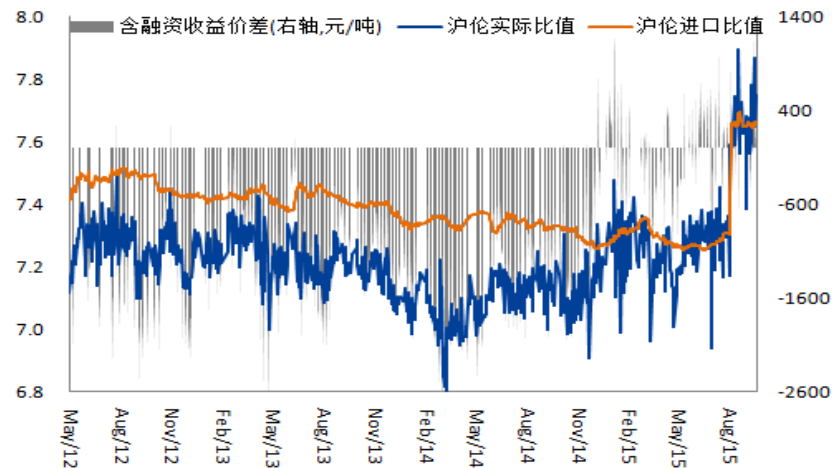


冶炼厂	新增精炼产能(万吨)	原定投产时间
白银有色	20	2015年
青海铜业	5	2015年
鑫晖铜业	10	2015年
中国黄金(三门峡)	20	2015年
水口山有色	10	2015年
紫金铜业	10	2015年
恒邦铜业	20	2015年
总计延后产能	-40	
2015年新增	55	

数据来源: SMM, 招商证券, 我的有色

截止2015年8月，我国精铜累计产量同比+8.17%，大中小型炼厂开工率均无明显变化，对产量暂无增量影响；受当前铜价低迷影响，部分炼厂推迟新增产能上线，2015年预计新增产能下降一半至40万吨，或拖累国内精铜产量增速。

### 1.1.3、套利窗口暂关闭，精铜进口下降

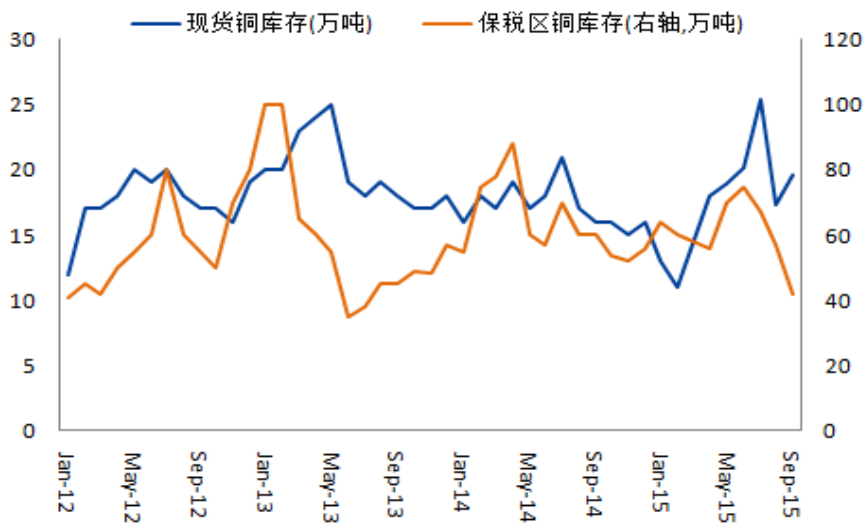


**截止2015年8月，我国精炼铜累计进口同比-8.83%，未锻造铜累计进口同比-8.19%；**

**自8月汇改后，人民币大幅贬值，致精铜进口盈利窗口关闭，在此窗口再度打开之前，我国精铜进口增速难有提升。**



## 1.1.4、保税区库存流入中间商，洋山铜溢价升至年内高点



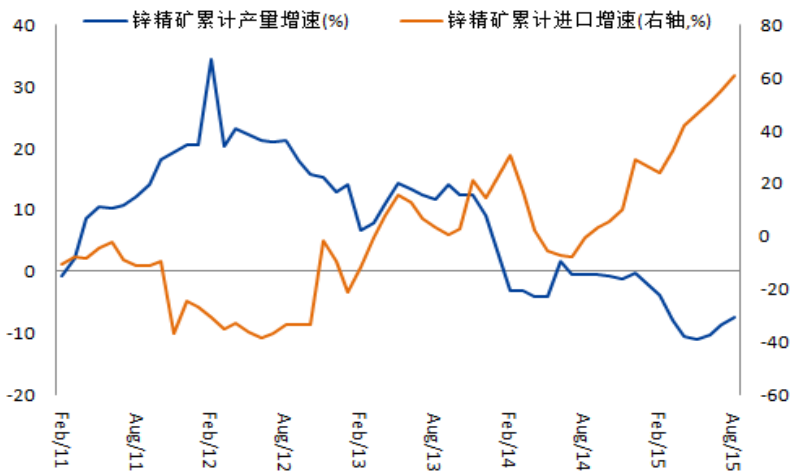
据SMM调研，截止2015年9月底，上海保税区铜库存为42万吨，环比-15万吨，洋山铜溢价升至年内高点，与保税区库存大量流出互为印证；

同期，社会库存处于年内高点，保税区库存流入中间商环节概率较大，中间商囤货或因看好后市需求，对铜价有一定支撑作用。





## 1.2.1、减产计划实际影响有限，我国锌矿供给仍显充足



2015年锌精矿TC

时间	进口锌精矿(美元/干吨)	国产锌精矿(元/金属吨)
Sep-15	195-210	5300-5400
Aug-15	200-215	5300-5400
Jul-15	200-215	5300-5500
Jun-15	200-220	5300-5500
May-15	200-220	5400-5500
Apr-15	200-220	5400-5500
Mar-15	200-220	5300-5500
Feb-15	195-220	5300-5500
Jan-15	195-220	5300-5500

数据来源：SMM

2015第四季度矿山减产计划

所属公司	矿山	产量减少(万吨)	减产方式
嘉能可	George Fisher		减产
	Mt Isa	24.5	停产
	McArthur River	13.5	减产
	Kazzinc	4	减产
	南美	8	停产
Vedanta	Lisheen	17	矿山关闭
总计		67	

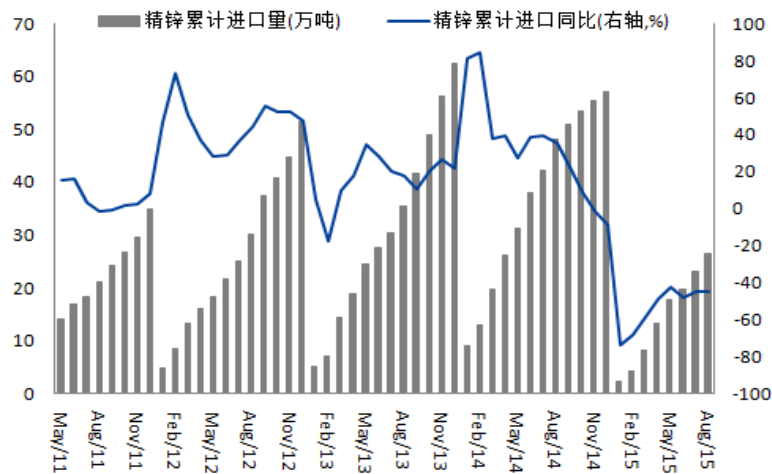
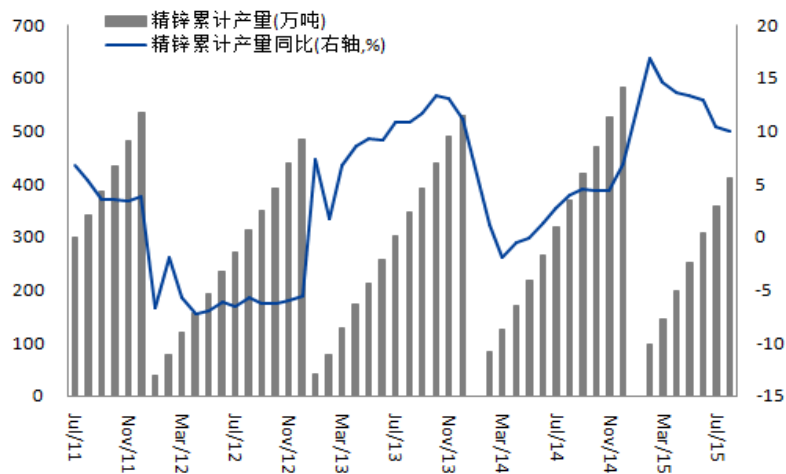
数据来源：嘉能可、SMM

截止2015年8月，我国锌精矿累计产量同比-7.64%，累计进口同比+61.02%；

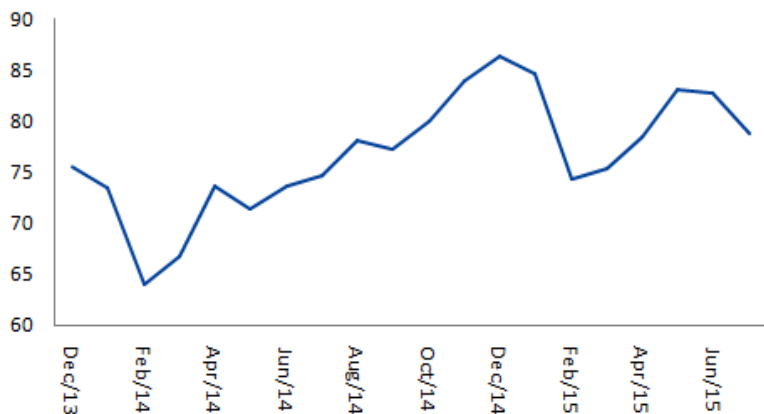
进口精矿TC高企致锌矿进口持续大增，嘉能可大幅减产短期内对进口影响有限，我国锌精矿整体供应较为充足。



## 1.2.2、精锌进口持续下滑，但国内产量充足



—— 锌冶炼企业开工率(%)

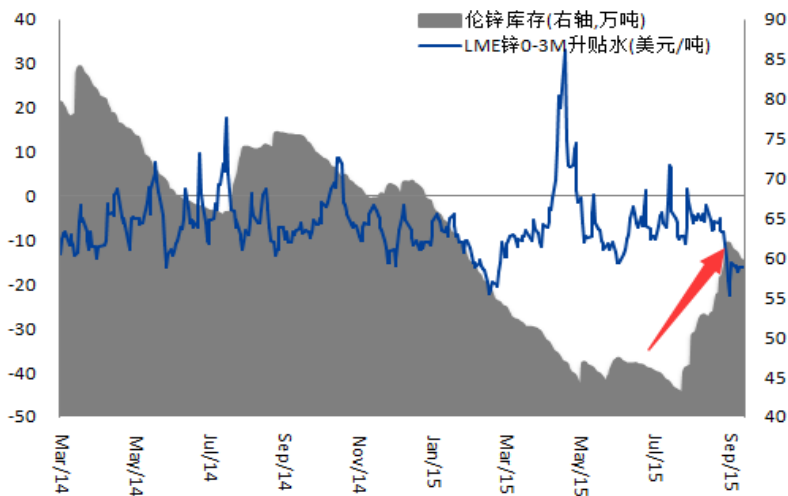
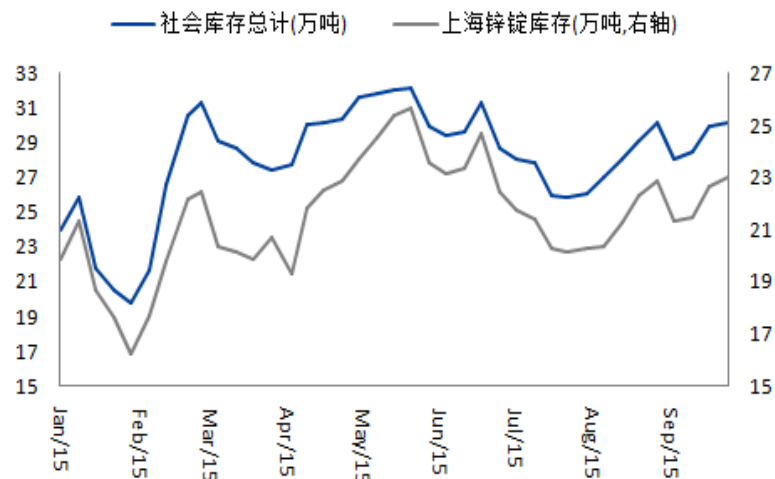


截止2015年8月，我国精锌累计产量同比+10.04%，  
累计进口同比-44.64%；

锌冶炼企业开工率维持高位，国内精锌产量充足，对进口精锌的需求有一定抑制，预计进口增速将仍处于低位。



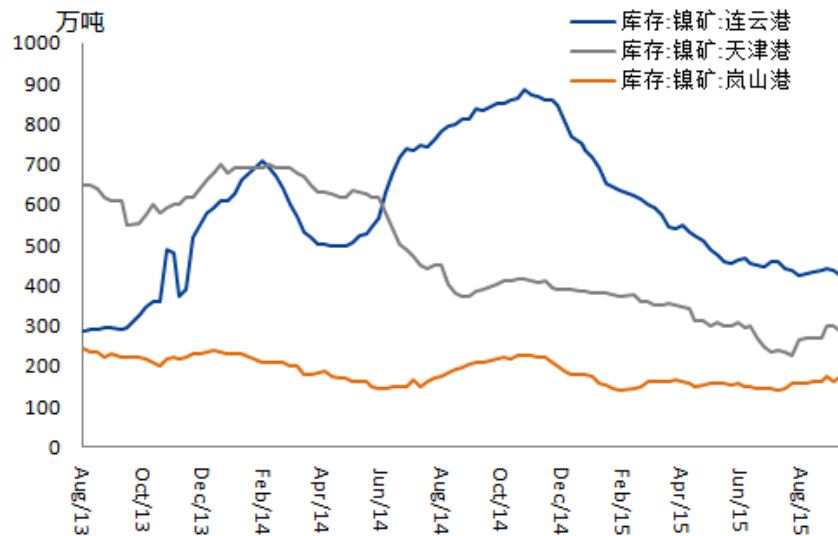
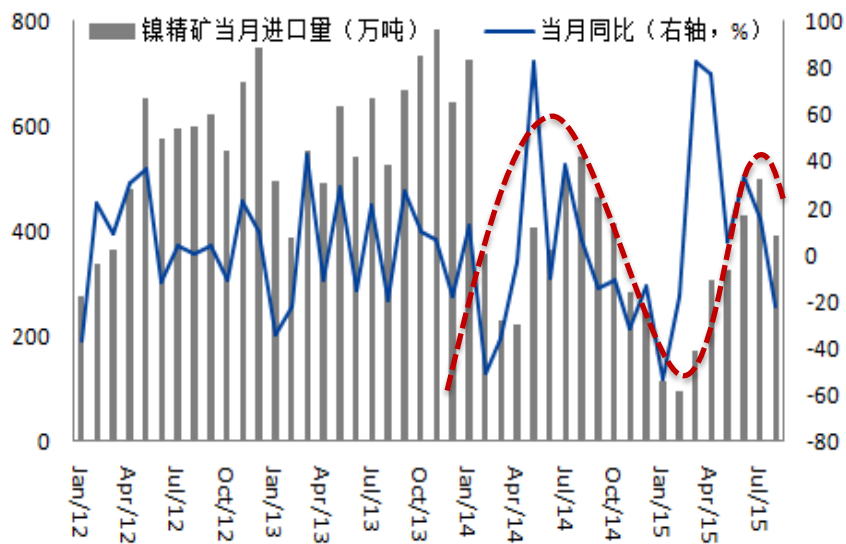
### 1.2.3、交易所库存降幅有限，整体库存压力较大



截止2015年9月底，社会锌锭总库存为30.11万吨，自年初上升6.1万吨；

9月以来，LME及SHFE锌库存自高位有所回落，但下降有限，综合来看，库存对锌价仍有一定压力。

### 1.3.1、镍矿进口周期性下降，港口库存将加快消耗

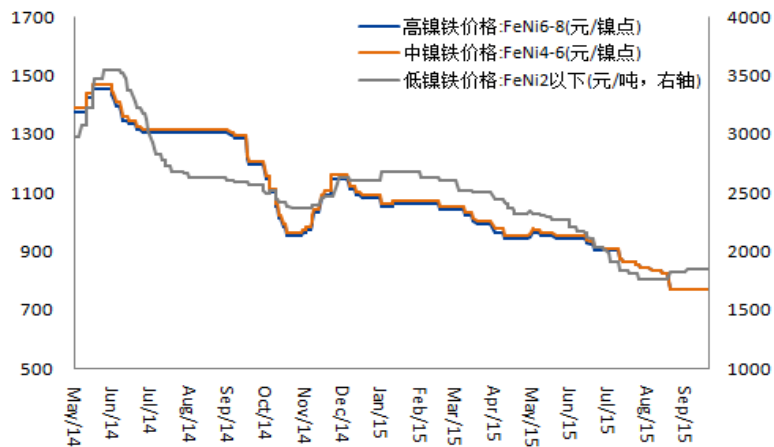
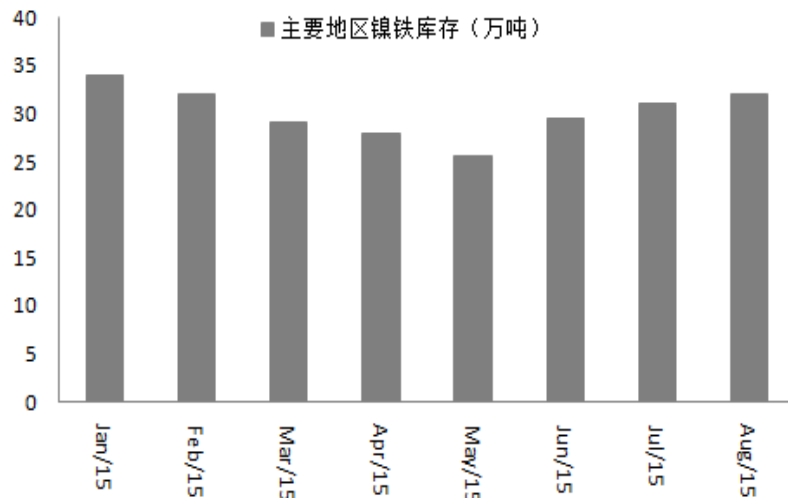
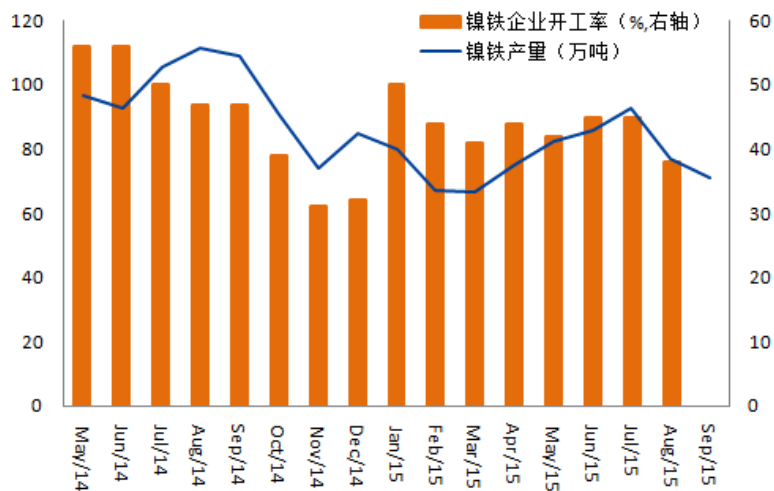


截止2015年8月，我国镍矿当月进口390万吨，环比-21.67%，菲律宾再度进入为期3-4个月的雨季，期间我国镍矿进口将呈现季节性下降；

截止2015年9月底，我国主要港口镍矿库存变化不大，随着进口量的周期性下降，后期港口库存消耗将加快。

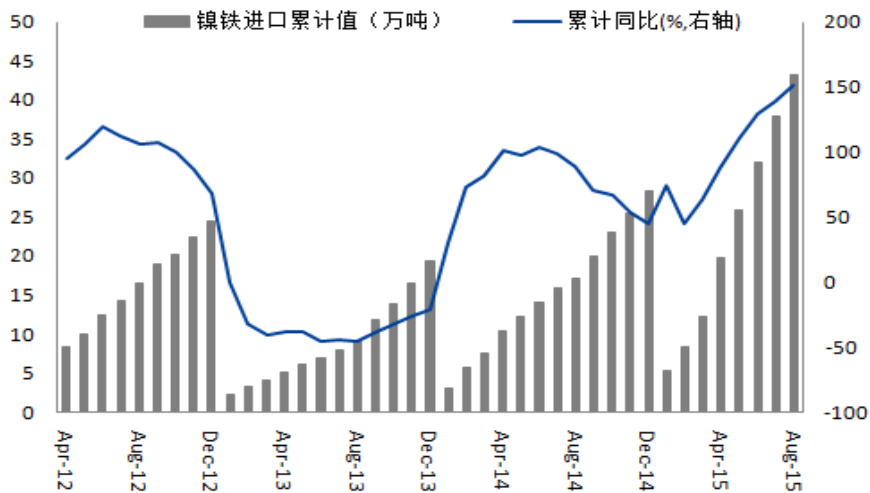


### 1.3.2、镍铁产量下降，但库存难以消耗



**2015年8月我国镍铁产量环比-15.6万吨，开工率环比-7%，主要地区镍铁库存为32万吨，仍处高位；**  
**镍铁产量因价格低迷有所下滑，但下游需求暂无改善，其库存难以消耗，后期产量有望持续下降。**

### 1.3.3、镍铁项目进度缓慢，对进口短期影响有限

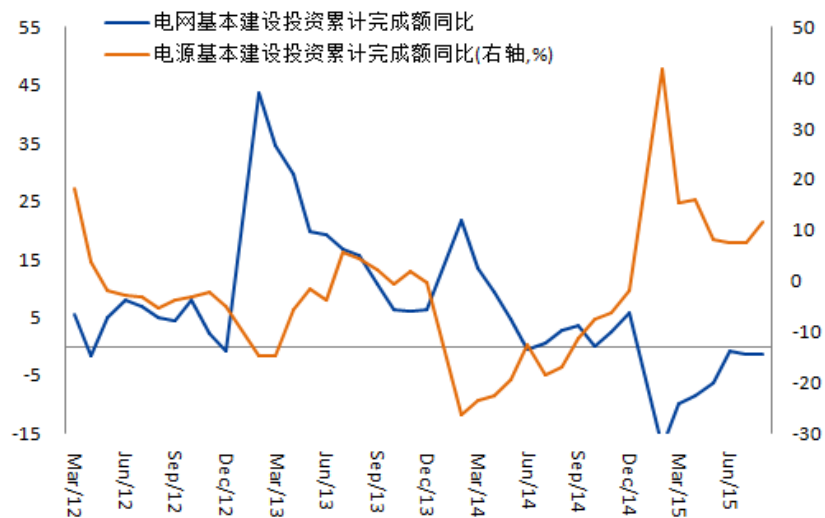
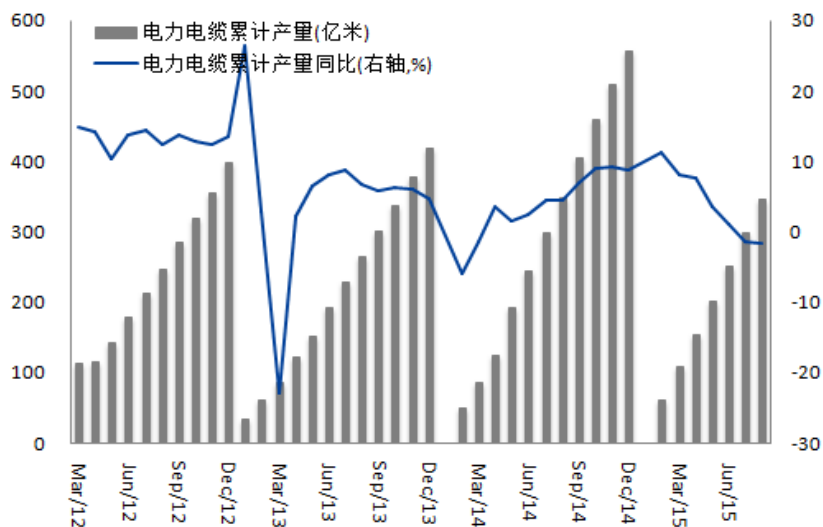


公司	工艺	2015镍铁产能 (万吨)
青山	RKEF	90
Marconing		30
罕王	竖窑	25
中国神雾	转底炉	23.6
新华联	高炉	30
PT CINTA JAYA	高炉	10
华迪	电炉	8.8
东方振石	高炉	4
青岛恒顺电气	RKEF	18
宁波明辉	高炉	5.4
浙江保利矿业	高炉	4
金刚五矿	高炉	2
<b>总计</b>		<b>259.8</b>

数据来源：SMM、我的有色、我的钢铁网

**截止2015年8月，我国镍铁累计进口同比+151%；中资企业于印尼镍铁项目仍在建设，预计短期对镍铁进口影响不大。**

## 1.4.1、电力行业无明显变化，对下游消费提振有限

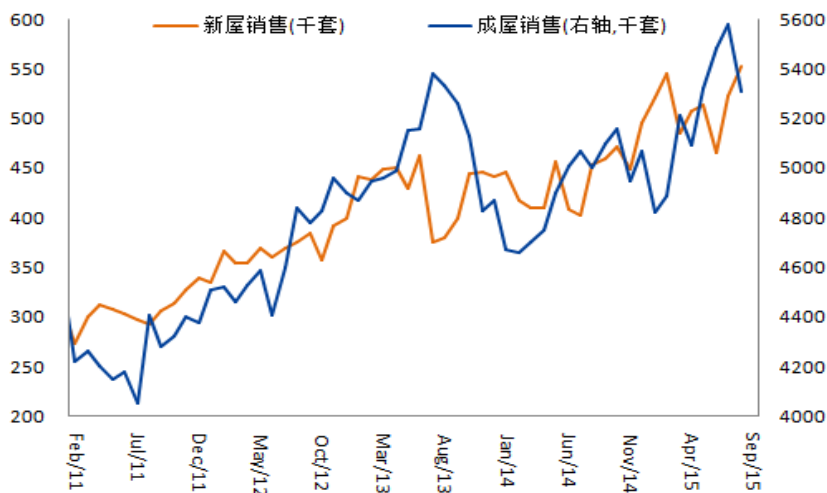
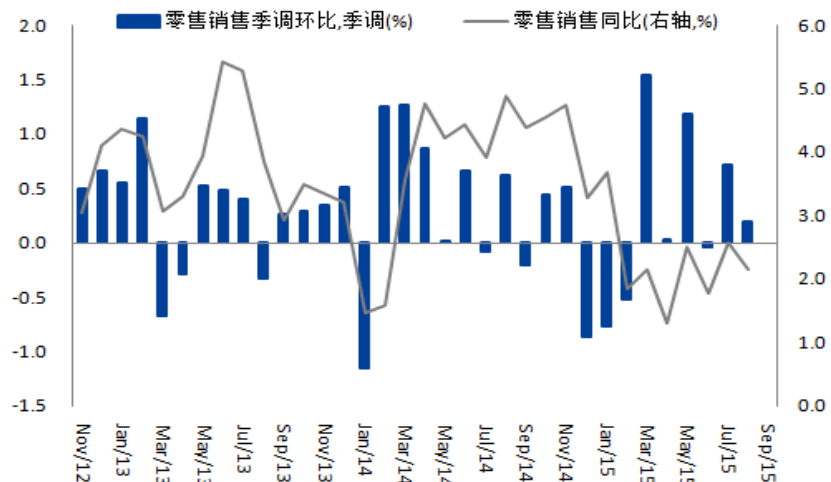
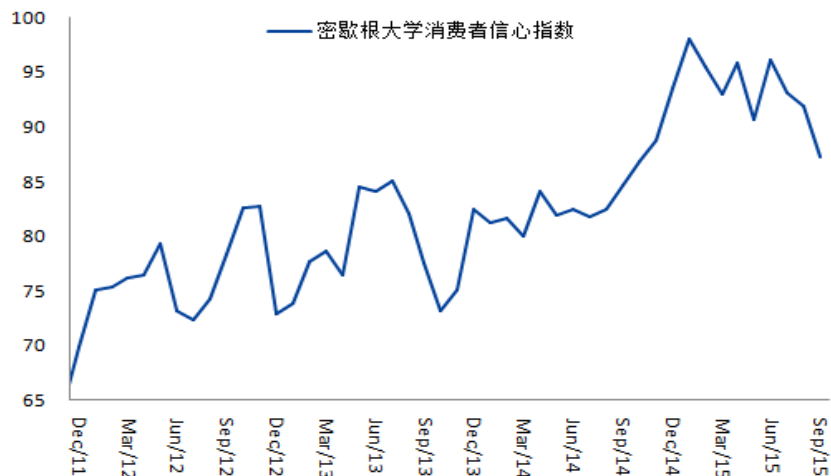


**截止2015年8月，电力电缆累计产量同比-1.6%，行业升级转型、铝线缆替代效应或进一步打击后市电缆用铜需求；**

**同期，我国电网基本建设投资累计完成额同比-1.49%，电源基本建设累计完成额同比+11.67%；作为保增长手段之一，电网投资增速再度下降可能性不大。**



## 1.4.2、美国经济延续良好势头，或将提振我国家电出口

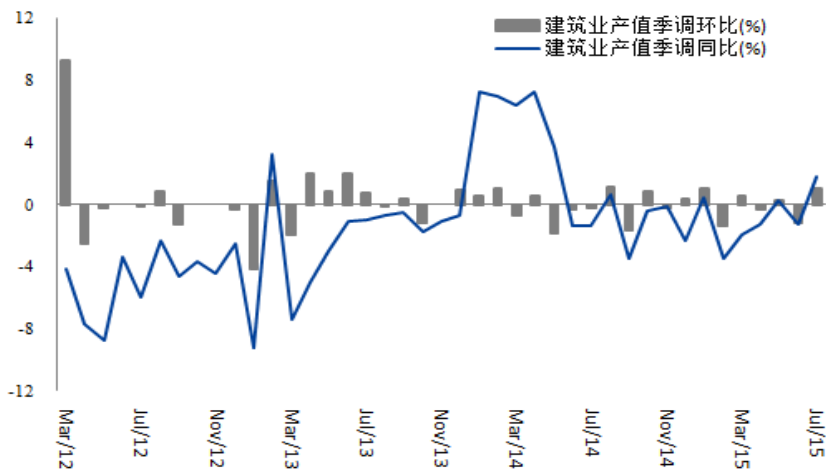
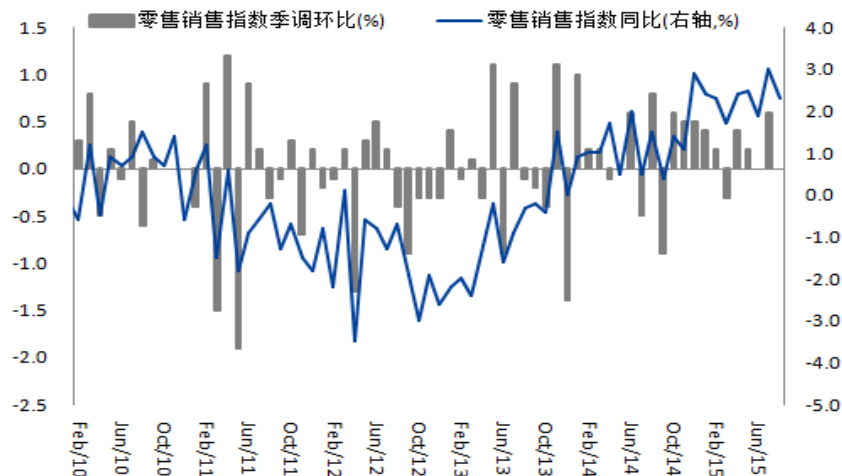
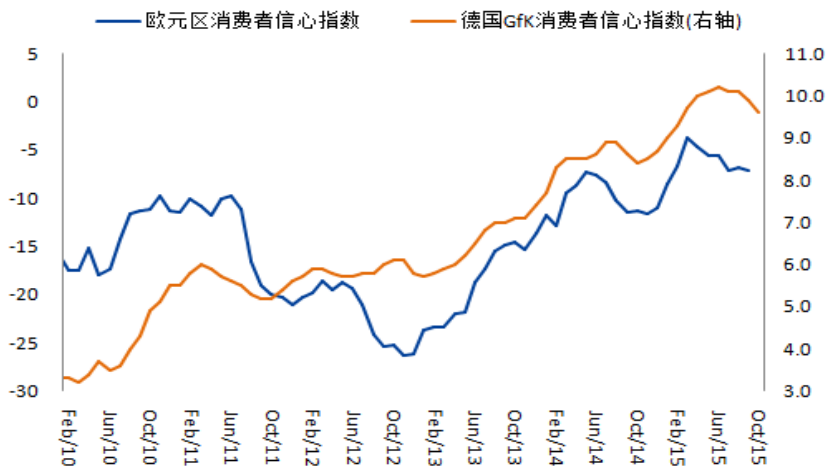


从前瞻指标看，美国消费者信心指数有所下降，但仍处高位；

新屋及成屋销售仍处上升通道，零售销售环比正增长，后市或对我国家电出口有一定提振。



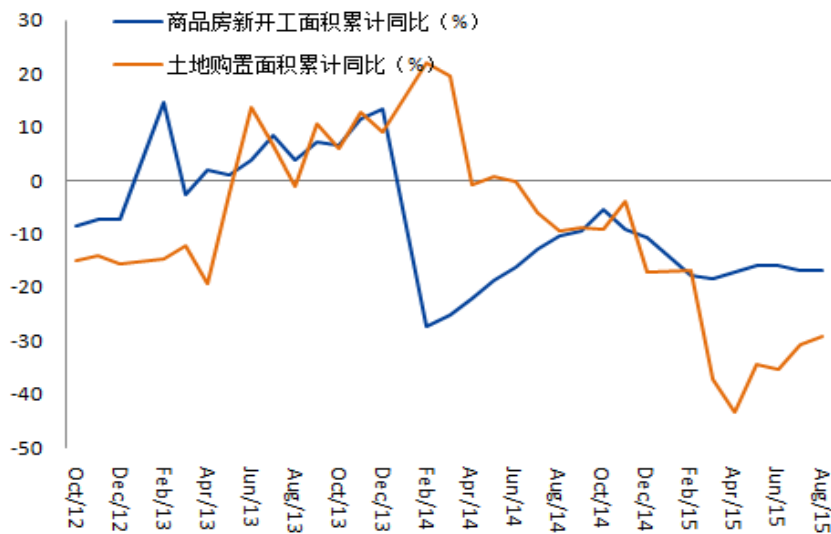
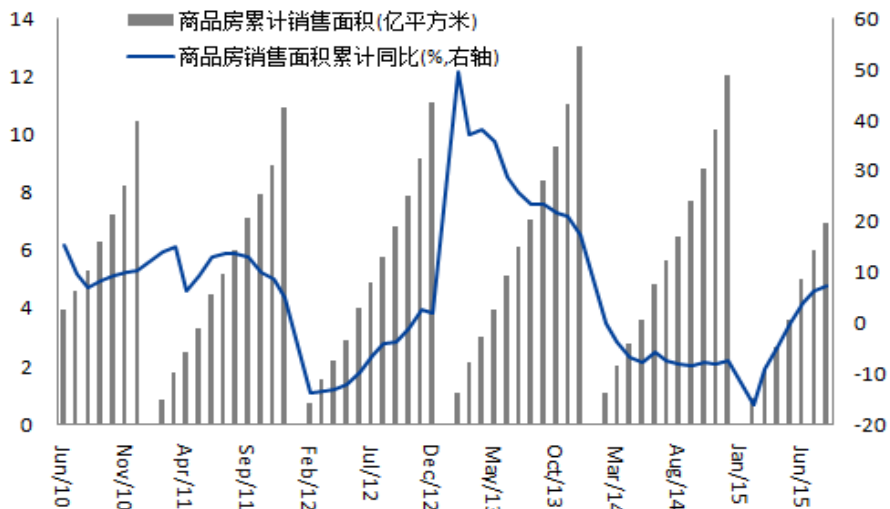
### 1.4.3、欧元区经济持续好转，利好我国家电出口



**欧元区消费者信心指数持续攀升，建筑业产值环比上升，欧元区零售销售指数处同比增速较快，对我国家电出口或有改善。**



### 1.4.4、房地产市场环比小幅改善，但对家电内需提振有限

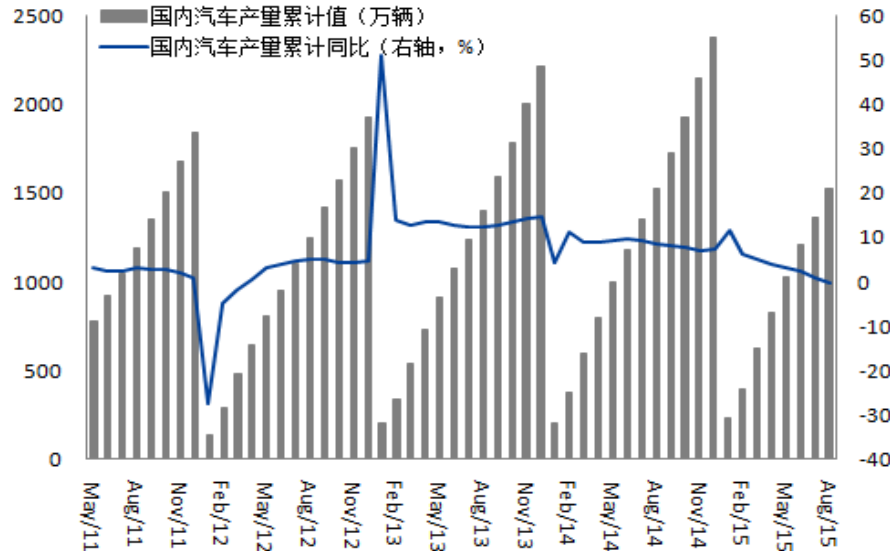
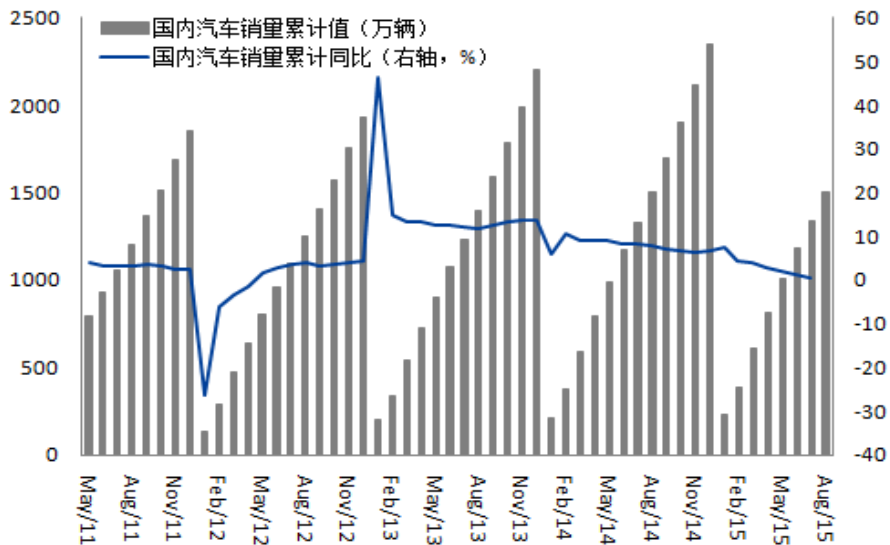


截止2015年8月，我国商品房销售面积同比攀升，我国商品房新开工面积及土地购置面积环比略有改善；

由于房地产市场与家电市场存时滞因素，因此短期内对我国家电内需拉动不大。



### 1.4.5、短期车市难有提振，产销延续低增长势态

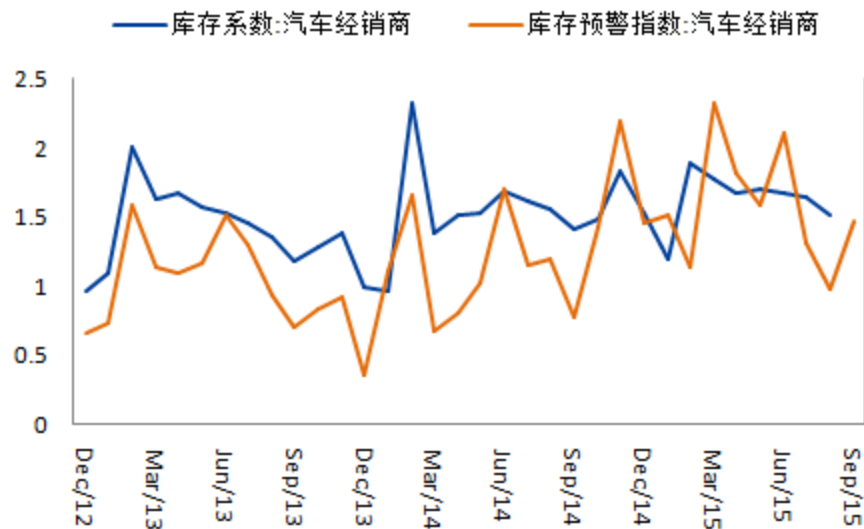
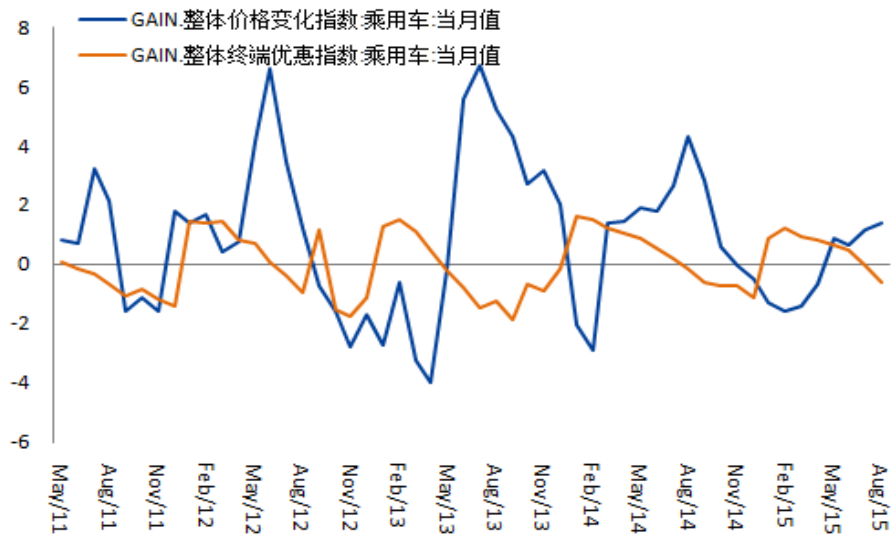


截止2015年8月，我国汽车产销延续低速增长势态，产量同比-0.24%，截止2015年7月，汽车销量同比+0.39%，均无明显改善。

车市暂无回暖迹象，后市或延续弱势。



## 1.4.6、汽车库存压力仍存，后市难有改善

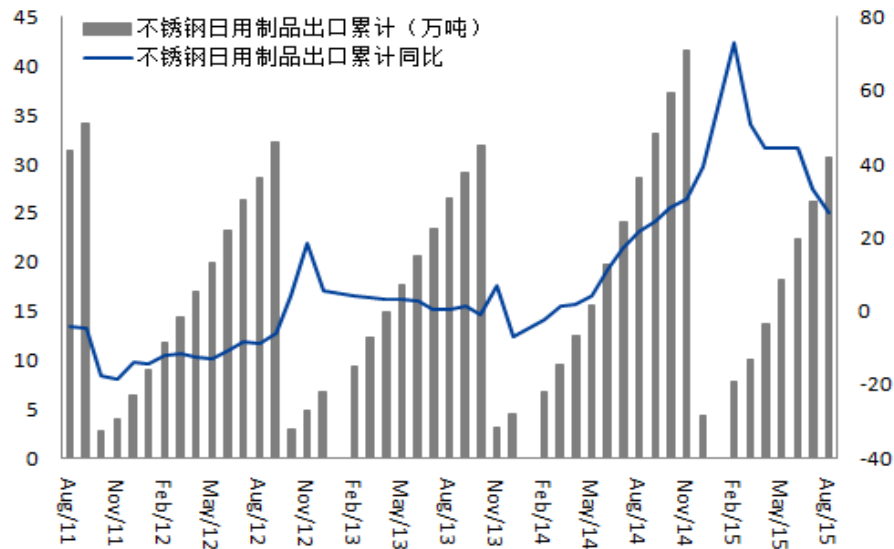
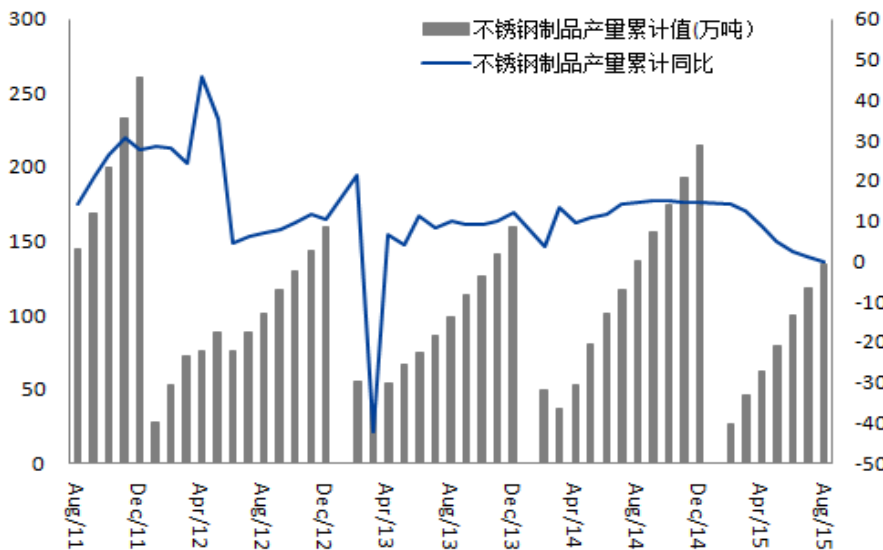


截止2015年9月，我国汽车经销商库存预警指数为55.7，较上月大幅回升，经销商去库存压力犹存；

整体终端优惠指数继续下滑，且成交价格有所回升，车市短期难有改善。



## 1.4.7、反倾销持续压制出口，不锈钢行业仍无改善



截止2015年8月，我国不锈钢制品出口同比+27.1%，反倾销调查持续抑制我国不锈钢出口。

同期，我国不锈钢产量同比+0.09%，需求不力、产能过剩致产量增速进一步下滑。

## 1.5.1、铜锌镍供需平衡展望—2015铜镍紧平衡，精锌变化不大

供需平衡表(万吨)

	精铜			精锌			镍金属		
	2014	2015F	2016E	2014	2015F	2016E	2014	2015F	2016E
产量	2247.9	2266.9	2318.3	1329.6	1369	1421	199.4	195.4	194.2
需求	2289.3	2262.8	2331	1363.8	1390	1437	186.3	190.5	196.5
供需缺口	-41.4	4.1	-12.7	-34.2	-21	-16	13.1	4.9	-2.3

数据来源: CRU、ICSG、ILZSG、Wood Mackenzie、INSG

- ✓ 预计2015全球精铜供给小幅过剩4.1万吨，铜价低迷致产量预期大幅下降；
- ✓ 2015全球精锌供给有21万吨短缺，无明显变化；
- ✓ 2015全球镍市将产生4.9万吨过剩。



## 1.5.2、铜锌镍供需平衡展望—国内铜镍供需面变化不大，锌缺口收窄

单位：万吨	精炼铜	精炼锌	原生镍
产量	791.4	597	61
产量增幅	8.7%	8.0%	-10.3%
需求	1018.4	650	96
需求增幅	5.4%	4.0%	2.1%
供需缺口	-227	-53	-35
进口量	290	31	48.6
进口增幅	-13%	-30.0%	120%

数据来源：ICSG、IZLSG、IZSG、Wood Mackenzie、CRU

- ✓ 预计2015我国精铜供需缺口为227万吨，进口290万吨，缺口预估扩大；
- ✓ 预计2015我国精锌供需缺口为53万吨，进口31万吨，缺口较前期预期大幅收窄；
- ✓ 2015我国原生镍将有35万吨缺口，进口预计48.6万吨，整体处紧平衡状态；
- ✓ 综合看，我国铜镍供需面压力较小，锌暂无好转迹象。



## 相关操作策略说明





相关变量影响综述					
驱动因素	一级指标	二级指标	状态描述	多空影响	
宏观面					
中观层	供给	精铜产量	开工率无明显变化，新增产能延后，或降低产量增速	中性偏多	
		精锌产量	开工率持续高企，产量无放缓迹象	偏空	
		原生镍产量	镍铁价格低迷，开工率持续下降	偏多	
		精铜进口	套利盈利窗口关闭，进口料将放缓	偏多	
		精锌进口	精锌产量增速高位，进口预计减少	中性偏多	
		镍铁进口	印尼多个镍铁项目投产，进口预计增加	偏空	
	需求	电力电网	投资增速下行，预计持续低速增长	偏空	
		家电	欧美经济向好，拉动家电出口，国内房市暂无推动	中性偏多	
		汽车	车市需求不振，库存较高，预计持续低迷	偏空	
		不锈钢制品	出口遭反倾销，增速持续下滑	偏空	
	库存	铜库存	中间商囤货致社会库存增加，或表明其对后市需求乐观	中性偏多	
		锌库存	社会锌锭及交易所库存压力仍较大	偏空	
		镍铁库存	下游需求不力，镍铁库存仍难消耗	中性偏空	
	微观层	价差	沪铜合约间价差	近强远弱	偏空
			沪锌合约间价差	近强远弱	偏空
沪镍合约间价差			近弱远强	偏多	

**基于上述分析，相应操作策略如下**

**1) 做多沪铜**

**核心理由：产能投放不及预期，中间商看好后市。**

**入场价位：39600元/吨以下；**

**目标区间：39900-41000元/吨；**

**止损区间：38000-39000元/吨；**

**资金管理：20%比例，39900-40500区间；30%比例，40500-41000区间；**

**潜在风险：精铜产量大幅上升。**

**基于上述分析，相应操作策略如下**

**2) 做空沪锌**

**核心理由：供需面缺口收窄。**

**入场价位：13600元/吨以上；**

**目标区间：13250-13550元/吨；**

**止损区间：13900-14150元/吨；**

**资金管理：20%比例，13600-13400区间；30%比例，13250-13400区间；**

**潜在风险：库存下降高于预期。**

**基于上述分析，相应操作策略如下**

**3) 做多沪镍**

**核心理由：季节性供应偏紧。**

**入场价位：77500元/吨以下；**

**目标区间：78500-80500元/吨；**

**止损区间：74000-75600元/吨；**

**资金管理：20%比例，78500-79500区间；30%比例，79500-80500区间；**

**潜在风险：印尼禁矿政策取消，镍铁库存压力加大。**

**本报告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做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。**

**本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版。复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。**

# Thank you!



## 兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址:宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编:315040

邮箱 : [prefix@cifutures.com.cn](mailto:prefix@cifutures.com.cn) 网址:[www.cifutures.com.cn](http://www.cifutures.com.cn)

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building , No.796 Zhongshan East Road , Ningbo , 315040 , China

Tel:0574-87717539 Fax:0574-87717386