



镍：供应过剩，安全边际做多

钟 靖

金属研究员

电话：0755-23982459

邮箱：zhongj@wkjyqh.com

报告要点：

从跨期、跨市、趋势三个角度，我们的观点总结如下：

跨期：开放镍豆交割后，可交割库存偏少的问题逐渐解决。原生镍供给过剩和库存累积背景下，以做 lending 为主。

跨市：不锈钢冶炼对纯镍需求减弱，镍板依存度降低，进口窗口打开频率降低，偏向以做正套为主。

趋势：从全球供需平衡分析，预计 20 年原生镍的供应转为过剩，我们维持镍价低位震荡观点。但镍价经过今年上半年的持续回调并跌破国内镍铁厂生产成本线后，产业链最困难时刻可能已经过去。尽管显性库存的大幅度增加预示原生镍的需求超预期下降，但沪镍价格的大幅回调一定程度已做出反应。对于镍铁来说，900 元/镍为国内低成本镍铁厂的成本线。而考虑到新能源对于一级镍的需求溢价以及沪镍对于镍铁的溢价，20H2 沪镍在 90000 元/吨附近有强支撑。

疫情前原生镍供需端分析

回顾 2019 年，全球原生镍供给增加量为 22.3 万金属吨，增速高达 10.8%。2019 年原生镍增加量主要来自于 NPI 大规模投产；其中中国 NPI 全年产量增加量为 12.7 万金属吨，印尼 NPI 全年增产超过 11 万金属吨。无论中国还是印尼，NPI 的新增产能都是属于中资企业山东鑫海、青山和德龙等主导投资的。原生镍减量方面，淡水河谷 Vale 所属矿山减产 3.7 万金属吨，贡献主要减产量。

表 1: 疫情前 2020 年原生镍供应端增减统计

('000t finished nickel basis)	Name/Location	Company	2017	2018	2019	2020
Main Decrease						
Mines feeding finished nickel						
Sulphide	Talvivaara	Talvivaara	-	-		
Sulphide	Aguablanca	Lundin	-	-		
Sulphide	Kambalda	Mincor	-	-		
Sulphide	Savannah	Panoramic	-	-		
Sulphide	Mirabela	Mirabela Nickel	-	-		
Sulphide	McCreedy West	KGHM	-	-		
Sulphide	Lanfranchi	Panoramic	-	-		
Sulphide	Lockerby	first nickel	-	-		
Sulphide	Ambatovy	Sherritt	-8	-5	3	
Sulphide	Nikkelverk	Glencore	-6	-		
Total mines			-14	-5	3	-
Finished nickel producers						
Laterite	Votorantim	Votorantim	-11	-		
Laterite	QNI		-	-		
Laterite	Murrin Murrin	Glencore	-2	10		
Laterite	Japan FeNi		-	-		
Laterite	China NPI		39	57	127	-90
Laterite	Cunco Resources		-	-		
Laterite	Vale		-28	-20	-37	10
Laterite	Norilsk		-24	-2	5	
Sulphide	China Nickel + Chemical		-17	-11	8	
Total finished			-44	35	103	-80
Intermediate PAL						
Ravensthorpe	First Quantum		-6	-18		
Ramu			8	-		
Total cuts			-56	12	106	-80
Main Increases						
Laterite	Indonesia NPI		86	32	110	210
Laterite	Barro Alto	Anglo American	-	-		
Laterite	VNC	Vale	-	-		
Laterite	Koniambo	Glencore	3	9	-3	
Laterite	Fenix	Solway	-	-		
Laterite	Antam	Antam	-	-	-	
Sulphide	Harima	SMM	-	-9	15	
Sulphide	Leinster	BHP	21	-	-6	
Total increases			110	32	117	210
Total net			55	44	223	130

数据来源：SMM、公司财报、五矿经易

疫情发生前，原预计 2020 年原生镍市场延续 2019 年以来供应大幅增加的态势。2020 年原预计全球原生镍产量增加 13 万金属吨，增速 5.6%。主要增量原预计来自于印尼 NPI 和硫酸镍投产共 21 万金属吨，其中 19 年印尼 NPI 旧投产产能在 20 年释放增量 9 万金属吨，20 年青山和德龙 NPI 新投产 9 万金属吨和力勤投产 3 万金属吨硫酸镍。然而因为印尼禁矿政策于 20 年正式生效，红土镍矿出口到中国减少，原预计中国 NPI 减产 9 万金属吨。

表 2: 疫情前 2020 年全球镍供需平衡 (千吨)

KT	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
全球产量	1980	1,968	2,023	2,067	2,290	2,420
全球供应增量		(12)	55	44	223	130
全球供应增速		-0.62%	2.79%	2.18%	10.79%	5.68%
全球消费量	1890	2021	2116	2184	2336	2439
全球消费增量		131	95	68	152	103
全球需求增速		6.93%	4.70%	3.21%	6.96%	4.41%
全球供需平衡	90	-53	-93	-117	-46	-19

数据来源: Wind、安泰科、五矿经易

2019 年全球原生镍需求增加 15.2 万金属吨, 增速 7%, 需求增量主要由不锈钢产量高增长贡献。根据特钢协会统计, 19 年国内不锈钢产量 2967 万吨, 同比增加 12%, 拉动镍需求量超过 11 万金属吨。

疫情发生前, 原预计 2020 年原生镍的需求稳步增长。2020 年原预计全球原生镍需求增加 10.3 万金属吨, 同比增长 4.4%。其中欧洲新版碳排放政策推动全球新能源汽车销量增长 30%, 拉动镍需求量提高至 3.6 万金属吨; 中国和印尼新投产不锈钢 100 万吨, 拉动 6.7 万金属吨镍需求增量。这使得疫情前我们原预计 2020 年末原生镍缺口将从 19 年末 5 万金属吨缩窄至 1.9 万金属吨。

表 3: 疫情下 2020 年原生镍供应增减统计

(‘000t finished nickel basis)	Name/Location	Company	2017 ¹	2018	2019	2020
Main Decrease						
Mines feeding finished nickel						
Sulphide	Talvivaara	Talvivaara	-	-		
Sulphide	Aguablanca	Lundin	-	-		
Sulphide	Kambalda	Mincor	-	-		
Sulphide	Savannah	Panoramio	-	-		
Sulphide	Mirabela	Mirabela Nickel	-	-		
Sulphide	McCreedy West	KGHM	-	-		
Sulphide	Lanfranchi	Panoramio	-	-		
Sulphide	Lockerby	first nickel	-	-		
Sulphide	Ambatovy	Sherritt	-8	-5	3	
Sulphide	Nikkelverk	Glencore	-6	-		
Total mines			-14	-5	3	
Finished nickel producers						
Laterite	Votorantim	Votorantim	-11	-		
Laterite	QNI		-	-		
Laterite	Murrin Murrin	Glencore	-2	10		
Laterite	Japan FeNi		-	-		
Laterite	China NPI		39	57	127	-90
Laterite	Cunioo Resources		-	-		
Laterite	Vale		-28	-20	-37	-15
Laterite	Norilsk		-24	-2	5	
Sulphide	China Nickel + Chemical		-17	-11	8	
Total finished			-44	35	103	-105
Intermediate PAL						
Ravensthorpe	First Quantum		-6	-18		
Ramu			8	-		
Total cuts			-56	12	106	-105
Main Increases						
Laterite	Indonesia NPI		86	32	110	170
Laterite	Barro Alto	Anglo American	-	-		
Laterite	VNC	Vale	-	-		
Laterite	Koniambo	Glencore	3	9	-3	
Laterite	Fenix	Solway	-	-		
Laterite	Antam	Antam	-	-	-	
Sulphide	Harima	SMM	-	-9	15	
Sulphide	Leinster	BHP	21	-	-6	
Total increases			110	32	117	170
Total net			55	44	223	65

数据来源: SMM、公司财报、五矿经易

疫情下原生镍供给分析

疫情影响下，我们下调 2020 年原生镍的供应增量至 6.5 万吨。供应增量主要来自印尼 NPI 的持续增产，合计为 17 万吨。然而，由于疫情影响海外矿山和菲律宾红土镍矿生产活动，导致中国 NPI 减产至少 9 万吨以及海外一级镍产量减产至少 1.5 万吨。整体来看，疫情对原生镍的供应影响相对较小。

首先，海外一级镍矿山受到疫情影响较大。根据 Q1 上市公司最新披露生产计划，2020 年全球上市公司矿山合计产量缩减超过 3.55 万金属吨。其中 Vale 所属矿山预计减产 2 万金属吨，主要原因是在疫情影响下，加拿大、巴西和新喀里多尼亚等地矿山开工率下降。增量方面，第一量子 Ravensthorpe 矿山于 Q2 复产，20 年产量合计有望增加 1.5 万金属吨。据上海钢联统计，1~5 月国内电解镍累计产量 6.8 万金属吨，同比增加 4.6%。由于俄罗斯、巴西等地疫情仍在发酵，全球一级镍产量仍有进一步下降压力。因此，我们认为全年一级镍产量将下降 1.5 万金属吨。

表 4：海外矿山一级镍增减统计（万吨）

矿山	国家	19年产量 (万吨)	20年新排产 (万吨)	减产量(万吨)
Vale	加拿大	20.8	18.75	2
Cerro Matoso	哥伦比亚	4	3.5	0.5
Nickel West	澳大利亚	8.32	8.15	0.2
Platinum	南非	2.3	2.15	0.15
Ambatovy	马达加斯加	3.3	2.6	0.7
Ravensthorpe	加拿大		1.5	-1.5

数据来源：SMM、公司财报、五矿经易

图 1：国内电解镍产量（吨）



数据来源：SMM、公司财报、五矿经易

接下来重点看镍铁供应端方面，菲律宾红土镍矿供应和国内镍铁产量也是受到一定程度冲击。

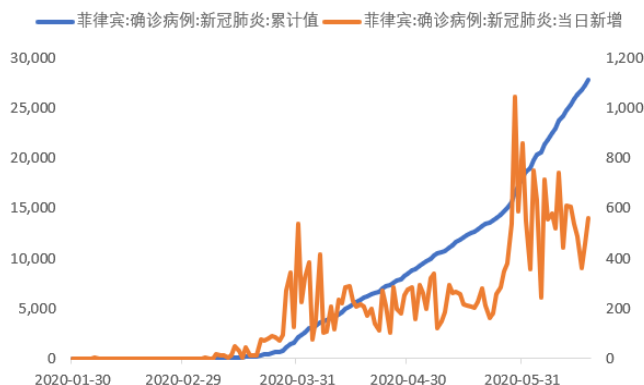
菲律宾疫情方面，截至 6 月 18 日，菲律宾累计确诊新冠患者 28000 例，当日新增病例 561 例。整体来看，菲律宾病例主要集中在吕宋岛的首都人口密集地区。自 5 月 1 日起，菲律宾经济活动逐渐放开，其他拥有中等及低程度疫情散播风险的地区和省份，开始实施“一般性社区隔离”措施。虽然放开经济活动后每日新增病例反弹，但疫情并没有失控。

疫情对菲律宾红土镍矿供应端扰动从 4 月开始。因疫情扩散，菲律宾红土镍矿出口量占比 60% 以上的苏里高矿区停止生产一个月，4~5 月我国红土镍矿进口量同比明显下降。根据海关数据，2019 年 4~5 月菲律宾红土镍矿分别进口 183 和 334 万吨。按照 60% 产量受影响测算，我们预计 2020 年 4~5 月红土镍矿进口量合计同比下降接近 200 万吨。

因此，我们预计若低镍铁产量保持不变，2020 年国内镍铁产量将至少减少 9 万吨至 50 万金属吨，主要原因是印尼禁矿出口政策和新冠疫情双重影响致使红土镍矿进口大幅减少。20 年 1~4

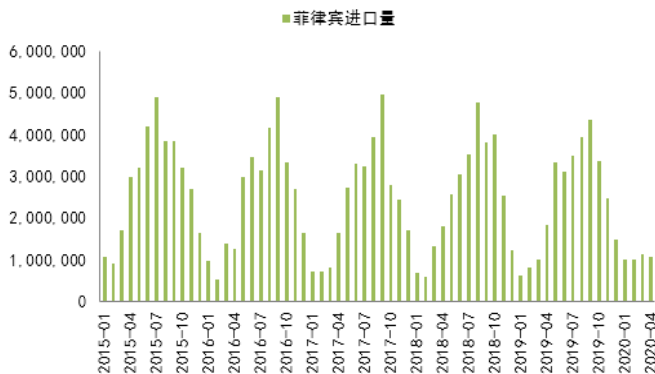
月国内镍铁产量 16.6 万金属吨, 较 19 年同期 17.7 万吨减少 1.1 万吨, 其中高镍铁产量 13.95 万金属吨。根据铁合金统计, 截至 4 月末港口高镍矿库存为 596 万吨。按照菲律宾中高品位镍矿进口占比约 80%, 4~5 月份中高镍矿进口量下降 160 万吨, 以及 19 年 5 月进口量 330 万吨 (270 万吨中高镍矿) 测算, 20 年 5 月份中高镍矿进口下降至 190 万吨。若 6 月份以后菲律宾镍矿进口恢复 19 年同期水平约 1850 万吨, 则 20 年剩余菲律宾中高镍矿进口量还剩约 2060 万吨, 叠加剩余新喀高镍矿进口量 160 万吨, 国内中高镍矿供给量仍有 2800 万吨, 折合金属量 27 万吨。全年高镍铁产量预计为 41 万吨, 同比 19 年 50.8 万吨下降超过 9 万吨。

图 2: 菲律宾疫情



数据来源: Wind、五矿经易

图 3: 菲律宾镍矿进口量



数据来源: 海关总署、五矿经易

表 5: 菲律宾镍矿山政策

矿山地区	雨季	平均品位	供货量占比	禁令变动
Zambales	8月-10月	1.6+		加强社区隔离地区, 禁令延长至5月15日
Palawan	7~10月	中低高		正常出货
Tawi-Tawi	无雨季限制	中高		一般性隔离社区地区, 正常出货
Surigao	10月-次年3月	1.5-	65%	一般性隔离社区地区, 5月中旬可出货

数据来源: 公开资料、五矿经易

图 4: 2020 年国内中高品位镍矿供给量预估

月份	备注	产能 (万吨)
2020/4/24	高镍矿库存	596
2020/4/24	福建广东库存	350
2020/12/31	剩余菲律宾高镍矿进口	2064
2020/12/31	全年菲律宾高镍矿进口	2380
2020/12/31	新喀高镍矿进口	160
总结	合计	2800

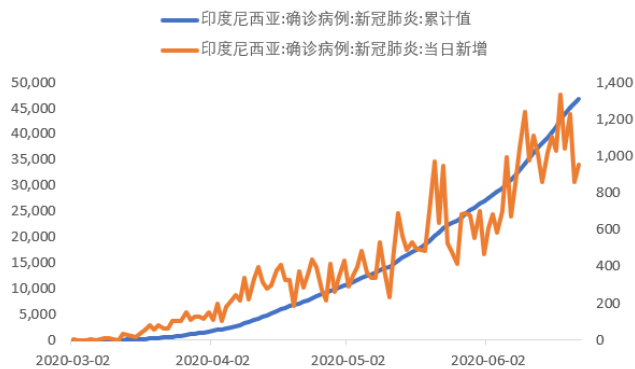
数据来源: 铁合金、五矿经易

相较之下, 印尼新冠疫情对当地镍铁的生产活动影响较小。

疫情方面, 截至 6 月 18 日, 印尼累计确诊新冠患者 43803 例, 当日新增病例 1041 例。整体来看, 印尼疫情病例有逐渐从首都雅加达人口密集地区向东部其余省份扩散趋势。由于政府管控宽松以及宗教聚集原因, 疫情仍在扩散, 新增病例趋势未现拐点。

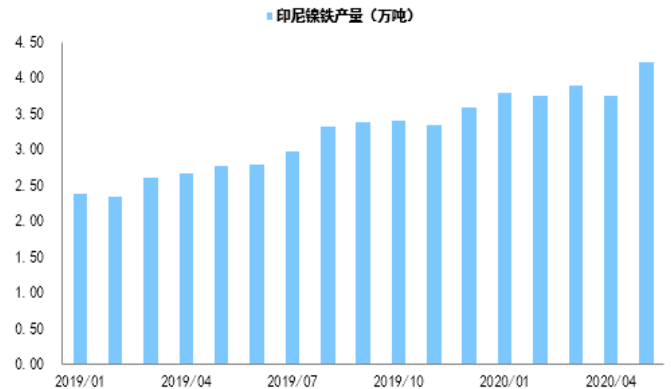
然而对于中国企业所在的镍铁产业园, 由于防控措施得当, 并没有发生新冠病例, 因此目前疫情对印尼的镍铁生产活动影响较小。根据上海钢联和海关总署统计数据, 2020 年 1~5 月印尼镍铁产量保持增长趋势, 同比增加 6.65 万吨至 19.39 万金属吨; 1~4 月中国镍铁进口 104 万实物吨, 同比 19 年同期增加 50 万实物吨, 其中印尼进口月均 21.8 万实物吨。

图 5：印尼疫情



数据来源：Wind、五矿经易

图 6：印尼镍铁产量（万吨）



数据来源：上海钢联、五矿经易

随着印尼疫情管控放松，新增 NPI 项目在 Q2 开始加速投产，我们预计 20 年印尼地区 NPI 产量较 19 年增加约 17 万金属吨，增量主要来自于 19 年新增的产能继续在 20 年的释放和中资企业德龙和青山的新投产项目。其中青山 Morowali 项目 38 条生产线已新投产 4 条，最后 2 条预计将于 7 月投产。青山 Weda bay 项目 4 条生产线已于 5 月投产出铁，后续至少 4-8 条预计在 7 月左右陆续投产，满产后每条生产线月产量 800 金属吨。德龙印尼 1 和 2 期 5 月已有 2 条生产线投产出铁，全年预计新投产共 11 条，满产后每条生产线月产量 600 金属吨。总体上看，尽管因为疫情原因，Q1 印尼投产镍铁进度较慢，但 Q2 以来随着镍价回升，国内不锈钢产量回升以及国外经济活动重启，镍铁新增产量大量释放会在下半年体现。

图 7：2020 年印尼镍铁新投产项目统计

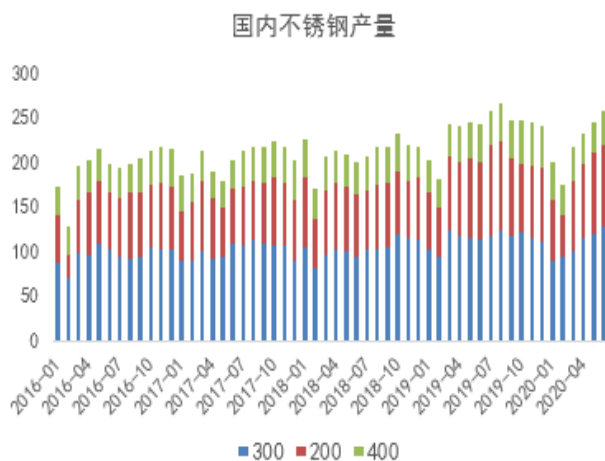
地区	企业	总炉子数	投产时间	变动
印尼 Morowali	青山	6*42000kvaRKEF	2020.1	已投产4台
印尼	德龙	11*33000kvaRKEF	2020.4	已投产2台
印尼 Weda bay	青山	4*42000kvaRKEF	2020.1	已投产4台
印尼 Weda bay	青山/埃赫曼	4*42000kvaRKEF	2020.8	
印尼 Weda bay	青山/振石	4*42000kvaRKEF	2020.6	已投产1台
印尼 Weda bay	青山/华友	4*42000kvaRKEF	未知	
印尼 Weda bay	青山/华友	湿法镍钴	2021	
印尼 OBI	力勤	湿法镍钴	2020	推迟2021
印尼 苏拉威西	青山/格林美/邦音	湿法镍钴	2021	

数据来源：铁合金、公司财报、五矿经易

疫情下原生镍需求分析

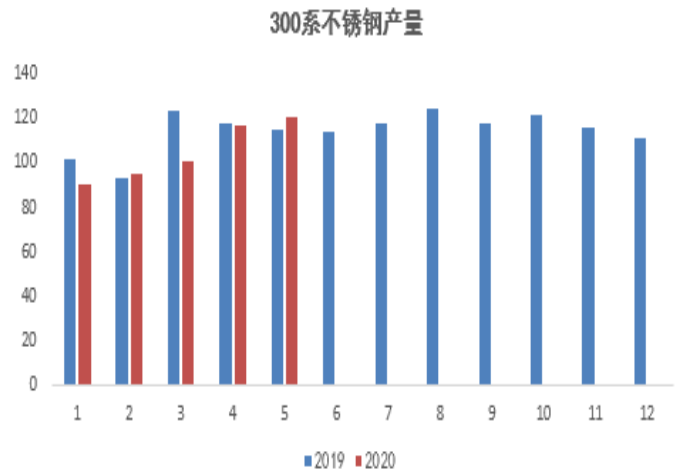
疫情影响下，需求端受到的影响大于供应端。从 2020 年总需求增量来看，新能源恐成为增量的主要的贡献方。预计 2020 年不锈钢对原生镍的消费量下降 3.7 万吨，其中中国需求下降 1 万吨，海外需求下降 2.7 万吨。新能源方面，预计带来镍消费增量 2.4 万吨。因此合计 2020 年总需求下降 1.3 万吨。下文将分别从不锈钢、新能源两方面分别描述。

图 8：国内不锈钢产量（万吨）



数据来源：中联钢、五矿经易

图 9：300 系不锈钢产量（万吨）



数据来源：中联钢、五矿经易

从不锈钢这块分析，2020 年国内、海外新投产和复产不锈钢产能产量实际非常有限。根据安泰科统计，国内可能性较大的新投产计划来自于山东临沂钢铁一期 70 万吨项目和柳钢 146 万吨项目。然而虽然了解到这两个项目投产时间将在四季度，然而实际产量释放相对有限。另外是云南的天高不锈钢（原西南不锈）于 5 月份复产。海外方面，德龙印尼的不锈钢一期 100 万吨于 2 月份投产，由于疫情抑制需求，实际产量释放或少于原定的 70 万吨。因此从新增产能角度考虑，全年新增产能总产量释放不超过 70 万吨。

从中联钢统计的 30 家主要钢厂产量观察，二季度环比出现增长，其中 300 系不锈钢产量 Q2 恢复速度惊人，同比增加 5.49%。在因为疫情延迟的需求二季度集中释放刺激下，1~6 月 300 系产量同比降幅缩窄至 1.95%，这使得上半年国内不锈钢总产量降幅仅为 2.1%。

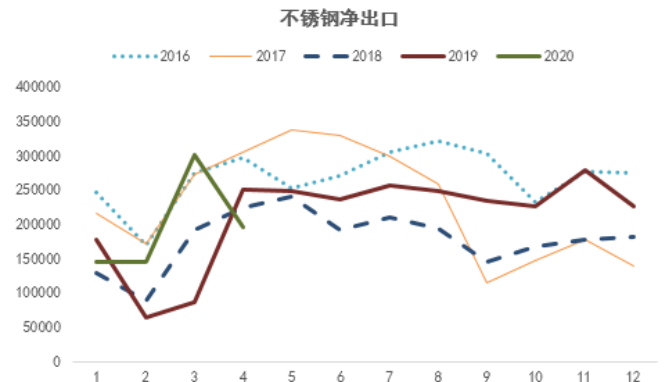
从乐观角度考虑，若 20H2 国内不锈钢产量持平去年同期水平（这是因为 19H2 不锈钢产量高于 19H1），则 20 年对于镍的需求减少 1 万吨。海外产量方面，尽管德龙印尼不锈钢项目贡献主要增量，但从最新排产来看，受到疫情影响 20H1 印尼不锈钢产量依然同比减少 5 万吨，全年预计增量或只为 30 万吨。因此综合以上新增产能和产量两方面因素，即使考虑国内和印尼的新增产能，全年全球不锈钢产量仍然大概率转为下降（此刻我们仍预估除中国、印度尼西亚外，其他地区产量保持 19 年水平），对原生镍的需求增量为零。

表 6：2020 年不锈钢新增产能和复产（万吨）

企业	新增产能	时间	变动	产品
印尼德龙	100	2020年	2月已投产	300
临沂钢铁1期	70	2020	10月	300
太钢不锈	100	待定	待定	200/300
山东鑫海	300	在建	待定	300
江苏德龙	136	2020-2021	2021	300
山东盛阳金汇	60	2020	待定	200
内蒙古明拓	80	2020	待定	400
西南+天高	140	二季度	部分复产	200/300
宝钢	150	待定	待定	300/400
柳钢	146	待定	Q3	300

数据来源：安泰科、五矿经贸

图 10：中国不锈钢净出口



数据来源：海关总署、五矿经贸

从不锈钢基本面分析看，20H2 国内不锈钢产量追平 19H2 同期高产量水平，实属不易。首先不锈钢进出口角度看，尽管 2020 年 Q1 不锈钢净出口 60 万吨，同比 19 年同期 34 万吨增长 76% 或 26 万吨。主要原因是一方面 19 年同期净出口基数较低，另一方面是 3 月开始海外疫情发散对出口影响将在二季度以后体现。根据最新的海关总署的数据，4 月份不锈钢净出口下降至 19.66 万吨，同比下降 21.5%。政策面上因 20 年我国对方坯进口取消征收反倾销税，将导致印尼进口同比改善，侧面上不利于不锈钢净出口进一步改善。此外由于除中国大陆外，全球疫情仍未现拐点，海外需求是否能在三季度快速恢复仍需进一步评估。最后叠加二季度后的净出口高基数，我们预计全年不锈钢净出口大概率同比下滑 17 万吨至 236 万吨。

从不锈钢冶炼利润角度来看，20H1 不锈钢 304 价格先跌后涨，4 月中旬冷轧期货价格一度跌破 12000 元/吨，这导致全行业出现冶炼亏损并诱发了大减产。虽然 4 月后不锈钢价格反弹后，不锈钢厂冶炼利润重回盈利，但整体冶炼利润较 19 年同期大幅收缩。然而在全球需求下行的背景下，不锈钢的需求受到抑制是确定性事件，我们对下半年的不锈钢需求和价格的持续快速回暖持谨慎的态度。尽管原料端原生镍的价格或因为供应过剩而环比下降，但受制于需求，冶炼利润和产量提升依然面临较大不确定性。

从库存角度观察，根据钢联数据，截至 6 月 19 日，无锡佛山不锈钢社会库存 61 万吨，已经从 3 月初库存历史高点 87 万吨下降 26 万吨，这反映出二季度国内不锈钢表观消费持续改善。然而，考虑到 20H1 不锈钢产量下降和净出口总体增加的背景下，6 月末社会库存依然较 2019 年年底 54 万吨增加 4 万吨。因此，随着二季度以来海外疫情对净出口影响持续，不锈钢产量环比回升，库存上涨压力有增无减。H2 国内不锈钢的需求若没有持续表现，不锈钢排产能否恢复到去年同期水平仍然需要观察。

图 11: 不锈钢库存 (万吨)



数据来源: 上海钢联、五矿经易

图 12: 不锈钢冶炼利润



数据来源: Wind、五矿经易

最后我们通过供需平衡表来量化下半年不锈钢需求增速（若 H2 不锈钢产量追平 19 年同期高产量）。上半年，若 5、6 月净出口数据持平 4 月（乐观预计），不锈钢表观消费量较 19 年同期下降 45 万吨或者-1.87%。在产量下降超过 4% 的背景下，一季度净出口和二季度国内消费轮番表现带动下，表观消费下降幅度小于减产幅度，其中二季度的表观消费增速达到 9.48%。

若 20H2 国内产量持平 19H2 历史最高水平，则全年不锈钢产量有望达到 2940 万吨，同比下降 0.91%。但如果需要保持同比 19 年供应平衡，全年不锈钢表观消费量仅仅只能下降 1.14%，下半年同比至少增长 1.5%。尽管下半年不锈钢出口压力较大，但从二季度国内不锈钢表观增速来看，我们认为这并非不可能达到。

表 7: 2020 年国内不锈钢平衡

	2017	增速	2018	增速	2019	增速	2020	增速
中国不锈钢产量	2556	5.13%	2648	3.59%	2967	12.06%	2940	-0.91%
中国不锈钢消费量	1998	7.02%	2142	7.21%	2408	12.44%	2381	-1.14%
中国平衡	558		506		559		559	
海外不锈钢产量	2231	7.03%	2402	7.69%	2402		2302	
全球供应	4787	6.01%	5050	5.50%	5369	6.32%	5242	-2.37%

数据来源: 特钢协会、五矿经易

新能源需求方面，受到疫情影响，2020 年 1~5 月国内新能源汽车销量 28.9 万辆，同比下降 38%。地区汽车消费刺激政策重启，国家补贴政策托底和 Tesla 产能推动，全年销量预计持平 19 年同期 121 万辆。海外方面，欧盟碳排放和经济刺激政策超预期，电动车销量高增速势头预计将维持，全年销量有望增加 25 万辆以上。考虑到其他地区因此我们下调 2020 年海外销量增速至 22%，预计销售量降为 125 万辆。因此，新能源方面合计将拉动原生镍的消费增量 2.4 万吨。

表 8：2020 年全球镍需求量增量（千吨）

需求增量表 (KT)	2017	2018	2019	2020E
不锈钢增量	87	44	144	-37
中国	992	982	1092	1082
国外	602	656	690	663
新能源增量	8	24	8	24
需求增量	95	68	152	-13

数据来源：Wind、安泰科、五矿经易

交易观点

总结上文中供应、需求端的增量信息，我们总结认为：20 年全球供应增量 6.5 万吨，主要来自于印尼镍铁项目的投产。全球需求下降 1.3 万吨，主要由于国内外不锈钢产量下降影响。综合来看，20 年增量计算供应过剩 7.8 万吨，使得供应缺口转为过剩 3.2 万吨。

表 9：2020 年全球镍需求量增量（千吨）

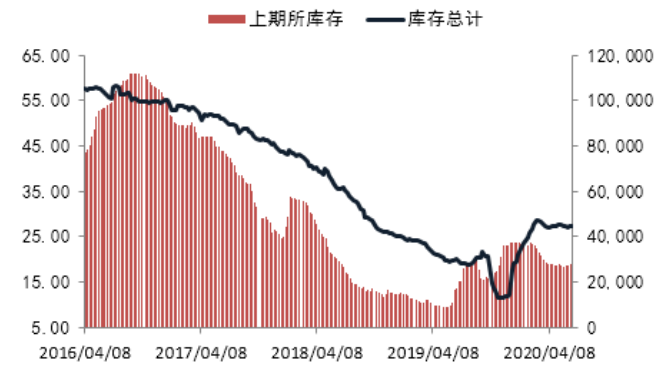
KT	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
全球产量	1980	1,968	2,023	2,067	2,290	2,355
全球供应增量		-12	55	44	223	65
全球供应增速		-0.62%	2.79%	2.18%	10.79%	2.84%
全球消费量	1890	2021	2116	2184	2336	2323
全球消费增量		131	95	68	152	-13
全球需求增速		6.93%	4.70%	3.21%	6.96%	-0.56%
全球供需平衡	90	-53	-93	-117	-46	32

数据来源：Wind、安泰科、特钢协会、五矿经易

2020 年在疫情影响下，原生镍的需求降幅大于供应端的降幅，原生镍的供需平衡大概率从 2019 年的供应短缺转为 2020 年的大幅过剩。从上半年显性库存统计来看，或预示着隐含的消费增速的下降更为剧烈。截止 6 月 19 日，LME+上期所+保税区库存在 20 年合计增加 6.4 万吨，这隐含的原生镍的消费增速为-1.93%。或原生镍的需求下降 4.5 万吨。按照其他研究机构的供需平衡表来看，20 年普遍在 6-10 万吨的过剩（这主要分歧在于 19 年供应缺口和 20 年消费增速的理解）。因此，从库存变化角度看，上半年显性库存的上涨已经提前反应了今年供应过剩的预期，产业链最差的时刻或已经过去。另一方面，若下半年国内、海外不锈钢消费持续表现，原生镍的需求可能超预期，从边际走强角度考虑，镍价仍有反弹空间，我们维持震荡的观点。

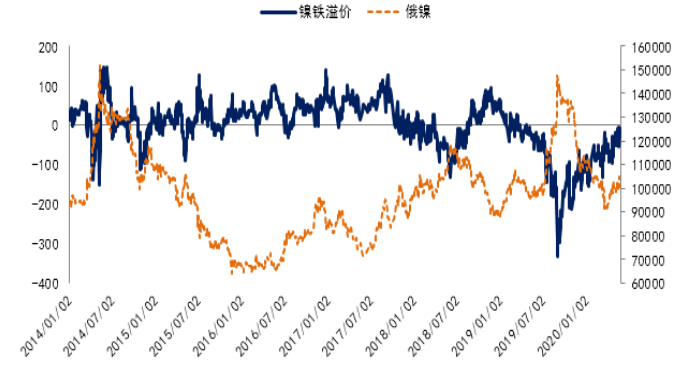
从镍铁角度看，20H1 沪镍主力合约价格从年初的 112130 元/吨一路回调，跌破 90000 元点位后反弹，这价格和当时 860 元/镍的高镍铁价格击穿了国内低成本高镍铁厂的生产成本线，并引发高镍铁的大减产。因此，尽管 20 年印尼高镍铁继续大增产和疫情对需求影响过大，原生镍从供应短缺转为过剩，镍价下半年仍有下跌回调的压力。但考虑到纯镍对镍铁、新能源的溢价和国内高镍铁生产成本线，90000 元/吨仍是下半年沪镍较强的支撑位。

图 13: LME+SHFE+保税区库存



数据来源: Wind、五矿经易

图 14: 镍铁与镍板溢价

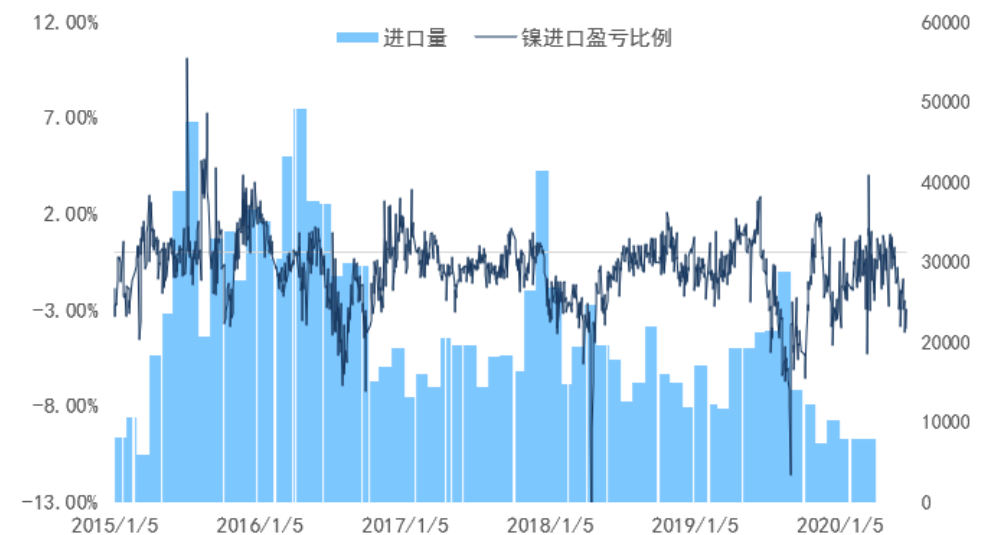


数据来源: Wind、五矿经易

从跨市层面讲,随着镍铁的大量投产和废不锈钢的应用,不锈钢冶炼对纯镍的使用量逐年减少,国内对镍板的依存度下降。正由于纯镍需求的边际减弱,进口窗口打开频率预计将逐渐降低,因此谨慎推荐正套策略为主。

最后从跨期角度考虑,根据上海期货交易所的公告,11月合约将允许镍豆进行交割,可交割品种的扩展后,沪镍合约挤仓风险降低。在可交割量扩大,原生镍供给转为过剩和显性库存累积,SHFE远月结构容易走强,因此我们建议在合适点位做lending。

图 15: 镍板进口盈亏比例



数据来源: LME、Wind、五矿经易

总结

从跨期、跨市、趋势三个角度，我们的观点总结如下：

跨期：镍豆开放交割后，可交割库存偏少的问题逐渐解决。原生镍供给过剩和库存累积背景下以做 lending 为主。

跨市：不锈钢冶炼对纯镍需求减弱，镍板依存度降低，进口窗口打开频率降低，偏向以做正套为主。

趋势：从全球供需平衡分析，预计 20 年原生镍供应转为过剩，我们维持镍价低位震荡观点。但镍价经过今年上半年的持续回调并跌破国内镍铁厂生产成本线后，产业链最困难时刻可能已经过去。尽管显性库存的大幅度增加预示原生镍的需求超预期下降，但沪镍价格的大幅回调一定程度做出反应。对于镍铁来说，900 元/镍为国内低成本镍铁厂的成本线。而考虑到新能源对于一级镍的需求溢价以及沪镍对于镍铁的溢价，20H2 沪镍在 90000 元/吨附近有强支撑。

免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于研究所信箱（research@wkqh.cn），欢迎您及时告诉我
您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。
但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿经易期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿经易期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿经易期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。不经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

五矿经易期货分支机构

深圳总部

深圳市福田区益田路6009号新世界中心48层
电话：400-888-5398
0755-83753764

业务一部

业务一部

电话：0755-83252740

业务二部

电话：028-85053476

业务三部

电话：0755-83752356

业务四部

电话：010-68331868-183

产业服务部

电话：0755-82771926

深圳营业部

深圳市福田区益田路6009号新世界中心2702
电话：0755-88267287

北京分公司

北京市海淀区首体南路6号新世纪世行饭店写字
楼1253室
电话：010-68332068

上海世纪大道分公司

上海市浦东新区向城路288号国华人寿金融大厦
902、903、905
电话：021-58784529

成都分公司

成都高新区天府大道北段1288号1幢3单元12层
1204、1205
电话：028-86131072

青岛分公司

山东省青岛市东海西路35号太平洋中心1#写字楼
409
电话：0532-85780820

北京广安路营业部

北京市丰台区广安路9号院6号楼408、409
电话：010-64185322

广州营业部

广东省广州市天河区珠江西路17号广晟国际大
厦24楼2407
电话：020-29117582

湛江营业部

湛江开发区乐山东路35号银隆广场A1210室
电话：0759-2201026

天津营业部

天津市滨海高新区华苑产业区梅苑路5号金座广
场2101-2102
电话：022-23778878

大连星海营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路67号3单元12层3
号
电话：0411-81824490

宁波营业部

重庆营业部

<p>浙江省宁波市海曙区布政巷16号12楼1205室 电话：0574-87330527</p> <p>郑州营业部 郑州市未来路69号未来大厦16层1612号 电话：0371-65619030</p> <p>杭州营业部 浙江省杭州市江干区万银大厦1408室 电话：0571-81969926</p> <p>济南营业部 山东省济南市历下区山大路201号天业科技商务大厦401、427室 电话：0531-83192255</p> <p>大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2011号、2106B号 电话：0411-84800452</p> <p>西安营业部 陕西省西安市新城区纬什街新科路1号楼一层 电话：029-87572985</p> <p>无锡营业部 无锡市湖滨区隐秀路800号710室 电话：0510-85100710</p>	<p>重庆市江北区江北城西大街25号平安财富中心11-1 电话：023-67078086</p> <p>南通营业部 江苏省南通市青年东路81号南通大饭店B楼财富中心2003室 电话：0513-81026015</p> <p>浙江台州营业部 浙江省台州市椒江区爱华新台州大厦8-A 电话：0576-89811511</p> <p>昆明营业部 云南省昆明市盘龙区北京路612号银海国际公寓D座3201室 电话：0871-63338532</p> <p>长春营业部 吉林省长春市朝阳区明德路4号（人民大街4111号）兆丰国际11层1102室 电话：0431-89665686</p> <p>厦门营业部 厦门市思明区观音山宜兰路5号天瑞·99商务中心1602单元 电话：0592-5020072</p>
--	--