

吴华松

CFA, 高级研究员

期货执业证书编号 F0254840

wuhs@dxqh.net

2015 年镍供需或逐渐偏紧，

低库存背后或存做多机会

要点概述:

镍矿、镍铁、不锈钢的产业链来看，上游供应依旧偏紧，镍铁处于两者之中起到了缓冲带的作用。上游镍矿去库存并未明显影响到不锈钢价格。原因是，第一，部分镍铁进口替代缓解了供应的减少，第二，镍铁的产量大幅增加也导致不锈钢的原材料端并未影响不锈钢的价格，第三，LME 镍库存高企压制国际镍价。

预计 2015 年不锈钢产量增速接近 14%，大约对镍的需求在 8%-12%左右的增速。从目前的态势来看，镍矿供应减少今年很可能将开始向下游传导，一旦配合外盘镍库存减少，则价格恐明显出现反弹。

镍价方面，LME 镍价 13200 下方空间有限，建议背靠该点位做多为主，密切关注 LME 镍库存的变化情况、以及升贴水。国内镍价 100000 元/吨以下空间也相对有限，建议可轻仓采取左侧交易，待国内二季度不锈钢采购明显复苏、及 LME 镍库存情况出现好转好，再布局右侧仓位。

对于不锈钢采购企业来说，由于镍价偏上游，且去库存比较明显，再加上交割量将会锁定部分库存。预计镍价相比不锈钢价格将更加坚挺，可以采取在期货市场部分做多镍价的方式来锁定不锈钢的采购成本。

一、镍供需分析

2月镍矿价格弱势回落

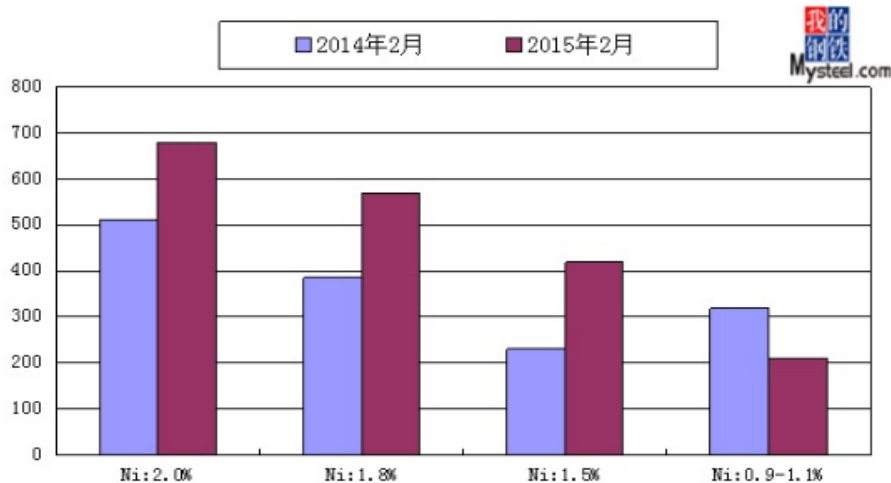
2月份镍矿价格弱势平稳，市场信心不足，工厂采购谨慎。而港口红土镍矿库存下降缓慢。同时，国内市场面临最盛大的假期——春节，市场人士关注市场“意向阑珊”，导致市场活跃度低。中品位镍矿市场供应充足，高品位镍矿市场未达反弹预期。

高镍矿：1.8%品位高镍矿价格弱稳，目前天津港1.8%镍矿现货价格为580-600元/吨，环比持平，同比上涨200元/吨。2.0%镍矿现货价格为680-700元/吨，同比增加160元/吨。

中镍矿：1.5%品位镍矿价格承压，矿工苦苦支撑，目前连云港现货价格为420-440元/吨。同比上涨180元/吨，环比持平。

低镍矿：镍0.9-1.1%、铁49%的镍矿现货价格主流报价210-230元/吨（日照港）。菲律宾雨季对低镍高铁有心理支撑，反而实际情况菲律宾不理想，同比下降110元/吨。

图1：2015年2月镍矿现货价格走势



来源：我的钢铁网, 东兴期货研发中心

我国电解镍产量继续稳定增长，1月进口大幅下滑

图2：我国电解镍产量累计值与累计同比

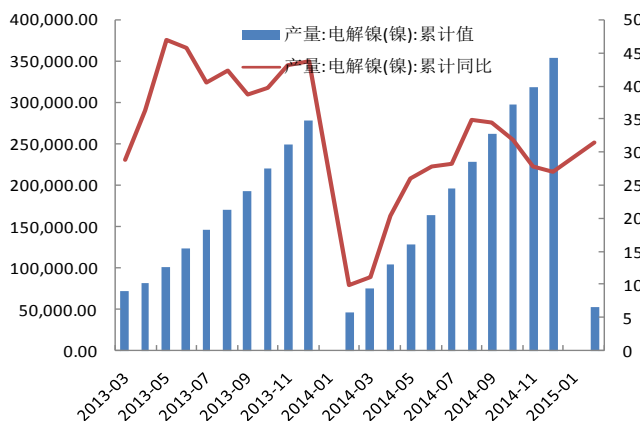
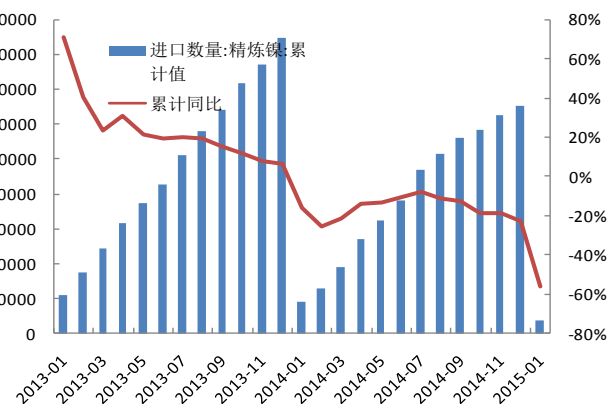


图3：我国电解镍进口累计值与累计同比



来源：Wind, 东兴期货研发中心

我国今年前2个月，累计生产电解镍5.365万吨，同比增加31.46%。2014年全年生产电解镍35.36万吨，同比增加近27%。精炼镍进口方面，2014年全年进口13.06万吨，同比下降22.9%。今年1月份精炼镍进口大幅减少至8007吨，较去年同期减少了近56%。

综合来看，精炼镍供应2014年为48.4216万吨，同比2013年的44.7926万吨，增加了近8.1%，增量约3.61万吨。

菲律宾进口替代印尼，1月镍矿进口同比继续下滑

2009年，印尼颁布《矿业法》，将于2014年1月12日起将全面禁止未经加工的65种原矿出口。其中，中国依赖较大的铝土矿和镍矿也在其中。根据要求，镍含量大于或等于6%的镍产品，印尼政府才允许出口。这就意味着中国镍生产企业必须在印尼建厂，将红土矿变成粗制镍产品（中镍铁、低冰镍），才可以运回国内。

自去年印尼禁止出口镍矿以来，我国自8月后基本没有从印尼进口过任何的镍矿，而菲律宾承担了很多进口的主要份额。相比之下，印尼的镍矿品味较高，而菲律宾大部分是红土镍矿，镍矿含量在0.8-1%之间。2014年全年来看，我国进口镍矿总计4772.42万吨，同比减少32.95%，其中菲律宾进口镍矿3640.47万吨，同比增加23.11%，印尼进口镍矿1064.09万吨，同比减少74.12%。我们按照全球镍矿平均含镍量0.97%计算，2014年镍矿进口折合镍金属含量为46.29万吨，2013年同期为69.04万吨，减少约22.75万吨的纯镍含量。

今年1月份，我国镍矿的进口也出现了大幅的下滑，1月单月进口量为115.3万吨，同比下滑了近84.14%，其中菲律宾进口镍矿当月为107.7万吨，同比下滑了0.37%。

图4：我国镍矿进口累计值与累计同比

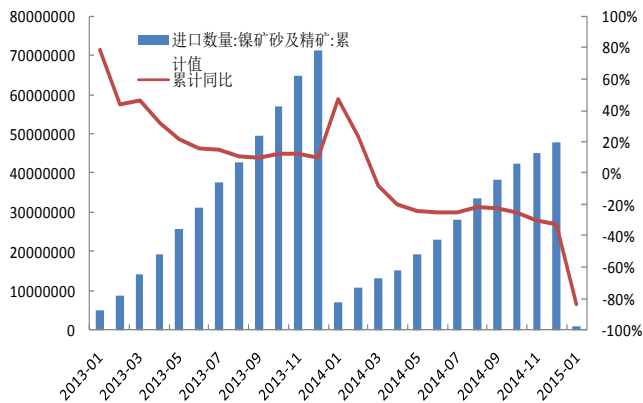


图5：我国镍矿进口累计值与累计同比（菲律宾）

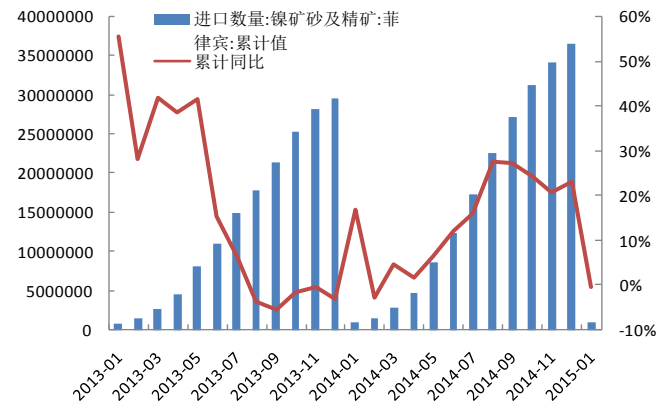


图6：我国镍矿进口累计值与累计同比（印尼）

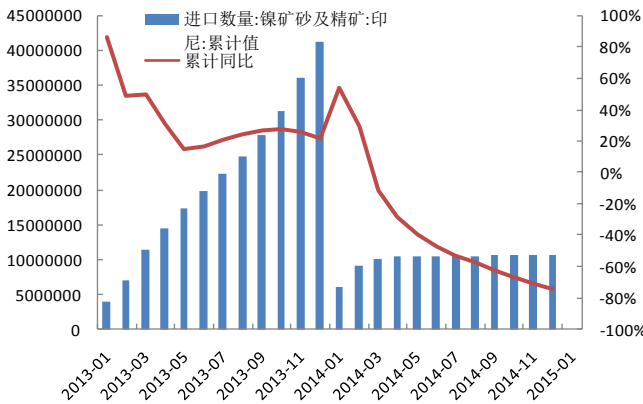
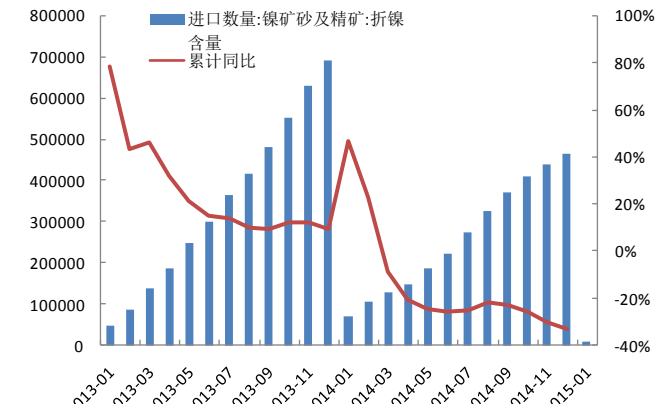


图7：我国镍矿进口折合镍量累计值与累计同比



来源：Wind, 东兴期货研发中心

镍铁进口大幅增加，缓解镍矿进口减少的影响

2014年，我国进口镍铁28.29万吨，同比增加45.19%。根据国际标准(ISO)，镍铁按含镍量分为FeNi20(15%~25%Ni)、FeNi30(25%~35%Ni)、FeNi40(35%~45%Ni)和FeNi50(45%~60%Ni)，所以进口镍矿含镍量较高，我们按35%的镍含量计算，进口镍铁增加的镍供应在3.08万吨左右。

图 8: 我国镍铁进口累计值与累计同比

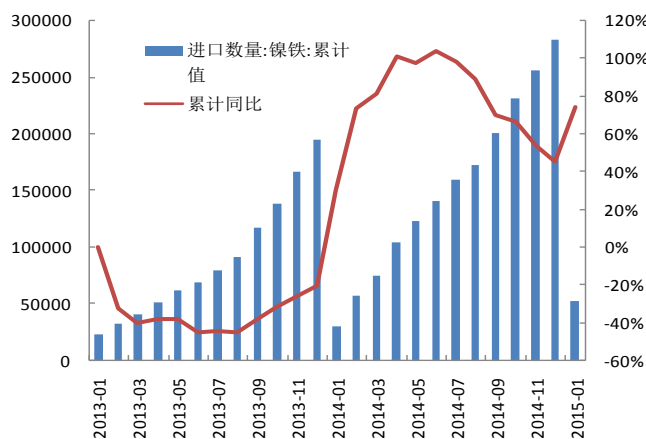
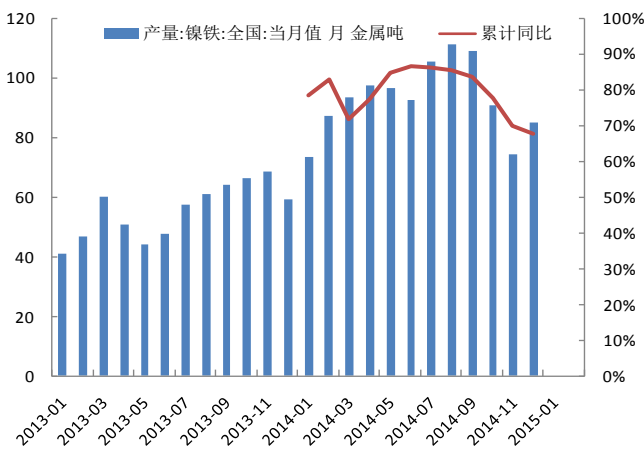


图 9: 我国镍铁产量累计及同比



来源: Wind, 东兴期货研发中心

LME 镍库存创新高，我国镍矿库存不断走低

尽管印尼限制了镍矿的出口，但镍价上涨后不久便走低，LME 镍价大幅走低是原因之一。截止 2015 年 3 月 24 日，LME 镍库存达 43.15 万吨，较 2014 年底的 41.3 万吨和 2013 年底的 26.16 万吨出现明显增加，说明印尼的政策并未影响到镍的整体供应水平。

国内库存方面，截止 2015 年 3 月 13 日，我国镍矿总库存为 1870 万吨，我国主要港口的红土镍矿库存存在 1700 万吨左右，较 2014 年底分别减少了 232 万吨和 275 万吨。2014 年整年库存也在下降过程中，港口镍矿、红土镍矿库存下滑了近 433 万吨和 445 万吨。我国镍铁生产企业产能充裕，但由于镍矿供应紧张，导致镍矿的价格相对下游坚挺。

图 10: LME 镍库存走势图

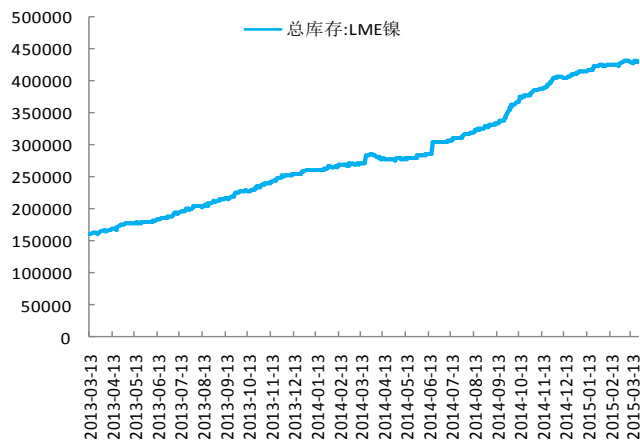
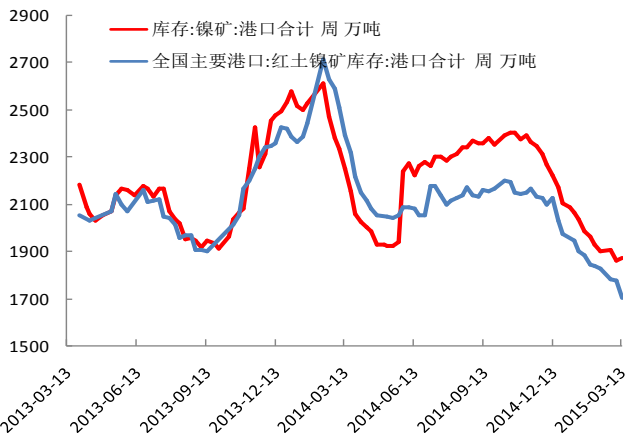


图 11: 我国镍矿库存与主要港口库存走势图



来源: Wind, 东兴期货研发中心

镍平衡表

综合安泰科的镍平衡表来看，2014 年我国精炼镍和镍铁进口折镍 23 万吨，国内镍铁、电解镍等产量折镍 68 万
 请务必阅读免责声明

吨，供应 91 万吨，相比 90 万吨的消费量略微过剩。

表 1: 镍平衡表

	2011	2012	2013	2014(f)	2015(f)
全球产量	159.9	174.5	194	199	199
全球消费量	159.1	164.8	177	192	205
供需平衡	0.8	9.7	17	7	-6
中国产量	44.4	55.9	70	68	61
中国消费量	65.5	73	83	90	95
价格 (美元/吨)	23100	17530	15083	17500	20000
价格 (万元/吨)	17.1	12.5	10.6	12.4	14.5

来源: 安泰科, 东兴期货研发中心

由于镍矿进口和精炼镍进口的减少, 2014 年镍铁的进口弥补了镍供应不足的影响, 并且国内港口镍矿也经历了去库存的过程。整体上镍的供应呈现为, 镍矿紧张、精炼镍平衡、镍铁充裕的现象。这导致镍铁生产企业利润偏低运行。

表 2: 镍进口供应

	2013	2014	同比	2015 (1)
精炼镍进口	16.94	13.06	-22.9%	0.8007
镍铁进口	19.49	28.29	45.15%	5.25
镍铁进口 (折镍)	6.82	9.90	45.15%	1.84
镍矿进口	7118.2	4772.4	-32.95%	115.33
镍矿进口 (折镍)	69.05	46.29	-32.95%	1.12
库存变化	+460	-440		-250
库存变化 (折镍)	+4.4	-4.4		-1.4
供应 (进口-库存)	88.41	73.65	-16.7%	5.16

来源: 东兴期货研发中心

二、不锈钢供需分析

2 月份不锈钢产量平稳，200 系产量明显减少

国内十家具有炼钢能力的钢厂（太钢、宝钢、张家港浦项、广州联众、酒钢、泰山钢铁、唐山钢铁、西南、东方振石、宝钢德盛、金汇），今年 2 月份产量数据统计显示环比减少 2.33%，首先 2 月受春节因素影响，下游基本处于停工状态，需求大幅萎缩，钢厂亦处于半开工状态，相应影响了产量。商家补货意愿亦较低，基本维持库存为主，少数有囤货行为，此举亦迫使钢厂减产，防止库存积压。分项数据来看，截止 2 月份，十大钢厂累计生产 200 系不锈钢 26.08 万吨，同比减少 43.54%，累计生产 300 系不锈钢 79.8 万吨，同比减少 4.95%，累计生产 400 系不锈钢 62.28 万吨，同比增加 21.59%。其中，2 月份 200 系不锈钢产量出现了明显的减少。

图 12: 十大钢厂 200 系不锈钢累计产量及累计同比

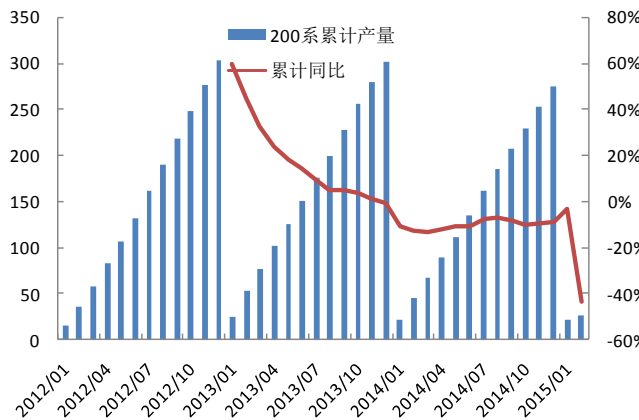


图 13: 十大钢厂 300 系不锈钢累计产量及累计同比

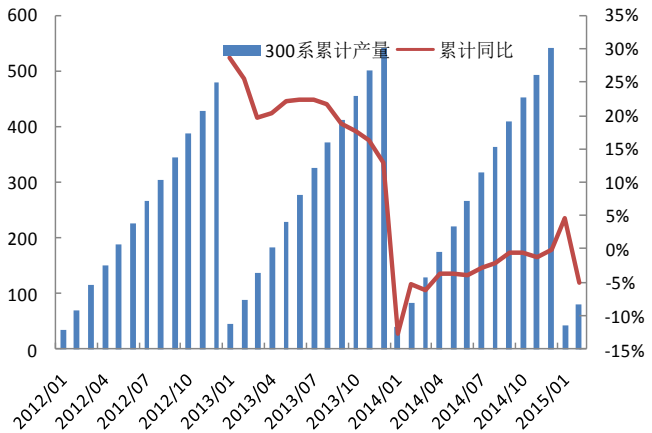


图 14: 十大钢厂 400 系不锈钢累计产量及累计同比

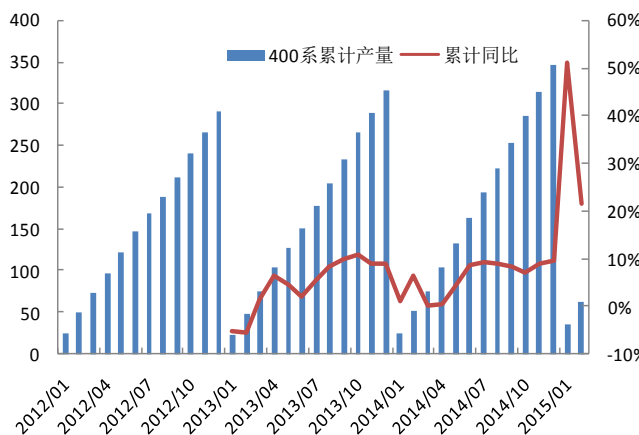
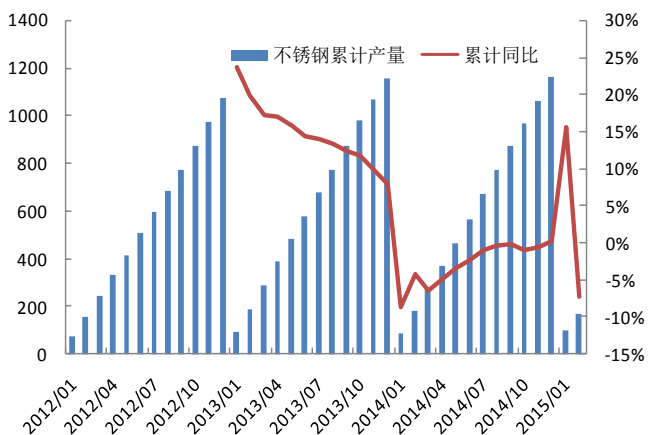


图 15: 十大钢厂不锈钢累计产量及累计同比



来源: Wind, 东兴期货研发中心

不锈钢进出口平稳运行

从海关总署公布的 1 月份进出口数据来算，我国不锈钢 1 月出口约 29.97 万吨，基本上持平于近 5 个月均值的 30.1 万吨，我国不锈钢 1 月进口约 6.5911 万吨，基本上也持平于 6.60 万吨的 5 个月均值水平。从趋势上看，最近半年我国的不锈钢进出口十分平稳，出口基本维持在 30 万吨上下，进口则基本维持在 6.6 万吨上下，整体变化并不大。

图 16: 不锈钢出口当月及环比

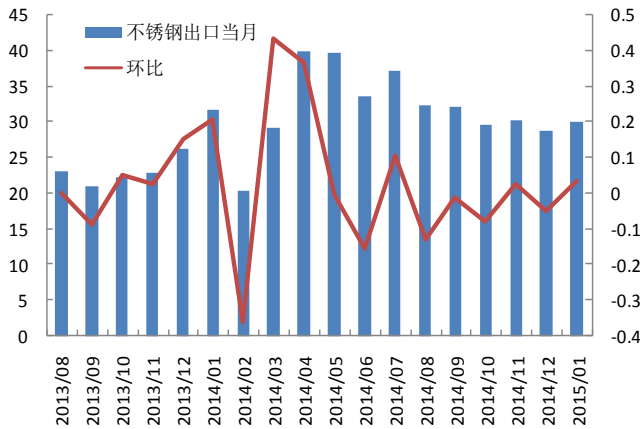
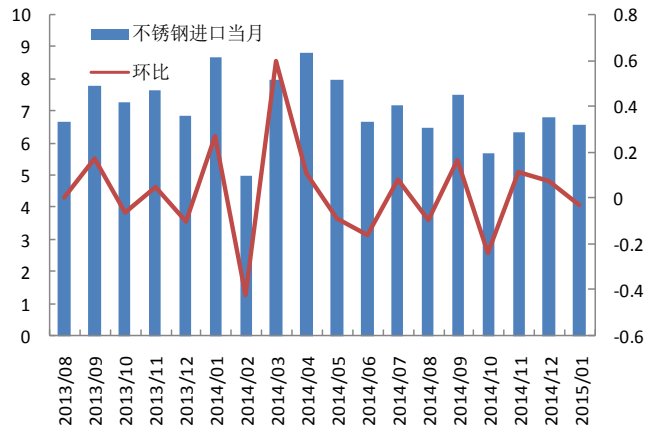


图 17: 不锈钢当月进口及环比



来源: Wind, 东兴期货研发中心

不锈钢日用制品产量维持稳健增速

国家统计局数据显示, 2015年1月~2月, 全国不锈钢日用制品累计完成产量同比增长14.51%, 增速较去年同期提高10.55个百分点。2015年1月~2月, 全国不锈钢日用制品累计完成产量主要集中在广东省、浙江省、天津市、重庆市、辽宁省、福建省、江苏省、湖北省、上海市、山东省等十地区。其中, 广东省完成全国68.46%的不锈钢日用制品, 累计完成产量同比增长20.29%。浙江和天津两地区位居第二和第三位, 但优势地位明显降低, 占比均不过10%。不锈钢日用制品产量大约占整体不锈钢消费的1/4。

图 18: 不锈钢日用制品累计值

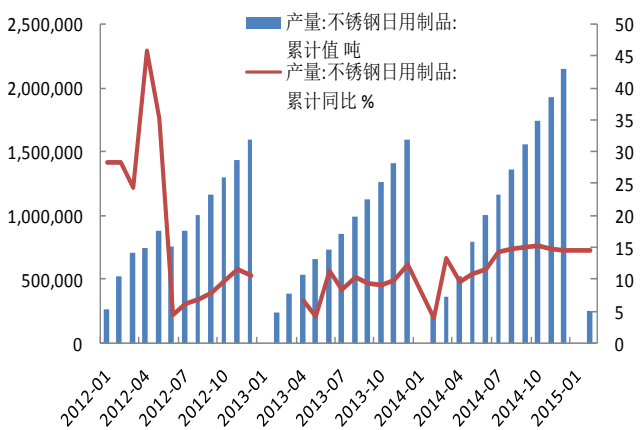
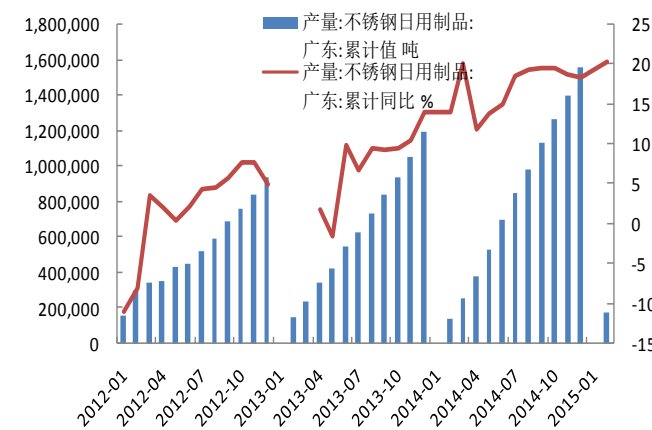


图 19: 广东不锈钢日用制品累计值



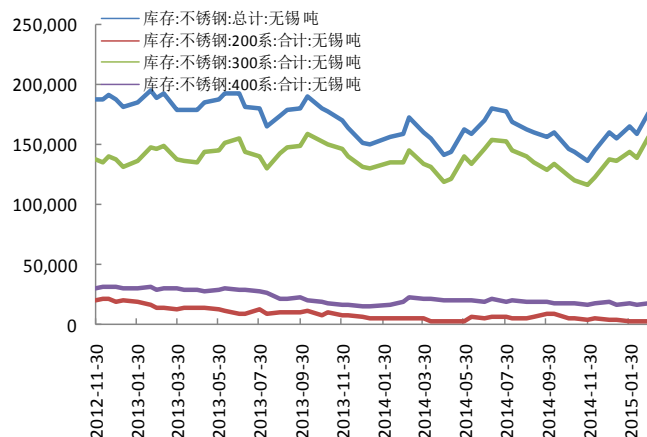
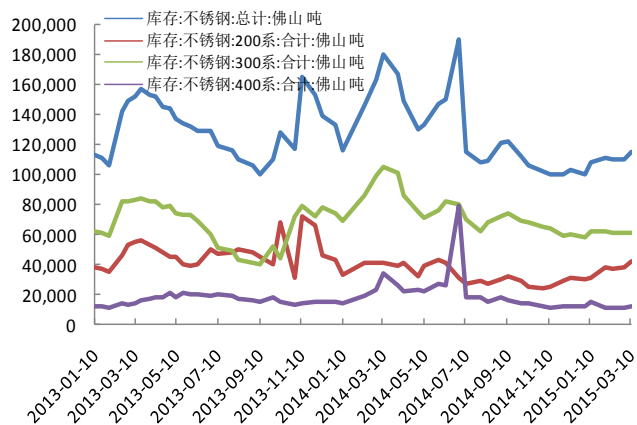
来源: Wind, 东兴期货研发中心

佛山与无锡库存出现分化, 节后料开始逐渐去库存

根据我的钢铁网统计, 截止3月10日, 佛山地区不锈钢库存约为11.44万吨, 较春节前略微增加5000吨, 处于历史相对低位水平。其中, 300系不锈钢库存为6.102万吨, 在去年12月以来一直在59-62万吨低位徘徊。相比之下, 无锡地区不锈钢库存自去年12月以来明显增加, 库存由去年11月30日的13.62万吨, 增加至目前的16.66万吨, 其中300系不锈钢是库存增加的主要原因。预计进入3月后, 随着企业逐渐恢复开工, 300系不锈钢库存将开始缓慢下降。

图 20: 佛山不锈钢库存情况

图 21: 无锡不锈钢库存情况



来源: Wind, 东兴期货研发中心

2014年不锈钢产量同比增加, 整体供应依然宽松

中国特钢企业协会不锈钢分会对2014年中国不锈钢粗钢生产、进出口、表观消费量的统计数据公布如下:

产量: 2014年我国不锈钢粗钢产量2169.2万吨, 同比增加270.8万吨, 增长14.27%。其中, Cr-Ni钢(300系)1086.5万吨, 同比增加109.4万吨, 增长11.20%, 所占份额为50.09%, 同比降低了1.38个百分点; Cr钢(400系)445.7万吨, 同比增加50.6万吨, 增长了12.82%, 所占份额为20.55%, 同比降低0.26个百分点; Cr-Mn钢(200系, 包括部分不符合国家标准的产品)637.0万吨, 同比增加了110.8万吨, 增长了21.05%, 所占份额为29.37%, 同比增加了1.64个百分点。

进出口: 进口不锈钢82.4万吨, 同比增加4.9万吨, 增长6.32%; 出口不锈钢385.0万吨, 同比增加119.7万吨, 增长45.12%。

表观消费量: 不锈钢表观消费量1606.3万吨, 同比增加123.9万吨, 增长8.36%。

表 3: 特钢协会和我的钢铁网不锈钢产量数据对比

产量	特钢企业协会 (万吨)				我的钢铁网: 十大钢厂 (万吨)			
	200系	300系	400系	总	200系	300系	400系	总
2013	526.2	977.1	395.1	1898.4	301.39	540.31	316.32	1158.0
2014	637.0	1086.5	445.7	2169.2	273.99	540.14	346.07	1160.2
同比	21.05%	11.2%	12.82%	14.27%	-9.09%	-0.03%	9.41%	0.19%

来源: 东兴期货研发中心

表 4: 特钢协会和我的钢铁网不锈钢进出口、库存数据对比

进口 (万吨)	特钢企业协会	我的钢铁网	出口 (万吨)	特钢企业协会	我的钢铁网	库存变化 (万吨)	无锡+佛山
2013	77.5	79.66	2013	265.3	268.65	2013	-2.2419
2014	82.4	85.20	2014	385	385.23	2014	-2.4868
同比	6.32%	6.95%	同比	45.12%	43.39%	同比	

来源: 东兴期货研发中心

由于不锈钢统计口径不一样，我们大概分析了我国特钢协会以及我的钢铁网调研的十大钢厂的数据。进出口两者基本是一致的。净出口需求大概在 2014 年增加了 115 万吨左右。相比之下，产量增量出现了较大差异。特钢协会数据表明我国不锈钢产量增速在 14.27%，而我的钢铁网十大钢厂数据显示总产量增量不大。分析原因，可能是由于样本差异导致的数据偏差。总的来看，特钢协会显示的不锈钢产量增速基本与不锈钢日用品的增速相匹配。所以，我们预计不锈钢整体产量增速预计在 14% 左右。如果按照 200 系 4% 的镍含量，300 系 8% 的镍含量计算，2014 年不锈钢消耗镍的整体水平在 112.4 万吨，较 2013 年的 99.22 万吨，增加了 13.3%。

目前国内镍矿处于低库存状态，镍铁产量偏高，不锈钢库存处于中性水平，我们认为一旦下游库存下降，则上游镍矿将更显紧张。镍 2015 年预计下行空间有限。主要的压力目前在外盘，因 LME 镍库存处于历史高位，一旦 LME 库存回落或激发国内镍价的上涨，进而带动价格走高。

三、镍与不锈钢价格判断与建议

镍与不锈钢价格高度相关

根据历史数据验证，我国不锈钢价格与镍价相关性在 0.7 以上。一般震荡阶段，两者相关性会变差，但一旦出现趋势上涨或下跌行情，相关性会明显走高。

图 22: 镍价与不锈钢 304 走势图

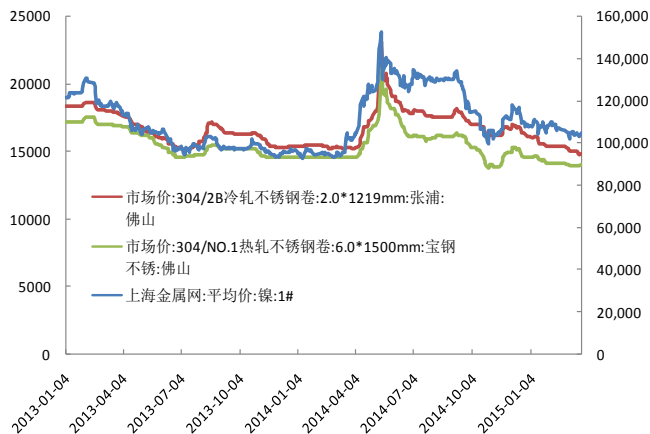
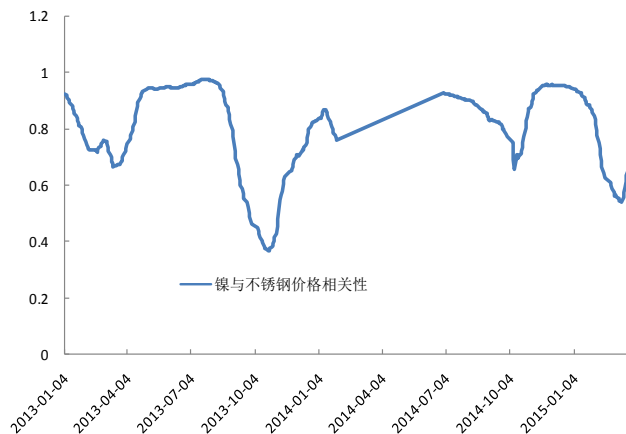


图 23: 镍与 304 不锈钢 90 天价格相关性走势图



来源: Wind, 东兴期货研发中心

镍供应减少，不锈钢增速继续维持

根据第一部分和第二部分的分析，镍矿、镍铁、不锈钢的产业链来看，上游供应依旧偏紧，镍铁处于两者之中起到了缓冲带的作用。上游镍矿去库存并未明显影响到不锈钢价格。原因是，第一，部分镍铁进口替代缓解了供应的减少，第二，镍铁的产量大幅增加也导致不锈钢的原材料端并未影响不锈钢的价格，第三，LME 镍库存高企压制国际镍价。

预计 2015 年不锈钢产量增速接近 14%，大约对镍的需求在 8%-12% 左右的增速。从目前的态势来看，镍矿供应减少今年很可能将开始向下游传导，一旦配合外盘镍库存减少，则价格恐明显出现反弹。

镍价方面，LME 镍价 13200 下方空间有限，建议背靠该点位做多为主，密切关注 LME 镍库存的变化情况、以及升贴水。我们认为镍价 100000 元/吨以下空间也相对有限，建议可轻仓采取左侧交易，待国内二季度不锈钢采购明显复苏、及 LME 镍库存情况出现好转好，再布局右侧仓位。

对于不锈钢采购企业来说，由于镍价偏上游，且去库存比较明显，再加上交割量将会锁定部分库存。预计镍价

相比不锈钢价格将更加坚挺，可以采取在期货市场部分做多镍价的方式来锁定不锈钢的采购成本。

风险因素

- 1、美元升值，导致有色金属板块下跌拖累外盘镍价下行。
- 2、国内一季度宏观数据尤其是制造业表现较差，恐影响不锈钢的需求增速。但受到政策预期支撑，二季度经济将有所好转。
- 3、印尼出口政策是限制低品位镍矿出口，一旦国际大型镍企开始在印尼加大镍矿的提炼，或导致供应问题暂时得到缓解。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。