



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业聚焦

研究报告

2011 年 9 月 20 日

有色金属

大宗商品研究

孔庆影

分析员 SAC 执业证书编号: S0080511010019
kongj@cicc.com.cn

镍矿进口激增：是镍生铁还是生铁？

镍矿进口增长之快看似费解

2011 年至今中国镍矿进口大幅攀升。前七个月进口量达 2100 万吨，与上年同期相比上涨 73%。如果像往常一样，进口的镍矿大部分用来作为镍生铁的生产原料，将意味着全年的镍生铁产量可达 40 万吨。

但是，进口的镍矿并非全部用于不锈钢制造领域，而是部分用于普碳钢的制造领域。据我们了解，由于铁矿石价格的长时间的坚挺和优质铁矿石的稀缺迫使国内的一些民营钢铁厂开始用红土镍矿作为普碳钢原料。该做法活跃于天津和河北等地，造成镍矿进口数据高估。

镍生铁：短期供应受阻，中期仍然是精炼镍价上升的阻力

由于最近的电力供应紧张（南方省份），环保限制（山东、山西）以及镍价下跌导致一些厂家惜售等原因，镍生铁短期内供应偏紧。正因如此，精炼镍的进口及表观消费增速自四月以来大幅上升，亦使得 LME 的库存水平下降。

往前看，由于困扰镍生铁产量的因素短期内依然存在，可能支撑国内精炼镍价格。但长期来看，我们并不看好国内镍价的表现。

报告贡献人：刘峥

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

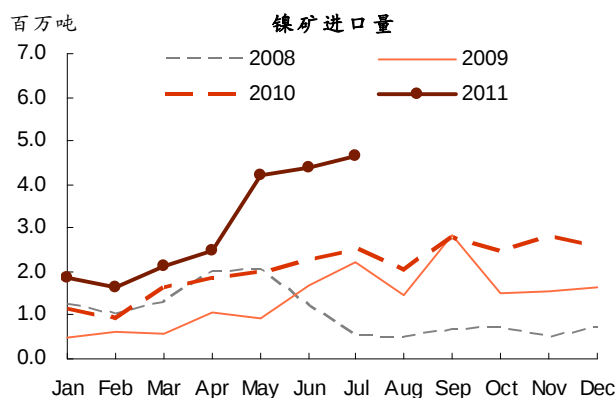
镍矿进口：是镍生铁还是生铁？

2011 年至今中国镍矿进口大幅攀升。前七个月进口量达 2100 万吨，与上年同期相比上涨 73% (图表 1)。尤其是从五月份开始，镍矿进口量较年初几乎翻倍，从四月份的 250 万吨上涨到 420 万吨。如果像往常一样，进口的镍矿大部分用来作为镍生铁的生产原料，将意味着全年的镍生铁产量可达 40 万吨。

但这种算法并不能反映真实情况，因为进口的镍矿石可能并非用于其下游的不锈钢制造领域，而是用于普碳钢的制造领域。据我们了解，由于铁矿石价格的长时间的坚挺和优质铁矿石的稀缺迫使国内的一些民营钢铁厂开始用红土镍矿作为普碳钢原料。他们将矿产洗选，甚至可利用含铁量低于 50% 的矿石，这正与一些低镍品位红土镍矿的铁含量相符。

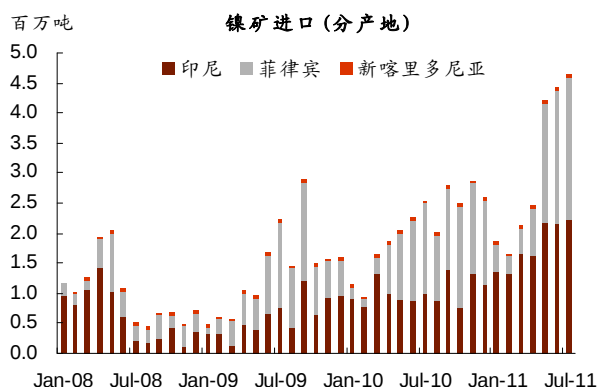
同时我们观察到从三月开始，菲律宾红土镍矿进口量开始猛增，但其平均进口单价大幅度下降，意味着便宜的含镍较低但含铁较高（镍含小于 1%，铁含量在 40-50%）红土镍矿大量的进口（图表 2、3）。该种矿石大量进口是受到普碳钢厂的需求所拉动的而非不锈钢厂。我们的观点在具体研究了红土镍矿进口港口后得到了进一步的佐证。以生产普碳钢为目的而进口红土镍矿的交易集中在河北和天津等地，这正于该地区飙升的进口量相符。两地进口增量占进口总增量的 50% 以上（图表 4）。

图表 1: 年初至今镍矿进口量大幅攀升



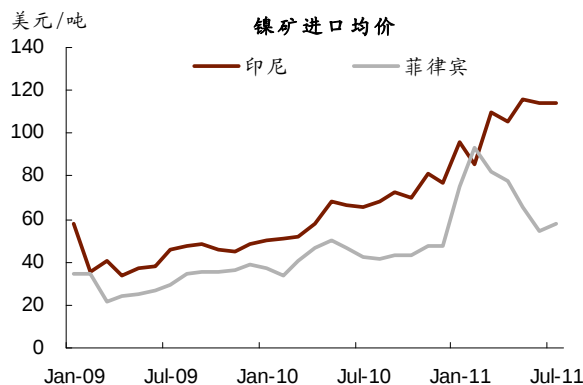
资料来源：中国海关，中金公司研究部

图表 2: 镍矿进口大幅上升主要来自于菲律宾...



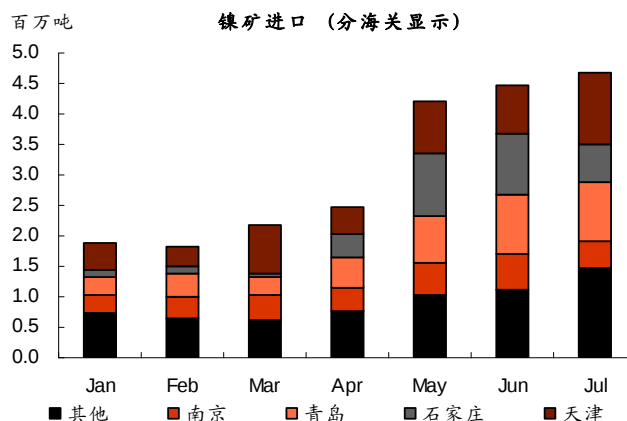
资料来源：彭博咨询，中金公司研究部

图表 3: ...其进口单价下降意味着镍品位下降



资料来源：彭博咨询，中金公司研究部

图表 4: 上升的镍矿进口主要由天津、河北海关进入中国



资料来源：中国海关，中金公司研究部

根据上文所讲，天津与河北两地的镍矿进口可能并非用于镍生铁生产。如果将两地异常的进口量排除在外，前 7 个月作为镍原料的镍矿进口可能达到 1700 万吨，仍然增长强劲。以此推算，全年镍生铁可用量可能达到 25 万吨左右。

镍生铁：短期供应受阻，中期仍然是精炼镍价上升的阻力

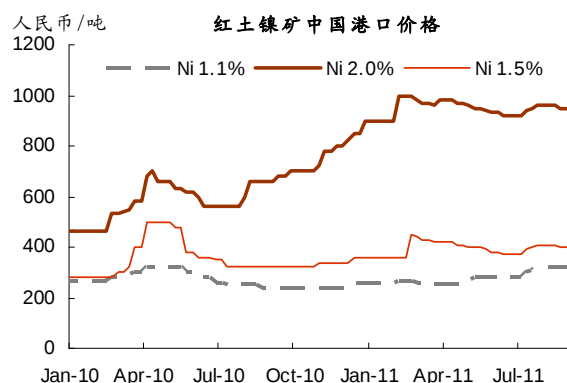
由于最近的电力供应紧张（南方省份），环保限制（山东、山西）以及镍价下跌导致一些厂家惜售等原因，镍生铁短期内供应偏紧，这可以从不断缩小的镍生铁折价中得到证实（图表 5）。除此之外，高品位镍生铁由于受矿石限制更是紧张（图表 6）。正因如此，精炼镍表观消费增速自四月以来大幅上升，1-7 月精炼镍表观消费同比上升 19%，达 19.2 万吨（图表 7）。

图表 5: 镍生铁对国内精炼镍折价下降，显示供应偏紧...



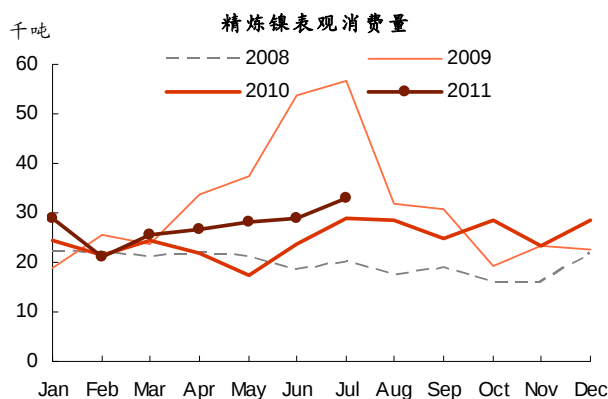
资料来源：亚洲金属网，上海金属网，中金公司研究部

图表 6: 高品位镍矿价格高居不下，显示供应紧张



资料来源：我的钢铁，中金公司研究部

图表 7：中国精炼镍表观消费同比增速自四月大幅上升



资料来源：CEIC，中金公司研究部

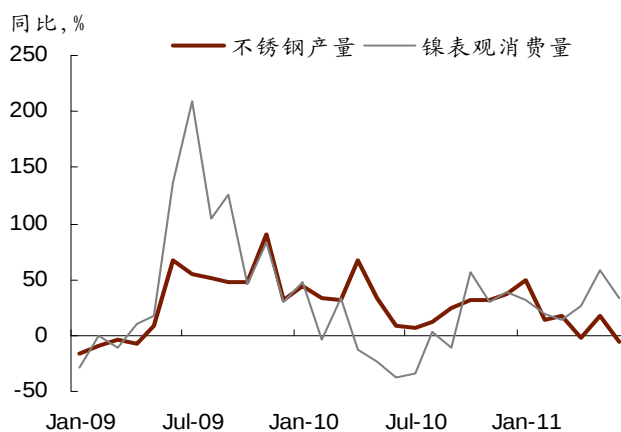
往前看，由于困扰镍生铁产量的因素短期内依然存在，可能支撑国内精炼镍价格。但长期来看，我们并不看好国内精炼镍价的表现。我们的原因如下：

首先，镍并不具备基本面的优势。通过对比镍（包括镍生铁的估计在内）的表观消费与不锈钢终端消费，我们估计二季度整体镍库存可能已经有所上升，这与精铜，原铝的库存持续下降形成对比（图表 8）。

其次，随着全球产能扩张，我们预计从今年第四季度开始全球精炼镍将出现供大于求，因为西方有众多新项目即将上线。

最后，镍生铁仍是潜在威胁，而该威胁会随着镍价回升和电力瓶颈消失而愈发显现。因为技术进步等原因，近年来镍生铁在 300 系列不锈钢领域得到更广泛的应用（参见 5 月 30 日的报告，《镍生铁在 300 系列不锈钢产品中的渗透是主要威胁》）。镍矿进口高企（用于镍生铁的矿产总量全年仍可达 25 万吨），将对精炼镍需求产生负面影响。

图表 8：镍(包括镍生铁的估计在内)表观消费增长高于不锈钢产量增长，可能意味着行业库存有所上升



资料来源：CEIC, CRU，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED