



镍价格核心逻辑跟踪

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：结论

1. 在印尼当前的不锈钢产能格局之下，镍价大方向看涨不变，特别是四季度至明年一季度，预估镍铁供应较为紧张，镍价看涨不变。
2. 在印尼后续产能投放之后，镍价预估便比较低迷，国内 300 系不锈钢预估被挤压的较惨烈。
3. 新能源电池需求：预估可能对需求帮不上什么忙，因为印尼不锈钢产能投放带来对精炼镍需求的挤压或更快。

镍品种：交易逻辑

相关研究：

1. 精炼镍供应格局依然维持：因绝对镍价较低，无论是内外，精炼镍产量均难以增加，特别是俄罗斯镍，基本上呈现下降格局。
2. 镍铁、镍矿：四季度和 2018 年一季度，菲律宾镍矿供应影响市场，从 1-9 月份进口来看，来自菲律宾的镍矿同比基本上没有增加。不过印尼镍矿有一定增加，但是也只是一定程度上弥补菲律宾雨季影响。
3. 不锈钢行业：国内不锈钢行业受到比较大的威胁，主要是来自印尼不锈钢的冲击，因成本相差较大，国内不锈钢行业面临挑战。

交易逻辑：

前言：

精炼镍自身供应和需求呈现一定的矛盾，主要是长期的低镍价导致精炼镍产能基本上没有扩张，并且产量也有一定的收缩。

而需求方面，短期没有太大的风险，而未来两年以后的核心风险在于印尼不锈钢产能的投放，这会极大的压缩国内不锈钢市场的空间，从而减少对精炼镍的需求。

主要逻辑是：

- 1、精炼镍供应格局依然维持：因绝对镍价较低，无论是内外，精炼镍产量均难以增加，特别是俄罗斯镍，基本上呈现下降格局。
- 2、镍铁、镍矿：四季度和2018年一季度，菲律宾镍矿供应影响市场，从1-9月份进口来看，来自菲律宾的镍矿同比基本上没有增加。不过印尼镍矿有一定增加，但是也只是一定程度上弥补菲律宾雨季影响。
- 3、不锈钢行业：国内不锈钢行业受到比较大的威胁，主要是来自印尼不锈钢的冲击，因成本相差较大，国内不锈钢行业面临挑战。

一、供应展望难有增加，精炼镍供应格局依然维持

表格 1：全球主要精炼镍生产企业

	嘉能可	俄镍	必和必拓	淡水河谷	S.TO
2015	9	23	9	29	8
2016	11.5	22	8	31	8
2017f	12	22	8.5	32-33	8.6
	英美资源	South32	埃赫曼	第一量子	Antam
2015	3	4	5	3.55	1.7
2016	5	4	5.5	2.3	2.8
2017f	5	4	6	2.3	2.8

资料来源：华泰期货研究所

精炼镍生产企业主要是传统的生产企业，后期产能增量比较有限；另外，由于无论是硫化镍矿还是红土镍矿，高品位矿比较稀少，而要从红土镍矿提炼精炼镍，需要投入成本比较高，这些需要高镍价刺激。

从1-10月份跟踪的情况来看，全球精炼镍供应格局依然维持，另外，从对俄镍的进口来看，俄罗斯镍产量有明显下降，全球精炼镍供应当前价格下依然难有增量。

图 1：全球精炼镍库存 单位：吨



数据来源：Wind 华泰期货研究所

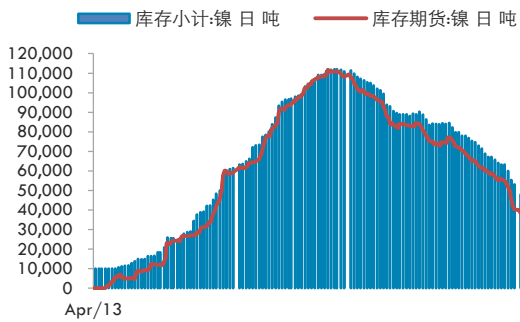
图 2：LME 镍库存 单位：吨



数据来源：Wind 华泰期货研究所

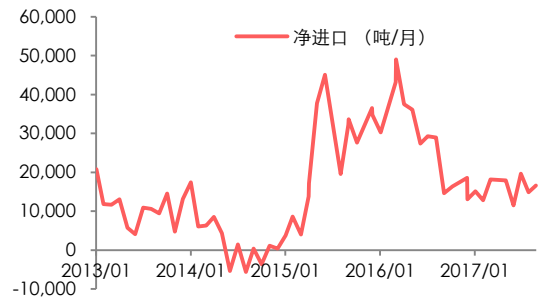
整体上，在 2015 年 12 月至 2016 年 1 月份镍库存的增加，我们认为已经将此前市场的隐形库存充分调动，当前留在社会的库存或不是很多了。截至 10 月份，我们依然维持这样的判断。

图 3: 中国精炼镍库存 单位: 吨



数据来源: Wind 华泰期货研究所

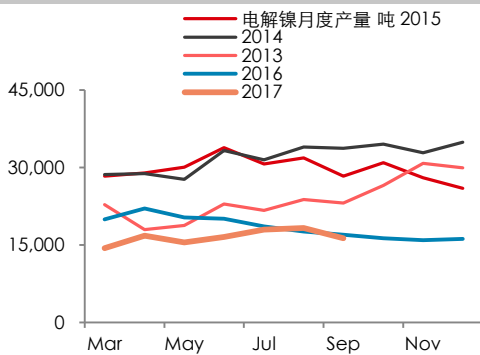
图 4: 中国精炼镍净进口 单位: 吨



数据来源: Wind 华泰期货研究所

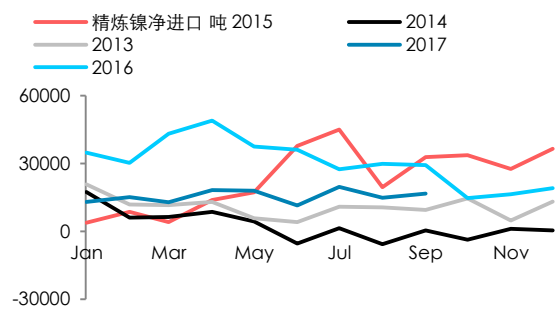
另外，从 9 月份中国精炼镍净进口来看，环比增加比较有限，而 9 月份进口盈利窗口基本上持续打开，但是却无法刺激更多的进口，显示国外可销售精炼镍板库存量已经十分有限。

图 5: 中国精炼镍产量 单位: 吨



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 6: 中国精炼镍进口 单位: 吨

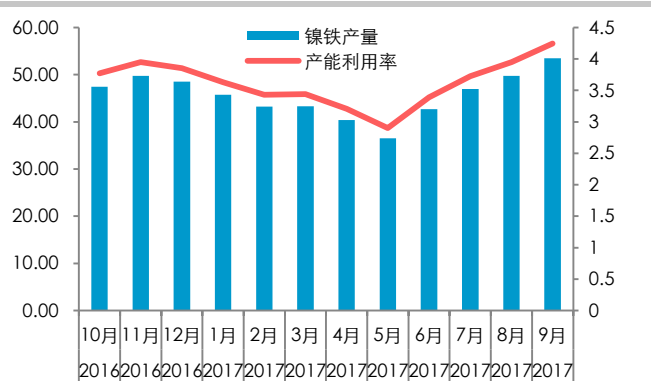


数据来源: Wind 华泰期货研究所

二、镍铁、镍矿未来两个季度或维持强势：

国内镍铁产量9月份虽然环比有一定回升，但预估11月份随着环保的影响，产量可能会受影响；但是当前镍铁产能利用率依然不是很高，实际潜能仍然存在，不过这需要相对较好的价格。整个10月份，因在预期的推动之下，镍铁相对整个镍产业链，比较强势。

图7：中国镍铁产量和产能利用率 单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究所

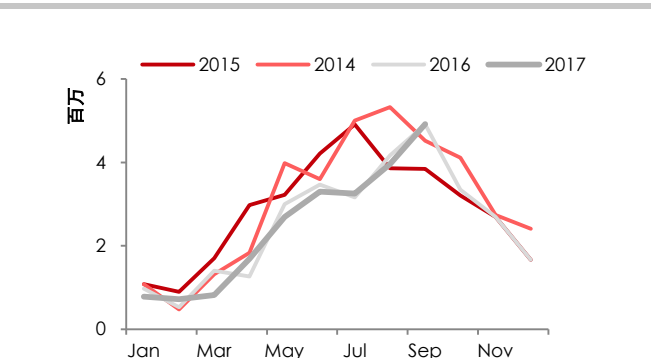
图8：中国镍铁冶炼毛利润 单位：元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究所

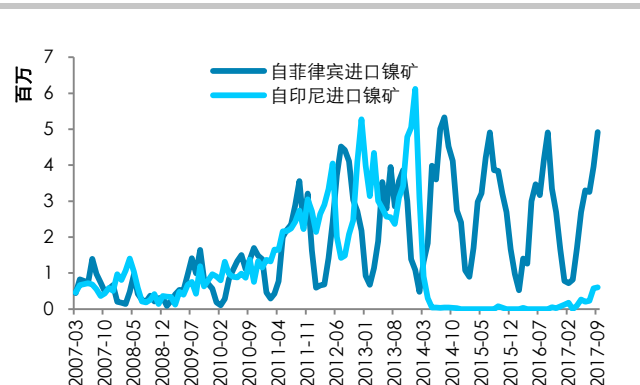
而镍矿方面，9月份进口量环比再度增加，不过相对去年同期增量不算太高，并且来自菲律宾的镍矿进口基本上和去年同期持平，增量主要是印尼镍矿的进口。但是，从环比数据来看，自印尼的进口稳定在60万吨/月。

图9：中国自菲律宾镍矿进口 单位：百万吨



数据来源：Wind 华泰期货研究所

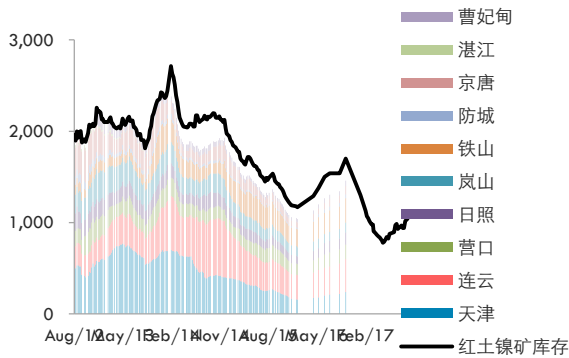
图10：中国自印尼镍矿进口 单位：百万吨



数据来源：Wind 华泰期货研究所

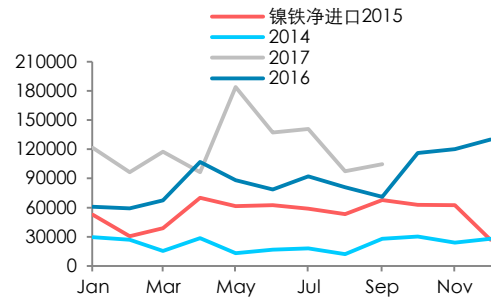
但由于印尼镍矿出口配额继续增加，因此未来来自印尼的镍矿进口依然呈现增加格局，但是预估因镍矿出口企业需要准备时间，因此未来几个月出口或以平稳为主。

图 11: 中国镍矿港口库存 单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 12: 中国自印尼镍矿进口 单位: 吨



数据来源: Wind 华泰期货研究所

由于国内港口库存自 9 月份以来的增量折合镍铁产量大约三周左右; 而因 9 月份国内镍铁产量较高, 因此尽管 9 月镍矿进口环比有较大增量, 但富余量也仅仅两周的镍铁产量, 因此, 目前的弹性库存仅仅 5 周左右的量, 因此, 是无法应对菲律宾雨季的影响。

此外, 如果山东环保严格执行, 则被迫需要其他地区产能, 因此会使得库存和生产之间更容易出现错配行为。

三、不锈钢行业遭遇挑战, 长期来看生死攸关

自 9 月份印尼不锈钢返销国内市场之后, 以其低廉的成本对国内不锈钢市场造成重大的冲击, 而随着二期项目的投产, 目前印尼不锈钢产能已经高达 200 万吨, 并且印尼一体化的优势引发其他企业效仿, 预期不锈钢产能已经高达 600 万吨以上。

表格 2: 印尼不锈钢产能计划

Sulawesi Mining Investment	30 万吨冶炼厂/100 万吨不锈钢	2016
印尼青山不锈钢	100 万吨(一期已经投产)	2016
印尼青山不锈钢	100 万吨 (二期项目)	2017
德龙公司	300 万吨	2019
安塔姆 (PT ANTAM)	Haltim 镍铁扩展 1.5 万金属吨支撑 不锈钢发展	2018 年以后

Indoferro 公司	200 万吨不锈钢（粗钢）	经营不善
德龙控股&青山	350 万吨（钢铁+不锈钢）	签署协议

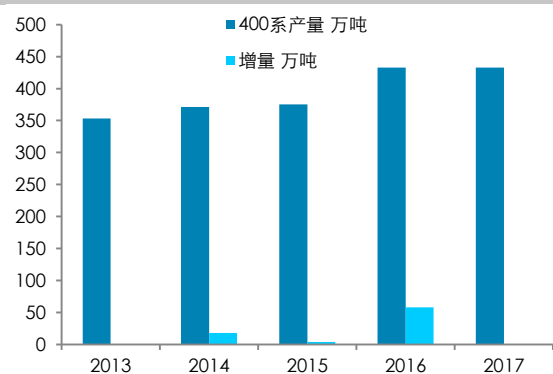
资料来源：华泰期货研究所

印尼一体化不锈钢的优势，主要体现在两个方面，一个是印尼镍矿资源的丰富，导致镍铁成本较低；另外一个则是印尼能源丰富，自备电厂现金成本较低。

而国内企业想要降低成本，目前也只能从这两方面着手，当前，国内市场不锈钢竞争局面已经形成印尼一体化不锈钢，对战菲律宾镍矿—国内镍铁—国内不锈钢的局面，本质上是镍矿资源和能源的竞争。由于国内产业链链条较长，并且在环保的大格局下，自备电厂似乎可行性不高，剩余的只能批命的挤压镍矿价格，但这明显的有一个度，不过，目前不锈钢产能是生死攸关，如果国内不锈钢产能竞争落败，菲律宾镍矿也基本上失去了市场，因此，挤压镍矿是有可能的。

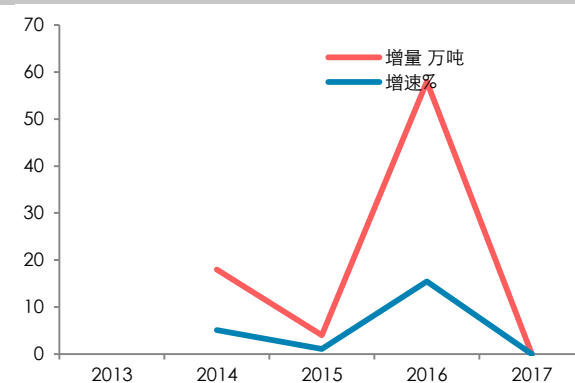
另外，据传言，部分不锈钢厂已经放弃抵抗，着手转产，比如向 400 系进军，而 400 系原本江湖风平浪静，不过，从一些转产的形式来看，未来 400 系列或迎来比较大的增量。但是从过往 400 系的吸纳能力来看，消费增长率比较有限，难以吸纳新的增量。

图 13： 中国 400 系不锈钢产量和增量 单位：万吨



数据来源：Wind 华泰期货研究所

图 14： 400 系增量和增速 单位：万吨，%



数据来源：Wind 华泰期货研究所

之所以关注印尼不锈钢，主要原因在于印尼镍矿品位相对较高，因此镍铁改进之后，品位较高，可以直接生产不锈钢，而对精炼镍需求较弱，但是国内镍铁品位整体偏低，对精炼镍需求大，因此如果国内产能被挤压之后，对于精炼镍的需求会降低。

不过，暂时印尼只有 200 万吨产能，而青山在国内的产能也不低，因此，自然会平衡销量和盈利之间的关系，所以，并不是很担心当前的产能格局，但是从未来发展趋势来看，印尼不锈钢的竞争优势太过明显，国内 300 系列不锈钢基本上已经很难发展了。这意味着，此前千辛万苦置换的不锈钢产能，或从事 400 系不锈钢生产，或转成其他，或这放弃，而 400 系不锈钢是几乎不含镍的。

即，国内不锈钢产能增量可能真的要到头了。未来的需求增量，或依靠印尼不锈钢补充。不过，在最终竞争没有分出胜负之前，任何判断都需要谨慎。

四、综合结论

- 1、在印尼当前的不锈钢产能格局之下，镍价大方向看涨不变，特别是四季度至明年一季度，预估镍铁供应较为紧张，镍价看涨不变。
- 2、在印尼后续产能投放之后，镍价预估便比较低迷，国内 300 系不锈钢预估被挤压的较惨烈。
- 3、新能源汽车需求：预估可能对需求帮不上什么忙，因为印尼不锈钢产能投放的或更快。

● 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