

## 专题报告：镍产业链几个问题再思考

华泰期货研究所 基本金属组

吴相锋

金属研究员

☎ 021-68755929

✉ wuxiangfeng@htgwf.com

从业资格号：F3014533

### 镍品种：报告摘要

1. 伴随着周边市场下跌，9月8日以及夜盘，镍价格大幅度回调，触发因素我们认为主要是人民币累计升值造成，以及此前不锈钢市场分歧导致的矛盾释放。

2. 通过梳理投资经理对镍产业链几个问题的关注，我们认为，未来镍主要逻辑和矛盾依然集中在精炼镍自身，精炼镍自身供需紧张造成的结构性矛盾依然没有改变。

### 镍品种：报告内容

#### 一、不锈钢利润和不锈钢产量（投产计划）的关系

无论是从数据对比，还是从逻辑的关系来看，新增产能投资主要是和产能利用率有关，另外，利润也是产能利用率的结果；利润波动周期比较短，更主要是产量、库存周期相关性比较大。

#### 二、未来2年看，印尼镍铁和不锈钢产能关系

在此前的研究中，我们认为，目前开工建设的项目，是2014年印尼禁止镍矿出口政策下催生的产物。

#### 三、镍铁和精炼镍长周期价格关系

从镍铁的历史走势来看，2010年是镍铁价格的高点，最高价格大约为1650元/镍，而同期精炼镍价在22万元/吨附近；2017年以来的高点，镍铁在1035元/镍，是其历史高点的62.7%。

而精炼镍价格最高为9.6万元/吨左右，是同期历史高点的43.6%。

#### 四、进口利润和进口的关系

从进口盈亏关系来看，精炼镍进口直接和盈亏相关，2015年精炼镍进口膨胀阶段的直接原因是因中国镍期货上市之初，造成逼仓现象，使得进口盈利大幅度上升所致

#### 五、供给侧改革在镍产业链相关影响

从整个镍产业链情况来看，不锈钢因属于钢铁行业，直接被纳入产能过剩行业管理，因此，其新增产能是受到限制的

### 相关研究：

不锈钢产能现状和未来展望研究  
2017-08-18

## 专题报告：

### 前言和结论：

伴随着周边市场下跌，9月8日以及夜盘，镍价格大幅度回调，触发因素我们认为主要是人民币累计升值造成，以及此前不锈钢市场分歧导致的矛盾释放。

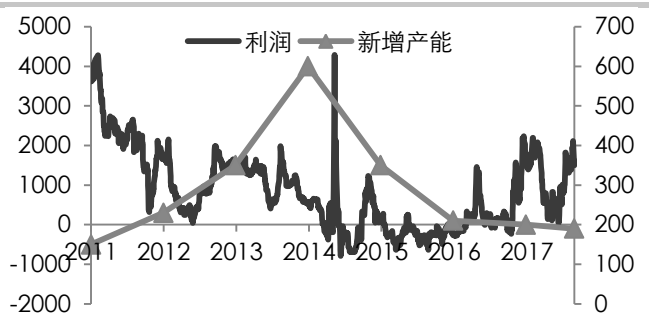
而通过梳理投资经理对镍产业链几个问题的关注，我们认为，未来镍主要逻辑和矛盾依然集中在精炼镍自身，精炼镍自身供需紧张造成的结构性矛盾依然没有改变。

### 一、不锈钢利润和不锈钢产量（投产计划）的关系

无论是从数据对比，还是从逻辑的关系来看，新增产能投资主要是和产能利用率有关，另外，利润也是产能利用率的结果；利润波动周期比较短，更主要是产量、库存周期相关性比较大。

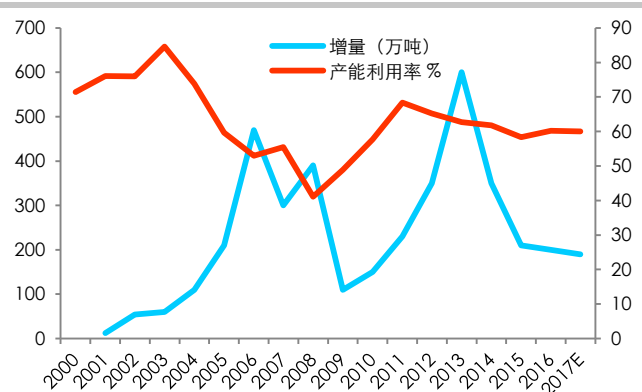
因此，未来不锈钢新增产能，实际上主要取决于产能利用率的提升，以当前产能利用率和产量关系来看，如果最终端需求保持5%以上的增速，那么只需要2年左右的时间，现有的产能利用率便可以提升至70%以上，可能会引发冶炼企业新一轮产能投放计划。

图 1：不锈钢利润和新增产能



数据来源：Wind 华泰期货研究所

图 2：不锈钢产能利用率和新增产能



数据来源：Wind 华泰期货研究所

## 二、未来2年看，印尼镍铁和不锈钢产能关系

在此前的研究中，我们认为，目前开工建设的项目，是2014年印尼禁止镍矿出口政策下催生的产物，而随着印尼放松镍矿出口（尽管只是放松低品位镍矿出口），预期出口总量可以高达1600万吨，实际放松出口额度已经至800万吨以上，实际上，因印尼禁止镍矿出口而导致的镍铁投资逻辑已经无法持续。

1: 印尼镍铁产能情况

公司名称	产能	现状	是否体现在进口数据
青山一、二期	90万吨	已形成产能	是
德龙一期	60万吨	已形成产能	提前至三季度投产
新兴铸管 1、2 炉	12万吨	已形成产能	是
恒顺电器	25-50万吨	已形成产能	部分
新华联	10万吨	已形成产能	是
其他	15万吨	已形成产能	未知
小计	237万吨	实际产能	197万吨
吴航	15万吨	2017	
华源	5万吨	2017	
大丰港	15万吨	2017	
青山三期	60万吨	2017	4月份，三期投产，剩余时间折算40万吨
小计	95万吨	实际产能	75万吨
罕王	24万吨	2018	
金川	20万吨	2018	2018年底投产
印尼 Amonggedo	4.9万吨（含量25%）	或2019年以后	

资料来源：华泰期货研究所

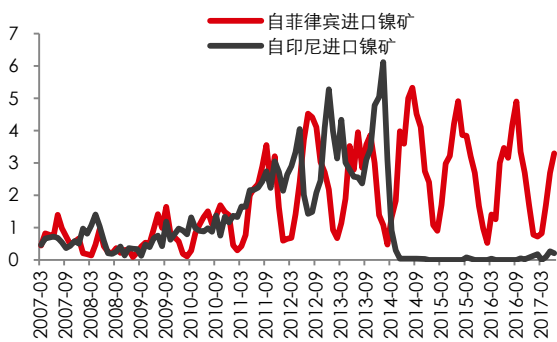
2: 印尼镍矿出口配额情况

出口商	出口额度 万吨	状态
antm	270	批准
振石集团	100	批准
PT-CNI	230	批准
Harita	208	批准
小计	808	批准
某企业	200	申请
后续预计	600	申请

资料来源：华泰期货研究所

图 3: 印尼镍矿禁令影响

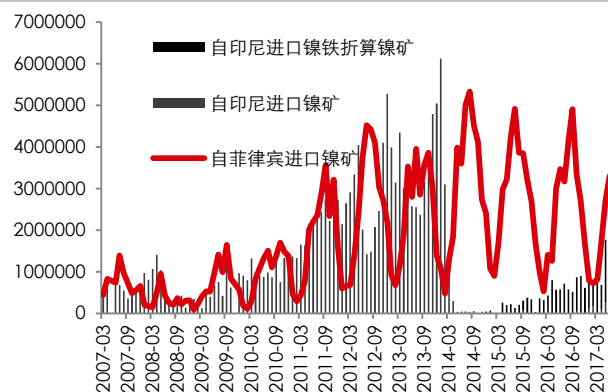
万吨



数据来源：Wind 华泰期货研究所

图 4: 印尼镍重返全球

吨

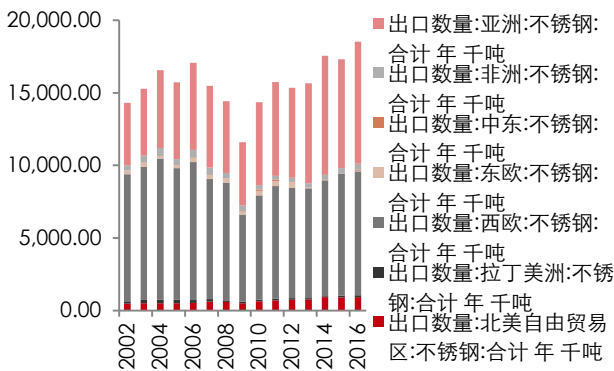


数据来源：Wind 华泰期货研究所

因此，在印尼镍矿出口情况下，印尼再度新增镍铁投资的理由实际上是很缺乏的，但是，不锈钢投放则为印尼镍产业链带来新的希望。未来印尼镍铁产能新一轮投放和不锈钢配套才是出路。

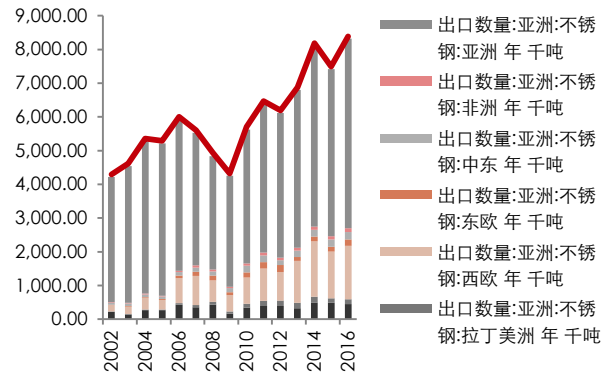
但是，印尼不锈钢产能投放面临最大的问题，就是产能消化的问题，首先印尼当前是无法消化不锈钢产能的，因此，只能出口；而全球的不锈钢贸易格局如下：

图 5: 全球不锈钢贸易格局 千吨



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 6: 亚洲不锈钢贸易格局 千吨



数据来源: Wind 华泰期货研究所

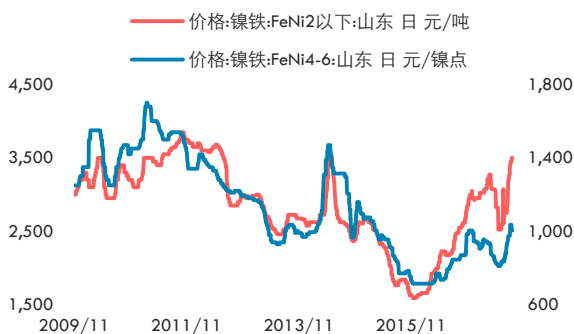
暂时, 虽然欧洲还未对印尼不锈钢采取反倾销措施, 但是, 一旦印尼对欧洲进行出口, 不排除反倾销很快到来, 因此, 对于亚洲市场的出口就成为选择。但是, 对于印尼不锈钢产业而言, 出口不锈钢必然会面临和其他国家的贸易摩擦。印尼青山能否走成功将对后续不锈钢产能起到示范作用。

### 三、镍铁和精炼镍长周期价格关系

从镍铁的历史走势来看, 2010 年是镍铁价格的高点, 最高价格大约为 1650 元/镍, 而同期精炼镍价在 22 万元/吨附近; 2017 年以来的高点, 镍铁在 1035 元/镍, 是其历史高点的 62.7%。

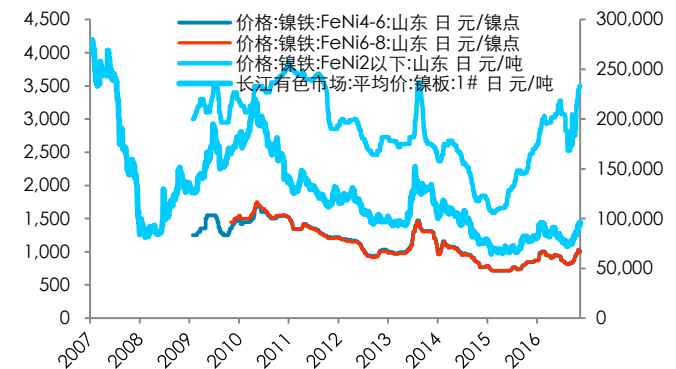
而精炼镍价格最高为 9.6 万元/吨左右, 是同期历史高点的 43.6%。

图 7: 镍铁价格 元/镍



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 8: 镍铁和精炼镍关系 元/镍, 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究所

#### 四、进口利润和进口的关系

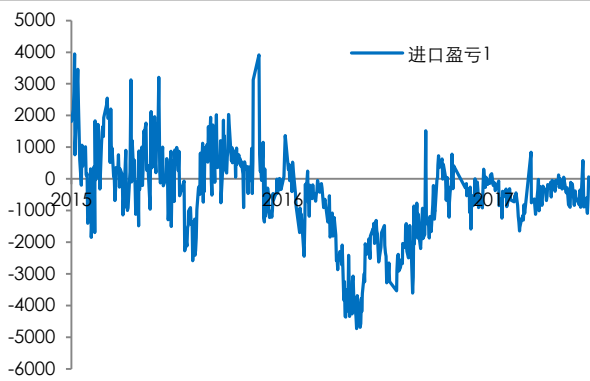
从进口盈亏关系来看，精炼镍进口直接和盈亏相关，2015年精炼镍进口膨胀阶段的直接原因是因中国镍期货上市之初，造成逼仓现象，使得进口盈利大幅度上升所致，而随着2016年精炼镍进口亏损，精炼镍进口便随后急剧萎缩，精炼镍进口直接和进口盈亏相关，并且进口盈亏是精炼镍进口的领先指标。

不过，镍进口盈亏和镍铁进口关系不大，主要原因在于，镍铁进口主要取决于印尼镍铁，因还处于产能投放期，因此，即便盈利很好，但是受到产能限制，也无法进口。

另外，一方面，印尼投资镍铁产能大多有对应的矿山，因此，绝对价格对于镍铁更为重要，也就是镍铁进口实际上取决于两个方面，一个是印尼镍铁产能，一个是绝对镍价的高低。

图 9： 精炼镍进口盈亏

元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究所

图 10： 进口盈亏和进口量关系



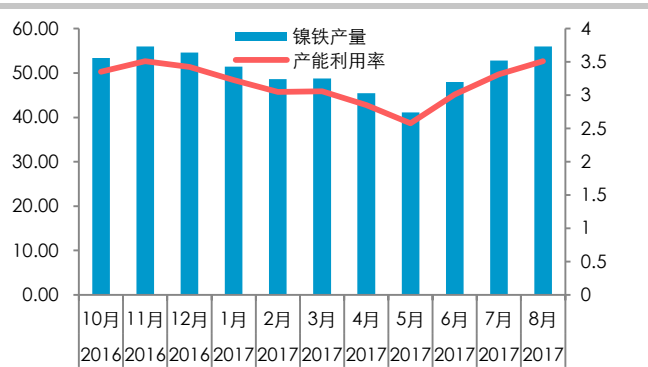
数据来源：Wind 华泰期货研究所

#### 五、供给侧改革在镍产业链相关影响

从整个镍产业链情况来看，不锈钢因属于钢铁行业，直接被纳入产能过剩行业管理，因此，其新增产能是受到限制的（具体可以参考我们此前报告，华泰期货专题报告：不锈钢产能现状和未来展望研究 20170818）。而镍产业链最上游，镍矿方面，国内镍矿极度缺乏，主要依赖进口，因此无法进行供给侧改革。精炼镍和镍铁冶炼环节，因此，精炼镍主要以金川为主，其他企业量有限，因此，也缺乏改革抓手。而镍铁冶炼行业，以民资为主，主要会受到环保影响，但是当前主流产能是以较为清洁的 KREF 法为主，因此，从产量数据来看，即便是在环保十分严格的 8 月份，虽然部分地区的确受到环保干扰，但是对于总量而言，受到的影响并不大。

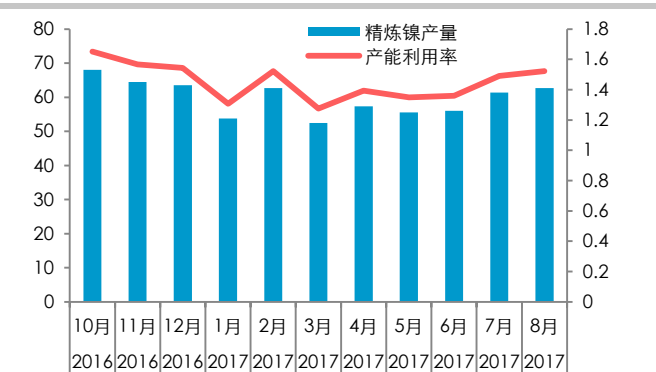
因此，整体来看，镍铁、不锈钢会受到供给侧改革影响，但不锈钢产能利用率不高，即便新增产能受到限制，弹性依然存在。而镍铁行业，环保影响有限，所以整体镍产业链受到供给侧影响并未超出预期。

图 11: 镍铁产量和产能利用率 万金属吨/月



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 12: 电解镍产量和产能利用率 万吨/月



数据来源: Wind 华泰期货研究所

## ● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2017版权所有。保留一切权利。

## ● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层，邮编510600

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)