

季度报告—镍

供给扰动消退，关注需求增长

走势评级：

镍：看涨

报告日期：

2024 年 3 月 31 日

★矿端

二季度矿端对盘面行情的驱动更有可能体现在红土镍矿供应的边际扰动上, 菲律宾矿企盈利减少和出口需求减弱可能会造成菲矿供应下降。印尼方面除了关注配额审批以外, 在全球镍矿石品位逐年下降的背景下, 印尼中高镍矿的供应能否如期释放也值得重视。

★冶炼端

24 年 Q1 印尼矿端扰动向中下游冶炼端生产传导成为交易矛盾主线。二季度市场关注焦点在于 MHP 和高冰镍的供应紧缺问题能否得到解决。纯镍在二季度产能边际增长价格弹性较大, 可能对供应端造成较大不确定性。

★需求端

海外二季度整体经济贸易仍然有收缩压力, 不锈钢需求增长何时启动有待观察。国内方面, 二季度原生镍需求端主要关注不锈钢高库存矛盾如何解决, 以及三元前驱体的供需缺口是否有进一步拉大可能。

★投资建议

24 年 Q2 镍价目标价格还有可能在一季度滞后需求的拉动下出现阶段性反弹, 供需矛盾的缓解也可能造成价格冲高回落, 但底部支撑由于在镍中间品供需紧平衡的判断下不宜过分看空, 可能会在 12.5-13 万元/吨价格区间形成强支撑。建议在价格低位时分批布局多单, 等待反弹机会。

★风险提示：

宏观需求不及预期；政策风险造成供给扰动。

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

曹洋

首席分析师(有色金属)

从业资格号：

F3012297

投资咨询号：

Z0013048

Tel:

8621-63325888-3904

Email:

yang.cao@orientfutures.com

联系人：

衡旭

有色金属助理分析师

从业资格号：

F03117259

Tel:

8621-33315862

Email:

xu.heng@orientfutures.com

主力合约行情走势图



重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、矿端	5
1.1、镍矿	5
1.2、结论与思考	7
2、冶炼端	7
2.1、镍中间品&硫酸镍	7
2.3、精炼镍	10
2.4、结论与思考	10
3、需求端	11
3.1、不锈钢	11
3.2、新能源	16
3.4、结论与思考	19
4、投资建议	19
4.1、供需平衡表及行情展望	19
5、风险提示	21

图表目录

图表 1: 印尼 1.8%Ni 镍矿官方指导价季节性变化	5
图表 2: 印尼 Antam 镍矿石季度出货量	5
图表 3: 24 年菲律宾亚洲镍业待投产镍矿项目	6
图表 4: 菲律宾主要矿企镍矿产量	6
图表 5: 菲律宾出口中国镍矿石量（分品位）	6
图表 6: 国内镍矿港口库存量	7
图表 7: 菲律宾 1.4%Ni 红土镍矿 CIF 价格	7
图表 8: 印尼 MHP 和高冰镍月度产量	8
图表 9: 中国湿法中间品月度进口量	8
图表 10: 印尼重点 MHP 项目跟踪	8
图表 11: 印尼镍铁分地区利润率	9
图表 12: 高冰镍相对于镍铁溢价	9
图表 13: 中国硫酸镍不同原料生产利润率	9
图表 14: 中国硫酸镍产量变化	9
图表 15: 精炼镍相对硫酸镍溢价	10
图表 16: 精炼镍月度产量	10
图表 17: 欧洲主要厂商不锈钢发货量变化	11
图表 18: 欧洲主要厂商盈利情况	11
图表 19: 欧洲不锈钢进口量	12
图表 20: 美国 CLIFFS 不锈钢出货量及营收	12
图表 21: 欧美 304 冷轧不锈钢价格	12
图表 22: Outokumpu 欧洲 304 不锈钢卷板合金附加费	12
图表 23: 中国 304 冷轧不锈钢分工艺生产成本	13
图表 24: 中国 304 热轧不锈钢理论盈亏（自产 NPI）	13
图表 25: 中国 300 系不锈钢粗钢产量	13
图表 26: 中国 200 系不锈钢粗钢产量	13
图表 27: 中国不锈钢表观需求变化	14
图表 28: 中国不锈钢月度进出口量	14
图表 29: 无锡&佛山不锈钢社会库存变化	15
图表 30: 上期所不锈钢仓单	15
图表 31: 全球分地区不锈钢消费年度增速预期	15
图表 32: 全球不锈钢粗钢产量年度预测	15
图表 33: 全球新能源汽车销量及预估	16

图表 34: 中国新能源汽车月度销量预估.....	17
图表 35: 全球新能源车月度销量变化.....	17
图表 36: 全球 PHV 汽车月度销量变化.....	17
图表 37: 全球 EV 汽车月度销量变化.....	17
图表 38: 三元前驱体价格变化	18
图表 39: 主要前驱体企业三元项目盈利情况	18
图表 40: 三元前驱体出口量月度变化.....	18
图表 41: 三元前驱体产量月度变化.....	18
图表 42: 中国三元前驱体分型号耗镍量变化.....	19
图表 43: 中国三元电池月度库存变化.....	19
图表 44: 中国三元前驱体镍金属季度供需平衡.....	20
图表 45: 中国精炼镍月度供需平衡变化.....	20

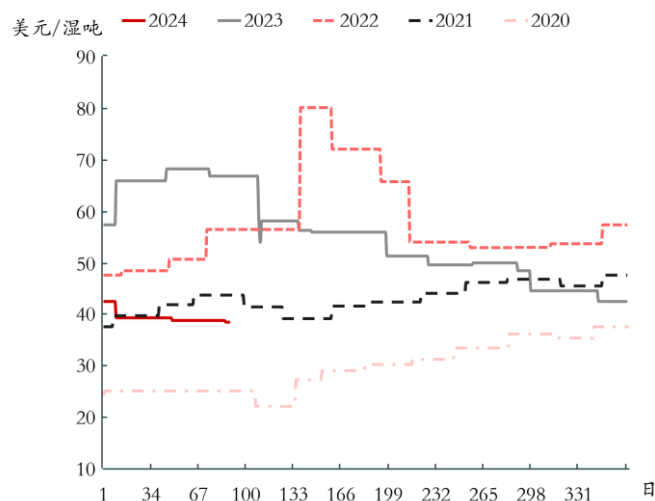
1、矿端

1.1、镍矿

印尼：一季度印尼镍矿配额收紧对矿价的影响在缓慢消退，当地矿企缴清拖欠税款后，配额审批速度显著加快。按照我们年报中对 24 年镍矿需求的预估，印尼全年总共要批复 2.3 亿湿吨以上才能满足镍中间品和镍铁的冶炼需求。根据印尼能矿部消息，截至一季度末，已有 107 家镍矿山提交的开采配额获得批准，合计批准配额数量约 1.53 亿湿吨，极大缓解了一季度对全年矿石供应的紧缺预期。印尼镍企 Antam 在 23 年 Q4 镍矿产量环比大幅下降 26% 至 277 万湿吨，而 24 年 Antam 的镍矿产量目标为 2058 万湿吨，国内市场销量达到 1875 万湿吨，计划产量相比 23 年实际产量增加 54%，释放出 24 年印尼镍矿整体开采量增加的积极信号。

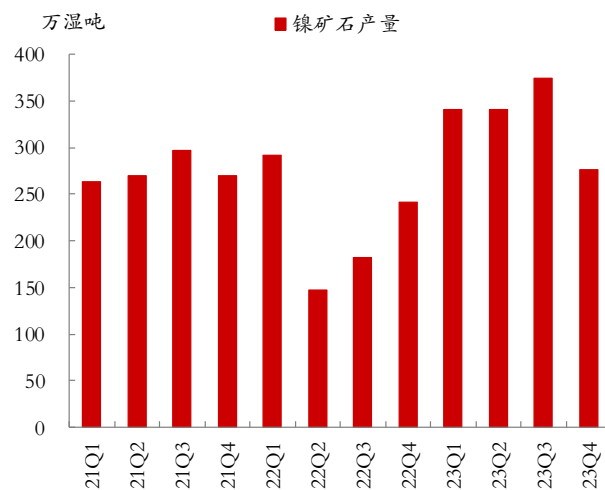
印尼 3 月份镍矿内贸基准价格已经产生松动迹象，1.8%Ni 品位的矿石基准价 38.36 美元/湿吨，市场成交价格在 47-48 美元/湿吨左右，环比上月略微下跌 0.8%。**24 年 Q2 印尼镍矿价格预计还难以明显回落**，一方面是目前镍矿配额分配区域并不均匀，当下拿到配额批复的矿企多集中在大 K 岛，因此小 K 岛需要进行高溢价跨岛海运购买，产生矿价的区域溢价差异。另一方面，受到大 K 岛进入雨季的影响，以及 4 月中旬开斋节假期的影响，矿山开采出货节奏放缓。在供给扰动逐渐消退后印尼镍矿的价格下行更有可能在 5、6 月发生。

图表 1：印尼 1.8%Ni 镍矿官方指导价季节性变化



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 2：印尼 Antam 镍矿石季度出货量



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

菲律宾：受到镍、钴等金属价格下跌造成的红土镍矿湿法开采项目成本攀升，以及镍矿销售收入的减少，以矿石出口为主的菲律宾企业 23 盈利大幅下滑。亚洲镍业在 23 年净利润几乎腰斩，同比下降 53.2% 至 37 亿比索，Global Ferronickel 在 23 年的净利润环比下降 19.5% 至 15 亿比索。利润角度，23 年 Q4 菲律宾的红土镍矿生产平均成本在 26 美元/湿吨左右，相比于 Global Ferronickel 等企业实现的 33.3 美元/湿吨销售价格仍有利可图。

从产量角度看，菲律宾的镍矿开采市场集中度相当高，亚洲镍业矿石产量几乎占据全国产量的一半。受盈利下滑量上出现减少的是运营维护成本较高的 MHP 湿法冶炼项目，23 年亚洲镍业 MHP 的出货量同比减少 3.3%至 753 万湿吨，而公司总的镍矿销售量则同比增加 3%至 1650 万湿吨，呈现积极增长态势。24 年菲律宾矿石增量主要关注亚洲镍业计划在今年动工的 Bulanjao、Manicani 镍项目进展，如果二、三季度菲律宾镍矿石价格下跌幅度较大，可能会影响到这两个项目的正常开工投建。

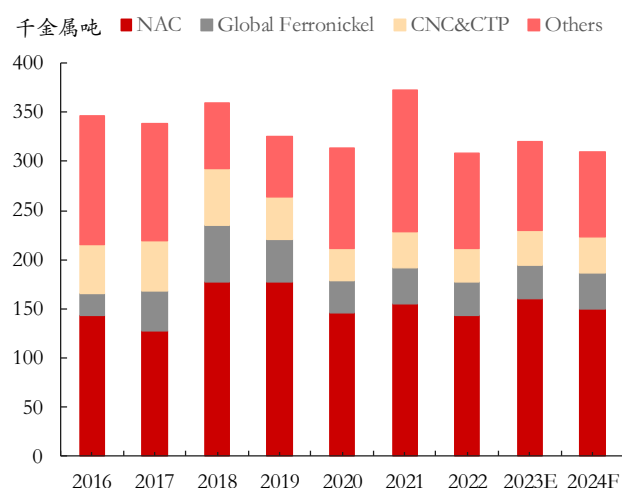
图表 3：24 年菲律宾亚洲镍业待投产镍矿项目

单位：万湿吨	Bulanjao	Manicani
资源储量	5600 (1.38%Ni)	4300 (1.59%Ni)
分类型：腐泥土矿	2000 (1.54%Ni)	2500 (1.77%Ni)
褐铁矿	3600 (1.30%Ni)	1800 (1.35%Ni)
计划年产量	200	300
分类型：腐泥土矿	72	174
褐铁矿	128	126

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

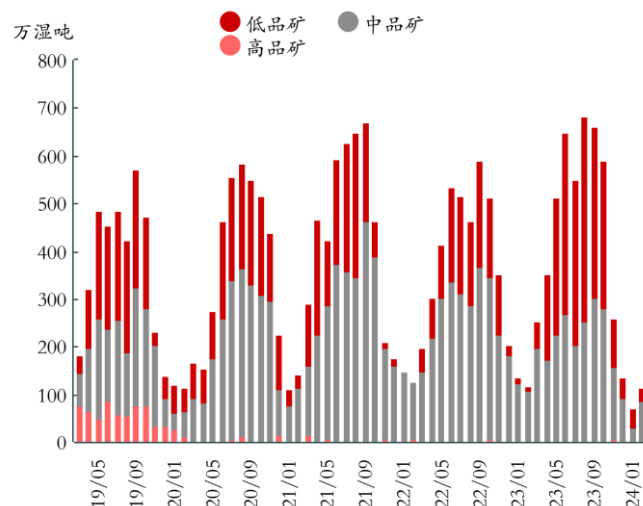
从需求方面来看，国内进口菲律宾的镍矿呈现出明显的季节性变化规律，24 年二季度菲律宾主产区雨季结束后，镍矿到港量开始增加。但国内需求镍铁厂亏损经营，冶炼需求低迷成为二季度影响菲矿进口消纳的关键问题，印尼进口镍铁具有的成本优势也挤占了进口菲律宾矿石进行镍铁冶炼的市场份额。这导致今年 3、4 月份国内港口镍矿库存去化也远不及去年同期水平，二季度菲律宾矿石出口国内压力激增下，菲矿价格很有可能出现大幅下跌。

图表 4：菲律宾主要矿企镍矿产量



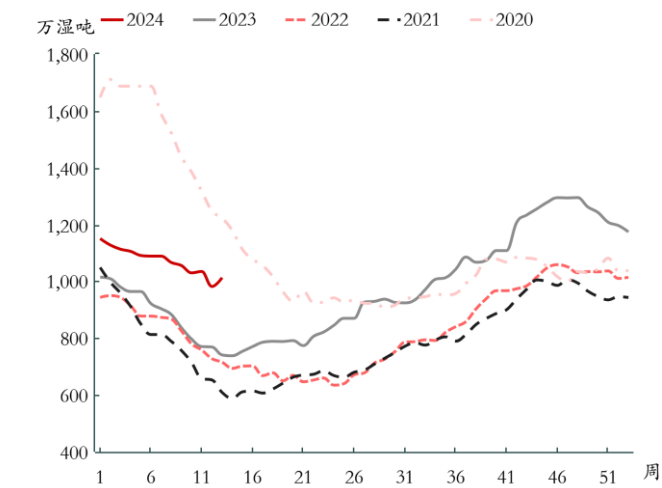
资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 5：菲律宾出口中国镍矿石量（分品位）



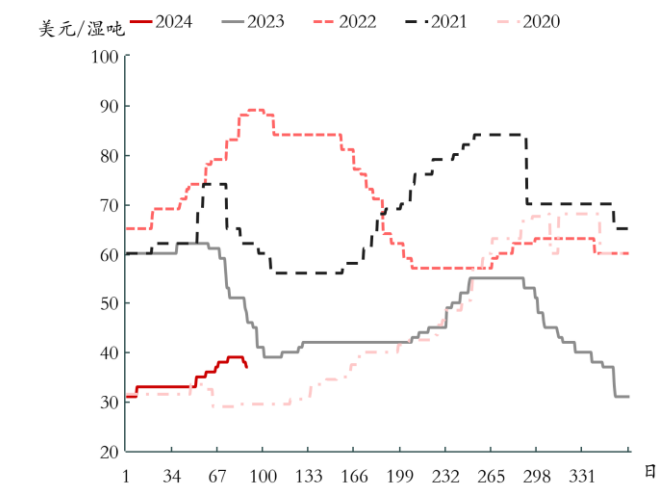
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 6：国内镍矿港口库存量



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 7：菲律宾 1.4%Ni 红土镍矿 CIF 价格



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

1.2、结论与思考

二季度矿端对盘面行情的驱动更有可能体现在红土镍矿供应的边际扰动上，菲律宾矿企盈利减少和出口需求减弱可能会造成菲矿供应下降。印尼方面除了关注配额审批以外，在全球镍矿石品位逐年下降的背景下，印尼中高镍矿的供应能否如期释放也值得重视。海外高成本镍矿项目停产潮下，印尼的矿端供应集中度上升，镍资源定价权逐渐增强，根据印尼当地官员要将镍价控制在 1.6-1.8 万美元的表态来看，印尼的矿价后期更有可能受到政策等人为干扰，达到既能让矿企获利，又能让中下游镍铁、中间品等冶炼厂正常经营的平衡状态。

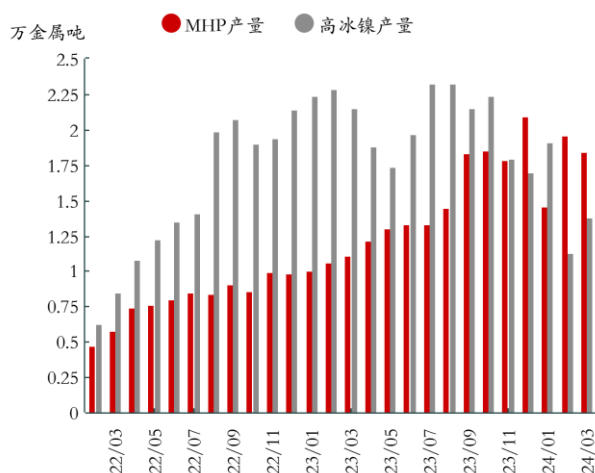
2、冶炼端

2.1、镍中间品&硫酸镍

镍中间品：24 年 Q1 印尼矿端扰动向当地湿法中间品的生产传导，一季度印尼 MHP 和高冰镍产量环比分别下降 28.8%和 53.6%，回流到国内的湿法中间品量上显著减少，从而影响到硫酸镍的原料正常供应，成为推动终端纯镍价格上涨的主要驱动因素。

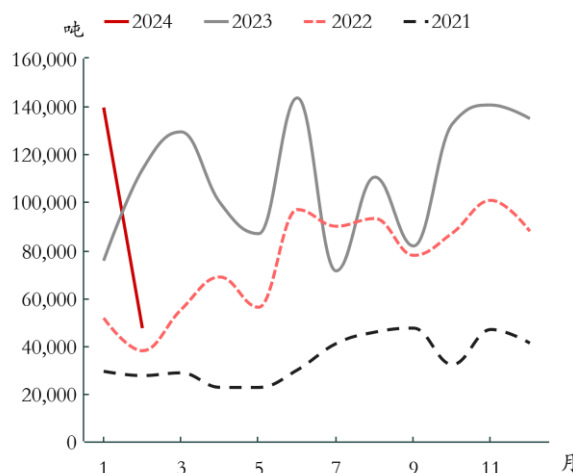
MHP 产量供应方面，已投建的 MHP 湿法项目具有前期投资规模大，投产建设周期长的特点，相比于产线转换灵活的高冰镍，其供应量稳定性更强。当前印尼的华飞镍钴项目由于在 23 年 Q4 的产线检修以及 24 年存货交付延迟等问题影响，短期运输国内产量有所边际减少，预计在 4、5 月产量恢复正常供应。下半年重点关注项目有力勤的 OBI 岛三期，3 月份选矿系统已经顺利投料，3 条产线合计 6.3 万金属吨产能在下半年将分配投产，全部投产完成后力勤的 HPAL 一至三期湿法项目将实现 12 万金属吨的年产能。青美邦二期的湿法项目也在 24 年 1 月份将高压釜运送至印尼，三个产能在 2.1 万金属吨/年的模块在下半年也即将分批投产。二季度市场关注焦点在于 MHP 和高冰镍的供应紧缺问题能否得到解决，如果中间品如期大量回流，那么盘面镍价的价格中枢有望下移。

图表 8：印尼 MHP 和高冰镍月度产量



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 9：中国湿法中间品月度进口量



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

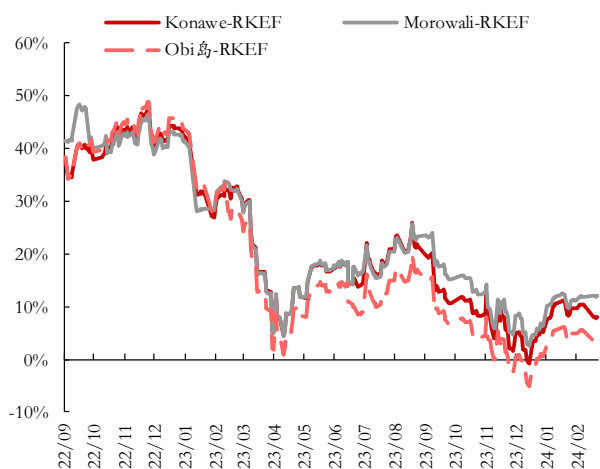
图表 10：印尼重点 MHP 项目跟踪

项目	产能 (万金属吨)	预计投产时间	情况说明
力勤 OBI 项目三期	6	2024Q2	24 年 1 月通水, 4 月试车, 6 月起量
青美邦镍资源项目二期	6.3	2024Q2	24 年 6 月开始三个模块(2.1 万镍吨/个) 年内分批竣工投产
格林美&MDK	3	24 年 9 月	生产 MHP 自供 24 年 6 月份竣工的 3 万吨高镍三元前驱体项目
华友/青山/大众项目	12	2024 或 2025	
华友/Vale Sorowako	6	2024 或 2025	
PT.Ceria	11.09	2024-2025	HPAL 项目正在建设阶段, 分两阶段, 由 6 个高压釜组成
华山镍钴	12	2025	延期
格林美/印尼 MBM 一期	2	2024Q4	已签署投资协议, 格林美控股 45%, 建设投资不超过 0.6 亿美元。一期 2 万镍吨 24 年 12 月投产, 二期再增加 1 万镍吨产能, 25 年 6 月投产。
格林美/印尼 MBM 二期	1	2025Q2	
华友/Vale (供货福特)	12	2025-2026	华友持股 53%, INCO 持股 30%, 福特持股 17%, 预估项目投资 45 亿美元, 争取 HPAL 项目环评中。

资料来源：新闻整理，铁合金在线，东证衍生品研究院

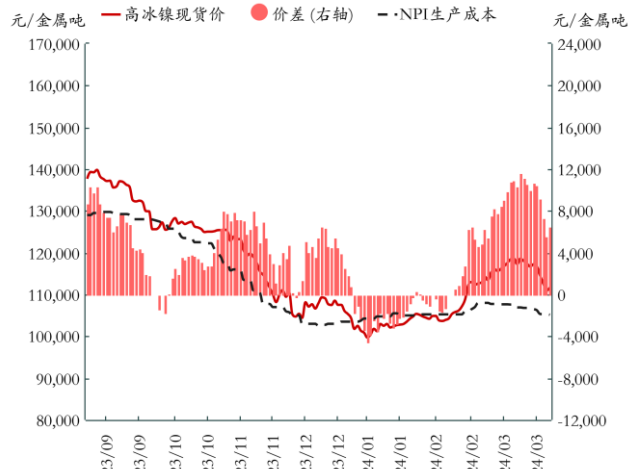
高冰镍方面，24 年 Q1 青山和中伟在印尼的高冰镍产量平均保持在 2.63 万吨/月的水平，2、3 月份高冰镍价格上涨后，镍铁转产高冰镍的利润空间超过镍铁利润，给予了 NPI 转产高冰镍的利润驱动，而在 NPI 相对于镍铁溢价回落以后，二季度高冰镍的增产应关注已有项目的投建情况。

图表 11：印尼镍铁分地区利润率



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

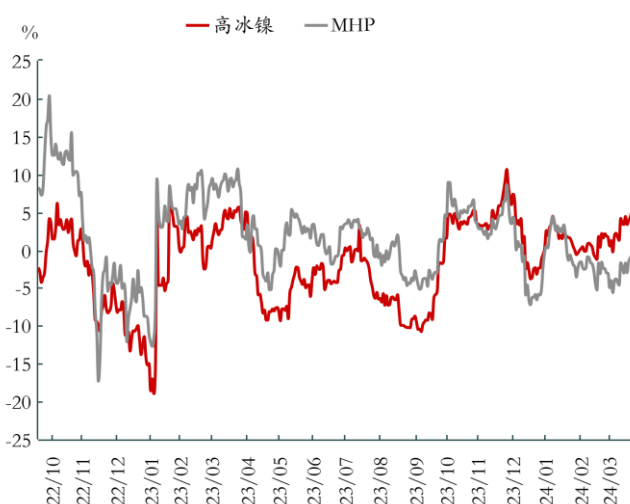
图表 12：高冰镍相对于镍铁溢价



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

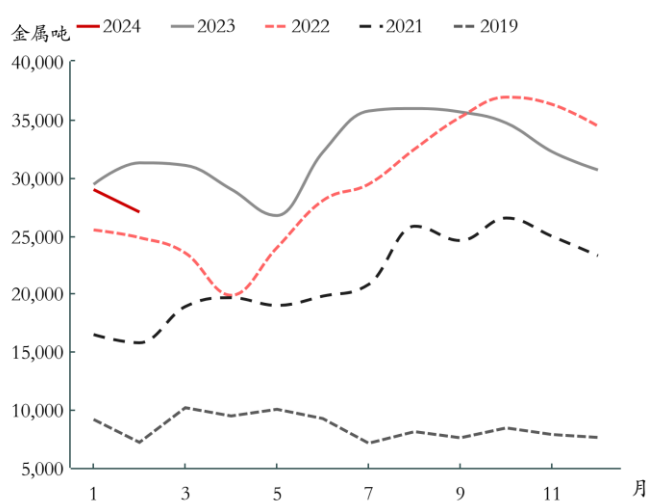
硫酸镍：24 年 Q2 硫酸镍量紧价升的局面有望得到缓解，国内硫酸镍市场产能分散度较高，一季度除头部自供厂商以外，其余产能规模较小厂商多选择暂缓采购高价 MHP 原材料，即使硫酸镍现货市场价格上涨，但利润空间打开有限下，也并未吸引原有产能大量转产增产，国内硫酸镍在一季度的产量预计环比下降 8%至 8.4 万金属吨。二季度产量由于下游前驱体需求仍可能增长，硫酸镍的供应需要关注头部厂商的原料到货情况，需求则有可能受市场价格预计降温引起下游采购回暖。

图表 13：中国硫酸镍不同原料生产利润率



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 14：中国硫酸镍产量变化

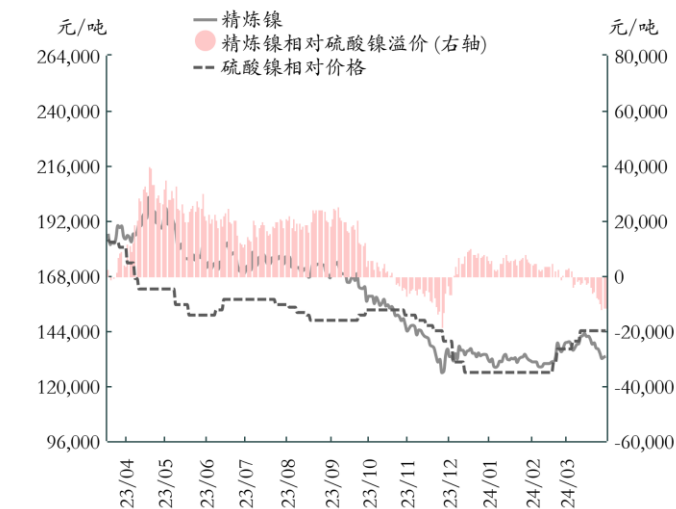


资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

2.3、精炼镍

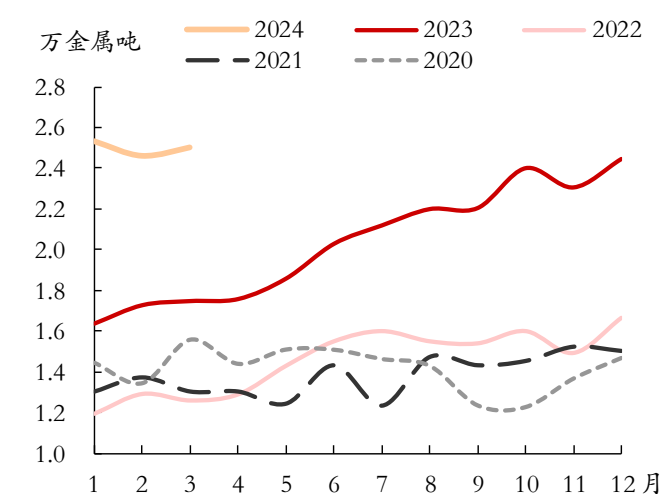
国内精炼镍产量在 24 年 Q1 继续稳定增长，同比增加 46% 至 7.5 万金属吨。从相对溢价角度看，一季度纯镍行情在宏观情绪和基本面共同催化下出现上行趋势，现货价格走高打开了纯镍相对于硫酸镍的溢价空间，能够自供硫酸镍原料的厂商更倾向于将硫酸镍进一步电积成为纯镍获取更高利润，因此纯镍月度产量并未出现环比下降。而在 3 月份价格回落后。如果硫酸镍溢价优势重新体现，这有可能导致厂商转产电积镍的意愿降低。24 年国内大体量的纯镍项目均已处于投产放量进程中，纯镍的库存积压和供应过剩造成市场价格竞争异常激烈，今年产能边际增长主要由外购 MHP 原料的小规模厂商贡献，这部分产能价格弹性较大，可能对供应端造成较大不确定性。

图表 15：精炼镍相对硫酸镍溢价



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 16：精炼镍月度产量



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

2.4、结论与思考

24 年 Q1 印尼矿端扰动向中下游冶炼端生产传导成为交易矛盾主线。二季度市场关注焦点在于 MHP 和高冰镍的供应紧缺问题能否得到解决，如果中间品如期大量回流，那么盘面镍价的价格中枢有望下移。纯镍的库存积压和供应过剩造成市场价格竞争异常激烈，今年二季度产能边际增长主要由外购 MHP 原料的小规模厂商贡献，这部分产能价格弹性较大，可能对供应端造成较大不确定性。

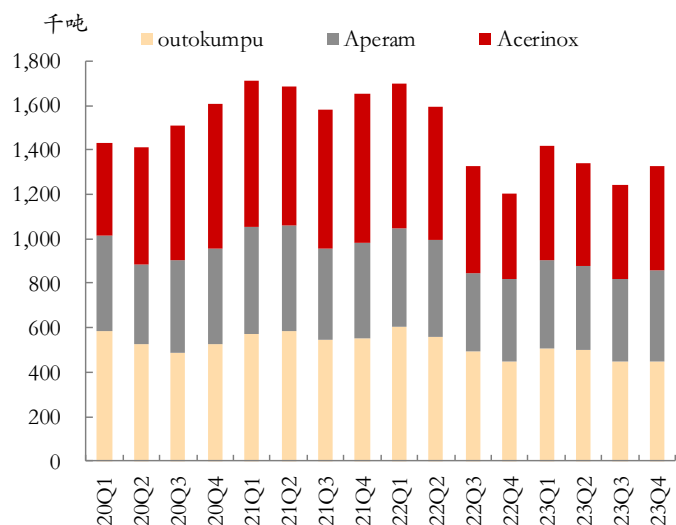
3、需求端

3.1、不锈钢

欧美：宏观层面，欧洲经济在 24 年初延续了去年萎靡不振的局面，整体经济贸易仍然有收缩压力。而去年欧央行连续大幅加息后，欧元区核心通货膨胀率已经降至 2 年来低位，整体物价水平显著回落。特别是在欧洲冬季供暖季结束后，水、电、天然气等相关能源品价格的下降缓解了人们对能源供应危机的担忧。目前通胀率下降对欧洲企业工人工资实际购买力有所改善，但能否完全恢复到物价上涨前的水平还有待观察。

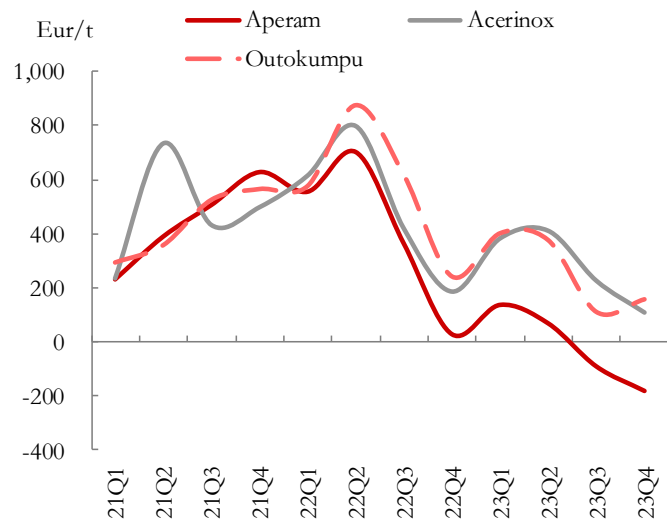
宏观层面的矛盾具体到欧美不锈钢企业上，则表现为企业营收下滑，工人罢工停产。欧洲的主要不锈钢企业，如 Outokumpu（芬兰）、Acerinox（西班牙）、Aperam（比利时）等在不锈生产盈利状况恶化后，出货量也对应减少。同时罢工事件频发也进一步降低了欧洲钢厂的产量修复预期，Acerinox 在西班牙的 Los Barrios 工厂工人因持续一年多的劳资谈判失败，自 2 月 5 日开始的无限期罢工、Outokumpu 企业旗下工人也因参与针对芬兰政府的罢工而导致钢厂交付订单时间推迟。美国的不锈钢厂同样未从经济衰退中迅速走出，Cleveland Cliffs 在 23 年 Q4 的不锈钢季度产量环比下降 6.51% 至 15.8 万吨，对应营收也环比下滑 7.75% 至 5.24 亿美元。

图表 17：欧洲主要厂商不锈钢发货量变化



资料来源：公司官网，东证衍生品研究院

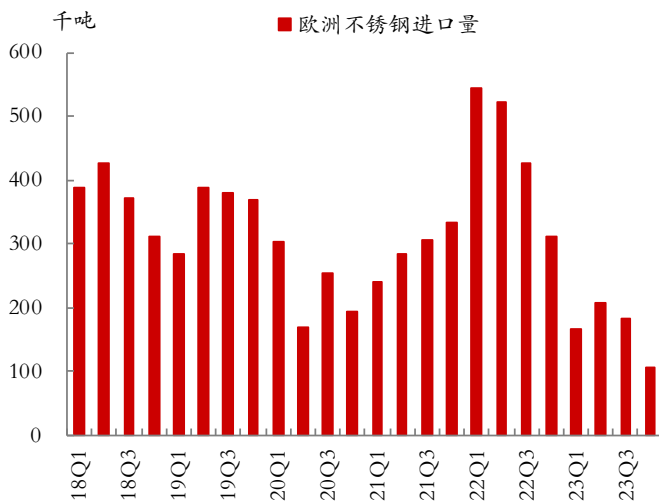
图表 18：欧洲主要厂商盈利情况



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

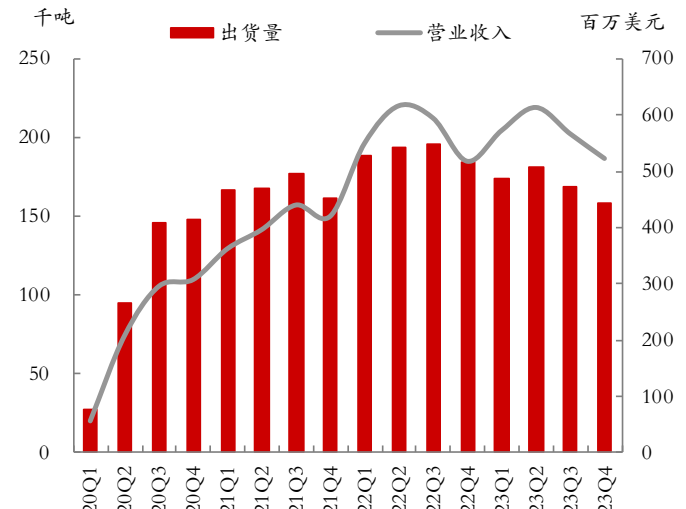
欧洲本土企业不锈钢生产边际减少下，从亚洲地区进口不锈钢量环比也出现了大幅下降。进口量上看，欧洲、美国在 23 年 Q4 进口不锈钢量环比分别下滑 41%、1.7% 至 11.5 万吨和 2.7 万吨。为避免中国、印尼等亚洲低成本不锈钢对欧洲钢企的市场冲击，欧洲的贸易保护主义也有所抬头。24 年年初，欧盟委员会将原对印尼冷轧卷板征收的反补贴税扩大到中国台湾、土耳其和越南进口的不锈钢板材产品，因此，亚洲地区的不锈钢出口情况可能在 24 年上半年仍难见好转，进口减少同时也增加了欧美地区不锈钢的阶段供应压力。

图表 19: 欧洲不锈钢进口量



资料来源: 公司公告, 东证衍生品研究院

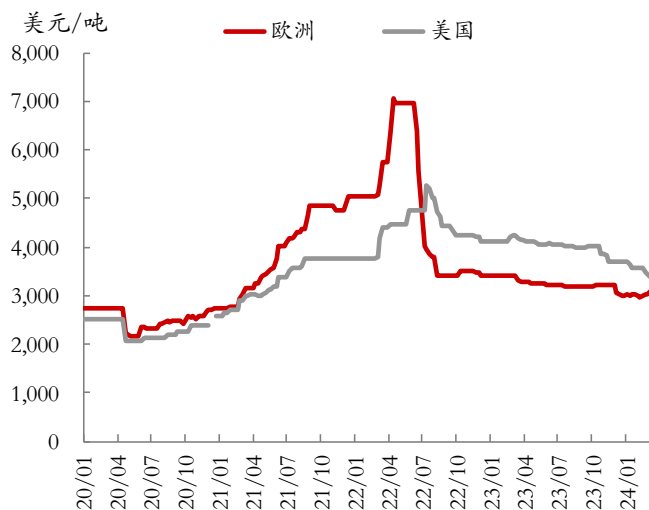
图表 20: 美国 CLIFFS 不锈钢出货量及营收



资料来源: 公司公告, 东证衍生品研究院

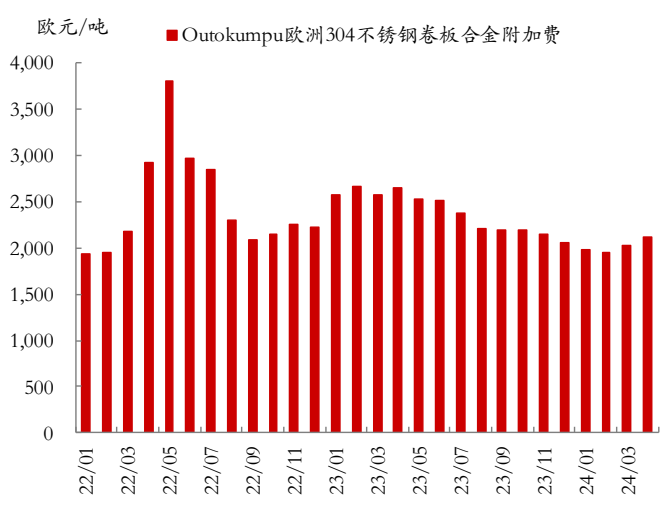
需求方面, 欧美受加息影响地产基建等投资需求受到压制, 美国 23 年全年的不锈钢消费量更是同比下降了 20%。而随着通胀回落, 日用消费、能源化工等行业的不锈钢消费有所好转, 交通运输业对不锈钢的刚需采购一定程度上也对不锈钢需求形成强支撑。同时, 欧盟也在积极出台经济复苏提振政策, 强调增强对欧洲基础工业以及低碳项目的支持力度, 有利于推动不锈钢行业尽快迎来发展转机。

图表 21: 欧美 304 冷轧不锈钢价格



资料来源: 公司公告, 东证衍生品研究院

图表 22: Outokumpu 欧洲 304 不锈钢卷板合金附加费



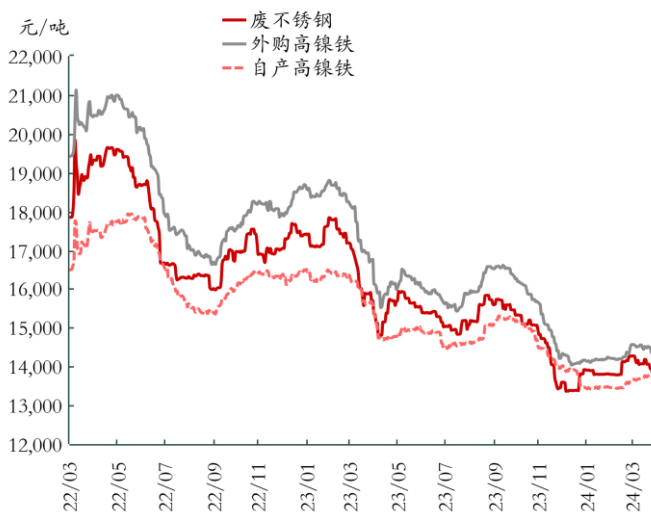
资料来源: 公司公告, 东证衍生品研究院

海外不锈钢市场供应端减产扰动仍存, 而需求侧复苏苗头初现。供需结构阶段性趋紧下, 欧洲不锈钢市场价格出现反弹, 24 年 3 月份 304 冷轧不锈钢价格相比于 2 月底上涨 70 美元/吨, Outokumpu 继续调涨 4 月份欧洲 304 不锈钢卷板合金附加费至 2119 欧元/吨, 环比增加 99 欧元/吨。产量恢复受限再叠加进口锐减, 欧美市场的不锈钢库存量有可能

在今年二、三季度看到去化，钢厂在终端价格好转下生产利润也有望出现边际修复。

中国：国内不锈钢市场在 24 年一季度生产利润有所改善，受益于春节假期过后下游行业采购备货需求的短期释放，现货成交氛围转暖，国内自供 NPI 的 304 不锈钢热轧厂利润空间打开。同时，镍铁原料的价格看涨情绪也催化了市场对不锈钢的涨价预期，提振钢厂增加排产的积极性。产量方面，根据中联金统计，由于受到春节放假影响，300 系不锈钢一季度排产环比下降 2.6%至 441 万吨，但同比增加 7.8%。而 200 系由于下游应用领域相比 300 系更加狭窄，其需求拉动预期有限下，24 年一季度产量环比下降 17.7%至 243 万吨，绝对数量下降 52 万吨。

图表 23：中国 304 冷轧不锈钢分工艺生产成本



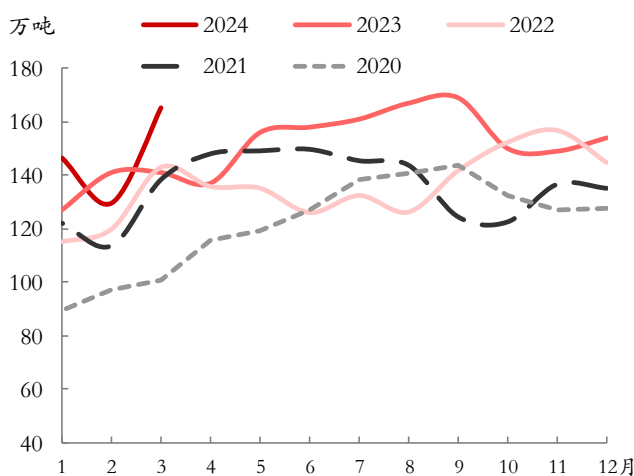
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 24：中国 304 热轧不锈钢理论盈亏（自产 NPI）



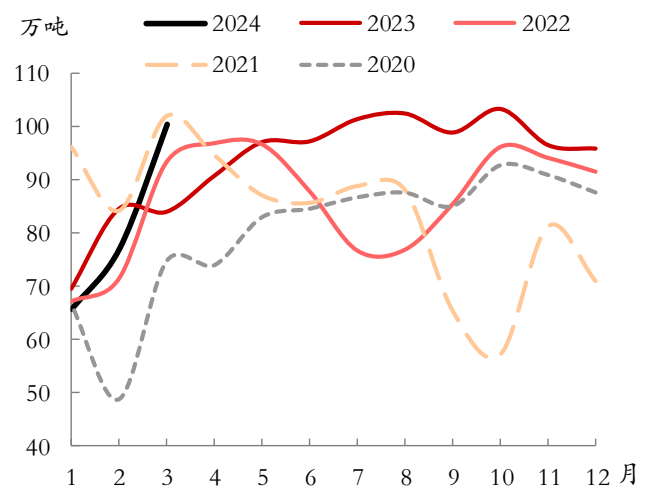
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 25：中国 300 系不锈钢粗钢产量



资料来源：中联金，东证衍生品研究院

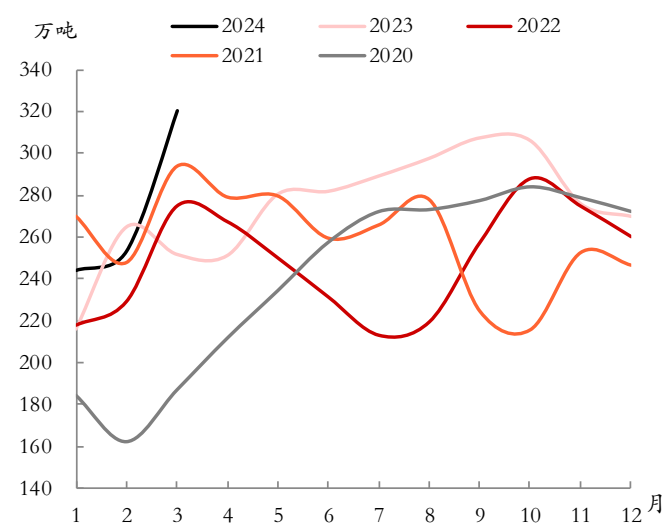
图表 26：中国 200 系不锈钢粗钢产量



资料来源：中联金，东证衍生品研究院

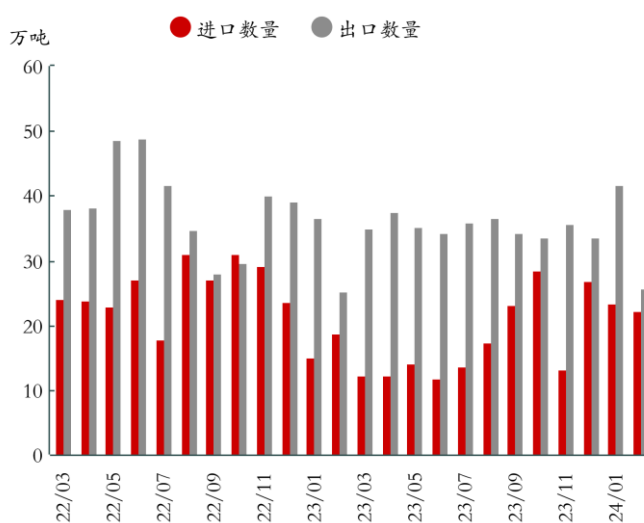
表观需求角度，24 年 Q1 国内不锈钢整体消费量同比大概增加 11.5%至 817 万吨，但环比变化不大。下游需求可能在今年存在结构上的转化，一方面传统基建和房地产竣工后的装修装饰对不锈钢的用量可能会出现减弱。而另一方面，“以旧换新”带来的供给侧变革有望推动日用消费、家电用车等行业产生更多的高端用钢替换需求，主要体现在含镍量更高的高品质 304、316 型号不锈钢有望得到广泛应用。进出口方面，全球不锈钢供应过剩背景下，海外贸易保护政策的趋严导致国内不锈钢出口阻力增加。在海外高端不锈钢进口量保持稳定的情况下，重点关注俄罗斯、印度等国家不锈钢消费增长带来的出口机会。

图表 27：中国不锈钢表观需求变化



资料来源：中联金，海关总署，东证衍生品研究院

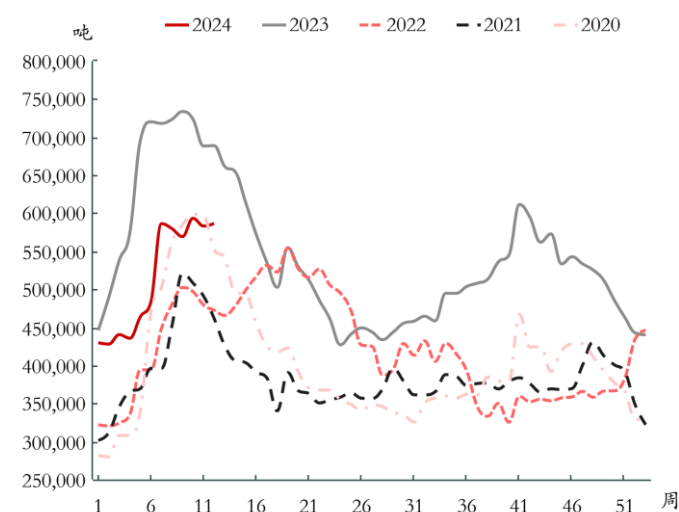
图表 28：中国不锈钢月度进出口量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

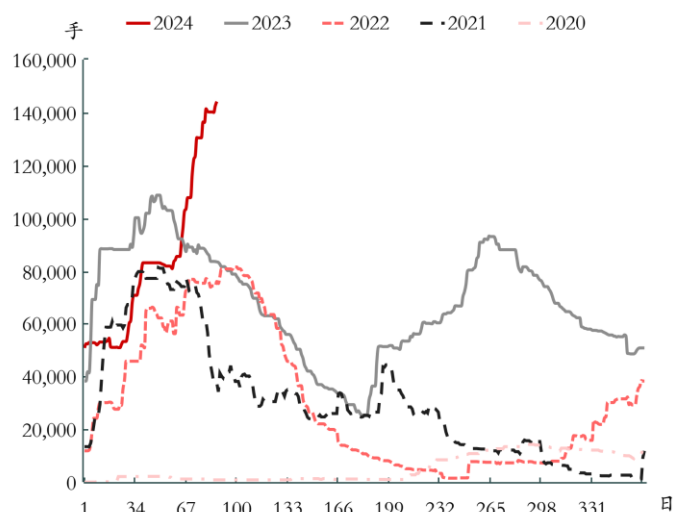
展望 24 年二季度，不锈钢产量增长除了面临需求复苏不确定性的挑战以外，显性库存大幅累积带来的去库压力也不容忽视。24 年一季度原料成本抬升，刺激盘面价格上涨之后，国内钢厂多选择继续增产，贸易商也进入盘面多头进行保值。这导致下游实际需求还未完全起来前，大量不锈钢现货进入贸易商的社会库存，或者注册成为交易所标准仓单。到一季度末，贸易商手中的现货销售不畅，已经严重积压，而钢厂和代理商的库存并未见涨，对价格调控力度有限。不锈钢库存高企导致盘面价格跌至几乎所有钢厂的现金成本线以下，部分在 23 年已经出现亏损的不锈钢产线面临的减产压力进一步增大。

图表 29: 无锡&佛山不锈钢社会库存变化



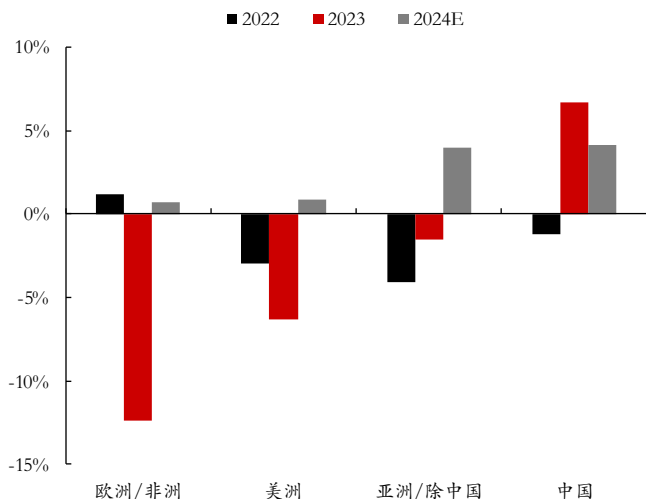
资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

图表 30: 上期所不锈钢仓单



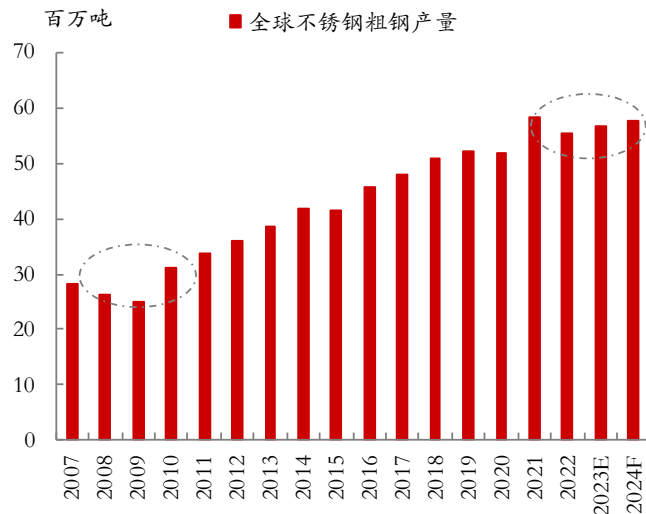
资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

图表 31: 全球分地区不锈钢消费年度增速预期



资料来源: 世界不锈钢协会, 东证衍生品研究院

图表 32: 全球不锈钢粗钢产量年度预测



资料来源: 世界不锈钢协会, 东证衍生品研究院

整体来看, 24 年全球不锈钢表观消费量更有可能因海外工业制造的逐步复苏和国内消费回暖的带动而继续稳定增长。结构上, 消费需求的增量主要来源仍然在亚洲地区, 24 年 Q2 预计国内不锈钢产量结构分化的趋势更为突出, 300 系保持稳定增产, 400 系和 200 系则增产乏力。定量测算, 在二季度如果镍铁价格回落, 不锈钢库存有望得高位去化, 那么利润空间仍有可能阶段性打开, 对二季度的钢厂排产不宜过分悲观。假设 24 年 Q2 国内 300 系环比增速为 8%, 200 系产量保持不变, 则二季度不锈钢行业用镍量约为 4.8 万金属吨, 环比增加 3.5 万金属吨用镍需求。

3.2、新能源

从“MHP/高冰镍-硫酸镍-三元前驱体-三元正极材料-三元电池”这条产业链发展路径来看，新能源车用镍成为原生镍下游主要增量需求之一。24 年第一季度，由于春节放假等客观因素影响，中国新能源车销量短期呈现出季节性回落。展望二季度及全年，国内新能源车在电池成本下降、厂商价格竞争更加激烈等趋势影响下，市场渗透率有望继续增长。从绝对数量来看，24 年二季度国内新能源汽车销量环比有望继续增加 35%至 267 万辆，全年销量或将达到 1130 万辆，在市场份额和行业渗透率方面处于全球领先地位。

但 24 年全球新能源车销量增速也存在整体放缓的可能，主要原因是当前各国关于新能源车的政策补贴正在逐步退坡。国内在国补正式退出后，24 年的新能源车购置税减免时间窗口延长，但是在技术要求认证门槛提高。欧美国家也因政府预算和公共财政支出压力日益增加，新能源补贴政策纷纷收紧。从 23 年 12 月份开始，德国提前取消了原计划持续到 24 年底的电动汽车购置补贴申请；法国的补贴政策则在 24 年引入严格的生产过程碳足迹评价标准，意在将非欧洲产的进口电动车排除在补贴范围之内。另外，电动化节奏的推进放缓、新能源市场竞争带来的区域保护主义也都难以继续支撑全球新能源车销量延续高速的态势。

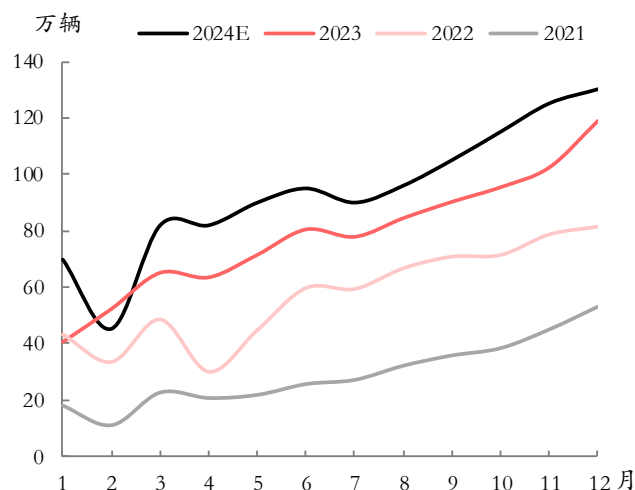
图表 33：全球新能源汽车销量及预估

单位：万辆		2021	2022	2023	2024E
中国	总销量	352	688	949.5	1130
	内销量	321	620	829	980
	出口量	31	68	120	150
	渗透率	13.4%	25.6%	31.6%	37%
欧洲	总销量	221.4	252.8	295.5	340
	渗透率	14%	18%	17.8%	20%
北美	总销量	72	107	164	228
	渗透率	4.1%	6.5%	8.6%	11%
其他地区	总销量	19.7	38	57	92
	渗透率	1.1%	2.1%	3%	5%
合计	总销量	633.8	1019	1343	1640
同比变化		110%	61%	32%	22%

资料来源：中汽协，Marklines，东证衍生品研究院

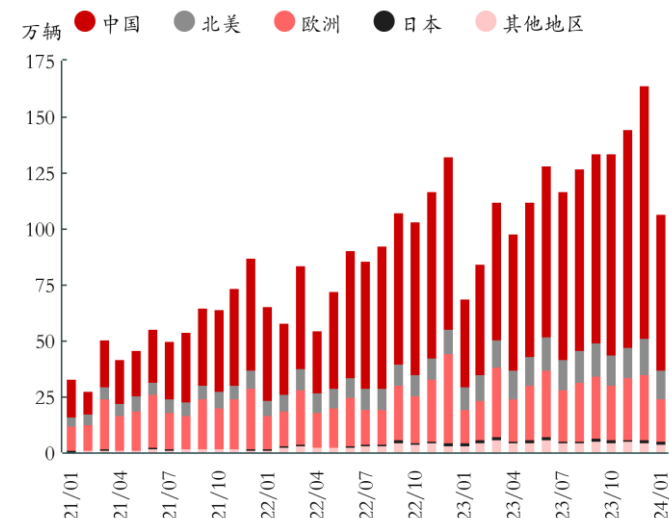
在此背景下，24 年二、三季度中国新能源车的消费驱动更有可能来自“以旧换新”政策带来的设备更新需求。资金来源上，中央财政安排的节能减排补助资金可以鼓励有条件的地方进行新能源公交车及电池更新，乘用车贷款首付比例的适当降低也有望促进汽车消费。外需方面，欧洲和北美对国内电动车出口的贸易保护措施仍然严峻，IRA 法案下北美电动车市场需求已经开始上升，对于新能源车的补贴所产生的高利润空间也吸引了特斯拉、松下、大众等厂商在美投资扩产。国内 24 年 1-2 月的新能源车出口同比增加 7.5%至 18.2 万辆，基本符合预期，预计二、三季度国内出口以稳为主，不太可能有较大超预期表现。

图表 34：中国新能源汽车月度销量预估



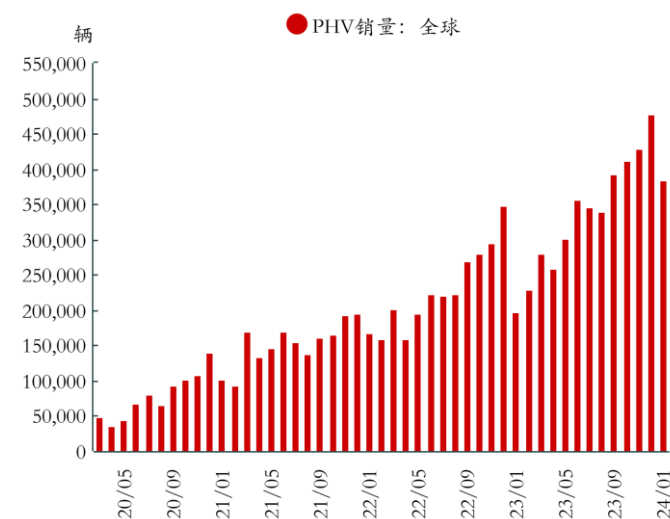
资料来源：中汽协，东证衍生品研究院

图表 35：全球新能源车月度销量变化



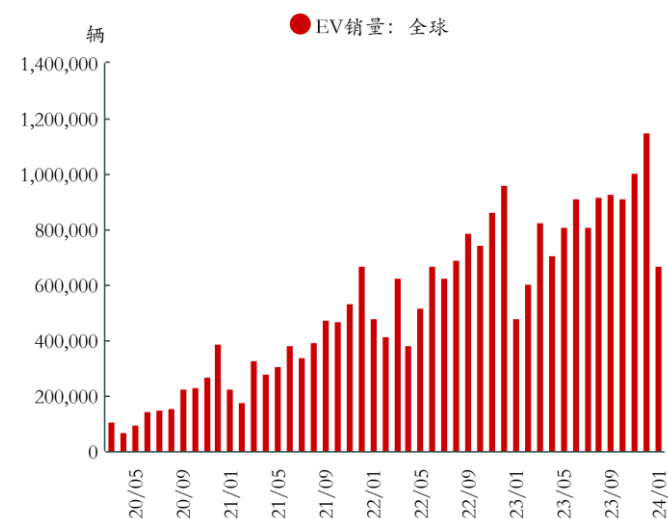
资料来源：中汽协，东证衍生品研究院

图表 36：全球 PHV 汽车月度销量变化



资料来源：Marklines，东证衍生品研究院

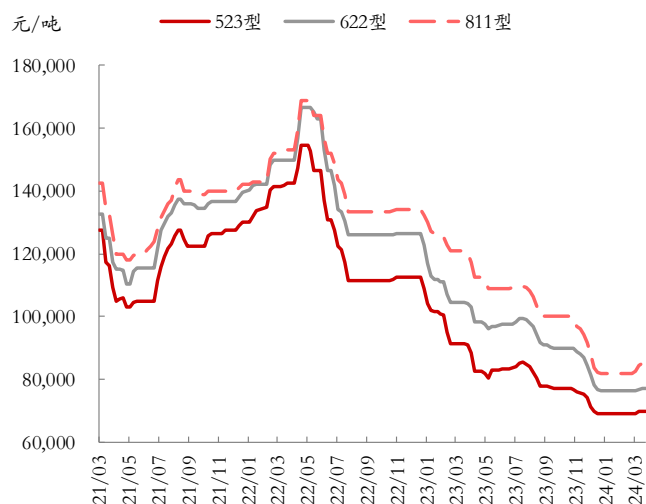
图表 37：全球 EV 汽车月度销量变化



资料来源：Marklines，东证衍生品研究院

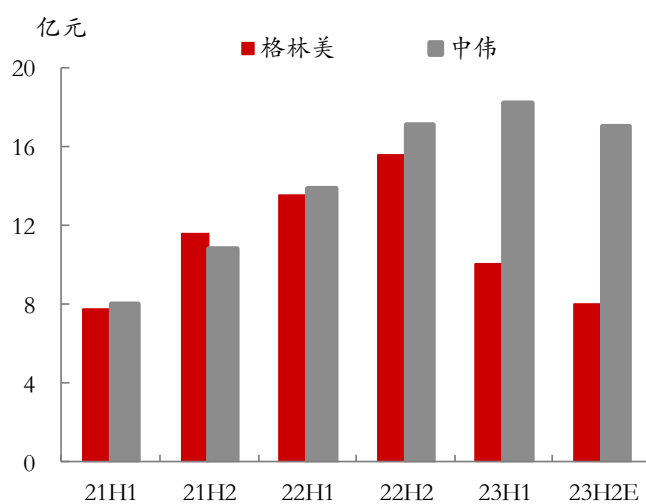
根据终端新能源车季节性销售情况变化，我们预计在二季度硫酸镍原料价格适当时，二、三梯队的前驱体企业对硫酸镍在量上的采购还有可能继续增加。而自供硫酸镍料的头部前驱体厂商，在 23 年全年镍价下跌的产业背景下，其利润端本就遭受较大下行压力，如果三元电池对磷酸铁锂电池市场份额挤占有限，那么一季度的原料供应压力缓解之后，二季度新的矛盾或将体现为下游电芯厂采购不佳带来的前驱体库存新一轮累积，以及前驱体价格可能的承压下行。

图表 38: 三元前驱体价格变化



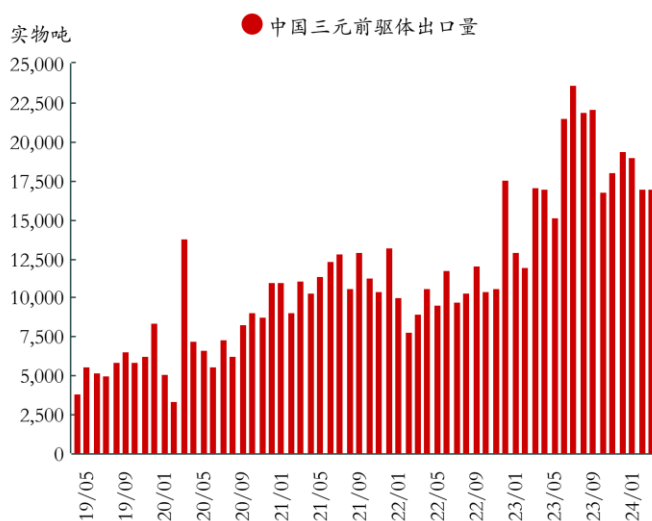
资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

图表 39: 主要前驱体企业三元项目盈利情况



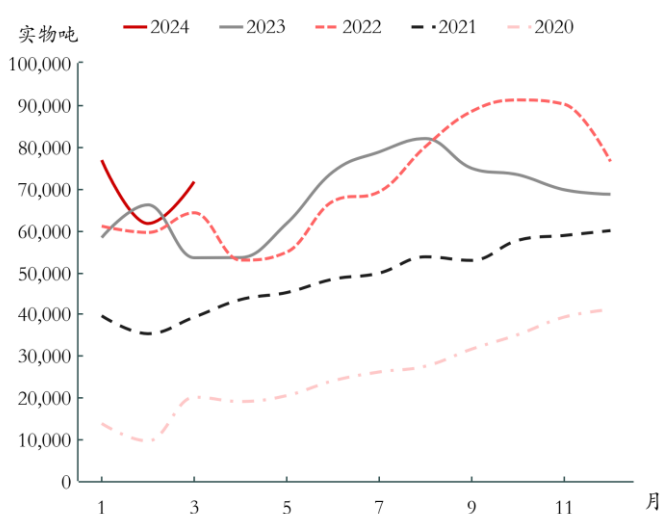
资料来源: 公司公告, 东证衍生品研究院

图表 40: 三元前驱体出口量月度变化



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

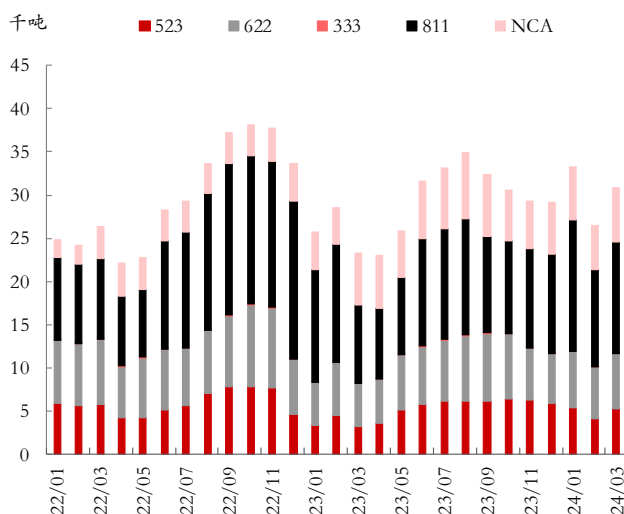
图表 41: 三元前驱体产量月度变化



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

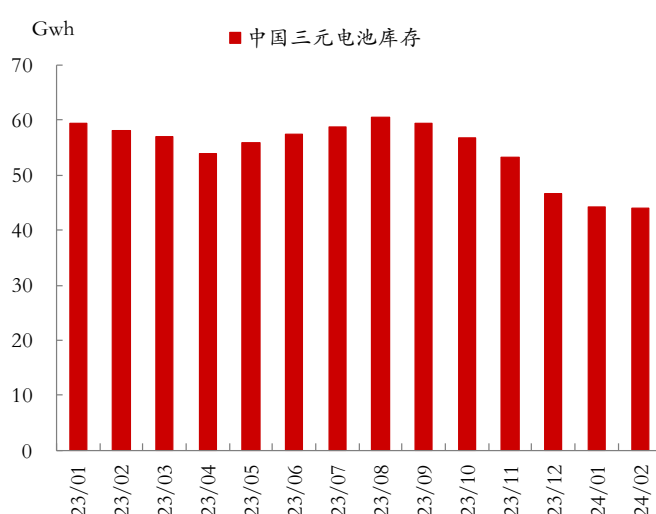
定量来看, 24 年 Q1 前驱体产量同比增加 17.6%至 21 万实物吨, 根据前驱体厂 3、4 月份订单情况, 体量较小的厂商普遍对硫酸镍现货 3 万元/吨以上价格接受程度不足, 其原定排产量受到影响。因此 24 年 Q2 国内前驱体产量环比估计增加 6%至 22.26 万实物吨, 环比增量绝对值在 1.26 万吨。格林美、华友 23 年 9 系超高镍出货量预计分别占三元正极材料出货量的 60%和 40%以上, 在对前驱体实物产量进行用镍需求换算的话, 还应考虑到 8 系、9 系超高镍材料出货量增长造成的结构性需求变化。综合考虑新能源车销量、三元材料电池装机量、不同技术路线替代、不同三元电池类型占比等因素后, 根据用镍需求模型推算出 24 年 Q2 三元前驱体材料用镍边际过剩量在 0.2 万金属吨。

图表 42：中国三元前驱体分型号耗镍量变化



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 43：中国三元电池月度库存变化



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

3.4、结论与思考

24 年初二季度海外整体经济贸易仍然有收缩压力，对不锈钢的需求拉动阻力较大。国内方面，原生镍需求端主要关注不锈钢高库存矛盾如何解决，以及三元前驱体的供需缺口还有进一步拉大可能。如果不锈钢价格持续低迷导致全行业亏损减产，那么可能会加快印尼的镍铁供应转向高冰镍的趋势，压低镍中间品的价格，从而缓解硫酸镍和前驱体材料的供需矛盾。

4、投资建议

4.1、供需平衡表及行情展望

24 年二季度，市场关注点集中在三元前驱体需求和前驱体原料供应周期错配造成的紧缺能否得到改善，以及如果“硫酸镍-纯镍”溢价空间收缩后，纯镍的过剩是否会出现边际收紧。

从三元前驱体的供需平衡来看，23 年前三季度整体供需处于紧平衡，并未形成较大前驱体库存累积。在 23 年第四季度时由于新能源车市场销量的边际走强，前驱体需求量较为旺盛，但供应端，受到印尼矿端收紧和 MHP 湿法项目检修造成的硫酸镍原料供应不足，形成了约 1.37 万金属吨的供需缺口。因此 24 年一季度前驱体原料补库成为推动行情上行的驱动之一，根据我们的测算，24Q1 由于春节假期影响造成下游需求出现季节性回落，前驱体产量恢复下供应过剩 0.71 万金属吨。但这部分量仍然无法完全填补此前的短缺量，而且原料价格高企也将部分前驱体厂的采购需求延迟到 5、6 月份。我们预估在硫酸镍价格上涨动力放缓，24 年 Q2 价格出现回落后，前驱体厂还将继续有阶段性的采购补库行为，这将导致二季度供应过剩量边际减少至 0.2 金属吨，供需矛盾的完全

解决可能还要等到 24 年下半年。

图表 44：中国三元前驱体镍金属季度供需平衡

单位：万金属吨	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2E
国内	1.5	2.1	2.5	3.1	1.7	2
海外	4	4.6	4.8	5.0	4.5	4.8
汽车电池小计	5.5	6.7	7.3	8.1	6.2	6.8
其他电池	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	3
前驱体需求量	8.4	9.6	10.2	10.9	9	9.8
前驱体供应量	8.3	8.61	11.2	9.53	9.71	10.0
供给-需求	-0.1	-0.99	+1	-1.37	0.71	0.2

资料来源：中汽协，Marklines，东证衍生品研究院

而从精炼镍表观供需平衡考虑，国内高温合金和电镀行业对纯镍的消费由于基数小、增速稳定，对平衡表的边际影响有限。因此，二季度需关注进出口的变化对纯镍平衡扰动如何演绎。当前纯镍海外溢价更高，国内已经注册成为 LME 的电积镍品牌有较强的出口交仓意愿，而俄镍由于地缘冲突扰动，产量日益下降，俄镍进口或将继续减少。如果在二季度国内纯镍进口减、出口增的趋势反转更加明显，叠加盘面价格高位回落后对边际产能投产的抑制，纯镍的供应过剩量有可能出现下滑，库存累积速度也将放缓。

图表 45：中国精炼镍月度供需平衡变化



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

基于以上认知，24 年 Q2 镍价目标价格还有可能在一季度滞后需求的拉动下出现阶段性反弹，供需矛盾的缓解也可能造成价格冲高回落，但底部支撑由于在镍中间品供需紧平衡的判断下不宜过分看空，可能会在 12.5-13 万元/吨价格区间形成强支撑。策略角度，二季度建议以震荡思路对待，盘面多空逻辑转换加剧情形下，建议等待基本面明确信号出现后，在价格低位寻找右侧交易机会。

5、风险提示

宏观需求不及预期；政策风险造成供给扰动。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com