

高位难久居 静待价值回归

报告摘要

核心逻辑：

2022 年全球原生镍供应增量明显，出现镍铁等结构性过剩局面，而电解镍库存偏低，在镍铁、中间品对其替代下，叠加隐性库存存在，其供应亦逐渐转为过剩。2023 年随着印尼镍铁及中间品持续放量，全球原生镍供应将继续增加，而消费端新能源汽车亦将继续发力，不锈钢板块亦存在修复预期，整体来看供需端均将持续改善，而原生镍总体表现为过剩。预计 2023 年镍价难以持续久居高位，整体呈高位盘整后震荡下行趋势，伦镍运行区间 19000-34000 美元/吨，沪镍运行区间 150000-240000 元/吨。

投资咨询业务资格：

沪证监许可【2016】38 号

宏观首席分析师

黄笑凡

从业资格号

F03092687

投资咨询从业证书号

Z0017145

有色研究员

张靖靖

从业资格号

F3085570

风险提示：1. 全球宏观环境及印尼镍政策的变化；2. 俄镍供应问题以及印尼镍铁、中间品释放进展；3. 国内地产修复情况及海内外新能源车增速。

一、2022 年镍市场回顾

2022 年镍价走势可谓一波三折、惊心动魄。1-3 月份，随着 LME 镍库存持续下降以及新能源汽车需求预期助推，镍价逐步走高，叠加俄乌战争爆发，市场对俄镍供应忧虑燃起，镍价进一步上行，引发伦镍挤仓事件。在交易所多种措施下，4 月份镍价逐渐企稳，振幅缩窄。5 月初-7 月上半月，上海疫情期间新能源汽车镍需求受挫，以及地产需求低迷，加上海外加息、美元走高，镍价大幅下行，回吐此前全部涨幅。7 月下半月至 11 月底，在印尼政府镍产品出口征税消息、俄镍车间火灾，以及不锈钢行情带动下，镍价开启反弹行情，重回高位。截止 12 月 13 日，伦镍报 28200 美元，年内涨幅 36.20%，最高至 55000 美元，最低至 18230 美元，沪镍主连报 224180 元，年内涨幅 47.41%，最高至 281250 元，最低至 142500 元。

图 1：沪镍走势图



数据来源：华闻期货交易咨询部 文华财经

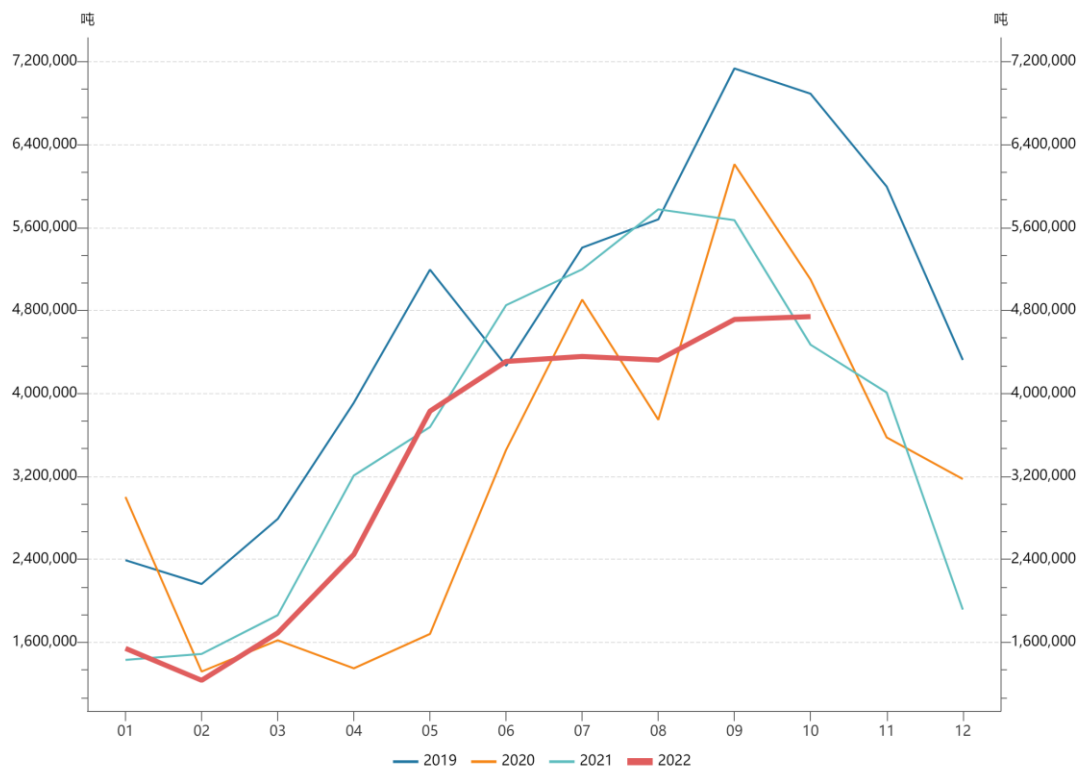
二、镍供应分析

2.1 国内镍矿需求减量

我国镍矿对外依存度高达 90%以上，主要来自菲律宾，2022 年 12 月初印尼媒体称，印尼考虑恢复镍矿出口并征税，若印尼放开出口，利于降低我国镍矿进口的集中度。

2022 年 1-10 月份我国累计进口镍矿砂及精矿 3317.27 万吨，累计同比减少 11.82%，其中自菲律宾进口 2774.99 万吨，同比下降 18.83%。2022 年我国镍矿进口量下降，除因菲律宾天气干扰影响出口外，亦和我国镍铁厂减产，对镍矿需求减少有关。随着印尼镍铁持续回流挤占国内市场份额，预计我国镍矿进口量将继续缩量。

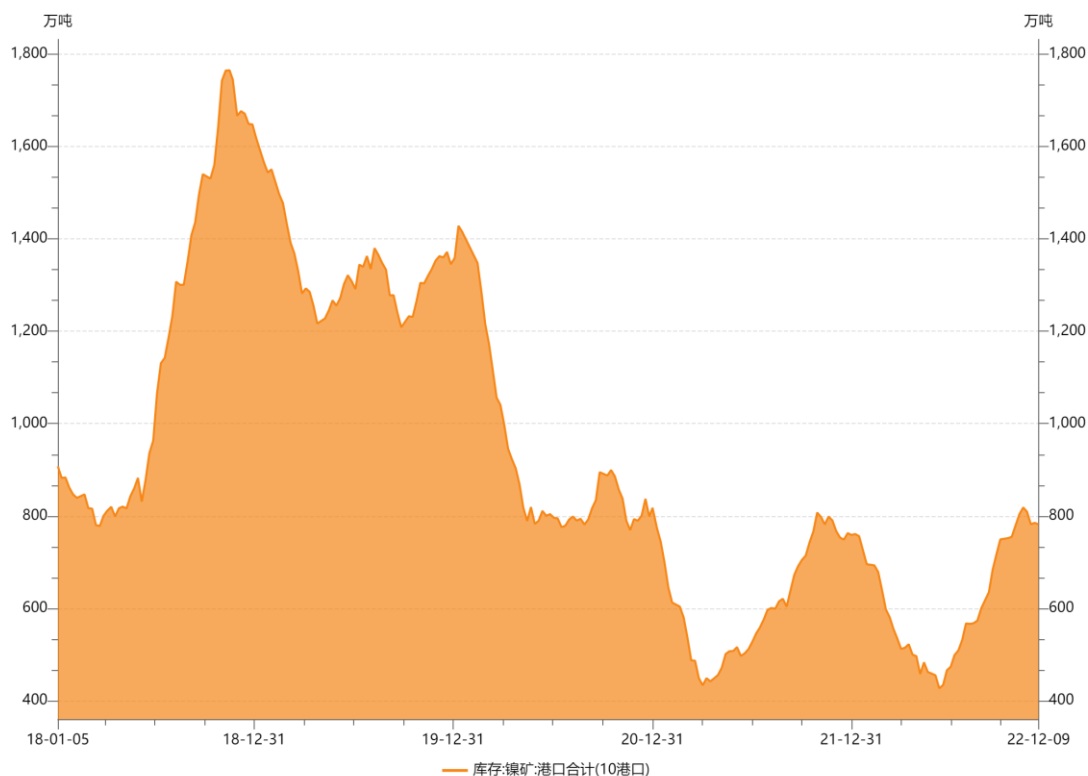
图 2：我国镍矿进口量



数据来源：华闻期货交易咨询部 wind

港口库存方面，截止 12 月 9 日我国镍矿港口库存为 781.91 万吨，和 2020 年、2021 年水平接近，低于前几年水平，不过供应并不紧张。

图 3：我国镍矿港口库存

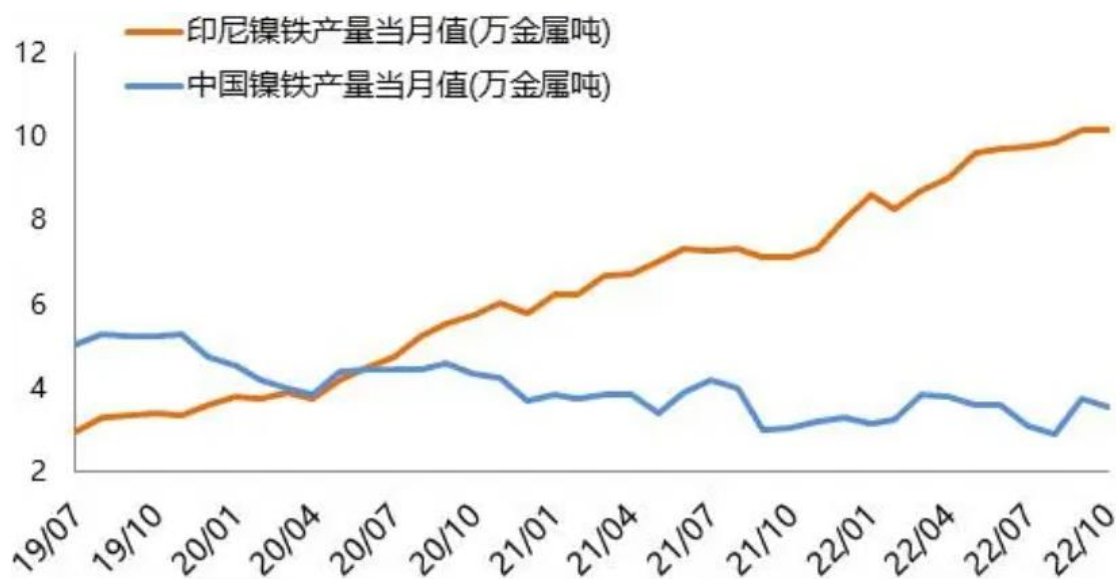


数据来源：华闻期货交易咨询部 wind

2.2 镍铁供应内降外增

2022 年全球镍铁供应增量主要来自印尼，2022 年 1-10 月份印尼镍铁产量累计为 94.31 万金属吨，同比增加 28.42%，而我国镍铁产量累计为 33.9 万金属吨，同比下降 7.75%。

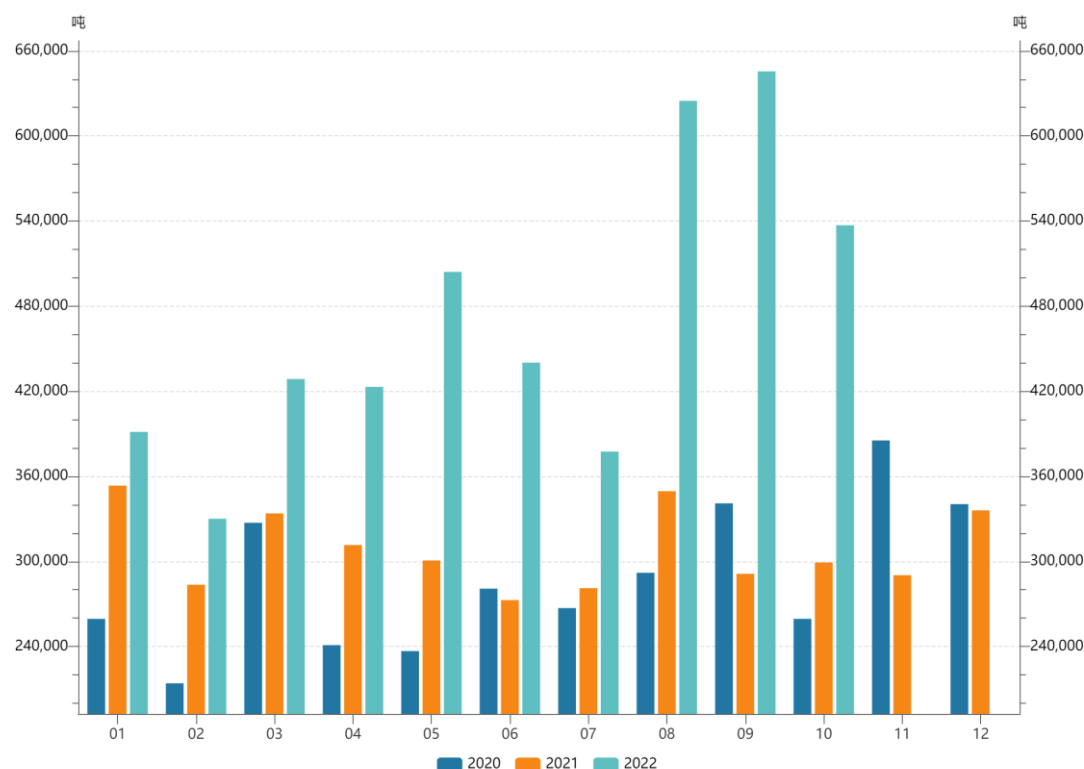
图 4：印尼和我国镍铁产量



数据来源：华闻期货交易咨询部 SMM

印尼低成本镍铁持续挤占国内镍铁市场，2022 年 1-10 月份我国镍铁进口量累计为 470.19 万吨，累计同比增加 52.81%，其中自印尼进口量为 431.53 万吨，同比增加 66.4%。预计 2023 年我国镍铁产量将继续缩减，而 2023 年印尼仍有 55 万金属吨新增镍铁产能待投产。

图 5：我国镍铁进口量



数据来源：华闻期货交易咨询部 wind

图 6：2023 年印尼镍铁新增投产产能

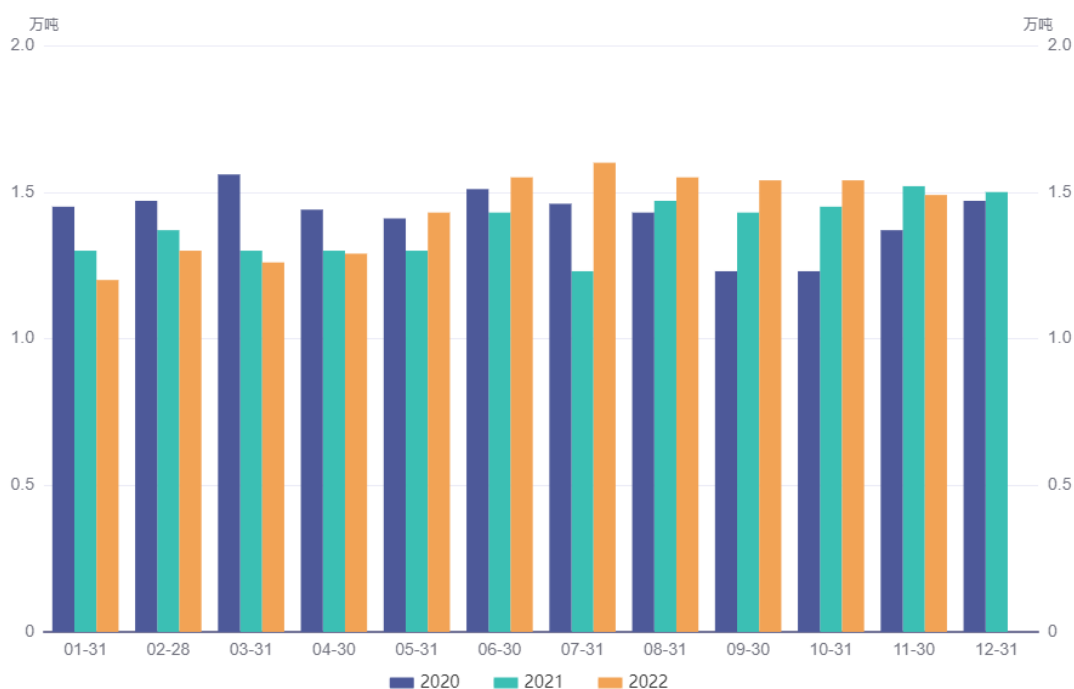
公司名称	投产炉子 (台)	产能 (万镍吨/年)	投产时间
青山印尼 Morowali	6	6.8	2023年
青山印尼 Weda Bay	12	18.6	2023年
德龙印尼	16	13.6	2023年
Indoferro	1	0.3	2023年
印尼华迪	4	2.9	2023年
青岛中程	1	0.7	2023年
万向镍业	2	2.3	2023年
力勤HJF	8	10	2023年
总计	50	55.2	

数据来源：华闻期货交易咨询部 SMM

2.3 电解镍供应稳定

全球精炼镍总产能在 100-120 万吨/年，近几年来总产量维持在 80-85 万吨附近，变动幅度较小。2022 年 1-11 月我国电解镍产量累计为 15.75 万吨，累计同比增加 4.66%。

图 7：我国电解镍产量



数据来源：华闻期货交易咨询部 iFinD

进口方面，2022 年 1-10 月我国精炼镍进口量累计为 13.08 万吨，累计同比减少 37.46%。因伦镍逼仓事件，电解镍进口亏损严重，随后盈利窗口虽再度打开，但基于高冰镍和中间品对镍豆的替代，国内电解镍进口并未明显回升。

图 8：我国精炼镍进口量

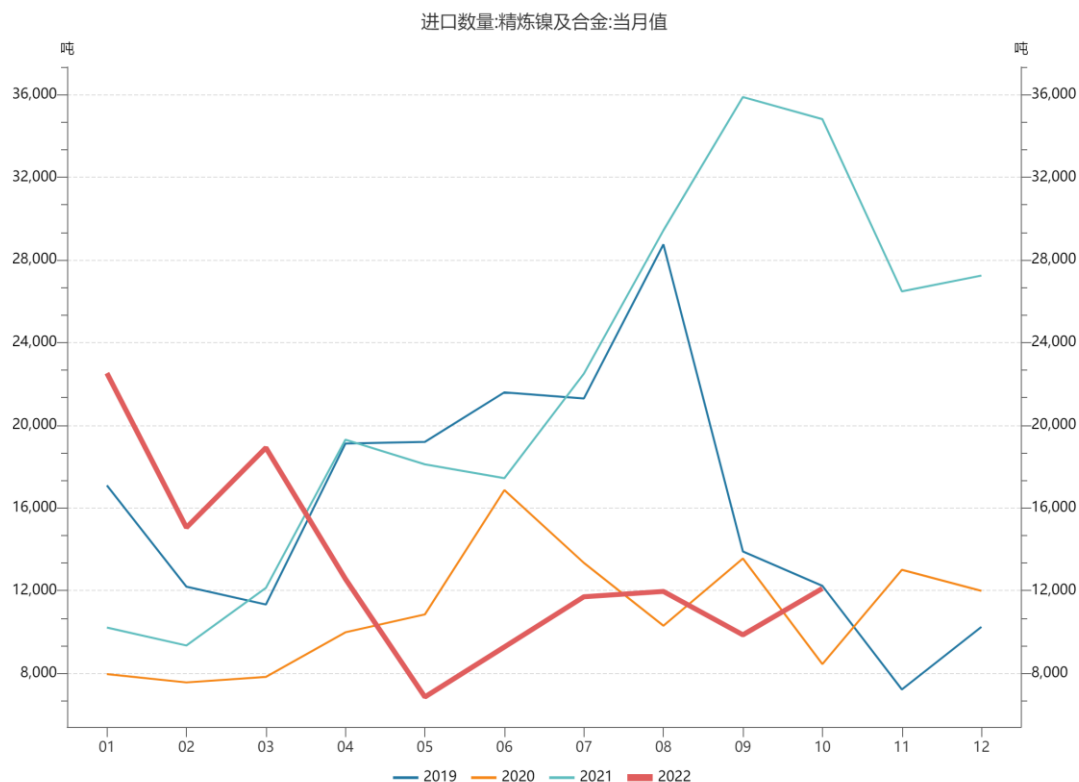
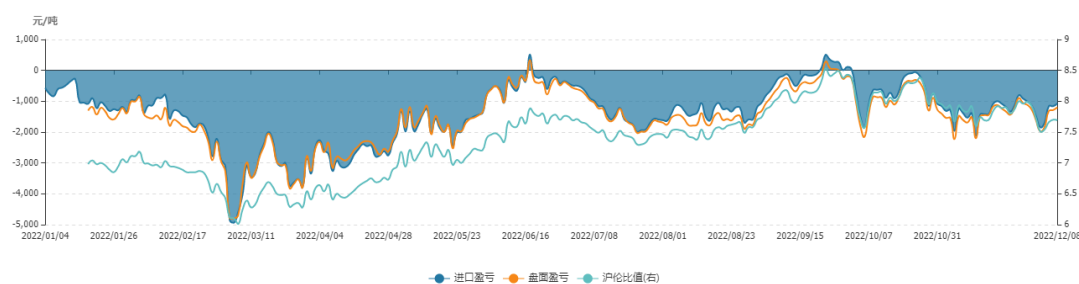


图 9：镍进口盈亏

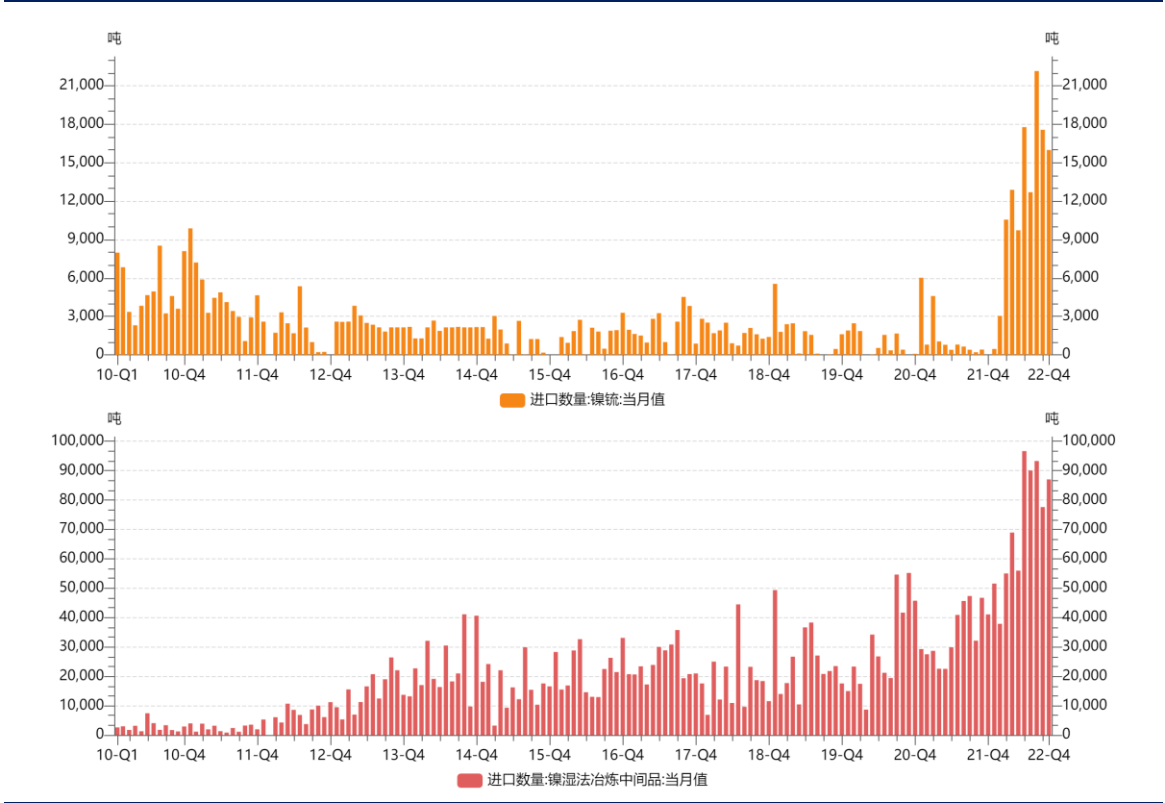


2.4 中间品、硫酸镍供应增量明显

硫酸镍原料现阶段主要分为纯镍、镍冶炼中间品（MHP、高冰镍等）和废镍。2022 年随着印尼湿法中间品 MHP 和高冰镍产能释放，国内硫酸镍原料逐渐转向镍冶炼中间品，对纯镍需求减少。

2022 年 1-10 月份我国进口镍湿法冶炼中间品（MHP）累计为 71.4 万吨，同比增加 118.86%，进口高冰镍累计为 12.28 万吨，累计同比增加 685.02%，主要来自印尼。

图 10：我国镍冶炼中间品进口量



目前全球新增镍湿法冶炼中间品（MHP）和高冰镍产能主要集中在印尼。2023 年印尼仍有大量中间品项目投产，新增产能预计在 54 万镍吨附近。

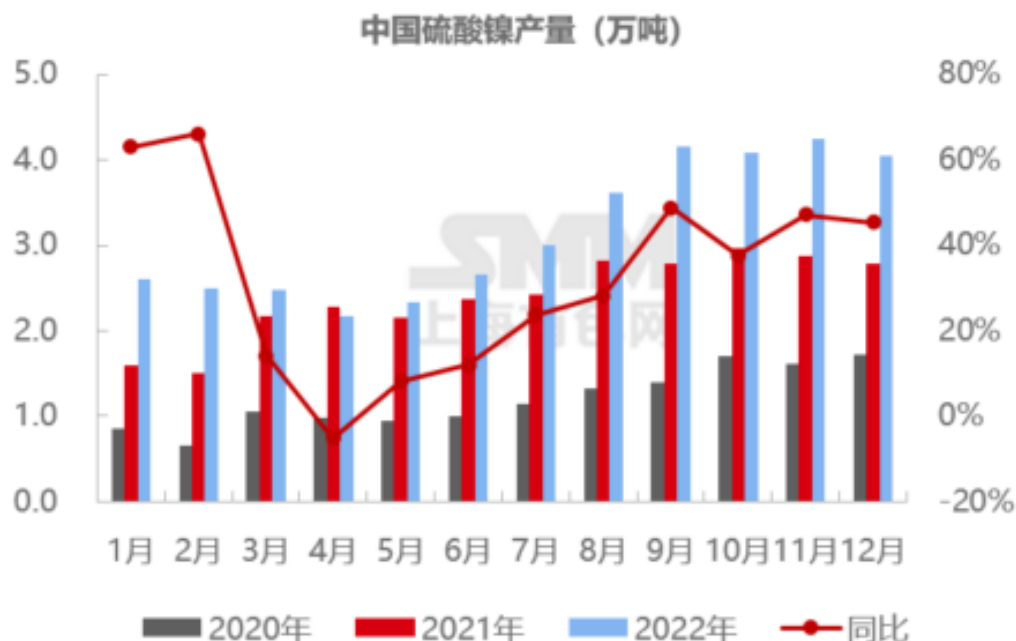
图 11：2023 年印尼中间品新增产能

项目	产能(万镍吨)	计划投产	产品
华飞	12	2023年	MHP
力勤三期	6	2023年9月	MHP
青山&振石&华友	2	2023年	MHP
青美邦二期	4.3	2023年	MHP
PT Ceria	4	2023年-2024年	MHP
中伟新材料	6	2023年	高冰镍
华友钴业	4.5	2022年11月底试产	高冰镍
道氏技术&华迪	2	2023年	高冰镍
中伟&德邦	2.75	2023年	低冰镍
格林美&伟明&Merit International Capital Limited	5	2023年	高冰镍
华新丽华-旭日	5.5	2023年投产	高冰镍
总计	54.05		

数据来源：华闻期货交易咨询部 SMM

2022 年 1-10 月我国硫酸镍产量累计为 29.7 万金属吨，累计同比增加 28.72%。得益于镍冶炼中间品供应增加以及新能源板块对镍需求的增量，预计 2023 年我国硫酸镍产量将保持高增速。

图 12：我国硫酸镍产量



数据来源：华闻期货交易咨询部 SMM

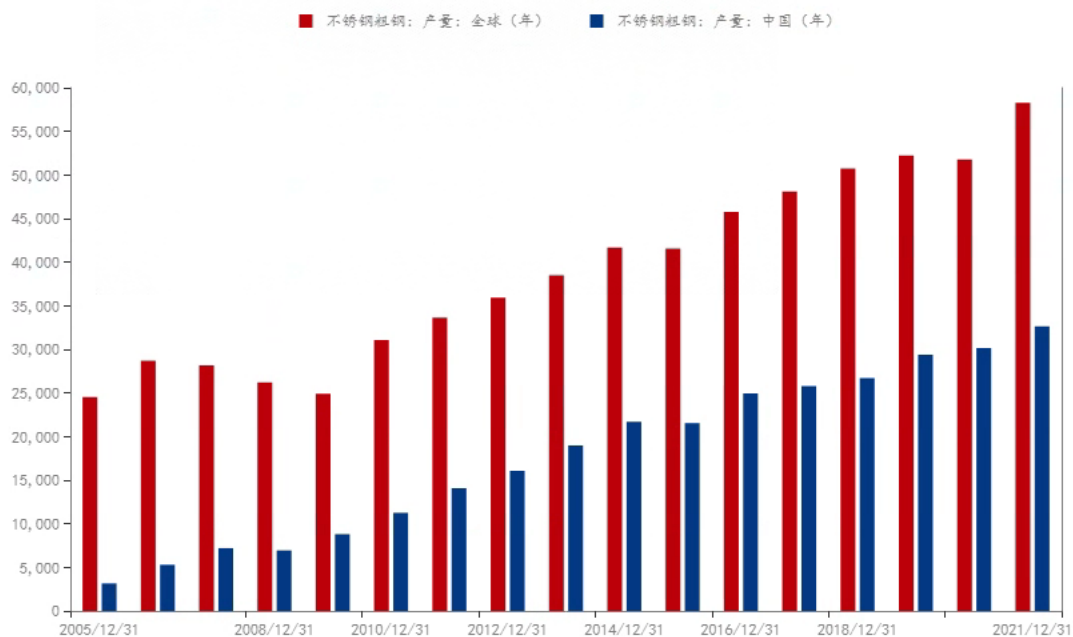
三、镍需求分析

3.1 不锈钢需求有望修复

全球原生镍消费主要集中在不锈钢、电池、合金及电镀等领域，其中不锈钢仍是第一大消费主力，消费占比在 66% 左右，电池行业消费量亦逐年增加，2022 年消费占比约 10%，而合金、电镀及其他领域消费量相对稳定。

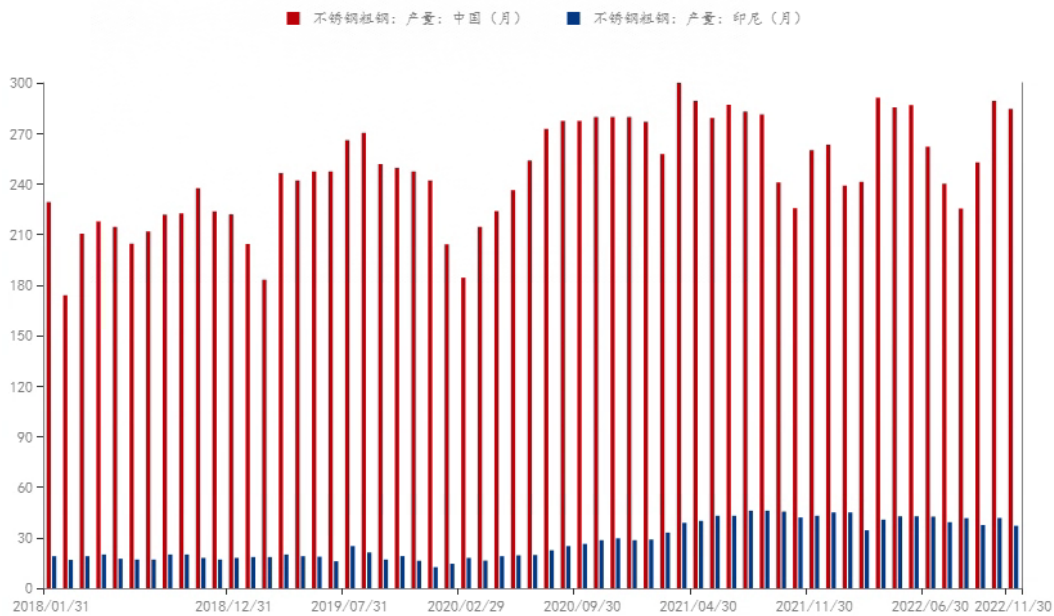
我国是第一大不锈钢生产国，占全球总产量的 56% 左右。2022 年 1-11 月份我国不锈钢粗钢产量累计为 2897.73 万吨，累计同比减少 2.79%，年内因不锈钢厂连续亏损，以及库存累积，出现大幅减产现象。而近年来印尼不锈钢产量稳步抬升，不过 2022 年同样因需求疲弱产量小幅下滑，1-11 月份印尼不锈钢粗钢产量累计为 445.05 万吨，累计同比减少 0.92%。

图 13：全球不锈钢产量



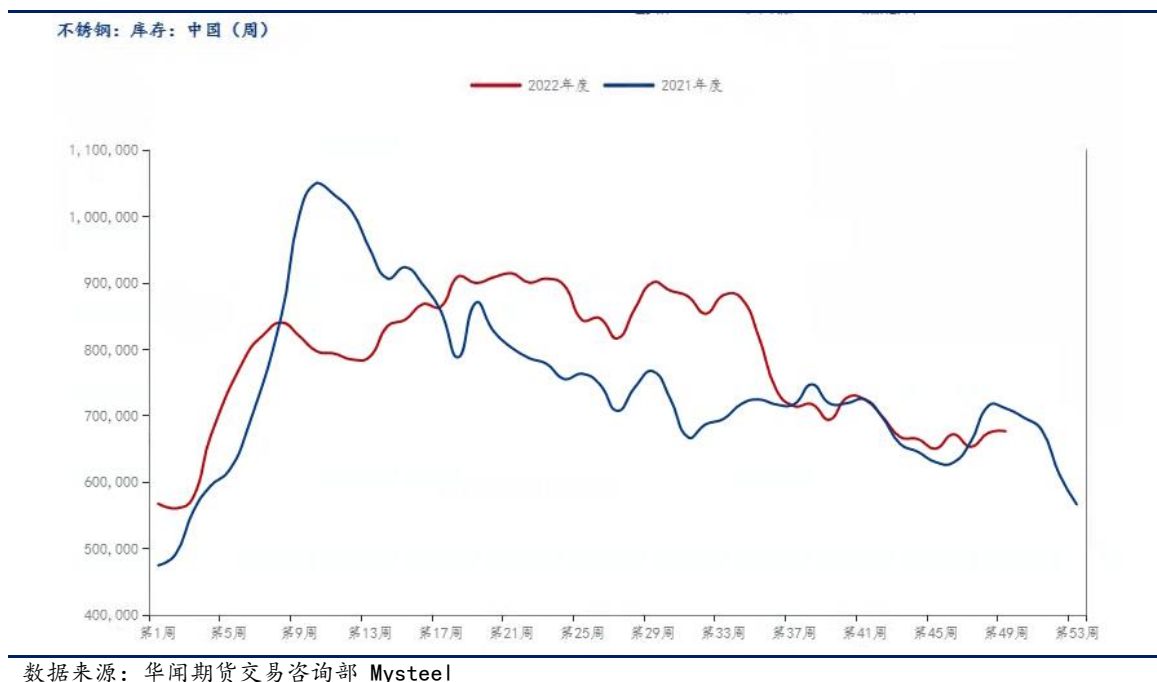
数据来源：华闻期货交易咨询部 Mysteel

图 14：我国及印尼不锈钢产量



数据来源：华闻期货交易咨询部 Mysteel

图 15：我国不锈钢社会库存



2023 年我国和印尼仍有较多新增产能计划，预计总增量有 967 万吨，在国内地产弱修复预期下，2023 年不锈钢产量有望恢复增长，但仍需留意利润对企业开工率的影响。

图 16：2023 年中国和印尼新增不锈钢产能

企业名称	产能（万吨）	投产时间
河北毕氏	139	2023年6月
青山（福安）	90	2023年7月
山东盛阳	170	2023年
太钢鑫海	218	2023年
印尼德龙	50	2023年一季度
力勤（印尼）	300	2023年三季度
总计	967	

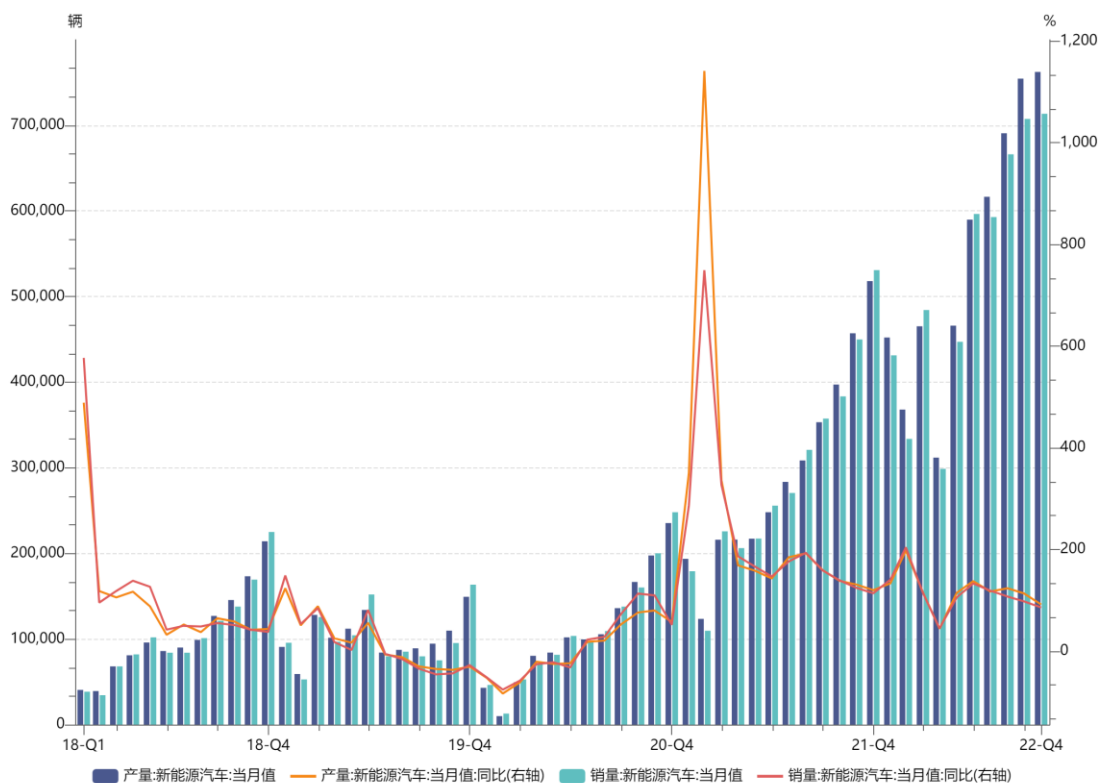
数据来源：华闻期货交易咨询部 SMM

3.2 新能源板块保持高增长

近年来，我国新能源汽车产销量保持高速增长，对镍的需求亦大幅增加。2022 年 1-11 月，我国新能源汽车产销分别完成 625.3 万辆和 606.7 万辆，同比均增长 1 倍，

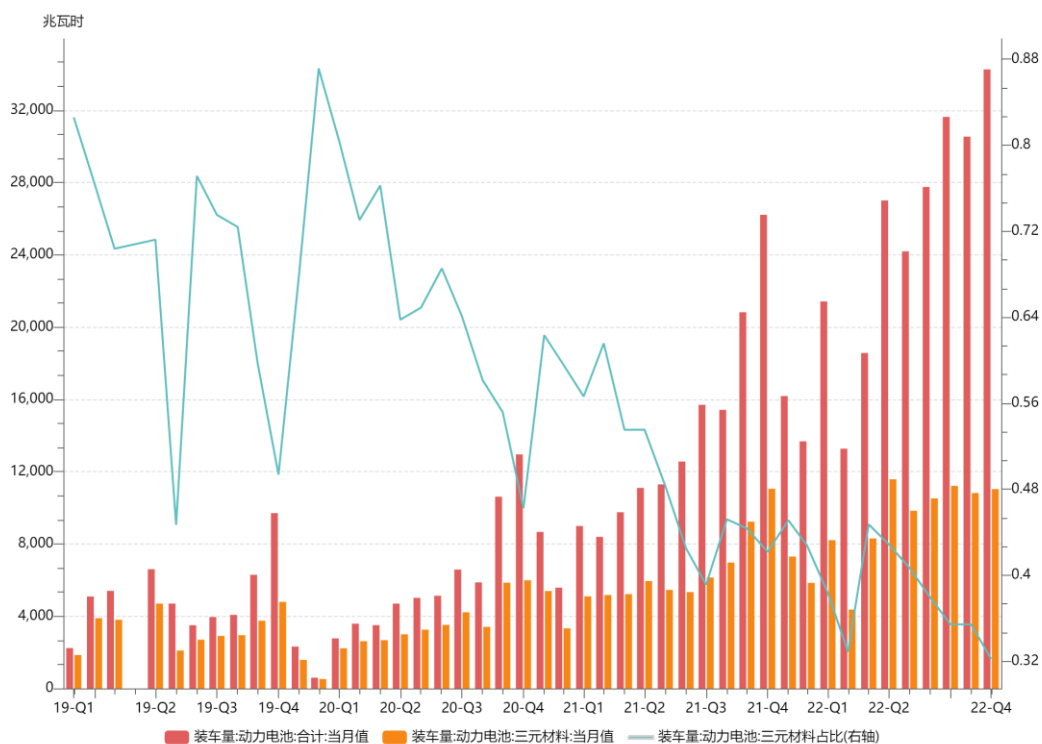
市场占有率达到 25%，贡献了全球新能源汽车的主要增量。2022 年 1-9 月全球新能源汽车销量 681.8 万辆，同比增加 61.4%，相对而言海外新能源汽车市场渗透率较低，仍有较大上升空间，目前欧洲市场渗透率在 15.7% 附近，美国 6.8%。

图 17：我国新能源汽车产销量



从装车量来看，2022 年 1-11 月份我国动力电池累计装车量 258.5GWh，累计同比增长 101.5%。其中三元电池累计装车量 99.0GWh，占总装车量 38.3%，累计同比增长 56.5%；磷酸铁锂电池累计装车量 159.1GWh，占总装车量 61.5%，累计同比增长 145.5%。整体来看，磷酸铁锂电池挤占了三元电池的部分市场，但三元电池对镍的需求仍呈递增之势，硫酸镍产量亦逐步增加。

图 18：我国三元电池装车量及占比

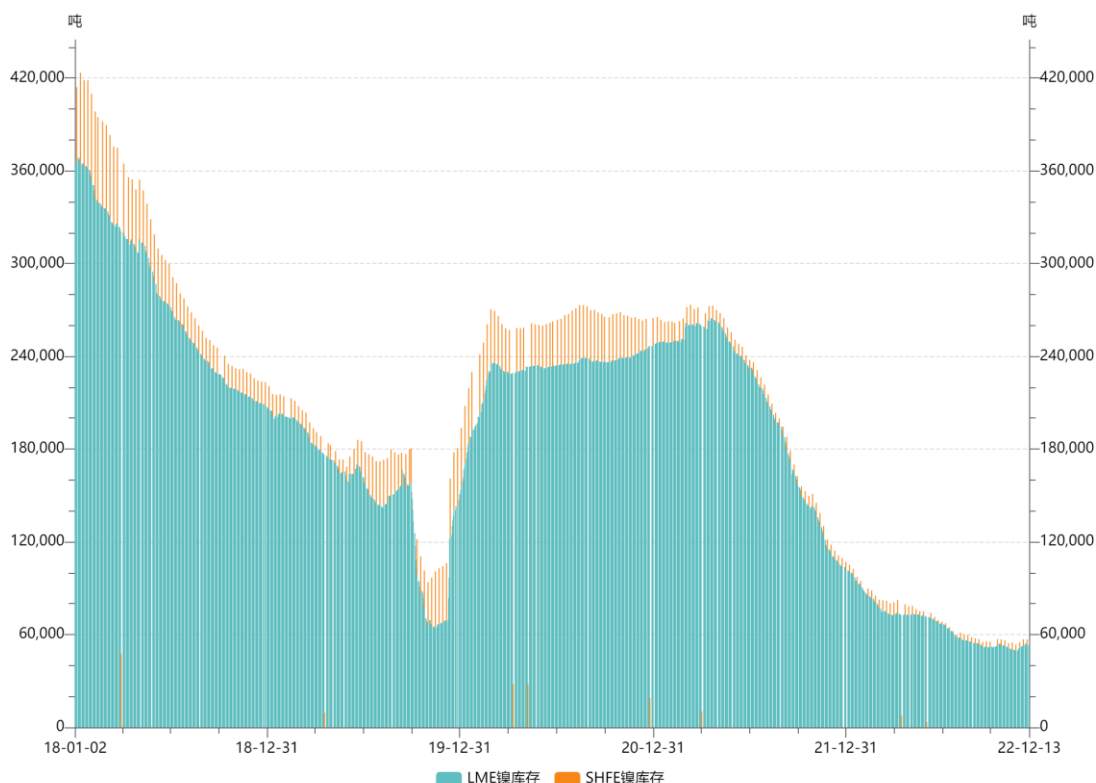


数据来源：华闻期货交易咨询部 wind

四、镍库存

2022 年全球镍库存继续下滑，截止 12 月 13 日 LME 镍库存降至 52878 吨，国内上期所镍库存为 3529 吨，总体处于历史偏低水平，不过近几个月以来降幅逐渐缩窄，有企稳迹象，另外不排除隐形库存的存在。

图 19：全球镍显性库存



数据来源：华闻期货交易咨询部 wind

五、2023 年镍市展望

2022 年全球原生镍供应增量明显，出现镍铁等结构性过剩局面，而电解镍库存偏低，在镍铁、中间品对其替代下，叠加隐性库存存在，其供应亦逐渐转为过剩。2023 年随着印尼镍铁及中间品持续放量，全球原生镍供应将继续增加，而消费端新能源汽车亦将继续发力，不锈钢板块亦存在修复预期，整体来看供需端均将持续改善，而原生镍总体表现为过剩。预计 2023 年镍价难以持续久居高位，整体呈高位盘整后震荡下行趋势，伦镍运行区间 19000-34000 美元/吨，沪镍运行区间 150000-240000 元/吨。

图 20：全球原生镍供需平衡表

单位：万镍吨	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
全球原生镍产量	221	247	253	272	319	370
全球原生镍消费量	230	244	245	290	307	343
供需平衡	-9	3	8	-18	12	27

数据来源：华闻期货交易咨询部

免责声明

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华闻期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华闻期货有限公司认为可靠，但华闻期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华闻期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。阁下不能依靠此报告以取代行使独立判断，华闻期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。此报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。此报告所载的观点并不代表华闻期货有限公司的立场。

此报告的版权属华闻期货有限公司，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属华闻期货有限公司。未经华闻期货有限公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。

华闻期货有限公司对此报告版权所有并保留一切权利。