

镍价上行抬升成本重心，不锈钢价格短期偏强运行

报告摘要：

近期不锈钢期货价格持续上涨，但其自身供需表现一般，主要受益于镍价大涨之后的低估值牵引和仓单隐忧下的资金推动。

目前精炼镍对镍铁升水高达十年峰值，因而导致不锈钢相对估值偏低，加之不锈钢期货仓单水平偏低，后期仓单注册可能受春节假期影响，2月合约或存在交割隐忧。

但不锈钢自身供需并没有太过乐观，中线新增产能压力偏大，近期现货价格跟涨力度偏弱，基差处于上市后的下边界，过度追高亦需谨慎。

304 不锈钢策略：单边：谨慎偏多。短期不锈钢期货价格仍将继续跟随镍价反弹，在镍价带来的低估值牵引作用下，不锈钢期货价格做多安全性高于做空，以谨慎偏多思路对待。不过因不锈钢自身供需的驱动力不足，亦不宜过度追势。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 新能源&有色金属组

研究员

陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号：F3080232

投资咨询号：Z0016047

师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号：F3046665

投资咨询号：Z0014806

付志文

☎ 020-83901026

✉ fuzhiwen@htfc.com

从业资格号：F3013713

投资咨询号：Z0014433

联系人

穆浅若

✉ muqianruo@htfc.com

从业资格号：F03087416

不锈钢相对镍价低估值

近期不锈钢期货价格持续上涨，但其自身供需表现一般，主要受益于镍价大涨之后的低估值牵引和仓单隐忧下的资金推动。

目前精炼镍对镍铁升水高达十年峰值，因而导致不锈钢相对估值偏低。

图 1：电解镍对高镍铁折算纯镍溢价 单位：元/吨



数据来源：华泰期货研究院

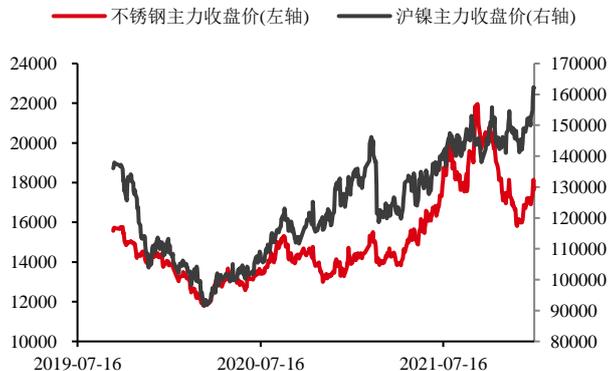
图 2：304 不锈钢主流生产利润 单位：%



数据来源：SMM 华泰期货研究院

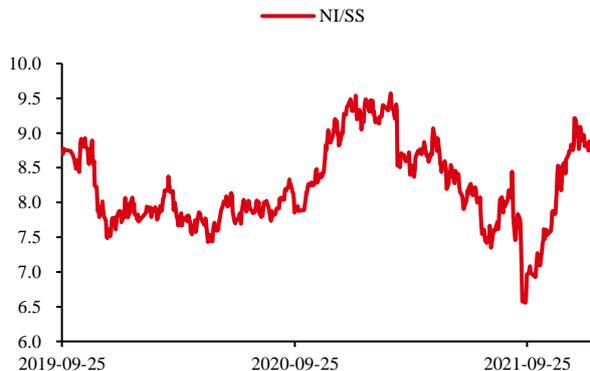
近期因镍价大幅上涨，但镍铁价格却受累于不锈钢利润不佳而表现偏弱，精炼镍与镍铁价差持续扩大，临近十年峰值。虽然近期不锈钢价格反弹后，利润状况有所好转，但依然处于偏低水平，因而不锈钢价格相对于镍价而言估值偏低，镍价对不锈钢价格具有估值牵引的作用。

图 3：沪镍与不锈钢期货价格 单位：元/吨



数据来源：SHFE 华泰期货研究院

图 4：镍与不锈钢期货比值 单位：无



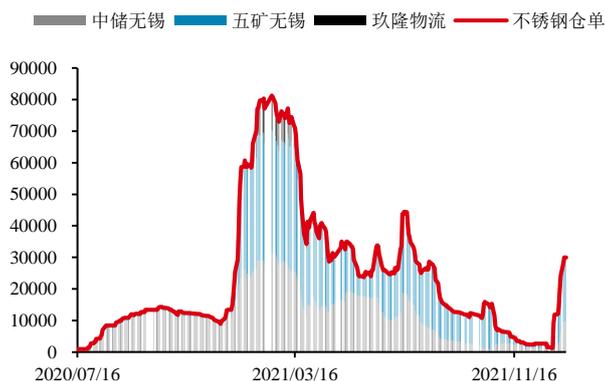
数据来源：SHFE 华泰期货研究院

因镍基本面较强，镍价持续拉升之后，镍/不锈钢比值接近上市后的峰值，不锈钢价格亦跟随镍价上行。

不锈钢仓单水平相对偏低

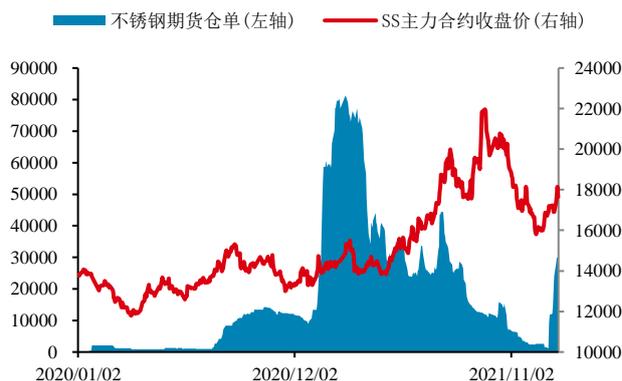
2021 年底不锈钢期货仓单持续下滑，最低降至 1222 吨，接近不锈钢期货上市后的最低值，虽然后期仓单逐步回升，但相对于 2 月合约持仓而言，依然不足。因 1 月下旬和 2 月上旬不锈钢仓单制作受到春节假期影响，2 月合约的仓单制作时间相对较短，以目前 5 万手以上的持仓而言（对应 25 万吨），现有仓单水平依然相对偏低。

图 5：不锈钢期货仓单 单位：吨



数据来源：SHFE Wind 华泰期货研究院

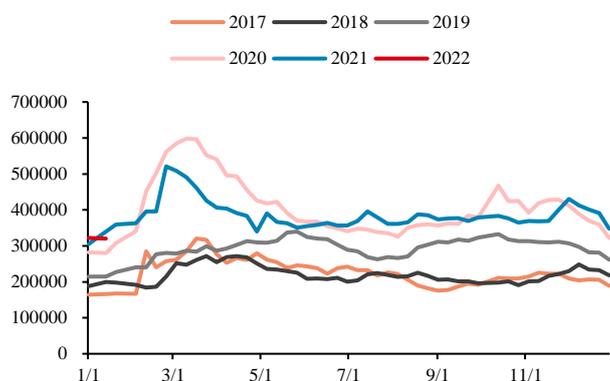
图 6：不锈钢期货仓单与价格 单位：吨、元/吨



数据来源：SHFE Wind 华泰期货研究院

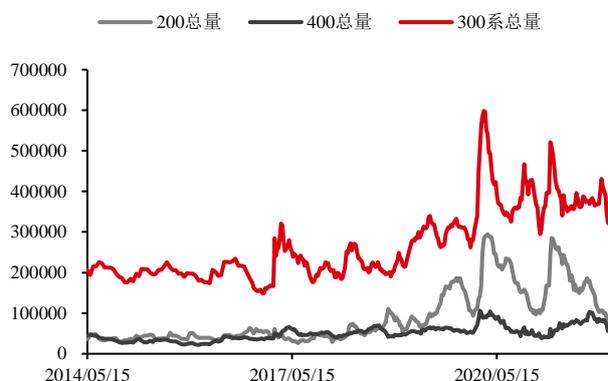
300 系不锈钢社会库存环比逐步下滑，去除统计口径变化和钢厂库存前置因素影响，目前不锈钢社会库存处于中游稍偏低的水平。不过随着春节假期临近，不锈钢库存可能会迎来季节性的累库。

图 7：中国 300 系不锈钢社会库存 单位：吨



数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

图 8：中国不锈钢各系列库存 单位：吨



数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

基差持续收窄

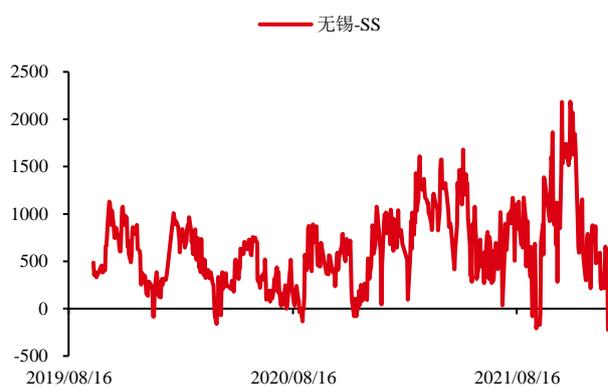
因近期不锈钢价格上行主要动力来自于期货端的牵引，不锈钢现货价格上涨幅度相对偏弱，不锈钢基差持续下滑至上市后的下边界，甚至一度处于负值状态。304 不锈钢基差持续收窄，一定程度上对不锈钢期货价格上涨形成抑制作用。

图 9：304 不锈钢冷轧期货与现货价格 单位：元/吨



数据来源：华泰期货研究院

图 10：不锈钢基差 单位：元/吨



数据来源：华泰期货研究院

不锈钢中线新增产能压力偏大

虽然受春节影响，不锈钢厂将陆续安排减产检修，但春节期间不锈钢消费亦处于传统消费淡季，后期不锈钢或进入供需两淡格局。

不锈钢中线新增产能压力依然较大，部分新增产能可能在一季度陆续投产，短期国内主要关注江苏德龙二期和山东鑫海新增产能，印尼则关注印尼象屿（德龙）和印尼青山的新增

产能。

表格 1: 中国不锈钢新增产能计划 单位: 万吨

不锈钢企业	炼钢产能 (万吨)	系列	投产时间
云南天高	60	200/300 系	2020 年 5 月已复产
罡宸不锈钢 (原西南不锈)	60	200/300 系	2020 年 7 月复产
临沂钢铁投资集团一期	70	200/300 系	2020 年 11 月已投
宝钢德盛	135	400 系	2021 年 7 月投产
江苏众拓	42	300 系	2022 年
江苏德龙二期	135	300 系	2022 年
山东鑫海	46	300 系	2022 年
山东盛阳金汇	50	300 系	2022 年
内蒙古明拓	80	400 系	2022 年
德龙溧阳	276	300 系	2022 年
内蒙古奈曼经安	126	200/300 系	2022 年或以后
内蒙古上泰实业	30	300 系	2023 年或以后
柳钢集团	146	200/300 系	2023 年或以后
宝钢德盛	135	200/300/400 系	2023 年或以后
临沂钢铁投资集团二期	170	200/300 系	2023 年或以后
太钢不锈	100	400 系	2023 年或以后
山东鑫海	154	300 系	待定
青山广东阳江	300	300 系	待定
青山广东阳江	100	400 系	待定
2022 年计划汇总	755		
已规划待投总计	1890		

资料来源: 新闻整理 华泰期货研究院

表格 2：印尼不锈钢计划产能 单位：万吨

不锈钢企业	投产产能 (万吨)	备注	投产时间
印尼青山	300	300 系	已全部投产
印尼象屿 (德龙)	100	300 系	2020 年已投
印尼象屿 (德龙)	200	300 系	2021 年已投
印尼象屿 (德龙)	100	300 系	2022 年待投
印尼青山	100	300 系	2022 年待投
宁波力勤	300	300 系	待定
总计	1100		

资料来源：华泰期货研究院

不锈钢价格谨慎偏多思路对待

近期不锈钢期货价格持续上涨，但其自身供需表现一般，主要受益于镍价大涨之后的低估值牵引和仓单隐忧下的资金推动。

目前精炼镍对镍铁升水高达十年峰值，因而导致不锈钢相对估值偏低，加之不锈钢期货仓单水平偏低，后期仓单注册可能受春节假期影响，2 月合约或存在交割隐忧。

但不锈钢自身供需并没有太过乐观，中线新增产能压力偏大，近期现货价格跟涨力度偏弱，基差处于上市后的下边界，过度追高亦需谨慎。

因此短期不锈钢期货价格仍将继续跟随镍价反弹，在镍价带来的低估值牵引作用下，不锈钢期货价格做多安全性高于做空，以谨慎偏多思路对待。不过因不锈钢自身供需的驱动力不足，亦不宜过度追势。

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com