



华联期货
HUALIAN FUTURES

交易咨询业务资格：证监许可【2011】1285号

华联期货镍年报

—— 过剩格局延续，大跌过后有望寻求支撑

20240101

作者：黄忠夏

研究助理：曾可

■ 0769-22119245

■ 0769-22116880

■ 从业资格号：F0285615

■ 从业资格号：F03118676

■ 交易咨询号：Z0010771



- 1 年度观点及策略
- 2 产业链结构
- 3 期现市场
- 4 供应端
- 5 中间品
- 6 需求端
- 7 库存端



华联期货
HUALIAN FUTURES

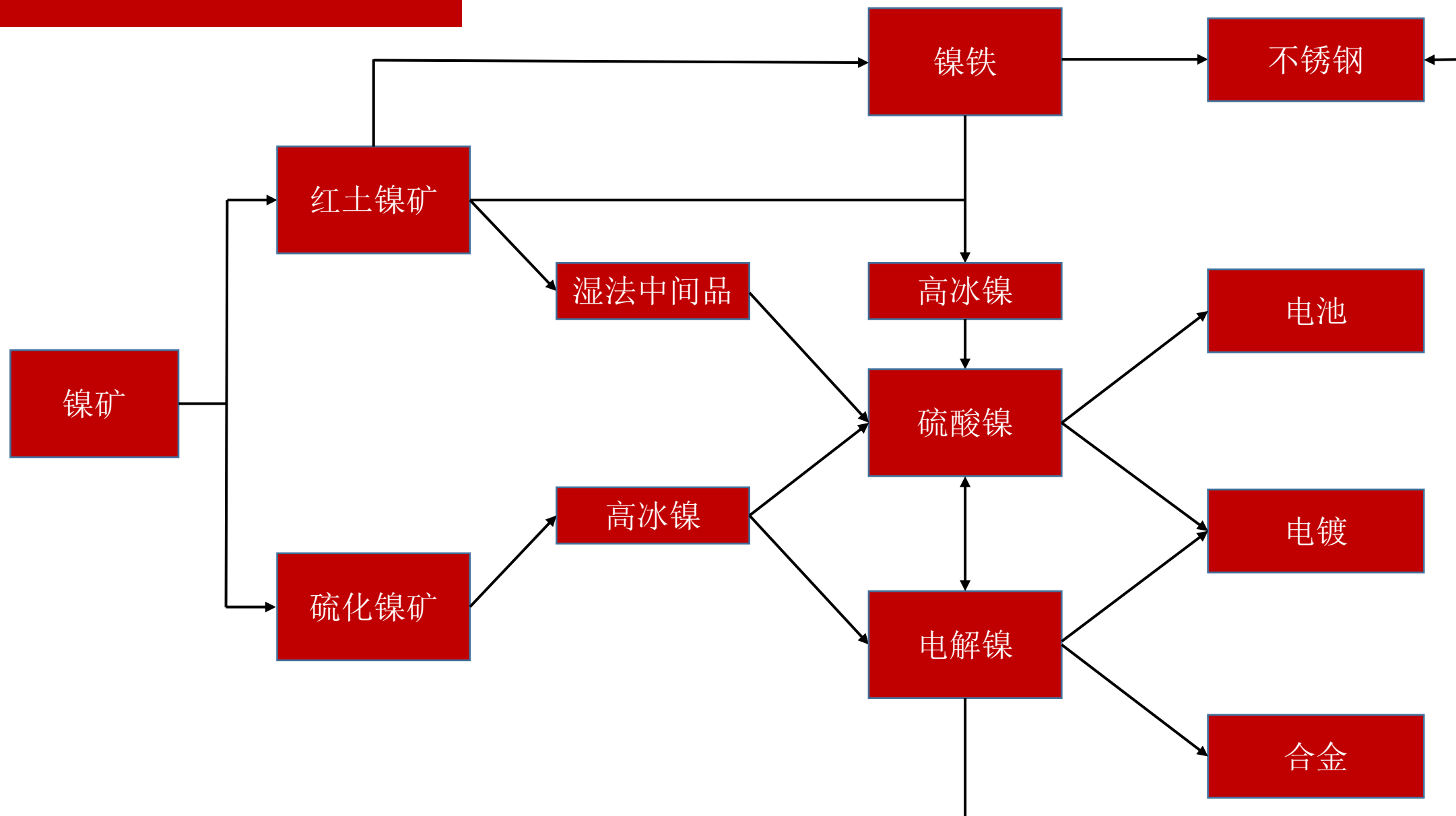
年度观点及策略

- ◆ 宏观：宏观方面，海外市场抗通胀取得明显成效，但紧缩性货币政策的传导时滞正在不断兑现，全球经济下行压力凸显，主要国家央行或将启动降息周期。中国经济定调“稳中求进、以进促稳、先立后破”，基建及高新技术等领域或将贡献需求增量，预计2024年继续稳中向好、温和复苏。印尼即将迎来2024年大选，印尼镍价指数标志着底层制度设计的完成，政策风险不容小觑。
- ◆ 供应：镍矿资源紧张不及预期，国内镍铁生产仍面临印尼资源挤出，2024年镍矿配额放开且审批周期延长，有利于矿石供给稳定，镍铁产能利用率偏低，供给预期宽松。2024年印尼二级镍及国内电积镍仍有大量新增产量释放，湿法冶炼项目将成为印尼投资重点，中间品环节进一步投产放量，预计供应增量可满足镍盐及电镍所需，电镍环节产能扩张较快，加之交割品牌逐渐落地，生产意愿颇强，过剩有望进一步表征为库存堆积。2023-2024年全球精炼镍产量预计达到89万吨、96万吨，增速分别为7%、8%；中国产量预计达到24.3万吨、30万吨，产量增速约为40%、23%。
- ◆ 需求：2023年不锈钢供应量先增后减，然需求不及预期，面临盈亏带来的动态调整，2024年低价不锈钢有望迎来需求回升，但可增长的空间不宜太过乐观，产量增速预期下降，对镍市场提振或偏有限；三元市场预计仍会被磷酸铁锂替代，但速度会放缓，而随着新能源汽车市场进一步扩大，渗透率进一步提高，三元需求会有所增加，从而带来耗镍量的增长；合金和电镀，尤其是合金或将渐成电解镍主要消耗行业并贡献边际变化量，预期行业整体仍有10%左右增速，但其受制于基数不大，需求增量或难敌供应释放。
- ◆ 库存：基于产业链各环节的持续投产预期和产能过剩现实，环节矛盾不再过分突出，电镍溢价也经历大幅回落，产业链各环节调节效应也有所加强，目前全球镍表现为全面过剩，预计2024年镍库存仍高位运行。
- ◆ 观点：宏观方面，2024年主要国家央行或将启动降息周期。从基本面来看，预计2024年电积镍新投产产能继续释放，中间品新投产产能释放，红土镍矿生产高冰镍也陆续投产，印尼镍铁产能继续释放，但国内镍铁产能被压制，镍产业链仍处于扩张周期，镍全面过剩格局延续，但精炼镍需求难言起色，供强需弱格局不改，沪伦两市镍库存继续累库，给镍价带来压力，加上成本支撑偏弱，镍价暂无明显上行驱动。需要重点关注印尼政策导向，产业链预期仍存较多阶段性机会。2023年大跌以后，风险已经大幅释放，预计2024年沪镍有望进入筑底寻求支撑阶段。
- ◆ 策略：预计一季度仍偏弱运行，总体建议继续逢高沽空。不过随着二三季度形势好转，市场有望筑底反弹。届时再采取相应的操作策略。一季度沪镍加权指数参考支撑位10-11万元/吨。

产业链结构



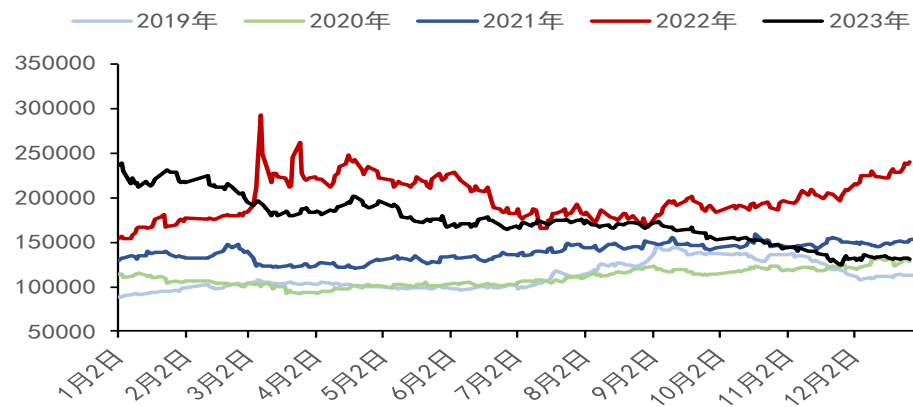
产业链结构



期现市场

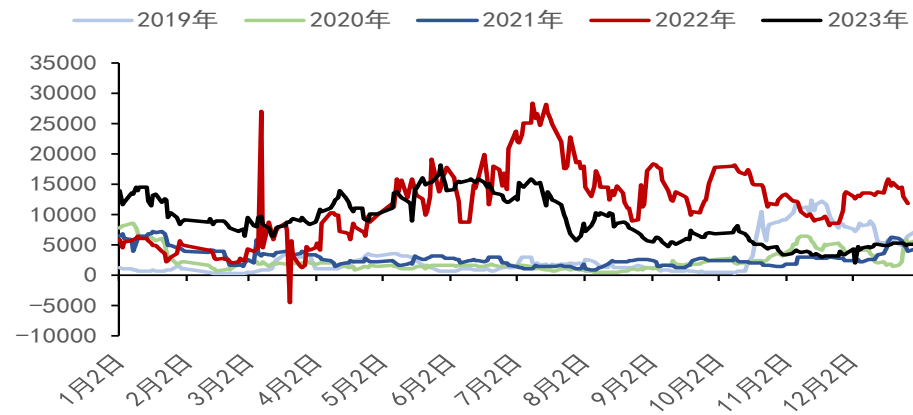
现货价格及基差

图：电解镍现货价格（元/吨）



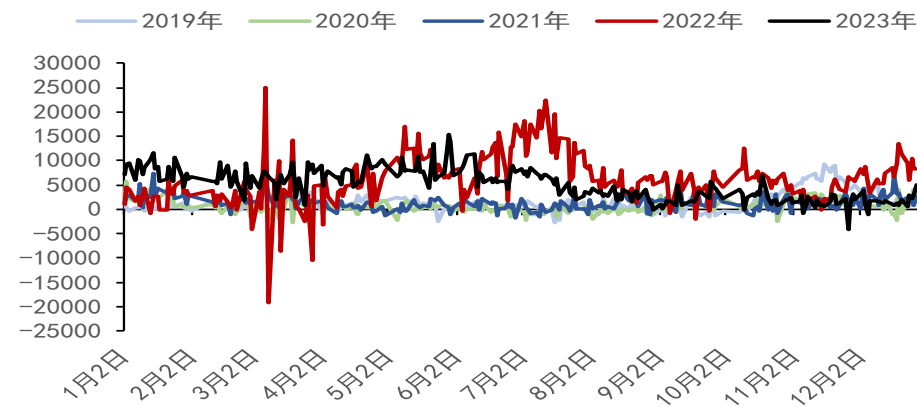
资料来源：WIND、华联期货研究所

图：金川镍升贴水（元/吨）



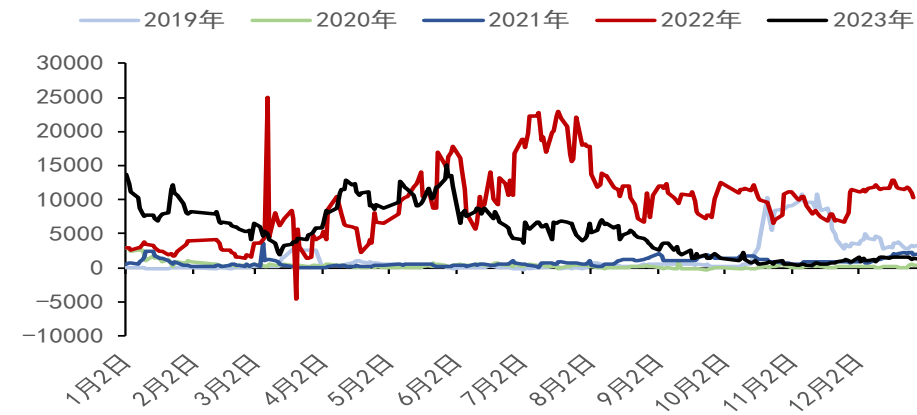
资料来源：WIND、华联期货研究所

图：电解镍主力合约基差（元/吨）



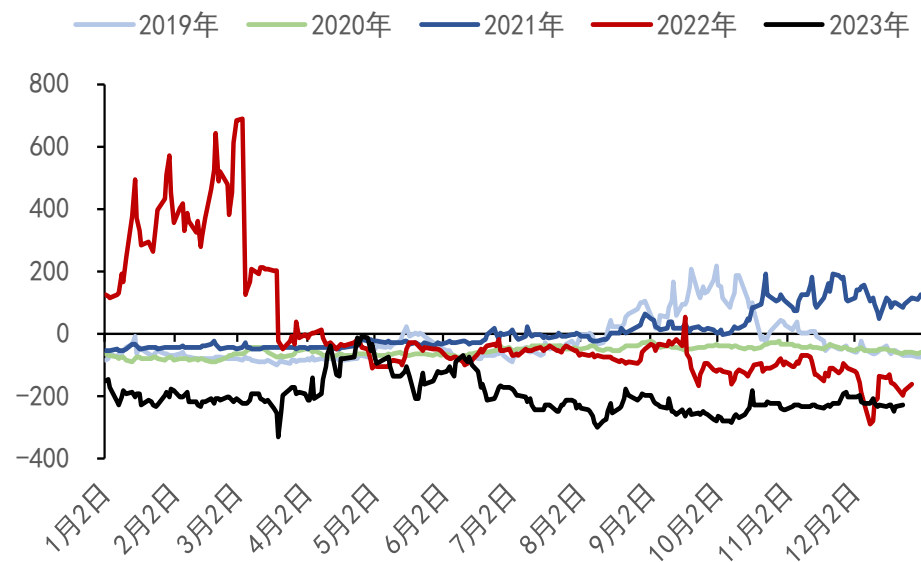
资料来源：WIND、华联期货研究所

图：俄镍升贴水（元/吨）



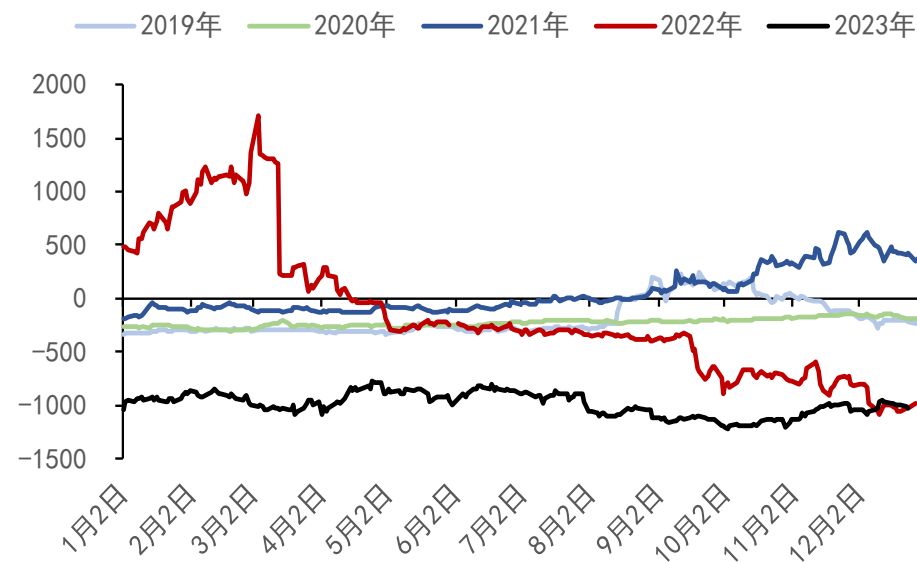
资料来源：WIND、华联期货研究所

图：LME镍升贴水：现货/3个月（美元/吨）



资料来源：WIND、华联期货研究所

图：LME镍升贴水：3个月/15个月（美元/吨）



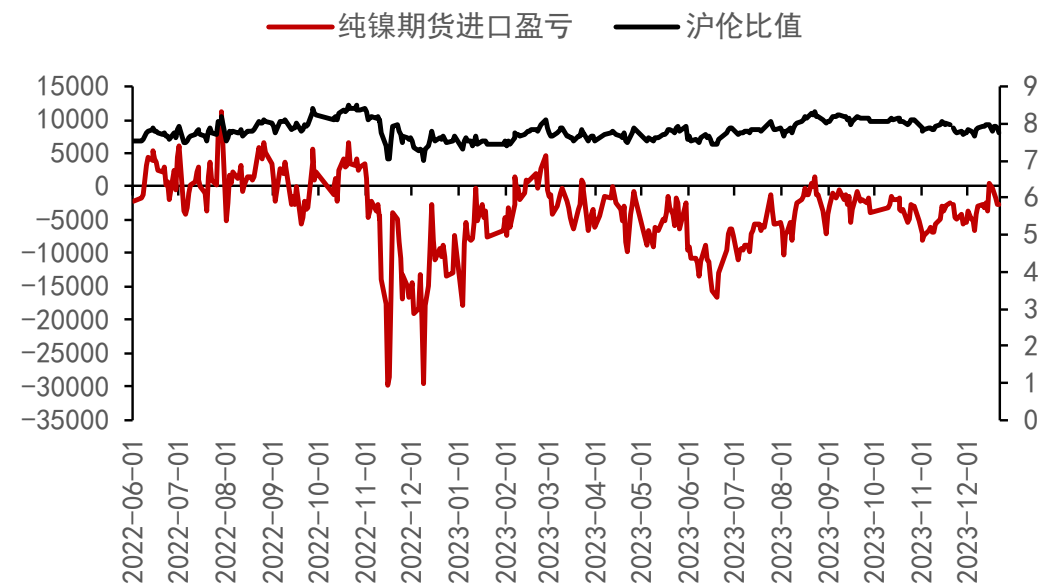
资料来源：WIND、华联期货研究所

LME0-3月升贴水和LME3-15月升贴水维持负数。



进口盈亏及沪伦比值

图：进口盈亏及沪伦比值（元/吨）



资料来源：WIND、华联期货研究所



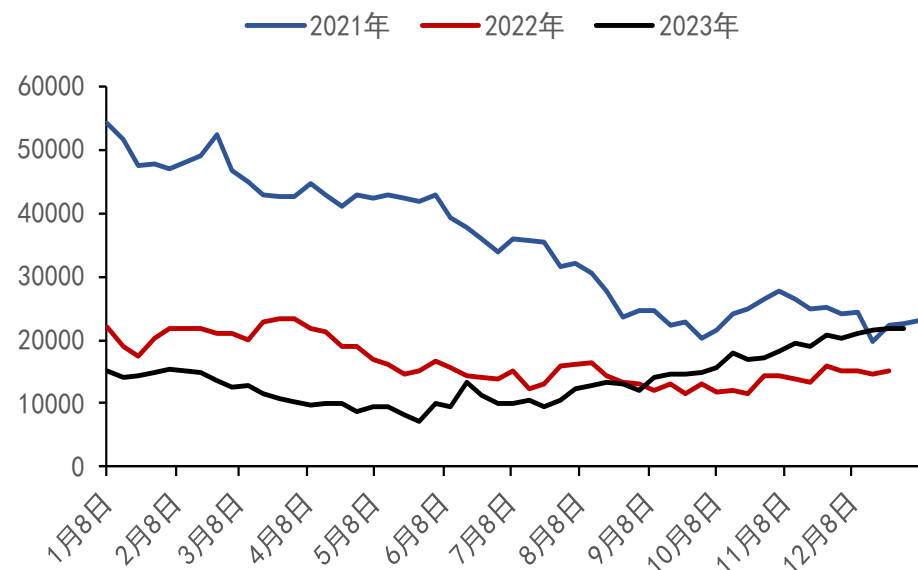
华联期货
HUALIAN FUTURES

库存端



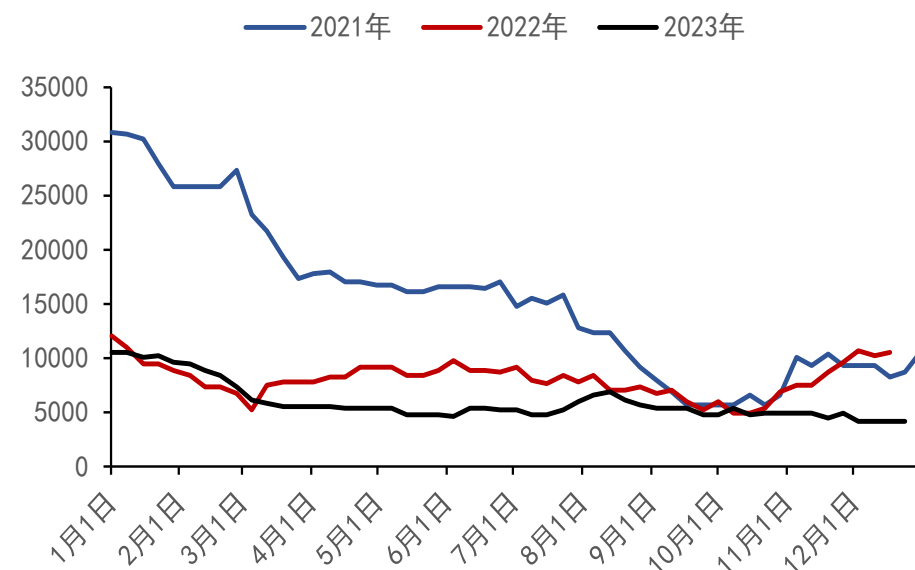
社会和保税区库存

图：精炼镍社会库存（吨）



资料来源：MYSTEEL、华联期货研究所

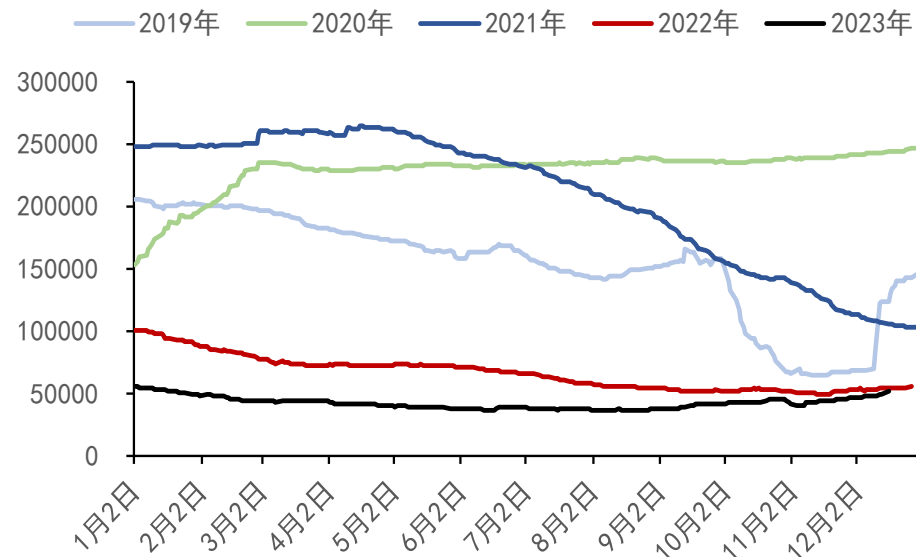
图：精炼镍保税区库存（吨）



资料来源：MYSTEEL、华联期货研究所

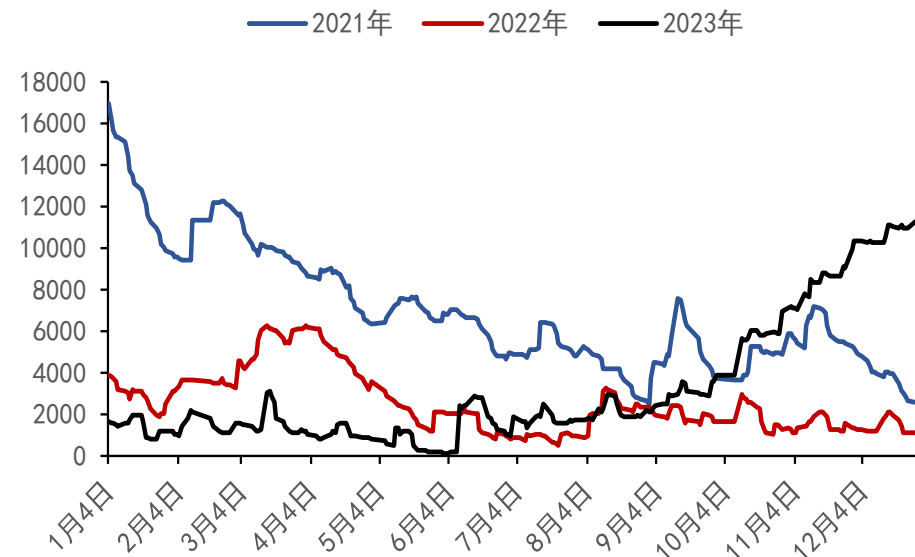
国内精炼镍社会库存从最低的约1万吨上涨到了2.2万吨，增加了1.2万吨。受电积镍产能快速释放影响，目前中国精炼镍社库已经结束了去库周期，重新开始累库，但这种累库是由于产能快速释放、需求缺乏承接情况下的过剩，属于被动补库，按库存周期逻辑，待电积镍利润被挤压殆尽后，在需求无好转的情况下，预计库存周期将进入主动去库。

图：LME库存（吨）



资料来源：WIND、华联期货研究所

图：上期所库存（吨）



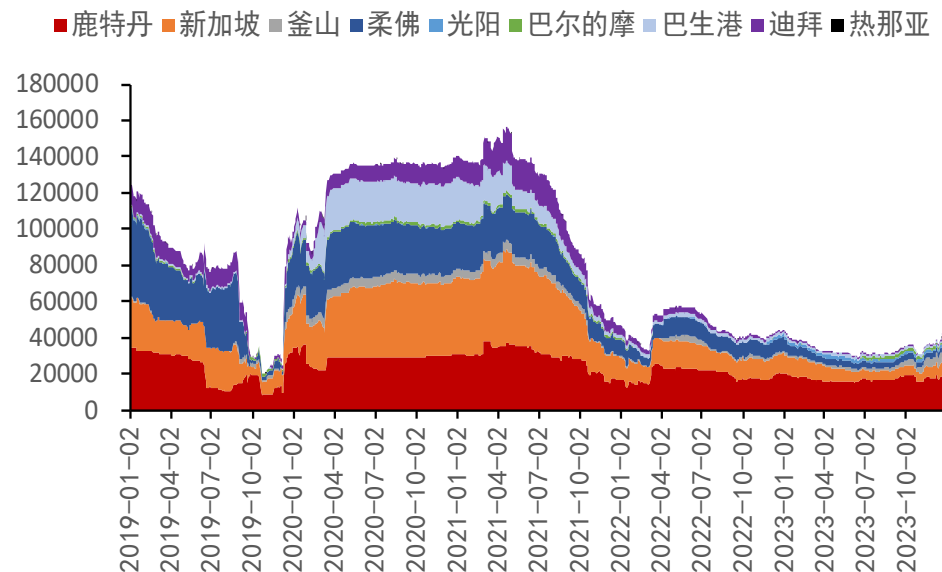
资料来源：WIND、华联期货研究所

LME镍库存从年中最低的3.6万吨回升到6.4万吨，增加了2.8万吨。一方面是需求偏弱的影响，二是LME镍可交割品牌增加所导致的。预计后市还将会有部分品牌参与注册交割，交割品扩容下预计镍价波动也会变得更为稳定。



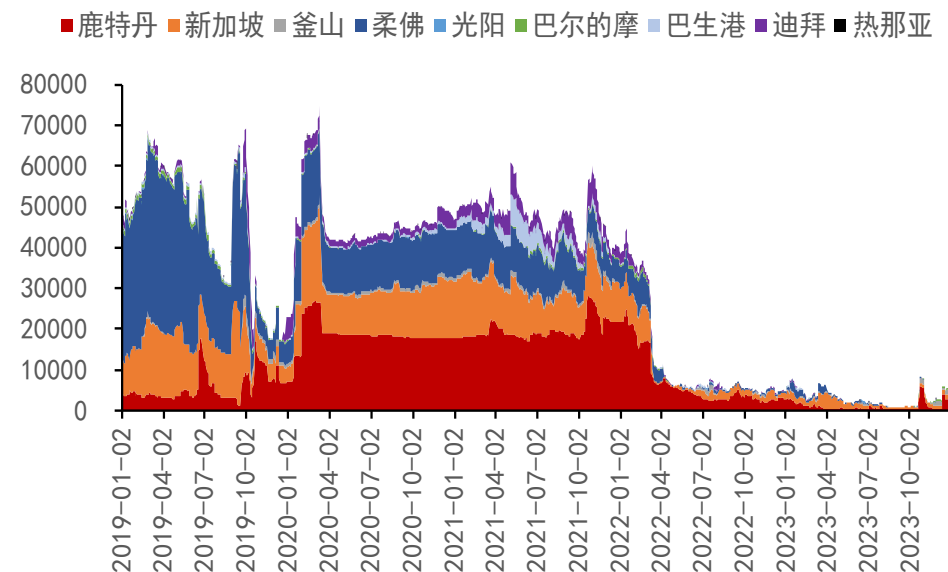
LME仓单

图：LME注册仓单（吨）



资料来源：WIND、华联期货研究所

图：LME注销仓单（吨）

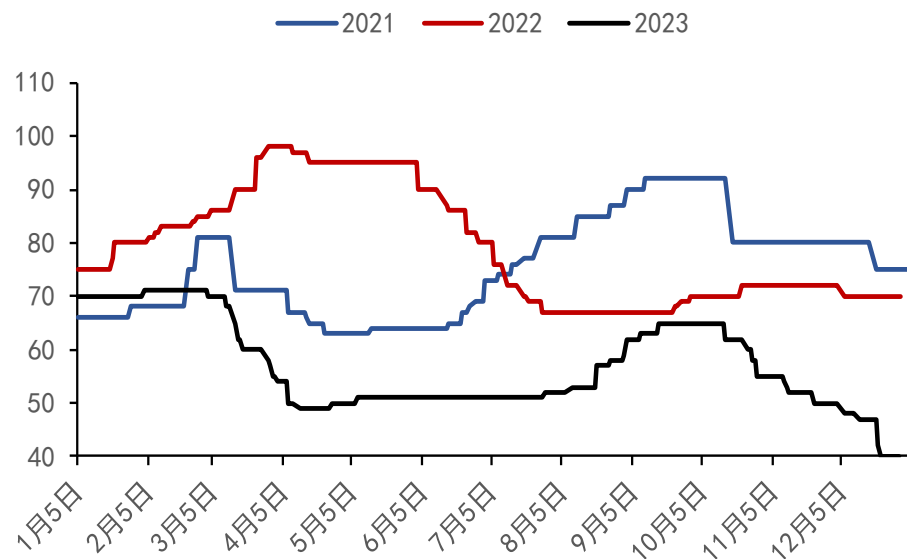


资料来源：WIND、华联期货研究所

供应端

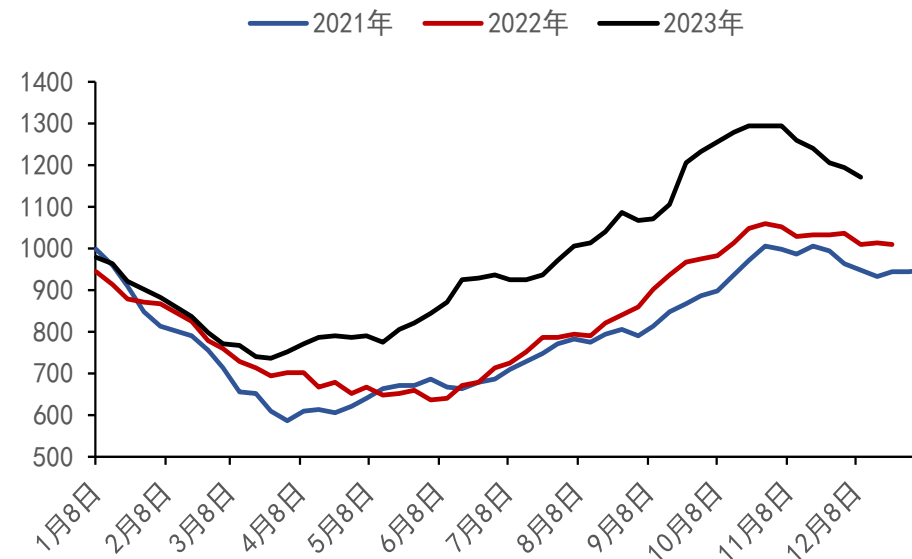
镍矿

图：红土镍矿Ni1.5%CIF价（美元/湿吨）



资料来源：WIND、华联期货研究所

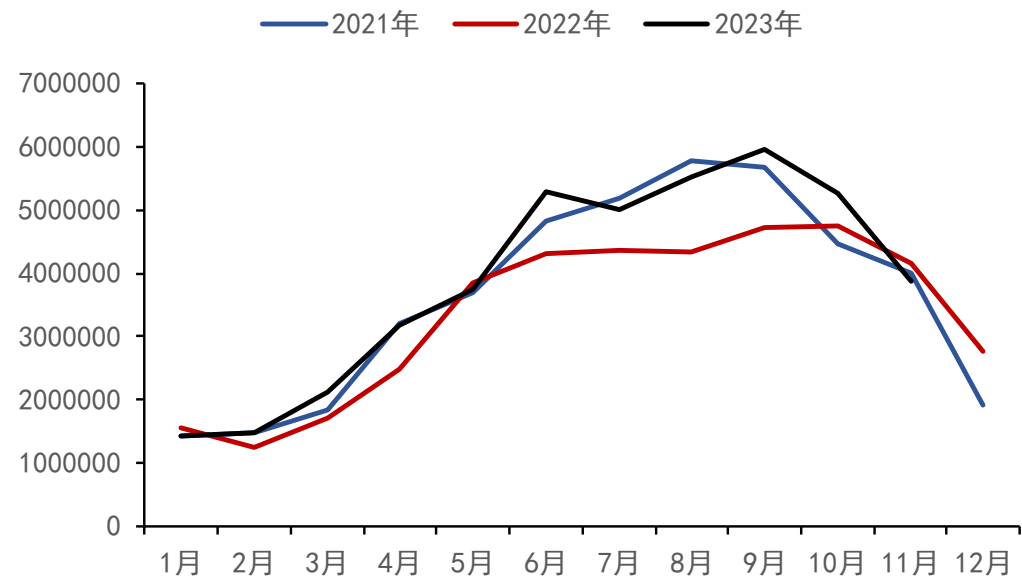
图：镍矿港口库存（万湿吨）



资料来源：WIND、华联期货研究所

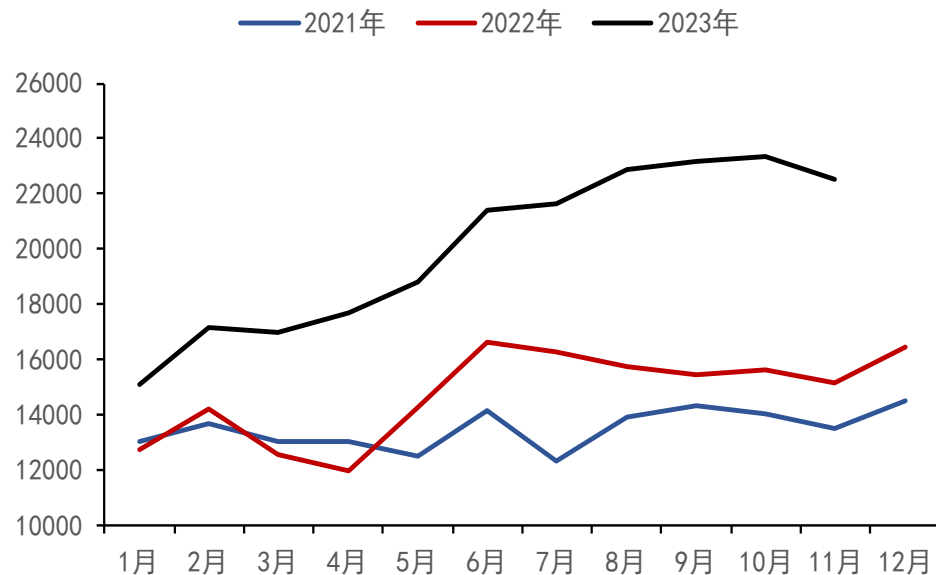
2023全年不锈钢产业链表现较为疲软，负反馈之下矿价在多数时间内走弱，但Q3期间矿价表现较为强势，主要原因是受印尼停发RKAB影响，印尼镍矿短缺导致包括菲律宾在内的矿源价格偏强运行。但随着印尼镍矿配额扰动的结束，矿价也回归理性，但受需求持续下滑影响，即便在菲律宾雨季，矿价表现依然疲软。

图：镍矿进口量（吨）



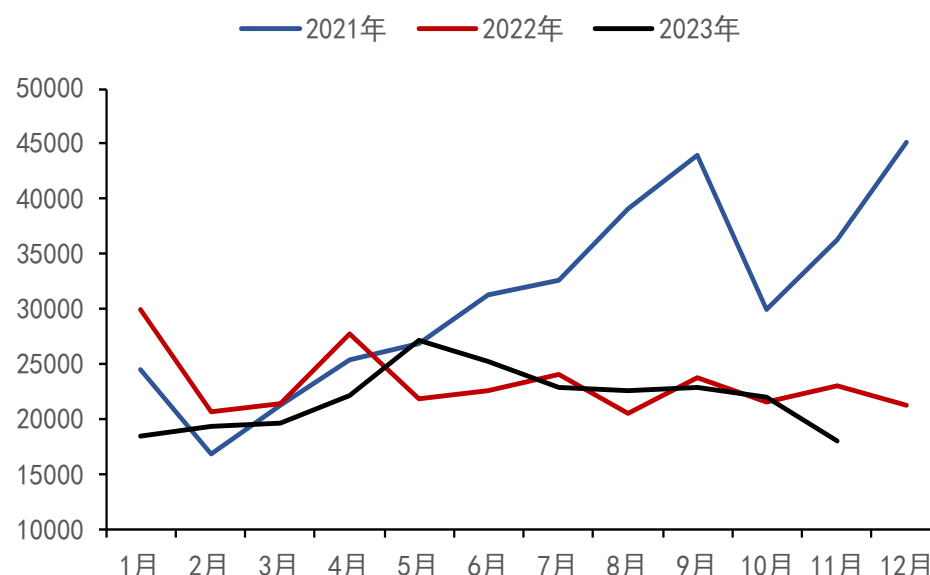
资料来源：WIND、华联期货研究所

图：中国精炼镍产量（吨）



资料来源：MYSTEEL、华联期货研究所

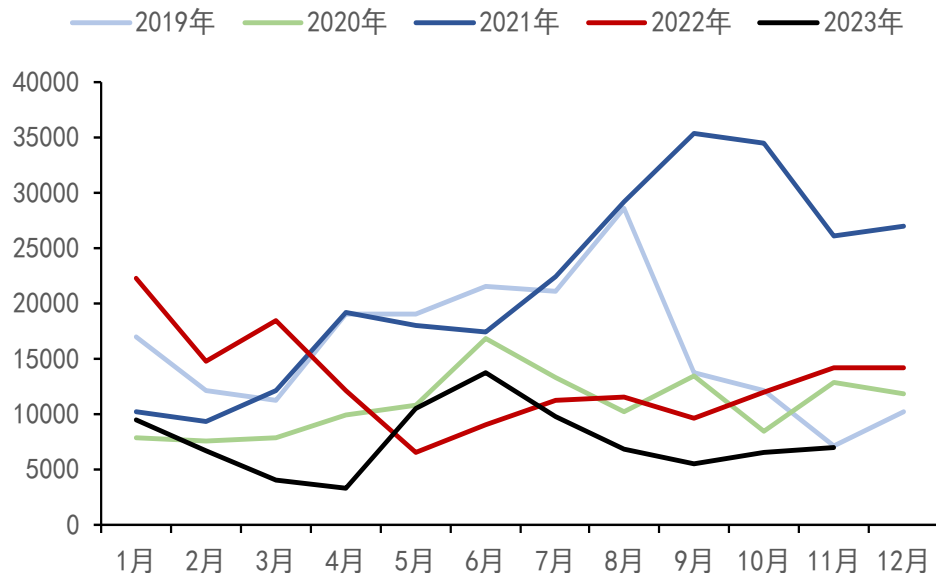
图：精炼镍表观消费量（吨）



资料来源：MYSTEEL、华联期货研究所

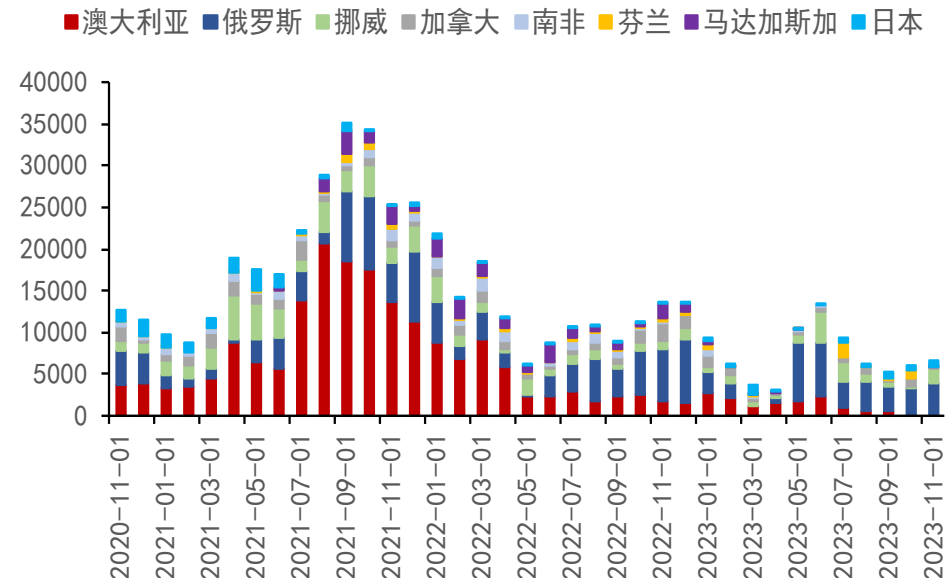
2023年中国精炼镍产量实现大幅增长，2023年1-11月中国精炼镍产量22.03万吨，累计同比增长39.88%。其中供应端主要增量来自电积镍产能的大量释放。SMM数据显示，2024年或仍有部分产能待释放。我们认为，随着利润的快速收窄，预计2024年可能不会再有新的产能规划被提出，若全工艺制备电积镍利润陷入亏损，那么存在产能出清的可能。

图：中国精炼镍进口量（吨）



资料来源：WIND、华联期货研究所

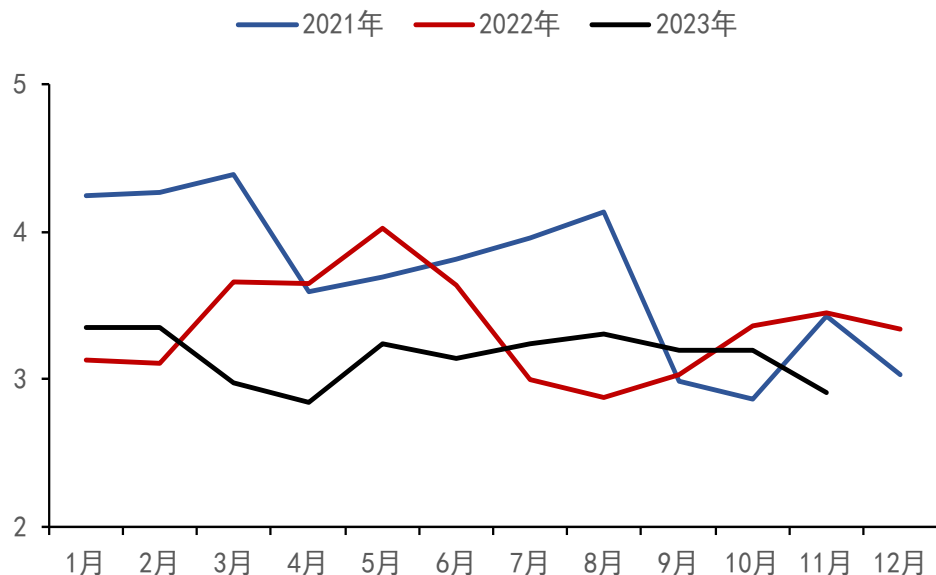
图：中国精炼镍进口分国别（吨）



资料来源：WIND、华联期货研究所

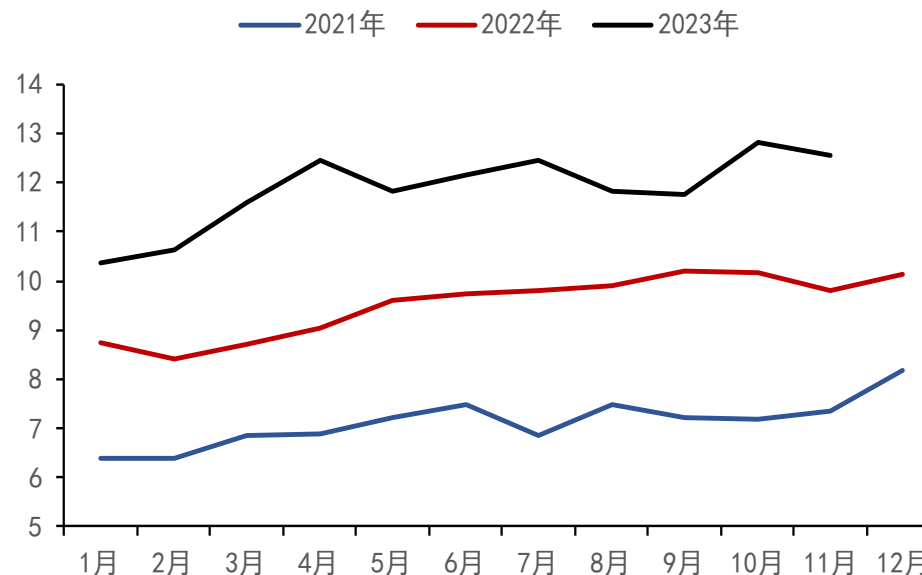
从进口来看，2023年中国进口回落较为明显，2023年1-11月中国精炼镍进口8.29万吨，累计同比下滑41.43%。精炼镍进口大幅走弱，主要原因有两点，一是年内绝大部分时间内进口都处于亏损状态，进口动力并不足，但由于俄镍实行混合定价，即一部分俄镍锚定上期所镍价且用人民币结算，故受进口盈亏影响有限；二是镍豆生产硫酸镍利润亏损，目前该工艺几乎无人使用，导致来自澳大利亚等国的镍豆进口下滑明显。

图：中国镍生铁产量（万镍吨）



资料来源：WIND、华联期货研究所

图：印尼镍生铁产量（万镍吨）



资料来源：WIND、华联期货研究所

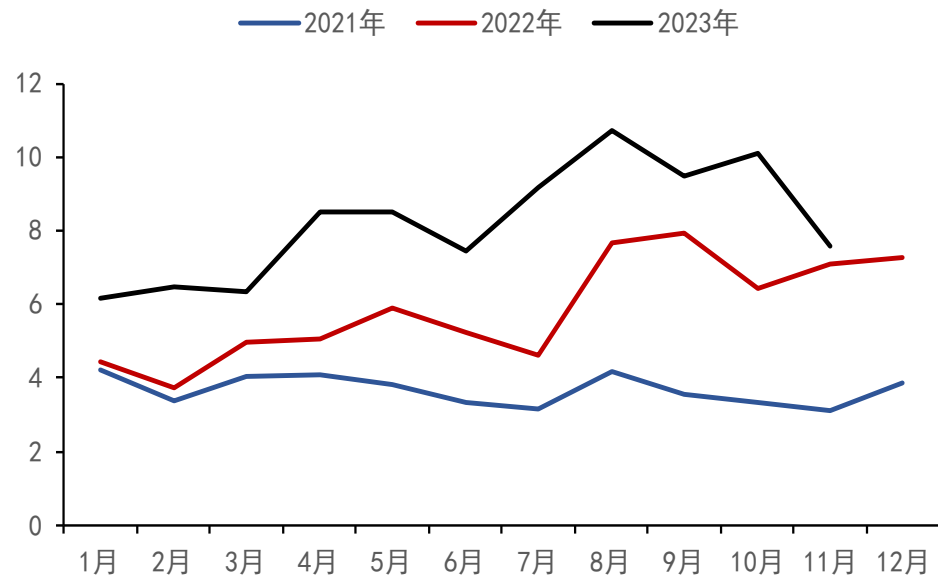
镍铁产量的变化从某种程度上代表着镍铁产业的变迁，2023年国内镍铁产量预计为39.96万吨，同比下降5.8%，印尼镍铁产量为142.64万吨，同比增长25.13%。而在2017年印尼镍铁产业刚起步时，国内镍铁产量占比达到了82.75%，中国镍铁产量为43.17万吨，而印尼镍铁产量不到10万吨。预计2024年国内镍铁产量继续被压制。

镍生铁



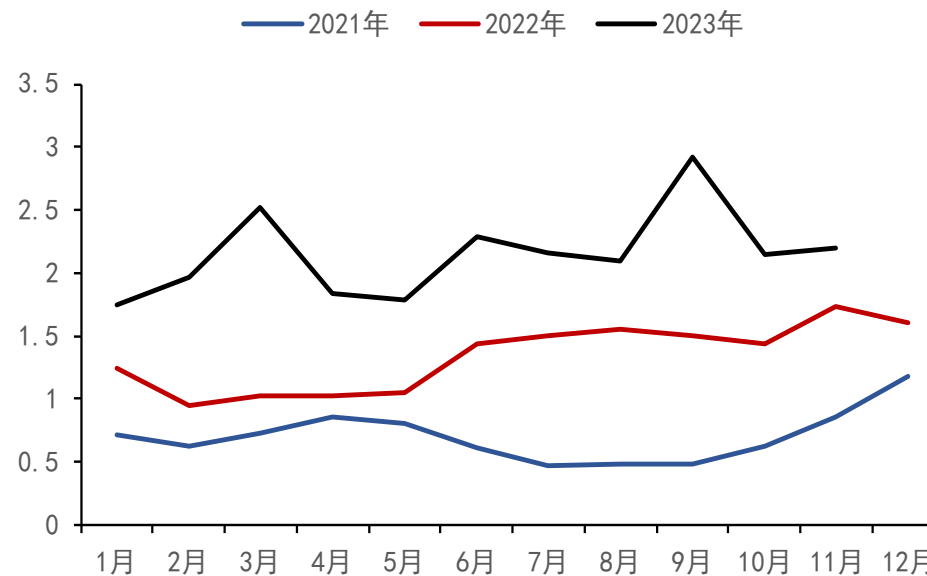
华联期货
HUALIAN FUTURES

图：中国镍生铁进口量（万镍吨）



资料来源：WIND、华联期货研究所

图：中国镍生铁库存（万镍吨）

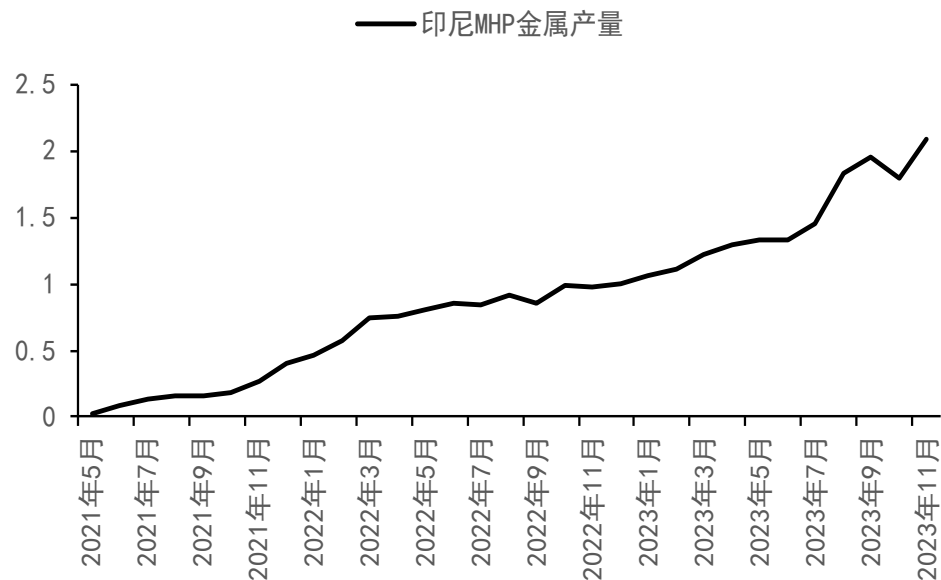


资料来源：WIND、华联期货研究所

2023年印尼镍铁产能持续投产，导致产量维持增长态势，进而中国进口也维持高增状态。

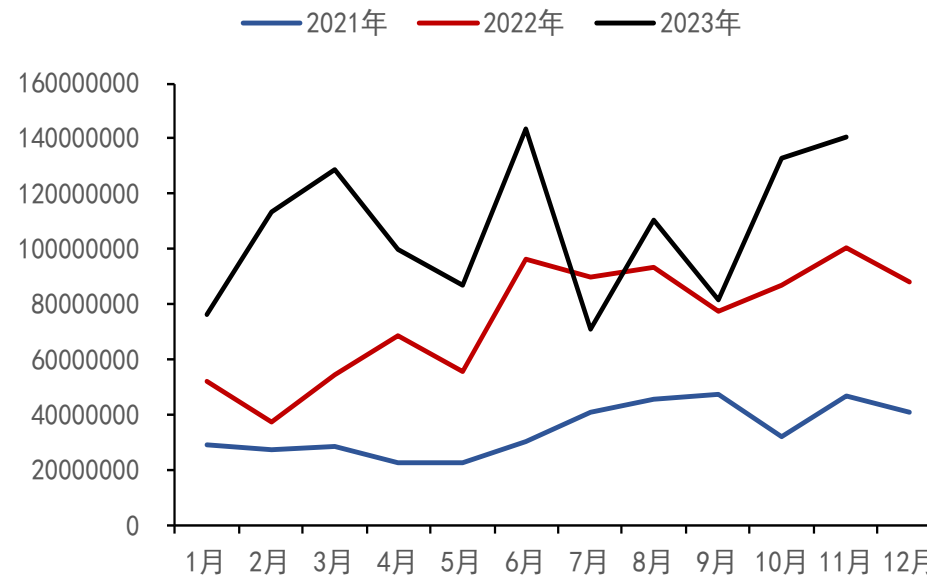
中间品

图：印尼湿法中间品产量（万镍吨）



资料来源：WIND、华联期货研究所

图：中国湿法中间品进口量（千克）



资料来源：WIND、华联期货研究所

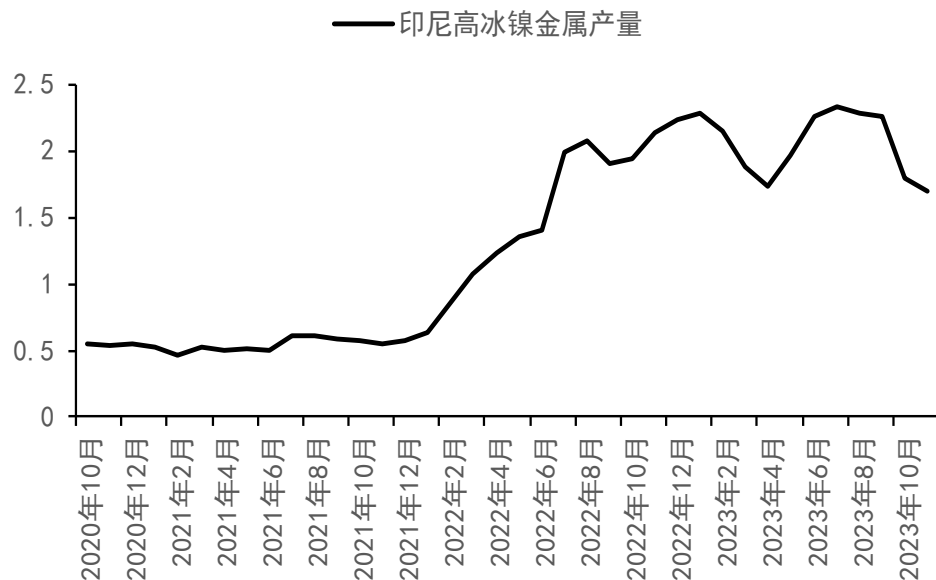
从产量看，印尼MHP维持高速增长态势，随着新增产能不断释放，预计2024年MHP将进一步挤占高冰镍份额。

高冰镍



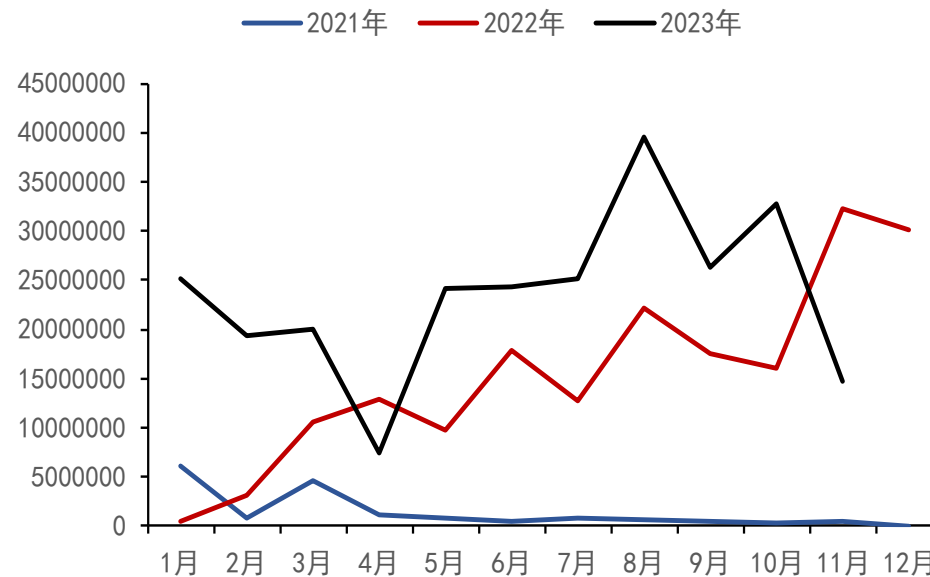
华联期货
HUALIAN FUTURES

图：印尼高冰镍产量（万镍吨）



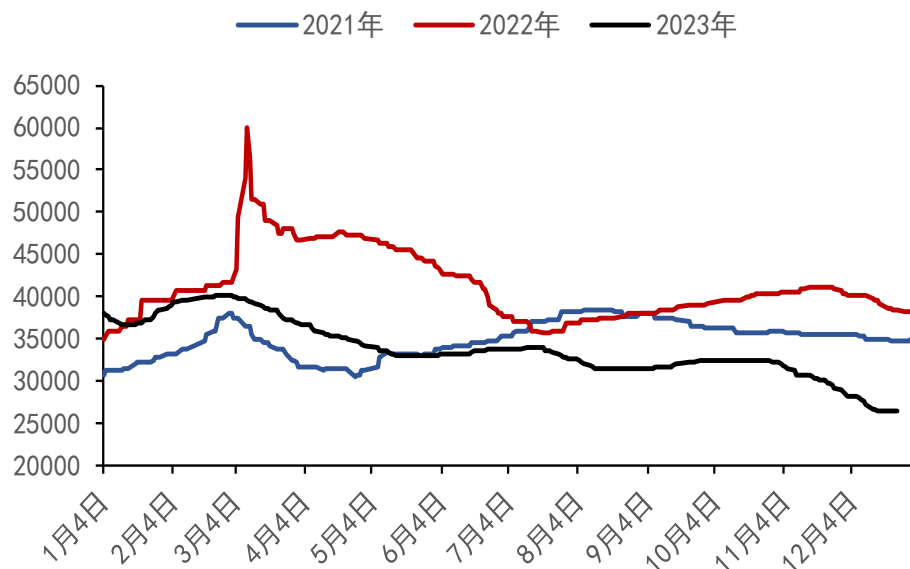
资料来源：MYSTEEL、华联期货研究所

图：中国高冰镍进口量（千克）



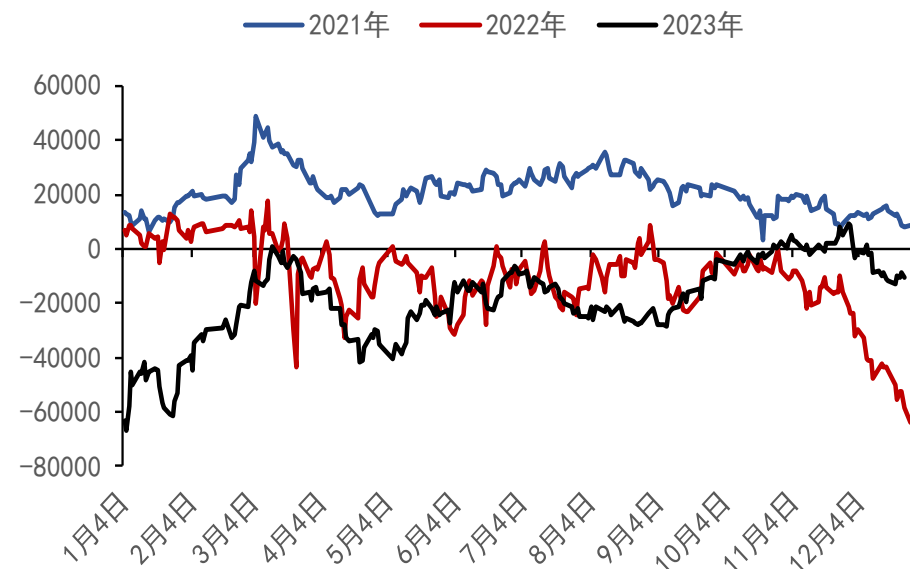
资料来源：MYSTEEL、华联期货研究所

图：电池级硫酸镍价格（元/吨）



资料来源：WIND、华联期货研究所

图：硫酸镍较一级镍板溢价（元/镍吨）



资料来源：WIND、华联期货研究所

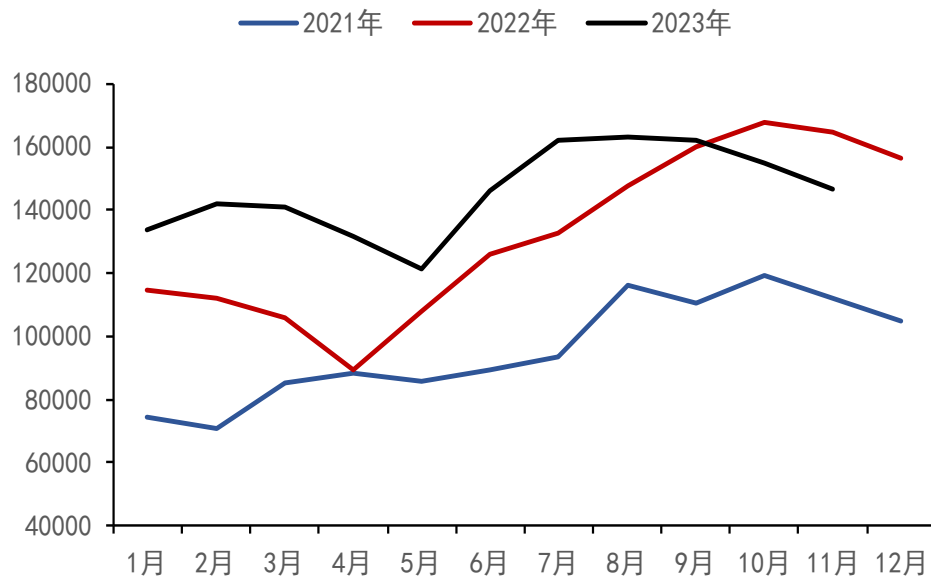
2023年硫酸镍价格持续下跌，由年初的38000元/吨左右的价格一路跌至26400元/吨附近。主要原因更多地在于需求侧。一方面，全年新能源汽车增速有限，对整体的动力电池板块形成一定拖累；另一方面，从结构角度看，受车企经营承压等多重因素影响，成本不占优势的情况下，硫酸镍所对应的三元电池相较磷酸铁锂电池表现十分疲软。

硫酸镍



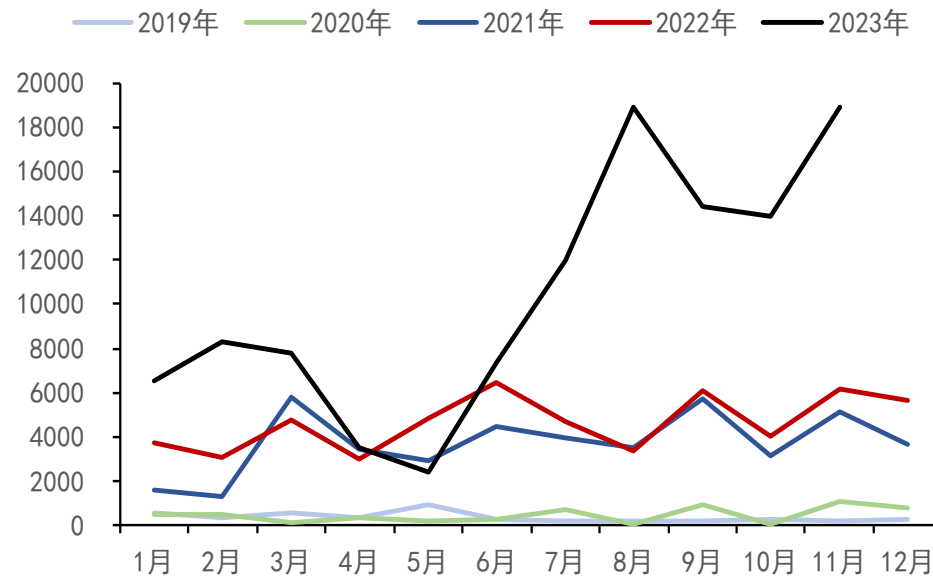
华联期货
HUALIAN FUTURES

图：中国硫酸镍产量（吨）



资料来源：MYSTEEL、华联期货研究所

图：中国硫酸镍进口量（吨）



资料来源：MYSTEEL、华联期货研究所

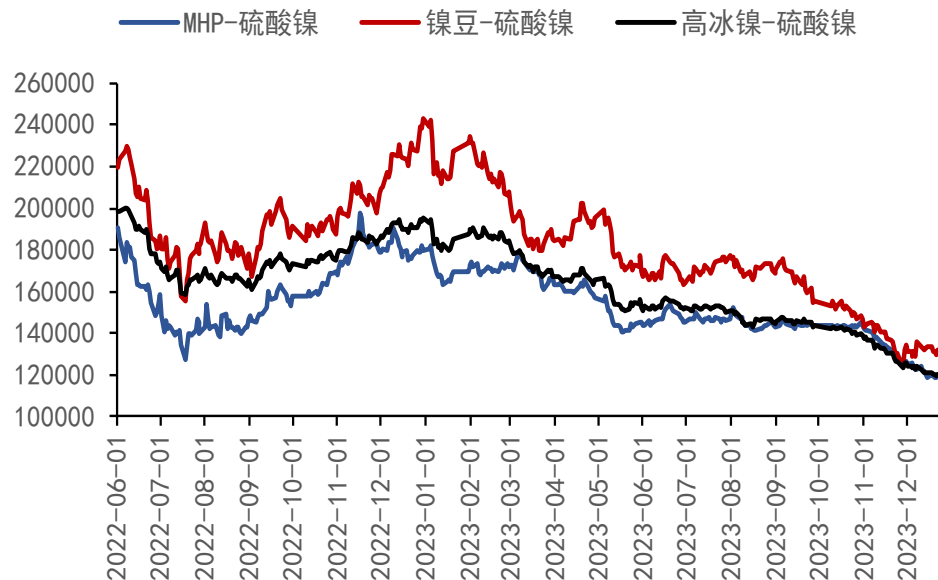
2023年硫酸镍进口快速增长的原因在于印尼市场提供了新的增量。展望2024年，随着新增产能的陆续投产，预计印尼硫酸镍回流可能会对中国市场形成明显压力，据Mysteel统计，印尼新建硫酸镍年产能超17万镍吨。

硫酸镍



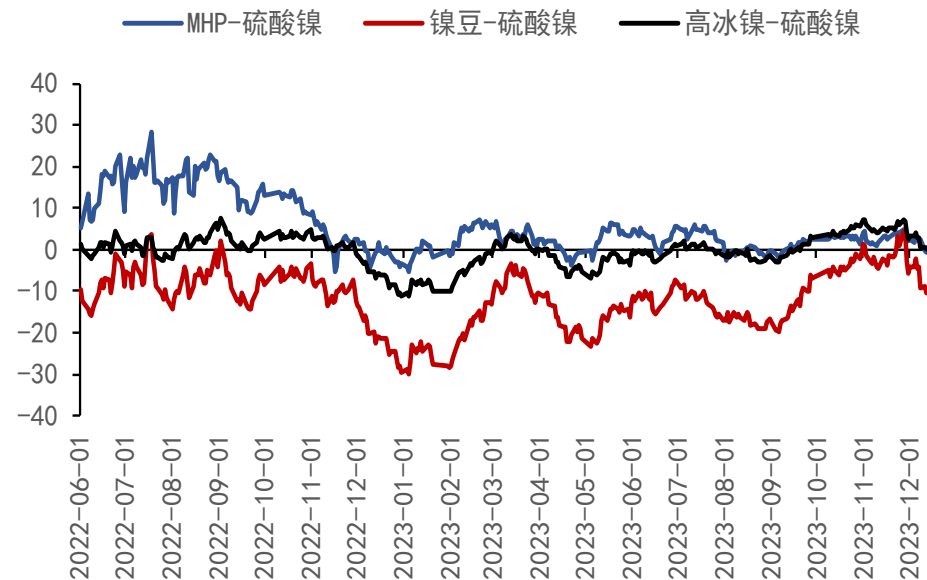
华联期货
HUALIAN FUTURES

图：硫酸镍生产完全成本（元/镍吨）



资料来源：WIND、华联期货研究所

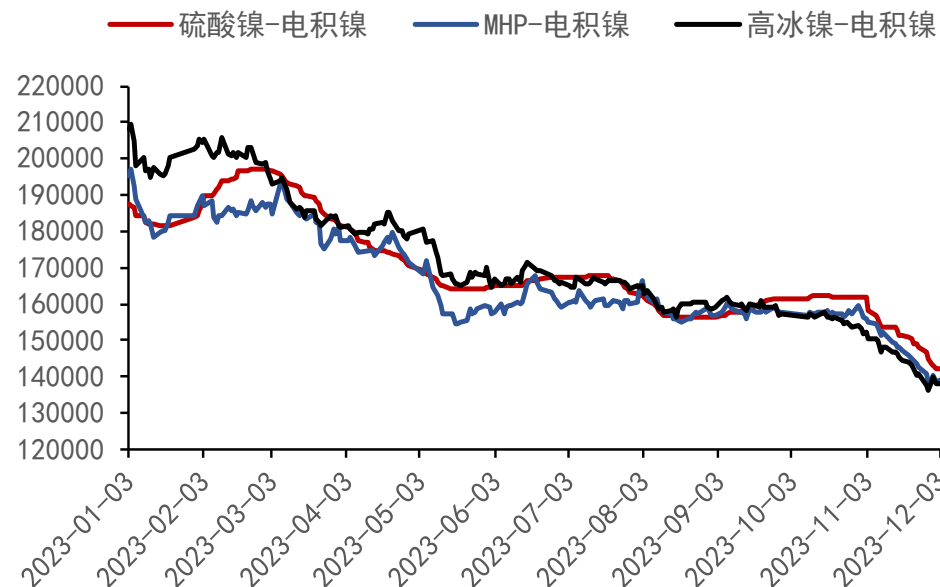
图：硫酸镍生产利润率（%）



资料来源：WIND、华联期货研究所

从利润看，中间品制备硫酸镍的利润全年低位运行，目前已经亏损；而镍豆溶解的利润在全年多数时间内均处于亏损状态，仅在11月下旬短暂打开过盈利空间，导致目前产业在选择用料时，几乎没有企业会选择镍豆作为生产硫酸镍的原料。

图：各工艺电积镍成本线对比（元/吨）



资料来源：WIND、华联期货研究所

2023年纯镍走势与电积镍成本相挂钩，转产工艺包括外采原料、高冰镍一体化以及MHP一体化。受中间品产能持续释放影响，中间品价格持续走弱，再叠加新能源板块需求不及预期，硫酸镍价格亦出现回落，导致电积镍成本不断下移。另一方面，在电积镍产能大量释放的背景下，过剩加剧驱动镍价快速走弱，导致的结果便是电积镍利润空间快速收窄。

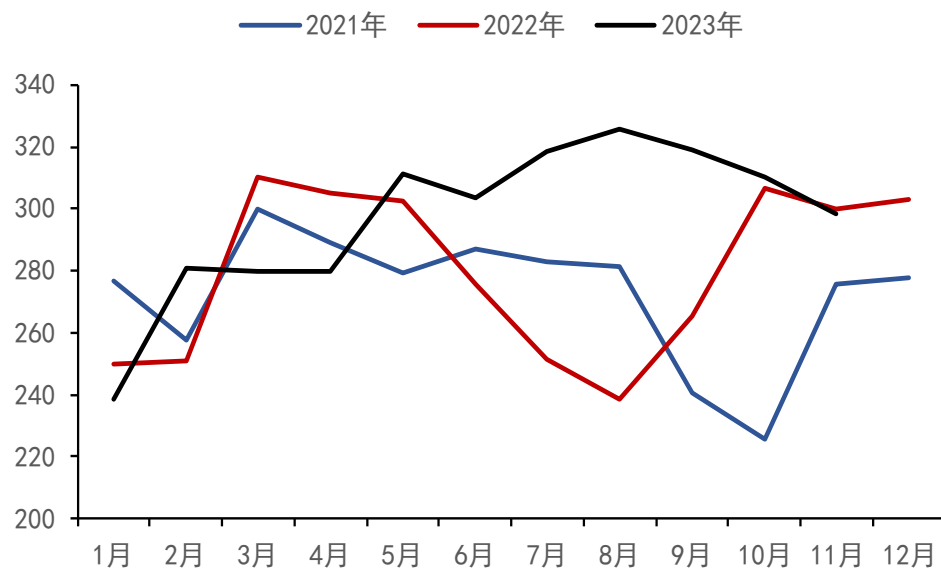
需求端

不锈钢需求



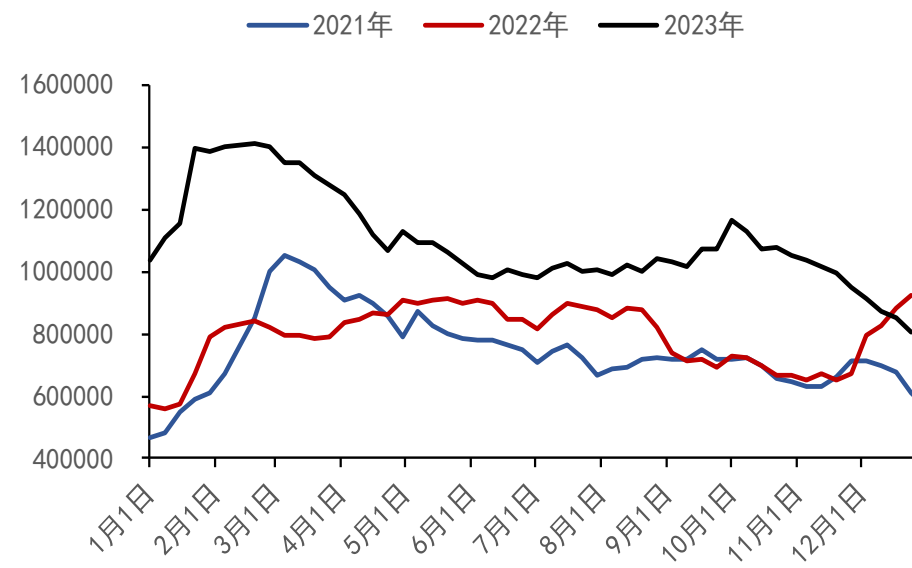
华联期货
HUALIAN FUTURES

图：不锈钢粗钢产量（万吨）



资料来源：MYSTEEL、华联期货研究所

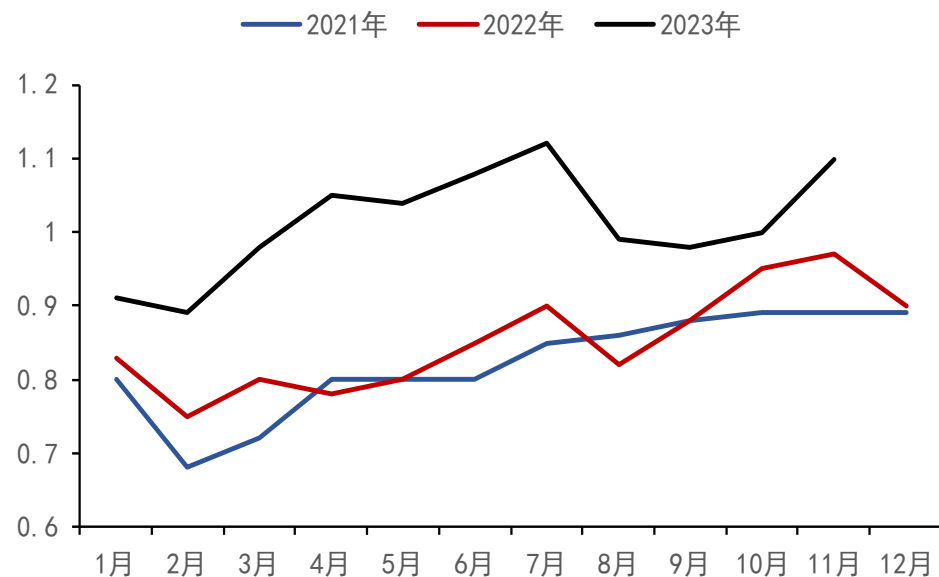
图：不锈钢社会库存（吨）



资料来源：MYSTEEL、华联期货研究所

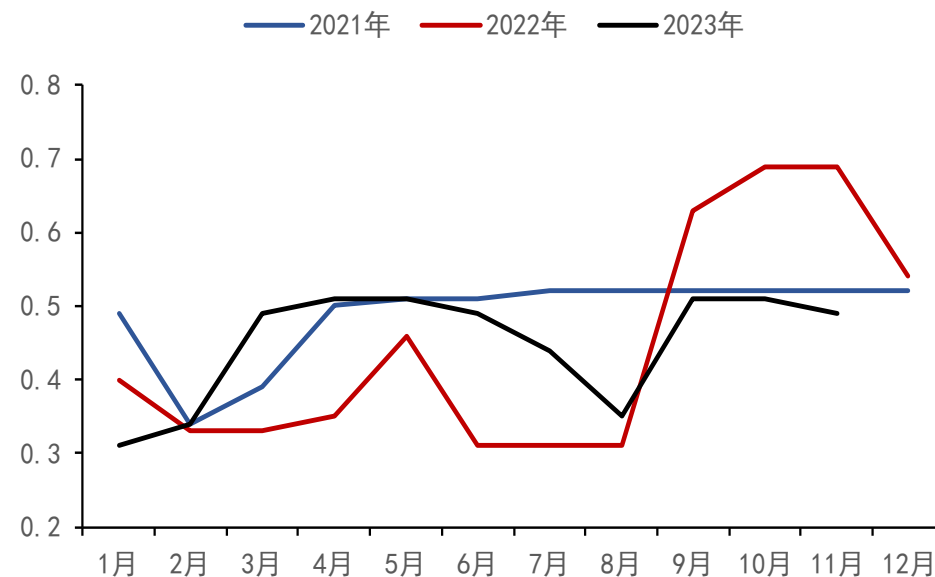
与去年量价齐跌的不锈钢行情不同，今年不锈钢呈现的是量增价减的情况，其本质的区别在于，不锈钢产能扩张兑现。中国不锈钢粗钢产量全球占比超过60%，23年贡献产量正增量，欧美地区产量负增量。预计2023年全球300系不锈钢产量3573万吨，同比增长6.1%；2024年产量3805万吨，同比增长6.5%。

图：合金耗镍量（万镍吨）



资料来源：WIND、华联期货研究所

图：电镀耗镍量（万镍吨）



资料来源：WIND、华联期货研究所

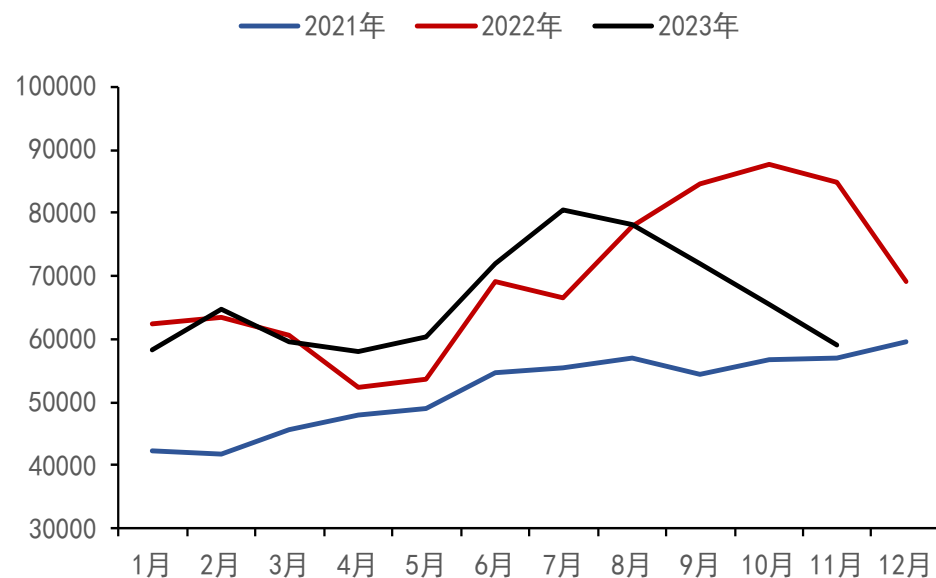
合金电镀是纯镍下游最大的消费领域，2023年整体国内消费约22万吨，占国内纯镍总供给的72%，相比2022年提升了7个百分点，但仅占国内镍金属比例10%，总体基数较为有限；地缘政治带来军工合金需求增长，预计今明两年保持10%增长，电镀需求较为稳定，总体需求增量难敌供应释放。

三元前驱体需求



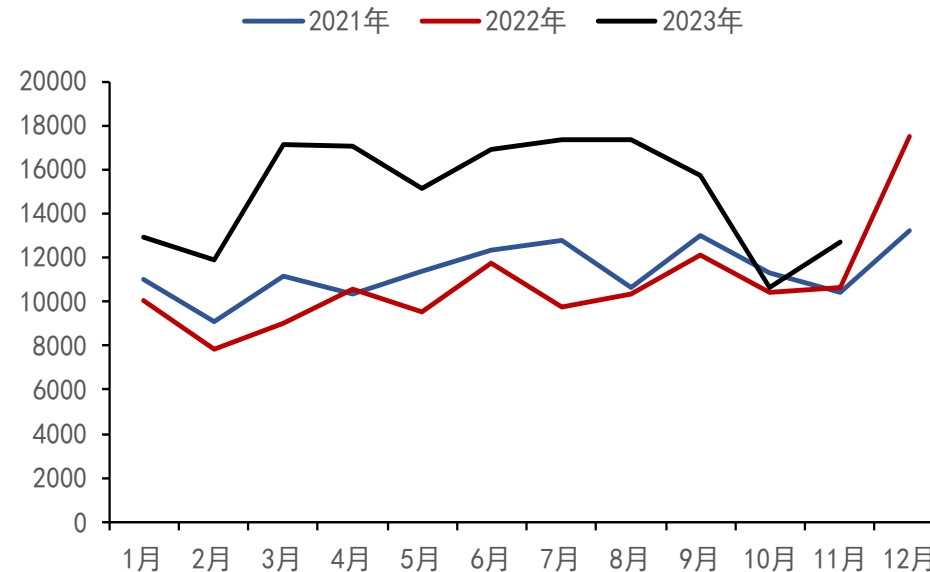
华联期货
HUALIAN FUTURES

图：三元前驱体产量（吨）



资料来源：MYSTEEL、华联期货研究所

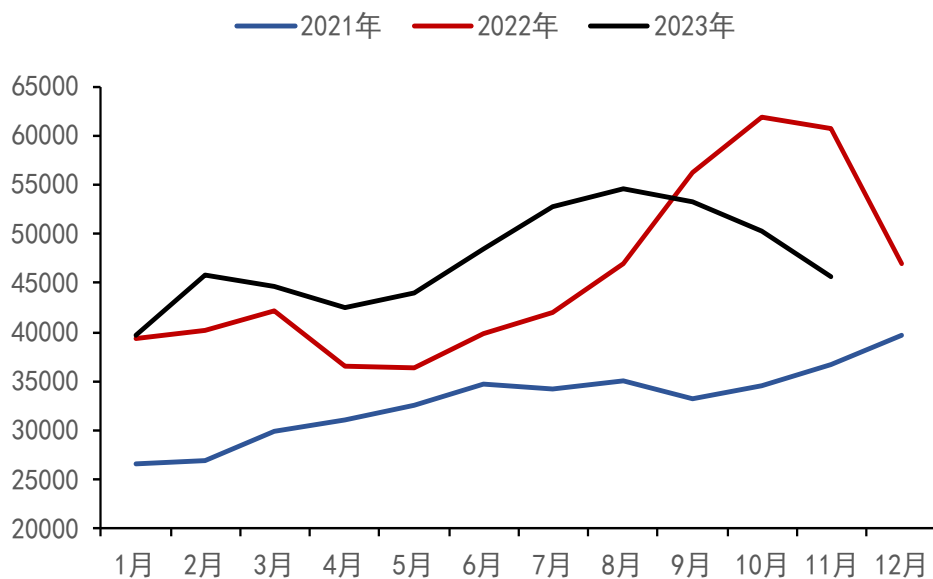
图：三元前驱体出口量（吨）



资料来源：MYSTEEL、华联期货研究所

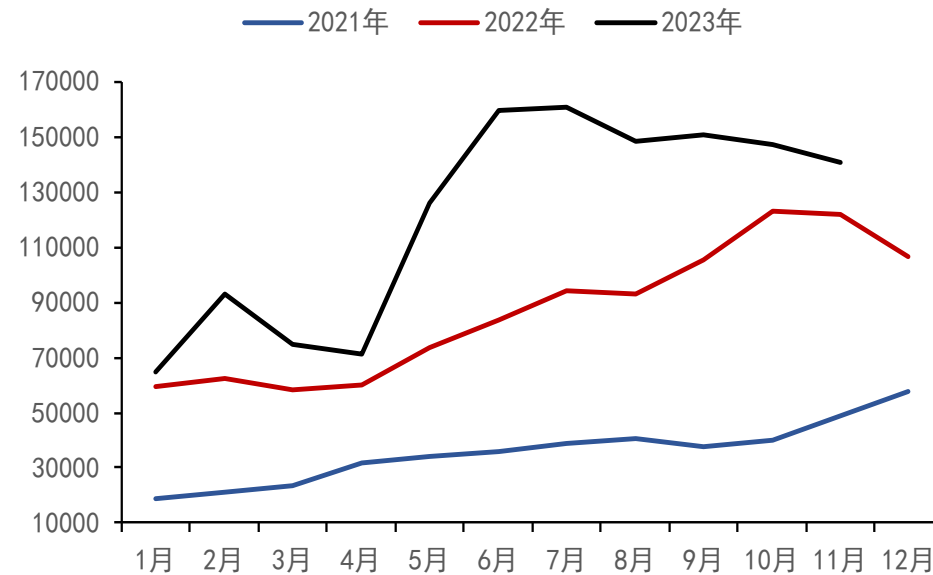
2023年全年受新能源产业链去库影响，三元前驱体订单欠佳，前驱体价格一路下跌，利润欠佳，前驱体企业纷纷减产，产能利用率仅有50%左右。传统意义上的半年度和金九银十产销冲量也并未出现。据SMM，预计2023年中国三元前驱体产量81.15万吨，同比下滑5.03%。

图：三元正极材料产量（吨）



资料来源：MYSTEEL、华联期货研究所

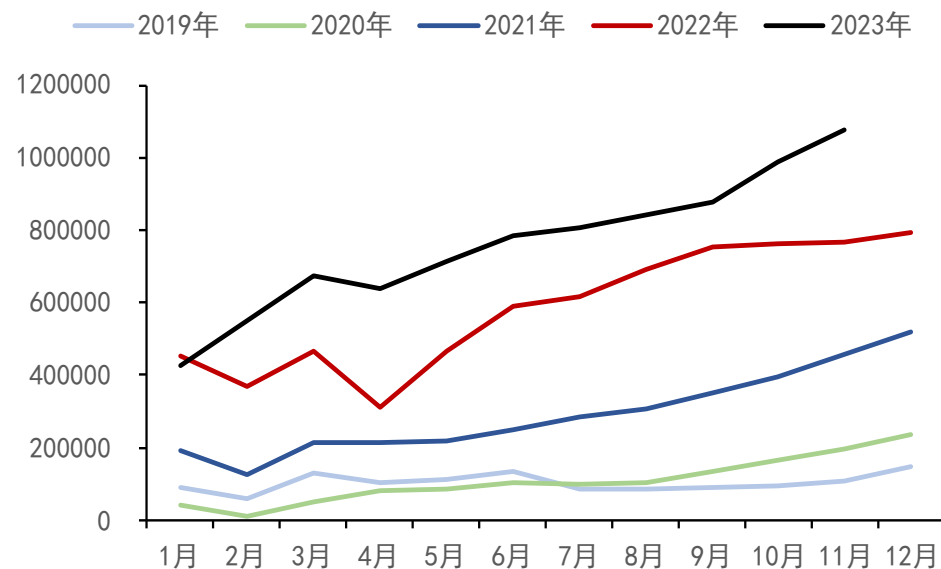
图：磷酸铁锂正极材料产量（吨）



资料来源：MYSTEEL、华联期货研究所

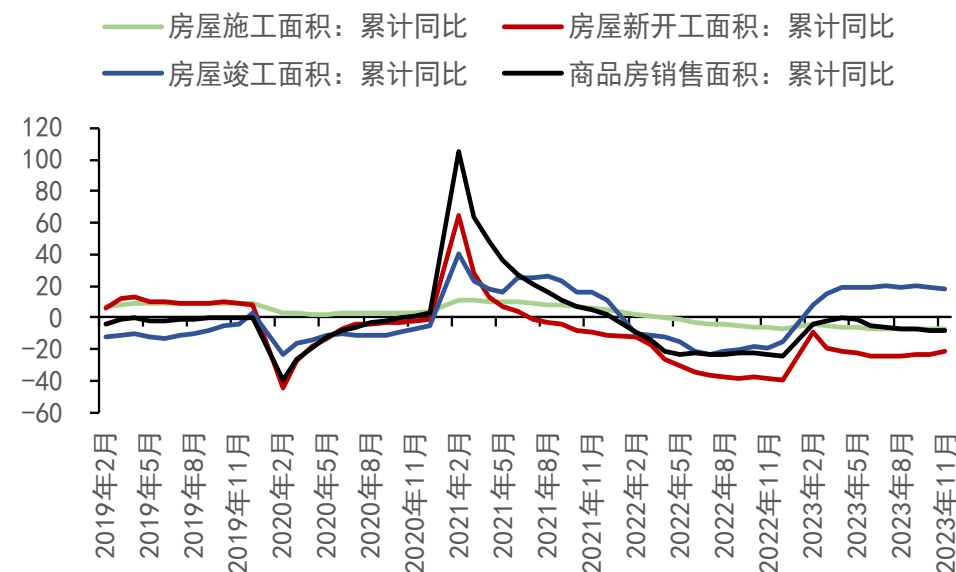
因为成本和性能上的一些差异，磷酸铁锂多用于中低端的新能源汽车，而高端的新能源汽车更倾向于使用三元锂电池，在中高端市场上根据目前数据统计三元锂电池略占有优势，与磷酸铁锂的比例大致在3:2，而随着磷酸铁锂技术加速迭代，在中高端市场上两者的比例至少会接近1:1，不排除转变为2:3的情况，所以对于2024年，保守估计磷酸铁锂对三元锂电池的替代还会继续进行，但整个替代进程和幅度都会有所放缓，预计三元锂电池装机量占比下滑至29-30%。

图：新能源汽车产量（辆）



资料来源：WIND、华联期货研究所

图：房地产（%）



资料来源：WIND、华联期货研究所

2023年末我国新能源汽车的渗透率逼近40%，较2022年的27.6%提高了13%，预估2024年我国新能源汽车的渗透率会进一步攀升接近50%，新能源汽车全年产量或达到1200万辆，随着市场蛋糕进一步扩大，三元锂电池对镍的需求还是会重新增加，预估同比新增10%左右，镍耗量在29.5万吨左右。



华联期货
HUALIAN FUTURES

THANKS
I HAVK?

华联期货 与您同行

研究员承诺：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

免责声明：本资讯产品/报告专为关注期货市场及其投资机会的人士参考使用。我们谨慎相信本资讯产品/报告中的资料及其来源是可靠的，但并不保证所载信息的完整性和真实性。本资讯产品/报告内容不构成对相关期货品种的最终买卖依据，投资者须独立承担投资风险。本资讯产品/报告版权归华联期货所有。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。