

## 国信期货策略报告

## 不锈钢

## 不锈钢价格中长期展望

2019年11月15日

## ● 主要结论

供给端，印尼禁矿令的提前执行将实质上令未来镍矿平衡产生难以弥补的缺口，作为核心原材料的镍价重心将持续上移，推动不锈钢整体成本的抬升。

需求端，从短期来看，贸易战、全球经济下滑的影响令不锈钢终端消费疲软，其中汽车产销大幅萎缩，餐厨器具出口增长受限，造成累库风险攀升和出口大幅萎缩。但从中长期来看，中国不锈钢消费升级仍具上升空间、不锈钢新国标实施带来的政策刺激以及房地产竣工回升带来的引致需求增加将使的不锈钢消费重回高速轨道。

展望后市，短期内不锈钢价将在镍价回调、国内终端消费萎靡的利空情绪下低位震荡，但因成本支撑下方空间不大，区间 14000 元/吨-15000 元/吨。而从中长期来看，禁矿缺口造成的镍价的反弹与消费复苏将使不锈钢具备上行的动力，区间 15500 元/吨-16500 元/吨。

分析师：尹心

从业资格号：F3049004

电话：021-55007766-6619

邮箱：15337@guosen.com.cn

分析师：顾冯达

从业资格号：F0262520

电话：021-55007766-6618

邮箱：15068@guosen.com.cn

## 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、不锈钢简介

### 1、不锈钢是什么

不锈钢（Stainless Steel）是不锈钢和耐酸钢的统称，一般将在大气、淡水等弱腐蚀性介质中不生铁锈的钢称为不锈钢，而将在酸、碱、盐、海水等苛刻腐蚀性介质中耐腐蚀的钢称为耐酸钢。按照现行的国家标准规定，以不锈、耐蚀性为主要特性，且铬含量 $\geq 10.5\%$ 、碳含量 $\leq 1.2\%$ 的钢，叫不锈钢。

随着钢中铬含量的增加，钢的耐蚀性提高，当含铬量达到一定比例时，钢表面会自动形成一种厚度极薄的无色透明、光滑的富铬氧化物膜，防止钢的生锈。这层膜非常稳定，即使破坏也会很快自行修复，被称为自钝化膜。不锈钢的耐蚀性取决于钢中所含的合金元素，而铬是使不锈钢获得耐蚀性的基本元素。除铬外，常用的合金元素还有镍、钼、钛、铌、铜、氮等，以满足各种用途对不锈钢组织和性能的要求。

图：不锈钢



来源：网络

### 2、不锈钢的分类

根据组织形态的不同，可以将不锈钢分为三大类：奥氏体不锈钢、铁素体不锈钢和马氏体不锈钢。

**奥氏体不锈钢**含有 16%—26%铬和 35%以下的镍，通常具有最高的耐腐蚀性，不能通过热处理进行强化，并且无磁性；代表钢种是 304、321、316，其中 304 是最常见的类型，又称 18/8，即含有 18%铬和 8%镍；典型的用途包括餐厨器具和航空航天等。在正常热处理条件下，钢的基体组织为奥氏体，在不恰当热处理或不同受热状态下，在奥氏体基体中有可能存在少量的碳化物及铁素体组织。奥氏体不锈钢不能通过热处理方法改变它的力学性能，只能采用冷变形的方式进行强化。无磁性、良好的低温性能、易成型性和可焊性是这类钢种的重要特性。

标准的**铁素体不锈钢**含有 10.5%—27%铬，而不含镍，由于碳含量低（0.2%以下），不能通过热处理进行强化，常温下具有强磁性，代表钢种是 409、430，其耐蚀性不如奥氏体不锈钢，但是抵抗应力腐蚀开裂

能力优越于奥氏体系不锈钢，热处理不能硬化，具有优秀的冷加工性。一般仅用于防腐蚀要求不高的场合，如建筑和汽车装潢。

**马氏体不锈钢**通常含有 11.5%—18%铬和 1.2%以下的碳，有时也含镍，代表钢种有 410、420。可通过热处理进行强化，具有中等的耐腐蚀性，用于高强度结构钢，如刀具、外科用具、扳手和涡轮机。

表：不锈钢种类

牌号分类	组织状态	化学成分	代表钢种	代表钢种主要成分(%)	锰含量	镍含量	铬含量
200系列	奥氏体不锈钢	铬-锰-镍系不锈钢	201-12Cr17Mn6Ni5N	16.0-18.0Cr、5.5-7.5Mn、3.5-5.5Ni	5.5%-12%	1%-6%	10.5%-20%
300系列	奥氏体不锈钢	铬-镍系不锈钢	304-06Cr19Ni10	18.0-20.0Cr、8.0-10.5Ni	最高 2%	6%-22%	15%-25%
400系列	铁素体不锈钢	铬系不锈钢	铁素体不锈钢 430-10Cr17	16.0-18.0Cr	最高 1%	最高 0.75%	最高 10.5%
	马氏体不锈钢		马氏体不锈钢 410-12Cr13	11.5-13.5Cr			

来源：不锈钢协会，上期所，国信期货

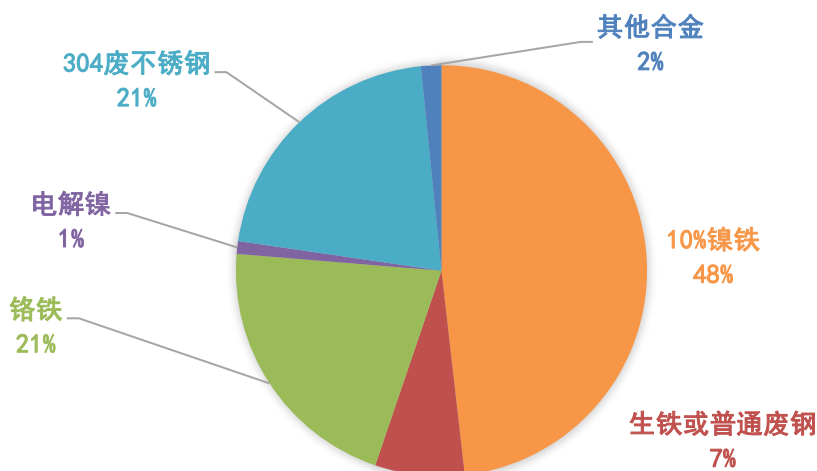
值得注意的是，此次上市的不锈钢期货采用 **304 不锈钢冷轧卷板**作为合约标的物。304 不锈钢冷轧卷板是 300 系中的代表钢种，具有良好的耐蚀性、耐热性，低温强度和机械特性，广泛应用于家庭用品、汽车配件、医疗器具、建材等领域，已成为不锈钢产业最具代表性的品种，既符合不锈钢产业未来发展趋势，也反映我国消费升级、产业升级的需求变化方向，符合作为期货标的物的各项要求。按照上期所的规定，用于实物交割的不锈钢，质量应当符合 **GB/T3280-2015《不锈钢冷轧钢板和钢带》**要求的 **06Cr19Ni10**，或者 **JIS G 4305: 2012《冷轧不锈钢钢板及钢带》**的 **SUS304**，以及上海期货交易所规定的表面质量技术要求。

### 3、不锈钢生产工艺

目前广泛使用的 300 系的生产工艺有两类，一类是以太钢不锈钢为代表的 EAF+AOD 传统工艺，主要采用二步法和三步法，另一类是以青山为代表的 RKEF+AOD 新工艺。

**传统工艺：**两步法生产工艺流程为 EAF-AOD-LF-CMM，将含镍生铁、不锈钢废钢、高铬合金、电解镍等原材料以一定量的配比（根据厂商、工艺及材料间价差的不同而调整）在电弧炉（EAF）熔炼成不锈钢母液，再将母液兑入 AOD 进行脱碳、合金化精炼，AOD 精炼钢水在 LF 进行成分、温度微调及夹杂物去除精炼，然后交板坯连铸浇铸。三步法生产工艺流程为 DEP-KOBMS-VOD-LF，高炉铁水采用喷吹法进行脱硅、脱磷预处理，兑入 KOBMS 转炉进行脱碳升温、合金化后出钢，钢水在 VOD 深脱碳、脱氮精炼，VOD 精炼钢水在 LF 进行成分温度微调和夹杂物去除精炼，然后至板坯连铸浇铸。

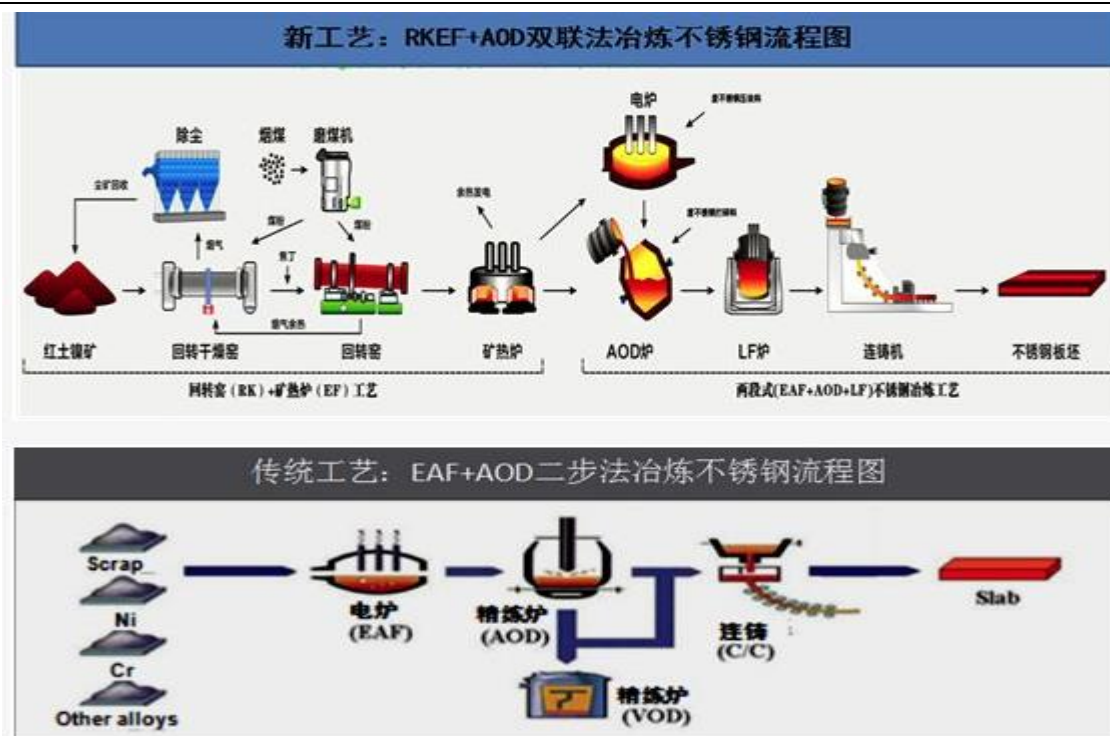
图：某传统工艺不锈钢厂的原料配比



来源：51 不锈钢

**RKEF 一体化生产工艺：**干燥窑通过循环利用矿热炉产生的尾气作为能源对红土镍矿脱水变为含水量小于 20%的干矿，并将干矿输送至回转窑焙烧至 780℃左右脱去矿中的结晶水及预还原为焙砂，焙砂进入矿热炉通过电解还原出高品位的镍铁水，生产出的镍铁水红送至 AOD 炉炼成各种优质的不锈钢。RKEF+AOD 工艺可以减少生产中间粗镍合金浇铸、中频炉重熔等环节，充分利用粗镍合金铁水热能，采用这样的工艺不但降低了电耗、生产成本，产品成材时间缩短，现场环境更加清洁环保，平均每吨铁在生产过程中的电能消耗降低了 1500 度，粉尘排放降低 80%。

图：不锈钢生产工艺



来源：SMM

#### 4、不锈钢生产成本

根据上期所资料，304 不锈钢冷轧卷板的成本组成主要包括原材料（核心原料、配套原料、辅助材料）成本、制造工序成本（包括能源成本、人工成本等）、设备折旧和财务成本等。

冶炼 304 不锈钢核心原料是镍铁、废不锈钢、镍板、高碳铬铁等。由于每家钢厂设备和工艺有一定差异，获取原料的渠道和价格也差异较大，使得每家钢厂原料配比情况各不相同。其中镍铁在镍原料配比率大约为 70%，废不锈钢在镍原料配比率大约为 22%，镍板在镍原料配比率大约为 8%。

一般来说，**300 系冷轧不锈钢成本=镍铁成本+高碳铬铁成本+废钢成本+电解镍成本+电费+轧钢成本+酸洗成本+焦炭焦煤成本（浮动）+耐火材料成本（浮动）+其他原料成本+包装成本+材料损耗成本。**

截至 2019 年 11 月 15 日，以当日现货均价计算。镍铁价格为 1125 元/镍，废不锈钢价格为 999 元/镍，镍板价格为 1276 元/镍，铬铁价格为 6400 元/吨。

则目前上期所交割的 304 不锈钢 06Cr19Ni10 成本约为：

304 不锈钢冷轧成本=原材料成本+1000（冶炼工序成本）+850（热轧热酸工序）+850（冷轧冷酸工序）+650（设备折旧和财务成本）

=（镍铁价格\*70+废不锈钢价格\*22+镍板价格\*8）/100\*8+铬铁价格\*0.36+450+3350

=（1125\*70+999\*22+1276\*8）/100\*8+6400\*0.36+450+3350=14978（元/吨）。较当日收盘价升水 603 元/吨。

## 二、上游：镍价影响大 印尼缺口难弥补

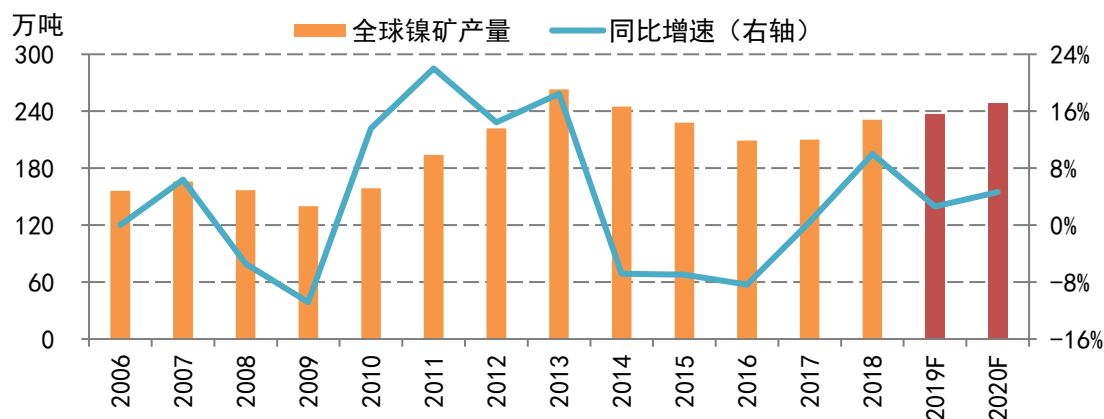
### 1、镍：印尼政策扰动市场 长期短缺难以弥补

金属镍因其相对昂贵的价格以及自身波动剧烈，对不锈钢价影响巨大。以上期所交割的 304 为例，以 11 月 14 日上期所镍、不锈钢主力合约收盘价估算，镍价占约不锈钢总价的 60%以上，因此镍价走势将成为主导不锈钢价格的重要因素之一。

据世界金属统计局（WBMS）数据显示，2019 年 1-8 月全球矿山镍产量为 160.87 万金属吨，比 2018 年同期产量高 6.8 万金属吨。作为红土镍矿的主要资源国，印尼自 2014 年起开始加大在镍矿资源的开发，2017 年以来，该国成为世界第一镍生产国，近年来全球镍矿所有的增量都几乎来自印尼，其中 2018 年该国产量增速高达 20%。2019 年以来，印尼政策风波不断、菲律宾环保趋严，同时巴西发生大规模矿难，导致镍资源产量不及预期，根据国际镍业研究小组（INSG）预计，2019 年全球镍矿产量 230.4 万吨，比年初估算的 10%大幅减少。预计全球镍产量在 2020 年将增至 248 万吨，增长 4.6%。



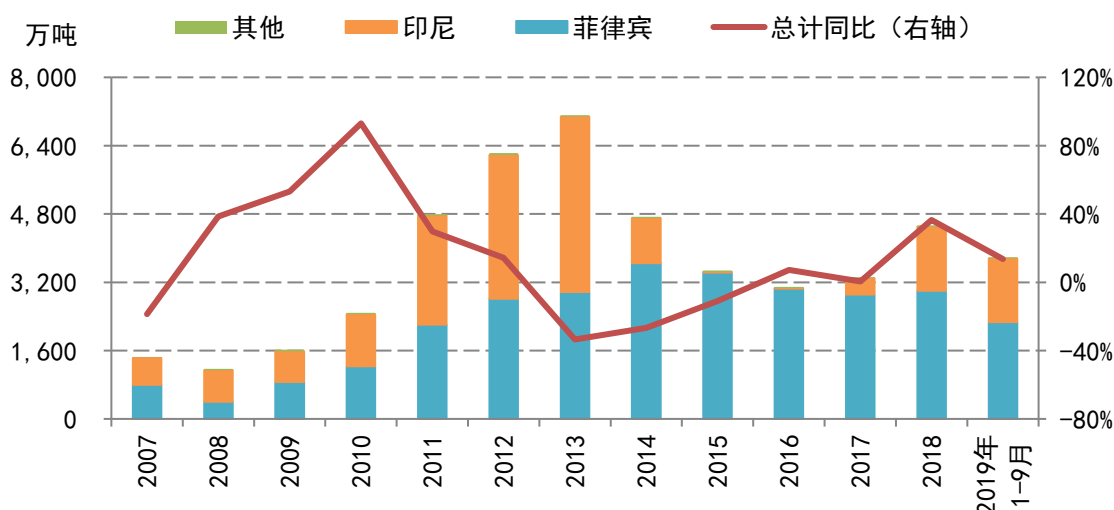
图：全球镍矿产量



数据来源：INSRG, WBMS, 国信期货

印尼政策牵动中国镍产业链神经。作为全球最大的镍消费国与镍资源进口国，中国对镍矿资源的对外依存度极高。2007-2013年中国镍矿矿砂及精矿进口数量呈现高速增长，年均复合增长率达到了30%左右，且进口主要来自菲律宾和印尼，两者占比95%左右。2014年印尼正式启动出口禁令以鼓励生产商在印尼国内兴建冶炼厂，受此影响中国进口镍矿的数量自高位逐年回落，包括青山在内的大量中国企业前往印尼新建镍-不锈钢生产基地，而菲律宾乘机取代印尼成为最大的对华镍矿出口国。但近年起菲律宾环保政策趋严并关闭部分镍矿，这使得菲律宾全年的镍矿产量及对华出口量均有所下滑，而自印尼进口在2017年出口政策逐步松动下逐步回升填补了部分缺口。2018年全年中国从印尼进口镍矿约1500万湿吨，同比增长近300%，约占当年总进口量的三分之一，由此可见，印尼镍矿出口政策对我国镍矿供给产生巨大影响。

图：中国自菲印两国进口量及增速



数据来源：海关总署，国信期货

印尼禁矿令的实施或为未来两年造成2000万吨/年的供应收缩。8月30日，印尼能源和矿产资源部(ESDM)表示，从2020年1月1日开始，镍矿石含量低于1.7%不再允许出口。根据海关总署公布的数据，中国9月印尼镍矿石进口量高达251万湿吨，因不锈钢生产商在印尼实施出口禁令之前囤积原材料。10月末，印尼为调查违反出口规定的报告，印尼此前将矿石出口暂停两周时间，截至11月15日，已经有十一

请务必阅读正文之后的免责条款部分

以信为本 点石成金

家企业恢复镍矿石出口业务，另外 26 家被市场认定有出口配额的企业状态尚不明朗。据印尼镍矿商协会 (APNI) 预测，还有 800 万吨镍矿石出口配额未被使用，折合金属吨 8.4 万吨。

图：印尼镍矿出口配额批准情况

2017年至今印尼镍矿出口配额批准情况					
矿山名	合作冶炼厂	配额数量(万湿吨)	状态	配额批准时间点	有效期至
PT. Tiran Indonesia	PT. Tiran Indonesia	200	已批准	2018年9月	2019年9月
PT Adhikara Cipta Mulia		180	已批准	2018年9月	2019年9月
PT Sulawesi Resources	Solway	195	已批准	2018年9月	2019年9月
PT Wanatiara Persada	金川WIP	220	已批准	2018年11月	2019年11月
PT Mulia Pasific Resources(Central Omega)	(Central Omega)	88	已批准	2018年11月	2019年11月
PT Ifishdeco	Bintang Smelter	99	已批准	2018年12月	2019年12月
PT Ceria Nugraha Indotama		210	已批准	2018年12月中下旬	2019年12月
PT Antam	PT Antam	98	已批准	2018年11月	2019年11月
PT Sambas Minerals Mining	金麟镍业	297	已批准	2018年12月	2019年12月
Harita	新兴铸管	265	已批准	2019年2月中旬	2020年2月中旬
Anfang Brother		187	已批准	2019年3月	2020年3月
PT. Fajar Bhakti Lintas Nusantara		60	已批准	2019年4月	2020年4月
PT. Total Prima Indonesia		160	已批准	2019年4月	2020年4月
PT Antam	PT Antam	270	已批准	2019年4月底	2020年4月底
PT Ifishdeco	Bintang Smelter	150	已批准	2019年5月	2020年5月
PT. Tekindo Energi	PT. Gunung Mas	300	已批准	2019年6月	2020年6月
Harita	新兴铸管	220	已批准	2019年7月	2020年7月
PT Antam	PT Antam	140	已批准	2019年7月底	2020年7月底
Toshida	PT亚洲矿物冶炼厂	192	已批准	2019年8月	2019年8月
PT. TONIA MITRA SEJAHTERA		230	已批准	2019年8月	2019年8月
PT. Rohul Energi		100	已批准	2019年8月	2019年8月
已批准总配额	7157	已到期配额	3295	未到期配额	3861

来源：SMM

数据来源：SMM，国信期货

高镍价可能刺激菲律宾出口，但情况并不乐观。实际上今年以来随着当地环保政策的边际宽松，菲律宾的镍矿出口已经较去年回暖，1-9 月份自该国累积进口镍矿 2264 万吨，与去年同期持平，接下来随着镍价高涨将刺激菲律宾镍矿产能增加出口，但 2014 年的出口高峰恐难以企及，一方面是当地环保约束与当时已经截然不同，另一方面是菲律宾最大的高品位矿区 kawi kawi 因濒临枯竭面临着无限期关停的风险，据悉该矿区年产镍矿 7.6 万金属吨，约占全球产量的 3.5%。

图：2020 中国镍矿进口量情况

乐观情况						悲观情况					
	菲律宾	印尼	新喀里多尼亚	危地马拉	总计		菲律宾	印尼	新喀里多尼亚	危地马拉	总计
镍矿进口量(万湿吨)	4500	0	500	50		镍矿进口量	3000	0	400	50	
平均品位	1.35%	1.70%	1.80%	1.80%		平均品位	1.35%	1.70%	1.80%	1.80%	
收得率	95.68%	95.68%	95.68%	95.68%		收得率	95.68%	95.68%	95.68%	95.68%	
含水量	67%	67%	67%	67%		含水量	67%	67%	67%	67%	
金属吨	38.94	0.00	5.77	0.58	45.29	金属吨	25.96	0.00	4.62	0.58	31.16

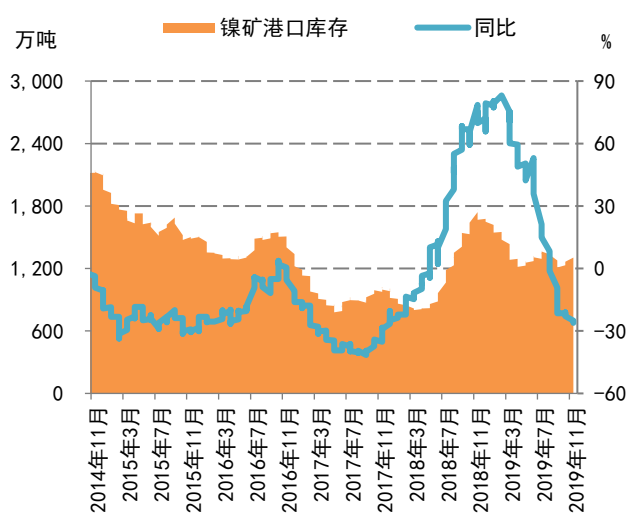
数据来源：SMM，国信期货

而另一可能的进口国-新喀里多尼亚，能够释放的增量亦有限。新喀里多尼亚的镍矿储量居世界第二位，约占世界储量的16%，但因为路途遥远，海运费高达25美金/吨左右，远高于菲律宾、印尼等地区的9-15美元/吨，因此出口至中国的量也很少，2018年仅有83.5万湿吨，在目前镍矿价格上涨50%以后有望刺激出口提供增量。在印尼宣布禁矿后，新喀里多尼亚政府扩大了镍矿出口配额100万吨，但仍杯水车薪。

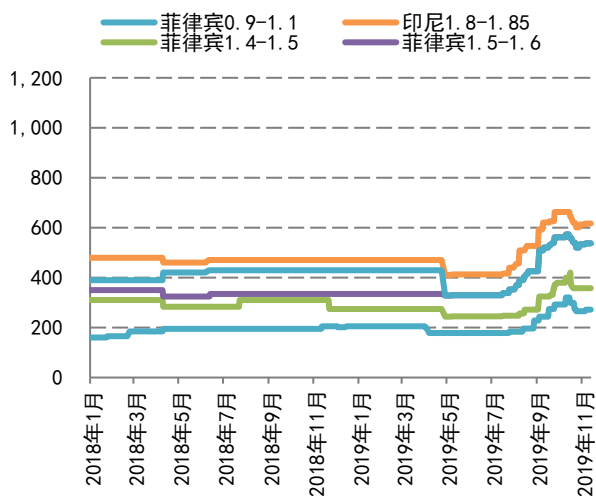
国内港口库存大幅回落。9月份以后，印尼一纸出口禁令，原材料短缺的预期触发了厂商囤货的积极性，国内港口库存呈现大幅去库的态势，截至2019年11月8日，国内港口镍矿库存合计1303.51湿吨，约12万金属吨，同比减少26%；镍矿价格亦创五年新高，截至11月8日，印尼红土镍矿1.65%（CIF）高达62.5美元/湿吨，菲律宾红土镍矿1.8%（CIF）均价73美元/湿吨，较7月份的低点增加近50%，亦体现了国内镍矿紧缺的预期。

图：镍矿港口库存量

图：港口镍矿价格



数据来源：WIND，国信期货

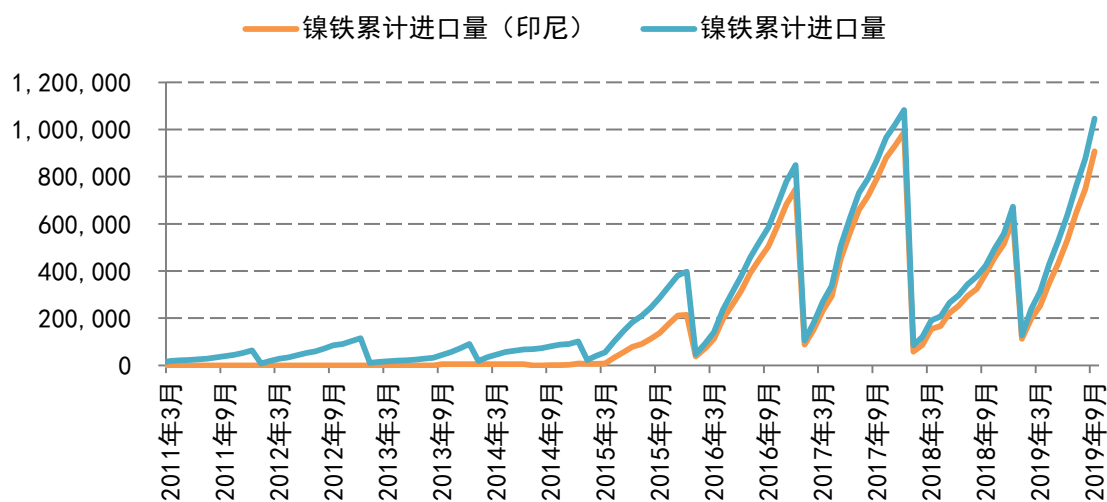


数据来源：WIND，国信期货

未来印尼的增量可能弥补部分缺口，但情况不乐观。2018-2020年是印尼镍产能暴发式释放的时期，在后续不锈钢项目尚未完工投入运营之前，大部分镍铁产品将运回中国市场来消化。2019年，印尼德龙预计从2018年4万吨镍增长至11万吨镍，印尼青山从17万吨镍增长至20-21万吨，金川从无产出到2.5-3万吨镍。进入2020年，印尼镍铁增量主要来自德龙二期以及青山和振石合作的Weda Bay项目，包括8台42000KVA、4台42000KVA，预计带来10-15万吨金属镍增量。国际镍业研究小组（INSG）预计，2019、2020年随着以印尼青山和印尼德龙为代表的大型镍铁产线陆续投产，该国镍铁产能增幅可能高达15万吨/年。



图：近年来镍铁进口量



数据来源：SMM，国信期货

据国信期货调研统计，截至十一月上旬，印尼青山还有 3 条生产线即将投放，印尼德龙第 14 台生产线已经投产，印尼金川红土镍矿冶厂全线投放，同时在印尼禁矿大幅提前至明年 1 月 1 日、全球不锈钢反倾销浪潮掀起的背景下，包括青山印尼在内的部分印尼钢企业经转为加大镍铁出口的量的，近两年镍铁供应量有望超预期。

图：2018-2020 印尼镍铁产能（单位：万镍吨）

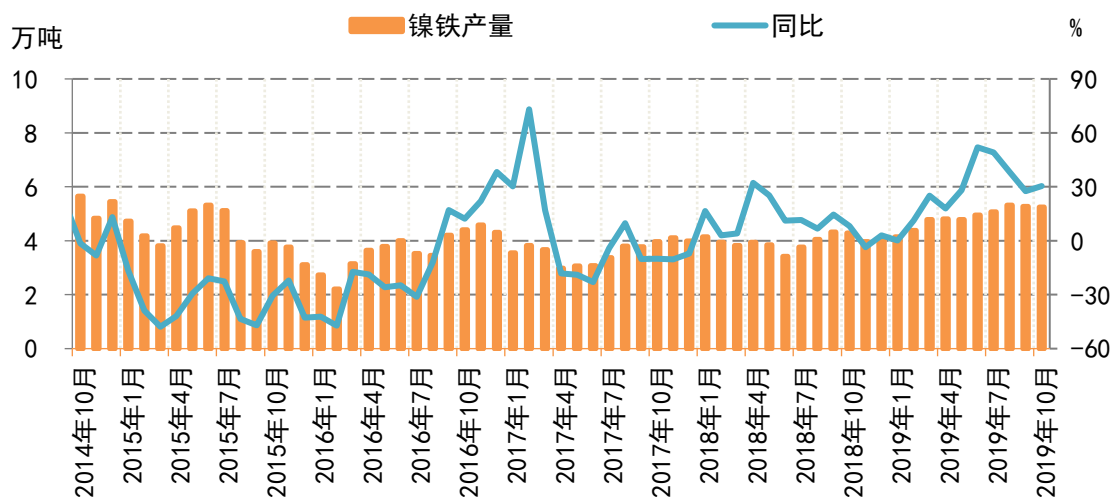
企业	2018 年产能	2018 年产量估计	2019 年产能	2020 年产能
青山（不含 Weda Bay）	20	19.1	20	20
德龙	9	4.1	11.25	15
新兴铸管	2.5	2.3	2.5	2.5
新华联	0.8	0.3	0.8	1
振石	0.8	0.5	0.8	1
华迪	0.33	0.14	0.66	0.66
世纪冶金	0.25	0.2	0.25	0.25
福建泛华		0.06	2	2
Indoferro	1.2	0.72	2.4	2.4
Weda Bay（青山&振石）				10
金川			3	3
其他	1.8	1.2	1.8	2
合计	37	28.7	45	55-60

数据来源：公司公告，SMM，安泰科，国信期货

中国红土镍矿需求高速增长。随着 5 月份山东鑫海备受瞩目的 6 万金属吨/年镍铁生产线完全投放，国内镍铁产能大幅增长，自此镍铁产量始终稳定在 5 万金属吨以上，但随着印尼禁矿后，后续新增产能可能

会停滞。据 SMM 统计，1-10 月全国镍生铁产量 48.31 万吨，较去年同期大增 29.22%。展望年末，随着十月份阅兵结束，在高价格刺激下镍铁产量有望维持高位，预计 2019 全年镍铁产量有望达到 60 万金属吨。

图：国内镍铁产量突破至 5 万吨/月



数据来源：WIND, SMM, 国信期货

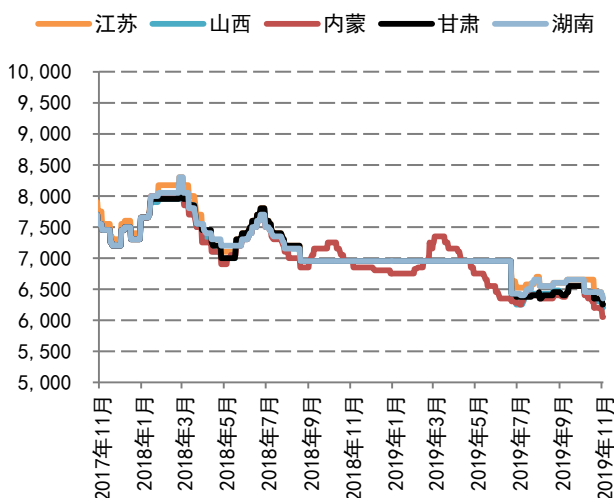
综上所述，根据对明年不同情境的估计，中国红土镍矿进口量在 30-45 万吨左右，按照今年 60 万吨的镍铁产量估计，缺口在 15-30 万金属吨之间，而港口+印尼剩余配额的量所能弥补的有限。后市关键点在于印尼当地镍铁的建设进度，从三季度以来中资镍铁厂的加速投放来看，印尼禁矿令的实施将有效推动当地镍铁新增产能的建设，以明年最为乐观估计带来 15 万/年的增量，仍处于紧平衡状态，此外印尼投放进度不及预期、印尼自然灾害频发、动力电池需求爆发均有可能是提升镍价的原因，预计明年镍价有望保持 12 万/吨以上的高位。

## 2、铬铁：供应增加 价格下行

随着国内对环保边际放松，铬矿产量呈现增加的态势。据安泰科数据，2019 年 1-10 月全国高碳铬铁累计产量 495 万吨，同比增加 14.2%。截止到 10 月 31 日，我国港口的铬矿库存量为 331 万吨，与同期增加 45 万吨。据海关数据，2019 年 9 月我国铬矿进口量 150 万吨，环比增加 29%，同比增加 76%。1-9 月进口总量 1140 万吨，同比减少 3.4%。

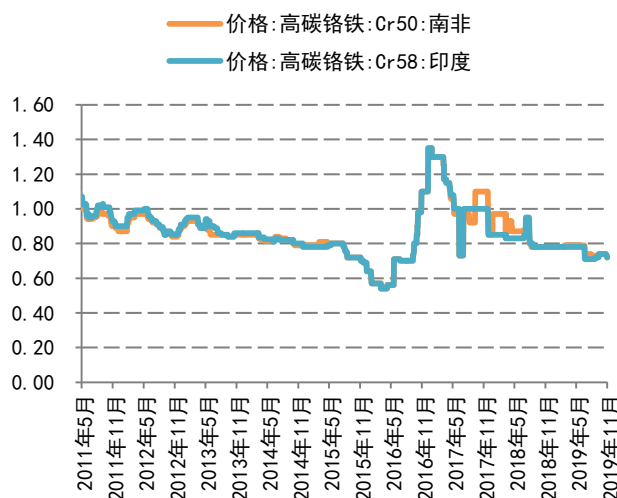
未来铬铁价格料低位盘整。目前铬矿现货维持在 6200 元/50 基吨，较 7 月份下跌 400 元/50 基吨左右，较 10 月初下跌 200 元/50 基吨左右。目前不锈钢市场需求疲弱，不能给铬铁市场带来信心，铬铁厂的原材料库存充裕，厂商并不急于采购，将市场的压力转交给了铬铁厂。

图：国内高碳铬铁价格



数据来源：WIND，国信期货

图：进口高碳铬铁价格



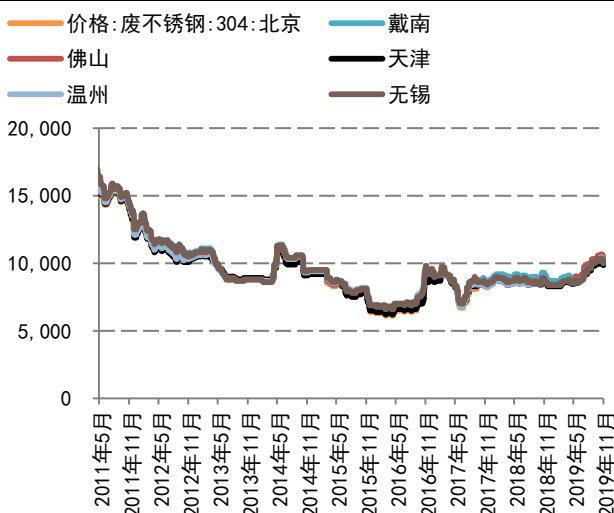
数据来源：WIND，国信期货

### 3、废不锈钢:价格小幅上移

截至 11 月 15 日，国内废不锈钢平均价格约 9990 元/吨，较上个月下跌 150 元/吨左右，较 7 月份上涨 1000 元/吨。随着印尼禁令，不锈钢企业加大了废不锈钢的原料配比，后市随着红土镍矿的逐步紧缺，废不锈钢价格有望持续抬升。

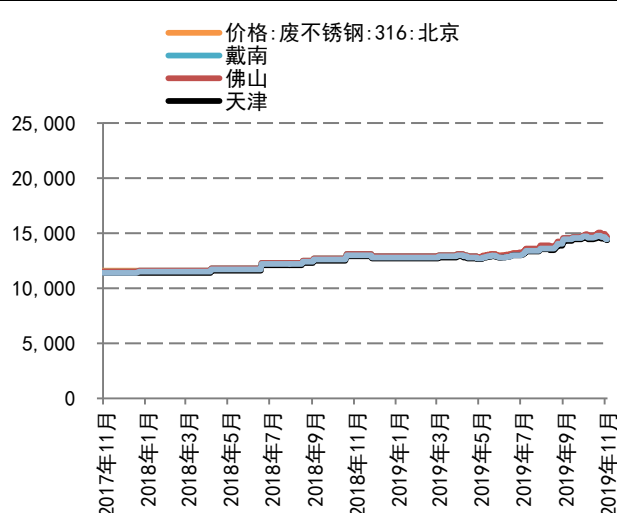
值得注意的是，无论采用哪种工艺，废不锈钢都是必不可少的原材料，而随着国内存量资源的累积以及新一轮不锈钢报废周期的临近，未来废不锈钢将成为主导不锈钢价的主要因素。

图：国内废 304 价格



数据来源：WIND，国信期货

图：国内废 316 价格



数据来源：WIND，国信期货

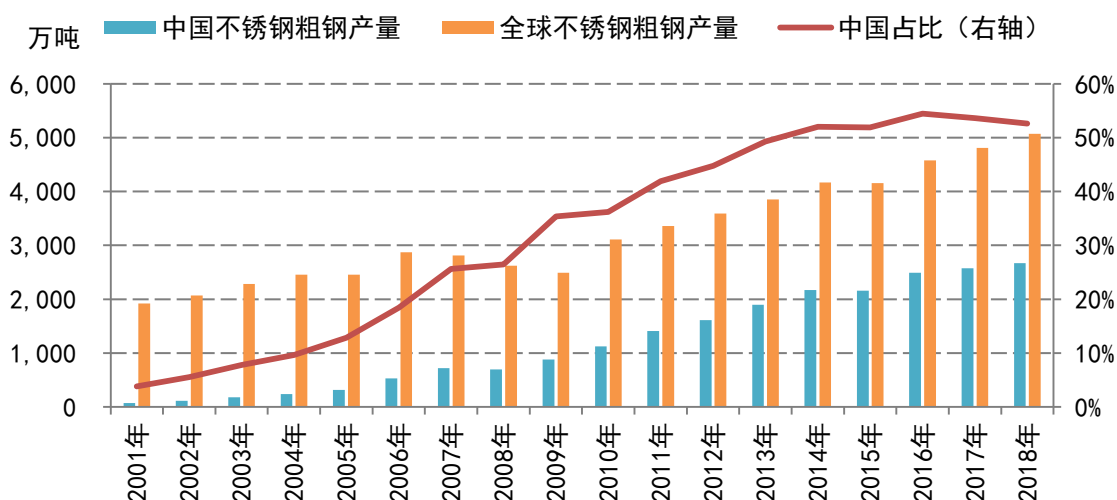
## 三、中游：产量连创新高 累库风险飙升

请务必阅读正文之后的免责条款部分

以信为本 点石成金

根据 ISSF 的统计, 2018 年, 全球不锈钢粗钢产量预计 5073 万吨 2018 年, 中国不锈钢产量为 26171 万吨, 预计占世界比重 52.7%左右。国内不锈钢行业在近十年得到长足的发展, 从不足百万吨到现在的 2600 万吨每年, 2020 年后预计超过 3300 万吨产量 (青山 700+300 万吨印尼; 诚德 300 万吨; 太钢 450+100 产能置换+120 万吨金海汇; 宝钢德盛 400 万吨; 柳钢中金 550 万吨; 德龙 120+300 万吨印尼); 还有其他钢厂产能 (华乐 72 万吨+金汇 60 万吨+鑫峰 60 万吨+东特 100 万吨+福建福欣 180 万吨+其他民营钢厂产能) 等等。

图: 国内不锈钢占全球产量的五成



来源: ISSF, WIND, 国信期货

2019 年不锈钢产量屡创新高。根据中国特钢企业协会不锈钢分会发布的数据, 2019 年 1-9 月中国不锈钢粗钢产量 2248.97 万吨, 同比增加 236.08 万吨, 增加 10.5%, 其中 8、9 单月连创历史高位。分品类来看, Cr-Ni 不锈钢 (300 系) 1074.04 万吨, 与 2018 年同比增加 157.71 万吨, 增长 14.68%, 所占份额为 47.76%, 上升 2.23%。

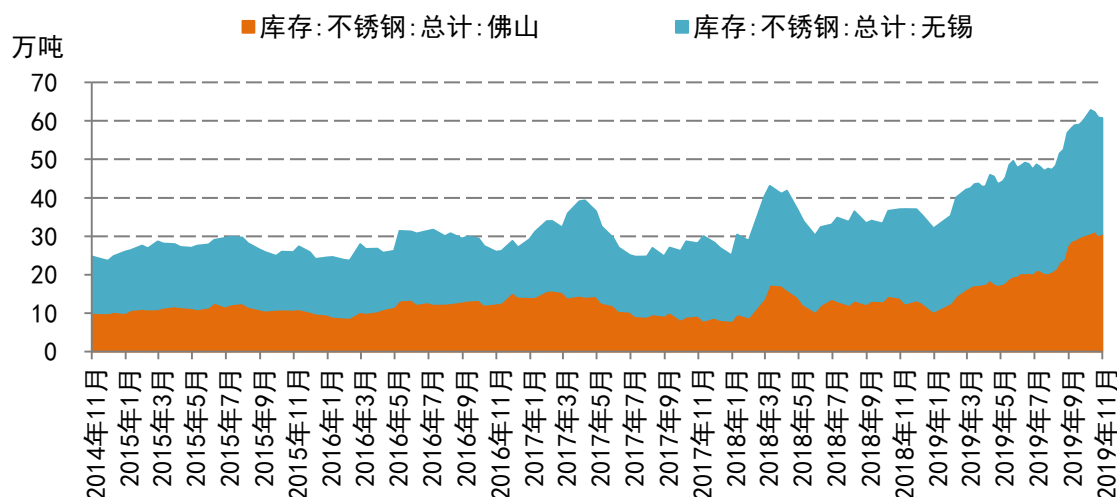
图: 不锈钢产量屡创新高



来源：安泰科，WIND，国信期货

两地不锈钢累库风险增加。截至 2019 年 10 月底，我国两个最主要的不锈钢流通市场无锡及佛山的库存量为 72.67 万吨，同比增加 36.18 万吨，环比增加 0.55 吨，远超过去五年的平均水平。其中 300 系为 45.83 万吨，环比增加 4.68 万吨，400 系 7.4 万吨，环比减少 0.55 万吨，200 系 24.1 万吨，环比增加 1.08 万吨。

图：国内不锈钢累库风险攀升



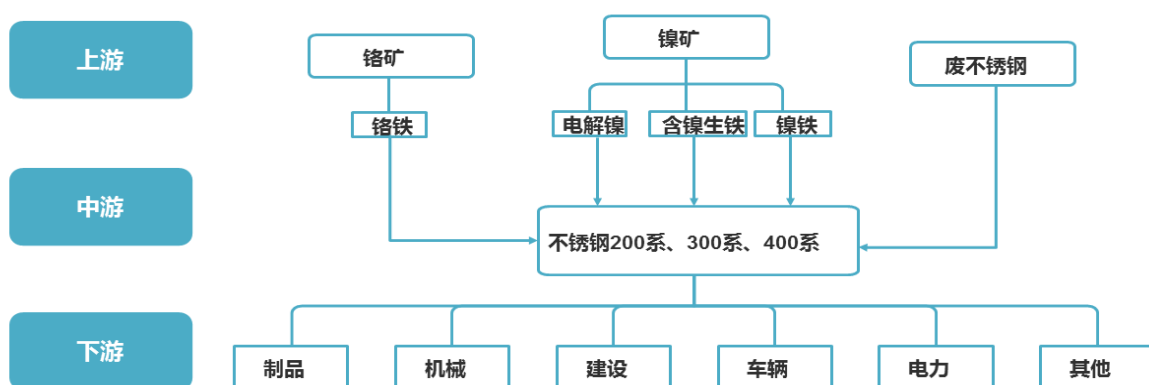
来源：安泰科，WIND，国信期货

#### 四、下游：贸易战拖累消费 关注房地产剪刀差

纵观不锈钢产业链，上游以镍矿、铬矿、锰矿等矿业材料为代表，经过加工、铸造成为以 200 系、300 系、400 系为代表的的不同品种，广泛运用于餐具、机械、建设、车辆、电力等下游。以发达国家为例，白色家电和器皿行业所用不锈钢占不锈钢总消费量的比例最高，达到 37%，其次是加工工业为 19%，运输业为 15%，焊接钢管业为 12%，建筑业为 11%，其它行业为 6%。

图：不锈钢产业链

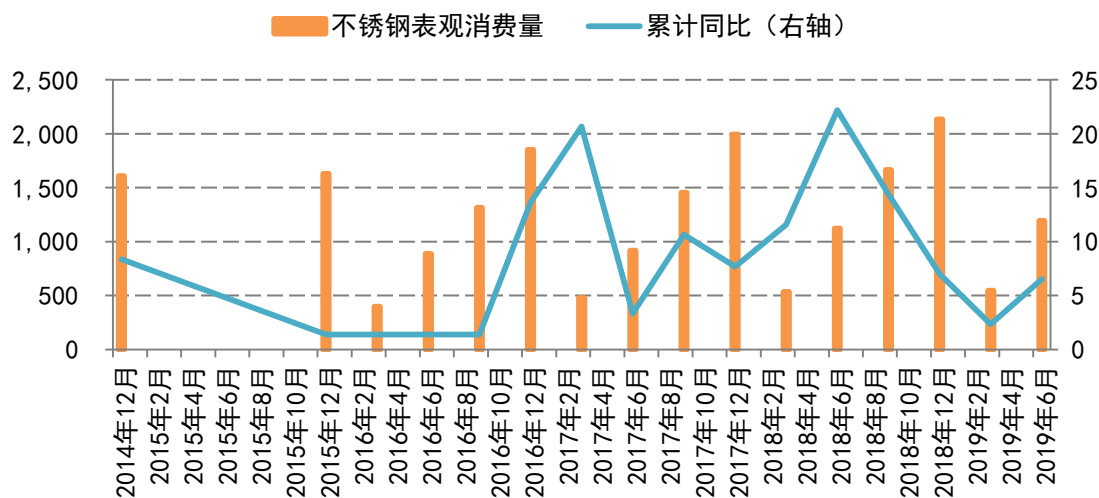




来源：上期所，国信期货

去年以来，中美贸易冲突反复，全球经济下行压力骤增，拖累不锈钢消费。国际不锈钢论坛(ISSF)预计今年全球不锈钢消费量将同比增长 2.4%，增幅低于 2018 年的 4.8%，而在 2020 年增幅将反弹，进一步同比增长 4.4%。分地区来看，预计 2019 年中国的不锈钢消费量将增长 8.6%，高于 2018 年 6.9%的增幅，而除中国外的其他地区不锈钢消费量预计将出现下降预计到 2020 年，中国的不锈钢消费量增长将放缓至 7.2%，除中国外的其他地区不锈钢消费量将温和恢复为正增长，增幅为 2.0%。

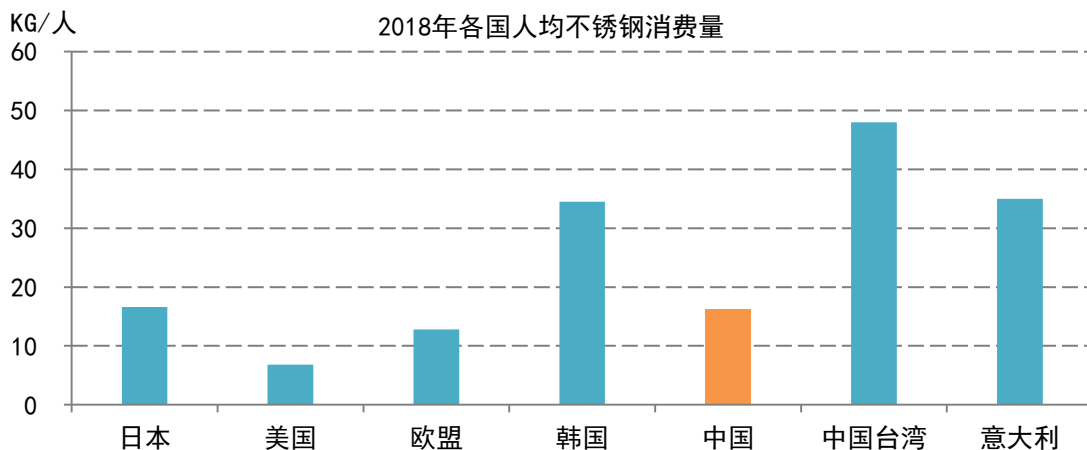
图：不锈钢表观消费量



来源：ISSF，国信期货

从长周期来看，我国不锈钢消费前景依然值得期待。过去十年，中国不锈钢消费速度以 10%以上的速度高速增长，然而人均消费量仅有 16kg，低于中国台湾、意大利、韩国、德国和日本，未来中国消费升级是大概率事件，以 300 系代表的中高端不锈钢产品消费仍具备强劲潜能。值得注意的是，中华人民共和国住房和城乡建设部、国家市场监督管理总局联合发布中华人民共和国国家标准《绿色建筑评价标准》(GB/T 50378-2019)，要求室内给水系统采用铜管或不锈钢管，已于今年 8 月 1 日起施行，为未来不锈钢消费升级带来广阔的想象空间。

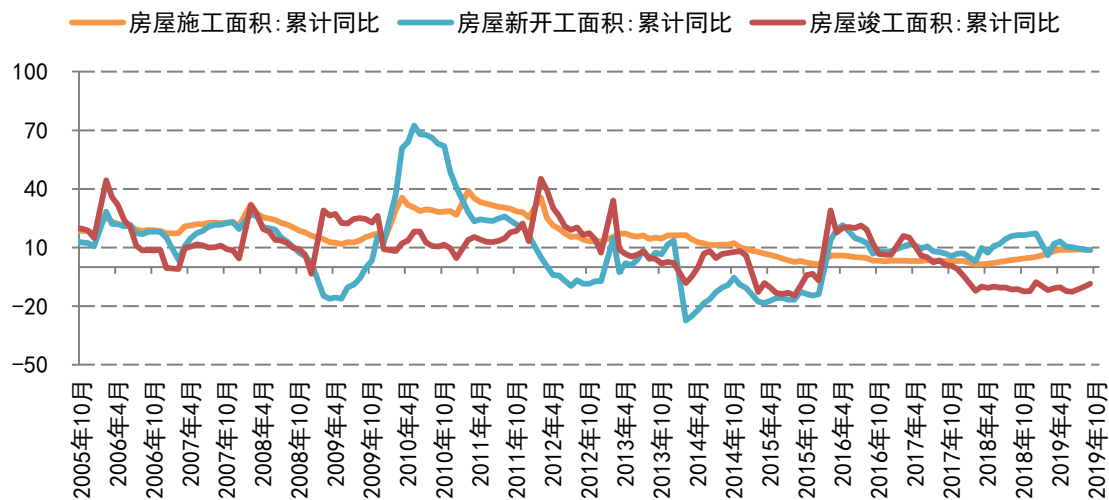
图：我国人均不锈钢消费量仍有增长潜力



来源：上期所，国信期货

从中周期来看，房地产行业作为先导型产业，将会对白电、餐厨、钢管为代表的不锈钢的主要终端消费带来拉动作用。近两年，房地产新开工面积相比 2017 年有边际改善，但竣工面积累计同比仍处低位，而房地产的竣工才会带来配套消费，今年以来开工-竣工差高达 20-30 之间，而上一次差额达到如此高位是在 2010 年，随后带来的是房地产市场的回暖以及配套产品消费的繁荣。后续建议关注房地产开工-竣工剪刀差的走势，如果后市出现差额持续收窄甚至逆转，则不锈钢消费可能迎来触底反弹。

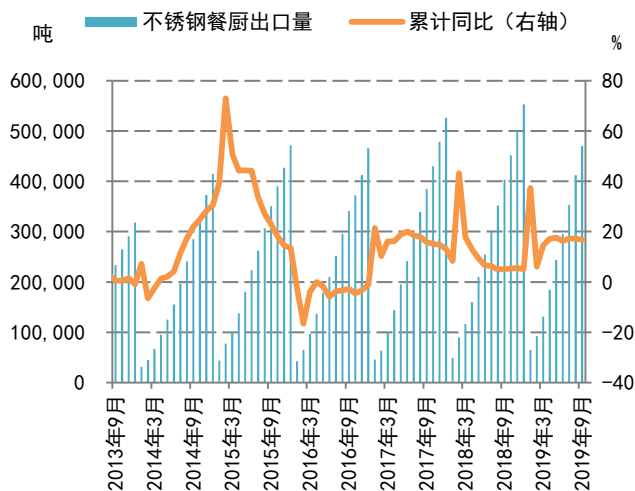
图：我国人均不锈钢消费量仍有增长潜力



来源：上期所，国信期货

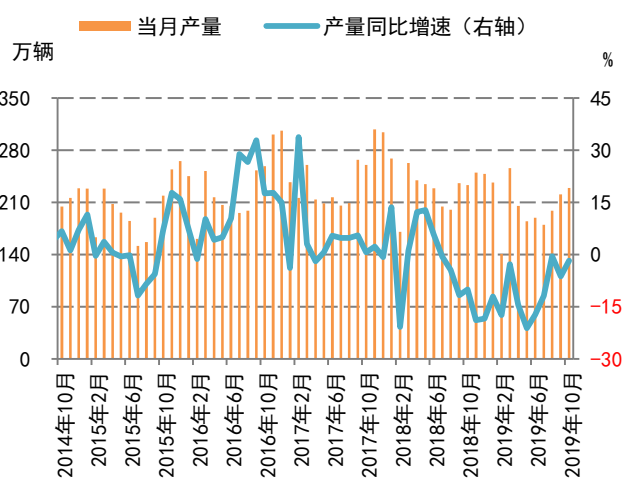
从短期来看，下游消费并不乐观。伴随着超预期高增产的是累库风险的不断攀升，贸易战、全球经济下滑的影响令不锈钢终端消费疲软，其中汽车产销大幅萎缩，餐厨器具出口增长受限，8 月以后印尼不锈钢产能释放的情况下，出口情况不容乐观，如果国内终端消费如果维持持续萎靡，将连同库存压力和成本上升负反馈至生产端，届时或将能迎来国内产量的拐点。

图：不锈钢餐厨出口量增速放缓



数据来源：WIND，国信期货

图：汽车产销量持续萎靡



数据来源：WIND，国信期货

反倾销浪潮席卷全球，不锈钢出口受挫。根据安泰科的数据，2019年1-9月不锈钢出口累计270.7万吨，同比减少13.5%。2019年7月22日，商务部发布终裁公告，最终裁定原产于欧盟、日本、韩国和印度尼西亚的进口不锈钢钢坯和不锈钢热轧板/卷存在倾销，国内产业受到了实质损害，且倾销与实质损害之间存在因果关系。自2019年7月23日起，决定对原产于欧盟、日本、韩国和印度尼西亚的进口不锈钢钢坯和不锈钢热轧板/卷征收反倾销税，税率为18.1%-103.1%不等，征收期限为5年。而外国亦对国内不锈钢产生了反制措施，2019年10月以来，巴西、越南相继对中国大陆不锈钢冷轧产品做出反倾销终裁，而印尼也对中国不锈钢冷轧产品发起反倾销调查。1-9月中国出口至巴西的涉案不锈钢冷轧板约1.35万吨，越南约8.8万，印尼约5.24万吨，这三个国家的出口量占1-9月我国冷轧出口量的16.6%。

图：不锈钢反倾销浪潮席卷全球



来源：上期所，国信期货

## 五、后市展望

根据以上分析，可以假设 2020 年电解镍 12000-14000 元/吨，镍铁现金成本 1100 元/镍-1300 元/镍，铬铁 6000 元/50 基吨-6500 元/50 基吨，废不锈钢在 9000 元/吨-11000 元/吨附近，对应的 304 不锈钢成本为 14472 元/吨-16525 元/吨，以目前的不锈钢期货价格来看存在亏损，不锈钢进一步下跌的空间不大。

供给端，印尼禁矿令的提前执行将实质上令未来镍矿平衡产生难以弥补的缺口，作为核心原材料的镍价重心将持续上移，推动不锈钢整体成本的抬升。

需求端，从短期来看，贸易战、全球经济下滑的影响令不锈钢终端消费疲软，其中汽车产销大幅萎缩，餐厨器具出口增长受限，造成累库风险攀升和出口大幅萎缩。但从中长期来看，中国不锈钢消费升级仍具上升空间、不锈钢新国标实施带来的政策刺激以及房地产竣工回升带来的引致需求增加将使的不锈钢消费重回高速轨道。

展望后市，短期内不锈钢价将在镍价回调、国内终端消费萎靡的利空情绪下低位震荡，但因成本支撑下方空间不大，区间 14000 元/吨-15000 元/吨。而从中长期来看，禁矿缺口造成的镍价的反弹与消费复苏将使不锈钢具备上行的动力，区间 15500 元/吨-16000 元/吨。

### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为所服务的特定企业与机构的一般用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为诱发从事或不从事买入或卖出金融产品的任何交易，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与国信期货及分析师无关。国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。