

电积镍供给冲击下，镍价何去何从？

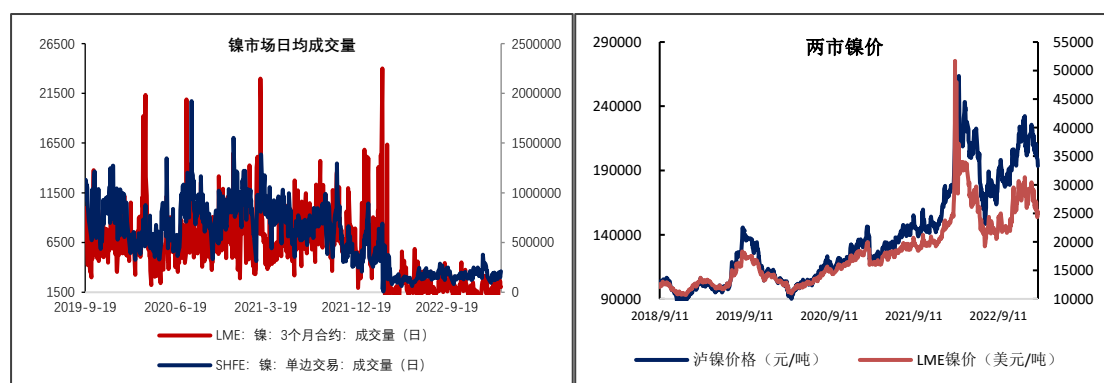
——金瑞期货 周维刚 冯文勇 20230110

逻辑与观点：

四季度镍市在低库存和宏观预期向好下走出一波震荡上涨行情，目前电镍及不锈钢价格在国内疫情防控政策放松以及疫后经济修复乐观的“强预期”行情已基本消化。而近期青山月产1500吨电积镍项目投产消息缓解了纯镍资源供应紧张预期和加速资金情绪回落，叠加产业对镍需求支撑逻辑弱化持续施压镍价，春节前备货需求结束后的“弱需求”逻辑有望加速切换，镍价承压下行。但我们认为一级镍特别是镍板的低库存矛盾未缓解前，镍价下行空间有限，电镍价格短期回落后大概率上仍将维持高位震荡走势，而远期价格的下破需待纯镍现货偏紧逐步缓解。

一 CME 推出硫酸镍合约对纯镍价格和流动性的影响

1. 美国芝加哥商业交易所（CME）称有望年底推出现金结算的硫酸镍合约，将把镍市场划分的更细，逐渐形成新能源衍生品定价市场，此举势必会大大吸引投资者参与。面对 CME 镍金属的定价挑战，LME 公告宣称将从 3 月 20 日开始恢复亚盘时段的交易，一方面是想提升伦镍的流动性，另一方面是想捍卫自己在有色金属板块的定价权。自去年 3 月的镍逼仓事件后，伦镍市场流动性至今无法恢复，交易量大致只有过往水平的一半左右，目前市场较多认为镍价存在高估值，特别是伦镍波动过大易受资金情绪影响，LME 重开亚盘能够再次提振镍市的流动性，短期打击多头资金情绪，有利于镍价向基本面回归。



2. CME 对硫酸镍的定价有利于硫酸镍与纯镍的价差平衡，镍价向真正的金属价值进一步回归。自青山电积镍顺利出产打通了硫酸镍到电积镍的通道，逻辑上将改变当前一级镍与二级镍价格劈叉问题，冶炼企业可以根据产业利润调整产品策略，则 NPI 与电镍、NPI 与硫酸镍以及硫酸镍与电镍的产业利润与价差水平将逐步回归正常的平衡区间。另一方面，电积镍成为快速补充镍资源调节一二级平衡的关键，使得硫酸镍转产镍板的利润替代镍豆酸溶利润成为电镍新的锚定，硫酸镍一定程度或对纯镍的价格形成支撑。

近期硫酸镍与纯镍价差修复至约 10000 元/吨，受利润收缩影响市场企业已停止采购硫酸镍生产镍板，从一二级镍产业利润平衡来看，我们认为理论上镍价在 180000 元/吨有支撑。从成本测算来看，硫酸镍加工成电积镍的成本在 5000 元/吨左右，按硫酸镍产电积镍经济性考虑，理论上镍价在 $(38500/0.22+5000=180000)$ 元/吨有支撑；按照硫酸镍原料利润与供给平衡来看，一是 NPI 到硫酸镍的技术路线，镍铁-高冰镍-硫酸镍工艺的转产成本大约在 2-2.5 万元/吨，近期硫酸镍较镍铁的价差始终保持在 4 万元/吨以上，从镍铁转产高冰镍仍有

较好经济性，该路径对纯镍的成本支撑为（135000+25000+5000=16500）元/吨；二是 MHP 生产硫酸镍的经济性来看，MHP 折扣系数小于（190000-5000-43000）/190000=0.74 则存在利润驱动，而近期 MHP 镍成交系数已上涨至 73-75%。因此，短期来看硫酸镍转产镍板和 MHP 生产硫酸镍利润已基本被压缩，硫酸镍对镍价形成一定支撑，而长期从镍铁转产高冰镍经济性角度，当前镍价仍有进一步下行空间。

一 供给端，纯镍供应或逐步宽松，中间品释放关注富氧侧吹技术

1 非标二级镍方面，2023 年二级镍供给继续大幅提升，印尼几乎占据了全部供给增量，其中印尼 NPI 产线继续扩张全年产量增 20-25 万金属吨至 135-140 万金属吨水平，除本地不锈钢企业消耗部分外，绝大部分剩余产量回流入国内市场。新能源中间品（MHP+高冰镍）方面，随着华科、青美邦、中青、力勤和华飞等项目的相继投产和爬产成功，印尼中间品产量有望倍增至 50 万金属吨以上。水淬镍（Feni）方面，欧洲水淬镍 2022 年减产或关闭产能预计难恢复，增量主要来自拉美、大洋洲和印尼，全年水淬镍增量约 1 万金属吨左右。

虽然逻辑上从新能源中间品的供给提升以及中间品到硫酸镍的传导路径已经畅通，但在实际逻辑兑现方面我们仍需注意原料端的供给节奏问题，MHP 方面由于湿法工艺路线已经相对成熟，加上力勤 OBI 岛项目和华越项目的快速爬产与年度超产，23 年重点关注华飞的投产时间会否提前的问题。高冰镍方面，目前富氧侧吹项目运营仍不顺畅，大概上富氧侧吹项目的供给释放要延后；而青山高冰镍方面由于 NPI 产能的问题，年度供给额外提升空间有限仍维持年度 20 万金属吨的预估，因此节奏上我们需要关注原料端产能释放进度。

纯镍方面目前镍价整体高位运行，电镍冶炼利润丰厚，企业生产积极性高，传统镍企除俄镍宣布 23 年计划减产 10%外，其它国家和地区企业或多或少都有一定的供给增量。其中国内硫酸镍电解生产电积镍工艺路线投产算是供给端意义深远的变量，不仅在供给上缓解了一级镍供给不足问题，而且还实现了从新能源原料端到精炼镍产业传导，下文我们将重点分析电积镍投产的影响。

据 Mysteel 调研统计，国内在目前 21.77 万产能的基础上，加上印尼投资的中资企业在内，一级镍产能预计将有 19.25 万吨产线陆续投产，其中 2023 年预计国内投产约 9.25 万吨、印尼 5 万吨，在加上韩国的 2 万吨电镍项目全球已规划的新增一级镍产能将达到 21.25 万吨，其中 23 年合计投产 16.25 万吨，由于大部分产线在下半年投产，因此整体对一级镍的年度增量贡献上预估为 5 万吨左右。

一级镍新增产能				
企业	国家/地区	项目	产能（万吨）	预计投产时间
企业一	浙江	扩建	2	2023 年 Q2
		一期	3	2023 年 H2
	广西	二期	2	待定
企业二		一期	1.25	2023 年 Q2
	广西	二期	3	待定
企业三	湖北	电铜改线	2	试投产成功，23 年 Q1 出产品
企业四	陕西	一期	1	2023 年 H2
企业五	印尼	一期	5	2023 年 Q3

企业六	韩国	一期	2	2023 年 Q4
产能合计	21.25		其中 23 年预计投产 16.25 万吨	

二 需求端：短期需求恢复不及预期，年度增量仍在新能源端

1. 年度层面，2023 年新能源汽车仍是重点发展趋势，2022 年国补退坡后，各地方政府发布支持和促进消费升级的政策，包括延续购置补贴和置换补贴等，各大汽车厂商也推出降价促销活动，2023 年政策层面支持仍将维持一定力度，新能源车销量仍有望实现较快增长。而不锈钢行业得益于中国的经济复苏，全国两会期间制定全年 5% 的经济增速，在基建加快投资稳增长，房地产市场“保交楼”及相关政策提振下，全年有望实现约 4% 的产出增量，合金电镀等领域需求则稳中略升，合计年度需求增量超 30 万镍金属吨。
2. 短期看不锈钢需求恢复缓慢，终端消费不佳产业悲观情绪传导，不锈钢库存累积压力较大，3 月中国及印尼不锈钢排产较大增加，但国内钢厂利润不佳实际产量或不及预期，而钢厂对镍铁维持持续压价心态高镍铁价格走跌，原料成本对产业链价格支撑出现松动。三元产业链整体需求未有明显好转，3 月行业排产处于偏弱复苏，汽车消费大幅好于电池原料端的表现，政策补贴和整车降价促销带来产销回暖，但产业链整体仍处于去库状态，硫酸镍因成本高位和企业暂停采购生产镍板整体需求偏弱。合金电镀领域整体需求偏弱，主要由于多数厂商已在节前进行备库，且国外消费需求尚未恢复，整体出口订单远不及一半预期，2 月中旬镍价回落后厂家才开始部分采货，后期市场消费还需要时间来修复验证。

