

降税之后，静待需求复苏

摘要

镍：

整个一季度，我们认为镍价这波超 23% 的反弹行情已告一段落，其后镍价行情仍是供应增量释放节奏主导镍价走势。2019 年需求端的提振主要来源于政策利好，对制造业的减税降费和小微企业的信贷倾斜需要时间落地，对应消费端来说，改善与否、改善效果如何将需要一到两个季度来验证。短期内，终端不锈钢库存在降价促销情况下应该会出现下降，被增值税压制的镍板需求将在 4 月 1 日新税率实施后有一定释放，以及目前交割库低库存情况和 4 月这个特定时间带来的主力合约 NI1905 挤仓风险的存在，我们认为 4 月初将可能是镍价二季度反弹高点出现的时间，其后国内外镍铁供应持续增加、反倾销落地带来的印尼镍铁额外进口，镍板进口窗口打开以及消费淡季到来，镍价将继续回落。

锡：

对比 18 年的供需情况，19 年锡供需矛盾集中在供应端，缅甸矿供应减少和印尼矿何时能恢复常量供应很大程度上决定了锡价走势。国内精炼锡产量受到矿和选厂供应限制，同时环保对精炼锡产量影响也非常大，今年 1 季度宏观预期改善带动锡价上涨。预计未来锡价仍以震荡行情为主，震荡区间为 14 万 5 至 16 万。

南华期货研究所

楼丹庆

投资咨询从业资格号：
Z0013356

0571-89727544

loudanq@nawaa.com

目录

一、2019 年一季度镍价走势回顾	4
二、镍基本面分析	6
2.1、镍矿供应宽松，印尼进口占比继续增加	6
2.2、国内外镍铁供应增量陆续释放	9
2.3、纯镍供应同比增加，库存下降趋势变缓	12
2.4、不锈钢产量增加，需求增速上修	14
2.5、2019 年新能源汽车补贴退坡，产销预期下滑	17
三、2019 年二季度镍价展望	18
四、2019 年一季度锡行情回顾	18
五、锡基本面分析	18
5.1、锡矿：缅甸锡矿供应减少	18
5.2、精练锡：原料与春节因素，产量下滑	19
5.3、锡需求：较为平稳	20
六、2019 年二季度锡市展望	24
免责声明	27

图表目录

图 1、沪镍走势回顾	4
图 2、伦镍走势回顾	4
图 3、镍矿进口情况	6
表 1、印尼镍矿出口配额	7
图 4、菲律宾 1.6%品位矿进口利润	8
图 5、镍矿港口库存量（单位：万吨）	8
图 6、港口镍矿分国别（单位：万吨）	9
图 7、港口镍矿品位分布（单位：万吨）	9
图 8、镍铁产量及流通量（单位：金属吨）	10
图 9、镍铁产量及品位分布与流通实物量（单位：吨）	10
表 2、国内镍铁新增进度情况	10
图 10、镍铁进口量（单位：吨）	11
图 11、印尼镍铁进口量及占比（单位：吨）	11

表 3、印尼镍铁新增进度情况	11
图 12、 钢厂招标价（单位：元/镍点）	12
图 13、 镍铁利润（江苏地区，单位：元/吨）	12
图 14、 镍产量（单位：吨）	12
图 15、 镍进口量（单位：吨）	12
图 16、 进出口利润（单位：元/吨）	13
图 16、 国内镍库存（单位：万吨）	14
图 17、 LME 库存（单位：吨）	14
图 18、 镍消费分布	14
图 19、 不锈钢消费分布	14
图 20、 不锈粗钢产量（单位：万吨）	15
图 21、 无锡佛山两地不锈钢库存（单位：吨）	15
图 22、 PMI 指数（分企业大小）	16
图 23、 PMI 指数（具体内容）	16
图 24、 房屋新开工、在建、竣工面积	16
图 25、 申万行业小电器指数	16
图 26、 冰箱家电洗衣机彩电产量（单位：台）	17
图 27、 申万行业指数	17
图 28、 沪锡走势回顾	18
图 29、 伦锡走势回顾	18
图 30、 镍矿进口情况（单位：万吨）	19
图 31、 镍矿进口情况（单位：吨）	20
图 32、 精炼锡消费分布	21
图 33、 集成电路产量（单位：万个）	21
图 34、 集成电路出口量（单位：百万个）	22
图 35、 镀锡板产量累积值（单位：万吨）	22
图 36、 家电产量（单位：台）	23
图 37、 申万行业指数	23

一、2019 年一季度镍价走势回顾

图1、沪镍走势回顾



资料来源：文华财经 南华研究

图2、伦镍走势回顾



资料来源：文华财经 南华研究

2018 年下半年以来，国内宏观持续转弱和中美贸易摩擦导致不锈钢终端消费下滑，不锈钢产量同比负增长，镍价盘面从 12 万左右的阶段性高点回落。而国内和国外镍铁供应增加的预期大行其道，镍板进口窗口持续打开，多重利空导致镍价一路下滑至 2019 年 1 月初的 86000 附近低点。当时国内高镍铁价格为 945 元/镍点左右，相对于镍板的升水已经达到 7080 元/吨附近的峰值，几乎是当时热卷期货价格的两倍左右。镍板在不锈钢冶炼中的经济性开始凸显，超跌的属性不言而喻。

另一方面，镍铁供应增量释放却在延迟。2019 年 1 月镍产量链供需平衡情况上看，镍板和镍铁供应仍属于短缺，甚至带动废钢需求增加导致废钢价格上涨，而最大镍铁新增山东鑫海新材料供应却推迟至 2019 年 2 月开始投放，预期形成的超跌使得镍板市场价格估值偏低。

于是随着预期美国 2019 年加息次数下降和中美贸易摩擦不断缓解，年初央行降准打响了镍价反弹的号角。2019 年 1 月 4 日央行宣布下调金融机构存款准备金率 1 个百分点的前夜，镍价开始反弹。此次降准具体在 2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点，释放资金约 1.5 万亿，其中约 7000 亿用于对冲到期后不再续做的中期借贷便利，释放的净资金为 8000 亿元。我们看到，这些资金一部分增加了市场的流动性，而对冲中期借贷便利部分则节约约 200 亿资金利息成本，使得这部分资金投放市场需要的必要回报率进一步下降，一定程度上降低资金流入实体市场的成本，加速资金周转速率，改善社融增速内生动力，其后 1 月 15 日公布的 12 月社融数据虽不算亮眼却也好于预期。内生因素镍板超跌、镍铁实际供应紧张导致的价格高企和废钢价格上涨，叠加外部资金驱动，镍价 1 月 4 日反弹后，至 1 月 21 日已上涨至 95000 附近。

短暂回调后，1 月 25 日淡水河谷溃坝事件引发市场对 VALE 整顿业务影响镍生产的担忧以及央行实施第二个 0.5 个点降准措施，情绪跟随和资金配合下盘面继续上涨。而年初以来不锈钢热轧价格跟随镍价上调，钢厂利润从盈亏平衡附近上修至 3%到 4%，钢厂采购预期继续带动镍价攀升至 100700 附近。其后 2 月 20 日内蒙古电力公司运行部预测了 4 月至 5 月蒙西供电缺口，市场根据该预测估计内蒙 4、5 月月均减产金属量为 600 金属吨左右。随后 2 月 23 日内蒙发生矿难，其后的安全检查在当时引发一定市场担忧，但后来的实际结果看对镍铁供应无影响。镍价此时已一路上行至 104500 附近。

3月4日当周，增值税降费几乎主导了市场走势。对于2019年增值税降费力度，在3月5日政府工作报告会议举行前，虽有市场声音认为会降税3%，但普遍预期仍在1%到2%左右，因此4日夜盘沪镍主力Ni1905合约就从105000附近回落了超过1%，增值税下调预期已基本打完。次日公布的对制造业的降税力度超预期的达到了3%。虽然短期降税应该利空盘面，但这种超预期的增值税降幅反而增强了市场预期钢厂提前采购原料镍板以获得较高进项税抵扣的信心，同时镍板进口窗口持续关闭、上期所和保税区镍板库存低位并持续降低，1至2月镍板对期货盘面升水走阔无不在向市场传递着镍板短缺的信息，镍价再度攀升，从103800附近被拉升至106000附近。

此后市场的矛盾焦点重回镍供需面上。我们在去年12月25日的年报中认为镍价今年反弹的上限大约在105000附近，随着镍价被钢厂采购预期推动上破105000点位，我们认为此时应该关注的是不锈钢下游消费情况是否得到了改善，或者说短期内钢厂下游以及下游贸易商是否接受涨价，以此来判断价格的传导是否能往下延伸。再换一种方式来说，就是不锈钢库存是否能在涨价情况下以产品形式往下游转移。实际的情况是，不锈钢贸易商们担忧北海诚德3月检修完毕后200系和300系新增供应增加而悄悄降价促销，并且开始在无锡盘面上平仓获利离场；另一方面，虽然钢厂订单情况较好，但无锡佛山两地库存较1月上旬时上涨了超9万吨的同时迟迟未见降库迹象。上游原料价格高企，下游需求迟迟未起，镍价最终从106000附近高位回落到了100060附近。

在此下跌过程中，增值税降税节点的作用在价差间体现的淋漓尽致。先是3月初市场预期5月1日正式降低增值税，于是5月合约与4月合约价差达到1000点以上，其后市场有消息称将于4月1日降税，于是出现4月合约在各合约中跌幅最大的情况，并且4月与3月合约价差达到1700点以上。而3月15日早盘开盘之后盘面出现了4月合约比5月合约高出600点以上的情况（从后来情况验证来看这是因增值税而做空盘面4月的空头离场导致），而当天10点50分左右总理做出4月1日就要减增值税的承诺后，盘面在很短时间内将这600点价差抹平，甚至出现了5月合约升水4月合约100点以上的状态。短期行情内降税的节点问题在合约间价差上打了至少3个来回。

到了3月18日晚，江苏惠然实业有限公司3台rkef供应镍铁产线突然停产检修引发市场担忧，价格短暂反弹，但进口利润盈亏平衡点制约镍价反弹高度。随着惠然实业情况明确，1台镍铁产线故障，2台镍铁产线正常检修，镍价继续回落，测试10万点关键位。其后VALE2018年四季度报公布，淡水河谷2018年四季度成品镍产量64000吨，同比2017年四季度下滑17.1%；2018年全年成品镍产量为244600吨，比2017年下降15.1%。盘面配合技术面需求再次反弹至101000附近。

整个一季度，我们认为镍价这波超23%的反弹行情已告一段落，其后镍价行情仍是供应增量释放节奏主导镍价走势。2019年需求端的提振主要来源于政策利好，对制造业的减税降费和小微企业的信贷倾斜需要时间落地，对应消费端来说，改善与否、改善效果如何将需要一到两个季度来验证。短期内，终端不锈钢库存在降价促销情况下应该会出现下降，而被增值税压制的镍板需求将在4月1日新税率实施后有一定释放，我们认为4月初将可能是镍价二季度反弹高点出现的时间，其后国内外镍铁供应持续增加、镍板进口窗口打开以及消费淡季到来，镍价将继续回落。

二、镍基本面分析

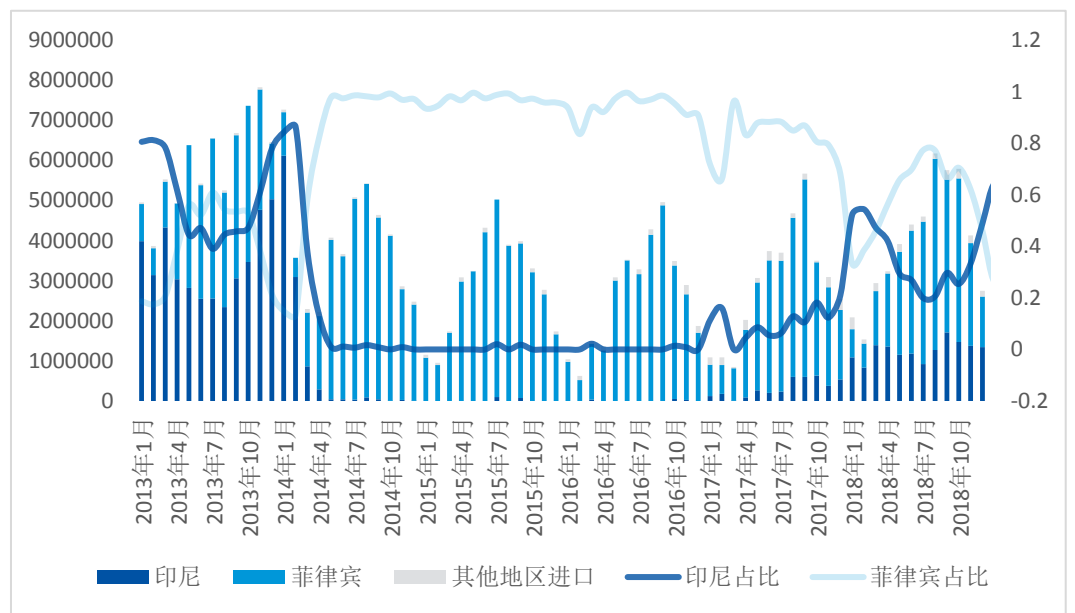
2.1、镍矿供应宽松，印尼进口占比继续增加

2018 年，全球镍矿产量为 234.5 万吨，同比增长 8.9%。其中主要增量来自印尼的红土镍矿产量增加，菲律宾产量则有所减小，两国红土镍矿均主要出口我国使用。2018 年传统硫化镍矿产量上，加拿大、澳大利亚、危地马拉等出现同比下滑，俄罗斯、芬兰等则有明显上升。

我国主产硫化镍矿，但产量较小，主要镍板生产商金川的硫化镍矿供应仍有 80%需要进口。镍矿的供应几乎来自进口，其中主要进口来源为菲律宾和印尼的红土镍矿。从进口数据看，去年 11 月镍矿进口总量为 411.8 万吨，12 月为 271 万吨，2018 年全年镍矿进口总量修正为 4698.5 万吨，同比增加 35%。11 月至 12 月菲律宾进口镍矿总量为 381.8 万吨，印尼进口镍矿总量为 271.7 万吨，菲律宾实际进口量小于年报预期但印尼进口镍矿量与预期较为一致。2018 年菲律宾镍矿进口量占总进口量的 64%，而印尼占比则为 32%，相较 2017 年的占比 83%和 11%，菲律宾进口占比明显下滑而印尼占比明显上升。因菲律宾近几年来持续的环保检查和印尼镍矿出口许可的放开，以及印尼高品位镍矿对国内镍铁工厂的性价比和低硅镁比的吸引，预计 2019 年菲律宾镍矿占比将继续下滑而印尼占比将继续上升。

从今年 1-2 月镍矿进口数据看，1 月镍矿进口总量同比增长 14%至 239.9 万吨，2 月同比增长 40.5%至 215.9 万吨。其中印尼进口 1 月同比增长 41.1%至 153.9 万吨，占 1 月进口量的 64.2%；2 月同比增长 44.3%至 120.6 万吨。菲律宾进口 1 月同比下滑 9%至 63.3 万吨，占 1 月进口量的 26.4%；2 月同比增长 37.8%至 81.7 万吨，占 2 月进口总量的 37.8%。预计未来菲律宾进口镍矿随着雨季结束将逐渐恢复，而 2019 年 5 月 6 日至 6 月 5 日是印尼的斋月，按照去年的情况看印尼镍矿进口量到时将出现一定下滑，进口占比或将降至年内最低。从今年 1 至 2 月进口量预计 3 月国内镍矿进口量为 400 万吨左右，一季度镍矿进口总量为 860 万吨，同比增幅为 31%左右。

图 3、镍矿进口情况



数据来源:Wind 我的有色 南华研究

印尼 2017 年再次开放镍矿进口时的期限是至 2020 年，因此 2019 年内印尼镍矿进口量主要受到许可证发放的影响。从目前情况看，去年下半年至今年一季度陆续到期的镍矿出口配额基本均得到续签，年内印尼镍矿供应将较为宽松。具体从数据上看，2019 年印尼镍矿出口配额达到 3583 万吨，其中 4 月前到期的 1360 万吨，剩余未到期配额为 2223 万吨。若以每月平均出口且满配额使用计算，年内剩余 9 个月可使用配额仍能达到 1368 万吨，月均为 152 万吨，较 2018 年同期月均量增加了 15%。

表 1、印尼镍矿出口配额

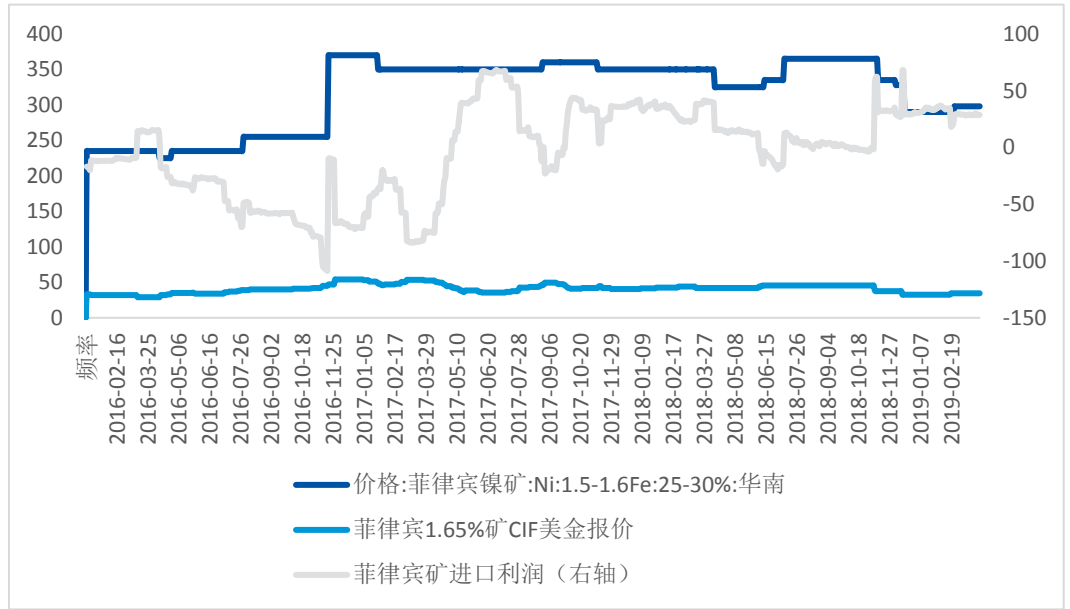
出口企业	矿山	出口配额	批准时间	配额有效出口时限
	PT TOSHIDA	195	2018. 1. 16	2018. 2-2019. 1
	PT INTERGRA	100	2018. 1. 16	2018. 2-2019. 1
台湾烨联	PT Genba Multi Mineral	195	2018. 1. 16	2018. 2-2019. 1
印尼八星/ 鼎信集团	PT Sulawesi Mining Investment	600	2018. 2. 24	2018. 3-2019. 2
Antam	antam	270	2018. 3. 28	2018. 4-2019. 3
明辉矿业& PT Macika	PT Macika Mada Madana	100	2018 年 4 月	2018. 5-2019. 4
明辉	Macika Mada Madana	100	2018 年 4 月	2018. 5-2019. 4
	PT Trimegah Bangun/PT Megah Surya Pertwi/PT Gane Permai Sentosa	280	2018 年 9 月	2018. 10-2019. 9
TIRAN	PT. Tiran Indonesia	200	2018 年 10 月	2018. 11-2019. 10
SOLWAY	PT Sulawesi Resources	195	2018 年 10 月	2018. 11-2019. 10
ACM	PT Adhikara Cipta Mula	180	2018 年 10 月	2018. 11-2019. 10
金川&WP	PT Wanatiara Persada	220	2018 年 11 月	2018. 12-2019. 11
Bintang Smelter	PT Ifishdeco	99	2018 年 12 月	2019. 1-2019. 12
恒顺电气	PT Ceria Nugraha Indotama	210	2018 年 12 月	2019. 1-2019. 12
Pt Antam	Pt Antam	122	2018 年 12 月	2019. 1-2019. 12
金麟镍业	PT Sambas Minerals Mining	297	2018 年 12 月	2019. 1-2019. 12
新兴铸管	Harita	220	2019 年 2 月	2019. 3-2020. 2

数据来源：公开资料 南华研究整理

今年 1 月初后华北地区镍矿价格有所反弹，与菲律宾雨季镍矿进口减少有关，但整体镍矿价格近几年来均维持稳定。以中品味镍矿为例，目前菲律宾 1.6%品位镍矿美金到港价为 34.5 美金左右，海运费为 10.5 美金左右，镍矿 FOB 价格 24 美金高于菲律宾平均镍矿成本 18 美金。而印尼 1.65%品位镍矿美金到港价目前为 43.5 美金，海运费 11.5 美金，镍矿 FOB 32 美金价格高于印尼平均镍矿成本 20 美金。因此仅从矿山角度看，其出口意愿较大。以菲律宾 1.6%品位矿美金 CIF 报价折合进口成本

来看，从 2017 年 5 月后国内进口持续保持盈利，而今年 3 月末盈利水平较 1 月初仅有小幅下降。结合出口利润和进口利润来看，镍矿供应目前持续保持宽松。

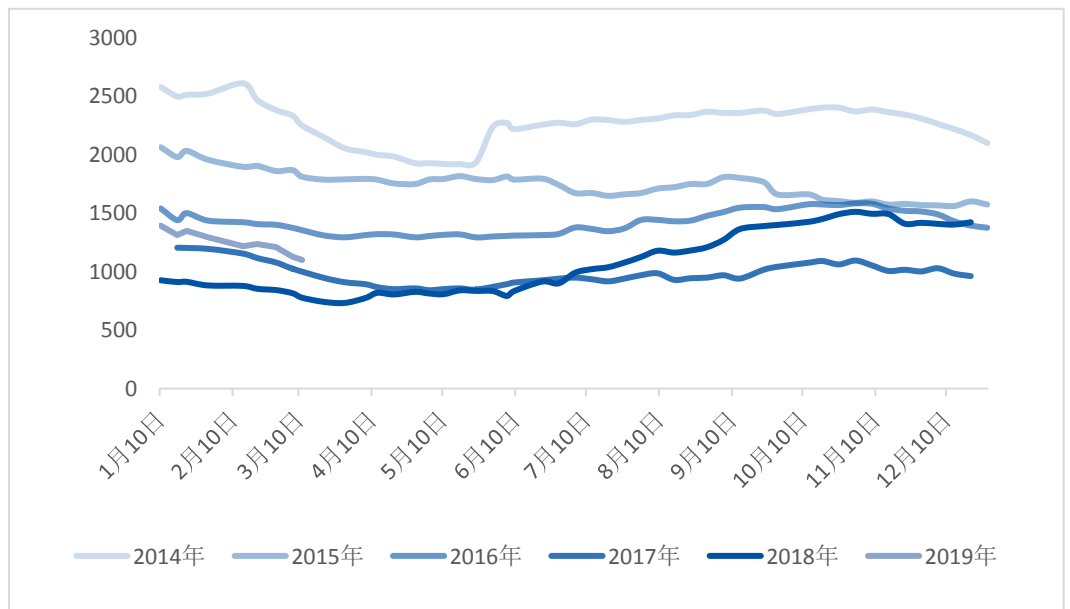
图 4、菲律宾 1.6%品位矿进口利润



数据来源:Wind 我的有色 南华研究

最后，从镍矿港口库存看 19 年镍矿供应无论量还是品位均较宽松。14 港矿库存从 2018 年 3 月到达阶段性低点后开始持续回升，目前 2019 年 3 月 22 日当周库存量为 1101 万吨，较去年同期上升了 50%，回到了 2017 年水平。

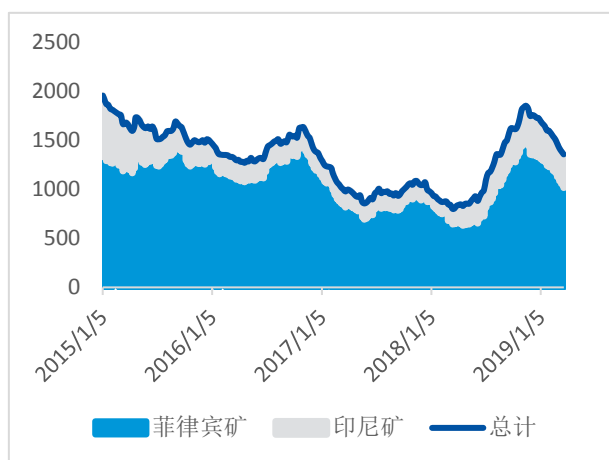
图 5、镍矿港口库存量（单位：万吨）



数据来源:Wind 南华研究

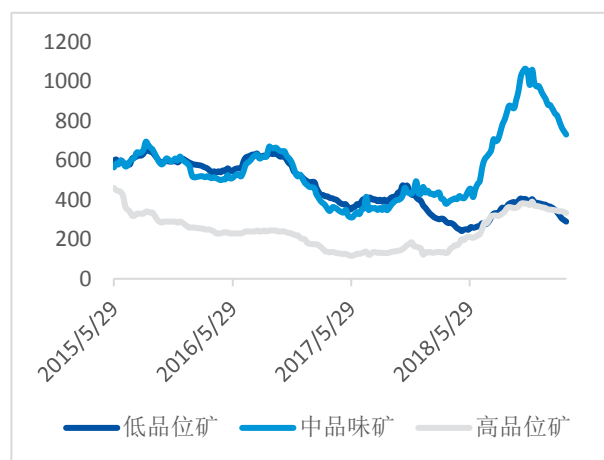
港口库存几乎由印尼矿和菲律宾矿构成，和镍矿进口一样，港口库存的菲律宾矿占比也在下降，从去年同期的 80%降低至今年 3 月 22 日的 74.9%，而印尼矿占比则从 19.6%上升至 24.4%。具体品位上，港口库存的中品味矿和高品位矿占比有明显上升，低品位矿占比则出现一定下滑，这主要是由于低品位矿主要自菲律宾进口，而国内市场对中高品位矿的需求逐渐由印尼矿满足后，菲律宾的低品位矿供应量逐渐减少（另外虽然本身菲矿供应占比也在逐渐减少，但低品位矿量降低主要还是市场选择的结果）。

图6、港口镍矿分国别（单位：万吨）



资料来源：我的有色 南华研究

图7、港口镍矿品位分布（单位：万吨）

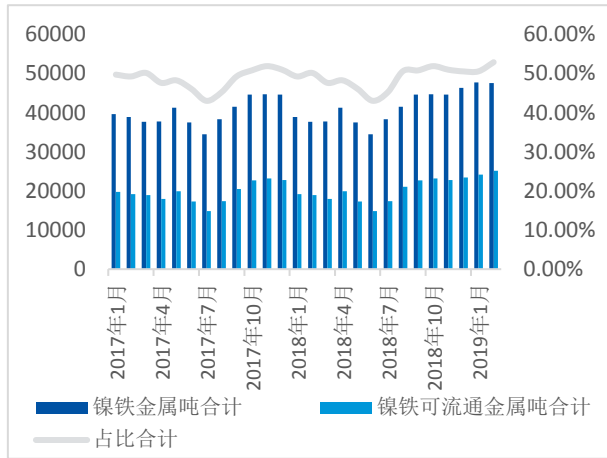


资料来源：我的有色 南华研究

2.2、国内外镍铁供应增量陆续释放

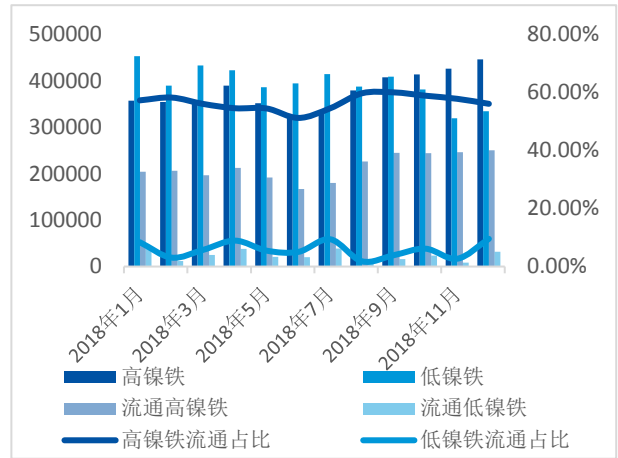
从钢联数据看，2018年12月镍铁产量为4.64万金属吨，全年产量修正为48.8万金属吨。今年1月镍铁产量为4.78万金属吨，同比增加22.9%，其中可流通量为2.42万吨，同比增加26%，几乎全部为高镍铁。2月高镍铁产量4.75万吨，同比增加26%，其中可流通金属量增加2.62万吨，同比增加38.6%。从1月和2月检修情况看，1月山东临沂、江苏连云港和内蒙古化德等地有镍铁厂停产检修，但同时也有广东阳江、福建罗源等地复工，另外山东临沂鑫海的新增产能加速投放，综合导致产量增加。2月份产量较1月下月主要原因是生产天数减少，但山东鑫海新增逐步增加部分弥补了减量。因此今年1月和2月镍铁产量同比均出现大幅上涨。对于3月产量，一方面由于不锈钢厂排产增加，对镍铁采购需求的提高将带动镍铁产量增产，另一方面镍铁价格一路反弹也使得工厂开工率不断提高，虽然3月18日发生江苏翔翔突然停产时间，但预计3月镍铁产量仍将达到4.95万吨，其中流通金属量预计为2.37万吨，同比分别增加31.3%和31.7%。到了4月和5月，因内蒙限电预计将影响镍铁产量约600吨金属量，同时翔翔停产检修的3条产线中1条产线复产时间未定，预计影响月度产量为840金属吨左右，减产总量预计对产量的影响仅为3%左右。整体二季度产量预计先高后低，主要因终端不锈钢淡季影响。

图8、镍铁产量及流通量（单位：金属吨）



资料来源：我的有色 南华研究

图9、镍铁产量及品位分布与流通实物量（单位：吨）



资料来源：我的有色 南华研究

从国内镍铁新增情况看，山东鑫海做为主要新增来源镍铁投产超预期，以基本每 20 天时间投产一台的速度增产，但 3 月末第 5 条产线投产，第六条产线烘炉消息迟迟未得到证实，原本预计 5 月末全部达产的计划可能延迟至 6 月。另外一些投产大半因资金问题搁浅，剩余光大冶金的一条产线因施工有所耽搁投产时间延后，出铁时间从 4 月初延迟至 5 月中下旬。扬州一川的产线因进度延迟而从 2 月延迟至 4 月出铁。整体来看，今年镍铁新增主要来自山东鑫海新增产能，但由于 2019 年年中山东鑫海新增产能全部投产后原 13 条老产线会一次性全部关停，国内镍铁新增产能对镍铁市场的冲击或有限。对国内镍铁市场的冲击主要仍然来自印尼低成本相对较高品质镍铁的进口增加。

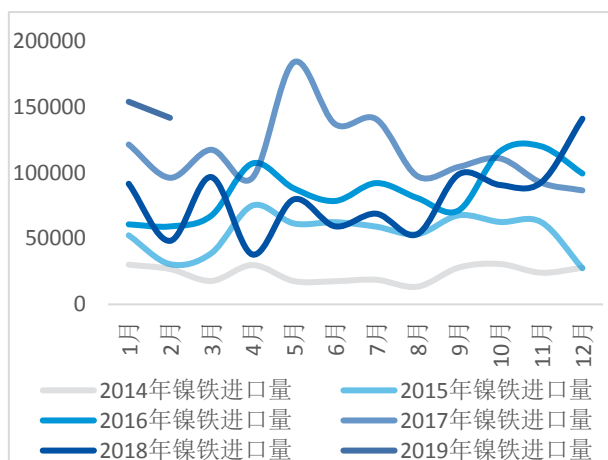
表 2、国内镍铁新增进度情况

企业名称	工艺	产品	截至 2019 年 3 月 30 日建设进度
光大冶金发展有限公司	RKEF	Ni8-12	近期施工耽搁，投产时间延迟，预计 5 月中下旬出铁。
宁丰集团	RKEF	Ni8-10	2019 年 2 月底新建 1 条 RKEF 线，目前在建。
临沂鑫海新型材料	RKEF	Ni8-12	1 月 5 日消息 1 号炉子已经开始出铁。2 号炉子 1 月 30 日时已经开始出铁。3 号炉 2 月 17 日出铁。4 号炉 3 月 6 日开始出铁。第 5 条产线预计 4 月初出铁，但第六台炉子尚无烘炉的明确回复。预计 19 年 5 月延期至 6 月全部投产
扬州一川	RKEF	Ni8-12	该台产线因建设进度延迟仍在筑炉，预计 3 月底点火，4 月下旬出铁，新投产后预计月度产量增加 6000 实物吨
河南宝泰盛商贸有限公司	EF	Ni8-12	1*30000kva 于 2018 年 12 月 5 日停炉改造。3 月 4 日消息，工厂方表示目前因资金不足，2019 年内难恢复生产。
福建通海镍业科技有限公司	EF	Ni8-12	原计划 2018 年 12 月 20-25 号复产，2019 年 1 月 18 日消息因资金问题工厂短期内或无法开工

数据来源：公开资料 我的有色 南华研究整理

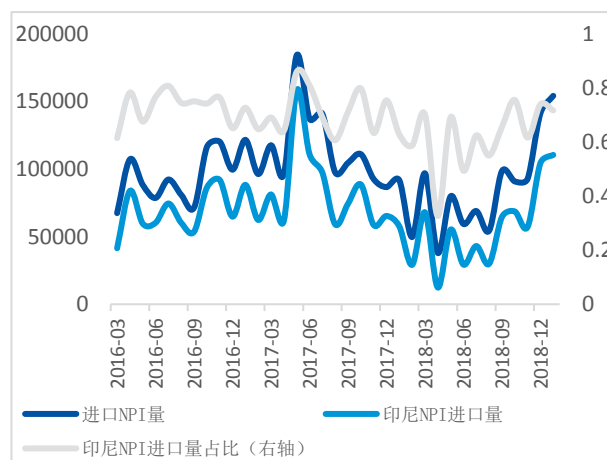
进口方面，去年11月和12月镍铁进口量分别为9.28万吨和14.12万吨，去年镍铁进口总量修正为96.1万吨，其中印尼进口镍铁为61.9万吨，占比64.4%。今年1月印尼进口量环比上涨约1万吨至11万吨，总计进口15.4万吨；2月印尼进口量环比下滑1万吨至10万吨，同时新喀进口量环比下滑约5000吨至1.1万吨，总计进口14.2万吨。2月进口较1月下滑主要原因仍是2月生产天数较少导致。从印尼镍铁检修和新增情况看，对1、2月产量产生影响的主要是1月24日至30日青山罢工事件影响其高炉产量，振石集团因成本高企产生亏损而关停2台高炉，但恒嘉镍铁1月和2月分别投产1条镍铁产量，印尼德龙18年12月投产的第9条产线产铁，1月投产的第10条产线在2月产铁，总体看投产产量远大于检修与关停产量，印尼镍铁进口量因此在继续增加。

图10、镍铁进口量（单位：吨）



资料来源：Wind 南华研究

图11、印尼镍铁进口量及占比（单位：吨）



资料来源：Wind 南华研究

增量方面还有，印尼德龙3月中第11台炉子出铁，印尼金川预计3月底有一台炉子出铁。同时中国对印尼不锈钢反倾销事件导致最迟9月反倾销结果公布前印尼仅能进口国内冷轧和镍铁，而印尼青山冷轧产能约30万吨，月度进口国内的量约8000吨左右，目前印尼进口国内不锈钢量则为5万吨左右，剩余暂停进口的4万吨左右不锈钢量或以原料镍铁形势进入国内或以不锈钢形势出口其他国家，保守估计将使得国内镍铁进口增加2至2.2万吨。因此，预计3月镍铁进口量或较1月小幅增加至16万吨，4月增加至17.5万吨，到5月时因印尼斋月原因进口镍铁量或环比下降3到5万吨，6月进口量则因下游不锈钢消费淡季而继续下降。

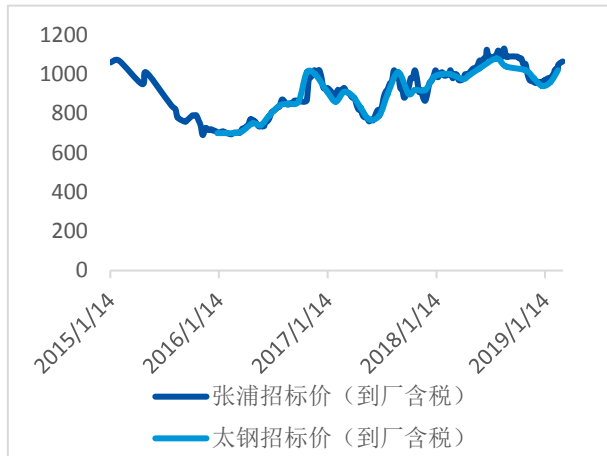
表3、印尼镍铁新增进度情况

企业名称	厂区	设备	截至2019年3月30日建设进度
青山（四期）	Morowali	1*530m ³ 10*33000	2018年11月投产1*530m ³ 高炉。四期4台中第1台炉19年1月出铁。第二台炉子在19年2月投产。
恒嘉镍业	IMIP	10*42000	2019年1月18日通电投产第一台4200kva，2月份投产第二台4200kva矿热炉。
江苏德龙镍业	kendari	15*33000	2018年12月投产第9台，19年2月第10台出铁，3月第11台出铁。剩余4台预计2019年6月前投产。
金川集团		6*33000	2019年2月26号开始烘炉，3月底4#炉计划生产，6月底其余4台炉子投产。

数据来源：我的有色 公开资料 南华研究整理

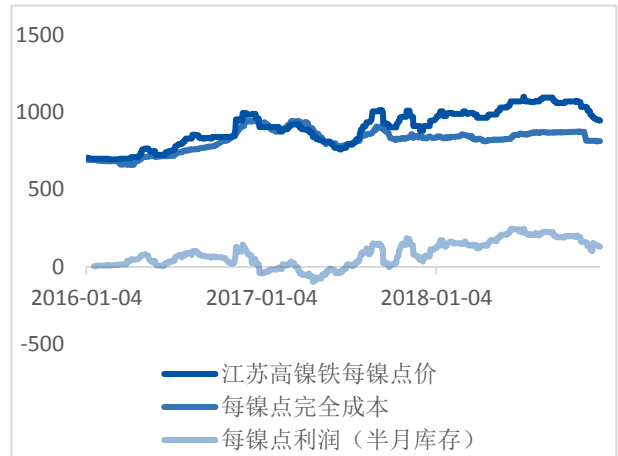
目前镍铁市场价格按 16 个税点计算已从 3 月中旬 1055 元/镍点回落至 1025 元/点，3 月末太钢招标价报至 13 个税点计算 990 元/镍点，张浦招标价报至 13 个税点 1000 元/镍点，新增供应和进口增加，叠加下游不锈钢消费恢复不及预计使钢厂采购价一路下滑。预计未来一个季度内，国内镍铁供应将继续释放，进口镍铁量将出现明显上涨，镍铁价格将继续回落，或至国内成本价附近。

图12、钢厂招标价（单位：元/镍点）



资料来源：我的有色 南华研究

图13、镍铁利润（江苏地区，单位：元/吨）

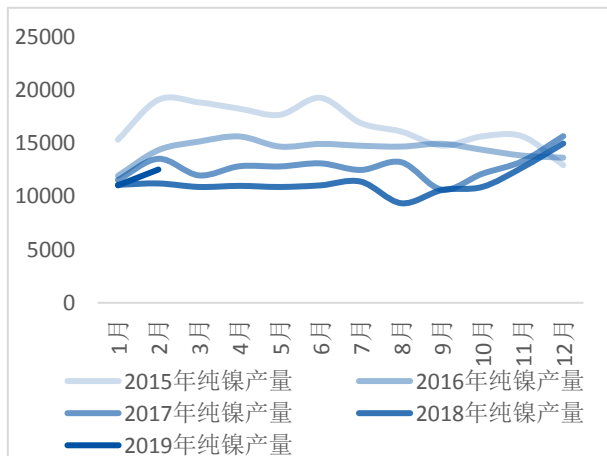


资料来源：Wind 南华研究

2.3、纯镍供应同比增加，库存下降趋势变缓

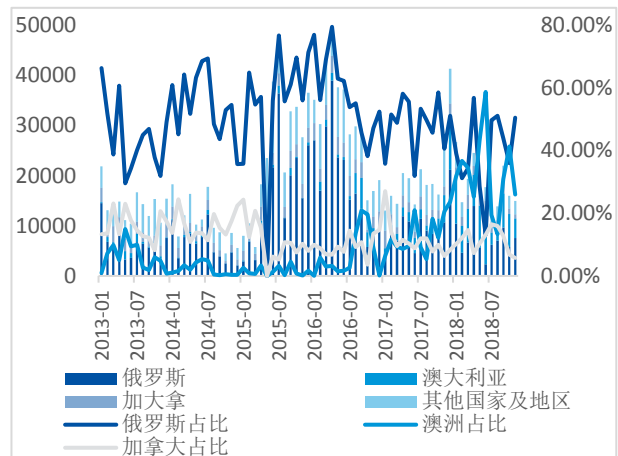
先来说下纯镍产量与进口量情况。2019年1月国内纯镍产量为1.11万吨，与去年同期基本持平，2月产量1.25万吨，较去年同期增长11.6%。而1月产量较去年12月环比大幅减少主要因春节因素以及传统消费淡季导致，1月金川主要销售去年12月产量库存也是一个重要原因。2月产量较1月出现明显上升，主要因吉恩镍业2月开始稳定生产500吨左右纯镍。3月情况看，预计产量较2月小幅增加至1.34万吨，因生产天数增加导致。

图14、镍产量（单位：吨）



资料来源：我的有色 南华研究

图15、镍进口量（单位：吨）



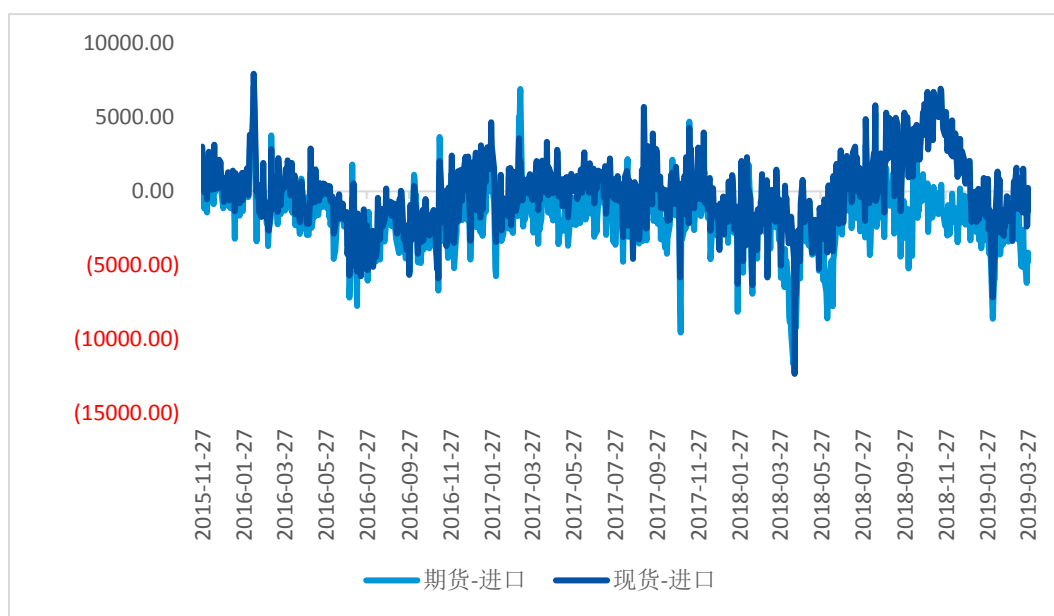
资料来源：我的有色 南华研究

1 月非锻轧非合金镍进口量 1.69 万吨，同比减少 36.2%，环比增长 44.43%。2 月进口量 1.22 万吨，同比减少 16.4%，环比减少 28.17%。从 1 月到 2 月进口量结构分析看，今年进口环比减少主要由俄罗斯和澳大利亚镍进口量减少导致，这与近几年俄镍和澳大利亚镍产量逐渐下降比较一致。

今年 1 月以来进口窗口基本保持关闭，这是 1 月和 2 月进口量同比下滑的主要原因。3 月末进口现货亏损额度在 1000 元左右，较 1 月初亏损略有扩大，但以融资镍形势已可以进口。去年 11 月开始，人民币贬值情况得到改善，今年 1 月初到 3 月末人民币已升值 2.4% 左右，在该种情况下进口亏损仍出现扩大趋势表明外盘近期走势大大强于内盘，在近期美元走势震荡重心上移的情况下，一方面原因应该是外盘希望通过人民币升值打开进口窗口，另外一方面增值税下调后内外盘套利上有外盘空内盘的动力。

国内沪镍期货价格因主要表现的是降税后的价格因此盘面 4 月 1 日增值税正式实施后出现断崖式下跌的概率不大，而从 3 月末进口利润情况分析看，进口成本折合 13 税点的价格约在 102000 附近，这将是未来一段时间内沪镍期货价格反弹的上限。另外从汇率角度看，人民币需要在 6.71 左右水平继续升值约 1.5% 左右达到 6.60 附近进口窗口才能打开，从近期汇率走势看升值上限大约在 6.68 附近，短期内通过人民币升值打开进口窗口的可能性不大。而国内供应不足如不能通过进口镍板补足仍能通过进口镍铁的增加来补足，从这个角度来看，外盘伦镍价格预计未来将较内盘走弱，进口窗口打开，国内供应紧张缓解，带动内盘镍价下跌。

图 16、进出口利润（单位：元/吨）



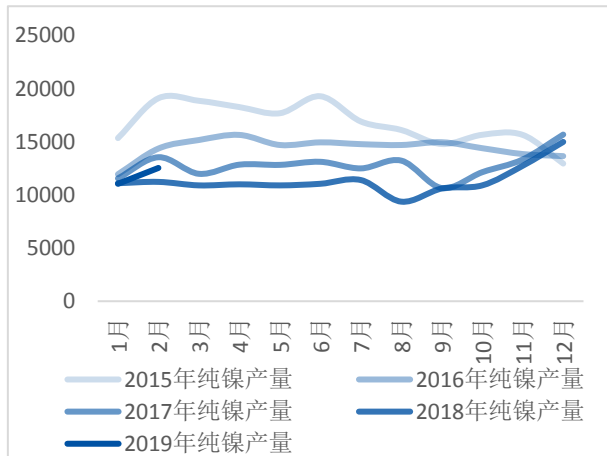
数据来源:Wind 南华研究

库存方面，上期所库存和社会库存之和 1 月初为 6.9 万吨，2 月初 5.33 万吨，3 月初 5.85 万吨，3 月末 5.69 万吨，整体库存情况已经从 3 月中旬开始继续去库趋势。根据产量、进口量和库存数据变化，1 月和 2 月镍板表观消费量预计为 4.4 万吨和 1.97 万吨，折合日消费量分别为 0.14 和 0.07 万吨。预计 3 月镍板表消费量为 3.2 万吨左右，折合日消费量为 0.1 万吨左右，仍低于 1 月消费情况。金川镍和俄镍剔除税率因素的价差看，金川镍升水期货价格和升水俄镍价格均在正常范围略偏高位置。价差和表观消费量两者表明，目前现货市场镍供应仍处在较偏紧状态，但钢厂采购意愿并不强，与之前盘面表现出增值税进项抵扣将导致钢材采购前置的情况并不符合，结合 3 月中下旬时仍有部分钢厂

未接满 4 月订单的情况看，目前终端需求尚未明显恢复。

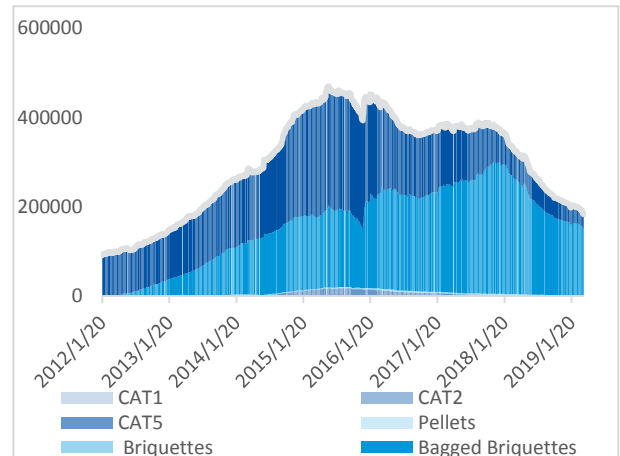
外盘 LME 伦镍库存从 2017 年三季度开始持续下滑，近期库存有加速下滑的趋势，至 3 月末库存量降低至 18.26 万吨附近，较 2019 年 1 月初下降了 11%，低于去年同期的降幅 12.5%。今年去库量为 2.4 万吨，大幅低于去年同期去库量 4.6 万吨。去库分布中，镍豆去库达到 1.34 万吨，镍板去库为 0.94 万吨，剩余去库 0.12 万吨。

图16、国内镍库存（单位：万吨）



资料来源：Wind 我的有色 南华研究

图17、LME 库存（单位：吨）

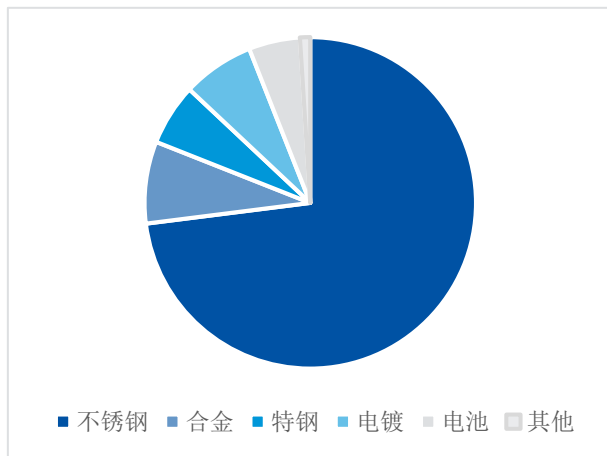


资料来源：Thomson Reuters 南华研究

2.4、不锈钢产量增加，需求增速上修

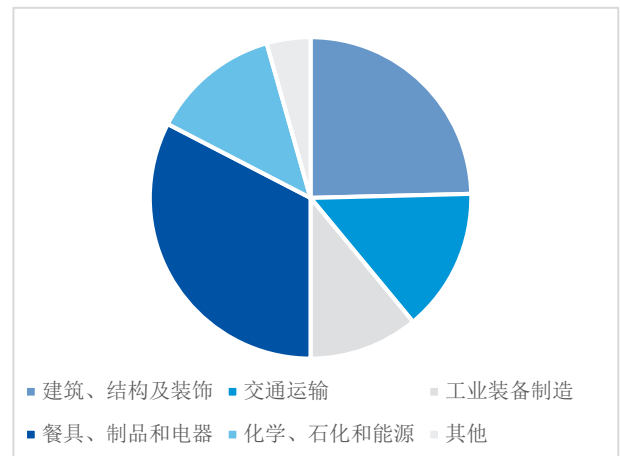
国内镍消费占比中，2018 年不锈钢消费占比 73%，合金占比 8%，特钢占比 6%，电镀占比 7%，电池占比 5%。国内不锈钢消费结构中，建筑、结构及装饰占 24.6%，交通运输占 14.4%，工业装备制造占 11%，餐具、制品和电器占 32.6%，化学、石化和能源站 13%。国内不锈钢消费与房地产行业 and 基础设施建设息息相关。

图18、镍消费分布



资料来源：安泰科 南华研究

图19、不锈钢消费分布

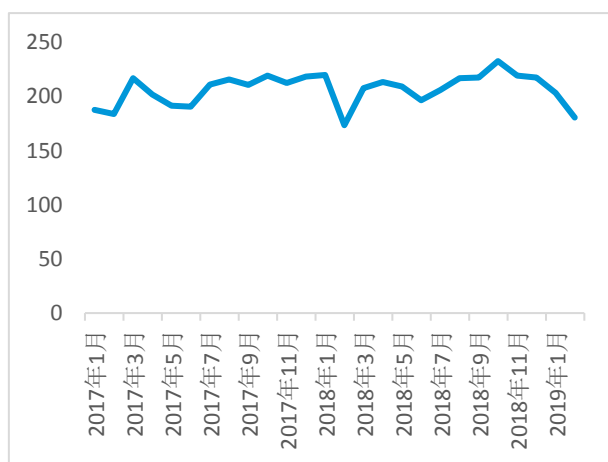


资料来源：安泰科 南华研究

根据中联钢数据，今年 1、2 月国内 27 家样本钢厂产量为 203.42 万吨和 180.76 万吨，同比减少 4.2% 和增加 7.3%。其中，200 系为 63.57 和 55.12 万吨，300 系为 102.02 和 93.44 万吨，400 系 37.83 和 32.2 万吨。1、2 月产量下滑主要因钢厂检修造成，根据检修计划看 2 月产量较 1 月将降低 20 万吨左右，与实际情况基本符合。3 月主要有东方特钢检修 15 天，河南有钢厂 3 月下旬开启 45 天左右检修，从钢厂排产计划看，3 月产量将有 235 万吨左右，其中主要是 200 系和 300 系增产导致，3 月钢厂对镍铁和镍板的需求一定程度上支撑镍价。

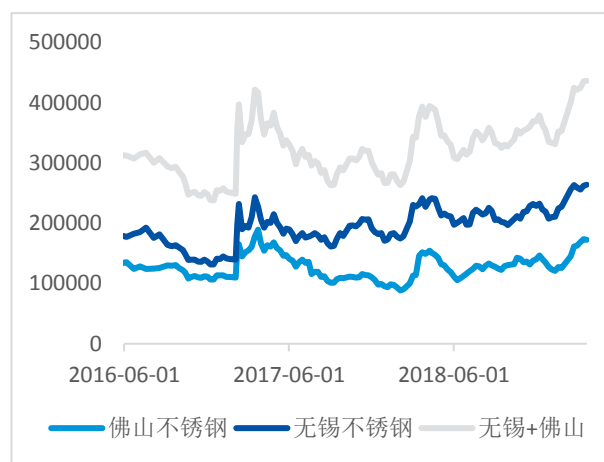
目前因增值税从 4 月 1 日开始下调，钢厂基本在 3 月末前备齐 1 个月或以上的镍板和镍铁原料，这可能导致一定的需求前置情况。下游贸易加工商在 3 月中下旬的采购需求有一定的增加，可能也是基于增值税的原因。但在需求有一定前置情况下，3 月末无锡佛山两地不锈钢库存情况仍不乐观，3 月 22 日当周总库存为 43.64 万吨，较 1 月初 33.33 万吨库存大幅提升。目前库存情况尚比较好的一方面是库存增速出现明显下滑，最近一周的增值已降至 0.8 万吨左右。另外广州地区不锈钢消费占国内消费量的约 30%，而佛山地区的不锈钢库存增速不断下降，且近期已经出现 2 次小幅下降，表明一定的见顶迹象。

图20、不锈钢产量（单位：万吨）



资料来源：钢联 南华研究

图21、无锡佛山两地不锈钢库存（单位：吨）



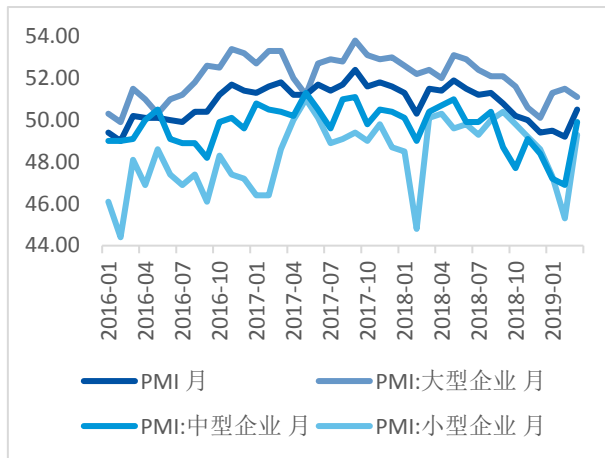
资料来源：钢联 南华研究

最近从钢厂和钢贸市场了解的情况看，2 月产量下降使得大部分钢厂订单情况良好，但到 3 月份，随着钢厂复产有部分钢厂直到目前 3 月末仍未接满 4 月订单，同比环比订单情况迅速恶化。从钢材代理商那里了解的情况看，3 月份正常接货情况下代理商无法完全消化订单库存，出口情况也差于以前，这样的表现与当前库存居高不下、2 月国内出口大幅减小的情况比较吻合。但同时我们看到，304/2B 期货报价开始下滑后带动现货报价下跌，甚至出现冷热轧价格倒挂现象，钢厂降价促销的迫切可见一斑。同时代理商因库存无法完全消化和因下游贸易加工商采购需求疲软而看跌价格后改变采购计划为按需采购，这两种行为作用下，无锡佛山两地不锈钢库存或存在阶段性见顶可能，未来 4 月上旬或中旬出现降库的可能性比较大。

另外我们从 PMI 数据看整体制造业情况，近期边际改善的情况比较明显。特别 3 月 PMI 小型企业指数上升至 49.3 较去年 12 月提高了 0.7 个百分点，3 月 PMI 中型企业指数上升至 49.9 较去年 12 月提升 1.5 个百分点，今年政府降准降税和加大对消费企业贷款的倾斜在边际改善上表现的比较明显。3 月 PMI 新订单指数 51.6，比 2 月升高 1 个百分点并连续两个月高于枯荣线，较去年 12 月则升高了 1.9 个百分点；3 月 PMI 新出口订单 47.1 较 2 月份提高了 1.0 个百分点，且高于 1 月 0.2 个百分点，

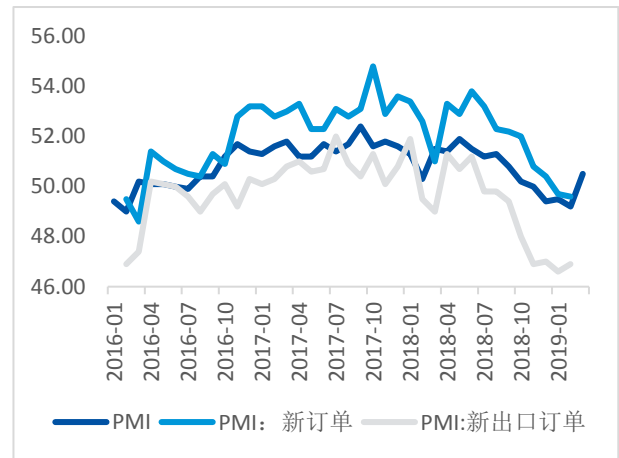
中美贸易谈判达成和解协议后，3 月出口情况预计得到较大改善，但因美国并未取消第一次征加时的 500 亿 10%和 2000 亿 25%的关税，未来 2 季度出口情况较 1 季度或有明显改善但较去年同期增速将比较有限。

图22、PMI 指数（分企业大小）



资料来源：Wind 南华研究

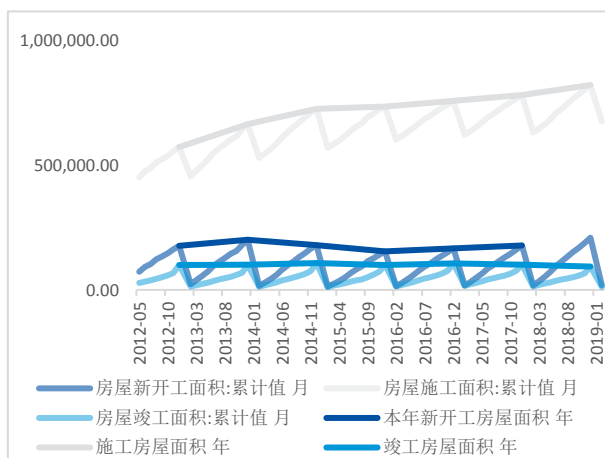
图23、PMI 指数（具体内容）



资料来源：Wind 南华研究

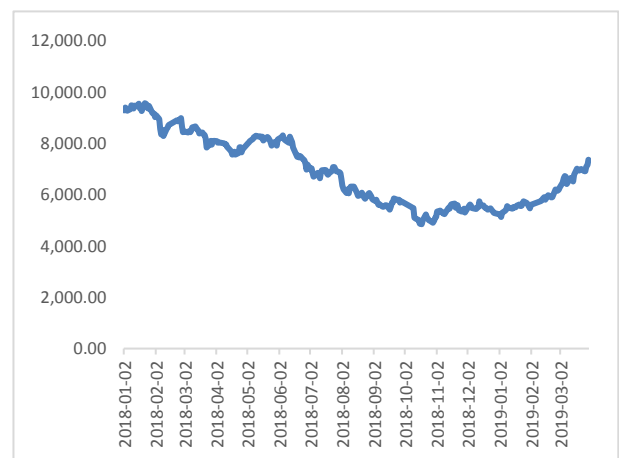
不锈钢下游消费领域餐具、制品和电器，建筑、结构及装饰两块占 57%以上，主要与房地产息息相关。今年 2 月房屋新开工和竣工面积仍同比下滑，而施工面积同比保持上升。餐具制品、建筑、结构和装饰等不锈钢消费一般集中在新屋建成至交付后的 3 到 6 个月内，因此从房屋竣工面积情况看，短期内这几块领域的消费很难得到改善。电器方面，大家电以空调、冰箱、洗衣机、彩电为例，其中 2018 年洗衣机和空调产量同比出现明显下滑，而空调和彩电产量则仍保持一定增速，其中空调增速也出现明显下滑。从申万行业指数上看，从今年 1 月份开始，空调、冰箱、洗衣机、彩电等指数均呈现反弹趋势，但目前仍低于去年同期。另外值得一提的是小家电指数从去年 10 月末就开始反弹，早于大家电指数反弹时间，从这点看下游消费的边际改善正在逐步扩大，终端消费偏好也在发生一定变化。

图24、房屋新开工、在建、竣工面积



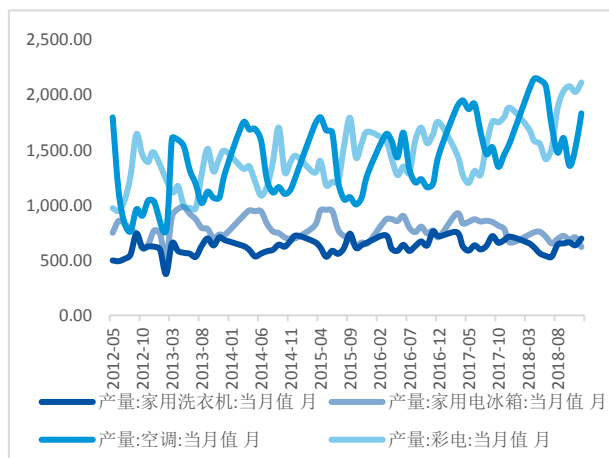
资料来源：Wind 南华研究

图25、申万行业小电器指数



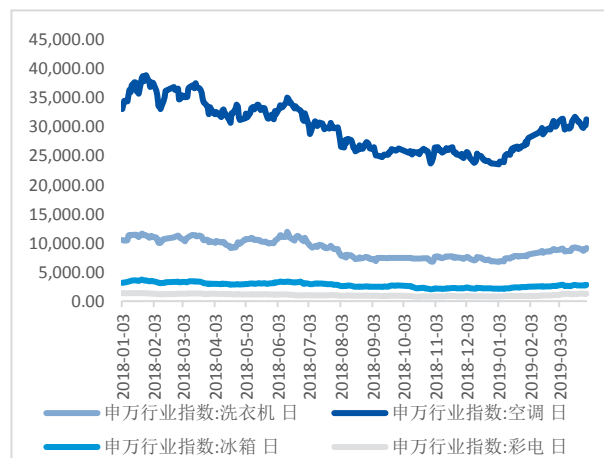
资料来源：Wind 南华研究

图26、冰箱家电洗衣机彩电产量（单位：台）



资料来源：Wind 南华研究

图27、申万行业指数



资料来源：Wind 南华研究

而基建方面，2019 年国家铁路固定资产投资官方目标位 8000 亿元，与去年实际投资额基本持平；公路水运投资 1.8 万亿元，与去年计划额度一致但低于 18 年实际额度 2.3 万亿元；中央预算内投资安排 5776 亿元，比去年增加 400 亿元；新增地方专项债 2.15 万亿元，较去年实际提高 0.82 万亿元。从数据上看，今年各项投资预算几乎与去年持平，相应对工业装备制造方面的拉动预期不会高于去年。

总体从消费情况看，一方面目前边际改善的情况在持续，另一方面同比仍低于去年同期。而 5 月开始进入不锈钢消费淡季，因此短期看 4 月或为镍价反弹最后窗口期，其后配合供应增加和需求季节性放缓价格仍将继续回落。中长期看，预计今年不锈钢消费或在 1 到 2 个季度后得到改善，不锈钢产量增速从之前 3.5% 左右上调至 4% 左右。

2.5、2019 年新能源汽车补贴退坡，产销预期下滑

2019 年 1、2 月硫酸镍产量分别为 0.95 和 0.96 万吨，预计 3 月硫酸镍产量将超 1 万吨。一季度硫酸镍高增速一方面是由于包括金川、格林美以及容百锂电等企业新增了硫酸镍产能，另一方面是因为下游三元前驱体工厂加大生产而积极采购原料导致。但这种情况在二季度是不可持续的。

下游终端新能源汽车产量在 1、2 月出现大幅增长主要是因为业内预计 19 年内新能源汽车退坡补贴退坡将超过 50%，因此车企强生产来获得退坡前补贴。而 3 月 26 日，2019 年新能源汽车补贴政策正式出台，针对纯电动乘用车整体补贴降幅 50% 到 60%，插电式混合动力乘用车降幅 55%，纯电动客车降幅 57% 至 58%，插电式混合动力客车降幅超 60%。最新补贴中规定过渡期为 3 月 26 日至 6 月 25 日，过渡期间符合 2018 年技术指标要求但不符合 2019 年技术指标要求的销售上牌车辆，按照 2018 年补贴政策对应标准的 0.1 倍补贴；符合 2019 年技术指标要求的销售上牌车辆按 2018 年对应标准的 0.6 倍补贴。因此预计从 4 月开始，新能源汽车产销将出现大幅下滑，车企将通过 1 到 2 个月的时间调整对应车型，并且其后新能源汽车增速将较去年同期继续下滑，对上游硫酸镍的带动也将减弱，硫酸镍产量二季度或将出现明显下滑。

三、2019 年二季度镍价展望

宏观上，无论减税降费、鼓励银行增加制造业中长期贷款和信用贷款，还是中美贸易谈判向好、一带一路不断发展，政策利好刺激和不断落实将促进消费端改善，但这种改善同样需要一定时间。供需面上，目前原料价格反弹反映利好预期，但终端实质需求的边际改善仍未到引起质变的时候，短期内 4 月不锈钢库存将大概率出现去库情况，配合经济数据利好，镍价或将在 4 月出现反弹。但其后终端不锈钢消费淡季到来叠加国内外供应增量释放和镍板进口窗口打开，镍价预计将继续回调。中长期看，若终端需求得到切实改善，那么不锈钢产量增速将上修，虽然镍供应缺口收窄预期不变，镍价整体今年仍将承压但下方底部预计将抬升至 9 万附近。

四、2019 一季度锡行情回顾

一季度，随着宏观预期转暖，基金属整体反弹，锡价也从 14 万 4 反弹至 15 万 3。其后，制造业增值税从 16%降低至 13%和需求端未见明显增加共同打压锡价，锡价回落至目前 14 万 6 附近。3 月末，3 月 PMI 值较 2 月大幅改善，锡价随基金属一起反弹，价格回到 14 万 8 附近。

图28、沪锡走势回顾



资料来源：文华财经 南华研究

图29、伦锡走势回顾



资料来源：文华财经 南华研究

五、锡基本面分析

5.1、锡矿：缅甸锡矿供应减少

目前全球锡矿储量 480 万吨，其中中国锡储量达到 110 万吨，其次是秘鲁和印尼。国内锡矿主要来自广西和云南，两者总计占比达到 64%以上。

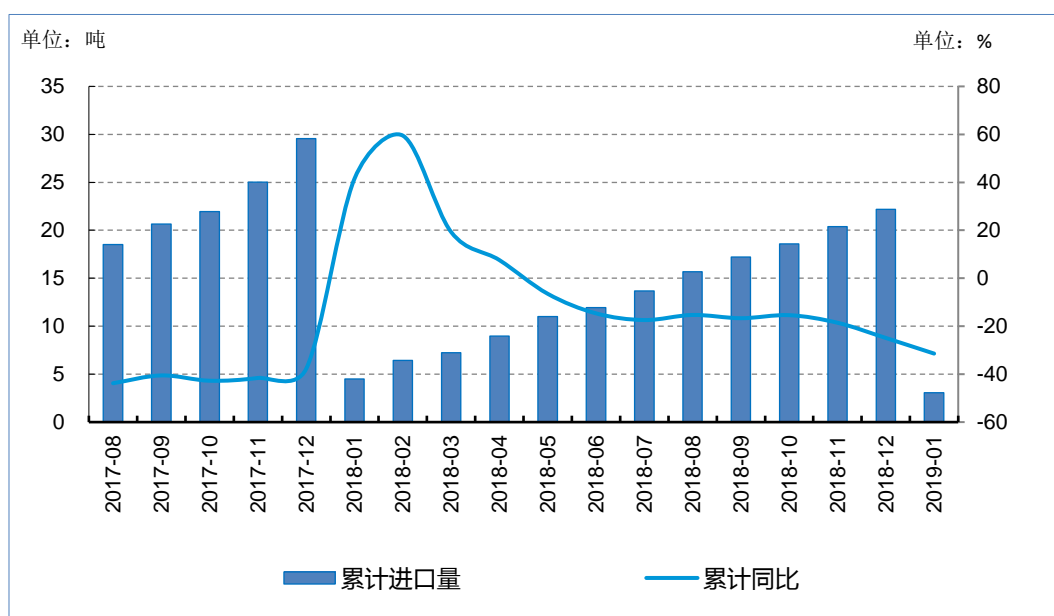
国内大型锡矿山集中在云南个旧、马关、麻栗坡、腾冲、梁河等地，国内锡矿也多来自这几个地区的大型矿山。

2017 年全球锡矿产量为 36.2 万吨，2018 年全年锡矿产量 33.9 万吨，较 2017 年下降 6.3%

2004 年以后国内锡矿年产量较为均衡，基本为 12 万吨左右，2017 年锡矿年产量为 10 万吨，2018 年锡矿产量 9 万吨，较 2017 年下降 3000 吨。2019 年，国内主要锡矿山供应情况比较稳定，15 年-16 年关停的中小矿山目前并没有复产预期，年内产量预计保持平稳。

2018 年，国内进口锡矿 22.1 万吨，同比减少了 24.9%，折合金属量 5.47 万吨左右。国内进口锡矿几乎全部来自缅甸，今年锡矿进口同比减少由缅甸锡矿进口减少导致。缅甸经过近几年来的大量开采已基本将锡矿储量耗尽，目前其出货量呈逐渐下滑趋势。18 年佤邦政府分别在年初和 5 月两次抛储共计 0.5 万吨一定程度上稳定了锡金属供应量级，但政府以及部分贸易商库存的消耗使得 19-20 年缅甸锡矿供应量下降成定局。从 2019 年 1 月锡矿进口数据看，锡矿进口总量 3.07 万吨，较去年同期下滑了 31.43%，其中缅甸进口矿量为 2.94 万吨，较去年同期下滑了 33.6%，远超国际锡业小组预期的 19 年缅甸矿供应量下降 20%。

图 30、镍矿进口情况（单位：万吨）



数据来源:Wind 南华研究

5.2、精练锡：原料与春节因素，产量下滑

2017 年全球精练锡产量为 36.3 万吨，2018 年产量预计小幅减小至 35.9 万吨，主要有缅甸锡矿供应减少和印尼私人冶炼厂无法再 ICDX 进行锡交易导致。若印尼政策放开，印尼锡矿出口将一定程度上弥补缅甸锡矿供应减少带来的缺口。

18 年国内精炼锡产量为 17.77 万吨，占全球锡产量的 49%。锡矿供应中约有绝大部分量需要通过缅甸进口弥补，因此冶炼厂产量和开工率基本随缅甸矿季节性供应变化而变化，特别是缅甸矿山在 2 到 3 月供应量极低，对应国内冶炼厂产量也会降低。

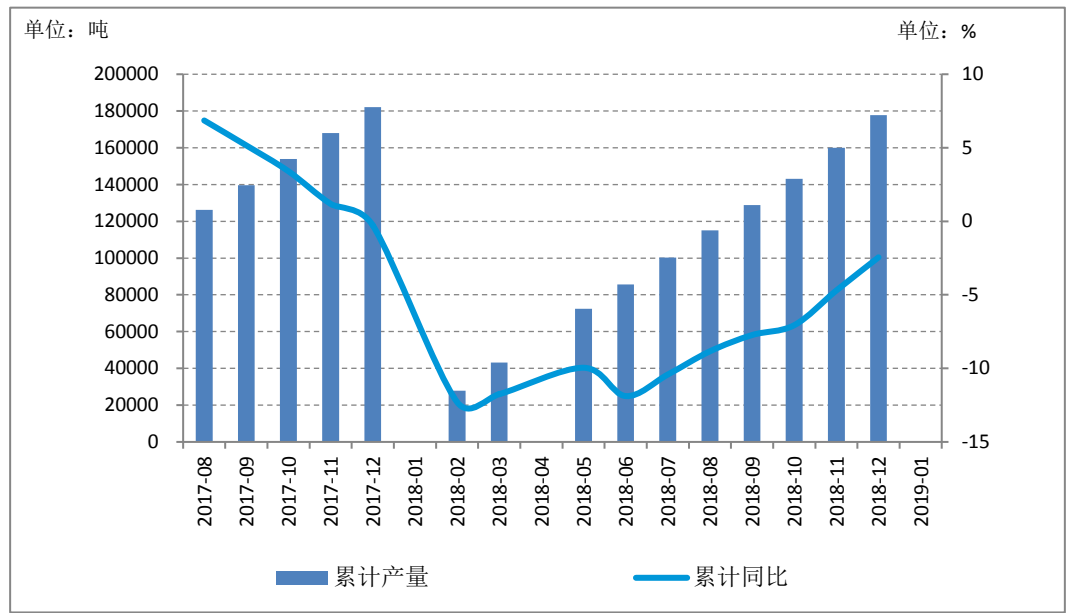
此前个旧政府要求当地绝大部分选厂在 18 年 12 月 31 日前全部停产，按照要求在 19 年 4 月底进驻新产业园区，19 年一季度产量主要受云南个旧产生恢复情况影响。

2019 年 1 月，精炼锡产量为 12443 万吨，较上个月增长 3.5%，同比则下滑 6.7%。1 月产量环比增加主要是云南个旧锡冶炼全面恢复，另外华锡 1 月份产量较低、其他部分生产企业因春节提前放假不同程度减产部分抵消个旧复产贡献。

2 月精炼锡产量为 9560 万吨，环比下降 23.2%，同比下滑 16.6%。2 月产量下滑主要因江西地区生产企业在春节悉数放假影响大部分产量。此外，华锡来宾冶炼厂 1 月开始设备停产检修，至 3 月中旬将恢复生产。

随着春节期间停产的生产企业逐渐复产，3 月精炼锡产量将回升，预计将达到 12000 吨左右。

图 31、镍矿进口情况（单位：吨）



数据来源:Wind 南华研究

5.3、锡需求：较为平稳

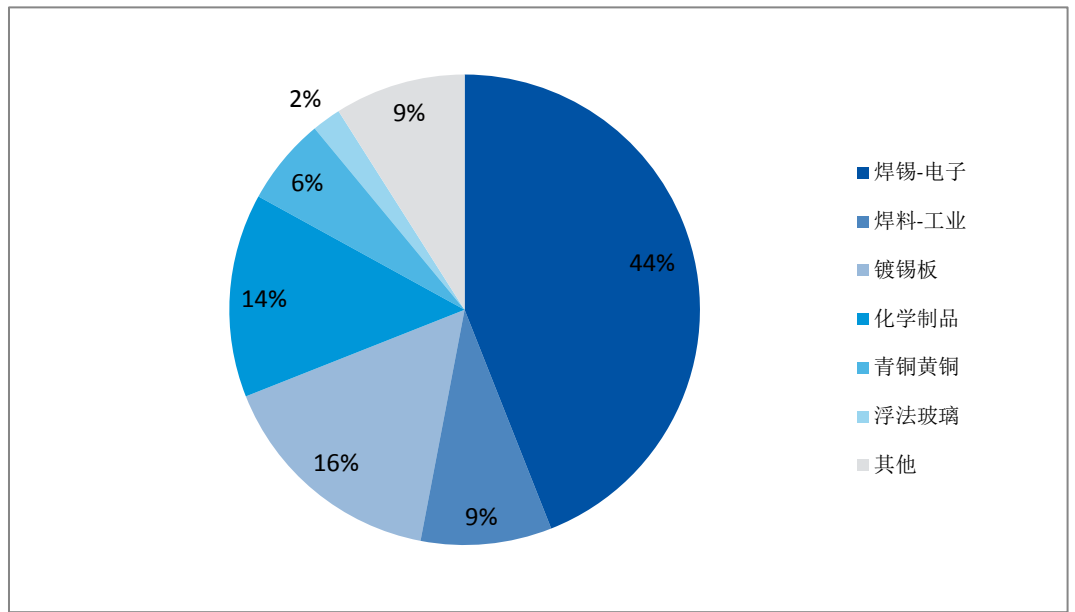
锡消费结构中，焊锡占 44%，镀锡板占 16%，化学制品占 14%，焊料占 9%，青铜黄铜占 6%，浮法玻璃占 2%。用途最大的焊接主要用于电子工业元件的连接。

18 年国内锡消费 15.8 万吨占全球消费量的 43%，我国是全球锡消费第一大国。

锡焊方面，2018 年国内集成电路累计值为 1739.5 亿块，同比增速下滑至 9.7%，较 2018 年上半年 1-6 月集成电路产量同比增速下滑了 5.3 个百分点。较 2017 年年同期累计增速下滑 8.5 个百分点。出口方面，2018 年集成电路出口量为 2102.84 亿个，同比增速下滑至 4.1%，较 2018 年上半年 1-6 月集成电路出口量同比增速下滑了 6.1 个百分点，较 2017 年同期的同比增速下滑了 6.7 个百分点。国内 2018 年下半年电子制造业受中美贸易摩擦影响，产销及出口均出现明显下滑。2019 年 1 月集成电路出口量 171.64 亿个，同比微增 3.3%；2 月出口 114.3 亿个，同比下滑 12%。到了今年 3 月，中贸易谈判向好，预计今年集成电路出口量从二季度开始将有一定回升。

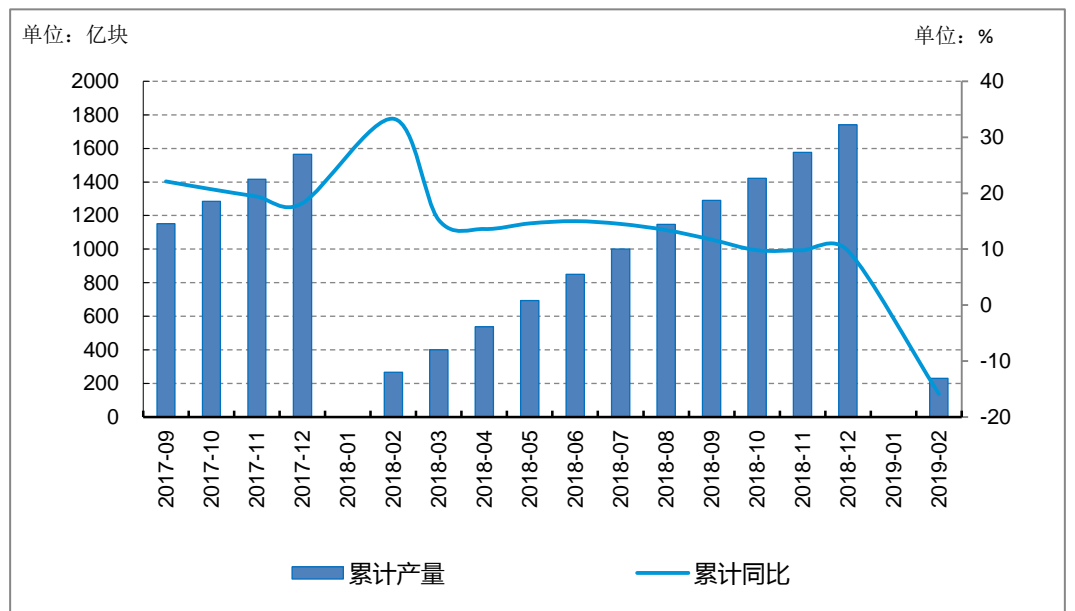
镀锡板方面，1-10 月国内重点企业镀锡板（带）累计值 107.3 万吨，同比下滑 14.86%，较去年同期产量累计同比值下滑了 35 个百分点。镀锡板主要镀在薄钢板上，今年受钢铁行业淘汰落后产能及环保要求提高影响，再加上国内镀锡板行业长期处于过剩状态，今年产量出现明显回落。

图 32、精炼锡消费分布



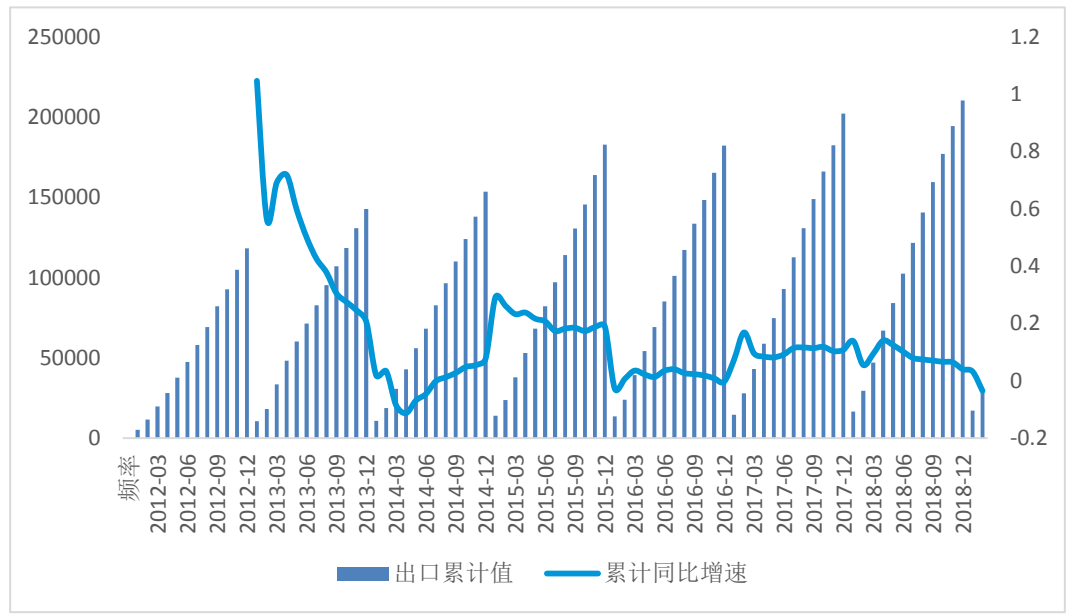
数据来源:Wind 南华研究

图 33、集成电路产量（单位：万个）



数据来源:Wind 南华研究

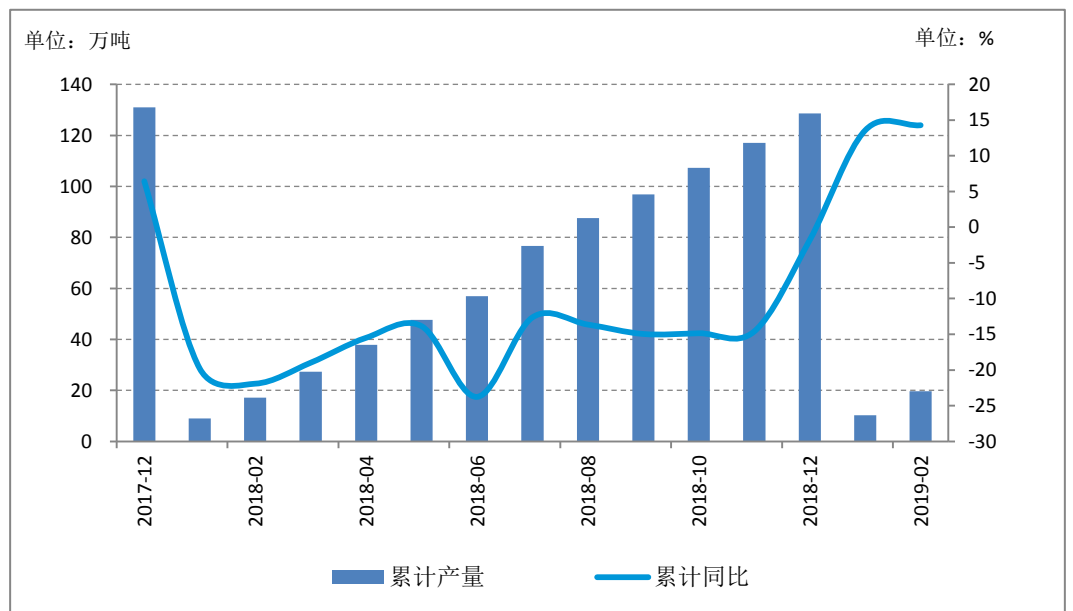
图 34、集成电路出口量（单位：百万个）



数据来源:Wind 南华研究

镀锡板方面，2018 年国内重点企业镀锡板（带）累计值 128.62 万吨，较去年同期产量累计同比值下滑了 1.8%。镀锡板主要镀在薄钢板上，2018 年受钢铁行业淘汰落后产能及环保要求提高影响，再加上国内镀锡板行业长期处于过剩状态，产量出现一定回落。2019 年 1、2 月，重点企业镀锡板产量分别为 10.27 万吨和 19.65 万吨，2 月累计同比上涨 14.27%，主要因国内粗钢产量增长。

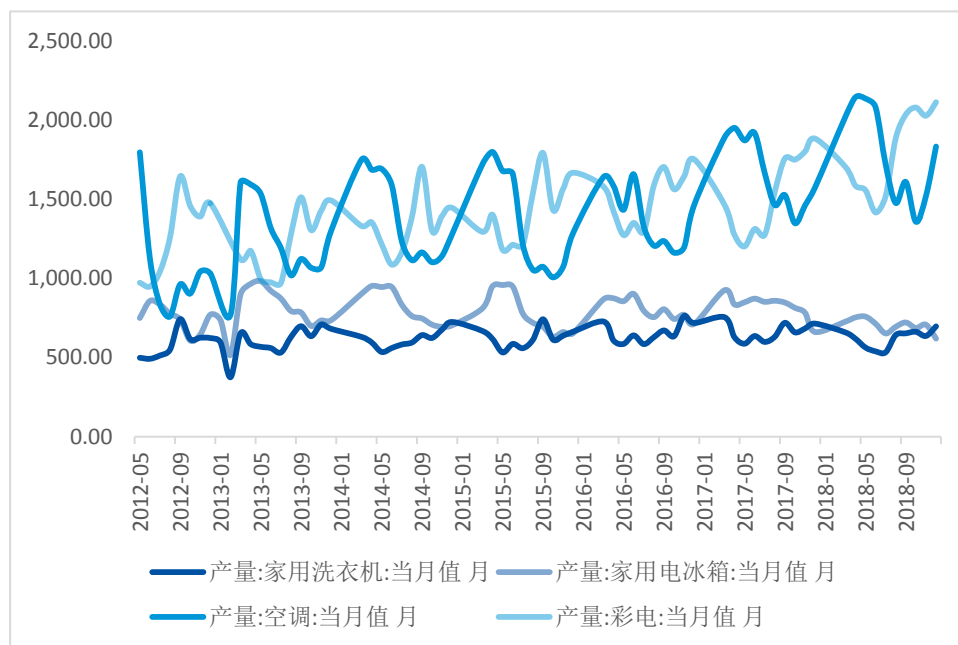
图 35、镀锡板产量累积值（单位：万吨）



数据来源:Wind 南华研究

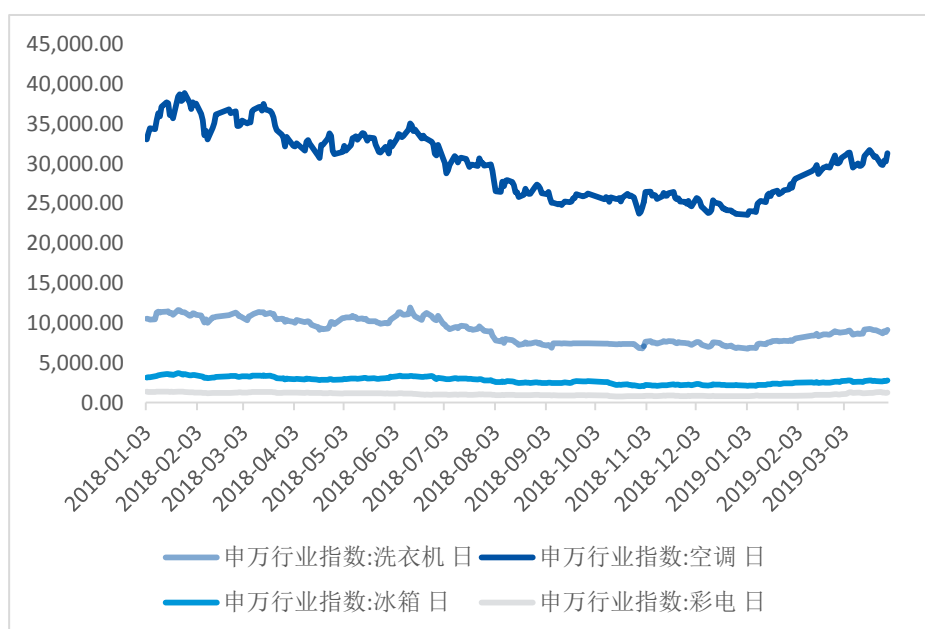
化学制品方面，锡主要用于 PVC 热稳定剂领域，而随着 PVC 热稳定剂无毒化发展，锡在 PVC 稳定剂发展领域将有较大的发展空间。

图 36、家电产量（单位：台）



数据来源:Wind 南华研究

图 37、申万行业指数



数据来源:Wind 南华研究

锡焊料主要用在冰箱、空调和家电等领域。18 年空调、冰箱、洗衣机三大电器中，冰箱、洗衣机则同比下降而空调累计同比保持增速但较 2017 年明显下滑。19 年房产“一城一策”，“因城施策”，房产情况较 2018 年或将得到改善，当政策调控的稳定和持续将保证房产不太可能出现大幅增长，家电领域的消费从年初已开始增长但目前仍弱于去年同期，对锡消费的拉动仍需时间。

总体来看，目前国内锡消费情况较 2018 年增速有限，而消费的边际改善需要时间来产生质变，因此预计二季度锡价仍以震荡行情为主。

六、2019 年二季度锡市展望

对比 18 年的供需情况，19 年锡供需矛盾集中在供应端，缅甸矿供应减少和印尼矿何时能恢复常量供应很大程度上决定了锡价走势。国内精炼锡产量受到矿和选厂供应限制，同时环保对精炼锡产量影响也非常大，今年 1 季度宏观预期改善带动锡价上涨。预计未来锡价仍以震荡行情为主，震荡区间为 14 万 5 至 16 万。

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话：021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

南通营业部

南通市崇川区崇文路 1 号启瑞广场 20 层 2308、2309 室
电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
电话：0351-2118001

浙江分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区越发大厦 905-906 室
电话：0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话：0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

宁波营业部

浙江省宁波市江北区大闸南路 500 号 24 幢 1706 室
电话：0574-87274729

济南营业部

济南市历下区泺源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505
电话: 0531-80998121

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话: 0573-83378538

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611588

合肥营业部

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 416 号中浪国际大厦 C 座
5 层 503 室
电话: 0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话: 0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼 1405 室 (第
14 层)
电话: 0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A502 室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A501 室
电话: 010-63161286

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88539900

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话: 024-22566699

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-39048000

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798978

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话: 0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话: 0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话: 0451-58896600

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702
室
电话: 0755-82777909

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话: 0755-82777909

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net