



东兴期货
DONGXING FUTURES

期镍月报

商品研究报告

投资咨询部

黄晓倩

研究员

期货执业证书编号: F3012845

huangxq@dxqh.net

**镍市维持紧平衡，成本边界
加空风险偏大**

年内 SHIBOR 重心上移，5 月下旬一年期 SHIBOR 更是超过同期贷款基础利率，市场资金紧张，大宗商品价格承压下跌，期镍跌至近 1 年最低值。支撑镍价近半年的菲禁矿预期破灭，随着镍矿供应的恢复，期镍层层回落跌破电解镍企业以及镍铁企业的成本边界，致使市场供应收紧，供应缺口依靠进口弥补。前期激增的不锈钢产量导致市场库存高筑，施压不锈钢价格，导致厂家利润回吐，不锈钢厂进入检修期，一定程度上缓解供需矛盾。内忧外患的打击下，我们认为镍市维持紧平衡状态，镍价将维持弱势震荡的格局。下文我们将按照镍的产业链自上而下进行讨论。

图 1 SHIBOR 自 2016 年 12 月起持续走高

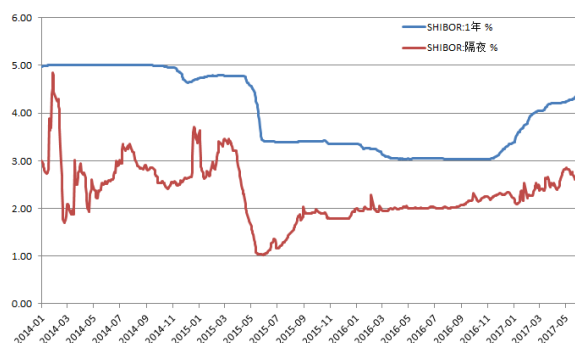


图 3 镍矿港口库存结束下降趋势，低位企稳

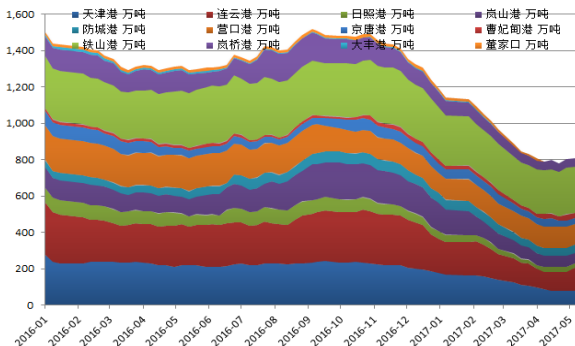
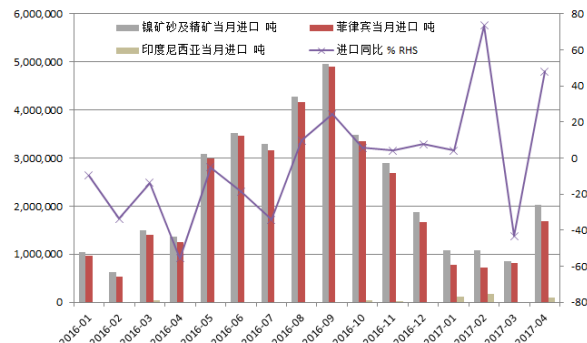


图 2 苏里高雨季结束，自菲进口镍矿激增推升镍矿进口增速



来源：Wind、东兴期货投资咨询部

镍矿进口稳步回升，镍矿供应渐宽松。闹得沸沸扬扬的菲律宾矿山停产事件随着 Lopez 下台而尘埃落定，叠加苏里高地区雨季结束，菲律宾镍矿生产恢复，出口船数已逐步恢复至往常水平。4 月，菲律宾镍矿离港镍矿船达 68 艘，较去年同期多出 7 艘，在装船数已经攀升至 153 艘，高于去年同期的 112 艘（因 3 月在装船数较去年同期翻了一番），而在装船只的增长意味着后期可离港船只的稳步回升——截止 5 月 19 日当周，5 月离港船数已达 53 艘，高于去年同期 47 艘的水平。然而对比 4 月镍矿船到港数量则出现 11 艘的降幅，从而导致截止 5 月 19 日当周，5 月前三周在装船数较去年同期减少 14 艘至 122 艘，这意味着 5 月下旬的离港船数的增速或放缓，但随着菲律宾镍矿政策的明朗化，镍矿供应的增加会推动到港船数的回升，从而离港船数接近旺季水平——月均离港 110 艘。受助于菲律宾镍矿供应的好转，4 月中国镍矿进口增长 47.96%至 202.50 万吨，其中自菲律宾进口镍矿占 83.41%达 168.90 万吨，同比增长 33.99%。此外，印尼镍矿出口政策的宽松，一定程度上缓解了近半年镍矿供应紧张的格局。2017 年 4 月，自印

尼进口镍矿 9.08 万吨，占当月镍矿总进口的 4.48%。我们认为，在菲镍矿供应旺季，从已有的菲镍矿船离港数据观察，5 月自菲律宾进口镍矿将占进口总额的 80%左右，进口量或达 300 万吨上方，而随着印尼矿商取得出口许可后装船的回升，自印尼进口的镍矿接近 15 万吨水平。

前期因镍矿进口不足而急剧回落的港口库存低位企稳。截止 5 月 27 日，镍矿港口库存降至 848 万湿吨，较 2016 年底下降 38.42%，较去年同期回落 34.47%。对比一季度，周均 46.6 万吨的降幅，目前镍矿港口库存降幅已经放缓至 7.88 万吨/周，这意味着镍矿进口的好转缓解了库存的下降压力，近期或维持在 850 万吨水平。值得注意的是，在目前的镍矿港口库存中，约 600 万吨的镍矿是 14 年之前高价进口的印尼产镍矿，对比当时相对偏高的进口价格，在目前的镍价水平，这批镍矿流入市场的可能性极低，即实际可用的镍矿库存仅占目前港口库存总量的 29.25%（248 万湿吨）。据统计，仅国内镍铁企业月均用镍矿 300-400 万吨，这意味着只有当月进口达到 200 万吨以上，才可保证国内镍铁企业与电解镍企业的正常生产，换言之，二季度镍矿月均进口量若按照我们的估计超过 300 万吨，那么矿端供应紧张的格局将扭转，镍矿港口库存将基本维持稳定，后期或进入补库周期。

图 4 高镍生铁产量回落拖累全国镍铁产量持续下滑

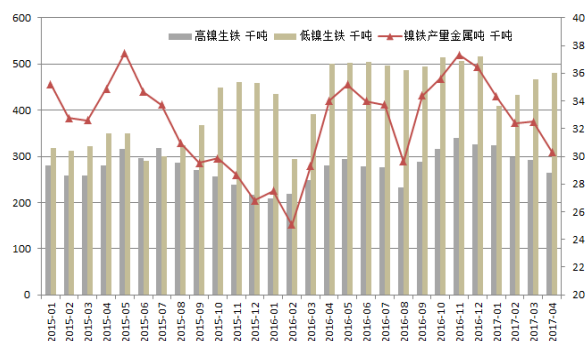
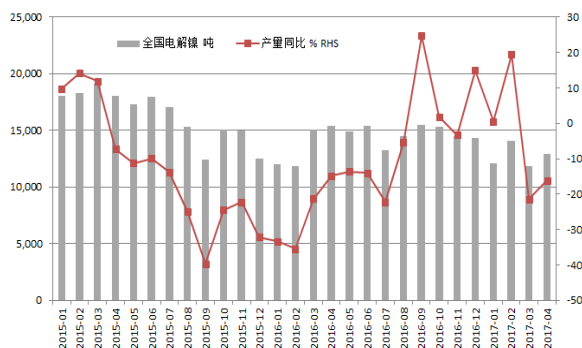


图 5 低镍生铁与高镍生铁利润两极分化



图 6 镍矿供应现宽松，电解镍产量小幅回升，但成本因素限制产量增速



来源：Wind、SMM、东兴期货投资咨询部

在原材料镍矿供应的提振下，中国电解镍产量增速小幅回升。4 月，电解镍产量同比增速由早前的下降 21.38%提高至下降 16.10%，为 1.29 万吨。从成本角度考虑，国内电解镍企业的生产成本在 7-8 万/吨，而国内拥有最大镍矿资源的金川集团亦只有 55%的自给率，这意味着电解镍企业的平均成本普遍接近 8 万/吨水平，而 4 月沪镍指数已经跌

破成本边界，5月更是始终位于8万/吨下方，意味着目前电解镍企业普遍亏损，我们认为5月电解镍产量仍将维持低速运行，约1.2-1.5万吨。

镍矿的另一消费端镍铁——产量却呈现下滑趋势。根据机构样本统计，4月全国镍铁总计产量为74.6万吨，同比回落5.48%，折算成金属吨后，产量仅为3.03万吨，同比回落10.91%。造成不同口径统计的镍铁产量两极分化的原因，我们归结如下：其一，镍矿进口品位较低，导致镍铁实际含镍量偏低。自菲律宾与印尼进口镍矿占总进口量的88%，而印尼镍矿为低品味矿，从自菲律宾进口的镍矿统计，4月共进口48艘矿船，其中20艘为低镍矿，27艘为中镍矿，只有1艘为高镍矿，这远低于去年同期（按顺序）的11、34以及11艘的水平，这意味着同样吨数的矿石中含镍量显著下降，即原材料品味的下滑导致生产同吨数镍铁含镍量的回落。其二，高镍生铁的生产成本倒挂，4月日均生产高镍生铁亏损38.3元/镍点，较2016年底亏损25.7元/镍点扩大了12.6元/镍点，从旁印证了高镍生铁产量回落的情况（2017年4月全国高镍生铁产量为26.45万吨，同比回落5.60%）。其三，尽管低镍生铁利润高企，但产量受到环保限审查而持续负增长，4月低镍生铁样本产量同比回落3.90%至48.1万吨。

图7 镍铁进口增速回落

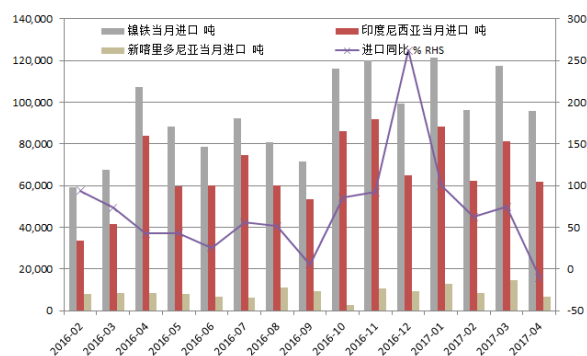


图9 全球显性镍库存维持在46万吨左右

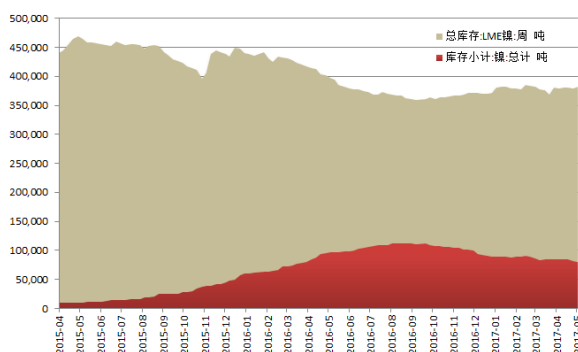


图8 电解镍进口自16年10月起维持月均不足2万吨水平

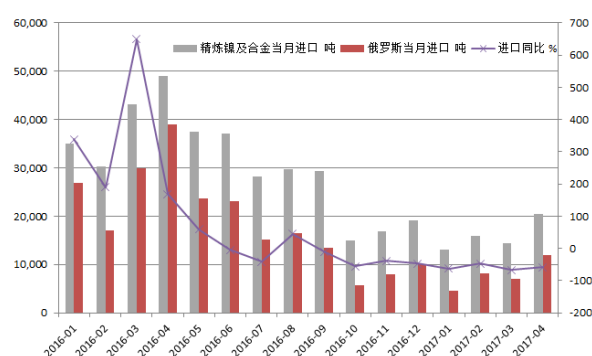
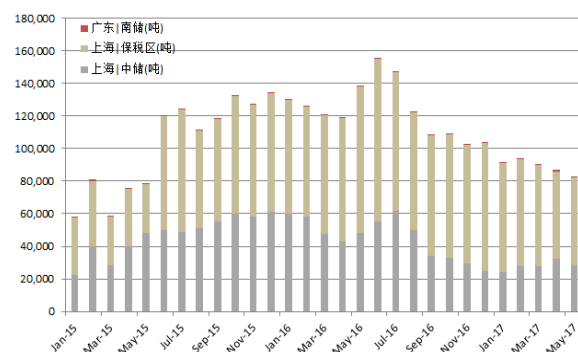


图10 中国隐形库存持续回落但降幅放缓



来源：Wind，SMM，东兴期货投资咨询部

电解镍与镍生铁产量双降的格局下，原生镍供应主要依靠镍铁进口来解决。2017年1-4月累计进口镍铁43.17万吨，同比增长46.49%，同期电解镍累计进口6.39万吨，同比大降59.47%。造成电解镍进口自16年10月起骤降的因素在早期报告中已有解释，在此不做赘述，我们维持先前预判，即电解镍进口仍将维持月均2万吨水平左右。值得留

意的是，4月中国镍铁进口同比增速由正转负，进口量为9.63万吨，环比回落18.09%，造成镍铁进口增速回落的原因我们将在下文论述。

从库存方面观察，全球显性库存稳中有升，造成镍价上方压力。4月LME+SHFE库存较3月底上涨2983吨至46.40万吨，其中SHFE库存下降853吨，而LME库存上涨2130吨。内外库存此消彼长，自2016年底，始终维持在46万吨水平附近，截止5月底，显性库存为46.19万吨。而中国隐形库存才是弥补电解镍供应的主要来源，4月中储+保税+南储库存总计为8.67万吨，较16年5月的高点回落37.36%，5月该值持续降低至8.31万吨。我们认为，在电解镍产量增速负增长叠加进口维持2万吨左右的背景下，中国SHFE+隐形库存仍将维持月均4000吨的降幅。

图 11 利润压缩致不锈钢厂进入检修期，产量现放缓

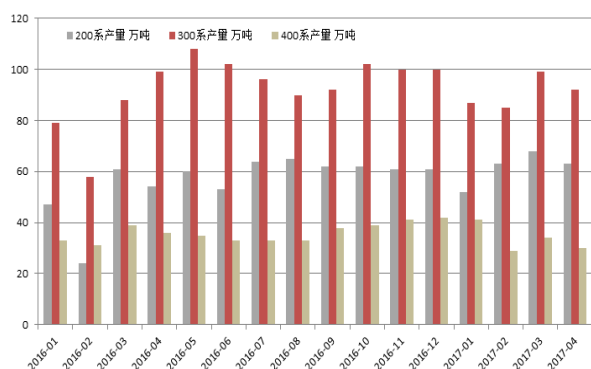


图 13 进口高镍生铁较国产高镍生铁更具经济性

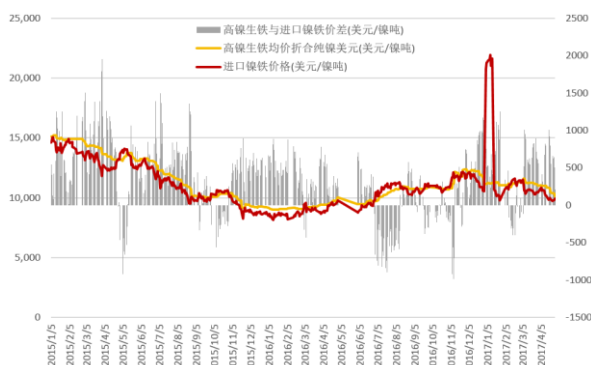


图 12 受镍价下挫提振，不锈钢生产成本自3月开始回落

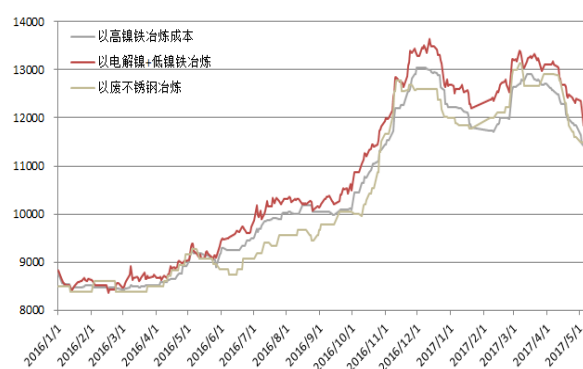
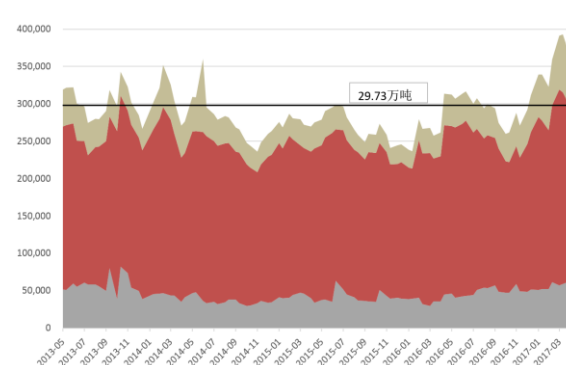


图 14 不锈钢库存冲高回落，目前依旧位于6年均值上方



来源：Wind、SMM、东兴期货投资咨询部

镍的需求端，我们依旧围绕不锈钢进行讨论。2017年4月，主流不锈钢厂产量同比下滑2.12%至185万吨，环比回落7.96%；其中，300系不锈钢产量为92万吨，环比下降7.07%，200系不锈钢产量为64万吨，环比下滑7.35%。尽管以高镍铁为原材料或是电解镍+低镍铁为原材料生产304不锈钢的成本均较年内高点回落近2000元/吨，但同期304不锈钢的价格却出现超过3000元/吨的降幅，即成本的降幅不及利润的回吐，这挫伤了厂家的生产积极性：鞍钢联众安排5月加热炉和热轧机检修，预计影响2.5万吨（在4月减产的基础上再减0.9万吨）；广青、北海诚德、宝钢德盛、西南不锈钢、河南鑫金汇、华乐合金等钢厂因行情原因拟定减产。我们预计，5月不锈钢产量将继续下降15万吨左右，至160万吨，低至3年来最低值（扣除2月春节产量低位因素），其中200系约47.68万吨，300系约78.52万吨，400系33.8万吨。从不锈钢库存观察，截止4月底，社会库存虽自高位回落，但较6年均值29.73万吨的水

平依旧高出 22.77%，36.50 万吨的不锈钢库存将继续压制着不锈钢企业的生产利润，这也解释了 5 月不锈钢厂进入集中检修的挺价行为。4 月 200 系、300 系不锈钢产量同比下滑超过 7%意味着对原生镍的需求回落近 7%，在电解镍供应维持稳定（产量+进口=3.2 万吨）的基础上，对镍铁的需求出现回落，从而导致镍铁进口的放缓。依照我们预估的模型，5 月不锈钢产量持续回落至 160 万吨，意味着对镍铁的需求将进一步回落，按照目前国内高镍生铁现金成本近 9891 美元/吨而印尼镍铁的生产成本仅 8000 美元/吨（进口镍铁较国产镍铁更具竞争力），我们预计 5 月镍铁产量将回落至 70 万吨，镍铁进口将维持在 9-10 万吨水平。

综上所述，镍市将维持供需紧平衡的态势。尽管镍矿供应自菲律宾政策落地后现宽松，但当前镍价形式下，电解镍或是高镍生铁厂均面临亏损，意味着电解镍与高镍生铁产量短期难见增长，而低镍生铁受到环保政策限制，产量增速难以高企，供应缺口依靠进口补足。下游不锈钢利润压缩，主动进入检修期，缓和了市场供需矛盾。中国隐形库存降幅放缓，全球显性库存居高不下，依旧压制镍价上涨动力。在目前逼近镍企成本边界的期价上，继续加空的风险较大，若是镍价跌至 7 万/吨水平可尝试多头操作。我们认为镍价仍将维持弱势震荡，短期关注区间 70000-80000，中期关注 75000-86000。

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投资咨询部所有。未获得东兴期货投资咨询部书面授权，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“东兴期货投资咨询部”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
