

## 產業觀察

# 菲律賓環保趨嚴，鎳價能否重回 2014 年榮景？

### 一、菲律賓效法印尼

印尼於 2009 年制定新礦業法，自 2014 年 1 月開始施行，該法律規定，禁止鎳礦和鋁土礦出口，但印尼政府允許 66 家礦業公司繼續出口精煉過的礦至 2017 年，為避免得以繼續出口的 66 家礦業無意於印尼興建冶煉廠，印尼財政部針對仍可出口之礦產品依產品之純度課徵不同稅率，稅率逐年提高，至 2016 年底前將提高至 60%。

2005-2014 年期間，中國不銹鋼產量複合增長率達 24.83%，高出全球除中國外的平均水準 20.11%，2015 年中國不銹鋼產量 2156 萬噸(-0.6% YoY)，佔全球不銹鋼粗鋼總產量 51%，不銹鋼材的主要原料為鎳，以 304 不銹鋼為例，鎳、鉻兩種原料佔據總成本的比重達到 60%-80%，因為冶煉的方法不同，中國主要是進口含鎳量低且成本低的紅土鎳礦經過冶煉後成為含鎳成分的鎳生鐵，成為不銹鋼的基料，而鎳生鐵折合純鎳佔中國不銹鋼純鎳需求的一半，因此除了倫敦鎳價會影響不銹鋼的產品報價外，紅土鎳礦或是鎳生鐵的價格亦影響不銹鋼產品報價。

同時鎳的產地相對集中(印尼、菲律賓合計佔全球總產量的 35%)，因此不銹鋼價也容易受到相關國家政策的影響，進而導致成本推動的價格上漲。

2016 年 1-4 月全球鎳礦產出 62.2 萬噸(-8.4% YoY)，2014 年以前，全球最大的鎳礦生產國家是印尼，佔全球產出比重 32.1%，其次是菲律賓和俄羅斯，分佔第二、第三名，但印尼 2014/1 實施新的礦業法後，喪失的市場主要由菲律賓、加拿大和新喀里多尼亞瓜分，以 2015 年的數字來看，菲律賓佔全球鎳礦產出第一名，佔比 21.6%，但 2016 年 1-4 月菲律賓受到雨季影響，生產鎳礦僅 7.5 萬噸(-37.7% YoY)，佔比落後加拿大和俄羅斯。

由於菲律賓是全球最主要生產鎳礦的國家之一，因此當菲律賓加強環保稽核，勒令礦場關閉生產，使得倫敦鎳價突破 1 萬美元/噸的關卡，雖然菲律賓師法印尼限制鎳礦出口減少，對鎳價短線上提供支撐的題材，但整體而言卻無法持久，可從紅土鎳的供應來源、替代需求和價格來觀察。

表一：全球主要鎳礦生產國家比重

國家	2012	2013	2014	2015	2016
	Year	Year	Year	Year	1-4
巴西	4.6%	4.2%	4.7%	4.4%	4.4%
加拿大	8.7%	8.6%	10.9%	10.9%	13.6%
中國	4.4%	4.1%	4.6%	4.3%	4.8%
印尼	27.5%	32.1%	8.2%	6.0%	8.9%
菲律賓	13.7%	12.2%	20.5%	21.6%	12.1%
俄羅斯	11.4%	10.2%	12.2%	12.2%	13.5%
澳洲	10.3%	9.0%	11.3%	10.4%	10.4%
新喀里多尼亞	5.6%	6.3%	8.2%	8.7%	9.5%
全球	100.0%	100.0	100.0%	100.0%	100.0%

資料來源：INSG；永豐投顧整理，Aug. 2016

## 二、紅土鎳的供應結構將轉變

首先來觀察，全球最大不銹鋼生產大國-中國進口紅土鎳的狀況，2013年中國進口紅土鎳礦 7,118 萬噸 (+10%YoY)，2013年自印尼進口 4,112 萬噸 (+21%YoY)，佔比 58%，主要是因為 2014/1 的出口禁令使得中國廠商提前買料，而中國自菲律賓進口 2,957 萬噸 (-3%YoY)，佔比 42%，雖然 2014 年以後中國自菲律賓進口的比重一路攀升至目前的 95%，但中國不銹鋼市場供過於求，使得每年進口紅土鎳礦呈現兩位數衰退，1H16 中國進口紅土鎳僅 1114 萬噸 (+23%YoY)。

表二：中國紅土鎳礦進口趨勢

紅土鎳 進口量	中國	自印尼	自菲律賓	中國	印尼	菲律賓	印尼	菲律賓
	萬噸	萬噸	萬噸	YOY	YOY	YOY	比重	比重
2011	4,826	2,571	2,213	92%	110%	79%	53%	46%
2012	6,500	3,389	3,046	35%	32%	38%	52%	47%
2013	7,118	4,112	2,957	10%	21%	-3%	58%	42%
2014	4,772	452	3,640	-33%	-89%	23%	9%	76%
2015	3,517	7	3,427	-26%	-98%	-6%	0%	97%
1H2016	1,114	3	1,063	-23%	--	-25%	0%	95%

資料來源：WIND；永豐投顧整理，Aug. 2016

另一方面紅土鎳礦的庫存水位，受到中國不銹鋼市場清淡影響，港口庫存水位自 2014 年下半年以來持續下滑，到 2016/2 才止跌回升，然目前的庫存水位 1500 萬噸相較過往動輒 2 千萬噸仍有一段差距，若不銹鋼市場好轉，廠商可能比較會積極搶貨備庫存，但目前並無此誘因；若菲律賓中斷鎳礦出口，廠商擔心分散料源不易，可能出現搶運，但和 2H13 年的拉貨力道相比，此次提前拉貨的力道雖有，但較小，究其原因，可能是目前菲律賓的策略並未像印尼那樣高強度禁止出口，僅是部分礦區暫停生產而已。

圖一：中國紅土鎳港口庫存

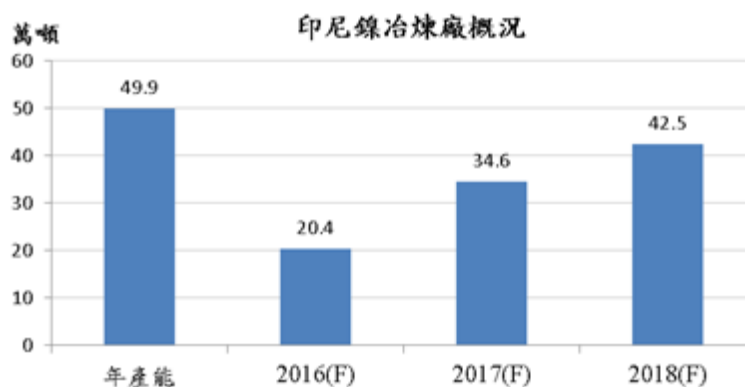


資料來源：Mysteel；永豐投顧整理，Aug. 2016

若菲律賓有進一步更嚴格的環保措施讓鎳礦無法出口時，倫敦鎳價是否可能重回 2014 年的 2.1 萬美元/噸榮景呢？首先得先了解目前外資廠商兩年前在印尼投資的鎳鐵廠的進度。目前印尼已建、在建、計畫籌建的鎳冶煉廠有 31 家，計畫鎳冶煉產能 49.9 萬噸/年，目前已經運行的鎳鐵廠有 7 家，整體來看 2016 年預估可生產 20.4 萬噸鎳，2017 年為 34.6 萬噸 (+70%YoY)，2018 年為 42.5 萬噸 (+23%YoY)。依照提煉的鎳生鐵品位不同，推算出 2016~2017 年使用印尼紅土鎳礦 765 萬噸，1,005 萬噸和 1,260 萬噸，亦即原本部分需要從菲律賓進口的紅土鎳礦需求，在未來三年內由印尼當地鎳鐵廠直接當地採購紅土鎳、冶煉後產生鎳生鐵，中國來自菲律賓的紅土鎳礦需求將被印尼部分取代。

1H16 中國進口紅土鎳 1,114 萬噸，推估 2016 年進口需求為 2,717 萬噸（以 2015 年上下半年進口比重去推算），假設菲律賓 2H16 全面禁止鎳礦出口，由於 1H16 中國自菲律賓已進口 1063 萬噸，加上印尼冶煉廠的 765 萬噸和印尼的 3 萬噸，缺口為 886 萬噸，而中國紅土鎳礦的港口庫存為 1500 萬噸，因此在最糟的情況之下，中國仍無須擔心料源供應中斷，更何況仍可從其他國家進口（2016 年中國在中斷 3 年後重新開始從新喀里多尼亞進口鎳，上限為 70 萬噸鎳礦），因此此次菲律賓的環保策略行為對於鎳價助漲效益雖有，但可能時間短，且幅度小於 2014 年。

圖二：印尼鎳冶煉廠投產進度



資料來源：永豐投顧整理，Aug. 2016

印尼鎳礦含鎳 1.8-1.85%%報價今年以來不漲反跌，由年初的 410 人民幣/濕噸下滑到 4 月的 340 人民幣/濕噸，之後小漲至目前的 350 人民幣/濕噸，此價格已經維持三個月期間。菲律賓鎳礦含鎳 1.5-1.6%%報價由年初的 220-235 人民幣/濕噸維持至今，而含鎳 1.4-1.5%%報價則較年初小漲 10 人民幣/噸，幅度 5.3%。顯示需求清淡持續導致紅土鎳價價格疲弱。

圖三：紅土鎳礦價格走勢



資料來源：WIND；永豐投顧整理，Aug. 2016

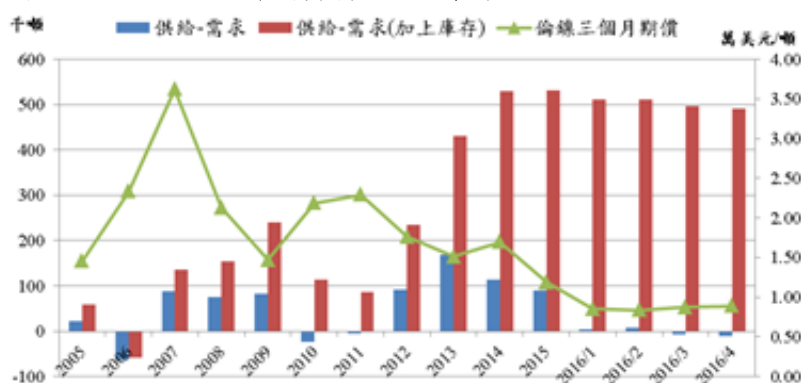
短線上受到弱勢美元和菲律賓治理採礦污染，倫敦鎳三個月期貨價於 6 月 8000 美元/噸落底後開始上漲，近期來到 10,475 美元/噸，中長線仍需觀察不銹鋼市場需求，然從主要消費大國疲弱的經濟增長（中國 2013 年以前鎳需求增長兩位數，2014 年以後僅剩 5-6%，歐盟則是衰退），不銹鋼需求未見明顯回升，從 INSG 提供的不銹鋼供給和表觀需求量來看，2016/1 以後供過於求的缺口縮小但鎳價卻在 8 千-9 千美元/噸盤整，主要是未考量到庫存因素，考慮庫存因素後，鎳價之所以無法長期上揚，除了不銹鋼需求疲弱外，考量鎳庫存後真正超額供給無法改善才是主因。

圖四：倫敦鎳三個月期貨價



資料來源：LME；永豐投顧整理，Aug. 2016

圖五：倫敦鎳三個月期貨價 VS 鎳庫存



資料來源：WIND；永豐投顧整理，Aug. 2016

### 三、結論

綜合言之，由於大陸的洪澇影響太鋼出貨、部分鋼廠檢修致鋼坯減少、弱勢美元、菲律賓的環保趨嚴均推升大陸的不銹鋼熱軋價格上漲，倫敦鎳期貨價格雖然自6月以來上漲3成，但考量菲律賓即使要如印尼禁止礦物出口，法律制定到實施長達數年，即使片面供給中斷，除了既有紅土鎳庫存，仍有其他國家可支應，加上在印尼設立的不銹鋼廠也投入生產，研判鎳價短線雖有撐，但中長線來看不具有漲勢。

表三：不銹鋼產業同業比較

股號	公司	EPS	
		2016 (F)	2017 (F)
2034	允強	1.79	1.85
5009	榮剛	0.64	0.70

註：允強 7/19 除權息，因配股 1 元，EPS 有所更動  
資料來源：Cmone；永豐投顧整理預估，Aug. 2016

---

#### 台北

永豐證券投資顧問股份有限公司  
台北市八德路二段 306 號 8 樓  
電話：(886 2) 8161-8098

#### 台北

永豐金證券股份有限公司  
台北市重慶南路一段 2 號 17 樓  
電話：(886 2) 2312-3866

#### 倫敦

永豐金證券（歐洲）有限公司  
4<sup>th</sup> Floor, Mitre House, 12-14 Mitre Street  
London EC3A 5BU  
UK  
電話：(44 20) 7614 9999

#### 香港

永豐金證券（亞洲）有限公司  
香港九龍尖沙咀北京道 1 號 21 樓  
電話：(852) 2586-8288

#### 上海

永豐金證券（亞洲）有限公司上海代表處  
上海市浦東新區世紀大道 1528 號陸家嘴基金大廈 1903A 室  
電話：(86-21) 6886-5358

---

責任聲明：本報告內容僅供參考，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本報告中之內容或有取材於本公司認可之來源，但並不保證其真實性或完整性；報告中所有資訊或預估，變更時本公司將不作預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責。此外，非經本公司同意，不得將本報告加以複製或轉載。

102 年金管投顧新字第 003 號