

2010年4月1日 星期四

有色行业

研究员

汪华春

010-88086830-678

wanghc@rxzq.com.cn

近期报告:

《中金岭南(000060)海外资源战略部署进入收获期,上调盈利预测》2010.3.31

《金瑞科技(600390)历史包袱将解除,公司业绩进入良性周期》2010.3.30

《包钢稀土(600111)中国式储备制度起步,公司业绩将步入良性轨道》2010.3.19

《稀土:引领全球新材料发展之路》2010年3月11日

《宝钛股份(600456)最坏的时期已经过去,全面好转尚需时日》2010年1月28日

《西部材料(002149)民用市场受益于环保需求,军用市场值得期待》2010年1月26日

镍: 2010年不同寻常的开始,

镍价将开始缓慢爬坡

投资要点

- **镍价: 2010年不同寻常的开始。**2010年至今,镍价强势上涨,年初至今涨幅33.89%,远强于其他基本金属的表现各异,成为一季度的“明星金属”,而不锈钢需求的回暖是成就目前镍价强势上涨的主要动力。
- **预计全球不锈钢市场走出低谷,未来几年产量逐步回升。**据CRU统计数据显示,全球不锈钢产量在2009年第3季度开始出现反弹迹象,大部分地区强劲回升,第4季度全球不锈钢产量同比增幅达到30.8%。因建筑和家电行业的强劲需求以及逐渐恢复的不锈钢价格,我国各大钢厂未来1-2个月的订单数非常高,且日本、韩国、台湾等地都在提高开工率以应对去年4季度以来逐步复苏的汽车和家电行业需求。我们预计,未来两年全球不锈钢产量分别达到2681万吨和2815万吨,同比增长分别为8%和5%。
- **镍矿供应结构和我国镍生铁的产量影响未来镍价。**最近几年,全球镍矿项目更多地转向使用红土矿,而这一变化导致镍现金成本上升。但是,自2006年以来,我国的含镍生铁发展迅速,以至于目前含镍产量已经达到国内原生镍产量的40-50%,已经显著增加了全球镍行业的供给弹性,我们预计未来镍价很难再现2007年的辉煌。
- **镍矿罢工导致镍供应量从紧。**2009年7月以来镍矿频发罢工事件,至今未出现明显缓解,其中,Vale Inco位于加拿大的镍矿罢工导致全球镍产量减少约20%。根据国际镍研究小组(INSRG)数据测算,1月份全球镍市场供应短缺900吨,并且短缺数据有进一步扩大的趋势。我们认为,如果镍矿罢工延续,这将进一步加深市场供应的缺口,这将会给镍价提供支撑作用。
- **镍价将缓慢爬坡。**我们预计,未来几年不锈钢需求的复苏将使得2011年全球镍持续出现供给缺口,另一方面,目前镍的边际成本在16000美元/吨上下,这给镍价起到支撑作用,但目前伦交所镍高位库存还需很长时间的消化,综合多种因素分析,我们认为2010年国际镍市的走势或将展现的是一种缓和的爬山坡走向,预计未来两年镍均价有望分别达到20500美元/吨、22000美元/吨。

1、镍价 2010 年有个不同寻常的开始源于不锈钢需求的强劲恢复

- 2008 年 11 月初金属价格触底反弹，有色金属价格在 2009 年均出现上涨，不过铜、铅和锌因强劲的下游需求支撑，在 2009 年成为“明星金属”，年度涨幅分别为 122%、114%和 103%，而镍成为表现最差的金属，年涨幅仅为 42.8%。
- 2010 年至今，各基本金属的表现各异，伦交所数据显示，三月期铜、铝和锡小幅上涨，年初至今涨幅分别为 5.63%、4.17%、8.85%，铅、锌下跌，跌幅分别为 11.64%和 7.19%，而镍价却强势上涨，年初至今涨幅 33.89%，成为一季度的“明星金属”，与此同时，LME 镍库存在 2 月初触及 166,000 吨上方的纪录高位后开始下降，至今库存下降约 6%，跌至其 2009 年底以来的最低位，而不锈钢需求的回暖是成就目前镍价强势上涨的主要动力。

图 LME 三月期货价格走势

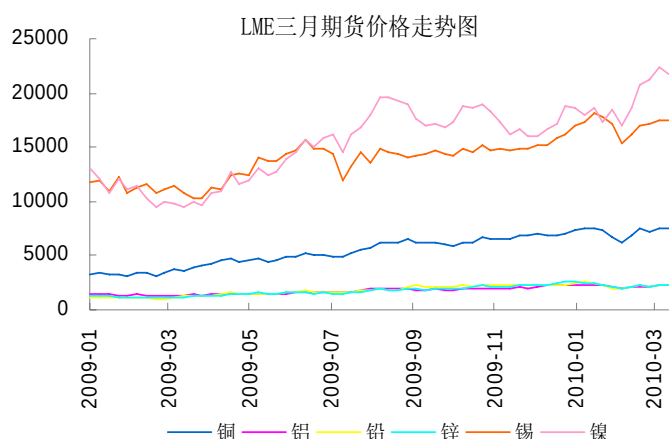
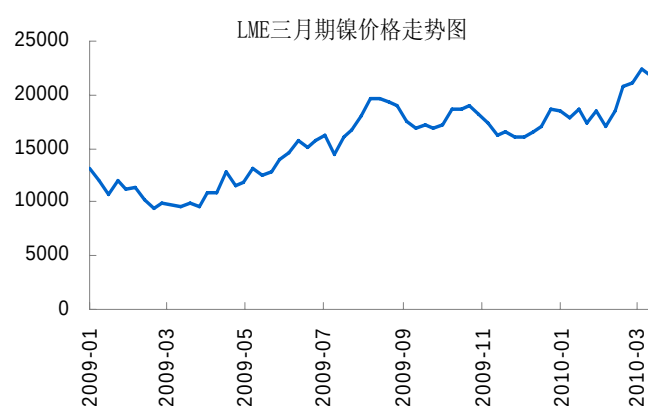


图 LME 三月期镍价格走势



1.1 全球不锈钢市场回暖

- 全球不锈钢产量从 09 年 3 季度出现反弹。从镍的终端消费来看，镍消费的主要用途为不锈钢。据 CRU 统计数据显示，全球不锈钢产量在 2009 年第 3 季度开始出现反弹迹象，大部分地区强劲回升，第 4 季度全球不锈钢产量同比增幅达到 30.8%。

图 镍的终端产品

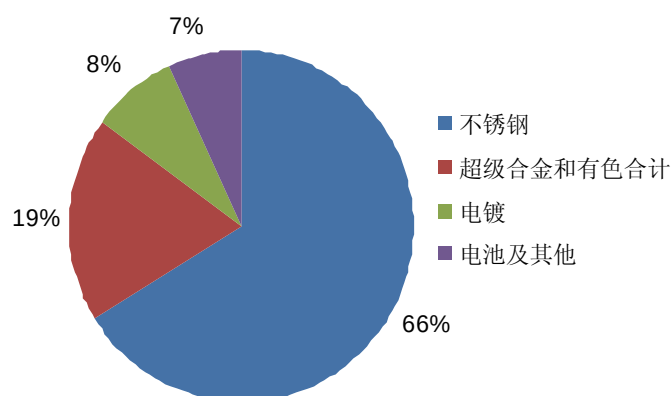


图 镍的全球行业消费结构

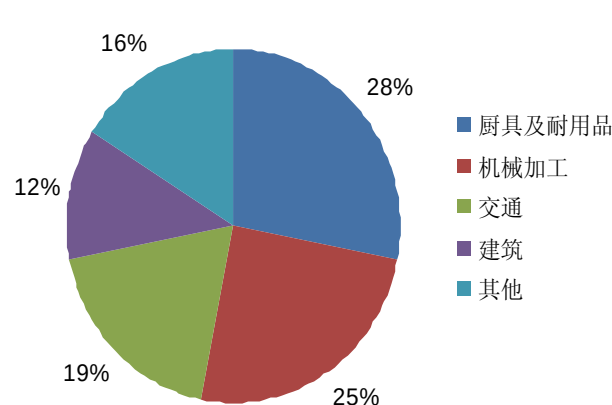


图 全球不锈钢应用领域分布

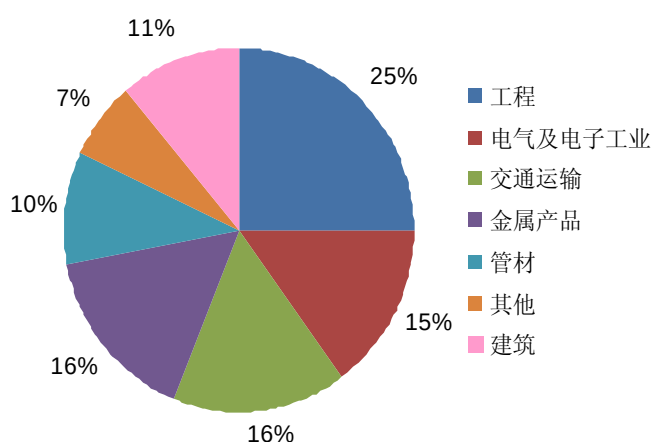


图 中国不锈钢应用领域

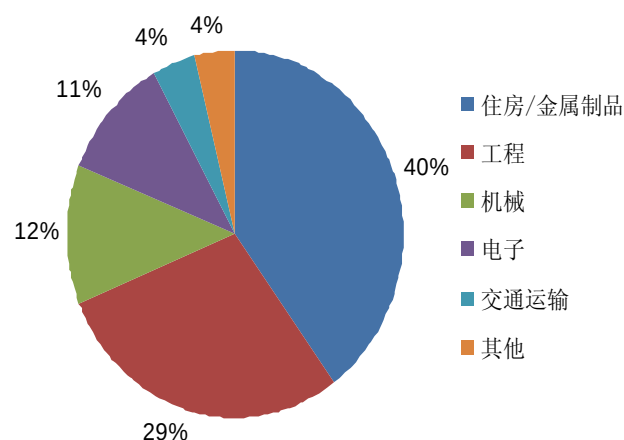


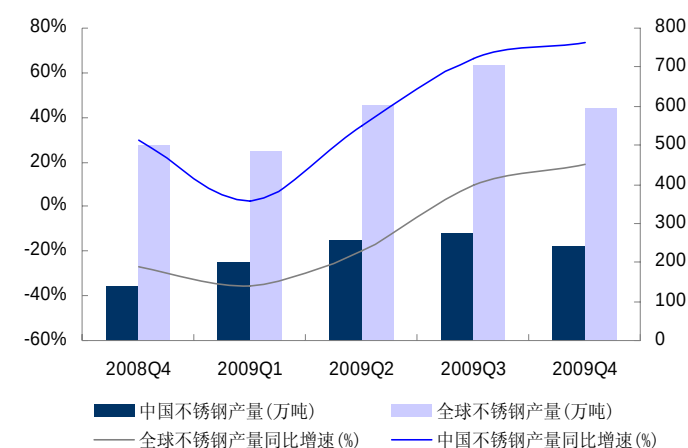
表 2009 年全球不锈钢产量（单位：千吨）

	2006	2007	2008	2009				
				Q1	Q2	Q3	Q4	全年
西欧	9297	8100.3	7815.9	1244.8	1423.3	1581.3	1469	5718.3
东欧	24	28.6	29.1	6	5.8	6.1	6.4	24.3
北美合计	2497.8	2170.5	1999.5	363.1	338.7	538.2	501.4	1741.4
巴西	527.4	433	453.9	46.9	79.3	101.7	106.6	334.4
亚洲合计	15375.8	16887.1	15272.4	3239	4026.6	4770.1	4228.9	16264.6
南非	727.1	662.1	511.2	87.7	160.3	187.6	172.2	607.8
西方国家总计	23124.8	20947.7	19349.7	3212.5	3769.7	4505.9	4210	15698.1
同比	9.40%	-9.30%	-7.90%	-41.30%	-31.70%	-4.80%	18.20%	-18.60%
全球合计	28679.5	28534.3	26308.1	5012.7	6064.7	7226.1	6524.9	24828.3
同比	14.80%	-0.50%	-7.80%	-33.30%	-19%	12.20%	30.80%	-6.10%

数据来源：CRU，日信研究

- **我国不锈钢厂一季度订单量可观。**2009 年全球不锈钢产量约为 2483 万吨，为连续三年下降。比全球不锈钢生产普遍萎缩形成对照的是，我国 2009 年不锈钢粗钢产量为 880.47 万吨，同比增长 26.81%，我国不锈钢占全球市场份额也由 2008 年 26% 增长至 2009 年的 38%。而造成我国镍消费量爆发性增加的原因，（1）与我国不锈钢产量的绝对量增加有关；（2）和不锈钢产品结构升级有关，产品向高档、工业级转移有关；（3）含镍生铁的出现挤占了部分电解镍的市场，替代了部分废不锈钢，因此扩大了不锈钢行业原生镍消费量的基数。因此，2009 年我国不锈钢厂大部分时间都接近最大产能生产，仅在去年四季度为了控制年终库存和应对国际镍价、不锈钢价格急剧下跌而减产，包括太钢、宝钢在内的主要钢企在四季度进行了季节性设备维修，并较三季度减产 15-25%。据麦格理的调研情况，因国内建筑和家电行业的强劲需求以及逐渐恢复的不锈钢价格，各大钢厂都在快速恢复生产，且他们未来 1-2 个月的订单数非常高，主要是因为贸易商和终端用户在补库以及预期二季度需求更好。

图 我国不锈钢产量与全球不锈钢产量对比



来源：日信研究

图 我国不锈钢产量增速高于粗钢产量整体增速

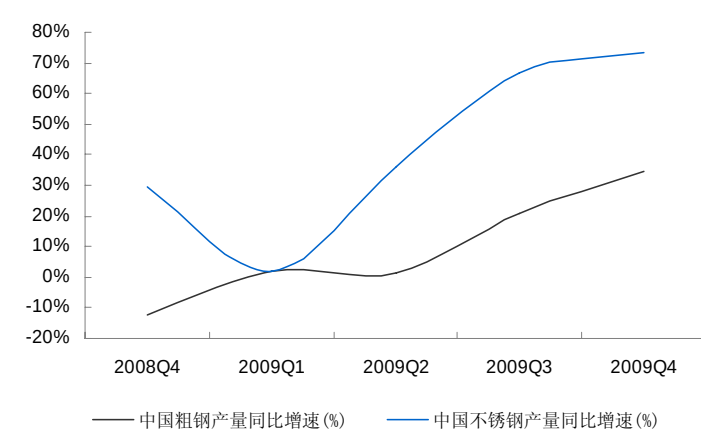


图 亚洲主要不锈钢厂月度产量

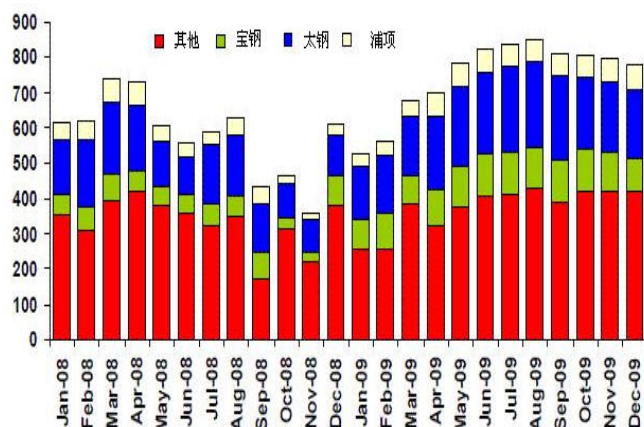
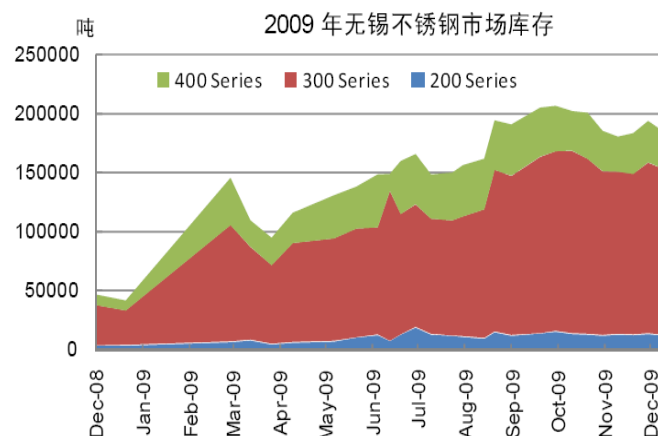


图 无锡不锈钢市场库存



来源：麦格理，安泰科

表 我国主要不锈钢厂 2009 年实际产量与 2010 年计划产量对比（单位：万吨）

钢厂	2009 年实际产量	2010 年计划产量	变动
太钢	260	280	20
宝钢	128	138	10
张浦	64	68	4
青浦	14.8	18	3.2
宝新	54	55	11
SKS	13	13	0
联众	70		
大庚	4.5	6.5	2
天管	10	11	1

酒缸	50	85-90	35-40
泰山	16.5	40	23.5
西南	46	65-70	19-24

来源：中国联合钢铁网

1.2 预计全球不锈钢市场走出低谷，未来几年产量逐步回升

- 除中国外，日本、韩国、台湾等地都预期在今年一季度提高开工率以应对去年4季度以来逐步复苏的汽车和家电行业需求，如目前台湾烨联位于高雄的工厂以8.3万吨/月的全产能生产，订单为满负荷状态，由于钢厂库存水平较低，唐荣未来两个月的生产预计也将以2.8-3万吨/月的满负荷生产；韩国浦项钢铁公司(Posco)预计2010年不锈钢产量将达到180万吨，较2009年的147万吨增幅为22%；美国的不锈钢产量1月份为20.8万吨，同比、环比增幅分别为67.8%和101.9%。我们预计，未来两年全球不锈钢市场将走出低谷，不锈钢产量分别达到2681万吨和2815万吨，同比增长分别为8%和5%。

图 全球不锈钢的供需（单位：千吨）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
全球产量	19,187	20,690	22,840	24,570	24,319	28,359	27,836	25,930	24,828	26,814	28,155
西欧/非洲	8,210	8,628	9,043	9,422	8,823	9,972	8,669	8,272	N. A.	N. A.	N. A.
中东+欧洲	285	279	322	318	310	363	364	333	N. A.	N. A.	N. A.
美国	2,289	2,735	2,830	2,933	2,688	2,951	2,604	2,315	N. A.	N. A.	N. A.
亚洲	8,403	9,048	10,645	11,897	12,498	15,074	16,200	15,011	N. A.	N. A.	N. A.
全球消费量	15,414	16,772	18,221	20,272	20,789	23,499	23,365	22,664	21,927	24,324	25,873

来源：ISSF，日信研究

图 2009 年我国不锈钢表观消费量同比增长约 35%

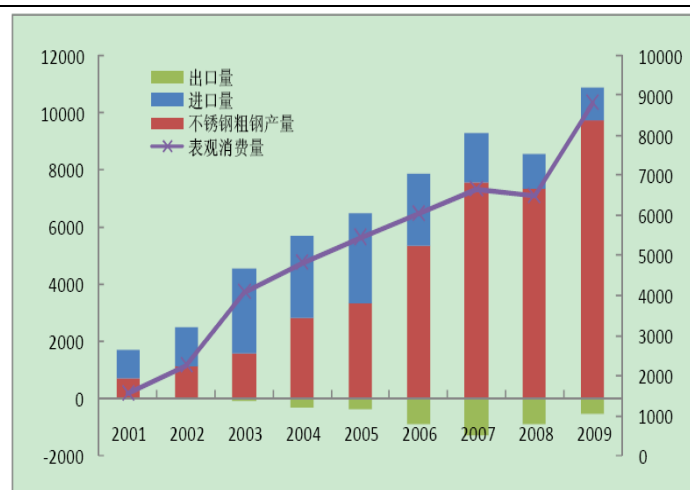
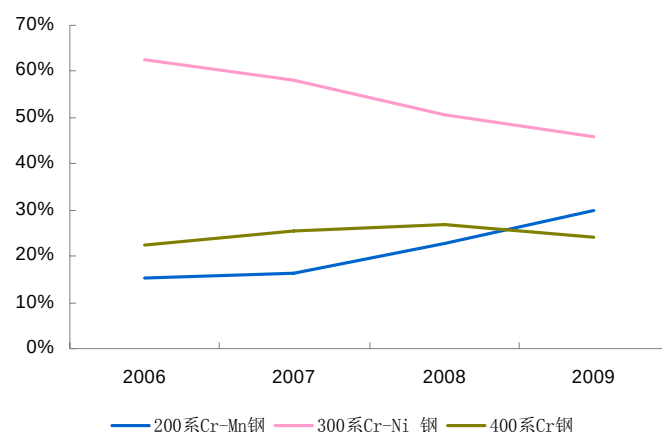


图 我国不锈钢产品系列构成



来源：安泰科，日信研究

2、镍价将开始缓慢爬坡

2.1 镍矿供给结构影响镍价

- 镍的资源主要有两大类型:硫化镍矿和镍红土矿,全球至今约探获 7000 万吨镍金属量的资源,其中硫化镍约占 42%,镍红土矿占 58%。历史上,由于硫化矿拥有较低的 Opex 和 Capex,硫化矿的产量始终高于红土矿。然而最近几年,全球镍矿项目更多地转向使用红土矿,而这一变化影响了全球镍的供给构成及成本曲线。

图 全球镍矿资源 (万吨)

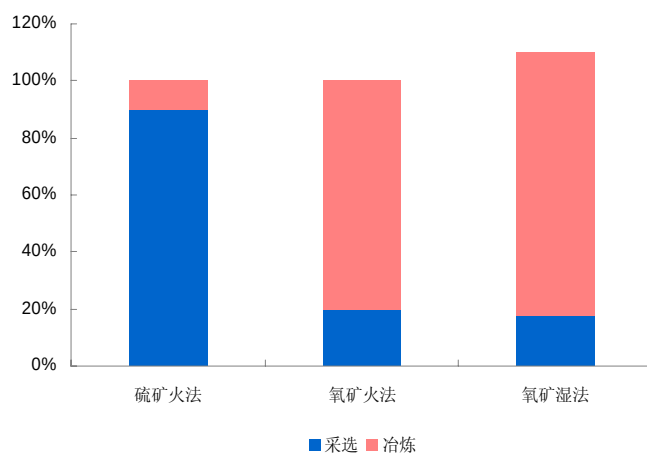
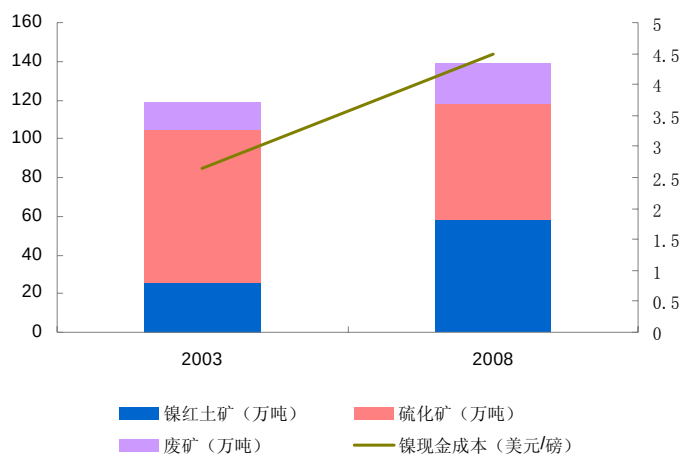
国家	储采比	产量		储量		储量基础	
俄罗斯	24	28	17%	660	9%	920	6%
加拿大	20	25	16%	490	7%	1500	10%
印尼	15	21	13%	320	5%	1300	9%
澳大利亚	144	18	11%	2600	37%	2900	19%
新喀	77	9	6%	710	10%	1500	10%
菲律宾	11	9	6%	94	1%	520	3%
中国	13	9	5%	110	2%	760	5%
其他	46	42	26%	1968	28%	5581	37%
总计	43	161	100%	6952	100%	14981	100%

来源: USGS

- (1) 因近年来红土矿的 Opex 水平有所降低,并与行业项目平均水平越发接近,因此红土矿的产能比例逐渐上升并已远超过硫化矿。而采矿和冶炼工艺又对镍的成本影响较大。根据 2008 年 Brook Hunt 的统计数据,“硫矿火法”和“红土火法生产镍铁”是主要的两大工艺,占全球镍矿生产工艺的 90%左右,而红土湿法项目的技术瓶颈,是导致 2007 年镍价高点的部分原因。
 - (2) 2006 年我国发明了一种新的红土火法冶炼工艺,即生产含镍生铁,从而抵消了红土湿法的产量瓶颈。我国的含镍生铁在技术上与镍铁生产非常近似,可以作为原料应用在不锈钢行业,因此,镍生铁的出现改变了整个镍行业的供给特点。此外,近几年,我国企业由使用高炉冶炼含镍生铁逐步转向使用相对节能环保的电炉冶炼,而电炉产能的增加又导致我国对印尼高品位的红土镍矿需求增加,以至于印尼红土矿的进口比例在持续上升。
 - (3) 我国的含镍生铁发展迅速,导致目前含镍生铁产量已经接近于国内的电解镍产量,即含镍产量已经达到国内原生镍产量的 40-50%。**我国含镍生铁的发展改变了全球镍行业的供给弹性,并进一步影响镍价:** 镍价处于低位盘旋会抑制我国的含镍生铁的供给,而镍价的回升也会同时伴随着镍生铁企业的复产,此外,我们还注意到,国内高炉厂商可以在冶炼含镍生铁和生铁之间进行选择而电炉厂商则可以在冶炼含镍生铁、铬铁、锰铁、硅铁以及硅锰等产品之间进行选择,所以,只有当冶炼含镍生铁“赚钱且最赚钱”的时候,含镍生铁的供给才会增加。不过,由于国内含镍生铁厂商的成本水平不够集中,所以产能的重启应该是逐步增加,而不是遍地开花,镍价受到的供给压力也会比较温和。
- 我们认为,镍价的成本曲线集中了两种矿石的供给结构和多种生产工艺,当外部环境发生变化时,曲线形状会发生改变——硫化镍矿的成本会因为副产品的价格上涨而走低;镍红土矿的成本会因焦炭价格的上涨而走高。含镍生铁不能完全替代传统的金属镍和镍铁在不锈钢中的应用应该是毋庸置疑的,因为除了价格因素以外,在技术上也有一定的约束,但是我国含镍生铁的出现已经显著增加了全球镍行业的供给弹性,我们预计未来镍价很难再现 2007 年的辉煌。

图 2003 年和 2008 年镍矿供应的构成及镍现金成本对比

图 三种生产工艺的现金成本结构



来源：日信研究

表 高炉和电炉冶炼单耗对比

原料	湿矿	焦炭	电力	萤石	运费	其他
单位	吨	吨	千瓦时	吨	n. a.	n. a.
高炉冶炼单耗	5.8	0.4	6,650	0.02	5.8	1
电炉冶炼单耗	6.5	1.4	865	0.67	6.5	1

来源：日信研究

图 高炉冶炼镍生铁现金成本

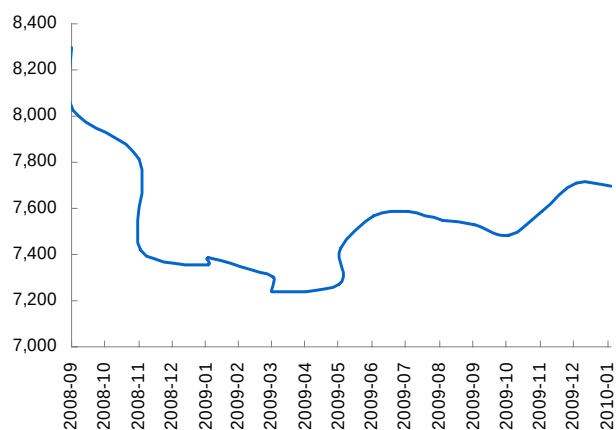
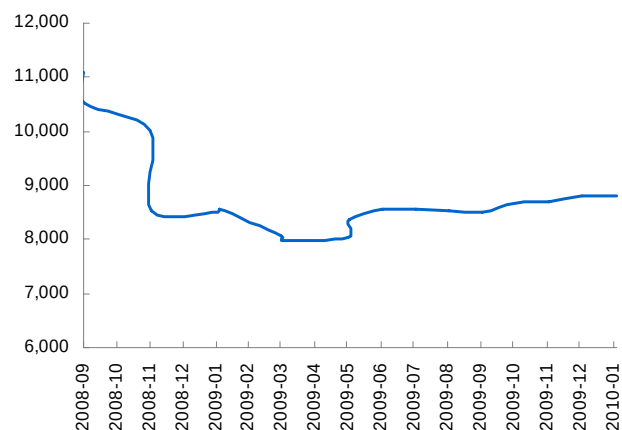


图 电炉冶炼镍生铁现金成本



来源：安泰科，日信研究

图 2009 年我国红土镍矿进口图

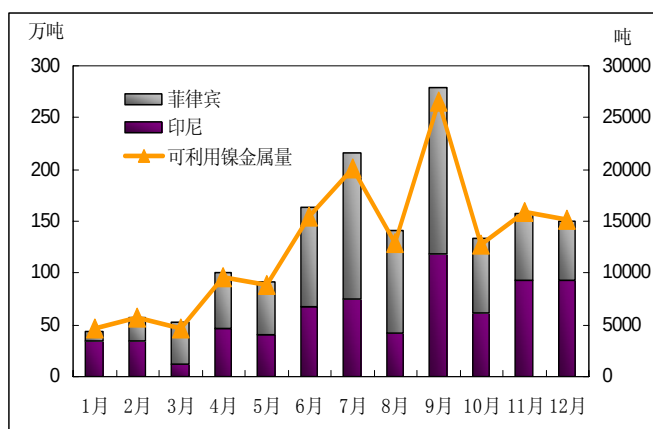
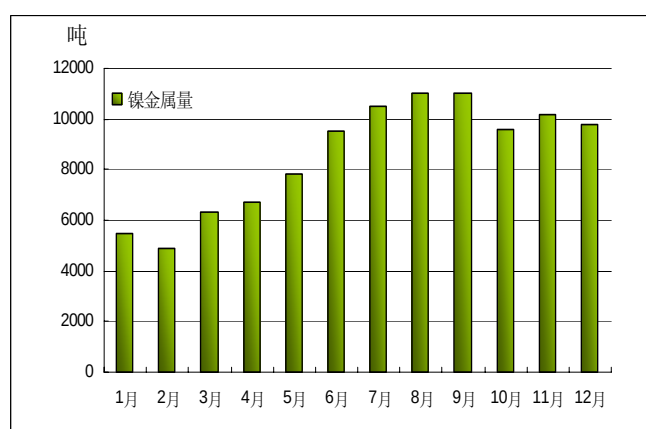


图 2009 年我国镍生铁（镍含量）产量情况



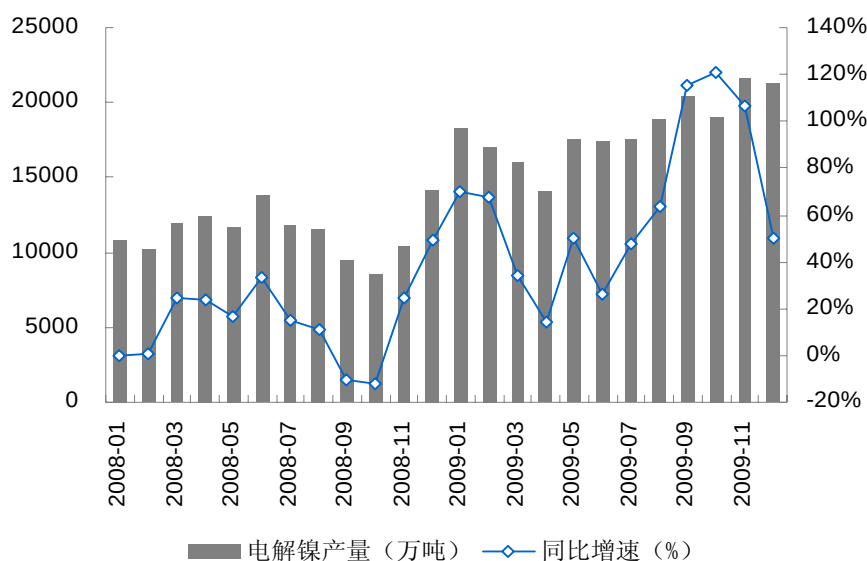
来源：安泰科，日信研究

表 近几年国内新增镍项目情况

	产品	产能 (Ni 吨/年)	投资额	投产时间
中冶金吉瑞木	镍钴中间产品	33000	14 亿美元	2010 年 6 月
陕西奥威苏巴印	镍矿/其他镍产品	>100 万吨镍矿	2900 万美元	2010 年初
中国镍资源	电积镍	30000	4.9 亿人民币	3000 吨镍实验厂已经完成，调试完成后开始 3 万吨项目
江钨集团	电积镍	40000	35 亿元	2012 年左右
陕西星王	电积镍	15000	6.96 亿元	2011 年
青山钢铁	镍铁	30000	6 亿元	一期 2010 年投产，二期仍无时间表
中钢/宝钢黄骅港	镍铁	16000	18 亿元	2010 年底
福建德胜镍业	镍铁	60000	30 亿元	2009 年底已试生产
云南恒昊	镍铁	10000	10 亿元	2010 年初启动
中色建设达贡山	镍铁	22000	8 亿美元	2011 上半年
紫金矿业莫伟塘	镍铁	22000	10 亿美元	待定
白城金升镍业	镍铁	6000	4 亿元	2009 年底投产
湖北长江镍业	镍铁	8 万吨镍铁	16 亿元	未知
朝阳光正有色金属有限公司	电解镍	10000	2 亿元	2009 年 12 月

来源：安泰科

图 我国电解镍产量及增速



来源：安泰科，日信研究

2.2 罢工事件频发导致镍供应量从紧

- 2009年7月13日，Vale inco公司位于加拿大Sudbury镍矿的工人决定开始罢工，该镍矿2008年共生产了8.53万吨金属镍，占其全部金属产量的31%。在随后的8月1日，Voisey Bay镍矿也开始罢工，2008年该矿镍产量为7.75万吨，占Vale公司镍产量约28%。这两处镍矿在持续了近7个多月的工人罢工之后，至今仍未有重启和谈的迹象，而这次罢工也导致全球市场的镍供应量下滑了10%。另一方面，由于Vale Inco公司在新喀里多尼亚年产6万吨镍的建设项目遭遇不顺以致生产延迟，故此项目2009年的年产量尚不足2000吨。
- 3月中旬，一代表新喀里多尼亚镍矿区（拥有全球第三大镍储备）绝大多数工人的贸易工会已号召进行罢工，罢工是为了抵制该行业对环境的破坏，该地区镍矿营运自罢工后出现大幅减少。
- 据国际镍研究小组（INSG）消息，1月份全球镍消费量为11.24万吨，同比增加39%，环比增加5.5%。镍消费量增加最明显的国家是美国，1月份该国镍消费量环比增加27%至1.8万吨，欧洲地区环比增加5%，亚洲则增加2%。1月份全球镍产量为11.15万吨，这意味着1月份全球镍市场供应短缺900吨，并且短缺数据有进一步扩大的趋势，而Vale Inco位于加拿大的镍矿罢工导致全球镍产量减少约20%，是镍市场出现供应短缺的重要原因。我们认为，如果镍矿罢工延续，这将进一步加深市场供应的缺口。虽然我们无法判断今明两年镍矿罢工事件是否会频发，但是我们预计，镍矿生产仍将无法摆脱环境保护主义、劳资纠纷等问题，这将会给镍价提供支撑作用。

表 全球主要镍生产厂商生产计划（单位：万吨）

企业名称	2008	2009	2010
Vale inco	24.2	16.7	23.5
诺里尔斯克	27.6	28.1	28.2
必和必拓	12	15.4	14.4

金川	10.5	12.4	13.5
NPI	7.4	10.1	13
中国其他	2	2.5	2
Xstrata	10.8	8.6	9
埃赫曼	5.1	5.2	5.4
英美资源	3.5	3.8	4.2
住友	5.6	5	5.8
古巴镍业	3.6	3.2	3.5
Sherritt	3.2	3.4	3.3
Pamco	3.1	3.2	3.7
Minara	3	3.1	3.3
PT Aneka Tambang	1.8	1.4	1.9
Larco	1.7	1.1	1.5
Pobugskoye	1.9	1.4	1.6
浦项/SMSP	0.3	2.2	2.8
Votorantim	2	1.7	2.2
其他	8.1	5.5	6
允许的产量损失	0	-2	-7.5
全球总计	137.2	132.1	142.1

数据来源: Macquarie

2.3 高库存、成本上升将使得镍价缓慢爬坡

- 据国际镍研究组织 (INSG) 最新数据显示, 2009 年全球镍产量预计为 128 万吨, 消费量为 121 万吨, 供应将过剩 7 万吨, 我们认为未来几年不锈钢需求的复苏将使得 2011 年全球镍持续出现供给缺口。
- 我们认为不锈钢产量的突破上升将会导致了原镍需求不成比例的大幅上升, 而镍价的上涨带动了不锈钢价格将在未来一段时间内上涨的预期, 同时可能引发不锈钢和碳钢买入者的重新备库, 但我国镍生铁的增长和我国看不见的库存是影响未来镍价的走势的关键。另外一方面, 原料、冶炼费用、人工成本的增加, 镍目前的边际成本在 16000 美元/吨上下, 这给镍价起到支撑作用。
- 综合以上分析, 我们认为 2009 年的镍价将是一个阶段性底部, 但目前伦交所镍库存已经突破 1994 年以来的最高记录, 如此高位的镍库存还需要很长时间的消化, 因此, 我们认为 2010 年国际镍市的走势或将展现的是一种缓和的爬山坡走向, 而未来两年镍均价有望分别达到 20500 美元/吨、22000 美元/吨。

表 镍供需平衡表

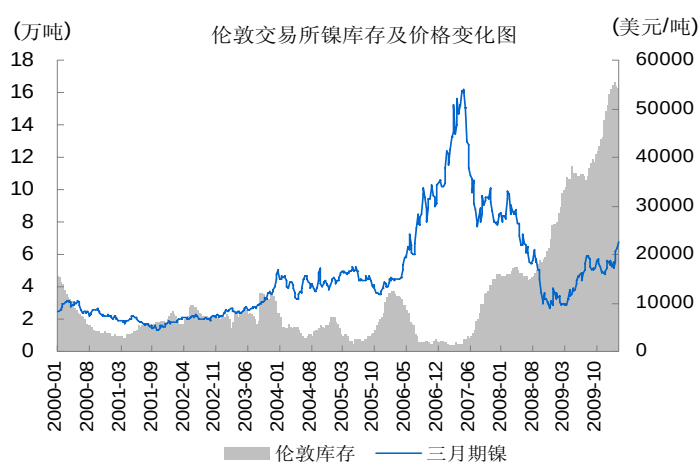
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
消费量 (千吨)							
OECD	888	768	718	626	672	734	760
中国	266	350	356	439	465	502	538
其他新兴市场	250	222	202	207	215	237	246

全球	1404	1340	1276	1272	1473	1545	1620
同比%	12.7	-4.6	-4.8	-0.3	6.4	8.9	4.9
供应量 (千吨)							
全球	1346	1431	1378	1275	1355	1466	1532
同比%	5.1	6.3	-3.7	-7.5	6.3	8.2	4.5
供需平衡 (千吨)	-58	91	102	3	3	-7	-13
库存/消费量 (天)	40.1	58.6	79.2	80.4	76.3	68.5	62.2

来源: CRU、Macquarie、日信研究

图 伦交所镍价及库存对比

图 金川镍板报价走势



投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。