

旧瓶装新酒，来年可期

走势评级: 镍: 震荡
报告日期: 2020年07月09日

★矿端：旧瓶装新酒，仍然有故事

今年全球镍矿产量将明显萎缩，核心在于印尼禁矿导致其减产。菲律宾雨季期间，红土镍矿短缺将更加严重，缺矿对国内镍铁减产硬约束将在明年一季度显现。矿端仍有故事可讲，关注东南亚疫情二次爆发与印尼镍矿政策，前者出现的可能性并不小。

★冶炼端：结构切换，总量提升

市场对 NPI 内减外增早有预期，预期差在于节奏变化，三季度印尼进口激增带来的供给压力显现，但镍料转过剩尚需要下游转淡去配合。下游需求阶段性偏强将令累库预期延迟兑现，时点可能在三季度后期。明年关注国内 NPI 压缩空间及 FeNi 恢复弹性。

★需求端：修复不弱，来年可期

新冠疫情出现对需求形成强冲击，现阶段市场对需求复苏的关注强于已产生的损失。不锈钢对镍料需求步入恢复期，国内短期需求偏强，海外中期需求恢复弹性较大。新能源对镍料需求也步入恢复期，短期相对偏弱，但明年需求或出现强劲增长。

★投资建议：

平衡表边际变化不大，市场缺乏单边大行情的基本面驱动。短线逻辑核心在于镍-不锈钢产业链基本面转弱，表现为 NPI 与不锈钢累库，但如果外部因素支撑过强，累库对价格的打压空间也会有限。中线逻辑核心在于需求修复，2021 年需求增长空间很大。

下半年沪镍主力震荡区间（103000，110000）元/吨，节奏先扬后抑，明年上半年镍价或出现二次探涨，沪镍主力目标价 120000 元/吨。策略角度，三季度逢高沽空。中线而言，建议四季度转逢低做多。套利方面，关注内外盘正套。

★风险提示：

宏观预期显著转向；需求恢复不及预期。



曹洋 资深分析师(有色金属)
从业资格号: F3012297
投资咨询号: Z0013048
Tel: 8621-63325888-3904
Email: yang.cao@orientfutures.com

主力合约行情走势图



相关报告

钟摆两极摇摆，预期来回修正 2019/07/17
镍槃重生，道阻且艰 2020/01/03

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。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。我们已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交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、矿端：旧瓶装新酒，仍然有故事.....	5
1.1、硫化镍矿.....	5
1.2、红土镍矿.....	6
1.3、结论与思考.....	9
2、冶炼端：结构切换，总量提升.....	10
2.1、精炼镍.....	10
2.2、镍铁（FeNi）.....	11
2.3、含镍生铁（NPI）.....	12
2.4、镍盐.....	15
2.3、结论与思考.....	16
3、需求端：修复不弱，来年可期.....	17
3.1、不锈钢.....	17
3.2、新能源.....	21
3.3、结论与思考.....	23
4、投资建议.....	24
4.1、供需平衡表.....	24
4.2、行情展望.....	24
4.3、价格判断.....	25
5、风险提示.....	25

图表目录

图表 1: 海外主要硫化镍矿项目产量变化	5
图表 2: 中国从印尼进口镍矿 (年度值)	6
图表 3: 中国从印尼进口镍矿 (月度值)	6
图表 4: 菲律宾镍矿开采量变化	7
图表 5: 菲律宾镍矿采出平均品位	7
图表 6: 中国从新喀进口镍矿变化及预估	8
图表 7: 国内镍矿港口库存变化	8
图表 8: 2020 年国内中高镍矿供需平衡预测	9
图表 9: 全球镍矿产量变化及预估	9
图表 10: 中国精炼镍产量变化 (年度对比)	10
图表 11: 中国精炼镍产量变化 (月度对比)	10
图表 12: 中国精炼镍进口量变化 (年度对比)	11
图表 13: 中国精炼镍进口量变化 (月度对比)	11
图表 14: 海外主要精炼镍生产商产量变化	11
图表 15: 全球主要镍铁生产商产量变化	12
图表 16: 印尼 NPI 新增产能投产节奏 (产量)	13
图表 17: 印尼 NPI 新增产能投产节奏 (增量)	13
图表 18: 2020 年印尼新增 NPI 产能投产预估	13
图表 19: 中国镍铁产量变化 (月度对比)	14
图表 20: 中国镍铁产量变化 (年度对比)	14
图表 21: 中国 RKEF 工艺镍铁企业毛利率变化	14
图表 22: 2020 年中国新增镍盐产能投产预估	15
图表 23: 中国硫酸镍产量变化 (月度对比)	15
图表 24: 中国硫酸镍原料结构对比	15
图表 25: 全球原生镍产量变化及预估	16
图表 26: 全球不锈钢粗钢产量变化	17
图表 27: 海外不锈钢粗钢产量变化	17
图表 28: 奥托昆普不锈钢出货量变化	17

图表 29: Aperam 不锈钢出货量变化.....	17
图表 30: Third-country 对欧美市场冷轧不锈出口同比变化.....	18
图表 31: 印尼不锈钢粗钢产量变化 (年度对比)	18
图表 32: 印尼不锈钢粗钢产量变化 (月度对比)	18
图表 33: 2020 年中国不锈钢粗钢产能潜在增量.....	19
图表 34: 中国 300 系不锈钢粗钢产量变化.....	20
图表 35: 中国 200 系不锈钢粗钢产量变化.....	20
图表 36: 中国冷轧不锈钢理论盈利变化.....	20
图表 37: 中国 300 系不锈钢库存变化对比.....	21
图表 38: 中国 200 系不锈钢库存变化对比.....	21
图表 39: 中国充电桩保有量变化.....	22
图表 40: 中国新能源汽车电池装机变化.....	22
图表 41: 中国纯电动汽车产量变化.....	22
图表 42: 中国新能源汽车产量变化.....	22
图表 43: 欧洲汽车碳排放水平变化.....	23
图表 44: 欧洲电动车销量变化.....	23
图表 45: 全球原生镍需求变化及预估.....	24
图表 46: 全球镍市供需平衡表.....	24

1、矿端：旧瓶装新酒，仍然有故事

印尼禁矿实施，叠加疫情影响，红土镍矿供需偏紧的逻辑被放大。下半年矿端依然是市场关注的焦点，疫情后周期矿与铁新平衡的演进，印尼政策是否再度出现异动，市场在矿端的预期差博弈依然会很剧烈。

1.1、硫化镍矿

硫化镍矿供给仍处在收缩周期，核心问题在于新增产能释放不足，据公司报告，海外主要硫化镍矿项目 2019 年产量同比下降-0.3%至 56.9 万吨，市场期待的恢复迟迟未见。疫情的突然出现预计将进一步阻断供给的恢复。初步统计与估计，今年上半年疫情对硫化镍矿项目的影响在 1-2 万金属吨，1Q20 海外主要项目产量同比下降约 6.6%，绝对减量约 0.9 万金属吨。全年而言，疫情影响下半年逐步减弱，全年预估减量在 1.5 万金属吨。

图表 1：海外主要硫化镍矿项目产量变化

公司	国家	矿山/冶炼项目	2019	1Q19	1Q20	同比变化
Vale	加拿大	Sudbury	50.8	12.6	12.0	-4.8%
		Thompson	11.2	3.1	2.7	-12.9%
		Voisey's Bay	35.4	10.2	7.3	-28.4%
Norilsk	俄罗斯	Polar & Kola	166.3	39.3	35.1	-10.5%
	芬兰	Finland	62.4	16.7	16.6	-0.2%
BHP	澳大利亚	Nickel West	82.6	19.2	20.9	8.9%
Glencore	加拿大	INO	59.8	13.3	14.5	9.0%
WSA	澳大利亚	Flying Fox	9.9	2.6	2.8	8.0%
		Spotted Quoll	13.2	3.5	3.1	-10.6%
Boliden	芬兰	Kevitsa	9.8	3.2	2.6	-17.1%
Nova	澳大利亚	IGO	31.5	8.4	8.0	-4.3%
ARM/NN	南非	Nkomati	13.0	4.5	2.6	-42.6%
AALP	南非	Platinum	23.0	4.2	3.1	-25.5%
小计			568.9	140.6	131.4	-6.6%

资料来源：公司报告，东证衍生品研究院（注：不完全统计；单位为千金属吨）

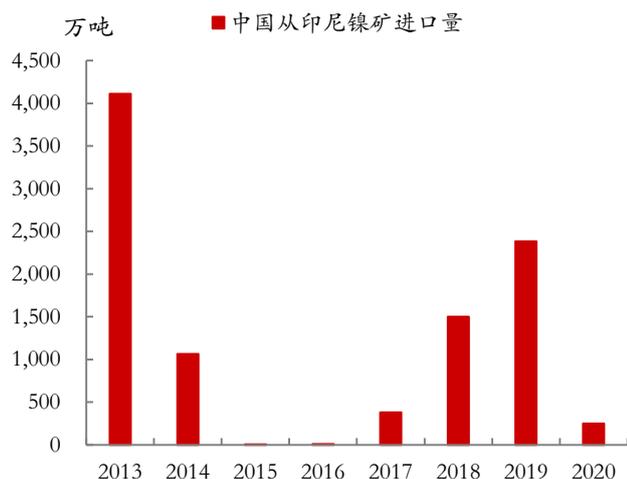
新建项目方面，Dumont 项目、Northmet 项目预计将推迟投产，这样来看，年内或没有新增项目投产。定量预估，2020 年全球硫化镍矿产量或下降 1.5 万金属吨，主要体现在疫情的冲击，由于减量有限且库存的缓冲，原料对冶炼厂的约束不强。交易层面，由于这一块变量波动较小，且不会对下游冶炼端产生明显影响，这一块博弈性不强。

1.2、红土镍矿

印尼：海关数据，2019 年中国从印尼进口镍矿约 2372 万吨，2018 年约 1489 万吨，由于禁矿消息被市场获悉，2019 年出现了抢进口，初步估计抢进口的量约 600-700 万吨。印尼进口镍矿品位范围主要在 1.6-1.8%，折算成金属量，预计 2019 年中国从印尼进口镍矿约 39 万金属吨，抢进口的量约 10-11.5 万金属吨，抢进口的部分可以理解为国内库存。

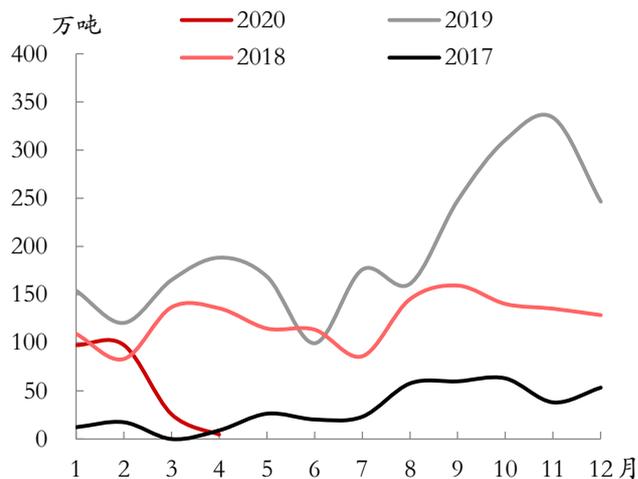
如果根据船期数据，印尼 2019 年镍矿对中国发运量约 3580 万湿吨，其中，中高品 3320 万湿吨，折算成金属量约 35 万金属吨，基本上与海关数据折算的量相近。**对比 2019 年，印尼禁矿导致直接缺口在 35 万金属吨，排除抢进口部分，年度供给缺口约 26 万金属吨。**

图表 2：中国从印尼进口镍矿（年度值）



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 3：中国从印尼进口镍矿（月度值）



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

政策方面，代表矿工利益的镍矿开采协会（APNI）一直在呼吁政府放开镍矿出口，主要是禁矿之后，冶炼厂国内镍矿采购价远低于海外市场价格或政府指定价，矿工利益受损。政府角度，则更关注发展产业链中下游带来的镍矿增值，核心是更多的投资、就业、税收。

后者相较前者肯定更为政府所重视，且形成法律文件的政策，如果出现反复将有损国家的形象，对吸引外商投资伤害较大。理性来看，我们认为印尼重新放开镍矿出口的可能性不大，但由于该国矿业开采协会的反复纠缠，且短期疫情对该国经济的冲击，也不能完全排除暂时性放开出矿的可能性。

菲律宾：印尼禁矿后，市场对菲律宾补缺作用期望较高，但其实际出货的情况却低于期望，屋漏偏逢连夜雨，疫情的突然出现，令菲律宾镍矿出货进一步收缩，从而助推了国内镍矿的短缺。

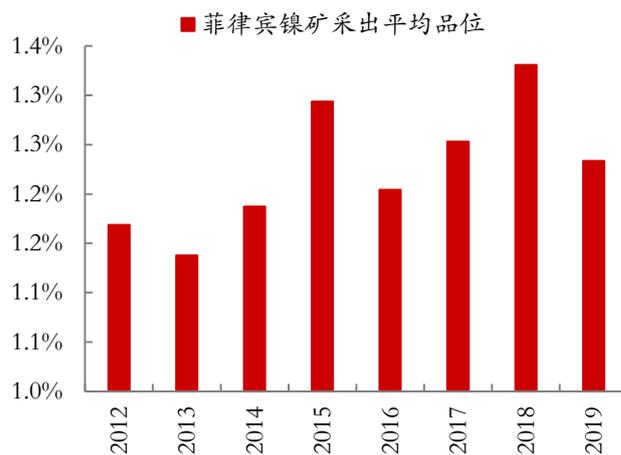
据 MGB 数据，2019 年菲律宾镍矿开采量约 2621 万千吨，同比增长约 1.1%，折算成金属吨约 32.3 万吨，同比下降 6.3%，两者劈叉充分说明一个问题，菲律宾镍矿平均采出品位出现了明显的下降。此外，长周期角度，2016 年菲律宾对矿山实施环保执法之后，边际产能退出市场明显，从近三年开采情况看，这部分产能重回市场的可能性很低。

图表 4: 菲律宾镍矿开采量变化



资料来源: MGB, 东证衍生品研究院

图表 5: 菲律宾镍矿采出平均品位



资料来源: MGB, 东证衍生品研究院

最新数据显示，除 Tawi 主产区之外，菲律宾 1Q20 镍矿开采量约 218.6 万千吨，同比下降 26.4%，金属量折 2.8 万吨，同比下降 26.6%，出矿品位同比相差不大，产量出现明显的下滑。疫情对菲律宾影响最严重在于二季度，一季度产量下滑可能更多是内生性因素，这也再度说明菲律宾主产区的产能瓶颈，以及边际产能的退出相对彻底。

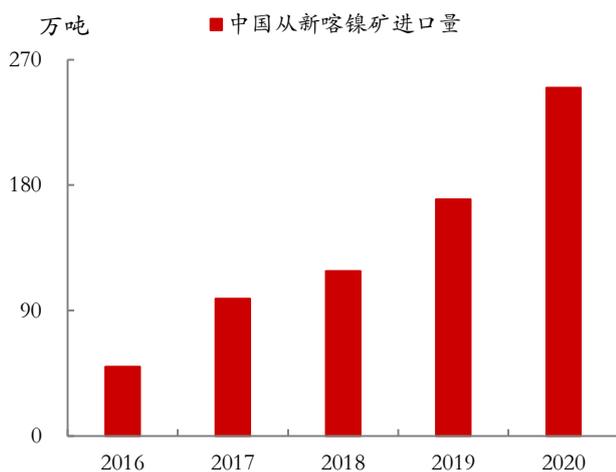
疫情突然发生对菲律宾镍矿出货造成重大干扰，影响表现为部分矿山停产，以及发运因为检疫受到显著阻碍。从镍矿离港量看，发运今年上半年同比下降约 13%，绝对量约 221 万湿吨，而且从矿的品位来看，排除低镍矿，去年上半年镍矿品位多在 1.6% 以上，今年上半年镍矿品位多在 1.5% 以下。

Tawi 地区资源枯竭明显，S.R.Langyuan 关闭预计影响 450-500 万湿吨出货，Minavida、Pax、Chan C Mining 出货量相对稳定，但品位也出现了不同程度的下降。初步预估，今年由于 Tawi 地区中高品矿资源衰退，全年 Tawi 地区发运至国内的出货量保守减量在 5 万金属吨以上。

综上所述，我们下调了年报中对菲律宾 2020 年出矿的预估，核心在于疫情影响与资源枯竭，对于中高镍矿，最乐观而言，Tawi 之外主产区在下半年追回上半年疫情的影响，Tawi 地区则因资源枯竭出货收缩 450-500 万湿吨（折 4.5-5 万金属吨）。保守预估，我们认为菲律宾雨季之前已无法追回上半年损失，2020 年发运至国内的中高镍矿保守下降 4.5 万金属吨。

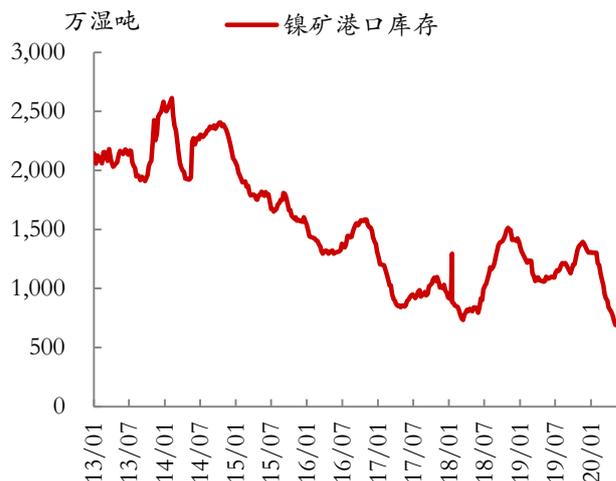
注意两个关键点，节奏上看，今年三季度是菲律宾出矿的重要窗口，一是疫情管控解除，二是高利润刺激出货，但主产区步入雨季之后，11月份-次年3月份，出货将显著收缩。品位上面，中高镍矿而言，今年平均品位或降低至1.5%以下，去年平均品位应该在1.6%以上。

图表 6: 中国从新喀进口镍矿变化及预估



资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院

图表 7: 国内镍矿港口库存变化



资料来源: 铁合金在线 (注: 不包括南方部分主要港口)

其他地区: 受疫情影响, 新喀里多尼亚与危地马拉的补缺作用发挥的不太明显, 海关数据显示, 1-4 月份从新喀进口镍矿约 45.6 万吨, 从危马进口镍矿 6.8 万吨, 增长均低于市场预期。考虑疫情影响, 我们将今年新喀进口预期下调至 250 万吨, 危马进口预期下调至 20 万吨, 补缺效应折算成金属吨约 1.25 万金属吨。且两者发挥主要补缺效应的窗口期预计在四季度至明年一季度。

从红土镍矿供给角度, 综合以上分析, 2020 年海外中高品位的红土镍矿供给缺口约 38-39 万金属吨。东南亚疫情发展仍不明朗, 印尼政策存在小概率变更风险, 不确定性依然是下半年矿端的主线。除此之外, 在考虑国内镍矿供需平衡时, 还要考虑库存提供的支撑, 以及低品矿混矿使用的情况。

据铁合金在线数据, 年初主要港口中高镍矿库存约 950 多万湿吨, 隐形库存约 500-600 万湿吨, 经过上半年的消耗, 主要港口中高镍矿库存降低至 500 万湿吨左右, 隐形库存约 200-300 万湿吨。折算成金属量, 初步预估年初国内库存理论上可提供 14.5 万金属吨以上的缓冲, 按照当前的库存水平, 下半年理论上还有 7 万金属吨以上的缓冲。

图表 8: 2020 年国内中高镍矿供需平衡预测

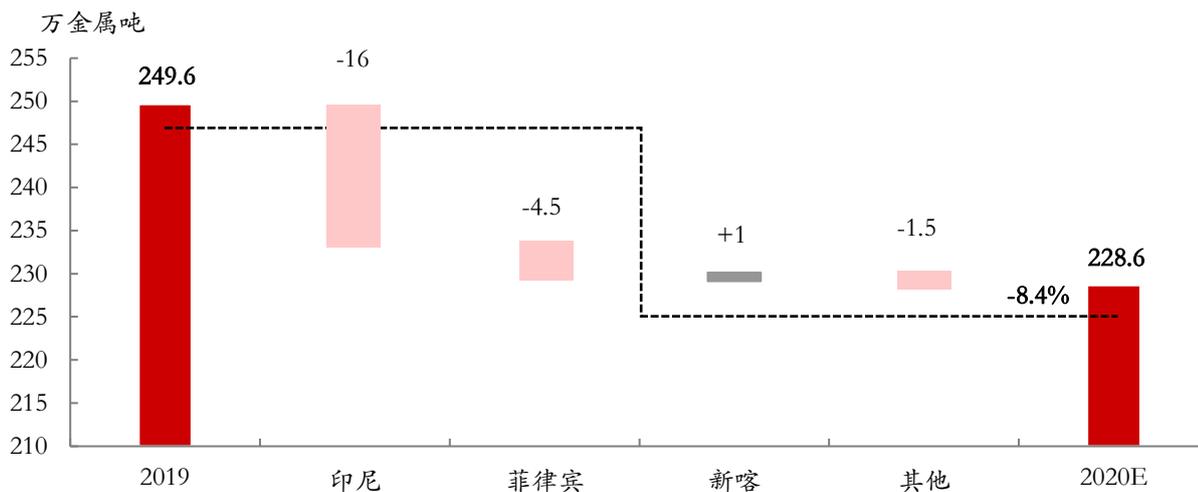
万金属吨	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
镍矿进口量	6.5	7	8	5
镍矿消耗量	10.5	10.7	10.7	8.5
当期平衡	-4	-3.7	-2.7	-3.5
季末库存	10.5	6.8	4.1	0.6

资料来源: 东证衍生品研究院

假设国内镍铁厂生产与原料强相关, 我们预估了全年国内中高品镍矿的平衡, 矿供需偏紧应该会贯穿全年, 三季度相对转松, 四季度将再度偏紧。由于库存存在, 理论上国内镍铁厂整体不会出现无矿可用, 但原料储备有结构性差异, 备料不足的企业有缺料风险。

值得注意的有两点: 1. 中高品矿供需的缺口可能部分通过中高镍铁品位的下降去体现, 我们观察到的实物吨产量下降则相对更少。2. 低品矿供给相对宽松, 国内镍铁总产量里面, 低镍铁产量预计将有所提升, 从而对冲掉部分中高镍铁产量的下降。

图表 9: 全球镍矿产量变化及预估



资料来源: 东证衍生品研究院

1.3、结论与思考

定量预估, 2020 年全球镍矿产量将出现明显的萎缩, 核心在于印尼禁矿导致其产量缩减, 以及菲律宾 Tawi 地区资源枯竭, 预计产量将下降 8.4% 至 228.6 万金属吨。疫情对硫化镍矿及红土镍矿生产的冲击暂时较为有限, 影响主要体现在发运。

交易层面，矿端显著收缩存在一定的不可逆性，今年四季度至明年一季度，由于菲律宾雨季的问题，国内红土镍矿短缺恐将更加严重，对镍铁企业的硬约束或在明年一季度显现，今年四季度考虑到库存缓冲作用，主要体现的是软约束。值得警惕的仍然是政策的变动及疫情的发展，这里面可能产生超预期的“故事”，主要是印尼是否再度放开低品矿出口，菲律宾等地区疫情是否形成二次冲击。

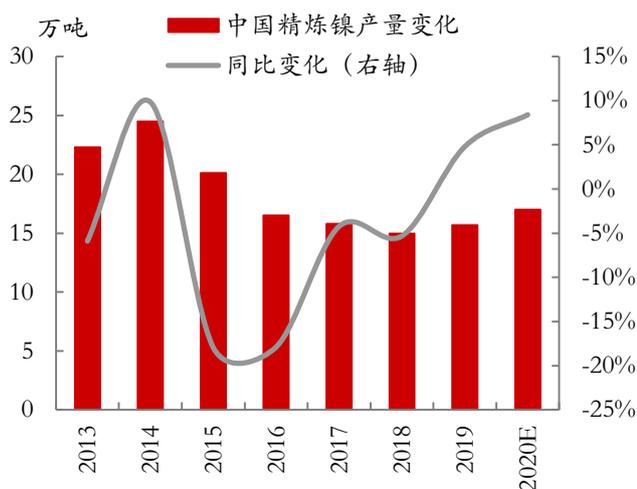
2、冶炼端：结构切换，总量提升

2.1、精炼镍

国内市场：

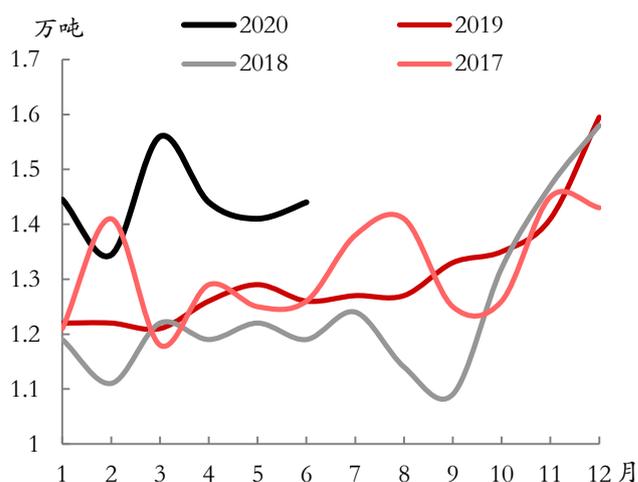
国内精炼镍生产受疫情冲击较小，据 SMM 数据，今年上半年国内精炼镍产量预计增长 16% 至 8.64 万吨，金川与新鑫产量温和上升。不存在硫化矿的原料约束，也不存在盈利的软约束，下半年精炼镍生产水平或持稳，全年预计产量将增长至 17 万金属吨左右。

图表 10：中国精炼镍产量变化（年度对比）



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

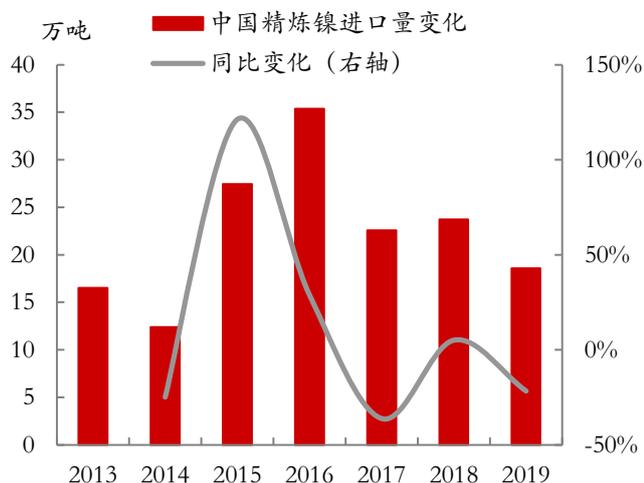
图表 11：中国精炼镍产量变化（月度对比）



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

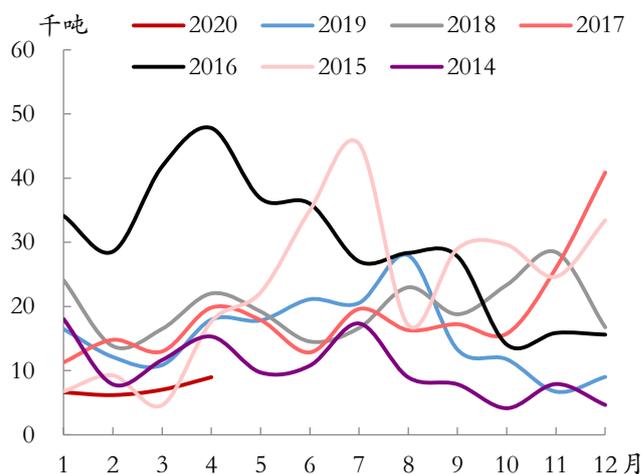
进口方面，今年最大的变化在于国内不锈钢行业对精炼镍的需求下降，原料端发生结构性变化，NPI 与 FeNi 对精炼镍的替代较为明显。此外，受疫情影响，非不锈钢行业对精炼镍的需求也有所受损。总体上，实体需求的下降叠加疫情影响物流，精炼镍进口显著下降，国内精炼镍流动性减弱，套利需求也因此而受阻。

图表 12: 中国精炼镍进口量变化 (年度对比)



资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院

图表 13: 中国精炼镍进口量变化 (月度对比)



资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院

图表 14: 海外主要精炼镍生产商产量变化

公司	国家	区域	1Q19 (千吨)	1Q20 (千吨)
Vale	加拿大	NAO	22	23.8
Norilsk Nickel	俄罗斯、芬兰	Kola, Harjavalta	55.9	51.8
BHP	澳大利亚	Kwinana	17.6	16.6
Glencore	加拿大、澳大利亚	INO, Murrin	22	22.1
AAPL	南非	-	4.2	3.1
Sherrite	马达加斯加	Ambatovy	7.7	5.2E
住友金属	日本	Niihama	12	13E
小计			141.4	135.6

资料来源: 公司报告, 东证衍生品研究院 (注: 单位为金属吨)

海外市场: 疫情对硫化矿市场冲击不大, 原料暂未成为海外冶炼厂增产的约束, 不过, 疫情出现令海外终端需求显著收缩, 这将间接影响海外冶炼厂的生产, 且考虑到马达加斯加 Ambatovy 项目阶段性停产, 初步预估, 2020 年海外精炼镍产量将下降 1-2 万金属吨。综上所述, 疫情对海外精炼镍供给有间接影响, 下调 2020 年全球精炼镍供给增长至 -0.2 万金属吨, 其中, 中国产量增长 1.3 万金属吨, 海外产量收缩 1.5 万金属吨。

2.2、镍铁 (FeNi)

疫情对镍铁影响主要表现在两个方面: 一是影响了部分新建项目的投放, 二是通过需求间接影响了生产。2019 年主要镍铁生产商产量大幅下滑至 39.3 万金属吨, 理论上今年具

备较大的复产空间，但疫情的出现显著阻碍了这一进程。中色缅甸项目复产相对顺利，但 Antam 新增产能释放估计会有所推迟。总体上看，我们将年报中产量增长预估下调至 1 万金属吨。

疫情发生后，海外 FeNi 需求显著收缩，外盘 FeNi 对 LME 镍价贴水一度超过 1500 美元/吨，FeNi 经济性凸显，导致国内钢厂及贸易商竞相采购，下半年由于海外需求的恢复，且供给增长相对有限，国内 FeNi 现货供需或转为偏紧，预计 FeNi 对 LME 镍价贴水将出现收窄，贴水或在 500 美元/吨以内。FeNi 经济性将有所减弱，对其他原料替代或将有所减弱。

图表 15: 全球主要镍铁生产商产量变化

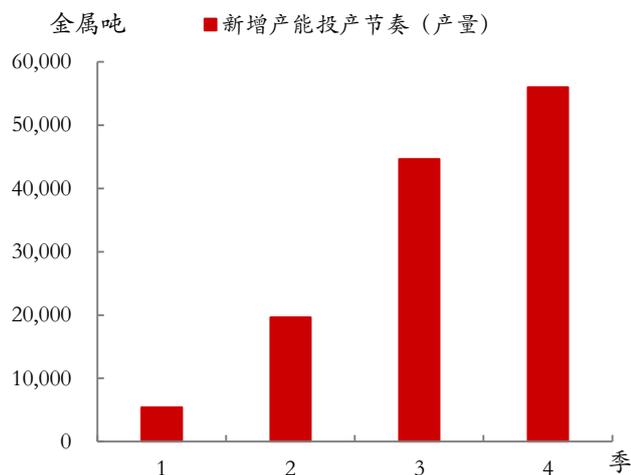
企业	国别	产量 (千金属吨)			
		2019	2018	2017	2016
太平洋金属	日本	33.5	34	31	34
住友金属	日本	13.6	13	13	15
日本冶金工业	日本	5	5	6	5
SNNC	韩国	45	45	47	44
Eramet	新喀	47.4	54.3	57	51
AAL	巴西	42.7	42.3	44	45
South32	哥伦比亚	40.6	43	41	37
Glencore	新喀	23.7	28	17.5	13.6
Antam	印尼	25.7	25	22	20
Vale	南非	23	23	25	24
CNMC	缅甸	13	21	31	12
其他	-	80	82	110	110
小计		393.2	416	444.5	410.6

资料来源：公司报告，东证衍生品研究院

2.3、含镍生铁 (NPI)

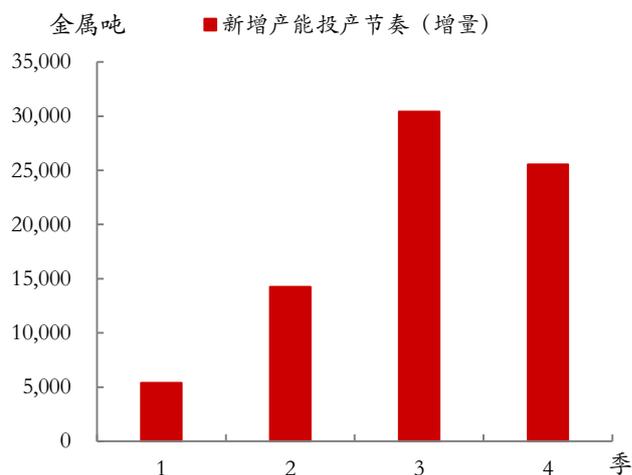
印尼：受疫情影响，上半年新增产能投产受阻，5-6 月份开始，产能释放突然加速，最新推断，年内新增投产带来的产量增长预计在 12-13 万金属吨，其中，预计 10 万金属吨在下半年投放，增量主要在三季度去体现。叠加存量爬产带来增量 5-6 万金属吨，预计印尼 NPI 年内增量在 17-19 万金属吨。

图表 16: 印尼 NPI 新增产能投产节奏 (产量)



资料来源: 东证衍生品研究院

图表 17: 印尼 NPI 新增产能投产节奏 (增量)



资料来源: 东证衍生品研究院

图表 18: 2020 年印尼新增 NPI 产能投产预估

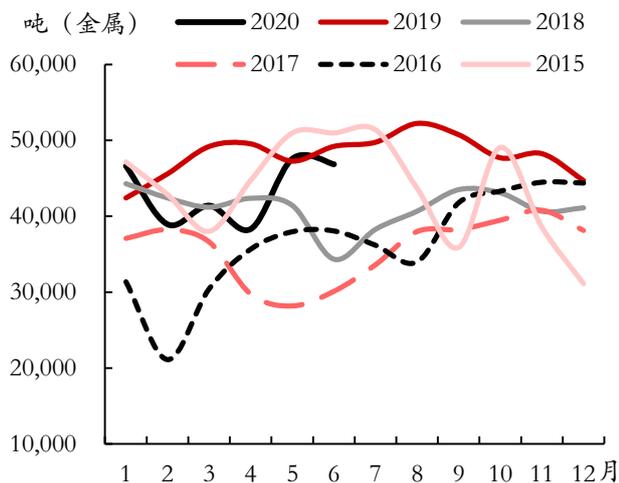
企业	产品	2020 年投建产能 F	1H20 已投产节奏
德龙一期	Ni 10-12%	1*33000kvaRKEF	1 台
德龙二期	Ni 10-12%	10*42000kvaRKEF	4 台
瑞浦镍铬合金	Ni 13-14%	8*42000kvaRKEF	8 台
Weda Bay	Ni 13-14%	12*42000kvaRKEF	6 台
象盛镍业	Ni 10-12%	10*33000kvaRKEF	4 台

资料来源: 新闻整理, 东证衍生品研究院

中国: 疫情叠加矿偏紧, 国内 NPI 新增产能投放受阻, 新建项目后续投产的规模料将被约束, 且投产具有很大的不确定性。奈曼项目 18 条线在建, 6 条线计划 9 月底陆续投产, 12 条线预计 2021 年逐步投放。矿的采购与储备是最大的投产障碍, 据调研消息, 该企业已有部分镍矿储备, 保守预计年内该项目投产 2 条线应该问题不大。

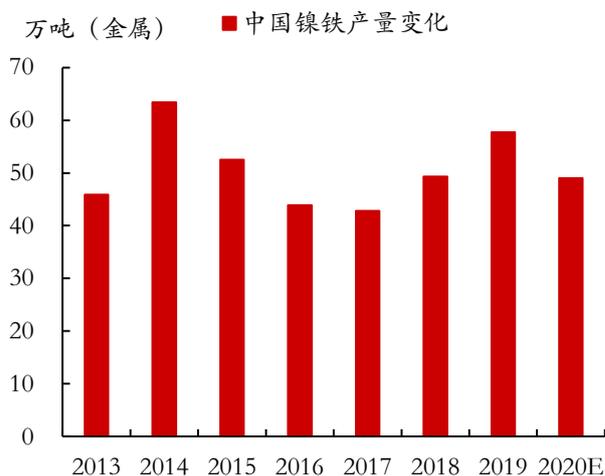
铁合金在线数据, 国内 NPI 上半年产量同比下降 8.3% 至 25.9 万金属吨, 绝对减量约 2.35 万金属吨, 低镍铁增长约 0.7 万金属吨, 中高镍铁减少约 3 万金属吨, 从矿铁平衡角度, 这个减量低于市场预期, 主要原因在于镍矿库存提供了较强的缓冲。从盈利角度, 国内镍铁企业上半年盈利显著收缩, 边际产能亏损运营已是常态, 但对比产量数据, 盈利对产能退出的约束暂不强。

图表 19: 中国镍铁产量变化 (月度对比)



资料来源: 铁合金在线, 东证衍生品研究院

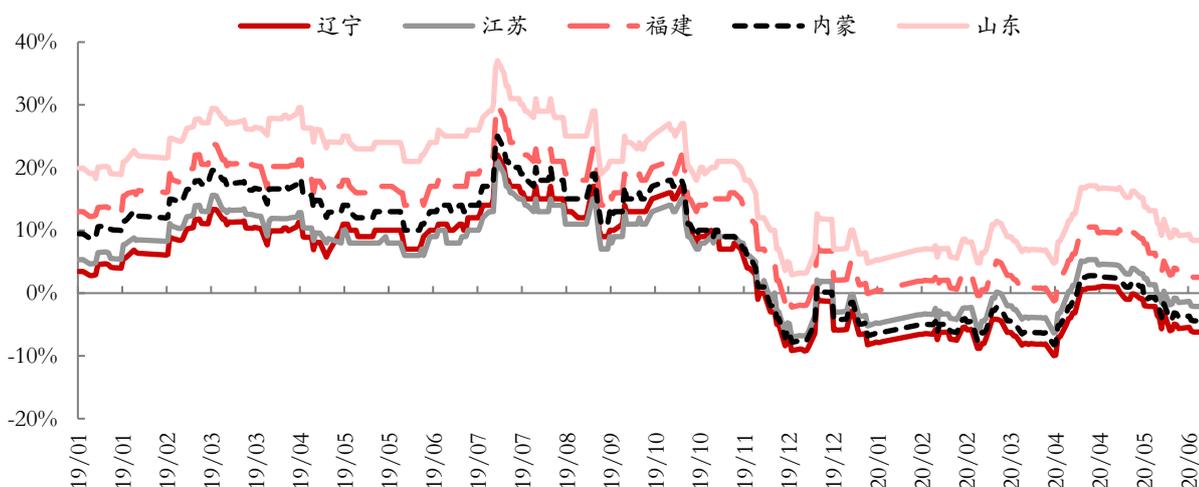
图表 20: 中国镍铁产量变化 (年度对比)



资料来源: 铁合金在线, 东证衍生品研究院

我们认为镍铁企业在去年赚钱丰厚, 为今年抵抗亏损提供了条件, 行业整合末期, 谁都清楚度不过寒冬意味着产能永久出清, 因此, 即便是亏损的企业也在为活着而挣扎。下半年形式可能更加严峻, 除了继续亏损现金流之外, 矿更加紧张, 印尼铁更多挤占市场, 预计将加速产能出清, 时间上四季度可能更明显。

图表 21: 中国 RKEF 工艺镍铁企业毛利率变化



资料来源: 铁合金在线, 东证衍生品研究院

综上所述，考虑矿的约束，2020年中国NPI产量或下降9万金属吨至48.7万金属吨，低镍铁产量预计增长1万金属吨左右，高镍铁产量预计下降10万金属吨。节奏上看，减量主要体现在今年四季度。

2.4、镍盐

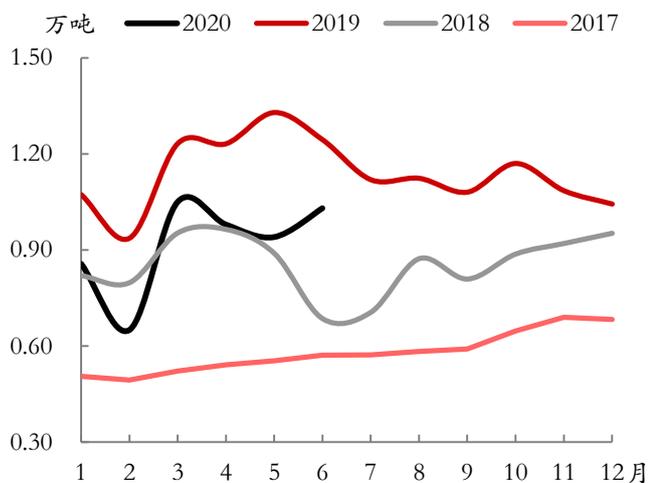
图表 22：2020 年中国新增镍盐产能投产预估

企业	新增产能	投产时间	2020F (金属吨)
BHPB	10 万吨硫酸镍	2020	1.75
Terrafame	17 万吨硫酸镍	2021	0
青山/格林美/邦普	5 万金属吨湿法	2020-2021	推迟
宁波力勤/印尼哈利达	5 万金属吨湿法	2020-2021	推迟
华友钴业/青山	3 万金属吨湿法 (一期)	2021	推迟

资料来源：新闻整理，东证衍生品研究院

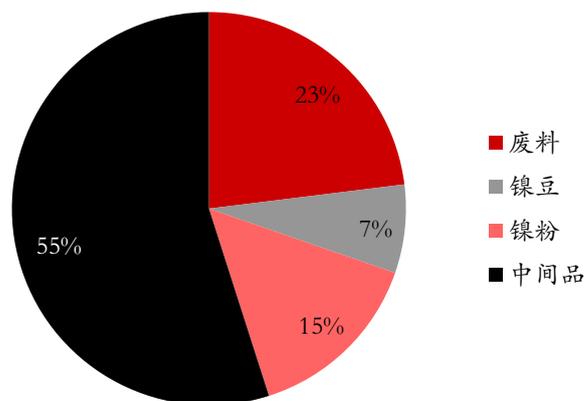
疫情突然出现阻碍了在建项目的建设，印尼湿法项目年内投产的可能性下降，疫情同样影响了硫酸镍终端的需求，在原料价格相对偏高，需求受压的情况下，硫酸镍生产受抑，预计这种状况在下半年或有阶段性改善，但年内改善的程度恐有限。

图表 23：中国硫酸镍产量变化（月度对比）



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 24：中国硫酸镍原料结构对比

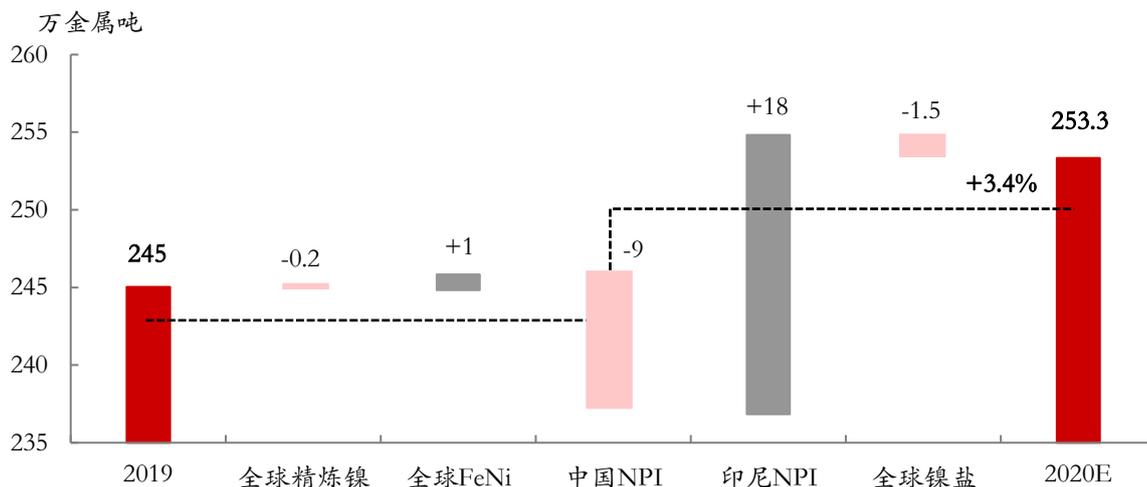


资料来源：SMM，东证衍生品研究院

SMM 数据显示，今年上半年国内硫酸镍产量同比下降 23% 至 5.51 万吨，产量呈收缩态势，下半年产量降幅预计将收窄，全年产量减量预计在 1-2 万金属吨，海外新增产能投

产预计带来 1-2 万金属吨增量，但海外受疫情影响存量产能利用率或下降。总体上看，我们初步预估 2020 年全球镍盐产量或下降 1-2 万金属吨。

图表 25：全球原生镍产量变化及预估



资料来源：东证衍生品研究院

2.3、结论与思考

定量估算，2020 年全球原生镍供给将增长 3.4% 至 253.3 万金属吨，其中，印尼 NPI 预计增长 18 万金属吨，中国 NPI 预计下降 9 万金属吨，预计全球精炼镍产量下降 0.2 万金属吨，FeNi 产量增加 1 万金属吨，镍盐产量下降 1.5 万金属吨。

印尼与中国 NPI 产量增减变化直接影响全局，尤其是两者增减节奏的衔接，对国内镍料供给影响较大。三季度开始印尼产能释放将有明显的体现，后面呈递增态势，国内情况则相反，三季度开始体现减产压力，这种压力将会递增，明年一季度显现。

交易角度，市场对 NPI 内减外增已有较强预期，预期差在于节奏的变化，三季度开始从印尼进口 NPI 已出现明显增长，但镍料转过剩尚需要下游需求转淡去配合。我们认为市场开始去交易 NPI 过剩，需要更往后去看，时点可能在三季度下半段。

明年冶炼端交易的逻辑会更有层次，NPI 核心在于印尼释放空间与国内压缩空间，镍盐需要注意今年硫酸镍产能洗牌后，明年考虑新增产能释放情况下，供给增长空间是否充足。FeNi 供给向上修复的弹性也较为关键。

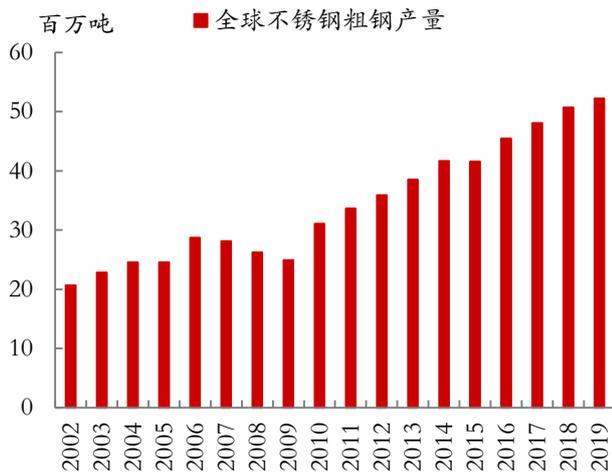
3、需求端：修复不弱，来年可期

3.1、不锈钢

1) 海外市场

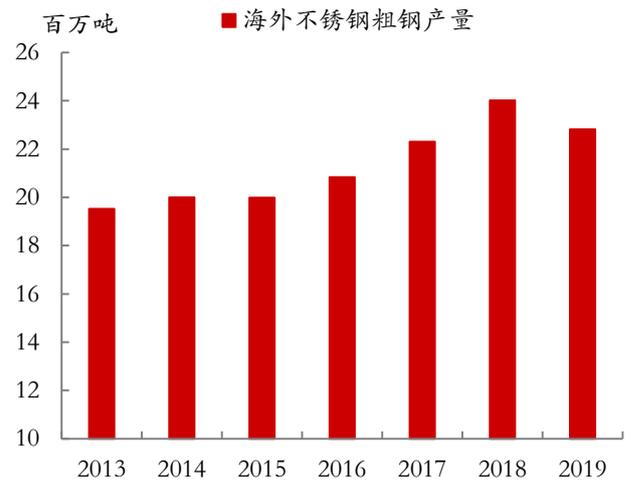
ISSF 数据,2019 年全球不锈钢粗钢产量增长 2.9%至 5222 万吨,海外不锈钢产量下降-5%,这是 2016 年以来首次出现负增长。

图表 26：全球不锈钢粗钢产量变化



资料来源：ISSF

图表 27：海外不锈钢粗钢产量变化



资料来源：ISSF

图表 28：奥托昆普不锈钢出货量变化



资料来源：公司报告

图表 29：Aperam 不锈钢出货量变化



资料来源：公司报告

欧美：终端需求疲软早在 2018 年就初见端倪，疫情的突然出现更是雪上加霜，贸易方面，亚洲市场相对低价的不锈钢涌入欧美市场，使得欧美不锈钢库存水平不断攀高，这就进一步强化了供需的过剩，从而倒逼钢厂减产。

疫情令全球经济增长蒙阴，欧美受冲击较国内更加严重，不锈钢市场寒冬凛冽，需求萎缩对生产的抑制在今年上半年更加严重，ISSF 数据，今年一季度欧洲不锈钢粗钢产量同比下降-6.3%，美国同比下降-10.9%，这还不是疫情影响最严重的阶段，**预计今年上半年整体降幅或在 7-12%，全年的降幅预计在 5-10%。**

图表 30：Third-country 对欧美市场冷轧不锈出口同比变化

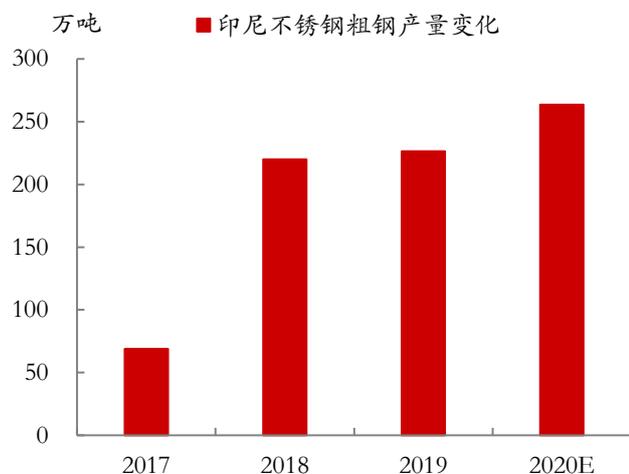
单位：%	2016	2017	2018	Q1 2019	Q4 2019	Q1 2020
至欧洲	24.6	27.6	29.6	22.6	31.5	28.5
至美国	23.6	24.0	19.1	16.8	13.5	13.7

资料来源：Eurofer, American Iron & Steel Institute

印尼：德龙一期 100 万不锈钢产能在一季度投产，理论上带来增量 7-8 万吨/月，实际爬产的情况看，上半年产能高峰约 5 万吨/月。德龙在徐州的 80 万棒线材产能在 3 月底投产，印尼项目将为徐州项目提供方坯，预计下半年德龙印尼不锈钢产能尚有 1-2 万吨提产空间。全年来看，预计带来 300 系不锈钢增量 49-55 万吨。

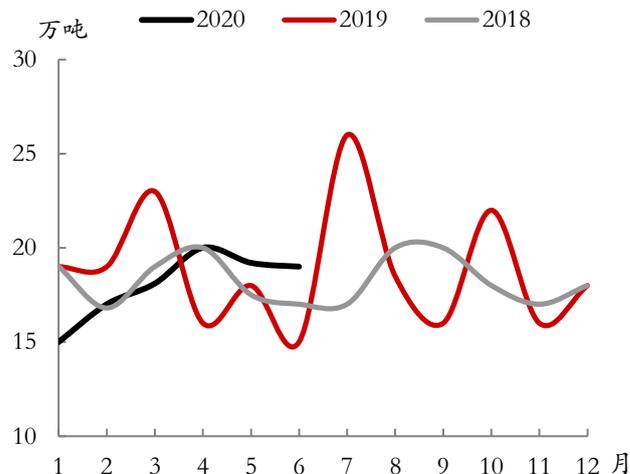
存量角度，青山产能释放受抑制依旧，一是欧美、中国等地区的反倾销阻力，二是新兴市场今年需求的萎缩，据中联金数据，上半年青山印尼不锈钢产量较去年同期下降近 20 万吨，下半年要追回这部分损失难度很大，保守预计今年青山印尼不锈钢产量将下降 10-20 万吨。

图表 31：印尼不锈钢粗钢产量变化（年度对比）



资料来源：中联金

图表 32：印尼不锈钢粗钢产量变化（月度对比）



资料来源：中联金

预计 2020 年印尼不锈钢粗钢产量将达到 264 万吨，其中，存量减少 15 万吨，新增投产带来增量 52 万吨。

其他：疫情影响需求，从而影响钢厂接单，日韩、台湾等地区预计上半年不锈钢产量也将出现一定程度萎缩，ISSF 数据显示，这些地区 1Q20 同比降幅预计在 3-9%。

综上所述，2020 年印尼不锈钢粗钢产量预计增长 37 万吨，带来镍料需求增长约 3 万金属吨，其他除印尼外的地区（海外）不锈钢产量保守估计下降 5%-10%，以 7.5% 估算，参考镍系不锈钢产量占比，整个海外今年不锈钢对镍料的需求或下降 4.5-6 万金属吨，其中印尼增长约 3 万金属吨，其他区域下降 7.5-9 万金属吨。

2) 国内市场

疫情出现及外部环境变化，新增产能在建及释放受阻，年内我们认为投放可能性相对较大的仅临沂钢铁 70 万吨项目，预计在三季度投放，保守预计带来 10.5 万吨产量增长。复产方面，云南天高与西南不锈年内将复产，受制于盈利与订单，其产能利用率较为不足，预计前者带来 300 系粗钢增量 15 万吨，后者带来 300 系粗钢增量 5-8 万吨。

图表 33：2020 年中国不锈钢粗钢产能潜在增量

类型	生产商	产能 (万吨)	预计投产	产品
炼钢	山东鑫海	380	2020-2021	300 系
炼钢	临沂钢铁	70	3Q20	200/300 系
炼钢	德龙二期	135	2020-2021	300 系
炼钢	众拓	41	2020-2021	200/300 系
炼钢	云南天高	80	2Q20	200/300 系 (复产)
炼钢	西南不锈	60	3Q20	200/300 系 (复产)
2020 年国内不锈钢粗钢产能预计增长 70 万吨				

资料来源：新闻整理，东证衍生品研究院

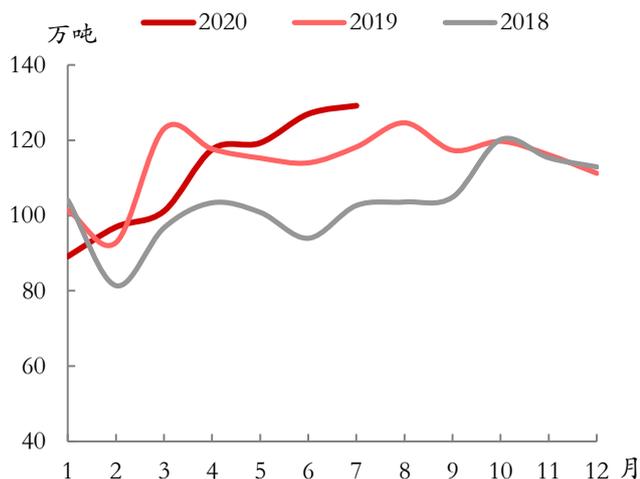
存量产能方面，我们从以下三个维度进行推断：

一. 终端需求角度，疫情对上半年国内不锈钢终端需求影响较大，民用需求受损大于工业需求，出口需求受损大于国内需求，200、400 系需求受损大于 300 系需求。疫情后周期，整体上看，不锈钢终端需求将步入恢复周期，我们预计 300 系需求复苏将强于其他系列，国内需求复苏将强于海外。

纵观下半年国内终端需求，我们认为基建与房地产领域对不锈钢需求可能出现超预期表现，尤其是房地产。300 系不锈钢需求除了将受益于此，还可能因为对其他系列及功能材料替代的原因，获得更大的需求支撑。

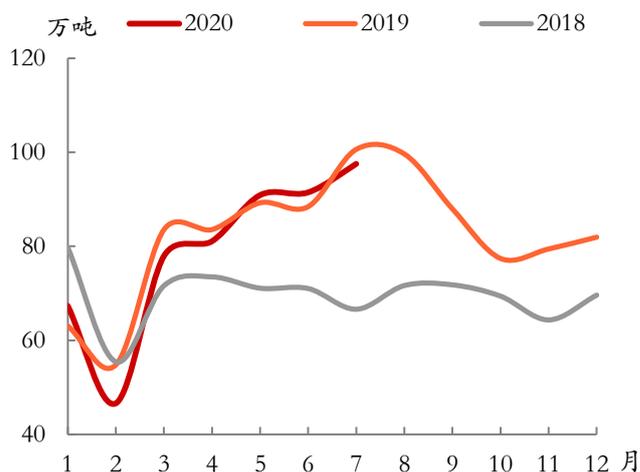
二. 盈利角度, 原料强于成材, 钢厂利润上半年整体继续收缩, 低盈利成为常态, 部分时间甚至亏损运营。但我们发现今年上半年粗钢产量变化与盈利波动相关性减弱, 即亏损对产量的抑制不突出, 尤其是今年二季度后半段。而更大程度决定短期产量的还是下游订单, 这与国内不锈钢行业产业集中度提高, 低价抢占市场的策略不无关系。下半年钢厂利润将迎来修复, 尤其是三季度后半段。

图表 34: 中国 300 系不锈钢粗钢产量变化



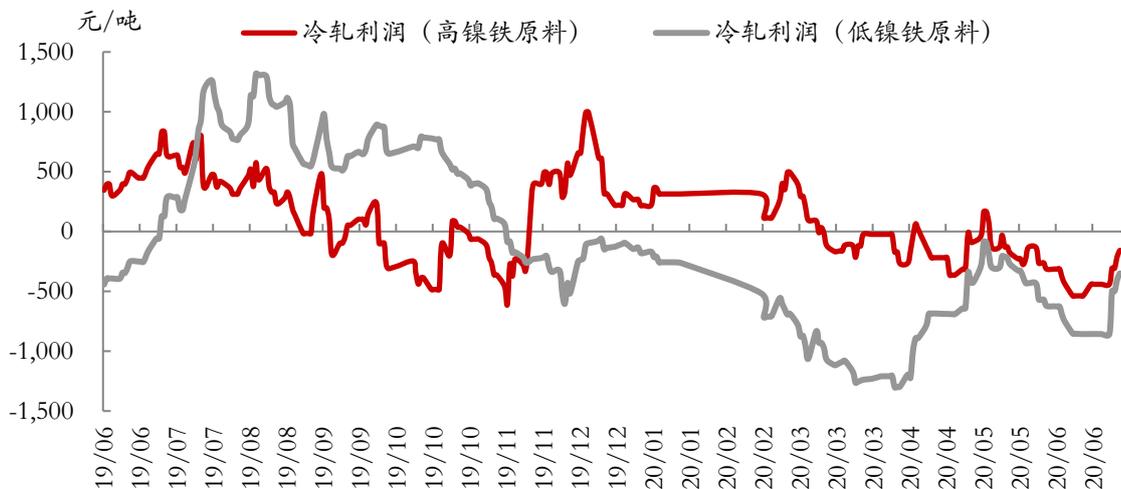
资料来源: 中联金 (注: 2020 年 7 月为排产数据)

图表 35: 中国 200 系不锈钢粗钢产量变化



资料来源: 中联金 (注: 2020 年 7 月为排产数据)

图表 36: 中国冷轧不锈钢理论盈利变化

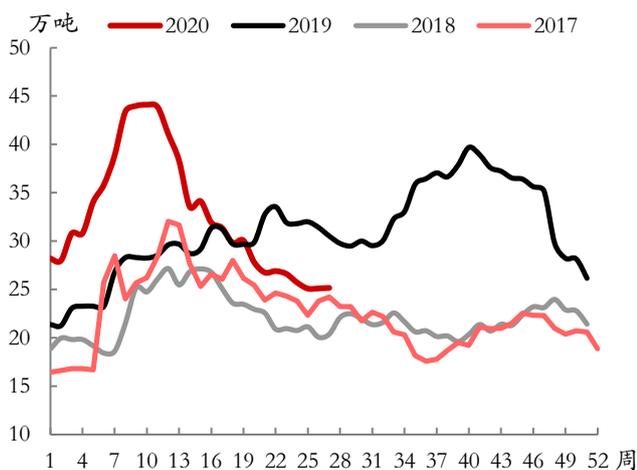


资料来源: 东证衍生品研究院 (注: 成本中枢水平)

三. 产能空间角度, 参考7月份排产, 国内300系不锈钢粗钢月产量理论上有9%提高空间, 200系不锈钢粗钢月产量理论上有10%提高空间。结构上看, 以300系为例, 产量排名前5的钢厂产量增长空间已较为有限, 增长弹性更多取决于中小产能, 而这一部分产能对下游订单及盈利变化更加敏感。

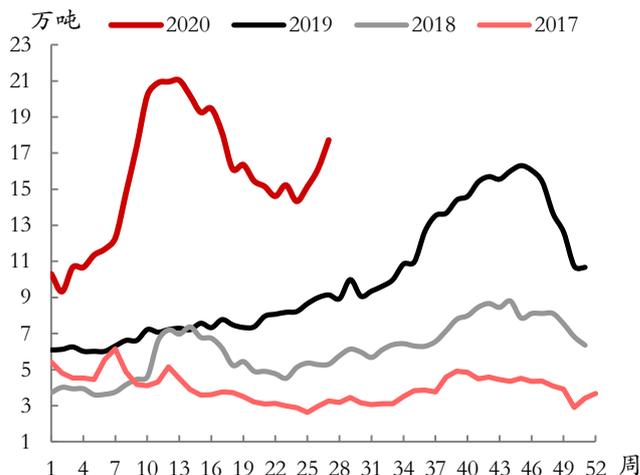
中联金数据显示, 2020年上半年国内300系不锈钢粗钢产量增长-0.3%, 200系不锈钢粗钢产量增长-1.9%。疫情后周期, 考虑到终端需求渐进修复、核心钢厂短期产量受盈利影响偏小、头部钢厂产能利用率提高空间有限等, 我们预计下半年300系不锈钢粗钢产量增长预计在6%至8%, 2020年全年增长在2至3%, 200系下半年约-0.7%至2.2%, 2020年全年增长在-1.1%至0.4%。节奏上, 三季度生产转强, 四季度生产转弱。

图表 37: 中国 300 系不锈钢库存变化对比



资料来源: 上海钢联 (注: 无锡与佛山合计)

图表 38: 中国 200 系不锈钢库存变化对比



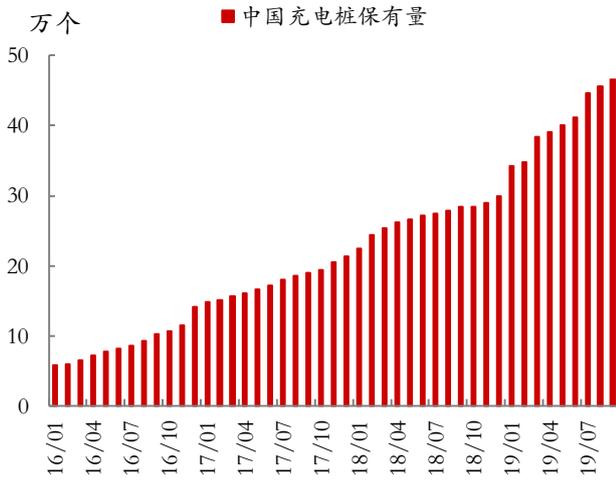
资料来源: 上海钢联 (注: 无锡与佛山合计)

库存方面, 驱动国内不锈钢三季度增产的核心为贸易端而非终端, 三季度国内产出水平上去之后, 短期供应压力将显著增大, 且下半年终端需求预计难以完全消化当期的产出+前期的补库, 我们认为三季度后半段至四季度, 国内不锈钢库存累积压力会明显提升, 200系不锈钢将先于300系体现。这无疑会对四季度产量形成抑制。

3.2、新能源

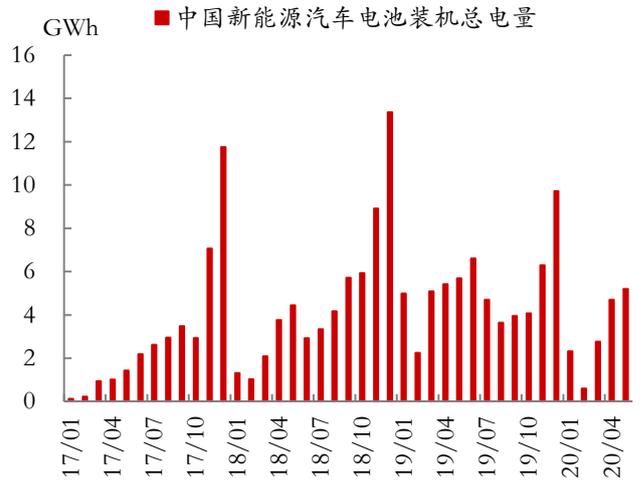
国内新能源汽车产销增长从去年下半年已显露疲态, 今年再受到疫情冲击, 上半年产销负增长已成定局, 参考中汽协数据, 1-5月份国内新能源汽车产量同比下降-46%, 其中, 纯电动车产量同比下降近-50%。

图表 39: 中国充电桩保有量变化



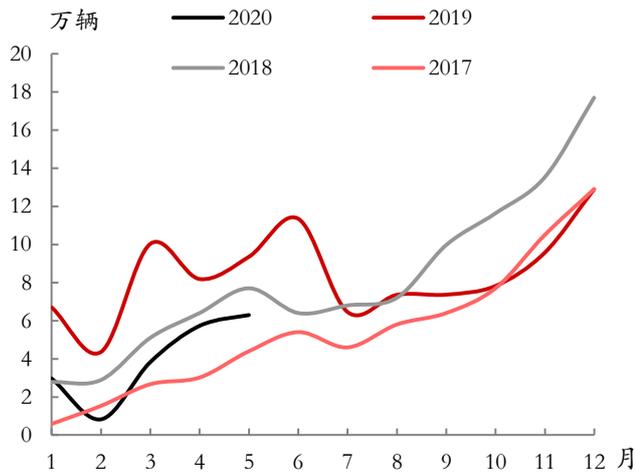
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 40: 中国新能源汽车电池装机变化



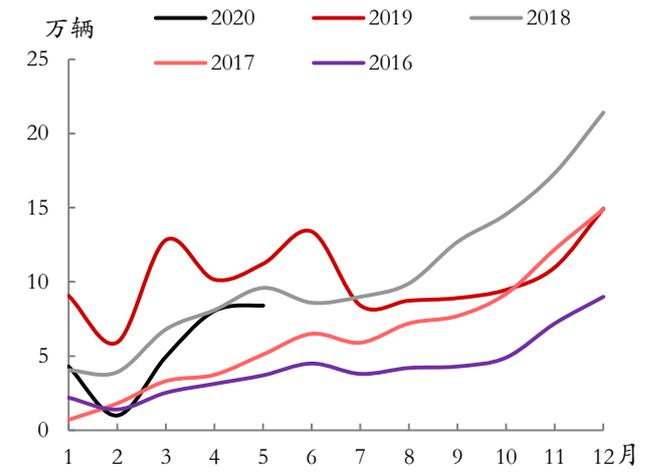
资料来源: 高工锂电

图表 41: 中国纯电动汽车产量变化



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 42: 中国新能源汽车产量变化



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

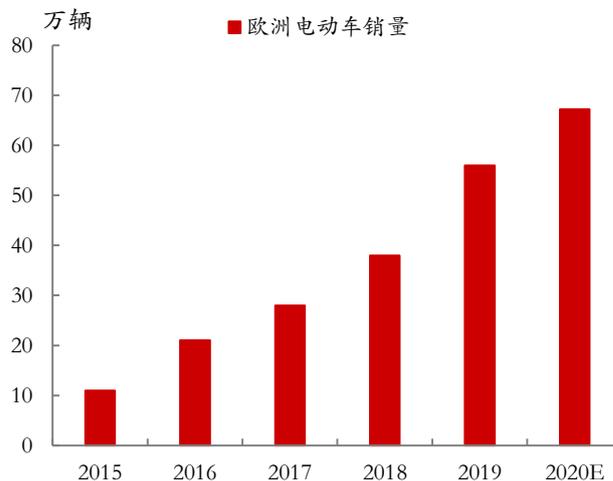
疫情后周期, 国内新能源汽车产销将逐步恢复, 但节奏上看不会太快, 我们预计接下来国家在鼓励新能源汽车消费方面会继续出台刺激政策, 但效果也仍需要观察。参考当前产出, 要追平去年产量, 今年下半年产量增长需要超过 37%, 现阶段看难度很大, 如果取今年下半年产量同比增长 20%, 则 2020 年国内新能源产量增长约 -8.2%。

图表 43: 欧洲汽车碳排放水平变化



资料来源: Bloomberg

图表 44: 欧洲电动车销量变化



资料来源: Bloomberg

市场前期对欧洲市场新能源产销增长预期较高,主要是欧盟新碳排放标准将在 2020 年开始实施,政策缓冲期也要求达标 95%,超额排放的罚款标准为超额每克/公里罚款 95 欧元/辆。新政策影响下,即便是疫情显著拖累了汽车整体产销,但欧洲新能源汽车产销成为了行业寒冬下仅存的亮点。

疫情后周期,欧洲也推出了一系列逆周期调控政策,包括对零排放汽车免征增值税,并计划未来 2 年投入 200 亿欧元采购电动车,投资 400-600 亿欧元布局零排放动力总成等等,刺激政策将逐渐起效,总体上看,我们中性预估今年欧洲新能源汽车销量或逆势增长 20%至近 70 万辆,绝对增量 11 万辆。

综上所述,国内减量,海外增量,全球新能源汽车产量或减少 2 万辆,其中,中国减少 10 万辆,欧洲增加 11 万辆,美国减少 3 万辆,折算成镍料需求约减少 1000-1500 金属吨。疫情阻碍了本该出现的增长,这意味着对全球硫酸镍-三元材料产业链的生产商,今年将面临更加严峻的行业寒冬,不过上半年最寒冷,下半年将逐步开启复苏。

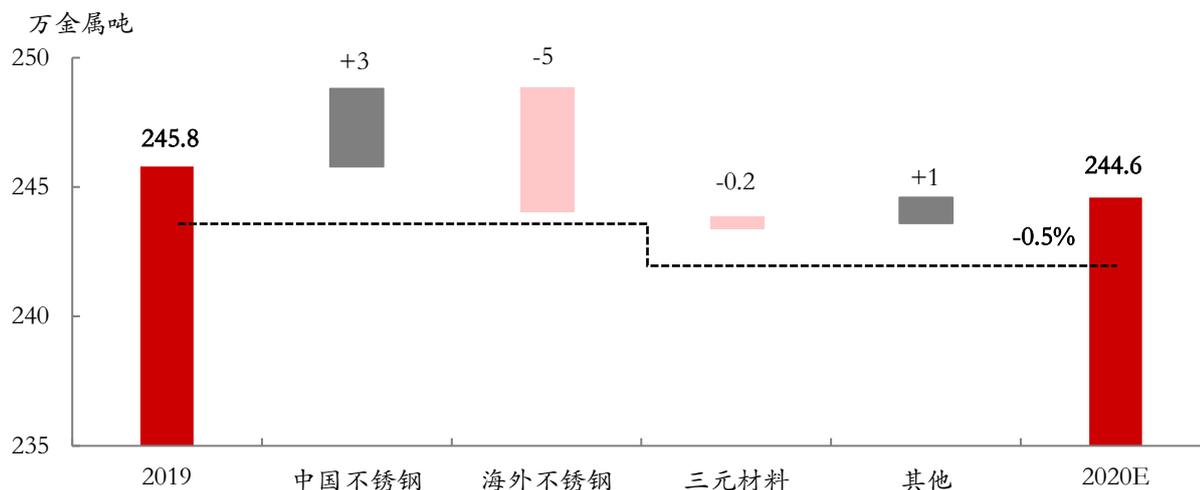
3.3、结论与思考

新冠疫情的出现对需求形成较强冲击,定量预估,下调 2020 年全球原生镍需求为下降 -0.5%至 244.6 万金属吨,其中,中国不锈钢产量逆势增长将带来需求增量 3 万金属吨,海外不锈钢产量继续减少将带来需求减量 5 万金属吨,新能源汽车产销阶段收缩将带来需求减量。

交易角度,对于需求的理解,市场更多关注需求的复苏,而非上半年已经产生的损失,国内不锈钢产业链对镍料的需求短期有支撑,中期恐将减弱,而海外不锈钢产业链对镍

料需求或逐步恢复，中期预期较好、弹性很大。新能源对镍料需求的增长阶段放缓，中期恢复可期。我们认为 2021 年需求端修复空间很大，市场可能提前交易需求复苏逻辑。

图表 45：全球原生镍需求变化及预估



资料来源：东证衍生品研究院

4、投资建议

4.1、供需平衡表

从供需平衡表看，全球镍市正由阶段短缺向过剩过渡，疫情出现激化了基本面矛盾。但是，从绝对量来看，这个过剩的水平不算严重，而且平衡表需求端的弱更多体现在上半年，下半年需求端已经开始步入修复周期。交易角度，平衡表变化本身难以驱动镍价出现大的趋势性行情，非基本面因素对镍价的影响权重提高。

图表 46：全球镍市供需平衡表

万吨 (金属)	2017	2018	2019	同比变化	2020E	同比变化
全球镍矿产量	215.4	234.5	249.7	6.5%	228.6	-8.5%
全球原生镍产量	207.7	220.5	245.1	11.2%	253.3	3.3%
全球原生镍需求	219.2	233.3	245.8	5.4%	244.6	-0.5%
供需平衡 (冶炼)	-11.5	-12.8	-0.7	-	8.7	-

资料来源：东证衍生品研究院

4.2、行情展望

短期逻辑：

下半年矿端前松后紧，菲律宾雨季缺矿预期将卷土重来，但由于印尼 NPI 释放增量，矿端对整个产业链价格中枢的支撑恐将减弱。市场对下半年国内镍料转过剩预期较强，但

我们认为需要得到下游原料采购转淡的配合，否则没有明显的原料累库，基本面利空难以在价格里面充分兑现。

NPI 与精炼镍价差扩大，一方面反映了宏观预期与风险偏好，另一方面反映了市场对未来非不锈钢领域需求的预期，短期价差未必出现显著的修复，如果宏观利多因素继续发酵或新能源政策刺激预期被强化，两者价差甚至将进一步扩大。从这个角度看，镍料基本面的状况并非原生镍全貌，仅仅以 NPI 过剩逻辑去空镍需要谨慎。

事件方面，关注东南亚疫情发展，以及印尼政策是否变动。前者我们认为疫情出现二次冲击的危机不小，需要高度重视，后者我们认为出现松动可能性暂不大。这就意味着在多空博弈中，空头将承受更大的事件性干扰带来的亏损风险。

交易层面，我们认为市场对镍-不锈钢产业链基本面转弱的负反馈，在整个宏观强、风险偏好强、政策刺激预期强的背景下，恐将延迟或不充分去体现。换句话说，镍料或不锈钢阶段性累库风险对镍价的抑制作用，权重比例阶段性偏低。总体上看，我们对下半年的看法为区间震荡，基本面显著恶化被外化之前，镍价随板块或继续震荡上涨。市场只有看到镍料或不锈钢显著累积之后，配合宏观预期短期反复，镍价才会有一波幅度相对较大的回调。

中期逻辑：

明年全球 NPI 产能扩张步伐将放缓，镍盐产能尚在快速扩张，但印尼项目投放不确定性依旧，冶炼端明年最大的弹性来自 FeNi。疫情后周期，需求端已然已经步入复苏周期，海外不锈钢产销水平，如果参考 2019 年水平，预计有 3 万多镍金属吨的需求恢复空间，如果参考 2018 年水平，空间将有 8 万多镍金属吨。

发达国家新能源汽车产销增长步入快车道，今年仅仅是受到疫情羁绊，明年恢复的弹性将会很大，保守估计明年欧洲新能源汽车产销将突破 100 万辆，国内产销或恢复至 170 万辆以上，全球绝对增量预计将接近 100 万辆，保守带来镍料需求增长 3-4 万金属吨。

中期而言，我们认为在疫情后周期的初期，需求端阶段性恢复超预期的可能性偏大，这包括政策性刺激的后效，以及整个产业链复产复工后的补库，明年上半年可能出现阶段性短缺，即供给增长不及需求增长，尤其是镍盐。叠加宏观大环境，可能将带来超预期的短期上涨行情。中线角度，我们更建议逢四季度回调低位买入。

4.3、价格判断

下半年沪镍主力震荡区间（103000，110000）元/吨，节奏为先扬后抑，明年上半年镍价恐出现二次探涨行情，沪镍主力目标价 120000 元/吨。策略角度，三季度可选择区间上边缘布局空单。中线而言，建议在四季度价格回调阶段布局多单。套利方面，内外盘建议关注正套机会。

5、风险提示

宏观预期显著转向；需求恢复不及预期。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 23 亿元人民币，员工近 500 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司和上海东祺投资管理有限公司两家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、北京、太原、郑州、青岛、常州、上海、长沙、广州、宁波、深圳、杭州、西安、成都、厦门、东营、天津、哈尔滨、重庆等地共设有 31 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 108 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

曹洋

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，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

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com