

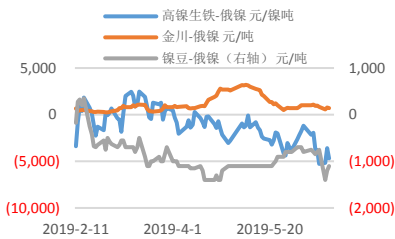


2019年6月26日

金瑞网站：www.jrqh.com.cn

客服热线：400-888-8208

各品种价差



数据来源：Mysteel, SMM, 金瑞期货整理

核心观点：

- **镍铁-不锈钢是当前市场做空的主要逻辑：**镍铁的持续增量配合不锈钢市场并没有那么好的需求，成为当前空方做空的主要逻辑，自3月高点下降近2000美元/吨或14.5%。随着中国和印尼的NPI项目投产，镍金属供应逐步走向宽松；而今年暂时未见有新的不锈钢项目投产，钢厂通过提高产能利用率维持较高水平的镍金属消费，但实际消费并不及预期，社会及钢厂库存累积，不锈钢价格承压，随着下半年境内外的压力逐步体现，不锈钢消费未来大概率维持弱势，如果一体化的印尼德龙和山东鑫海不锈钢项目于今年投产，将继续加大国内不锈钢压力，倒逼高成本钢厂减产，以去化库存。整体来看，镍铁增不锈钢需求弱仍将是下半年空头的主要逻辑。
- **现实镍板持续去库至低位或成为空头的掣肘。**由于全球精炼镍产出无增量以及持续缺口的去化，当前全球显性库存18.6万吨，较年初减少3.7万吨。而国内由于交割标准品集中在镍板，根据Mysteel统计的最新数据，国内精炼镍库存5.73万吨（保税区1.6，国内现货+仓单3.7，镍豆0.43），虽然近期窗口大幅打开，利于缓解国内现货紧张局面，但是实际进口增量有限，且主要以镍豆为主。所以镍板仍需拉大与替代品镍豆、镍铁价差，减少使用以缓解当前低库存的窘境。
- **新能源行业利多暂歇。**今年3月底，有关部门颁布了2019年度的新能源汽车补贴方案，执行期在6月份以后，但根据中国汽车工业协会数据，5月份中国新能源汽车产量11.2万辆，同比增长17%，环比增长仅10%，产量出现明显减速，使得市场对于新能源拉动全球镍需求的预期下修，直观反应是三元材料价格及原料价格均承压回落。
- **策略以及风险建议：**跨期因交割低库存的情况仍以正套为主，跨市方面由于国内仍需要进口补充所以择机反套，结构方面也是利于移仓，单边方面因为镍金属的供应持续释放，供需拐点临近或进入垒库阶段，因此下半年价格或震荡偏弱，核心波动区间在9-10.3万元/吨。风险方面，关注印尼矿业政策的变化，以及新投项目由于利润走坏而投产滞后导致的错配。

金瑞期货研究所

涂礼成 (F3005226)

电话：0755-88601339

邮箱：tulicheng@jqh.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分

正文目录

一、 镍价走势分析.....	3
1.1 高位回落后横盘.....	3
1.2 远期供应压力与现实低库存博弈，镍价或陷入震荡.....	3
二、 镍铁-不锈钢主导做空逻辑.....	4
2.1 矿端扰动逐步消散.....	4
2.2 NPI 持续释放增量.....	4
2.3 不锈钢高产量高库存或难以为继.....	5
2.4 低弹性限制废钢对原生镍的替代.....	6
三、 精炼镍低库存或限制下行空间.....	7
四、 新能源补贴退坡令预期修正.....	8
4.1 印尼湿法推进速度或慢于市场预期.....	8
4.2 补贴政策退坡令预期修正.....	8
五、 总结与展望.....	9
5.1 低库存与金属增量博弈.....	9
5.2 价格展望及策略.....	9

图表目录

图表 1 利润高位刺激投产，镍铁持续增量.....	3
图表 2 矿价稳定但原油暴跌降低成本.....	4
图表 3 进口恢复增长，港口库存缓慢回升.....	4
图表 4 综合考虑镍铁利润下的情形.....	6
图表 5 不锈钢高产量高库存（3系）.....	6
图表 6 废钢经济性仍未好转.....	6
图表 7 精废价差.....	6
图表 8 隐形库存显性化全球精炼镍库存小幅回升.....	7
图表 9 现货进口窗口持续打开.....	7
图表 10 对俄镍价差走扩刺激替代.....	7
图表 11 产出增速明显下滑.....	8
图表 12 三元利润高位回落.....	8
表格 1 重点镍铁项目进度更新.....	5
表格 2 镍金属供需平衡（万吨）.....	9

一、镍价走势分析

1.1 高位回落后横盘

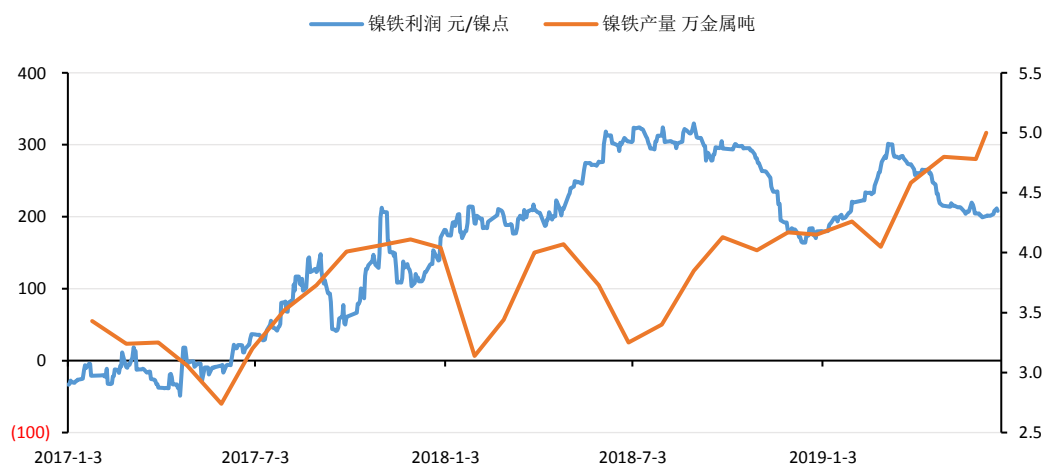
上半年，由于项目的投放慢于市场的预期，叠加节后钢厂的集中补库，市场供需出现了错配，推升镍价至年内高点，但是，高利润刺激下，部分企业加快进度投产，加上消费的不及预期，不锈钢市场出现垒库，库存创下历史新高。镍价由于镍铁增量以及下游不锈钢需求不及预期，自高位回落近 2000 美金或 14.5%。

而进入了 5, 6 月份，中国和印尼的镍铁项目仍按照计划投产，但是供应端出现了多次扰动，供应减量预期刺激镍价大幅反弹，尤其是印尼大选之后的暴乱，使得市场对于印尼供应的稳定性产生了质疑，当天镍价自低位反弹 7%，后来又传出部分冶炼厂建设不及预期印尼将取消去出口配额、印尼洪水影响当地出矿及镍铁正常生产等，期间国内的挤仓预期也推波助澜，但实际并未走出 9.5-10 万的震荡区间。

1.2 远期供应压力与现实低库存博弈，镍价或陷入震荡

在当前镍生铁生产利润下，今年计划投产的低成本项目持续投产，未来增量可观。根据对市场的调研以及项目投产进度核算，今年中国和印尼两地 NPI 新增产量预计达到 18 万吨（中国 10 印尼 8），高于年初我们对产量增量的预估，并且下半年的释放集中在四季度，在镍铁持续释放压力下，对纯镍贴水状态将持续。在当前镍铁-不锈钢产业逻辑下，镍铁增产不锈钢高库存压力，对整个镍价利空，但是国内标准品低库存的现实导致了挤仓预期，虽然通过进口窗口的持续打开，精炼镍流入缓解现货紧张局面，但是交割品的低库存状况短期仍难以缓解，所以我们对镍价并不过分看空，预期下半年镍价维持弱势震荡格局，核心波动区间在 9-10.3 万元/吨。

图表 1 利润高位刺激投产，镍铁持续增量



资料来源：SMM，Wind，金瑞期货

二、镍铁-不锈钢主导做空逻辑

2.1 矿端扰动逐步消散

今年上半年矿端的扰动主要集中在印尼，今年恰逢大选，如市场预期佐科获胜连任，但败选方不满在雅加达引发骚乱，使得镍的供应前景蒙上阴影，空头拥挤出逃沪镍一度低位反弹近 7%。此外矿业部针对建厂进度不及预期的冶炼厂进行审查，涉及的镍矿配额在 1000 万湿吨左右，但是在建冶炼厂以及完成配额的冶炼厂都在积极申请新的配额，并陆续发放，一减一增下我们认为矿端短期影响相对有限。

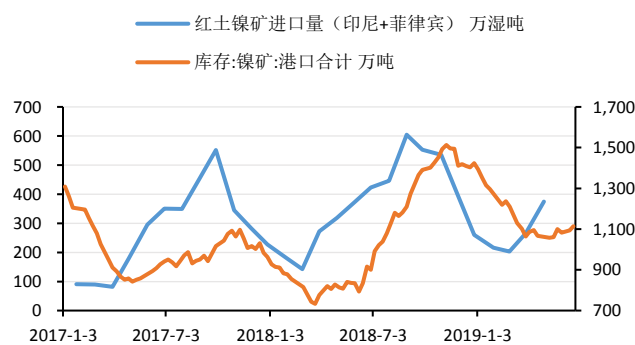
而菲律宾方面矿业政策变化不大，随着雨季的结束，装船回升。并且按照菲律宾官方数据，1 季度产出同比增长 3%至 297 万干吨。

图表 2 矿价稳定但原油暴跌降低成本



资料来源：SMM, Wind, 金瑞期货

图表 3 进口恢复增长，港口库存缓慢回升



资料来源：SMM, Wind, 海关总署, 金瑞期货

2.2 NPI 持续释放增量

根据我们折算的当前镍生铁生产利润，虽然近期下滑但依旧可观，刺激今年计划投产的低成本镍铁项目持续投产，从调研的情况来看，今年国内重点项目鑫海新增 8 条产线全部投产，内蒙古奈曼经安新增产能 4.5 万镍吨/年计划 10 月投产，印尼方面金川第 1 条线于五月底出铁，德龙本月底完成第 14 条产线的出铁，恒嘉镍业的“2+2”项目剩余的两条产线也与近期投产。其他国内新增产能集中在四季度，印尼新增镍铁产能集中于 5-8 月份与年底。

高镍铁产能继续释放，产量也在逐月增加，根据 SMM 统计的数据，5 月份全国镍生铁环比减少 0.31%至 4.78 万镍吨，同比增 28.13%，6 月全国镍生铁产量预计环比增加 4.59%至 5.00 万镍吨，上半年可以实现产量 27.46 万金属吨，同比增近 6 万吨，而根据下半年的投产进度，若不考虑环保扰动，全年实现增量在 10 万吨左右。而印尼方面，5 月印尼镍生铁产量 2.77 万镍吨，环比增 2.15%，产量持续爬坡。根据当前数据测算，今年乐观预计增量在 18 万吨（中国 10 印尼 8），高于年初我们预估的 13 万吨，主要是今年环保对国内生产扰动偏低以及部分产能投产提前。

表格 1 重点镍铁项目进度更新

项目	产能	进度
鑫海新材料镍铁项目	8*48000kva	月底全部投产，早于市场预期的 7 月
临沂金海汇科技	5*33000kva	二期 5*33000kvaRKEF，计划今年投产
内蒙古(奈曼)经安有色金属材料有限公司	12*33000kva	计划七八月份备矿，10 月投产
江苏德龙镍业(印尼)	一期 15*33000kva 二期 35*33000kva	第 12 条线于 4 月中旬出铁，第 13 条线 5 月中旬送电 5 月 19 日出铁，第 14 条线计划 6 月下旬烘炉月底出铁
青山集团(印尼)	10*33000kva	恒嘉镍业的“2+2”已经全部投产
金川集团(印尼)	4*33000kva	5 月底第一台炉子出铁，Q3 释放产量
PT Ceria Nugraha Indotama 23 万吨镍铁合金(CNI)镍冶炼厂	(22%-24%)	目前在建，预计 2021 年投产

资料来源：SMM, Wind, Mysteel, 金瑞期货

2.3 不锈钢高产量高库存或难以为继

在镍铁持续释放产能及产量的过程中，虽然当前并未见到有新的不锈钢项目投产，但是钢厂通过提高产能利用率维持不锈钢高产出，对应镍金属消费维持在较高水平。但是境内外环境的走差，抑制了对不锈钢的需求，终端采购的减少导致不锈钢库存积累在中间商以及钢厂手中，反向令不锈钢市场价格承压。

但是价格疲弱利润走坏，钢厂为什么不减产？一是为了维持市场份额，二是部分钢厂存在产品升水，三是在当前一体化钢厂占比不断提升的情况下，综合考虑镍铁生产及红送之后的利润仍好，刺激钢厂维持较高产出水平，四是考虑到反倾销后从印尼进口的不锈钢产品减少，对国内以镍铁形态进行补充，也会在一定程度上刺激国内不锈钢的产出。所以短期高产量状态维持。

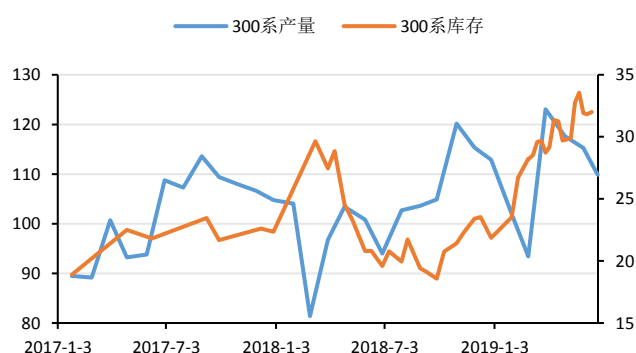
但是我们认为高产量高库存的状态长期不可持续，考虑不锈钢进口减量，折算下来国内 1-5 月份 3 系不锈钢供应增速在 5%左右，未来随着境内外的压力逐步体现，不锈钢消费大概率走弱，如果一体化的印尼德龙和山东鑫海不锈钢项目于今年加速投产，将继续加大国内不锈钢市场压力，倒逼高成本钢厂减产。

图表 4 综合考虑镍铁利润下的情形



资料来源: SMM, Wind, 金瑞期货

图表 5 不锈钢高产量高库存 (3系)



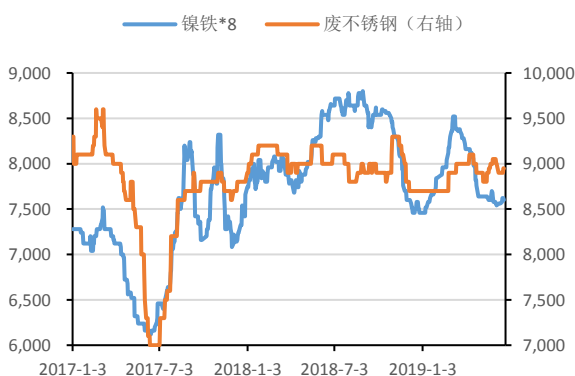
资料来源: 中联钢, Wind, 金瑞期货

2.4 低弹性限制废钢对原生镍的替代

短期不锈钢市场承压, 钢价与原料铁价均出现不同程度的下调, 但废不锈钢价格弹性明显低于上述两者, 短期经济性走弱替代减少, 但是从短流程生产角度看, 3系精废价差收窄至 5350 元/吨, 2系精废价差小幅收窄至 4300 元/吨, 3系与 2系价差收窄至 1050 元/吨, 短流程产能更倾向于生产 2系产品, 3系废钢需求减少, 或令价格回落以刺激经济性回升。

从长周期的角度看, 废不锈钢在不锈钢中使用比例提升的趋势不会逆转, 但短期需要关注 2系 3系精废价差对废不锈钢的消耗以及镍生铁与废不锈钢在不锈钢生产中的经济性差异导致原料配比的改变, 对原生镍需求的扰动。

图表 6 废钢经济性仍未好转



资料来源: SMM, Wind, 金瑞期货

图表 7 精废价差

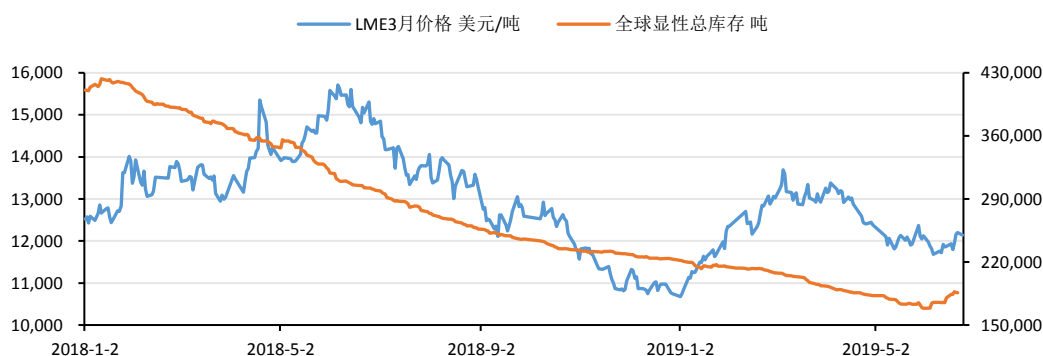


资料来源: Wind, 金瑞期货

三、精炼镍低库存或限制下行空间

2016-2018 年之间，高成本的矿山大幅度退出市场，因此海外的镍企业的生产计划增量不显，除俄镍计划增产 1 万吨以外，多数企业产出或多或少有减量，所以在全球精炼镍产出并没有太大增量，以及持续缺口的去化库存，当前全球显性库存 18.6 万吨，较年初减少 3.7 万吨，五月底一度跌破 17 万吨，低至 16.85 万吨，但是 6 月多次的交仓，隐形库存显性化，对于未来继续交仓的量级，我们偏谨慎，并且交仓货主要为镍豆。

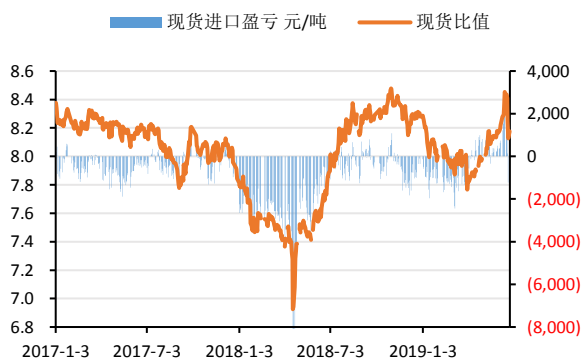
图表 8 隐形库存显性化全球精炼镍库存小幅回升



资料来源：Wind, 金瑞期货

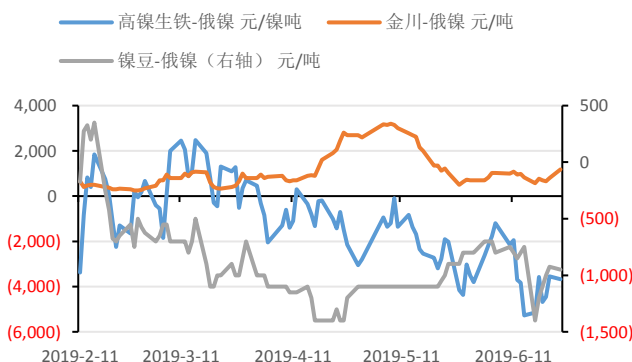
而国内由于标准品的问题（可供选择交割的主要集中在金川板、博峰板、俄镍板），低库存下的挤仓预期对价格的支撑更为显著，根据 Mysteel 统计的最新数据，国内精炼镍库存 5.73 万吨（保税区 1.6，国内现货+仓单 3.7，镍豆 0.43），虽然近期窗口大幅打开，利于缓解国内现货紧张局面，但是实际进口增量有限，且主要以镍豆为主。所以镍板仍需拉大与替代品镍豆、镍铁价差，减少使用以缓解当前低库存的窘境。假若锚定俄镍价格为基准，价差拉大即意味着高镍生铁和镍豆价格将继续下跌，高弹性的镍铁或因利润压缩而减产或新项目投产进度放缓来对镍价形成支撑。

图表 9 现货进口窗口持续打开



资料来源：SMM, Wind, 金瑞期货

图表 10 对俄镍价差走扩刺激替代



资料来源：Mysteel, Wind, 金瑞期货

四、新能源补贴退坡令预期修正

4.1 印尼湿法推进速度或慢于市场预期

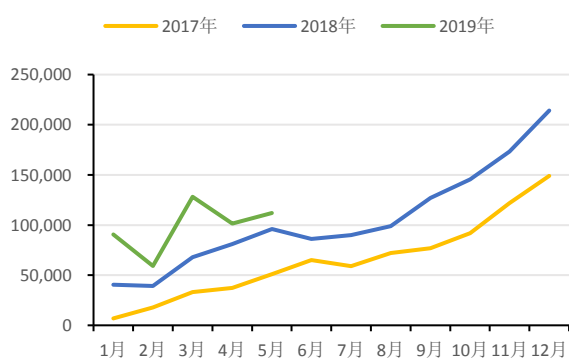
今年市场的焦点集中在中国和印尼的NPI项目上，未来市场的焦点将逐步转向印尼的湿法项目，力勤OBI岛项目（3万）、青山格林美苏拉威西岛项目（5万）、青山华友纬贝达项目（12火法1湿法）、青山与华友孙公司-华青与青创国际苏拉威西项目（6万吨）等，预计释放湿法产能20-30万金属吨，将极大的缓解中间品紧张局面，减少对精炼镍的消耗，但是根据我们对市场的调研了解，该类项目明年底前投产仍存在很大的不确定性，或慢于市场预期。

4.2 补贴政策退坡令预期修正

2018年，中国新能源汽车实现了125.6万辆的销量，同比增长61.7%。2019年3月26日，有关部门颁布了2019年度的新能源汽车补贴方案，最大的特色是，购车补贴从原来最高的将近9万元，直接砍到了2.75万元。最直接的效果是新能源汽车产量增速出现明显下滑，根据中国汽车工业协会数据，5月份中国新能源汽车产量11.2万辆，同比增长17%，环比增长仅10%。

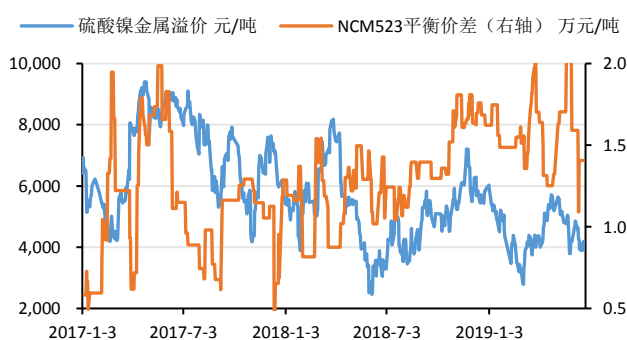
基于产出增速明显的下滑，我们下调今明两年新能源汽车产量预期，年初的预期为170万辆和200万辆，现下修至150万辆和190万辆，同样下修的是新能源对镍需求的拉动。直观反应是三元材料价格及原料价格均承压回落，而根据我们的调研，部分大的三元材料厂订单弱稳，而小厂订单下滑较为明显。

图表 11 产出增速明显下滑



资料来源：中汽协，金瑞期货

图表 12 三元利润高位回落



资料来源：Wind，金瑞期货

五、总结与展望

5.1 低库存与金属增量博弈

对于当前的市场结构，我们认为未来会继续博弈金属增量与交割品低库存，导致价格难以出现大幅的下跌，大概率维持弱势震荡。

从金属增量角度看，镍铁的持续增量压力使得对精炼镍贴水，可以一定程度上挤占部分精炼镍的消费；从品种结构角度看，镍豆与镍板价差的拉大，也可以改变下游的消费习惯转而使用镍豆，减少对镍板的需求；从下游需求角度看，不锈钢利润走差高成本钢厂减产，镍消费的减少也可以缓解镍板的紧张局面。

但从当前价差价差角度看，镍豆与镍板价差短期并没有达到下游改变生产配比的的程度，所以镍板低库存的状态短期难以缓解。而镍铁与镍板的价差以及镍铁未来的增量，并没有使得镍铁与镍板走出两条不同的路径，镍铁仍将与镍板形成纠缠，产出增量对镍板价格形成压力。

5.2 价格展望及策略

基于当前市场博弈的矛盾，我们认为价格弱势震荡，核心波动区间在 9-10.3 万元/吨。

策略方面，单边建议逢高在远月布空，套利方面，当前隔月价差已经从高位收缩至 200-300 元/吨，可以择机低位布局正套；而跨市方面，经历了近 2 个月的现货进口窗口打开，尤其是 6 月中旬，进口窗口急速扩大，令美金货需求增加，CIF 走高，LME 走势强于国内，进口窗口关闭，但是由于国内仍是需要进口精炼镍补充的，所以等待进口窗口持续亏损下的反套机会，结构上对于移仓也有利。

表格 2 镍金属供需平衡 (万吨)

	2018 年				2019 年				2020E	2021E
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E		
中国产量	15.35	16.03	15.99	18.37	18.02	19.88	19.40	19.70	78.00	80.00
进口	10.20	10.09	9.27	10.41	11.30	12.10	11.20	11.20	44.00	50.00
中国消费量	27.20	28.60	29.00	29.50	30.00	31.50	30.50	30.00	121.00	127.00
供需平衡	(1.65)	(2.48)	(3.74)	(0.72)	(0.68)	0.48	0.10	0.90	1.00	3.00
全球产量	51.69	53.00	52.50	55.48	54.80	57.50	58.50	59.00	240.00	250.00
全球消费量	55.98	57.00	56.00	57.72	56.50	58.80	58.10	58.00	241.00	248.00
供需平衡	(4.29)	(4.00)	(3.50)	(2.24)	(1.70)	(1.30)	0.40	1.00	(1.00)	2.00

数据来源：SMM, Wind, 海关总署, 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