

【申银万国期货】供强需弱，镍价承压

——镍专题报告

2023 年 12 月 13 日

摘要：

申万期货研究所 金属组

李野 有色金属分析师

从业资格号：F0285557

投资咨询号：Z0002369

电话：021-5058 6241

邮箱：liye@sywgqh.com.cn

孙文馨 联系人

从业资格号：F03120670

电话：021-5058 5911

邮箱：sunwx@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号

宝安大厦 7、8、10 楼

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货
宏观金融研究



申银万国期货研究

- 镍矿方面，当前国内港口镍矿库存较高，年底之前国内镍矿价格或将弱势运行。菲律宾正处雨季，镍矿发货量缩减。印尼新增配额发放，供给趋于宽松。短期内国内镍矿库存或将去化，但库存基数较大且下游消费疲弱，镍矿上涨较难得到有效支撑。
- 电解镍方面，今年国内电解镍产量呈现增长趋势，同时下游需求趋弱，合金、电镀领域无明显增长，且不锈钢、硫酸镍需求被逐步挤出，国内社会库存明显累积。展望后市，年底之前国内电镍累库趋势难改，价格持续承压。
- 镍铁方面，二季度以来印尼镍铁产量较高，国内镍铁供应充足，同时下游不锈钢消费较弱，导致二、三季度镍铁库存显著累积，四季度则由于旺季备库、钢厂减产而出现去库。短期内，预计产业负反馈逻辑具备持续性，镍铁及不锈钢价格均承压。
- 硫酸镍方面，由于新项目投产及开工率修复，硫酸镍产量有明显增长，需求端表现则相对弱势。我国新能源汽车产销量稳步上涨，但磷酸铁锂电池凭借成本优势而在市占率上更胜一筹。短期内，预计磷酸铁锂占比或高位稳定，同时新能源车产量稳定上升，因此硫酸镍需求大概率稳步增长。硫酸镍基本面难看到紧缺局面，预计价格弱势运行为主。
- 展望后市，镍元素整体供给过剩，镍价承压。短期内沪镍主力合约运行空间或在 115000-135000 元/吨。

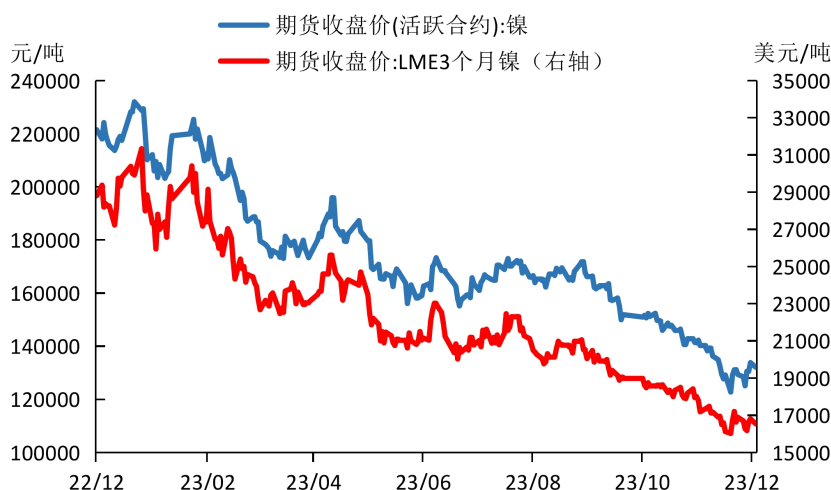
■ 风险提示：

- 1、印尼镍矿供给不及预期；
- 2、电解镍减产规模超预期。

一、镍行情回顾

今年年初以来，在宏观以及基本面因素的影响下，镍价走势较为疲弱。截至 23 年 12 月 12 日，沪镍主力合约收盘价为 131800 元/吨，较年初下降 101240 元/吨，降幅约为 43.4%。宏观角度，美国在各项经济指标良好、但通胀率有所抬头背景下选择多次加息，而美元坚挺往往意味着镍价承压；国内部分地区 GDP 增速不及预期，发行特别国债、取消房地产限售限购等多项经济刺激政策相继出台，对市场情绪有所提升，镍价出现阶段性反弹。基本面角度，新增产能释放、下游需求趋弱、交割品牌扩充多个因素叠加，导致上期所电解镍库存明显累积，镍价承压下行。

图 1：近一年 SHFE 和 LME 镍期货价格（左：元/吨、右：美元/吨）



资料来源：SMM，申万期货研究所

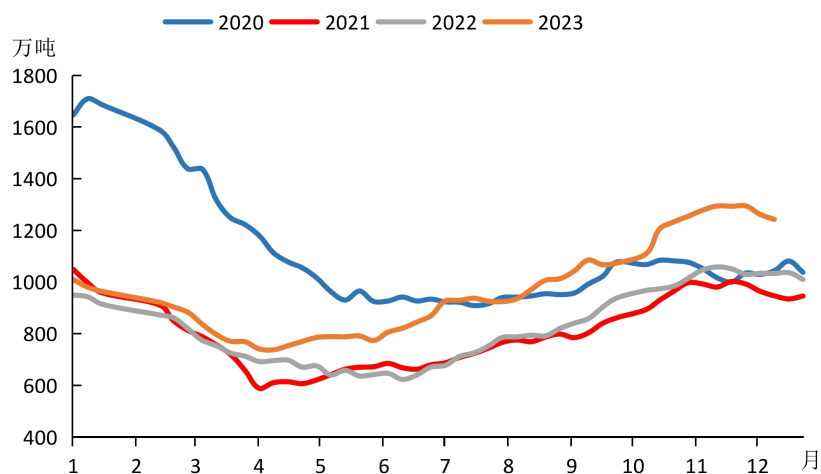
二、镍矿需求疲弱，价格承压运行

镍矿方面，当前国内港口镍矿库存较高，年底之前国内镍矿价格或将弱势运行。目前我国进口镍矿主要来自于菲律宾，据海关数据，23 年 1-10 月份我国总进口镍矿 3901 万吨，其中菲律宾总进口量 3409 万吨，占比约为 87.4%。每年的 4-10 月份通常是菲律宾发货高峰期，11 月份至次年 3 月份则因雨季而发货较少，国内镍矿港口库存容易相对地出现先累积后去化的走势。截至 23 年 12 月 8 日，国内镍矿港口库存约为 955.1 万吨，相比 23 年 4 月初增加了 344 万吨，比起 11 月下旬（考虑到 15-30 天的船期）则减少了 55.5 万吨。当前镍矿供应仍较为充足，1Q24 结束之前国内镍矿大概率去库。

印尼方面，随着新配额发放，镍矿供应趋于增长，印尼内贸

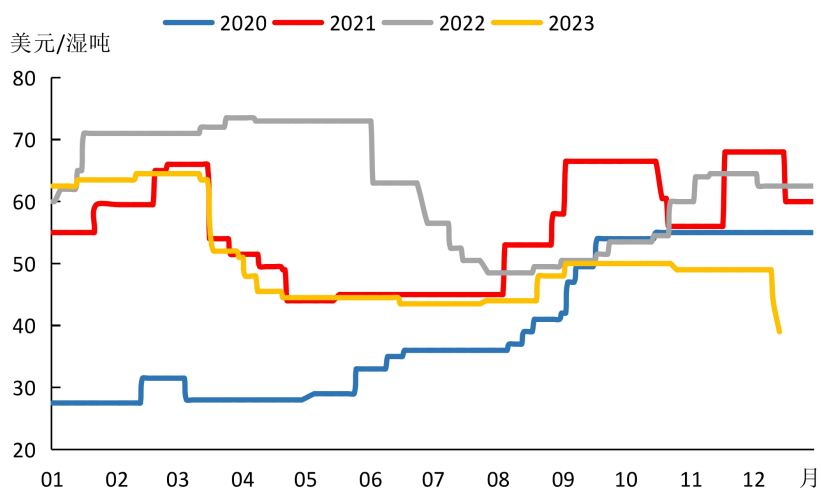
镍矿基价及升水加价走低。同时需求端，下游产品价格低位，产业链情绪略显消极，原材料采购方面观望意愿较强，镍矿价格走弱。明年一季度及以前，菲律宾处于雨季中，镍矿供应缩减。国内镍矿库存或将去化，但下游消费疲弱拖累去库幅度，镍矿价格较难得到有效支撑。

图 2：近一年国内港口镍矿库存（万吨）



资料来源：iFinD，申万期货研究所

图 3：2020-2023 年菲律宾红土镍矿 FOB 价格（美元/湿吨）



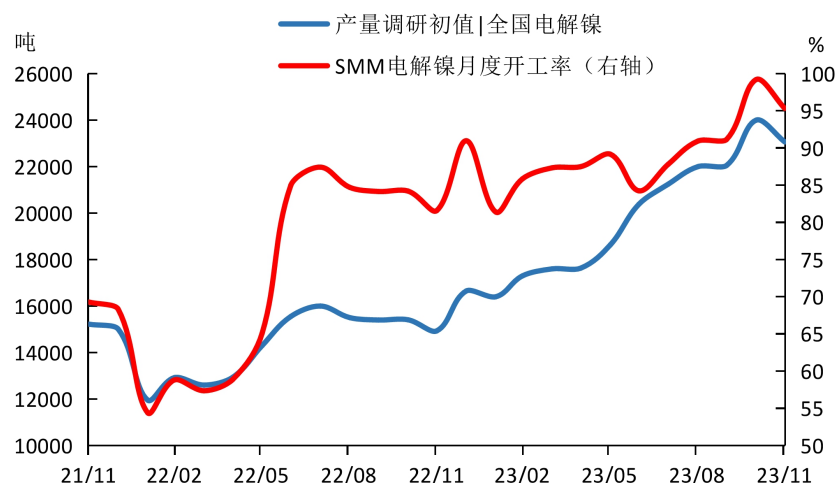
资料来源：SMM，申万期货研究所

三、电解镍：供强需弱或将维持

电解镍方面，尽管价格一路走低，但国内电解镍产量呈现增长趋势。纯镍高溢价驱动下，行业整体开工率高位上升。据 SMM 数据，截至 23 年 11 月底，国内电解镍平均成本约 14175 美元/吨，低于电解镍产品售价；国内一体化 MHP 生产电积镍成本为 107000 元/吨左右，部分厂家具有一定生产利润，开工积极性较强。但部分外采原料厂商已经处于亏损状态。此外，23 年华友、青山等电解镍新项目释放亦贡献一定供给增量。与此同时，由于今年我国电解镍进口盈亏基本为负，且二季度相对更低，因此三季度我国电解镍进口量明显下滑。展望后市，国内电镍产量或将高位稳定，预计年底之前新项目投产及前期已投产项目爬坡将释放少量新增产量。需注意到当前电镍减产规模较小，但后续镍价持续走低背景下厂商停产意愿存在增强可能性。

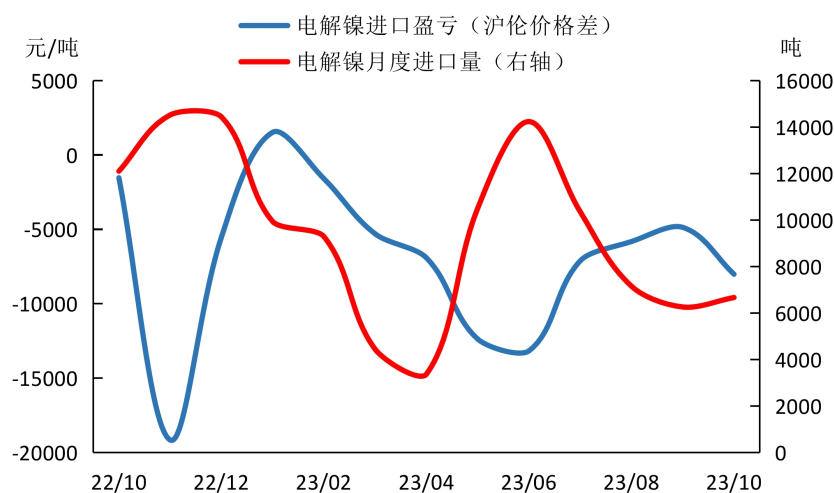
电镍下游需求趋弱，国内社会库存明显累积。需求端，电镍的下游消费板块表现均较弱，且镍铁-不锈钢、镍中间品-硫酸镍-电池/电镀路线具备经济性优势，导致电镍需求被部分取代，主要需求主要来自于合金，电镍基本面整体过剩。今年三季度以来，国内电镍社会库存从 4700 吨增至 14000 吨左右，对电镍价格形成较大压力。展望后市，年底之前国内电镍累库趋势难改，价格持续承压。但需注意，若后续镍价下跌幅度过大，不排除厂商停产可能性，届时价格或现反弹。

图 4：近两年国内电解镍产量（左：吨、右：%）



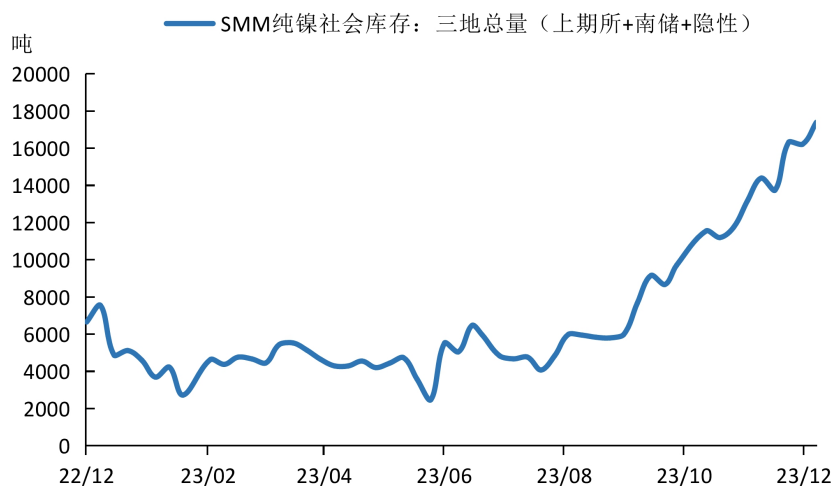
资料来源：SMM，申万期货研究所

图 5：近一年国内电解镍进口盈亏及进口量（左：吨、右：元/吨）



资料来源：SMM，申万期货研究所

图 6：近一年国内纯镍社会库存（吨）



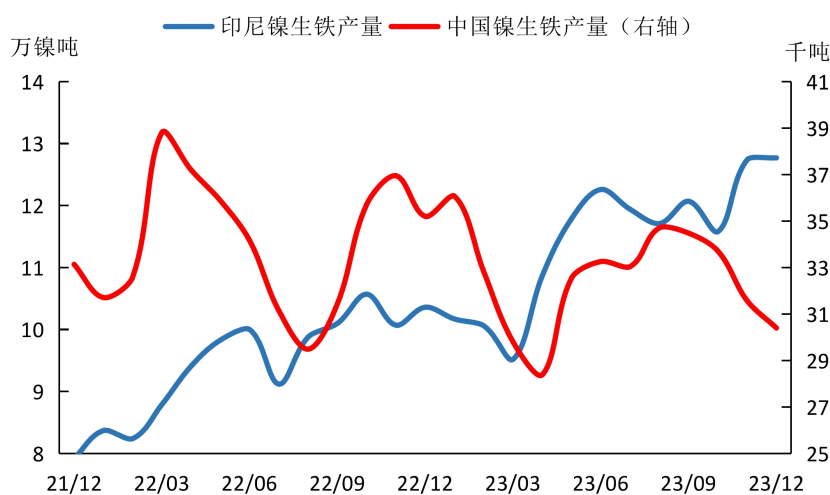
资料来源：SMM，申万期货研究所

四、镍铁：不锈钢弱势，继续演绎负反馈

镍铁方面，印尼镍铁产量高位稳定，我国进口货源增加，国内镍铁供应较为充足。今年，印尼镍铁产量同比去年明显增加，存在过剩镍铁产量，可供出口货源较多。从印尼出口数据看，印尼镍铁出口量明显增加，23 年 1-7 月印尼镍铁出口量环比增加 47.3%。与此同时，今年以来我国自印尼进口的镍铁量明显增长，

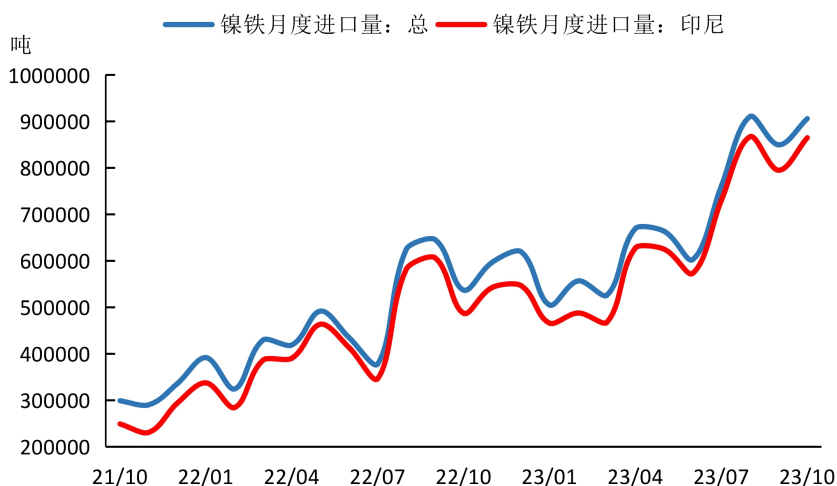
拉动我国镍铁进口总量上升。国产镍铁市场份额遭到挤占，导致国内镍铁厂开工率下滑。展望后市，预计印尼镍铁及不锈钢均有新增项目投产，可供出口的镍铁量难见大幅下滑，对国内镍铁生产挤占现象延续。

图 7：近两年国内及印尼镍生铁产量（左：万镍吨，右：千吨）



资料来源：SMM，申万期货研究所

图 8：近两年国内镍铁进口量（吨）

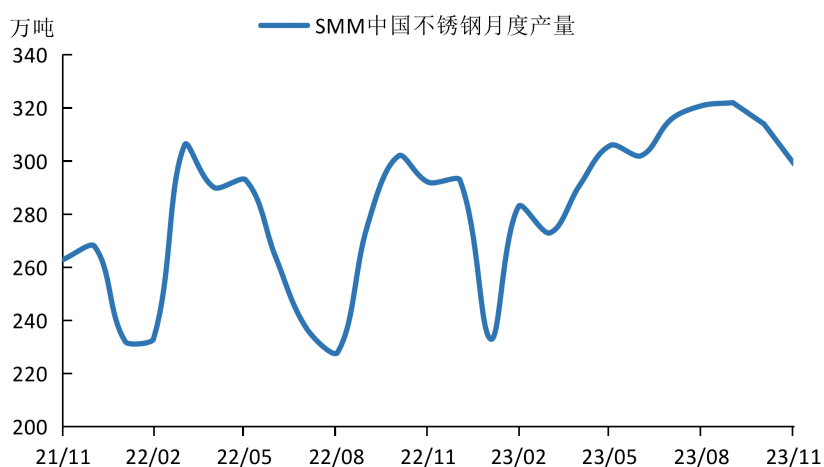


资料来源：SMM，申万期货研究所

总的来讲，今年镍铁行业呈现供强需弱格局。一方面国内镍铁供应充足，另一方面下游不锈钢消费较弱，导致二、三季度镍铁库存显著累积，四季度则由于旺季备库、钢厂减产而出现去库。

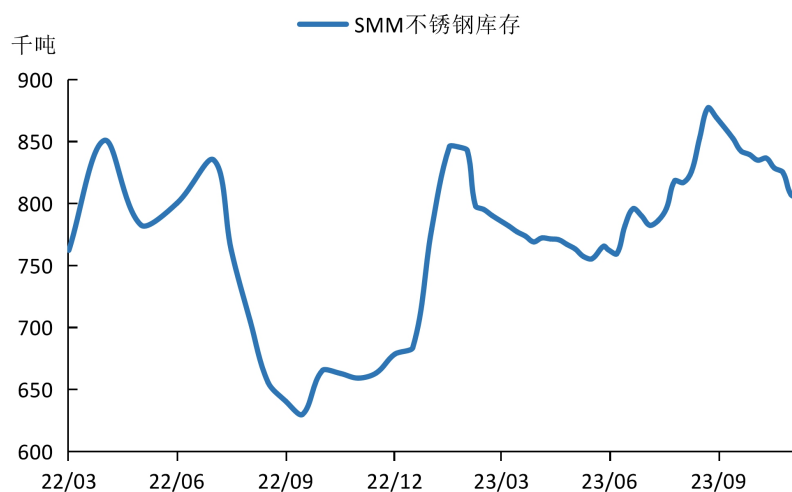
镍铁-不锈钢产业链演绎负反馈，钢厂需求低迷拉低镍铁采购价，镍铁环节利润率走低，同时不锈钢成本支撑走弱。往后看，预计负反馈逻辑具备持续性，镍铁及不锈钢价格均承压。

图 9：近两年国内不锈钢产量（万吨）



资料来源：SMM，申万期货研究所

图 10：近两年国内不锈钢库存（万吨）

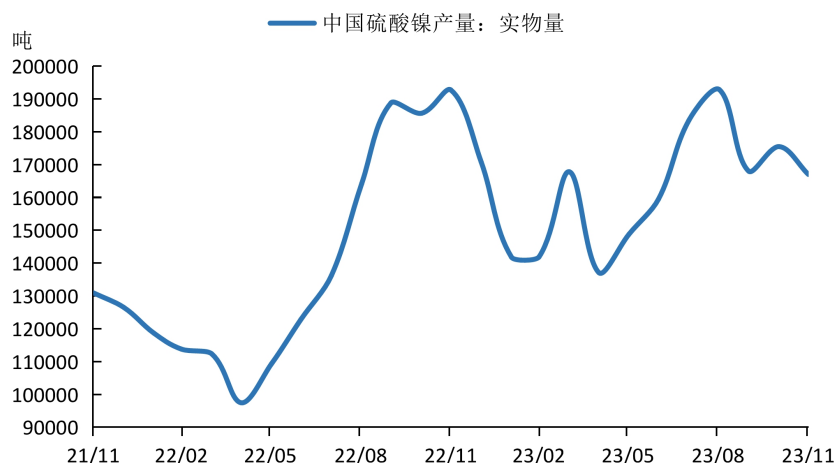


资料来源：SMM，申万期货研究所

五、硫酸镍：供给与新能源需求难匹配

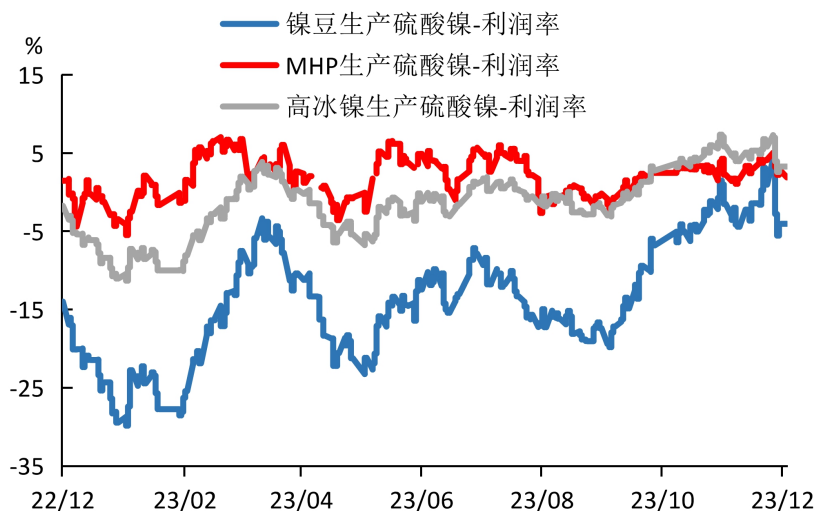
由于新项目投产及开工率修复，硫酸镍产量有明显增长。从原材料占比来看，由于中间品镍豆溶解制备硫酸镍明显处于亏损状态，当前硫酸镍原材料以中间品为主。据 SMM，今年 12 月份国内硫酸镍生产的原材料中，原生镍（除纯镍）占比约为 86%，废料占比约为 14%，硫酸镍与纯镍价格倒挂情况下，纯镍需求已完全被挤出。23-24 年，考虑到中间品及硫酸镍新产能投放，硫酸镍可运行产能增加，对其利润率上方形成制约。

图 11：近两年国内硫酸镍产量（万吨）



资料来源：SMM，申万期货研究所

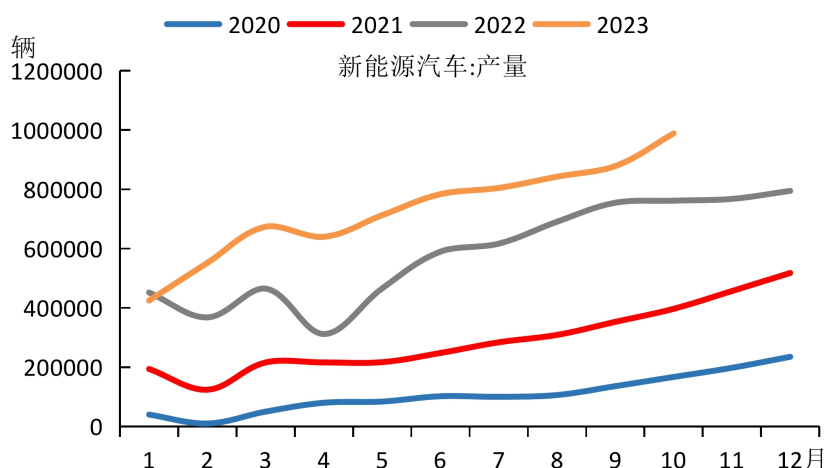
图 12：近两年硫酸镍利润率分生产工艺（%）



资料来源：SMM，申万期货研究所

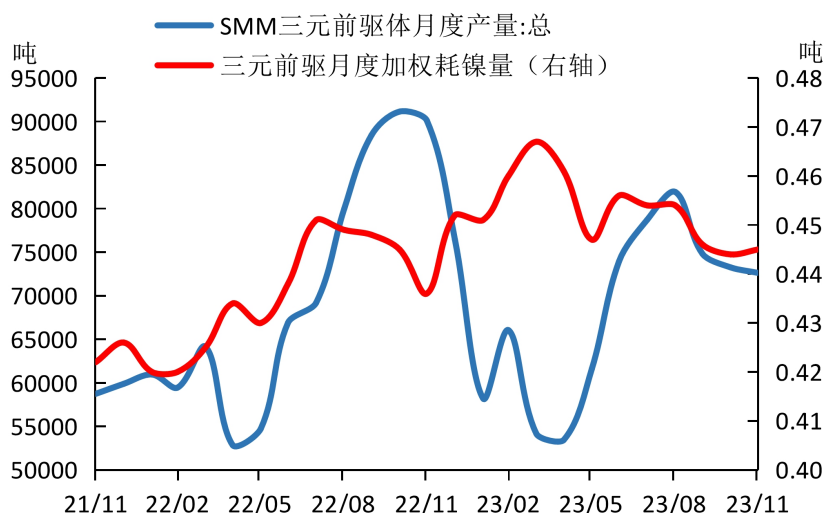
与供给相比，硫酸镍需求端表现相对弱势。从终端来看，我国新能源汽车产销量稳步上涨，带动包括磷酸铁锂电池和三元电池在内的动力电池装车量提升。但从动力电池内部技术路线看，磷酸铁锂电池装车量更胜一筹，关键因素在于其成本优势。展望后市，降本增效对于车企仍然至关重要，但磷酸铁锂电池的充电速度和续航里程问题仍有待解决，因此预计磷酸铁锂占比或将高位稳定。新能源汽车产量稳定上升，同时三元电池占比基本稳定，因此硫酸镍需求大概率呈现稳步增长。硫酸镍基本面难看到紧缺局面，预计价格弱势运行为主。

图 13：2020 年至今国内新能源汽车产量（辆）



资料来源：SMM，申万期货研究所

图 14：近两年三元前驱体产量及耗镍量（吨）



资料来源：SMM，申万期货研究所

六、总结与展望

展望后市，镍元素整体供给过剩，镍价承压。基本面角度，电镍供应端充足，行业开工率维持高位，且新项目投产带来增量；需求端相对弱势，当前电镍需求以合金、电镀为主，硫酸镍需求基本被挤出，不锈钢对电镍需求较低。因此，镍价具有下行趋势，逐步向下寻求成本线支撑。理论最低位置在一体化 MHP 生产电积镍成本，目前在 110000-120000 元/吨，但盘面未必会跌至最低成本线。原因在于随着镍价下行，空头拥挤度上升，空头对于利多消息反应敏感，比如海外矿端发生变化，节前备库订单释放，亦或是部分外采原材料企业长期亏损情况下存在减产可能性。总体来看，短期内沪镍主力合约运行空间或在 115000-135000 元/吨。

七、风险提示

- 1、印尼镍矿供给不及预期；
- 2、电解镍减产规模超预期。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

（核准文号 证监许可[2011]1284 号）

研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明

作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的不当利益。

免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。