

印尼禁矿冲击供应端，镍价重心上移概率大

——2020 年度镍期货投资策略报告



王志强

基本金属研究员

从业证书：F3055445

电话：021-63123067

Email：

wangzhq@dwqh88.com

【报告要点】

- 宏观方面，中美贸易第一阶段协议基本达成，美联储降息预期持续下降。国内经济下行压力有所缓和，改革开放与逆周期调节并行。
- 走势上，2019 年镍价总体呈现冲高回落，宽幅震荡的走势，价格中枢小幅上移。
- 供应端，印尼禁矿消息落地，镍矿价格在经历短暂调整后维持高位，短期镍生铁工厂镍矿库存较为充足，整体呈现紧平衡格局。
- 需求端，不锈钢市场仍存高库存压力，镍铁厂及不锈钢厂纷纷检修减产，令上下游价格持续回落。

【年度展望】

我们对 2020 年全年的镍价走势持震荡偏多的观点，但短期来看，价格高位需要充分调整后才有上涨驱动。基本面上看，供应端方面，随着 2020 年印尼禁止红土镍矿的出口，将导致中国镍生铁原料短缺，面临大幅减产，但印尼镍生铁项目建设进度加快，能够弥补中国的减量，全球镍生铁产量仍将维持增长。需求端方面，目前随着印尼和中国不锈钢诸多新产能投放，产量增速维持在较高水平；而随着 2020 年高镍电池发展加快，以及新能源行业对镍消费的继续增加，长期仍会对镍价形成一定支撑。所以我们预计，2020 年镍价或将呈现宽幅震荡，重心逐步上移的走势。建议明年上半年以波段操作高抛低吸为主，下半年若宏观及基本面无较大变化的情况下，以逢低做多的思路为主。

2020 全年 LME 镍主要价格区间预测：11500-18000 美元/吨，沪镍主力合约价格区间预测：94000-150000 元/吨。

风险点：

中美贸易协议情况；印尼政策变化；中印镍生铁项目减产和投产实际情况；不锈钢投产情况以及中国新能源汽车政策变动。

免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章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、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险，投资需谨慎

目录

一、2019 年全年镍行情走势回顾	3
二、镍全球供需面分析.....	4
（一）全球供需数据：镍供应缺口仍存.....	4
（二）镍市全球供需平衡展望.....	5
三、国内镍供需分析.....	5
（一）国内供应端情况.....	5
1、镍矿及矿山情况：印尼禁矿后长期供应收紧.....	5
2、电解镍及硫酸镍：产业出现分化，总体维持平稳.....	7
3、镍铁生产：总体产量同比大增	8
（二）国内需求端情况.....	10
1、初级消费：不锈钢产能过剩，牵制镍价走势.....	10
2、终端消费：房地产出现恢复性增长	13
3、终端消费：新能源用镍增长放缓，但长期发展依旧看好.....	14
（三）库存情况：显性库存处于历史低位.....	16
四、2020 年全年投资建议及风险点提示	17
（一）宏观面分析.....	17
（二）行情展望及策略.....	17
（三）交易策略建议.....	17

一、2019 年全年镍行情走势回顾

2019 年，镍价总体呈现冲高回落，宽幅震荡的走势，价格中枢小幅上移。走势上看，今年上半年整体走势以震荡维稳为主，之后随着三季度印尼镍矿禁止出口的消息传出，镍价开始疯狂拉升，其中 8 月表现最为抢眼，沪镍单月暴涨 16.47%，伦镍更是暴涨了 23.02%，而后到了四季度，镍在需求端极度疲软的情况下，一路下行。截止 12 月 31 日，伦镍较 2018 年年末仍上涨 31.77%。同期，沪镍主力合约较 2018 年年末上涨达 27.32%。具体来看，可以将镍价分为以下四个阶段。

第一阶段：1 至 3 月，随着中美贸易关系缓和等消息放出，镍价呈现强势反弹行情，国内价格一度从 86150 元/吨低点一路反弹至 106630 元/吨。而这波反弹主要基于印尼镍铁投产不及预期和淡水河谷减产带来的做多资金炒作，镍价有超涨的嫌疑。

第二阶段：4 至 7 月上旬，镍价呈现区间弱势震荡走势，期间有几次脉冲式走势，多是由于事件刺激，5 月底传出印尼暴动，拉涨停，且不论根本原因是什么，6 月先后两次传出对于印尼地震、印尼洪水可能对镍矿、镍铁供应造成影响，以及宏观因素提振拉升，整个二季度镍价走的比较纠结但总体表现的很坚挺。

第三阶段：7 月中旬至 9 月中旬，在市场预期供需缺口收窄的背景下，印尼方面释放出了要提前禁矿的消息，镍价应声飞升，国内最高价格一度升至近 15 万整数关口，但由于此次禁矿大背景与 2014 年不同，印尼镍铁冶炼产能的持续释放弱化了禁矿事件本身带来的炒作效应，表现的相对理性，在消息落地后，镍价一直高位震荡。

第四阶段：9 月下旬至 12 月初，镍价整体极度疲软，一路下行，基本未遇到抵抗之力。一方面，虽然 2020 年镍或存在短缺的情况，但目前镍供应仍然相对充足。另一方面，下游需求的减弱也给了镍价较大压力，不锈钢价格疲软，库存高企，不锈钢厂逐渐宣布检修减产。而随着 12 月中旬印尼上调镍矿石销售的使用权税，镍价又再度出现小幅回升。

图 1：沪镍指数月 K 线走势图



数据来源：文华财经、东吴期货整理

图 2：伦镍 03 月 K 线走势图



数据来源：文华财经、东吴期货整理

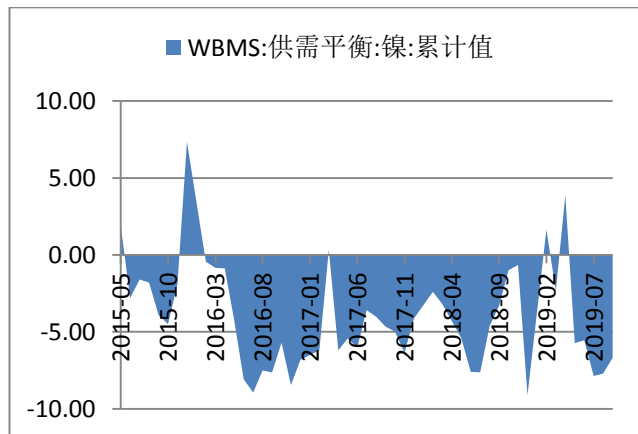
二、镍全球供需面分析

（一）全球供需数据：镍供应缺口仍存

根据世界金属统计局（WBMS）最新报告显示，2019 年 1-10 月全球镍市场供应短缺 4.04 万吨。2018 年全年计算的缺口为 10.29 万吨，表明当前仍处在供应短缺的状态。从季节性角度分析，当前供需平衡情况较近 5 年相比维持在较低水平。而 10 月末伦敦金属交易所(LME)持有的报告库存较去年年末减少 14 万吨。

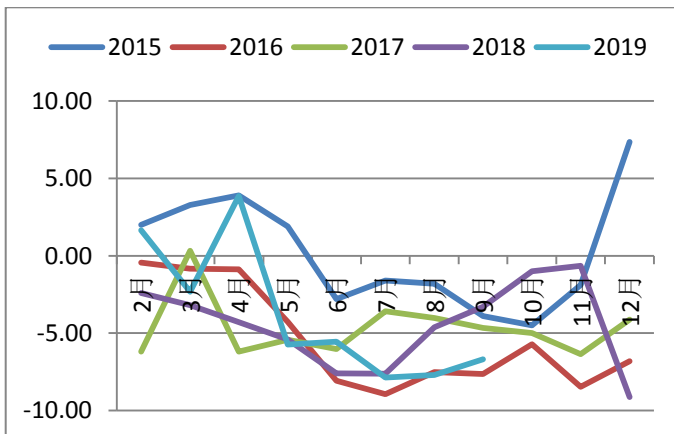
而另一家权威机构，国际镍研究组织(INSRG)在最新的报告显示：今年前 10 个月，全球镍市供应缺口小幅扩大至 1,300 吨，9 月修正后为短缺 1,100 吨；1-10 月全球镍市供应短缺 52,200 吨，去年同期缺口为 134,200 吨。虽然总体来看，两家机构的数据均显示短期缺口有所不同，但随着未来印尼禁矿令的实施，预计镍未来供应缺口仍有扩大的可能。

图 3：WBMS 精炼镍全球供需平衡



数据来源：WBMS、Wind 资讯、东吴期货

图 4：WBMS 全球精炼镍供需平衡季节性分析



数据来源：WBMS、Wind 资讯、东吴期货

（二）镍市全球供需平衡展望

根据国际镍业研究组织（INSG）数据显示，2020 年全球镍需求将从 2019 年的 245 万吨增至 252 万吨。与此同时，2020 年全球镍产量预计从 2019 年的 237 万吨增至 248 万吨。预计 2020 年全球镍缺口达 4 万吨，整体上来看镍未来短缺仍将持续。

而另外根据研究机构安泰科的报告预测，未来 3 年，中国的缺口（不含进口）或将进一步扩大，而全球的供应缺口将进一步收窄。从 2016 年初至 2019 年全球镍市场供应连续短缺，预计 2020 年缺口扩大至 2 万吨，全球镍需求增至 257 万吨，全球镍产量或将增至 255 万吨，主要增量来自于印尼镍生铁。随着印尼的 2020 禁矿令的实施，加之镍市已经存在缺口的情况下，预计 2020、2021 的供应短缺将进一步加剧。

表 1：全球镍供需平衡表展望（千吨）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
全球产量（千吨）	1950	1989	2070	2205	2420	2550
全球消费量	1900	2027	2184	2333	2460	2570
全球平衡	50	-38	-114	-128	-40	-20
中国产量	620	600	635	695	805	745
中国消费量	980	1090	1180	1177	1307	1365
均价（美元/吨）	11865	9640	10475	13180	13900	14200

数据来源：安泰科、东吴期货整理

三、国内镍供需分析

（一）国内供应端情况

1、镍矿及矿山情况：印尼禁矿后长期供应收紧

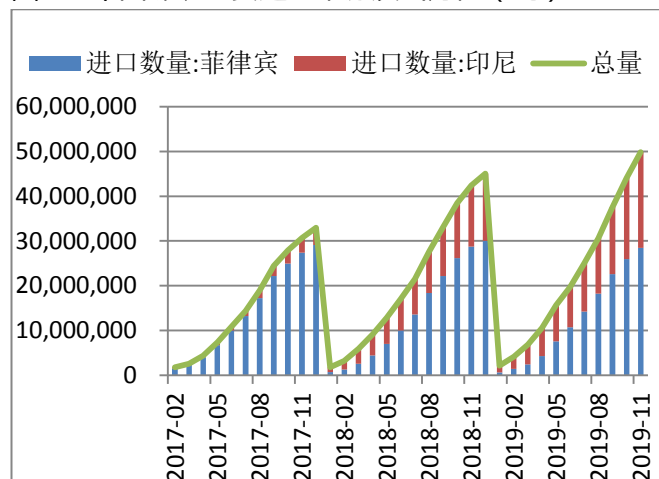
2019 年以来，全球镍矿供应频受扰动，印尼风波不断、菲律宾环保趋严、巴西发生大规模矿难，导致镍资源产量不及预期，据世界金属统计局（WBMS）数据显示，2019 年 1-10 月全球矿山镍产量为 209.19 万金属吨，比 2018 年同期产量高 12.3 万金属吨。2019 年以来，印尼政策风波不断、菲律宾环保趋严，同时巴西发生大规模矿难，导致镍资源产量不及预期，根据国际镍业研究小组（INSG）预计，2019 年全球镍矿产量 230.4 万吨，比年初估算的 10% 大幅减少，预计全球镍产量在 2020 年将增至 248 万吨，增长 4.6%。

而作为全球最大的镍消费国与镍资源进口国，中国对镍矿资源对外依存度极高，其中红土镍矿对外依赖度接近 100%，菲律宾、印尼贡献其中 95% 以上的进口量。印尼作为红土镍矿的主要资源国，2014 年起开始加大镍矿资源的开发，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兴建镍-不锈钢生产基地。2017 年出口禁令松绑，印尼一跃成为世界第一镍资源生产国，同时贡献了全球绝大部分镍矿增量。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。

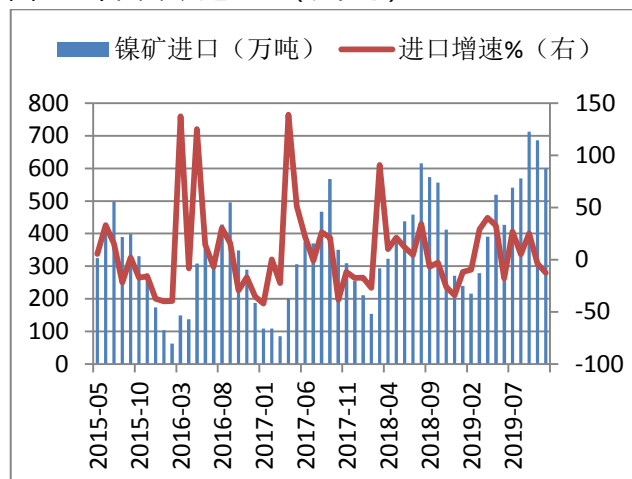
根据海关总署数据显示，2019 年中国镍矿 1-11 月累计进口量为 5182.58 万吨，同比增幅为 17.05%。而 11 月份中国镍矿进口总量 599.48 万吨，较 10 月份减少 85.89 万吨，环比减少 12.5%，同比增加 84.1%。其中，来自印尼进口量为 333.8 万吨，环比增加 7.47%，同比增加 178.37%。印尼因 2020 年禁矿的政策影响，中国进口印尼镍矿自 9 月份以来均超 300 万吨，是往年同期进口量 2 倍以上。来自菲律宾进口量为 248.1 万吨，环比下降 26.53%，同比上涨 32.07%；菲律宾部分地区受 10 月份天气的影响，镍矿装船出口受到限制，11 月份较 10 月份进口量虽有减少，但同比进口量仍处于增加状态。此外，来自新喀里多尼亚及其他地区进口量 13.39 万吨，环比减少 60.7%。据 SMM 调研了解，印尼的检查影响部分 12 月份船期以及贸易商继续装船的计划，市场可流通货源未如之前预计的年底大幅增加，反而呈减少趋势。叠加菲律宾地区受季节性雨季影响和 Tawi-Tawi 地区中高镍矿资源枯竭的影响，镍矿发货量锐减。年内可流通镍矿船数量寥寥，预计可流通货源不超过十船。

图 5：中国镍矿主要进口来源及当月值（吨）



数据来源：海关总署、Wind 资讯、东吴期货整理

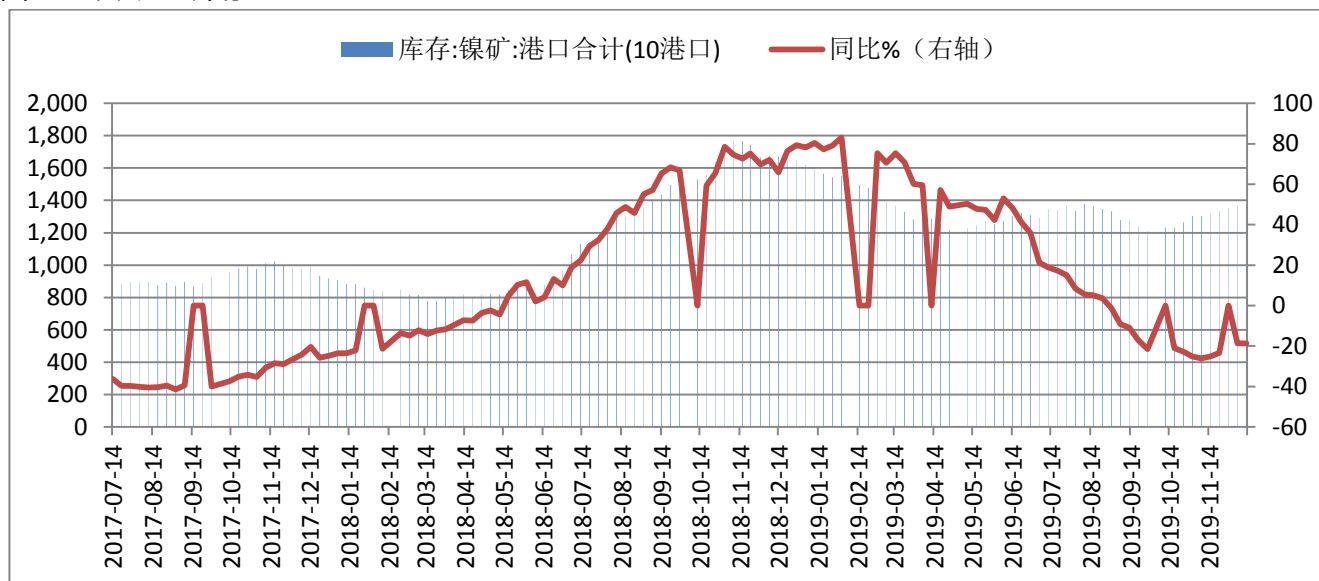
图 6：中国镍矿进口量（元/吨）



数据来源：海关总署、Wind 资讯、东吴期货整理

从中国镍矿港口库存来看，截至 2019 年 12 月 27 日，国内港口镍矿库存合计 1345.05 万实物吨，同比大幅减少 18.36%。自 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；镍矿价格亦创五年新高，截至 12 月 27 日，印尼红土镍矿 1.65%（CIF）均价高达 61 美元/湿吨，菲律宾红土镍矿 1.8%（CIF）均价 71 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 7：镍矿港口库存



数据来源：Wind、东吴期货整理

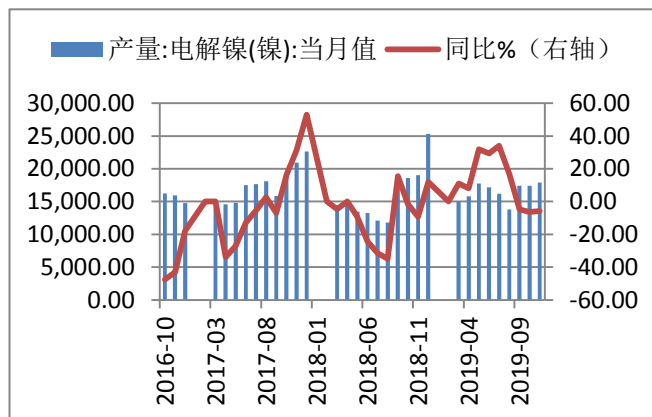
2、电解镍及硫酸镍：产业出现分化，总体维持平稳

从今年全年来看，国内的电解镍供应整体维持偏紧并且波澜不惊，月度的细微差异是因为每月月长的差异。据上海有色网（SMM）统计，2019 年 1-11 月份全国电解镍累计产量为 14.14 万吨，同比增 5.125%。其中，11 月全国电解镍产量环比 10 月增 4.07%。据 SMM 初步调研了解，11 月份甘肃冶炼厂小幅提升开工负荷，吉林冶炼厂仍继续停产，最快或到明年 1 月重启生产，广西冶炼厂 11 月电解镍产线检修恢复时间未定，其他冶炼厂开工负荷均正常。12 月预计电解镍产量增至 1.61 万吨，增量主要来自甘肃厂家，其排产量不断增加，以弥补前期检修对年度产量计划造成的影响。而预计到了 2020 年，全球电解镍产量增长空间有限，且依赖于镍价的复苏情况。

2019 年，国内硫酸镍生产提速。据上海有色网（SMM）调研显示，2019 年 1-11 月国内硫酸镍产量 11.35 吨，累计同比上涨 26.19%。纯电动汽车补贴下降后，国内电动车销量骤降带动电池需求不振，整体需求仍表现疲软。其中 11 月环比减 6.78%，同比增 8.98%。电池级硫酸镍较镍豆溢价扩大至 10000 元/吨以上，刺激前驱体工厂购买国内的镍豆现货生产液体硫酸镍。

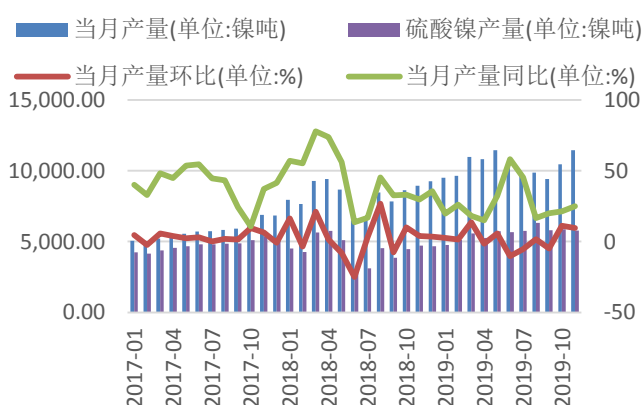
而从库存方面来看，目前电解镍整体库存维持历年低位水平，后续若有行情发生较低的库存也会产生一定的推动作用。总的来看，2019 年国内部分硫酸镍企业转产一级镍，国内产量同比去年增加。但因硫化矿资源稀缺，一级镍产量增幅有限，预计 2020 年产量将维持平稳。

图 8：电解镍产量 吨



数据来源：Wind 资讯、东吴期货整理

图 9：镍盐产量 吨



数据来源：SMM、东吴期货整理

3、镍铁生产：总体产量同比大增

（1）国内镍铁：受印尼禁矿限制，产量预计大幅下滑

根据 SMM 数据显示，2019 年 11 月全国镍生铁产量环比上涨 1.4%至 5.31 万镍吨，同比增 27.39%，产量较 9 月微幅上涨。分品位看高镍铁 11 月份产量为 4.53 万镍吨，环比减 1%；低镍铁 11 月份产量为 0.78 万镍吨，环比增 18.11%。11 月份上半月高镍铁利润仍能维持高利润状态，下旬镍价大幅下跌拖累高镍铁价格，高镍铁价格直逼成本线，但利润缩窄时间较短，镍铁厂尚能接受，因此暂未出现大规模减产情况，产量仅略微下调。低镍生铁市场较为平稳，生产正常，11 月份有部分低镍铁厂检修复产，因此低镍铁产量有小幅增加。12 月全国镍生铁产量预计环比增 0.13%至 5.32 万镍吨，同比增 28.37%，其中高镍生铁产量环增 0.15%至 4.54 万镍吨。低镍生铁维持 0.78 万镍吨，主因高镍生铁厂家检修复产所致。

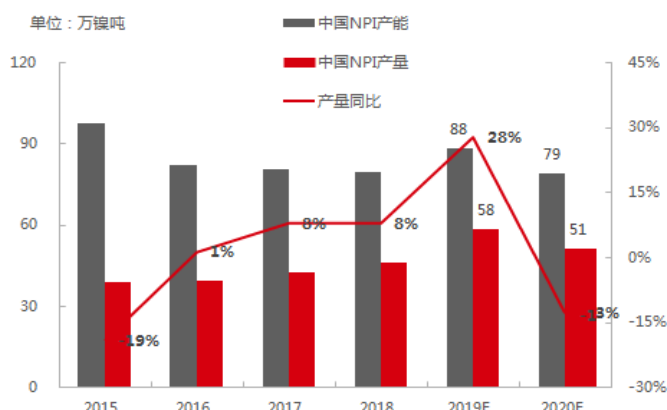
而 2019 年总体来看，中国 NPI 产量增长至 58 万镍吨，随着高利润及环保影响的消退，叠加新增产能释放的增量，同比增速已达 28%。但是在印尼 2020 年初禁止镍矿出口消息公布后，中国未投产的 NPI 产能大面积延后。近一两年镍铁新增产能中增量最大的内蒙古奈曼经安产能已经延后，暂无确切的投产计划。在镍矿供应问题解决之前，国内镍铁新增产能可能非常有限。据 SMM 预计，印尼禁矿生效之后，中国 NPI 陷入原料短缺的困境，以全年所能供应的红土镍矿数量预计，中国 NPI 产量大幅下滑至 51 万镍吨。

表 2：2019 年-2020 年 E 国内 NPI 新建产能列表

公司名称	扩产设备 (台*KVA)	扩产总产能 (万吨镍)	扩产节奏 (台)	预计投产时间
营口宁丰集团有限公司	1*33000	0.6	1	2019年底
内蒙古(奈曼)经安有色金属材料有限公司	18*33000	10.8	18	2020年
唐山凯源	2*36000	1.5	2	2020年H2
大连富力镍基新材料有限公司	6*33000	3.6	6	2020年

数据来源：SMM、东吴期货整理

图 10：2015 年-2020 年 E 中国 NPI 产量



数据来源：SMM、东吴期货整理

(2) 2020 年进口镍铁预计大幅增加

目前红土镍矿下游产品中镍铁占到了九成，镍铁因成本低廉工艺简单，成为目前制造不锈钢的主要来源。为应对原矿出口限制，近年来中国镍生产商在印尼投资大量镍铁厂，且产能逐年加速扩张。

近年来中国镍生产商在印尼投资大量镍铁厂，且产能逐年加速扩张。据统计，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，仅中资镍铁项目就超过 300 余万吨的产能，相当于 2015 年中国所有镍铁企业一年的高镍铁产量。

根据海关数据统计显示，2019 年 11 月中国镍铁进口总量为 22.9 万吨，环比增加 6.02 万吨，增幅 35.65%，同比增加 13.63 万吨，增幅 146.9%。2019 年 1-11 月镍铁总进口量 171.44 万实物吨，较去年同期增加 109.05%。除了印度尼西亚同比大增外，在其他国家里，从哥伦比亚及巴西的进口量也出现了较大的上升。而来自新喀里多尼亚、缅甸和韩国的镍铁进口量小幅下降。

来自印尼的进口量提升，与印尼 NPI 新增产能不断投放，镍生铁运回国内有关。根据 SMM 统计，11 月，印尼镍生铁产量 3.4 万吨镍吨，环比增 3.44%，同比增 37.67%。1-11 月份印尼镍生铁产量累计 31.65 万吨镍吨，累计同比 46.1%。虽然 10 月下旬和 11 月当地部分厂家亦有检修计划，但总共涉及 3 台矿热炉，对镍铁产量增加的大趋势影响有限。

图 11：国内镍铁进口量 吨

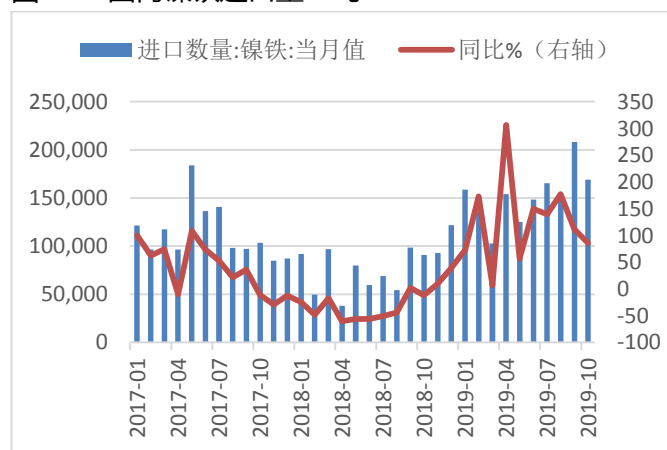
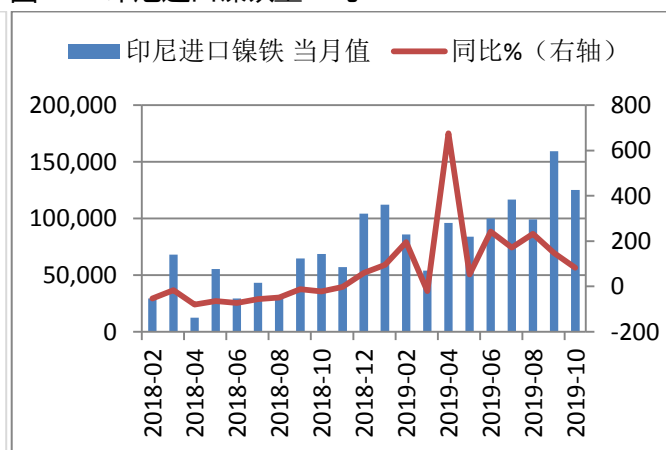


图 12：印尼进口镍铁量 吨



数据来源：Wind 资讯、东吴期货整理

数据来源：Wind 资讯、海关总署、东吴期货整理

表 2：印尼镍铁产能扩产列表（万吨）

公司名称	产能	投产时间	投产设备(单位:台*功率)
印尼青山	4.4	2019 年 1/3/5/6 月已投	4*42000
印尼德龙一期	4	2019 年 3/4/5/7/8 月已投	5*33000
金川 WP	3.2	2019 年 5/7/9/10 月已投	4*33000
印尼青山	4.4	2020 年 Q1	4*42000
印尼德龙二期	12	2020 年	15*33000
Weda Bay	13.2	2020 年	12*33000
印尼青山	13.2	2020 年及以后	12*42000
印尼德龙	12	2020 年及以后	15*33000
待投总计	54.8		58

数据来源：SMM、东吴期货整理

总的来看，印尼禁矿令的实施将有效推动当地镍铁新增产能的建设，2019 年已经投产的产能约为 11.6 万吨/年，投产速度明显低于年初的预期，不过 2020 年产能增幅依然较大，且在高利润刺激下进度可能加快。目前印尼镍铁新增产能主要以德龙、青山、金川、Weda Bay 项目等企业为主，其中金川 WP 项目已经全部投产。2020-2021 年已统计的印尼 NPI 新增产能共达 54.8 万吨镍吨，未来 NPI 一体化产能或成为镍-不锈钢产业链的主流发展方向。印尼凭借其矿产优势，在 2020-2021 年可能超越中国成为全球最大的 NPI 生产国，且成本大幅低于其他国家主流冶炼产能，是未来极具竞争力的先进镍冶炼产能。虽然前期新增产能投产进度较慢，但在印尼提前禁止镍矿出口消息公布后，后期镍铁投产进度可能加快。

（二）国内需求端情况

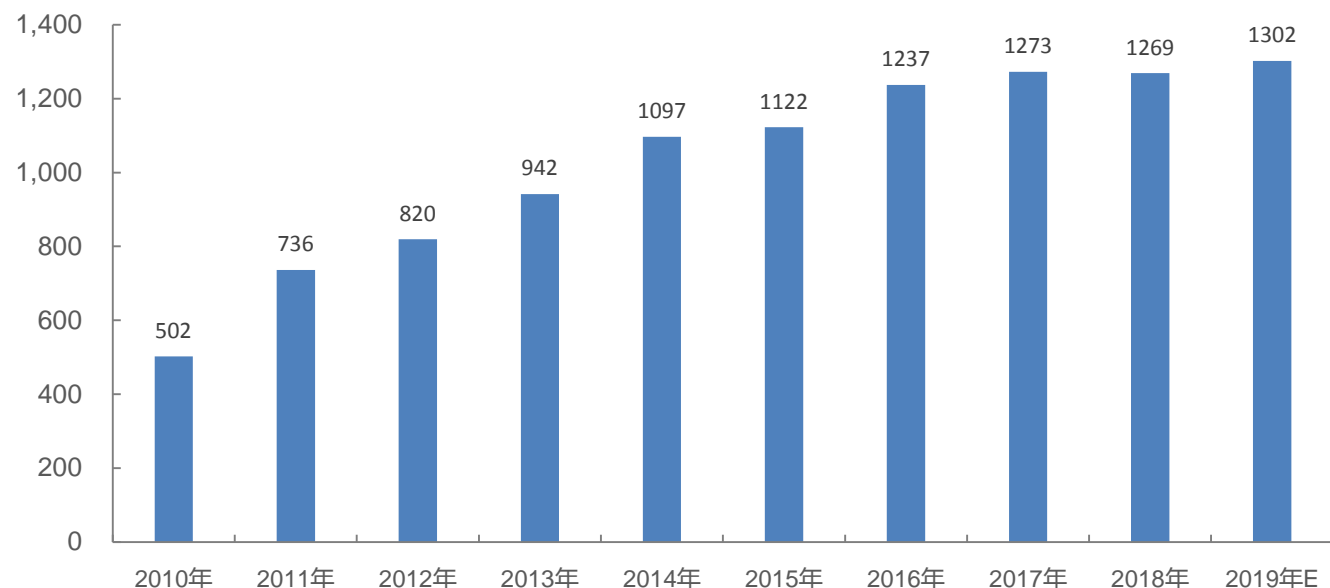
1、初级消费：不锈钢产能过剩，牵制镍价走势

近年来，全球镍消费持续增长，其中中国消费占全球镍消费量的比例超过 50%。根据国际镍业研究小组（INSRG）数据显示，预计全球镍需求在 2020 年将增至 252 万吨，同比增长 2.86%，2019 年为 245 万吨，同比增 4.5%。

从全球镍消费结构中，海外镍消费 67%左右用于不锈钢领域，而国内的占比更是高达 80%以上。近年来，随着环保政策和消费升级推动，不锈钢行业产业升级步伐加快，300 系替代 200 系成为行业趋势，这种变化使得不锈钢行业对镍原料的消耗大幅增加，不锈钢生产成本与镍价的正相关性进一步提升。据上海有色网（SMM）预计，2019 年不锈钢产量增速为 3.6%，其中 300 系产量增 2.6%至 1302 万吨。2020 年中国不锈钢新增产能 205 万吨，复产 140 万吨。其中：临沂钢铁投资集团新增的 70 万吨产能，预计明年三季度落地；德龙镍业（二

期) 新增的 135 万吨, 预计明年四季度落地; 云南天高复产的 80 万吨, 预计明年一季度落地; 西南不锈钢复产 60 万吨, 预计明年三季度落地。

图 13 : 中国 300 系不锈钢产量走势图 (万吨)



数据来源: SMM、东吴期货

表 4 : 不锈钢产能投产情况 (万吨)

地区	不锈钢厂名称	项目地址	不锈钢产能 (万吨)	规划系列	投产时间
中国	山东鑫海	山东临沂	100	300系	2019年9月
	山东盛阳	山东临沂	60	200系	2019年9月
	宝钢集团-宝钢德盛	福建	40	200系, 400系 或普碳钢	2019年底
	合计		200		
	山东盛阳	山东临沂	70	产能置换	2020年Q3
	德龙镍业 (二期)	江苏盐城	135	产能置换	2020年Q4
	云南天高 (复产)	云南	80	300系, 400系	2020年Q1
	西南不锈钢 (复产)	四川乐山	60	300系, 400系	2020年Q3
	合计		345		
	广西中金	广西	80	可全系列调整	
	山东鑫海	山东临沂	200	300系	
	毕氏集团	内蒙古通辽	140	300系	2020年底
	合计		420		

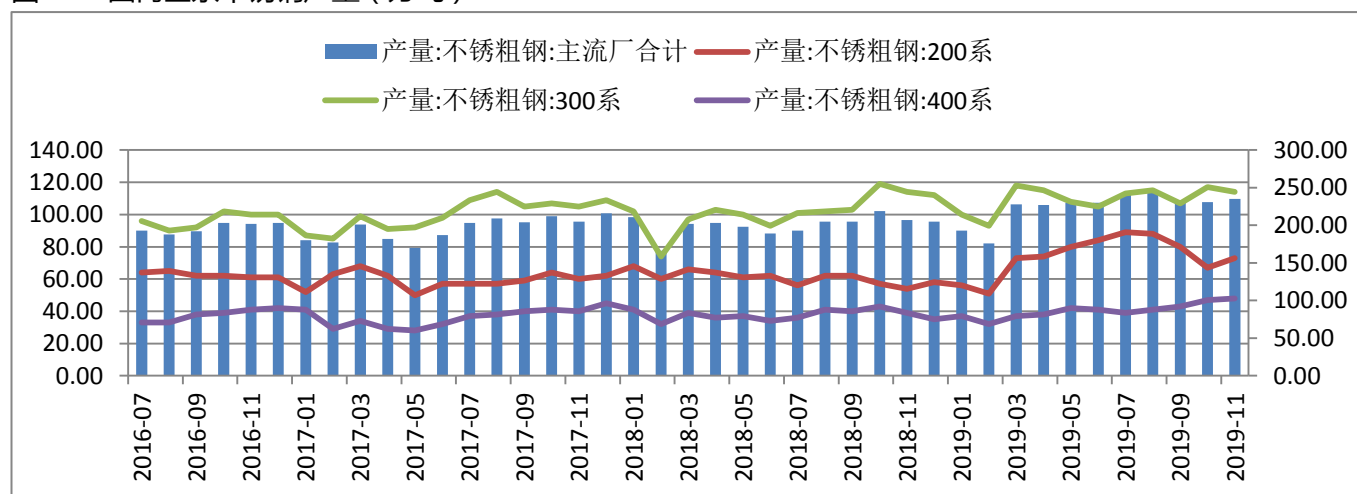
数据来源: SMM、东吴期货

根据 Mysteel 统计显示, 11 月国内 32 家钢厂粗钢总产量 245.83 万吨, 环比 10 月份减少 0.2%。其中 200 系 79.7 万吨, 环比增加 5.03%, 300 系 116.29 万吨, 环比减少 3.12%, 400 系 49.84 万吨, 环比增加 0.95%。12 月份排产总量预计 238.53 万吨, 预计环比减少 2.97%, 其中 200 系 82.25 万吨, 300 系 108.12

万吨，400 系 48.16 万吨。2019 年 1-11 月中国主流 32 家钢厂预计粗钢产量为 2850.19 万吨，同比去年总量大幅增 10.79%；其中 200 系总量 985.69 万吨，同比增 18.78%，300 系总量 1355.04 万吨，同比增加 6.59%，400 系总量 509.46 万吨，同比增 9.19%。据钢铁工业协会数据，预计 2019 年全国不锈钢粗钢产量预计突破 3000 万吨，同比增长 12.36%，除去停产产能外，产能利用率接近 95%。

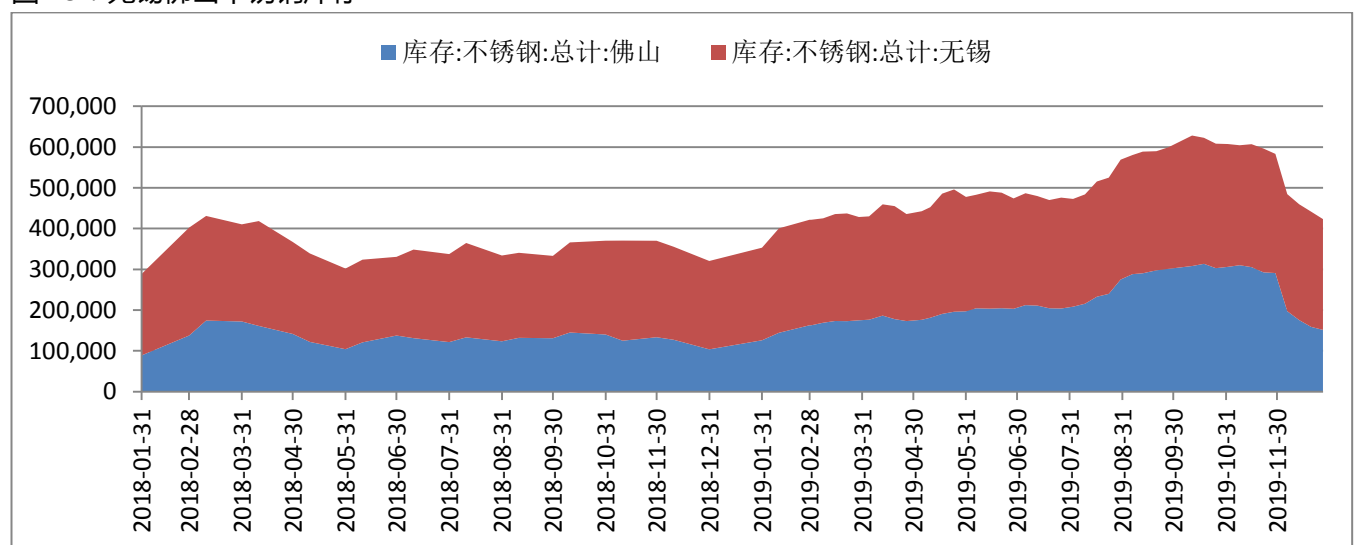
根据 Mysteel 统计显示，截止 12 月 27 日的无锡和佛山两地不锈钢社会库存总和为 42.32 万吨，环比 10 月最高点下降了近 48.42%，社会库存出现拐点后继续下降。主要因为前期钢厂部分亏损引发减产导致厂内库存和产量投放出现明显下降。随着不锈钢价格的持续走弱，近期不少钢厂出现集中减产检修传闻，包括华南钢厂、福建钢厂停产，这将继续缓解不锈钢高库存压力。若后期库存能降至合理水平，一定程度上对镍价形成利好。

图 14：国内全系不锈钢产量（万吨）



数据来源：Wind 资讯、东吴期货整理

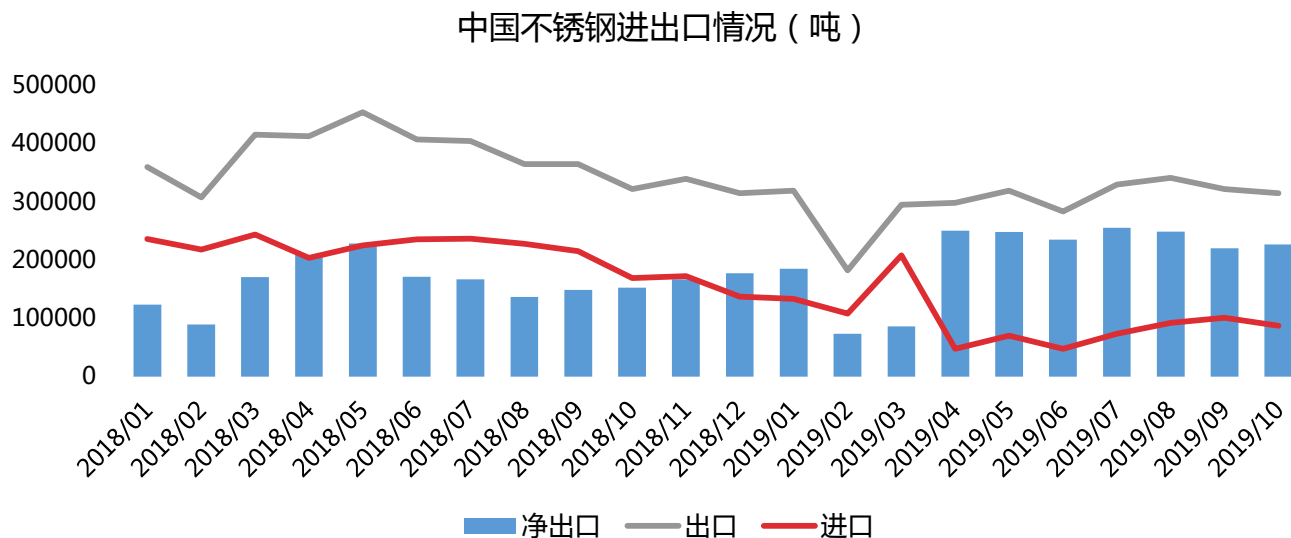
图 15：无锡佛山不锈钢库存



数据来源：Wind 资讯、东吴期货整理

进出口方面，据 Mysteel 统计显示，2019 年 1-11 月中国不锈钢进口总量 102.32 万吨，同比去年大幅减少 41.7%，其中热轧板卷及冷轧板卷占比较大，两者占比达 68.46%，较去年的占比减少，主要因其他品类里印尼进口钢坯量大幅下降，其余品类占比并无太大变化。2019 年 1-11 月中国不锈钢出口总量 335.03 万吨，同比去年减 9.82%，各品类占比并无太大变化，热轧板卷、冷轧板卷及管材仍是出口的主要品类。而由于全球贸易争端加剧，多地对中国征收不锈钢反倾销税，叠加印尼不锈钢具有成本优势挤压我国不锈钢出口，一定程度制约了我国不锈钢的消费增量。

图：16 中国不锈钢进出口情况（吨）



数据来源：Mysteel、东吴期货整理

总的来看，2019 年三季度末不锈钢期货上市以来，给不锈钢市场带来蓄水池的作用还未体现，高涨的社会库存对于不锈钢生产企业、贸易商来说带来的压力不小，尤其对于生产成本较高的企业而言，结合当前现货市场的消费情况以及当前的进出口贸易情况来看，不锈钢市场高库存压力的释放依旧只能是减产，9 月份之后部分钢厂确实有减产动作，但是大规模的减产目前来看，还没有出现。如果国内终端消费维持持续萎靡，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。

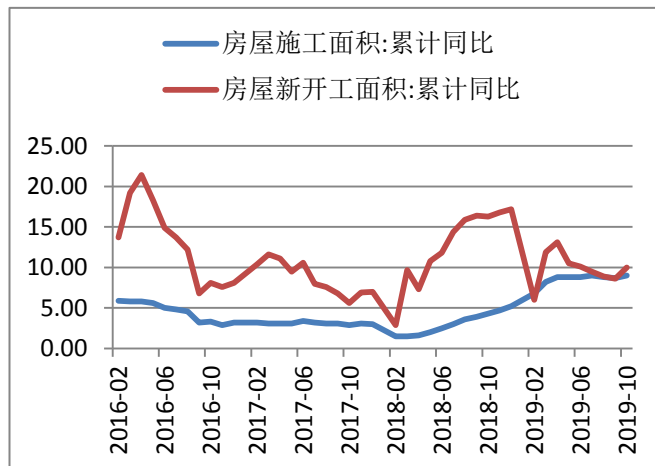
2、终端消费：房地产出现恢复性增长

不锈钢的分类别下游中，与房地产行业有较强的相关性，主要体现的家装方面。为什么这么说呢？因为地产小区与商用广场许多都有不锈钢建筑装饰材料的应用，小高层和高层住宅，以及大型商业大楼基本上都需要以不锈钢材料为主的电梯配套，以不锈钢薄料为主的太阳能热水器和水箱作为绿色节能环保设置已经越来越广泛的应用于房地产行业。

据国家统计局最新数据显示，2019 年 1-11 月房地产累积销售 14.89 万平方米，同比增长 0.2%，累积增速基本维持平稳。1—11 月份，房地产开发企业房屋施工面积 874814 万平方米，同比增长 8.7%，增速比 1—10 月份回落 0.3 个百分点。其中，住宅施工面积 613566 万平方米，增长 10.1%。房屋新开工面积 205194

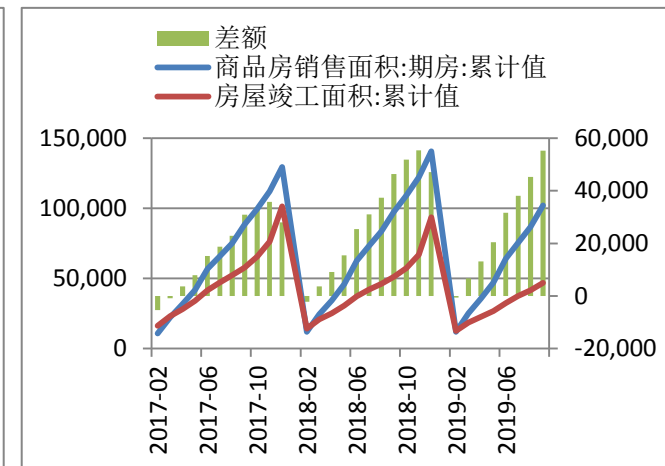
万平方米，增长 8.6%，增速回落 1.4 个百分点。其中，住宅新开工面积 151447 万平方米，增长 9.3%。房屋竣工面积 63846 万平方米，下降 4.5%，降幅收窄 1.0 个百分点。其中，住宅竣工面积 45274 万平方米，下降 4.0%。在销售回暖的带动下，房地产新开工、施工与竣工增速均有所加快，显示房地产商也趁机加快建设进度，争取回笼资金。在这种情况下，未来房地产供需两端都会出现恢复性增长。而随着房地产基建领域的复苏，也将一定程度上提振不锈钢的走势。

图 17：国内房屋施工和新开工面积增速



数据来源：国家统计局、Wind 资讯、东吴期货整理

图 18：期房销售面积与房屋竣工面积差额扩大

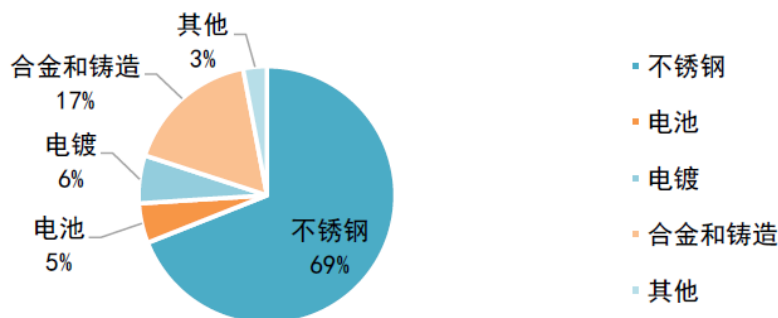


数据来源：国家统计局、Wind 资讯、东吴期货整理

3、终端消费：新能源用镍增长放缓，但长期发展依旧看好

从目前来看，虽然不锈钢产业依旧是镍消费的主力，但近年来新能源汽车的爆发式增长为镍带来了新的需求，它将很快成为镍产业中不容忽视的细分市场，而镍作为新能源电池中的核心材料，是解决当前新能源汽车成本较高和里程较短问题的关键所在，未来将成为新能源汽车发展中最受益的品种。

图 19：2018 年镍终端消费结构图

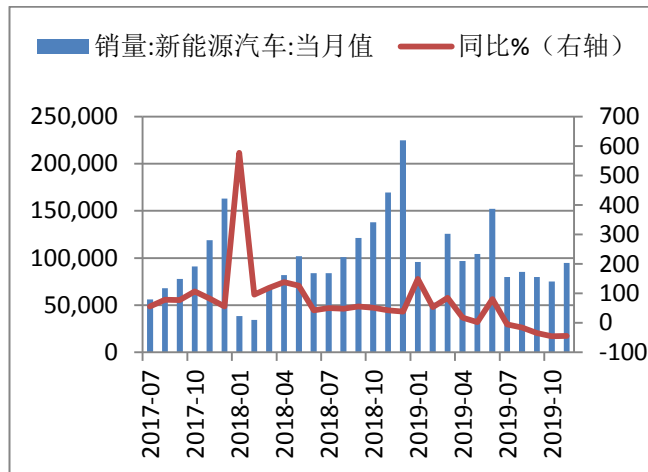


数据来源：INSG、东吴期货

自 6 月 25 日电动车补贴大幅退坡后，国内新能源汽车增长大幅失速。根据中汽协的数据显示，1-11 月，新能源汽车产销分别完成 109.3 万辆和 104.3 万辆，比上年同期分别增长 3.6% 和 1.3%。但相比 2018 年的增

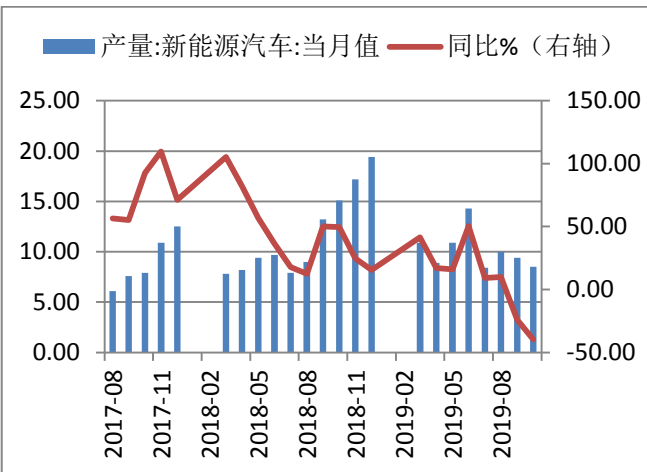
速 61.7% 已经出现大幅下降。而去年中国新能源汽车销量突破百万辆,达到 125.6 万辆,对比 2017 年有 61.7% 的增幅,相比较增速已经大幅下降。

图 20 : 新能源汽车销量 (辆)



数据来源：Wind 资讯、东吴期货整理

图 21 : 新能源汽车产量 (万辆)

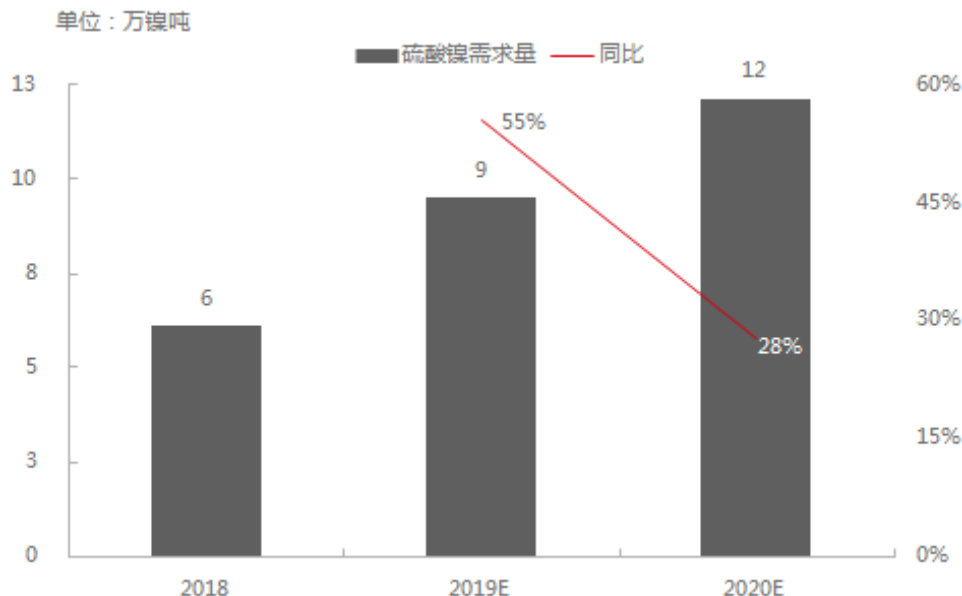


数据来源：Wind 资讯、东吴期货整理

但新能源未来发展不宜过度悲观。一方面，特斯拉、日产、宝马等具有品牌力和产品力的车企，仍在大力推动新能源汽车的发展，研发投入和产销数据仍保持高速增长，而国内电动车产销的暂时失速的原因更倾向于产品革新的阵痛时期。另一方面，后续政策仍稳步前进，包括中国部分地区在内的全球主要国家均颁布了燃油车的退出时间表，近期内国内的双积分政策、欧盟的碳排放限额仍在发挥推动行业的重要作用。

新能源汽车中动力电池的三元化、高镍化的稳步发展，电池用镍需求将在未来几年保持至少 50% 的高速增长。未来三年国内三元前驱体、三元材料产能将快速扩张，包括宁德时代计划投资百亿的 50GWh 项目以及中冶瑞木在河北的高镍三元前驱体等项目。预计，国内新能源汽车三元电池耗镍量有望从 2016 年的 5000 吨镍快速增长到 2020 年 10 万吨附近。同时，国外多个国家也公布了退出燃油车的时间表，全球新能源汽车三元电池耗镍有望在 2020 年达 20 多万吨镍。

图 22 : 2018 年 E-2020 年 E 新能源电池行业对硫酸镍的需求量

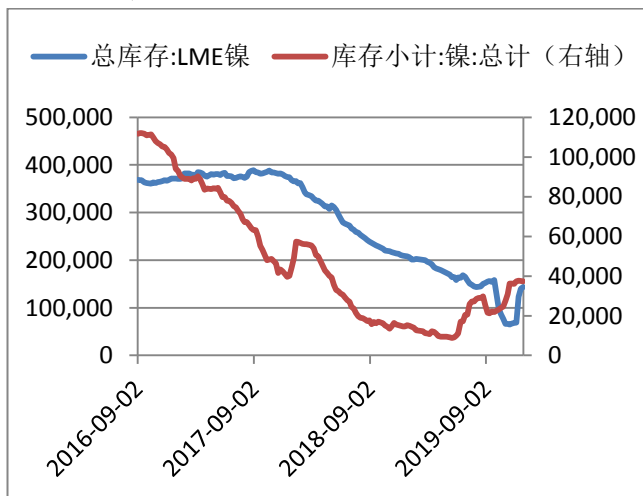


数据来源：SMM、东吴期货整理

(三) 库存情况：显性库存处于历史低位

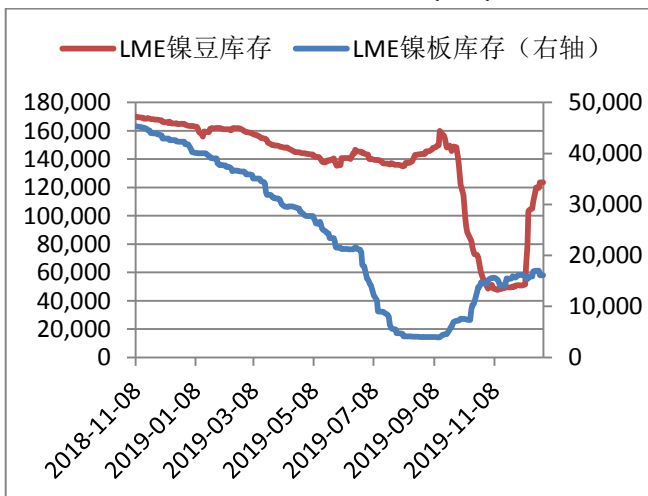
从显性库存来看，进入 10 月份，海外库存遭遇大幅下挫，较月初累计下跌近 50%，截至 2019 年 12 月 27 日，LME 镍库存为 14.32 万吨，相较 11 月底有所回升，但仍处于近年来的低位；上期所库存为 3.741 万吨，较 11 月同期同样出现了小幅回升，但整体仍处于相对低位。目前全球镍消费在 246 万吨左右，但绝大部分是镍铁消费，而此前 LME 镍库存的大幅下滑属于非正常的消费去库，且消费在近期亦无明显好转，针对库存异常变动，伦敦金属交易所对外表示，正对近期镍的交易展开调查，据知情人士透露，中国青山控股集团是 LME 镍库存创纪录降幅背后的主力之一，目前青山正与摩根大通等融资银行合作，预估 3 万吨到 8 万吨镍已经被采购。后市来看，随着镍长期短缺矛盾的逐步凸显，以及国内对镍资源的庞大需求，海外镍库存进一步东移的态势不变。而预计明年随着印尼禁矿的实施，低库存的态势仍将持续。

图 23：上期所库存低位回升、LME 下降



数据来源：Wind 资讯、东吴期货整理

图 24：LME 镍板及镍豆库存情况（吨）



数据来源：SMM、东吴期货

四、2020 年全年投资建议及风险点提示

（一）宏观面分析

宏观方面，目前全球经济下行压力增大，贸易摩擦及地缘政治问题不断浮现，美联储降息预期持续下降，市场存在着一些避险情绪。国内方面，国民经济运行总体平稳，国内政策鼓励经济发展，实际经济弱中维稳，静待改革的持续发力。此外，经过中美两国经贸团队的共同努力，双方在平等和相互尊重原则的基础上，已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致，这也将影响有色金属价格的走势。

（二）行情展望及策略

综上所述，展望明年，我们对 2020 年全年的镍价走势持震荡偏多的观点，但短期来看，价格高位需要充分调整后才有上涨驱动。基本面上看，供应端方面，随着 2020 年印尼禁止红土镍矿的出口，将导致中国镍生铁原料短缺，面临大幅减产，但印尼镍生铁项目建设进度加快，能够弥补中国的减量，全球镍生铁产量仍将维持增长。需求端方面，目前随着印尼和中国不锈钢诸多新产能投放，产量增速维持在较高水平；而随着 2020 年高镍电池发展加快，以及新能源行业对镍消费的继续增加，长期仍会对镍价形成一定支撑。所以我们预计，2020 年镍价或将呈现宽幅震荡，重心逐步上移的走势。建议明年上半年以波段操作高抛低吸为主，下半年若宏观及基本面无较大变化的情况下，以逢低做多的思路为主。

2020 全年 LME 镍主要价格区间预测：11500-18000 美元/吨，沪镍主力合约价格区间预测：94000-150000 元/吨。

风险点：

中美贸易协议情况；印尼政策变化；中印镍生铁项目减产和投产实际情况；不锈钢投产情况以及中国新能源汽车政策变动。

（三）交易策略建议

交易方向	交易时间段	交易计划	资金管理
波段操作	2020 全年	全年镍价整体或呈现宽幅震荡，重心逐步上移的走势，主力合约价格区间预测为：94000-150000 元/吨。建议明年上半年以波段操作高抛低吸为主，下半年若宏观及基本面无较大变化的情况下，以逢低做多的思路为主。	10%

联系方式:

东吴期货 研究所	
传真: 021-6312 8383	E-mail: yanfa@dwqh88.com
姜兴春	总经理助理兼研究所所长
电话: 021-6312 3658	E-mail: jiangxc@dwqh88.com
倪耀祥	副所长兼投资咨询中心总经理
电话: 021-6312 3060	E-mail: niyx@dwqh88.com
王 平	农产品高级研究员
电话: 021-6312 3065	E-mail: wangp@dwqh88.com
李高锋	国债及固定收益高级研究员
电话: 021-6312 3065	E-mail: ligf@dwqh88.com
张华伟	基本金属研究员
电话: 021-6312 3175	E-mail: zhanghw@dwqh88.com
万 涛	股指及贵金属研究员
电话: 021-6312 3175	E-mail: want@dwqh88.com
赵文婷	能源化工研究员
电话: 021-6312 3067	E-mail: zhaowt@dwqh88.com
张 璐	黑色系研究员
电话: 0512-62936002	E-mail: zhangl@dwqh88.com
田由甲	能源化工研究员
电话: 0512-62936002	E-mail: tianyj@dwqh88.com
朱少楠	能源化工研究员
电话: 0512-62936002	E-mail: zhushn@dwqh88.com
孙 威	农产品研究员
电话: 0512-62936002	E-mail: sunw@dwqh88.com
王志强	基本金属研究员
电话: 021-6312 3067	E-mail: wangzhq@dwqh88.com
郭大顺	农产品研究员
电话: 0512-62936002	E-mail: guodsh@dwqh88.com

免责声明：

本报告由东吴期货制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。