

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（半年报）

消费弱于市场预期
镍价升速或将放缓

谷静

投资咨询部



谷静

有色高级分析师
期货从业资格号： F3016772
投资咨询资格号： Z0013246
suansuan29@126.com

一德研究院

电话：(022) 58298788
网址：www.ydqh.com.cn
地址：天津市和平区万通中心 804
邮编：300051

■ 内容摘要



宏观层面：最终中美贸易战时而激化升级，时而缓；年度的概率较大；国内经济形势基本稳定，但是像汇率、房地产等局部微观风险不断，总体来看，风险可控。

供应端：菲律宾前期环保审查影响较小，出货量正常，印尼镍矿出口配额持续批复，虽然出货量不及市场预期，但国内镍矿供应整体充裕；国内镍铁冶炼企业受环保影响较大，在高利润率下背景下不得不减产，随着 7 月到来，国内镍铁受影响产能将陆续复产，由于进口镍铁布局竞争，镍铁进口量增速不及去年同期；精镍进口亏损在二季度出现高位后，随着人民币持续贬值，内外比值逐渐修复，后期精镍进口有望较前期增加。

需求端：国内不锈钢市场消费旺季来临，但受环保等因素影响，旺季表现相对较弱，目前库存下降至正常水平；印尼青山项目投产，印尼不锈钢将持续回流中国。

库存：国内外库存持续下降

■ 核心观点

二季度在多重利好的刺激下，镍价创出三年来新高，高位行至 12 万整数关口，整个二季度平均价格在 109000 元/吨。对于三季度镍价走势，我们认为相较二季度的暴涨走势，三季度会相对平稳。在国内外库存持续下降尤其是上期所仓单持续下降的背景下，镍价支撑较强，三季度镍价重心依旧会缓慢上移，同时后期镍合约持续挤仓的概率依旧较大，消费尤其是国内不锈钢消费增速弱于市场预期，镍价上涨空间会受到抑制。我们认为三季度镍价重心会在围绕在 11 万，针对后期镍合约持续挤仓我们认为套利者可关注 9-11 正套机会。

风险点：菲律宾矿业环保政策变动

中美贸易战升级

目 录

1. 行情回顾	1
1.1 期货市场回顾：镍价一飞冲天，突破 12 万整数关口	1
1.2 现货市场回顾：全球范围内持续去库，国内持续出现“挤仓”现象	1
2. 宏观层面分析	3
2.1 外围市场：中美贸易战持续，或将贯穿整个 2018 年度	3
2.2 国内：虽然美联储持续加息，但人民币不存持续贬值概率	3
3. 产业链研究	4
3.1 上游：尽管镍矿港口库存没有大幅囤积，但整体供应充裕	4
3.2 中游：环保因素影响，国内镍铁供应整体下降，对镍铁价格形成支撑	7
3.3 中游：电镍价格冲至三年来高位，前期硫酸镍部分产能转产电镍	10
3.4 不锈钢：长时间疲软之后，不锈钢市场迎来季节性春天	13
3.5 供需平衡分析：国内外依旧以去库存为主基调，供应缺口有望较 2017 年扩大	15
4. 成本分析	16
4.1 镍铁：镍铁冶炼企业利润持续存在，不受环保影响企业享受红利	16
4.2 不锈钢：利润持续得不到修复，不锈钢市场的春天持续受到压制	17
5. 库存分析	18
6. 总结与展望	19
免责声明	20

1. 行情回顾

1.1 期货市场回顾：镍价一飞冲天，突破 12 万整数关口

图 1.1：期价走势图



来源：一德研究院有色金属研发中心

整个二季度镍价呈现强度上涨态势，盘中更一度冲击 12 万整数关口，纵观这一波强势上涨，我们看到从 11 万到 12 万的上涨过程非常流畅，总结助推因素有以下几点：第一国内外库存持续下降；第二国内环保趋严，国内镍铁供应有趋紧预期；第三下游不锈钢市场结束疲软状态，最终还是迎来了春天，库存去化速度加快；第四前期外强内弱加剧，导致国内进口盈利窗口持续关闭。下半年镍价走势能否再次出现突破性上涨，我们认为取决于两方面，一是宏观层面，中美贸易战争的进展，二是下游消费状况。

1.2 现货市场回顾：全球范围内持续去库，国内持续出现“挤仓”现象

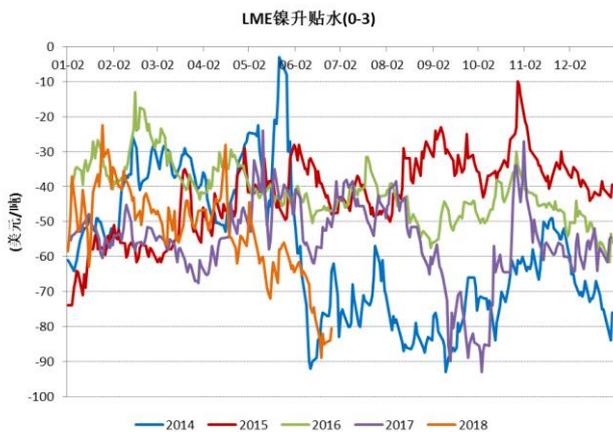
图 1.2：国内现货价格走势



来源：Wind，一德研究院有色金属研发中心

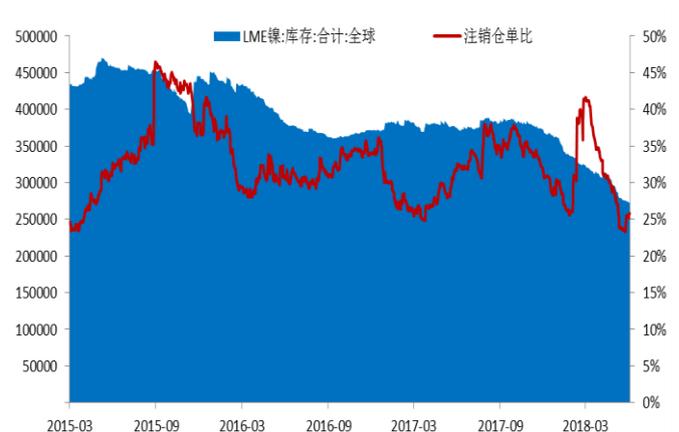
整个二季度 LME 市场镍库存出现大幅回落，由季初的 32 万下降至当前的 27 万，一个季度下滑 5 万吨，其中大部分下降库存为镍豆，对于 LME 的看库存下降量，我们结合需求来看，认为所下降的库存并未全部被消化，部分消失的库存被囤积起来，通过 LME 升贴水也可以得到印证，市场是不缺镍的，我们看到 LME 现货贴水也呈现明显的季节性，整体下降。再来看国内，1801 合以及 1805 合约，甚至当前的 1807 合约都存在挤仓现象，市场结构已经由正向市场变为了反向市场，甚至 07-09 价差一度达到 2000 以上，虽然 CIF 以及保税库溢价在二季度持续下降，但是由于进口盈利窗口持续未打开，国内贸易商进口积极性并不高，所以国内供应缺口迟迟未被弥补。

图 1.3: LME 镍升贴水 (0-3M)



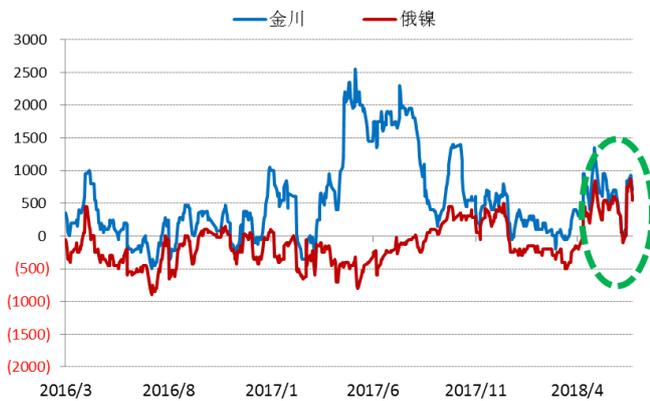
资料来源: wind, 一德研究院有色金属研发中心

图 1.4: LME 镍库存及注销仓单比



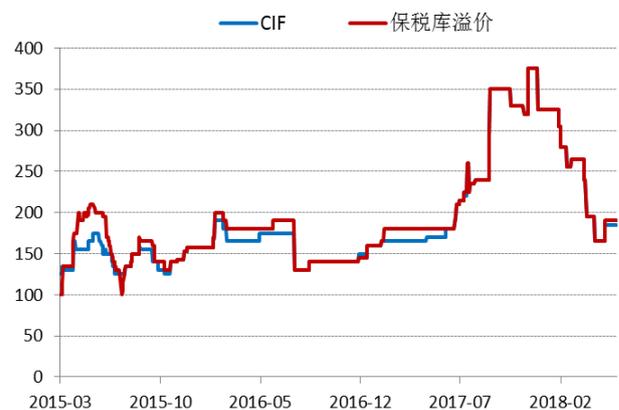
资料来源: wind, 一德研究院有色金属研发中心

图 1.5: 国内现货升贴水



资料来源: SMM 网站, 一德研究院有色金属研发中心

图 1.6: 美金货报价



资料来源: wind, 一德研究院有色金属研发中心

2. 宏观层面分析

2.1 外围市场：中美贸易战持续，或将贯穿整个 2018 年度

中美贸易战在未来还将持续，市场避险情绪会持续较浓。美方破坏双方多次谈判共识，于 6 月 15 日公布了对华贸易措施，决定对原产于中国的 500 亿美元进口商品加征关税，再次对中国挑起贸易战，而我国也强力回击，决定对原产于美国的 500 亿美元进口商品加征关税，中美贸易战争再次升级。美方在推出 500 亿美元征税清单之后，又变本加厉，威胁将制定 2000 亿美元征税清单，而后全球商品市场笼罩在此次战争的阴影下中，特朗普态度略有缓和；7 月 6 日，美国即将对清单中第一批价值 340 亿美元的中国产品加征关税。我们说，中国和美国的贸易争端不仅仅在于关税和供应，而且还是两个全球最大的经济体的较量，尤其这涉及到定价能力，以及近来两国金融及储备货币措施带来的结果。对于中美贸易战这个事儿，我们认为，中美双方考虑到贸易战对双方经济会有较大的伤害，可能会呈现阶段性缓和，但是此事件贯穿 2018 年整个投资年度的概率较大，这对于工业品而言无疑是个灾难。

2.2 国内：虽然美联储持续加息，但人民币不存持续贬值概率

对于此次人民币贬值主要原因，我们认为是来自美元持续升值的压力，我们从下图不难看出，自今年 4 月中旬以来，美元指数从低位快速上涨，主要原因有以下几点：第一、今年美联储已加息两次，并将全年的加息预期提升至 4 次，更高的利率预期增强了美元资产吸引力；第二、美国经济处于长复苏周期内，经济向好支撑美元走势；第三、同时欧元区的相对量化宽松政策还在持续，兑美元贬值也是美元走升的重要原因。

图 2.1：美元指数走势图



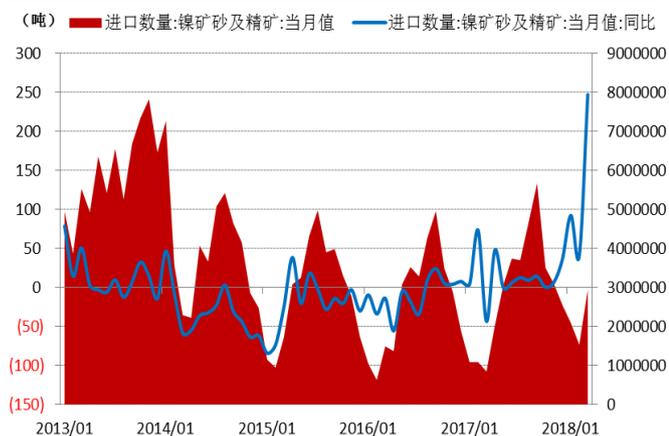
来源：文华财经，一德研究院有色金属研发中心

美联储年内还将加息，美元依旧处于升值通道中，人民币或仍将面临贬值压力，但是我们认为人民币持续大幅贬值的可能性不大。因为第一、我们认为从长期来看，美国难以依靠财政刺激美元持续走高，美元上升动力或将受限，人民币下跌难以持续。第二、我国经济平稳运行，表现出较强韧性，最终决定人民币走势的依旧是我国宏观经济基本面。

3. 产业链研究

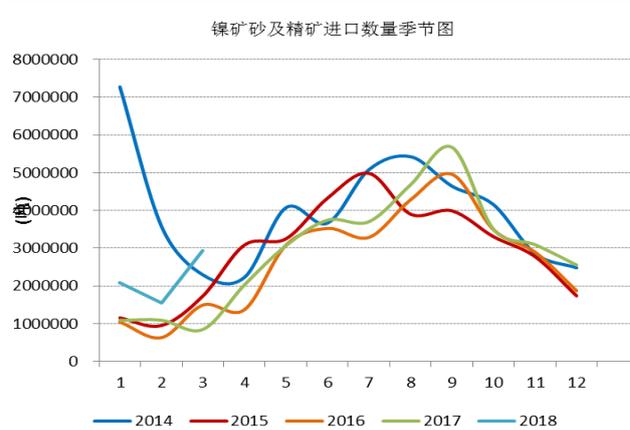
3.1 上游：尽管镍矿港口库存没有大幅囤积，但整体供应充裕

图 3.1：进口镍矿量



资料来源：中国海关总署，一德研究院有色金属研发中心

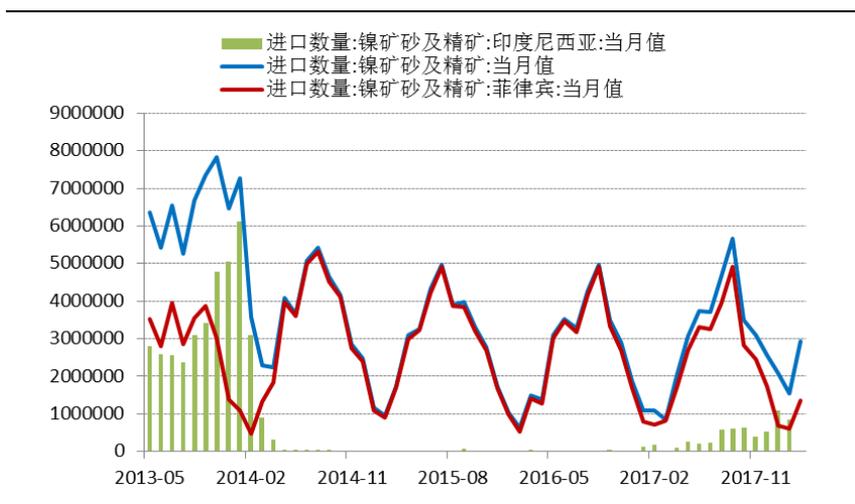
图 3.2：镍矿进口量季节图



资料来源：中国海关总署，一德研究院有色金属研发中心

由于海关进出口数据停更，我们目前拿到的数据只截止到3月份，3月份镍矿进口量294万吨，同比增加247%，这一较高同比增幅主要是由于去年同期进口数量较低造成，今年基本正常进口。对于整个二季度镍矿的进口数据我们只能通过相关历史数据进行推测，我们预计4月份320万吨，同比增长58%；5月份进口量420万吨，同比增加37%。通过已得到的进口数据，我们可以看出国内镍矿随着印尼镍矿出口配额的批复以及菲律宾环保审查，供应格局出现了明显的变化，3月份数据显示，印尼镍矿进口量与菲律宾进口量基本各占我国总进口矿的半壁江山，行至5月，随着菲律宾镍矿主产区雨季结束，菲律宾出货量增加，我国进口总量中，印尼进口量占比会比3月份有所下降。

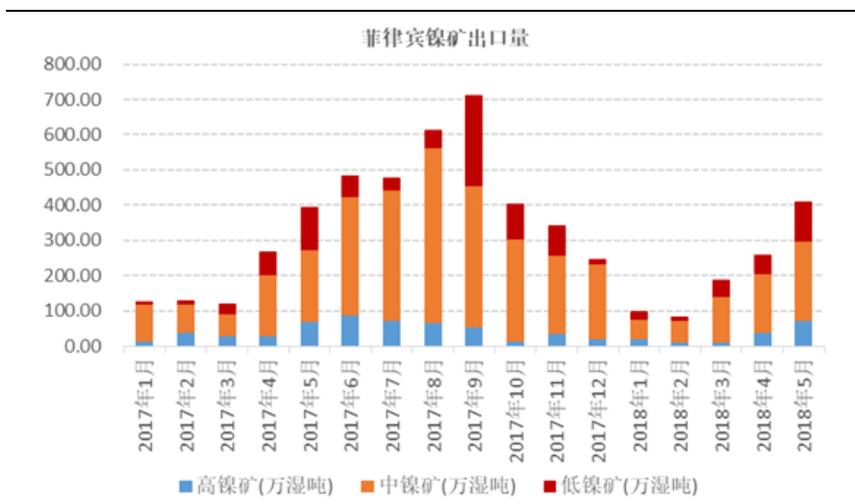
图 3.3：镍矿进口量（分国别）



来源：Wind，一德研究院有色金属研发中心

菲律宾方面，菲律宾镍矿主产区雨季已过，出货量逐渐增加，整体看菲律宾镍矿出口量与去年同期持平，前期环保审查对于本国镍矿出口量影响不大。菲律宾政府对 27 座矿山进行了评估，要求它们遵守国家规定与环境法，其中有 23 座矿山都通过了评估。称有 4 座矿山没有达到政府设定的环境标准。这减少了世界第二大镍矿供应国关于可能供应中断的不确定性的概率。

图 3.4：印尼镍矿出口配额批准情况



来源：SMM，一德研究院有色金属研发中心

印尼方面，截止 2018 年 4 月，印尼已批准镍矿出口配额 3214 万湿吨，预计后期印尼方面还会持续批复镍矿出口配额。但实际上，印尼镍矿实际出货量要小于理论出货量，进入 2018 年，印尼出货量逐渐稳定，但仍未达到最大出货能力，根据 2017 年历史数据，我们看到印尼实际出货量约占理论出货量的 78%。根据 SMM 数据，预计印尼镍矿出口量将在 2018 年年中（5 月-9 月）达到峰值，每月或有 300 万湿吨的镍矿流入国内。

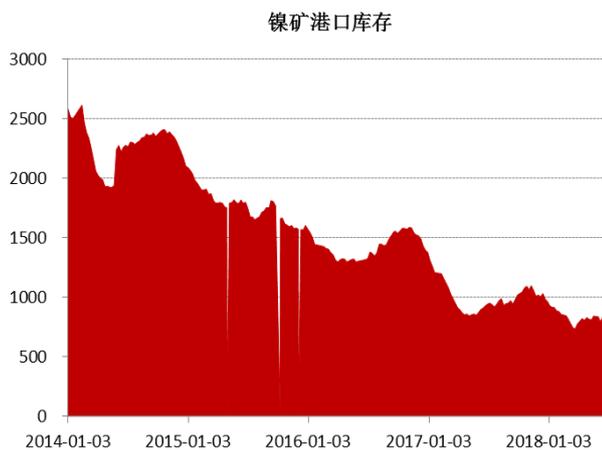
表 3.1：印尼镍矿出口配额批准情况

	申请矿山	公司名称	配额量	批准时间
1	PT Antam	Antam	270.0	2017年3月
2	PT Fajar Bhakti Lintas	振石集团	106.0	2017年4月
3	PT Ceria Nugraha Indotama		230.0	2017年7月
4	PT Trimegah Bangun Persada	新兴铸管	155.9	2017年7月
5	PT Gane Permai Sentosa	新兴铸管	52.0	2017年7月
7	PT Omega	新华联	88.0	2017年9月
8	PT Itamarta	新华联	11.9	2017年9月
9	PT Fajar Bhakti Lintas	振石集团	402.5	2017年10月
10	PT Antam	Antam	122.0	2017年10月
11	PT Wanatiara Persada	金川&WP	220.0	2017年10月
12	PT Sambas Minerals Mining	金麟镍业	297.0	2017年11月
13	PT Ifishdeco		99.2	2017年11月
14	Blacdspace		300.0	2017年12月
15	Toshida		195.0	2018年1月
16	Intergra		100.0	2018年1月
17	PT Genba Multi Mineral		195.0	2018年1月
18	PT Macika Mada Madana	宁波明辉	100.0	2018年4月
19	PT Antam	PT Antam	270.0	2018年4月
	合计		3214.4	

来源：网络信息整理，一德研究院有色金属研发中心

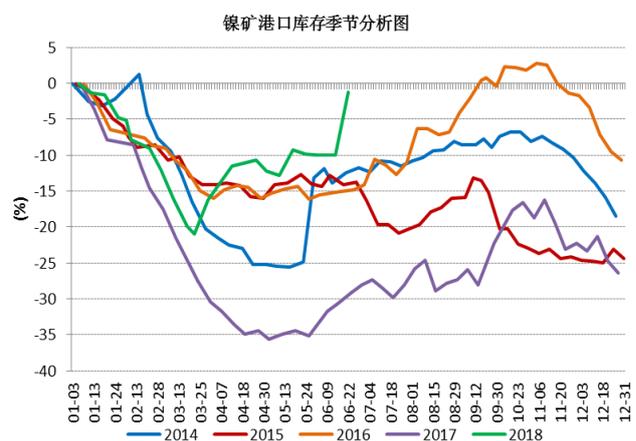
截止 6 月 29 日，全国所有港口的镍矿库存降至 887 万湿吨，较上周减少 4 万湿吨，总量折合金属量 7.4 万吨。随着菲律宾雨季的结束，尽管印尼镍矿供应不如市场预期，但整体来看，国内镍矿港口库存较前期有所增加，一方面，供应增加，另一方面，进入 6 月份，全国环保因素以及山东上合组织峰会影响，国内镍铁产量受到限制，相应镍矿需求量也相应增加。后期随着印尼斋月结束以及菲律宾对矿业政策的影响，国内镍矿供应依旧充足。

图 3.5：镍矿港口库存数据



资料来源：wind，一德研究院有色金属研发中心

图 3.6：镍矿港口库存季节图



资料来源：wind，一德研究院有色金属研发中心

3.2 中游：环保因素影响，国内镍铁供应整体下降，对镍铁价格形成支撑

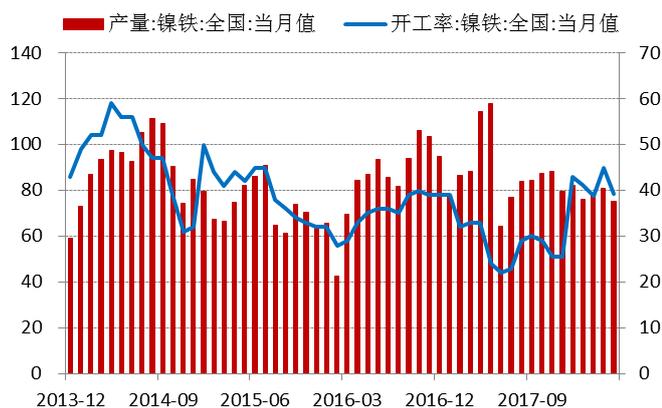
图 3.7：国内镍铁报价



来源：SMM，一德研究院有色金属研发中心

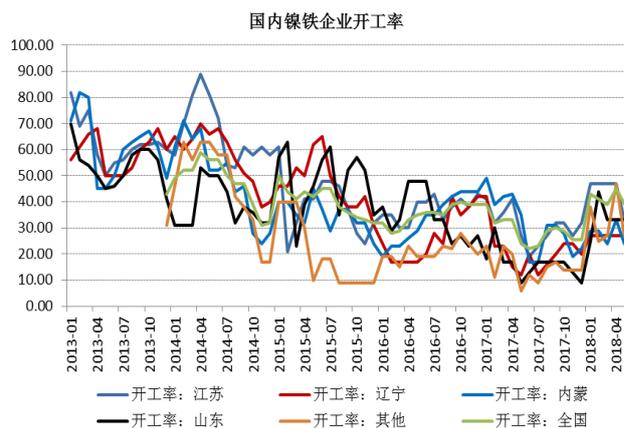
二季度，国内高镍铁报价持续在 950 元/镍-1100 元/镍区间内震荡，较一季度高镍铁价格重心有所上移；低镍铁报价依旧在 3000-3500 元/吨的区间内震荡，价格处于高位，国内镍铁冶炼成本相对稳定，2018 年 4、5 月份镍铁产量在 80 万实物吨附近，5 月镍铁折合镍金属吨 3.8 万吨，环比降幅 3.4%，同比增幅 24%，6 月以来国内环保检查形势严峻，巡视组“回头看”对各地的工业生产严密督查，目前环保检查的影响还在持续中，虽然镍铁厂利润处于高位，但因环保严查导致部分高镍铁厂停产、减产，不少镍铁企业产量受到了影响（影响具体见下表）。比如内蒙古、山东等地大批镍铁企业出现集中停产，停产结束时间多集中在 6 月底、7 月初，预计 6 月份公布国内镍铁产量较 5 月份会下降。

图 3.8：镍铁产量及开工率



资料来源：wind，一德研究院有色金属研发中心

图 3.9：国内镍铁主产区开工率



资料来源：wind，一德研究院有色金属研发中心

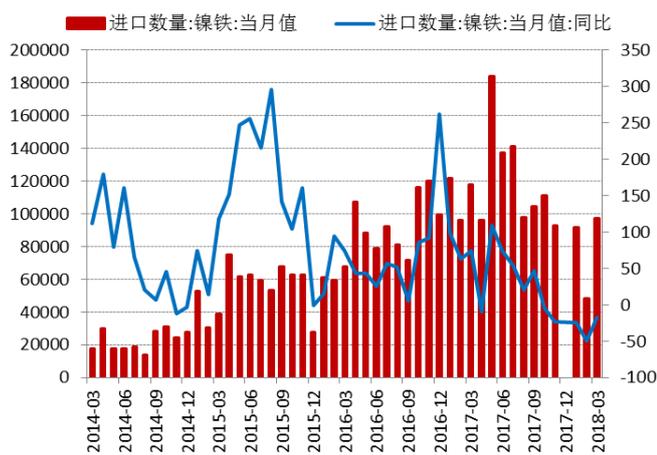
表 3.2：国内镍铁企业受环保影响情况

镍铁产区	5月产量	环保类型	影响时间	影响产量
山东	10645	青岛上合组织峰会	已结束	937
江苏	7484	第一批中央环境保护督察“回头看”	至7月5日	417
福建	6418	暂无	-	0
广东	3420	整顿非法转移倾倒危险废物	待整改完成	765
广西	2892	第一批中央环境保护督察“回头看”	至7月7日	399
内蒙古	2617	第一批中央环境保护督察“回头看”	至7月6日	2381
辽宁	1778	暂无	-	0
河北	1100	第一批中央环境保护督察“回头看”	至6月30日	200
河南	953	第一批中央环境保护督察“回头看”	至7月1日	9
合计	37307			5108

来源：SMM，一德研究院有色金属研发中心

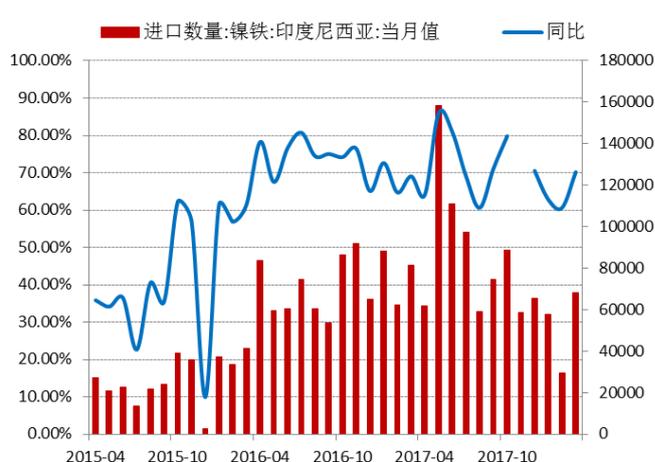
海关数据最新显示，2018年3月中国镍铁进口量9.7万吨，同比下降17.5%，其中来自印尼的进口量为6.8万吨，占总进口量的70%，同比降幅16.2%。4、5月份进口数据未公布，我们只能根据历史数据进行推算，国内四、五月份进口基本维持与3月份同水平，但是6月份由于国内镍铁供应减少，进口量本应该相应增加，但是根据我们追踪的进口镍铁与国内现货价格差来看，进口镍铁价格不具竞争性，这在一定程度上抑制进口镍铁量。

图 3.10：镍铁进口量



资料来源：中国海关总署，一德研究院有色金属研发中心

图 3.11：镍铁进口量（分国别：印尼）



资料来源：中国海关总署，一德研究院有色金属研发中心

据了解，5 月印尼镍铁产量月 17.9 万吨，其中中国企业投建的工厂产量约有 16.4 万吨，印尼本土企业镍铁产量约有 1.53 万吨。当地镍铁企业大都正常运行，截止 5 月底，印尼越有近 5 万吨镍铁可出口至国内，包括印尼青山因为不锈钢减产，有 1-2 万吨新兴铸管投建的暂未出口至国内，印尼本土镍铁工厂除了 ANTAM 有部分镍铁出售至国内外，其余工厂镍铁暂未进口到国内。目前国内企业印尼镍铁项目运行基本正常，印尼青山预计至今年 10 月份有望形成 200 万吨的镍铁产能。

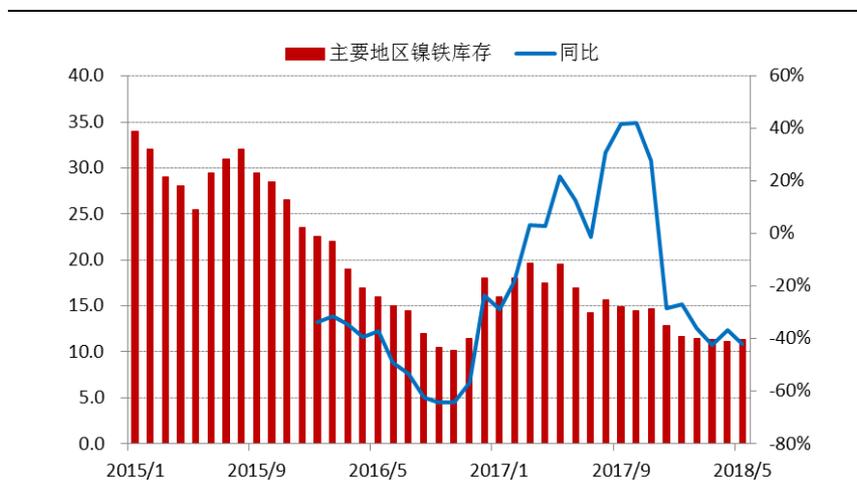
表 3.3：印尼镍铁项目运行状况

国内企业印尼镍铁项目运行状况			
企业	已投产	在建产能	总产能
青山	150.0		150.0
德龙	37.5	75.0	112.5
新兴铸管	19.0	57.0	76.0
金川		30.0	30.0
上海华迪	6.0	24.0	30.0
青岛恒顺电气	18.0		18.0
江苏大丰	15.0		15.0
新华联	10.0		10.0
真是集团	10.0		10.0
其他	18.3		18.3
合计	283.8	186.0	470.0

来源：网站新闻，一德研究院有色金属研发中心

整体来看，利润驱动下，国内镍铁冶炼企业的开工率回升，但是国内镍铁库存整体依旧在下降，两方面原因，一是环保因素国内镍铁冶炼企业部分减产停产，总供应下降；另一方面是二季度尤其是进入5月之后，国内不锈钢市场启动，对于镍铁需求增加。目前国内镍铁库存基本持稳。

图 3.12：全国主要地区镍铁库存

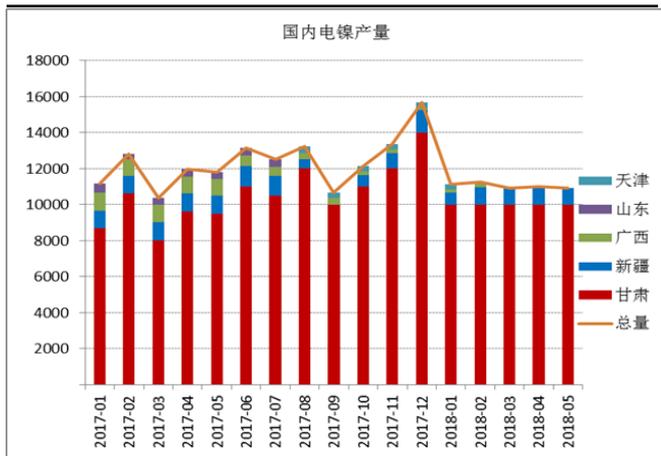


来源：Mysteel，一德研究院有色金属研发中心

3.3 中游：电镍价格冲至三年来高位，前期硫酸镍部分产能转产电镍

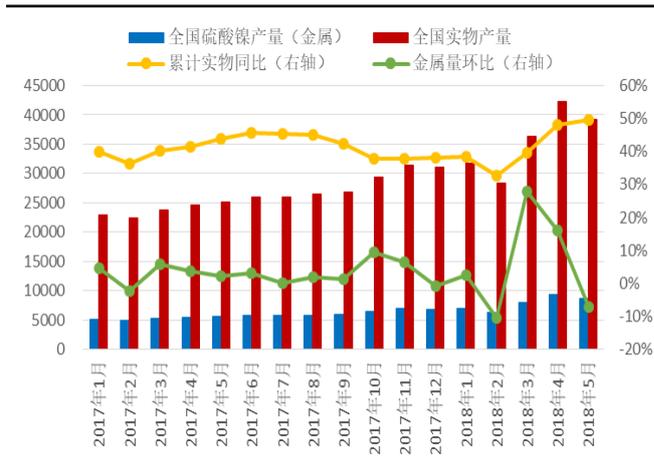
2018 年国内镍产业格局发生颠覆，一季度整体看，国内电镍产能在新能源较好前景的带动下部分转产硫酸镍，二季度，电镍价格持续站至高位，硫酸镍相对较弱（硫酸镍-电解镍溢价行至历史地位），国内部分产能回转至电镍生产。整体看，上半年电镍产量较去年同期是下降的；1-5 月硫酸镍产量同比维持在 50%，整体增量在市场预期之内，并未出现超预期的表现，未来硫酸镍产量增速短期内会受转产影响放缓增速。

图 3.13: 国内电镍生产情况



资料来源: Mysteel, 一德研究院有色金属研发中心

图 3.14: 国内硫酸镍生产情况



资料来源: SMM, 一德研究院有色金属研发中心

图 3.15: 硫酸镍-电解镍溢价走势图

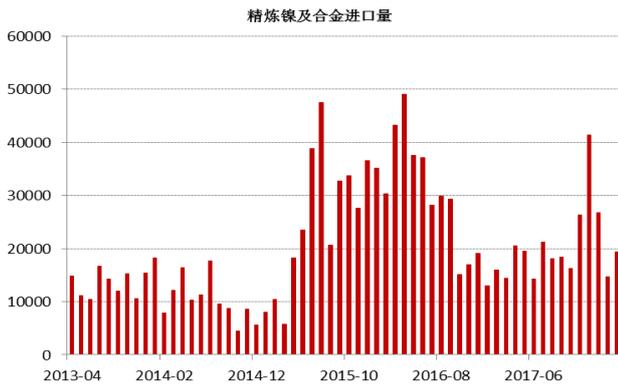


来源: 一德研究院有色金属研发中心

海关最新数据显示，3月精炼镍及合金进口合计1.93万吨，环比增加32%。二季度有关海关总署停止发布进出口数据，我们没有最新的进口数据，但是根据我们追踪的精镍进口盈亏数据，我们看到二季度尤其是在4月份，受俄铝被制裁影响，LME镍价大涨，而国内涨幅相对较弱，这使得国内进口亏损扩大，亏损曾一度高至万元以上，这给5、6月份精炼镍的进口量带来压制，我们看到3月份之前，进口亏损维稳在3000元/吨附近，3月份精镍进口1.93万吨，我们预计4、5月份基本维持在这个进口水平上。最新进口亏损数据显示，亏损已经缩窄至千元以内，甚至盈利窗口偶尔打开，后期随

人民币持续贬值，内外比值修复，加之保税区5月份以来累积了大量库存，7月之后会有部分货进入到国内。

图 3.16: 国内电解镍进口量



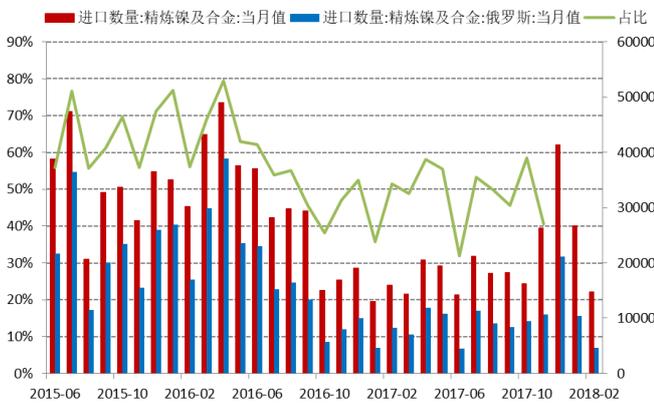
资料来源: 中国海关总署, 一德研究院有色金属研发中心

图 3.17: 精炼镍进口盈亏数据追踪



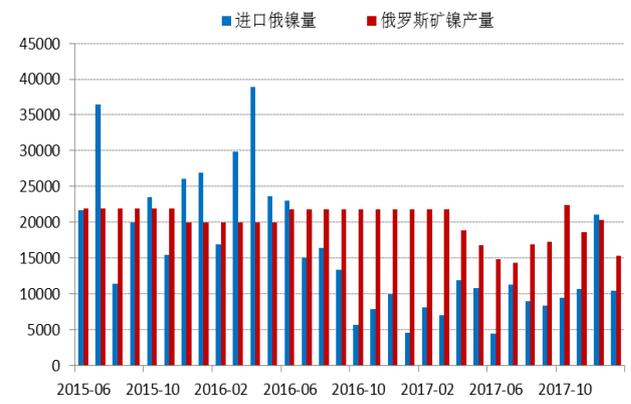
资料来源: wind, 一德研究院有色金属研发中心

图 3.18 精炼镍进口量（分国别：俄罗斯）



资料来源: wind, 一德研究院有色金属研发中心

图 3.19: 进口俄镍与俄镍产量对比图



资料来源: wind, 一德研究院有色金属研发中心

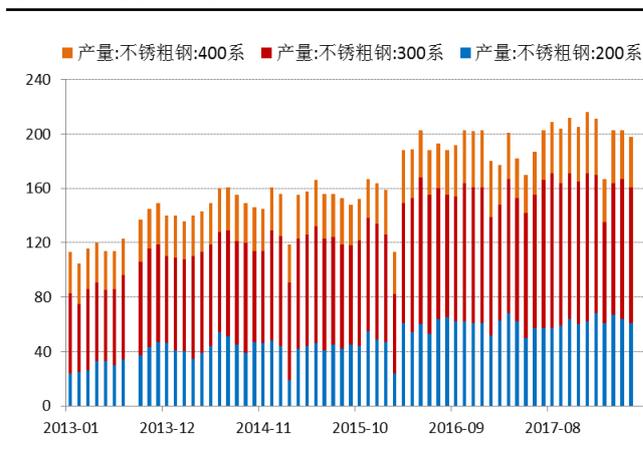
3.4 不锈钢：长时间疲软之后，不锈钢市场迎来季节性春天

图 3.20：300 系不锈钢价格走势



资料来源：wind，一德研究院有色金属研发中心

图 3.21：国内不锈钢产量



资料来源：wind，一德研究院有色金属研发中心

表 3.4：环保因素对不锈钢产量影响

省份	全国不锈钢样本产量	环保类型	持续时间	200系	300系
广东	20.3	第一批中央环保督查回头看	2018.6.5-2018.7.5		1.5
广西	13.9	第一批中央环保督查回头看	2018.6.7-2018.7.7	0.5	0.3
河南	6.0	第一批中央环保督查回头看	2018.6.1-2018.7.1	0.0	0.0
江苏	24.5	第一批中央环保督查回头看	2018.6.5-2018.7.5	11.0	4.5
内蒙古	2.8	第一批中央环保督查回头看	2018.6.6-2018.7.6	0.0	1.8
合计				11.5	8.1

来源：网站新闻，一德研究院有色金属研发中心

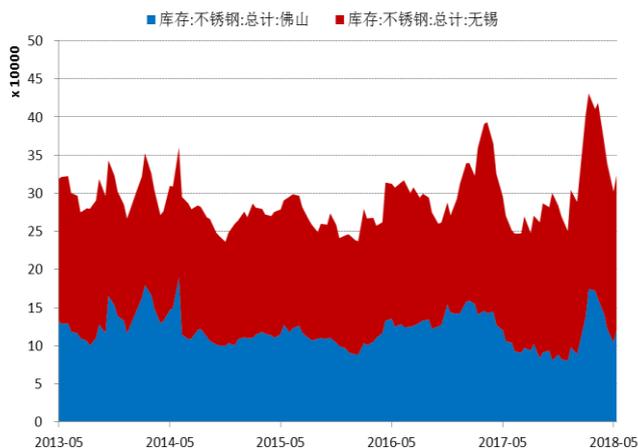
自去年三季度以来国内不锈钢市场持续疲软，不锈钢价格持续下降，进入 2018 年，不锈钢市场迟迟未启动，牵制镍价上涨，在二季度 5 月开始，不锈钢市场逐渐脱离泥淖，这相较去年同期来看，基本遵循传统的淡旺季，但是我们看到，今年不锈钢市场的反弹力度相较往年是相对较弱的。最新数据显示，2018 年 5 月份国内 27 家主流不锈钢厂粗钢产量为 198 万吨。受中央环保督查回头看影响，国内广东、广西、河南、江苏、内蒙古等地不锈钢产量略受影响（具体见上表）。据了解，目前国内不锈钢生产企业 300 系已经脱离亏损状态，国内不锈钢市场迎来季节性春天，国内佛山、无锡两地库存在春节后达到 42 万高点之后已经回落至当前的 30 万附近。

图 3.22: 国内不锈钢出口量



资料来源: 51bxg, 一德研究院有色金属研发中心

图 3.23: 佛山、无锡两地不锈钢库存



资料来源: 51bxg, 一德研究院有色金属研发中心

去年6月印尼不锈钢开始生产,自8月份开始印尼不锈钢每个月都有不同量回流至国内,由于国内进出口数据于今年4月停止更新,我们无法拿到最新的印尼不锈钢进口数据,但是通过去年8月至今年3月的数据我们不难看出,印尼不锈钢90%以上的产量回至国内。最新消息称,印尼青山三期100万吨不锈钢炼钢项目于2018年6月20日投产,由于当地不锈钢的消费量以及价格限制,我们认为后期印尼不锈钢大部分产量依旧回流至国内的概率较大,这将给国内不锈钢价格形成压制。

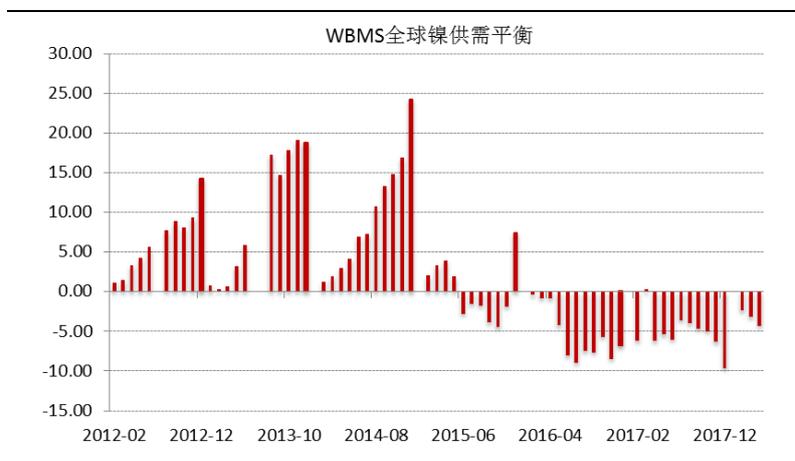
图 3.24: 印尼不锈钢



来源: Mysteel, 一德研究院有色金属研发中心

3.5 供需平衡分析：国内外依旧以去库存为主基调，供应缺口有望较 2017 年扩大

图 3.25：全球镍供需平衡



来源：Wind，一德研究院有色金属研发中心

世界金属统计局(WBMS)周三公布的报告显示，4月，镍冶炼厂/精炼厂产量为14.9万吨，消费量为16.22万吨。2018年1-4月全球镍市场供应短缺4.3万吨，2017年全年供应短缺9.6万吨；1-4月全球矿山镍产量为60.96万吨，同比增加4.7万吨；中国冶炼厂精炼厂产量同比增加2.1万吨，表观需求量同比增加3.5万吨。从已经公布的四个月全球供需数据来看，2018年整年的供应缺口有望超出市场预期。

表 3.5：国内镍供需平衡

日期	国内供需平衡表(月度)：镍						
	电解镍产量	镍铁产量	电解镍净进口量	镍铁净进口量	表观消费量	实际消费量	供需平衡
2018-06	1.19	3.33	1.50	1.00	7.02	7.36	(0.34)
2018-05	1.22	3.73	2.00	1.00	7.95	8.85	(0.90)
2018-04	1.22	3.99	2.00	0.97	8.18	8.91	(0.73)
2018-03	1.22	3.81	1.90	1.19	8.12	8.92	(0.80)
2018-02	1.11	3.44	1.47	0.97	6.99	7.05	(0.06)
2018-01	1.19	3.69	2.67	1.84	9.38	8.14	1.25
2017-12	1.51	4.04	4.13	1.73	11.41	11.33	0.08
2017-11	1.44	4.11	2.45	1.85	9.85	10.38	(0.53)
2017-10	1.26	4.06	1.41	2.21	8.94	9.38	(0.44)
2017-09	1.25	4.01	1.67	2.09	9.01	10.11	(1.09)
2017-08	1.45	2.96	1.71	1.94	8.05	8.52	(0.47)
2017-07	1.22	3.38	1.97	2.81	9.37	10.03	(0.66)
2017-06	1.26	3.20	1.15	2.75	8.35	8.81	(0.45)
2017-05	1.25	2.74	1.80	3.68	9.47	9.92	(0.45)
2017-04	1.29	3.06	1.82	1.93	8.10	8.01	0.09
2017-03	1.18	3.25	1.28	2.35	8.07	8.65	(0.58)
2017-02	1.41	3.24	1.51	1.91	8.07	8.04	0.03
2017-01	1.21	3.43	1.19	2.42	8.25	8.75	(0.50)

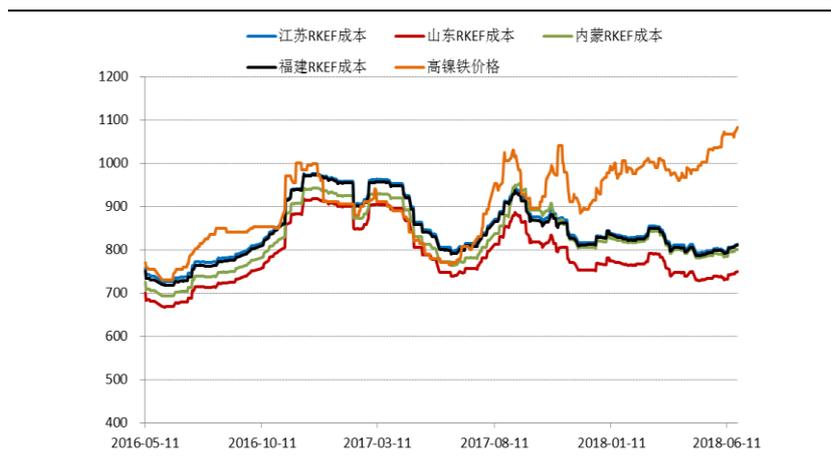
来源：一德研究院有色金属研发中心

国内镍供需来看，依旧以去库为主基调，由于关税调整以及进口盈利窗口的持续关闭导致国内电镍供应较弱，需求较为稳定。持续下降的库存给国内电镍价格带来支撑，尤其是国内仓单也随着库存的持续下降而下降，导致国内在今年一二季度持续出现挤仓现象。

4. 成本分析

4.1 镍铁：镍铁冶炼企业利润持续存在，不受环保影响企业享受红利

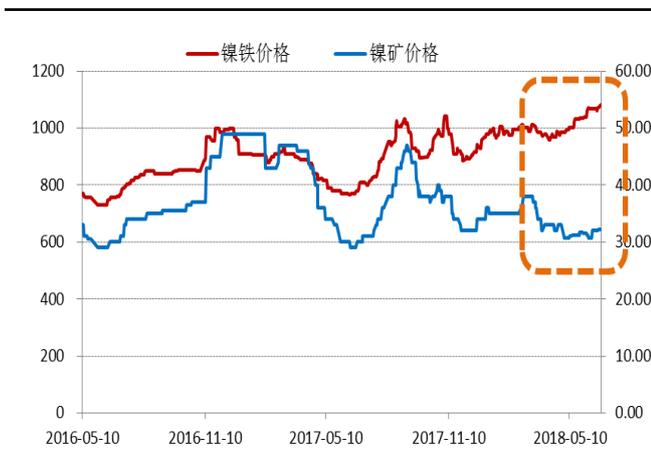
图 4.1：国内镍铁冶炼成本



来源：一德研究院有色金属研发中心

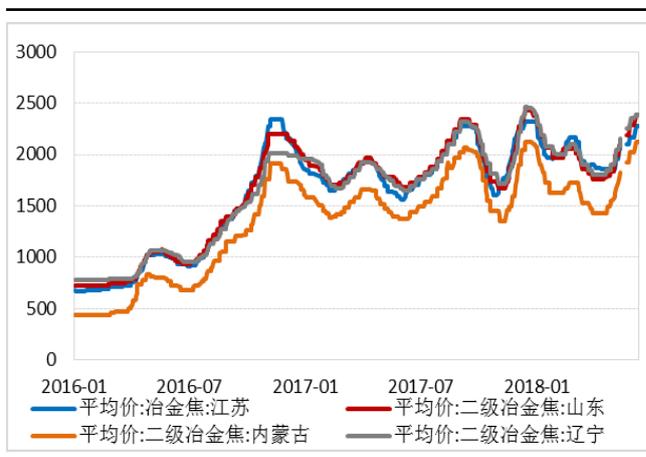
二季度由于原料镍矿的持续低迷以及镍铁价格的持续上扬，国内镍铁冶炼企业利润可以说是非常可观。二季度，菲律宾镍矿主产区雨季结束，加之印尼镍矿出口配额持续批复，市场对于镍矿供应很是乐观，虽然镍价持续上涨，但整个二季度镍矿价格未出现上涨。相对应的国内由于环保因素影响，部分镍铁冶炼企业不得不减产，同时在电镍价格持续上涨影响，镍铁价格持续上扬，这对于不受环保因素影响的镍铁冶炼企业带来了额外红利；下游不锈钢在刚刚摆脱困境后，这个市场氛围相对还是较弱，所以，目前镍矿-镍铁-不锈钢产业利润依旧集中在镍铁冶炼端。

图 4.2：原料：镍矿价格



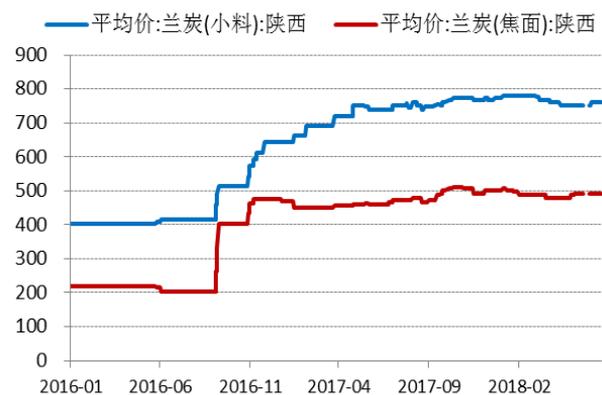
资料来源：wind，一德研究院有色金属研发中心

图 4.3：原料：冶金焦价格



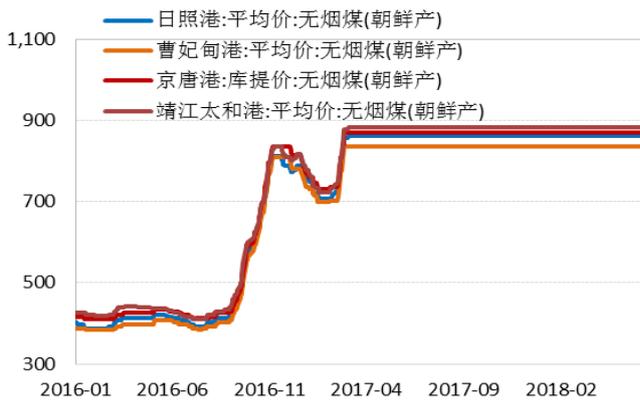
资料来源：wind，一德研究院有色金属研发中心

图 4.4：原料：兰炭价格



资料来源：wind，一德研究院有色金属研发中心

图 4.5：原料：无烟煤价格

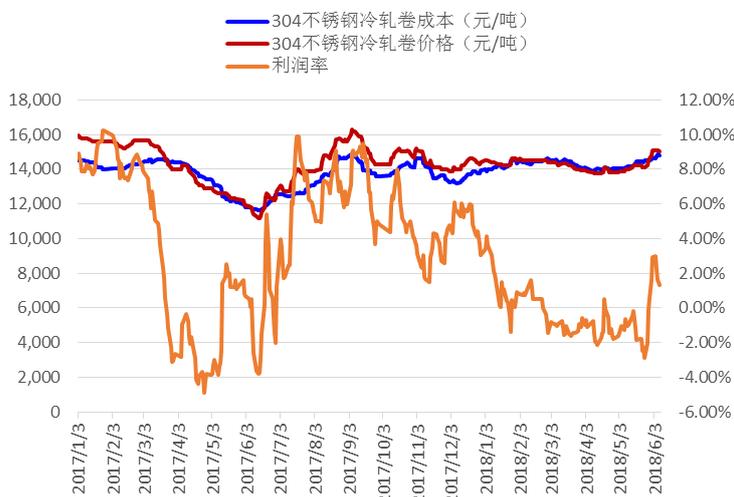


资料来源：wind，一德研究院有色金属研发中心

4.2 不锈钢：利润持续得不到修复，不锈钢市场的春天持续受到压制

今年一季度以来，国内 300 系不锈钢生产持续处于亏损状态，五月不锈钢市场启动，钢厂利润得到修复，但是我们看到此次不锈钢上涨动力不足，以 300 系为例，目前价格微跌就会造成亏损，400 系目前是持续盈利的，国内 RKEF 一体化盈利丰厚，利润率较高。

图 4.6：国内不锈钢 304 成本及利润



来源：一德研究院有色金属研发中心

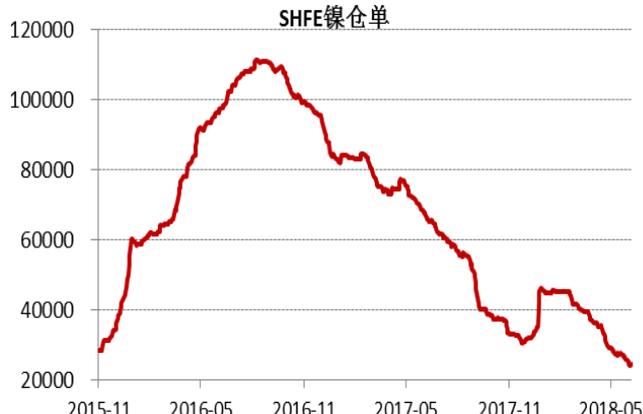
5. 库存分析

图 5.1: LME 镍库存



资料来源: wind, 一德研究院有色金属研发中心

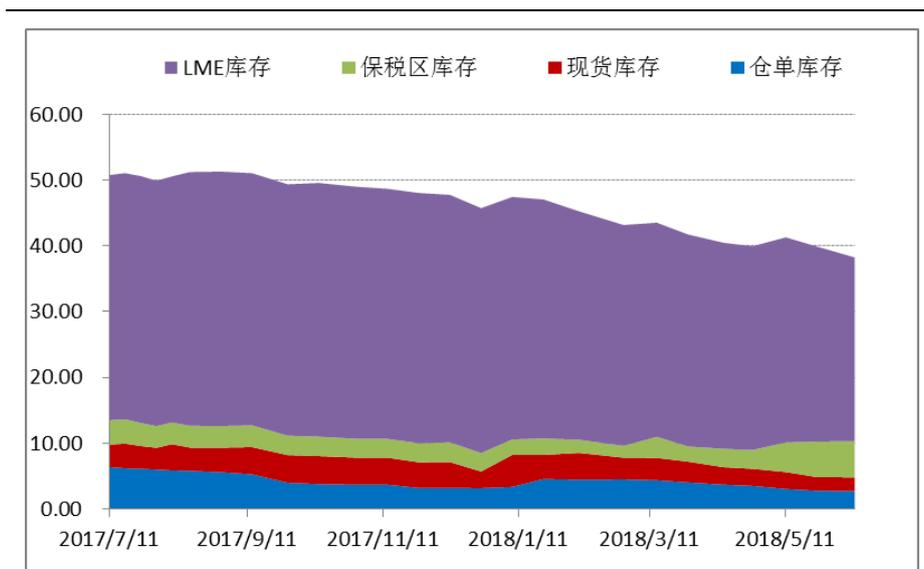
图 5.2: SHFE 镍仓单变动图



资料来源: wind, 一德研究院有色金属研发中心

自今年二季度以来，LME 镍库存依旧持续一季度走势，持续下降，国内 SHFE 库存也呈现下降走势。二季初中 LME 库存加上 SHFE 库存加上保税区库存总和在 43 万吨附近，目前总库已经下降至 38 万吨附近。在库存明细中，我们需要提起注意的是保税区库存。据 SMM 调研了解，保税区镍板库存从 5 月中旬到 6 月底逐渐增加。截止 6 月 29 号上海保税区镍板库存增至 6.06 万吨左右，连增 5 周。一是流入保税区库存增加，因部分贸易商认为国内镍库存持续下降，进口窗口随时会打开，故将境外货源逐渐转回保税区，以便进口窗口打开清关进入现货市场。二是因进口仍亏损导致外贸市场成交活跃度差，到港保税库镍板进入国内现货市场的量较少，库存累积。结合当前内外价差，后期从保税区进入国内的货量较前期增加的概率较大。

图 5.3: 国内外库存



来源: 一德研究院有色金属研发中心

6. 总结与展望

供应端:

菲律宾前期环保审查影响较小，出货量正常，印尼镍矿出口配额持续批复，虽然出货量不及市场预期，但国内镍矿供应整体充裕；

国内镍铁冶炼企业受环保影响较大，在高利润率下背景下不得不减产，随着7月到来，国内镍铁受影响产能将陆续复产，由于进口镍铁布局竞争，镍铁进口量增速不及去年同期；

精镍进口亏损在二季度出现高位后，随着人民币持续贬值，内外比值逐渐修复，后期精镍进口有望较前期增加。

总结：随着国内一波环保回头看结束，短期内国内原生镍供应维持偏紧格局缓解（中性）

需求端:

国内不锈钢市场消费旺季来临，但受环保等因素影响，旺季表现相对较弱，目前库存下降至正常水平；印尼青山项目投产，印尼不锈钢将持续回流中国。

总结：不锈钢市场表现相对较弱，同时淡季即将来临（中性甚至偏利空）

库存：国内外库存持续下降（利多）

结论:

二季度在多重利好的刺激下，镍价创出三年来新高，高位行至12万整数关口，整个二季度平均价格在109000元/吨。对于三季度镍价走势，我们认为相较二季度的暴涨走势，三季度会相对平稳，在国内外库存持续下降尤其是上期所仓单持续下降的背景下，镍价支撑较强，三季度镍价重心依旧会缓慢上移，同时后期镍合约持续挤仓的概率依旧较大，但是消费尤其是国内不锈钢消费增速弱于市场预期，镍价上涨空间会受到抑制。我们认为三季度镍价重心会在围绕在11万，针对后期镍合约持续挤仓我们认为套利者可考虑低位布局9-11正套。对于三季度不确定因素，我们认为存在于两方面，一是、菲律宾矿业政策的变动，由于菲律宾总统多次发表全部关停本国矿业的言论，对市场产生影响，但我们认为这种波动边际效应已经基本回归零，假如成真，那么镍价或将迎来再次飞跃；二是宏观层面中美贸易战，由于美国总统特朗普的变脸及其速度，对于后期镍价走势我们最大的不确定因素就是特朗普，如果下半年中美贸易战继续升级，对于镍价后期走势将带来较大压力。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088

一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel：021-6257 3180

一德期货有限公司 天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206

一德期货有限公司 滨海新区营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079

一德期货有限公司 大连营业部 116023
大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期
货大厦2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel：0533-3586 709

一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915

一德期货有限公司 唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-578 5511

一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel：0535-2163353/2169678