



中国五矿

五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

# 供应全面**过剩**，关注矿山成本线支撑

## —— **镍**半年报2023/06/09

有色金属组 吴坤金

■ 从业资格号：F3036210

■ 交易咨询号：Z0015924

联系人 钟靖

■ zhongj@wkqh. cn

■ 0755-23375125

■ 从业资格号：F3035267



# CONTENTS



五矿期货

- 1 半年度评估
- 2 2022和2023H1镍基本面回顾
- 3 2023H2镍基本面展望
- 4 策略推荐



# 半年度评估

## 半年度要点小结

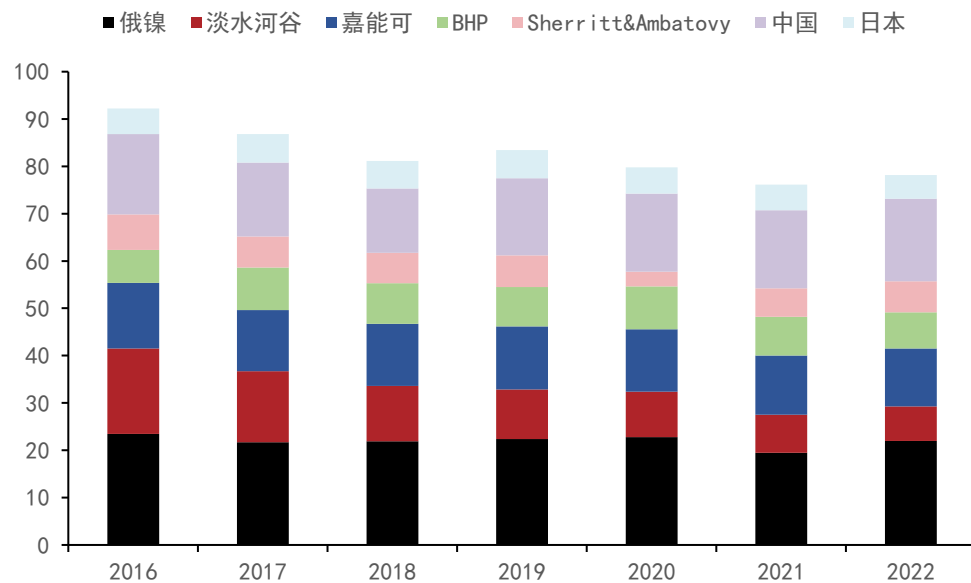


五矿期货

- ◆ 供应：2023年原生镍供给速下降至8.7%，其中NPI贡献增量14万金属吨，精炼镍增产贡献5.6万金属吨，MHP释放增量7万金属吨。
- ◆ 需求：2023年原生镍需求增长5.6%，其中新能源硫酸镍需求拉动9.5万金属吨，不锈钢消费拉动6万金属吨。
- ◆ 平衡表&库存：镍元素供需平衡大概率从2022年的过剩20万吨扩大至2023年过剩30万金属吨，精炼镍库存累库压力加大。
- ◆ 趋势：下半年印尼中资企业高冰镍和中国、印尼精炼镍新增产能投产和开工率提升，尤其是印尼青山电解镍和华友、中伟电积镍新增产能产量释放，精炼镍结构性短缺程度或逆转，库存见底回升概率较大，参考历史纯镍对镍铁溢价走势和高成本矿山成本线，沪镍价格在130000~140000元/吨一线获得较强支撑。
- ◆ 国内价差：23H2精炼镍供需基本面偏弱现实和国内库存累库预期逐步兑现后，期限Back结构缩小趋势不变，关注反套机会。
- ◆ 套利：国内硫酸镍和不锈钢生产对精炼镍需求维持低位，23H2精炼镍进口量同比维持下降趋势，进口盈利比例和沪伦比值维持窄幅波动状态。

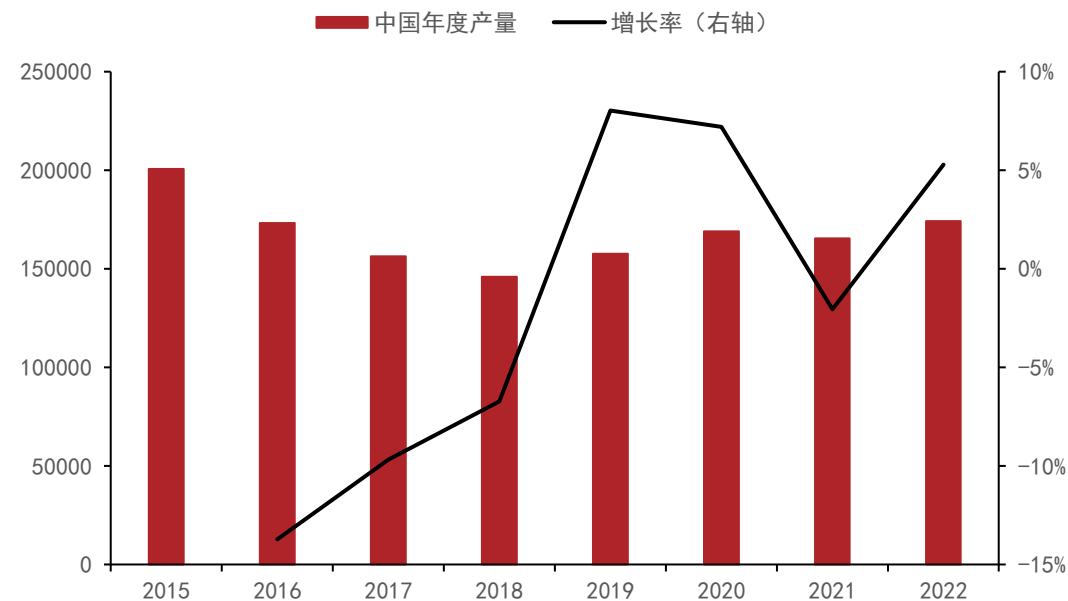
# 2022和2023H1 镍基本面回顾

图1：全球精炼镍产量趋势（万吨）



资料来源：WIND、财报、五矿期货研究中心

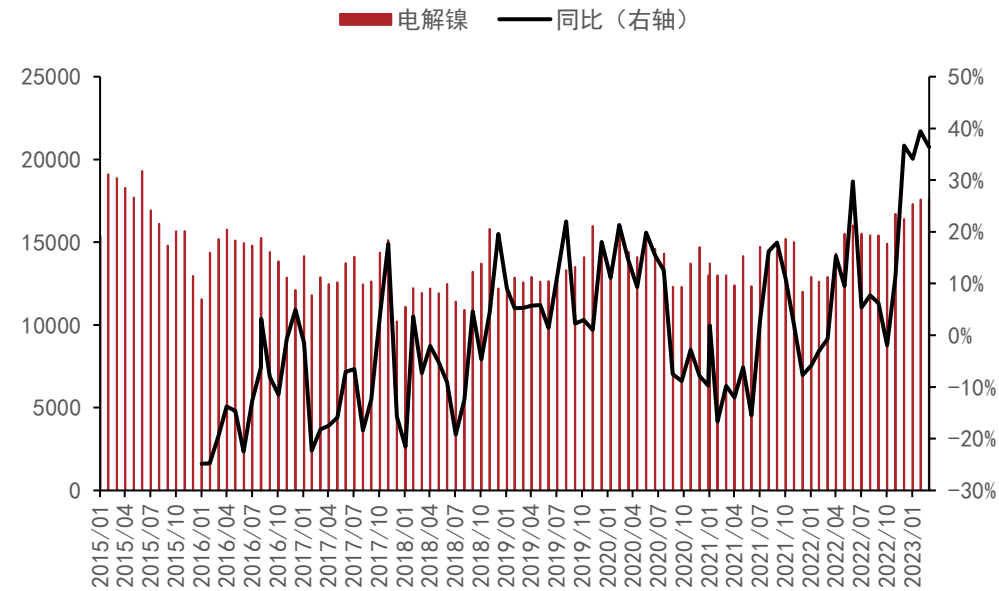
图2：中国精炼镍产量趋势（吨）



资料来源：WIND、SMM、五矿期货研究中心

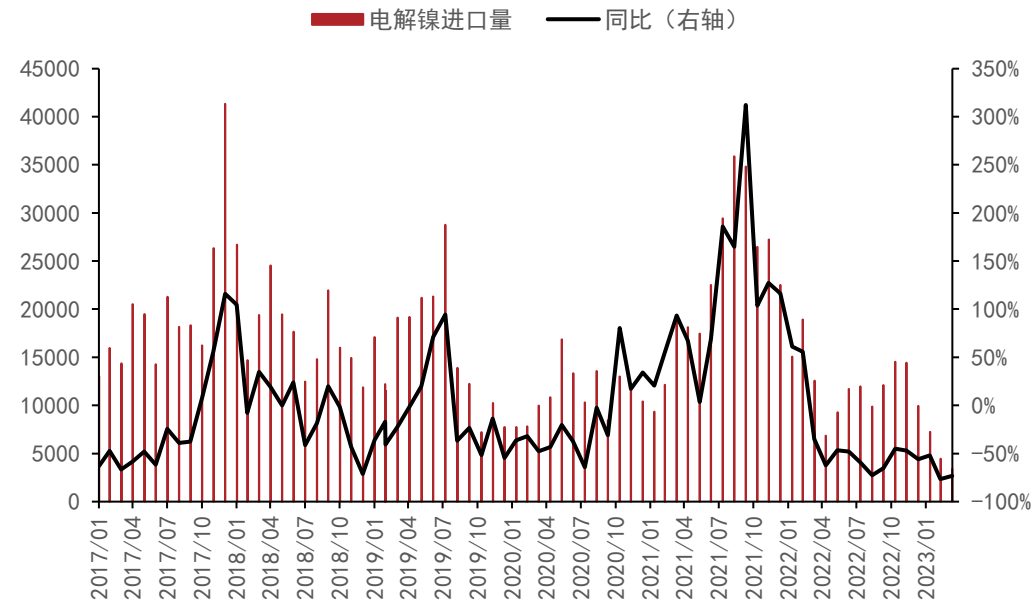
回顾2022年，疫情影响消退叠加高镍价刺激精炼镍矿山投产复产，全球精炼镍供给边际企稳回升，合计增产超过4.7万金属吨，其中中国精炼镍产量增加0.8万吨，海外精炼镍复产3.9万吨。根据上海有色网统计，2022年中国精炼镍累计产量17.4万吨，同比增长5%。海外精炼镍矿山方面，俄镍、嘉能可和淡水河谷Vale矿山复产增产量最大，合计增产超过4.3万金属吨。

图3：中国电解镍月度产量（吨）



资料来源：WIND、SMM、五矿期货研究中心

图4：中国电解镍月度进口量（吨）

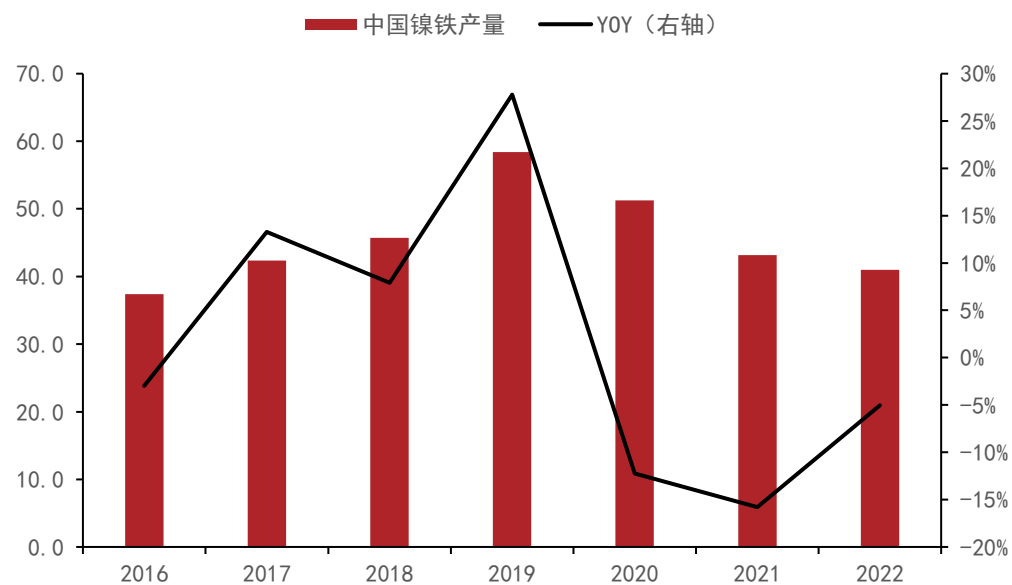


资料来源：WIND、海关、五矿期货研究中心

2023年以来，根据上海有色网统计，1~5月我国精炼镍累计产量同比增长34%至8.7万吨，产量大幅增长主要是受到国内红土镍矿高冰镍冶炼电解镍新增产能投产驱动，我们预计今年中国精炼镍产量增长趋势不变。进出口方面，根据海关总署统计，1~4月我国精炼镍累计净进口量2.5万吨，同比下降64%，进口下降原因主要是弱需求格局下国内电解镍产量增长挤压海外精炼镍进口消费。

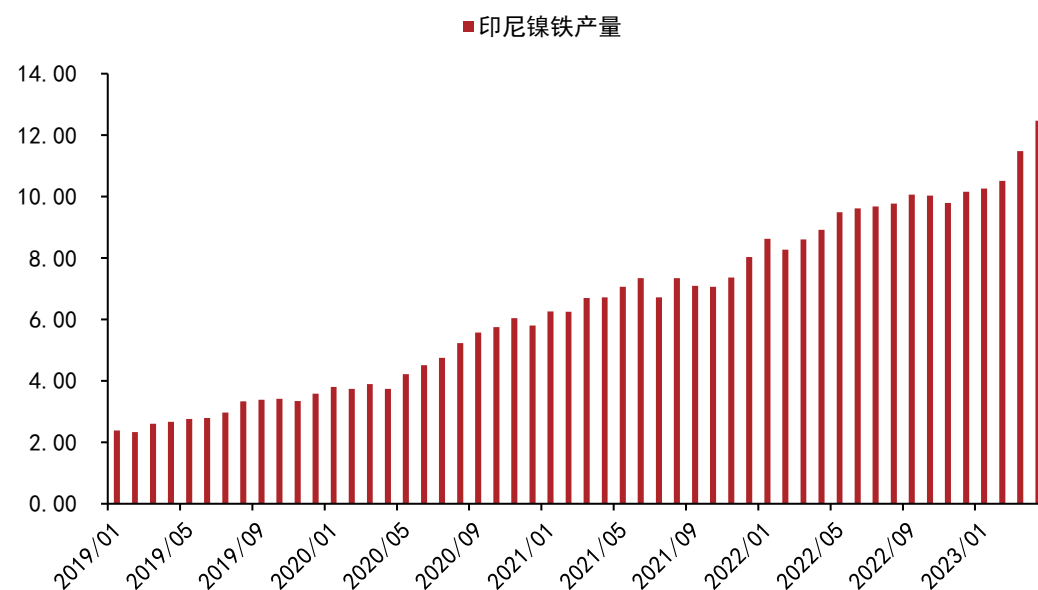


图5：中国镍铁产量趋势（万吨）



资料来源：WIND、SMM、五矿期货研究中心

图6：印尼镍铁月度产量（万吨）

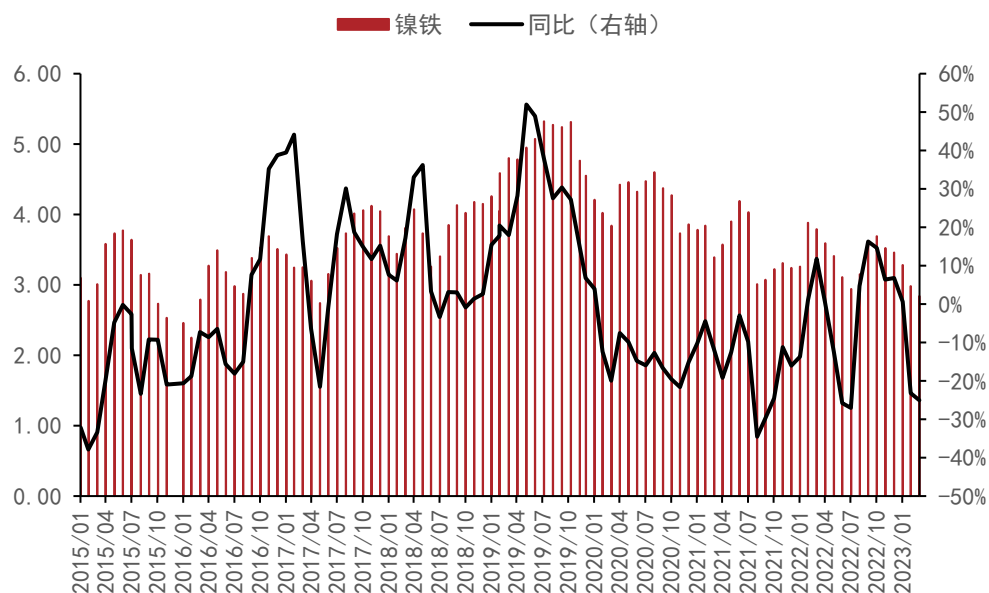


资料来源：WIND、MYSTEEL、五矿期货研究中心

回顾2022年，全球镍铁供给增加量为25万金属吨，其中印尼继续成为镍铁主要增长贡献国，根据上海钢联统计，2022年印尼镍铁累计产量113万吨，同比增长34%或26万吨。国内镍铁产量延续下降趋势，根据上海有色网统计，2022年中国镍铁累计产量41万吨，同比下降5%或2万吨。2022年印尼镍湿法中间品和高冰镍产线投产进度开始加速，预计2022年全年中间品合计供给增加量为16万金属吨。

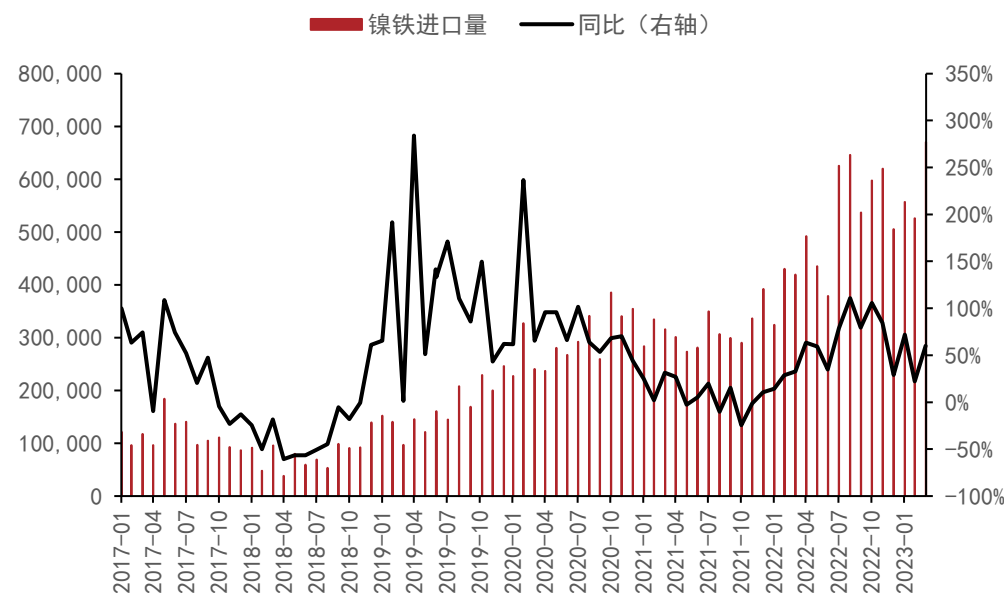


图7：中国镍铁月度产量（万吨）



资料来源：WIND、SMM、五矿期货研究中心

图8：中国镍铁月度进口量（实物吨）



资料来源：WIND、海关、五矿期货研究中心

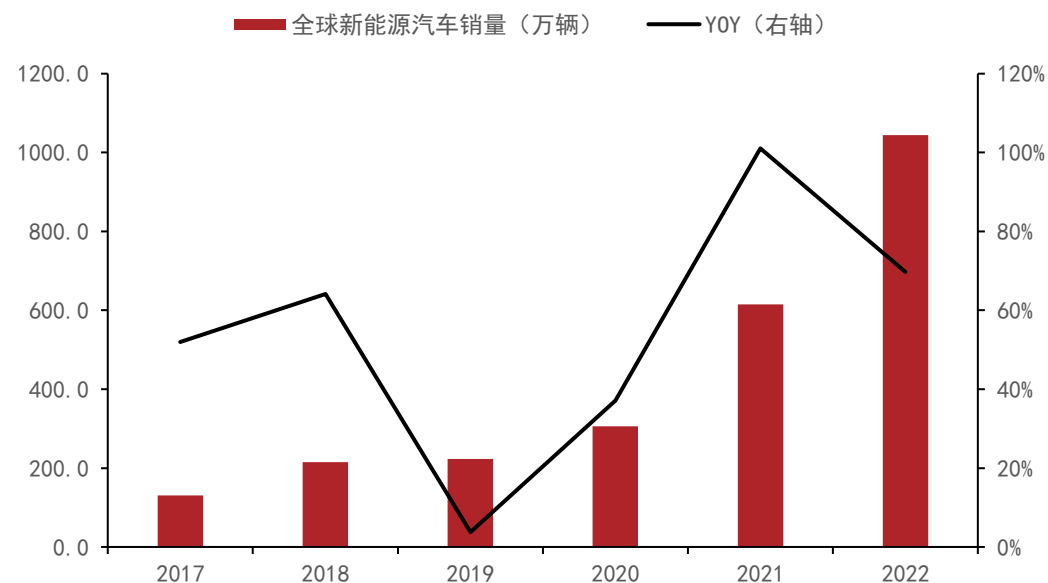
2023年以来，根据上海有色网统计，1~5月我国镍铁累计产量15.6万吨，同比减12%，主要是受到国内经济下行和高成本镍铁厂减产影响。进出口方面，根据海关总署统计，1~4月我国镍铁累计净进口量226万实物吨，同比增长44.9%，进口增长原因主要是低成本印尼镍铁产能持续投产和国内镍铁减产双重因素驱动。根据上海钢联统计，1~4月印尼镍铁累计产量44.7万吨，同比增30%。

图9：中国硫酸镍月度产量（吨）



资料来源：WIND、SMM、五矿期货研究中心

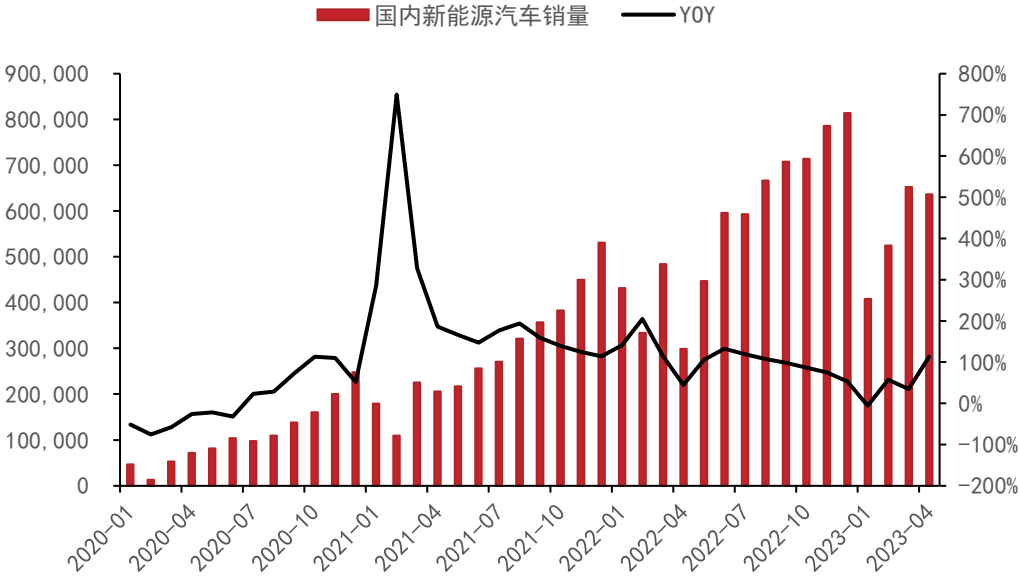
图10：全球新能源乘用车销量（万辆）



资料来源：WIND、中汽协、五矿期货研究中心

回顾2022年，在全球主要经济体碳中和政策的加持下，新能源汽车产销持续超预期，全球电动乘用车销量同比增长71.2%至1044万辆，而中国新能源汽车产销增速超平均增速，同比增长96%至687万辆。在电动车终端产销持续超预期背景下，中游硫酸镍产量同环比高增长驱动原生镍结构性需求旺盛。根据上海有色网统计，2022年中国硫酸镍产量同比增长30%，带动原生镍需求增量9.5万金属吨。

图11：中国新能源汽车月度销量（辆）



资料来源：WIND、中汽协、五矿期货研究中心

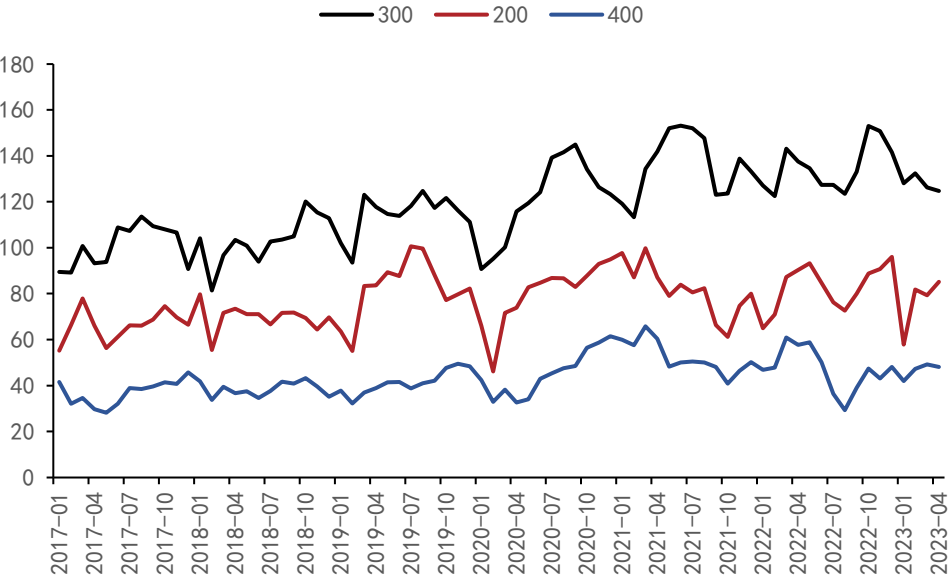
图12：中国硫酸镍月度产量（吨）



资料来源：WIND、SMM、五矿期货研究中心

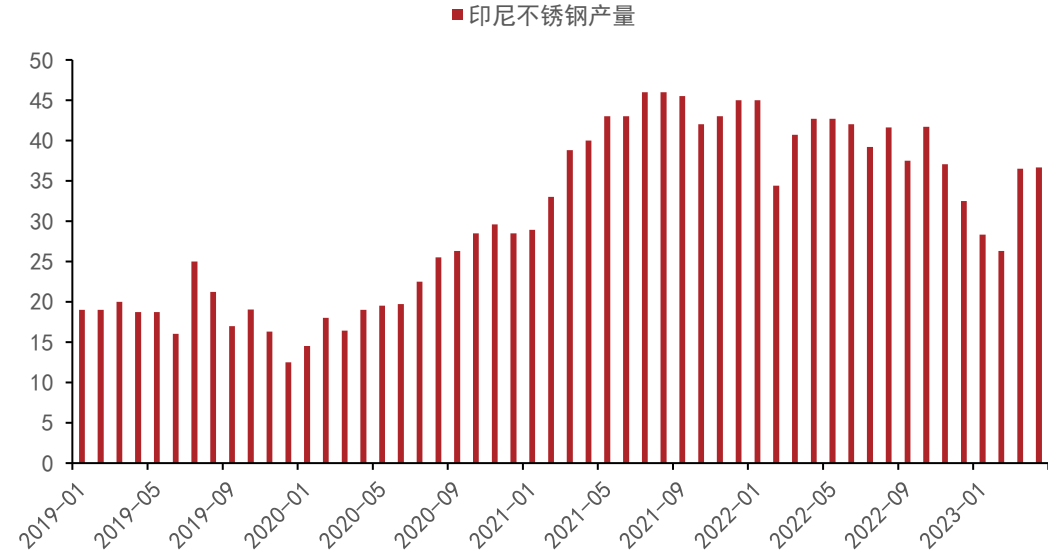
受到国内经济弱复苏和终端厂商价格战影响，2023年新能源汽车行业景气度边际回落，终端产销和中游原料需求同比增速降至中高水平。根据中汽协和上海有色网统计，1~4月中国新能源汽车累计销量和硫酸镍累计产量分别为222万辆和13万吨，同比增速回落至43%和33.5%。

图13：中国不锈钢月度产量（万吨）



资料来源：WIND、MYSTEEL、五矿期货研究中心

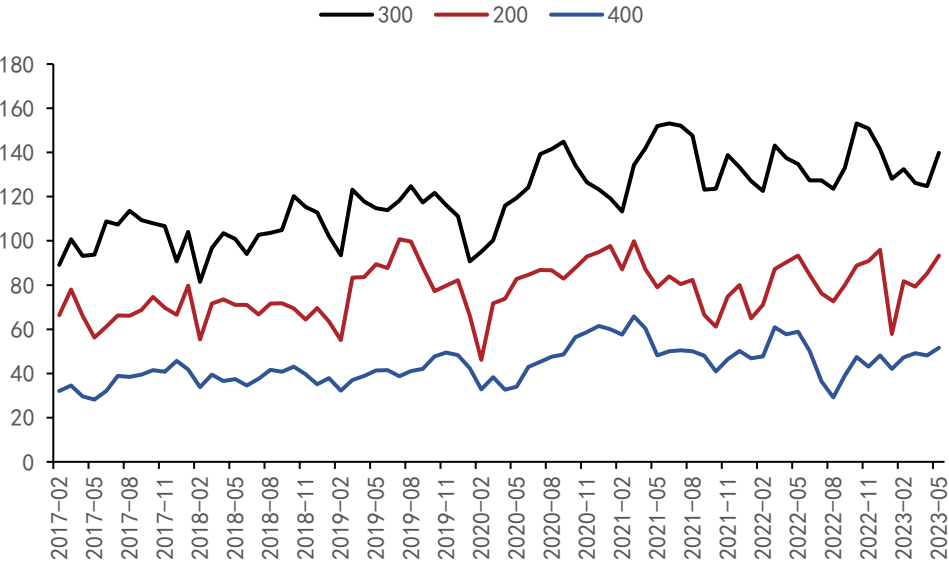
图14：印尼不锈钢月度产量（万吨）



资料来源：WIND、MYSTEEL、五矿期货研究中心

回顾2022年，高通胀、国际冲突事件和全球央行货币流动性紧缩，全球商品消费低迷压制不锈钢产量增长。根据ISSF和上海钢联统计，全球不锈钢产量同比下降303万吨至5525万吨，其中中国和印尼不锈钢累计产量降至3180万吨和477万吨，同比分别下降1.73%和3.4%。因此2022年全球不锈钢产量对原生镍需求增量为零。

图15：中国不锈钢月度产量（万吨）



资料来源：WIND、MYSTEEL、五矿期货研究中心

图16：印尼不锈钢月度产量（万吨）



资料来源：WIND、MYSTEEL、五矿期货研究中心

2023年以来，高通胀、全球央行货币流动性维持紧缩以及国内疫情后经济弱复苏，不锈钢产量延续减产状态。根据上海钢联统计，1~5月中国和印尼不锈钢累计产量分别为1286万吨和163万吨，同比分别下降4.2%和20.4%。

# 2023H2镍基本面展望

# 供给-精炼镍



五矿期货

表1：2023年原生镍供应端增减统计

('000t finished nickel basis)	Name/Location	Company	2020	2021	2022	2023
Sulphide	Savannah	Panoramic				
Sulphide	Mirabela	Mirabela Nickel				
Sulphide	McCreedy West	KGHM				
Sulphide	Lanfranchi	Panoramic				
Sulphide	Lockerby	first nickel				
Sulphide	Ambatovy	SMM	-34	30	5	
Sulphide	Nikkelverk	Glencore	-1			
<b>Total mines</b>			-35	30	5	
<b>Finished nickel producers</b>						
Laterite	Votorantim	Votorantim				
Laterite	QNI					
Laterite	Murrin Murrin	Glencore		-7	6	4
Laterite	FeNi				1	-1
Laterite	China NPI		-80	-80	-30	-30
Laterite	Cunico Resources					
Laterite	Vale		-1	-16	11	-11
Laterite	Norilsk		4	-35	26	-10
Sulphide	China Nickel + Chemical		2	-3	8	50
<b>Total finished</b>			-75	-141	22	1
Intermediate PAL						
Ravensthorpe	First Quantum		13	4	5	4
Ramu			1			
<b>Total cuts</b>			-96	-107	31	5
<b>Main Increases</b>						
Laterite	Indonesia NPI & MHP		210	270	420	250
Laterite	Barro Alto	Anglo American	-8	7	-3	-1
Laterite	VNC		9	-8		
Laterite	SLN	Eramet		-9	2	4
Laterite	Koniambo	Glencore	-7			
Laterite	Fenix	Solway				
Laterite	Antam	Antam			-2	
Sulphide	Harima	SMM	-2	-	-9	
Sulphide	Leinster	BHP	3	-7	-3	3
Sulphide						
<b>Total increases</b>			205	253	406	256
<b>Total net</b>			108	147	437	261

资料来源：WIND、五矿期货研究中心

展望2023年下半年和全年，尽管世界经济衰退持续扰动商品需求，但低成本印尼红土镍矿开采持续驱动精炼镍供给增加，预计2023年合计增产5.58万金属吨。

海外方面，根据精炼镍矿山上市公司一季报披露的生产计划，各大矿山整体生产计划较去年有所下调。其中四大矿山合计减产1.47万吨，包括Glencore的0.4万吨，俄镍-1万吨，必和必拓0.28万吨和淡水河谷Vale -1.15万吨。此外，部分近两年投产矿山维持增产，包括First quantan的0.4万吨和Eramet的0.4万吨。

中国方面，红土镍矿高冰镍产能释放推动中国和印尼的中资企业精炼镍新增产能投放，我们预计中国电解镍产量同比增长28.6%或5万吨至22.5万吨，印尼青山5万吨电解镍产能投产贡献1.25万吨产量增量。

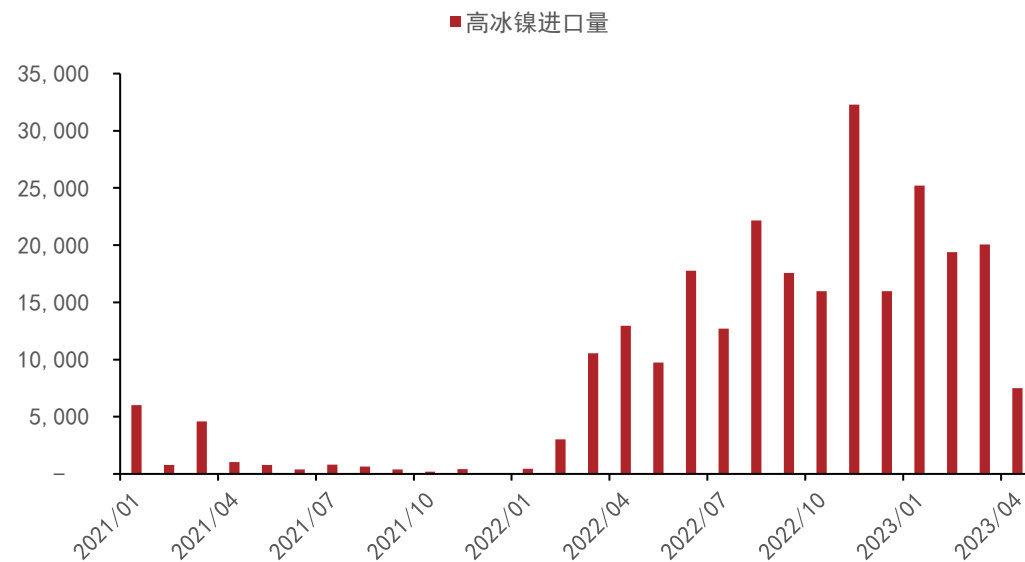


图17：印尼镍新增项目统计

地区	企业	产品	待投炉子数	时间
印尼IWIP	青山	NPI	12	2023
印尼IMIP	青山	NPI	8	2023
印尼Konawe	德龙三期	NPI	8	2023
印尼Morowali	青岛中程	NPI	2	2023
印尼OBI	力勤	NPI	8	2023
印尼OBI	力勤	NPI	12	2024
印尼Morowali	万向	NPI	2	2023
印尼Morowali	中青新能源	高冰镍	6万金属吨	2022. 11
印尼IWIP	中伟	高冰镍	12万金属吨	2023E
印尼IWIP	华友华科	高冰镍	4.5万金属吨	2022. 11

资料来源：WIND、SMM、铁合金、五矿期货研究中心

图18：中国高冰镍进口量（实物吨）



资料来源：WIND、海关、五矿期货研究中心

在印尼镍铁新增产能投产持续驱动下，我们预计印尼NPI（包括高冰镍）产量增量23万金属吨。新增产能方面，预计印尼青山新投产20条产线，印尼德龙三期新增产线8条，印尼力勤和华迪等合计投产14条产线，叠加2022年新增产能在2023年释放NPI增量4.28万金属吨，则2023年NPI合计增量17万吨。高冰镍方面，22年华友钴业和中伟股份印尼火法高冰镍新投产产能在2023年持续爬坡，我们预计将贡献原生镍供应增量6万金属吨。减量方面，由于23H1镍铁价格下跌，国内高成本镍铁厂开工率降低，我们预计23年中国镍铁产量同比继续减少3万吨或7.3%至38万金属吨。

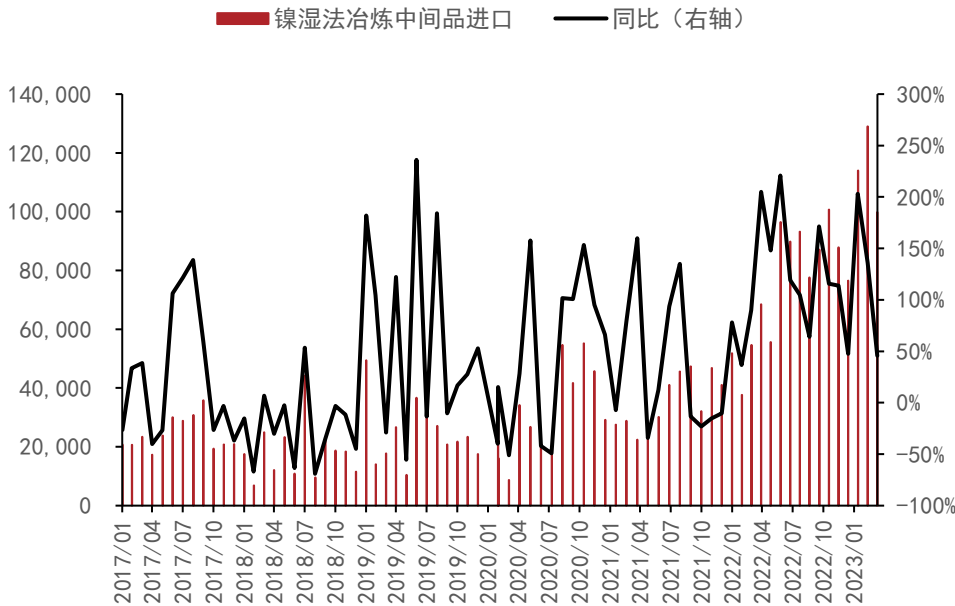
图19：印尼镍新增项目统计

项目名称	产品	产能	时间	计划
力勤0BI二期	MHP	1.8万金属吨	2023. 04	已投产
力勤0BI三期	MHP	6万金属吨	2023. 09	待投产
华越	MHP	6万金属吨		已投产
华飞	MHP	12万金属吨	2023E	或投产
华友	MHP	6万金属吨	2024	待投产
华友	MHP	12万金属吨	2024	待投产
青美邦	MHP	7.3万金属吨	2022~23	部分已投产
青山振石集团	MHP	3万金属吨	2023E	待投产
格林美	MHP	3万金属吨		待公布

资料来源：WIND、SMM、铁合金、五矿期货研究中心

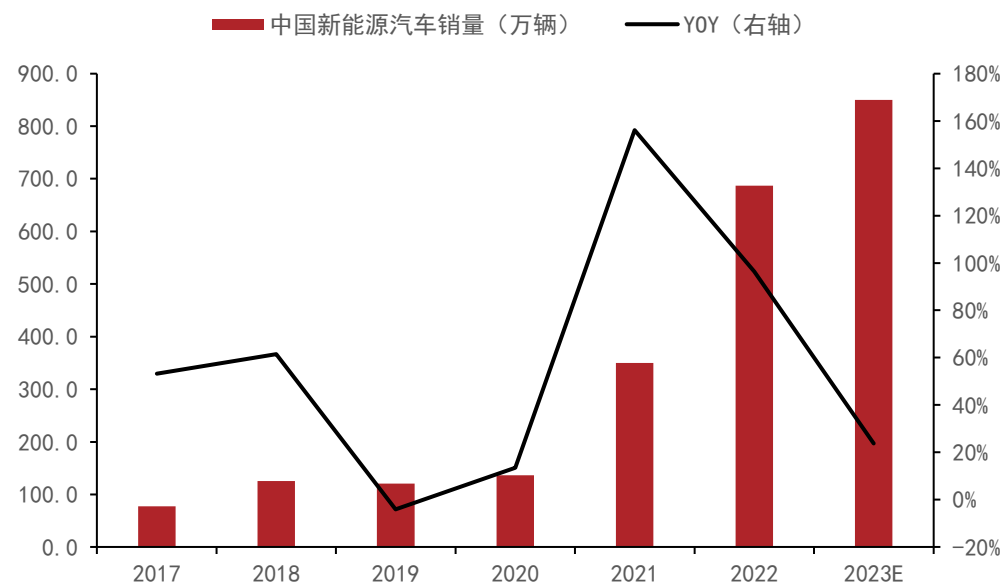
2022年高镍价和景气度维持的新能源电动车产业链用镍需求驱动下，印尼镍钴湿法中间品MHP新增产能加速投产，我们预计2022年投产产能将继续贡献MHP产量增量4万金属吨，其中印尼华越6万吨和青美邦一期3万吨分别贡献产量增量2万金属吨。此外，力勤二期1.8万和华友钴业华飞项目12万金属吨新投产项目有望合计贡献MHP供应增量3万金属吨。根据海关总署统计，1~4月我国MHP累计净进口量42万实物吨，同比增长超过100%。

图20：中国镍湿法中间品进口量（实物吨）



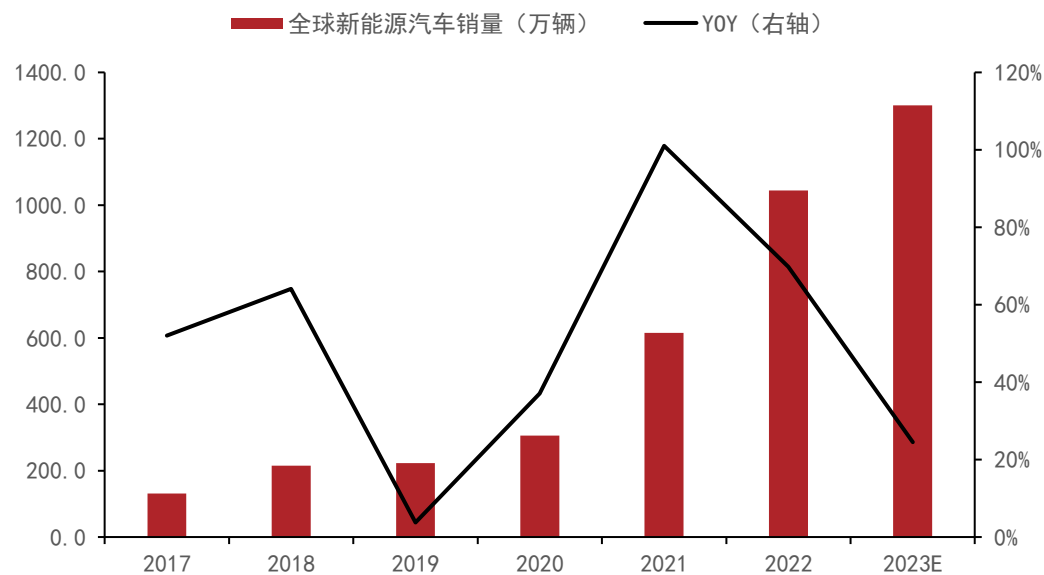
资料来源：WIND、海关、五矿期货研究中心

图21：中国新能源汽车销量趋势（万辆）



资料来源：WIND、中汽协、五矿期货研究中心

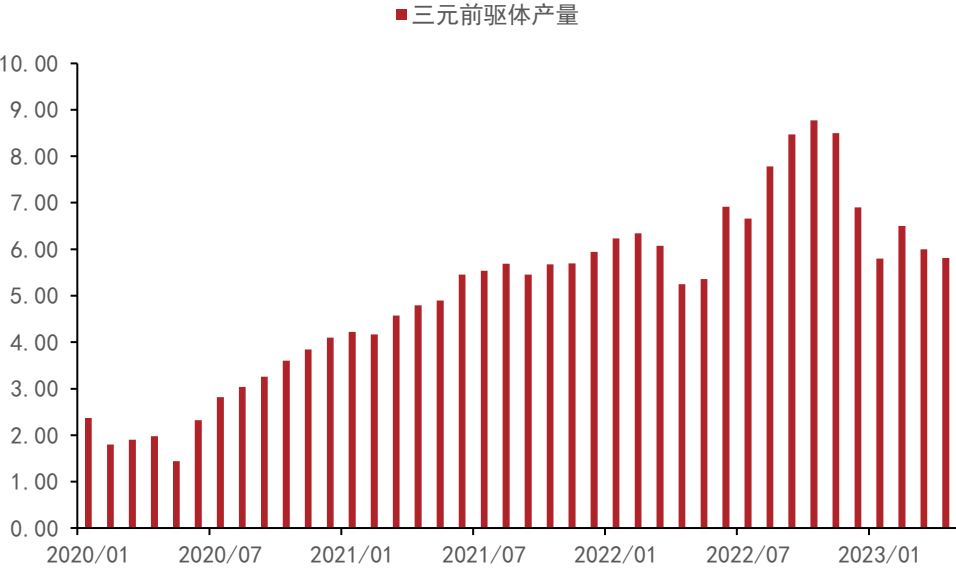
图22：全球新能源汽车销量趋势（万辆）



资料来源：WIND、中汽协、五矿期货研究中心

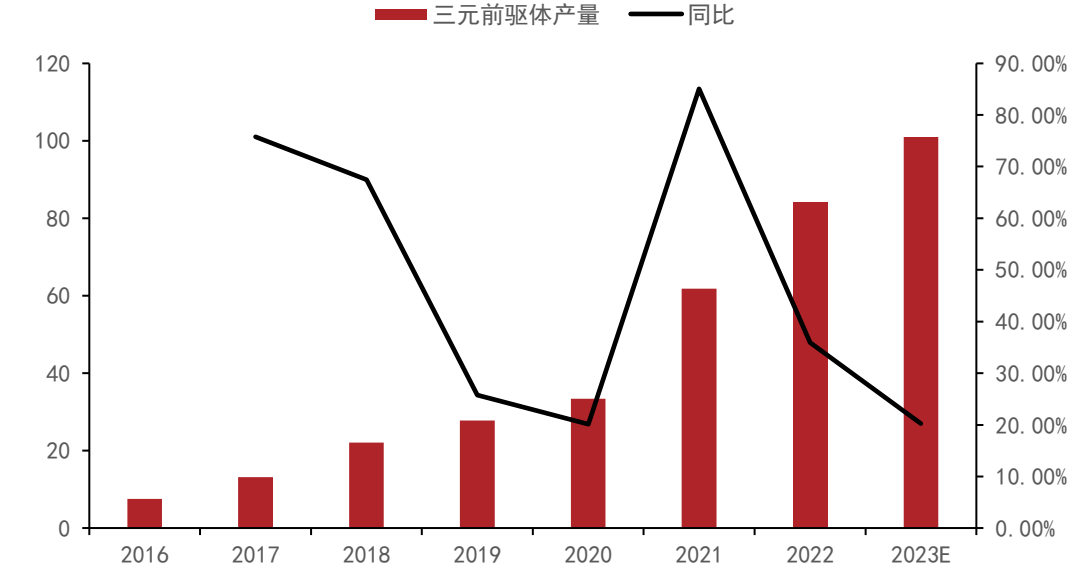
尽管宏观经济压力导致全球新能源电动车终端产销景气度继续回落，但我们预计新能源汽车成本下降和各国新能源汽车财政补贴仍将托底2023年新能源汽车消费。根据乘联会预测，2023年中国和全球新能源汽车销量至少达到850万辆和1300万辆，同比分别增长24%和25%。

图23：中国三元前驱体月度产量（万吨）



资料来源：WIND、MYSTEEL、五矿期货研究中心

图24：中国三元前驱体产量趋势（万辆）



资料来源：WIND、SMM、五矿期货研究中心

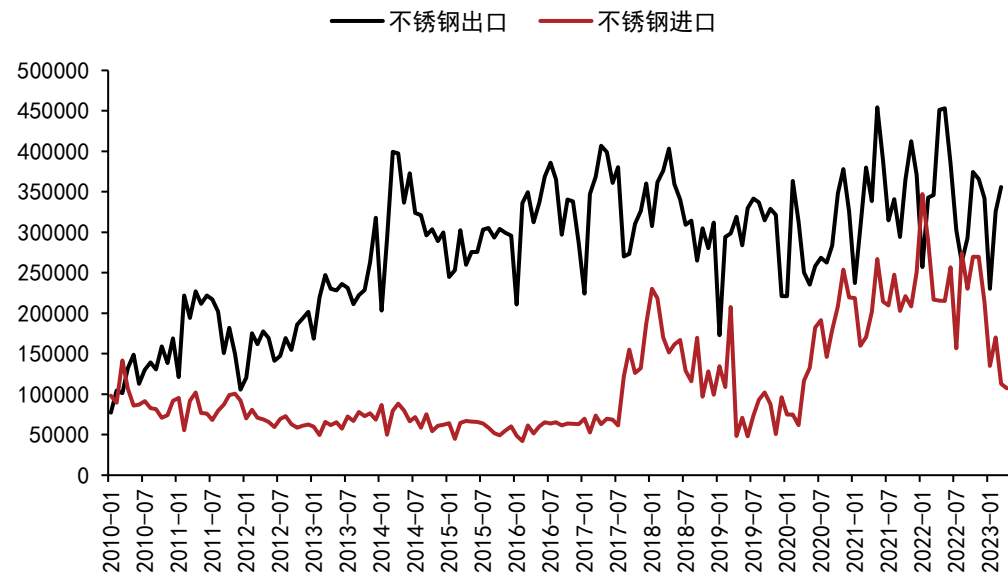
在全球新能源汽车销量维持中高增速背景下，我们预计随着高镍化渗透率加速和前驱体产能释放驱动原生镍消费仍边际增长。根据上海钢联统计和上市公司出货量披露，2023年1~4月中国三元前驱体累计产量同比增长0.4%至24万吨，预计全年累计产量同比增长22%至101万吨，拉动原生镍消费增量9万金属吨。

图25：全球PMI



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

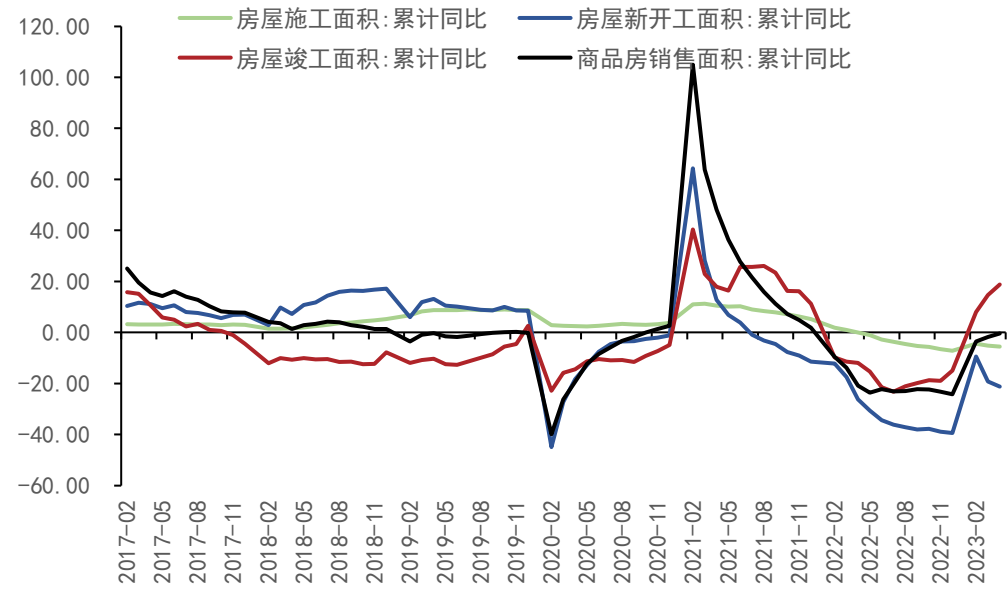
图26：不锈钢月度进出口量（吨）



资料来源：WIND、海关、五矿期货研究中心

海外通胀水平持续高位震荡和各国利率水平仍维持限制性紧缩水平，西方主要经济体制造业PMI维持收缩水平，不锈钢出口压力持续。

图27：房地产投资同比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图28：不锈钢社会库存(万吨)



资料来源：WIND、MYSTEEL、五矿期货研究中心

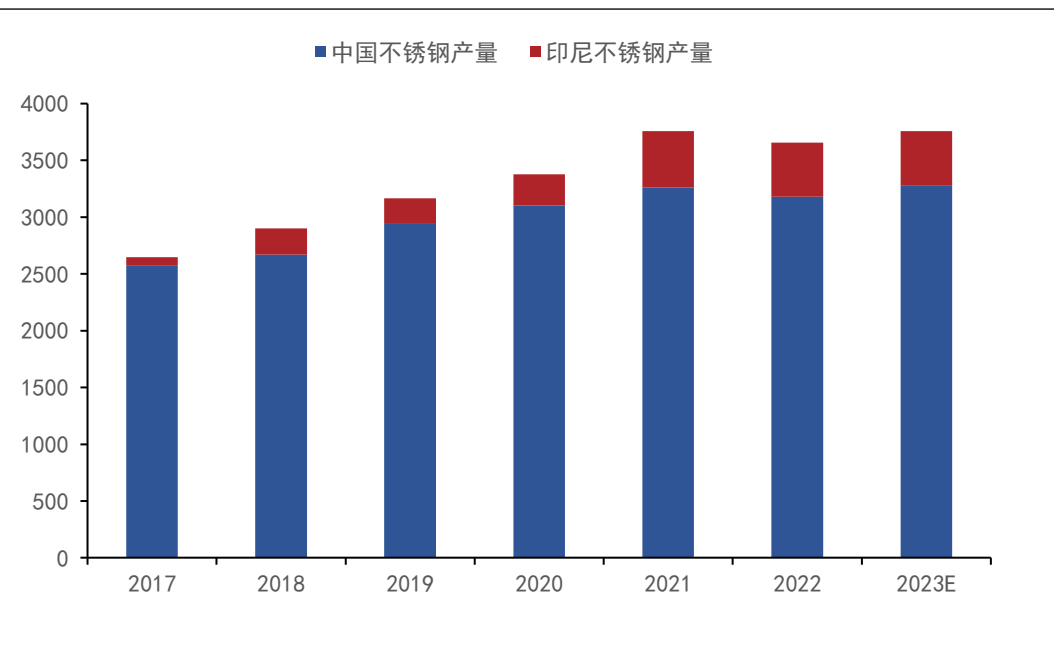
23H1国内房地产景气度先回升再走弱，经济整体复苏程度低于预期，不锈钢产业链供需双弱，223H2或仍处于主动去库存时期。

图29：不锈钢新增产能统计

企业	新增产能	性质	时间	产品
宝钢德盛	135	置换	202108	400
印尼德龙	100	新增	2021Q1	300
江苏德龙	136	置换	2021Q4	300
德龙众拓	40	置换	2022Q1	300
太钢鑫海	162	置换	2022~23	300
德龙申特	280	重组	待定	300
青山广新	400	新增	待定	400
青山青拓	200	重组	待定	300
宝钢德盛	222	置换	待定	300/400
印尼德龙	100	新增	2023	300
印尼青山	100	新增	2023	300

资料来源：WIND、MYSTEEL、五矿期货研究中心

图30：中国&印尼不锈钢产量（万吨）



资料来源：WIND、MYSTEEL、五矿期货研究中心

若23H2国内经济复苏加速，我们预计全年全球不锈钢产量仍有望保持增长。考虑到2021年~2023年中国和印尼分别投产300系338万吨和200万吨新增产能，预计2023年中国和印尼不锈钢粗钢累计产量同比将增长100万吨，因此全球不锈钢产量将增至5625万吨，拉动原生镍消费增量6.5万金属吨。



# 需求-平衡表

表2：原生镍供需平衡表

KT	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
全球产量	2,023	2,067	2,290	2,398	2,545	2,982	3,242
全球供应增量	55	44	223	108	147	437	260
全球供应增速	2.79%	2.18%	10.79%	4.72%	6.13%	17.17%	8.72%
全球消费量	2116	2184	2336	2304	2672	2767	2922
全球消费增量	95	68	152	-32	368	95	155
全球需求增速	4.70%	3.21%	6.96%	-1.37%	15.97%	3.56%	5.60%
全球供需平衡	-93	-117	-46	94	-127	215	320

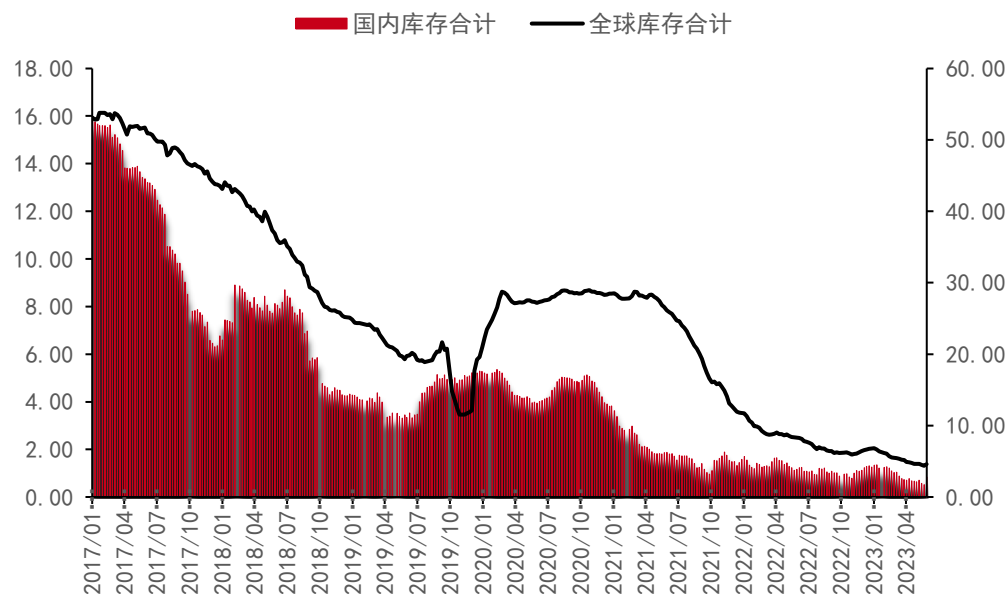
综合2023年的原生镍供需分析，2023年原生镍整体平衡持续供过于求且过剩幅度继续扩大。

2023年原生镍供给增速下降至8.7%，仍由低成本印尼NPI和中间品持续投产推动。原生镍需求增速维持在5.6%低位，其中新能源硫酸镍原生镍需求增量贡献比例达到60%。镍元素供需平衡从2022年的过剩21万吨扩大至过剩31万金属吨。

资料来源：WIND、五矿期货研究中心

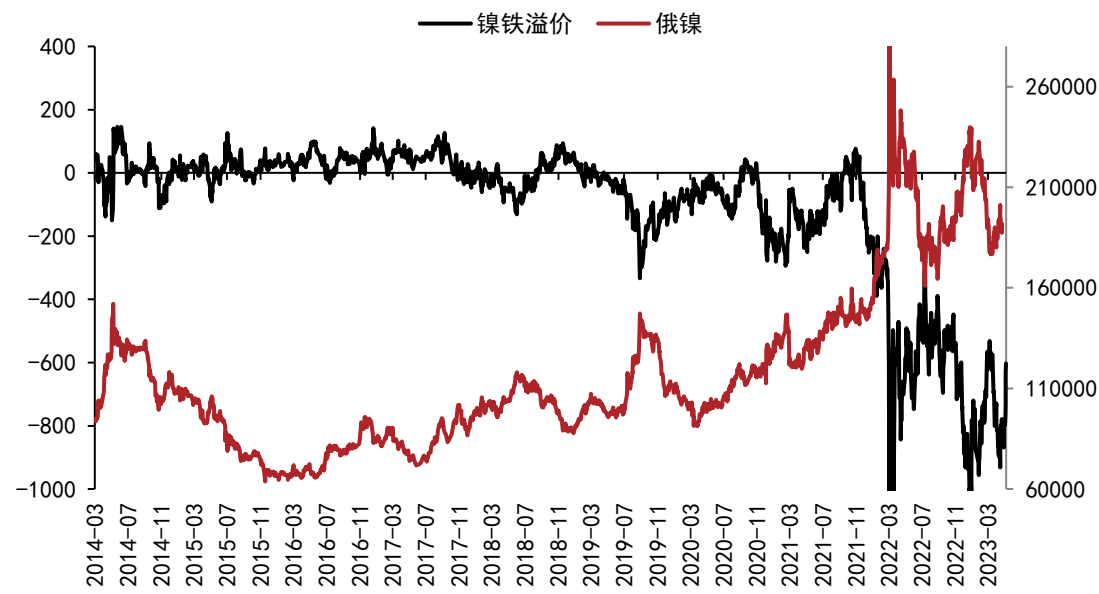
# 策略展望

图31：精炼镍显性库存（万吨）



资料来源：WIND、SHFE、LME、五矿期货研究中心

图32：镍铁溢价

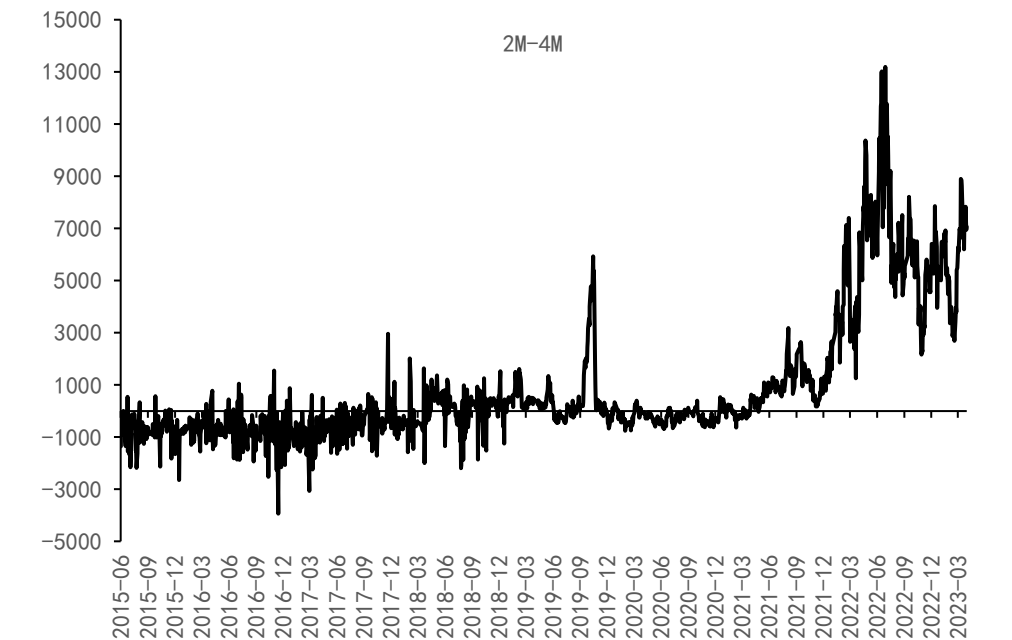


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

截止6月9日，上期所+LME+保税区可交割库存累计下降2.2万吨至4.6万吨，主要是受到供给端一季度海外精炼镍矿山减产影响。但从供需平衡表推演观察，随着下半年印尼中资企业高冰镍和中国、印尼精炼镍新增产能投产和开工率提升，尤其是印尼青山电解镍，华友和中伟合计超过6万吨电积镍新增产能产量释放，精炼镍结构性短缺程度或逆转，库存见底回升概率较大。

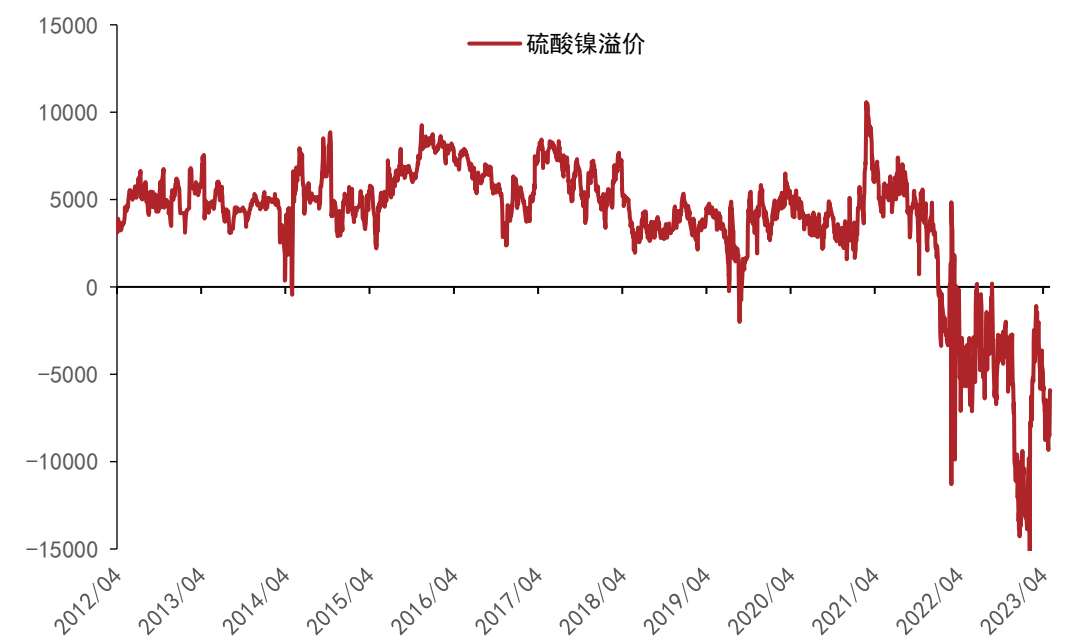
此外国内弱复苏格局、海外通胀粘性和货币政策持续紧缩仍影响原生镍需求，供需基本面偏弱下全年镍元素大概率维持过剩状态，23H2精炼镍累库升温预期下镍价下行压力持续。参考历史纯镍对镍铁溢价走势和高成本矿山成本线，沪镍价格在130000~140000元/吨一线获得较强支撑。

图33：沪镍期限价差（元）



资料来源：WIND、SHFE、五矿期货研究中心

图34：硫酸镍溢价



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

价差角度看，尽管精炼镍基本面供需偏弱，但由于国内精炼镍可交割库存仍处于历史低位，沪镍期货合约Back期限结构维持。

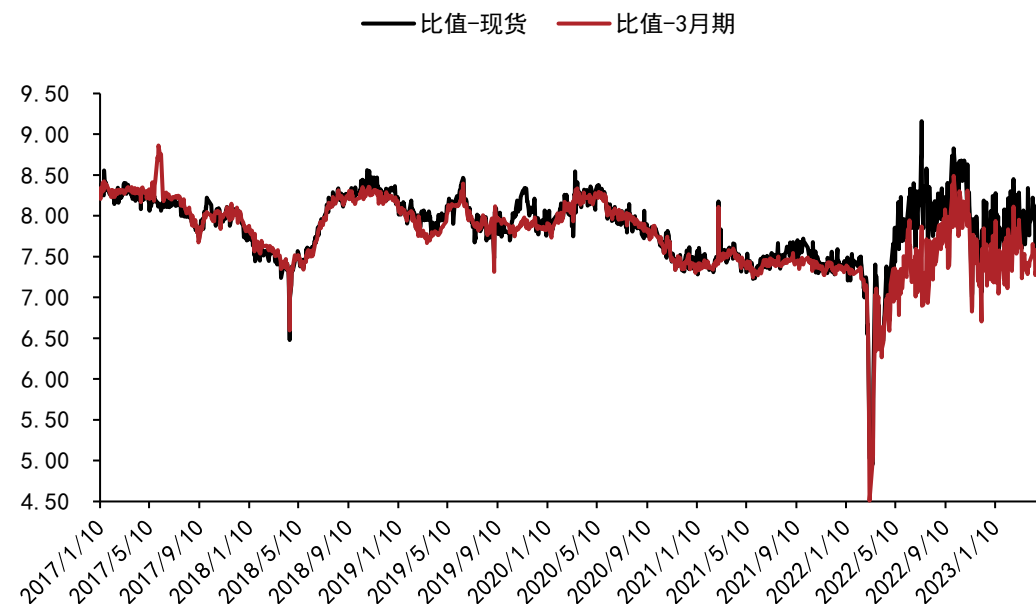
但随着新能源硫酸镍原料高冰镍和MHP等替代品产量加速释放，叠加精炼镍对硫酸镍高溢价驱动电解镍产能投产，23H2精炼镍供需基本面继续偏弱和国内库存累库预期逐步兑现后，期限Back结构缩小趋势不变，关注反套机会。

图35：精炼镍进口盈亏比例（%）



资料来源：WIND、SHFE、LME、五矿期货研究中心

图36：沪伦比值



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

进出口套利方面，国内弱复苏格局下硫酸镍生产对精炼镍需求维持低位叠加不锈钢供应增速放缓，我们认为23H2精炼镍进口量同比维持下降趋势，进口盈利比例和沪伦比值维持窄幅波动状态。

然而海外精炼镍供需双弱，供应宽松趋势短期难有改观，进口亏损扩大和沪伦比值大幅向下概率较低。

# 免责声明



五矿期货

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

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交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易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：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿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。未经许可，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。

## 公司联系方式



五矿期货

产 融 服 务 专 家 ， 财 富 管 理 平 台

网址: [www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)

全国统一客服热线: 400-888-5398

总部地址: 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务: wkqhwfw



官方微博