

2023年9月8日

研究员：许亮
从业证书：F0260140
投资咨询：Z0002220
审核：唐韵 Z0002422

上海市虹口区
东大名路1089号26层
2601-2608单元

电话
13818180941

电子邮件
xuliang@eafutures.com

网站
eafutures.com

免责声明：本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

观点

新增待投精炼镍产能较大，而精炼镍消费因镍豆在硫酸镍中的使用被中间品挤占会有下降，供增需减、走向过剩的预期较为强烈。

国内精炼镍产量环比走高确定了产能投放趋势，但仓单稀缺容易导致价格反复。

基本面

供需：

再平衡：印尼一级镍（高冰镍和MHP）持续放量，挤占了纯镍在电池中的应用，因此，23年纯镍需求进一步下降；而精炼镍供给因电积镍产能释放反而会增加，过剩定价强烈。

一季度，格林美电积镍投产、华友准备交割品牌注册打破了供给紧张预期；二季度，现实仓单稀缺容易使镍在预期和现实之间反复。

库存：

国内 1.2 万吨，全球显性库存 5 万吨（周度+0.3）。

价差：

金川升水2250元/吨，俄镍贴水200元/吨。
折1%金属，俄镍报1665.5，硫酸镍报1427，镍生铁报1165。

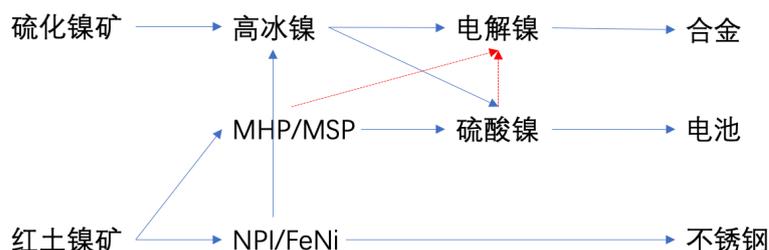
基本面要点

向上驱动	<ol style="list-style-type: none"> 1. 中间品产能释放较慢。 2. 合金需求拉动明显。 3. 印尼镍矿政策出现扰动。
向下驱动	<ol style="list-style-type: none"> 1. 新能源电池需求较弱。 2. 精炼镍产量较高。
逻辑分析	镍矿政策带来一定预期好转，但现实过剩。
观点	空。

产业

镍产业工艺路径复杂、产品形态多样，是分析市场供需时容易产生较大分歧的一个关键因素。因此，我们强调分析过程中，既重视总量也关注结构，即通过以镍资源总量、一级镍、交割镍（包括镍板、镍豆等）这三大类来综合观察。

本报告将分析重点放在交割品上，对总量镍资源（包含 NPI、FeNi 等二级镍产品）和一级镍（包含以高冰镍、MHP 为原料的硫酸镍）等着墨较小。





数据来源：EAF

供需

平衡上看，2021 年全球经济复苏（电池和不锈钢需求同步大幅增长）、叠加俄罗斯等国供给减量，镍市场呈现大幅短缺；而 2022 年供给恢复、叠加电池需求大幅回落（指硫酸镍生产中使用的纯镍），市场缺口有所收窄。

2023 年，随着印尼一级镍（高冰镍和湿法镍）产能的进一步放量，电池需求中的纯镍消耗继续被挤占，精炼镍市场需求反而还有缓慢下降。

而供应端，中国及印尼几个精炼镍项目的投产，纯镍供给增加也在加速镍市场重回过剩的步伐。需要提醒的是，在供给释放的过程中，俄罗斯作为全球最大的单一交割品供给国，其产量意外会导致明显的平衡变化，海外其他主流精炼镍企业如淡水河谷、嘉能可等的生产情况也值得重点关注（上半年上述三家公司精炼镍产量下降也是今年海外镍市场库存保持偏低的一个因素）；而印尼作为新的电解镍产能投放大国，其产能进度及原料供给则会对行情产生更直接和更大的影响。

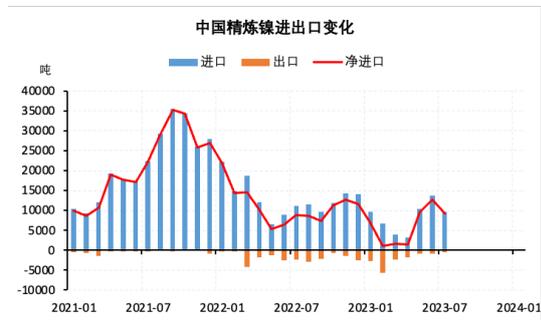
		2020A	2021A	2022e	2023F	同比	23年供给调整方向							
							2022.11.30	12.7	12.20	12.31	2023.1.4	5.11	8.20	
							原始	减vale	减俄镍	加金川	加格林美	加华友	加青山	
交割品供需平衡表	纯镍供给	镍板	54	52	52	56	7.7%	54	53	52	53	54	55	56
		镍豆	20	19	21	21	0.0%	22	21.5	21	21	21	21	21
		镍珠	5	4	4.8	5	4.2%							
		镍粉	3.5	3	3.2	3.5	9.4%							
		小计	82.5	78	81	85.5	5.6%							
纯镍需求	高温合金	14.5	15.3	16.7	19	13.8%								
	合金钢	4.5	5	5.7	6.5	14.0%								
	电池	4	16	10	5	-50.0%								
	不锈钢	26	29	20	19	-5.0%								
	其他	32	33.5	34	34.5	1.5%								
	小计	81	98.8	86.4	84	-2.8%								
平衡		1.5	-20.8	-5.4	1.5									

		22.May	22.Dec	23.Jul	23.Dec	
单月	供给	镍板	17000	13400	16700	21000	24000
		净进口	10000	5000	11500	2000	-2000
		小计	27000	18400	28200	23000	22000
	需求	不锈钢	2640					
	电池	0						
	电镀	5000						
	合金等	11500						
	其他	3500						
	小计	22640						

冶炼厂	产能 (吨/月)
格林美	3000
青山	4000
华友	4500
中伟	1000
金川	2500
小计	15000

数据来源: Nornickel, Wood Mackenzie, SMM, EAF

国内需求上, 不锈钢、电池等需求稳定, 而电镀、合金等产品需求快速增长、成为定价关键因素; 另一方面, 中国纯镍新增产能暂时还不足, 进口纯镍满足交割和部分内需的要求还存在。因此, 进口变化实际上也是国内镍供需中的关键因素。



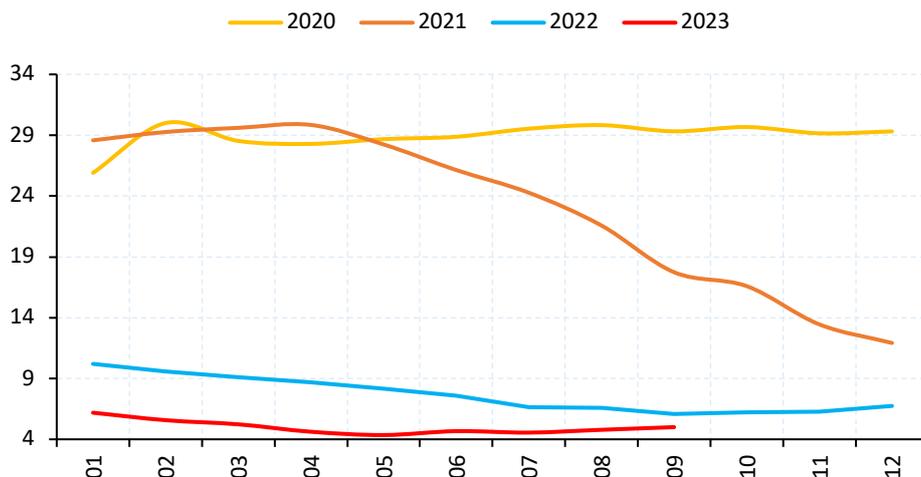
数据来源: 海关, SMM, Mysteel, EAF

一季度以来, 精炼镍进口大量减少, 缓解了国内市场的供给压力, 而4月俄罗斯镍参考上期所以人民币计价, 5、6月进口大增, 不过7月俄镍现货升水大幅走低、进口长单(尤其是清关量)出现减量。

库存

截至本周, 国内精炼镍库存 1.2 万吨, 计入 LME 库存, 全球镍显性库存为 5 万吨。

全球显性纯镍库存变化



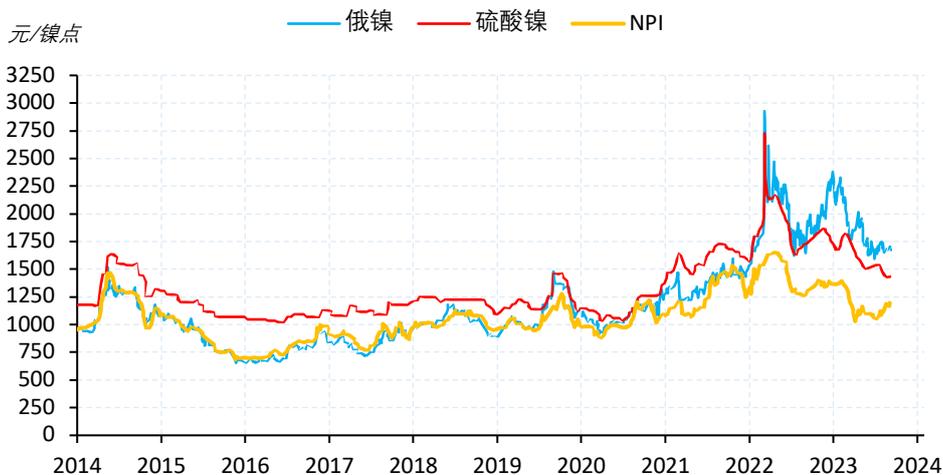
数据来源: Mysteel, Wind, EAF

价格

由于不锈钢中的纯镍使用被压缩到极限，镍价自 2020 年起，脱钩 NPI、挂钩硫酸镍定价；22 年中起，由于硫酸镍中的纯镍使用逐步被挤压到零，镍再次脱钩硫酸镍（11 月份甚至完全负相关）；23 年一季度以来，NPI-高冰镍-硫酸镍-精炼镍生产路径顺利打通，NPI 与纯镍重新挂钩，即价差达到约 35000 元/吨或 5000 美金/吨，可实现 NPI 转产精炼镍。

折 1%金属价格，本周，交割品俄镍报 1666.5，硫酸镍为 1436，NPI 至 1195。由于 7、8 月不锈钢排产环比走高，NPI 需求较好，高冰镍-精炼镍链条盈利不大。

镍产业链价格_按镍点计算



数据来源: SMM, Mysteel, Wind, EAF