

热点报告—镍

供应预期趋松，镍价接连下跌

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

镍: 震荡

报告日期:

2024 年 3 月 20 日

★事件概述

根据 3 月 19 日最新消息，印尼矿业部官员在周二表示，24 年印尼政府已批准的镍矿生产配额为 1.5262 亿吨，截至目前已向包括镍、锡和铜矿的共计 191 家生产商发放生产配额，其中镍矿商有 107 家，市场对 24 年印尼镍矿供应不足的担忧大幅缓解。消息公布后，镍价出现明显下跌，后续行情受到市场关注。

★事件分析

前期沪镍价格上涨主要由矿端供应短缺驱动。基本面上看，印尼 2 月份镍矿供应紧缺造成当地镍产品出口量大幅下降，受此影响，国内 MHP 回流量减少，主要体现在非一体化的硫酸镍厂对 MHP 原料采购出现困难。

镍矿生产配额审批加速后，MHP 供应有望得到缓解。尽管消息面显示镍矿配额批复量持续好转，但是从印尼矿山开采到镍矿冶炼加工仍需时间，预计 3、4 月份 MHP 仍无法起量缓解硫酸镍偏紧局面。但 5 月份之后，随着印尼 MHP 主要项目开始复产放量，国内原料供应恢复充足的预期在逐渐加强。

镍价上行驱动因素减弱，后续行情或将迎来回调。国内自供原料电积镍厂产量不减反增，交易所显性库存继续累积。在下游镍基合金和前驱体行业采购需求重新转弱后，纯镍现货的高价格较难持续。

★投资建议

短期盘面利多情绪缓和，市场开始交易供应端扰动消退预期，海外显性库存的大幅累积也加速盘面价格下行。策略角度，关注单边沽空机会，考虑到预期层面的供应宽松还未完全体现在基本面上，价格底部支撑不宜过低估计，预计在 13-13.3 万元/吨左右。

★风险提示

主产区政策不确定因素扰动。

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

上期所镍主力合约走势



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。

1、事件概述

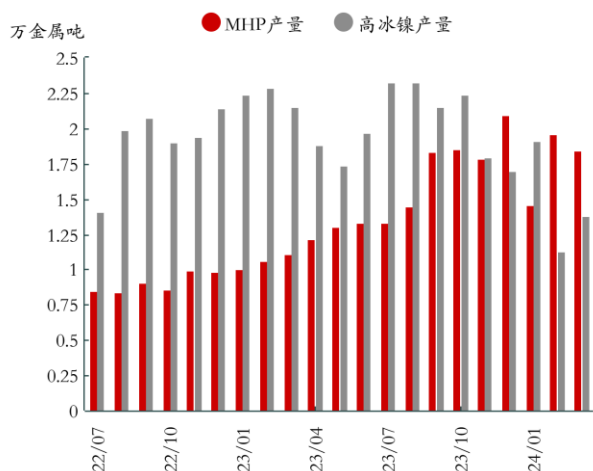
根据3月19日最新消息，印尼矿业部官员在周二表示，24年印尼政府已批准的镍矿生产配额为1.5262亿吨，截至目前已向包括镍、锡和铜矿的共计191家生产商发放生产配额，其中镍矿商有107家，市场对24年印尼镍矿供应不足的担忧大幅缓解。相比于23年印尼镍矿全年1.94亿吨的产量，当前的开采配额批复量进展速度略微超出市场预期。而根据此前印尼能矿部官员宣称要在3月份前解决掉所有镍矿审批延迟问题的言论更是给予了市场供应正常恢复的信心。同时，印尼能矿资源部还透漏24年要建成7座镍冶炼厂的目标，目前已建成5座，1座进度90%，1座进度30%以下，投资金额约为26.7亿美元。消息公布后，沪镍出现明显下跌，后续行情走向受到市场关注。

2、事件分析

1、前期沪镍价格上涨主要由矿端供应短缺驱动。

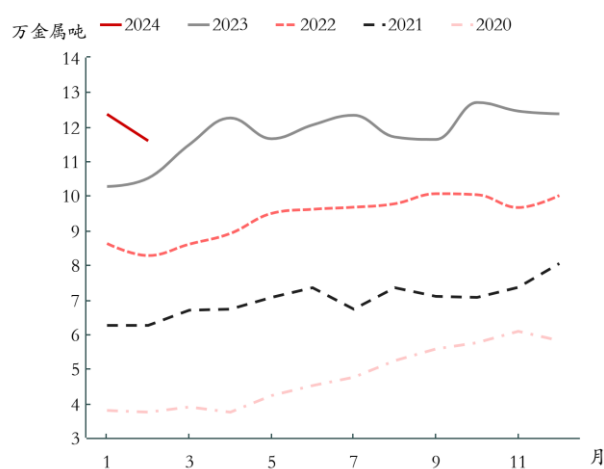
基本面上看，印尼2月份镍矿配额审批延缓造成当地中高品位镍矿供应紧缺，镍产品出口量大幅下降，其中高冰镍和镍铁在2月份的出口量分别为1.13万金属吨和11.59万金属吨，环比分别下滑40.8%和6.2%。受此影响，国内MHP/高冰镍回流量减少，主要体现在非一体化的硫酸镍厂对镍中间品原料采购出现困难。恰逢下游前驱体厂商2、3月份存在补库需求，硫酸镍原料短期供需错配下，价格也立即拉涨。但对于硫酸镍企业而言，现在的加工利润并未提升到理想水平，成本和价格同涨下利润空间暂未明显打开，因此对市场流通的高价格MHP/高冰镍原料接受程度有限，部分外采原料厂在考虑到供应预期会转向宽松下也暂停了市场抢货。

图表1：印尼MHP/高冰镍产量



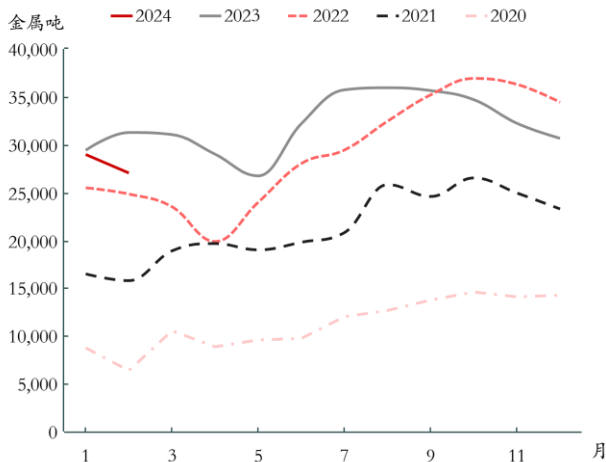
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表2：印尼镍铁产量



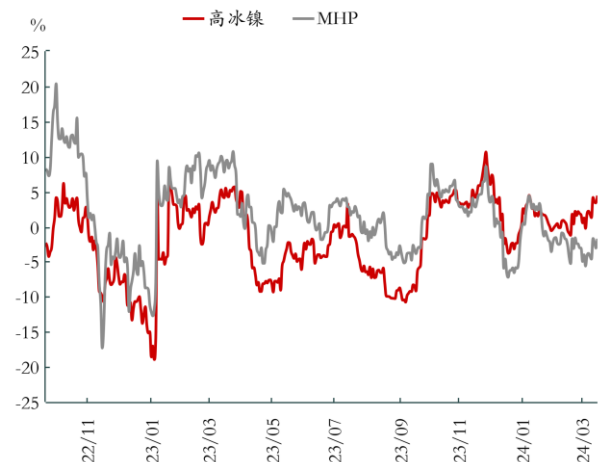
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 3：中国硫酸镍产量季节性对比



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

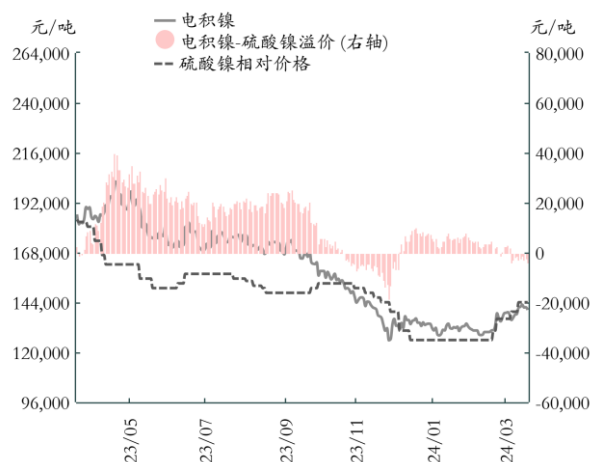
图表 4：不同原料产硫酸镍利润率



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

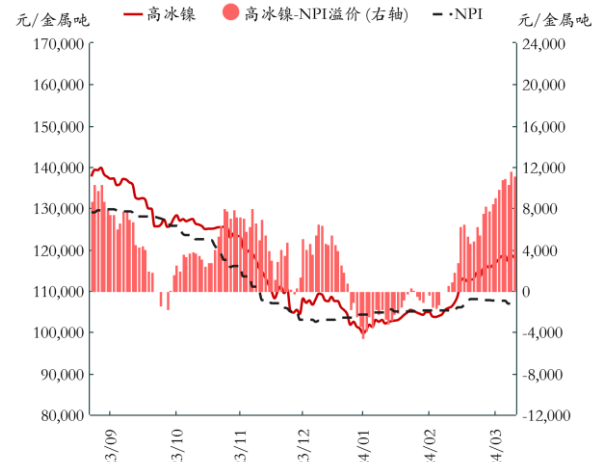
另外，硫酸镍环节供应紧缺也造成“电积镍-硫酸镍”之间的套利转产出现困难。在 23 年硫酸镍供应过剩时，镍企可以采购低价硫酸镍生产电积镍获利，该利润空间可以吸引电积镍产量短期快速增加。但是现在硫酸镍紧缺情况下，即使纯镍价格上涨至 14 万以上，“电积镍-硫酸镍”之间的溢价空间还是无法打开，这抑制了电积镍的产量边际增加，使得电积镍价格也偏强运行。目前需要关注的是，在镍铁和高冰镍价格同涨下，两者之间的转产情况是否会出现变化。按照印尼 860 元/镍点的 NPI 生产成本估算，现有的 RKEF 火法产线利润率已经接近 10%，冶炼厂生产意愿充足，暂无镍铁产线转产冰镍。但是随着镍中间品的不断提价，冰镍相对于 NPI 的溢价空间迅速打开，对于镍铁厂而言转产动机增强。

图表 5：中国电积镍相对于硫酸镍溢价



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 6：进口高冰镍相对于 NPI 溢价



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

2、镍矿生产配额审批加速后，MHP 供应有望得到缓解。

尽管消息面显示镍矿配额批复量持续好转，但是从印尼矿山开采到镍矿冶炼加工仍需时间，预计 3、4 月份 MHP 仍无法起量缓解硫酸镍偏紧局面。但 5 月份之后，随着印尼 MHP 主要项目开始复产放量，国内原料供应恢复充足的预期在逐渐加强，该因素很有可能成为短期内市场交易重点，对盘面形成利空扰动。从 MHP 的项目投建进展来看，23 年 12 月满产的华飞 12 万金属吨项目由于产线频繁检修，发运量并不稳定，但由于华飞 MHP 基本上是自供国内电镍项目，因此该部分扰动对市场增量影响偏弱。24 年应重点关注力勤三期、青美邦二期项目这两个投产预期较强的 MHP 项目进展节奏。其中力勤三期项目产能规划 6 万金属吨，预计在 6 月份开始爬产起量。青美邦二期项目从 6 月份也开始分批次竣工投产，每批次投放 2 万金属吨产能。24 年全年国内 MHP 供应增量预计在 6-7 万金属吨，如果在 5、6 月份顺利到货，届时硫酸镍偏紧局面或将迎来改善。

图表 7：印尼 MHP 分项目产量

项目	产能（万金属吨）	预计投产时间	情况说明
PT.Gebe	2.1	已建成达产	
华越镍钴	6	21 年已建成达产	
力勤 OBI 项目一期&二期	5.5	23 年 12 月已达产	
华飞镍钴	12	2023Q4 满产	因检修月产量不稳定
青美邦镍资源项目一期	3	已建成达产	23 年生产 2.7 万镍吨，可能超产达到 4 万镍吨。开采成本 1-1.1 万美元，去钴成本 7-8 千美元
力勤 OBI 项目三期	6	2024	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 可能自供 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，正在争取 HPAL 项目环评。

资料来源：公司报告，东证衍生品研究院（注：不完全统计；单位为千金属吨）

3、镍价上行驱动因素减弱，后续行情或将迎来回调。

按照镍下游冶炼需求测算，24 年印尼镍矿需求量或将增加 20 万金属吨。如果在 3-4 月份印尼实现 2 亿湿吨配额的审批通过的话，那么 24 年或将实现镍矿供需平衡，矿端供应不足的因素无法再继续驱动盘面继续上行。同时印尼新投建的中下游冶炼厂也需要镍矿价格维持在合理区间以保证生产运营正常进行，矿价上行空间受到印尼政策端的潜在压制。国内方面，自供原料电积镍厂产量不减反增，2 月份纯镍产量环比增加 7.5%至 2.44 万吨，交易所显性库存继续累积，下游镍基合金和前驱体行业采购需求重新转弱后，纯镍现货升水也在不断下调。在镍矿供应正常恢复叠加镍原料中长期回流增加预期下，市场看空情绪渐浓，沪镍行情存在回调机会。

3、投资建议

短期盘面利多情绪有所缓和，市场开始偏向交易供应端扰动消退预期。印尼青山、中伟等电积镍品牌在 LME 注册交割，沪伦比走低下国内纯镍出口意愿增强，海外显性库存也出现大幅累积，加速盘面价格下行。策略角度，关注单边沽空机会，考虑到预期层面的供应宽松还未完全体现在基本面上，价格底部支撑不宜过低估计，预计区间在 13-13.3 万元/吨左右。

4、风险提示

宏观不确定因素扰动。

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