

从俄铝到俄镍

——美国制裁下极端行情将如何演变？

信达研发有色组

2018年4月24日

目录

CONTENTS

01

回顾及背景介绍

02

俄铝事件冲击影响

03

供需边际变化及策略建议

04

伦镍暴涨暴跌的本质

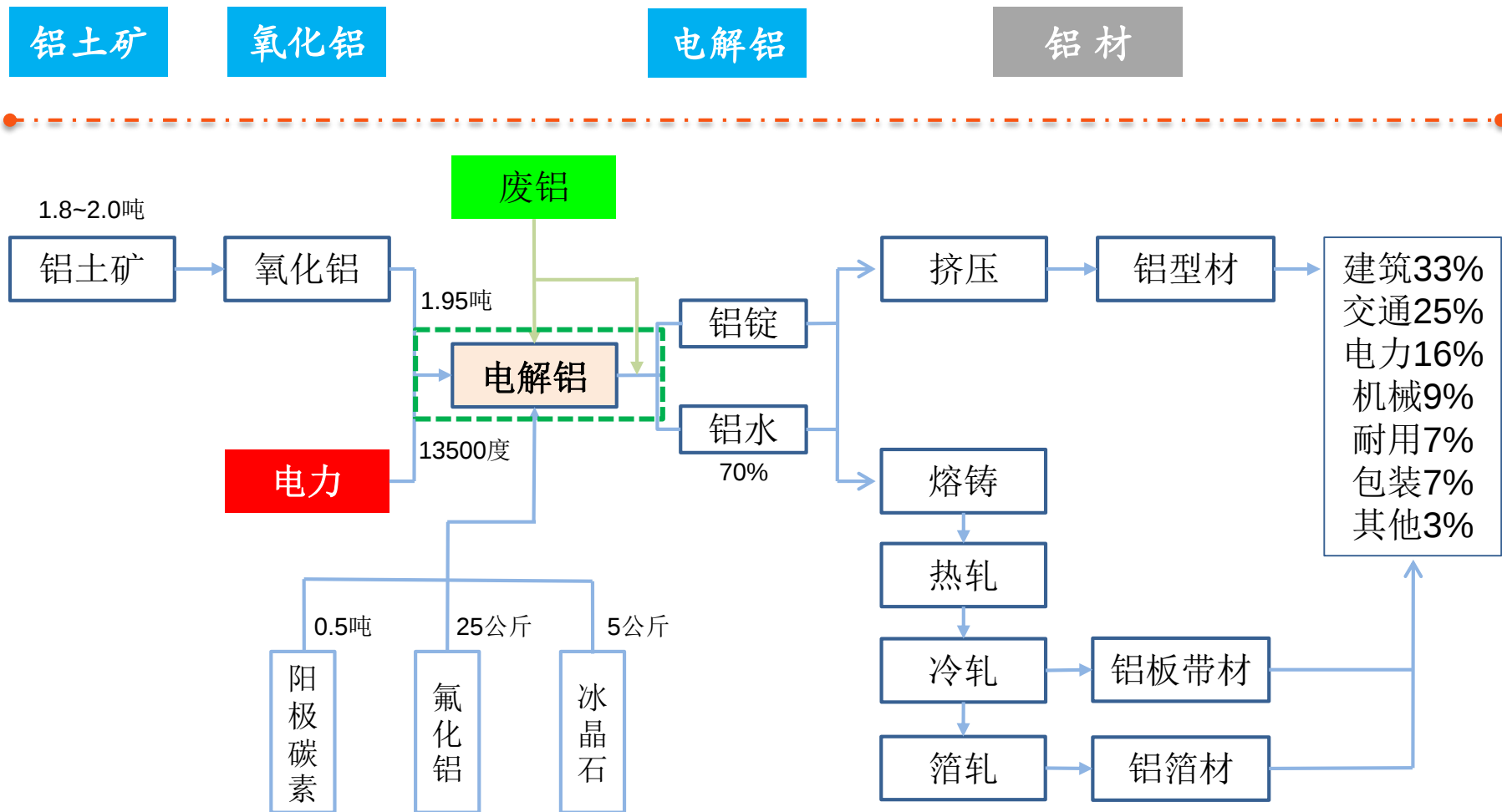
05

镍价演变逻辑和策略

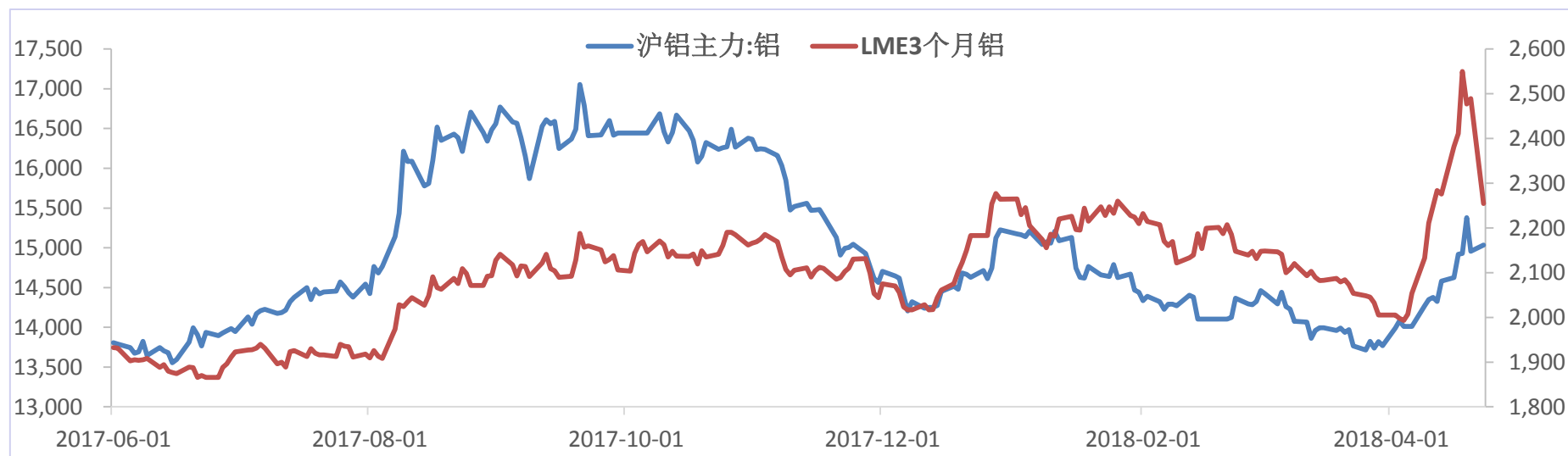
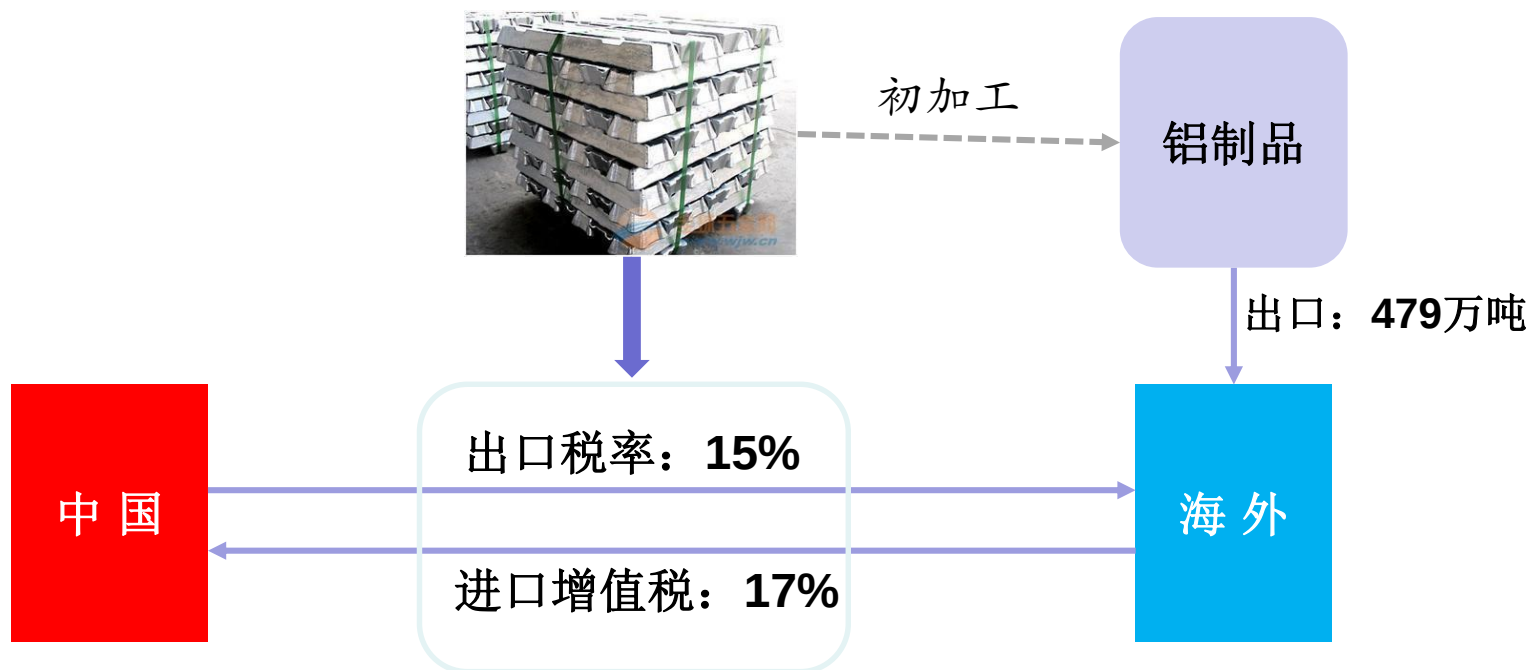
行情回顾：铝价外强内弱持续 沪伦比值持续走低



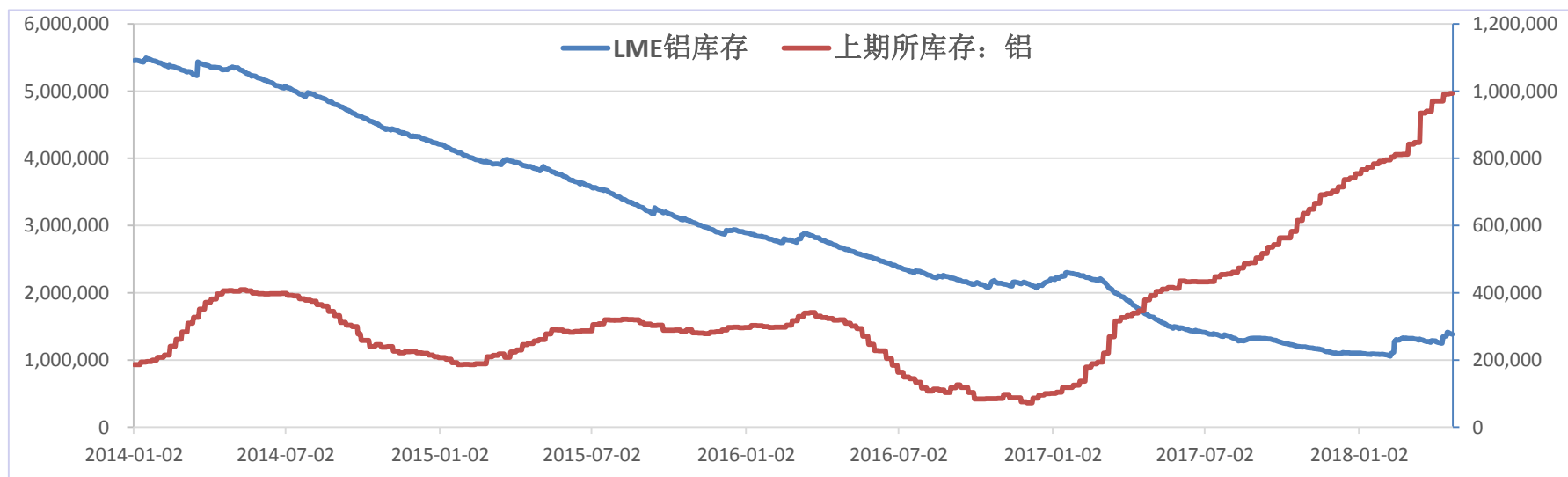
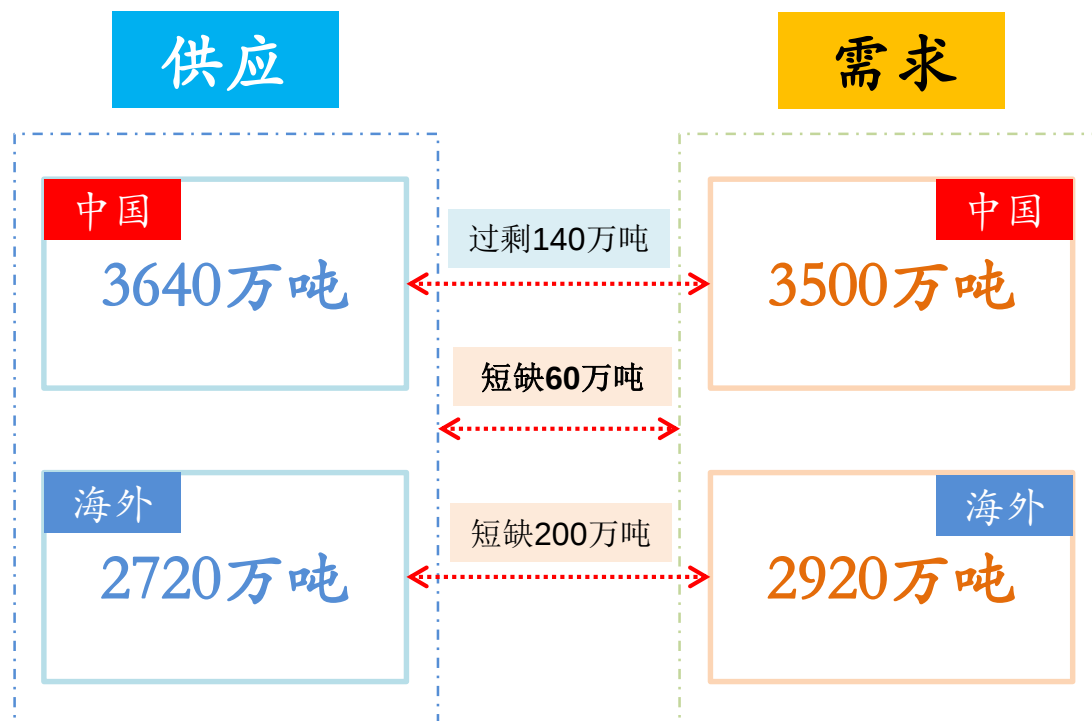
背景1：电解铝供应瓶颈在冶炼



背景2：内外市场相对割裂 沪伦铝价联动最弱



背景3： 内外市场相对割裂 国内外供需格局差异较大



目录

CONTENTS

01

回顾及背景介绍

02

俄铝事件冲击影响

03

供需边际变化及策略建议

04

伦镍暴涨暴跌的本质

05

镍价演变逻辑和策略

美国制裁及俄铝简介

2018年4月6日，美国财政部外国资产管理办公室（OFAC）宣布对俄罗斯寡头政治统治集团进行制裁，认为他们在克里米亚、叙利亚和美国民主选举事件中采取不当行为。美国政府宣布将俄铝等12家与Oleg Deripaska等政府、企业要员有关的公司以及17位高级政府官员列入制裁名单。名单上的这些公司和人员将被限制进入美国银行系统。根据美国法律，这意味着美国公民将禁止参与与这些公司和人员的交易活动，冻结所有与他们有关的资产。

被制裁是什么意思呢？

涉及企业和个人资产只要进入美国管辖的范围内，即被冻结；

美国籍的公司和个人均不得与之交易，否则被制裁；

非美国籍的公司和个人促成了之和其他人的交易，也会被制裁。

当然，有两份豁免许可证

日常发生且必要的交易及活动，美国籍公司和个人是可以进行继续的；

美国籍公司和个人可以出售债务、股权等，但不可以买入。



创始人

0.23%

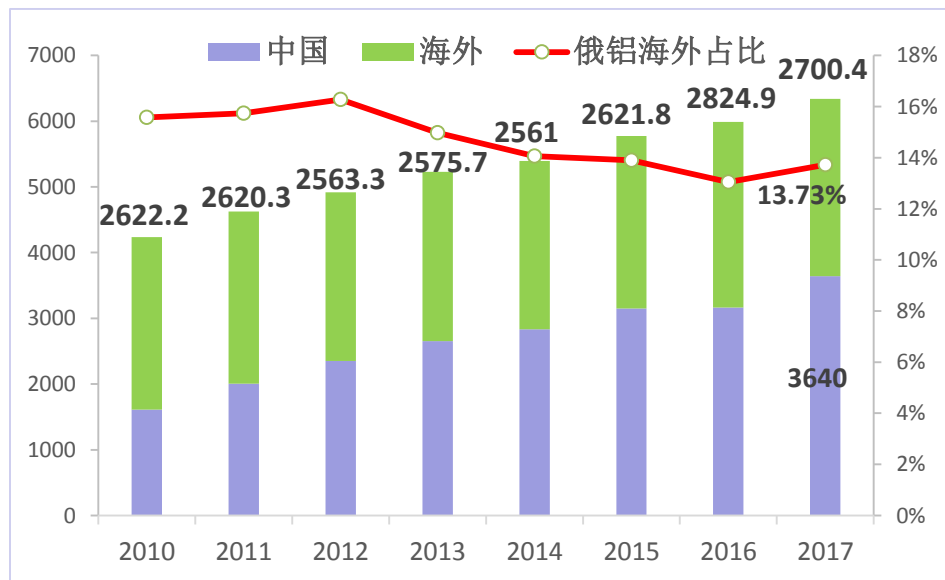
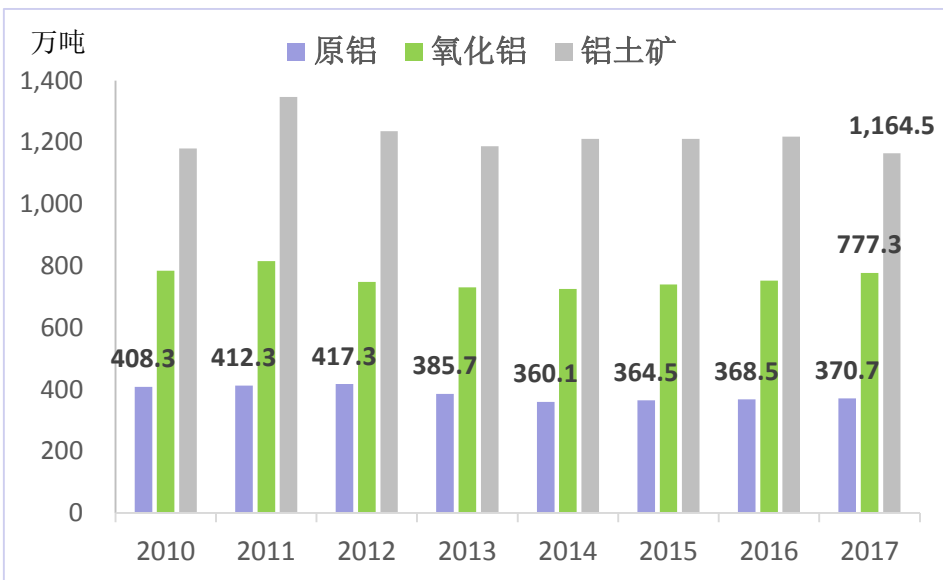
48.13%

俄罗斯能源巨头
En+ 集团



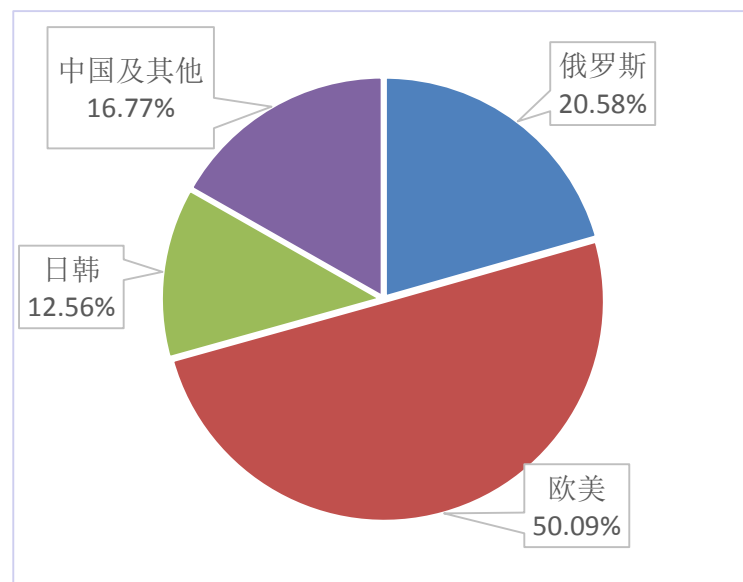
俄铝产量稳居全球第二 海外供应占比高达13.73%

俄罗斯联合铝业有限公司(UC RUSAL, 0486 HK)是全球铝行业的领导者。公司成立于2000年，并于2007年与西伯利亚乌拉尔铝业公司及嘉能可的氧化铝资产合并成为全球第一大铝生产商。该公司主要从事开采铝土矿及霞石矿物并精炼成氧化铝、采用氧化铝冶炼原铝及将铝及铝合金加工成半制成品及制成品。此前多年俄铝产量一直位居世界第一，随着中国宏桥的崛起，占据世界第二。



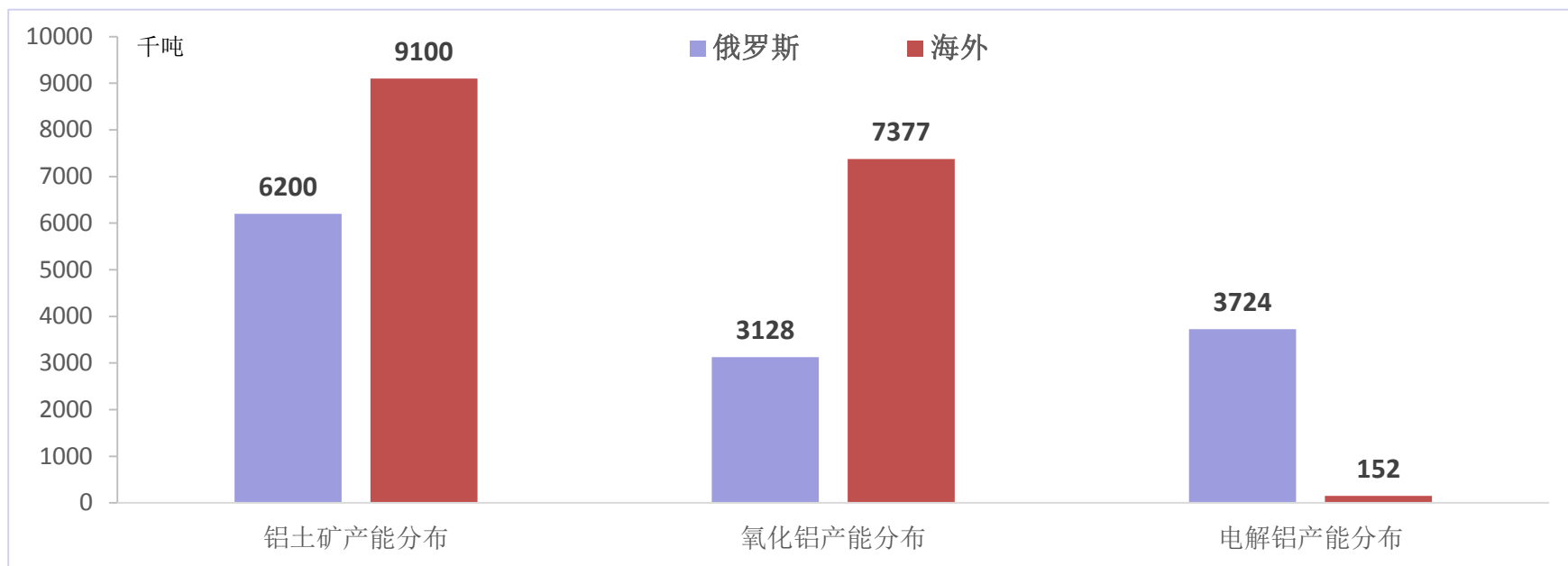
俄铝本土销售仅占20% 欧美日韩占比高达60%以上

百万美元/千吨	2017年销售额		原铝及合金销量估算
俄罗斯	2052	20.58%	763.04
美国	1440	14.4%	535.47
日本	872	8.7%	324.26
荷兰	728	7.3%	270.71
土耳其	657	6.6%	244.31
希腊	450	4.5%	167.33
波兰	409	4.1%	152.09
南韩	380	3.8%	141.30
挪威	295	3.0%	109.70
法国	277	2.8%	103.00
意大利	255	2.6%	94.82
瑞典	247	2.5%	91.85
德国	235	2.4%	87.39
中国	52	0.5%	19.34
其他国家	1620	16.3%	602.40
合计	9969	-	3707



美国制裁将直接导致欧美日韩等地销路中断，按2017年年报，涉及62.6%的销售额，折算约230万吨原铝供应，占2017年全球产量的3.66%，海外供应的8.53%。

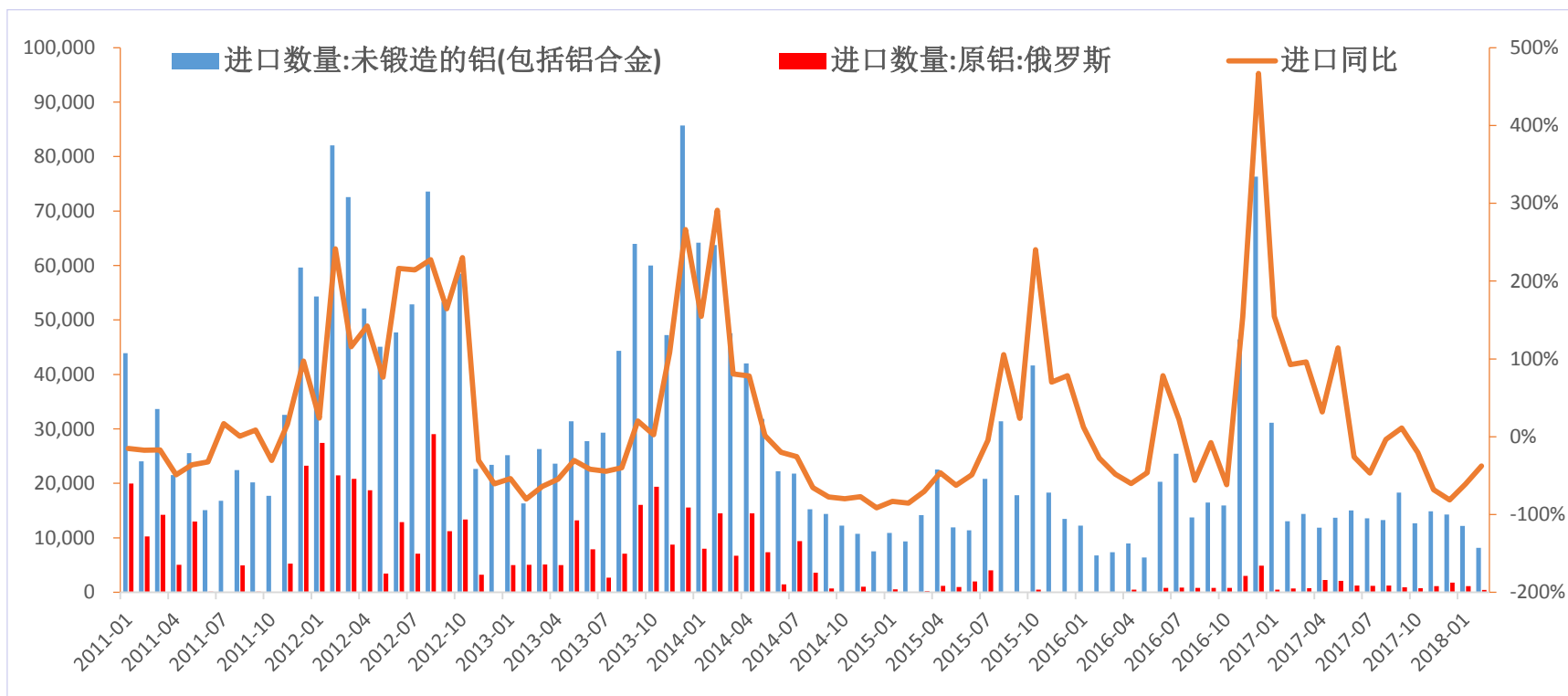
制裁导致俄铝生产受限 减产加大海外供应缺口



俄铝铝土矿生产中，有近60%产能在于国外；氧化铝产能有70%产能在海外，按2017年生产情况，超过400万吨的氧化铝生产来国外。而电解铝生产却主要集中在国内，海外产能仅占其近390万吨的4%。

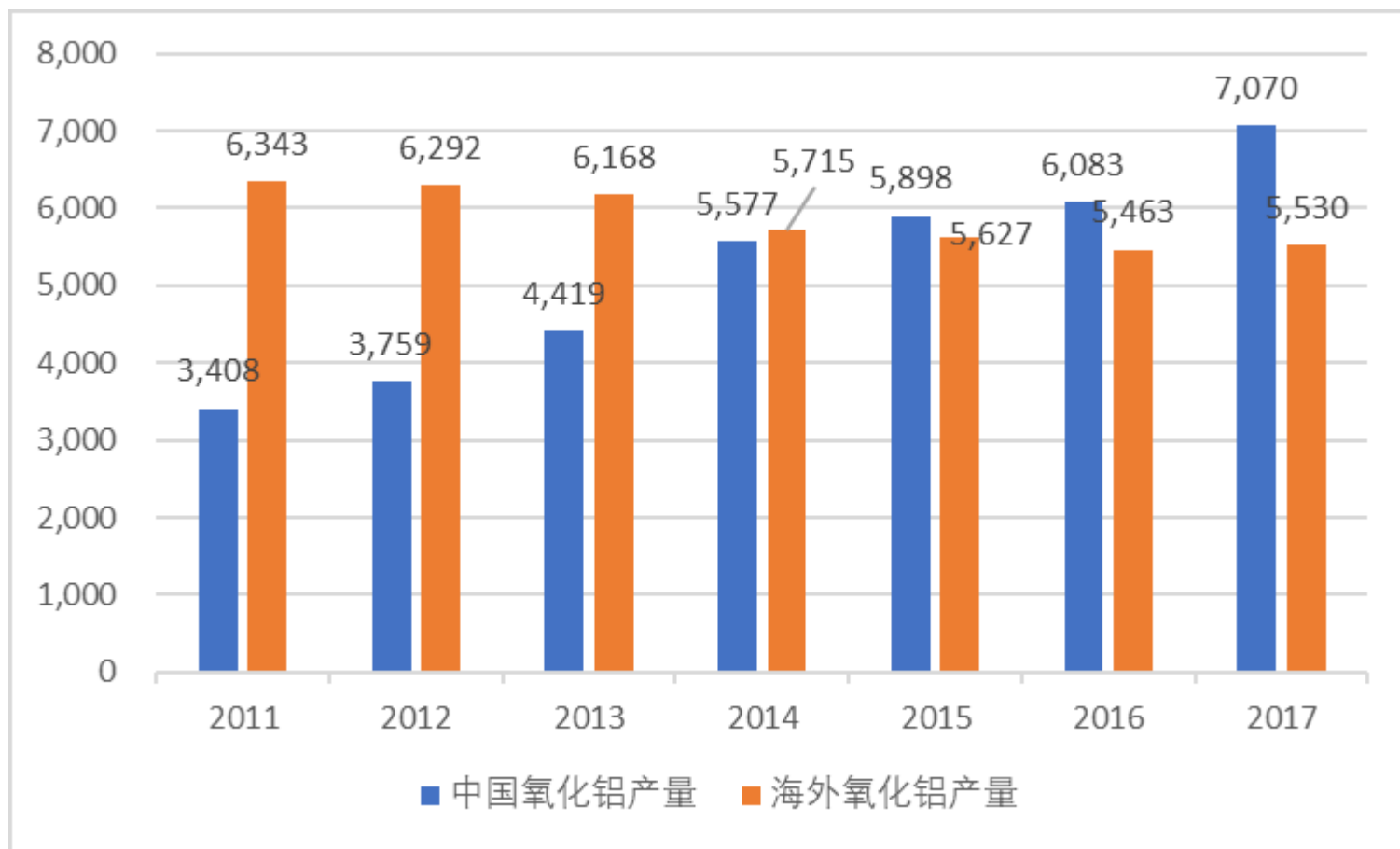
极端情况假设：海外产能皆无法正常生产运营，那么氧化铝供应至少减少400万吨，对于俄罗斯本土电解铝生产，也将导致超过200万吨铝锭生产，俄铝产量将从2017年的370万吨降低至150万吨附近，中国地区以外电解铝产量将减少约7.4%。

俄铝成本优势明显 但大范围出口至中国还需考证



俄铝2017年第4季度电解铝板块的生产成本1602美元/吨（折合人民币大约在10100元/吨），再叠加其他费用，预计完全成本在12000元/吨附近，且部分俄铝品牌符合上期所交割要求，俄铝相对国产电解铝存在十分明显的价格优势。但是实际情况需要进一步验证。

插曲：巴西海德鲁污染减产300万吨 海外氧化铝价格暴涨



全球最大的氧化铝厂Alunorte受环保因素影响关停一半产能，加剧全球氧化铝的紧张。2017年其产量为640万吨，减产300万吨，将造成海外供应的5%减量。虽然俄铝事件也有超过400万吨氧化铝的减量，但按照2017年氧化铝-电解铝产量对比，777万吨的氧化铝，仅有55万吨用于销售。但是，海外氧化铝短缺已成事实，且短期难以改善，成本端支撑也将提振伦铝重心抬升。

目录

CONTENTS

01

回顾及背景介绍

02

俄铝事件冲击影响

03

供需边际变化及策略建议

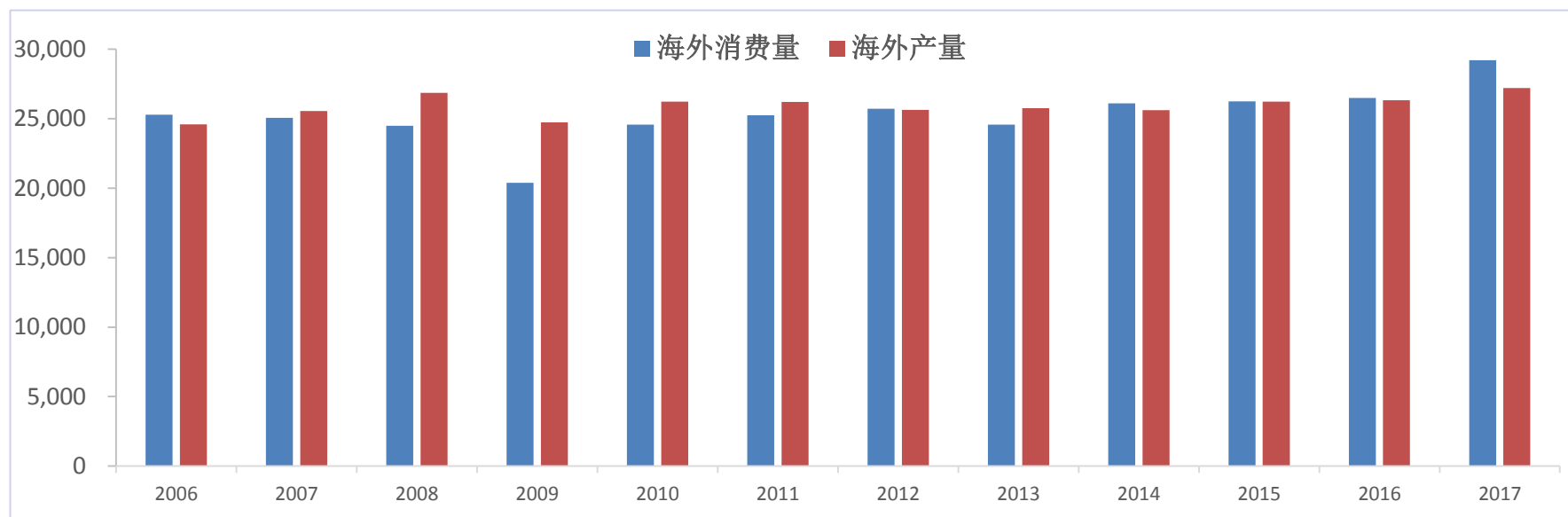
04

伦镍暴涨暴跌的本质

05

镍价演变逻辑和策略

海外供需格局边际变化



- 1、美国闲置产能约103万吨，但全部重启困难重重，且耗时较长；
- 2、巴西Alunorte 氧化铝厂300万吨关停，俄铝400万吨氧化铝减产预期；
- 3、海外供应缺口进一步扩大，支撑伦铝中期走强；

不论俄铝制裁是否其他变数，海外电解铝供需依旧偏紧，中长期铝价将呈现震荡上涨趋势。

若俄铝如之前预期严厉制裁，伦铝将是年度做多首选！

国内基本面中长期边际改善

	2016	2017	2018E	2019E
产量	3525	3653	3773	3980
净进口量	18.2	10	8	8
总供应	3270	3663	3781	3988
消费量	3254	3545	3760	4010
供需平衡	16	118	21	-22
产量增速	5.60%	12.50%	3.28%	5.49%
消费增速	7.80%	8.94%	6.06%	6.65%

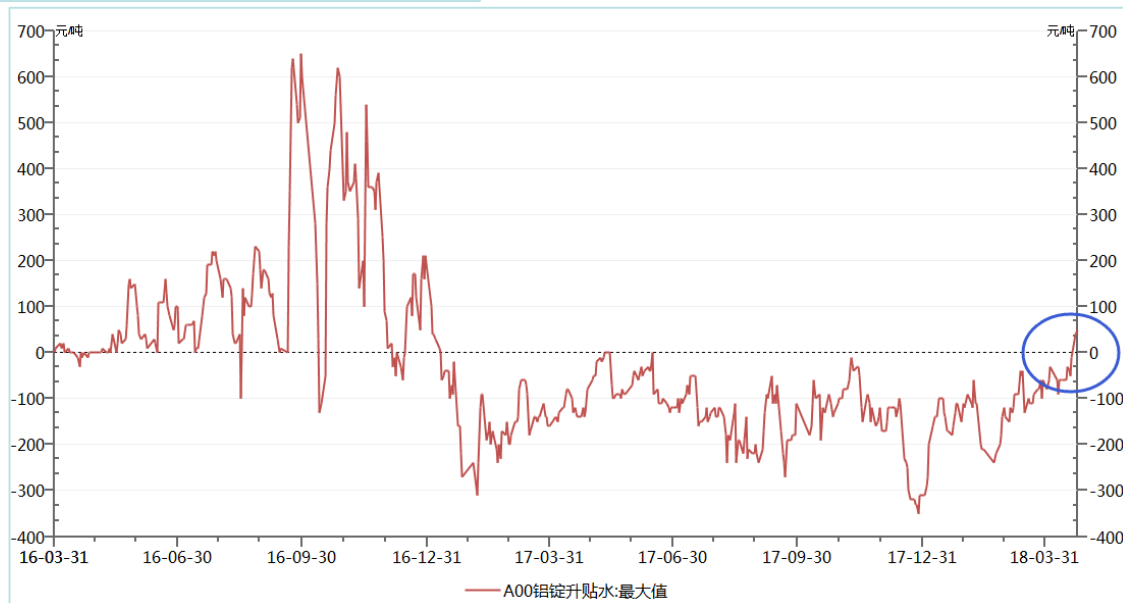
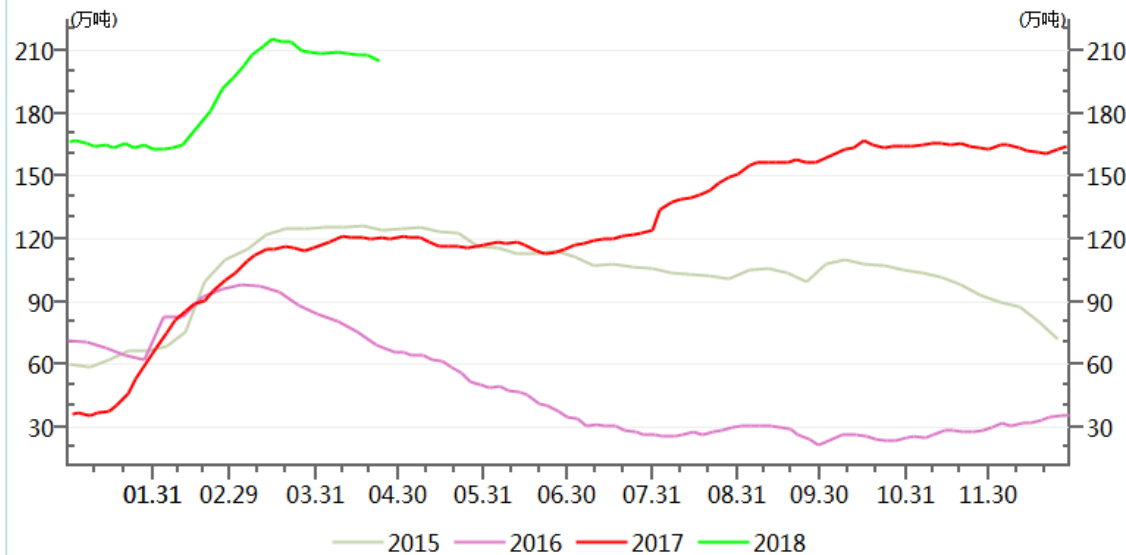
数据来源：阿拉丁

国内产能天花板：4527.3万吨

年初开工产能	3577.1
目前开工产能	3658.8
一季度投产	45
一季度复产	51.5
一季度减产	15
二、三季度投产预期	100
二、三季度复产预期	63
年末开工产能	3821.8

库存将季节性去库 现货升水时隔一年多再现

电解铝社会库存



操作建议：做空沪伦比值 OR 成本附近逢低买入

◆ 做空沪伦比值：买伦铝抛沪铝（中线）

国内外供需格局的差异，将持续支撑伦铝表现强于沪铝。此外，人民币目前处于6.3水平，对美元进一步大幅升值的预期较小，汇率端风险较小。

◆ 国内外电解铝供需边际改善 沪铝14000-14500成本附近布局多单

伦铝走强必然带动沪铝重心提升；

国内供需基本面中长期边际改善，供给侧改革成效逐步显现，铝价中期将呈现重心逐步抬升的上涨行情。操作上建议在成本端附近14000-14500附近布局多单。

俄铝事件：做多铝材出口占比较大的上市公司

明泰铝业（出口占比30%）和南山铝业（出口占比约50%）；

基本面中长期改善预期：

中国铝业（氧化铝第一大生产企业）和云南铝业（水电）

重点跟踪指标：原铝进口、铝材出口

目录

CONTENTS

01

回顾及背景介绍

02

俄铝事件冲击影响

03

供需边际变化及策略建议

04

伦镍暴涨暴跌的本质

05

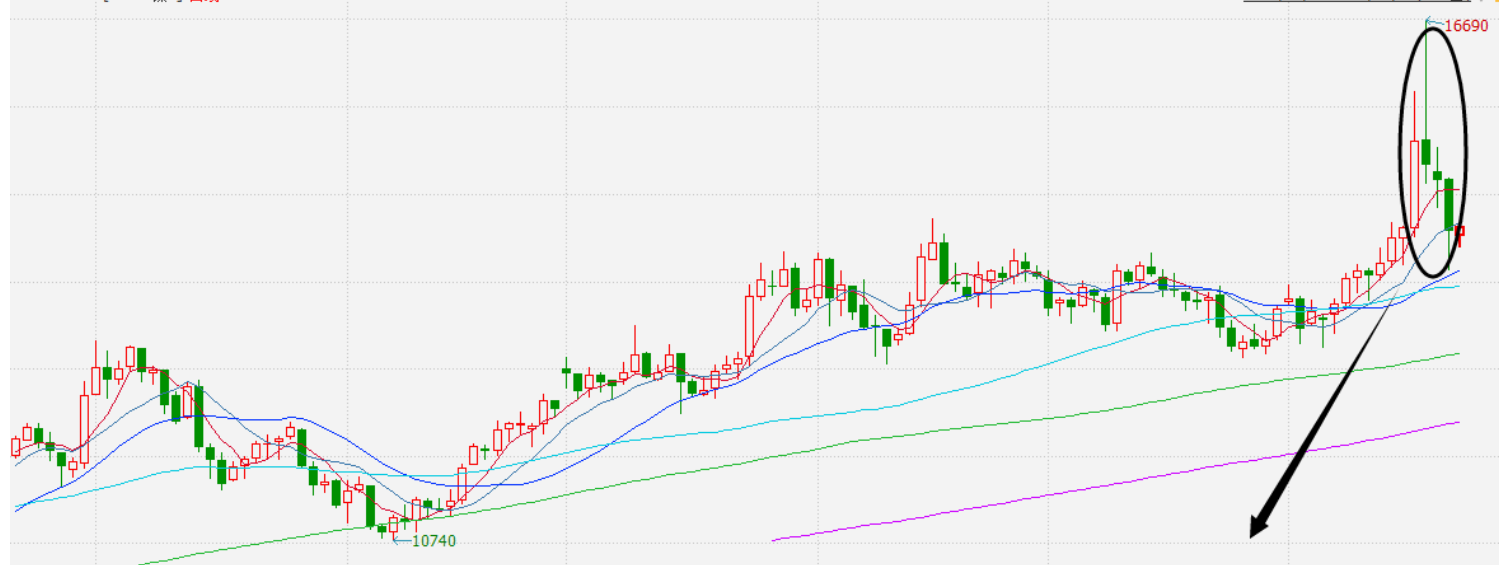
镍价演变逻辑和策略

4月18日-23日伦镍暴涨暴跌行情回顾

2018/04/24 收 14315 幅 0.25%(35) 开 14220 高 14350 低 14105 结 0 仓 0 量 944 增 0 振 1.72%

NI03ME.LME [LmeS-镍3] 日线 MA5:14756 MA10:14380 MA20:13833 MA60:13653 MA120:12880 MA200:12102

2017/10/23-2018/04/24(127日)



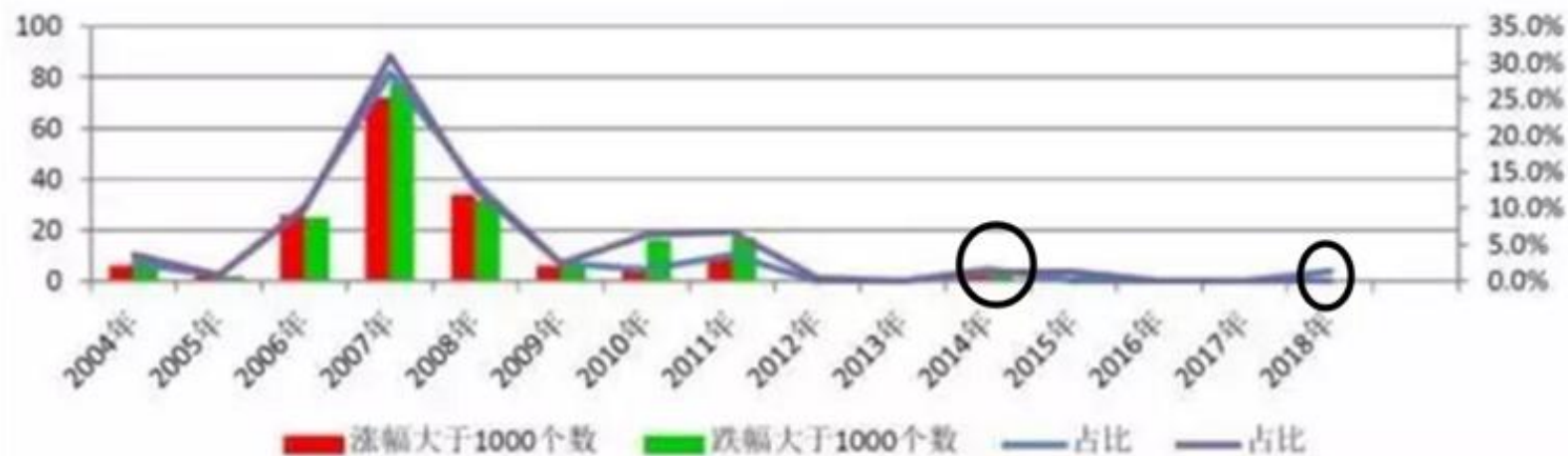
NI03ME[LmeS-镍3] 02:43 价 14790 涨跌 -40(-0.27%) 成交量 0



信达期货
CINDA FUTURES

4月18日-23日伦镍暴涨暴跌行情回顾

2004年以来LME镍单日暴涨暴跌超过1000美元/吨统计图



两次暴涨的导火线都是市场大肆操作俄罗斯受制裁，市场担心俄镍可能被LME禁止交割有关

	2018. 4. 18	2014. 5. 8-2014. 5. 12
事件对比	LME4月17日摘牌2个俄镍品牌，引发市场担忧全球最大的镍业公司Norilsk Nickel（俄镍）可能步俄铝后尘遭到制裁	乌克兰局势持续紧张，欧美威胁制裁俄罗斯，投资者担心诺里尔斯克镍业在内的镍供应商受到牵连，市场对镍供应忧虑上升

诺镍品牌摘牌事件原委

诺镍品牌之一将从LME品牌清单注销

2016-08-30 11:32 来源: 上海有色网

0

伦敦金属交易所 (LME) 讨论了关于已终止生产的极地分公司 (Polar Division) 的镍和钴的品牌清单, 决定延迟从交易所清单上清除相关品牌以保护相关市场参与者的利益。上海期货交易所 (SHFE) 对相关问题的讨论已安排在2016年9月份。



To: All Members, warehouse companies and their London agents

Ref: 17/342

Classification: Brands

Date: 17 October 2017

Subject: **DELISTING OF NORILSK COMBINE H-1 AND NORILSK H-1Y NICKEL BRANDS**

Summary

Further to Notice 16/296 issued on 26 August 2016 detailing the cessation of production of **NORILSK COMBINE H-1** and **NORILSK COMBINE H-1Y** brands produced by PJSC MMC Norilsk Nickel, the Exchange has reviewed the situation and will be proceeding with delisting of the brands with 6 months' notice.

Details

Please note that no further deliveries of Nickel brands **NORILSK COMBINE H-1** and **NORILSK COMBINE H-1Y** will be accepted for LME warranting with effect from 17 April 2018.

Once the stocks of the aforementioned brands are exhausted it will no longer constitute good delivery against the Primary Nickel Contract.

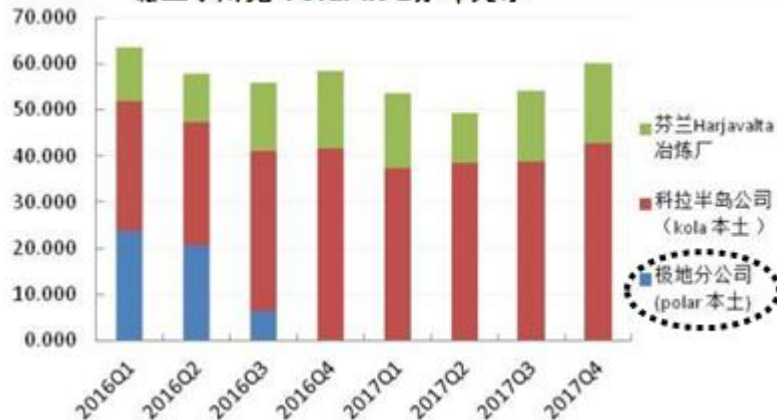
For clarification, the last day for warranting Nickel brands **NORILSK COMBINE H-1** and **NORILSK COMBINE H-1Y** will be 16 April 2018 and if warrants are cancelled on or after 17 April 2018 it will not be possible to place the metal back on warrant, either at the same warehouse company or another warehouse company.

Liz Sullivan
Brands Listing Manager

SMM 8月30日讯: 俄罗斯诺里尔斯克镍业公司(Norilsk Nickel)近日宣布, 位于诺里尔斯克的一座老旧镍炼厂于8月17日关闭, 较原计划提前两个月。Norilsk自2月以来已经逐步关闭该炼厂, 其他3个冶炼厂仍正常生产。该公司称, 整体精炼产能不会受到影响, 因公司科拉 (Kola) 和芬兰Harjavalta冶炼厂的设备已经实现现代化且进行了相应的扩张。SMM从俄罗斯诺里尔斯克镍业公司季度报告中获取信息: 科拉年产能12万吨、2016年上半年产量5.5万吨, 芬兰Harjavalta年产能6.6万吨、2016年上半年产量2.2万吨。

伦敦金属交易所 (LME) 讨论了关于已终止生产的极地分公司 (Polar Division) 的镍和钴的品牌清单, 决定延迟从交易所清单上清除相关品牌以保护相关市场参与者的利益 (SMM推测为NORILSK COMBINE H-1, 因Polar生产的且已在LME和SHFE注册过的品牌为NORILSK COMBINE H-1)。上海期货交易所 (SHFE) 对相关问题的讨论已安排在2016年9月份。讨论结果后续SMM将会及时跟踪。

诺里尔斯克 Polar 极地分部关停



LME镍可交割品牌

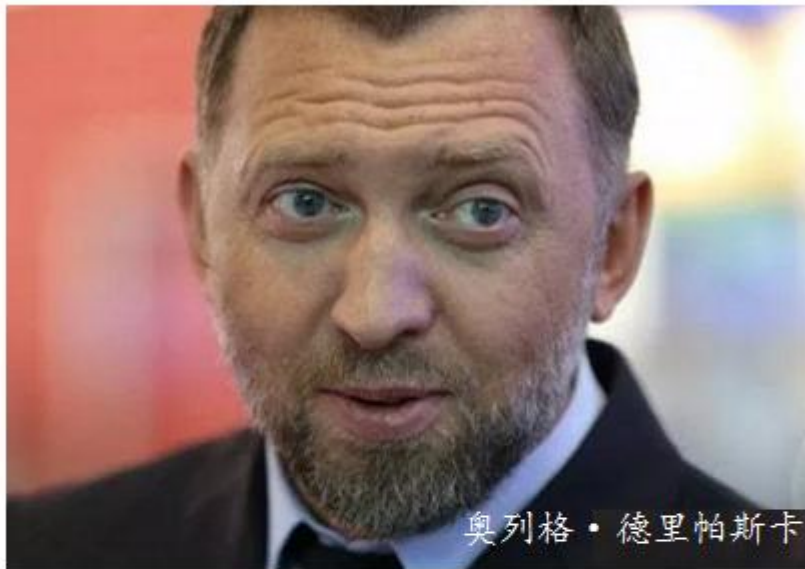
LME Approved Brands NICKEL

Country	Brand	Producer	Deliverable Shape
China	CASH	Yantai Cash Industrial Co., Ltd	Full Plate Cathodes
	JINTUO GRADE 1	Jinchuan Group Co., Ltd.	Cut Cathodes
			Full Plate Cathodes
Finland	NORILSK NICKEL HARJAVALTA CATHODES	Norilsk Nickel Harjavalta Oy	Cut Cathodes
			Full Plate Cathodes
	NORILSK NICKEL HARJAVALTA BRIQUETTES	Norilsk Nickel Harjavalta Oy	Briquettes
France	NICKEL HP	Eramet S.A.	Cut Cathodes
			Full Plate Cathodes
Japan	SUMITOMO METAL MINING CO. LTD	Sumitomo Metal Mining Co., Ltd.	Cut Cathodes
	SMM	Sumitomo Metal Mining Co., Ltd.	Full Plate Cathodes
Madagascar	AMBATOVY NICKEL BRIQUETTES	Dynatec Madagascar S.A. a "société anonyme"	Briquettes
			Bagged Briquettes
Norway	NIKKELVERK NICKEL	Glencore Nikkelverk AS	Cut Cathodes
			Full Plate Cathodes
Russia	NORILSK COMBINE H-1	PJSC MMC Norilsk Nickel	Cut Cathodes
			Full Plate Cathodes
	NORILSK COMBINE H-1Y	PJSC MMC Norilsk Nickel	Cut Cathodes
			Full Plate Cathodes
	SEVERONICKEL COMBINE H-1	JSC "Kola GMK"	Cut Cathodes
			Full Plate Cathodes
South Africa	IMPALA NICKEL	Impala Platinum Ltd	Briquettes
	RPM NICKEL	Rustenburg Platinum Mines Limited	Full Plate Cathodes
			Cut Cathodes
UK	VALE NICKEL PELLETS	Vale Canada Limited produced by Vale Europe Limited	Pellets
			Bagged Pellets
Zimbabwe	BCL EMPRESS	RioZim Limited	Cut Cathodes
			Full Plate Cathodes



NEW WARRANTS CAN NO LONGER BE ISSUED FOR BRANDS IN RED.

市场猜测俄镍会被制裁并非空穴来风



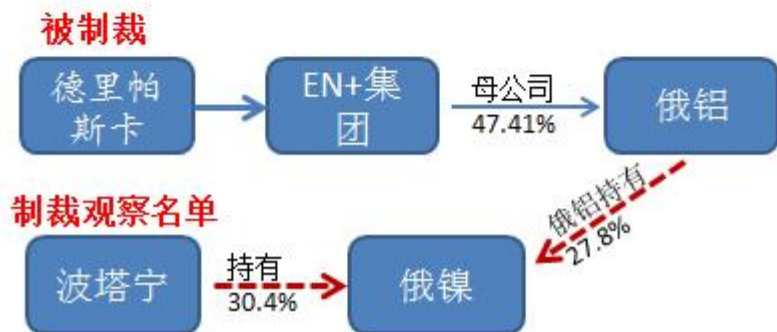
被制裁的人员中包括俄铝公司（全称俄罗斯联合铝业集团）和EN+集团总裁奥列格·德里帕斯卡（Oleg Deripaska）。俄铝母公司En+，其中持有俄铝47.41%股权，为其最大股东。

德里帕斯卡拥有诺里尔斯克27.8%的股权，而俄镍的另一个大股东波塔宁（Vladimir Potanin）也被列入制裁观察名单。

如果美国将制裁范围扩大到博塔宁或俄镍，全球镍和钯金供应将会像铝一样受到严重影响。

俄镍（Norilsk Nickle）是全球最大的镍和钯金公司之一，2017年俄镍产量占全球供应约10%，钯则占全球产量的66%

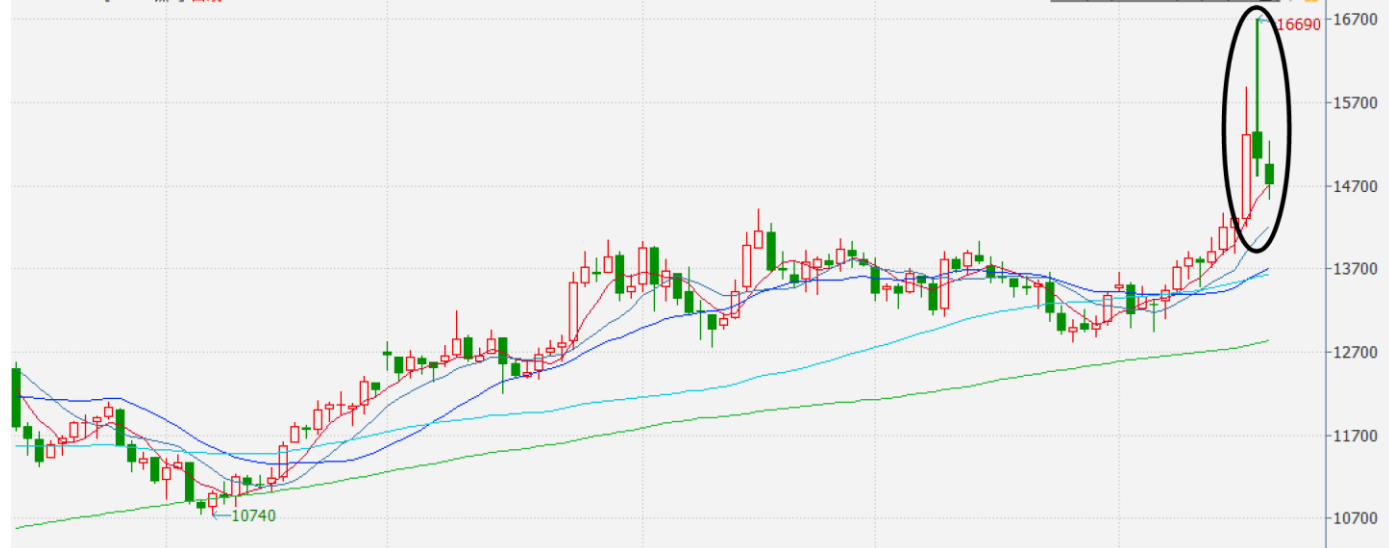
当前没有明显迹象表明美国对俄铝的制裁会影响到镍



外强内弱走势分化：沪镍只是跟涨的角色

2018/04/19 收 15025 幅 -1.83%(-280) 开 15325 高 16690 低 14810 结 15025 仓 0 量 2.56万 增 0 振 12.28%

NI03ME.LME [LmeS-镍3] 日线 MA5:14550 MA10:14079 MA20:13643 MA60:13610 MA120:12815



4月18日

伦镍 6.92%

沪镍 0.92%

4月19日：

伦镍8.9%-9.9%

沪镍3.22%

4月20日

伦镍-1.13%

沪镍-3.57%

SI1807.SHF [沪镍1807] 日线 MA5:105108 MA10:103840 MA20:101371 MA60:102324 MA120:99133

2017/11/10-2018/04/23(109日)



市场分化的核心逻辑：内外盘主线脱离



1、外盘运行基本脱离了传统镍产业链，主线是硫酸镍预期和LME交割炒作预期

2、沪镍弱于外盘两个原因：（1）不锈钢产业链的低迷，（2）担心LME镍被限制交割后大量流入国内

据了解目前LME仓库中可交割的镍板不足6万吨，诺镍取消掉注册品牌之后还可以继续停留在LME仓库内，不会立刻拉出对现货市场形成压力。因此，预计这部分镍板的变化会遵循LME镍库存变化的大趋势来进行变化。

目录

CONTENTS

01

回顾及背景介绍

02

俄铝事件冲击影响

03

供需边际变化及策略建议

04

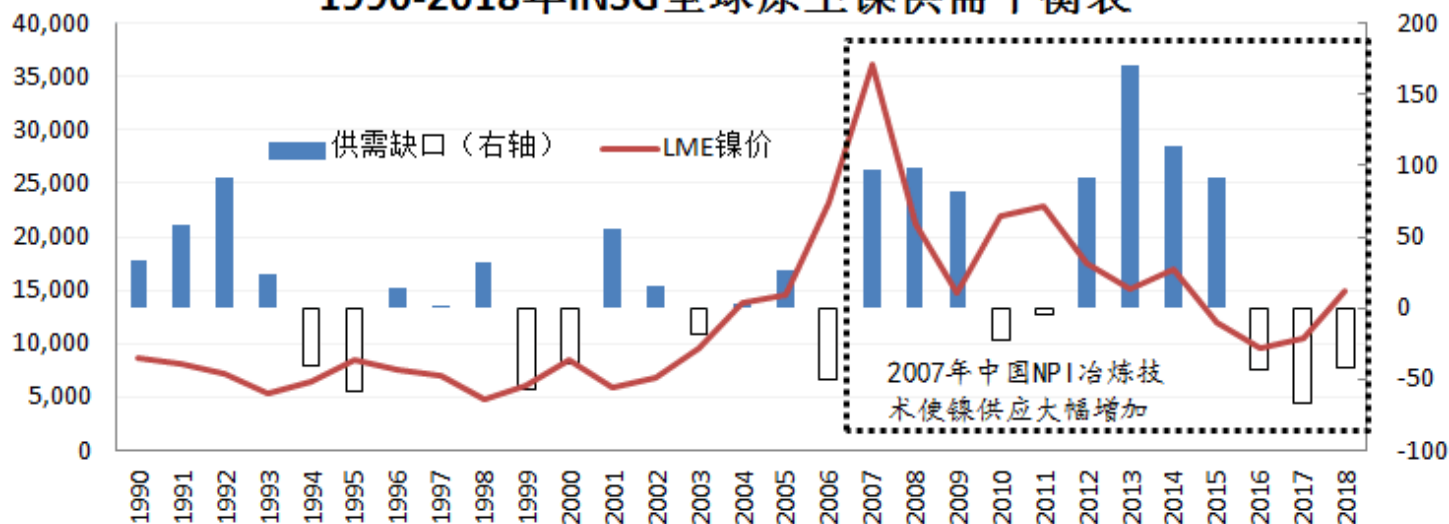
伦镍暴涨暴跌的本质

05

镍价演变逻辑和策略

供需短缺的大背景 → 镍结构性短缺

1990-2018年INSG全球原生镍供需平衡表



安泰科：从2016年初-2018年连续供需短缺，2018年预计缺口扩大

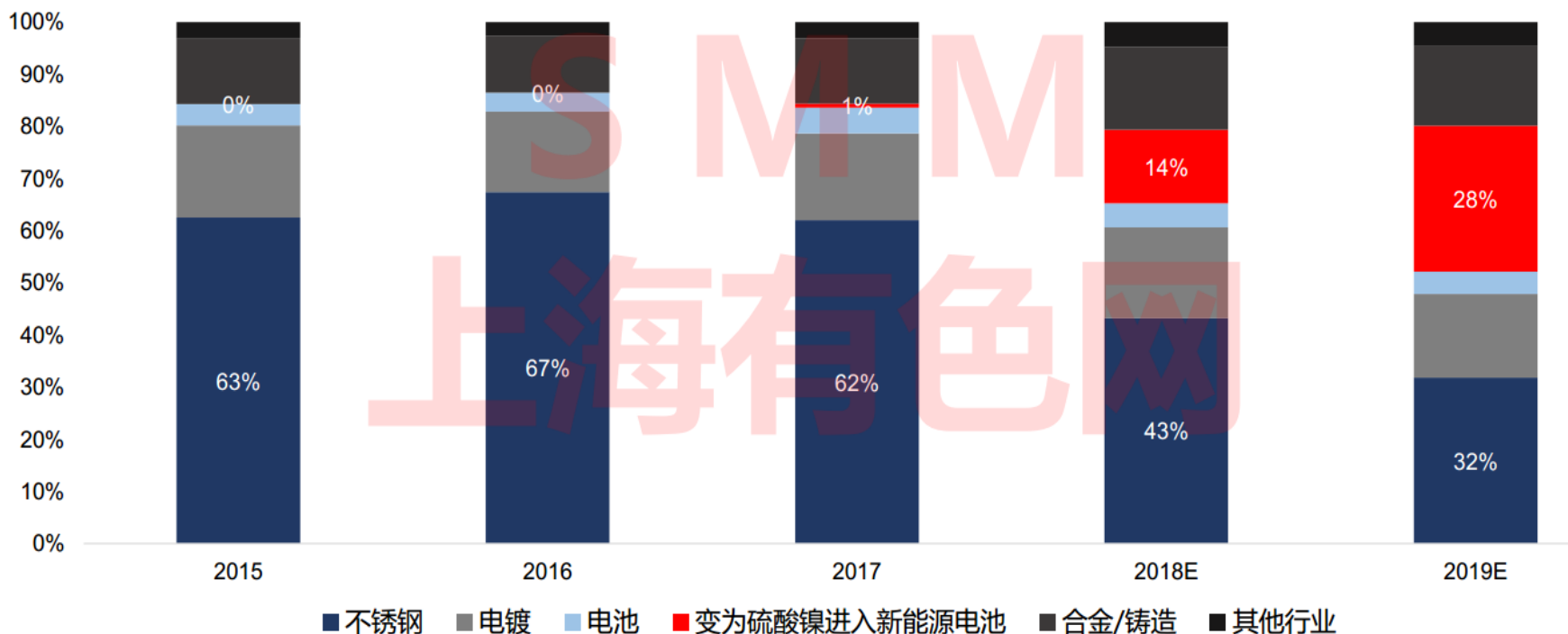
SMM：2018年全球金属镍小幅短缺，镍生铁平衡，硫酸镍井喷增长。结构性供应短缺将推高2018年镍价

全球镍供需平衡

	2014	2015	2016	2017	2018
全球产量（千吨）	1970	1950	1989	2070	2170
全球消费量	1870	1900	2027	2150	2300
全球平衡	100	50	-38	-80	-130
中国产量	700	620	600	630	690
中国消费量	940	980	1090	1130	1220
均价（美元/吨）	16956	11865	9640	10475	13000

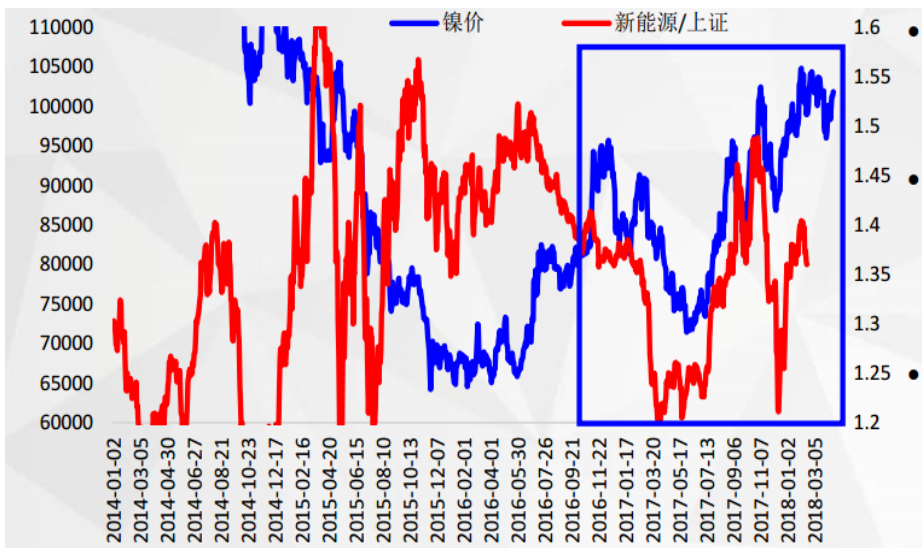
镍：两条主线的权重

2015-至今中国金属镍下游消费比例



【2018年304不锈钢与金属镍价背离次数将增加】主要因金属镍定价因子中不锈钢权重下降至50%以下，新能源电池产业权重增加，预计2018年中国金属镍消费中，14%进入硫酸镍生产，通过转变为硫酸镍参与到新能源电池领域。

镍：新能源镍消费主线

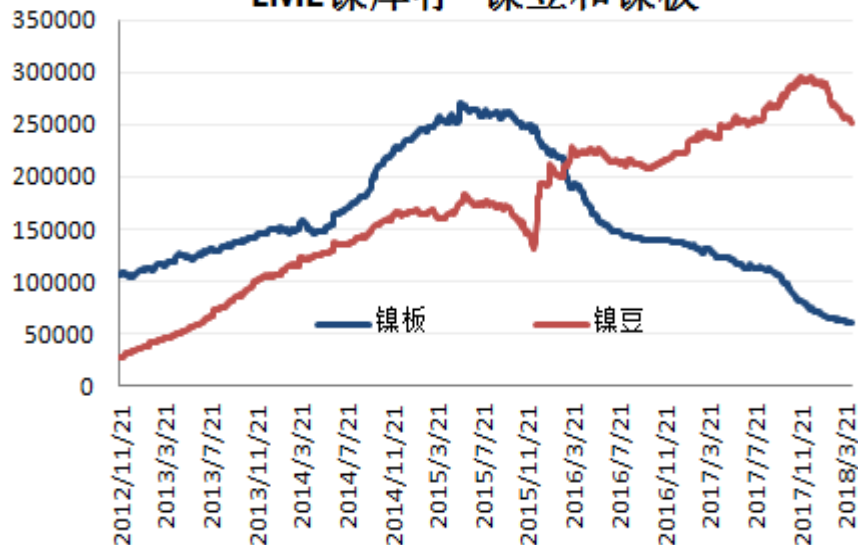


从17年底镍价与传统不锈钢逻辑背离之后，市场进入了另外一个主线逻辑新能源。

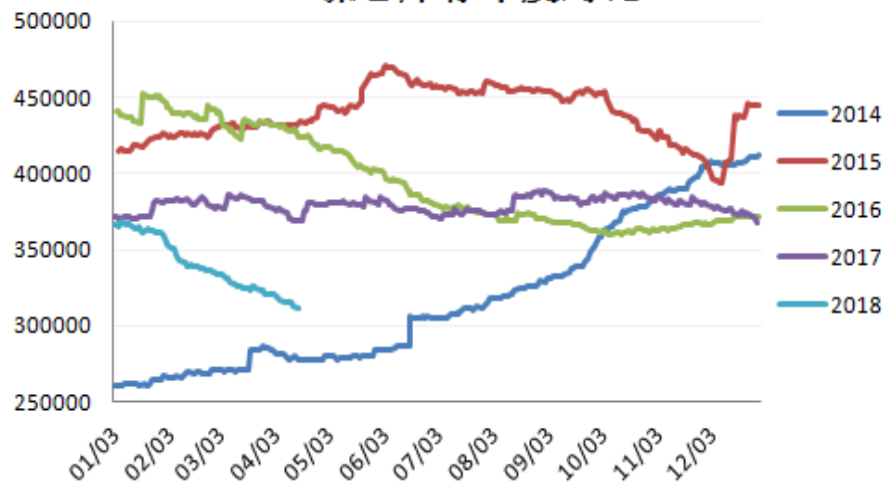
安泰科：2017年我国三元电池行业镍消费量为4.3万吨，预计2020年将达约13万吨。

SMM：2018年三元前驱体对硫酸镍需求增长近90%

LME镍库存--镍豆和镍板

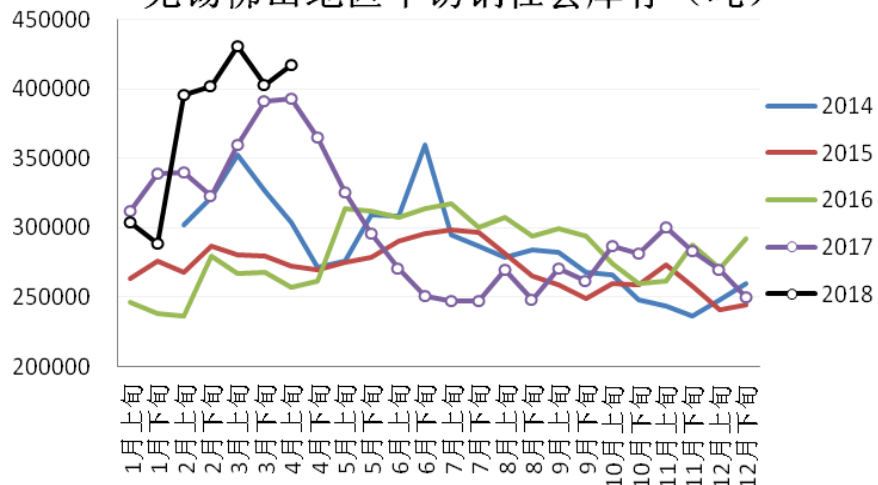


LME镍总库存年度对比



镍：传统镍不锈钢主线---去库存化

无锡佛山地区不锈钢社会库存（吨）

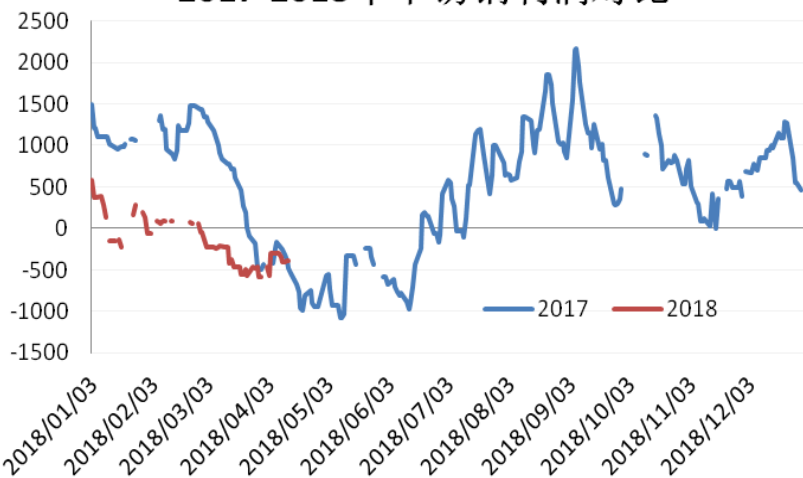


去年4-5月份不锈钢亏损导致钢厂传言减产
保价→ 不锈钢社会库存顺利实现去库化
→ 不锈钢和镍价见底回升，量价齐涨

去年的情况：1、减产严格 2、出口推动
3、钢厂挺价（不锈钢和镍价同步低位）

今年的情况：1、减产不及预期 2、出口
不及预期 3、钢厂挺价（不锈钢和镍价背
离）4、印尼不锈钢进口激增

2017-2018年不锈钢利润对比



从印尼进口的不锈钢量（万吨）



思考：俄镍是否存在被制裁的可能性？？

1、德里帕斯卡与波塔宁的关系并不友好，主要因为自从德里帕斯卡在全球金融危机期间收购他在诺里尔斯克的控股权以来，两位寡头们一直处于激烈的对峙状态。虽然波塔宁确实出现在今年1月公布的财政部的“普京名单”上，但此外还包括了其他209名俄罗斯人员。而且，在4月6日的制裁中只有7个人，美国政府已经表示暂时不打算制定新的制裁措施。

2、除了全球镍产量大幅增长之外，诺里尔斯克镍业还是铜和钯金的大供应商。诺里尔斯克2016年钯金销售的客户中，北美和拉丁美洲占34%。由于美国只有一个主要的钯金矿山（蒙大拿州的斯蒂尔沃特），若对诺里尔斯克制裁，美国将承担巨大的附带损失，它将无法满足由制裁导致的供应缺口。而制裁铝则可以保护国内铝业，旨在鼓励重启闲置的生产能力。

虽然诺里尔斯克的波塔宁没有面临即将实施的制裁，但如果美俄关系进一步恶化，美国也有可能考虑制裁的想法。

经济制裁：这次制裁与其他制裁不同因为其限制了非美国公司/公民为俄罗斯交易提供便利，**切断美元清算结算功能，美元体系下的贸易物流圈把俄罗斯人的货物进行了隔离**

俄镍不被制裁 VS 被制裁 → 镍的投资策略

◆ 俄镍被制裁（参考铝）→ 买外盘抛国内（短线）

从俄镍的出口分布来看主要以中国市场为主，但如果俄镍真的受到制裁，那么俄镍在欧美市场的销售份额将会大幅下降，那么俄镍资源将会大幅抛售至中国市场，国内的镍板供应将会增加。

虽然按照进口盈亏计算仍亏损8000-10000，但在关停产能和在中国市场降价销售选择来看，出口至中国市场还是有可行性的。

◆ 俄镍不会被制裁 → 回归基本面，逢低买入

镍中长期看涨 1、新能源新增需求 2、结构性短缺
建议入场点位：97000-100000左右

可选股票：太钢不锈

原因：公司正在筹划重大资产重组事项，拟收购临沂鑫海新型材料有限公司控股权。公司股票自2018年4月16日开市时起开始停牌。

公司目前全国分支机构分布

2家分公司

16家营业部

