



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

供求阶段平衡，期待需求回归 ——2021年下半年投资策略展望

分析师：侯亚辉（F3085017，Z0016370）

2021. 06. 25

主要内容

- 铝：供应维持增长，消费边际回落
- 镍：镍价支撑较强，下游消费略降
- 锡：供需矛盾加剧，锡价高位运行
- 铅：供应过剩延续，铅市熊途漫漫

品种：铝

供应维持增长，消费边际回落

——2021年铝下半年投资策略展望

- 主要驱动因素：电解铝供应继续增加，下游消费边际走低。
- 供求角度：2021年下半年国内电解铝产能在高利润的支持下预计继续增长，6、7月云南 汛期发电量增长将为产能释放提供较好空间；此外，%国储抛铝也会进一步缓解前期的铝 锭供应缺口，下半年供应无虞。消费方面，从上半年的表观消费来看随着境外一次性补 贴效应的减弱，出口拉动下的消费预计边际回落，下半年可能降至5-6%左右。
- 预计价格主要运行区间：LME铝2300-2500美元，上期所铝17500-19500元。

2021年上半年铝行情回顾

电解铝走势回顾（元/吨，美元/吨）



2020年疫情爆发后商品价格在央行的干预下快速触底反弹，全年基本延续上涨态势。2021年一季度，国内铝锭先跌后涨，二季度冲高后回落，整体表现亮眼，价格上涨主要依然受到需求拉动为主。春节期间国内铝锭累库不及往年，引爆了市场看多的情绪，后期累库放缓，截至6月下旬社会库存持续回落。铝价在5月到达高点后在基本面和技术面的综合作用下回撤，截至6月末进入震荡走势。

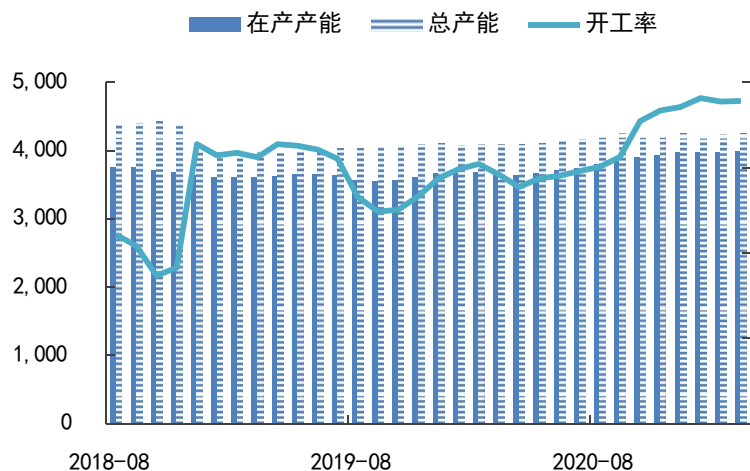
供应：产量趋势增长，增速边际放缓

2021年电解铝投产计划					
省份	企业	Q1	Q2	Q3	Q4
内蒙	霍煤鸿骏	0	0	0	0
	白音华	0	0	0	0
	创源	0	14.4	0	0
	华云	0	0	0	0
广西	百矿田林	0	0	0	10
	百矿隆林	0	0	0	15
	百矿德保	0	0	0	10
四川	广元中孚	8.3	0	0	0
山西	中铝华润	0	12.5	0	0
云南	昭通海鑫	5	15	0	0
	云南神火	15	0	15	15
	云南其亚	0	10	17	0
	云南宏泰	10	20	20	20
合计		38.3	71.9	52	70

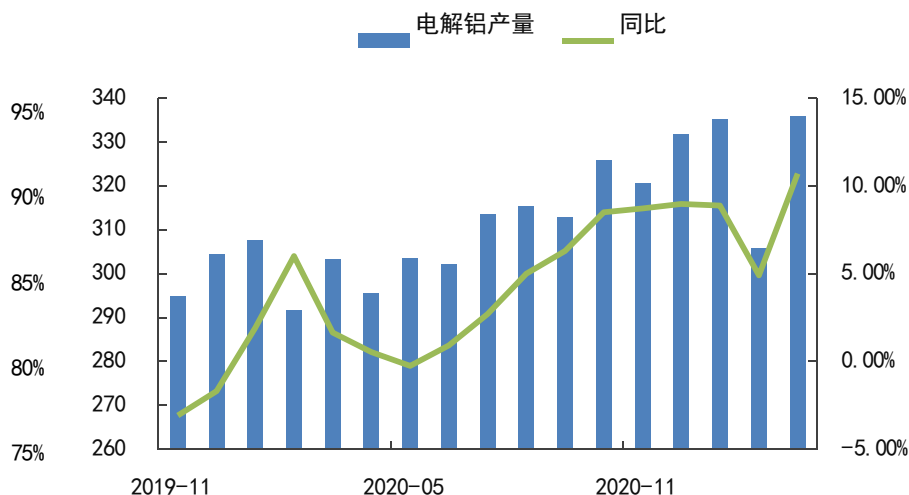
- 据相关机构统计，2021年国内电解铝预计建设232.2万吨左右，较2020年12月运行产能增加约5.8%。按照产能投产的时间和达产进度估算，预计2021年全年电解铝产量较2020年增加约100-130万吨左右，增速在3%附近。
- 新增方面，受限于供给侧改革的影响，国内电解铝产能总量上限已经确定为4553万吨。截至2021年3月国内电解铝总产能4251万吨，国内电解铝的潜在产能增量或在300万吨左右。

供应：产量趋势增长，增速边际放缓

电解铝产能变化（万吨）



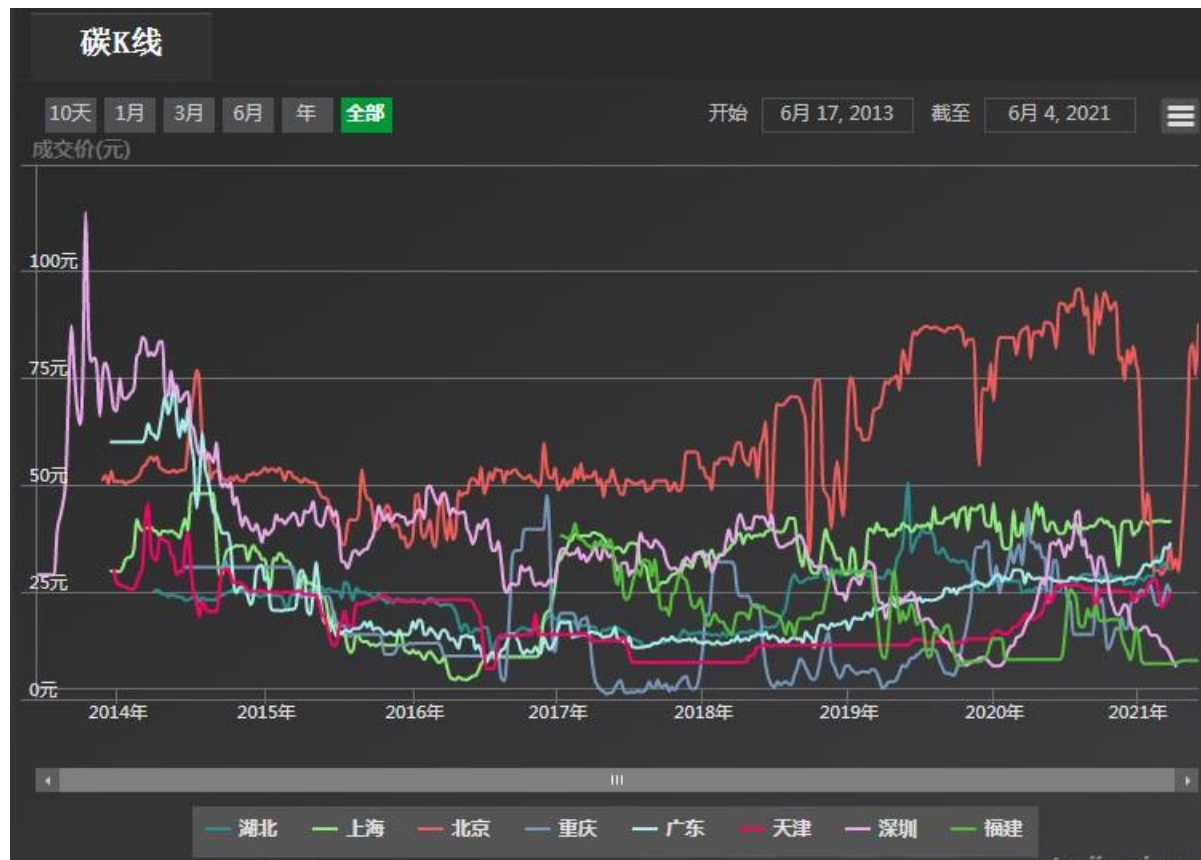
国内电解铝产量（万吨，%）



- 预期：年内主要投产预计在云南、广西、内蒙。
- 进度：内蒙受碳排放影响可能延后；云南近期电力供应趋紧未来预计同时影响开工与待投。
- 国家统计局数据电解铝产量2020年12月326.8万吨、2021年3月327.6万吨、4月335万吨，相对应的在产产能规模3922、3931、4020万吨。

供应：碳排放

主要碳交易市场碳价

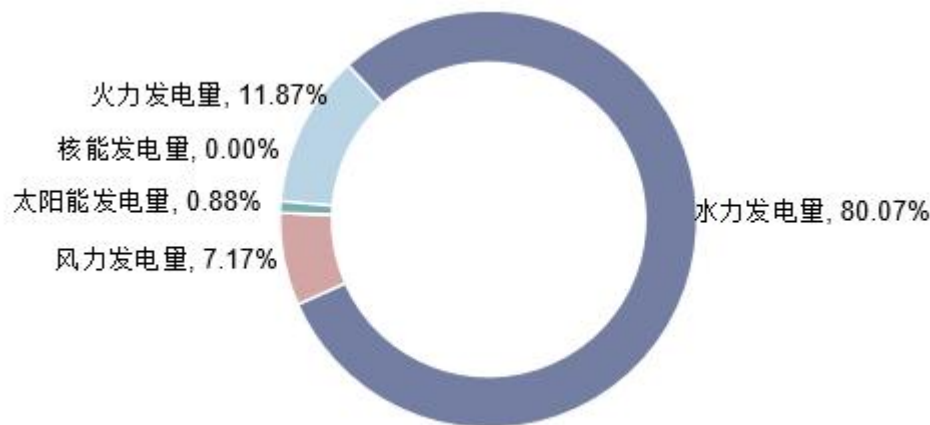


供应：碳排放影响

- 成本：2020年我国电解铝行业二氧化碳总排放量约为4.26亿吨，约占全社会二氧化碳净排放总量5%。而每吨电解铝平均碳排放的构成中电力排放为10.7吨，占64.8%，其中使用火电生产一吨电解铝所排放的二氧化碳量约为11.2吨，因此火电生产是电解铝碳排放高的主因。
- 按照目前国内主要碳排放交易所的碳成交价格看，主要交易所的成交价格在30-40元/吨左右，对应火电生产吨铝的碳排放成本在330.6-440.8元/吨。此外电解铝主产区内蒙地区还有135-270元/吨的电力成本补贴可能取消，预计会提升成本470-710元/吨左右。从价格上看，内蒙新产能可以接受的铝价约在14700元/吨左右。从成本考虑市场对内蒙产能的限产预期不强。（欧洲碳价格）
- 政策：据百川盈孚统计，一季度内蒙古相关能耗双控政策的执行涉及六家电解铝企业减产，六家企业电解铝产能共计481万吨，约占当地产能的73%。目前内蒙古地区因碳排放等问题导致的减产产能为30.6万吨，约占当地产能的5%。
- 电解铝产能转移方向：火电向水电转变，原生铝向再生铝过渡。

供应：水电影响

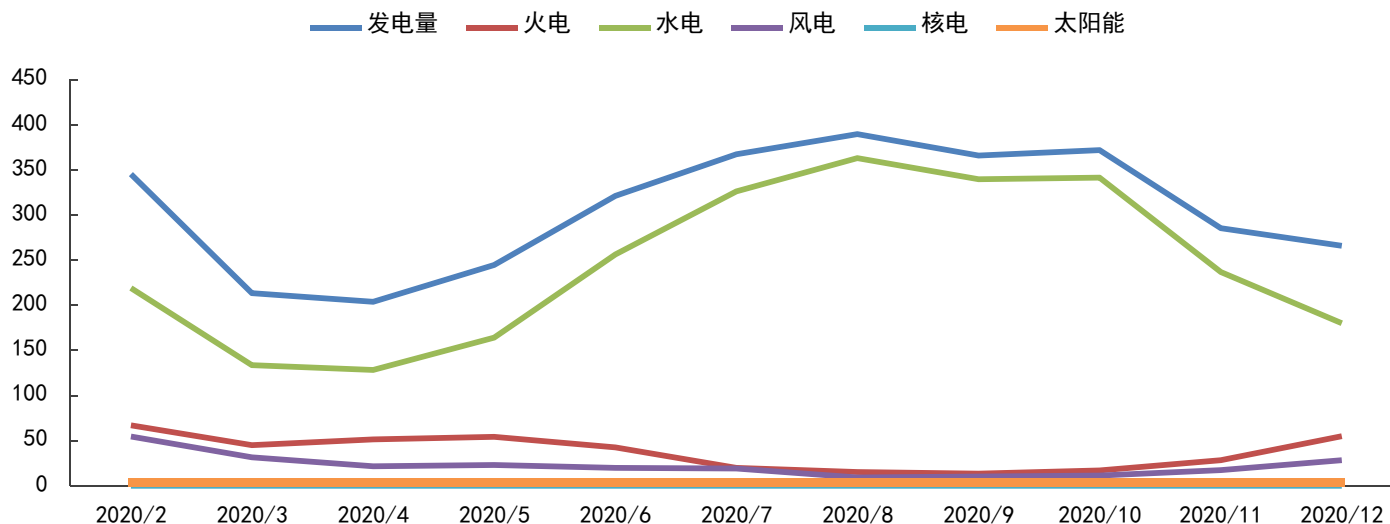
2020年云南省发电比例



- 5月云南地区限产的主要原因是降水量偏低。云南对省内电解铝企业实施错峰用电措施。据统计，5月限产后云南省电解铝在产产能为300万吨，较限电之前（398.5万吨）下降了98.5万吨，限产幅度为24.72%。考虑到因为电力供应紧张，新增产能未能如期投产，如果算上新增产能如期投产的总量的话，整个云南省累计影响产能138万吨左右，限产幅度约31%，其中单家企业的减产比例都在30%以上。
- 从发电结构来看，2020年云南省火力发电量为409.8亿千瓦小时，占比为11.87%；水力发电量为2763.4亿千瓦小时，占比为80.07%；风力发电量为247.5亿千瓦小时，占比为7.17%；太阳能发电量为30.37亿千瓦小时，占比为0.88%。

供应：水电影响

2020年云南省发电情况



- 水电周期性：淡季较旺季发电量回落30-40%，按2020数据电解铝产业使用云南省发电总量的约10-15%。根据云南省电解铝产能布局，“十四五”（2021-2025）末全省电解铝产能将达1000万吨左右。
- 停槽影响：据咨询机构调研，500KA电解铝系列启动起来要3个月以上，其中还有3个月的非正常期生产期，也就是说在这6个月只有近4.5个月的生产期。启槽有一个半月的空窗期，再加上停槽的2个月空窗期和1个月的启槽准备时间，如果一年停一次槽，电解系列一年有效运行时间不会超过7个月。因此11、12和4、5月用电高峰和枯水期重叠或成为云南电解铝产量的周期性低谷。

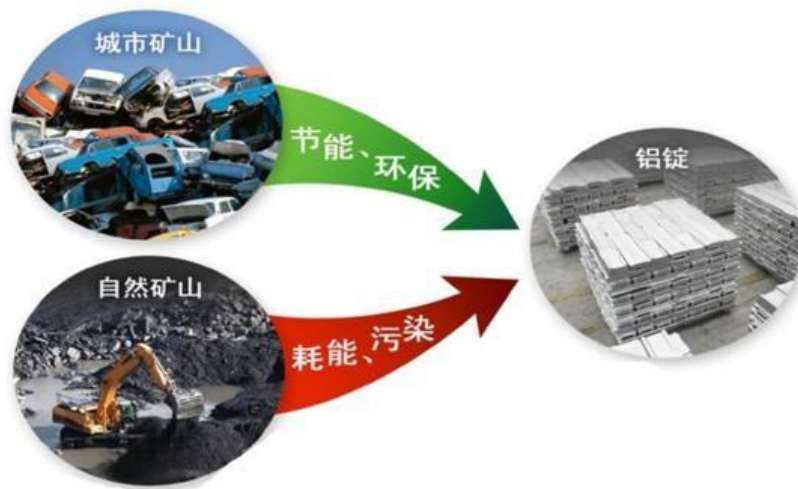
供应：境外电解铝

- 从电解铝未来的供应看，整个产业链的瓶颈将由国内的供给侧改革以及碳中和目标共同作用出现在冶炼端。
- 未来随着境内电解铝新建产能的趋势性减少，在控产能和能耗的政策导向不变的情况下，未来电解铝的增量更多的将来源于境外电解铝的投产或者再生铝供应的增加。

2020-2023年海外电解铝项目新增情况						
No.	企业名称	国家	2020年12月运行产能	待投产产能（万吨/年）	投产时间	备注
1	Samalaju (Press Metal)	马来西亚	76	32	2021年1月	PressMetal (齐力铝业) 共三期电解铝，年产能分别为一期12万吨，二期64万吨，三期32万吨
2	Boguchansky (UC Rusal&RusHydro)	俄罗斯	29.8	30.2	待定	建成产能共60万吨，一期29.8万吨，二期30.2万吨
3	Taishet (UC Rusal)	俄罗斯	0	43	2021年	建成产能43万吨
4	Jharsuguda (Vedanta)	印度	140	35	2021年	建成产能175万吨
5	Jajarm (Iralco)	伊朗	2	1	2019年	建成产能3万吨，于2019年开始投产
6	Ghadir (Salco)	伊朗	9	21	2020年4月	设计年产能30万吨
7	华青铝业	印尼	0	100	2023年	2020年12月贵阳铝镁院签订华峰集团印尼华青铝业铝电一体化项目一期100万吨/年电解铝(500kA)配套及50万吨/年预焙阳极项目设计合同。

2020年已复产及2021-2025年预期复产海外电解铝项目					
企业名称	国家	运行产能（万吨/年）	复产产能	复产时间	备注
Husnes（Nosrk Hydro）	挪威	9.5	10	2020年11月24日	A系列9.5万吨，B系列约200台电解槽长达1公里，年产能约10万吨
Mt. Holly（Century Aluminum）	美国	12	10.9	2021年	2020年12月7日，世纪铝业宣布与Santee Cooper（南卡罗来纳州公共服务局）就霍利山冶炼厂新的三年电力合同达成初步协议。Santee Cooper预计将提供至少290兆瓦的电力，以使该冶炼厂目前的产量增加50%。世纪铝业正计划在目前的运营基础上增加一半电解槽，以使总产量达到霍利山冶炼厂全部产能的75%。

供应：再生铝



- 存量：根据国际铝业协会统计数据，2019年全球共产生旧废铝1997万吨，新废铝1443万吨。旧废铝最大的来源是包装领域，主要是废旧易拉罐，其次是交通运输领域，主要是报废汽车。这两个领域铝消耗量大，且回收率高。根据安泰科统计，2019年我国人均铝存量207kg，社会总存量2.9亿吨。
- 新增：同样根据安泰科估计，我国将迎来废铝回收快速增长期，预计2023年超过1000万吨，2030年超过1700万吨，2020-2030年再生铝产量年复合增长率为8.2%，比2010-2019年增长2.6个百分点。2023-2030再生铝年均产量增长100万吨。

供应：再生铝

	原铝	再生铝
来源	矿山	废料
工艺	电解	分选熔炼
能耗	高	低（原铝的4%）
碳排放	多	少（原铝的5%）
产品	电解铝	铝合金

- 下游：国内回收和进口的废铝杂质含量高，大部分重熔后制造成压铸铝合金，2019年我国再生铝产量715万吨，其中压铸铝合金产量500万吨，占比70%，变形铝合金产量215万吨，占比30%。相较于变形铝合金，压铸铝合金铝含量较低，容许含有较多的杂质元素，因而大部分废铝最终做成铸造铝合金。根据行业研究机构SMM统计的数据，再生铝有80%最终用作铝铸件，15%流向铝棒，剩余5%进入板带箔，即大部分旧废铝最终被降级利用。

供应：再生铝

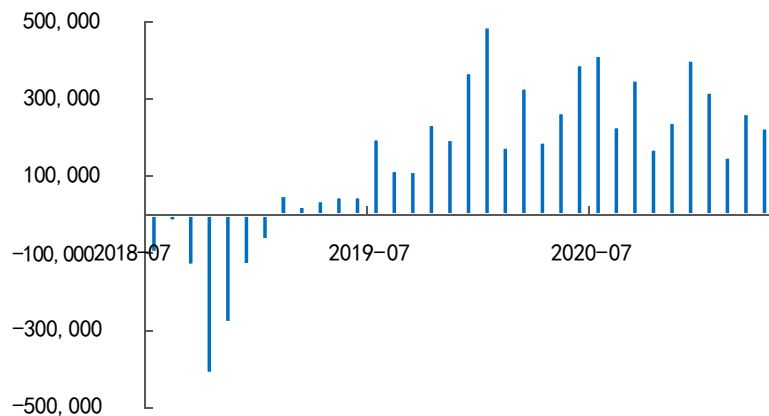
- 近年来废铝进口政策收紧始于2017年，2017年7月生态环境部会同14个部委共同推进禁止洋垃圾入境，推进固体废物进口管理制度改革行动，通过调整《进口废物管理目录》，将大部分废铝从非限制类进口调整为限制类进口，自2019年下半年开始，废铝进口实行批文制。从2021年开始，符合新国标《再生铸造铝合金原料》（GB/T 38472-2019）的废铝按普通货物进口，不属于固体废物，而不符合新国标的废铝则禁止进口。新国标对进口废铝要求总体严于国外同类标准，要求进口废铝中的夹杂物质量占比不超过0.5%，高于旧国标1%的标准。

铝进口盈亏（元/吨）

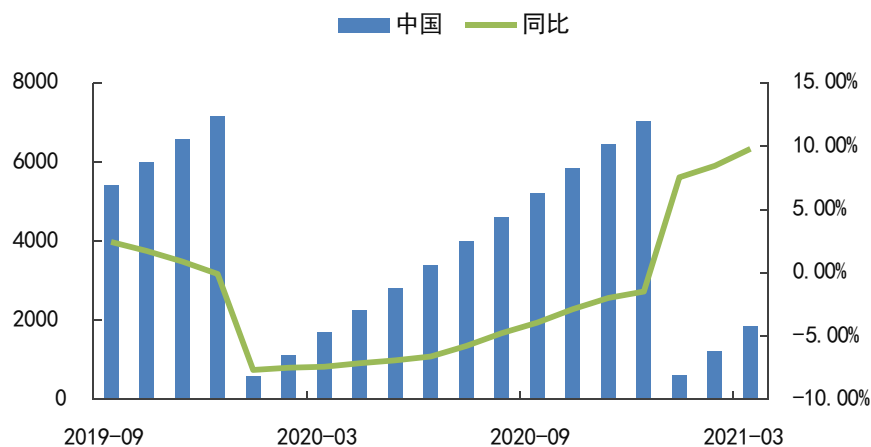


原料：氧化铝供应维持宽松

氧化铝净进口（吨）



氧化铝产量（万吨）



- 电解铝产量提高造成氧化铝现货需求量出现回升，国产氧化铝价格近期上涨。
- 国内供应压力依旧较大，氧化铝尚不具备大涨可能。
- 中澳贸易紧张对氧化铝供应预计影响有限。

原料：氧化铝供应维持宽松

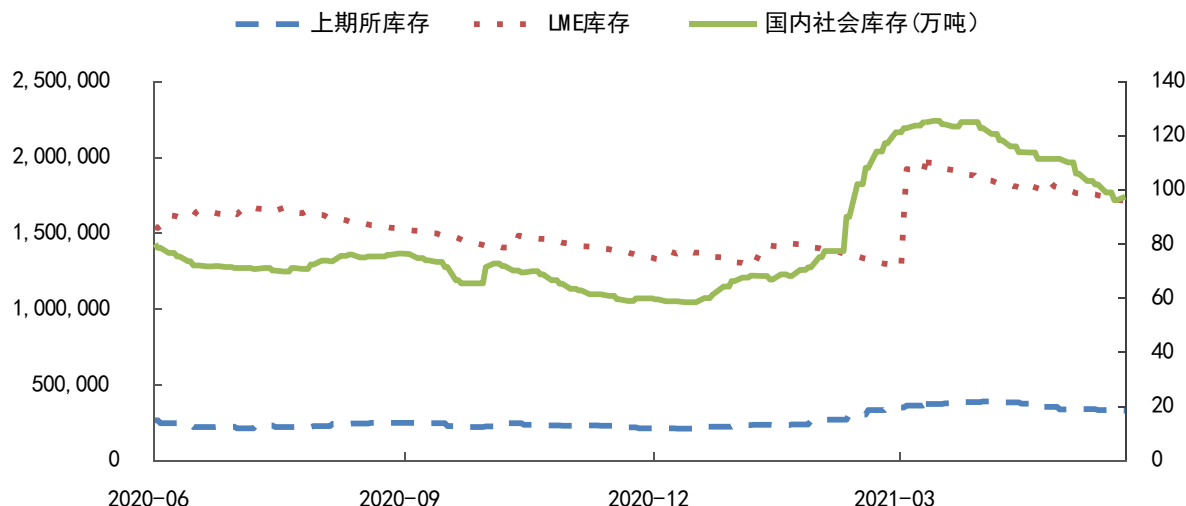
- 2021年氧化铝供应预计依然宽松。首先看开工情况，截至2021年1月国内氧化铝开工率85.4%，处于历史中位水平。2015年至今的最高开工率接近94%，最低开工率2020年3月在7%左右。2021年氧化铝存量产能仍有较大释放空间。
- 新增方面，国内氧化铝规划产能数量依然巨大。据机构统计2021年、2020年分别存在约720万吨的产能待投。相比2021年和之后的电解铝产能预计增长规模，氧化铝过剩的态势很难改变，预计价格仍会维持低位徘徊。

氧化铝产能规划（万吨）

公司	省份	新建产能	2021年投产	2022年投产
靖西天桂二期	广西	90	90	0
中铝防城港二期		200	200	0
锦江龙州氧化铝		100	100	0
广铝二期	贵州	30	30	0
其亚铝业		60	0	60
重庆龙州氧化铝	重庆	360	100	100
锦国投	内蒙	650	0	260
河北文丰新材料	河北	450	200	200
魏桥	山东	100	0	100
合计		2040	720	720

消费：国内累库放缓，库存持续改善

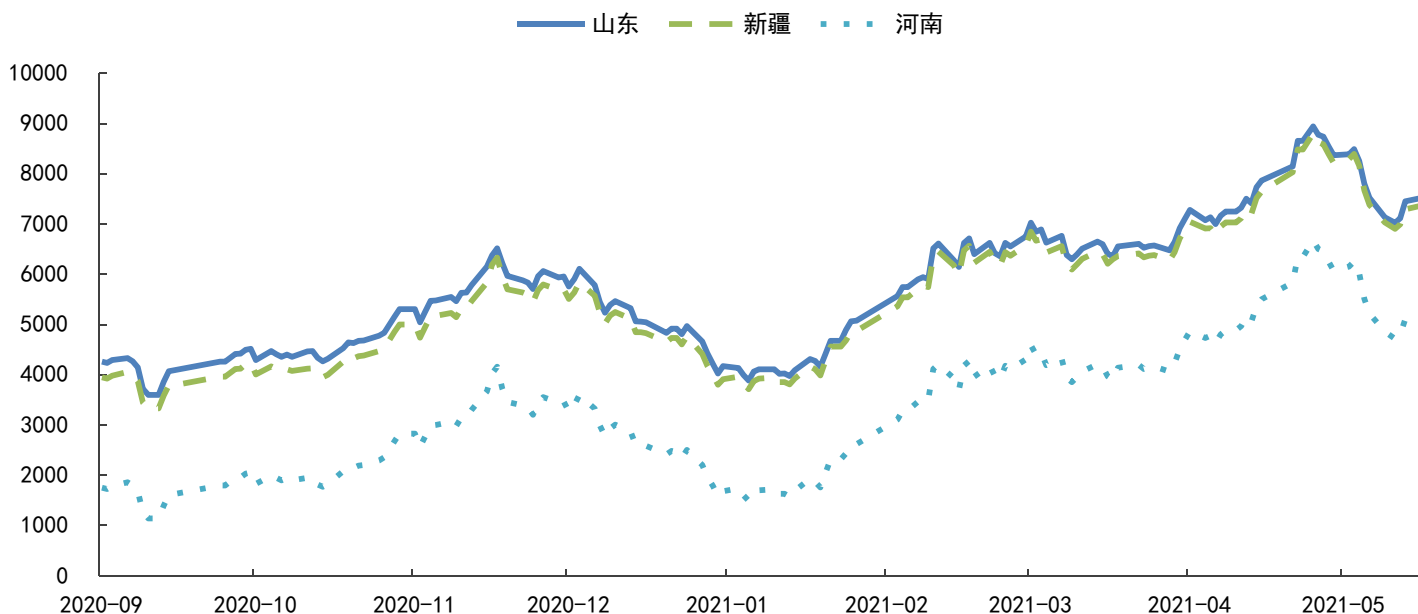
铝库存（吨，万吨）



- 库存方面，截至6月初境内交易所库存约33万吨，社会库存96万吨左右，境外LME电解铝库存约172万吨。一季度国内铝锭社会库存季节性增长，节后一度走低但目前降幅明显收窄。
- 境外方面，库存整体延续下行趋势，市场对长期供应不足的担忧可能加剧，关注境外现货基差变动情况。

电解铝利润预计延续高位

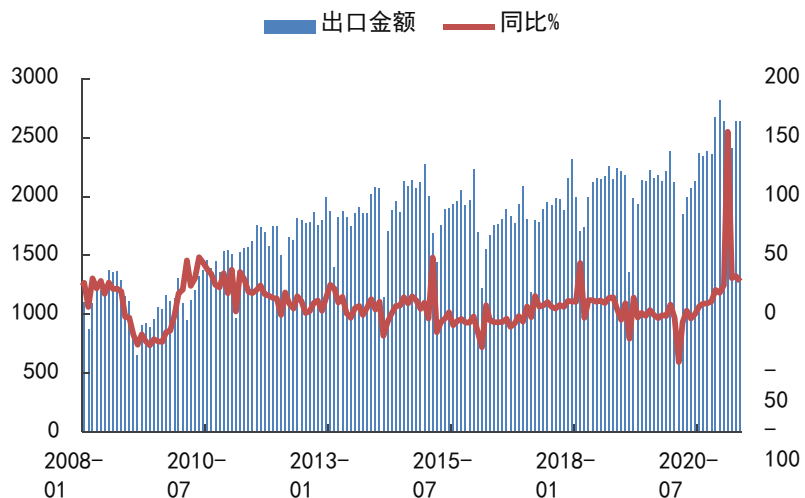
主产区电解铝利润（元/吨）



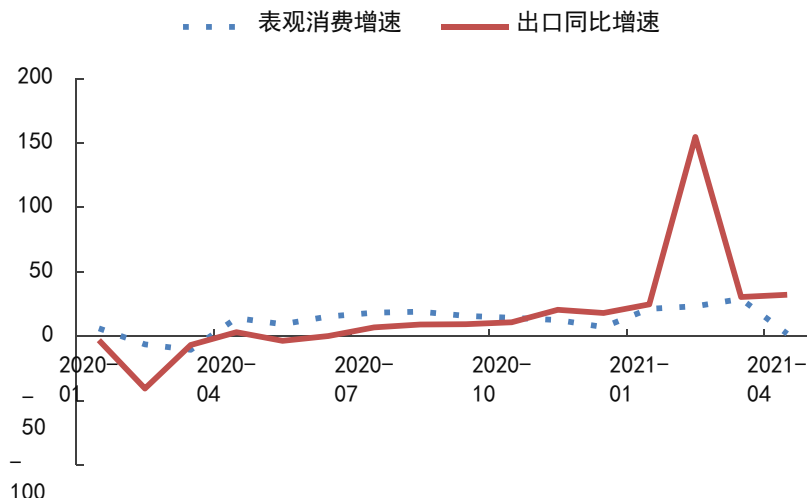
- 从电解铝供给侧改革总量出发，扣除2021年投产产能，2022年如果全部产能投产，预计将再增加产能约77万吨，产量最多增加40-60万吨左右，如果算上2021年逐步达产的量，2022年产量预计增速在3-4%，相比之下氧化铝供应未来仍有巨大压力。
- 由于氧化铝原料供应居高不下，电解铝自去年疫情以来利润持续攀升，3月底已经攀升至历史高位后回落。考虑到未来电解铝和氧化铝供应的持续失衡，电解铝冶炼利润整体维持高位。

消费：出口维持相对高位

出口金额&增速（亿美元，%）



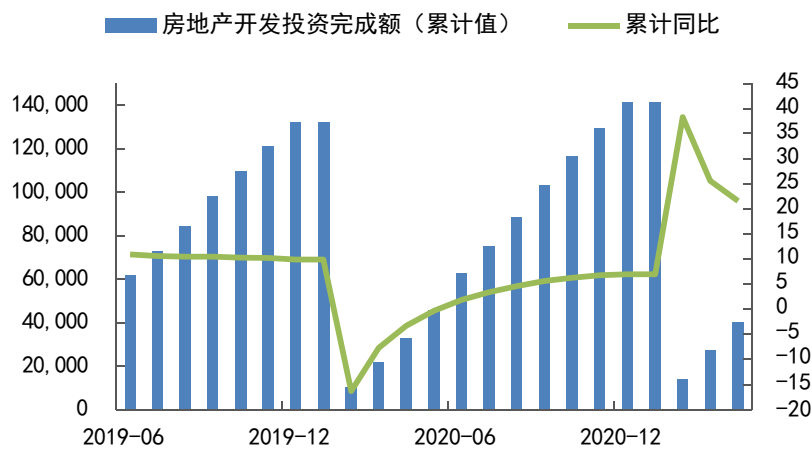
出口增速&表观消费（%）



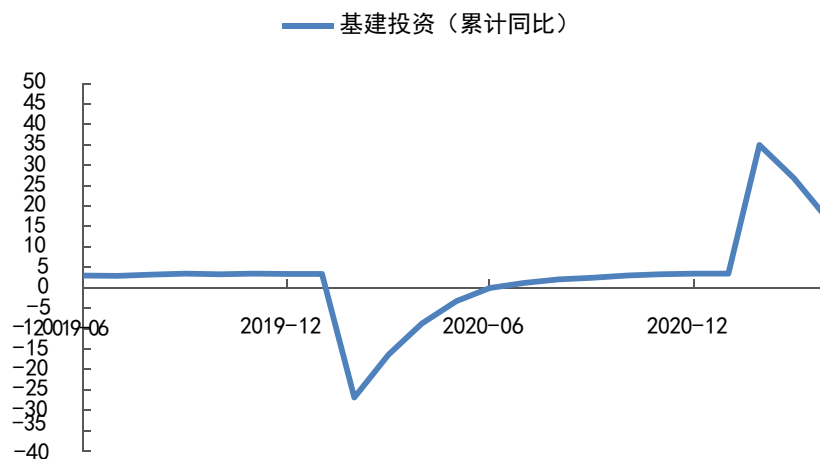
- 出口方面，国内出口金额2020年疫情后同样持续增加，2020年四季度出口同比增速已经攀升至超过10%，11、12月分别出口2670和2819亿美元，同比增速20.57%和18.14%；2021年1、2月出口金额分别为2649、2049亿美元，同比增速24.8%和154.9%。
- 从月度数据看，即使相比疫情爆发前出口仍有明显增长，二季度旺季甚至全年出口预计维持强劲。

消费：国内消费稳健，中期维持平稳

房地产开发投资完成额（亿元，%）



基建投资增速（%）

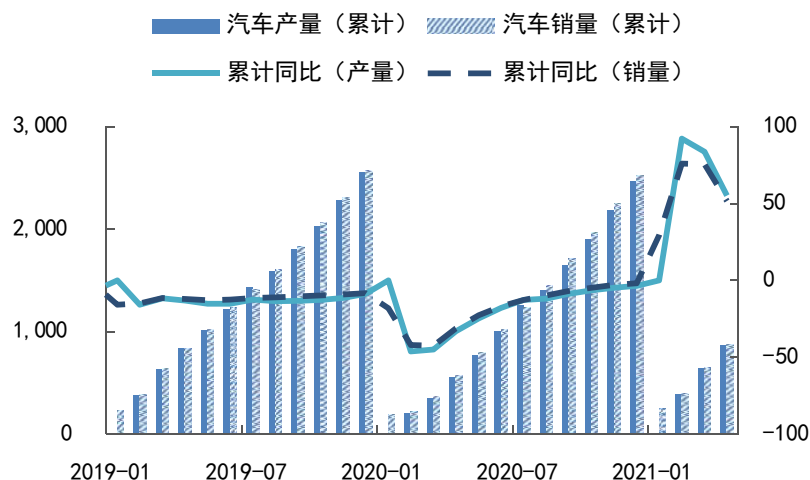


- 地产方面，受疫情影响2020年上半年国内房地产投资销售均呈现下滑，但自6月起快速攀升。数据显示1-5月国内房地产开发投资完成额整体相对低迷，除了3月呈现较高增长外均为不同程度的下降。而自6月起这一数据快速回升，6月同比大增50%，9-12月维持较高增速，2020较2019年同比增长7%，12月增速全年最高。2021年1-2月由于去年低基数影响，投资大增38.3%，4月同比回落至24%。
- 数据显示：1~5月已发行新增地方政府专项债券5726亿元，完成已下达债务限额的16.51%。尽管自3月“开闸”以来，新增专项债发行逐月提速，但5月份发行规模却未达到市场普遍预期的二季度发行高峰，发行进度也低于前两年。在国内经济复苏的大背景下，地方财政稳增长压力较小，发行新增专项债意愿较低。此外今年财政部对专项债项目的高要求以及对项目集中发行的不认可，影响到专项债发行速度。接下来，约3万亿的新增专项债待发限额将冲击后续地方债供给工作，今年的新增专项债发行工作或将延至四季度，存在“发不完”的可能性。

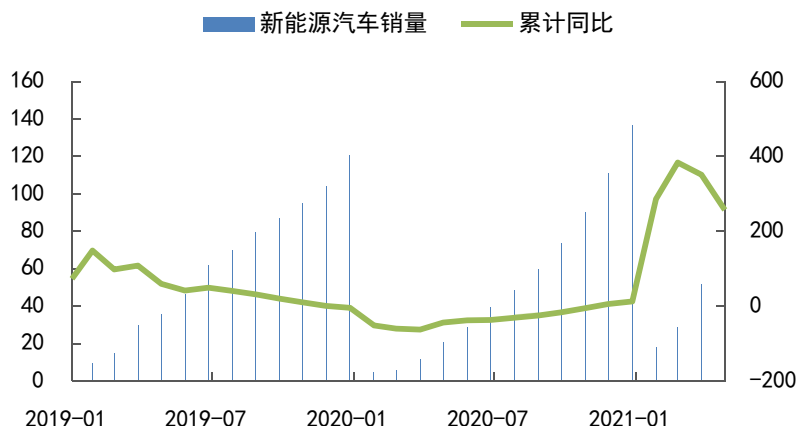
消费：汽车产销增速回落

- 汽车方面，2021年年初国内汽车产销快速增长。数据显示：2021年1-2月，国内汽车累计生产385.5万辆，同比增长92.27%。1-4月全国汽车累计销售874.8万辆，同比增长51.8%。
- 新能源车销售在2021年同样快速增长。数据显示：1-4月国内新能源车累计销售73.2万辆，累计同比增长257%，销售量占汽车总销售比率上升至8.37%，自2020年初的2.4%持续稳定攀升。
- 2021年随着新能源车销售的持续增加，利好铝锭消费，预计汽车产业对铝锭消费支持加大。按照2020年的消费和新能源车占比的估算，今年新能源车对电解铝消费的需求约在56万吨，相比传统汽车增加约20万吨。

中国汽车产销量（万辆，%）



新能源车销售（万辆，%）



资料来源：Wind, 申万期货研究所

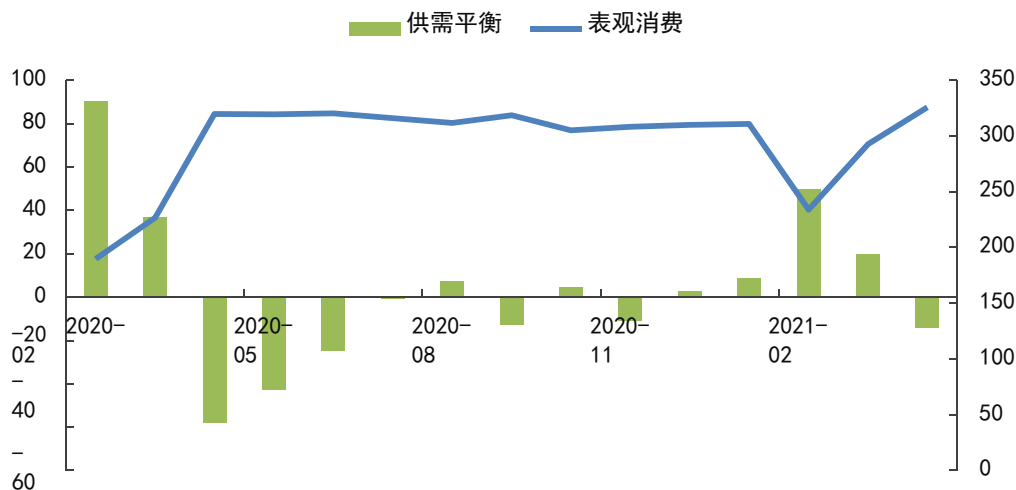
消费：汽车消费用铝增长预测

燃油车规划		
企业	实施时间	规划
沃尔沃	2019	停产停售
大众	2026	发布最后一代内燃机车型
戴勒姆	2022	停产停售
宝马		未来全电动化
通用	2025	实现不同程度电气化
丰田	2025	停产停售
捷豹路虎	2020	全部电气化
JEEP	2021	全部电动版本
福特林肯	2022	停产停售
长安	2025	停售
海马	2025	淘汰燃油车
北汽	2025	全面停售

- 从时间表上看，主流汽车厂家预计在2025年左右将基本停止生产燃油车，新能源汽车在未来5年的产量预计保持较高增速。按照2025年实现全部生产新能源车的计划，新能源汽车增长高峰或在2021-2023年期间，由于对传统燃油车的替代效应其年平均增速或达到170%。按照2020年的新能源汽车产量145万辆（总2462万辆）计算，预计对铝的消费额外拉动200万吨，年均约1.8%左右。

2021年下半年铝供应预计基本平衡

中国电解铝平衡表（万吨）



- 2020年疫情后国内表观消费快速回升。从图中可以清楚的看到国内原铝的表观消费自2020年3月起回升，5月达全年峰值后在高位延续。2020年的电解铝表观消费仍然呈现明显的季节性，但全年表现平稳，较2019年同比增长约10%，大幅好于供应增速。
- 2021年以来全球经济随着疫情情况逐步改善，预计需求端的表现应该呈现持稳回升的态势。尤其是在境外宽货币政策影响下，原铝的消费预计维持高位。数据显示，1月国内原铝表观消费较2020年同期增长8.4%，考虑到2020年1月疫情尚未爆发，因此该增长具有一定的预测意义，因此我们认为今年的消费增速即使不及去年，也大概率会维持较高水平。

2021年下半年铝期货行情展望

- 2021年下半年电解铝供需整体呈现改善。供应方面产能增加和抛储预计将平衡表自相对短缺变为基本平衡；消费方面，前期限电对广东地区生产的影响消除，但包括芯片对汽车整体影响以及美国前期补贴政策影响的消退将造成消费增长乏力，国内逆周期调节的基调决定消费会以稳为主。
- 利润方面，2021年下半年电解铝利润预计仍会维持高位，主要受到供需失衡的影响。但利润重心或受产量增加影响下降。
- 价格方面，预计下半年铝价前低后高、区间运行。强支撑区间预计在17000-17500元/吨一线；铝价上方空间预计在20000元/吨附近，建议消费关注美国基建法案、美国非农就业数据。建议下半年企业在操作中区间操作。

■ 宏观关注：

美国政府财政政策
美国基建法案

■ 供应关注：

电解铝新产能投产进度
抛储执行情况

■ 需求关注：

房地产投资
中国出口数据
电动车产量

■ 库存：

国内社会库存
上期所库存
LME库存

2021年下半年铝期货操作建议

波段操作

❖ 17000-17500元/吨逢低买入为主。

对冲操作

❖ 跨期反套为主。

套保操作

❖ 逢低买入主力合约保值。

品种：镍

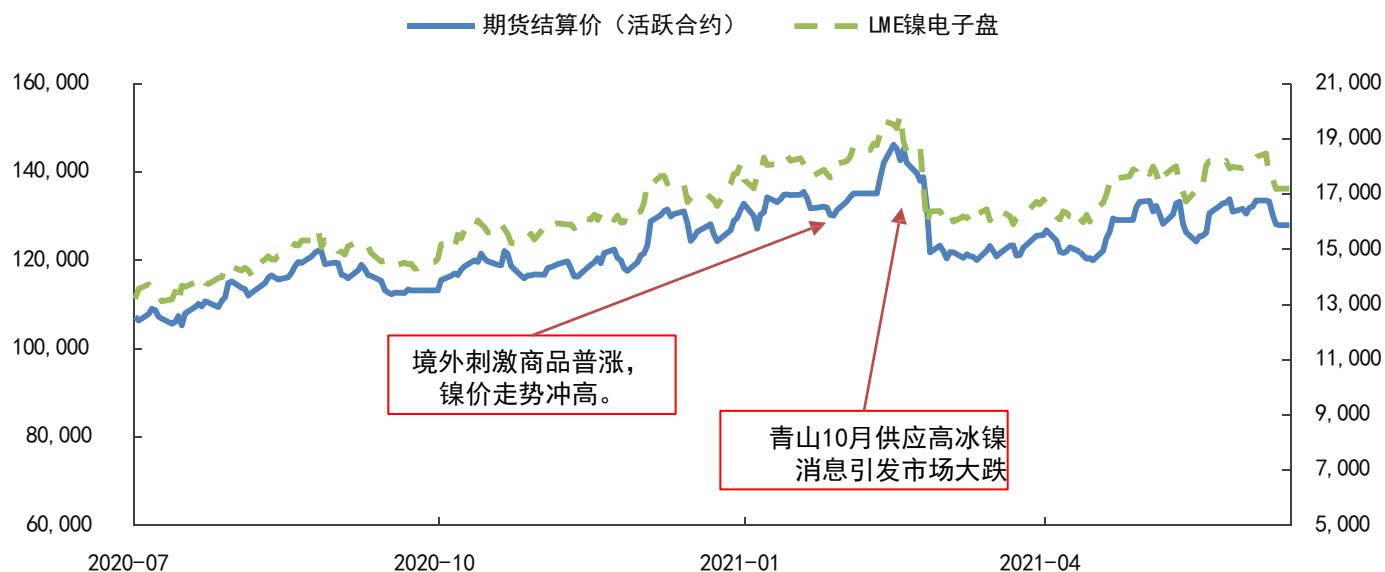
镍价支撑较强，下游消费略降

——2021年下半年镍投资策略展望

- 主要驱动因素：下游消费降温，印尼镍铁继续增长，电动车消费增长
- 供求角度：2021年下半年镍及不锈钢价格走势预计整体承压，但面临上行的政策风险，其中电镍价格走势预计相对偏强。2021年下半年国内镍矿&镍铁供应总量预计增加，目前全球镍金属储备下降，国内库存继续走低，需关注市场短期现货走势。此外继续关注印尼镍铁的投产以及国内外不锈钢的产能变化、不锈钢产能走势，目前300系不锈钢利润位于历史高位，未来供应预计持续增加。
- 预计价格主要运行区间：LME镍15000-20000美元，上期所镍120000-150000元。

2021年上半年电解镍行情回顾

电解镍价格走势（元/吨，美元/吨）

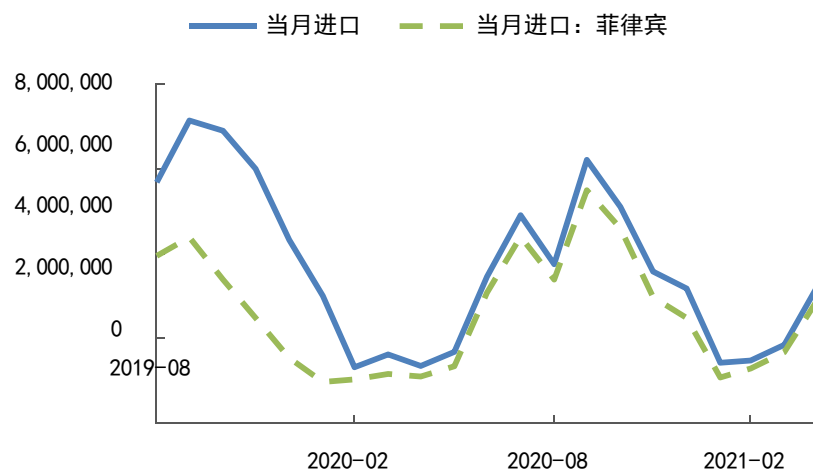


- 2021年上半年镍价走势先涨后跌，整体呈现区间走势。
- 目前镍价已经摆脱前期大跌影响回归基本面，下半年随着消费的逐步降温以及印尼镍铁产量的增长，供应压力预计逐步增加。
- 下游方面，截至6月下旬国内300系不锈钢加工利润继续处于历史高位，主要受原料价格相对弱势以及消费升温影响。下半年镍金属消费预计难有进一步提振，需求端境外央行政策或缓慢收缩，财政支撑逐步降温，整体不利于价格的上涨。但6月末境外多有政策变动，如落实将利好下半年价格走势。

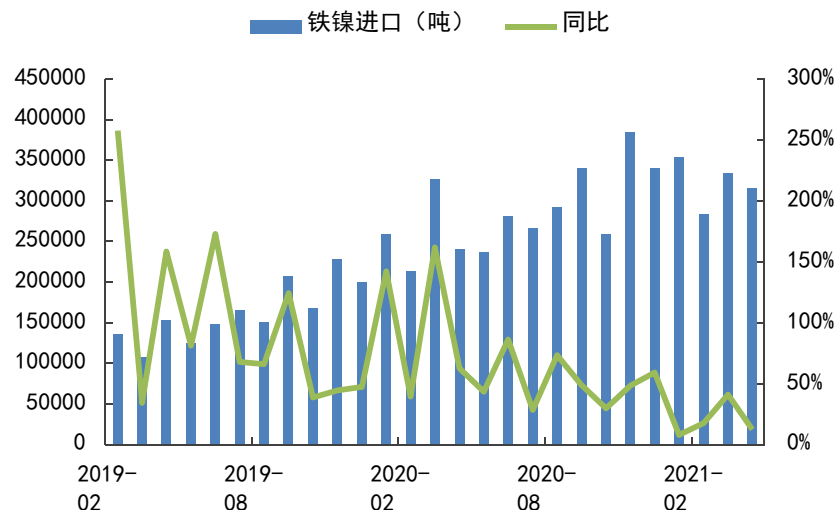
矿石进口旺季增长，镍铁进口增速回落

- 2021年上半年，菲律宾镍矿进口淡季转旺。数量上看，截至4月我国自菲律宾累计进口镍矿石692万吨，占同期我国进口矿石数量的87%，处于绝对主导地位。
- 镍铁方面，随着总量较前期大幅抬升以及境外不锈钢的大量投产，国内镍铁进口的增速呈现明显的边际走低。2021年4月国内进口镍铁31.6万吨，较去年同期增长12.52%，但前四个月增速较2019、2020年大幅放缓，显示在目前进口总量与需求逐步平衡。

中国镍矿进口（吨）



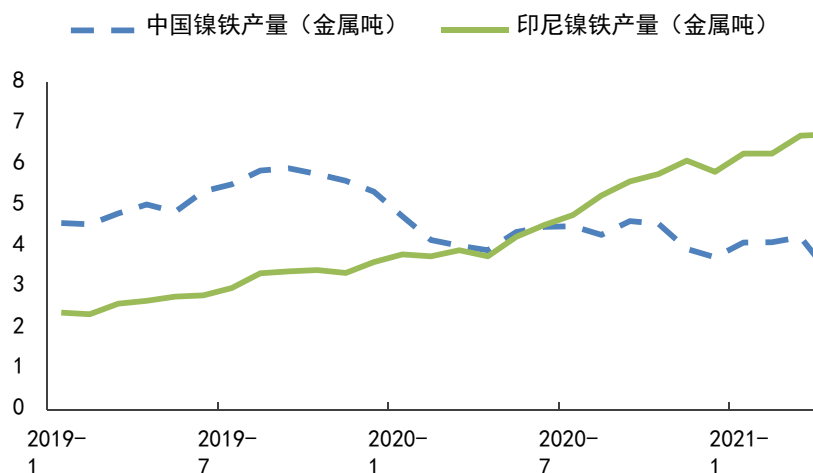
镍铁进口（吨，%）



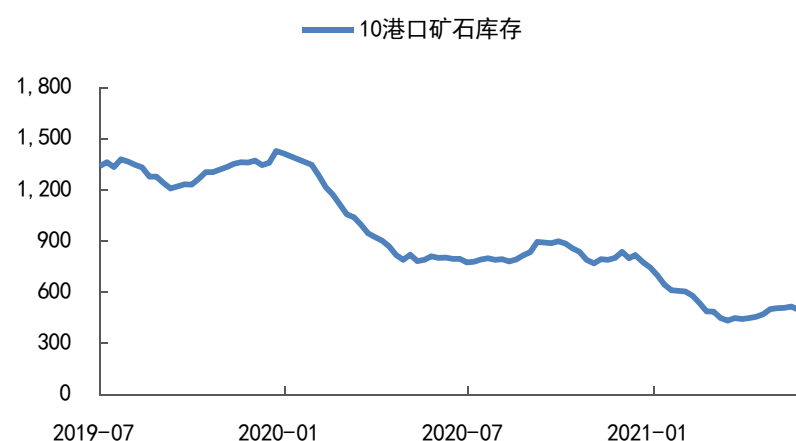
库存持续走低，原料延续缺口

- 矿石方面，港口镍矿库存持续消耗，截至6月中旬在500万吨左右，折金属量约6万吨左右。尽管菲律宾进口继续增加，但下游消费回暖导致库存维持低位。
- 产量方面，随着印尼矿石禁令以及镍铁产能增长，国内镍铁产量呈现回落态势，相比之下印尼镍铁产量告诉增长，未来这一趋势大概率延续。6月有传言称印尼政府或将进一步禁止低附加值的镍铁出口，尽管现阶段市场认为可能性不大，但需要保持警惕，镍价受印尼政策影响较大，风险较高。

镍铁产量（万金属吨）

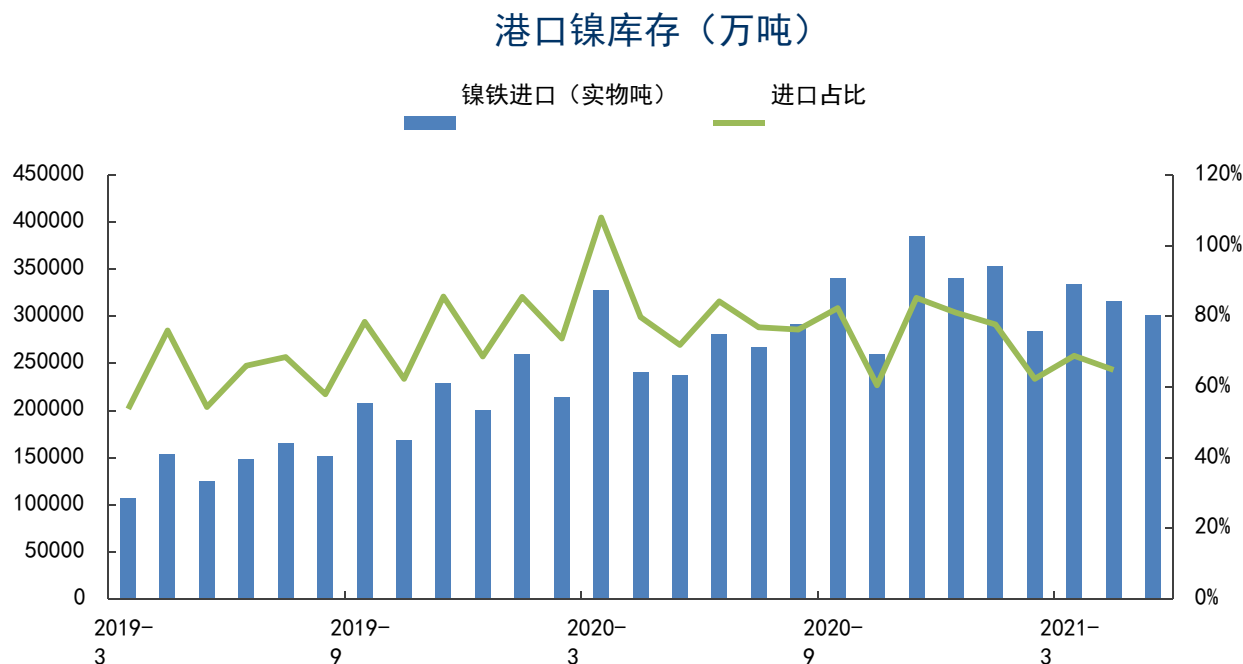


港口镍库存（万吨）



原料供应趋势减少，镍铁产能持续转移

- 除去矿石的供应减少，国内镍铁原料供应也继续呈现出边际下降的态势。从统计上看，尽管国内镍铁进口的数量仍在增长，但其占印尼产量的比重在持续走低，镍铁产能转移的趋势已经比较明显，镍铁目前的利润水平决定境外产能未来还将进一步增长，镍铁-不锈钢产能的外溢效果或将继续蔓延。
- 对价格来说，国内镍铁厂的压力将会更大，国内产能规模决定镍铁价格下方支撑强度。下游的不锈钢需求决定镍铁价格上方空间。



库存分化，上期所镍库存偏低

- 库存方面，2021年上半年国内外镍库存整体延续高位，境外库存小幅回落，自24.79万吨下降至6月中旬的23.84万吨，库存以镍豆为主，整体水平充足；上海期货交易所库存约延续下降势头，截至6月中旬在0.78万吨，不及年初1.6万吨的一半，绝对水平偏低。
- 尽管上期所已经增加了镍豆交割以及新增交割品牌，但考虑到LME的大量镍豆并不适合国内交割，免关税的可交割原厂货源可能不易获取，国内镍库存目前偏低的情况下半年依然需要警惕。

LME镍库存（吨）

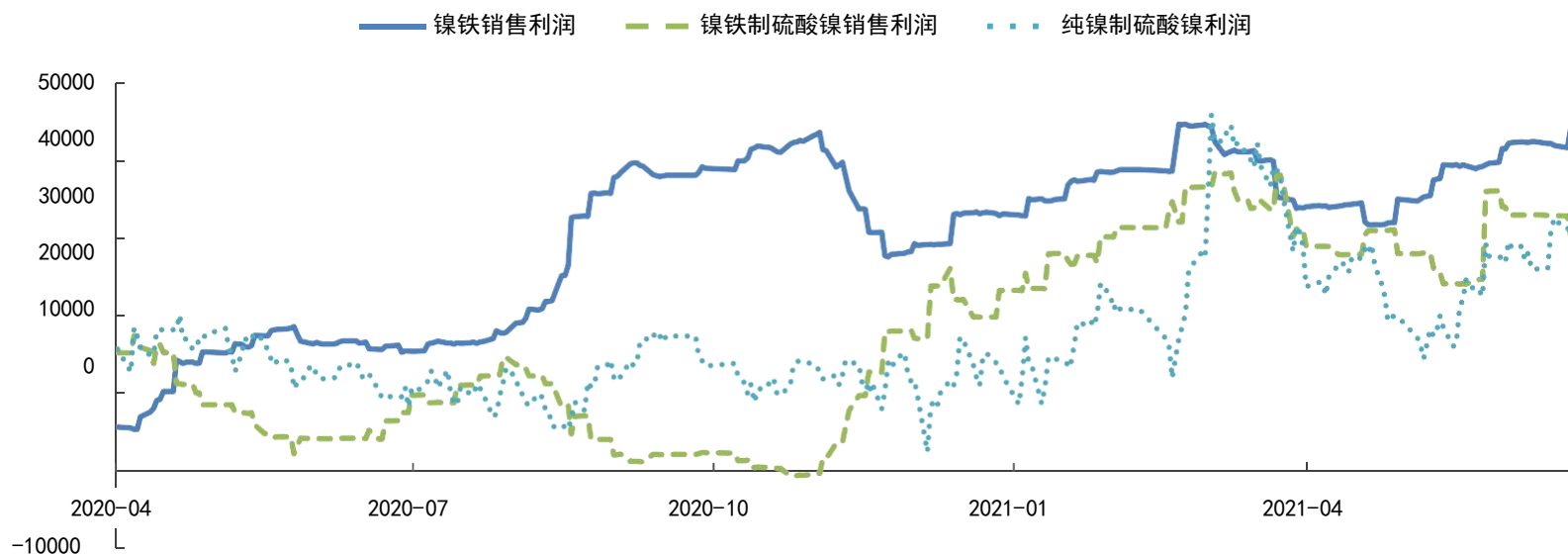


上期所镍库存（吨）



镍铁利润较好，纯镍压力有限

镍产业利润情况（元/镍）

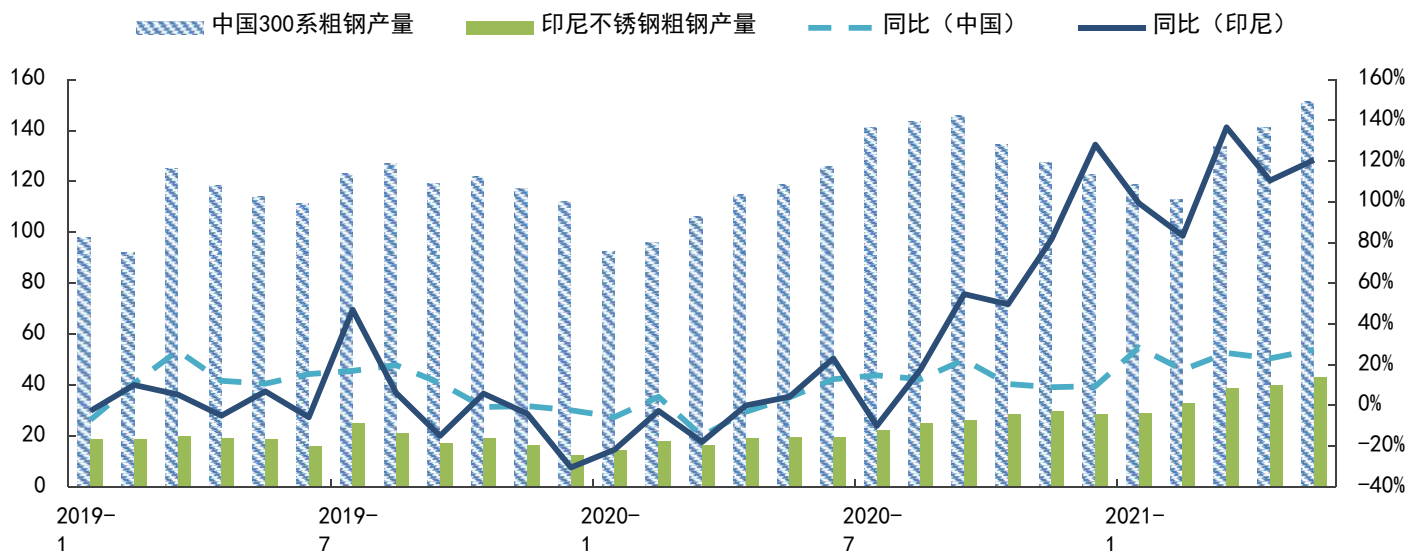


- 由于镍产业链相对复杂，利润可以较好的反映几条不同产业链之间的强弱关系。从目前的利润情况看，在不锈钢供需明显改善的大背景下，境外镍铁的销售毛利润继续维持相对高位；新能源链条上，纯镍加工硫酸镍的利润相对较差，如果考虑到近一段时间镍豆相对于进口镍板的升水情况，纯镍制硫酸镍利润还要明显下降。相比之下，尽管镍铁制硫酸镍利润更高，但考虑到镍铁的直接下游需求量大且销售利润跟高，目前上游对高冰镍的供应不会出现大幅增长挤压纯镍销售的情况。

印尼不锈钢产量高速增长

- 自2020年下半年恢复增长以来，印尼不锈钢产量增速进一步走高，2021年至今单月同比增速均在80%以上，最高接近140%。相比之下镍铁产量的增速在70%左右，不锈钢的扩张规模明显较快。中国国内不锈钢增速目前也保持较高增长，上半年平均增速超过20%。
- 从目前的规模看，印尼不锈钢对镍铁的需求在不断增长，自2020年1月的30%左右攀升至2021年4月的超过47%，按照目前的速度境外镍铁对国内的供应将趋势减少。

不锈钢粗钢产量（万吨）



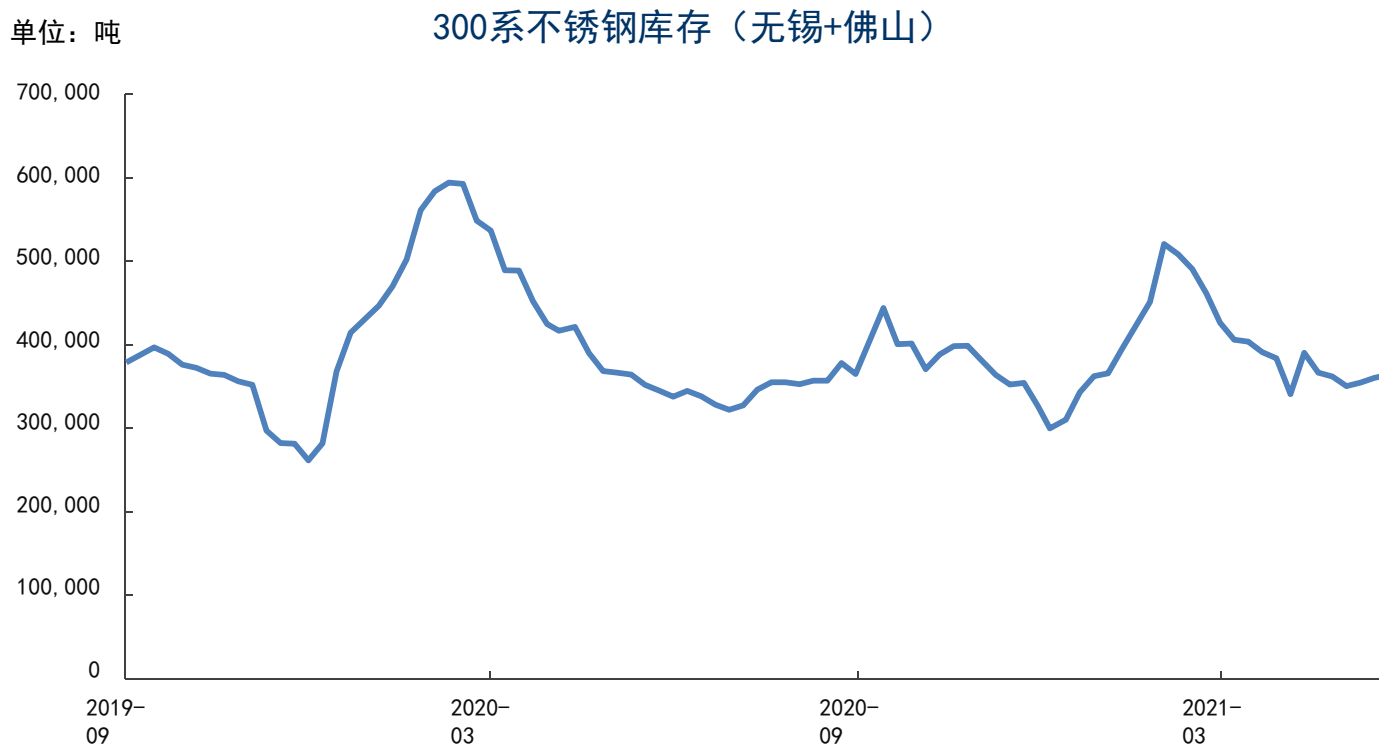
不锈钢产能扩张，价格压力依然存在

单位（万吨）	不锈钢产能	同比	环比新增
2020	3637	5.45%	70
2021E	3903	7.31%	336
2022E	5767		1864

- 据上海有色网的统计，2021年中国境内规划新增不锈钢产能336万吨，其中超过250万吨为300系不锈钢。2022年规划新增1864万吨产能，其中300系规划产能超过600万吨。2021、2022年的300系不锈钢产能预计增速分别在14%、28%。
- 尽管规划数量较多，但考虑到国内镍铁供应问题2021年以后的产能增长将受到境外原料的制约，国内镍铁价格在下游高投产规划下预计支撑较好，另一方面反而会限制镍铁原料流向硫酸镍领域，而下游不锈钢的利润预计难以延续目前火热的状态。

社会库存小幅回升，消费短期逐步降温

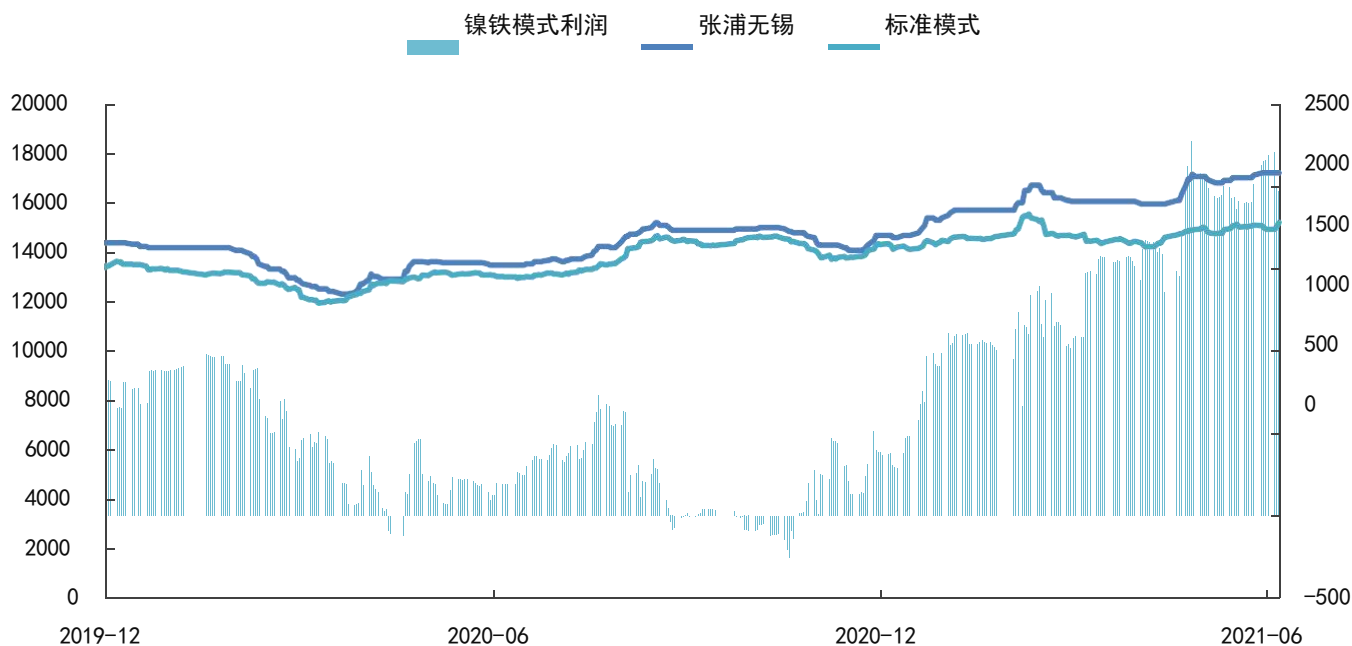
- 目前国内300系不锈钢的库存较高峰明显回落，但整体水平依然处于历史偏高位置，并不存在明显的短缺。从绝对数量上看，目前无锡、佛山两地300系不锈钢库存约在36.4万吨。三季度预计消费季节性走低，库存整体抬升为主。



供需改善，利润持续攀升

- 尽管规划规模较大，但受到成本影响前期国内300系不锈钢的产能实际增长速度相比上游原料偏低。据申万期货测算，2021年1-4月国内的镍铁实际供应量月均增速约在11.89%，超过市场预计的300系不锈钢粗钢7%的年化增长速度，因此不锈钢利润持续攀升。下半年镍铁进口或受政策影响，不锈钢利润存在高位回落风险。

不锈钢价格&加工利润（元/吨，元/吨）



2021年下半年镍期货行情展望

- 2021年下半年镍及不锈钢价格存在分化的可能，其中镍价存在上行风险。2021年下半年国内镍矿&镍铁供应总量按照目前趋势将维持较高增长，但印尼政策不确定性较大，如果印尼对镍铁出口政策进行调整，国内镍价预计大幅上涨；如果目前政策延续，下半年不锈钢利润预计整体维持高位。
- 未来关注印尼镍铁的投产以及国内外不锈钢的产能变化，尤其关注印尼政策和不锈钢产能增长情况。
- 价格方面，预计上海期镍价格整体波动区间在120000-150000元/吨左右。上海期货不锈钢价格在15000-17000元/吨区间运行。

❖ 宏观关注：
美国基建计划
中国财政货币政策

❖ 供应关注：
俄罗斯镍出口关税
镍铁产能增加
印尼镍铁出口政策

❖ 需求关注：
国内不锈钢消费
印尼不锈钢冷轧投产
电动车增速

❖ 库存：
LME库存
上期所库存变化

2021年下半年镍期货操作建议

波段操作

- ❖ 下半年镍价预计区间波动为主，上行政策风险较大，运行区间预计120000-150000元/吨一线，如遇政策调整大概率突破150000元/吨。

套保操作

- ❖ 镍原料建议买入保值为主。不锈钢期货买入保值为主，开仓区间15000-16000元/吨。

品种：锡

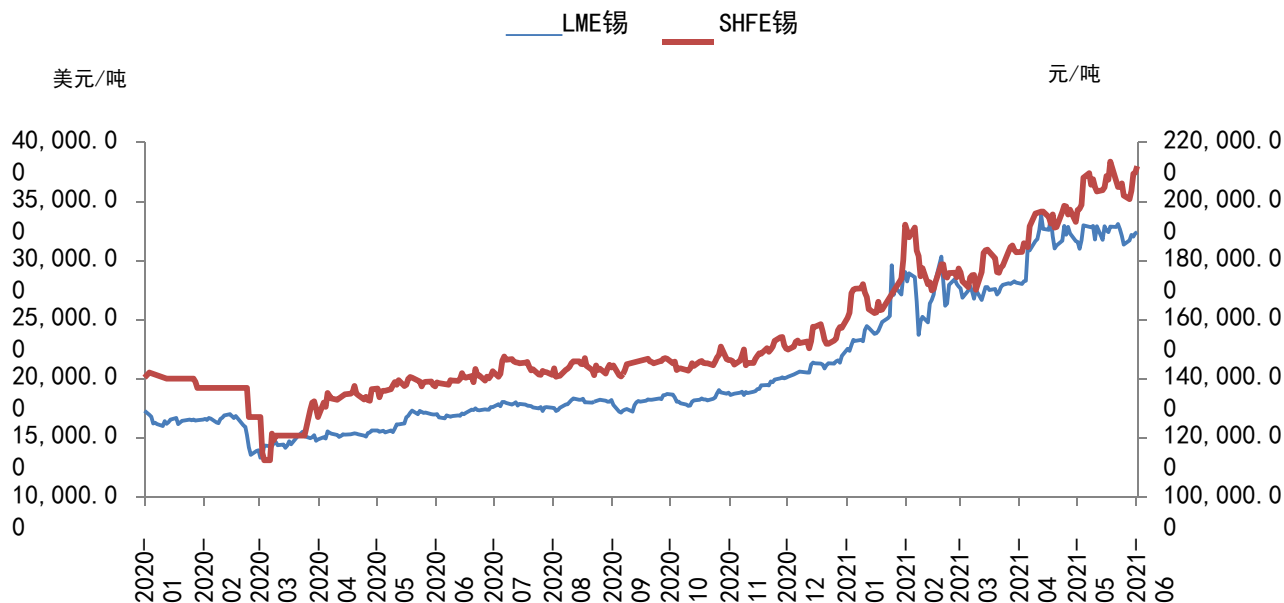
供需矛盾加剧，锡价高位运行

——2021年下半年锡投资策略展望

- 主要驱动因素：锡供应维持紧张，消费复苏支撑需求。
- 供需角度，锡市上半年供需矛盾加剧，由年初的紧平衡转为供不应求。在下半年消费旺季需求下，国内市场现货供应预计依然紧张，缅甸锡矿供应量和品位整体偏弱；全球精炼锡也处于短缺状态，目前海外锡库存处于历史低位，而消费需求的预期持续增强。锡市场供需矛盾未解决前，锡价或将继续维持高位。
- 预计价格主要运行区间：LME锡25500-33000美元/吨，沪锡170000-230000元/吨。

2021年上半年锡价走势

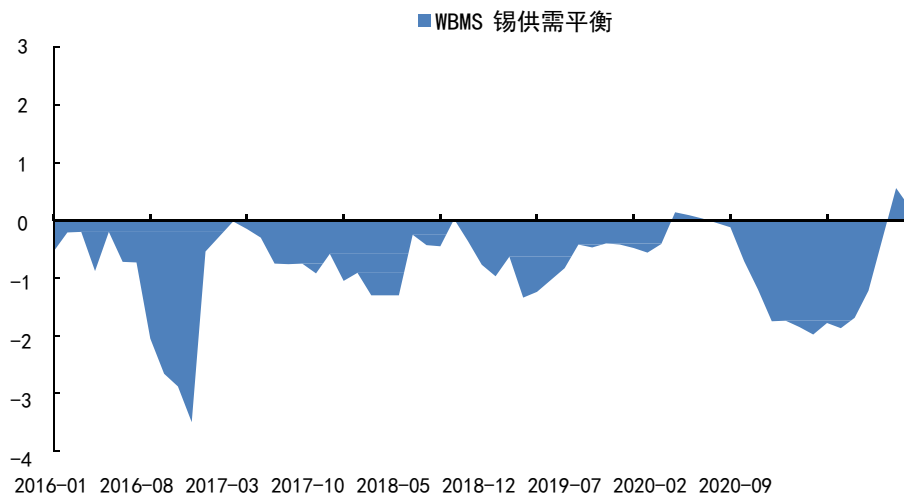
LME与SHFE锡合约走势图（美元/吨、元/吨）



- 行情回顾：2021年年初以来，锡市供需紧平衡支撑下，受全球宏观面利好影响，锡价格持续快速上涨。海外LME锡突破30000美元关口，创下近十年新高；沪锡也强势站上20万元整数关口，并持续走高。近期，受美元反弹和市场情绪影响，有色板块表现偏弱，伦锡、沪锡出现高位回调，但良好的基本面支撑内外盘锡价，沪锡价格仍然处于高位运行的核心思路。

全球锡市场供需平衡

全球锡市场供需平衡（万吨）

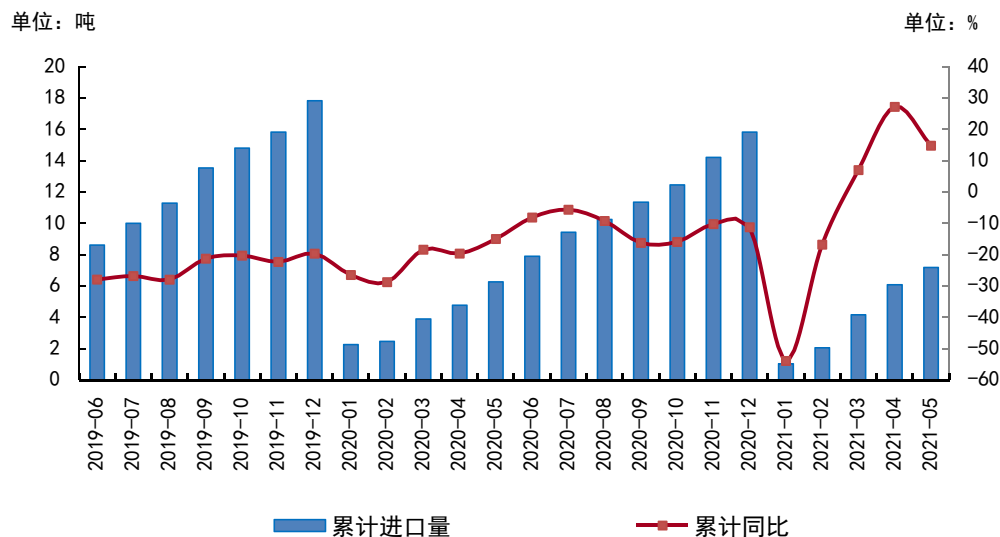


- 国际智库(EIU)发布金属锡展望报告显示，过去几年全球精锡产量基本稳定在 36 万吨左右，主要受制于原料。2020年由于新冠疫情造成的严重冲击，精炼锡供应下降5.5% 至34万吨左右；同时，2020年锡消费下降至32.95万吨，下跌4.8% 至11年低点。
- 2021年，全球大规模刺激政策助力经济复苏，消费复苏背景下，未来两年锡消费预计持续增长，2021年消费增长3.5%，2022年消费增长%，达到34.45万吨。然而，这仍将使全球消费较2018年的最近峰值36.15万吨低近5%。消费的增长对于锡市而言整体形成利好。

供应端：国内锡矿供应仍受干扰

- 锡矿进口方面，中国90% 以上的锡矿进口来自于缅甸，缅甸的锡出口数量和品位对国内精炼锡的加工影响相对较大。
- 2020年的疫情对锡矿和精锡产量负面冲击较大。2021年3月份云南疫情反复，瑞丽口岸关闭，使15%左右的缅甸锡进口受阻，约500吨金属量锡精矿进口受影响。
- 2021年4月，中国锡矿砂及其精矿进口量为 19082.277吨，同比增长116.4%，环比下滑9.6%；其中缅甸进口占比85.68%，进口量约16348吨，环比下滑9.99%。

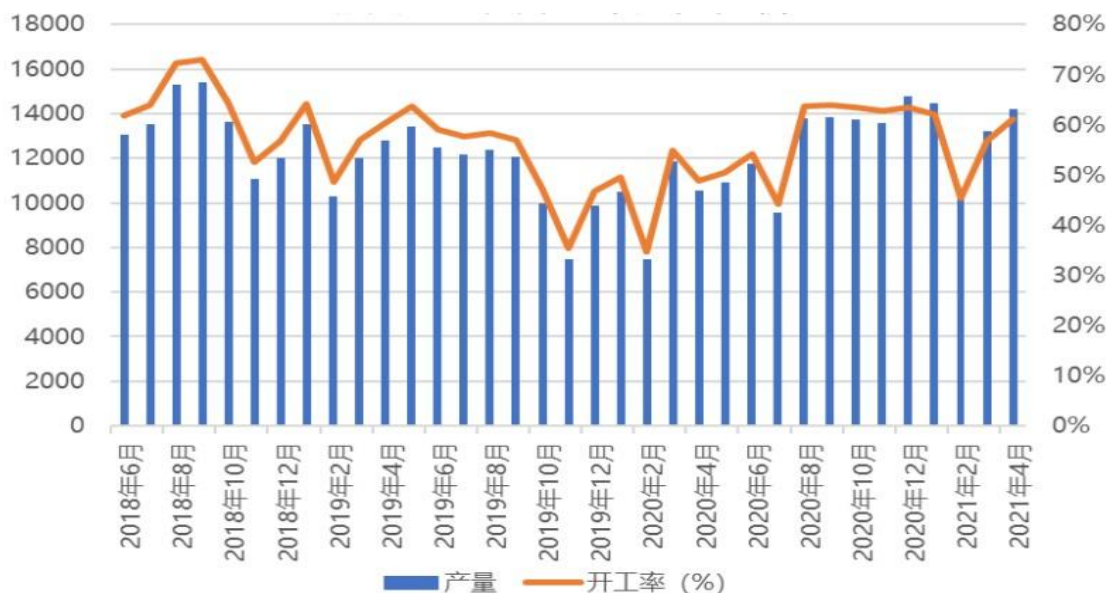
中国锡精矿进口量及同比（吨 %）



供应端：精炼产能回升，但缺口仍存

- 2021年1-4月国内生产精锡总计52477吨，同比增加12004吨，累积同比增幅29.68%。精炼产能整体恢复尚可。
- 5月中国精锡产量13680吨，环比下滑10%。5月产量意外下滑与云南民营冶炼厂限电停产有关，影响产量约1000吨。6月6月依然是锡生产的旺季，中国精锡产量预计提升至14800吨。

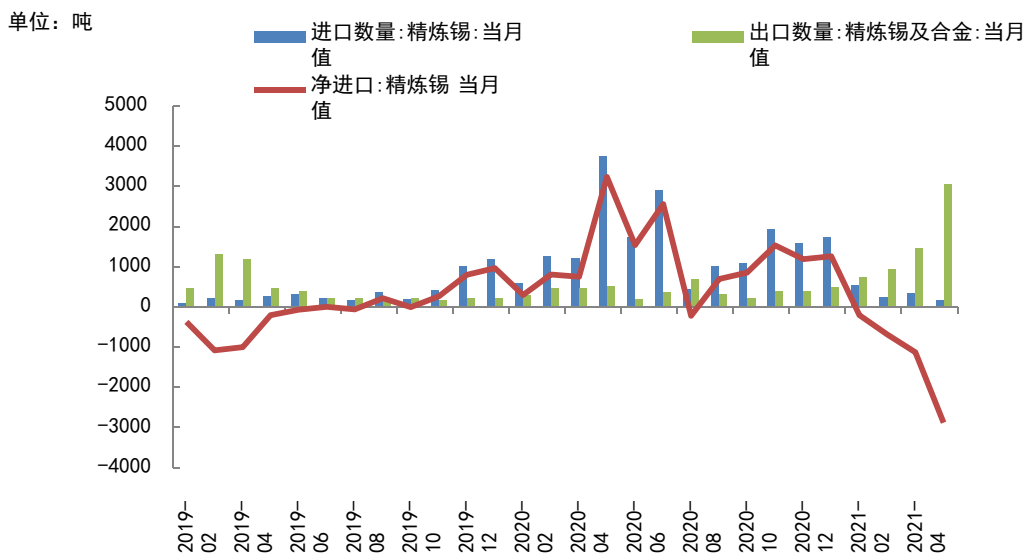
中国精炼锡产量及开工率（吨，%）



供应端：精炼锡净进口转为净出口

- 2021 年 4 月中国精锡进口量为 256.776 吨，环比增长 150.8%；出口 1465.755 吨，环比增长 56%，净出口 1208.979 吨。
- 2020年，我国精锡进口量基本远大于出口。但2021年外强内弱格局明显，2月份以来锡沪伦比不断下降，进口亏损扩大至3万元/吨。叠加海外锡库存处于近三年低位，我国精锡出口开始反超进口。预计这一趋势仍然将持续下去。

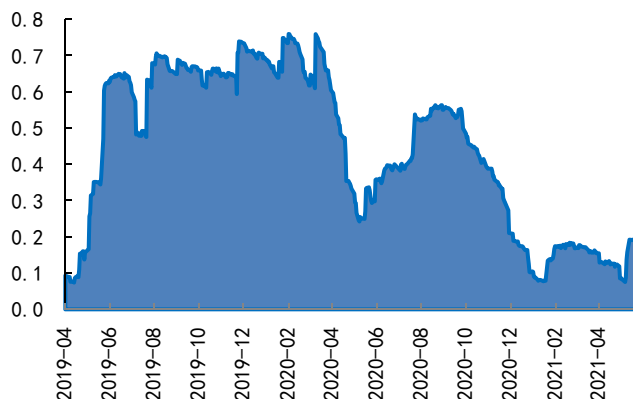
中国精炼锡进出口量（吨）



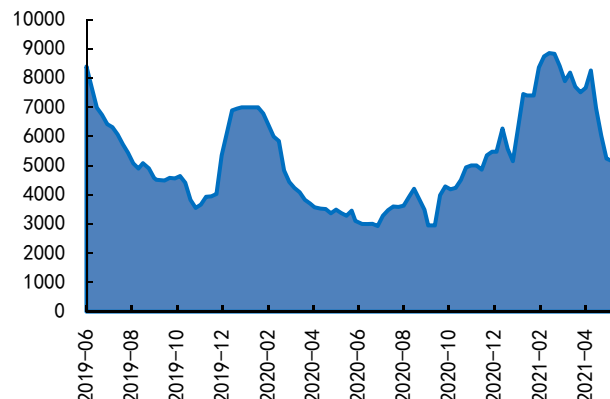
产业库存：海外处于低位，国内快速去库

- 库存方面：截止6月15日，LME锡期货库存1915吨，较低位有所回升，但仍处于近三年较低水平。SHFE锡期货仓单3874吨，国内处于快速去库阶段，较年初高位下降近一半水平。因此，整体上今年锡表现为外强内弱格局，近期国内走势也偏强。
- 海外方面，4月底马来西亚MSC冶炼厂宣布半数产能停产检修，并且需要九个月才恢复产能，全球锡库存仍处低位；国内由于消费旺季，叠加5月云南地区锡厂限电停产，导致国内库存快速去化。

LME锡库存（万吨）



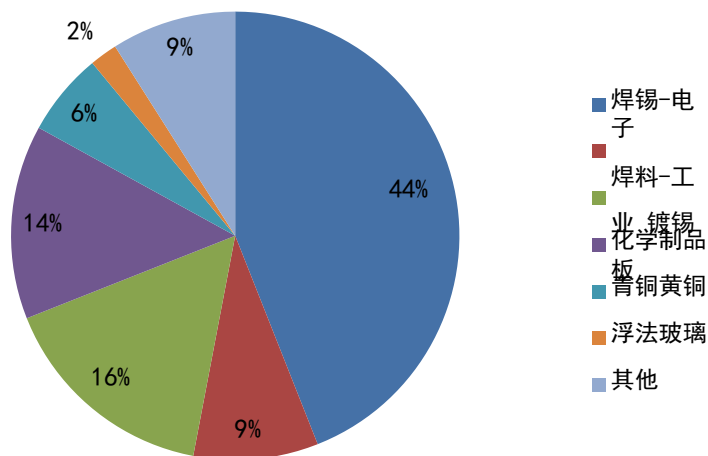
SHFE锡库存（吨）



需求端：经济复苏加速，海外需求强劲

- 从锡需求来看，欧美、日韩等发达国家是精炼锡的终端消费国，中国精炼锡的消费为电子产业链的中间环节。
- 今年以来，欧美等锡消费核心经济体复苏加速，叠加全球量化宽松政策仍在持续，电子产业链将会迎来强劲复苏，锡价格跟随需求复苏表现强劲。
- 从国内消费来看，锡的下游主要是锡焊料、锡化工和镀锡板，其中锡焊料用量最大，占据半壁江山。三大核心下游需求的相对稳定支撑了锡的需求和价格。

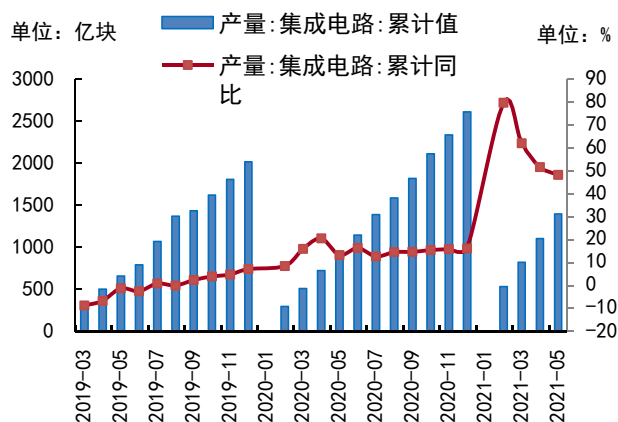
锡下游产业消费结构



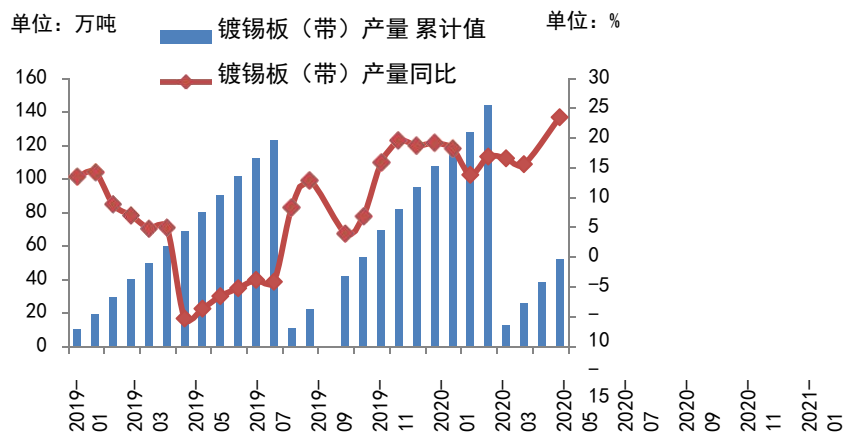
需求端：经济复苏加速，内外需求强劲

- 锡消费结构上，三大核心下游需求的相对稳定亦支撑了锡的需求和锡价。随着锡价的持续上涨，云锡华锡锡焊条价格均大幅上涨，锡焊料需求以及价格走势与锡锭需求和价格走势高度一致。锡化工方面，氯化亚锡、二氧化锡以及锡酸钠等化工品价格亦大幅增加。此外，镀锡板方面表现亦相对稳定。
- 国内锡消费已恢复且超过疫情前的水平，并仍有强劲表现。多数下游对下半年消费保持偏乐观的态度。当前终端领域小家电，3C 家电方面，空调冰箱电视等销量稳步回升；下半年电子行业消费旺季的来临，需求订单预计会再度走强。

集成电路产量及同比（亿块、%）



镀锡板（带）产量及同比（万吨、%）



2021下半年锡走势展望

- 小结：下半年锡供应预计维持紧张，消费复苏支撑下游需求。锡价格整体将保持高位运行。
- 锡市上半年供需矛盾加剧，由年初的紧平衡转为供不应求。在下半年消费旺季需求下，国内市场现货供应预计依然紧张；全球精炼锡也处于短缺状态，目前海外锡库存处于历史低位，而消费需求的预期持续增强。锡市场供需矛盾未解决前，锡价或将继续维持高位。
- 预计价格运行区间：LME锡25500-33000美元/吨，沪锡170000-230000元/吨。

2021年下半年锡期货操作建议

波段操作

- ❖ 价格高位区间，建议可选择参与回调后，逢低买入操作机会为主；

套利操作

- ❖ 跨市方面，沪伦比值由年初7.36跌至6.55，近5年低位水平，可参与海外垒库后的比值回归；

套保操作

- ❖ 锡价高位运行，下游以逢低买入保值为主，上游可选择场外期权进行保价。

品种：铅

供应过剩延续，铅市熊途漫漫

——2021年下半年铅投资策略展望

- 主要驱动因素：铅产能过剩格局延续，库存累至历史高位。
- 供求角度，ILZSG 预计2021年铅供应增长3.6%至1208万吨，而全球铅需求将上升4.4%至1189万吨。2021年整体供需上预计将过剩19.2万吨，全球铅产业未来将保持过剩的格局。一、二季度，原生和再生铅供应保持稳定增长，虽然中间有环保和限电干扰，但整体产量依然保持增长。下半年预计再生铅产量释放速度加快。需求端，目前终端消费季节性淡季延续，蓄电池生产企业成品库存超过30天。三季度消费旺季预计会减缓库存压力，但下半年整体过剩格局依然维持不变，建议保值者中线参与逢高抛空机会。
- 预计价格主要运行区间：LME铅1970-2270美元，SHFE铅14100-16100元。

2021年上半年铅价走势

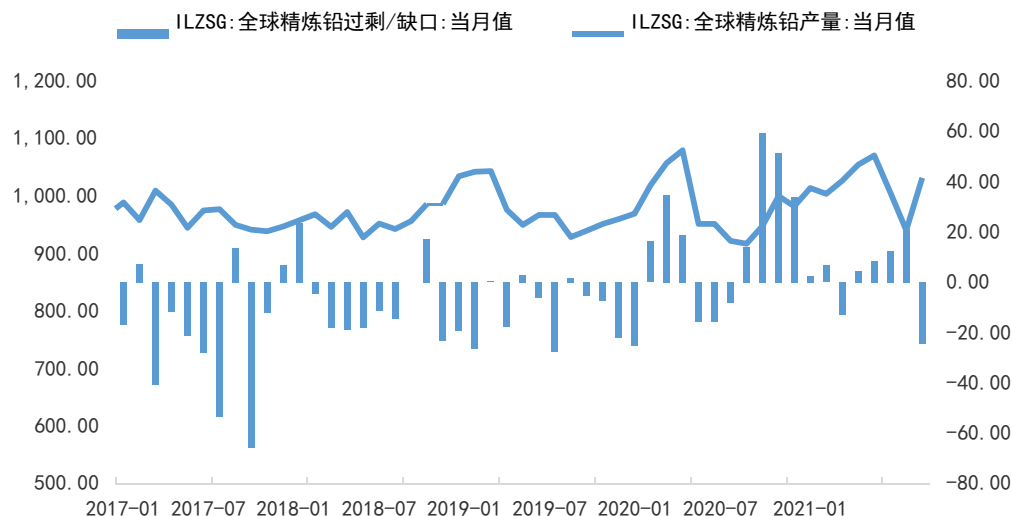
LME与SHFE铅期货合约走势图（美元/吨、元/吨）



- 2021年年初以来，伦铅不断创出新高，5月初伦铅向上触及2258.5美元新高，而沪铅维持弱势区间震荡，整体呈现外强内弱的格局。近期，受宏观市场情绪和美元走势影响，有色板块表现弱势，伦铅创新高后震荡回调，沪铅再度转弱，国内维持弱势格局。

全球铅市场供需平衡

全球铅市场供需平衡（千吨）

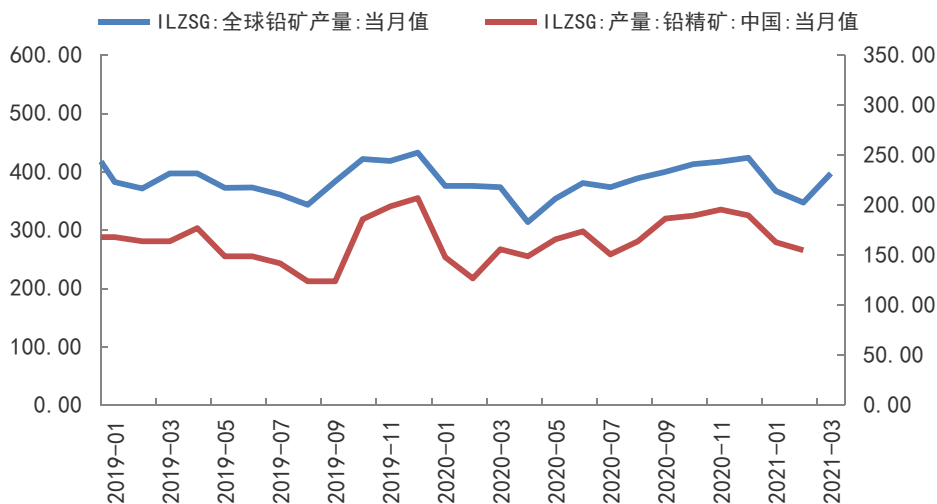


- ILZSG 预计2021年供应将增长3.6% 至1208万吨，2021年全球对精炼铅的需求将上升4.4% 至1189万吨。2020年全球精炼铅的供应过剩27.6万吨，2021年，预计将过剩19.2万吨。全球铅产能未来将保持过剩的格局。
- 据ILZSG数据显示，2021年2月全球精炼铅产量为94.04万吨，同比减少1.2%，消费量为93.3万吨，同比减少3.6%。供需平衡状况由1月的短缺0.44万吨转变为过剩0.74万吨。

供应端：铅矿整体充裕，略有干扰

- 铅矿供应中，中国占到了接近全球一半的量，其次是澳大利亚、秘鲁、美国、俄罗斯等国家。从全球铅矿供需来看，ILZSG统计2020年全球铅矿供应下降4.7%至450万吨。预计2021年全年铅矿供应预计增加4.8%至472万吨，整体铅精矿供应仍保持充裕状态。
- 5月底以来，国内铅矿供应短期紧张的局面加剧。炼厂铅矿库存水平下降至17天。尽管部分炼厂检修，但补库需求仍较高，加上高银矿进口量受限，以及进口矿加工费倒挂，炼厂补库偏向于国内矿。6月加工费继续下调400元/吨至1400元/吨，进口矿加工费维稳。冶炼厂利润普遍收窄，积极寻找邻国进口精矿。

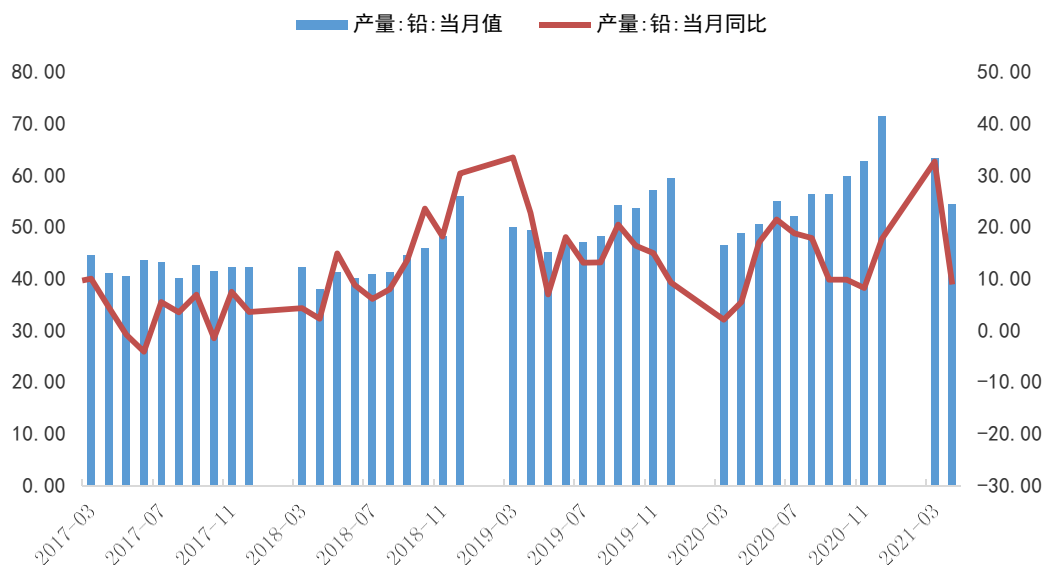
全球铅矿产量（千吨）



供应端：精炼铅产能供给保持充裕

- ILZSG 预计2021年全球供应将增长3.6%至1208万吨。2021年消费需求将恢复上升 4.4 至1189万吨。2020年全球精炼铅的供应过剩27.6万吨，2021年预计将过剩19.2万吨。全球铅产能未来将保持过剩的格局。
- 2021年5月全国电解铅产量26.48万吨，环比降0.38%；再生铅产量33.12万吨，环比增7.73%。云南限电及湖南环保影响使得产量不增反降，6月中旬云南限电结束，原生铅冶炼厂三省开工率为60.9%，再生铅6月产量释放速度也将加快。

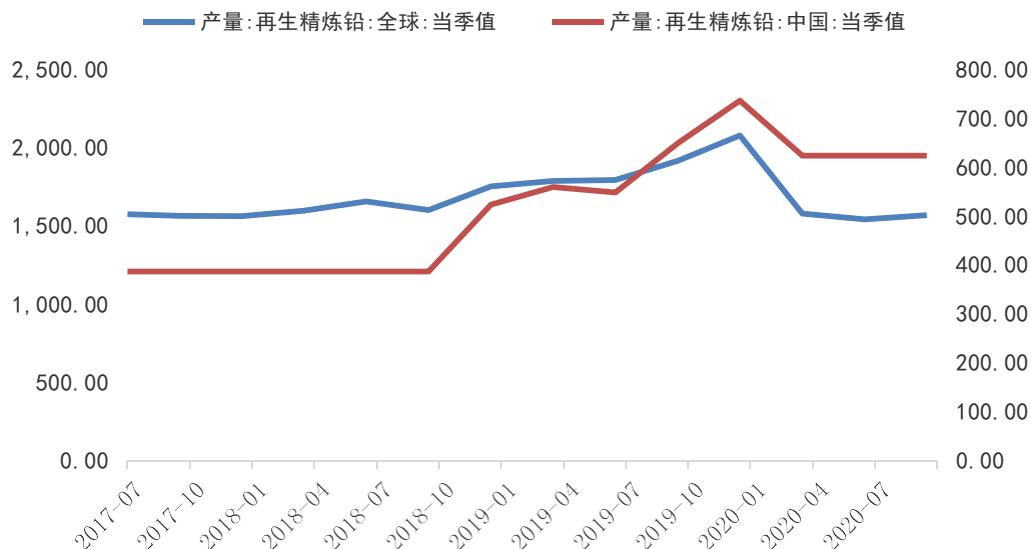
中国精炼铅产量及同比（万吨）



供应端：再生铅产能集中释放

- 中国铅总产量中，再生铅占比精铅产量45%左右，且近几年呈现增长态势。目前，我国再生铅比重虽然有所上升，但远低于发达国家的80%以上。
- 国内产业转型的过程中，再生铅的地位将逐步凸显，近年来全国各地都在集中化进行再生铅行业布局。最近3年是合规再生铅产能投放大年，从2018年底开始，国内再生铅冶炼产能开始陆续投产，2019-2020年以来，再生铅的产量步入快速上升通道。

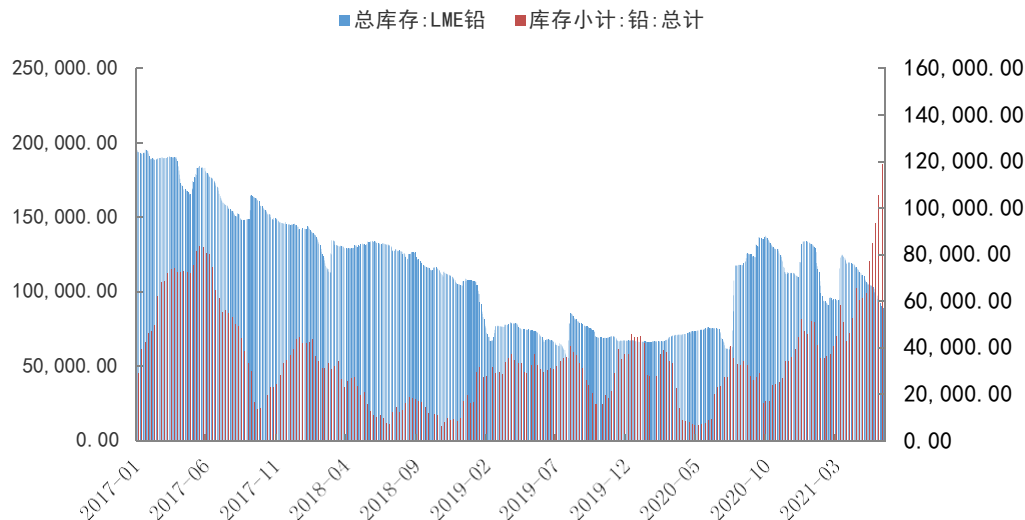
全球与中国再生铅产量（千吨）



产业库存：海外库存下滑，国内大幅垒库

- 库存方面：6月中旬，LME铅库存略增加至8.97万吨；上期所铅库存增加到了11.88万吨。五地铅锭库存总量至 12.56 万吨，短期上升1.49万吨，再刷新2015年以来高位。
- 据海关数据显示，中国4月精炼铅进口量仅为281吨，持续处于低位。主要原因是铅内外比值处于低位，铅现货进口亏损为1700-1900元/吨。
- 目前，下游五省铅蓄电池企业综合开工率下滑至70.82%，各地地区铅蓄电池企业生产普遍维持减产状态，其中江苏和江西地区开工率稍微恢复。

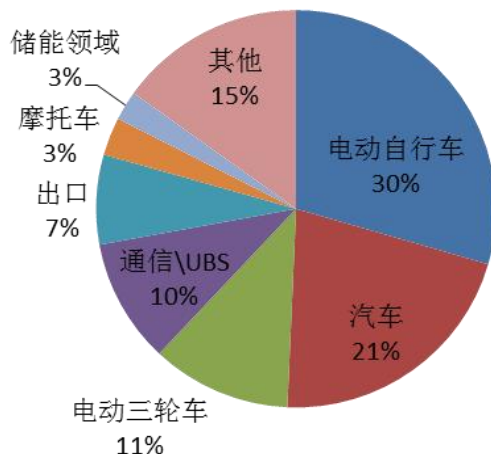
LME和SHFE铅库存（吨）



需求端：淡季特征延续，蓄企开工下滑

- 铅酸蓄电池按用途可以分为：动力型、启动型、固定型和储能型等。动力型主要用于电动自行车、电动三轮车、低速电动车等，此为铅酸蓄电池最大应用领域，占整个精炼铅消费市场的 40%。启动型电池主要用于汽车领域。
- 据SMM调研，6月铅蓄电池企业综合开工率为70.82%。铅蓄电池市场尚处于淡季态势，各大企业订单情况暂无改善，其中储能类企业订单相对平稳，淡季影响主要围绕在电动自行车及汽车蓄电池市场。各地地区铅蓄电池企业生产普遍维持减产状态，综合开工率呈下降趋势。另广东地区限电影响相对缓和，部分企业限电较5月底放宽。

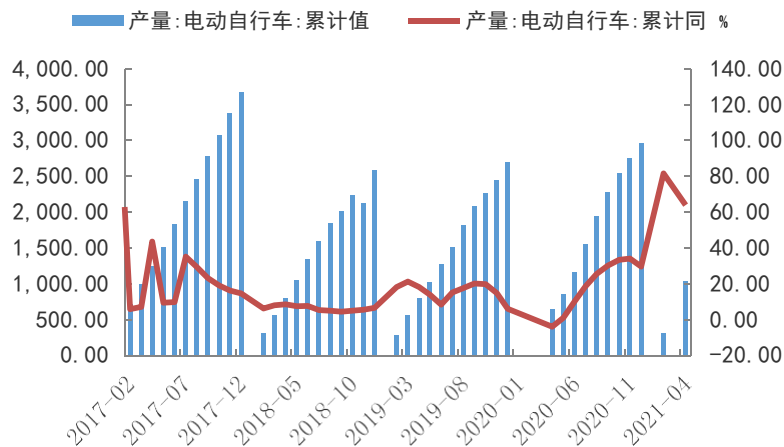
铅酸蓄电池消费领域占比



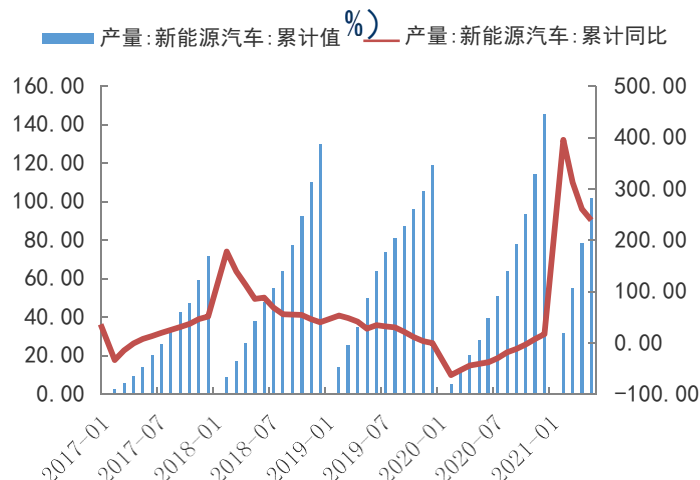
需求端：终端需求分化，未来增量有限

- 电动自行车方面。根据数据显示，今年一季度以来，电动自行车规模以上企业产量708.1万辆，同比增长86.3%，预计全年电动自行车产量将在4500万辆左右；1-4月，电动摩托车产销129.69万辆和126.56万辆，同比增长28.26%和25.06%。
- 汽车方面。市场规模呈现增长态势，但增速有所下滑。中汽协数据显示，5月汽车产销分别达到204万辆和212.8万辆，环比下降8.68%和5.51%，连续两个月下滑趋势。
- 储能基站方面。2020年以来，我国政府密集部署5G等新基建项目，但对基站用电池提出更高要求，铅酸蓄电池劣势显现，在通信领域逐步被锂电替代，但完全替代至少还需5-8年时间。整体上，终端各版块需求下滑将逐步减少对铅的用量。

电动自行车产量及同比（万辆、%



新能源汽车产量及同比（万辆、%



2021下半年铅走势展望

- 小结：下半年铅产能过剩格局延续，库存历史高位压制下，沪铅预计维持弱势格局运行。
- 供求角度，一、二季度，原生和再生铅供应保持稳定增长，虽然中间有环保和限电干扰，但整体产量依然保持增长。下半年预计再生铅产量释放速度加快。需求端，终端消费季节性淡季延续，蓄电池生产企业成品库存超过30天。三季度消费旺季预计会减缓库存压力，但下半年整体过剩格局依然维持不变，建议保值者中线参与逢高抛空机会。
- 预计价格主要运行区间：LME铅1970-2270美元，SHFE铅14100-16100元。

2021年下半年铅期货操作建议

波段操作

- ❖ 价格弱势区间，建议选择参与逢高抛空的机会为主；

套利操作

- ❖ 跨市方面，铅沪伦比值处于7附近，近6年低位水平，可关注内外比值回归机会。

套保操作

- ❖ 沪铅低位徘徊，上游选择逢高抛空保值为主，下游可逢低建立虚拟库存。

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本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品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。