

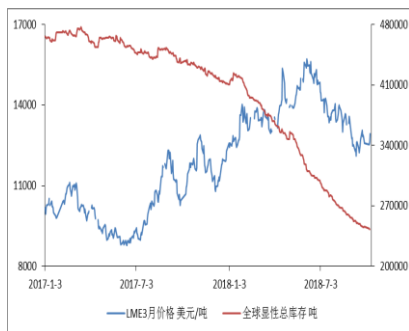


2018年10月12日

金瑞网站：www.jrqh.com.cn

客服热线：400-888-8208

LME 镍价与库存对比



数据来源：wind，金瑞期货整理

核心观点：

- **降库过程中供需缺口收窄，价格陷于震荡。**精炼镍库存回落趋势不改，至9月底SHFE+保税区+LME三地最新库存报28.86万吨，同比降低17.85万吨，较年初降低15.41万吨，但由于未来供应边际增量大于消费增量，供需缺口收窄，库存下滑趋势趋缓。因而在供需缺口收窄的预期下，镍价短期或陷于震荡，预计沪镍主力Q4运行区间在10万至11万，伦镍运行区间在1.2万-1.35万，后续关注新增项目投产进度。
- **镍铁增量集中体现在Q4之后。**山东鑫海科技8台48000KVA，计划10月底投产两台，以两台/月的进度投产，后又推迟至年底投产。而印尼方面，印尼青山的4台炉子（合计产能约3-3.3万吨金属）预计年底投产，印尼德龙另外8台（合计产能约6-6.6万吨金属）炉子预计11月中旬投产。镍铁产量增加将缩减原生镍缺口。
- **废不锈钢占比提升。**今年五月份戴南中频炉关停事件之后，废不锈钢流出供应量增加，价格偏弱经济性明显提升，钢厂增加废不锈钢的使用比例，预计较去年提升30%至20%左右，但是考虑到固废进口政策以及不锈钢报废周期等问题，Q4继续提升空间有限，短期保持稳定。
- **进口窗口打开缓解国内电解镍紧张局面。**年初至今，由于进口窗口关闭、印尼回流减少、中国环保抑制NPI，导致国内精炼镍持续去库存，由年初的8.2万吨左右消耗至7月底的不足3万吨，交易所库存一度低至1.57万吨，逼仓预期升温，国内镍价高位升至12万/吨，但随着窗口打开，进口流入，缓解国内逼仓预期。
- **不锈钢需求保持平稳：**下游地产以及汽车行业增速平稳，1-8月份国内商品房销售面积累计同比增长4%，汽车产量累计同比增长2.2%。后续随着贸易摩擦落地及国内基建对冲，不锈钢消费存在改善预期，并且印尼青山输入国内的量减少，国内部分钢厂有增产动能（广青等）。
- **补贴政策导致新能源预期修正。**2018新能源汽车补贴政策和汽车能量密度直接挂钩，而大部分电池能量密度的实验数据都在135(Wh/kg)以下，因此大多数车型的补贴额度将退坡，导致今年新能源汽车销量增速环比下滑，根据汽车工业协会数据，6、7月份销售仅8.4万辆，明显少于新政之前10万辆水平，导致市场对于新能源汽车预期的修正。

金瑞期货研究所

研究员：涂礼成

电话：0755-88601339

邮箱：tulicheng@jqh.com.cn

从业资格号：F3005226

请务必阅读正文之后的免责条款部分

一、镍价走势分析

1.1 镍价运行逻辑回顾

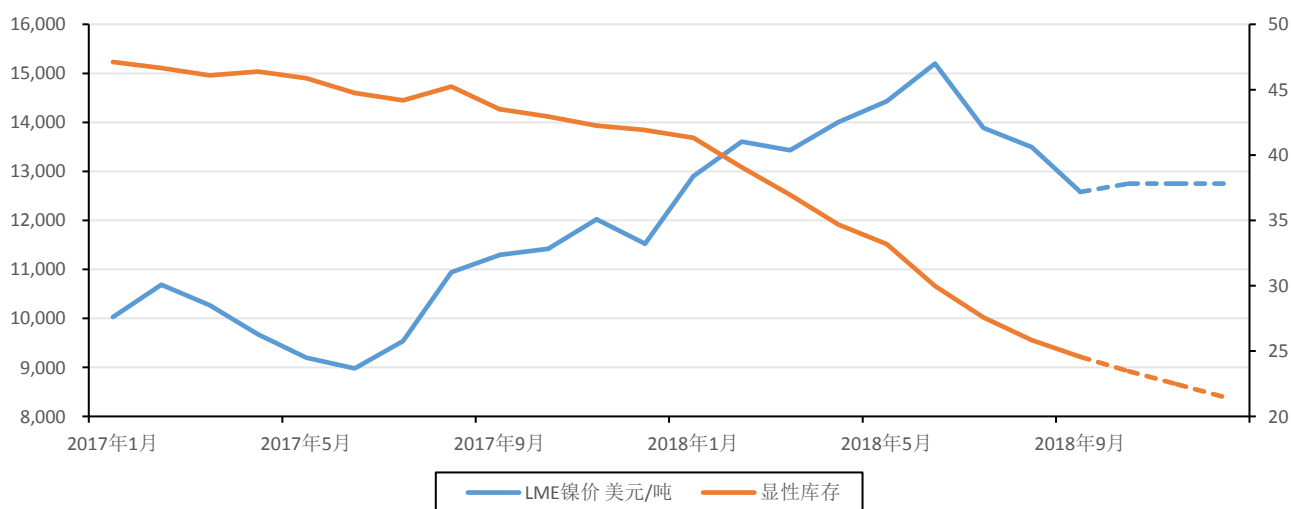
今年上半年，镍价经历了一波久违的上涨，在新能源预期的加持以及制裁俄镍消息的炒作下，伦镍一度触及 16690 美元/吨，后随着制裁俄镍炒作的降温，价格回落至 13800 美元/吨一线，但是在国内持续消耗精炼镍库存的背景下，后续又走出了一波逼仓行情，沪镍主力一度触及 12 万元/吨，但是国内的暴涨带来进口窗口的打开，进口俄镍货源增加，逼仓预期降温，价格逐步回落至 13500 美元/吨附近波动。

而进入 7、8 月份，进口窗口间歇打开，俄镍货源流入，加上宏观不确定性、国内新能源汽车补贴政策变化导致新能源预期修正、新的镍铁项目逐步推进等多重利空因素影响，镍价在 8 月底跌破 10.8 一线重要心理关口，低位一度触及 10 万元/吨，后随着贸易摩擦靴子落地以及国内基建对冲等宏观边际改善的提振，镍价低位回升至 10.5 万元/吨。

1.2 Q4 镍价展望

对于 Q4 季度镍价，在降库趋势不变以及短期宏观环境改善的情况下，下行空间不大，但对于上行空间，我们也不是很乐观，主要在于高利润的刺激下，新项目投产以及部分停产镍铁项目复产，镍金属供应增加，缺口收窄限制镍价反弹空间，预计沪镍主力 Q4 运行区间在 10 万至 11 万，伦镍运行区间在 1.2 万-1.35 万，后续关注镍铁项目投产进度。

图 1：降库趋缓，价格陷于震荡



资料来源：Wind, 金瑞期货

二、供应紧张情况有所缓和

2.1 主要边际增量在镍铁

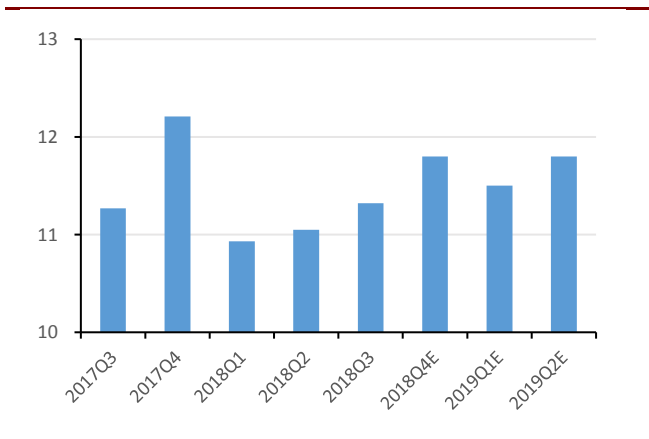
2018H1 海外主要镍生产企业（合计占全球总供应 50%）产量 54.9 万吨，同比减 2.4 万吨，环比减 6 万吨，其中减量主要集中在 Vale 和 Nornickel，此外 First Quantum 在 2017 年 9 月退出市场，短期看不到回归迹象。

按季度来看，Q2 相对 Q1 有所恢复，但整体增量并不高，仅 1 万吨水平，并且根据上市公司年度生产计划，后续出现大幅增加的可能性偏小，所以我们预计海外主要镍企业产量全年损失在 6 万吨左右水平。

在海外原生镍供应出现损失的情况下，增量主要集中在中国以及印尼 NPI 项目，但是国内今年至今，由于环保抑制，虽然利润维持高位，但实现的产量增量并不高，1-9 月合计产量 33 万吨，而 Q4，在环保压力改善的情况下，9 月份宿迁翔翔复产 2 台，而山东鑫海原计划 10 月投产的两台炉子或推迟至年底投产，主要受当地供暖工程影响，投产时间被推迟，预计 Q4 每月产量维持在 4 万吨左右水平，全年产量有望达到 45 万吨，较去年仅增加 3 万吨。

印尼方面，增量主要集中在青山和德龙，青山预计年底前投 4 台炉子，德龙在产 7 台炉子，年底乐观将达到 10 台，主要约束是配套电厂建设进度，金川的 4 台炉子按照进度则需要到明年才能投产。按照印尼当地项目的投产进度，预计 2018 年全年将新增产量 7 万金属吨左右至 24 万金属吨。

图 2：中国 NPI 贡献缓慢恢复



资料来源：SMM，金瑞期货

表 1：印尼新增项目

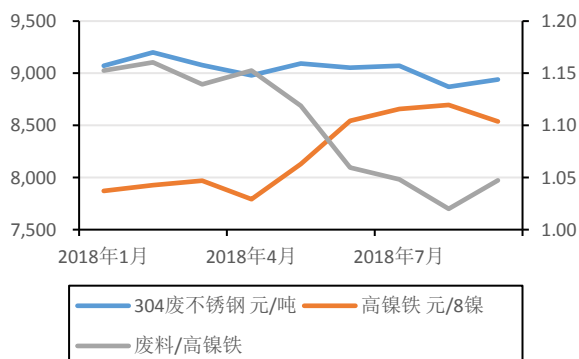
项目	产能	进度
江苏德龙镍业	8*33000kva	预计 11 月中旬投产
青山集团	4*33000kva	预计年底投产
金川集团	4*33000kva	计划明年投产
青山华友合作的中间品项目	3-5 万金属吨	8 月奠基
青山格林美等合作的镍钴项目	5 万金属吨	2020 年投产

资料来源：SMM，金瑞期货

2.2 废不锈钢对原生镍替代

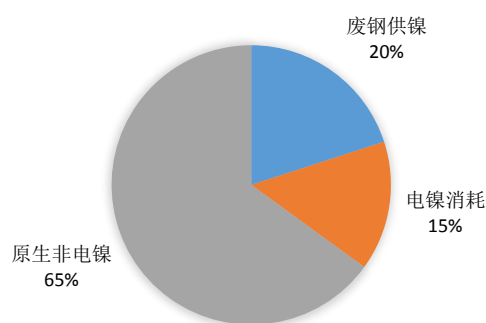
根据安泰科统计数据，2017 年度废不锈钢在不锈钢镍原料中的比例大概是 16%，而今年 5 月份由于戴南中频炉停产，大量废不锈钢流入市场，价格回落，而当期由于原生镍供应紧张，尤其是镍铁，价格高企，废不锈钢经济性凸显，钢厂提高废不锈钢的使用比例至 24%-25%左右，但由于固废进口政策导致进口废不锈钢量减少，以及回收周期等问题，短期短期继续向上提升空间不足，维持在 22%-24%左右水平，全年折算下来，废不锈钢在不锈钢镍原料中的供应占比将提升 30%至 20%左右，从一定程度上缓解了今年原生镍供应紧张的局面。

图 3：废钢较高镍铁经济性走好



资料来源：SMM，金瑞期货

图 4：不锈钢镍原料比例提升（高于年初 18%预期）



资料来源：SMM，金瑞期货

三、需求表现平稳，Q4 或有改善

3.1 新增不锈钢项目集中在印尼

全年来看，新增镍系不锈钢项目主要集中在印尼，国内计划投产的项目主要是青拓 90 万吨 2 系/4 系，北海诚德 60 万吨 4 系，其他项目则由于各种原因推迟。印尼方面主要是青山 6 月 20 号投产 100 万吨 3 系不锈钢，加上 2017 年投产的 200 万吨，不锈钢产能达到 300 万吨，而配套德龙镍铁的不锈钢项目计划 250 万吨，一期规划 100 万吨，延后至明年明年投产。

在印尼青山境外市场并未开拓成熟的前期，印尼产不锈钢主要以不锈钢坯和半制品的形式返回国内，导致国内 3 系供应压力增大，同时国内缺少印尼镍铁的补充，镍金属供应偏紧推升不锈钢成本，利润收窄 3 系转产事件频出。根据中联钢统计数据，1-9 月不锈钢

产量累计同比增长 3.3%，主要是 2 系增量贡献，3 系产量下滑 1.66%。

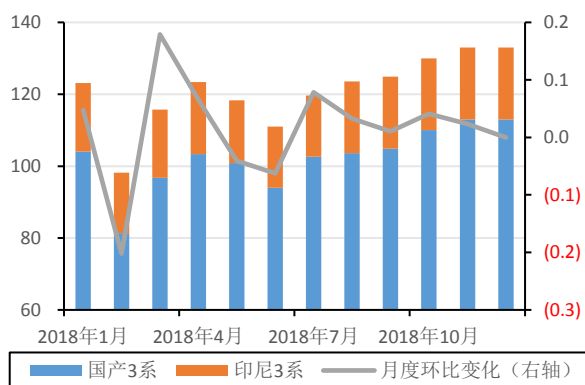
3.2 不锈钢下游消费平稳

截止当前数据来看，国产 3 系产量下滑，但由于进口印尼产 3 系的增量补充，国内 3 系不锈钢消费平稳，如果加上 2 系和 4 系，今年不锈钢表观消费可观。

从下游数据来看，地产以及汽车行业增速平稳，1-8 月份国内商品房销售面积累计同比增长 4%，汽车产量累计同比增长 2.2%。而根据对市场的调研了解，今年表现更为亮眼的下游消费主要集中在化工和机械设备方面，支撑整个不锈钢消费增长。

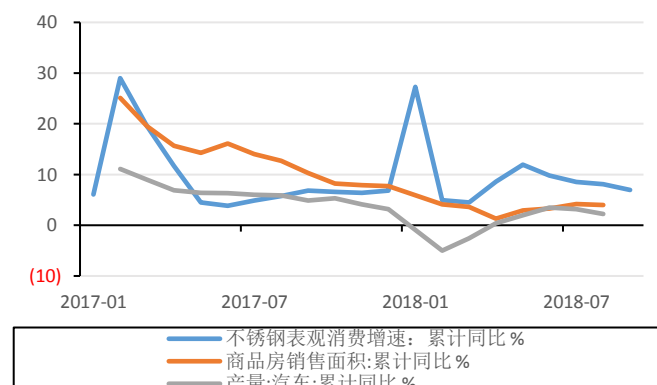
而对于 Q4，后续随着贸易摩擦落地及国内基建对冲，不锈钢消费存在改善预期，并且印尼青山海外渠道开拓日趋成熟，返回国内的量减少，缓解国内压力，支撑不锈钢价格，在利润缓慢修复的情况下，国内部分钢厂有增产动能，广青科技计划 10 月份增加 2-3 万吨 300 系，到年底大概增加 6 万吨/月。

图 5：2018 年印尼 3 系贡献增量



资料来源：中联钢，金瑞期货

图 6：不锈钢消费平稳，Q4 边际改善



资料来源：Wind，金瑞期货

3.3 新能源汽车预期修正

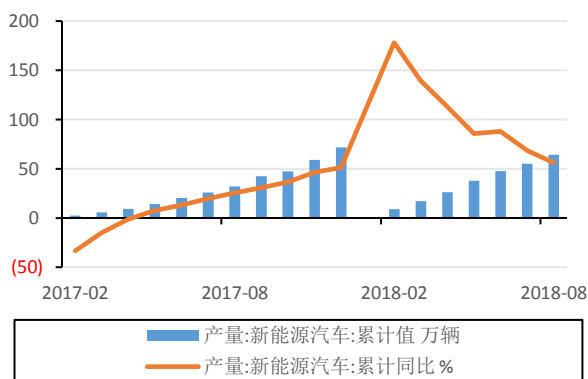
2018 新能源汽车补贴政策和汽车能量密度直接挂钩，而大部分电池能量密度的实验数据都在 135 (Wh/kg) 以下，因此大多数车型的补贴额度将退坡，导致今年新能源汽车销量增速短期出现环比下滑。

由于补贴新政存在过渡期，过渡期内有冲量预期，加上去年的低基数，导致今年前几个月产量同比出现大幅增长，但过渡期结束后，销量下滑较为明显，根据汽车工业协会数据，6、7 月份销售仅 8.4 万辆，明显少于新政之前 10 万辆水平，导致市场对于新能源汽

车预期的修正。

但随着市场对于新政的消化，8月份新能源汽车销量重回10万辆，并且从新能源汽车产量的角度看，1-8月产量60万辆，累计同比59%，进度符合年初我们的预期，此外，新政导致新能源汽车行业的洗牌，高能量密度的汽车获得的补贴更多，促进对高镍三元材料的需求，根据真锂研究数据，8月动力电池出货量4.2GWh，其中NCM三元电池出货量2.67GWh，占比63%，同比增长99%；磷酸铁锂动力电池出货量1.5GWh，同比基本持平。1~8月动力电池累计出货量23.5GWh，同比增长92%。预计全年动力电池出货量有望超过45GWh。对于新能源汽车的未来，经过短期阵痛，长期依旧乐观。

图7：新能源汽车产量增速回落



资料来源：国家统计局，金瑞期货

图8：行业板块表现弱于大盘



资料来源：Wind，金瑞期货

四、库存持续走低，但降幅趋缓

4.1 三地库存持续走低

根据最新统计的数据，LME库存22.86万吨，较年初减14.64万吨（板-2.59，豆-12.05），同比去年减15.34万吨（板-4.89，豆-10.45），国内保税区库存4.3万吨，较年初增1.95万吨，同比去年增1.1万吨，上期所库存1.7万吨，较年初减2.72万吨，同比去年减3.61万吨，三地合计库存合计28.86万吨，较年初减15.41万吨，同比去年减17.85万吨。

库存的持续下降对镍价形成了支撑，并且在七月份关内库存一度低至2.78万吨，供应方面也存在一定问题，如进口窗口持续关闭、印尼镍铁补充减少、国内环保回头看抑制镍铁产出等，导致挤仓预期升温，沪镍主力一路走高至12万元/吨。

4.2 低库存下挤仓概率小，远期缺口收窄

回归至最新的 1811 和 1901 合约，当前库存水平更低的情况下，能否复制 1807 合约的挤仓行情，我们认为概率较小。一是窗口打开，进口俄镍流入缓解国内精炼镍紧张局面，二是环保放松以及新项目投产，远期增量预期令缺口收窄，库存降幅趋缓。

三地库存的月度数据，降幅呈现明显趋缓的走势，6，7 月份三地库存环比去库存量在 2-3 万吨，而 9 月份库存仅去库 1.27 万吨，并且随着远期增量的逐步释放，供应缺口有进一步收窄至过剩的可能。

五、供需平衡情况

根据新增项目的投产进度以及对于未来消费的预估，我们认为 Q4 依旧维持缺口，但缺口较 Q3 环比有所收窄，预计沪镍主力 Q4 运行区间在 10 万至 11 万，伦镍运行区间在 1.2 万-1.35 万。但长期来看，我们对于镍价依旧保持乐观，建议低位建立多单。

后续关注新投项目进度。镍铁方面主要是山东鑫海和印尼德龙，对于新能源的良好预期，青山集团和华友持股的红土矿湿法和火法冶炼中间品项目于 8 月底奠基，项目镍金属当量在 3-5 万个金属吨，9 月 28 日，青山钢铁和格林美等共同签署《苏拉威西 5 万吨纯镍当量的镍钴湿法项目》，预计 2020 年建成开工，年生产镍金属 5 万吨。镍铁与硫酸镍项目逐步释放，将缩减镍金属缺口，尤其是对纯镍的消耗。

表 2：镍金属供需平衡（万吨）

	2018H1	2018H2	2018Q4	2019Q1	2019 (f)	2020 (f)
全球产量	104.25	111.56	56.82	54.30	225.80	234.80
全球消费量	112.48	113.22	57.22	56.50	231.60	240.90
供需平衡	-8.23	-1.66	-0.40	-2.20	-5.80	-6.10
中国产量	32.05	33.83	17.69	17.30	71.90	75.00
净进口量	20.74	21.40	10.57	10.20	41.40	42.00
中国消费量	55.80	58.50	29.50	28.50	116.50	121.00
供需平衡	-3.01	-3.27	-1.24	-1.00	-3.20	-4.00

数据来源：金瑞期货整理

分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市福田区彩田路东方新天地广场 A 座 31 楼

电话：0755 - 8860 5629

传真：0755 - 8367 9900