美尔雅期货
MAILYARD FUTURES

欲乘东风去，行稳揽月归

——2021年有色市场展望

美尔雅期货有色市场展望20201216

研究员：张杰夫
期货从业资格号：F3067721
Email：zhangjf@mfc.com.cn
Tel：027-68851645

美尔雅期货
MAILYARD FUTURES

目 录

CONTENTS

1 价格走势对比

2 铜需求预期向好，静待周期东风

3 供需两旺但有错配，铝价重心抬升

4 长周期存过剩预期，短期仍有修复空间

5 需求端增长有限，铅价承压运行

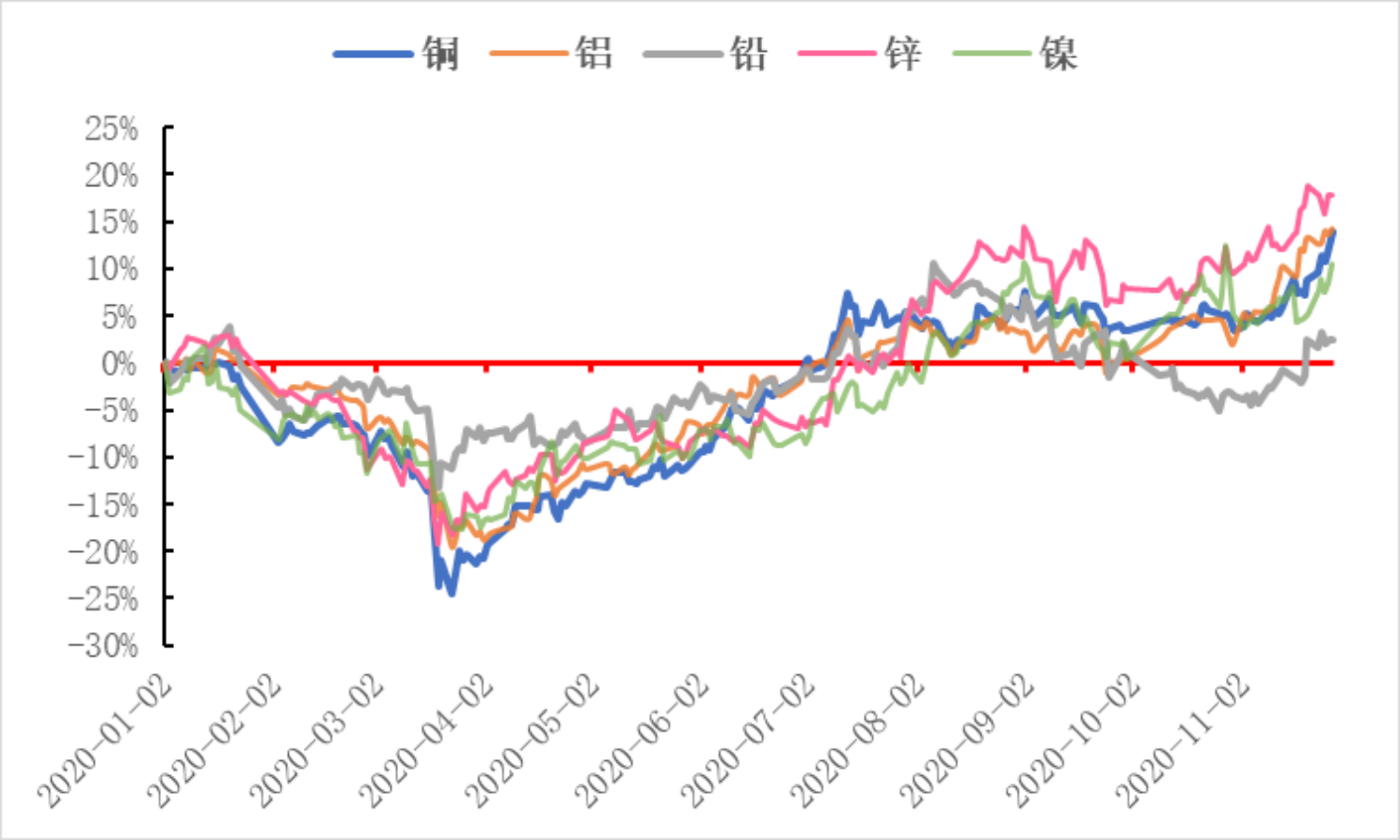
目录

1

价格走势回顾

美尔雅期货
MAILYARD FUTURES

2020年有色市场回顾

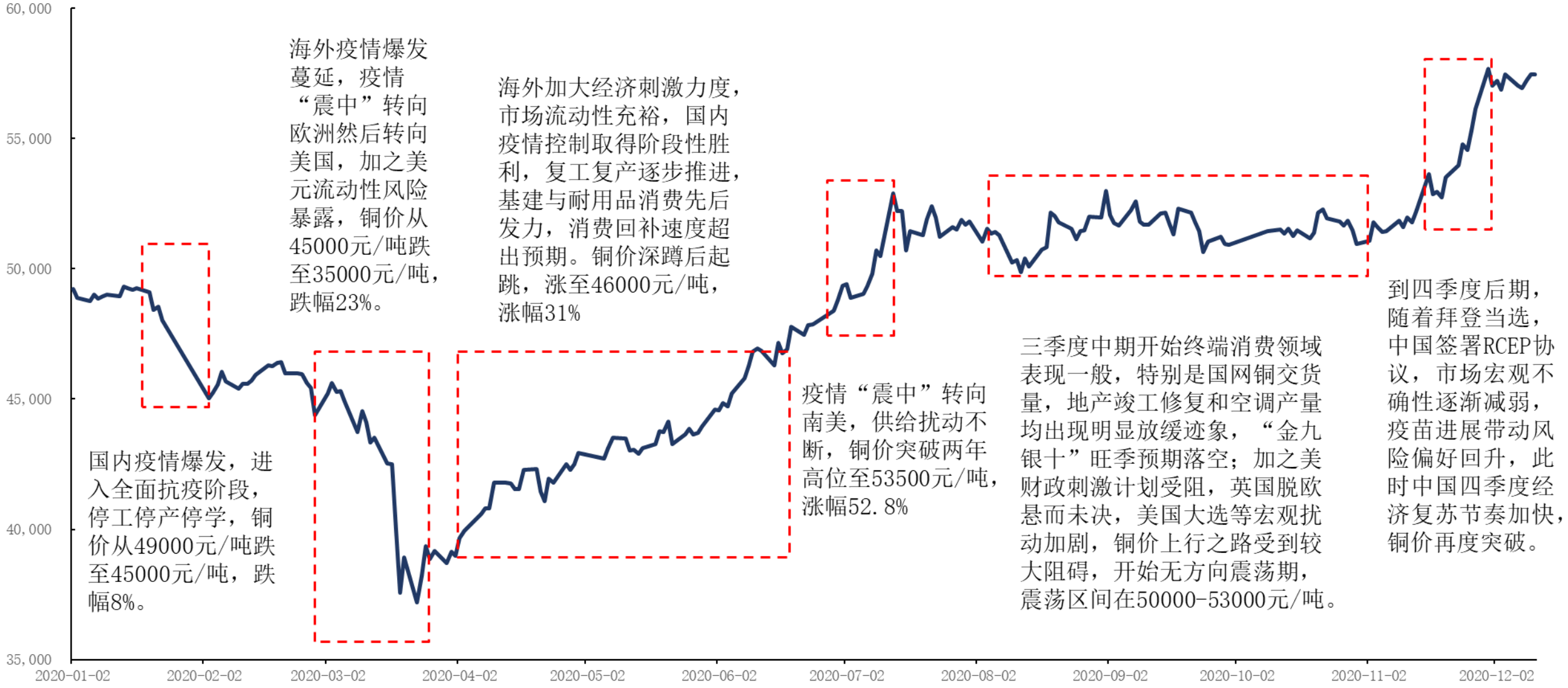


- 2020年有色金属价格呈现复苏走势，与年初相比，涨幅最高的是锌（20%），其次铜铝都有15%以上的涨幅，铅表现相对弱势。
- 铜价深蹲起跳，三月份受疫情影响和流动性危机跌至35000元/吨附近，但是随后复苏之路较为平坦，当前价格已经涨至58000元/吨附近，创下近7年新高。
- 铝价全年表现同样亮眼，在三月底触及11225元/吨的低点后一路反弹，已经涨至2018年以来新高16925元/吨。
- 锌价较年初涨幅在有色金属中最高，同样经历了探底回升的过程，年内低点14245元/吨，年内高点21975元/吨。
- 铅价表现最弱，经历了探底回升后，铅价再度下行至年初水平，年内低点12620元/吨，年内高点在8月份出现16585元/吨。

目录

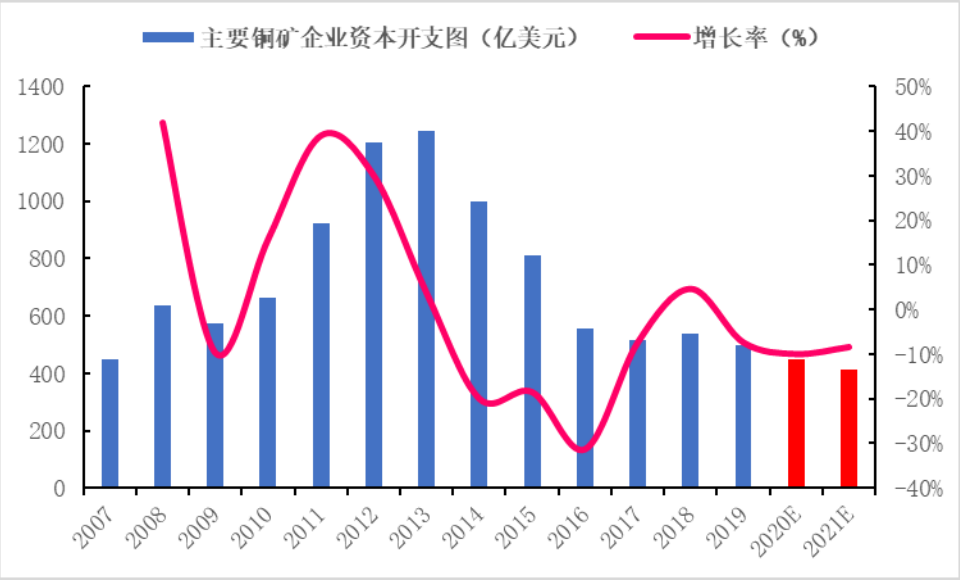
美尔雅期货
MAILYARD FUTURES

2020年至今铜价走势回顾

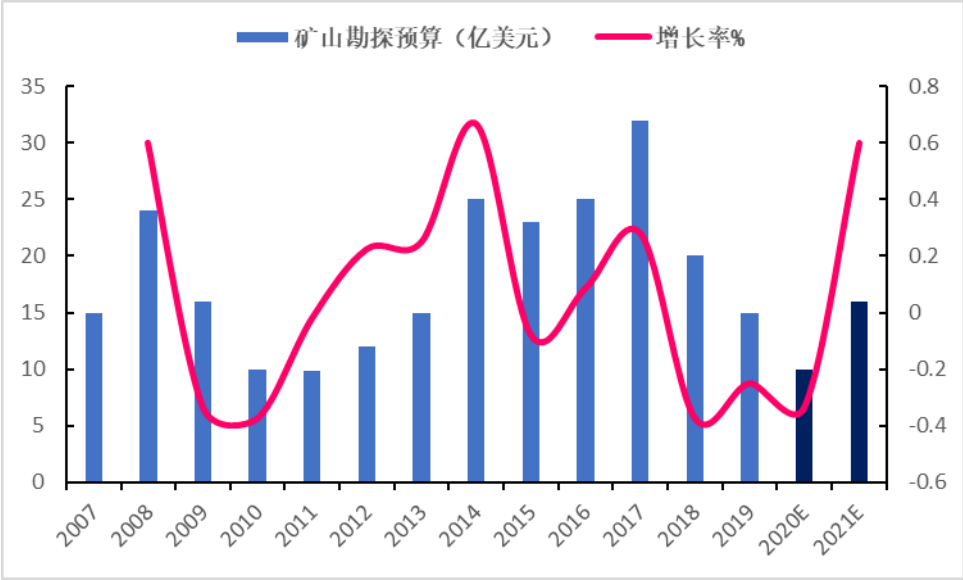


铜精矿供给—资本开支仍处于低位，勘探预算略有增加

主要矿企资本开支



矿山勘探支出



- 矿山从开采-产出的时间大约在3-5年，2015年以后，矿企资本开支逐年下滑，限制了矿山产能的增长，我们预计今年开支下滑10%左右至450亿美元附近，明年这一项支出的金额也不会超过430亿美元。

- 矿企的另一项预算有望增加—勘探预算，如果铜价自今年危机后能走出“牛市”特征，寻找新的高品位矿是海外矿企的未来几年核心竞争力所在，预计明年矿山勘探预算同比有望呈现增长趋势，达到16亿美元的水平。

铜精矿供给—明年矿山增产小高峰，干扰率高位不容忽视

区域	国家	公司	矿山	2021年变化（千吨）	2022年变化（千吨）
亚洲	印尼	PT Freeport indonesia	Grasberg	235	95
南美	巴拿马	Minera Panama SA	Cobre Panama	126	32
南美	智利	BHP Billiton	Spence	103	84
南美	秘鲁	MMG	Las Bambas	82	-4
南美	智利	Codelco	Radomiro Tomic	74	-1
南美	秘鲁	Cerro Verde	Cerro Verde	73	0
亚洲	印尼	PT Amman Mineral	Batu Hijau	62	13
南美	秘鲁	Minera Antamina	Antamina	44	-16
北美	美国	Freeport Americas	Chino	40	0
南美	秘鲁	Minera Chinalco Peru	Toromocho	35	47
亚洲	中国	Yulong Copper	Yulong	35	41
南美	秘鲁	Hudbay Minerals	Constancia	34	1
南美	厄瓜多尔	Ecuacorriente	Mirador	34	-4
大洋	澳大利亚	OZ Minerals	Carrapateena	32	0
亚洲	蒙古	Turquoise Hill Resources	Oyu Tolgoi	30	-20
南美	智利	Min Sur Andes	Los Bronces	25	-9
南美	智利	Codelco	Mina Ministro Hates	22	0
非洲	南非	Palabora	Palabora	21	11
南美	智利	Codelco	Salvador	-11	-9
北美	墨西哥	Buenavista	Buenavista	-12	-1
亚洲	哈萨克斯坦	KAZ Minerals	Bozshakol	-13	-1
南美	智利	Collahuasi	Collahuasi	-26	-31
南美	智利	Codelco	Chuquicamata	-30	-32
亚洲	老挝	PanAust	Phu Kham	-31	-27
合计				984	169
全球总计				1394	493

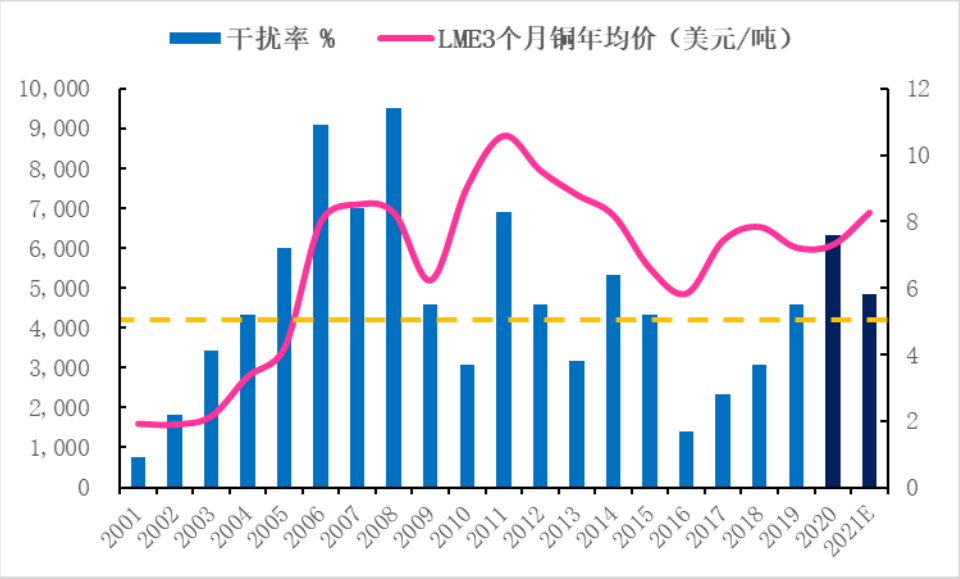
➢ **明年铜精矿的供需可能呈现两种格局：**

- 明年依然是全球经济摆脱疫情冲击的复苏之年，矿端供应有望改善缓解当前的紧张状态，铜精矿新增产能足量释放，带动TC回升至60美元/吨以上，并有原料矿向精炼铜传导，对于价格存在压力。

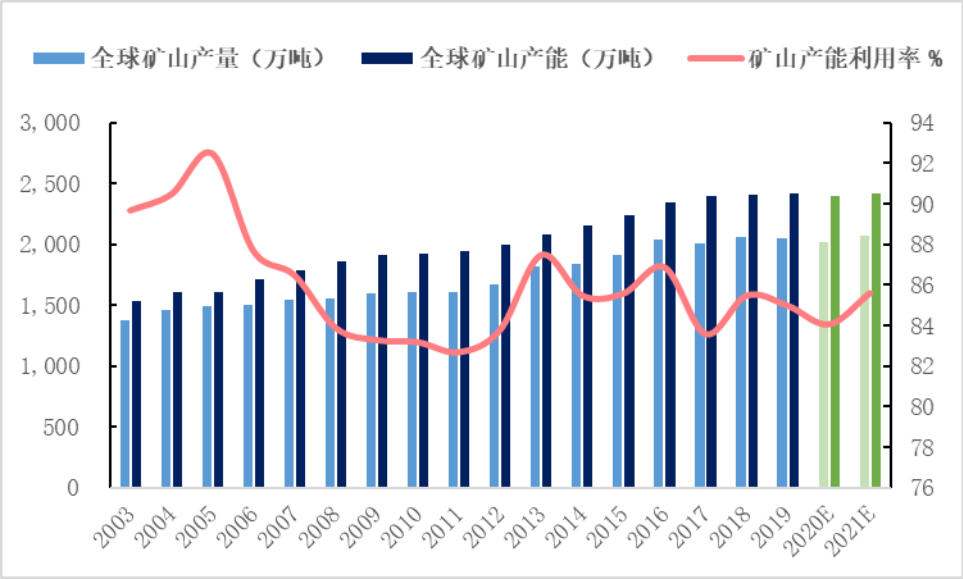
- 从CRU对于明年的预测来看，明年虽然是一个矿山增产的小高峰，但是矿山铜产量干扰率仍然居高不下，今年的干扰率接近8%的水平，影响的实际产量在40万吨左右，明年干扰率接近6%，那么有可能影响30万吨左右的矿山铜产量，所以铜精矿的供给还是呈现出一种紧平衡的状态，TC大幅回升或难以见到，更多是以季节性的反弹为主。

铜精矿供给—铜精矿供给紧张有望改善，TC阶段性回升

铜矿开采干扰率



全球矿山铜产量



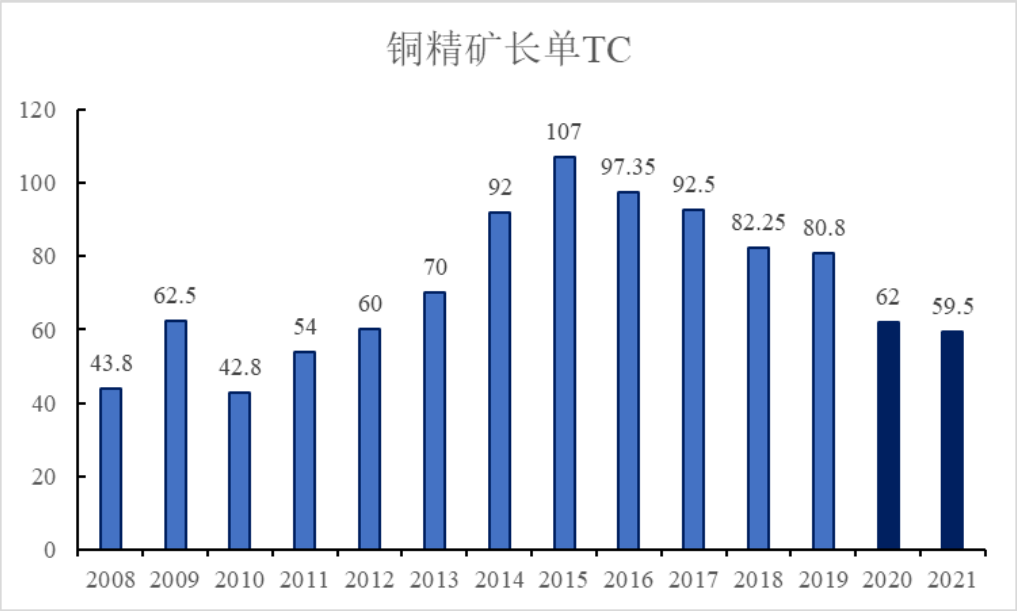
- 从上述两种情况中，我们更倾向于第二种情况的实现路径，就是在高干扰率和高增产背景下，铜精矿供需格局呈现季节性特征，TC阶段性回升。

- 预计今年铜精矿产量2021万吨，同比下滑1.2%；明年铜精矿产量预计可达2082万吨，同比增加3.1%。

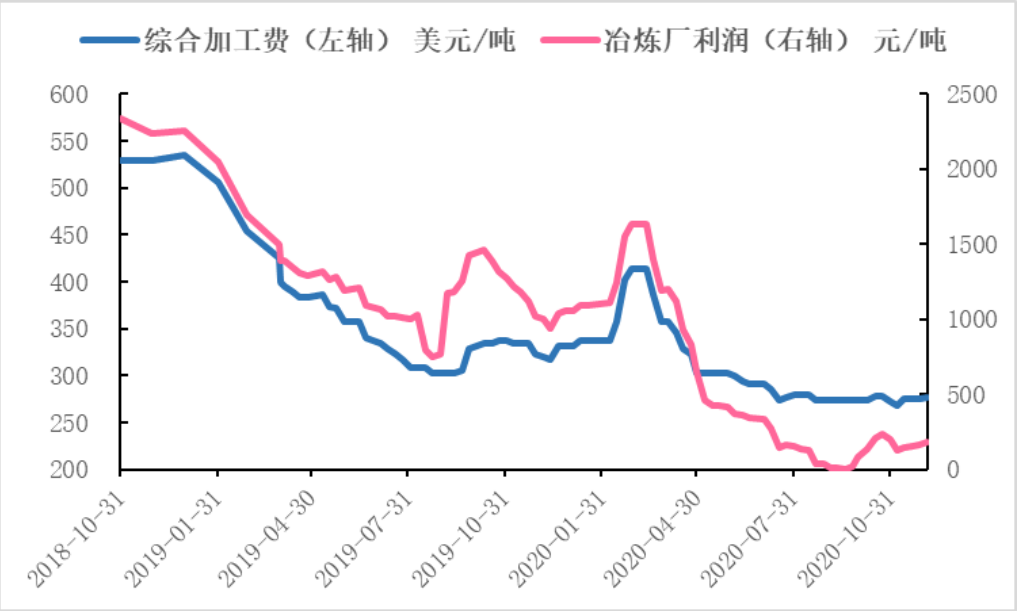
精炼铜供给—TC有望探底回升，炼厂利润将小幅改善

美尔雅期货 MAILYARD FUTURES

铜精矿长单TC



冶炼利润（包括副产品利润）



- 现货TC最高在三月初达到72.5美元/吨，超过了今年的长单TC 10美元/吨之多，但是好景不长，疫情在全球的肆虐开始，南美疫情显露，TC一路下行，难以窥见反弹动力，在4月底下破55美元/吨的位置，随后继续下行，TC一直徘徊与47-49美元/吨的低位区间。
- 现货加工费一路走低，炼厂利润也下滑到了500元/吨以下的水平，而低利润背景下，并且由于硫酸价格低廉，副产品带来的利润微薄，一些民营炼厂存在亏损经营的情况。

精炼铜供给——新增产能有限

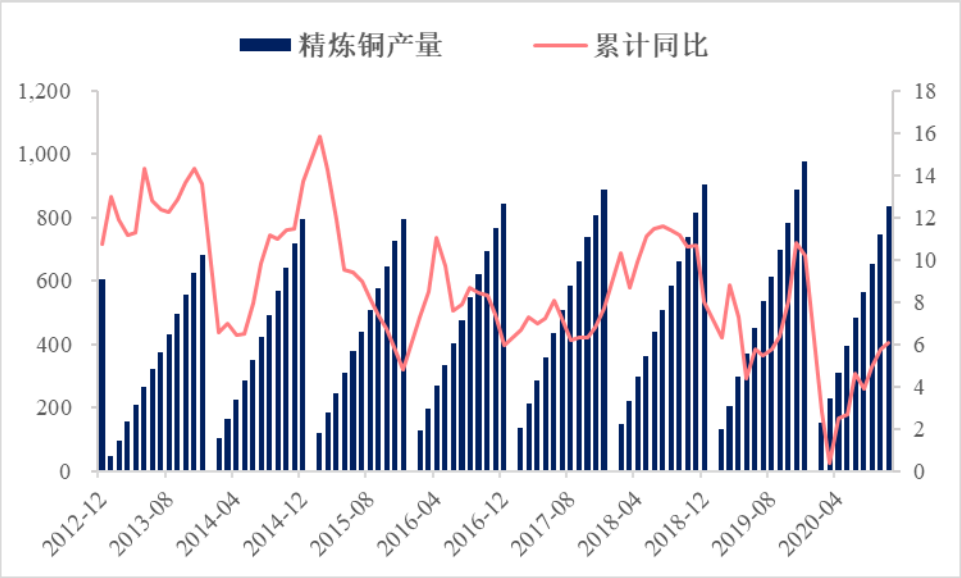
2019年铜精炼新扩建项目（单位：万吨）				
公司名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	生产使用原	投产年月
山东恒邦股份有限公司	0	10	铜精矿	2019年下半年
赤峰云铜	25	25	铜精矿	2019年6月
广西南国铜业有限公司	30	30	铜精矿	2019年4月
黑龙江紫金铜业有限公司	10	15	铜精矿	2019年9月
小计	65	80		
后期铜精炼新扩建项目				
兰溪市自立环保科技有限公司	0	10	废杂铜/阳极铜	2020年9月
赤峰金剑	20	10	铜精矿	2020年10月
铜陵有色（奥炉）	0	15	铜精矿	2020年6月
小计	20	45		
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	10	铜精矿	2021
紫金铜业有限公司	8	8	铜精矿	2021
山东烟台国润铜业	8	8	铜精矿	2021
大冶有色	40	40	铜精矿	2021
小计	66	66		
五矿铜业（湖南）有限公司	20	20	铜精矿	2022
中条山有色金属集团有限公司	18	18	铜精矿	2022
瑞昌西矿铜业有限公司	20	20	铜精矿	尚不明确
湖南宝山铜业	15	15	铜精矿	尚不明确
广西南国铜业有限公司	20	20	铜精矿	尚不明确
中国黄金（满洲里）	10	10	铜精矿	尚不明确
小计	103	103		

- 今年新增项目投产总量不多，较去年已经大幅减少，产量增量主要来自于国有大厂原有项目的爬产。
- 明年的新增精炼产能主要集中在大冶有色的40万吨投产，其余项目爬产高度或有限。

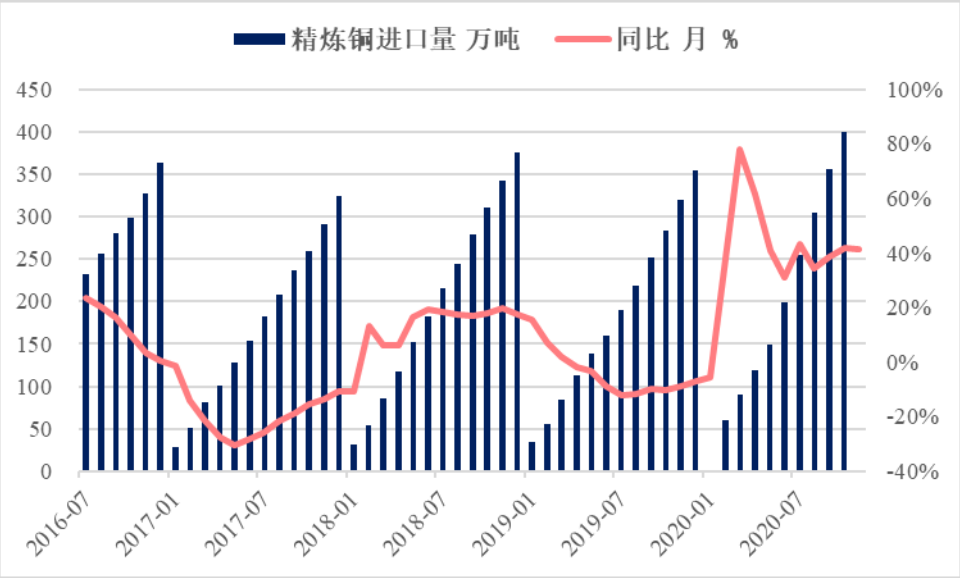
精炼铜供给—精铜产量受制于两大因素，增速将有所下滑

美尔雅期货 MAILYARD FUTURES

精炼铜产量累计值



精炼铜进口累计值

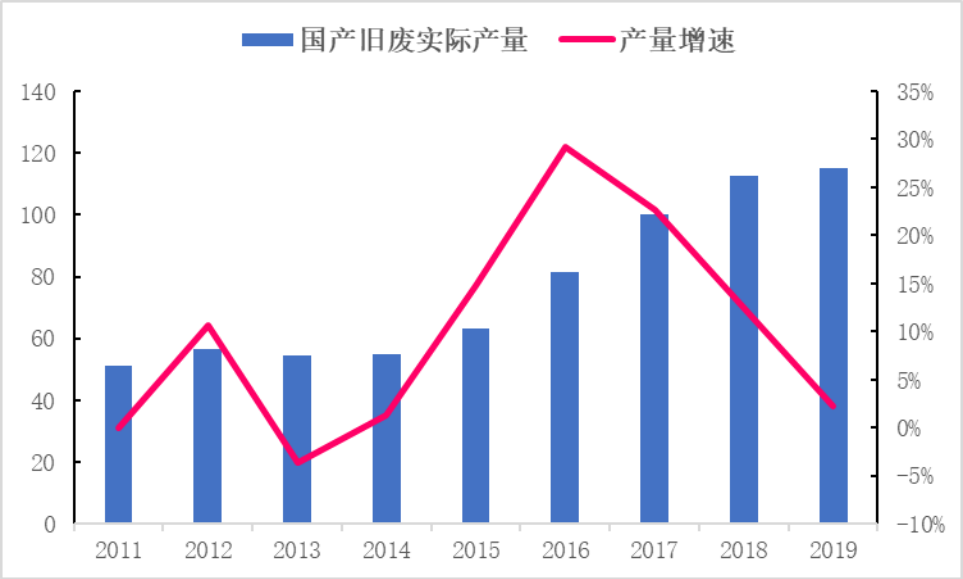


- 预计今年精炼铜产量将突破千万吨大关，全年铜产量1075万吨，同比增速10%；明年精炼铜产量1139万吨，同比增速6%。
- 截至10月，今年累计进口精炼铜400万吨，同比大幅增加41.23%，该进口总量已经是历史最高水平，其中进口量最多月份集中在2月，6月-9月。明年进口窗口打开的时间或将不会像今年一样长，不过还是需要关注在进口窗口打开后，洋山铜溢价是否明显反弹，看进口铜国内需求度如何。

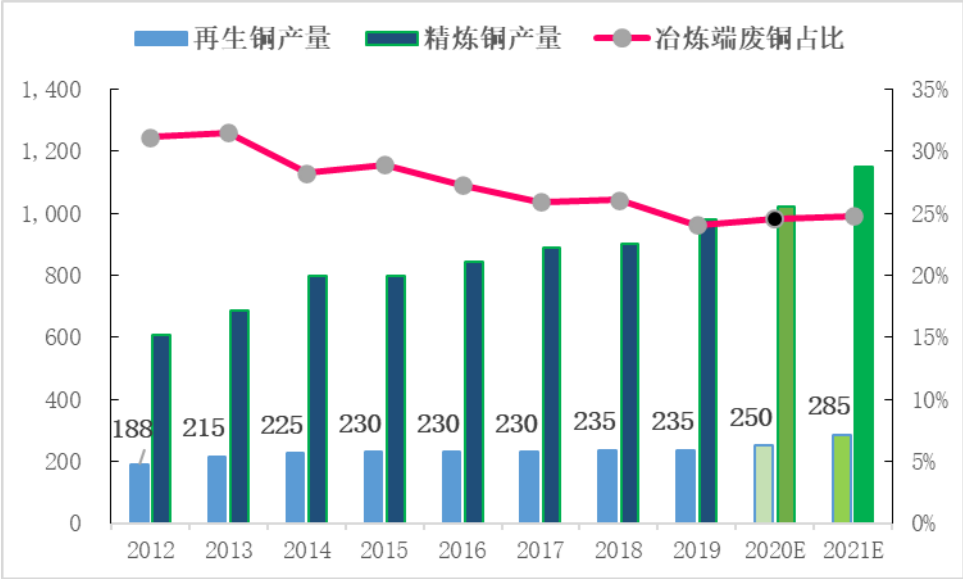
国产废铜供给—国产废铜流向加工端增多，替代效应不容忽视

美尔雅期货 MAILYARD FUTURES

废铜进口量当月值



废铜进口量累计值



- 我国经过十多年的发展已经成为全球精铜需求最大的国家，因此后续所产生的废铜可能也会逐渐成为影响精铜供给、消费以及价格的一个重要因素，国产旧废循环周期是15-16年。未来3-4年间的废铜产能是一个逐年递增的状态，国产废铜的产能平均利用率大概仅有50%左右。
- 每年的国产旧废产量维持在120万吨左右，不过由于对于废铜品位的要求越来越高，国产旧废的金属量仍呈现逐年升高的趋势。冶炼端废铜占比逐年减少的特点就可以看出，流入冶炼端进行回炉重炼的旧废在逐渐减少。

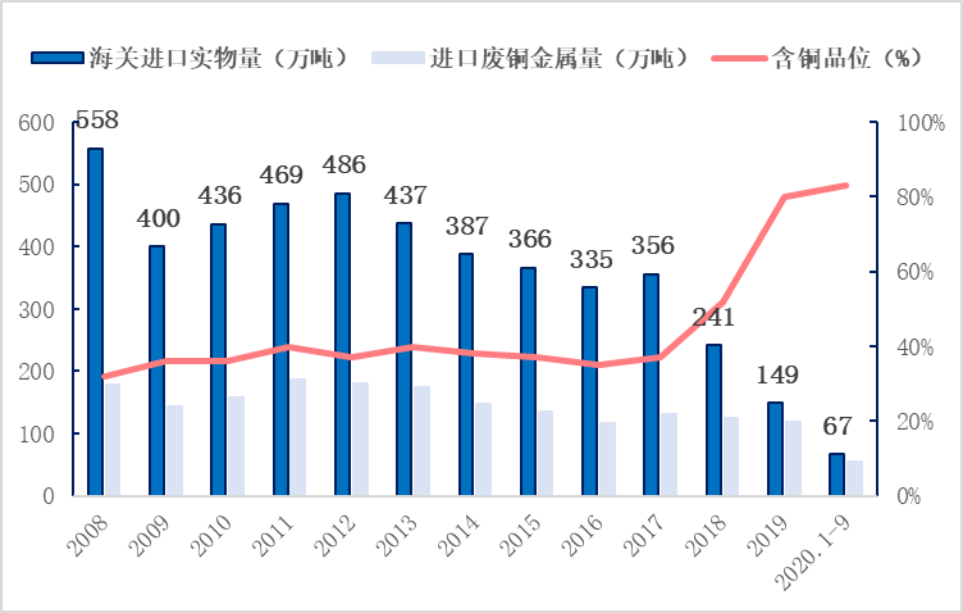
进口废铜供给—政策变更后存变数

美尔雅期货 MAILYARD FUTURES

“废六类”进口批文量

时间	批次	批文实物量（万吨）	实际进口量（万吨）	批文余量(万吨)
2020Q1	第一批	27.09	20.98	9.58
	第二批	2.66		
	第三批	0.46		
	第四批	0.35		
2020Q2	第五批	22.20	22.08	1.53
	第六批	0.22		
	第七批	1.04		
	第八批	0.16		
2020Q3	第九批	17.67	23.6	-3.46
	第十批	1.01		
	第十一批	1.45		
2020Q4	第十二批	13.63	6.71	7.52
	第十三批	0.60		
合计		88.55	73.38	15.17

废铜进口量累计值

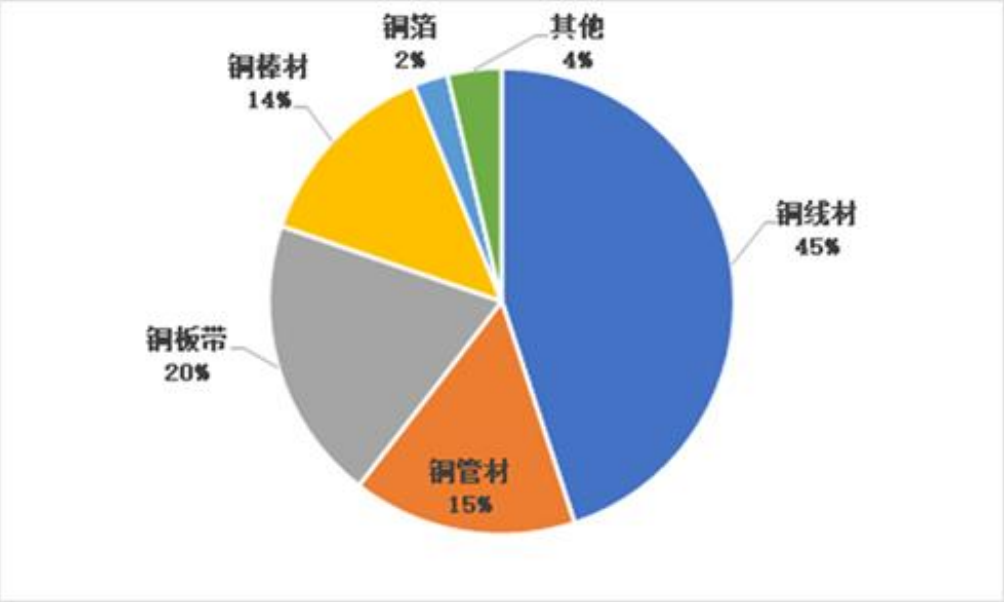


- 今年还是沿用“废六类”的进口批文制，截至目前已经发放十三批废铜批文，批文总量88.55万吨，截至10月累计进口废铜73.38万吨，同比降幅44.52%。
- 新的废铜进口政策进一步提高了废铜的品位，主要是将再生黄铜原料不作为固体废物，可以自由进口。意味着当前废铜批文制结束，固体废物进口清零。

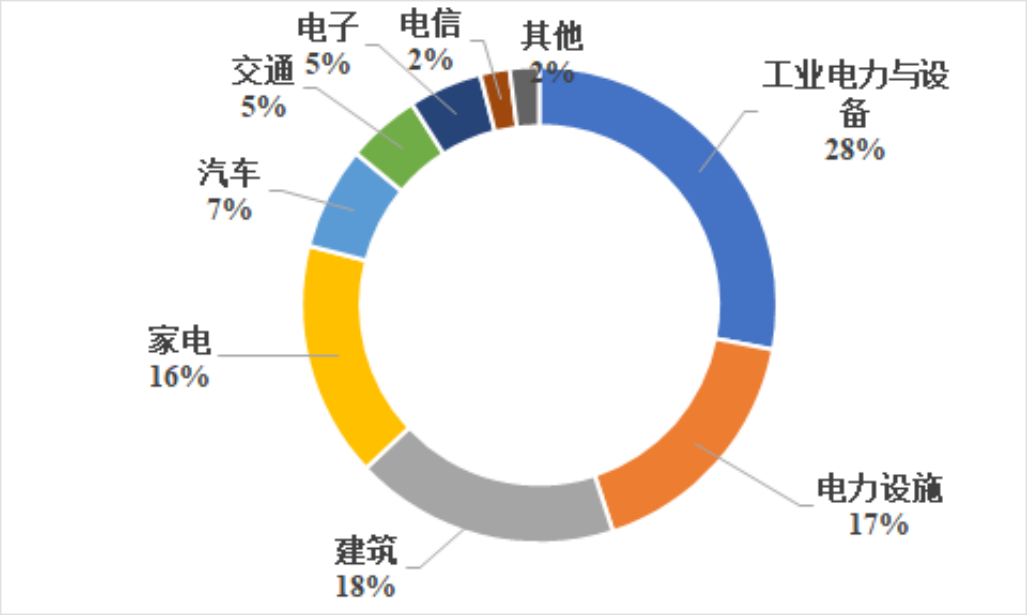
铜消费—我国消费结构

美尔雅期货 MAILYARD FUTURES

铜材消费占比



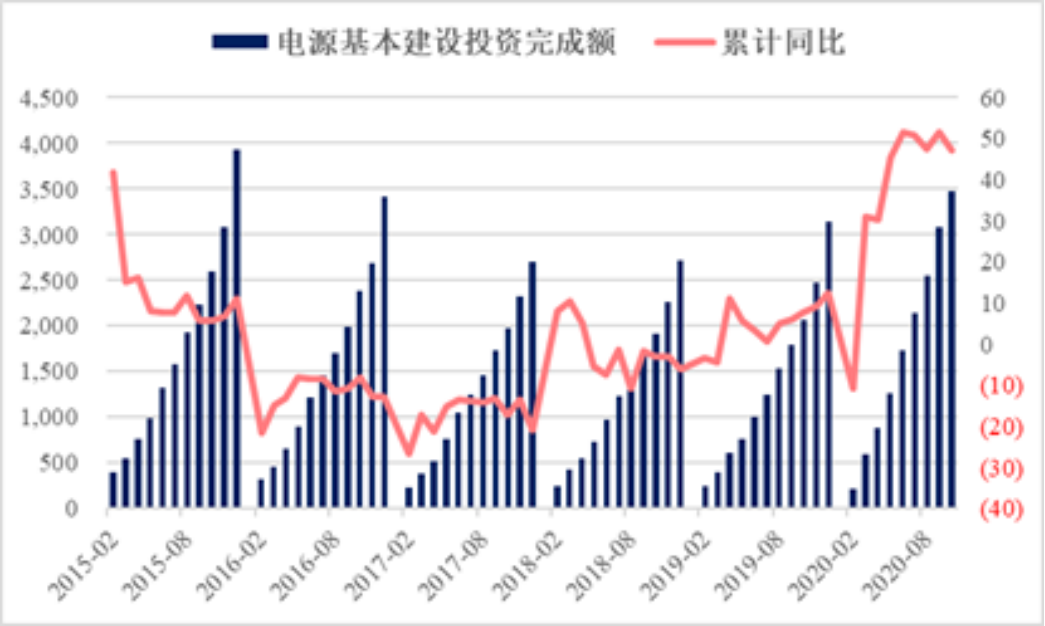
中国铜消费结构图



铜消费—电力行业

◆ 电源基建表现亮眼，电网投资提质增效

电源基本建设投资



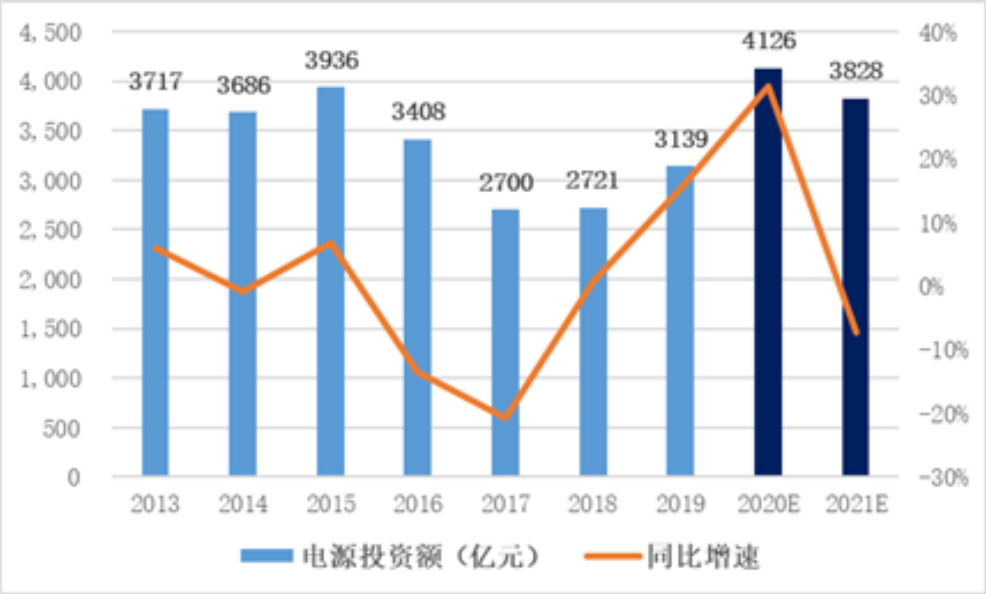
电网基本建设投资

- 截至2020年10月，电源投资累积完成额 3471亿元，同比增幅收窄到47.1%，今年电源基建表现亮眼，同比投资增速远高于近五年来水平。
- 截至10月电网投资累积完成额3371亿元，同比降幅收窄至1.3%，逐月来看，电网投资在上半年承载稳住经济基本盘的艰巨任务，同比修复较快，进入三季度国网投资季节性放缓，当前又有重新提速的迹象。

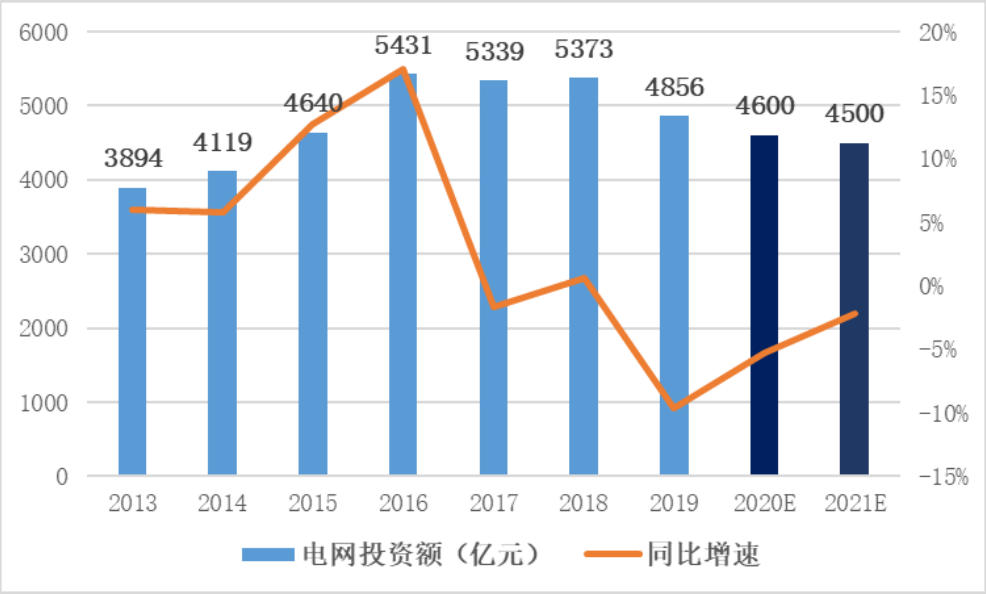
铜消费—电力行业

◆ 清洁能源建设 ，城镇化和充电桩用铜可期

电源投资额



电网投资额



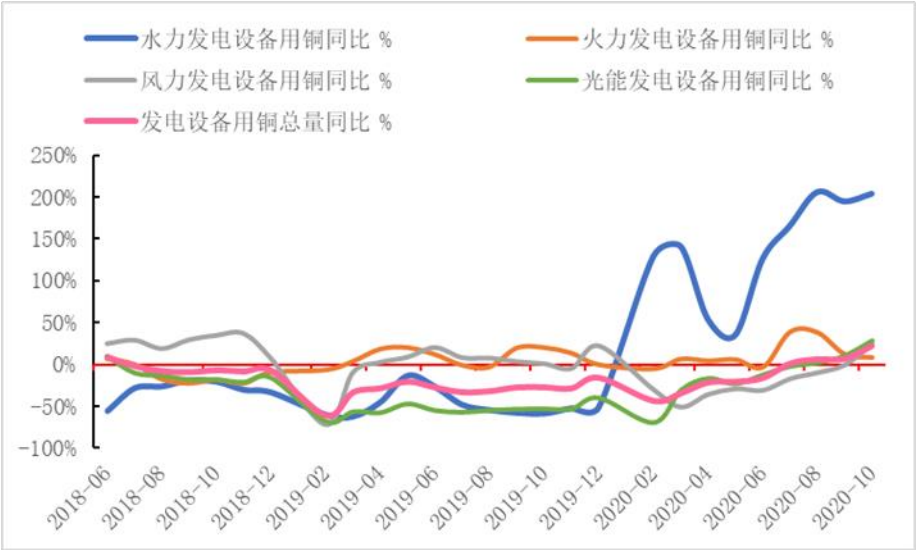
- 我国电网建设第一阶段任务基本完成，在电网建设周期，智能电网周期和特高压周期完成后，我国电网投资逐渐向信息化建设转移，结合5G技术打造全国最大的“物联网”是未来的首要任务。

- 4600亿元固定资产投资怎么花？“新基建”是投资大头。其中，特高压1811亿元、数字新基建247亿元、充电桩27亿元。从这样的投资格局看，特高压、数字基础设施、充电桩已成为建设能源互联网的三个重点。

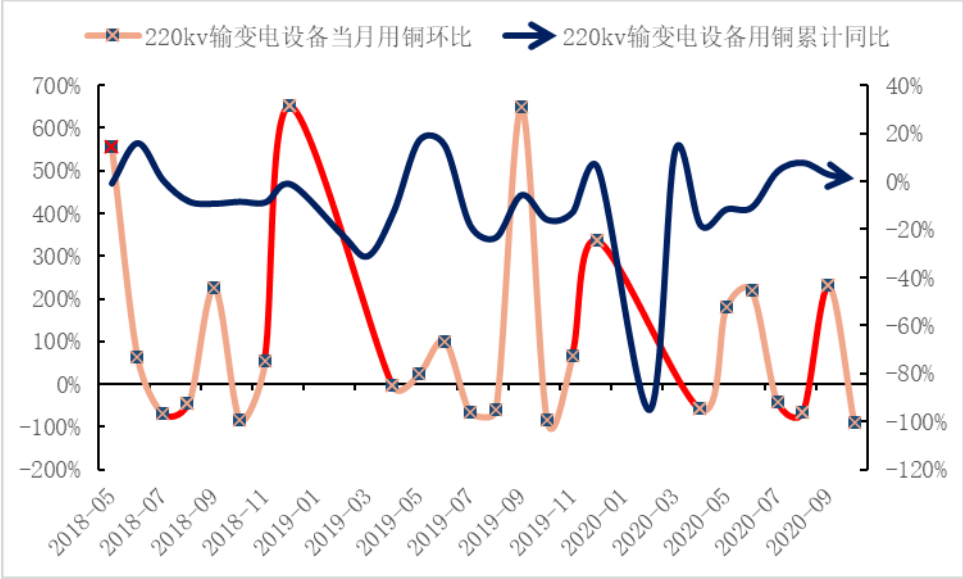
铜消费—电力行业

◆ 清洁能源受青睐，输电设备用铜下滑

发电设备用铜趋势



输变电设备用铜



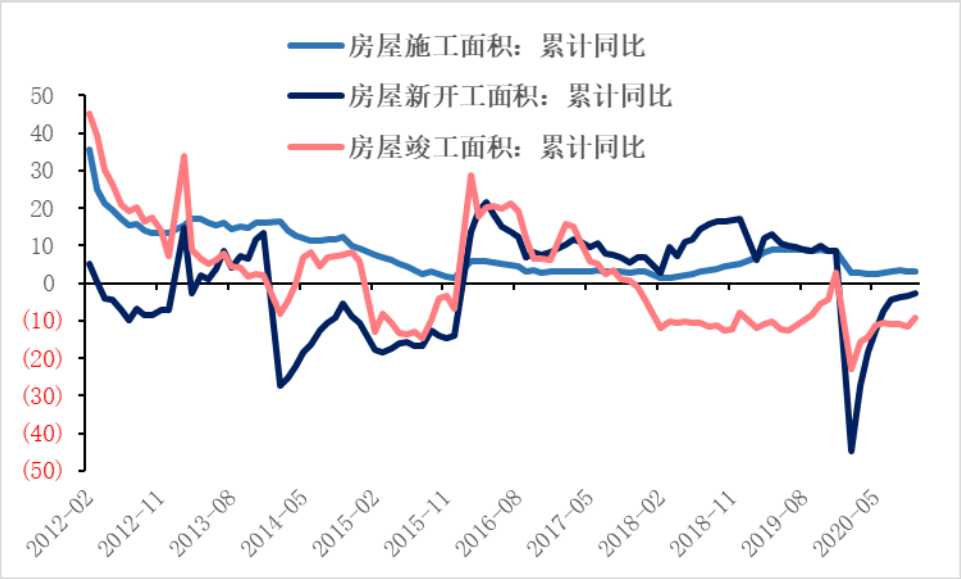
- 上半年水力发电新增设备容量已经达到了412万千瓦，该值为去年年末的水平，结合十四五规划中对于清洁能源的建设目标，进而实现更为远大的碳中和的目标，光伏线缆用铜，风力发电机用铜将成为未来铜的需求增量，预计2021年四大发电领域用铜量将达35万吨，同比增速25%。

- 截至10月，220KV输变电设备已经累计用铜120万吨，其中输电线用铜117万吨，变电设备3.1万吨，累计同比增长1.22%，这一趋势自三季度以来有所放缓。

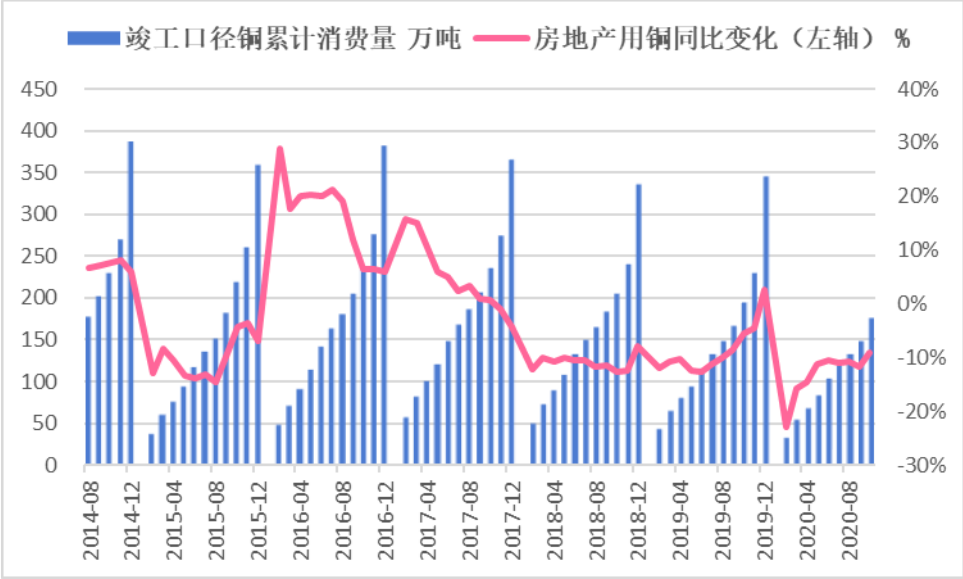
铜消费—房地产

◆ 竣工面积持续修复，明年上半年用铜量增加

房屋数据对比



房屋用铜

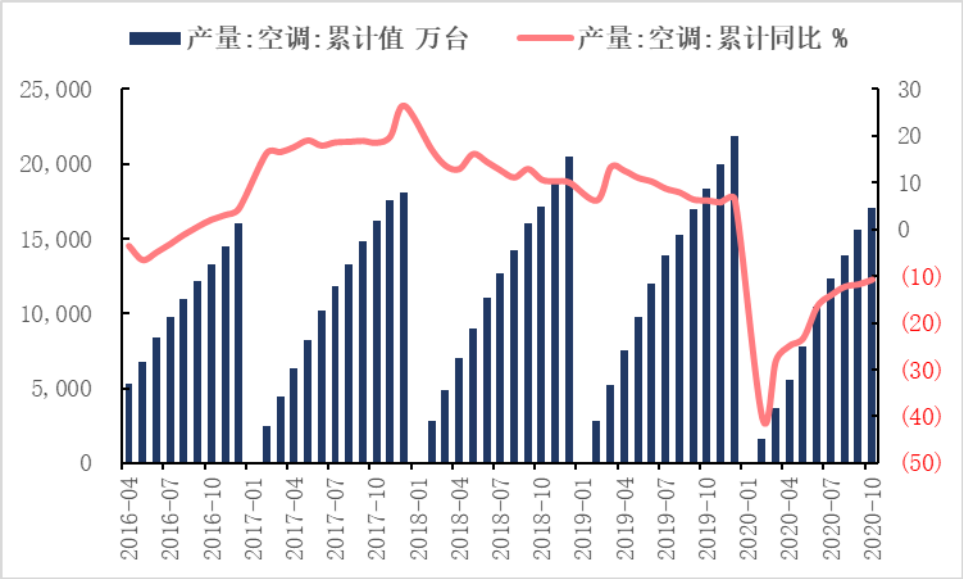


- 2020年10月房屋竣工面积累计值为4.92亿平方米，累计同比下降9.2%，降幅收窄2.4个百分点，新开工面积累计同比下降2.6%，降幅收窄0.8个百分点，房地产市场在三季度末期并未发力，竣工的修复在四季度仍有空间。
- 1-10月房地产已累计用铜177.26万吨左右，对于明年来说，由于17-18年新开工面积增速较快，传导至明年房地产市场仍处于一个竣工周期中，又由于三道红线的高压政策，明年上半年可能是一个集中竣工期，所以预计房地产的用铜量会加速回升，全年用铜量预计375万吨左右。

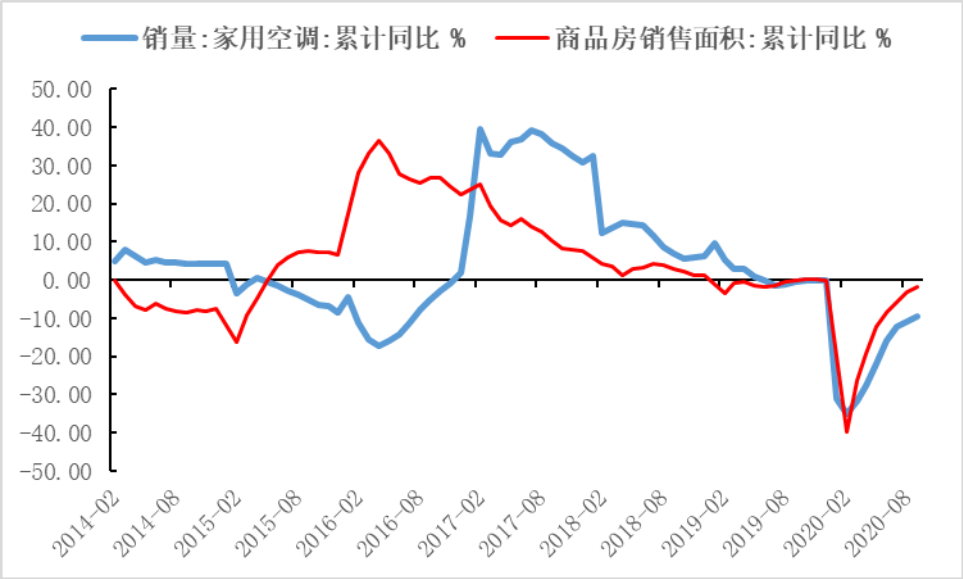
铜消费—空调

◆ 空调产量修复，后期有望跟随房屋竣工周期的回升

空调产量



家用空调销量与房屋销售面积

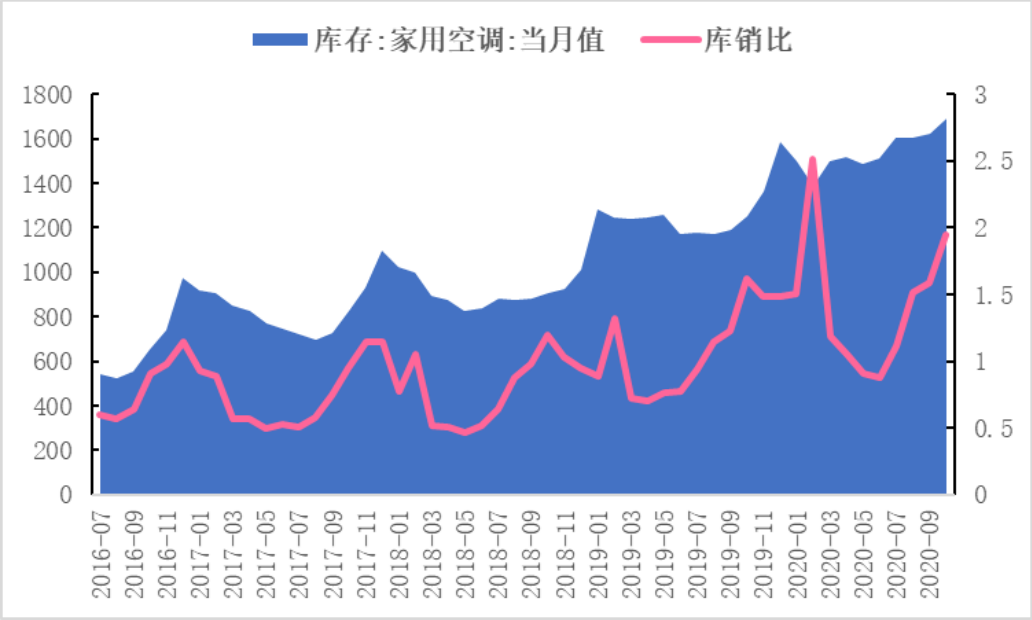


- 2020年10月空调产量为1448.9万台，同比增长0.2%。1-10月累计空调产量17046.6万台，同比降幅收窄至10.7%。
- 从产销量数据来看，空调生产开始由淡转旺，产量同比修复，关注四季度空调企业恢复生产情况，不过在房地产后周期时代，随着竣工面积和销售面积的增加，对空调的消费有望逐步增加。

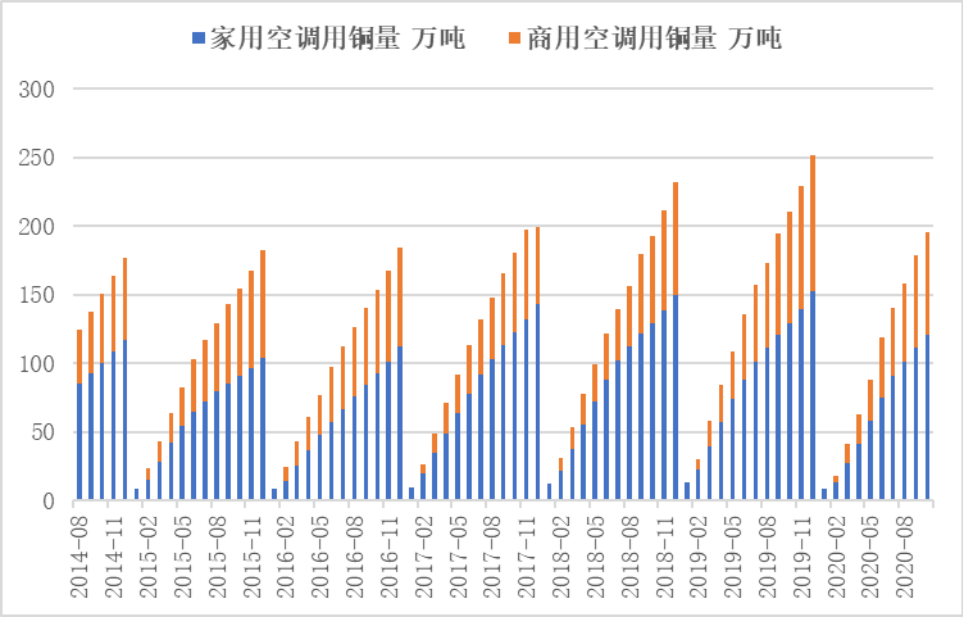
铜消费—空调

◆ 空调企业的主动补库，用铜量稳步增长

空调库存与库销比



空头用铜量



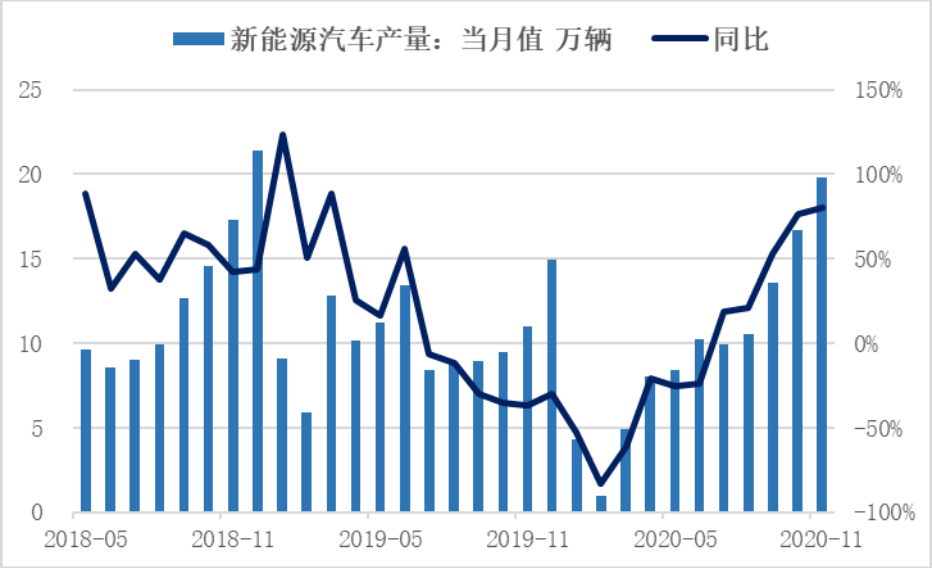
- 空调生产旺季是从第一年的11月开始到第二年的5月，销售旺季是4月到9月。当前空调企业库存已达近几年高点，不过库销比并未创新高，结合今年白色家电景气度提升，出口强劲，国家政策补贴推行家电更新换代，空调生产部门基于对未来的消费良好预期，当前处于主动补库阶段。
- 那么落实到具体的铜需求，我们将家用空调与商用空调用铜量分开统计，截至10月，空调累计用铜量达200万吨，其中家用空调用铜125万吨，商用空调用铜75万吨，展望明年，我们预计空调领域用铜量将达280万吨。

铜消费—汽车

◆ 汽车长达8个月的高景气度，新能源汽车加速修复

汽车产量

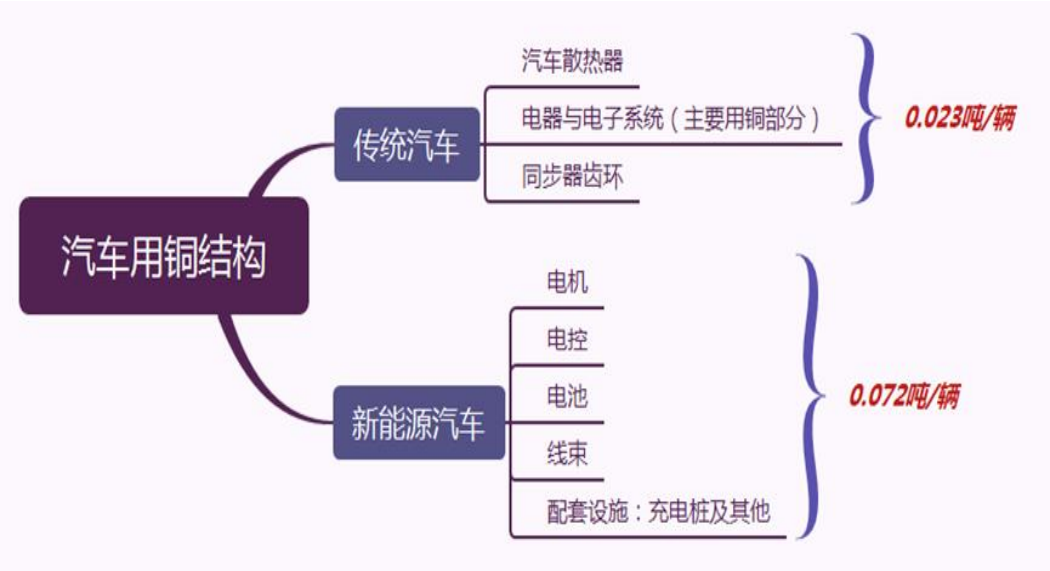
新能源汽车产量



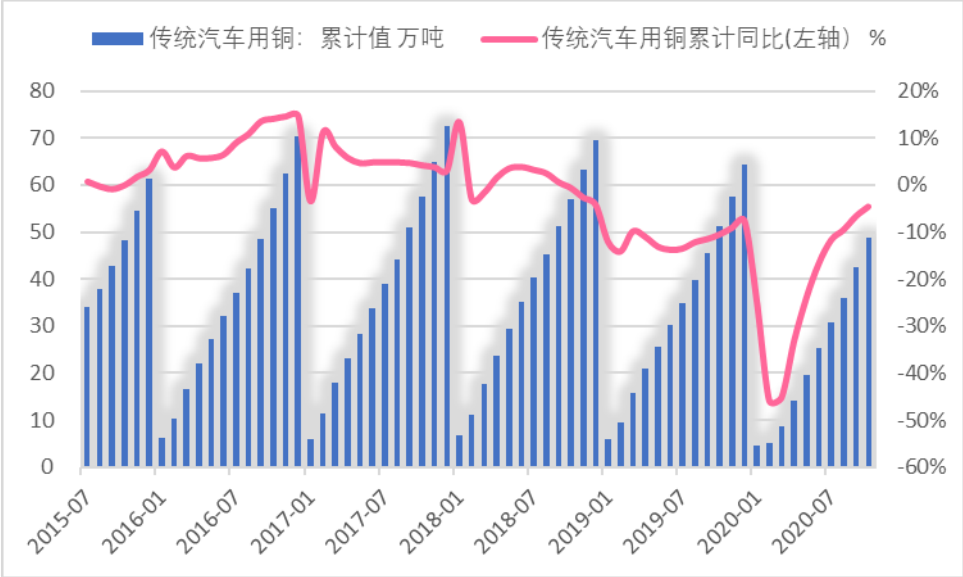
- 11月汽车产销分别完成284.7万辆和277万辆，环比分别增长11.5%和7.6%，同比分别增长9.6%和12.6%。汽车产销连续8个月增长，1-11月汽车产销累计同比分别为-3%和-2.9%，较前10个月同比降幅收窄1.6和1.8个百分点。
- 11月新能源汽车产销分别完成19.8万辆和20万辆，同比分别增长75.1%和104.9%，单月产销第五次刷新当月历史记录。1-11月，新能源产销累计完成111.9万辆和110.9万辆，同比分别下降0.1%和增长3.9%，降幅较前9个月收窄9.1个百分点。

铜消费—汽车

汽车用铜



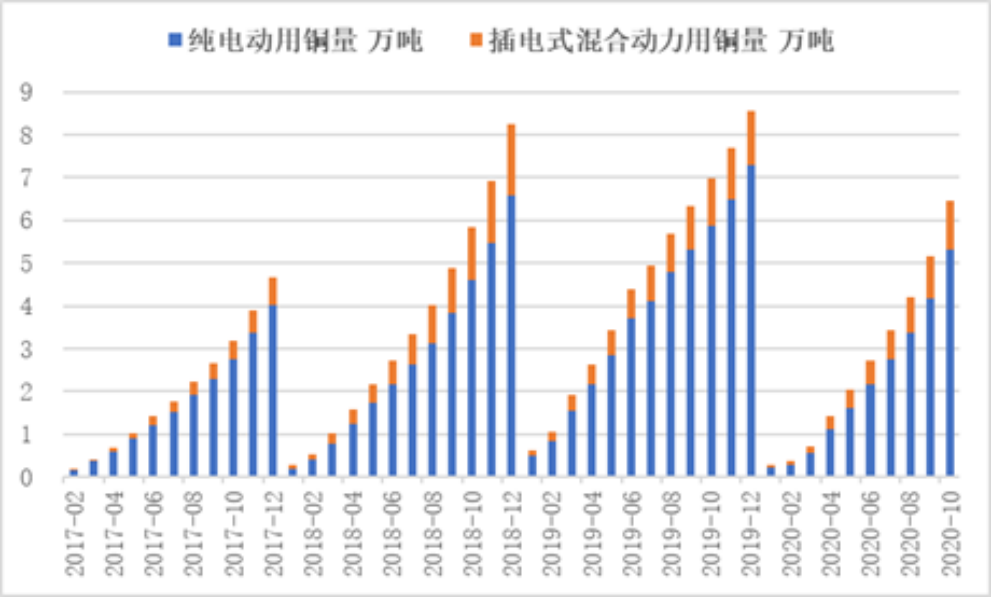
汽车用铜量



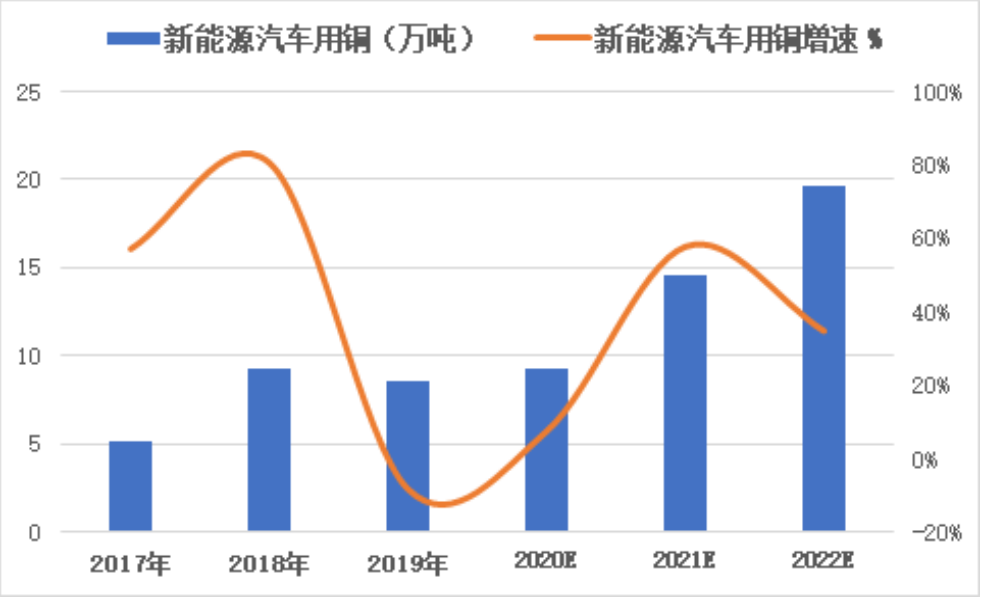
- 传统机动车平均每辆用铜23千克，而插入式混合动力车和纯电动汽车车均用铜量分别达到了60和83千克。
- 截至10月，传统汽车领域累计用铜量48.8万吨，同比降幅4.5%，去年全年累计用铜65万吨。传统汽车预计今年全年用铜量将同比持平，2021年全年用铜68万吨左右。

铜消费—汽车

新能源汽车用铜



新能源汽车用铜量预计



- 截至10月，新能源汽车用铜总量7万吨，其中插电式混动车用铜量1.2万吨，累计同比增加4.63%；纯电动车用铜量5.8万吨，累计降幅9.5%。从总量上来看，新能源汽车用铜量在整体需求占比不高，但是未来5-15年，新能源汽车将为全球铜消费持续提供增量需求，这一点毋庸置疑。
- 五年之后的新能源汽车新车销售量要达到汽车新车销售总量的20%左右，预计今年新能源汽车用铜量9万吨，明年有望增加到14万吨，增速56%。

中国需求用铜实际预期情况

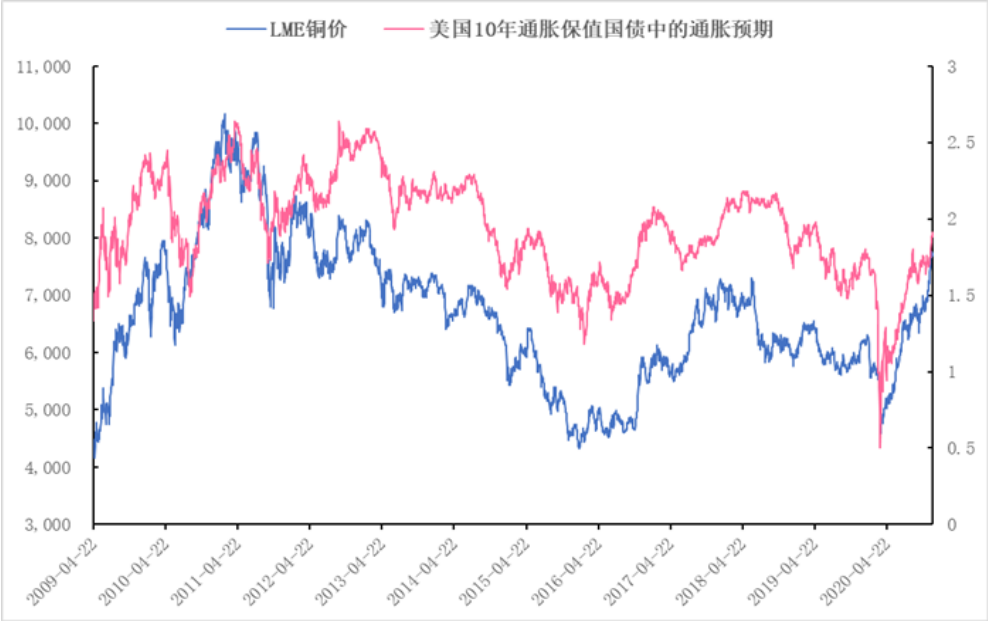
美尔雅期货 MAILYARD FUTURES

消费预测（万吨）		2019	2020E	同比	2021E	同比
耐用消费品（85%）	房地产	345.38	348	0.76%	375	7.76%
	空调	251.6	253	0.56%	280	10.67%
	汽车	64.3	63	-2.02%	66	4.76%
	新能源汽车	8.57	9.4	9.68%	14	48.94%
电力基建（45%）	发电电源	23.26	28	20.38%	35	25.00%
	高压输变电设备	156.27	160	2.39%	164	2.50%
合计		849.38	861.4		934	

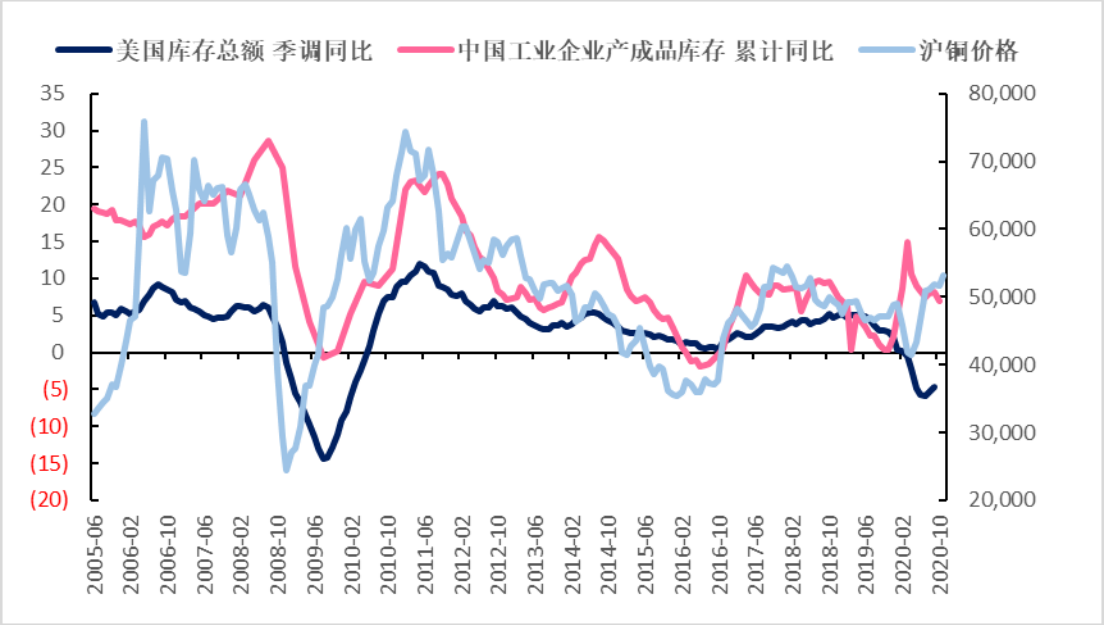
交易逻辑（宏观长期）——通胀预期与补库周期下铜价表现空间大

美尔雅期货 MAILYARD FUTURES

美国10年TIPS中的通胀



中美补库周期的共振

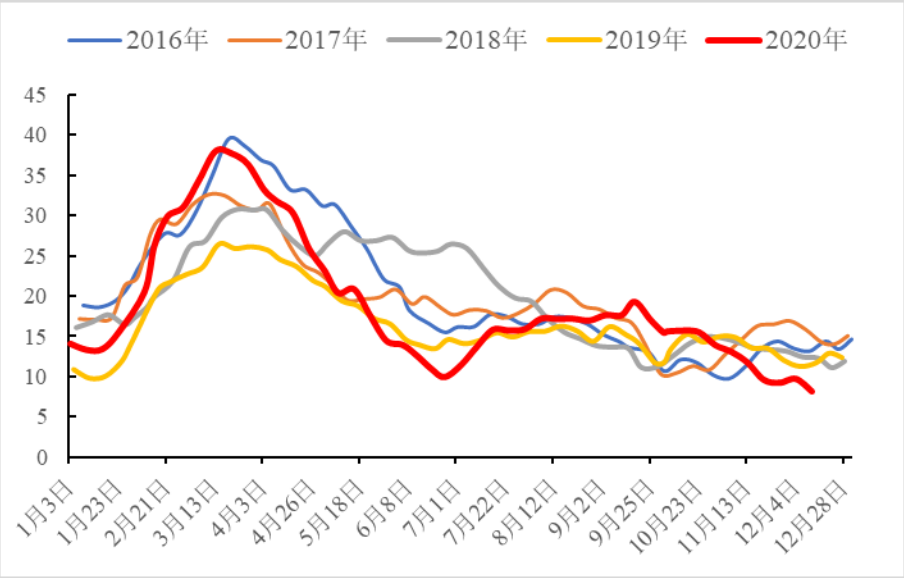


- 美国10年期通胀保值国债（TIPS）与10年期美债息差已经升至1.9，并且有可持续升高的基础。
- 美国、中国已清晰的经历完整的六轮库存周期，每轮周期跨度约为3-4年左右。受新冠肺炎疫情影响，美国新一轮库存周期上升周期确认时间推迟至2020年7月。而中国工业企业产成品库存在2020Q1受到新冠疫情和春节因素影响提前回升，但实际新一轮库存周期上升周期确认时间也为2020年7月左右。

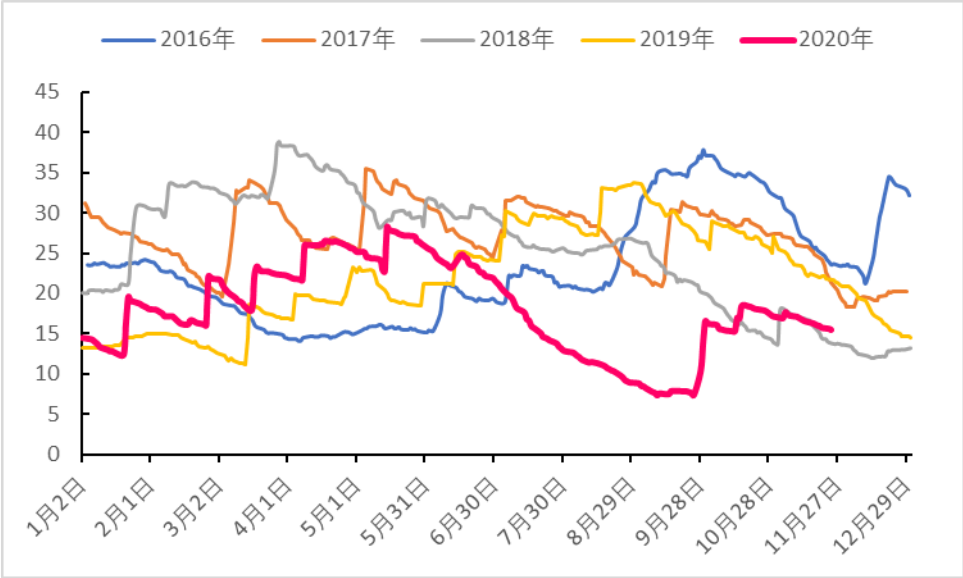
交易逻辑（基本面中期）——低库存背景下的消费预期向好且兑现

美尔雅期货 MAILYARD FUTURES

上期所库存季节性



LME铜库存季节性



- 当前全球的显性铜库存仍处在低位38万吨左右的低位，四季度的去库仍在继续，下游铜材开工率上升，耐用品消费景气度持续，出口增长较快，消费端的复苏和良好预期叠加低库存背景有望持续到明年二季度。

价格展望——需求预期向好，静待周期东风

- 预计沪铜的主要波动区间在48000-62000元/吨，LME铜的主要波动区间在6500-8500美元/吨。
- **2021Q1：**如果全球疫情未二次爆发且疫苗投放的情况下，全球经济有望继续走复苏路径，海外刺激政策尚不会退潮，国内大循环驱动的政策指引进一步加强，产业层面一季度关注累库高度，预计铜价表现先抑后扬，主要波动区间（53000-58000）。
- **2021Q2：**主要消费领域延续良好表现，库存去化，如果低显性库存背景下与宏观层面的通胀抬升共振，铜价重心上移幅度或较大，主要波动区间（55000-62000）。

沪铜价格与VIX-SKEW

供需平衡表

年份	国内精炼铜产量	精炼铜净进口	国内精炼铜消费	国内精炼铜供需平衡	全球精炼铜产量	全球精炼铜消费	全球精炼铜供需平衡
2013年	618.8	291.2	915.8	-5.8	2105.8	2137.5	-31.7
2014年	690	333	968	54.8	2247	2277	-30
2015年	796	346	1084	58	2287	2237	50
2016年	843	320	1126	37	2339	2300	39
2017年	889	291	1170	10	2364	2355	9
2018年	920	332	1195	57	2429	2412	17
2019年	978.4	304	1287	-4.1	2393	2429	-36
2020年E	1050	440	1505	-15	2382	2390	-8
2021年E	1120	400	1550	-30	2398	2415	-17

目录

3

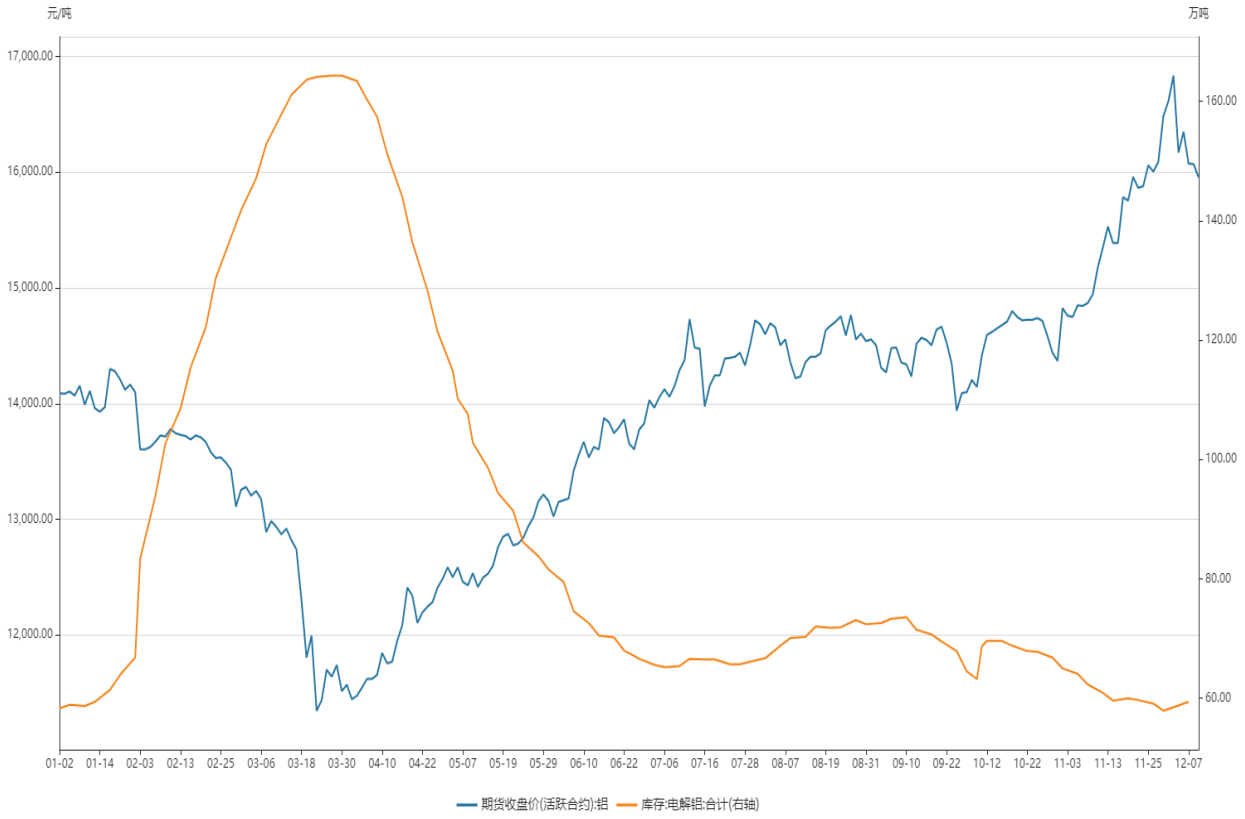
铝

美尔雅期货
MAILYARD FUTURES

2020年铝价格回顾

铝价走势回顾

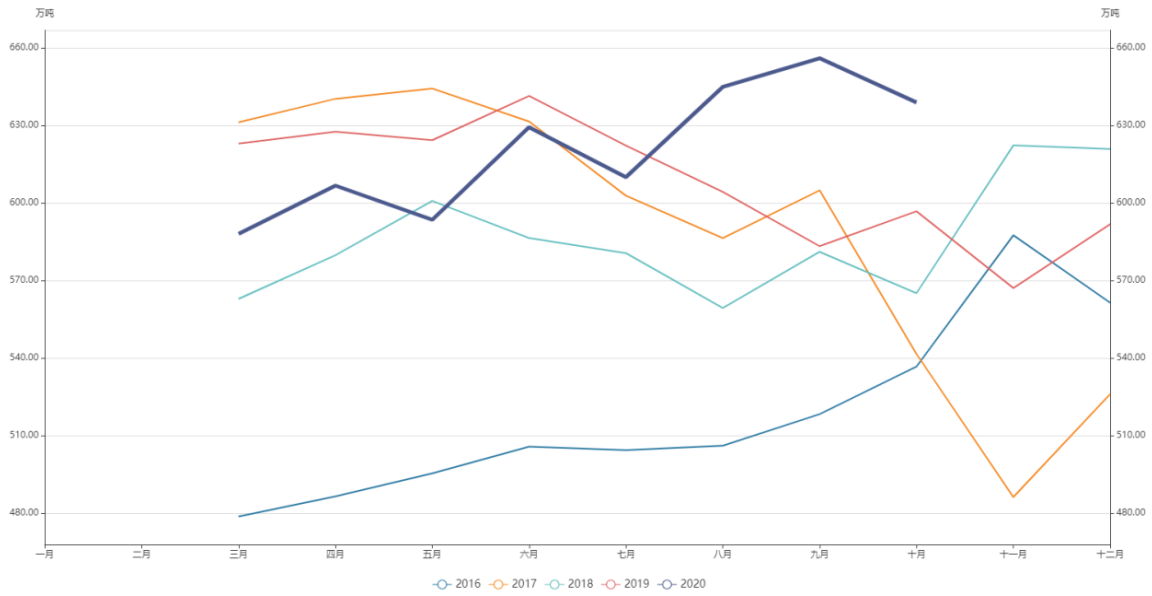
铝价走势与社库变化



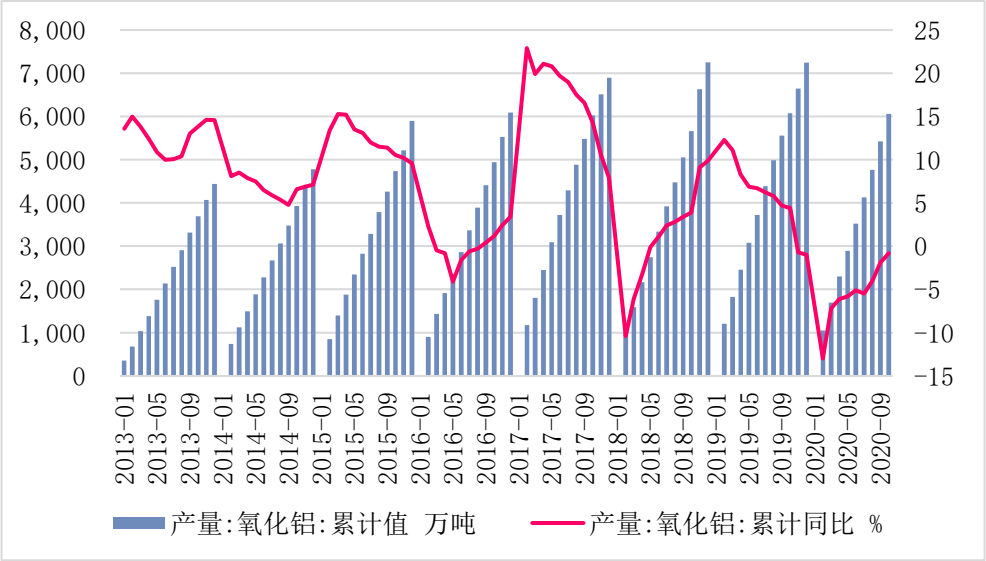
铝供应—氧化铝在产产能7200万吨，供应压力仍存

- 2019年中国氧化铝产量为 7128 万吨，同比下降0.37%。2020年10月氧化铝在产产能7200万吨，开工率81.6%提升到81.7%，10月氧化铝产量639万吨，同比增加9%。2020年1-10月累计产量6063.5万吨，同比减少0.8%，降幅缩小。
- 供应量充足的情况或将延续至2021年一季度。预计氧化铝价格整体波动幅度均较缓。

氧化铝月度产量走势



氧化铝累计产量



铝供应—2021年仍然是氧化铝投产高峰期

美尔雅期货 MAILYARD FUTURES

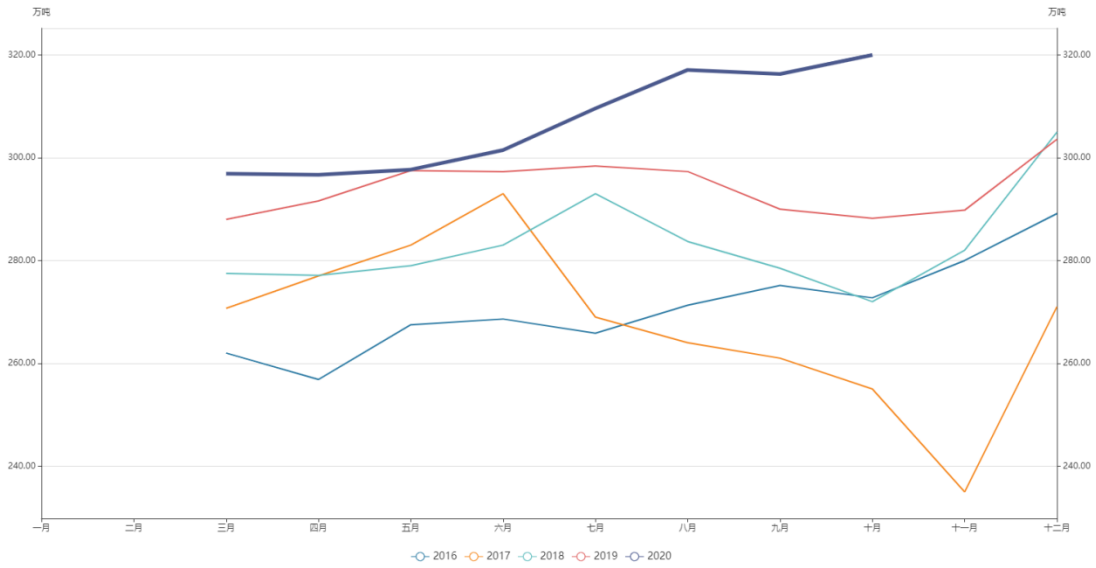
公司	地区	省份	城市	原有产能万吨/年	新建产能万吨/年	开始投产时间	2017年投产	2018年投产	2019年投产	2020年投产	2021年投产	2022年及之后
中铝河南	华中	河南	郑州	100	100	2017年1月	100	0	0	0	0	0
晋中化工	华北	山西	晋中	100	80	2017年2月	80	0	0	0	0	0
中铝兴华科技	华北	山西	吕梁	60	30	2017年8月	30	0	0	0	0	0
云铝文山	西南	云南	文山	100	60	2017年6月	60	0	0	0	0	0
柳林森泽	华北	山西	吕梁	60	60	2017年11月	60	0	0	0	0	0
魏桥	华东	山东	滨州	1250	350	2017年	350	0	0	0	0	0
泰兴铝镁	华北	山西	吕梁	10	30	2018年1月	0	30	0	0	0	0
田园化工	华北	山西	吕梁	35	5	2018年2月	0	5	0	0	0	0
华庆铝业	华北	山西	吕梁	7	28	2018年5月	0	28	0	0	0	0
山西信发	华北	山西	吕梁	200	160	2018年9月	0	160	0	0	0	0
晋中化工2	华北	山西	晋中	180	100	2018年9月	0	100	0	0	0	0
博赛南川氧化铝	西南	重庆	重庆	0	80	2019年3月	0	0	80	0	0	0
魏桥2	华东	山东	滨州	1600	200	2019年	0	0	100	100	0	0
靖西天桂	华南	广西	百色	0	80	2019年	0	0	80	0	0	0
中电投金元	西南	贵州	遵义	0	100	2020年5月	0	0	0	100	0	0
中铝防城港	华南	广西	防城港	0	200	2020年8月	0	0	0	200	0	0
靖西天桂2	华南	广西	百色	80	90	2021年	0	0	0	0	90	0
广铝	西南	贵州	贵阳	60	30	2021年	0	0	0	0	30	0
中铝防城港2	华南	广西	防城港	0	200	2021年	0	0	0	0	200	0
锦江龙州项目	华南	广西	崇左	0	100	2021年	0	0	0	0	100	0
博塞万州项目	西南	重庆	重庆	0	220	2021年	0	0	0	0	110	110
其亚铝业	西南	贵州	黔东南州	0	60	2022年或之后	0	0	0	0	0	60
锦国投	东北	内蒙古	赤峰	0	650	2022年或之后	0	0	0	0	0	260
河北文丰新材料	华北	河北	曹妃甸	0	300	2022年或之后	0	0	0	0	0	300
东方希望遵义	西南	贵州	遵义	0	320	待定	0	0	0	0	0	320
国电投北海	华南	广西	北海	0	400	待定	0	0	0	0	0	400
2017年新增							680					
2018年新增								323				
2019年新增									260			
2020年新增										300		
2021年新增											530	
2022年新增												1450

铝供应—电解铝在产产能3897万吨，产能释放延续

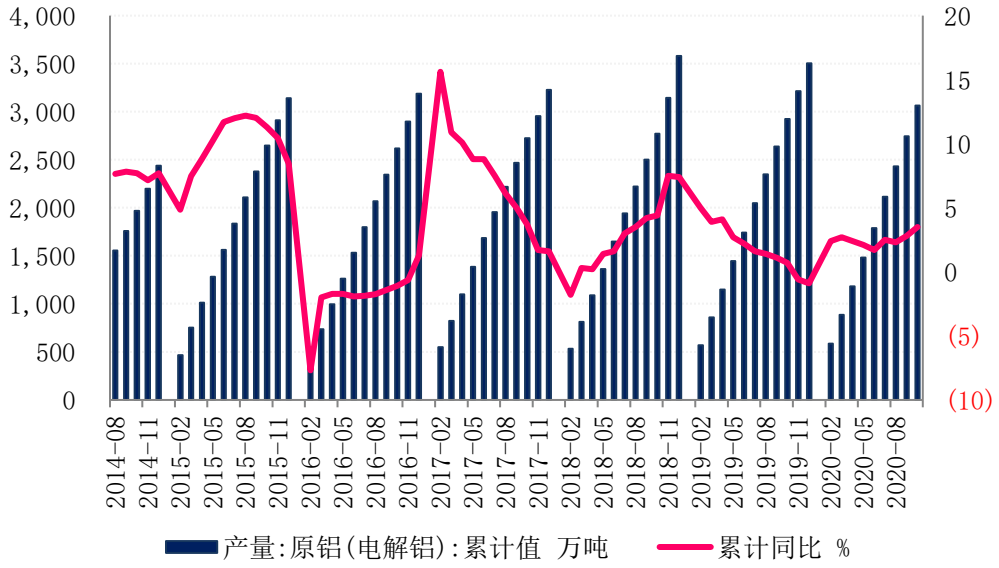
- 2020年10月中国电解铝产量320万吨，同比增长9.7%。1-10月中国累计电解铝产量3063万吨，累计同比增加3.5%。产量处于**绝对高位，产能释放仍在延续**。

- 目前全国电解铝在产产能规模增至3897万吨/年，建成产能规模4328万吨/年，全国电解铝企业开工率92%。

电解铝月度产量走势图



电解铝累计产量走势图



铝供应—2021年新增产能预计超过300万吨（2020年前3季度已吸纳170万吨产能）

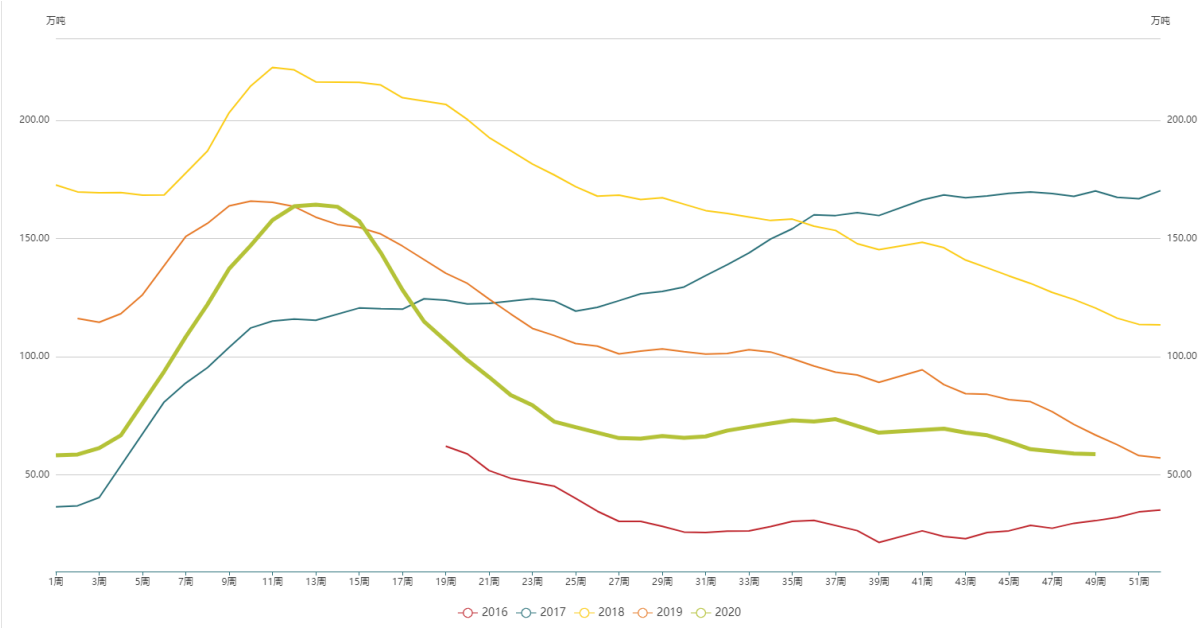
美尔雅期货 MAILYARD FUTURES

No.	企业名称	省份	2020年1月运行年产能/万吨	2020年2月运行年产能/万吨	2020年3月运行产能/万吨	2020年4月运行产能/万吨	2020年5月运行产能/万吨	2020年6月运行产能/万吨	2020年7月运行产能/万吨	2020年8月运行产能/万吨	2020年9月运行产能/万吨	2019-2022新建及拟建年产能/万吨	开始投产时间	预计完成投产时间	2019年投产产能	2020年投产产能	2021年投产产能
1	百矿苏源	广西	20	20	20	20	20	20	20	20	20	10	2018年2月	2019年4月	10.0	0.0	0.0
2	贵州华仁	贵州	50	50	50	50	50	50	50	50	50	2	2017年10月	2019年6月	2.0	0.0	0.0
3	云铝鹤庆（一期）	云南	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	2019年2月	2019年6月	21.0	0.0	0.0
4	美鑫铝业	陕西	30	30	30	30	30	30	30	30	30	29	2018年12月	2019年8月	30.0	0.0	0.0
5	云铝昭通（一期）	云南	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	2018年7月	2019年8月	24.0	0.0	0.0
6	广西华磊	广西	40	40	40	40	40	40	40	40	40	12	2018年7月	2019年9月	12.0	0.0	0.0
7	贵州登高	贵州	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	2018年2月	2019年9月	12.5	0.0	0.0
8	内蒙古蒙泰	内蒙古	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	2018年3月	2020年1月	27.0	5.0	0.0
9	营口鑫泰	辽宁	46	46	46	46	46	46	46	46	46	26	2018年9月	2019年10月	26.0	0.0	0.0
10	内蒙古创源（一期）	内蒙古	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	2018年1月	2019年10月	28.0	0.0	0.0
11	内蒙古固阳	内蒙古	30	30	30	45	45	50	50	50	50	50	2018年8月	2020年2月	5.0	0.0	0.0
12	百矿田林	广西	10	10	10	10	10	10	10	10	10	30	2018年5月	2021年6月	0.0	10.0	10.0
13	云铝鹤庆（二期）	云南	10	12	15	20	21	21	21	21	21	24	2020年1月	2020年4月	0.0	24.0	0.0
14	百矿德保	广西	20	20	20	20	20	20	20	20	20	30	2018年4月	2020年12月	20.0	10.0	0.0
15	山西中润	山西	25	25	25	25	25	25	34	34	34	43	2018年5月	2020年12月	25.0	10.0	8.0
16	云南神火（一期）	云南	0	4	10	15	15	21	30	30	30	45	2019年12月	2020年12月	0.0	45.0	0.0
17	广元中孚（一期）	四川	13	15	20	13	17	25	25	25	25	25	2019年12月	2020年6月	5.0	20.0	0.0
18	云铝文山	云南	0	0	0	0	0	4	35	50	50	50	2020年6月	2021年6月	0.0	50.0	50.0
19	广元中孚（二期）	四川	0	0	0	0	0	0	4	8	10	25	2020年7月	2021年2月	0.0	16.6	8.3
20	内蒙古创源（二期）	内蒙古	0	0	0	0	0	0	0	5	10	45	2020年8月	2021年6月	0.0	25.0	20.0
21	云铝昭通（二期）	云南	0	0	0	0	0	0	0	0	11	35	2020年9月	2020年	0.0	0.0	35.0
22	魏桥砚山（一期）	云南	0	0	0	0	0	0	0	0	5	100	2020年9月	2021年	0.0	35.0	65.0
23	云南其亚	云南	0	0	0	0	0	0	0	0	0	40	2020年10月	2021年	0.0	10.0	30.0
24	云南神火（二期）	云南	0	0	0	0	0	0	0	0	0	45	2020年11月	2021年	0.0	15.0	30.0
25	百矿隆林	广西	0	0	0	0	0	0	0	0	0	20	2020年11月	2021年	0.0	10.0	20.0
26	内蒙古白音华（一期）	内蒙古	0	0	0	0	0	0	0	0	0	40	2021年Q2	2021年	0.0	0.0	40.0
2019年新增产能			465	473	487	505	510	533	586	610	633				247.5		
2020年新增产能预期																285.6	
2021年新增产能预期																	316.3

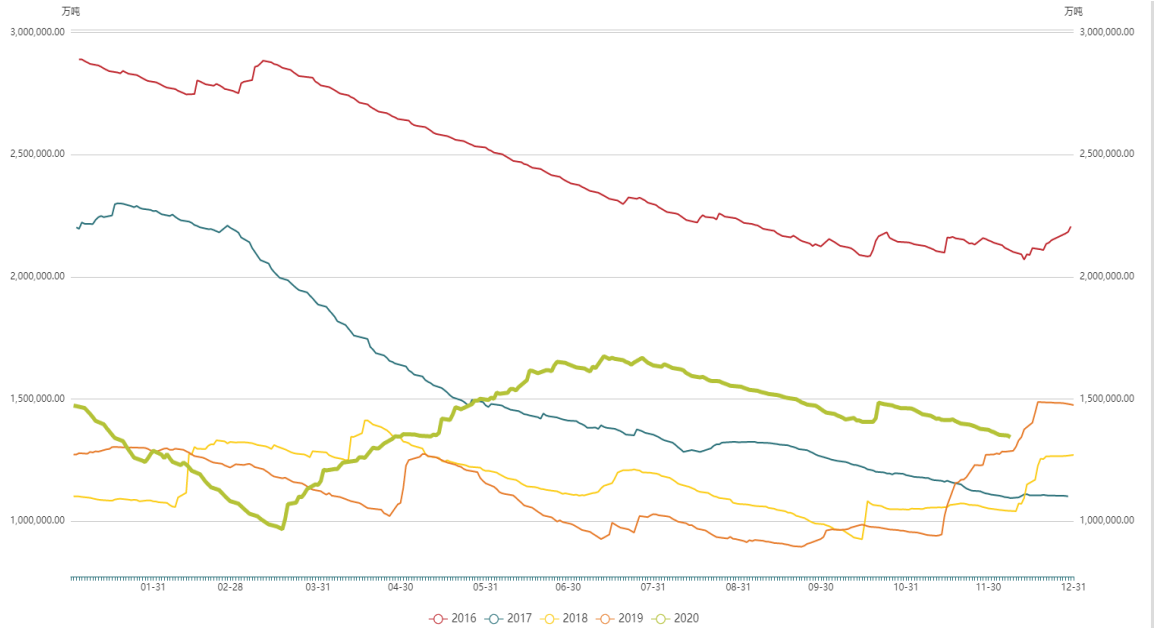
基本面矛盾—电解铝库存低，但生产利润高

- 国内电解铝库存在60-70万吨下方，同比去年同期低20万吨左右，且存量库存中仍有一部分属于质押或者历史高价囤货，可流通货源相对较少。预计2021一季度开始累库。

国内电解铝社会库存



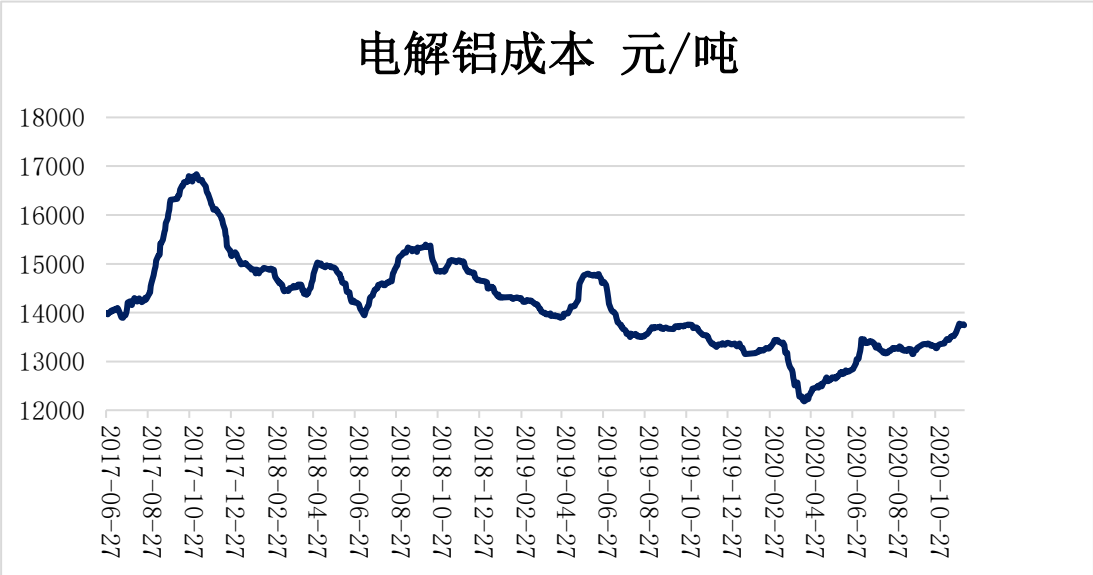
LME电解铝库存



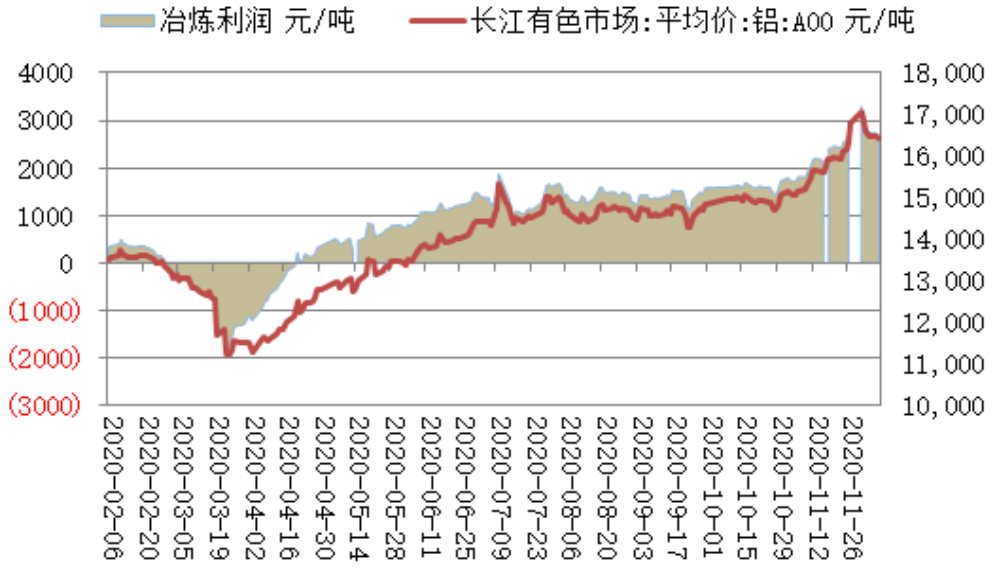
基本面矛盾—电解铝厂利润遇10年最好水平

- 低库存对价格有支撑，国产电解铝高利润状态已持续一段时间。目前国产电解铝单吨净利润超过2000元/吨，甚至高达3000多元，高利润预计会刺激产能投放。

电解铝成本走势图



电解铝利润走势图

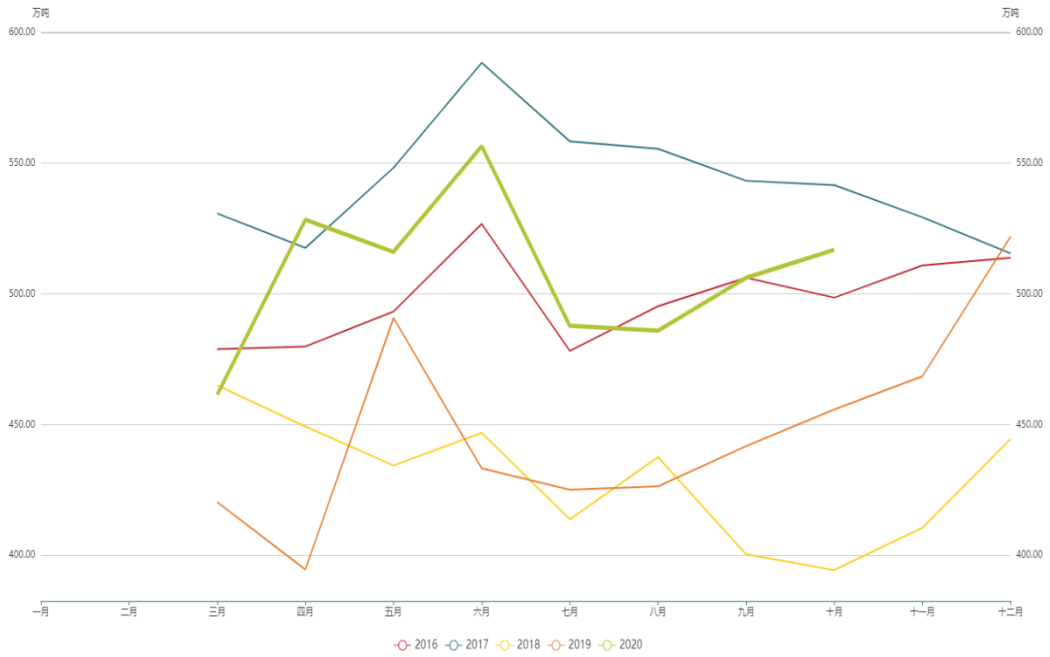


铝消费—铝材产量连续7个月两位数增涨，消费强劲

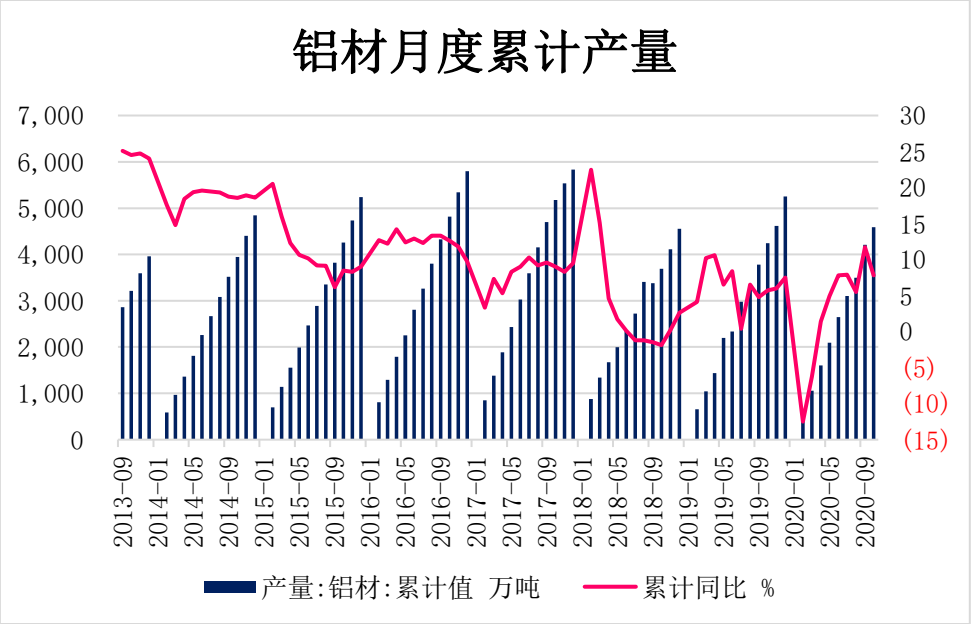
美尔雅期货 MAILYARD FUTURES

- 我国2019年铝材产量为5252万吨，同比7.5%。2020年1-10月产量4590万吨，同比增加7.8%，10月当月产量517万吨，同比增加12%，连续7个月两位数增加。

铝材月度产量走势图



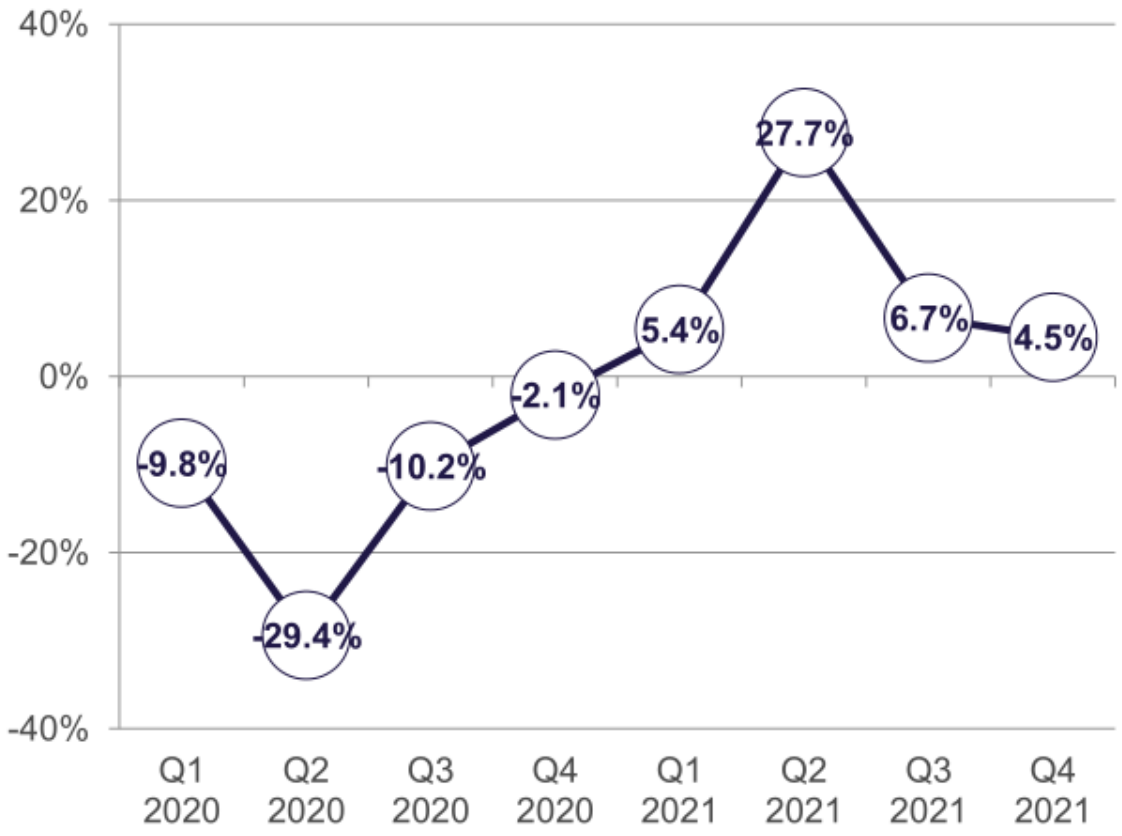
铝材累计产量走势图



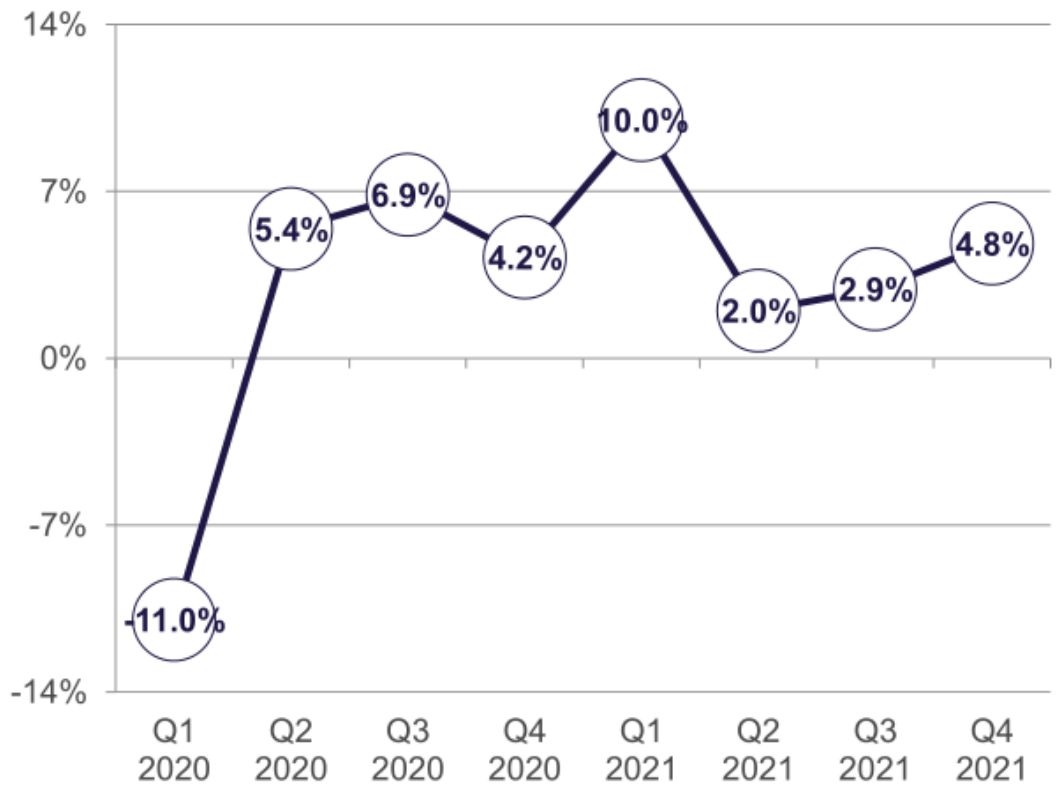
铝消费—“后疫情阶段”铝消费复苏力度强于预期

美尔雅期货 MAILYARD FUTURES

海外铝消费同比变化



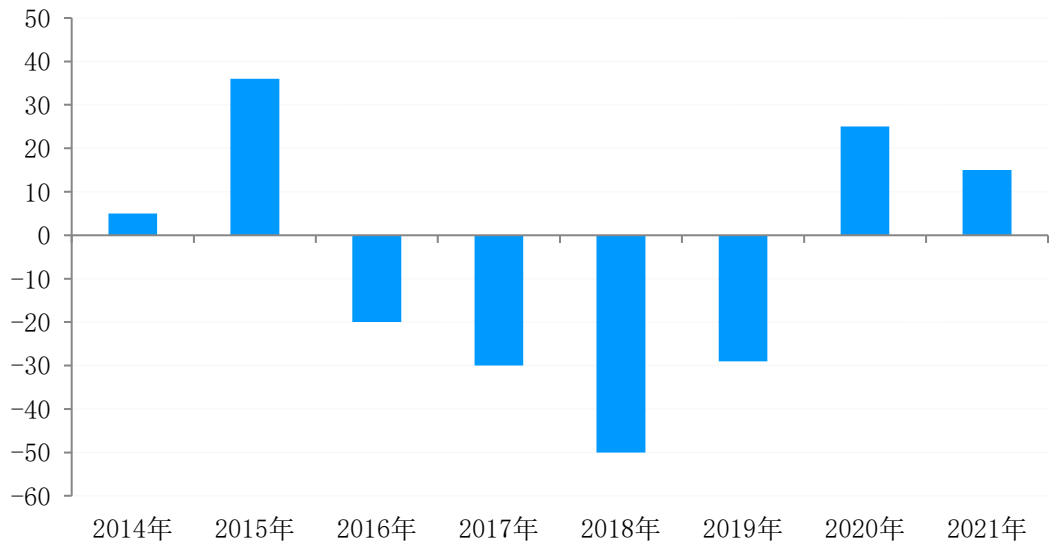
中国铝消费同比变化



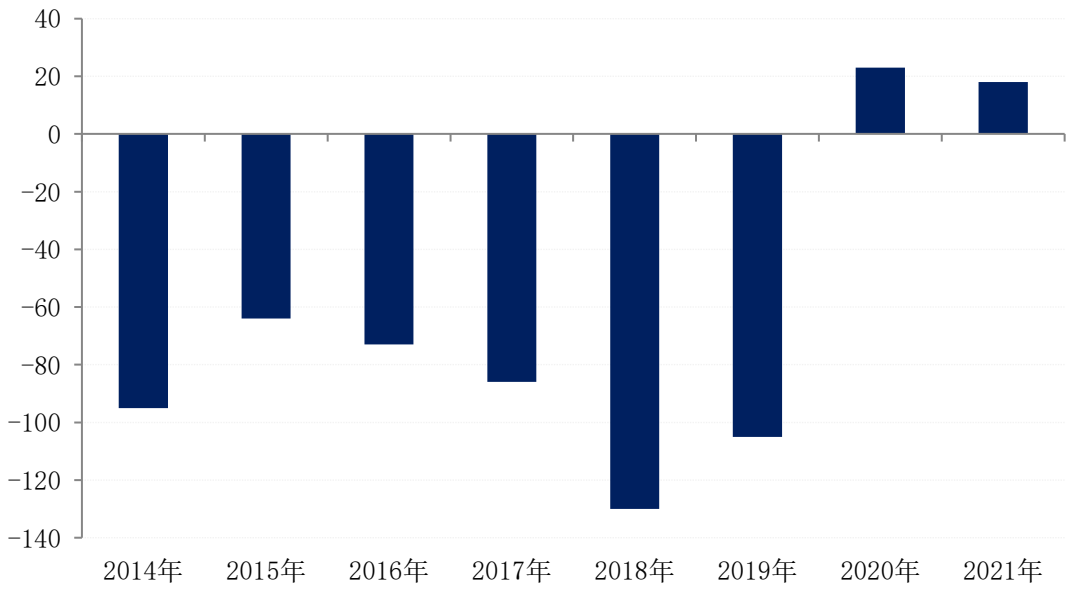
交易逻辑—铝价强势至2季度

- 1）国内电解铝供应弹性弱，新增产能不会使产量爆发式增长；
- 2）依靠于地产后周期和新基建的推动，铝消费有很强的韧性；
- 3）国内氧化铝产能过剩，很难挤占电解铝利润。因此价格强势预计维持到第二季度。

2021我国电解铝供需紧平衡



2021全球电解铝供需紧平衡



价格预测—供需两旺但有错配，铝价重心抬升

- 中长期，电解铝行业有产能天花板压制，僵尸产能及违规产能近乎完全出清，行业竞争格局得以优化。
- 今年均价预计14200元，明年低库存下呈现高位震荡格局，预计均价在14800-15000元/吨左右。

目录

4

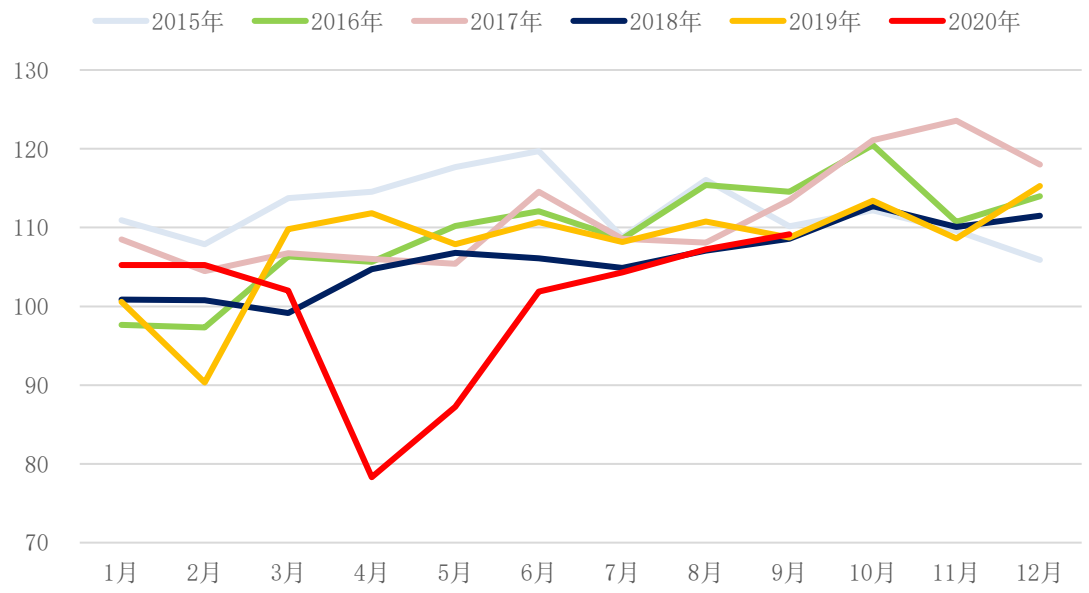
锌

美尔雅期货
MAILYARD FUTURES

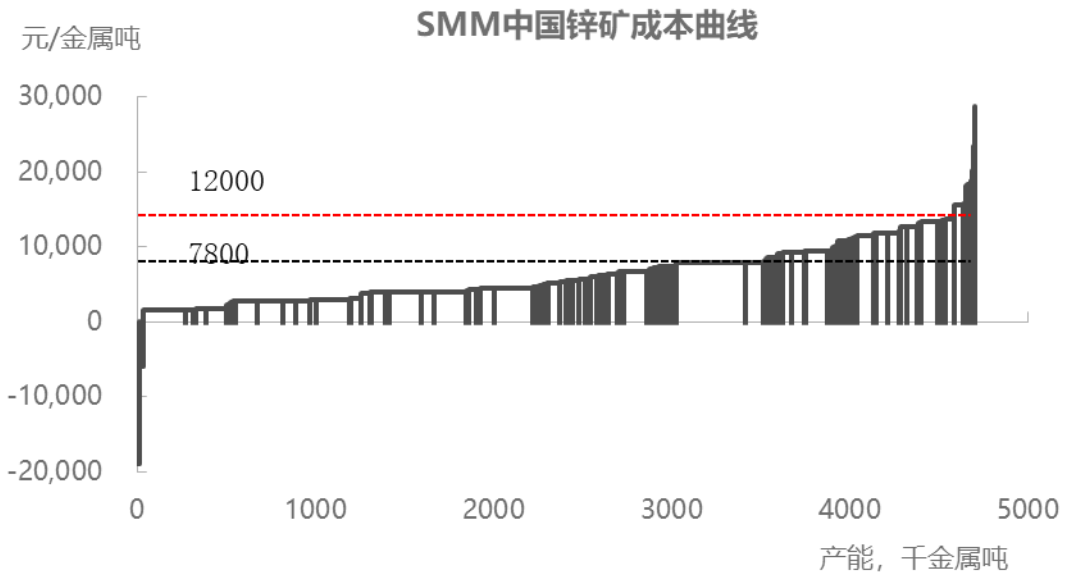
全球锌精矿产量不及预期

- 疫情影响下海外矿山减产超预期，2020年1-9月年全球锌精矿产量900.6万吨，同比减少6%。
- 随着新资源税实施，未来国内矿山成本曲线或将上移，国内矿山新增产能空间非常有限。

ILZSG全球锌矿产量



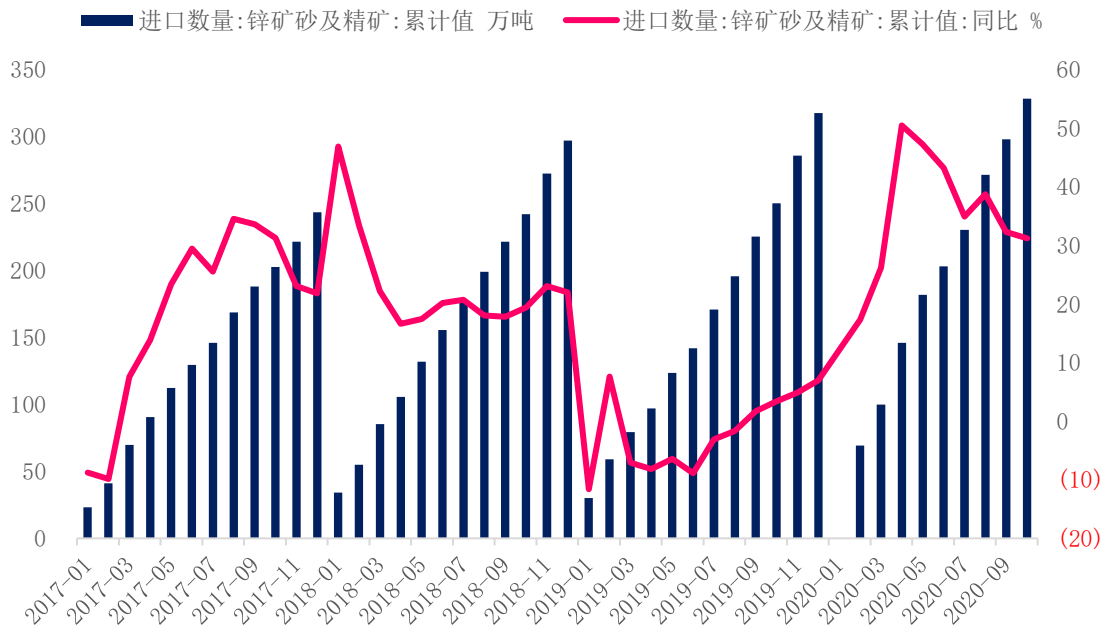
国内锌矿成本曲线



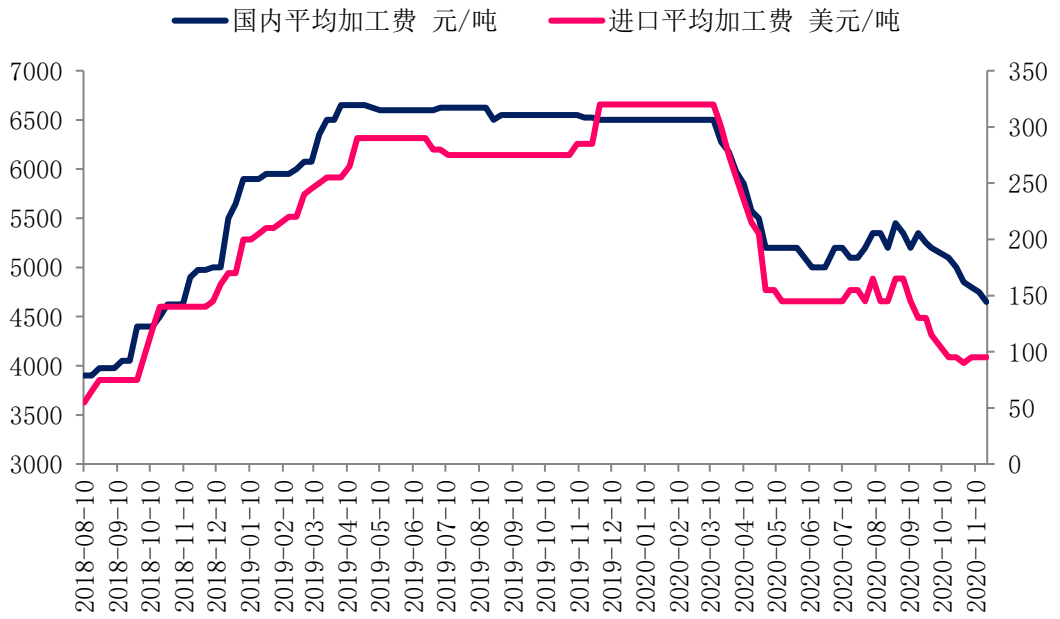
短周期内TC或仍有下行可能

- 国内进口矿需求维持较高增长，TC已降至2年来历史新低。
- 原料供需偏紧的格局或将至少延续到明年1季度。

锌矿进口量及增速



国内外锌TC



新增产能抵消疫情减损，过剩空间有限

美尔雅期货 MAILYARD FUTURES

➢ 2021年海外新增矿产能有望释放，但节奏存不确定性。预计新增锌精矿产能释放空间在70万吨左右。

公司	矿山	国家	2021年预计增量
Vedanta	Gamsberg	南非	4
	Rampura-Agucha	印度	10
	skorpion	纳米比亚	10
嘉能可	Zhairem	哈萨克斯坦	8
New Century	CenturyTailings	澳大利亚	10
必和必拓&Glencore	Antamina	智利	2
伦丁矿业	Neves corvo	葡萄牙	6
印度斯坦锌业	zawar	印度	5
	其他		14.1
	总计		69.1

国内锌冶炼迎来放量阶段

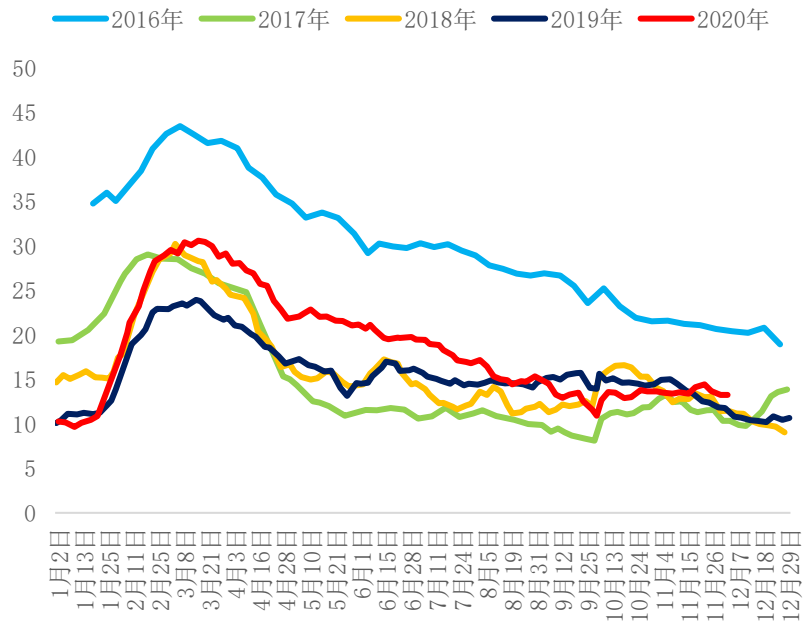
➢ 2021年国内冶炼弹性将增大，精炼锌长周期来看过剩压力仍存。

企业名称	原产能（万吨/年）	新产能（万吨/年）	投产时间	备注
乌恰紫金锌业冶炼厂	0	10	2020.11.10	已投产
青海西部铟业	0	6	2020.Q4	投产
青海华信环保	0	5	2020.Q4	投产
陕西锌业	20	5	2021.Q1	在建
祥云飞龙	18	15	2021年	在建
广西誉生	0	10	2021年	计划投产
西南能矿	0	10	2021年	在建
南丹吉朗	6	8	2021年	技改
广西永鑫	5	5.8	2021年	在建
河池南方	32	20	2022年	在建
合计	81	94.8		

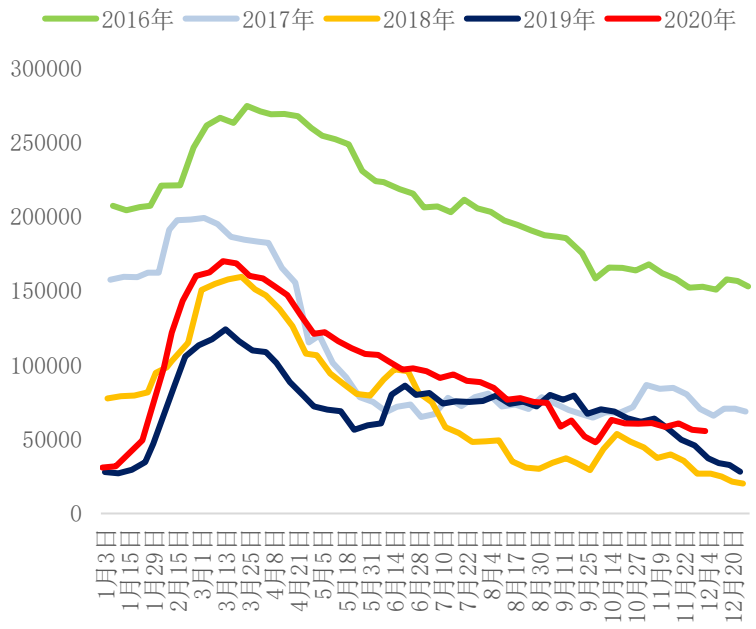
疫情影响下全球精炼锌供需过剩

- 国内库存维持相对低位，全年库存同比变化不大。
- 海外库存全年累库超16万吨以上，关注明年需求复苏后库存去化表现。

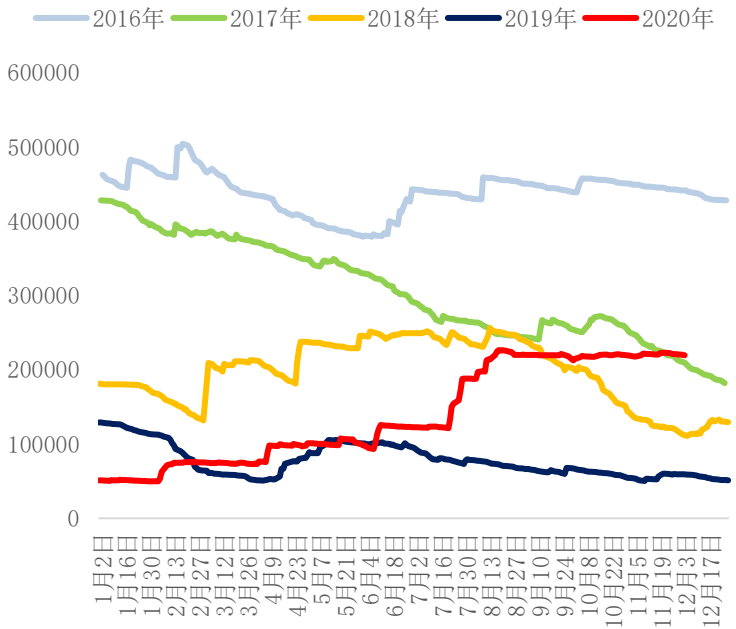
国内社会锌锭库存



上期所锌锭库存



LME锌锭库存



价格展望——长周期存过剩预期，短期仍有修复空间

美尔雅期货 MAILYARD FUTURES

- 随着海外需求有望全面复苏以及通胀支撑， 2021年锌价向上仍有弹性，表现或将先扬后抑。沪锌运行区间或在19000-24000元/吨，LME锌价2200-3200美元/吨。

年份	国内精炼锌产量	精炼锌净进口	国内精炼锌消费	国内精炼锌供需平衡	全球精炼锌产量	全球精炼锌消费	全球精炼锌供需平衡
2017年	622	66	695.4	-7.4	1371	1419	-48
2018年	568	69.3	649	-11.7	1326	1372	-46
2019年	613	54.4	665	2.4	1351	1375	-25
2020年E	640	53	688	5	1346	1325	21
2021年E	660	50	701	9	1373	1378	-5

目录

5

铅

美尔雅期货
MAILYARD FUTURES

供给弹性仍在再生铅

➢ 再生铅新增产能过剩压力仍在增大，产能向蓄企消费企业集中，后期成本支撑重心或将逐步下移。

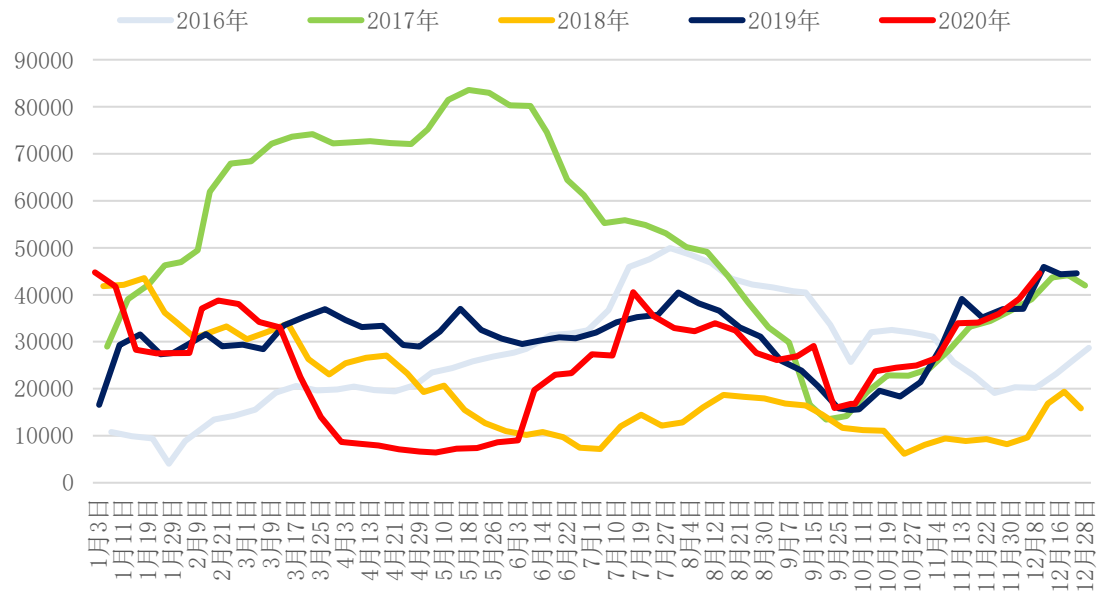
企业名称	废电瓶处理能力	再生铅新增产能	投产时间	备注
天能集团（濮阳）再生资源有限公司	10	-	待定	一期项目铅合金产能为13万吨；二期为25万吨再生铅技改扩产项目
辽宁特力环保科技有限公司	30	20	待定	废铅酸蓄电池处理规模26万吨/年，含铅废物4万吨/年
内蒙古康德利环保科技有限公司	15	10	待定	
骆驼集团安徽再生资源有限公司	-	20	2020.11	项目建成后达到年生产火法精铅15万吨、合金铅5万吨的生产能力
安徽超威环保科技有限公司	16	10	2020.11	扩建至年产再生铅及合金20万吨
安徽天畅金属材料有限公司	32	20	待定	正在投建
河北松赫再生资源股份有限公司	30	20	待定	正在投建
河南永续再生资源有限公司	15	9	待定	分两期：年处理废旧电池分别为 45 万吨和 15 万吨，建设周期为别为 12 个月和 8 个月
宁夏晨宏科技有限公司	20	10	待定	2019年10月起投建
四川正祥环保技术有限公司	10	-	待定	2019年3月起投建
内蒙古华银能源科技有限公司	-	10	待定	在建
赤峰富鹏电池有限公司	-	5.1	待定	在建
鄂尔多斯市中铅再生资源有限责任公司	15.95	10	待定	在建
小计		144.1		

数据来源：SMM

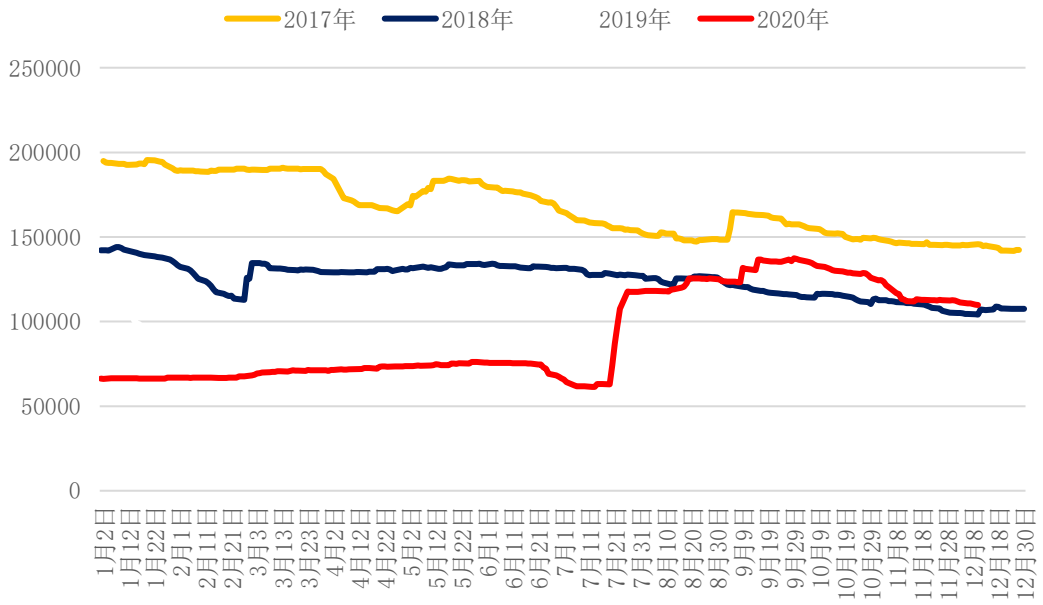
全球铅库存变化

➢ 全球铅尚未出现实质性大幅过剩的事实，铅库存季节性变动趋于平缓。

上期所铅库存



LME铅库存



价格展望——需求端增长有限，铅价承压运行

美尔雅期货 MAILYARD FUTURES

➢ 铅需求增长空间受限，供给端过剩格局将延续。预计2021年铅价核心运行区间在13000-16000元/吨。

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
原生铅	314	320	300	303	310	308
再生铅	166	205	225	240	245	250
出口量	1.5	0.7	2.6	0.6	0.5	3
进口量	0.1	7.8	12.8	9.4	2	2
表观消费量	479	532	535	552	553	557
实际消费量	479	534	535	551	549	552
供求平衡	0	-2	0	1	4	5

免责声明

本报告的信息数据均来源于公开资料，我本人及所在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。我们力求内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本人及所在公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。注：本文中数据来源为美尔雅期货研究院、SMM、CRU、Wood Mackenzie、万得以及交易所官网公开资料。

市场有风险，投资需谨慎。

美尔雅期货
MAILYARD FUTURES

谢 谢 观 看