

供应趋紧叠加需求转好，镍价重心有望震荡上移

——镍 2021 年度投资策略报告

【报告要点】

- 宏观方面，目前通胀预期与美元弱势周期仍有一定交易空间，对有色金属将继续形成趋势性的支撑。
- 走势上，2020 年镍价总体呈现先抑后扬，宽幅震荡的走势，价格重心继续上移。
- 供应端，印尼禁矿消息落地，镍矿价格在经历短暂调整后维持高位；国内镍铁企业开始实行减产，而印尼镍铁开始投产，镍铁进口增加；电解镍进口亏损持续维持高位，进口量难以恢复，同时国内产量下降，总体精炼镍供应下滑。
- 需求端，四季度不锈钢市场利润持续回落，镍铁厂及不锈钢厂纷纷检修减产，令上下游价格维持震荡格局；下半年新能源汽车产销量大幅增长，但总体需求仍小幅下降。

【年度展望】

我们对 2021 年全年的镍价走势持震荡偏多的观点。基本面上看，供应端方面，随着 2020 年印尼禁止红土镍矿的出口，将导致中国镍生铁原料短缺，面临大幅减产，但印尼镍生铁项目建设进度加快，能够弥补中国的减量，全球镍生铁产量仍将维持增长。需求端方面，随着印尼和中国不锈钢诸多新产能投放，产量增速维持在较高水平；而随着 2021 年高镍电池发展加快，以及新能源行业对镍需求的持续增加，长期仍会对镍价形成一定支撑。所以我们预计，2021 年疫情受控下海内外需求有望迎来全面复苏，镍价或将呈现宽幅震荡，重心逐步上移的走势。

风险点：

国内外疫情控制及疫苗研发情况；印尼菲律宾对矿区政策变化；不锈钢投产情况以及中国新能源汽车产销不及预期。



王志强

有色金属研究员

从业证书：F3055445

电话：021-63123075

Email: wangzhq@dwqh88.com



张华伟

有色金属研究员

从业证书：F3014881

投资咨询证书：Z0013471

电话：021-63123071

Email: zhanghw@dwqh88.com

免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险，投资需谨慎！

目 录

一、2020 全年镍走势回顾：受疫情及供应端变化影响，行情跌宕起伏整体重心上移	3
二、镍全球供需面分析	4
(一) 全球供需数据：1-10 月全球镍市场依旧维持供应过剩	4
(二) 镍市全球供需平衡展望：镍需求逐步恢复，供应过剩幅度缩窄	4
三、国内镍供需分析	5
(一) 国内供应端情况	5
(二) 国内需求端情况	10
(三) 库存情况：国内显性库存处于历史低位	15
四、2021 年全年投资建议及风险点提示	16
(一) 宏观面分析：国内经济改善，但海外疫情加剧或带来二次探底风险	16
(二) 行情展望：供应趋紧叠加需求转好，镍价重心更上层楼	16
(三) 交易策略建议	17

一、2020 全年镍走势回顾：受疫情及供应端变化影响，行情跌宕起伏整体重心上移

2020 年，镍价总体呈现先抑后扬，宽幅震荡的走势，价格重心继续上移。走势上看，2020 年一季度受国内疫情影响整体走势以震荡回落，之后随着国内疫情的逐步恢复，后三个季度，镍价开始震荡拉升，其中 8 月表现最为抢眼，沪镍单月暴涨近 10%，伦镍更是暴涨逾 11%。截止 2020 年底，伦镍较 2019 年年末仍上涨 17.85%。同期，沪镍主力合约较 2019 年年末上涨达 10.21%。

图 1：沪镍指数月 K 线走势图

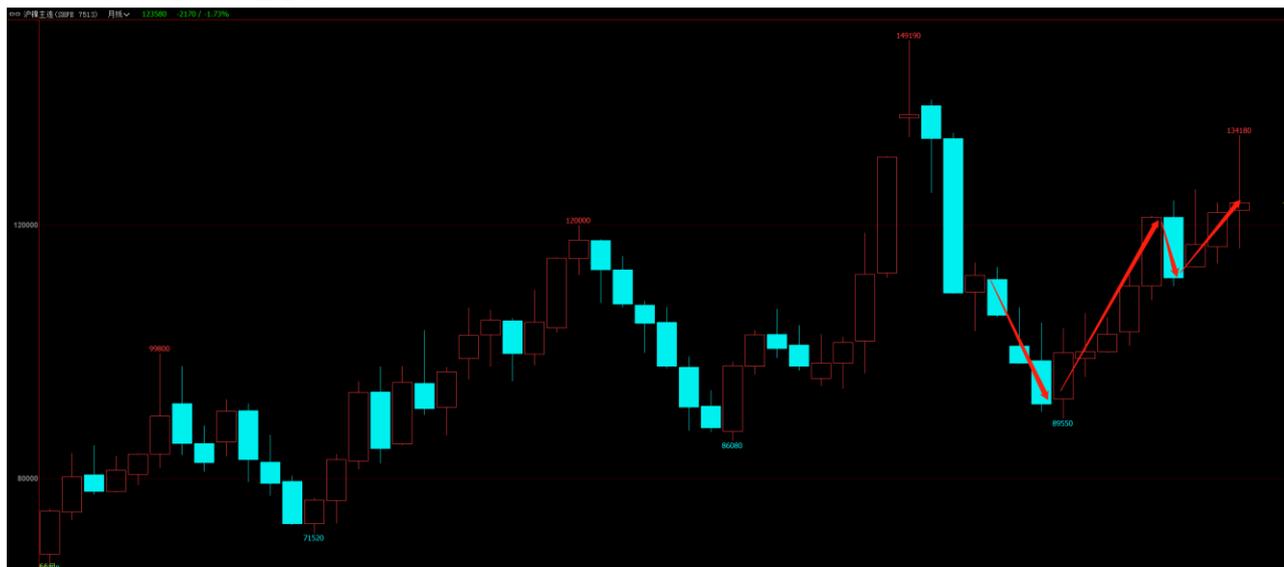
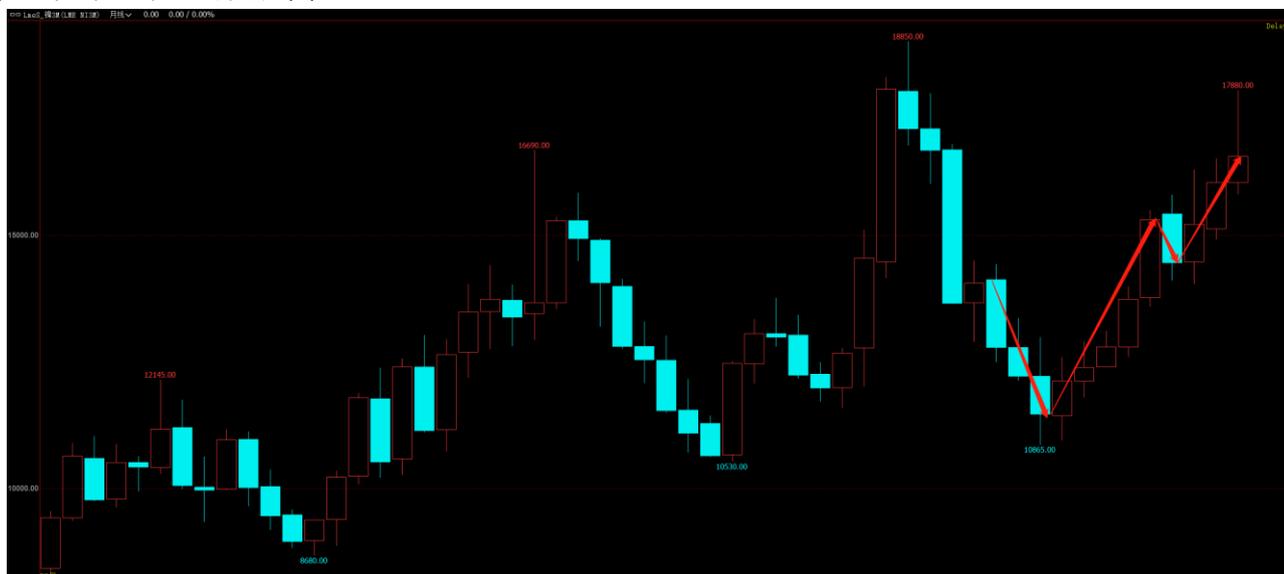


图 2：伦镍 03 月 K 线走势图



数据来源：文华财经、东吴期货整理

具体来看，可以将镍价分为以下三个阶段。

第一阶段：1 至 3 月，沪镍表现为大幅下行阶段。1 月 20 日起，随着国内新冠病毒开始在国内蔓延，在资本情绪的悲观之下，沪镍等与宏观正相关的品种开始承压。二月下旬以后，国内下游预期的复工一再推迟，终端消费迟迟未能开工，两地不锈钢库存刷新 100 万吨历史新高，负反馈至企业，导致了企业大幅减产。此外随着三月份海外疫情持续蔓延，全球经济受到冲击，全球资本市场恐慌情绪引爆整个商品市场，同时加剧了沪镍的下跌程度。

第二阶段：4 月中旬至 6 月末，沪镍表现为触底反弹。此阶段反弹的原因主要是海外疫情尤其是东南亚疫情的

延烧导致的镍矿生产实质性受到扰动，菲律宾关停主要镍矿产区、印尼亦一再延长紧急状态，导致国内港口镍矿大幅去库，缺矿预期渐强，而下游不锈钢和终端消费恢复程度好于预期，镍市基本面持续改善。此外，此段时间欧美疫情逐步进入拐点、美联储无限 QE、两会召开等宏观利好因素带动大宗商品普涨。

第三阶段：7 月至 2020 年年末，沪镍表现为震荡偏多，价格重心逐步上移。此阶段主要受到多重因素影响，首先是宏观上，为应对疫情对经济的冲击，全球央行释放大量流动性，各国政府实施天量财政刺激，这带动包括镍价在内的有色金属价格普涨；其次，海外疫情加重导致菲律宾、印尼等矿产国生产受到了不同程度影响，同时 2020 年菲律宾雨季甚于往年，同样收紧了供应预期；需求端，不锈钢产量节节攀升以及新能源汽车下半年的销量大增推升镍市终端需求，供需一减一增推动镍价持续上扬。同时美国大选、二次疫情等风险事件也对价格带来一定程度的冲击。

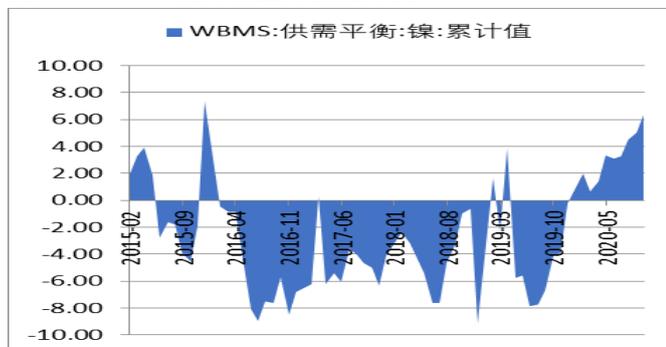
二、镍全球供需面分析

(一) 全球供需数据：1-10 月全球镍市场依旧维持供应过剩

根据世界金属统计局 (WBMS) 最新报告显示，2020 年 1-10 月全球镍市供应过剩 6.37 万吨，2019 年全年供应短缺 2.76 万吨，表明当前仍处在供应过剩的状态。从季节性角度分析，当前供需平衡情况较近 5 年相比维持在较高水平。而 10 月末伦敦金属交易所(LME)持有的报告库存较 2019 年年末出现较大幅度的增量，较 2019 年年末高出了 8.57 吨。

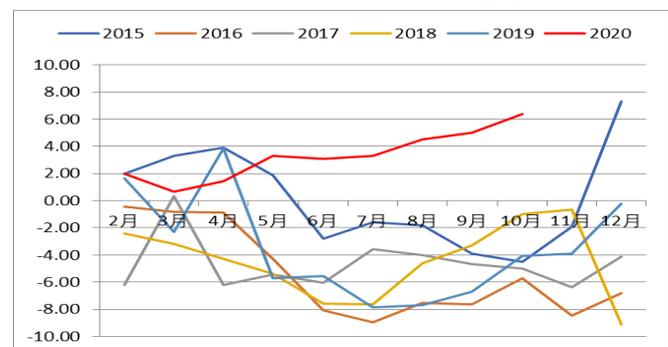
而另一家权威机构，国际镍研究组织(INSG)在最新的报告显示：2020 年 1-10 月，全球镍市供应过剩 110,600 吨，上年同期为供应短缺 40,700 吨。总体来看，两家机构的数据均显示短期供应过剩数量有所不同，但还是体现出受新冠肺炎疫情影响，2020 年全球镍消费量仍出现了一定的下滑，而随着目前海外疫情的逐步恢复以及疫苗的研发及推出，预计镍未来供应过剩的情况将会得到较大的改善。

图 3：WBMS 精炼镍全球供需平衡



数据来源：WBMS、Wind 资讯、东吴期货整理

图 4：WBMS 全球精炼镍供需平衡季节性分析



数据来源：WBMS、Wind 资讯、东吴期货整理

(二) 镍市全球供需平衡展望：镍需求逐步恢复，供应过剩幅度缩窄

供需平衡方面，展望 2021 年，在各国复工复产计划的稳步推进和疫苗的良好预期下，全球镍矿产量有边际修复。据环球数据预计，世界矿山镍产量在预测期 (2021-2024) 年均增幅为 4.2%，到 2024 年产量将达 264 万吨。该机构预计增量主要来自印度尼西亚、澳大利亚、菲律宾和加拿大，这些国家合计产量将从 2021 年的 142 万吨增至 2024 年的 164 万吨。而根据国际镍业研究组织 (INSG) 数据显示，2021 年全球镍需求预计将从 2020 年的 232 万吨增至 252 万吨。INSG 称，全球镍产量预计将从 247 万吨升至 259 万吨；2020 年隐性市场预计过剩 14.7 万吨，2021 年过剩 6.8 万吨，整体上来看镍未来供应过剩仍将持续，但相较 2020 年有较大的改善。

另外，根据 Wood Mackenzie 数据显示，受疫情影响，2020 年镍国内供给略有过剩。虽然短期镍供需小幅过剩，但 2021 年疫情受控下海内外需求有望迎来全面复苏。

表 1：全球镍供需平衡表展望

类别	2017	2018	2019	2020E	2021E
全球产量(万吨)	207	220.4	236.7	247	259
全球消费量(万吨)	218.4	234.7	244.7	232	252
全球供需平衡	-11.4	-14.3	-8	14.7	6.8
中国产量	63.5	69	75	76	65.5
中国消费量	113	122	130	144.47	156.71

数据来源：安泰科、INSG、SMM、东吴期货整理

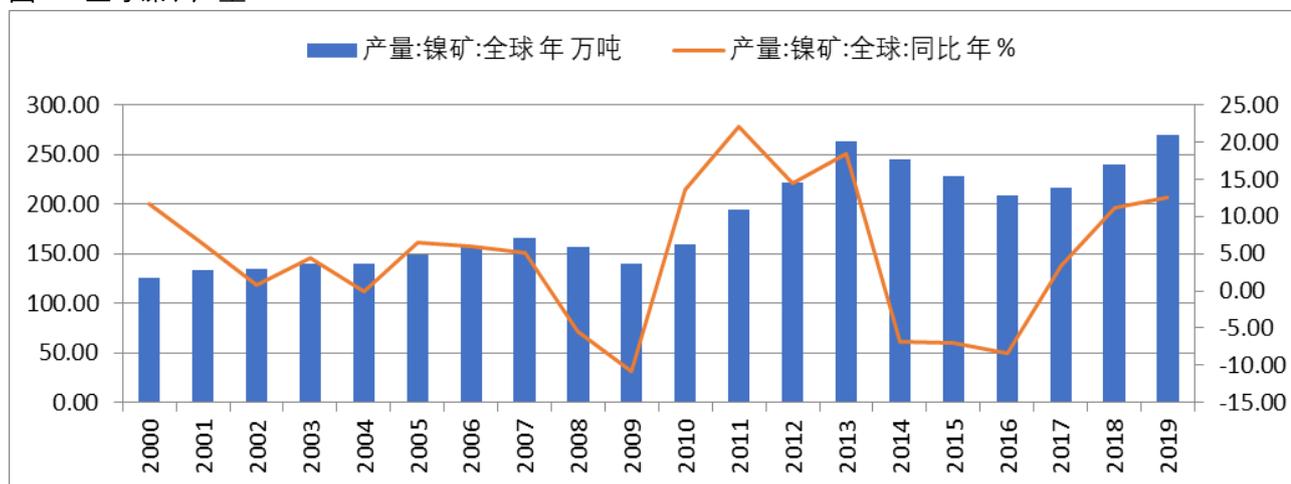
三、国内镍供需分析

(一) 国内供应端情况

1、镍矿及矿山情况：受菲律宾雨季及疫情影响，供应依旧偏紧

2020 年以来，全球镍矿供应频受扰动，印尼禁矿、及东南亚气候变化加之新冠肺炎疫情对镍矿产生了巨大的影响，据世界金属统计局（WBMS）数据显示，2020 年 1-10 月全球矿山镍产量同比减少 23.8 万吨至 18.62 万吨，较 2019 年同期水平低 23.8 万吨。目前硫化镍矿、红土镍矿的结构变化仍在继续，但随着新能源需求的爆发，矿端可能会再度发生新的变化。政策角度看，印尼政府对国内矿价的干预愈发激烈，未来印尼国内矿价重心可能再度提升。而 RECP 协定框架下，印尼镍矿出口政策仍然存在较大变数。

图 5：全球镍矿产量

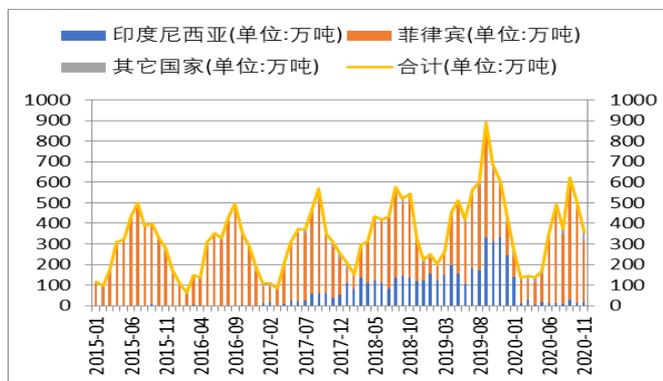


数据来源：美国地质调查局、Wind 资讯、东吴期货

而作为全球最大的镍消费国与镍资源进口国，中国对镍矿资源对外依存度极高，其中红土镍矿对外依赖度接近 100%，菲律宾、印尼贡献其中 95% 以上的进口量，而为了提振商品出口经济附加值，印尼宣布 2020 年 1 月 1 日起禁止出口所有原矿转而在本国生产，而作为我国第二大镍矿来源国，原矿进口量恐面临较大减量。2019 年前 10 个月我国自印尼进口红土镍矿达 1800 万湿吨，而 2020 年这个数字仅 314.88 万湿吨。值得注意的是，印尼当地的疫情肆虐恐对疫情政策造成影响。继 7 月份印尼逐步放宽社会限制以来，该国的疫情严峻程度愈演愈烈，截至 12 月中旬印尼累计新冠确诊病例超过 60 万例，为供应带来不确定性。从当地新增镍铁生产线建设进度和国内进口量来看，疫情变并未造成太大影响，但考虑到目前印尼疫情有恶化的趋势，未来该国镍资源供给仍存在未知数。目前随着 2020 年印尼实施禁矿政策之后，大部分的进口镍矿来自于菲律宾。

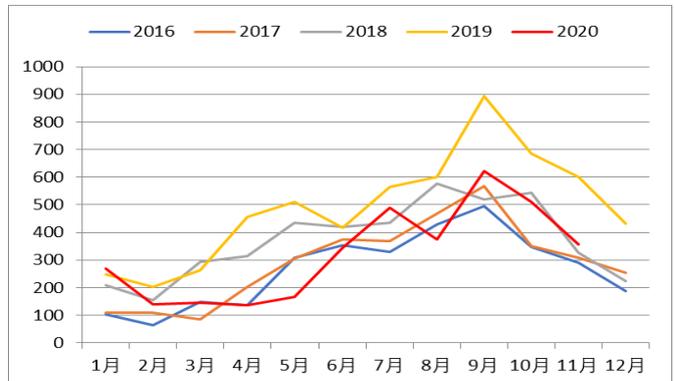
根据海关总署数据显示, 2020 年 1-11 月份, 国内累计进口镍矿 3592.96 万吨, 累计同比下降 30.58%。其中自菲律宾进口镍矿量累计 2949.61 万吨, 同比增加 95.22 万吨, 累计同比增长 3.36%; 自印尼进口镍矿量累计 331.62 万吨, 累计同比下降 84.4%。自其他国家进口镍矿量 311.75 万吨, 同比增加 115.79 万吨, 增幅 59.09%。而 11 月中国镍矿进口量为 357.52 万吨, 环比下降 152.3 万吨, 降幅 29.87%; 同比减少 241.96 万吨, 降幅 40.36%。其中自菲律宾进口镍矿数量为 296.90 万吨, 环比下降 89.66 万吨, 降幅达到 16.34%; 同比增加 121.44 万吨, 增幅为 35.96%。自印尼进口镍矿数量为 16.74 万吨, 环比增加 5.76 万吨, 增幅 52.46%; 同比减少 317.02 万吨, 降幅 94.98%。自其他国家进口镍矿量 43.88 万吨, 环比增加 4.19 万吨, 增幅 10.56%; 同比增加 26.29 万吨, 增幅 149.46%; 从进口数据可以看出, 4 季度开始国内镍矿进口量再次出现了明显的回落, 这除了 9 月份镍矿集中到港导致基础库存偏高之外, 主要还是受 4 季度菲律宾天气再次转差, 导致出货不顺畅, 加上 10 月初国庆也影响了海关报关。新喀里多尼亚出货量同样出现小幅下滑, 而随着 11 月至 2021 年 3 月菲律宾正式进入雨季之后, 未来红土镍矿进口量仍有可能呈现下滑态势。

图 6: 中国镍矿主要进口来源及当月值 (吨)



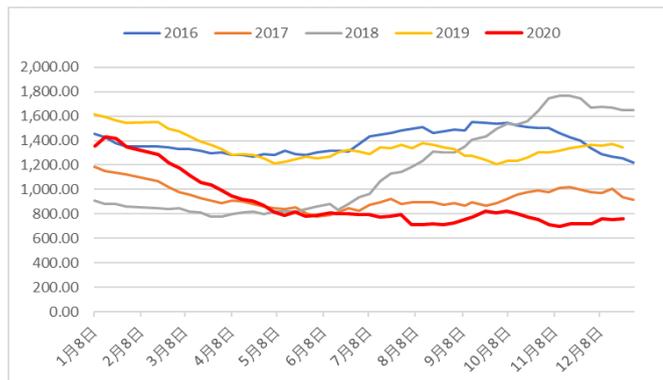
数据来源: 海关总署、SMM、东吴期货整理

图 7: 中国镍矿进口量 (元/吨)



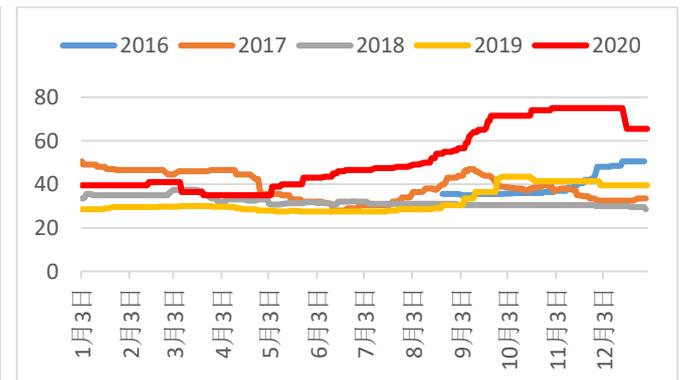
数据来源: 海关总署、SMM、东吴期货整理

图 8: 镍矿国内 10 港口库存 (万吨)



数据来源: Wind、东吴期货整理

图 9: 菲律宾镍矿 1.5% CIF 价格变化 (美元/湿吨)



数据来源: SMM、东吴期货整理

从中国镍矿港口库存来看, 截至 2020 年 12 月 31 日, 国内 10 港口镍矿库存合计 759.7 万吨, 同比大幅减少 43.51%。自 2019 年 9 月份以后, 印尼一纸出口禁令, 原材料短缺的预期触发了厂商囤货的积极性, 国内港口库存呈现大幅去库的态势。在印尼禁矿的背景下, 我国镍矿供应量预计难有明显增量, 一方面, 菲律宾近几年因大量开采导致镍矿储量和品位有所下滑; 另一方面, 澳洲、美洲等地区因运费较高出口到中国的量较少, 且这些地区增量非常有限; 喀里多尼亚目前成为我国镍矿进口增量的主要来源国, 但体量依然较少; 同时, 镍矿价格亦创五年新高, 截至 12 月 31 日, 菲律宾红土镍矿 1.5% (CIF) 均价高达 65.5 美元/湿吨, 红土镍矿 1.8% (CIF) 均价 91 美元/湿吨, 较 4 月份的低点增加近 30%, 亦体现了国内镍矿紧缺的预期。

2、镍铁生产：国内产量大幅下滑 印尼增量弥补缺口

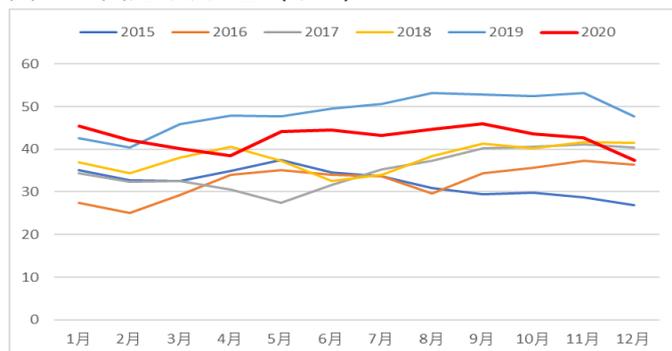
(1) 国内镍铁：受印尼禁矿限制，产量大幅下滑

根据 2019 年的产量数据显示，中国镍铁产量约 58.4 万金属吨，而在我们预计 2020 年的国内镍铁产量仅为 51.5 万金属吨，随着厂商库存的逐步消耗和海外疫情的扰动，缺矿的问题将日益凸显，其中国内矿的缺口或将由印尼地区的增量来弥补。

矿的缺失已经影响至镍铁端，国内镍铁产量同比下滑。据 SMM 数据显示，2020 年 1-12 月中国镍生铁累计产量 51.26 万金属吨，累计同比减少 12.2%。据 SMM 调研显示，2020 年 12 月份镍生铁产量大幅下滑，高镍生铁产量的大幅降低与部分大厂主动减产降负荷有关，华东大型高镍生铁厂家减产 50% 产量，其余地区也有厂家减停产线，12 月厂家的减停产除了原料库存紧张的原因外，当期镍铁供应较多，钢厂采购积极性差及报价低也有较大影响。低镍生铁产量的降低与华中钢厂因环保政策停产有关，但因为 12 月份 200 系利润较 11 月份转好，部分 300 系转为 200 系，作为 200 系主要原料之一，低镍生铁产量整体波动较小。预计 2021 年 1 月全国镍生铁产量预期继续下滑，主要受原料库存及当前采购价格限制，高镍生铁厂家原料库存多数以及降至很低的状态，再加上镍价上涨，少数几条可出的船矿山报价高位难压，工厂生产压力较大主动减产，加上年关将近以及近期天气及疫情影响，部分地区原辅料运输有可能受影响，12 月份环比下滑 3.1% 至 3.62 万镍吨，其中高镍生铁环比下降 5.6% 至 2.82 万镍吨，低镍生铁环比增加 6.8% 至 0.8 万镍吨。

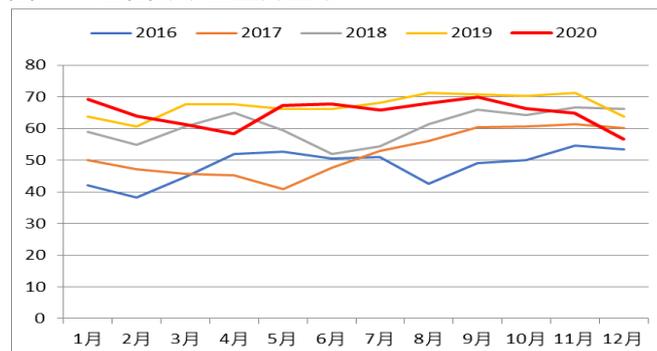
另外，据 Mysteel 调研，2020 年 1 月 1 日印尼禁矿政策落地后，镍矿价格一路飙升，镍铁成本显著增加，利润收窄；叠加镍矿供应远小于国内镍铁产能需求，国内镍铁厂执行减产居多。11 月正值菲律宾雨季，镍矿资源较少，工厂多以消耗雨季前备的高价镍矿库存，原料库存持续低位；而受近期期货镍价大涨，叠加 300 系不锈钢调涨，镍铁价格于 12 月开启止跌反弹，截至 12 月 31 日，已调涨至 1080 元/镍（到厂含税），涨幅达 6% 以上。国内镍铁厂历时长达两个月的减产检修，12 月产量下降显著；近期印尼镍铁新建项目投产增速放缓，年底印尼个别工厂已陆续对其已投产产线进行检修；市场供需开启新一轮调整，基本面由弱转强。年底前各大钢厂原料刚需备库，预计对镍铁需求不减，或对镍铁价格有所支撑。

图 10：国内镍铁产量（千吨）



数据来源：SMM、东吴期货整理

图 11：全国镍铁企业开工率 %



数据来源：SMM、东吴期货整理

(2) 2020 年进口镍铁大幅增加

目前红土镍矿下游产品中镍铁占到了九成，镍铁因成本低廉工艺简单，成为目前制造不锈钢的主要来源。为应对原矿出口限制，近年来中国镍生产商在印尼投资大量镍铁厂，且产能逐年加速扩张。

近年来中国镍生产商在印尼投资大量镍铁厂，且产能逐年加速扩张。据统计，2018-2020 年是印尼镍产能暴发式释放的时期，在后续不锈钢项目尚未完工投入运营之前，大部分镍铁产品将运回中国市场来消化，仅中资镍铁项目就超过 300 余万吨的产能，相当于 2015 年中国所有镍铁企业一年的高镍铁产量。

印尼方面，由于年内新增项目较多，产量也有了明显提升，11 月印尼镍铁产量约 494729 实物吨，折合 64664

金属吨，环比 10 月增幅约 2.61%。其中，中国企业投建的工厂产量约有 477323 实物吨，折合 61597 金属吨，印尼本土企业镍铁产量约有 17406 实物吨 (3067 金属吨)。1-11 月份累计产量 57.25 万吨，同比增幅 57.75%，印尼方面 2020 年全年预估产量为 63 万金属吨，这此前预估数据还要高。

2020 年印尼镍铁项目增量主要来自德龙二期和纬达贝项目，其中德龙二期预计投产 15-16 台矿热炉，截止 11 月底，印尼德龙 2 期镍铁项目 15 台矿热炉已全部投产，但部分矿热炉产能尚未完全释放，产量继续爬坡中；纬达贝项目年期内预计投产 12 台矿热炉，截止 11 月底工业园区友山镍铁项目第一与第二台矿热炉满产，第三台矿热炉出铁；纬达贝工业园区雅石项目第 4 台矿热炉在爬坡增量中，预计 12 月底，该项目 12 台矿热炉全部投产；另外年内德龙一期的第 15#也在 2020 年 6 月份投产；青山 IMIP 工业园区也投产了 7 台矿热炉目前总在产 37 台矿热炉。

表 2：2020 年印尼镍铁企业项目动态 (万吨)

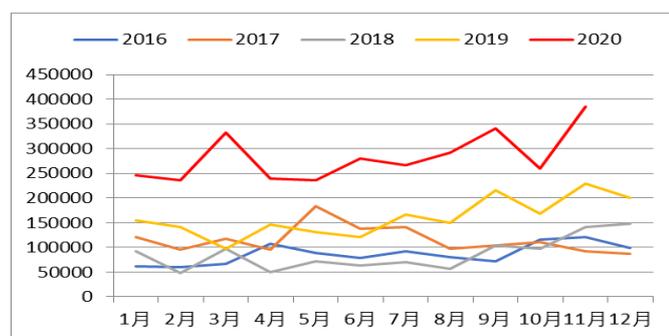
公司名称	投产时间	投产设备(单位:台*功率)	备注
青山集团	已投产	7*42000 RKEF	
印尼德龙一期	已投产	1*33000 RKEF	15#
印尼德龙二期	已投产	15/16*36000 RKEF	
印尼华迪	已投产	4*33000 RKEF	
Weda bay	已投产	12*43000 RKEF	友山镍业第三台已投产 第四台年底投产

数据来源：SMM、东吴期货整理

根据海关数据统计显示，2020 年 11 月中国镍铁进口量 38.53 万吨，环比增加 12.58 万吨，增幅 48.48%；同比增加 15.63 万吨，增幅 68.25%，其中 11 月中国自印尼进口镍铁量 31.28 万吨，环比增加 12.37 万吨，增幅 65.42%；同比增加 12.52 万吨，增幅 66.74%。2020 年 1-11 月中国镍铁进口总量 310.31 万吨，同比增加 81.00%。其中自印尼进口镍铁量 247.21 万吨，同比增加 100.90%。随着中资镍铁企业在印尼投放的进一步加速，短中期内有望持续放量。

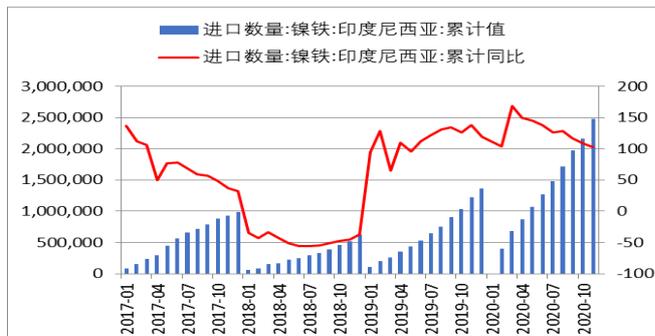
总的来看，对于 2021 年国内的镍铁供应情况，我们持有比较乐观的看法，尽管国内由于原料短缺产量会在 2020 年的基础上再降一个台阶，初步预估高镍铁产量会降至 39 万金属吨上下，但是印尼方面持续的新增项目投产会有效弥补国内的供应缺口。2020 年整体来看，印尼新增镍铁项目 35 台矿热炉，到 2021 年一季度年内投产的这些项目产量持续释放，预计年内产量可达到 63 万金属吨，较 2019 年同比增幅 65.78%。对于 2021 年印尼新增的项目，预计新投项目要高于 2020 年项目量。根据投产项目量计划，预计 2021 年印尼镍铁产量可达到 90 万金属吨。

图 12：国内镍铁进口量 吨



数据来源：SMM、东吴期货整理

图 13：印尼进口镍铁量 吨



数据来源：SMM、东吴期货整理

综上所述，目前印尼镍铁产量仍在加速释放中，2021 年供应压力犹在，国内进口镍铁超过 75%来自印尼，随着

印尼镍铁项目的陆续投产，进口量仍将持续位于高位，同时镍铁对精炼镍的替代速度加快，国内部分镍冶炼产业正在逐步转移至海外。

表 3：2021 年印尼镍铁拟投产项目（万吨）

公司名称	产能(万金属吨)	投产时间	投产设备(单位:台*功率)
Morowali--青山	9	2021 投产	8*42000kva RKEF
Weda bay—青山	4.5	2021 投产	12*42000kva RKEF
印尼华迪	5.4	2021 投产	6*36000kva RKEF
印尼德龙	19.6	2021 投产（每月约投产 2 条）	22*33000kva RKEF
待投总计	38.5		48

数据来源：SMM、东吴期货整理

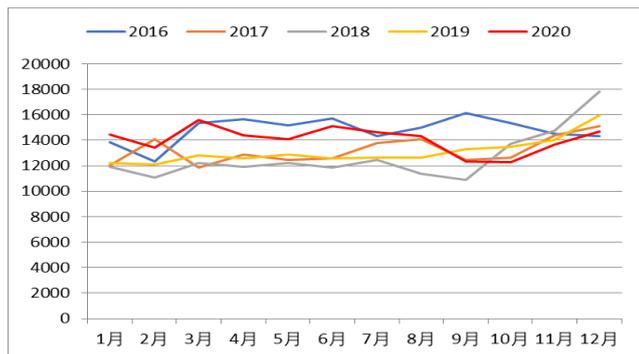
3、电解镍：国内电解镍生产稳定

从 2020 年全年来看，受下游需求较好影响，国内的电解镍生产企业产量稳定走高。据上海有色网（SMM）统计，2020 年 1-12 月份全国电解镍累计产量约为 16.9 万吨，同比增加 7.4%。其中，2020 年 12 月全国电解镍产量 1.47 万吨，环比增加 7.49%，同比降 7.9%，12 月全国总产量较 11 月产量增 1023 吨。其中，甘肃冶炼厂在 12 月正常生产，少量 11 月底产量归入 12 月统计，月产量环比增 8.8%后，圆满完成了 15 万吨总量的年度计划；新疆冶炼厂同样稳定生产，环比 11 月增 7.18%，年度总产量约 1.19 万吨；山东冶炼厂则在 12 月暂停了电解镍产线，与天津、吉林、广西冶炼厂一样，将原料投入到硫酸镍产线使用。预计 2021 年 1 月全国电解镍产量或为 1.3 万吨。依然仅有甘肃、新疆两家冶炼厂在产电解镍，但按照往年 1 季度产量来看，由于临近春节因素，冶炼厂通常会降低负荷进行排产。而其他冶炼厂停产则主要由于海外原料紧张、资金有限的原因，在春节结束前暂不考虑复产。因此全国电解镍产量降重新回落低位。

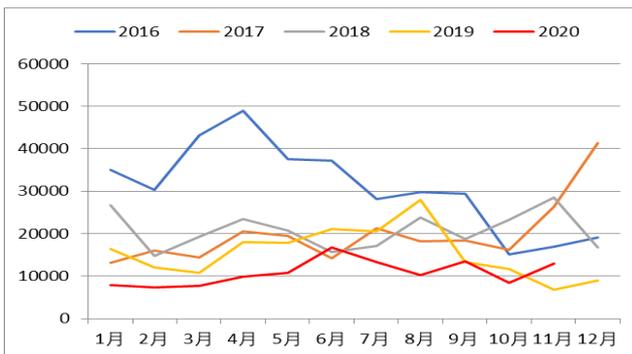
根据海关最新数据，2020 年 11 月，中国进口精炼镍（含镍、钴总量 $\geq 99.99\%$ ，钴 $\leq 0.005\%$ 的未锻轧非合金镍和其他未锻轧非合金镍）共 12873 吨，环比增长 53%，同比增长 80.38%；1-11 月累计进口精炼镍约 11.88 万吨，累计同比减少 33.23%。在进口精炼镍中，其中其他未锻轧合金镍占比 91.25%为 11747 吨，较 10 月增加 4095 吨；而含镍、钴总量 $\geq 99.99\%$ ，钴 $\leq 0.005\%$ 的未锻轧非合金镍约为 1126.9 吨，较上月增加 365 吨。从进口数据可以看到，11 月精炼镍及合金进口量之所以大增，主要由于澳大利亚镍豆进口量约为 3620 吨，环比增 53.66，而俄罗斯镍板进口 4233 吨，环比增 62%，除此之外，加拿大、日本、南非等国家的精炼镍进口量也有亮眼表现。由于海外二次疫情肆虐，短期内对精炼镍的消费越来越依赖中国市场。据悉 11 月初，各大海外镍企积极与国内纯镍用户及贸易洽谈季度长单，其中美金货的 premium 报价更是大幅下调至两位数。因此 11 月精炼镍进口量出现的大幅回升，据 SMM 调研了解，海外镍板镍豆的进口活跃度已延续至 12 月份，预计 12 月进口量依然将保持较高水平。

图 14：国内电解镍产量 吨

图 15：国内精炼镍进口量 吨



数据来源：SMM、东吴期货整理



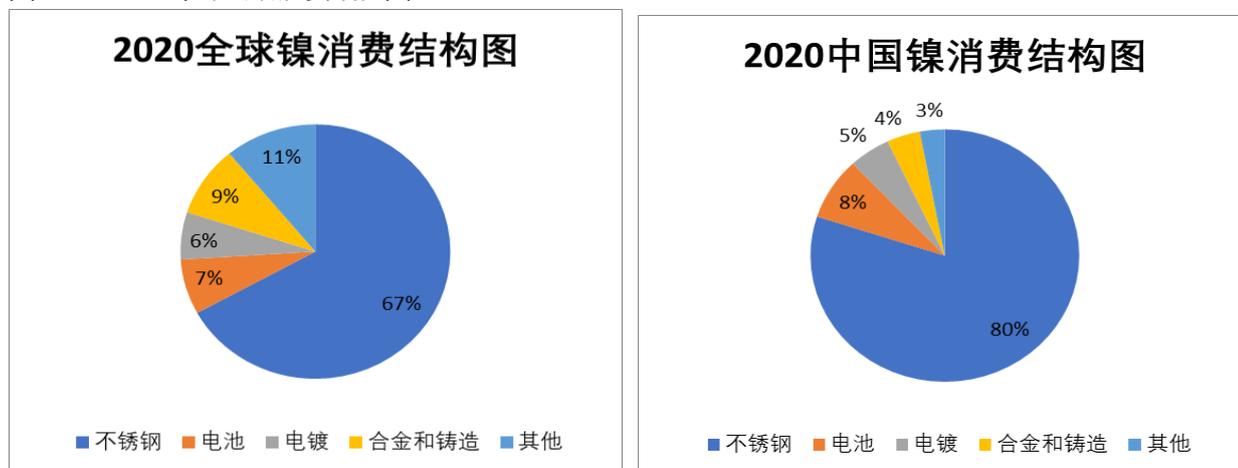
数据来源：SMM、东吴期货整理

下游行业中，特种钢行业的国产替代将继续，军工需求也将保持，电解镍产量或继续保持增长，2021 年产量预计达到 17 万吨以上，同比增加约 4%；受镍铁经济性较高影响，不锈钢对精炼镍的用量始终处于较低状态。此外，随着新能源车的高速增长，未来将提升镍豆的进口，预计 2021 年精炼镍进口量将达到约 15 万吨，同比增加 18%。

(二) 国内需求端情况

2020 年全球疫情的蔓延对镍消费造成实质性的打击。根据标普最新预估，2020 年全球镍需求量将同比减少 8.1%。根据国际镍业研究小组 (INSG) 数据显示，随着 2021 年全球疫情得到逐步控制，预计全球镍需求在 2021 年将增至 252 万吨，同比增长 8.62%，2020 年为 232 万吨。从全球镍消费结构看，海外镍消费 67% 左右用于不锈钢领域，而国内的占比更是高达 80% 以上，而备受关注的新能源汽车用镍在 2019 年占比仅 8% 左右，但增速具备想象空间。

图 16：2020 年镍终端消费结构图



数据来源：INSG、东吴期货

1、不锈钢：需求增速放缓，产量仍维持高位

(1) 国内产量仍维持高增长

全球不锈钢产量受疫情扰动，根据国际不锈钢论坛 (ISSF) 预计，受新冠肺炎疫情对全球经济产生的巨大影响，2020 年全球不锈钢消费量将达到 4124 万吨，比 2019 年减少 347 万吨，同比下降 7.8%。此外，ISSF 还预计，2021 年全球所有地区的不锈钢消费将因新冠肺炎疫情结束而 V 型恢复，消费量预计增长 328 万吨，增幅近 8%，达 4452 万吨。

表 4：2021 年国内不锈钢产能预计投产情况 (万吨)

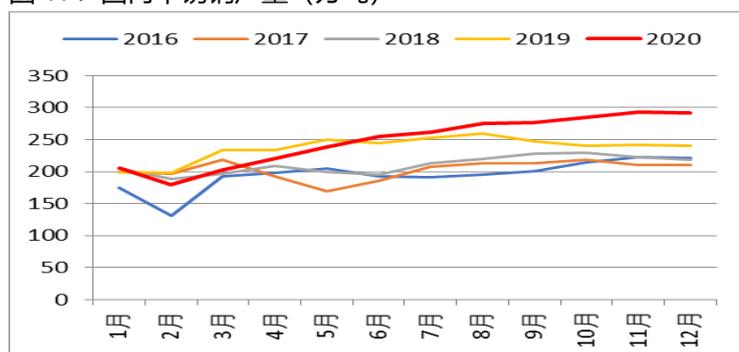
公司名称	产能(万吨/年)	预计投产时间	规划系别
内蒙古上泰实业	30	2021 年	300 系
江苏众拓	41	2021 年底	300 系
山东盛阳金汇与隆盛钢铁	50	2021 年	300 系
明拓集团	80	2021 年底或 2022 年	400 系
江苏德龙二期	130	2021 年 8 月	300 系
总计	336		

数据来源: SMM、东吴期货整理

国内方面来看, 根据特钢协会不锈钢分会统计, 2019 年我国不锈钢粗钢产能为 3800 万吨, 考虑到 2020 年的投产, 目前不锈钢产能约为 3900 万吨, 预计 2021 年新增产能约 290 万吨左右, 总产能达到 4200 万吨。

2020 年主要受疫情影响导致消费端出现滞后的情况, 但从 3 季度开始, 不锈钢需求开始出现好转, 产量也持续上升, 2020 年 1-12 月全国不锈钢累计产量约 2987.6 万吨, 累计同比增加 5.09%。分系别来看, 300 系与 400 系累计总量较去年累计增幅约 8.6%, 300 系累计增幅约 8.59%至 1481.09 万吨, 400 系累计同比增 8.62%至 543.79 万吨。而 200 系累计总产量约 962.71 万吨, 累计同比下降 1.59%。预计 2021 年经济复苏仍会成为主基调, 不锈钢需求增速仍将维持高位, 预计 2021 年产量有望达到 3300 万吨以上, 增加约 10%以上。

图 17: 国内不锈钢产量 (万吨)

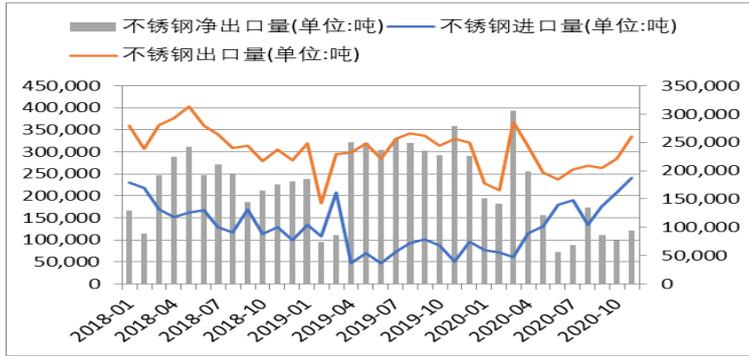


数据来源: Wind 资讯、东吴期货整理

(2) 净出口: 受疫情影响出口量同比下滑

受到 2020 年新冠疫情影响, 2020 年不锈钢出口出现明显下滑, 而印尼不锈钢产能的扩张, 导致不锈钢回流增加。2020 年 1-11 月不锈钢出口量为 303.7 万吨, 同比下降 8.97%, 进口量 158.77 万吨, 同比增加 55.08%, 不锈钢净出口量 144.93 万吨, 同比下降 37.72%。2021 年全球经济复苏, 不锈钢出口量将会增加, 而印尼不锈钢 2021 年新增产能约 50 万吨, 回流增量也会因为海外需求的复苏, 冲击相对有限, 据 SMM 统计, 预计 2021 年不锈钢净出口量将会恢复到 180 万吨, 同比增加约 20%。

图 18: 国内不锈钢进出口情况 (吨)



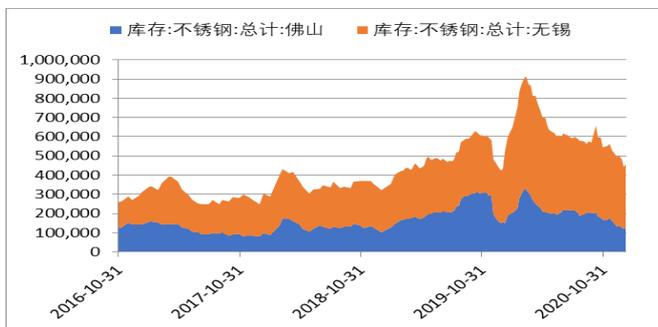
数据来源：SMM、东吴期货整理

(3) 不锈钢库存：受疫情影响库存先增后减

从不锈钢库存的情况来看，年初受国内疫情影响累积的大量库存从二季度开始得到了较快的消耗，而后无锡、佛山两地社会库存在 50-60 万吨之间震荡，进入四季度之后，由于消费逐步进入淡季，同时在不锈企业持续的高排产下，市场一直存在累库预期，而据目前市场上的表现来看，下游拿货的积极性以及价格变动、企业生产动态也呈现出了淡季的表现，但随着前期受钢厂利润大幅下滑影响，部分钢厂实行了减产计划，不锈钢库存并未进一步累库。截止 12 月 31 日，无锡、佛山两地库存总量为 44.28 万吨，较 2019 年同比 42.32 万吨增加约 4.63%。

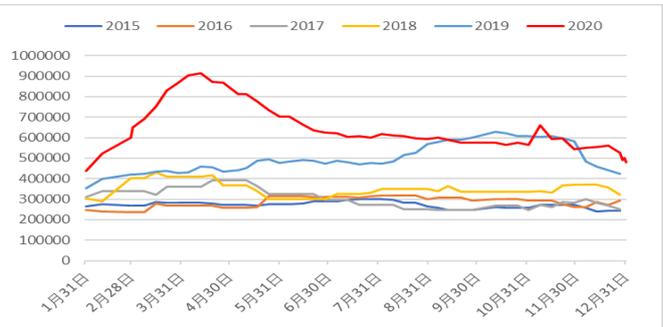
全年来看，国内不锈钢表观消费量 2580 万吨，同比 2019 年增幅 7.26%；2021 年预计国内不锈钢表观消费量有望达到 2740 万吨，同比增幅 6%。

图 19：无锡佛山市场不锈钢库存（吨）



数据来源：Wind 资讯、东吴期货整理

图 20：不锈钢市场库存季节性变化（吨）



(4) 终端消费：房地产投资增速保持稳定

不锈钢的分类别下游中，与房地产行业有较强的相关性，主要体现的家装方面。为什么这么说呢？因为地产小区与商用广场许多都有不锈钢建筑装饰材料的应用，小高层和高层住宅，以及大型商业大楼基本上都需要以不锈钢材料为主的电梯配套，以不锈钢薄料为主的太阳能热水器和水箱作为绿色环保设置已经越来越广泛的应用于房地产行业。

据国家统计局最新数据显示，2020 年 1—12 月份，房地产开发企业房屋施工面积 926759 万平方米，比上年增长 3.7%，增速比 1—11 月份提高 0.5 个百分点，比上年回落 5.0 个百分点。其中，住宅施工面积 655558 万平方米，增长 4.4%。房屋新开工面积 224433 万平方米，下降 1.2%，降幅比 1—11 月份收窄 0.8 个百分点，上年为增长 8.5%。其中，住宅新开工面积 164329 万平方米，下降 1.9%。房屋竣工面积 91218 万平方米，下降 4.9%，降幅比 1—11 月份收窄 2.4 个百分点，上年为增长 2.6%。其中，住宅竣工面积 65910 万平方米，下降 3.1%。其中，住宅竣工面积 42655 万平方米，下降 5.8%。在销售回暖的带动下，房地产新开工增速有所加快，房屋竣工面积仍有所回落。而房地产从开工到竣工一般需要 2-3 年的时间，两者相关性较强，从目前的开工数据上看，2021 年仍是

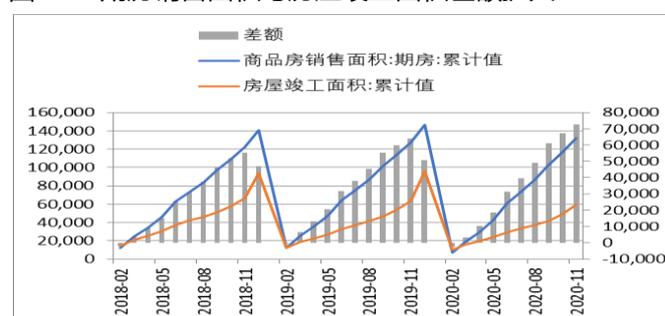
房地产竣工的上行周期，作为房地产后周期的家电、餐饮器具以及建筑装饰等不锈钢应用领域，将明显受益。

图 21：国内房屋施工和新开工面积增速



数据来源：国家统计局、Wind 资讯、东吴期货整理

图 22：期房销售面积与房屋竣工面积差额扩大



数据来源：国家统计局、Wind 资讯、东吴期货整理

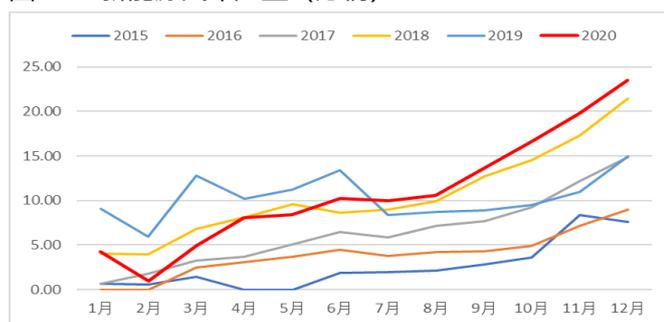
2、硫酸镍：新能源需求刺激下产量逐步抬升

从目前来看，虽然不锈钢产业依旧是镍消费的主力，但近年来新能源汽车的爆发式增长为镍带来了新的需求，它将很快成为镍产业中不容忽视的细分市场，而镍作为新能源汽车电池中的核心材料，是解决当前新能源汽车成本较高和里程较短问题的关键所在，未来将成为新能源汽车发展中最受益的品种。

(1) 新能源汽车强势复苏，未来仍将保持高增长

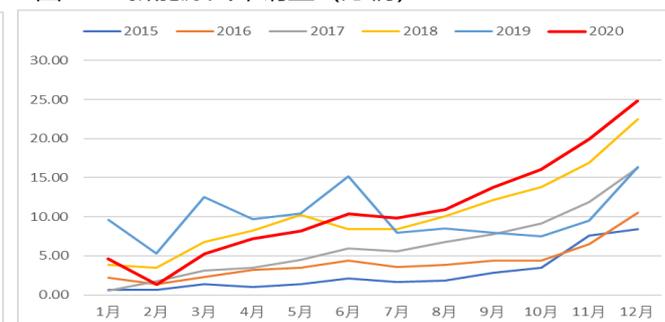
受疫情影响，2020 年上半年国内新能源汽车市场均遭受重创，产销量纷纷出现大幅下滑，其中 2 月同比降幅最大，随后国家出台了相关刺激政策，新能源汽车产业开始企稳回升，据中汽协最新数据统计，2020 年 1-12 月，新能源汽车产销量分别为 136.6 万辆和 136.7 万辆，产量同比增长 7.5%，增速比 1-11 月扩大了近 9 个百分点；销量同比增长 10.9%，增速较 1-11 月扩大了近 8 个百分点。目前来看，新能源汽车产销量数据已经较 2019 年出现正增长，其中 12 月产销量出现大幅提升，创下历史新高，一方面是为完成全年指标开始抢装，另一方面，终端消费市场需求仍在持续提高，新能源汽车未来影响力也将逐步扩大。

图 20：新能源汽车产量（万辆）



数据来源：中汽协、东吴期货整理

图 21：新能源汽车销量（万辆）



数据来源：中汽协、东吴期货整理

2021 年新能源补贴小幅退坡，经历 2019 年 7 月补贴大幅退坡后，新能源车企已逐渐适应补贴退坡对销量影响，也从各方面控制成本保证市场销量。加上国内地方补贴政策增强、新能源下乡活动继续发展、外资车企大众、宝马、特斯拉新车上市、国内造车新势力与比亚迪、北汽、上汽等头部车企的销量提高，新能源汽车市场普及度提高，车型各方面性能提升、充电桩等设备推广等，预计 2021 年新能源汽车销量可达 190 万辆，同比增长 40%以上。

此外，从长远角度看，根据国务院《新能源汽车产业发展规划（2021-2025）》，到 2025 年新能源汽车将占比达 20%，据此推算，新能源汽车年化增速约 36%。目前世界各国相继推出“禁燃”时间表，车企也加大了新能源汽车的投入，随着充电基础设施的逐步完善，新能源汽车将在汽车市场上逐步占据主导，市场潜力巨大。

(2) 国内铁锂电池装机量大增，海外需求仍以三元电池为主

2020 年上半年动力电池装机下跌较为明显，主要受新能源汽车产量下降影响，下半年随着新能源汽车产量的增加，电池装机量也逐步回升，据统计，2020 年 1-11 月，我国动力电池装车量累计 50.7GWh，同比累计下降 3.8%。其中三元电池装车量累计 32.9GWh，占总装车量 65%，同比累计下降 13%。总体看，虽然新能源车销量转正，但五菱宏光 MINI 等小车型比例提升明显，导致磷酸铁锂电池装机量大幅增长，而动力电池装机量恢复较慢。预计到了 2021 年三元电池装机将会进一步下降，而海外新能源车主要是三元电池，预计 2021 年海外新能源市场对镍需求拉动强劲。

从长期角度看，高镍化可以进一步加强新能源车的续航能力，而随着技术进步，未来成本方面也会有所下滑，高镍化电池有望再次成为新能源电池的行业领导者。此外，特斯拉在“电池日”再次肯定了电池高镍化的路线，并积极布局上游镍矿的资源，所以我们预计未来电池对镍的需求依旧非常可观。

(3) 硫酸镍：需求刺激下，产量逐步抬升

硫酸镍是新能源三元电池镍元素的主要来源，硫酸镍主要通过镍中间品、镍豆或废料来生产。据 SMM 统计，2020 年 1-12 月我国硫酸镍产量约 57.5 万吨，同比约增加 5%。据最新数据显示，2020 年 12 月全国硫酸镍产量 1.71 万吨金属量，实物量为 7.78 万实物吨，环比增 6.07%，同比增 63.97%。其中，电池级硫酸镍产量为 6.94 万实物吨，电镀级硫酸镍产量为 0.84 万实物吨。市场对 2021 年终端消费十分看好，原料端偏紧再加上本月处于下游厂家年前囤货节点，硫酸镍市场需求表现较好，硫酸镍价格稳于高位且呈上涨趋势，大多硫酸镍厂均为满产状态。另外，2020 年 1-11 月我国镍湿法中间品进口 31.67 万吨，同比较 2019 年增加 4.24%。

此外，力勤矿业的湿法中间品项目预计 2021 年年中投产，其他项目 2021 年投产概率较小，湿法项目投产后，由于技术尚不成熟，产量提升也不会很快，而全球三元电池对镍的需求增量在 5-7 万吨，废料由于铜尾矿限制，增量较低，2021 年占比或有所下降，预计 2021 年市三元电池对镍豆的需求增量在 2-3 万吨。

对于 2021 年硫酸镍的消费，我们认为在国内外政策均大力刺激新能源汽车消费的背景下，新能源汽车产业电池用镍前景乐观。从长期看，电池用镍在未来将成为影响镍价的重中之重。

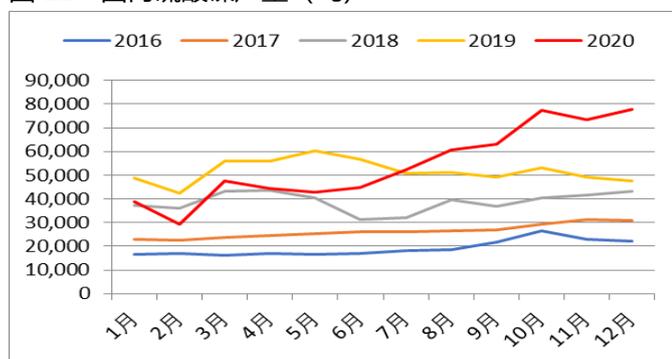
表 5：2020-2021 中国硫酸镍扩建产能列表(单位:实物万吨)

企业名称	原有产能	扩建产能	投产时间
金柯有色	2.5	2.5	2020 年 4 月
金川公司-结晶硫酸镍分厂	8	2	待定
金川公司-液体硫酸镍分厂		5	待定
肇庆市金晟金属实业有限公司	1.8	1.8	2021 年
眉山顺应动力电池材料有限公司	0.5	1	2021/6/1
湖南金源新材料股份有限公司	0.6	0.6	2021/6/1
湖南邦普循环科技有限公司	3.8	4.7	2021 年
湖南中伟新材料有限公司	6	4	2021 年
浙江华友钴业股份有限公司	4	3	2021 年
浙江三晟化工有限公司	0.1	4.5	2021 年
江西睿锋环保有限公司	1.8	1.8	2021 年
江西省广德环保科技股份有限公司	1.5	1	2021 年
广西银亿新材料有限公司	7.2	3.3	2021/6/1
广东飞南资源利用股份有限公司	0	1.5	2021 年

广东佳纳能源科技有限公司	1.5	2.7	2021 年
宜宾光原锂电材料有限公司	0	2.3	2021 年
宁波长江能源科技有限公司	4.5	0.5	2021 年
宁波容百锂电	0	2.3	2021/6/1
吉林吉恩	4.8	10	2021 年-2022 年
印尼青山	0	15	2021 年-2022 年
余姚市环科再生资源有限公司	0.4	0.4	2021 年
Terrafame	0	17	2021 年
BHPB	0	10	2021/6/1
金柯有色	2.5	2.5	2020/4/1
金川公司-结晶硫酸镍分厂	8	2	待定
金川公司-液体硫酸镍分厂		5	待定
吉林吉恩	4.8	10	2021 年-2022 年
印尼青山	0	15	2021 年-2022 年
华友钴业	2.9	13.6	2021 年-2022 年
Terrafame	0	17	2021 年
BHPB	0	10	2021/6/1

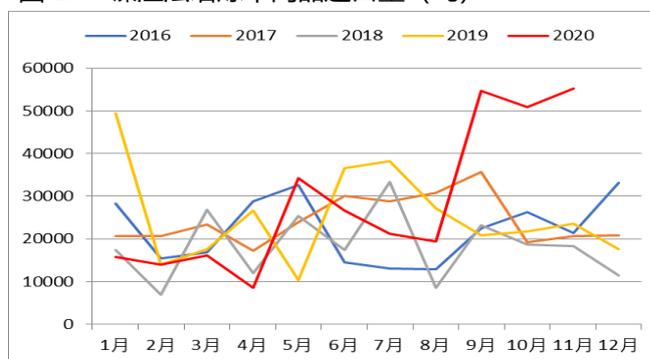
数据来源: SMM、东吴期货整理

图 22: 国内硫酸镍产量 (吨)



数据来源: SMM、东吴期货整理

图 23: 镍湿法冶炼中间品进口量 (吨)



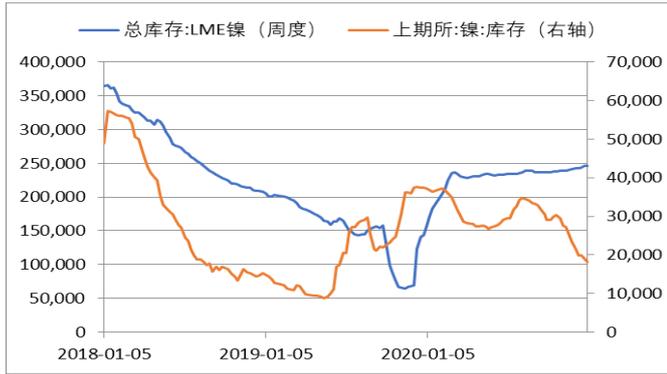
数据来源: SMM、东吴期货整理

(三) 库存情况: 国内显性库存处于历史低位

从显性库存来看, 2020 年 10 月以来 LME 镍库存略有上升, 但上期所镍库存持续下降。截至 2020 年 12 月 31 日, LME 及上期所镍库存合计约 26.5 万吨左右, 国内上期所库存不足 1.9 万吨, 去库较为明显, 库存水平处于历史低位, 可以看到, 除了消费较强等因素外, 本身四季度精炼镍供应也有所下滑, 且由于北方天气等原因出库方面, 仓单库存入不敷出, 上期所库存已至年底低位。国外库存则由于疫情导致需求下滑, 整体库存维持高位。

图 24: 上期所库存持续回落、LME 库存回升

图 25: LME 镍板及镍豆库存情况 (吨)



数据来源: Wind 资讯、东吴期货整理



数据来源: SMM、东吴期货

四、2021 年全年投资建议及风险点提示

(一) 宏观面分析: 国内经济改善, 但海外疫情加剧或带来二次探底风险

宏观方面, 在“新冠”疫情影响下, 2020 年全球经济出现了衰退, 并在一季度诱发了流动性危机。国内方面, 中国的货币政策亦处于较宽松状态, 截止 10 月信贷累计增速为 18.6% (2019 年为 4%), 新增社融累计同比增速达 44.5% (2019 年为 13.7%)。但是在整体偏宽松的基调下, 国内货币政策在上下半年出现了明显的节奏差异。PMI 数据方面, 我国经济恢复向好势头继续巩固, 中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 51.9%、55.7%和 55.1%, 虽低于上月 0.2、0.7 和 0.6 个百分点, 但均继续位于年内较高运行水平, 连续 10 个月保持在荣枯线以上。进入四季度, 制造业复苏步伐有所加快, 12 月份制造业 PMI 为 51.9%, 虽略有回落, 但仅比上月的年内高点低 0.2 个百分点, 制造业总体保持稳步恢复的良好势头, 景气度处于年内较高水平。另外, 近期中央经济工作会议总结了 2020 年经济工作, 并部署 2021 年的经济工作。此次中央经济工作会议释放 9 大政策信号: 宏观政策要保持连续性, 不急转弯; 稳健的货币政策要灵活精准、合理适度; 房住不炒; 强化反垄断; 稳定宏观杠杆, 打击各种逃废债行为等等。对于接下来大宗商品市场走势来说, 最重要的是货币政策、财政政策及房地产政策指引。综合来看, 中央经济工作会议为 2021 年带来积极的经济预期。

海外方面, 受疫情影响 2020 年一季度过后各国央行纷纷推出宽松政策刺激经济, 美联储连续降息, 美国基准利率重回 0-0.25% 区间。至 3 月 23 日美联储又给出了“无限量 QE 承诺”, 并在财政纾困刺激落地后的 4 月 9 日给出了 2.3 万亿美元的一揽子宽货币政策。而近期美国财政刺激法案持续取得进展。媒体报道称, 两党已基本同意总规模约 9000 亿美元的刺激方案。另外, 美联储议息会议维持宽松表态, 美国经济数据有所转弱, 领取失业金人数持续上升, 且零售数据正在转差。欧元区经济数据向好, 同时使得美元承压, 英国无协议脱欧风险正在上升。预计通胀预期与弱美元周期仍尚有一定空间, 将对有色金属形成一定趋势性的支撑。此外, 海外的新冠疫情并没有得到有效控制, 每日新增确诊病例平均仍超过几十万人, 这将对经济复苏带来非常大的挑战。

(二) 行情展望: 供应趋紧叠加需求转好, 镍价重心更上层楼

综上所述, 展望 2021 年, 我们对 2021 年全年的镍价走势持震荡偏多的观点, 但短期来看, 价格高位需要充分调整后才有上涨驱动。基本上看, 供应端方面, 随着 2020 年印尼禁止红土镍矿的出口, 将导致中国镍生铁原料短缺, 面临大幅减产, 但印尼镍生铁项目建设进度加快, 能够弥补中国的减量, 全球镍生铁产量仍将维持增长。需求端方面, 随着印尼和中国不锈钢诸多新产能投放, 产量增速维持在较高水平; 而随着 2021 年高镍电池发展加快, 以及新能源行业对镍需求的持续增加, 长期仍会对镍价形成一定支撑。所以我们预计, 2021 年疫情受控下海内外需求有望迎来全面复苏, 镍价或将呈现宽幅震荡, 重心逐步上移的走势。

风险点:

国内外疫情控制及疫苗疫苗普及进度；印尼菲律宾对矿区政策变化；不锈钢投产情况以及中国新能源汽车产销不及预期。

(三) 交易策略建议

策略建议	时间段	交易计划	资金管理
波段操作为主	2021 全年	镍主力合约价格关注区间为：100000-150000 元/吨。预计上半年整体偏强运行，以逢低做多思路为主，下半年随着供应端恢复及宏观政策的变化，以波段操作思路为主。	10%

免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险，投资需谨慎！