

供应延续受限，需求支撑铝价 ——2022年铝投资策略展望

分析师：侯亚辉（F3085017，Z0016370）

2021.12.10

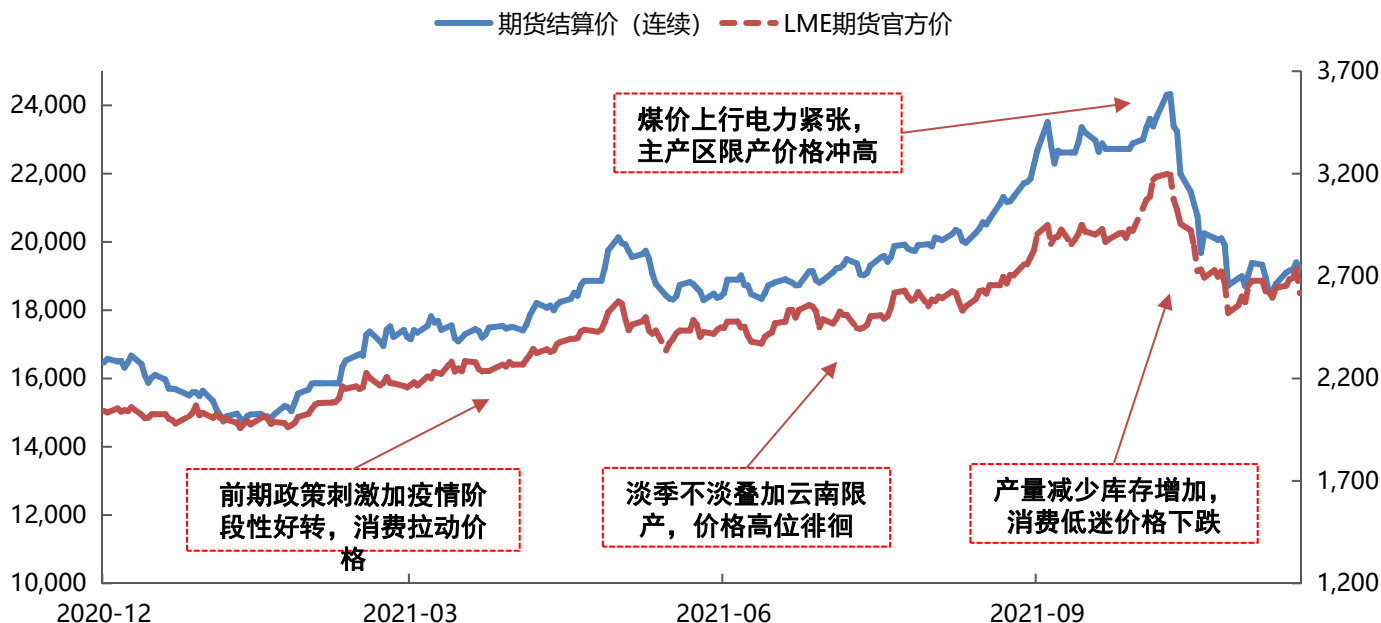
供应延续受限，需求支撑铝价

——2022年铝投资策略展望

- 主要驱动因素：能耗双控限制产量增长，消费整体回升，成本上移，美联储加息。
- 供求角度：受双碳政策以及能源成本影响，2022年国内电解铝供应增速预计中性，不会出现大幅加码的情况；境外方面，受价格高位影响，投产产能数量预计增加。消费端，2022年国内财政货币政策预计加码，电力瓶颈解除后消费大概率增长。此外《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）的生效将在一定程度上对区域的经济增长以及整体消费提供支持，拜登政府的基建计划以及后续财政刺激同样对消费存在支撑效果。影响价格上方空间的主要风险因素在于2022年能耗双控能否延续2021年的执行力度，以及境外美联储的加息进度和对市场情绪的影响，过快过大幅度的加息可能引发经济快速转向衰退。
- 预计价格主要运行区间：LME铝2500-3000美元，上期所铝18000-22000元。

2021年铝行情回顾

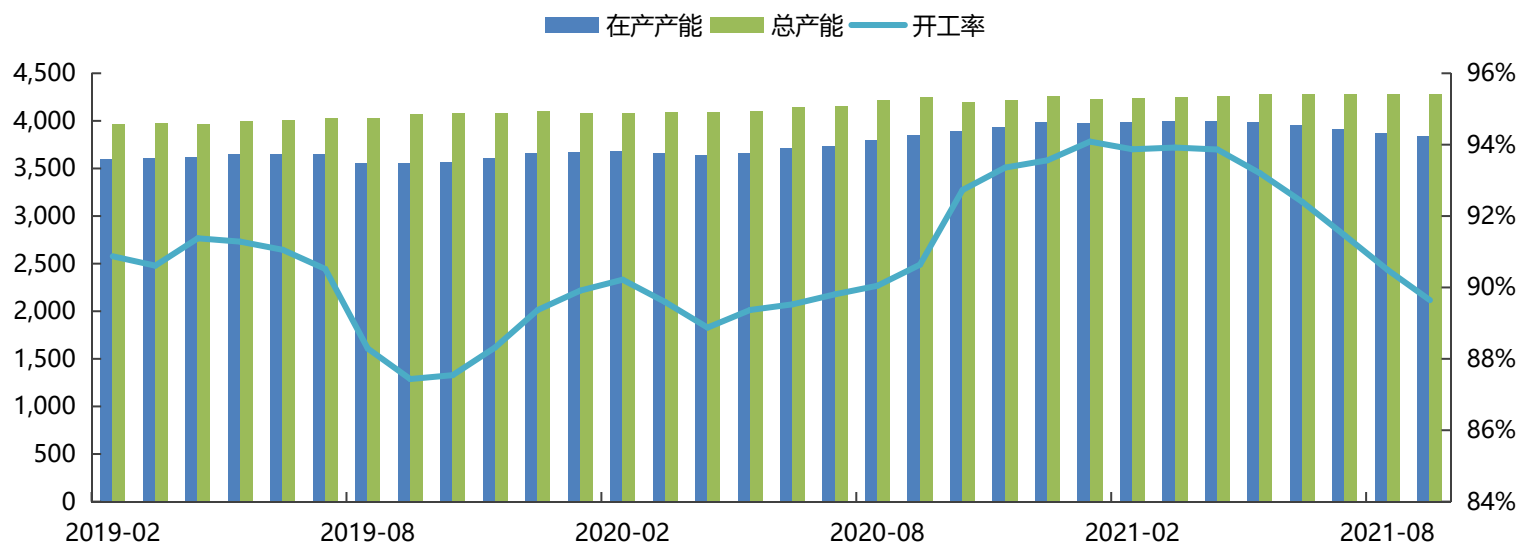
电解铝走势回顾（元/吨，美元/吨）



2021年上半年铝价在境外需求旺盛的推动下上行，铝厂利润持续走高。5月开始的西南地区枯水季限电限产使得铝价在旺季后走势得以巩固。随后出现的煤炭供应紧张、电力价格上涨以及愈发趋严的能耗双控政策对高耗能企业的限产进一步推升价格在10月达到高点。9月中旬后因电力供应紧张下游出现大面积限产，10月铝消费出现明显回落。持续的累库引发了价格在10月下旬大幅下跌，截至11月29日铝价在19000元/吨附近波动。

供应：双控叠加限电，产能增速放缓

国内电解铝产能情况（万吨，%）



- 产能方面，由于2020年疫情后需求在政策刺激下快速回升，电解铝利润不断攀升的大背景下市场预期2021年产能将大幅扩产。但对比年初的预期来看，2021年国内电解铝产能增长显著不及预期。
- 截至2021年9月国内电解铝总产能4283.1万吨，较2020年12月的4256万吨仅仅增加不到30万吨/年；相比之下2021年初的预期增量超过200万吨/年。

供应：双控叠加限电，产能增速放缓

省份	企业	2021投产	待投	时间	2021关停
云南	云南宏泰	30	57	总计203万吨，预计2022年8月完成投产	关停8万吨/年
	云南神火	15	15	合计90万吨，剩余可投，但受政策影响未定	20万吨/年
	云铝海鑫	0	38	海鑫合计70万吨，待投，投完后云铝产能升至315万吨	2021年减产约40万吨，产能规模在83万吨/年
	云南其亚	0	22	建成13万吨，剩余待投	4.5万吨/年
贵州	兴仁登高	0	25	在产25万吨，待投25万吨，规划130万吨	截至11月关停25万吨/年
	元豪铝业	0	10	煤电铝一体化项目，并网后承担黔西南80%负荷。项目总体33万吨合金，投产待定	
广西	德保百矿	13	0	已投产	
	田林百矿	10	0	30万吨完成投产	
	华昇新材料	0	25		
内蒙	白音华	0	38		
合计		68	230		

- 产能方面，截至2021年9月国内电解铝产能4283万吨，距离供给侧改革上限的4553万吨还有270万吨。
- 2021年国内投产主要集中在上半年，云南、广西贡献主要增量，下半年受电力供应及能耗双控影响，主产区大规模减产。
- 截至2021年底国内建成待投产产能约230万吨/年。主要集中在云南、贵州、广西、内蒙。

供应：双控叠加限电，产量大幅减少

2021年主要产区减产情况

省份	减产主因	减产情况
青海、宁夏	电力供应、能耗双控	10月起在9月基础上减8万吨/月产量
内蒙	能耗双控	5月起未新增产量
云南	电力供应、能耗双控	5月起因电力不足限产，9月因能耗双控要求产量不高于8月
广西	能耗双控	9月起产量不高于2021年上半年月均的80%
贵州	电力供应	保供电，11月起全停，产量10万吨/月
新疆	超产	9月起按核定产能压缩全年产量，昌吉州核定产能305万吨/年

- 据上海钢联统计，2021年1-10月国内电解铝累计减产294万吨/年，加上10月底开始被要求关停的130万吨/年贵州产能，截至11月底的减产规模或达424万吨/年。
- 根据Wind数据以及申万期货研究所的评估，2021年11月全国运行电解铝产能约在3665万吨/年（折305.4万吨/月），与总建成产能4283万吨/年相差682万吨/年（折56.9万吨/月）。考虑关停产能数量巨大，冬季用电高峰过后大量关停产能的复产节奏及进度或将直接决定2022年铝价的走势。

供应：双控叠加限电，产量大幅减少

2021年主要产区减产统计（万吨）

省份	电力供应	能耗双控	合计
宁夏、青海	82	0	82
云南	95	16	111
内蒙	0	40	40
广西	0	28	28
贵州	141	0	141
新疆	0	22	22
合计	318	106	424

- 2021年上半年境外需求快速增长的背景下，国内的电力供应出现紧张，叠加碳达峰和碳中和目标的快速推进，高耗能产业面临较大限制。电解铝主要产区自二季度开始由于电力供应紧张出现减产，下半年在能耗双控和冬季保供电的影响下进一步减产。
- 从减产原因看，受电力供应影响减产的产能数量较多。云南上半年枯水期发电不足，后受保供电影响，累计减产95万吨/年，9月后又由于能耗不达标进一步限产16万吨/年。贵州、宁夏减产主要因为电力供应紧张以及保冬季供电的原因。

供应：双控政策影响，关注复产增产

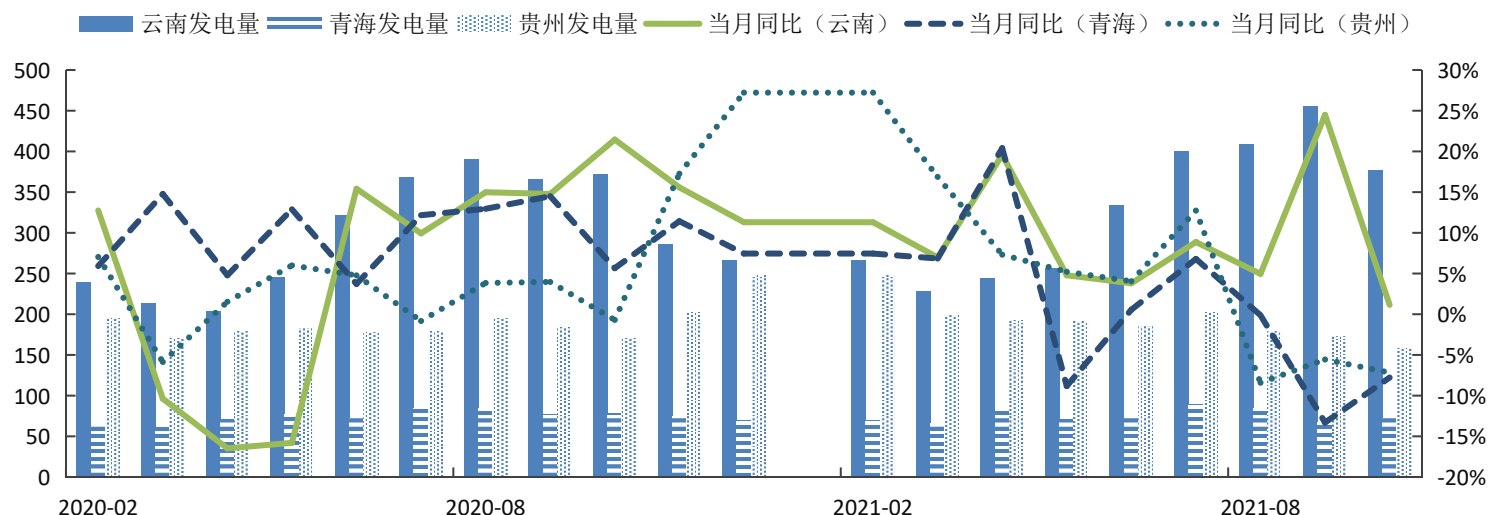
2021年上半年各省能耗双控完成情况

地 区	能耗强度降低进度目标	能耗消费总量控制目标
	预警等级（单耗）	预警等级（总量）
青海	●	●
宁夏	●	●
广西	●	●
广东	●	●
福建	●	●
新疆	●	●
云南	●	●
陕西	●	●
江苏	●	●
浙江	●	●
河南	●	●
甘肃	●	●
四川	●	●
安徽	●	●
贵州	●	●
山西	●	●
黑龙江	●	●
辽宁	●	●
江西	●	●
上海	●	●
重庆	●	●
北京	●	●
天津	●	●
湖南	●	●
山东	●	●
吉林	●	●
海南	●	●
湖北	●	●
河北	●	●
内蒙古	●	●

- 国家发改委印发《完善能源消费强度和总量双控制度方案》内容明确指出，将设置国家和地方能耗双控指标，将能耗强度降低作为国民经济和社会发展规划的约束性指标，合理设置能源消费总量指标，并向各省（自治区、直辖市）分解下达能耗双控五年目标。
- 从2021年的能耗双控完成情况看，上半年完成情况不佳的铝锭产区主要是青海、宁夏、广西、新疆、云南，内蒙完成情况较好。从减产时间看，内蒙除上半年减产外9月起并未像其他省份因能耗双控再次出现减产。因此2022年的复产的主要限制预计仍是能耗双控对主产区的影响。

供应：双控政策影响，关注复产增产

部分产区发电情况（亿千瓦时，%）



- 从截至2021年10月的云南、贵州、青海省发电情况看，除了云南地区发电量呈现正增长之外，贵州、青海均呈较大幅度负增长。对于承担西电东送任务的贵州、青海而言，冬季保供电的压力下大幅减产符合实际情况。贵州省尽管水力发电较好，但其主要发电仍以火电为主（2020年水电占比36%），因此预计2022年煤炭供应改善后贵州电力供应情况将明显好转，产量有较大恢复的可能。青海地区水电占比2020年超过60%，季节性淡季主要在12月至翌年3月，因此2022年的复产大概率在2-3月开始。最后是云南地区，截至2021年10月云南地区发电量持续增长，但二季度仍出现供电不足的情况，此外9月后的限产主要由能耗双控影响，2022年整体产量预计继续受能耗双控限制。

供应：双控政策影响，关注复产增产

- 根据发改委的表述，双控的目标主要是能耗总量和强度，其中包括能源消费总量的约束以及单位GDP能耗的要求。仅以2021年上半年发改委发布的情况显示：青海、宁夏、广西、云南能耗总量与强度双红色预警，新疆能源消耗强度红色预警、消耗总量黄色预警，贵州仅总量黄色预警，内蒙两项指标均达标。
- 产量上看，贵州因保供电的原因年内产量预计大幅减少，2022年伴随供电形势缓解，产量存在增长可能。内蒙预计维持目前温和增长水平。2022年产量释放空间较大的地区主要还是在云南地区，在电力供应无虞的情况下产量预计较2021年增长70万吨/年，内蒙和广西分别在18、16万吨/年，此外还有贵州至少130万吨产能2月可能复产，增量约120万吨/年。预计2022年电解铝产量增长或继续受政策扰动，中性预期下，产量增长224万吨/年，同比2021年全年预期产量增加约5.8%。

主要产区电解铝产量（万吨）

省份	月均产量（2021）	月均产量（2020）	月均产量（2021E）	同比增幅（1-9月）	同比增幅（2021E）
内蒙	49.47	48.02	49.47	3.02%	3.02%
贵州	11.42	11.52	8.57	-0.87%	-25.65%
新疆	51.68	49.46	51.19	4.49%	3.49%
青海	21.55	19.77	19.93	9.00%	0.82%
宁夏	9.82	9.79	9.65	0.31%	-1.40%
云南	29.02	22.92	27.77	26.61%	21.14%
广西	20.06	18.82	20.03	6.59%	6.43%

供应：境外电解铝增量有限

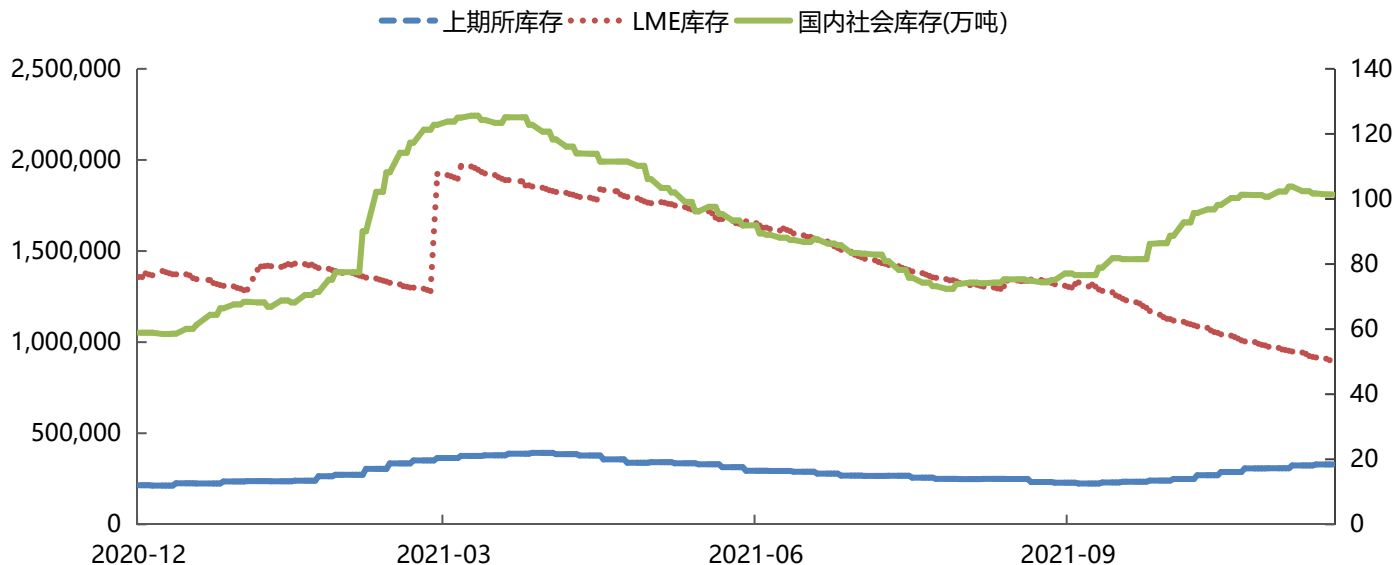
- 从电解铝未来的供应看，整个产业链的瓶颈将由国内的供给侧改革以及碳中和目标共同作用出现在冶炼端。
- 随着境内电解铝新建产能的趋势性减少，在控产能和能耗的政策导向不变的情况下，电解铝的长期增量更多的将来源于境外电解铝的投产或者再生铝供应的增加。

2020-2023年海外电解铝项目新增情况						
No.	企业名称	国家	2020年12月运行产能	待投产产能（万吨/年）	投产时间	备注
1	Samalaju (Press Metal)	马来西亚	76	32	2021年1月	PressMetal (齐力铝业) 共三期电解铝，年产能分别为一期12万吨，二期64万吨，三期32万吨
2	Boguchansky (UC Rusal&RusHydro)	俄罗斯	29.8	30.2	待定	建成产能共60万吨，一期29.8万吨，二期30.2万吨
3	Taishet (UC Rusal)	俄罗斯	0	43	2021年	建成产能43万吨
4	Jharsuguda (Vedanta)	印度	140	35	2021年	建成产能175万吨
5	Jajarm (Iralco)	伊朗	2	1	2019年	建成产能3万吨，于2019年开始投产
6	Ghadir (Salco)	伊朗	9	21	2020年4月	设计年产能30万吨
7	华青铝业	印尼	0	100	2023年	2020年12月贵阳铝镁院签订华峰集团印尼华青铝业铝电一体化项目一期100万吨/年电解铝(500kA)配套及50万吨/年预焙阳极项目设计合同。

2020年已复产及2021-2025年预期复产海外电解铝项目					
企业名称	国家	运行产能（万吨/年）	复产产能	复产时间	备注
Husnes（Nosrk Hydro）	挪威	9.5	10	2020年11月24日	A系列9.5万吨，B系列约200台电解槽长达1公里，年产能约10万吨
Mt. Holly（Century Aluminum）	美国	12	10.9	2021年	2020年12月7日，世纪铝业宣布与Santee Cooper（南卡罗来纳州公共服务局）就霍利山冶炼厂新的三年电力合同达成初步协议。Santee Cooper预计将提供至少290兆瓦的电力，以使该冶炼厂目前的产量增加50%。世纪铝业正计划在目前的运营基础上增加一半电解槽，以使总产量达到霍利山冶炼厂全部产能的75%。

库存：内外走势分化，境内库存回升

铝库存（吨，万吨）



- 库存方面，截至12月2日国内铝锭社会库存100.2万吨，呈现回落态势。国内社会库存在2021年9月下旬国内因限电造成的消费滑坡后快速攀升，11月下旬开始随着下游复产回落。
- 交易所库存方面，上海期货交易所库存9月下旬以来同样持续走高，截至11月26日当周在32.87万吨，较9月下旬的22.4万吨增加约10.47万吨。同期LME铝锭库存持续回落，整体水平中性。

需求：利空因素消退，消费预计回升

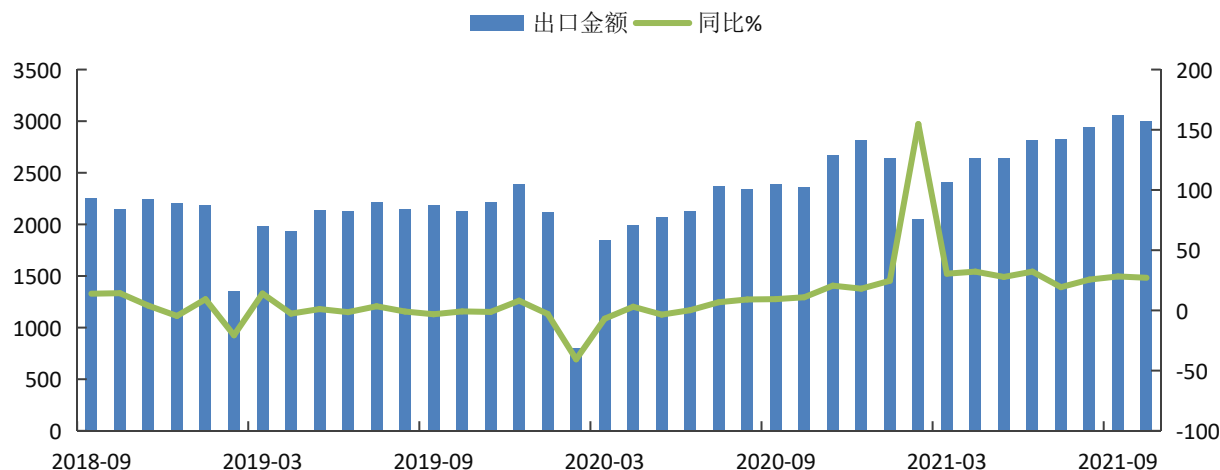
2021年电解铝表观消费（万吨，%）



- 需求方面，2021年国内电解铝表观消费同比增速持续走低。一方面2020年受境外刺激政策影响，需求快速攀升，高基数效应使得2021年二季度开始消费同比增速较2020年大幅下降。此外2021年9月中旬开始的大范围限电以及美国财政补贴到期加剧了消费的走弱。2021年9、10月国内表观消费同比降幅均在10%左右。年底限电解除后表观消费预计逐步回升至正增长。
- 2022年总体上看消费预计仍有支撑。首先美国基建计划的逐步实施对金属本身存在明确的需求增量；其次RCEP的实施从总体上有利于贸易的扩大、对国内的消费存在刺激效应；第三煤炭供应的缓解使得类似2021年的限产发生可能性大大降低，有利消费增长。

需求：疫情管控有力，出口延续高位

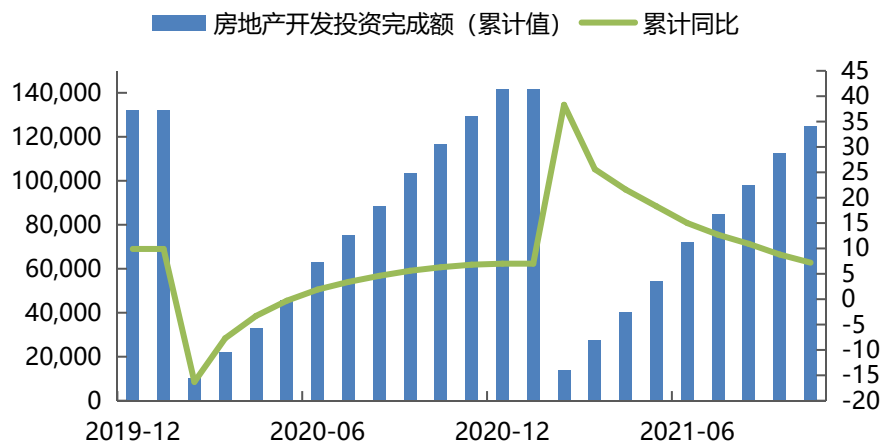
出口金额&增速（亿美元，%）



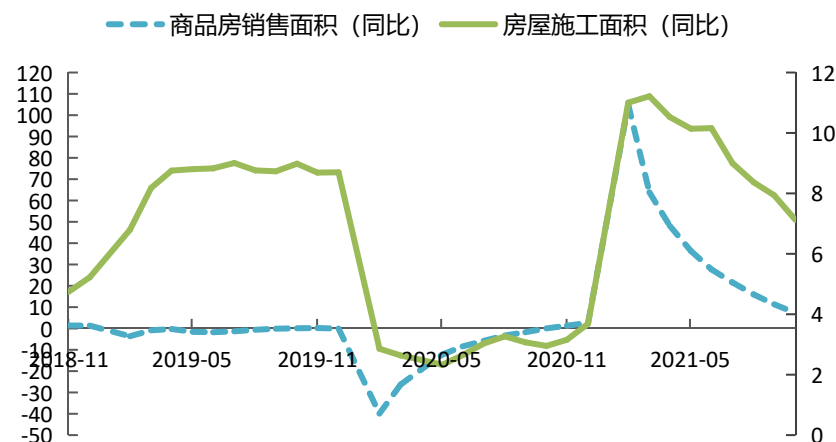
- 出口方面，国内出口金额2020年疫情后持续增加，2020年四季度出口同比增速已经攀升至超过10%，11、12月分别出口2670和2819亿美元，同比增速20.57%和18.14%；2021年受疫情管控有力影响，国内出口金额同比延续高增速，截至10月底在27%，全年出口增速预计超过30%。
- 对比2008年后期数据看，2010、2011年国内出口增速分别在30%、20%，2012年下降至7%，同期有色金属价格整体走弱。预计2022年国内出口有所下降，但对需求仍有较好的支撑作用，

需求：关注逆周期调节，地产基建或有反弹

房地产开发投资完成额（亿元，%）



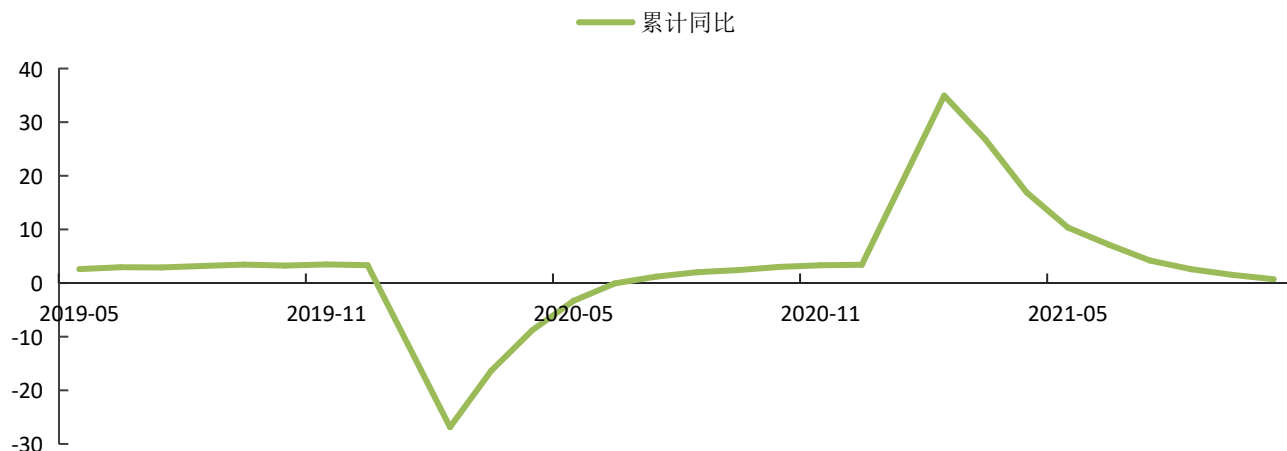
房地产增速（%）



- 地产方面，受2020年的高基数影响2021年房地产开发投资完成额呈现高位回落态势。2021年1-8月国内房地产开发投资完成额同比增长10.9%，较1-7月增速减少1.8个百分点，按照目前的下降速度预计全年可能回落至5-6%左右，增速较2020年进一步放缓。
- 销售方面，2021年商品房销售面积同比增速较2021年大幅回升，考虑到销售面积增速周期较施工面积增长存在半年至一年左右的领先，叠加2021年底房地产信贷的逐步放松，预计2022年房屋施工有所增加。

需求：关注逆周期调节，地产基建或有反弹

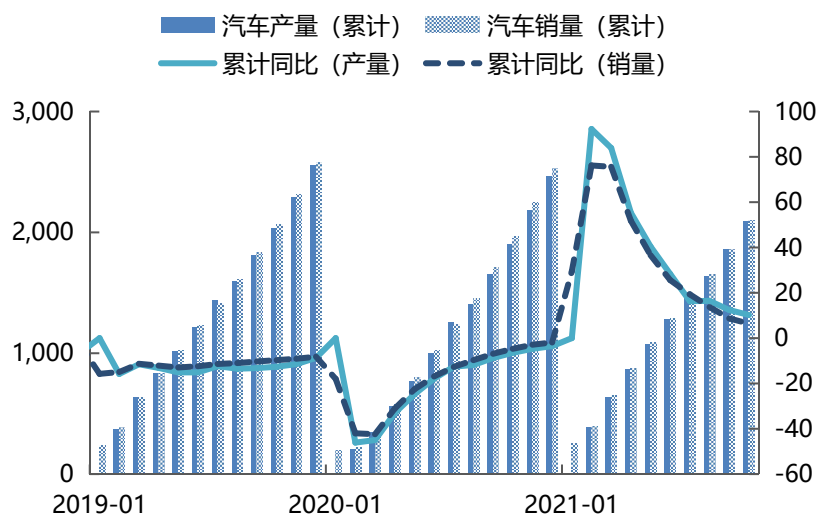
基建投资增速（%）



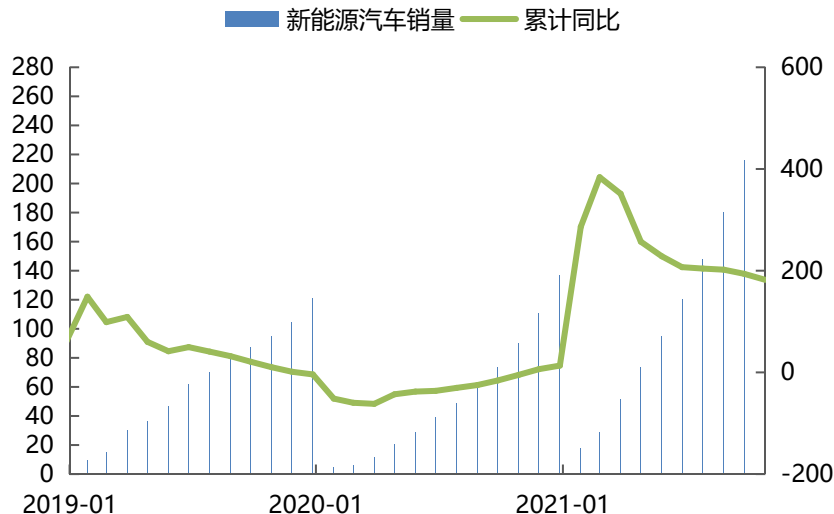
- 基建方面2021年呈现高开低走，截至10月同比累计增速0.72%，全年预计较2020年略有回落。2022年基建预计温和提升。
- 2022年随着通胀高企带来的境外货币政策逐步收紧，经济下行压力加大，基建投资预计加码，但受到财政支出能力的制约，预计增长幅度不会过大。
- 政策方面国务院副总理刘鹤在9月6日开幕的2021中国国际数字经济博览会上表示要“适度超前进行基础设施建设”，同样可以认为未来在房地产减速和经济下行压力加大的背景下基建投资可能有所增加。

需求：汽车生产增速较好，关注后期销售情况

汽车产销量（万辆，%）



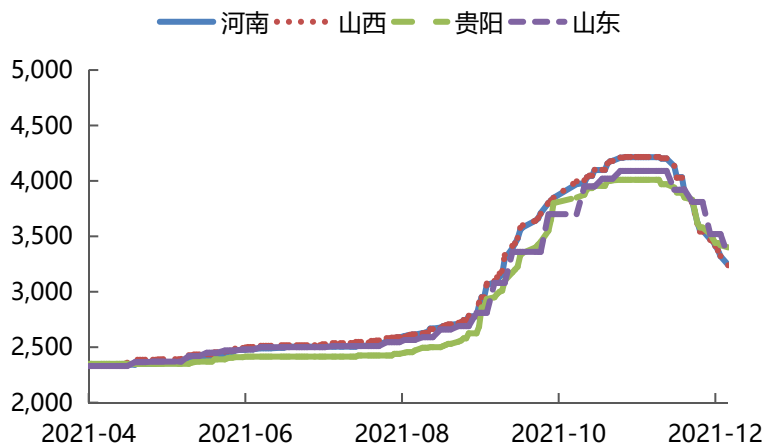
新能源汽车产销（万辆，%）



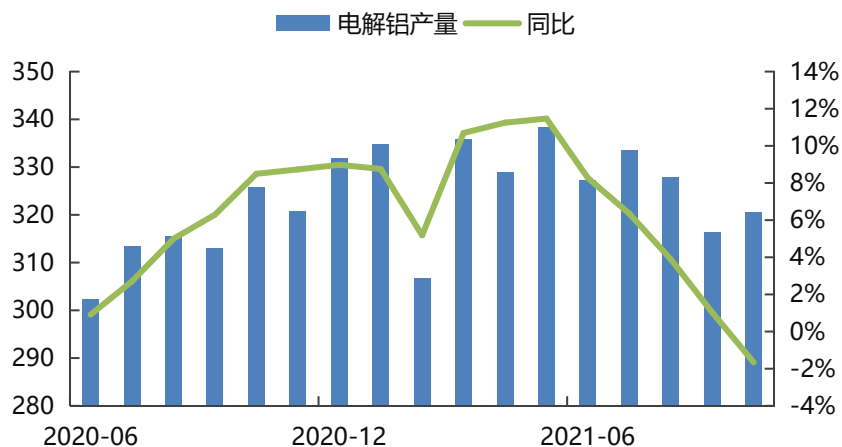
- 汽车方面，2021年汽车产量增长较快，截至9月国内累计生产汽车2091万辆，同比增长10.21%，全年对需求拉动1%左右。但2021年销量增速明显较慢，或对后市生产持续性产生压力。
- 据测算，每辆新能源汽车较传统汽车用铝量约增加约85kg。从2021年国内新能源车的生产情况看，2021年1-9月国内累计生产新能源汽车215.66万辆，较2020年同期增长182.13%，同比增速自3月起持续回落，除了芯片供应不足影响外2020后期高增长带来的基数效应也比较明显。预计2021年全年新能源车产量同比增长150%左右，较2020年增加产量143万辆，对应铝消费量12.55万吨。短期看新能源汽车的铝消费量依然偏低，对市场产生影响仍需时间。

成本：氧化铝先涨后跌，整体供应无虞

氧化铝价格（元/吨）



电解铝产量（万吨）



- 氧化铝价格2021年走势呈现先涨后跌，重心大幅上移。氧化铝价格2021年走高的主要原因在于几内亚政变引发市场对矿石进口的担忧以及上半年电解铝的快速增产，此外三季度市场对冬季环保的担忧同样加剧了价格的上涨。
- 截至2021年10月国内氧化铝总产能和在产产能均较2020年明显增长，分别达到8952、7315万吨，同比2020年10月增长1.5%、1.3%。
- 价格方面预计氧化铝价格受供应增长压力无长牛行情，但在电解铝复产的背景下2022年可能会出现阶段性上涨。

成本：氧化铝产能长期充裕

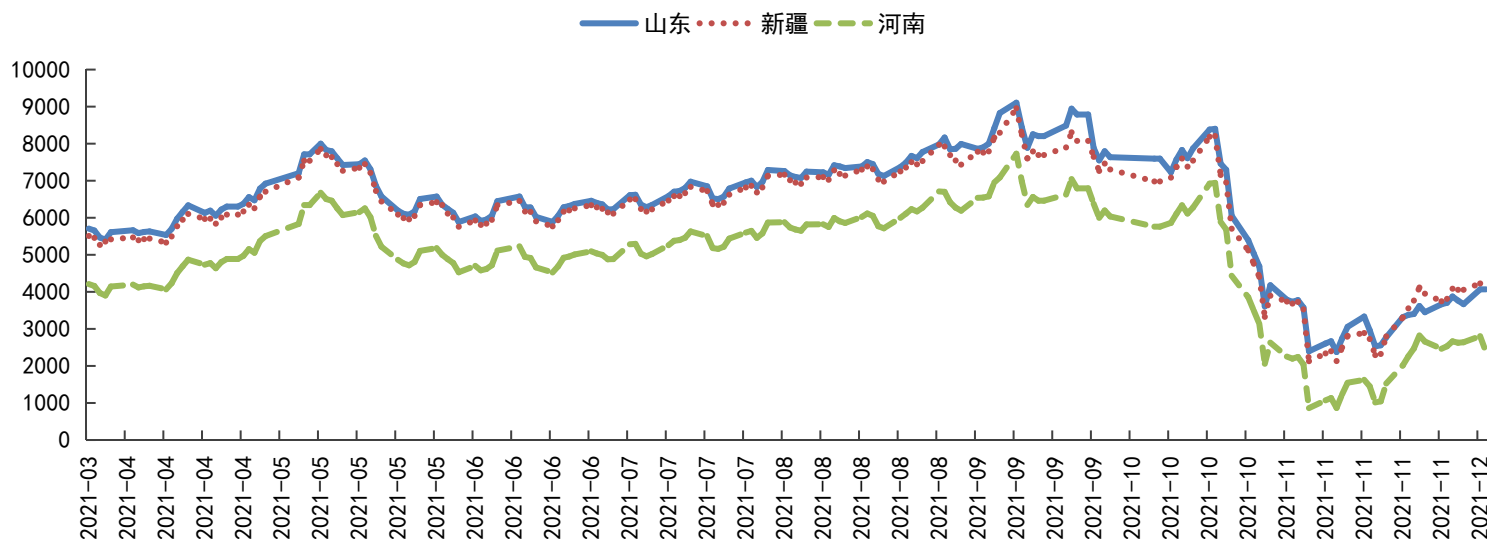
- 氧化铝长期供应预计依然宽松。首先看开工情况，截至2021年10月国内氧化铝开工率81%，处于历史中位水平。2015年至今的最高开工率接近94%，最低开工率2020年3月在76%左右。2021年氧化铝存量产能仍有较大释放空间。
- 新增方面，国内氧化铝规划产能数量依然巨大。据机构统计2021年、2020年分别存在约720万吨的产能待投。相比2021年和之后的电解铝产能预计增长规模，氧化铝过剩的态势很难改变。

氧化铝产能规划（万吨）

公司	省份	新建产能	2021年投产	2022年投产
靖西天桂二期	广西	90	90	0
中铝防城港二期		200	200	0
锦江龙州氧化铝		100	100	0
广铝二期	贵州	30	30	0
其亚铝业		60	0	60
重庆龙州氧化铝	重庆	360	100	100
锦国投	内蒙	650	0	260
河北文丰新材料	河北	450	200	200
魏桥	山东	100	0	100
合计		2040	720	720

成本：电解铝成本下行空间有限

主产区电解铝利润（元/吨）

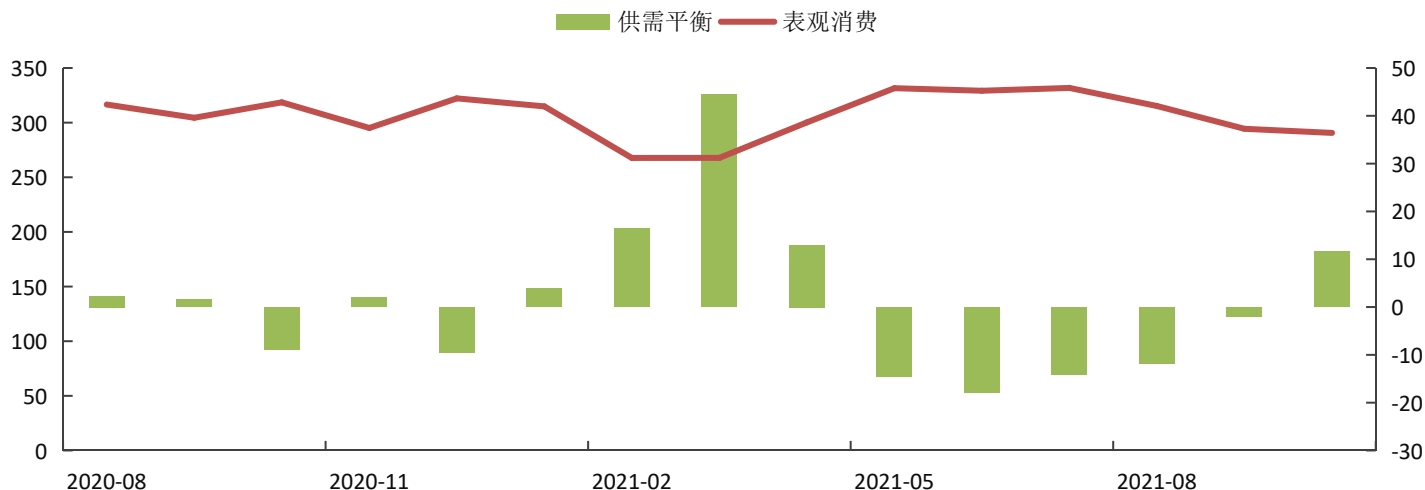


- 国内电解铝加工利润在2020年疫情后持续走高，一方面得益于疫情爆发初期价格下跌引发的产能关停，另一方面消费在发达国家的财政货币政策刺激下大幅走强。
- 2021年前三季度电解铝利润在限产的影响下基本延续高位，但后期随着动力煤价格大幅上行，网电价格尤其对高耗能产业用电价格大涨，部分省份涨幅达50%；此外氧化铝价格同样大涨，造成电解铝生产利润大幅走低。
- 截至12月国内电解铝加工毛利大约在3000元/吨，考虑到网电价格在双控下或延续高位，氧化铝价格大幅回落后离成本逐步贴近，电解铝成本下方支撑将明显加强。

资料来源：Wind，申万期货研究所

2022年电解铝供需预计小幅缺口

中国电解铝平衡表（万吨）



- 2021年国内电解铝的表观消费增速预计温和，全年增长或在5%左右。消费增速回落的原因一个是明显的高基数效应，另一个也受2021年的限电影响。
- 2022年消费我们预计较2021年有所增长，但保持谨慎乐观。从国内政策情况看，2022年的财政货币政策预计均较2021年有所放松，此外2021年基数的下降也有利于2022年消费增长。最后从影响2021年需求的限电看，预计2022年也不会重演，因此消费增速大概率高于2021年。
- 综合评估我们预计2022年电解铝供需预计呈现小幅缺口，消费中性的情况下全年供需基本在平衡附近。

2022年铝期货行情展望

- 2022年国内电解铝供应预计增长。2022年电解铝产量增长或达224万吨/年，同比2021年全年预期产量增加约5.8%。主要的变数在于能耗双控的管控力度能否延续以及云南地区的水电枯水期发电量能否支持产量的增长。尽管煤炭供应有所缓解，2022年的水电季节性问题的保供政策仍有可能导致供应增长不及预期的情况出现。
- 需求端，我们认为2022年消费增速将高于2021年。尽管美国补贴政策2021年9月退出，但美国基建计划的通过以及日本新政府的支出计划将对消费形成支持。国内方面，2022年的财政货币政策预计均较2021年有所放松，此外2021年基数的下降也有利于2022年消费增长。最后从影响2021年需求的限电看，预计2022年不会重演，因此消费增速大概率高于2021年。
- 价格方面，预计2022年铝价重心上移，整体走势延续高位。强支撑区间预计在17000-19000元/吨一线；铝价上方空间预计在20000-22000元/吨附近。主要关注国内能耗双控情况和境外加息节奏。

■ 宏观关注：

国内稳增长政策
国内能耗双控政策
美国加息影响

■ 供应关注：

电解铝2月复产情况
云南枯水期发电情况

■ 需求关注：

房地产投资增长
中国出口数据
发电对下游的影响

■ 库存：

国内社会库存
上期所库存
LME库存

2022年铝期货操作建议

波段操作

❖ 17000-19000元/吨逢低买入为主。

对冲操作

❖ 一季度正套为主，后期反套逢低介入。

套保操作

❖ 产业客户选择铝价逢低买入主力合约保值。

消费预期向好，镍价偏强运行 ——2022年镍投资策略展望

分析师：侯亚辉（F3085017，Z0016370）

2021.12.10

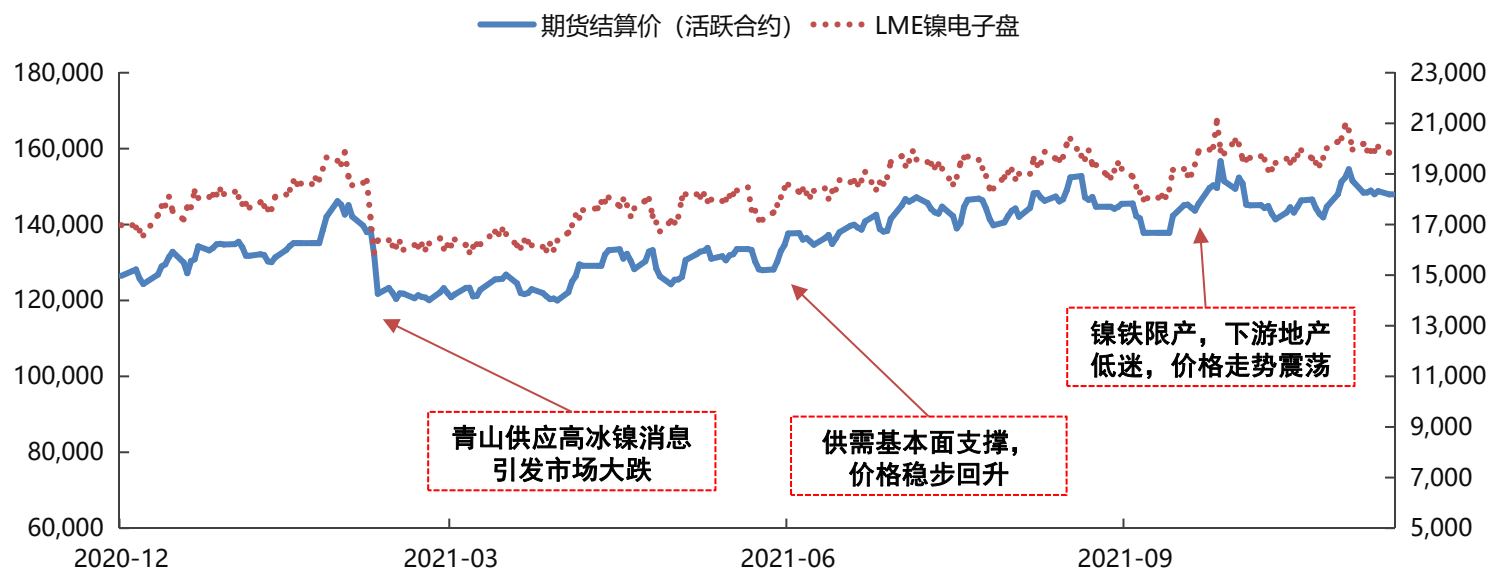
消费预期向好，镍价偏强运行

——2022年镍、不锈钢投资策略展望

- 主要驱动因素：印尼镍铁出口政策，消费国不锈钢反倾销政策，电动车消费增长。
- 供求角度：2022年镍&不锈钢市场预计仍以结构性行情为主。趋势方面，国内房地产的边际放松以及境外财政政策加码对消费整体存在支撑，预计需求对价格支撑加强。但不锈钢供应仍有较大增长预期，且印尼产品成本较低，价格存在下行的空间。镍方面，镍板产量、消费相对稳定，主要跟随不锈钢需求。2021年国内镍豆以及湿法中间品进口增长较快，主要受电池用镍需求增加影响，这一趋势2022年预计延续。预计中间品对镍价拉动的情况仅当电池用镍溢价过高时才会出现。镍铁价格2022年仍受印尼出口政策和国内开工影响。一方面国内供应整体偏紧，镍铁企业受成本和能耗双控影响可能关停；一方面随着印尼政策调整未来其镍铁出口或更多以高冰镍形式，对国内镍铁价格存在支撑。
- 预计价格主要运行区间：LME镍18000-22000美元，上期所镍130000-170000元，上期所不锈钢15000-20000元。

2021年电解镍行情回顾

电解镍价格走势（元/吨，美元/吨）

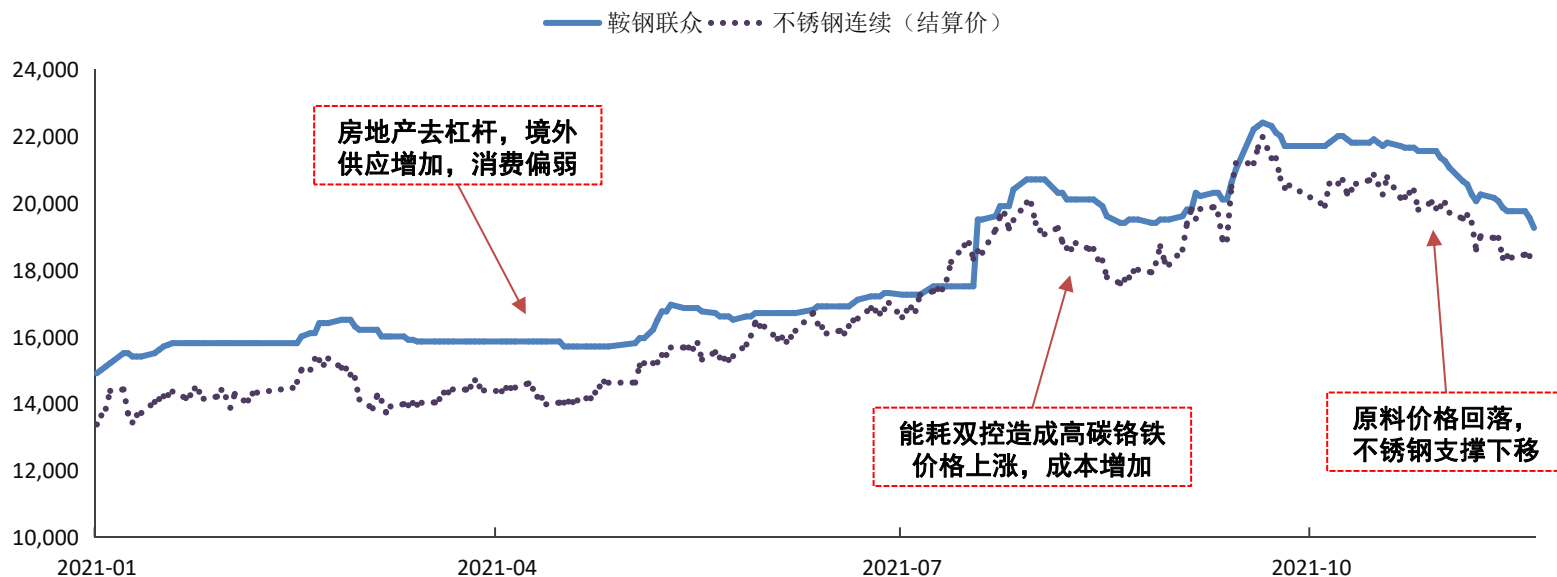


- 2021年前三季度镍及不锈钢价格走势受一季度大跌影响整体呈现先跌后涨。在青山供应高冰镍挤压纯镍需求预期下，市场对电解镍恐慌抛售，后回归供需基本面并受下游不锈钢消费回暖带动，价格整体上行。
- 下游方面，2021年前三季度国内304不锈钢价格利润整体走高，二、三季度毛利一度超过1500元/吨，主要受下游消费回暖以及不锈钢产能限制影响。四季度硫酸镍和镍铁价格支撑，下游不锈钢走势偏弱，镍价整体震荡运行。

资料来源：Wind，申万期货研究所

2021年不锈钢行情回顾

不锈钢价格走势（元/吨）

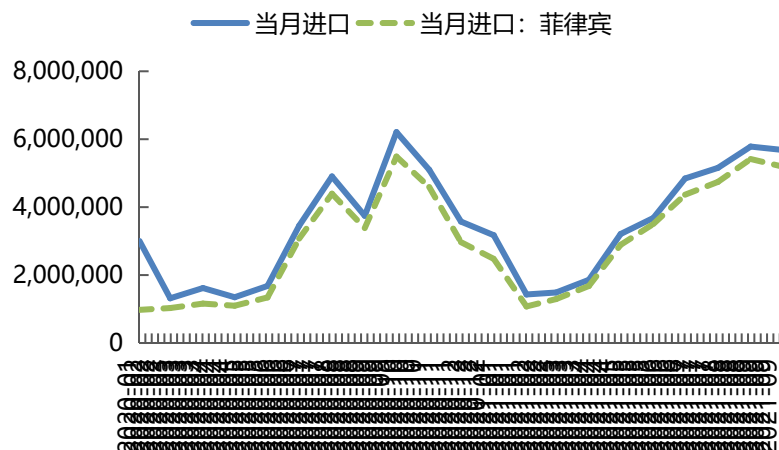


- 不锈钢期货2021年前两季度震荡为主，主要下游消费在房地产去杠杆的背景下并不乐观，机械、交通、化工等其它主要领域消费对价格促进不明显。
- 下半年在能耗双控和限电引起的原料限产背景下，不锈钢成本快速走高，价格随之上涨。
- 四季度随着前期煤电供应紧张趋势的好转，不锈钢成本出现松动，叠加消费疲软，价格回落。

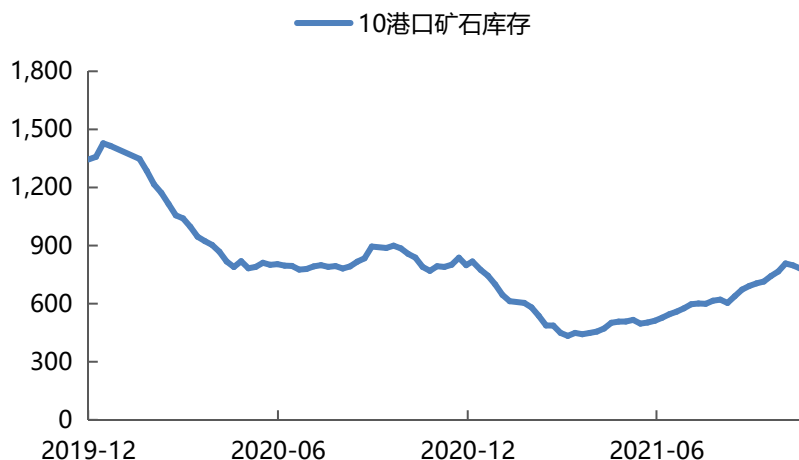
原料：矿石进口大幅增长，港口库存整体稳定

- 2021年国内镍矿进口整体延续增长，1-9月镍矿石累计进口3313万吨，较2020年同期增加约586万吨（约7.5万吨镍），同比增速21.5%；其中菲律宾矿石仍占我国进口的绝大多数，但未来进一步大幅增加的潜力有限。
- 库存方面，港口矿石库存2021年呈现先跌后涨，主要与矿石发货的季节性相关。从平衡上看，2021年矿石库存较2020年底无明显变化。

中国镍矿进口（吨）



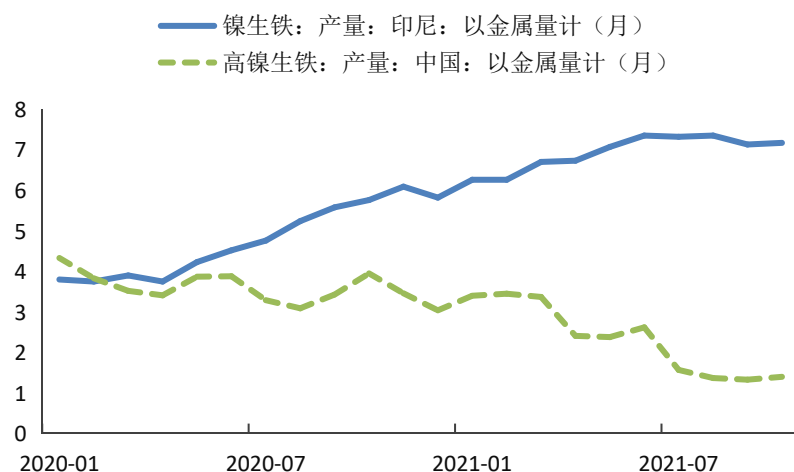
港口镍库存（万吨）



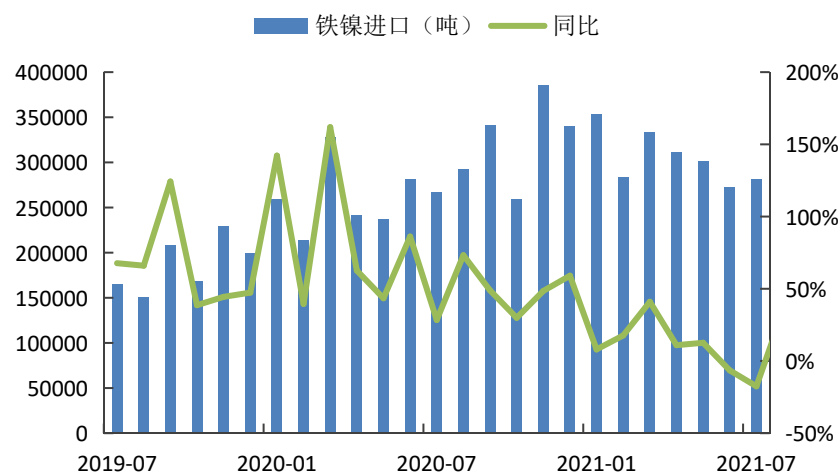
原料：镍铁产量减少，进口大幅增加

- 从产量上看，由于原料供应和成本问题，国内镍铁产量不断下降。1-10月国内镍铁产量23.2万金属吨，较去年同期的36.5万金属吨大幅下降。印尼镍铁产量增速三季度放缓，2021年10月产量为7.16万金属吨。经济性的角度考虑，国内镍铁产量预计继续萎缩，进口原料占比持续抬升。
- 进口方面，2021年以来国内镍铁进口持续回落，增速在6、7月出现负增长，8月大幅回升后9月再次回落。1-9月国内累计进口镍铁279.32万实物吨，环比去年同期增加33.41万实物吨（约3.3万金属吨），同比增长13.59%。

镍铁产量（万金属吨）



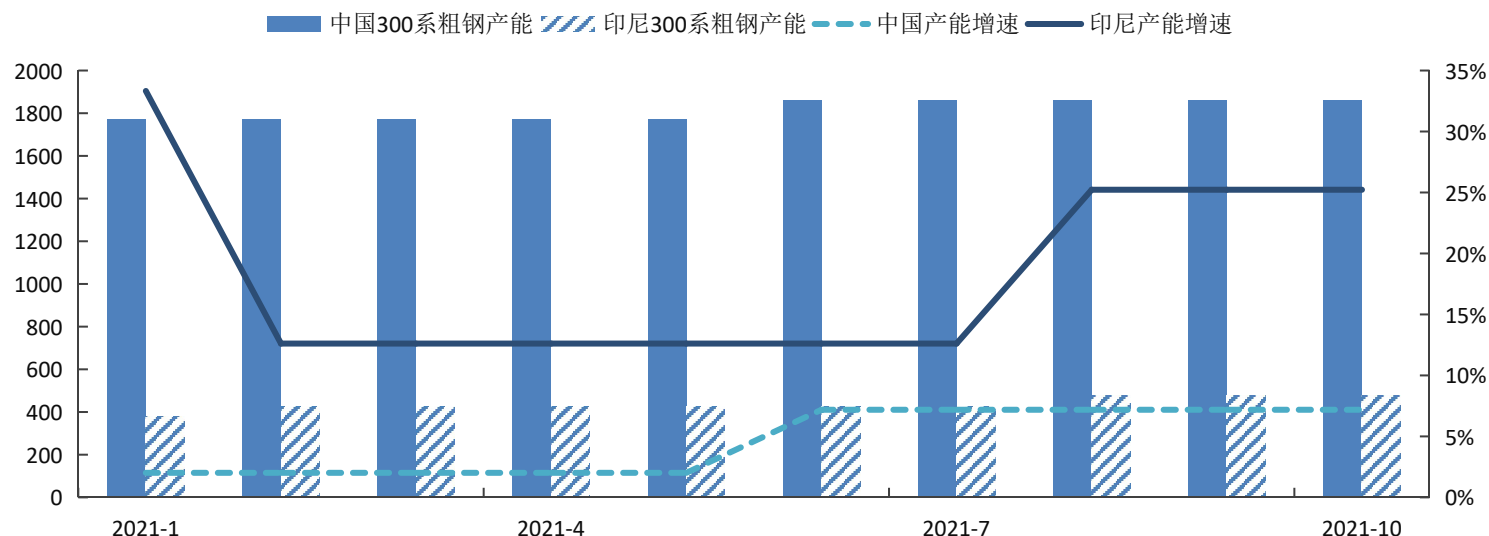
镍铁进口（吨，%）



不锈钢产能：内外产能持续增加

- 2021年，国内外不锈钢粗钢产能持续增长，但受原料供应影响，国内不锈钢产能增速明显不及印尼。据钢联数据和申万研究所估算：截至2021年10月国内300系不锈钢粗钢产能或超过1800万吨/年，印尼产能接近500万吨/年，相比2020年同期分别增长7.18%、25.23%。
- 从国内粗钢产能情况看，2021年较2020年环比增长约90万吨/年，需镍金属量超过7万吨。考虑到镍铁产量的下降以及2021年300系不锈钢的利润情况，2021年国内300系开工整体偏低。

300系不锈钢产能（万吨，%）



不锈钢产能：内外温差明显，政策扰动持续

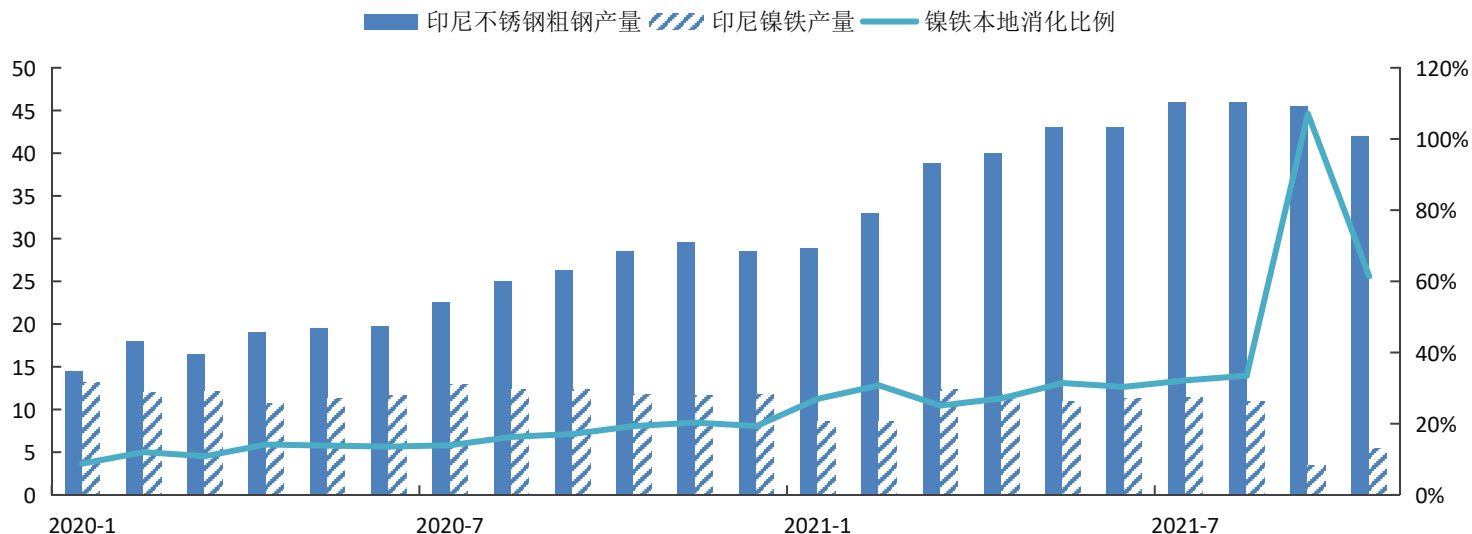
单位（万吨）	不锈钢产能	同比	环比新增
2021E	3903	7.31%	336
2022E	5767	47.7%	1864

- 据上海有色网的统计，2021年中国境内规划新增不锈钢产能336万吨，其中超过250万吨为300系不锈钢。2022年规划新增1864万吨产能，其中300系规划产能超过600万吨。2021、2022年的300系不锈钢产能预计增速分别在14%、28%。
- 尽管规划数量较多，但考虑到国内镍铁供应问题2021年以后的产能增长将受到境外原料的制约，此外能耗双控以及限产对不锈钢存量的影响也较大，三季度不锈钢排产下降，未来随着能耗双控的持续以及成本的变化，实际产能产量增长预计无法达到预期。
- 力勤计划在印尼建设300万吨不锈钢项目，目前湿法冶炼工程已于2021年5月顺利投产，火法冶炼工程预计2022年1月投产。
- 考虑新兴铸管、印尼金川、印尼义联、印尼新华联和印尼振石东方等一批镍铁生产企业产业链延伸带来的不锈钢潜在新增产能，未来印尼将成为全球不锈钢产量的新增长点。

不锈钢产量：印尼产量持续增长

- 数据显示：2021年印尼不锈钢产量继续增长，2021年1-10月印尼不锈钢粗钢产量406.2万吨，相比2020年同期209.4万吨产量涨幅接近94%。
- 对比印尼300系粗钢产能来看，印尼不锈钢产量持续高于300系粗钢产能，印尼不锈钢维持高开工率。考虑到印尼原料价格极具成本优势，未来预计增产趋势不变。

印尼不锈钢产量（万吨，%）



政策：反倾销持续升温

- 随着不锈钢产量的不断释放，其低成本的300系资源冲击全球不锈钢市场，不少国家开始对印尼不锈钢产品发起反倾销调查。
- 2019年7月23日，中国对原产于印度尼西亚的进口不锈钢钢坯（方坯除外）和不锈钢热轧板/卷征收20.2%反倾销税，征收期限为5年。
- 2019年10月，印度商工部对印度尼西亚不锈钢板卷启动反补贴调查，随后于2020年8月作出初裁，并于同年10月9日按CIF价格开徵22.31-24.83%临时反补贴税。印度商工部于2021年1月15日发布公告称，对原产于或进口自印度尼西亚的不锈钢板卷作出反补贴案肯定性终裁，建议按CIF价格徵收18.83-24%反补贴税。有效期为5年。
- 2021年7月22日，韩国贸易委员会发布决议，对原产于印度尼西亚的不锈钢平板轧制作出反倾销终裁。2021年9月15日，韩国企划财政部公布了关于韩国对产自印度尼西亚的不锈钢平板轧制征收反倾销税的规则，反倾销关税税率为25.82%，本规则自公布之日起生效三年。若出口商上调进口到韩国的不锈钢平板轧制产品的价格则可不进行征收反倾销税。但如未履行有关价格修正的承诺，则应征收反倾销税。
- 据欧盟委员会2021年11月17日第2121/2012号实施条例，于2021年11月18日对原产于印度尼西亚的进口不锈钢冷轧扁平材产品征收确定反倾销税，立即生效。其中对印尼青山征收10.2%反倾销税，对印尼其他不锈钢生产商征收20.2%的反倾销税。

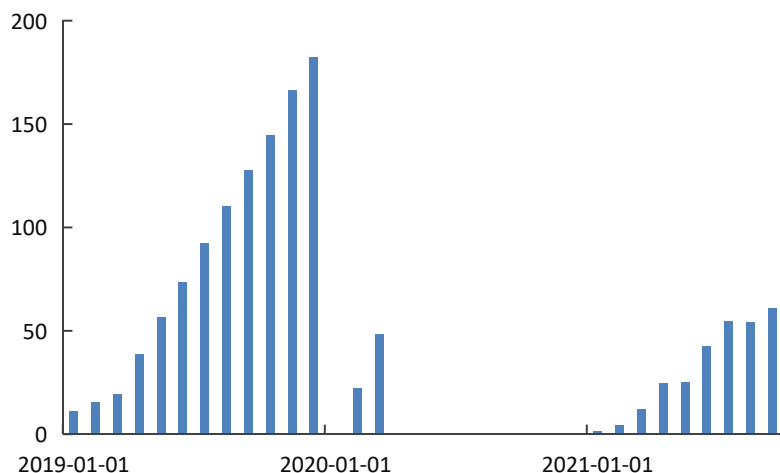
政策：能耗双控限产增加

- 不锈钢冶炼排碳主要存在于原料冶炼环节；相比之下，废不锈钢中频炉化钢以及镍铁中频炉熔铁环节所造成的影响较小。因此，一体化不锈钢企业将成为重点管控对象。
- 在原料冶炼环节中，尤其是低镍矿烧结以及高炉冶炼低镍铁环节，会用到无烟煤、喷吹煤以及大量的焦炭，此外，还有在RKEF冶炼高镍铁环节也会用到兰炭。因此，除了对高炉冶炼普碳钢的限制以外，高炉冶炼低镍铁做200系不锈钢将成为主要限制环节。
- 从2021年减产情况看，200系不锈钢未来减产风险较大，高镍铁冶炼年内同样受到波及，后期如果能耗管控压力继续增加，300系不锈钢可能也将面临限产的情况。

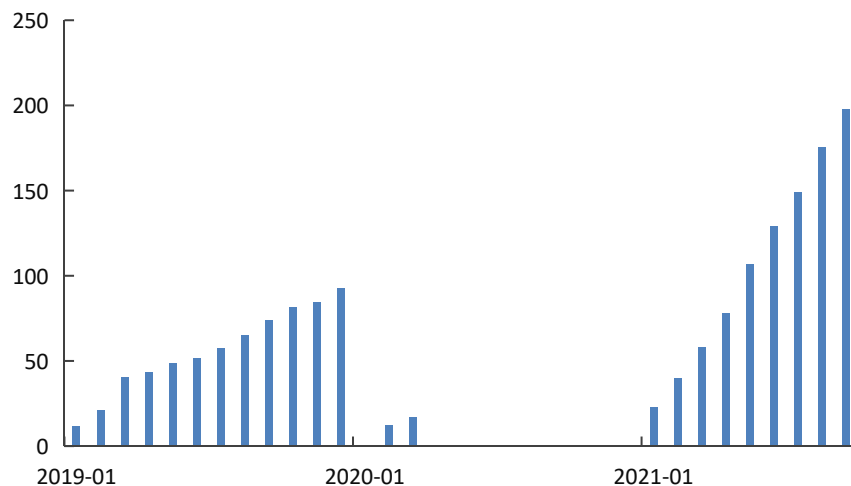
不锈钢净出口：持续走低

- 随着进口的增加，中国不锈钢对外出口的绝对数量在快速下降。根据海关数据，2021年1-9月我国主要不锈钢产品净出口较2019年同期下降超过50%。2021年1-9月我国主要不锈钢产品净出口较2019年同期减少约67万吨。
- 同期我国主要不锈钢产品进口增幅接近170%，2021年1-9月累计进口较2019年同期增加约124万吨。
- 对比来看，净出口的减少主要不是出口的下降，而是进口的大幅增长。

不锈钢累计净出口（吨）

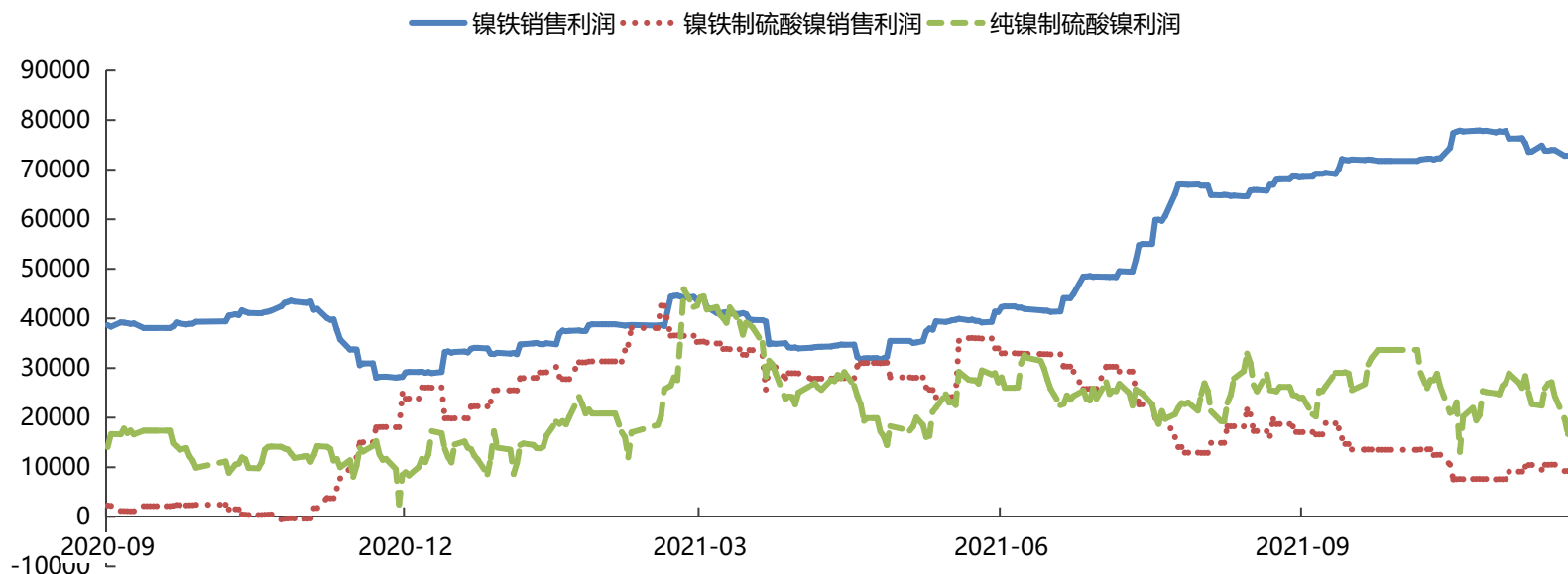


不锈钢累计进口（吨）



镍铁利润高位，纯镍压力有限

镍产业利润情况（元/金属吨）



- 由于镍产业链相对复杂，利润可以较好的反映几条不同产业链之间的强弱关系。从目前的利润情况看：得益于价格上涨，境外镍铁的销售毛利润继续高位；新能源链条上，纯镍加工硫酸镍的利润前三季度整体呈现区间震荡，利润在20000-30000元/镍。相比之下，镍铁制硫酸镍利润明显走低，在印尼禁止镍铁出口或增加关税之前，上游对高冰镍的供应预计不会出现大幅增长挤压纯镍销售的情况。

库存：社会库存高位回落，300系不锈钢趋于平衡

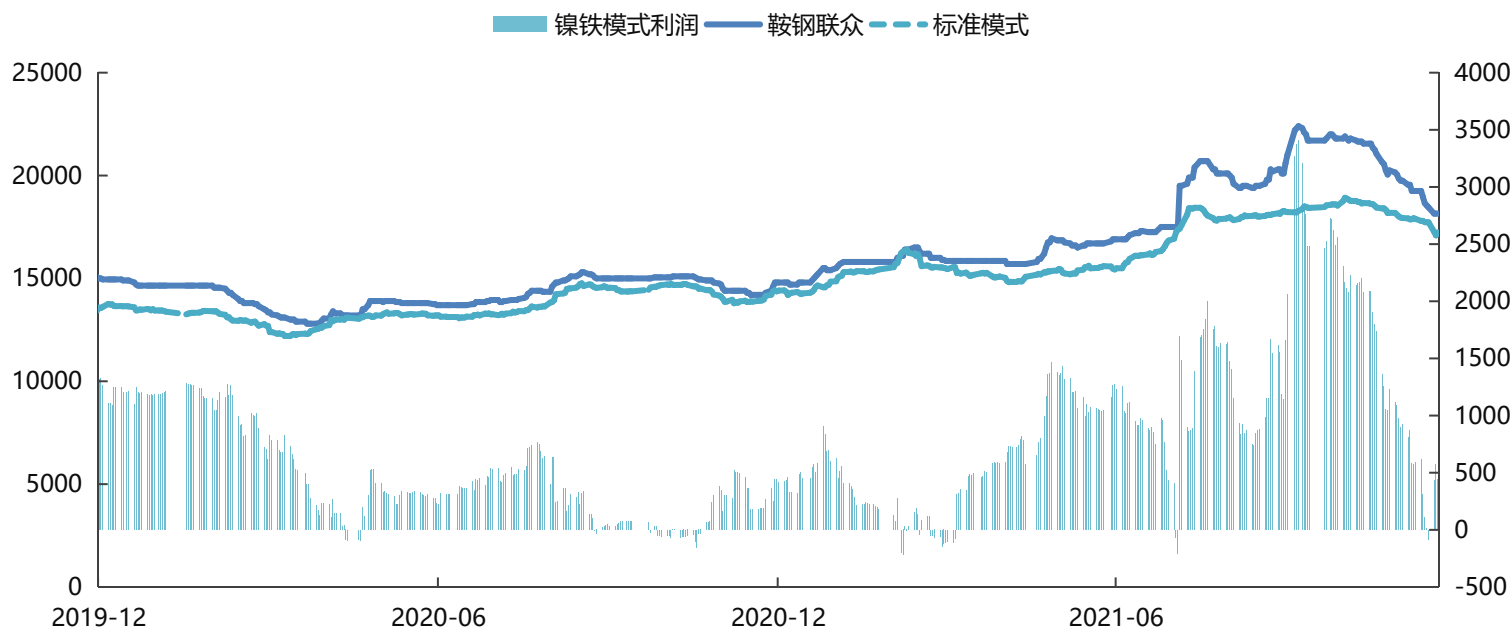
- 目前国内300系不锈钢的库存较高峰明显回落，整体水平处于历史中位水平，并不存在明显的短缺。从绝对数量上看，目前无锡、佛山两地300系不锈钢库存约在36.94万吨，二季度以来基本维持平稳，库存年内预计继续维持稳定。



利润：利润高位回落

- 尽管规划产能较大，但受到限产和国内原料成本影响300系不锈钢的产能实际增长速度相比上游原料偏低。三季度原料段的限产对300系不锈钢成本影响较大，加工利润持续走低，四季度菲律宾矿石发货减少，预计镍铁进口有所增加，不锈钢生产成本继续抬升。镍板方面，国内外镍板产量稳定，需求主要在不锈钢领域且用量较稳定，不锈钢低利润不利于国内镍板价格上涨。

不锈钢价格&加工利润（元/吨，元/吨）



2022年镍&不锈钢期货行情展望

- 2022年纯镍价格预计小幅上涨，需求方面国内不锈钢需求预计不会有明显增量，主要需求增长仍来自硫酸镍领域，利好湿法中间品和镍豆价格，镍板价格预计结构性行情为主，或在电池消费增长带动下偏强运行。向下需警惕能耗双控造成的需求下降，上方警惕印尼镍铁出口政策可能的变化引发短期的价格上涨。
- 2022年不锈钢价格预计冲高回落。供应方面印尼地区受利润驱动仍会持续增长，对国内不锈钢价格、利润形成压力，但消费地区的反倾销措施可能会对不锈钢价格形成支持，此外国内能耗双控对短期产量的影响也会在供应端形成扰动，尤其是原料方面的减产短期影响可能更大。需求端不锈钢下游消费主要对应房地产，国内房地产政策的边际改善可能在2022年上半年为不锈钢消费形成利好，此外如RCEP、美国的基建法案同样对消费形成利好。
- 价格方面，考虑到消费短期回升的趋势，我们认为不锈钢价格可能延续高位震荡；但中期供应趋势增长和长期经济前景趋缓或将对价格形成持续的压力。

❖ 宏观关注：
美国加息时间
中国财政政策

❖ 供应关注：
国内不锈钢原料限产
境外镍铁&不锈钢产能
印尼镍铁出口政策

❖ 需求关注：
国内不锈钢需求

❖ 库存：
LME库存
上期所库存变化
不锈钢社会库存

2022年镍&不锈钢期货操作建议

波段操作

- ❖ 2022年镍价预计区间偏强运行，运行区间130000-170000元/吨。
- ❖ 不锈钢期货预计偏强震荡，运行区间15000-20000元/吨。

套保操作

- ❖ 镍、不锈钢期货买入保值为主。开仓区间130000-140000、15000-16000元/吨。

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。