

12月镍供需矛盾或不会扩大，但镍价大方向看涨 不变

2016年12月4日

华泰期货研究所

吴相锋

☎ 021-6875-5929

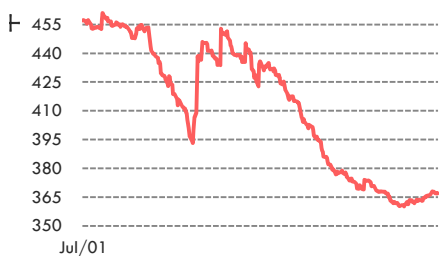
✉ wuxiangfeng@htgwf.com

● 镍市概述

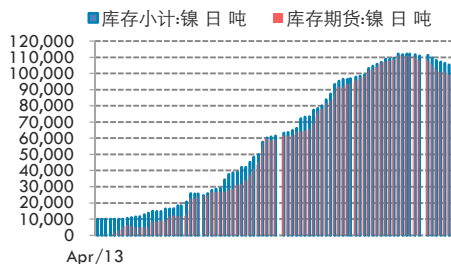
12月，由于不锈钢产能短期没有投放，短期下游需求以平稳为主；因此，镍铁供应就成为关键，但是由于12月下游不锈钢厂招标的镍铁采购价格并未较现货价格提升过多，短期镍铁供应还不是过于紧张。但是，菲律宾镍矿供应问题并未解决，随着时间的推移，以及镍价震荡回落至支撑价格附近，12月操作上，建议仍然逢低寻找买入机会。

● 镍市库存

LME 镍库存



SHFE 镍库存

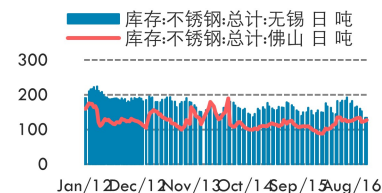


更多资讯请关注：www.htgwf.com

微信号：华泰期货



国内不锈钢库存



资料来源：WIND 华泰期货研究所

近期相关文章：

二三季度镍价或见底，仍然建议逢大跌做多
2016-4-04

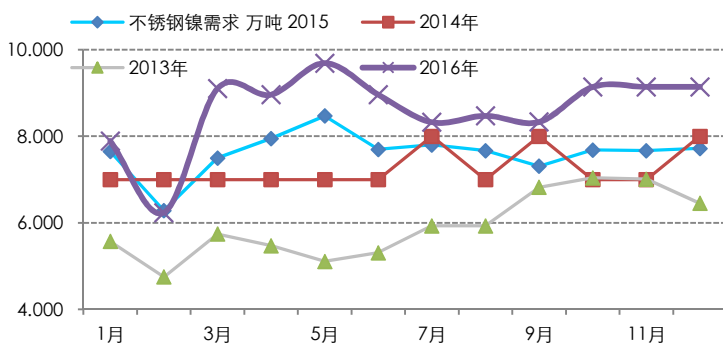
镍铁进口大幅增加 但总供应可控
2016-5-30

● 中国需求：

据机构不锈钢产量数据，10月国内不锈钢产量环比增加6.57%；同比增加16.96%。

总体需求处于近期高峰。

中国不锈钢镍需求变化



资料来源：WIND 华泰期货研究所

● **镍市简评:**

镍市逻辑寻找和影响过程推导:

相对确定性的因素:

- 1、 以淡水河谷、嘉能可、俄镍、住友、必和必拓等代表的国际传统镍供应商正努力的寻求降低成本,并且增产以摊低成本是其中一个选项;传统国际供应商减产动力不足,2016年预期产量仍然是增加的。但预计随后传统供应商产量将保持稳定,不再过度增加。**2017年预计产量和2016年持平。**
- 2、 中国电解镍同比仍然在下降,除非镍价足够的高,否则环比好转量有限。
- 3、 印尼镍铁产能新建速度有所抬升,主要是受到镍铁价格刺激以及印尼政策的安心,不过,提速项目主要是计划项目,并且后续不锈钢项目产能较大,远期来看,印尼镍铁对外压力中期已经不存在。**但是2017年印尼镍铁产能将和不锈钢产能赛跑,会有阶段性的压力。**
- 4、 全球不锈钢预期产量仍然在增加,11月份消息显示,除去中国不锈钢产能之外,印尼不锈钢2018年计划产能高达500万吨;不锈钢产能投放展望增加。
- 5、 随着国际俄镍库存被充分挖掘,以当前俄镍的生产能力,中国精炼镍进口量或维持在3万吨/月以下,总库存展望或会出现下降,但下降速度料缓慢。**不过,在2017年中国新增不锈钢产能投放前,需求短期将是高峰。**
- 6、 澳大利亚红土镍矿正加紧投放,未来澳大利亚红土镍矿将成为全球市场竞争力量,因其品位较高,预估竞争力较大,可能会形成近1000万吨/年的供应能力。**11月份,经过我们的渠道核实,2017年澳大利亚镍矿基本上不太可能实质供应。**
- 7、 当前镍价下,红土镍矿商已经普遍盈利。
- 8、 菲律宾苏里高进入雨季,镍矿供应出现紧张情况。

不确定性的因素:

- 1、 印尼不锈钢投产时间。如果投产时间和苏里高雨季叠加,则对镍价有一定的刺激作用。若不叠加,则影响力要小很多。从9月情况来看,印尼不锈钢投产或拖至2017年年中至下半年。苏里高雨季期间,暂时需求可能不会进一步叠加。
- 2、 印尼镍铁投产和不锈钢投产时间的错配问题。
- 3、 菲律宾巴拉望和三描礼士关停镍矿的执行程度;10月情况显示,由于菲律宾苏里高环保整顿预计不会造成大面积关停,而国内镍铁企业为应对雨季已经储存了库存。11月消息显示,Lopez再度被任命为环保部长,菲律宾环保整顿高压,巴拉望和三描礼士关停镍矿或无法恢复。
- 4、 **中国不锈钢产量:若镍铁价格再度上涨,不锈钢企业会不会缩减产量,11月不锈钢利润已经逐步走低,11月底不锈钢利润最低已经至550元/吨附近。**

结论:12月,由于不锈钢产能短期没有投放,短期下游需求以平稳为主;因此,镍铁供应就成为关键,但是由于12月下游不锈钢厂招标的镍铁采购价格并未较现货价

格提升过多，短期镍铁供应还不是过于紧张。但是，菲律宾镍矿供应问题并未解决，随着时间的推移，以及镍价震荡回落至支撑价格附近，12月操作上，建议仍然逢低寻找买入机会。

镍市场供需平衡预测：

全球镍供需平衡表预测：

预计11、12月份，镍表观需求难以持续提升，实际需求料以平稳为主，镍供应则维持平稳至小幅收缩，整体平衡偏向紧张。

	全球精炼镍产量	全球镍表观消费	供需平衡
2016/5/31	155251	171471	-16220
2016/6/30	153870	175304	-21434
2016/7/31	152373	164117	-11744
2016/8/30	152900	152800	100
2016/9/30	160344	161843	-1499
2016/11f	161000	161000	0
2016/12f	160000	161000	-1000

资料来源： 华泰期货研究所

中国镍供需平衡表预测：

11、12月，由于不锈钢产能达到短期峰值，产量变化预估不大，需求环比或没有增加。

因此，供需缺口主要取决于镍铁的供应，但预估12月镍铁供应可能不会过于短缺。但预期或会升温。

	中国镍供需平衡现状和前景预测		供需平衡
	总供应	镍需求量	
2016-05	11.85	11.93	-0.08
2016-06	11.62	11.20	0.42
2016-07	10.83	10.41	0.42
2016-08	10.53	10.59	-0.06
2016-09	10.72	10.41	0.31
2016-10	10.54	11.43	-0.89
2016/11f	10.70	11.43	-0.73
2016/12f	11.00	11.43	-0.43

资料来源： 华泰期货研究所

● **全球镍供求现状：**

2015 年 4 月份以后，全球月度供需平衡开始出现短暂短缺情况，主要原因在于中国净进口的大幅度攀升。

2016 年 9 月份，全球镍供需再度转成小幅短缺，主要是供应回升幅度不及表观需求回升幅度。但表观需求同比下降，主要是贸易进口减弱所致；预计 11、12 月份，表观需求预估难以过度好转，但供应层面或因中国镍铁短缺预期而担忧升温。

	全球精炼镍产量	全球镍表观消费	供需平衡
2015/6/30	170667	195175	-24508
2015/7/31	173861	197454	-23593
2015/8/31	167570	158311	9259
2015/9/30	160397	173971	-13574
2015/10/31	165491	176426	-10935
2015/11/30	163211	161553	1658
2015/12/31	163441	167318	-3877
2016/1/31	166312	161776	4536
2016/2/29	160843	165521	-4678
2016/3/31	136596	146695	-10099
2016/4/30	144993	171082	-26089
2016/5/31	155251	171471	-16220
2016/6/30	153870	175304	-21434
2016/7/31	152373	164117	-11744
2016/8/30	152900	152800	100
2016/9/30	160344	161843	-1499

资料来源：WBMS 华泰期货研究所

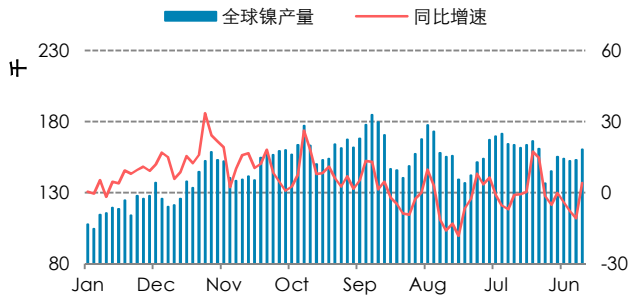
全球镍供应分析：

2016 年 9 月全球镍供应量为 16.0 万吨，2015 年 9 月镍供应量为 15.4 万吨，同比增加 0.6 万吨，同比增速为 4%。

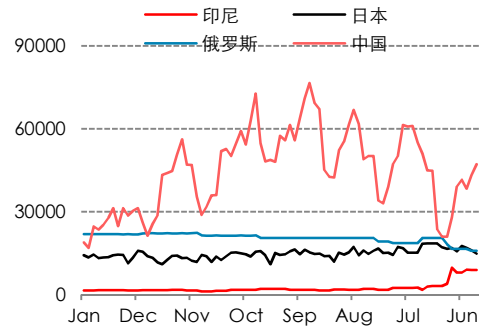
从国别数据来看，中国 9 月份增量为 0.4 万吨，占据总增量的 67%，是全球镍供应 9 月形成增量的主要原因。

11、12 月，由于中国镍铁产量可能继续处于高峰期，菲律宾镍矿供应紧张暂时还未体现在镍铁产量上，因此全球镍总供应环比保持增加。

全球精炼镍产量（吨）



主要国家精炼镍产量（吨）



资料来源：WBMS 华泰期货研究所

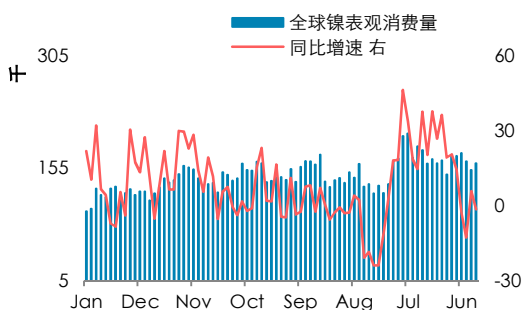
全球镍表观需求分析

2016年9月份，全球精炼镍表观需求为16.18万吨，去年同期为16.4万吨，同比减少0.22万吨，同比降幅1.5%。

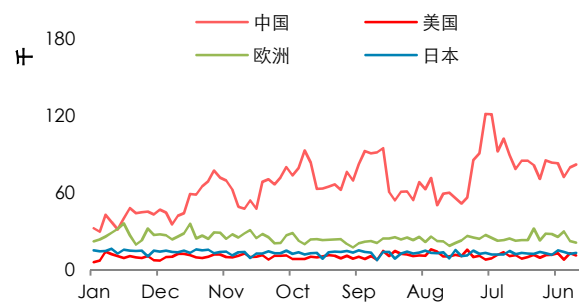
从分项数据来看，中国表观需求9月环比小幅增长，但是同比则下降4%，主要原因在于9月进口数据偏弱所致，而10月进口数据更弱，表观需求预计不佳。

而11、12月份，全球镍贸易活动一般季节性减弱，表观需求或环比难迎来增量。

全球镍需求 吨



镍需求国别数据 吨



资料来源：WBMS Bloomberg 华泰期货研究所

● **全球镍供需平衡表走向展望：精炼镍增量有限，或出现短缺**

传统镍供应商 2017 年产量或进入平稳阶段

传统的镍供应方，预估 2016 年供应可能到达高峰，后期或不再继续增长；此前，7 月份，我们对传统镍供应商 2016 年产量预期有所调整，但是基本上增量和减量相互抵消，总结果和此前月份变动不大。

8 月份，嘉能可和俄镍公布上半年产量数据显示，基本上符合此前的预期，年度产量预期也在此前的范围内。

9 月份，我们对传统供应商 2017 年产量目标做预期，总体上暂时不会对 2016 年形成增量，传统供应商产量 2017 年或进入平稳阶段。

11 月份，跟踪的消息基本上继续支持我们此前的判断，即 2016 年达到相对顶峰，2017 年或没有增量。

表 1	嘉能可	俄镍	必和必拓	淡水河谷	S. TO
2015	9	23	8.5	29	8
2016f	11.6	22	8.1	32-33	8
2017f	11.6	22	8.5	32-33	8
表 2	英美资源	South32	埃赫曼	第一量子	Antam
2015	3.03	4	5.3	3.55	1.7
2016f	4.6	3.65	或大增	2.3	2.8
2017f	4.6	3.65	5.5	2.3	2.8

资料来源：上市公司报告 华泰期货研究所

11 月份，印尼国有控股的矿产商 PT Aneka Tambang Tbk (Antam) 首席执行官周一表示，如果对于镍矿石出口限制没有放缓的话，至少价值 5 亿美元的下游投资可能缺少现金流。Antam 公司希望政府将同意部分镍矿石的出口，尽管其他公司表示恢复发货将破坏镍价，并伤及已经在建设中的加工厂投资。Antam 已经收到了价值 3.5 万亿卢比（2.589 亿美元）的政府基金，用于开发印尼北马鲁古省的一座冶炼厂，但该公司首席执行官 Tedy Badrujaman 表示，公司希望再增加两条生产线，并建造一座不锈钢生产厂。

总体上，Antam 宣称的缺少资金主要针对其不锈钢产能计划。镍铁冶炼厂已经得到政府资金支持。此前 10 月份，Aneka Tambang (Antam) 宣布该公司已经完成年发电量在 2x3000 万千瓦特煤电厂建设，该煤电厂是 Pomalaa 镍铁厂扩建项目（P3FP）的一部分。国有企业安塔姆（Antam）表示正在准备完成 P3FP 项目所有的相关工程，预计今年底将开始商业运营。

“煤电厂的建设完成标志着我们镍铁扩建项目走上正轨。P3FP 将令目前镍铁年产能 18000-20000 吨增长至 20000-30000 吨，” Antam 总裁 Tedy Barudjaman 表示，“镍铁生产成本将被减少 20%，这将进一步提高我们的盈利能力。”

Circulating Fluidized Bed (CFB)是煤炭发电厂，投资 1.45 亿美元，由住友商事

(Sumitomo Corporation) 建设。该项目建设目的是为公司镍铁生产提供充足的电力。

因此预期 Antam2016 至 2017 年，镍年供应能力仍在 2.8 万吨附近。

此外，Antam2016 年前三季度镍铁产量 14393 吨（金属量），去年同期为 12838 吨，同比增加 12%，产量增加主因 5 月份完成对 2 号冶炼厂的变压器的修复。前三季度镍铁销量为 12095 吨，销售额达 1.49 万亿印尼盾，占销售总额的 23%。其中第三季度镍铁产量为 6089 吨，同比增加 79%。第三季度镍铁销量同比增加 92% 至 4003 吨，销售额为 5444.8 亿印尼盾，同比大增 154%。

11 月，新喀里多尼亚镍生产商埃赫曼 (Eramet) 集团下属企业 Societe Le Nicke 表示因本周初冶炼炉发生系列爆炸。SLN 发言人 Olivier Beligon 表示多尼安博 (Doniambo) 镍冶炼厂的三号炉子因泄露导致爆炸，但是停产时间比较短暂，暂时不影响年度生产。

11 月媒体报道称，如果市场状况依然良好的话，那么巴西矿业巨头淡水河谷可能会重新考虑在 2017 年年底之前出售 100 亿美元核心资产。总部位于里约热内卢的这家公司在今年三季度录得了净利润，这部分源于该公司所开采商品价格的上涨，主要为铁矿石和镍矿。且 Noticias de Mineracao 报道称，如果这种情况保持不变或有所改善的话，那么该公司董事会可能会如 2 月份所宣布的那样重新考虑出售一些核心资产。

淡水河谷三季度镍产量达到 7.6 万吨，较上季度减少了 3.3%，但较去年同期增加了 6.1%。总体上，2016 年淡水河谷产量如期增加之后，2017 年产量预计平稳。

11 月份，俄罗斯海关数据显示，今年 1-9 月，镍出口量从去年同期的 15.5 万吨下降至 14.8 万吨。此前，1-8 月份俄罗斯镍产量同比缩减 8.7% 至 15.8 万吨，俄镍 2016 年产量或较 2015 年小幅下滑，基本上符合我们此前的预期。另外，俄镍基本上没有新建的镍项目，在建的项目是以铜金项目为主，因此预估 2017 年俄镍镍产量或维持在 22 万吨附近。

11 月，谢立特国际公司 (Sherritt International Corp) 表示如果镍价维持在目前水平，其位于古巴的合资公司明年将扭亏为盈。董事长 David Pathe 表示“如果你家能够维持在目前水平，我们的 EBITDA（税息折旧期摊销前利润）将有利润”

“看起来镍市场正在面临供应短缺，并预计在未来几年内都可能短缺，我们看好镍价走势，” Pathe 表示。“我们现有的生产规模是满足目前市场环境的，但看未来走势，仍有很多机会可以扩大生产规模，”他表示，“但美国和古巴的政治关系，是我们古巴冶炼厂额政治危机。”

Sherritt International Corp 拥有两座矿山，分别为位于马达加斯加岛的 Ambatovy 和位于古巴的 Moa 矿。两座矿山成本相对其他公司均比较高，2015 年底，Sherritt International Corp 曾缩减产量。但是由于绝对量变化有限，因此 2017 年增产潜力预估也比较低，或追平此前产量在 8.6 万吨左右。

但是，11 月，Sherritt International Corp 再度下调 Ambatovy 产量预期，而其 Ambatovy 共同拥有者，日本住友商事株式会社 (Sumitomo Corp) 的首席财务官 Koichi Takahara 表示，公司将旗下 Ambatovy 矿场 2016 年镍产量预估从 42,000-45,000 吨调降至

40,000-42,000 吨。Sherritt International Corp2016 年产量或不足 8 万吨了。

英美资源三季度镍产量同比增长 66%，因 Barro Alto 冶炼厂冶炼炉重建工作顺利完成，现已达到满负荷生产，镍产量同比增长 66%至 11300 吨。Codemin 冶炼厂产量同比增长 10%至 2300 吨。英美资源全年镍产量计划维持在 45000-47000 吨。

9 月份，嘉能可表示，假设印尼继续实施限制矿石出口并鼓励当地加工的政策，镍价将持续上涨，直至 2018 年，因需求超过供应。嘉能可镍主管 Kenny Ives 称：“我们相信价格已经见底，实际现货价格今年稍早已经见底，年度均价亦将在 2016 年筑底。”他在雅加达接受采访时称：“我们预期现货价格将上涨，均价亦将上涨。”Ives 称，2016 年全球镍供应料将短缺 100,000 吨，且供应短缺的状况将持续；他拒绝给出详细的预估。印尼在 2014 年暂停未加工矿石出口，迫使企业对国内冶炼厂进行投资，因该国力图提高当地商品的价值并增加就业。Ives 称这一政策已经取得成功，该国将继续提高加工产能。印尼实施的禁令促进菲律宾矿石出口。新当选的总统 President Rodrigo Duterte 已经下令打压破坏环境的采矿业，环境及自然资源部部长 Gina Lopez 计划在不久后宣布审核结果，可能导致更多矿场关闭。Ives 称，即使没有矿场关闭，在低价环境中菲律宾出口将艰难，因资源耗尽。他称，今年菲律宾将出口约 200,000 吨含镍中高级矿石，2015 年出口量约为 300,000 吨。

嘉能可一直对大宗商品比较乐观，不仅仅是对于镍价。不过，在其深陷债务问题之后，镍资产是其盈利的资产之一，所以 2016 年嘉能可增加了镍的产量。该公司上半年镍产量为 5.71 万吨，同比增加 17%；嘉能可预期 2016 年镍产量为 11.6 万吨，这和此前的预期较为一致。

不过，嘉能可当前几处镍的核心资产在经过 2016 年的增产之后，短期内可能会以平稳为主，因此预估 2017 年产量或维持在 11.6 万吨附近。

总体上，从 11 月份跟踪的情况来看，全球十大传统镍供应商 2016 年产量基本上是增产高峰，2016 年产量环比增加的几家企业几乎均在年度预期的范围内，而从 2017 年预期展望来看，预估以平稳为主，十大传统镍供应商产量在 2016 年达到了高峰。

而从十大镍矿企业的远期计划方面，暂时几乎看不到比较大的增产项目，主要是镍矿储量限制所致。

除去上述几家较大的企业外，另有一些较大的传统镍供应商陷入各种困境。

巴西 Votorantim	Panoramic Resources	日本住友	Queensland	Mirabela 镍业
2.5 万吨 关停	1.5-1.7 万吨 关停	4.35 万吨 大幅度提计损失	6 万吨 被清算	1.5 万吨 检修结束
芬兰 Talvivaara	Bamangwato Concession Limited			
0.6 万吨 准备关停	政府救助失败			

资料来源：新闻媒体 上市公司报告 华泰期货研究所

11 月份，传统供应商暂时无进一步关停的消息。11 月镍价进一步改善，一些高成本的镍矿山开始能够获得基本的利润，后期或不会再度导致镍矿企业关停。

新兴供应方：

印尼镍铁投资：镍铁价格上涨刺激印尼镍铁

建设时间	投资人	项目位置	产能(万吨)	投产时间
6 月	印尼 COR\中国 Marconing	中苏省	30	2016 下半年 20 万吨, 2017 年 10 万吨
6 月	Harita 集团\中国新兴铸管有限公司	北马露姑省南部	20/57	2016 下半年至 2017 年, 2 期 57 万吨, 总产能 76 万吨
	青山集团		10/60/30/60	二期项目投产, 2016 年底总产能增加至 160 万吨。三期资金到位
5 月	印尼央大和新华联		10	2016 年 3 月
已投产	约 12 家企业		90+0.6 万吨纯镍	已经投产
2014 年	振石集团	马鲁古省格贝岛	8	二期项目开工
未定	华泽镍钴		300 万吨	未定, 分两期, 一期建设年产 130 万吨镍基新材料, 二期建设年产 170 万吨镍基新材料
2015 年	上海华迪实业有限公司	南苏拉威西省	6	万吨 (一期) 2015 年年底投产、二期 24 万吨 (未知)
2016 年	印尼 Growth Steel 集团旗下 Indoferro 公司		12 万吨	由目前的 12 万吨扩产至 24 万吨
2016 年	中国罕王		40	尽快完成 40 万吨, 总计划 100 万吨
2015 年获批	德龙镍业		一期 60 万吨/300	2016 年投产 60 万吨
2016	大丰港 (印尼) 和顺镍业		15 万吨	由 2016 年调整至 2017 年一季度
2015	恒顺众昇投产		25 万吨	3 月投产

2016	青岛焯源		5万吨	2016年10月投产
Jul-16		马鲁鲁省	40万吨	2016年7月动工, 2018年底投产
8月	印尼万向镍业	苏拉威西	约20万吨	7月签约, 预计2018年后投产
9月	Antam		约15万吨	扩产, 已经签约
11月	金川	马鲁古省奥比岛	20万吨	2018年底投产
	最大可能总量	1181万吨	相对可能的量	575万吨 (至2018年)
			实际投产总量	532万吨 (至2017-2018年)

资料来源: 新闻媒体 上市公司报告 华泰期货研究所

我们跟踪所有有意向在印尼投资镍铁冶炼厂的企业, 截止2016年11月底, 最大可能有意向的产能已经高达1121万吨; 较上月统计新增产能20万吨。实际投产产能预估为532万吨。

11月25日上午, 由金川集团公司投资的印尼WP&RKA红土镍矿项目, 在印尼北马鲁古省奥比岛开工建设, 标志着金川集团正式进入红土镍矿领域。该项目计划投资6.58亿美元, 镍平均品位1.44%, 含镍金属量近70万吨。项目采用目前最先进的全密闭、节能环保型RKEF冶炼工艺, 年处理矿石170万吨, 年产镍铁20万吨, 预计2018年底建成投产。

此外, 11月消息, 大丰港在印尼投资项目的主要负责人王益军在接受采访时透露, 大丰港印尼镍铁项目目前27项核准手续已获半数, 企业注册、银行开户、土地款支付均已完成, 正在进行“三通一平”和项目基础设施配套建设。一期项目已进入设备安装调试, 明年一季度投产。

项目分两期实施, 一期投资6000万美元建成年产13.5-15万吨镍铁合金产能; 二期投资2.4亿元, 应用低温还原生产线新工艺, 上6条生产线, 形成15—15.7万吨产能。项目建成后, 整体形成30万吨产能。整个建设周期计划三年。但是由于印尼整体配套建设和工业基础差, 公司很多设备只能跨国采购, 而为了解决电力短缺的问题, 公司还建设了一座装机容量5万千瓦的配套发电厂。

11月, 新兴铸管继10月4日1号矿热炉成功生产出镍铁之后, 2号矿热炉已于近期顺利出铁, 目前两台炉子目前均处于调试阶段, 未达到满负荷生产。

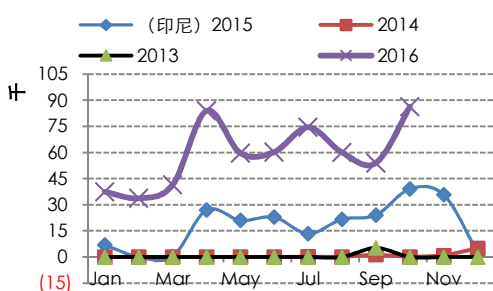
新兴铸管印尼一期项目设计建设3台33000千瓦时矿热炉, 生产品位为10-13%镍铁, 满负荷生产后预计月产量为15000吨, 年产能1.8万金属吨。目前1号及2号矿热炉均已顺利出铁, 3号矿热炉计划11月中旬出铁。另外, 新兴铸管印尼二期项目已经开工建设, 预计2017年底或2018年投产, 项目计划建设4台33000千瓦时矿热炉加回转窑, 预计年产能2.4万吨。

综合情况来看, 当前在印尼推进的项目几乎均是计划中的产能, 不过, 预计会受到镍铁价格高企以及菲律宾镍矿整顿政策刺激, 计划中的项目进度或有一定的加快。

但是由于印尼不锈钢项目计划也同步加快，因此大方向，印尼镍铁增量或不足以满足印尼不锈钢产能需求。**但是，时间或出现错配问题。**

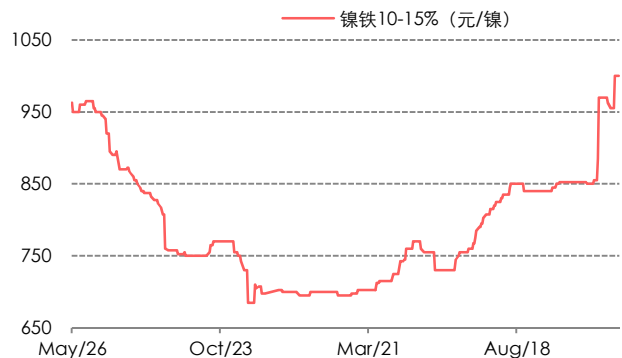
海关数据显示，中国 10 月份自印尼镍铁进口约 8.6 万吨附近，环比增加 3.2 万吨，主要是印尼此前发货周期的货源受到一定的压制所致，短期在产的产能不足以大到弥补菲律宾镍矿雨季影响的地步。

中国自印尼进口镍铁变化



资料来源：中国海关 华泰期货研究所

中国高品位镍铁报价



在 9 月份的报告中，我们指出印尼方向另外一个值得关注的事件是原矿出口放松的可能，但是经过主张放松力量和不放松力量的博弈之后，印尼镍矿出口的可能性已经很小了。

11 月份，Antam 继续对政府施压。11 月，印尼国有控股的矿产商 PT Aneka Tambang Tbk (Antam) 首席执行官表示，如果对于镍矿石出口限制没有放缓的话，至少价值 5 亿美元的下游投资可能缺少现金流。Antam 公司希望政府将同意部分镍矿石的出口，尽管其他公司表示恢复发货将破坏镍价，并伤及已经在建设中的加工厂投资。Antam 已经收到了价值 3.5 万亿卢比 (2.589 亿美元) 的政府基金，用于开发印尼北马鲁古省的一座冶炼厂，但该公司首席执行官 Tedy Badrujaman 表示，公司希望再增加两条生产线，并建造一座不锈钢生产厂。“我们需要开发的仍有很多，” Badrujaman 在一采访中称。“我们可以通过出口镍矿石给 Antam 带来现金。海外市场上的镍价相当好，因此 Antam 的现金流得以恢复。”

但是，对比中国企业对下游不锈钢产业的可能投资，Antam 的筹码比较小。

11 月，印尼将削减销售加工及精炼镍的特许权使用费至 2%，矿业部一官员表示。

修订版是为了鼓励更好地发展冶炼业，煤炭及矿山部主管 General Bambang Gatot 表示，政府推动发展下游冶炼业，促进发展印尼矿产资源。特许权使用费是矿主向政府缴纳的一种费用，目前征收的标准为 4%。“如果维持在 4%，则不能刺激加工及冶炼行业的发展，不能吸引公司建设冶炼项目，” Gatot 向国会建议。

印尼或将很快迎来降低特许权使用费，因为这一建议受到在印尼投资冶炼厂的投资方的欢迎，包括印尼淡水河谷（Vale Indonesia），中国的青山集团，埃赫曼（Eramet）以及国有企业安塔姆（Aneka Tambang (Antam)）。修订的法案目前正在被法律与人权部复核， Gatot 表示，其他金属的特许权使用费在新的法案里也将有所修订，但新的法案没有生效前拒绝透露。镍矿销售仍将征收 4% 的特许权使用费，Gatot 表示。

总体上，总体上，经过此前的企业之间较量之后，印尼政府更加看清楚了发展本国产业链的巨大产值带动作用，印尼整体在全球镍产业链中的比重将不断的上升。

11 月，印尼五金、机械、运输设备和电子总署长伊古斯迪布都在雅加达经济统筹部办公室透露，现在已有 3 家中国企业将在印尼建造不锈钢工厂，产量可达到数百万吨，这 3 家中国企业是将在摩罗哇利（Morowali）建厂的青山公司和广西公司，和将在科纳韦（Konawe）建厂的德龙公司。他表明，该 3 家中国企业投资总值 10 万亿盾，预计 2018 年可开始投产，青山公司和广西公司不锈钢产能各为 150 万吨，德龙公司产能 200 万吨，总共 500 万吨。

这意味着印尼潜在不锈钢新增产能更为庞大。

印尼新增不锈钢项目：

印尼不锈钢产能计划		
Sulawesi Mining Investment	30 万吨冶炼厂/100 万吨不锈钢	2016
广青镍和不锈钢	60 万吨	2016
印尼青山不锈钢	100 万吨(一期已经投产)	2016
印尼青山不锈钢	100 万吨（二期项目）	2017
广西公司	150 万吨	2018
德龙公司	200 万吨	2018
安塔姆（PT ANTAM）	Haltim 镍铁扩展 1.5 万金属吨 支撑不锈钢发展	2018 年以后
Indoferro 公司	200 万吨不锈钢（粗钢）	无明确时间表

资料来源： 新闻媒体 上市公司报告 华泰期货研究所

11 月份，Antam 公司称除非镍矿允许出口，否则无钱发展下游不锈钢投资，因此

Antam 不锈钢项目依然遥遥无期，不过，由于原本其不锈钢项目便无时间表，所以影响不大。

此前，我们强调 Antam 和 Indoferro 公司不锈钢计划暂时还无法实施。短期内，比较现实的不锈钢项目依然是此前的三大项目。

即，Indonesia Morowali Industrial Park 工业园区 2016 年将落地三个较大的不锈钢项目。

Sulawesi Mining Investment 公司兴建第 1 座年产 30 万吨的冶炼厂，并设有蒸汽发电站（PLTU），该冶炼厂将综合年产 100 万吨的不锈钢工厂，预期该工厂将于 2016 年运营。

第 2 座冶炼厂由广青镍和不锈钢（Guang Ching Nickel and Stainless Steel Industry）公司兴建，年产 60 万吨，该公司也兴建发电量 2×150 兆瓦（MW）的蒸汽发电站，至今，该工程已进入基建阶段和预计 2016 年建成。

年产 100 万吨的第 3 座冶炼厂和不锈钢厂，是由印尼青山不锈钢（Indonesia Tsing Shan Stainless Steel）公司兴建的，配备 2×150 兆瓦的蒸汽发电站，至今，已进入建筑阶段，预计 2016 年建成。6 月份，消息显示，青山一期 100 万吨不锈钢项目已经投产。

同时，青山二期 100 万吨项目开始提上日程，预计 2017 年开始投产。这就意味着，印尼不锈钢预期产能较此前的预期再度提升至 360 万吨，其中扣除 30 万吨镍铁配套产能，外采的镍铁量将接近 257 万吨。

如果按照 300 系不锈钢含量计算，铬铁含量平均为 55%，则铬铁产能可以支撑 150 万吨不锈钢产量；由于铬铁产能尚未投放，所以 2016 年青山印尼不锈钢几乎无法正式投产。而从铬铁投放的时间表来看，青山印尼不锈钢项目要拖至 2017 年下半年，而其他的两个不锈钢项目预估进度会更为缓慢。

而 11 月份印尼部长的讲话透露广西公司和德龙在印尼的不锈钢产能布局，这为 2018 年印尼不锈钢新增产能增加了 350 万吨增量。这就意味着，印尼下游不锈钢潜在量已经超过 700 万吨，对镍铁和精炼镍的需求意味着需要新增接近 60 万金属吨。更为重要的是，虽然印尼镍铁产能有潜力，但是精炼镍的供应则比较缺乏，精炼镍自身供求将出现较大的矛盾。

新喀里多尼亚镍产业对中国出口：出口量暂时有限

目前，新喀里多尼亚镍资源基本上被淡水河谷、SLN、嘉能可把持。

据中国海关数据显示，中国 10 月镍矿进口仍然以菲律宾为主，来自新喀里多尼亚的镍矿进口量总体有限，消息面无进一步的变化。

7 月份，新喀里多尼亚已经批准嘉能可（Glencore）及埃赫曼（Eramet）将 120 万吨镍含量为 1.5%左右的红土镍矿在未来 12-18 个月的时间内出口至中国。

嘉能可（Glencore）作为三家矿山的销售代理将出售 85 万吨红土镍矿，计划这些红土镍矿将在未来 8 个月内运往中国。剩下 35 万吨红土镍矿由法国矿业公司埃赫曼（Eramet）以长协的形式出售给中国不锈钢生产商青山集团。

此前，2015年10月底，新喀里多尼亚政府已经批准授权了唯一一家公司出口低品位红土镍矿至中国，按照协议，MKM公司将在未来18个月内向中国销售30万吨镍矿。

当前，新喀里多尼亚可以对中国出口的镍矿量升至150万吨，而3月份，根据澳大利亚媒体的消息，新喀里多尼亚政府限制对中国出口的目标是在200万吨以内。其中Eramet子公司Societe Le Nickel及Ballande旗下的Societe des Mines de la Tontouta可以在未来12-18个月内向中国买家销售总计700,000吨低等级镍。

新喀里多尼亚镍矿和菲律宾镍矿相比，并不具备商业优势，但是菲律宾镍矿行业正面临整顿，因此国内企业出于安全角度考虑，开始进口新喀里多尼亚镍矿。

不过，从当前的进口量来看，基本上属于在新喀里多尼亚政府的许可范围内。

我们认为，新喀里多尼亚镍矿替代菲律宾镍矿地位的概率比较低，尽管新喀里多尼亚镍矿储量潜力惊人，但是新喀里多尼亚保护国内冶炼企业的政策并未发生改变，之所以此前对中国镍矿出口部分解禁，主要是此前新喀里多尼亚镍矿的一个买家，澳大利亚一家镍冶炼厂陷入困境，而对中国出口解禁的量，基本上是这家冶炼厂所提供。

另外，提高附加值，几乎是当前资源国家的选择，我们认为新喀里多尼亚不太可能放开镍矿出口，因为以当前其国内的冶炼企业成本，如果放开镍矿出口，基本上都会死掉，从而彻底沦为镍矿原料出口国，这几乎是新喀里多尼亚不愿意看到，也是过去几年一直在坚守的。而此前对澳大利亚出口镍矿，更多的是受到政治影响，新喀里多尼亚距离澳大利亚很近，地缘政治使然。所以，新喀里多尼亚替代不了菲律宾镍矿的地位。

缅甸镍铁重新出口：

据国内媒体报道，缅甸达贡山镍铁冶炼厂自7月起恢复镍铁出口；自2015年9月起缅甸政府禁止镍铁出口，在此期间该项目维持生产，镍铁库存累积达到6万吨。因近期镍价反弹，缅甸政府与冶炼厂协商达成一致，7月份开始恢复镍铁出口，预计每月出口镍铁5000吨，主要运往太钢。

该冶炼厂生产镍含量为27-30%镍铁，年产量85000吨。禁止出口的主要原因是缅甸政府要求与冶炼厂重新协商镍铁销售模式。

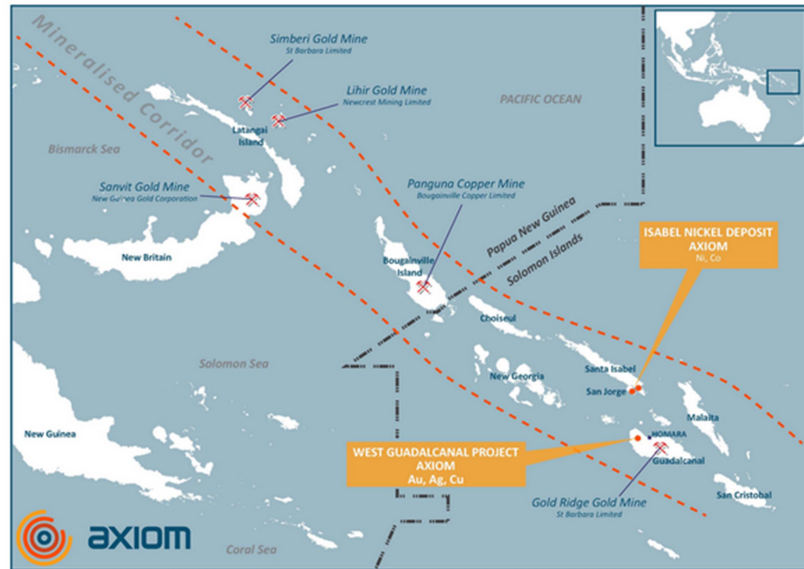
11月份，有消息称太钢已经接受首批缅甸镍铁，而具海关数据显示，10月份来自缅甸的镍铁量为1.68万吨。按照缅甸的库存量计算，大约可以维持3-4个月的出口量。

澳大利亚红土镍矿开启新纪元：

7月份，Axiom Mining Ltd 宣布即将完成澳大利亚伊莎贝拉镍项目（Isabel Nickel Project）预可行性研究，包括桑特霍尔迪（San Jorge）及Kolosori矿藏。Axiom表示该项目进展良好，有利于公司的发展，增加中高品位红土镍矿资产。公司在与战略伙伴谈判方面取得进展，已经开始招聘关键人才。

CEO Ryan Mount表示：“红土镍矿市场正在经历前所未有的改变。印度尼西亚、菲律宾以及新喀里多尼亚拥有全球80%的红土镍矿储备，但他们均拒绝将优质的矿藏出口至中国。澳大利亚有可能成为历史上最主要的红土镍矿市场之一，该矿业公司发现

的惊人的红土镍矿矿藏可能将供应给全球最大的镍矿消费商，中国。”



伊莎贝拉镍项目是亚太地区最大的红土镍矿床之一；2010年12月，该公司和当地部族达成协议，将开发 Isabel 镍矿，其中公司占 80% 股份，部族占 20%。Axiom 在 Isabel 岛拥有 49 平方公里的勘探权，初步勘探结果显示，镍矿含量超过 2%，并且整体矿化深度较高，据 2014 年的报道，矿化物主要集中在 8.4-18.2 米，品位 1.88-2.59%，当时的报道是 2015 年开始出矿。

从当前的情况来看，很可能在近两年内就可以对外出口，从勘探结果估算，项目含有红土镍矿量预估 73.5 千万吨，很有可能形成 700-1000 万吨/年的生产规模。并且，由于镍含量较高，超过 2%，如果一旦投产，对全球镍矿市场均有巨大的冲击作用。这是红土镍矿远期供应较大的冲击事件。

不过，从 11 月份跟踪情况来看，暂时未跟踪到进一步的消息，但随着时间的流逝，澳大利亚镍矿项目需要格外注意了。

但是，11 月份，通过部分镍行业渠道核实，伊莎贝拉镍项目目前基础的设施准备不足，进度不像企业宣称的那样进展顺利，渠道消息称，2017 年几乎不太可能会对市场构成影响。

菲律宾镍矿：

菲律宾苏里高雨季是考验政策执行的时间窗口

11 月份，苏里高地区继续处于雨季的笼罩之下，随后菲律宾镍矿供应主要依赖三描礼士和巴拉望。

目前三描礼士镍矿企业基本上均被关停，而从 11 月份消息面情况来看，三描礼士被关矿企恢复生产的概率不高。

此前，Benguetcorp Nickel Mines Inc's 已经申请邦板牙省（Pampanga）审判法院“复审由矿山与地质科学局，环境管理据及环境与自然资源部共同颁发的暂停命令”，意味着矿企开始司法程序。

但是 11 月份几乎没有法院审理的消息，意味着法院或不支持矿企的申请。

三描礼士镍矿企业一览表：

雨季	地区	矿山名称	所属企业	出货能力	年度产量	品位
6-10 月	三描礼士	Benguet	BenguetcorpNickel	5-6 船/月	200-240	中高
		——	ZambalesDiversifiedMetals			
		Eramen	Eramen Minerals Inc	4-5 船/月	160-200	中高
		LNL		4-5 船/月	160-200	中高
加入 EIT		——	DMCI	少量		
				小计	650	

资料来源： 华泰期货研究所

而巴拉望地区镍矿企业大型的主要有三家，并且巴拉望地区主要是高品位镍矿为主，不过当前也是处于雨季，三家企业中，已经有两家被关停，当前仅有亚洲镍业的 Rio Tuba 矿山。

11 月份，DMCI Mining Corp. 表示今年前九个月，在其位于巴拉望及三描礼士矿业公司暂停运营后，他们已经解聘 343 名工人。公司 550 名聘用工人解聘 62%至 207 人。这一数字并不包括在生产旺季时雇佣的临时工。“因停产，我们不得不解聘大多数工人，” DMCI 矿业总裁 Cesar F. Simbulan, Jr. 在回答提问时表示。由于人员已经解雇，因此 Berong Nickel Corp 生产的可能性比较低。

11 月，暂时无进一步的消息显示菲律宾第二大镍矿企业去年 8 月收购的巴拉望 IPilan 镍矿已经投产。Ipilan 镍矿满产产量大约为 300 万湿吨，但是品位属于中高镍矿，因此实际镍供应量几乎与 Global Ferronickel Holdings Inc 在苏里高的 PGMC 矿山产量基本相同。

雨季	地区	矿山名称	所属企业	出货能力	年度产量	品位
6-10 月	巴拉望	Berong	BerongNickelCorporation	2-3 船/月	100	高品位
	努力恢复	Citinickel	Citinickel Mines and Development Corp	10-13 船/月	400-520	中高
		Rio Tuba	Nickel Asia Corp	5-7 船/月	200-280	中高
	拟投产	Ipilan	GlobalFerronickelHoldingsInc	4-5 船/月	300	中高

资料来源： 华泰期货研究所

因此，从 11 月消息来看，苏里高进入雨季之后，菲律宾镍矿供应紧张已经转成现实，不过，其紧张的程度则无法定量。

因为，从港口库存和企业库存来算，国内镍铁企业可以支撑 3-4 个月的产量，在苏里高雨季结束之前，大约会有一个月左右的缺口。从当前各种供应的可能来看，供应弥补的可能性是比较低的，但是下游不锈钢是否会选择在镍铁足够紧张的时候缩减产量则是未知数。另外，印尼镍铁产能和不锈钢产能存在错配可能，短期存在救济国内镍铁供应的可能。所以，镍铁能够引发足够的紧张，则存在一定的不确定性。

11 月份，苏里高地区继续受到雨季的影响，此前，10 月末，菲律宾环境与自然资源部开始向面临暂停运营的矿业公司发出回答质询的通知函。这些矿业公司也非常期望能有机会解释其采矿运营不应被暂停的理由。

11 月份，亚洲镍业（NICKEL ASIA）称其下属公司海纳特矿业（Hinatuan Mining Corporation (HMC)）已经遵照环境管理规定，该矿山在矿山审查中被勒令暂停。

据证券交易所披露，亚洲镍业已于 11 月 2 日收到环境及自然资源部（DENR），关于旗下 HMC 位于东萨马尔 Guian 地区 Manican 矿的审计结果及建议。

审计团队要求公司限制清除规划区域内的植被，并在进行矿山修护造林。公司方面驳斥了对清除植被的指认，并表示已经进行了矿山修复，此外审计团还建议非强制公司委托第三方审计师对其矿场进行环境和安全审计，目前公司已经开始着手处理。

“另外，HMC 已经修复 55 公顷被开采地区，种植 368 公顷森林植被，部分采矿地区未有植被覆盖是因为当地土地太过贫瘠。总计种植 811000 棵树种。另外，HMC 已经在海纳特岛海岸线种植 53 公顷红树林，” 矿山负责人表示。

因此，从违法的项目来看，基本上可以在雨季结束之前完成，或不影响亚洲镍业在雨季结束之后生产。

另外，此前预计最终审核结果或在 11 月初发布，但是 11 月最终结果并未发布。

主要是由于，11 月份，在矿山审查结果公布之前，环境部长 Regina Paz Lopez 表示她将着手进行一系列的全国矿山巡查工作，寻找采矿业的“标杆企业”。

Lopez 表示她在塔克洛班市（Tacloban City）与总统 Rodrigo Duterte 会谈后决定矿山巡查将不仅限于环境评估，还将聚焦于寻找矿山企业将原住民社区从四级城市建设为一级城市的“成功案例”。

“我想看一看矿企所说的将社区从四级城市建设成为一级城市的真实案例，” Lopez 在接受马尼拉时报电话采访时表示。

这是反矿主张者-Lopez 接任环境与自然资源部长一职以来第一次进入矿区。接待矿山巡查小组的第一座矿山将是 Filminera Resources Corp.的 Masbate 金矿项目。公司的 B2Gold 项目因管理问题被 DENR 建议暂停。其他在矿山巡查名单上的公司包括位于巴拉望的亚洲镍业（Nickel Asia Corp.）Rio Tuba Nickel Mining Corporation (RTNMC)；位于苏里高的 Pichay 的 Claver Mining & Development Corporation (CMDIC)；以及位于塞米拉拉岛的 Semirara Mining and Power Corp.的 Molave 煤矿。“这些矿山我将去巡查，我将于矿山进行会谈，我可能会深入的了解参观，让我们拭目以待，” Lopez 表示。DENR 早期曾表示这些矿山公司仅是“稍有违反”环境法规，不至于立即关停，可能会通过政府的审查。同时，Lopez 表示她还有待与总统 Rodrigo Duterte 探讨矿山审查的结果，Tacloban 的会议主要集中讨论气候变化。“我们还没有讨论矿山的问题。但我保证我们将达成共识，” Lopez 表示。

也就是意味着，最终审核结果何时发布，依然遥遥无期。

11 月份，菲律宾政坛进行调整，但是 Lopez 被再度任命为环保部长，因此菲律宾矿业发展依然在其掌控之下。

此外，12 月初，Lopez 表示将会有更多的镍矿企业被关停，由于三描礼士和巴拉望已经无可以供关停，因此或进一步的名单主要出现在苏里高地区。

不过，我们维持此前的预计，我们预计 Hinatuan、CNC、CTP、MMDC 很可能有望通过问询。最终实际被建议关停的产能可能会低于菲律宾总产量的 20%。但即便如此，这也意味着 2017 年 4 月份苏里高雨季结束之后，镍矿供应仍会偏向紧张。如果关停企业最终超出我们的预期，那么菲律宾镍矿供应紧张会更进一步的加剧。但是，由于影响主要在 2017 年 4 月以后体现，因此印尼镍铁是否可以阶段性的弥补则不容易确定。但是考虑到印尼不锈钢产能，印尼镍铁也只能弥补一时。

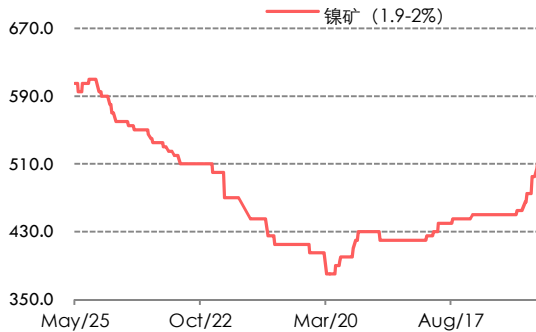
雨季	地区	矿山名称	所属企业	出货能力	年度产量	品位
11 月-次年 3 月	苏里高	Taganito	Nickel Asia Corp	5-6 船/月	200-240	高品位
		Hinatuan	Nickel Asia Corp	8-10 船/月	380-420	中低
		加入 EITI	Cagadianao	Nickel Asia Corp	2-3 船/月	100-120
拒绝 EITI		sr	SRMI	6-8 船/月	380-420	低品位
		PGMC	Platinum Group Metals (PGMC) 即 (GFNI)	8-11 船/月	480-520	低品位
		CNC	Carrascal Nickel Corporation	8-10 船/月	380-420	低品位
拒绝 EITI		CTPCMC	Clarence T.Pimentil Construction and Mining Corp	10-13 船/月	480-500	低品位
拒绝 EITI		MMDC	MMDC	6-8 船/月	200-250	低品位
		Adnama	Adnama Mining Resources		180-200	低品位

资料来源：华泰期货研究所

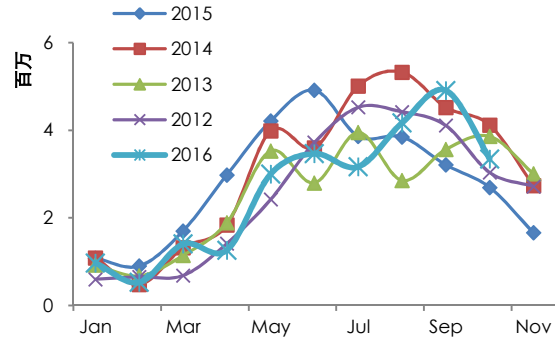
总体上，苏里高进入雨季之后，镍矿供应是收缩的，镍矿供应总体上偏紧。

虽然 10 月份自菲律宾镍矿进口量环比下降，不过，同比并未有明显的降低，主要 10 月份装船主要也是以苏里高为主。11 月镍矿供应明显偏紧，镍矿价格不断上调，截至 11 月 30 日，镍矿价格较 10 月末上涨 16.7%。

中国镍矿报价



中国自菲律宾进口镍矿变化



资料来源: 中国海关 华泰期货研究所

并且从展望上来看, 菲律宾镍矿行业会进入收缩期。

菲律宾第二大镍铁生产商全球镍铁控股公司 (Global Ferronickel Holdings, Inc. (FNI)) 计划于中方企业合作在菲律宾建设不锈钢冶炼厂, 该项目现已进入贷款现已签订阶段, **Ipilan Nickel Corporation** 现已与白银有色签订总计 2000 万美金的贷款协议。

然而, 环境与自然资源部长 **Regina Lopez** 坚定的表示她不欢迎任何形式的矿业。

“如果冶炼厂将会延长矿石开采, 那么我对冶炼业也不欢迎,” **Lopez** 对菲律宾商业快报表示, 重申采矿业令人民受苦。

从菲律宾镍产业链发展方向上来看, 此前 10 月份, 菲律宾镍矿商 **Marcventures Holdings Inc** 表示, 公司已与潜在的中国合作伙伴展开洽谈, 以在国内建造镍加工厂。他称, 由于可以从中国引入一项不同的技术, **Marcventures** 可能会在 **Surigao** 省以远低于投资建造 **Taganito** 加工厂所需的 17 亿美元的成本建造一座加工厂。**Taganito** 加工厂采用高压酸浸法工艺加工镍矿石。**Taganito** 是菲律宾仅有的两座镍加工厂之一, 两座加工厂均隶属于菲律宾镍矿商 **Nickel Asia Corp** 和日本住友金属矿山株式会社。

也就是菲律宾可能会向镍矿精炼方向努力, 主要采取高压酸浸法, 但是投资比较巨大, 菲律宾国内镍矿企业暂时还处于弱小期, 很难承担高额的投资, 并且也缺乏技术; 或主要以引入国外投资者为主。

此前菲律宾两座镍酸浸加工厂产能的建设成本大约为 5.6 万美元/吨, 如果当前成本大幅度降低至 3 万美元/吨以下, 或 **Marcventures** 加工工厂最终证明是成功的情况下, 将极大的鼓励菲律宾其他镍矿企业。

如果菲律宾镍矿企业选择酸浸路线, 则意味着最终产品主要是以金属镍为主, 所以, 从长期的观点来看, 镍价不能过高的。

另外一个方向是镍铁加工, 然后向不锈钢项目延伸; **Global Ferronickel Holdings, Inc.** 和白银有色的合作则是典型的例子。

但是, 上述项目均面临菲律宾环保部的阻力, 现任环保部长是坚定的环境保护主义者, 另外, 采矿业还不够强大, 在菲律宾 **GDP** 中的构成低于 1%, 因此来自环保政策的约束或限制菲律宾镍产业链的发展。

因此，综合情况来看，当前在传统供应商、印尼、菲律宾三大供应板块中，传统供应商的增产预计在 2016 年到达顶峰，而 2017 年产量预期基本上以平稳为主，传统供应商目前均无明显的增产项目。

印尼镍铁项目新增投产基本上没有改变格局，依然是以计划产能为主，并且由于印尼决心发展镍产业链，不锈钢预期投产产能不断上调，印尼镍铁产能满足预期的投产产能之后，很难对外产生压力。

菲律宾镍矿政策对供应量的影响预计将逐步体现，对镍矿的总体影响料以小幅偏紧为主。并且从环保部的表态来看，菲律宾镍矿行业发展处于收缩期。

全球需求在缓慢的增加：但短期后续乏力

国际不锈钢论坛(ISSF)10月7日发布的最新统计数据显示，2016年上半年全球不锈钢粗钢产量达到 2207 万吨，较上年同期的 2120 万吨增长 4.1%，亚洲尤其是中国是最主要推动因素。从主要不锈钢生产国家和地区同比来看，中国、亚洲(除中国)同比保持增长，西欧/非洲、美洲和中东欧则出现下滑。

今年上半年，中国不锈钢粗钢产量为 1172.9 万吨，同比增长 7.9%，在全球所有主要不锈钢生产国家和地区中增速最快；亚洲(除中国)不锈钢粗钢产量达到 484.2 万吨，同比增长 3.4%；西欧/非洲不锈钢粗钢产量为 400.7 万吨，同比下滑 1.4%；美洲不锈钢粗钢产量达到 136.3 万吨，同比降幅达 6.2%，在全球所有主要不锈钢生产国家和地区中下滑幅度最大；中东欧不锈钢产量最低，仅为 12.6 万吨，同比下降 5.2%。

从全球需求格局来看，欧美、日本等经济体需求较为平稳，据日本经济产业省发布的最新预测，今年四季度日本成品钢材需求将达到 2419 万吨，同比和环比分别增长 1.8%、0.6%。其中：普通钢需求量为 1920 万吨，同比增长 0.7%，但环比下滑 0.2%；特殊钢需求量为 499 万吨，同比和环比分别增长 6.3%、3.6%。

镍需求的增长主要来自于亚洲，而亚洲需求又可以分为中国需求和中国以外的需求。

目前，中国以外的亚洲需求，最主要是是印尼，从我们的跟踪情况来看，我们对印尼不锈钢实际投产的日期延后至 2017 年下半年。主要是印尼不锈钢企业的配套项目暂时未能跟上。

2017 年，印尼不锈钢项目暂时可能的产能仍然维持在 260 万吨附近；不过，11 月份跟踪情况显示，2018 年印尼拟投产的产能也比较大。据 11 月消息，印尼不锈钢市场目前开始受到外国投资商看好，中国投资商即是其中之一。五金、机械、运输设备和电子总署长伊古斯迪布都在雅加达经济统筹部办公室透露，现在已有 3 家中国企业将在印尼建造不锈钢工厂，产量可达到数百万吨，这 3 家中国企业是将在摩罗哇利 (Morowali) 建厂的青山公司和广西公司，和将在科纳韦 (Konawe) 建厂的德龙公司。他表明，该 3 家中国企业投资总值 10 万亿盾，预计 2018 年可开始投产，青山公司和广西公司不锈钢产能各为 150 万吨，德龙公司产能 200 万吨，总共 500 万吨。

扣除青山的不锈钢产能，德龙和广西公司为印尼 2018 年产能预期带来 350 万吨

产能。

印尼再往后的不锈钢计划主要是以 Antam 和 Indoferro 公司为主，合计产能大约为 300 万吨，不过，这两个公司仅仅出于计划阶段，离实质进程还有很远的路要走。

印尼不锈钢产能计划		
Sulawesi Mining Investment	30 万吨冶炼厂/100 万吨不锈钢	2016
广青镍和不锈钢	60 万吨	2016
印尼青山不锈钢	100 万吨(一期已经投产)	2016
印尼青山不锈钢	100 万吨(二期项目)	2017
广西公司	150 万吨	2018
德龙公司	200 万吨	2018
安塔姆 (PT ANTAM)	Haltim 镍铁扩展 1.5 万金属吨 支撑不锈钢发展	2018 年以后
Indoferro 公司	200 万吨不锈钢(粗钢)	无明确时间表

资料来源： 华泰期货研究所

此前的报告中，我们认为印尼不锈钢产能增加是大的方向，特别是 9 月份，美国商务部对原产于中国的不锈钢板带材作出倾销调查初裁，认定中国企业反倾销税率为 63.86%-76.64%。如果最终裁决维持的话，中国对美国不锈钢出口则没有了优势。此前，8 月份，欧委会对原产于中国的冷轧钢板产品做出反倾销调查终裁，决定实施税率为 19.7%-22.1%的最终反倾销措施，并采取追溯征税措施。这就意味着，中国不锈钢基本很难进入欧美市场。

这或会刺激印尼不锈钢产能的释放。但是，从中国不锈钢产能的出口构成中，基本是以亚洲国家为主，所以欧美的反倾销的目的是为了阻止中国不锈钢进入各自的市场。不过，由于中国此前未对欧美不锈钢市场有过多的渗透，所以欧美的反倾销并不能提供真空，所以即便是印尼不锈钢出口，仍然需要自己开拓市场。而欧美的反倾销目的是为了**保护本经济体的钢铁企业，因此实质上反倾销的大棒会打向任何构成威胁的国家，所以一旦印尼不锈钢产能起来之后，是否会面临同样的反倾销命运。**

总体上来看，印尼不锈钢产能仍然处于投放期，2017、2018 年属于比较关键的阶段，一旦投产，不锈钢产能将在 600 万吨以上，显然印尼本国是无法消化的，只能

对外出口；而出口方向上来看，欧美保护较为严重，一旦印尼出口过多，或面临反倾销威胁。

而若向中国出口，则和中国的产能形成竞争，2017年中国计划中的产能折算起来也比较大，特别是部分分期产能计划总量也比较大。

中国不锈钢产能计划

世纪青山	100 万吨	2017
山东鑫海	一期 100 万吨+二期 200 万吨	2017
山东盛阳	160 万吨	2017

资料来源： 华泰期货研究所

我们认为 2017 年或比较可靠预期增量或在 360 万吨附近。而 2017 年国内不锈钢产能扩张的主要动力依然是不锈钢利润；尽管近几年来，不锈钢生产利润不断的下降，但是仍然能够保持 5%/吨以上的毛利润，而其他钢铁项目利润无法保障，一些钢企将脱困的希望寄托在转型生产不锈钢或者扩大不锈钢生产。

整体上，2017 年是全球不锈钢产能大爆发的节点，而 2018 年的产能项目，我们觉得此时预期不一定可靠，因为如果 2017 年产能投产的话，不锈钢利润或会被急促压缩，因此后续项目实际上是看情况。

但对于镍需求而言，无疑 2017 年不锈钢产能投放将会很明显的带上一个台阶，保守估计，如果中国和印尼分别有 200 万产能实际投放的话，则全球范围内也将有 400 万吨产能，对镍的总需求拉动 34 万吨，其中精炼镍需求接近 9 万吨。

所以，长期镍价仍然存在继续上涨的基础。

- **全球镍市场结论：**

供应方面：

传统供应商的增产预计在 2016 年到达顶峰，而 2017 年产量预期基本上以平稳为主，传统供应商目前均无明显的增产项目。印尼镍铁项目新增投放以预期项目为主，并且后续项目基本上都是为了后期不锈钢产能做配套，所以印尼镍铁对外压力展望是比较小的。印尼镍矿暂时不放松出口，全球镍矿供应仍然取决于菲律宾，预计总体供应依然偏紧为主。

需求方面：

全球需求在 2016 年 2 月至 2017 年上半年，暂时可能不会有进一步的不锈钢产能投放，因此短期需求但是无增量。但是，2017 年下半年至 2018 年，全球范围内预期不锈钢产能投放量比较大，即便有一部分实际投产，对镍需求提振也比较大。

结论：

整体上，由于 2017-2018 年镍需求还有大幅度提升空间，而精炼镍供应几乎找不到增量，所以镍价大方向仍然看涨。12 月镍价主要取决于菲律宾镍矿短缺是否引起镍铁价格足够的上涨，但 12 月镍铁采购价格整体较现货价格没有过多提升，所以 12 月镍价预估宽幅震荡，但是镍矿紧张或逐步强烈，依然建议逢低买入，但由于印尼镍铁产能逐步形成，而不锈钢产能要滞后一些，因此存在调配的可能，所以，镍价是绝对不建议去追高。

● 中国镍供求现状：

2016 年 10 月份，中国镍总需求环比增加 1 万余吨，镍总供应环比小幅收缩；2016 年 10 月份，供应短缺 0.89 万吨。

11、12 月份， 由于短期已经没有新增产能，因此需求料维持在高位平稳，因此供需缺口主要看供应；而预计 11、12 月份，供应环比或小幅增加，因此缺口料收窄。

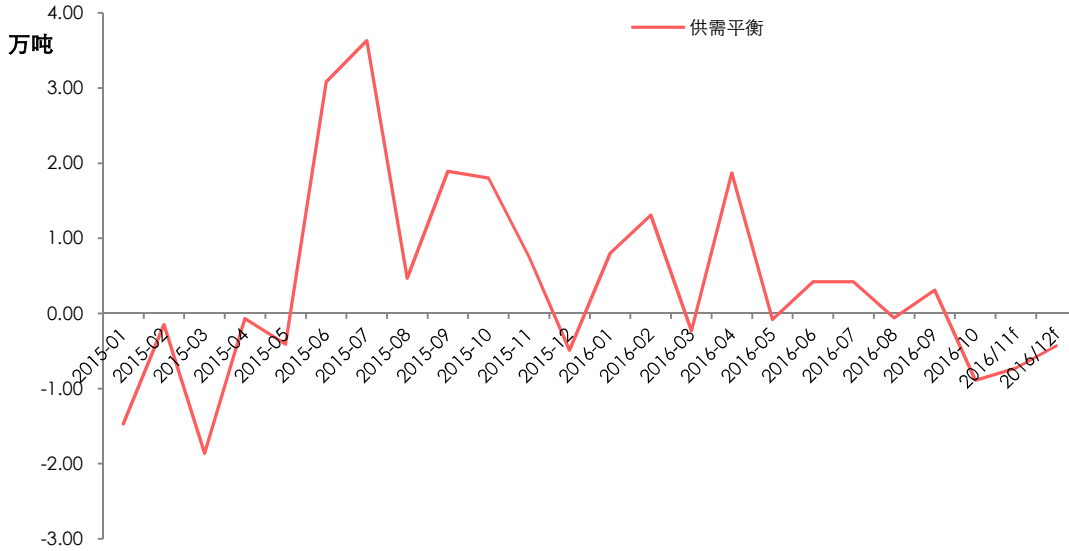
但由于菲律宾镍矿短缺或在 2017 年第一季度体现，因此 12 月镍价依然逢低买入为主。但由于印尼镍铁产能逐步形成，而不锈钢产能要滞后一些，因此存在调配的可能，所以，镍价是绝对不建议去追高。

中国镍实际供需平衡表：万吨

	总供应	镍需求量	供需平衡
2015-01	8.09	9.56	-1.47
2015-02	7.70	7.85	-0.15
2015-03	7.52	9.38	-1.86
2015-04	9.87	9.94	-0.07
2015-05	10.18	10.59	-0.41
2015-06	12.71	9.63	3.08
2015-07	13.38	9.75	3.63
2015-08	10.06	9.59	0.47
2015-09	11.03	9.14	1.89
2015-10	11.40	9.60	1.80
2015-11	10.34	9.59	0.75
2015-12	9.16	9.65	-0.49
2016-01	9.86	9.06	0.80
2016-02	7.95	6.64	1.31
2016-03	11.12	11.35	-0.23
2016-04	13.41	11.54	1.87
2016-05	11.85	11.93	-0.08
2016-06	11.62	11.20	0.42
2016-07	10.83	10.41	0.42
2016-08	10.53	10.59	-0.06
2016-09	10.72	10.41	0.31
2016-10	10.54	11.43	-0.89
2016/11f	10.70	11.43	-0.73
2016/12f	11.00	11.43	-0.43

资料来源： 国家统计局 海关 华泰期货研究所

中国镍供需平衡图



资料来源: 中国海关 统计局 华泰期货研究所

● **中国镍供需平衡走向:**

中国镍供应走向: 镍供应环比波动降低

10 月份, 国内电解镍产量环比小幅降低, 电解镍企业增产意愿依然不强, 主要是自产原料成本较高, 而进口原料则受限内外价差, 镍比价不佳, 原料进口成本相对电解镍成品价格偏弱, 并不鼓励生产。

由于 LME 库存中已经缺乏中国需要的可交割和抵押的库存, 因此进口量受限; 10 月份精炼镍进口环比大幅度降低, 我们认为主要是进口亏损所致, 11 月进口亏损收窄, 部分交易日有盈利, 因此预计进口或有所恢复。

总体上, 10 月份镍总供应环比小幅降低, 主要是精炼镍进口环比收窄所致。11 月总供应预计环比会有所增加, 主要预期精炼镍进口或有所恢复, 镍铁产量和进口量或继续保持在高位。

12 月总供应可能也维持平稳水平, 主要是预期到内外价差或有利精炼镍进口所致。

中国镍总供应量（金属吨/月）

	电解镍产量	镍铁产量	精炼镍进口	镍铁净进口	镍总供应（金吨）
2013/01	54005	20500	20779	4617	99901
2013/02	51707	23300	11816	1951	88774
2013/03	22840	30050	11666	1685	66241
2013/04	18013	25250	13045	2141	58449
2013/05	18803	22050	5748	1985	48586
2013/06	22978	23700	4128	1352	52158
2013/07	21743	28645	10900	2271	63559
2013/08	23838	30465	10587	2237	67127
2013/09	23154	31975	9488	5210	69827
2013/10	26544	33085	14553	4174	78356
2013/11	30822	34254	4793	5470	75339
2013/12	29950	29547	13138	5623	78258
2014/01	23148	36563	17478	5892	83081
2014/02	23148	43486	6087	5373	78094
2014/03	28636	46695	6316	3052	84699
2014/04	28830	48763	8573	5721	91887
2014/05	27752	48275	4379	2602	83008
2014/06	33288	46258	-5360	3355	77541
2014/07	31530	52615	1440	3577	89162
2014/08	33967	55623	-5623	2448	86415
2014/09	33750	54503	392	5603	94248
2014/10	34577	45268	-3645	6053	82253
2014/11	32847	37117	1155	4816	75935
2014/12	34949	42463	370	5564	83346
2015/01	26775	39855	3768	10503	80901
2015/02	26775	33625	10472	6090	76962
2015/03	28320	33350	5774	7763	75207
2015/04	29000	37390	18234	14031	98655
2015/05	30101	41190	18234	12310	101835
2015/06	33863	43005	37792	12472	127132
2015/07	30704	46225	45069	11823	133821
2015/08	31885	38425	19593	10677	100580
2015/09	28376	35595	32785	13544	110300
2015/10	30984	36820	33689	12533	114026
2015/11	28043	35250	27627	12516	103436
2015/12	18034	31700	36512	5400	91646
2016/01	<u>16500</u>	34535	34800	12174	98009
2016/02	<u>18000</u>	19450	30279	11789	79518
2016/03	<u>20000</u>	34685	43220	13478	111383
2016/04	22112	41530	49012	21400	134054
2016/05	20329	43010	37559	17600	118498

2016/06	20096	44290	36127	15722	116235
2016/07	18646	43050	28193	18400	108289
2016/08	17645	41640	29809	16180	105274
2016/09	17036	46560	29357	14200	107153
2016/10	16354	50750	15042	23248	105394
2016/11f	17000	50000	20000	20000	107000
2016/12f	17000	48000	25000	20000	110000

资料来源：国家统计局 海关 华泰期货研究所

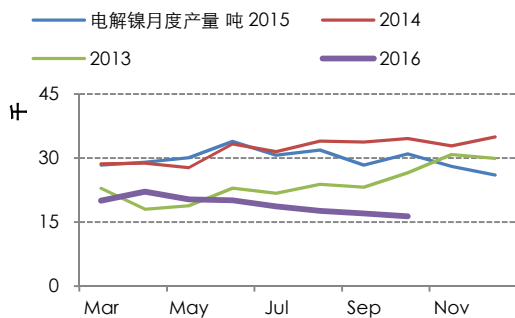
中国电解镍产量同比持续下降：

据机构调研数据显示，10月份电解镍实际产量环比出现小幅下降，主要原因基本上较此前没有太多变化，自产原料成本较高仍然是主要因素，而进口原料则受限内外价差，镍比价不佳，原料进口成本相对电解镍成品价格偏弱，并不鼓励生产。

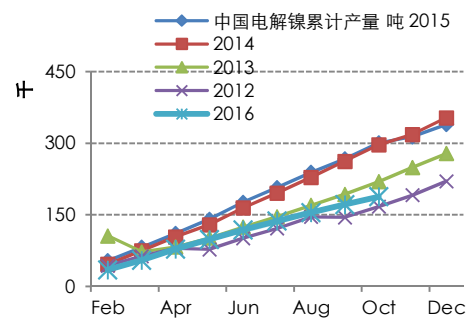
11月电解镍价格较高，并且进口亏损有所好转，料产量环比或有小幅增量，但或有限。

整体上，我们维持2016年电解镍产量环比下降幅度在5-6万吨附近的预期。

中国电解镍月度产量（吨）



电解镍累计产量（吨）



资料来源：国家统计局 华泰期货研究所

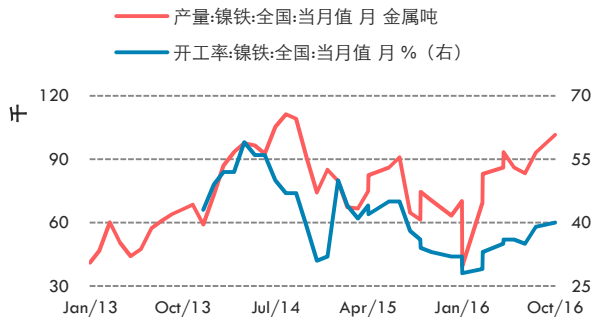
国内镍铁产量

据机构统计数据表明，2016年10月份，镍铁产量环比增加近0.5万金属吨，主要是10月份，德龙不锈钢复产，配套的镍铁产量对应增加。

总体上10、11、12月份，如果没有不锈钢发生停产的话，将是国内不锈钢短期产量比较顶峰的时期，对应的镍铁产量需要保持在高位。

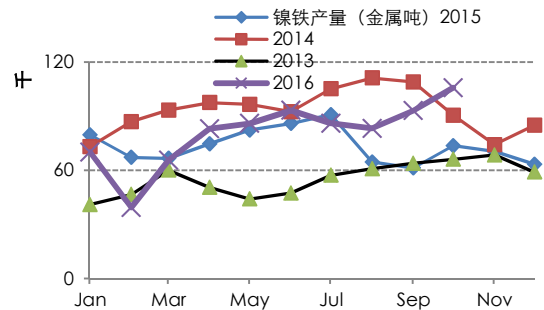
但是，镍矿较为紧张，镍矿报价不断上调，因此镍铁产量展望或不能满足需求。

中国镍铁产量（吨）



资料来源: WIND 华泰期货研究所

镍铁年度产量对比（吨）



精炼镍 10 月进口环比大幅下降

据海关数据表明, 2016 年 10 月份, 净进口 1.5 万吨附近; 环比大幅度下降。

10 月份, 精炼镍进口亏损幅度整体维持比较大, 并且内外息差收窄导致整体进口融资成本较高, 抑制进口; 此外, 俄镍产量同比有所收缩, 并且 LME 库存中已经缺乏可供交割的货源。

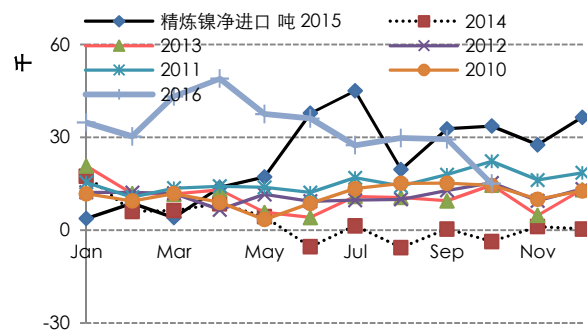
因此, 预计 11 月虽然进口亏损进一步收窄, 部分交易日出现盈利, 但是进口环比增量或不是特别大。

精炼镍净进口（吨）



资料来源: 中国海关 华泰期货研究所

精炼镍净进口对比（吨）



镍铁进口将有所反复：

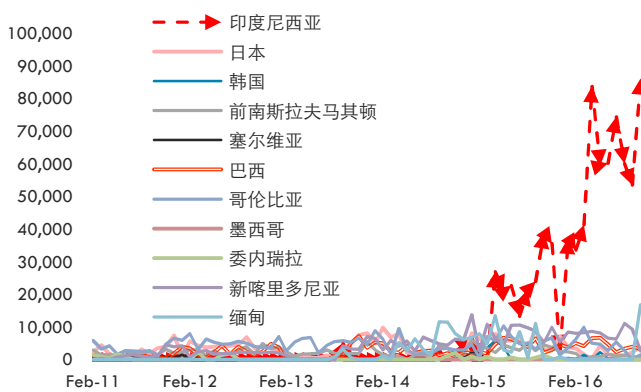
据海关数据表明，2016年10月份中国镍铁进口11.6万吨，增加4.5万吨；自印尼镍铁进口8.6万吨，环比增加3.2万吨。

从环比进口增量来看，主要是印尼和缅甸镍铁进口的环比增加所致。印尼镍铁进口增量我们认为主要是此前发货周期的延迟叠加所致。

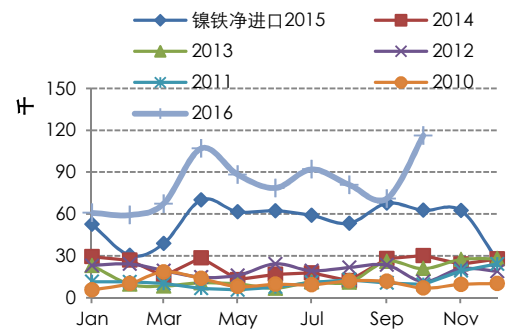
而缅甸镍铁的进口则属于此前计划项目，但是由于缅甸镍铁库存和产能均比较小，预估仅能维持3-4个月的出口。

此外，11月份国内镍铁报价大幅度拉涨，或刺激印尼镍铁出口余量，但印尼镍铁目前实际投产的有限，因此预估11、12月镍铁进口增量或有限。但2017年一季度开始则弹性有所增加，直到印尼不锈钢对应的投产。

镍铁进口国别数据（吨）



镍铁净进口对比（吨）



资料来源：中国海关 华泰期货研究所

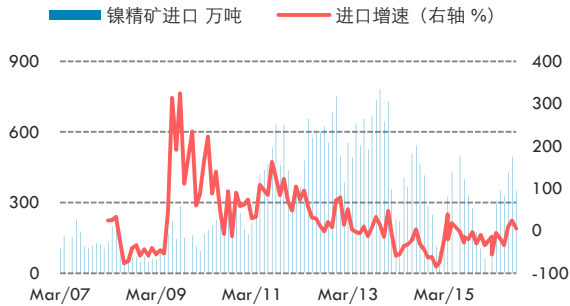
镍矿进口：

据海关数据表明，2016年10月份，中国镍精矿进口348.8万吨，环比减少30%；同比增加5.7%。

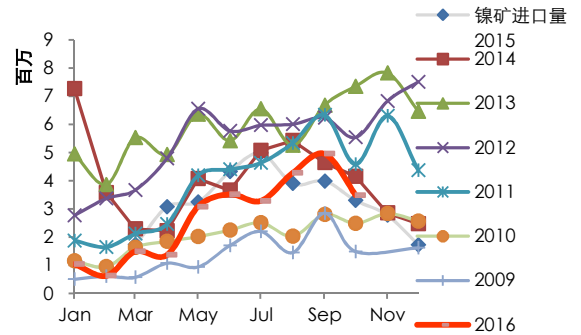
10月镍矿进口环比出现下降，主要是体现菲律宾苏里高雨季因素，不过由于今年镍矿供应预期偏紧，因此备货因素刺激了10月进口较去年同期增加5.7%。但是绝对增量仅仅20万吨，比较低。

由于印尼不放松镍矿出口，因此接下来镍矿供应料以偏紧为主。而且11月消息显示，三描礼士被关停企业已经解雇工人，因此复产的概率比较低，另外环保部继续坚决维持环境的决心，因此11月来自菲律宾镍矿进口或体现环保因素，大幅降低。

镍矿进口和增速（吨）

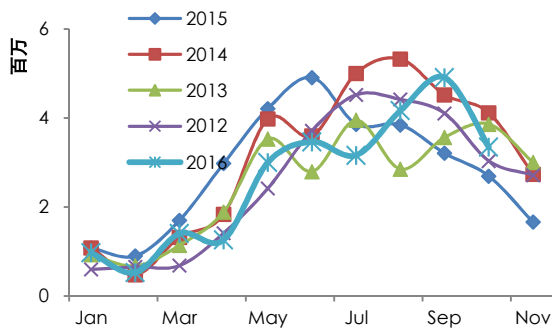


镍矿进口对比（吨）



资料来源：中国海关 华泰期货研究所

自菲律宾镍矿进口（吨）



资料来源：中国海关 华泰期货研究所

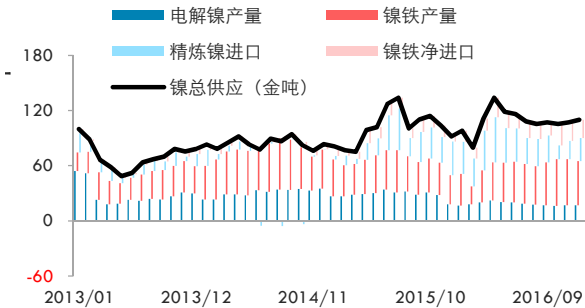
中国镍供应总体情况：

综合电解镍、镍铁产量，和镍铁以及精炼镍进口情况，2016年10月份中国镍总供应量环比有所收缩；

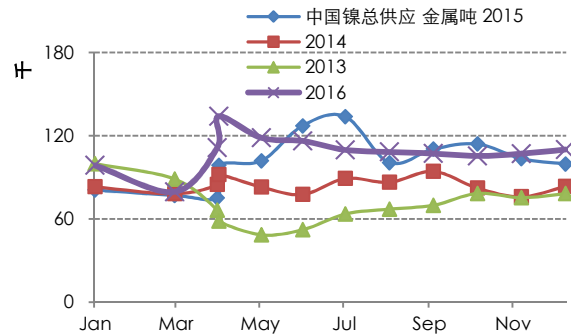
从收缩的原因来看，主要是精炼镍进口环比下降较大，但是镍铁产量和进口量的增加抵消部分精炼镍进口降幅，总体供应环比下降的不多。

从持续的因素来看，预计11、12月进口亏损或会好转，精炼镍进口环比或有一定的修复；而镍铁进口和产量环比继续增加则受到原料端的制约，因此，预计11、12月总供应或环比有一定的增量。

中国镍总供应 吨



中国镍供应年度对比:



资料来源: 中国海关 国家统计局 WIND 华泰期货研究所

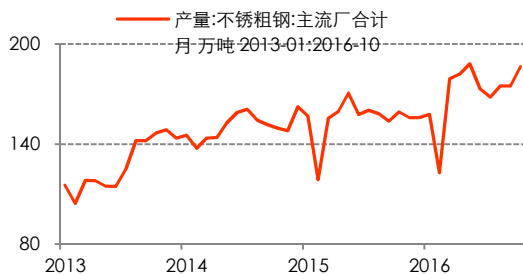
中国镍需求:

据机构不锈钢产量数据, 10月国内不锈钢产量环比增加 6.57%; 同比增加 16.96%。

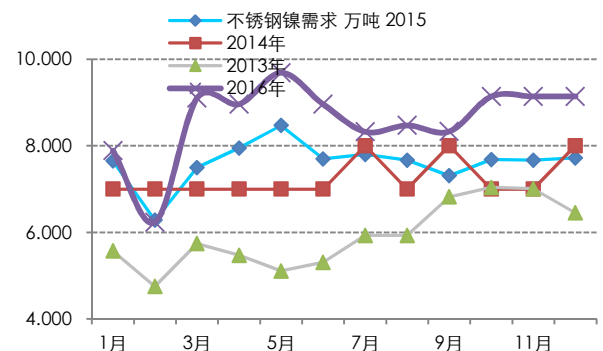
10月产量几乎恢复至年度高点附近, 而之所以未能超过前高, 主要是由于不锈钢产品结构所致, 由于原料端成本的变化, 不锈钢中 400 系产量占比增多, 导致尽管 10月不锈钢总产量十分接近前期高点, 但是对镍的需求则稍微差一些。

11月份, 不锈钢整体盈利状况良好, 所以预估不锈钢产量继续维持高位。而从钢厂签订的 12月份镍铁价格来看, 依然能够维持不锈钢企业获利, 因此预估 12月不锈钢产量或维持平稳。

不锈钢粗钢产量 月/万吨



镍需求量 月/万吨



资料来源: WIND 华泰期货研究所

而从增长前景来看，新增不锈钢加工项目较多，但粗钢项目较少

我们统计了 2015 年以来的新增不锈钢项目，截至 2016 年 11 月份，我们统计的不锈钢下游加工新增项目已达 1850 万吨，较上月统计增加 180 万吨，其中 2016 年新增不锈钢加工项目大约 580 万吨。

新增不锈钢加工项目：

投资机构	产能	投产时间
北海诚德不锈钢集团有限公司	160 万吨不锈钢热轧+120 万吨不锈钢冷轧	120 万吨冷轧已试产/热轧已经开工
宏旺集团	100 万吨先期+100 万吨二期	先期项目已试产/2 期预计 2017 年 3 月投产
内蒙古上泰实业有限公司	60 万吨镍铁+100 万吨不锈钢	5 月底投产
广西中金金属	50 万吨	2015/7/27
阳江不锈钢园新接洽项目	50 万吨	项目建设中
华东新钢厂--山东盛阳集团	260 万吨热轧（以自产不锈钢坯为原料，通过热轧—酸洗固溶，生产出不同厚度的不锈钢薄板。）	8 月已投产
德龙镍业	江苏盐城的 200 万吨不锈钢项目	已经 投产
福建甬金金属	50 万吨冷轧不锈钢（200 万总量）	2016 年 1 月竣工，后续或继续建设
阳江广青	200 万吨不锈钢热轧	2016 年 1 月开工
永兴不锈钢	25 万吨特种不锈钢	2016 年末投产
山东盛阳	60 万吨酸洗热轧不锈钢	2016 年 2 月投产
河南金汇·晟丰	80 万吨精密连轧	一期开工建设
绵鑫不锈钢	广西梧州不锈钢产业园项目（该产业园总产能 300 万吨再生不锈钢）。	已经投产
广东	120 万吨 200 不锈钢项目	已投产
华乐合金	60 万吨冷轧	项目手续申报（2016 年 9 月）
宝丰县产业园	300 万吨不锈钢深加工（当前产值翻两番）	力争 2018 年通过招商达到（150 万吨项目竣工）
宝钢德盛	1780 毫米热轧生产线（调结构工程，估计 40 万吨）	工程开工
山东鑫海	100 万吨一期+202 万吨二期	2017 年以后
鞍山钢铁	*	试产
青拓克虏伯	30 万吨不锈钢冷轧	2017 年 10 月底投产

资料来源： 新闻媒体 华泰期货研究所

11 月份，据媒体消息，青拓集团为了整合优势资源，青拓确立了“专而全”战略：在宁德打造一个专注于不锈钢领域、上下游链条整合的企业群。目前，青拓集团镍铁冶炼、不锈钢精炼以及热轧生产初具规模，已经成为国内国际最具影响力的不锈钢产业基地。为延长不锈钢深加工产业链，青拓集团引进甬金、宏旺、海利、上海克虏伯

等多个不锈钢下游深加工项目，并辐射带动了无缝钢管、焊管和线材等不锈钢深加工产品的发展，不断推动不锈钢产业集聚，全力打造从原料-冶炼-热轧-冷轧深加工-各类不锈钢制品的全链条千亿产业集群。

目前，甬金 200 万吨不锈钢冷轧项目一期第一阶段已竣工试产，该项目总投资约 40 亿元，专业生产 200、300、400 系列各种规格精密不锈钢板带，仅今年第一季度就生产不锈钢冷轧板带 6.9 万吨，产值约 7 亿元。宏旺 200 万吨不锈钢冷轧项目项目总投资约 40 亿元，分两期建设，今年 1 至 3 月，一期工程生产不锈钢冷轧板带 9 万吨，产值近 9 亿元。“专而全”战略使得工业链条更综合、更集约、更环保，也为下游不锈钢制品加工企业聚集创造了有利条件。

面对全球不锈钢市场激烈的竞争态势，青拓集团积极妥善应对。企业自 2008 年落户福安后，迄今已累计投资超 120 亿元。2015 年实现产值 520.3 亿元，比上年增长 63.0%，纳税 6.17 亿元，正全力打造闽东千亿产业集群。

并且，从报道来看，青拓领导称，“虽然明年不锈钢价格存在回调的可能，但我们企业项目优势明显，以创新驱动引领企业发展，青拓有信心继续做大做强，为推动地方发展发挥更大作用。”

因此 2017 年不锈钢的产能投放或导致不锈钢竞争或较为激烈。因此，在所有中国接下来可能上马的粗钢不锈钢产能中，相互竞争不可避免，这或使得产能投放不完全如预期的确定。但由于计划量比较大，2017 年中国产能投放带来的需求依然值得期待。

中国不锈钢产能计划

世纪青山	100 万吨	2017
山东鑫海	一期 100 万吨+二期 200 万吨	2017
山东盛阳	160 万吨	2017
青山青拓	100 万吨	2017
鞍山钢铁	*	已试产

资料来源：新闻媒体 华泰期货研究所

整体上，2016 年不锈钢项目因上述两个大项目投产之后，整体产量较 2015 年同比增速或超过 10%。不过，因后续缺乏新项目投产，因此 2016 年后期环比预计很难再出现增加。因此 11、12 月镍需求环比或没有增量。

而预计 2017 年，不锈钢粗钢项目主要以山东鑫海的项目为主，先期产能为 100 万吨，后期产能为 200 万吨，但后续产能要视情况而定，另外，由于鞍钢试制

不锈钢成功，其产能预估也会在 2017 年释放，不过初期产量或不是很大。

从媒体的报道来看，青山青拓对明年不锈钢已经做好准备，因此其后续产能也有很大概率投放。

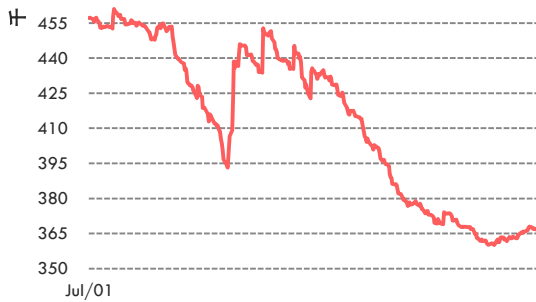
另外，11 月份再度增加 180 万吨的加工项目，使得下游不锈钢加工产能最大至 1850 万吨。

● **库存:**

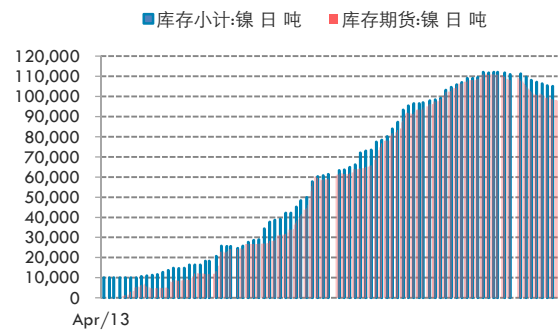
全球镍总库存在不断下降:

2016年11月份以来，LME 镍库存有所反复，截至11月30日，库存至36.17万吨，较10月末上升3450吨；主要是中国精炼镍进口亏损较重，因此进口量下降，10月海关进口数据环比大幅下降，印证进口受到抑制的判断。自11月份以来，上期所库存下降3027吨，仓单下降3164吨，整体上，全球库存在11月份下降0.27万吨，降速较10月减缓，主要是11月份，不锈钢产量环比预计可能没有增量，加上价格高企，下游买盘接受能力减弱。

LME 镍库存



SHFE 镍库存&仓单



资料来源: WIND 华泰期货研究所

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2016版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区先烈中路65号东山广场东楼5、11、12层

电话：400-6280-888

网址：www.htgwf.com