

## 新冠疫情冲击下，铜镍支撑力量在何方

### 铜：主要逻辑

1. 铜原料相对冶炼产能紧张格局暂时难以改变
2. 铜价底部支撑显著
3. 宏观与铜供需面边际改善

供应方面，2019 年四季度底铜精矿、电解铜及铜材进口同比增幅均明显扩大，国内精炼铜和铜材产量也出现了较大幅度的增加。一方面是废铜批文所剩无几，废铜对精铜的替代性下滑，精铜消费被动增加。在精矿供应紧平衡的背景下，2020 年二季度废铜批文量如果少于去年二季度，则有可能引发供应端风险。需求端，当前铜库存处于近年来低位，2020 年积极财政政策要大力提质增效，财政赤字率或适当上调，地方专项债额度或提高到 3 万亿元，基建投资增速有望回升，国家基建政策释放积极信号，企业主动补库行为有所增加。

短期受新型肺炎影响，铜消费的其他领域如建筑、电器、机械、汽车、交通运输短期也将受到一定影响。由于物流运输资源吃紧，企业成品库存不断累积，硫酸库存随之增加，部分企业库存压力偏大，已有减产计划，铜短期供给风险仍大。

但短期央行连续两日投放流动性，政府出台刺激政策预期仍在，铜价出现修复性上涨。后续疫情解除后铜价走势主要取决于自身供应和库存情况及政府逆周期调节强度，中期看铜价仍然存在做多机会。

### 镍：主要逻辑

1. 镍支撑力量主要来自于供应端
2. 镍产业链已至最糟糕状态后期边际改善

上半年镍供应增量有限，中国 NPI 可能面临减产风险，印尼德龙不锈钢产能投产后印尼 NPI 供应到中国的量也会出现下滑；后期疫情影响结束后，需求将逐渐恢复，甚至国家可能出台刺激经济的措施，进一步加快需求的恢复，届时镍可能出现供应缩减、需求增加的局面。

当前镍不锈钢产业链可能已经处于最悲观的状态，后期继续走弱的可能性相对有限，除非新冠疫情进一步恶化冲击需求。后期一旦疫情得到控制，镍供需面将逐步改善，价格可能就此见底。因此镍价可能短空长多，后期主要关注疫情何时逐步出现边际改善，对应的镍供需亦将随之回暖。

投资咨询业务资格

证监许可【2011】1289 号

研究院 有色金属组

研究员

李苏横

☎ 0755-23614607

✉ lisuheng@htfc.com

从业资格号：F3027812

投资咨询号：Z0014051

研究员

付志文

☎ 020-83901026

✉ fuzhiwen@htfc.com

从业资格号：F3013713

投资咨询号：Z0014433

## 铜原料相对冶炼产能紧张格局暂时难以改变

2018/2019 年，产能投放仍然高企，并且二、三季度西矿、金昌将相继投放。2020 年，仍有一定的产能有待投放，铜原料相对冶炼产能紧张格局暂时难以改变。

综合情况来看，2018-2020 年是中国冶炼产能兑现的高峰。另外，虽然印度冶炼产能关停，但是因全球冶炼产能的集中释放，因此对全球冶炼产能影响并不是很严重，主要是矿原料的不足。

表格 1 中国铜冶炼产能计划

公司	项目所在地	名称	原生铜产能（万吨）	预计投产
新疆五鑫		电解铜	10	2020
赤峰金剑		粗炼/精炼	10	2020.08
铜陵有色		电解铜	10	2020.08
		<b>小计</b>	<b>24</b>	
大冶有色	大冶	电解铜	40	2021
江西铜业	烟台	电解铜	18	2021
公司	项目所在地	名称	再生铜产能（万吨）	预计投产
四川博鑫铜业	四川会理	再生铜	10	2016.12
飞南电解铜	江西横峰县	再生电解铜	10	投产
江钨控股	河南长葛大周	再生铜杆(线)	60	2018-2020
山东金升集团	梧州	再生铜冶炼	30	2018.06 换手
兰溪市自立环保		废铜/粗铜	10	2020.06
		<b>小计</b>	<b>120</b>	
云南铜业	清远	再生铜	10	放弃

资料来源：华泰期货研究院

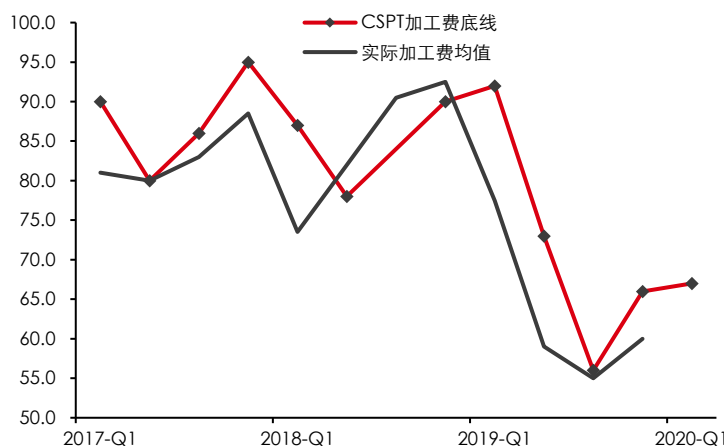
### 铜精矿加工费:

2019 年 11 月，江铜、铜陵、中铜与 Freeport 确定了 2020 年 TC 长单价格为 62 美元/吨，为 2012 年以来的新低点，逼近国内炼厂的盈亏线。受矿端的干扰与铜冶炼产能扩张所累，今年现货铜精矿加工精炼费已经下滑至多年低位。

CSPT 小组 12 月底在在福州召开了 2020 年一季度的 Floor price 价格会，并敲定一季度的 TC/RC 地板价为 67 美元/吨、6.7 美分/磅，TC 地板价较 2019 年 Q4 上涨了 1 美元/吨。

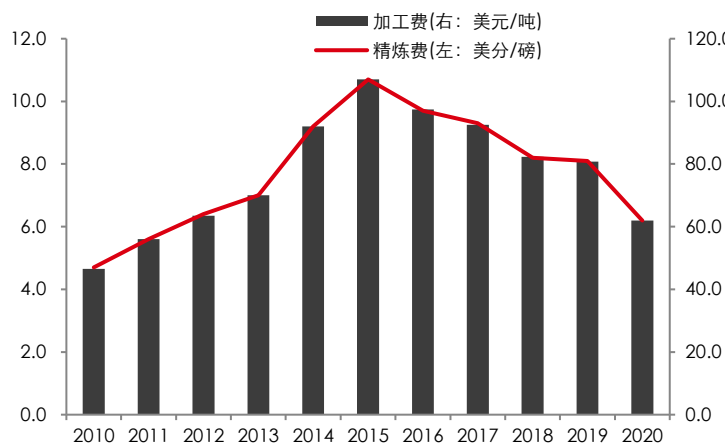
截至 2020 春节假前，SMM 进口铜精矿指数(周)为 59.7 美元/吨，连续上行 6 周，但加工费仍将处于低位，加工费上行与临近假期冶炼厂的低开工率和原料供应的边际改善有关。

图 1：谈判小组铜精矿加工费接受底线 单位：美元/吨



数据来源：华泰期货研究院

图 2：年度加工费 单位：美元/吨



数据来源：华泰期货研究院

此前消息，中国铜原料谈判小组 CSPT 13 家铜企于 2019 年 12 月底在福州召开会议，商谈 2020 年铜冶炼企业减产计划，减产量及减产时间；以此希望能缓解国内硫酸库存压力以及冶炼企业运行压力。CSPT 小组精炼总产能共计 750 万吨，占全国精炼总产能 68% 左右，进口铜精矿总量占全国铜精矿进口量的 82%。小组在 2007 年联合减产过一次，减产 10-15%。此次会议结果显示，山西铜企，山东民营铜企决定减产，但其他冶炼厂是否减产暂无消息。

2020 年，中国冶炼产能仍然比较大， 尽管部分铜冶炼企业决定减产，目前国内的冶炼产能仍然充足，铜的供需矛盾主要体现在原料端。

另外， 2020 年后续仍然有精炼产能等待投放，而全球铜矿释放主要在 2022 年，届时，铜精矿至精炼铜供需仍有一定错配，但整体上将比当前会好转一些。

废旧供应：

2019 年 12 月 23 日，2020 年第一批限制类进口固废批文公布，共涉及废铜批文总量为 270885 吨，约合金属量 21.7 万吨；第二批限制类铜废碎料进口批文涉及铜废碎料 26566 吨，金属量 2.1 万吨，环比大幅减少。2020 年而前两批共涉及铜金属量 23 万吨，而从海关总署公布的数据看，2019 年一季度共进口 33.4 万吨，约 26.7 万金属吨。尽管当时废六类进口并无限制，进口量可以大致反应废铜的内在需求，而进口批文按季度发放，因此今年一季度的废铜供应将继续维持平稳。

最新公布了 2020 年第三批废铜、废铝、废钢铁批文公布。其中，废铜核定进口量总计 4620 吨，废铝核定进口量总计 1440 吨，废钢铁核定进口量 2670 吨。

整体来看，中国废旧铜供应太过紧张，从十三五规划来看，再生铜占比增量仅增加 2%，当前精炼铜供应的主要力量仍然是原生冶炼产能。从政策面来看，国家加强对废旧铜进口的管制，进口难度有一定增加，规范了废旧铜利用，再生铜逐步走向更加规范。

总体而言，国内废铜消费量逐渐减少，冶炼端用废量下滑更为明显，冶炼用废铜转向精铜矿，加工端用废量继续保持低位。

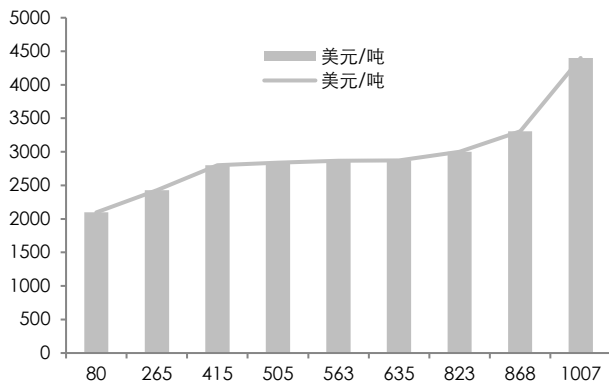
## 铜价底部支撑显著

全球主要矿商铜矿成本平均成本变化不大，对于铜价格而言，已经很难依赖矿商降低成本来带来利润，并且随着时间的推移，铜矿品位下降是较为普遍的问题，这对于整体原生精炼铜的成本变化是有抬升趋势的。

另外，从 2016 年成本下降的结构中来看，矿山下降方式并不统一，但无外乎缩减投资、副产品收入增加等手段，但是这些可持续不强，并且容易反弹。2017 年铜矿成本有所反弹，主要是此前降低成本的手段难以延续。另外，2018 年由于油价反弹和矿山劳资谈判成本，成本有所上升。2019 年，智利国铜原有矿山老旧，维持成本已经逐步投入，而智利矿山劳资谈判再度活跃，这都会造成成本的抬升，我们预估整体大约上升 200 美元/吨。成本上升在嘉能可关闭非洲 Mutanda 矿山事件中就有所体现。

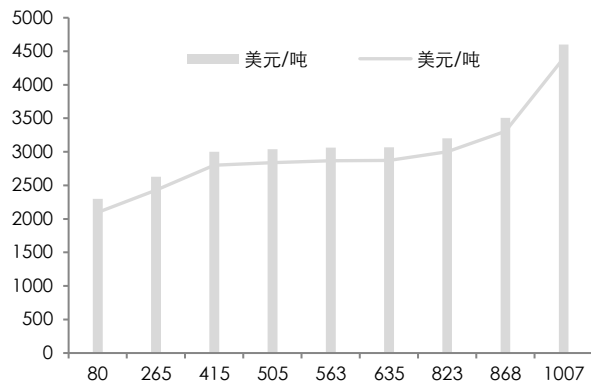
2020 年，我们认为全球铜精矿成本分布或难以发生太大的变化。

图 3：2017 年成本曲线 单位：美元/吨



数据来源：华泰期货研究院

图 4：2018 年成本曲线 单位：美元/吨



数据来源：华泰期货研究院

目前，50 分位的矿企完全成本在 4500 美元/吨左右，现金成本在 3300 美元/吨左右，而 90 分位的现金成本在 5000 美元/吨左右。从此前我们的测算表明，低于 5000 美元/吨，智利国家铜业便只有谨小慎微的生存；而如果地面开采转入地下，需要的铜价格要至 5500 美元/吨以上。因此，后期铜价格的安全边际或在 5000-5500 美元/吨。另外，因智利和秘鲁远期真实投资额还不算太高，因此，成本的意义我们认为主要是给予矿企盈利和投资回报预期，从而促进其投资为主，因此，为了刺激远期供应投资，铜价格或不应该长期再度低于 6000 美元/吨。若铜价格长期在 6000 美元/吨以下，则明显的会抑制勘探以及老旧矿山的改善，因为这二者风险相对都比较高。

另外，根据智利国家铜业为维持产量而被迫的投资规模（未来十年 390 亿美元，约 39 亿美元/年，按照 170 万吨/年产量，则需要 2294 美元/吨的纯利才能支撑其未来的投资），另外，从此前的情况来看，智利国家铜业只有铜价格在 5000 美元/吨以上，才产生现金流，因此，中长期的铜价格展望来看，是需要至少至 7294 美元/吨以上，才能支撑智利国家铜业持续的投资。

## 铜宏观与供需面边际改善

从当前来看，2019 年四季度底铜精矿、电解铜及铜材进口同比增幅均明显扩大，国内精炼铜和铜材产量也出现了较大幅度的增加。一方面是废铜批文所剩无几，废铜对精铜的替代性下滑，精铜消费被动增加。

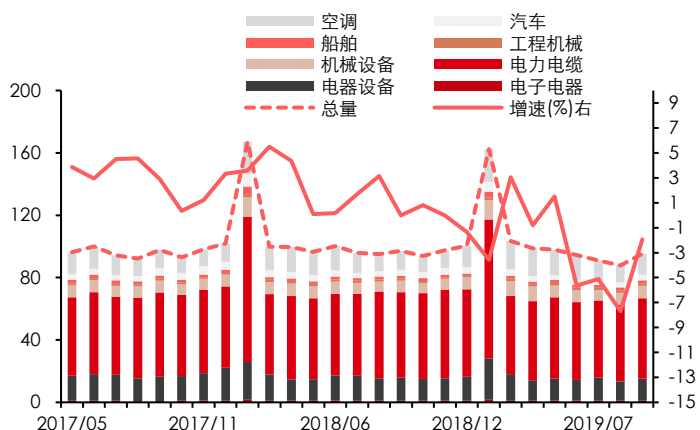
2019 年 Q1-Q4 进口废铜金属量分别为 26.7、41.7、30.1、14.9 万吨，目前废铜端虽无大的紧缺矛盾但后续进口量也不容忽视。在精矿供应紧平衡的背景下，2020 年二季度废铜批文量-如果少于去年二季度，则有可能引发供应端风险。

需求端，2020 年积极财政政策要大力提质增效，财政赤字率或适当上调，地方专项债额度或提高到 3 万亿元，基建投资增速有望回升，国家基建政策释放积极信号，企业主动补库行为有所增加，此外年底前企业季节性备货也利好精铜需求。

风险点在于国家电网将 2020 年电网投资计划定在 4080 亿元，预计这一投资将比 2019 年的 4500 亿同比下降 8.8%。而 2019 年相比 2018 年已出现大幅下降，同比降低 11%。而铜消费近半集中在电力电网领域，电网投资的大幅缩减对铜消费将产生直接冲击。

图 5：中国铜需求结构

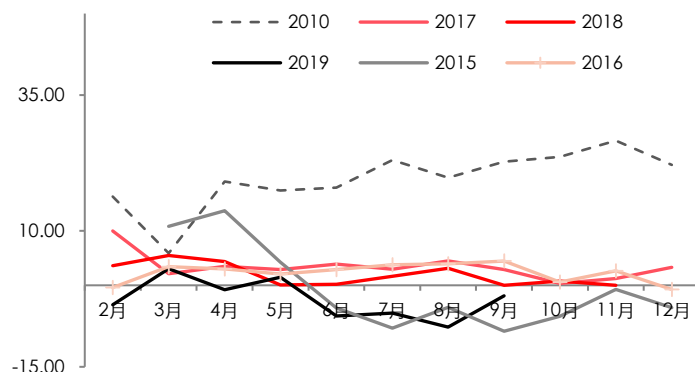
单位：吨



数据来源：华泰期货研究院

图 6：中国铜需求历史增速

单位：%



数据来源：华泰期货研究院

据 2020 年 2 月初最新数据，全球三大交易所库存相对 2019 年初，LME 库存增加 3.2 万吨，COMEX 库存下降 5.45 万吨，SHFE 库存增加 3.4 万吨，全球交易所库存净增加 2.7 万吨，全球交易所同保税区总库存减少 19.2 万吨至 27.3 万吨，处于近 4 年历史低位。

短期看，春节期间 LME 铜在 2020 年 1 月 20-24 日一周之内大升 6.5 万吨，铜库存超预期上升，伦铜转为弱势。从历史规律看，上海保税区铜库存和上海交易所铜库存将继续进行季节性累库阶段，全球铜库存也将延续进一步上升。



受新型肺炎影响，铜消费的其他领域如建筑、电器、机械、汽车、交通运输短期也将受到一定影响。由于物流运输资源吃紧，企业成品库存不断累积，硫酸库存随之增加，部分企业库存压力偏大，已有减产计划，铜短期供给风险仍大。

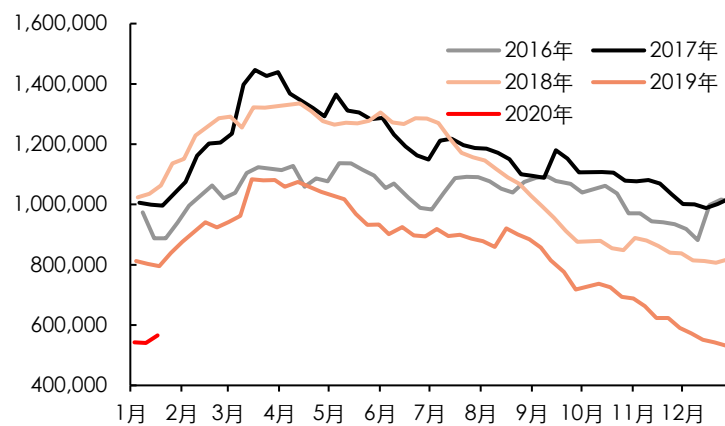
但短期央行连续两日投放流动性，政府出台刺激政策预期仍在，铜价出现修复性上涨。后续疫情解除后铜价走势主要取决于届时供应和库存情况及政府逆周期调节强度，中期仍然存在做多机会。

表格 2 国内精炼铜供需平衡表推演（单位：万吨）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1F	2020Q2F
废铜进口金属量	26.7	42	30.5	14.9	24	40
精炼铜供给	280	314	331	372	270	320
精炼铜需求	251	339	351	378	240	330
供需平衡	29	-25	-20	-6	30	-10

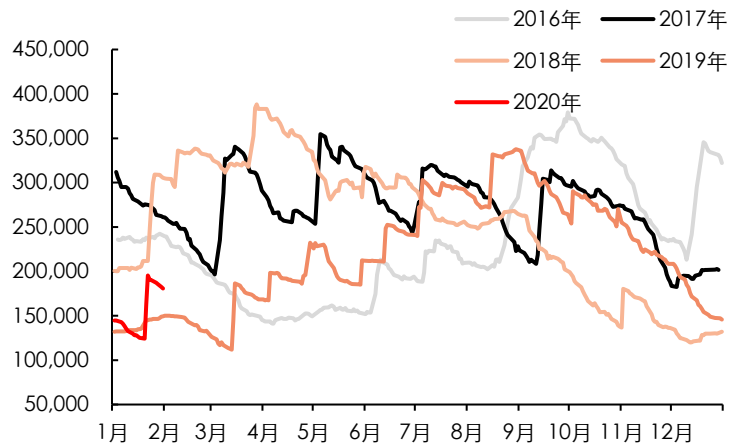
资料来源：Wind 华泰期货研究院

图 7：全球铜库存（含上海保税区） 单位：吨



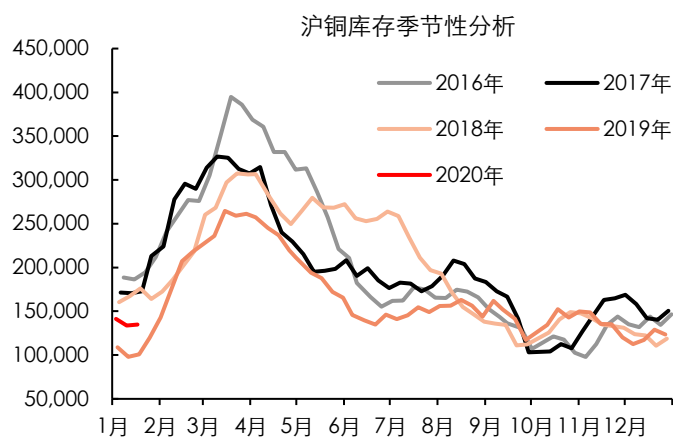
数据来源：华泰期货研究院

图 8：LME 铜库存 单位：吨



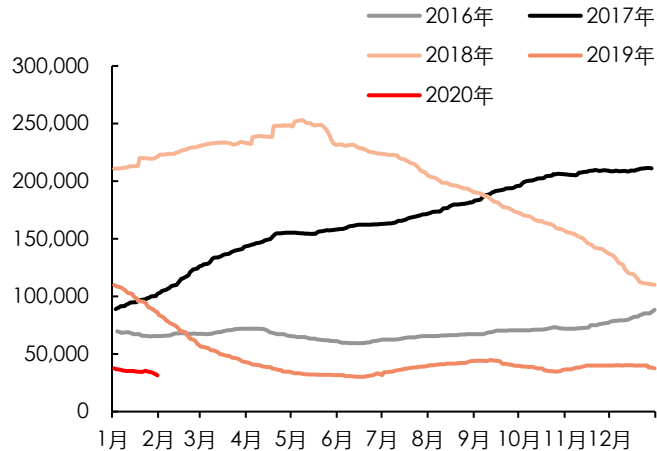
数据来源：华泰期货研究院

图 9: SHFE 铜库存 单位: 吨



数据来源: 华泰期货研究院

图 10: COMEX 铜库存 单位: 吨



数据来源: 华泰期货研究院

## 镍支撑力量主要来自于供应端

新冠疫情冲击下, 镍支撑力量主要来自于供应端, 利空主要来自于需求端, 上游成本支撑, 下游需求疲态拖累, 镍不锈钢产业链将呈现出自上而下由强到弱的格局。

首先我们对全球的产能变动进行一个梳理。

2020 年初印尼全面禁止镍矿出口, 受此影响全球镍矿供应可能出现 22 万金属吨的减量, 2020 年这个减量主要通过中国镍矿库存和印尼 NPI 增量来弥补, 2021 年后这个减量可能主要通过印尼 NPI 和湿法产能增量弥补。未来全球原生镍供应增量主要在于印尼 NPI、湿法产能和复产产能, 中国 NPI 产量或因镍矿供应不足而逐渐下行。

印尼湿法项目落地时间或在 2020 年下半年, 复产产能主要在于第一量子可能一季度复产, 但其产量爬升亦需要较长时间。三元电池需求仍无亮点, 除非出台新的新能源利好政策, 否则 2020 年三元电池对镍需求增速或维持低位。随着菲律宾 TAWI-TAWI 地区高镍矿枯竭关停、印尼 2020 年初禁止镍矿出口, 未来中国镍矿品位可能出现下滑, 从而导致中国镍铁品位下降, 不锈钢厂将增加电解镍调配量, 从而对电解镍需求利好, 直到后期印尼高品位镍铁大量涌入国内之后高镍铁平均品位才有可能得以提升。

全球供应增量主要有三个部分: 复产产能、湿法产能、NPI 产能, 而需求增量主要在于中



国与印尼不锈钢产能、新能源汽车行业。

### 复产产能与湿法产能：

下面是全球计划复产产能情况：

表格 3：全球计划复产产能 单位：万镍吨

企业	镍矿山/镍项目	地点	冶炼工艺/产 品	项目 总年产能	待复产 年产能	预计复产时间
第一量子	Ravensthorpe 镍矿	澳大利亚 西部	湿法中间品	3	3	2020 年 Q1 计划重启
Poseidon Nickel	Black Swan (黑天鹅)	澳大利亚 西部	镍矿	0.8	0.8	2019 年 Q3 计划重启
淡水河谷	Onca Puma 镍矿	巴西	镍矿	5.8	2.9	2019 年 Q3 计划重启
Panoramic Resources	Savannah North	澳大利亚 西部	镍精矿	1.08	0.5-1	2018 年 12 月开始重启，2020 年 Q1 全面生产
总计				10.68	7.4	

资料来源：华泰期货研究院

2020 年全球复产产能增量主要在于第一量子，不过停产产能的复产到满产需要较长时间，其供应增量可能主要在下半年体现。

下方为全球新增湿法产能情况：

表格 4：全球新增湿法产能统计 单位：万镍吨

项目名称	位置	项目内容	镍湿法产能	企业	预计投产时间
苏拉威西镍钴 湿法项目	印尼苏拉威 西省	一期目标 5 万金属吨镍，4000 吨钴，5 万吨 氢氧化镍中间品、15 万吨电池级硫酸镍晶 体、2 万吨电池级硫酸钴晶体、3 万吨电池级 硫酸锰晶体	5 万镍吨	青山集团、格林 美、邦普循环、 新展国际、阪和 兴业株式会社	2020 年 8 月

OBI 镍钴项目	印尼北马鲁古省	OBI 镍钴项目，投资 7 亿美元，24 万吨镍钴中间产品，主要应用于新能源汽车电池正极材料。	3.7 万镍吨	力勤矿业、印尼哈利达集团	2020 年 H1
纬达贝工业园项目	印尼北马鲁古省	一期投资 50 亿美元，包括 12 条火法镍铁生产线，1 个湿法镍冶炼厂，配套 3 个燃煤电厂，3 个大型码头。二期预计有不锈钢、新能源电池材料生产产能	火法 13 万镍吨，湿法一期 3 万镍吨	振石集团、青山集团、华友钴业等共三家	火法镍铁 2020 年开投，湿法项目 2020 年后或以后
印尼摩罗瓦里工业园镍湿法冶炼项目	印尼苏拉威西省	投资 12.8 亿美元，6 万金属吨，一期 3 万金属吨，二期再增 3 万金属吨	一期 3 万镍吨	华友钴业、青创国际、沃源控股、IMIP、LONG SINCERE	2020 年或以后

资料来源：华泰期货研究院

目前全球新增的镍湿法产能主要有四个，分别为：OBI 岛项目（力勤矿业与印尼哈利达集团），格林美苏拉威西镍钴湿法项目（青山集团、格林美与邦普循环等），纬达贝工业园项目（青山集团、振石集团、华友钴业等），摩罗瓦里工业园项目（华友钴业，青创国际、沃源控股等）。这些产能中，最快投产的可能是 OBI 岛项目，或于 2020 年下半年投产，而其次为格林美苏拉威西镍钴湿法项目，该项目初步计划可能会在 2020 年 8 月投产。不过湿法产能不具备火法镍铁产能的快速复制性，湿法产能的投产往往有较大不确定性，因此 2020 年这些产能是否能如实投产仍需要进一步跟踪，上半年影响可能不大。

### 中国与印尼 NPI 新增产能

2020 年印尼禁止镍矿出口后，可能导致约 2500 万湿吨的镍矿供应量下滑（去除抢进口因素，正常使用量），在镍矿高利润刺激下乐观预计其他国家可能出现 500 万湿吨的增量，以 1.65% 含镍量计算，含水量为 67%，则 2020 年全球镍矿供应可能仍存在 22 万镍吨的减量。不过受中国镍矿库存影响，2020 年中国 NPI 产量缩减存在一个缓冲期，预计 2020 年中国 NPI 减产量为 10.6 万镍吨，2021 年继续减产 6 万镍吨。

下方为中国镍铁产能新增计划：

表格 5：中国新增镍铁产能计划 单位：万镍吨

公司名称	产能 (万镍吨/年)	工艺	投产时间	投产炉子 (台)
山东鑫海科技有限公司	6	RKEF	2018 年底/2019 年 1/3/4 月已投	8
扬州一川	0.6	RKEF	2019 年 6 月已投	1
营口宁丰集团有限公司	0.6	RKEF	2019 年底	1
内蒙古 (奈曼) 经安一期	13.5	RKEF	2020 年或以后	18
大连富力镍基新材料有限公司	3.6	RKEF	2020 年或以后	6
唐山凯源	1.5	RKEF	2020 年 H2	2
待投总计	19.2			27

资料来源：SMM 新闻整理 华泰期货研究院

印尼 NPI 是拉动全球原生镍供应增长的核心引擎，2020 年印尼 NPI 产量将超过中国成为全球最大的镍铁生产国。2019-2021 年印尼 NPI 新增产能主要分为五个部分，分别为青山印尼、德龙印尼、金川 WP、Weda Bay 火法项目、其他企业。其中金川 WP 项目已经在 2019 年全部投产，2020 年印尼 NPI 新增产能主要是青山的 Weda Bay 火法项目与德龙印尼项目。

下方是印尼 NPI 新增产能计划：

表格 6：2019-2020 年印尼镍铁产能 单位：万镍吨

公司名称	产能 (万镍吨/年)	工艺	投产时间	投产炉子 (台)
青山印尼	9.2	RKEF	2019 年 1/3/5/6/8/10/12 月已投	8
德龙印尼一期	3.2	RKEF	2019 年 3/4/5/8 月已投	4
金川 WP	2.9	RKEF	2019 年 5/7/9/10 月已投	4
德龙印尼一期	0.8	RKEF	2020 年 Q1	1
青山印尼 Weda Bay	13.8	RKEF	2020 年及以后	12
德龙印尼二期	6.4	RKEF	2020 年	8
德龙印尼二期	21.6	RKEF	2021 年及以后	27
青山印尼	13.8	RKEF	2021 年	12
印尼华迪	3.2	RKEF	2021 年	4
新兴铸管	2.9	RKEF	2021-2022 年	4

银海万向	2.9	RKEF	2021 年	4
恒顺	2.9	RKEF	2021 年	4
2020 年待投总计	21			21
2020 年及以后待投总计	68.3			76

资料来源：SMM 新闻整理 华泰期货研究院

青山印尼在 2019 年底已经投产了 28 条镍铁生产线，是印尼最大的镍铁生产企业。同时 Weda Bay 火法项目也属于青山印尼镍铁系列，2020 年 Weda Bay 火法项目 12 条镍铁线投产之后，青山印尼镍铁产能总共有 40 条镍铁生产线。2021 年青山印尼再投产 12 条镍铁生产线后，青山印尼总共达到 52 条镍铁生产线，届时青山印尼镍铁产能投产告一段落。

德龙印尼在印尼的镍铁产能仅此于青山，从未来产能规划来看，德龙印尼镍铁产能或可与青山并驾齐驱。截止 2019 年底德龙印尼已经投产 14 条镍铁生产线，2020 年一季度再投产第 15 条镍铁生产线后，德龙印尼一期镍铁产能 15 条镍铁生产线将全部投产。德龙印尼二期总共 35 条镍铁生产线，预计 2020 年可能投产 8 条镍铁生产线，剩余 27 条镍铁生产线将在 2021 年及以后投产。

金川 WP 项目总共 4 条生产线，已经于 2019 年全部投产，其中 5 月、7 月、9 月、10 月各投产一条生产线，金川在印尼暂时没有其他的新增产能计划。

2020 年印尼 NPI 产能增量最大的项目是 Weda Bay 火法项目，该项目是由青山集团、振石集团、华友钴业等企业合作，一期投资 50 亿美元，包括 12 条火法镍铁生产线，1 个湿法镍冶炼厂，配套 3 个燃煤电厂，3 个大型码头；二期预计有不锈钢、新能源电池材料生产产能。2020 年该项目 12 条火法镍铁生产线可能投产，而湿法项目暂时没有确切投产时间。

除此之外，印尼 NPI 还有一些其他的新增产能，不过投产时间可能在 2021 年以后，如印尼华迪、新兴铸管、银海万向、恒顺等，因投产时间较远，这些产能也存在较大的不确定性。

虽然 2020 年 NPI 新增产能较多，但印尼即将投产 100 万吨印尼德龙不锈钢产能，足以覆盖上半年的 NPI 供应增量，在印尼德龙不锈钢产能投产后，短期内中国自印尼进口的 NPI 反而可能出现一定幅度的下降。

#### 中国与印尼不锈钢新增产能

1月23日，国家发改委发布了《关于完善钢铁产能置换和项目备案工作的通知》。公告称各地区自2020年1月24日起，不得再公示、公告新的钢铁产能置换方案，不得再备案新的钢铁项目。未按本通知要求继续公示、公告钢铁产能置换方案、备案钢铁项目的，将视为违规新增钢铁产能报请国务院严肃查处，并作为反面典型由部际联席会议办公室在全国通报。

对不锈钢行业来说，目前置换产能是不锈钢新增产能的唯一途径，如果置换产能通道关闭，未来国内不锈钢继续新增产能可能较为困难，对镍价利空。不过国内不锈钢产能本就过剩严重，产能利用率低，因此该政策对不锈钢产量的影响主要在于中长线，而政策执行的期限亦存在不确定性，且若国内不锈钢供应过剩格局缓解，可能再次开启印尼进口窗口和国内新增途径，因此不宜过度悲观。

表格 7：2018-2020 年中国不锈钢产能计划 单位：万吨

不锈钢厂	炼钢产能（万吨）	系列	预计投产时间	途径
青山青拓	90	400 系	2018 年 7 月份已投产	普碳钢置换产能
广青金属	100	200/300 系	2019 年 2 月转产	普碳钢转产不锈钢
宝钢德盛	80	200/300 系	2019 年已投产	置换产能
山东盛阳金汇	70	200 系	2020 年	普碳钢置换产能
山东鑫海	100	300 系	原 2020 年 Q1/推迟-不定	置换产能
柳钢集团	146	200/300 系	原 2020 年 4 月份或延后	普碳钢置换产能
江苏德龙	135	300 系或其他	2020 年 12 月份	普碳钢置换产能
西南不锈、云南天高	140	200/300 系	2020 年	复产
太钢不锈	100	300/400 系	原 2020 年/推迟 2021 年	普碳钢置换产能
临沂金海汇	50	300 系	原 2020 年/推迟-不定	产能尚未置换
山东盛阳金汇	50	300 系	原 2020 年/推迟-不定	普碳钢置换产能
内蒙古明拓	80	400 系	原 2020 年/推迟-不定	普碳钢置换产能
内蒙古毕氏	100	300 系	原 2020 年/推迟-不定	普碳钢置换产能
山东鑫海	200	300 系	2021 年或以后	置换产能
宝钢德盛	270	300/400 系	2021 年或以后	置换产能
临沂钢铁投资集团	170	300/400 系	2021 年或以后	置换产能
柳钢中金	430	200/300 系	产能计划中	置换产能
戴南地区	100		旧产能置换指标	置换产能
已规划待投总计	1611			

资料来源：华泰期货研究院

表格 8：印尼不锈钢计划产能 单位：万吨

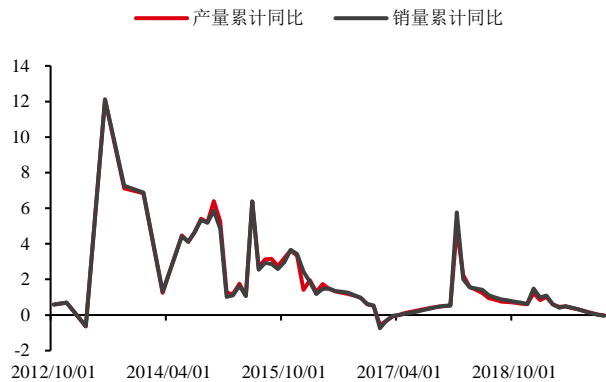
不锈钢企业	投产产能（万吨）	备注	投产时间
青山印尼	300	共三期	已全部投产
德龙印尼	100	一期项目	2020 年 Q1
德龙印尼	200	二期项目	2020 年或以后
德龙控股&青山	350	钢铁+不锈钢	签署协议，2020 年以后
新兴铸管	100		规划中
安塔姆	100		规划中
新华联	100		规划中
山东鑫海	待定		意向
金川集团	100		规划中
振石集团	100		待定
2020 年前可能达成的产能	400		

资料来源：华泰期货研究院

2019 年新能源汽车产量同比增速持续下滑，累计产量同比增速从年初的 124%一路下降到 12 月份的负 2%，7 月份以后当月产量同比一直处于较大的负增长状态。2020 年主要关注中国的新能源汽车行业政策，为达到工信部 2025 年规划的目标，可能会有一些新的支撑措施出台，如果有新的利好政策变动，可能会再度引起镍市场对该领域的关注，否则 2020 年全年影响不大。

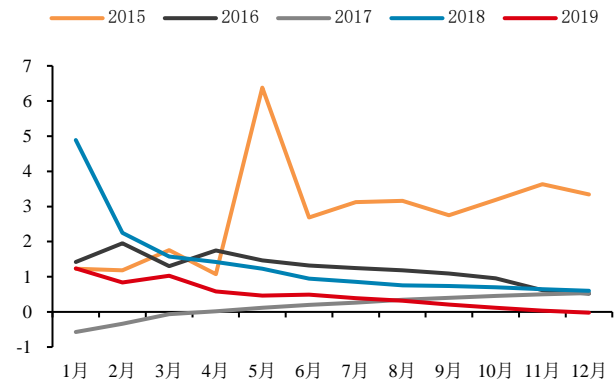


图 11: 中国新能源汽车累计产量同比 单位: 无



数据来源: 中国汽车工业协会 华泰期货研究院

图 12: 中国新能源汽车累计产量同比 单位: 无



数据来源: 中国汽车工业协会 华泰期货研究院

### 镍产业链已至最糟糕状态后期边际改善

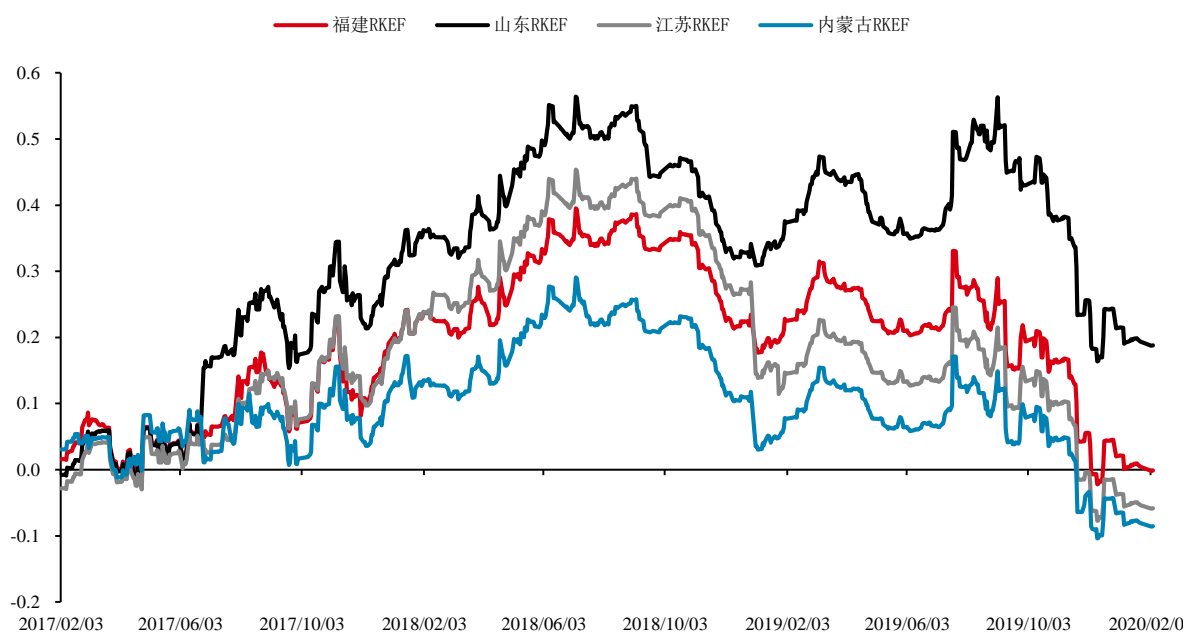
我们对上面产能分析进行一个总结: 上半年镍供应增量有限, 中国 NPI 可能面临减产风险, 印尼德龙不锈钢产能投产后印尼 NPI 供应到中国的量也会出现下滑; 后期疫情影响结束后, 需求将逐渐恢复, 甚至国家可能出台刺激经济的措施, 进一步加快需求的恢复, 届时镍可能出现供应缩减、需求增加的局面。

当前镍不锈钢产业链可能已经处于最悲观的状态, 后期继续走弱的可能性相对有限, 除非新冠疫情进一步恶化冲击需求。后期一旦疫情得到控制, 镍供需面将逐步改善, 价格可能就此见底。

下方是 SMM 计算的中国 NPI 产能的利润图:

图 13: SMM 高镍铁现金成本利润率

单位: 无



数据来源: SMM 华泰期货研究院

从上方图中可以看出来, 当前镍矿与镍铁价格下, 国内多数镍铁厂已经濒临亏损。因印尼禁矿后国内镍矿供应量有限, 镍矿供应缺口无法避免的情况下镍矿价格可能会维持坚挺, 从而导致镍铁成本难有松动, 一定程度上对镍价形成支撑。

镍当下供需弱势, 供应小幅下降, 需求 (尤其是终端) 下滑明显, 疫情影响更让需求雪上加霜, 镍短期供需悲观。不过镍铁价格已经到了成本位置, 如果后期疫情得到控制出现好转迹象, 若能叠加国家出台刺激经济的利好措施, 则可能让市场逐渐开始关注中线供应下降、需求增加的利好逻辑。因此镍价可能短空长多, 后期主要关注疫情何时逐步出现边际改善, 对应的镍供需亦将随之回暖。

## ● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## ● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com