

# 2021 年有色金属市场展望

金属研究组

侯亚辉 有色分析师

从业资格号：F3085017 投资咨询号：Z0016370

2020 年 12 月 15 日

2020 年有色金属呈现先抑后扬的走势，而贵金属呈现出先扬后抑走势。上半年全球宏观经济受到疫情冲击，金属市场受影响大幅下行，二季度随国内经济率先复苏，有色金属持续大幅反弹，多品种创出近年新高。从涨跌幅来看，沪锌（+19.23%）>沪镍（+17.37%）>沪铜（+17.35%）>沪铝（+16.08%）>贵金属（沪金+10.56%、沪银+12.93%）>沪铅（-0.86%）>不锈钢（-2.37%）。2021 年，我们预计全球经济将延续复苏，顺周期下有色金属将偏强运行，基本面较弱品种或有所分化，贵金属板块驱动因素由偏多转为中性。

## 2021 年金属市场投资策略推荐：（节选）

◆ **铝：**预计 2021 年铝市场整体供需结构将维持紧平衡状态。铝供给侧改革后，整个产业的产能天花板显现，供应增量相对受限，而下游消费需求保持平稳增长。我们认为铝价预计会呈现偏强区间震荡运行，主体区间范围【13800，17000】元/吨之间，操作上，建议一二季度区间操作，三四季度中长线抛空为主。

**关注风险点：**1、海内外疫情出现新的突发情况；2、电解铝产能投放速度超预期；3、下游重要消费不及预期等。

◆ **锌：**我们预期 2021 年锌供需格局将趋于过剩，随着明年全球矿山产能释放，预期锌冶炼产能供应将保持长期充裕，目前全球锌库存已进入累库周期，需求消费端预计恢复后维持平稳，基建镀锌消费或成为重要价格支撑。因此，我们认为锌价短期偏强震荡，中长期将偏弱运行，主体运行区间【17000, 23000】元/吨之间。

**关注风险点：**1、全球出台新的大规模刺激计划；2、海外矿山出现不可抗风险；3、终端消费出现新变化。

### 免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。

## 铝：供需结构紧平衡，把握结构性机会

### 一、2020 年铝市场回顾与展望：

2020 年年初，铝行业受到国内突发疫情冲击，叠加节后的大幅度累库，铝价一路下探至 11225 元/吨，4 月份随着整体的复工复产，铝锭社会库存快速去化，铝价实现了深 V 型反转，下半年需求的旺盛，使铝库存维持在五年同期低水平，为价格提供了有力支撑。截止 12 月 02 日铝价最高上触 16925 元/吨，涨幅一度接近 50%，成为有色金属板块中表现亮眼的品种。

铝行业供给侧改革以来，我国电解铝行业合规产能的总天花板约为 4550 万吨。2020 年 9 月中国电解铝运行产能规模约为 3855 万吨/年；预期 2020 年国内电解铝需求约 3820 万吨，整体上供需基本保持平衡。据 SMM 统计，2021 年预计新增产能 316.3 万吨，未来基本不再有新增产能。成本端，预计国内氧化铝产能总体延续过剩，价格维持低迷状态，不构成对电解铝利润的挤压。需求端，国内固定资产投资增速转正，房地产销售面积恢复到去年同期水平，明年国内新基建实施将对铝的需求有所提升。下半年汽车消费恢复较快，明年随着轻量化步伐加快，汽车用铝量将进一步提升，或成为铝消费的新增长点。因此，我们认为 2021 年铝市场整体供需结构将维持紧平衡状态，价格或将保持偏强区间运行。

综上所述，预计 2021 年铝价很可能呈现偏强区间震荡运行，主体区间范围【13800，17000】元/吨，操作上，建议区间操作为主。

图 1、2020 年铝价走势回顾（周线图）



资料来源：博易云、申银万国期货

#### 免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。

## 二、铝市场基本面分析：

### 1、供应方面

#### 1.1、铝土矿供应保持充裕

目前我国国内铝土矿产能情况，以及海外矿山项目新增趋势来看，铝土矿资源的供应保持充裕状态，国内需求依旧能够得到较好保障。总体上，较充裕的矿端供给制约其价格的上升空间，预计未来较长一段时间内矿价将总体持稳并具有小幅下降的空间。

国内矿方面，虽然近年国内矿山收到品质下降、环保等因素干扰，但整体仍保持平稳。今年下半年出于稳生产、保民生考虑，国内铝土矿山的政策有所松动，其中河南地区增产明显，中铝系对自有矿山实施降本增产工作，各矿区较往年平均产量增加 20%左右。

进口方面，中国铝土矿主要来自几内亚、澳大利亚和印尼，分别占比 45%、35%及 14%，三国共占比 94%。近年来主流国家的进口量均有所上涨，占比也逐年递增。几内亚增速放缓，但占比已经接近一半，是中国铝土矿供应大国。目前越来越多的中国企业置身于几内亚矿石投资项目，产量已得到部分释放。2020 年 1-9 月，中国共进口几内亚资源 4109 万吨，较去年增加 352.9 万吨；澳大利亚其次，共进口 2882 万吨，较去年增加 329.2 万吨；从印度尼西亚共进口 1523 万吨，较去年增加 493.4 万吨，三大来源国合计占比 98%。目前来看，我国国内各主要港口铝土矿库存总量 2655.5 万吨，其中多集中于山东各港口，合计可供国内现有低温线产能使用近 3 个月。较充裕的矿端供给制约了价格，预计铝土矿明年将继续保持平稳波动。

图 2、铝土矿价格

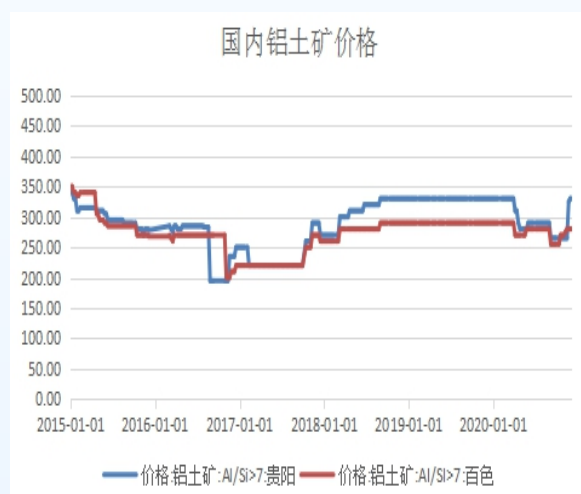
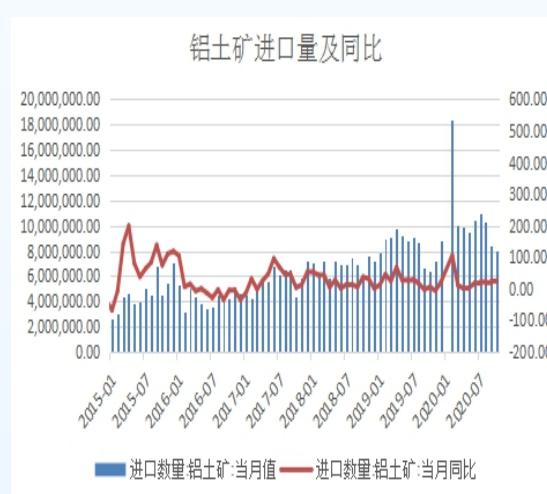


图 3、铝土矿进口数量



#### 免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。

资料来源：WIND、申银万国期货

图 4、海外铝土矿分布与产量

几内亚	年产量（万吨）	澳大利亚	年产量（万吨）
美铝CBG	2000	力拓Anrum&Gove&Weipa&Willowdale	5000
赢联盟	4000		
Alufer	600		
欧亚资源	500		
天府矿业	700	梅特罗Hill	600
SMB	4000	美铝Huntly&Willowdale&Cardea	5000
GAC	1200	南32 Boddington	1300
俄铝DIANDIAN	300	印尼	年产量（万吨）
俄铝CBK	300	安塔姆	160
河南国际	600	哈里达	400
中铝	1200	拉曼矿业	360
		迪纳米卡	240

资料来源：公开资料、申银万国期货

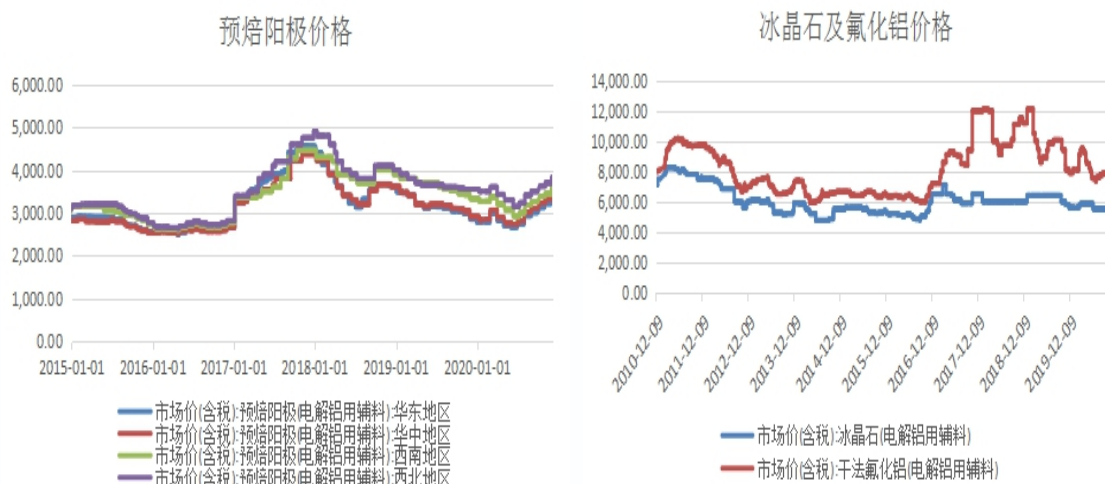
预焙阳极方面，2020-2021 年秋冬季蓝天保卫战，对山东、河南等地的预焙阳极企业影响比较大，山东地区企业目前尽量满负荷生产，以为采暖季期间订单做好储备。目前预焙阳极行业原料成本高位，企业整体开工率不足，再加北方采暖季影响，供应出现大幅下滑，虽然国内预焙阳极产能过剩，但我们依然不能盲目乐观。截止 12 月份，阳极炭块西北地区价格为 3825 元/吨，西南地区价格为 3707 元/吨；华中地区价格为 3485 元/吨。干法氟化铝为 8600 元/吨。原料端价格预计将有小幅上升趋势，但整体影响不大。

图 5、预焙阳极价格

图 6、预焙阳极价格

#### 免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。



资料来源：WIND、申银万国期货

## 1.2、2021 年氧化铝产能过剩将延续

据 SMM 统计数据显示，中国国内氧化铝建成年产能 8840 万吨，运行年产能 6865 万吨，1-10 月中国累计冶金级氧化铝产量 5574.1 万吨，累计同比减少 3.23%。开工率走低的主要原因在于，氧化铝价格的持续下跌导致行业内企业产生亏损。从价格角度来看，国内氧化铝价格在 3 月快速走低至 2200 元/吨的低点后快速反弹，9 月价格涨至 2480 元/吨，四季度价格又略有回落 2300 元/吨附近。

2020 年 10 月，中国氧化铝产量 615.7 万吨，环比增加 1.0%，同比增加 5.95%。国内产量维持在较高水平；1-10 月中国累计进口氧化铝 314.79 万吨，累计同比增 205.15%，中国巩固其氧化铝进口大国地位，预计 2020 年中国氧化铝进口或将达 374 万吨左右水平。价格方面，河南省氧化铝价格为 2,300 元/吨，连云港进口澳大利亚氧化铝价格持平。库存方面，国内总计库存为 60.5 万吨，总计库存维持在较高水平。

2020 年下半年到 2021 年年内，氧化铝投产和计划产能为 400 万吨，国内外氧化铝过剩格局依旧。在产能大量释放且供应过剩的背景下，边际产能的减产对价格仅能起到支撑作用，难言大幅反弹，预计氧化铝价格将长期承压于成本线附近波动。预计 2021 年中国氧化铝新投产年产能达 400 多万吨，全年产量达 7281 万吨，同比将增 7.8%，氧化铝供应过剩现象将会延续。

图 7、国内氧化铝供需平衡表(万吨)

		2018		2019		2020F		2021F
--	--	------	--	------	--	-------	--	-------

### 免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。



# 申银万国期货研究所

氧化铝产量		7048		6921		6822		7030
净进口		-105		131		374		390
供应		6943		7052		7196		7420
消费量		7065		6979		7174		7390
供需平衡		-122		73		22		30

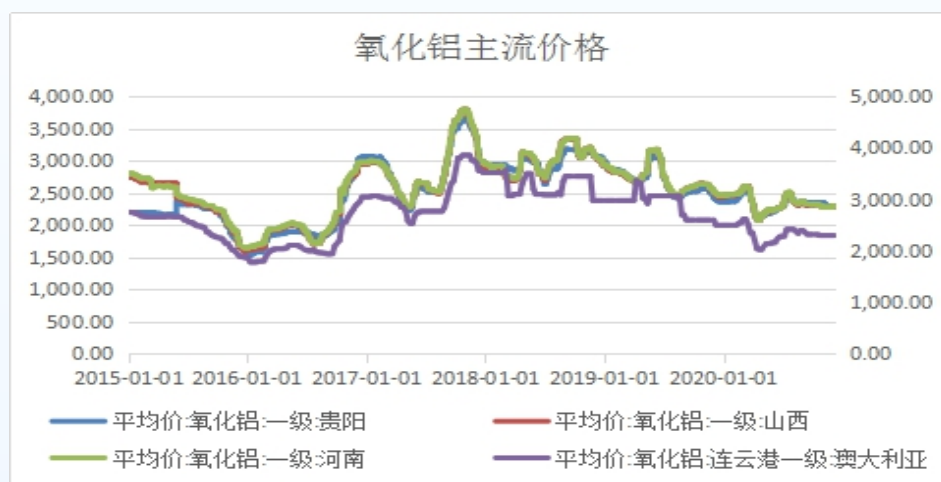
资料来源：我的有色、申银万国期货

图 8、2020 年-2021 年氧化铝投产产能计划

省份	所属集团	企业	已有产能	在建产能	年内可投产产能	预期投产时间	备注
广西	中铝	广西华昇新材料有限公司	200	0	200	2020年7月	一期一段100万吨已投产，产品已出，二段100万吨或于近期投产
贵州	广铝	贵州广铝氧化铝有限公司（二期）	60	30	0	2021年4月	预计将于2021年4月全部建成并投产
广西	曾氏	靖西天桂铝业有限公司（二期）	80	170	0	2021年7月	具体投产仍需观察各方因素影响
广西	锦江	广西龙州新翔生态铝业有限公司	0	100	100	2021年2月	预期2021年春节前后建成投产
山西	其他	山西强锦铝业有限公司	0	100	100	2021年	工期进展仍需观察手续及其他因素

资料来源：公开资料、申银万国期货

图 9、氧化铝主流平均价



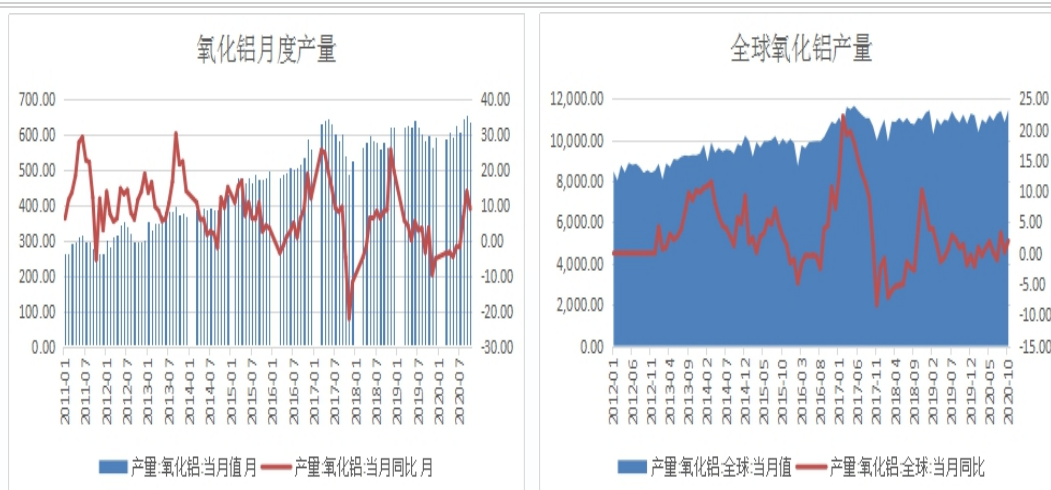
资料来源：WIND、申银万国期货

图 10、中国氧化铝产量（万吨）

图 11、全球氧化铝产量（万吨）

## 免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。



资料来源：WIND、申银万国期货

### 1.3、2020 年电解铝强势去库，整体将延续紧平衡状态

我国铝工业随经济快速发展实现了跨越式增长，铝行业总产能从 2001 年的 425 万吨增长至 2019 年的 4440 万吨，全球份额占比由 15% 增至近 60%，但产能过剩问题也逐渐显现，2017 年政府着手铝行业的供给侧改革。近年来，在“严控总量、优化存量”的前提下，电解铝新投建规模受到明显制约，产能无序扩张势头明显受到遏制。现行规定下行业有效产能增量只能通过产能置换获得，电解铝行业产能天花板已现。2018-2020 年行业总产能保持平稳，淘汰落后产能及产能置换工作有序开展。

图 12、国内电解铝供需平衡表(万吨)

		2018		2019		2020F		2021F
电解铝产量		3660		3611		3717		3790
净进口		0		0		100		30
供应		3660		3611		3817		3820
消费量		3717		3662		3781		3800
供需平衡		-57		-51		36		20

资料来源：我的有色、申银万国期货

#### 免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。



目前铝行业进入后供给侧改革时期，新增产能释放抑制，对铝价形成一定的支撑。供给侧改革政策限制了我国电解铝行业的合规产能的上限，目前国内电解铝产能天花板大约是 4600 万吨，企业仅能凭借可流通的指标实现扩张。在产能置换背景下，企业投产能力也相对减弱，电解铝产量上升幅度有限，供给格局趋于稳定。例如，山东魏桥逐渐将 203 万吨电解铝产能从滨州退出外迁到云南，以期降低生产成本。一方面，搬迁期间公司关闭原有部分产能；另一方面，搬迁不涉及新增电解铝产能，同等产能置换。总体来说，虽然 2020 年电解铝将有较大的产能投放预期，但从实际产能投放情况来看，最终投产节奏往往由资金、利润及政策等因素共同决定，存在较大不确定性。

据数据统计显示，电解铝运行产能规模从年初的 3671 万吨增至 3855 万吨/年，2020 年 1-9 月国内电解铝累计产量 2743.3 万吨，累计同比增加 3.68%。2020 年电解铝新产能在 300 万吨，其中已投产 186.5 万吨，待开工新产能有 113.5 万吨，总体产能增速相对和缓。据 SMM 预期 20 年国内电解铝需求约 3800 万吨，运行产能与需求基本平衡。截至 2020 年 12 月，国内电解铝显性库存约在 60 万吨附近，处于近 5 年较低位置，因此 21 年电解铝补库需求预期约为 60 万吨。2021 年预期新增加电解铝产能 316 万吨，其中 70 万吨产能预期 21 年下半年投产。需求方面，我们认为 21 年电解铝可能延续 20 年 5-6% 的增速，对应需求约为 4011-4049 万吨。总体上来看，明年国内电解铝供需结构将延续紧平衡状态。

图 13、2019 年-2022 年中国电解铝投产产能统计

免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。

企业名称	地区	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 (万吨)	2020 年投 产产能 (万吨)	2021 年投 产产能 (万吨)
魏桥砚山（一期）	云南	100	2020 年 9 月	2021 年	0	35	65
贵州登高	贵州	25	2018 年 2 月	2019 年 9 月	12.5	0	0
贵州华仁	贵州	2	2017 年 10 月	2019 年 6 月	2	0	0
营口鑫泰	辽宁	26	2018 年 9 月	2019 年 10 月	26	0	0
美鑫铝业	陕西	29	2018 年 12 月	2019 年 8 月	30	0	0
百矿隆林	广西	20	2020 年 11 月	2021 年	0	10	20
百矿苏源	广西	10	2018 年 2 月	2019 年 4 月	10	0	0
百矿田林	广西	30	2018 年 5 月	2021 年 6 月	0	10	10
百矿德保	广西	30	2018 年 4 月	2020 年 12 月	20	10	0
广西华磊	广西	12	2018 年 7 月	2019 年 9 月	12	0	0
广元中孚（二期）	四川	25	2020 年 7 月	2021 年 2 月	0	16.6	8.3
广元中孚（一期）	四川	25	2019 年 12 月	2020 年 6 月	5	20	0
山西中润	山西	43	2018 年 5 月	2020 年 12 月	25	10	8
内蒙古蒙泰	内蒙古	50	2018 年 3 月	2020 年 1 月	27	5	0
内蒙古白音华（一期）	内蒙古	40	2021 年 Q2	2021 年	0	0	40
内蒙古固阳	内蒙古	50	2018 年 8 月	2020 年 2 月	5	0	0
内蒙古创源（二期）	内蒙古	45	2020 年 8 月	2021 年 6 月	0	25	20
内蒙古创源（一期）	内蒙古	40	2018 年 1 月	2019 年 10 月	28	0	0
云铝鹤庆（二期）	云南	24	2020 年 1 月	2020 年 4 月	0	24	0
云铝鹤庆（一期）	云南	21	2019 年 2 月	2019 年 6 月	21	0	0
云铝昭通（二期）	云南	35	2020 年 9 月	2020 年	0	0	35
云铝昭通（一期）	云南	35	2018 年 7 月	2019 年 8 月	24	0	0
云铝文山	云南	50	2020 年 6 月	2021 年 6 月	0	50	50
云南神火（二期）	云南	45	2020 年 11 月	2021 年	0	15	30
云南神火（一期）	云南	45	2019 年 12 月	2020 年 12 月	0	45	0
云南其亚	云南	40	2020 年 10 月	2021 年	0	10	30
2021 年新增产能预期							316.3
2020 年新增产能预期							285.6
2019 年新增产能预期							247.5

资料来源：SMM、申银万国期货

国内电解铝的紧平衡状态，从 2019 年四季度开始持续至今，除去中间春节假期和疫情短暂累库外，铝锭现货社会库存基本上处于相对紧缺状态，这也是造成沪铝至今的 Back 结构的主要因素，但随着 2020 年下半年大量新增和复产产能的释放，电解铝预计将实现相对宽裕的状态。库存方面，铝锭社会库存在 2019 年 3 月份约 165 万吨，下半年开始快速去库，一路下降至 2020 年 1 月份的 65 万吨附近。而后受春节期间的季节性累库，叠加了疫情复工延后影响，铝锭库存迅速积累到 164 万吨左右，但随着下游企业陆续复工复产，二季度开始电解铝社会库存开启快速去化的过程。7 月社会库存已经降至 65 万吨附近，从最高点累计去库近 100 万吨。这也直接推动了铝价二三季度的一波大幅度抬升。

根据电解铝成本测算，电解铝生产成本主要包括氧化铝、预焙阳极、电力，占到电解铝生产成本的 81%。截止 12 月初，国内电解铝行业完全成本约 12950 元/吨，对标最新长江现货价 16000 元/吨，行业平均盈利水平约 3050 元/吨，盈利处于历史较高位置。今年下半年以来，电解铝企业利润随着铝价不断攀升而高涨，加上成本端氧化铝等价格维持低迷，利润驱使下新投产动能节奏加快，但整体库存仍处

免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。

于低水平。近几年，电价相对稳定，氧化铝产能过剩导致价格低迷，提升电解铝行业整体的盈利能力，行业高利润预计将维持较长一段时间。

图 14、铝锭社会库存

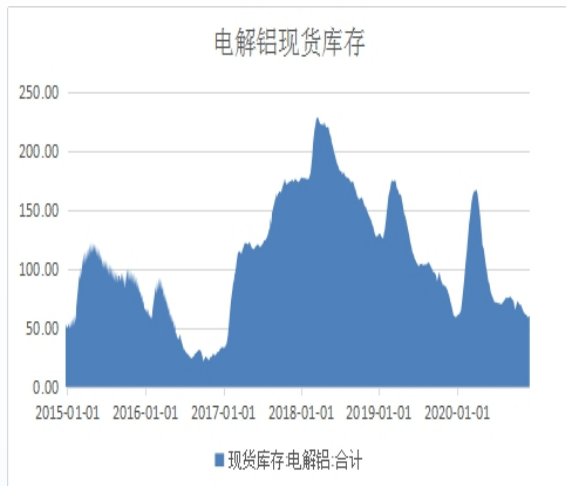
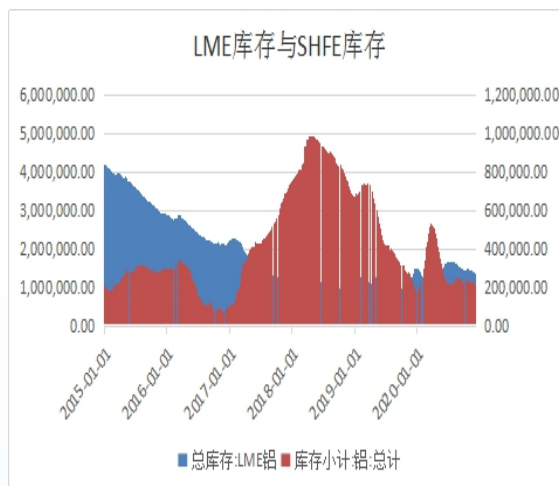
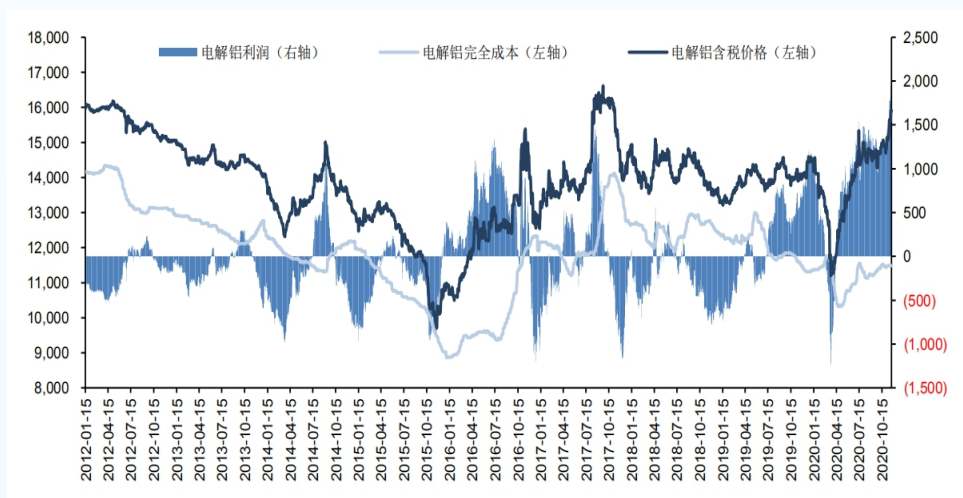


图 15、LME 铝、SHFE 铝库存



资料来源：WIND、申银万国期货

图 16、电解铝成本及盈亏测算



资料来源：WIND、申银万国期货

## 2、需求方面

### 2.1、2020 年电解铝需求先抑后扬，下半年汽车消费是亮点

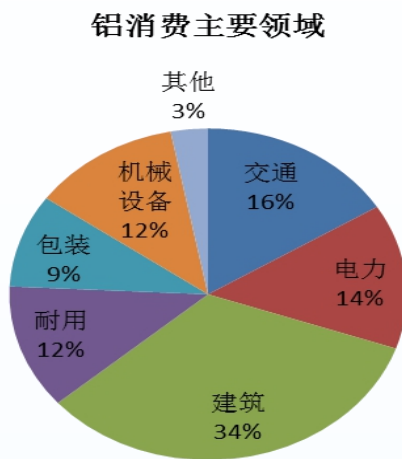
下游消费结构，建筑领域依然是电解铝消费第一用途，占比超过 30%，建筑用铝需求集中在房地产，侧重房屋竣工阶段对于铝材的消费：房屋门窗、铝模板以及幕墙装饰等。交通运输用铝主要体现在汽车

#### 免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。

行业以及轨道交通用铝，今年下半年汽车消费成为铝下游需求亮点，尤其是电动汽车轻量化趋势，成为用铝增长的重要驱动力之一。

图 17、铝需求端主要领域



资料来源：WIND、申银万国期货

房地产方面，地产竣工驱动的铝消费至少持续到明年上半年。2020 年房地产市场调控以稳定为主，年初受疫情冲击及地产周期影响，投资竣工等数据有所走弱，但二季度随着国内总体复工较好，行业在经受阶段性冲击后持续恢复，后周期铝的消费相对保持了平稳。今年 4 月份以来铝消费高增长，主要贡献也来自建筑铝型材。如果以房屋新开工面积增速向后推一年半左右，测算竣工面积的增速，则地产竣工周期对铝消费的拉动或将持续到 2021 年上半年。

汽车方面，受经济下行压力、国标切换、居民消费意愿等因素影响，我国车市自 2018 年下半年以来进入负增区间。但 2020 年 4 月份以来，汽车消费负增长得到显著扭转。截至 2020 年 10 月乘用车市场零售达到 199.2 万辆，同比增长 8.0%，实现了连续 4 个月 8% 左右的近两年高位增速。1-10 月的零售累计增速-10.2%，较 1-9 月累计增速也提升 2 个百分点，行业处于稳步回暖之中。今年下半年的零售延续了 2018 年走势，化解了 2019 年的回落压力。在国内宏观经济和疫情防控良好、出口强势增长的背景下，车市仍将保持积极向好的发展态势。长期来看，在居民收入稳步增长、节能减排标准不断提升、新能源汽车行业高速发展等多方面因素的提振之下，汽车轻量化趋势将更为明晰，汽车用铝需求仍存在较大的提升空间，电动汽车轻量化将成为用铝增长的主要驱动力之一。

#### 免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。



“新基建”中特高压电网项目，或成为明年上半年铝需求的支撑之一。国网公司表示特高压建设项目计划投资规模 1811 亿元。特高压电网项目的输电电缆主要采用的是钢芯铝绞线，是单层或多层铝股线绞合在镀锌钢芯线外的加强型导线，内部是钢“芯”，外部是用铝线通过绞合方式缠绕在钢芯周围，其钢芯主要起增加强度作用，而铝绞线主要起传送电能的作用，其主要运用在架空输电线路路上。据测算，输电电缆在特高压投资中占比大概在 23%左右，钢芯铝绞线的含铝量在 67%左右。按照 2020 年铝均价和年内已经明确的特高压项目来测算，预计整个特高压项目将推动超过 100 万吨以上的铝消费。目前看，电网投资四季度落地实施规模有限，我们预计 2021 年上半年对线缆需求有一定拉动作用。

图 21、房地产系列数据

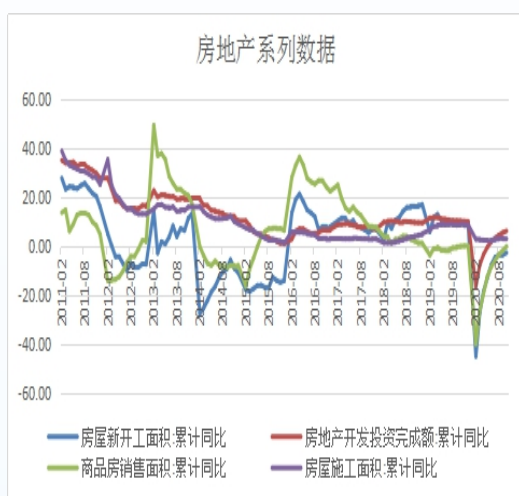


图 22、汽车当月产量及同比

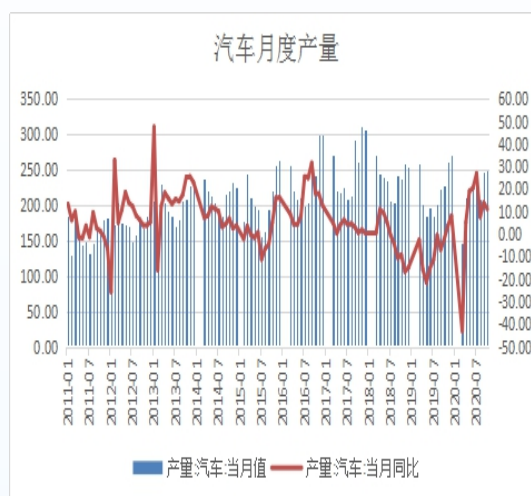
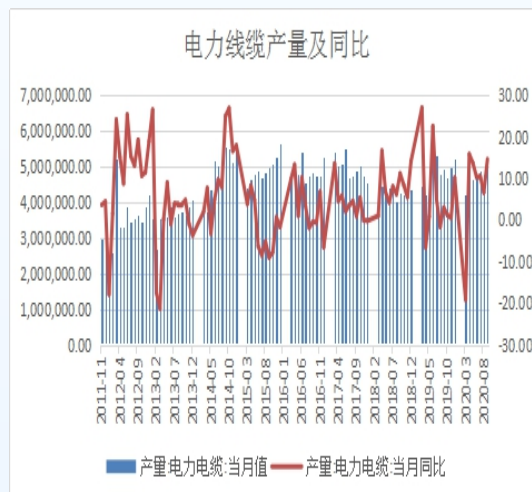


图 25、电网基本建设投资完成额



图 26、电力线缆产量及同比



资料来源：WIND、申银万国期货

#### 免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。

图 23、空调月度产量及同比

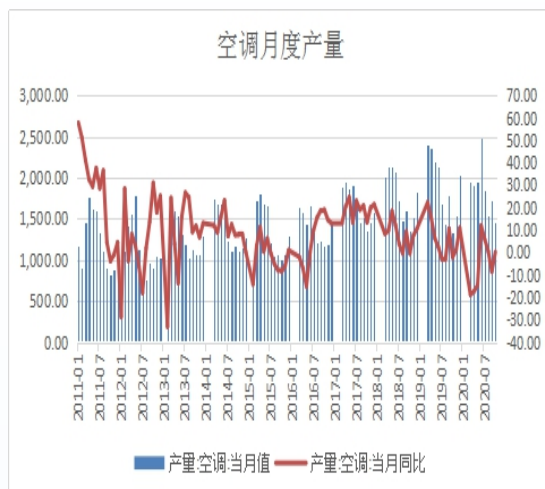
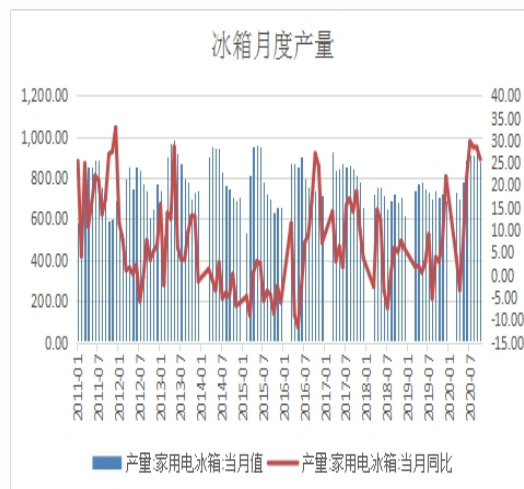


图 24、冰箱月度产量及同比



资料来源：WIND、申银万国期货

### 三、策略建议

2020 年年初，铝行业受到国内突发疫情冲击，叠加节后的大幅度累库，铝价一路下探至 11225 元/吨，4 月份随着整体的复工复产，铝锭社会库存快速去化，铝价实现了深 V 型反转，下半年需求的旺盛，使铝库存维持在五年同期低水平，为价格提供了有力支撑。截止 12 月 02 日铝价最高上触 16925 元/吨，涨幅一度接近 50%，成为有色金属板块中表现亮眼的品种。

铝行业供给侧改革以来，我国电解铝行业合规产能的总天花板约为 4550 万吨。2020 年 9 月中国电解铝运行产能规模约为 3855 万吨/年；预期 2020 年国内电解铝需求约 3820 万吨，整体上供需基本保持平衡。据 SMM 统计，2021 年预计新增产能 316.3 万吨，未来基本不再新增产能。成本端，预计国内氧化铝产能总体延续过剩，价格维持低迷状态，不构成对电解铝利润的挤压。需求端，国内固定资产投资增速转正，房地产销售面积恢复到去年同期水平，明年国内新基建实施将对铝的需求有所提升。下半年汽车消费恢复较快，明年随着轻量化步伐加快，汽车用铝量将进一步提升，或成为铝消费的新增长点。因此，我们认为 2021 年铝市场整体供需结构将维持紧平衡状态，价格或将保持偏强区间运行。

综上所述，预计 2021 年铝价很可能呈现偏强区间震荡运行，主体区间范围【13800 元/吨，17000 元/吨】，操作上，建议一二季度区间操作，三四季度中长线抛空为主。

#### 免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。



**关注风险点：**1、海内外疫情出现新的突发情况；2、电解铝产能投放速度超预期；3、下游重要消费不及预期等。

## 锌：矿端供应逐步释放，精炼产能保持充裕

### 一、2021 年锌市场回顾与展望：

2020 年年初，海内外突发的疫情干扰全球锌矿供应节奏，全年锌精矿产量大幅下滑。国内锌矿供应受影响也较大，造成国内矿端供应存在短缺预期，推动锌精矿加工费不断下调。与此同时，由于二季度国内有序复工复产，锌下游需求开始恢复，锌价也走出了深 V 型反转的走势，从 3 月份最低下探 14245 元/吨后一路攀升，9 月份重新站上两万关口，截止 12 月初锌期价最高触及 21685 元/吨。

#### 免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。

伴随着锌价走高，锌冶炼利润快速恢复，国内锌冶炼产能在下半年不断释放，矿端紧缺并未传导至冶炼端。需求端，房地产市场预计仍将保持平稳，汽车消费在今年三四季度恢复较好，基建的逆周期调节或成为明年锌的增长点之一。目前整体上来看，今年的疫情虽后延了全球锌矿的供应释放，但中长期看全球矿山仍处于增产周期之中。据安泰科数据，2020 年冶炼锌供给约为 1345 万吨，2021 年供给预期增至 1400 万吨左右。据 ILZSG 预估，2020 年全球冶炼锌需求增速预期为-3.8%，对应需求约为 1320 万吨；2021 年预期需求或修复到前年的 1370 万吨水平。供应长期预计将保持充裕。

综上所述，我们预期 2021 年锌供需格局将趋于过剩，随着明年全球矿山产能释放，预期锌供应将保持长期充裕，目前全球锌库存已进入累库周期，需求消费端预计恢复后维持平稳。因此，预计锌价上半年偏强震荡，中长期将偏弱运行为主，主体运行区间【17000,23000】元/吨。

图 1、2020 年锌价走势图（周线）



资料来源：博易大师、申银万国期货

## 二、锌市场基本面分析：

图 2、中国锌供需平衡表(万吨)

		2018		2019		2020F		2021F
精炼锌产量		589		615		636		666
净进口		71		62		62		38
供应		660		677		698		704

### 免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。

消费量		665		669		692		697
供需平衡		-5		8		6		7

资料来源：我的有色、申银万国期货

## 1、供给方面

### 1.1 2020 年锌矿供应受到干扰，但长期仍处于增产周期

2020 年年初突发的疫情冲击全球，作为锌矿主产地区的中国、美洲、澳洲等地区均受不同程度负面冲击，各地对矿山的封锁、检修以及次生的道路、港口封禁等问题引发了今年锌矿供应的大幅收缩，全年增量大幅下修。

根据 ILZSG 统计，2020 年 7 月全球锌矿产出包括海外锌矿产出量当月同比增速开始转正，9 月全球矿山产量为 1091.3 千吨，产出量处于持续恢复中。从全年来看，由于二季度海外矿山产出收缩量相对明显，基本抵消了今年新增产能的释放量，全年锌矿产出量环比来看仍小幅收缩。进口方面，国内锌矿进口量于 7 月开始回升至近 27 万实物吨，8 月份大幅走高至 41 万实物吨。由于国内锌矿产出量下降，进口需求量的增长较大，预计今年整体进口矿比例大幅提升。据安泰科数据，20 年预计海外矿企将有 66.4 万吨的新增产能，产出释放增量将后延至 2021 年。主要增量来自于全球比较大的矿山，如 Vedanta 旗下位于南非的 Gamsberg 矿山、印度 Rampura Agucha 矿山、新世纪资源公司旗下 Century Tailings、嘉能可公司旗下 Lady Loretta 矿山以及 Boliden 公司旗下 Garpenberg。

今年的疫情扰乱了全球锌矿增长的节奏，全年增量整体收缩。但疫情仅后延了锌矿的供应释放，中长期看全球矿仍处于增产周期中。据统计，2020 年海外矿山原计划增量为 64 万吨，疫情导致的停产影响达 34 万吨，新增产能受到影响较大，因此今年海外锌矿增量下修至 30 万吨左右。从 ILZSG 最新预计来看，2020 年全球锌矿产量将下降 4.4% 至 1233 万吨，2021 年将增长 6.6% 至 1314 万吨。2020 年全球精炼锌产量将增长 0.9% 至 1,360 万吨，2021 年预计将增长 2.9% 至 1399 万吨。2020 年全球精炼锌需求将下降 5.3% 至 1,298 万吨，2021 年将上升 4.2% 至 1,352 万吨。2020 年全球精炼锌的供应过剩 62 万吨，2021 年供应过剩续 46.3 万吨。

图 3、2020 年国外主要矿产增量（万吨）

#### 免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。

	2019 年	2020 年 E	备注
TECK	64	56-60	较先前指导产量下调 4 万吨
MGG	25.4	22.5-24.5	
嘉能可	90.9	113-119	较先前指导产量下调 10 万吨
Nexa	36.09	33.8-37.5	
Trevail	18.93	20.3-21.9	
Lunding	18.79	14.2-15.2	Neves-Corvo 较先前生产指引下调
Hudbay	11.91	10.5-12.5	
新世纪资源	9.3	14-16	

资料来源：公开资料、申银万国期货

## 1.2 2020 年锌精矿加工费不断下调，矿端紧张预期干扰供应

2020 年年初，疫情对国内矿山的冲击较大，拖累了新增矿山投产进度，一季度锌价大跌冲击部分矿山生产成本，导致的部分矿山减产，因此，今年国内矿山增量由最初的 10 万吨大幅下修至 4-5 万吨。据 SMM 数据显示，10 月国内锌精矿产量为 31.79 万吨，环比上升 2.5%，同比下降 9.2%。10 月白音诺尔、国森矿业等检修后恢复生产贡献一定增量，同时宝山矿业已进入复产周期开始投产。同时，11 月中旬北方地区大雪，影响内蒙等高寒地区矿山开采和运输。但多数大型矿山均已做好保暖措施，将维持正常生产状态。预计四季度产量大体保持平稳。

今年国产锌精矿供应偏紧，国内加工费一路下调。原预计 2020 年产能增量 10 万金属吨以上，但因为疫情的影响，新增矿山的建设进度已经实质受到影响，加之成本问题导致的部分矿山减产。8 月以来国内锌精矿加工费不断下调，同时进口矿 TC 也处于低位，一定程度上反应进口矿供应偏紧，国内矿平衡需要进口来调节。数据显示：12 月国产锌矿加工费报收 4300-4500 元/吨，均值环比减少 400 元/吨；进口矿加工费报收 70-90 美元/吨，均值环比持平。国产矿加工费连续三个月大幅下滑，进口加工费也处于低位，显示原料持续处于较为紧张的状态。

今年锌矿进口量较去年大幅增加，以弥补国内锌矿减少的不足。最新海关数据显示，10 月进口锌精矿共为 30.34 万吨，环比增加了 3.9 万吨，同比增加 5.3 万吨。分国别来看，秘鲁进口 9.07 万实物吨，位居第一位；澳大利亚进口 6.92 万实物吨，位居第二位；西班牙进口 2.85 万实物吨，位居第三位。1-10 月累计进口锌精矿实物量 328.14 万吨，同比增长 31.2%。11 月，Gamsberg 矿山停产，海外矿产再遇减量，预计进口锌精矿量将持平。整体进口矿增幅较大，明年上半年关注国内冶炼厂进口矿到货情况，预计进口锌精矿将保持增加状态。

### 免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。

图 5、锌精矿国内加工费变化

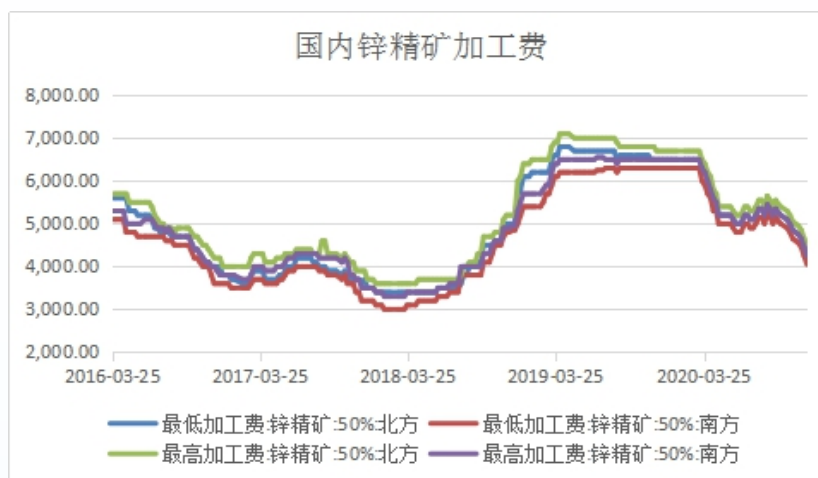


图 6、进口锌精矿加工费变化

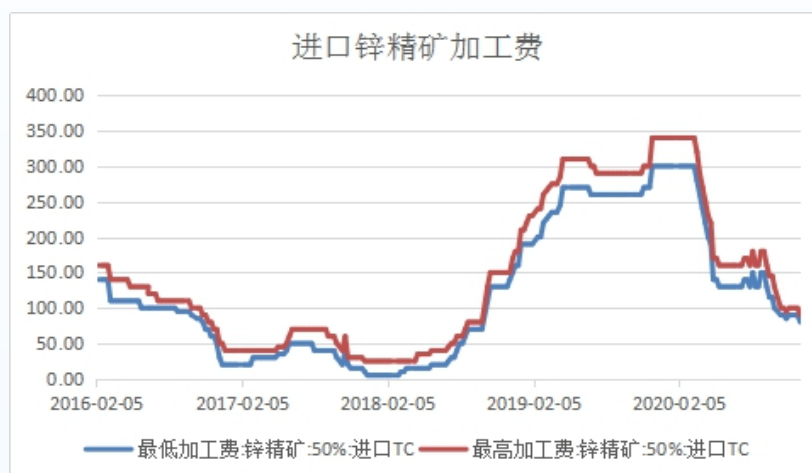
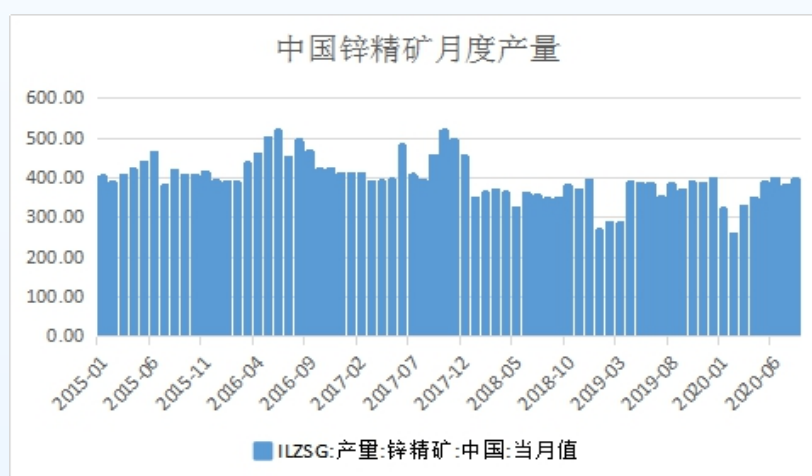


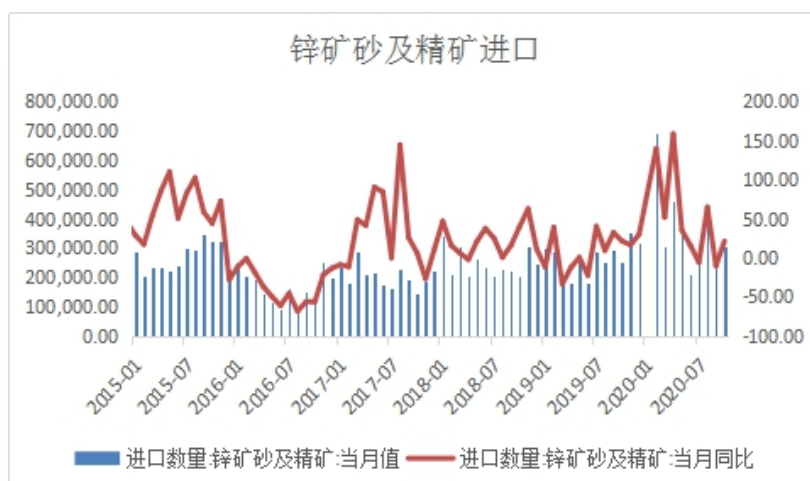
图 7、国内锌精矿产量（千吨）



免责声明:

本资料由期货研究所收集编辑,系推荐公司业务人员的学习参考资料,也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许,不得以任何方式转载。

图 8、国内锌精矿进口数量（千吨）



资料来源：WIND、申银万国期货

### 1.3 国内锌冶炼产量处于高位，全球锌供应转向过剩状态

精炼锌冶炼产能上，2020 全年仍保持增长，全球冶炼产能将进一步释放。2019 年新增冶炼产能在今年四季度陆续释放，海外主要是佩诺尔 Penoles 项目的达产，国内主要增量包括驰宏永昌（3 万吨/年）、四川俊磊（3 万吨/年）以及株冶搬迁后新置换产能。从海外来看，传统冶炼大国冶炼产能相对稳定，在南非、墨西哥等国有部分增量，SMM 预计增产在 20 万金属吨左右。从国内来看，2020 年仍有大量新增冶炼产能达产，包括乌恰紫金锌业的新增 10 万吨/年金属锌、云锡集团的新增 8 万吨年产能，预计全年国内增加产能 20 万吨左右。

2020 年预计国内精炼锌产量突破 600 万吨，再创历史新高，国内锌冶炼产能保持稳定释放，月度产量处于历史同期高位。今年 4-8 月份冶炼处于集中检修的周期中，国内冶炼产出恢复节奏相对温和。9 月份开始，国内冶炼产出将环比明显提升。一方面，冶炼利润恢复至较为可观的水平，提振冶炼企业生产意愿；另一方面，上半年产量偏低，后期部分企业冲刺全年生产目标，加上新疆紫金 10 万吨产能、青海中钜 8 万吨产能和云南祥云飞龙等企业，将于四季度陆续投产或提高产量，国内冶炼产出量保持较高水平。据 SMM 数据显示，10 月精炼锌产量 56.92 万吨，环比增速 3.59%，同比增速 7.56%。1-10 月累计精炼锌产量 498.8 万吨，累计同比增速 4.42%。此前受原料紧缺的影响，市场不断传言有冶炼厂减产。但 10 月除陕西地区炼厂小幅减产，其他地区生产比较稳定。进出口情况，据海关数据显示，10 月进口精炼锌 6.43 万吨，同比上升 57%，环比增加 45%；1-10 月累计进口 42.22 万吨，同比下降 19.9%。四季度精炼锌进口保持稳定。

#### 免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。



锌冶炼厂利润测算，今年一季度炼厂利润情况不佳，随着3月底锌价触底反弹，炼厂利润逐步向上修复。9月起由于加工费连续大幅下滑，炼厂利润有所挤压，但随着锌价不断刷新年内新高，炼厂利润目前仍维持较为可观的水平。截止12月初，上海有色现货价格约为21500元/吨，经测算国内冶炼厂利润水平约在1000-1300元/吨。

图 10、中国精炼锌产量（万吨）

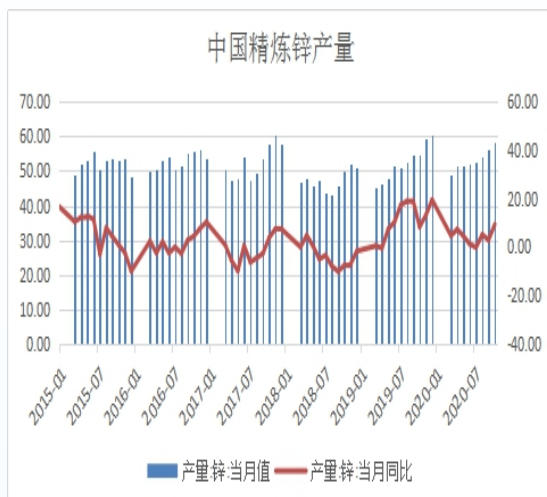
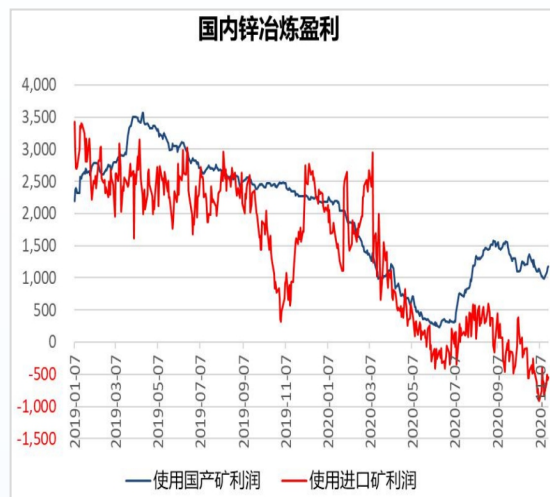
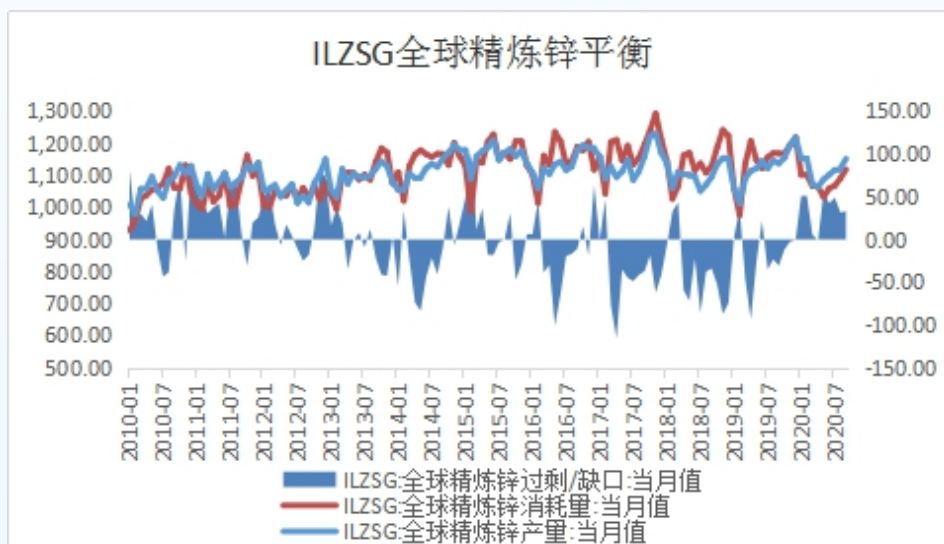


图 11、国内锌冶炼厂利润



资料来源：wind、申银万国期货

图 12、全球精炼锌平衡（吨）



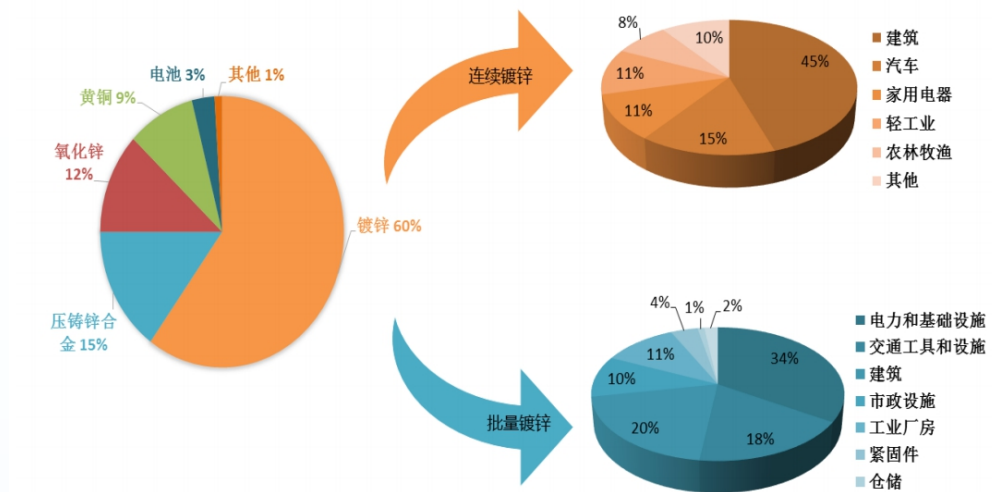
资料来源：WIND、申银万国期货

#### 免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。

## 2、消费方面

图 13、国内锌消费分布



资料来源：wind、申银万国期货

### 2.1 下游基建终端需求支撑镀锌消费

国内终端需求来看，锌的初级消费主要包括镀锌（60%）、压铸锌合金（15%）、氧化锌（12%）、黄铜（9%）。其中镀锌用途广泛，需求量最大，是驱动锌需求的重要动力。房地产、建筑业和汽车工业是主要应用领域，占中国锌消费量的60%左右，大量镀锌薄板材用于汽车制造、冷藏箱、建筑业、通风和供热设施以及家具制造等领域。因此，基础设施建设对锌的消费起到决定性作用。

在新基建的逆周期调节下，今年终端基建需求持续向好，镀锌企业开工率同比处于偏高水平。进入11月份，需求步入传统淡季。最近调研情况来看，黑色系商品价格高位震荡，锌价也偏强运行，镀锌板企业采买意愿转弱。镀锌结构件方面，华中及华南地区受气温影响较小，光伏、电力铁塔等板块的订单维持相对稳定，镀锌管订单也逐步转好。华北地区来看，天津地区环保影响逐步减弱，但北方冬季暴雪，导致镀锌结构件订单有所走弱。压铸锌合金方面，因锌价震荡上行，下游备货需求不大。

锌合金的终端企业对价格较为敏感，订单多跟随价格波动。外需方面，东南亚、南非地区的摩托车等机动车配件企业，及海外锁具五金企业带动合金出口订单环比增加，欧美圣诞节等西方传统节日订单量不及往年。氧化锌方面，年末是汽车行业传统旺季，汽车全钢胎及半钢胎的开工率再度小幅反弹，带动氧化锌企业的订单需求，不过海外疫情发酵下电子板块订单小幅回落。整体来看，环保对镀锌板块影

#### 免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。

响减弱，压铸锌合金受内需下滑及冶炼厂合金竞争有所转弱，但氧化锌板块在轮胎旺季的带动下延续向好态势。预计明年上半年，新基建带动的镀锌终端消费有望延续，汽车消费带动下的氧化锌板块也有一定支撑，整体将保持平稳增长态势。

图 14、镀锌板产销量（万吨）

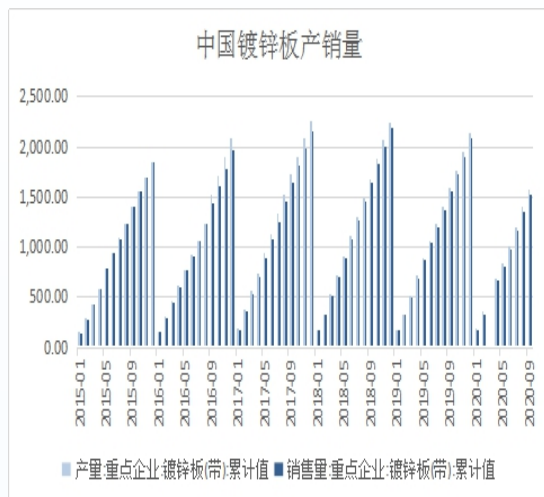
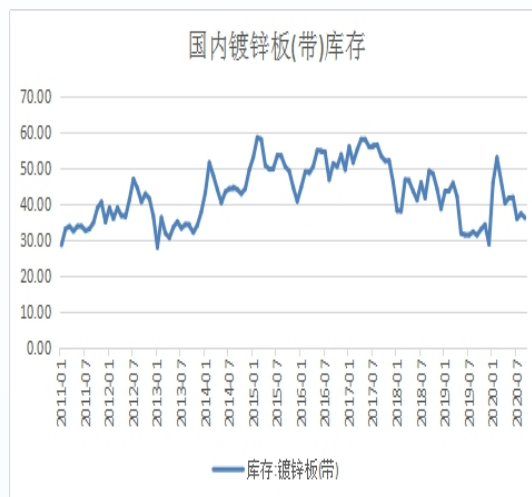


图 15、镀锌板库存（万吨）



资料来源：WIND、申银万国期货

## 2.2 锌库存方面

海外库存方面，11 月伦敦 LME 库存延续徘徊于 22 万吨，截止至 11 月 30 日库存报收 221325 吨，月度环比增加 1400 吨。海外炼厂生产受疫情影响较小，且消费自停滞恢复较慢，部分海外货源通过交仓消化，库存较去年同期相比处于较高水平。

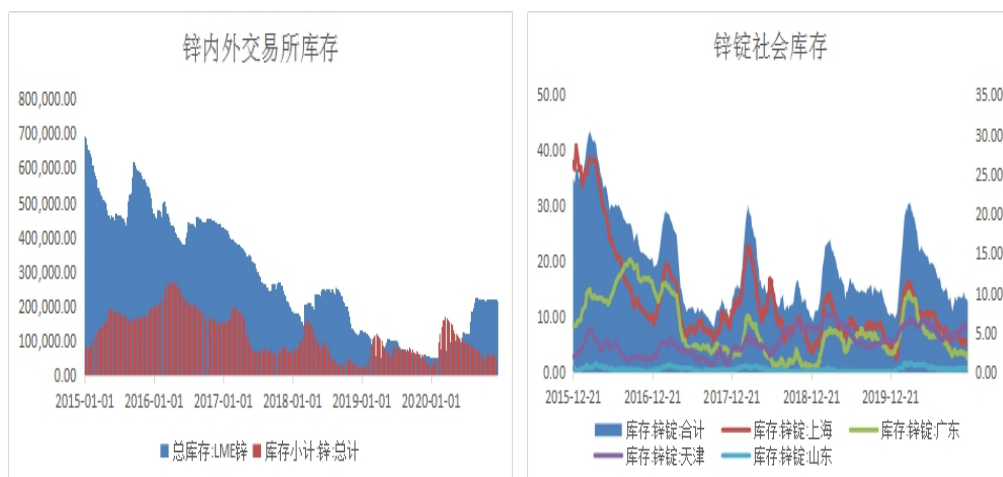
国内库存方面，上期所库存总体低位略有累积，11 月 27 日库存报收 56246 吨，月度环比减少 4142 吨。自 10 月长期后延续低位累积，主因需求步入淡季，至 11 月下旬，受北方环保影响减弱，需求略回升，库存小幅回落。截止至 11 月 27 日，社会库存增至 17.24 万吨；保税区方面，部分到港货源进入保税区，使得库存持续增加，截止至 11 月 27 日库存增加至 4.65 万吨。长期来看，整体库存进入缓慢累库周期。

图 19、LME 锌、SHFE 锌库存

图 20、锌锭社会库存

### 免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。



资料来源：wind、申银万国期货

## 2.2 新基建逆周期调节支撑需求，车市消费改善有望保持延续

房地产方面，地产竣工驱动的镀锌消费至少持续到明年上半年。2020 年房地产市场调控以稳定为主，年初受疫情冲击及地产周期影响，投资竣工等数据有所走弱，但二季度随着国内总体复工较好，行业在经受阶段性冲击后持续恢复，镀锌的消费相对保持了平稳。如果以房屋新开工面积增速向后推一年半左右，测算竣工面积的增速，则地产竣工周期对镀锌消费的拉动或将持续到 2021 年上半年。

汽车方面，受经济下行压力、国标切换、居民消费意愿等因素影响，我国车市自 2018 年下半年以来进入负增区间。但 2020 年 4 月份以来，汽车消费负增长得到显著扭转。截至 2020 年 10 月乘用车市场零售达到 199.2 万辆，同比增长 8.0%，实现了连续 4 个月 8% 左右的近两年高位增速。1-10 月的零售累计增速-10.2%，较 1-9 月累计增速也提升 2 个百分点，行业处于稳步回暖之中。今年下半年的零售延续了 2018 年走势，化解了 2019 年的回落压力。在国内宏观经济和疫情防控良好、出口强势增长的背景下，车市仍将保持积极向好的发展态势。各地出台的政策带动，及促销活动、汽车下乡等活动的提振，汽车当月产销同比连续 5 个月增长。汽车需求持续改善，同时带动生产走强。镀锌主力的半钢胎开工率回升至历年高位，且保持稳定，亦指向终端汽车需求向好。

新基建的逆周期调节下，基建有望强势复苏。今年经济下行压力剧增，在消费疲弱、外需不振的背景下，市场对于基建兜底全年经济增速的预期渐强，锌作为与基建关联度最高的品种有望受益。资金来源方面，8 月地方专项债单月规模大增至近 1.2 万亿元人民币，仅次于 5 月份的历史高点；由于财政部要求专项债需在 10 月底之前发行完毕，故预计 9 月发行有望延续万亿规模。据中国工程机械工业协会数据显示，2020 年 8 月中国共计销售各类挖掘机械产品 20939 台，同比增长 51.3%。8 月份挖掘

### 免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。



机销量连续五个月同比增速超 50%以上，指向需求复苏强劲。“新基建”中特高压电网项目也成为支撑，国网公司表示特高压建设项目计划投资规模 1811 亿元，特高压的大规模建设也为镀锌消费带来新增亮点。

图 21、房地产系列数据

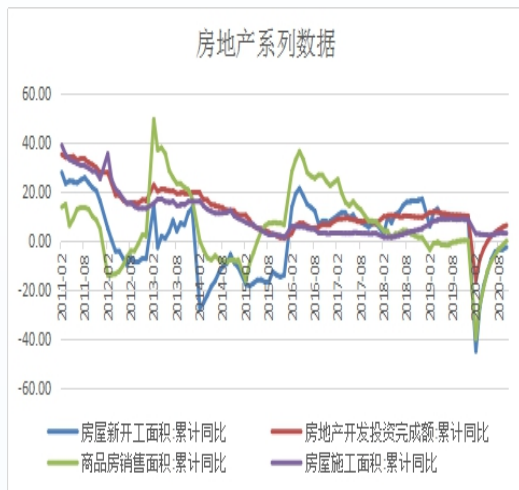


图 22、汽车当月产量及同比

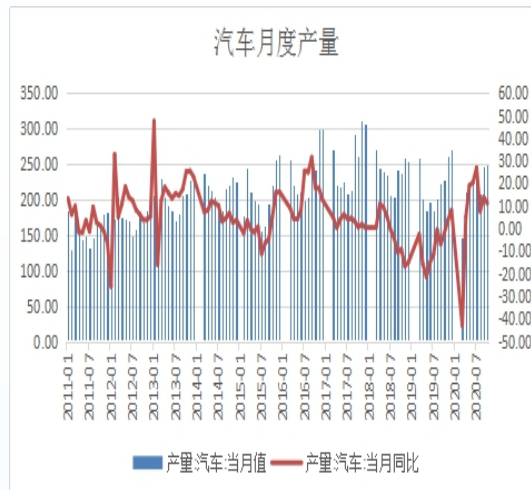


图 23、空调月度产量及同比

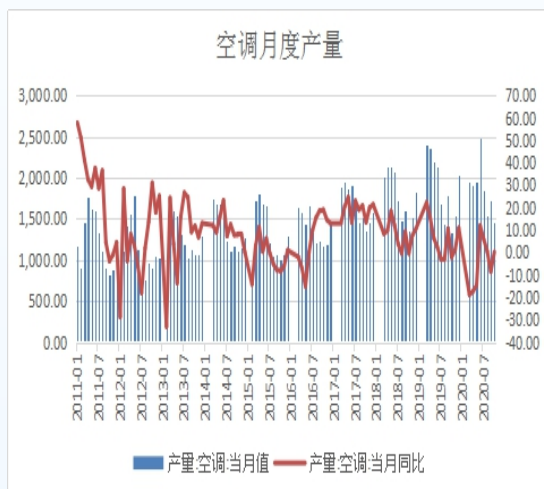
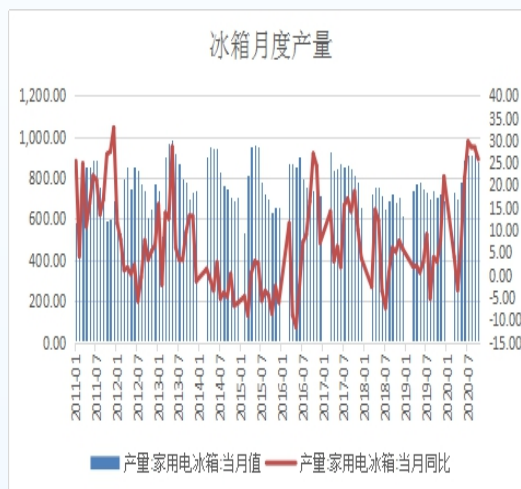


图 24、冰箱月度产量及同比



资料来源：WIND、申银万国期货

图 19、基础设施建设投资

免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。



资料来源: wind、申银万国期货

### 三、策略建议

2020 年年初，海内外突发的疫情干扰全球锌矿供应节奏，全年锌精矿产量大幅下滑。国内锌矿供应受影响也较大，造成国内矿端供应存在短缺预期，推动锌精矿加工费不断下调。与此同时，由于二季度国内有序复工复产，锌下游需求开始恢复，锌价也走出了深 V 型反转的走势，从 3 月份最低下探 14245 元/吨后一路攀升，9 月份重新站上两万关口，截止 12 月初锌期价最高触及 21685 元/吨。冶炼端，伴随着锌价走高，锌冶炼利润快速恢复，国内锌冶炼产能在下半年不断释放，矿端紧缺并未传导至冶炼端。需求端，房地产市场预计仍将保持平稳，汽车消费在今年三四季度恢复较好，基建的逆周期调节或成为明年锌的增长点之一。整体上来看，今年的疫情虽后延了全球锌矿的供应释放，但中长期看全球矿山仍处于增产周期之中。据安泰科数据，2020 年冶炼锌供给约为 1345 万吨，2021 年供给预期增至 1400 万吨左右。据 ILZSG 预估，2020 年全球冶炼锌需求增速预期为-3.8%，对应需求约为 1320 万吨；2021 年预期需求或修复到前年的 1370 万吨水平。供应长期预计将保持充裕。

综上所述，我们预期 2021 年锌供需格局将趋于过剩，随着明年全球矿山产能释放，预期锌冶炼产能供应将保持长期充裕，目前全球锌库存已进入累库周期，需求消费端预计恢复后维持平稳，基建镀锌消费或成为重要价格支撑。因此，我们认为锌价短期偏强震荡，中长期将偏弱运行，主体运行区间【17000, 23000】元/吨。

**关注风险点：**1、全球出台新的大规模刺激计划；2、海外矿山出现不可抗风险；3、终端消费出现新变化。

#### 免责声明：

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。



（正文结束）

**免责声明：**

本资料由期货研究所收集编辑，系推荐公司业务人员的学习参考资料，也供本公司客户和投资者参考。不定期发送。推荐的所有资料不构成对任何期货商品的实际操作建议。投资者入市之前建议向期货研究所分析师或我公司交易部门咨询。本报告未经允许，不得以任何方式转载。