

## 海外财报评估：精炼镍减产，FeNi 弱增长



东方证券  
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级：

镍：震荡偏弱

报告日期：

2023 年 10 月 30 日

### ★事件概述

10 月份，海外主要镍生产商陆续公布三季报，部分生产商公布 2023 年全年产量预估。精炼镍方面，俄镍、淡水河谷、必和必拓三季度产量分别同比下降 9%、25.6%、21%，至 53.9、19.2、13.8 千金属吨。FeNi 方面，南 32、英美资源、淡水河谷三季度产量分别同比下降 14%、7%、14.7%至 8.5、9.3、5.8 千金属吨；埃赫曼三季度产量同比增加 16.36%至 12.8 千金属吨。

在地缘冲突不断和镍价连续走低背景下，三季度海外镍企精炼镍和 FeNi 整体边际产出节奏开始出现同比转弱，我们根据最新财报，对海外原生镍生产商运营情况进行分析。

### ★投资建议

海外精炼镍由于三季度地缘政治冲突扰动以及宏观流动性不断收紧预期，精炼镍供应略低于预期。国内和印尼的低成本电积镍由于三季度利润尚佳而出现大量投产，很大程度上弥补了海外镍供应下降的担忧。定量预估，2023 年海外精炼镍产量同比收缩在 3-4 万吨左右，而国内和印尼精炼镍产量增加量在 7-8 万吨，两者合计 23 年精炼镍新增总供给约 4 万吨，在二级镍也同时出现供给过剩的预期背景下，一级镍的超额供应将难以及时被市场消化，转而对库存累积形成压力。

综上所述，沪镍短期价格除了受到宏观政策利多刺激及库存边际去化弱支撑外，需要更加关注矿端供应以及原料价格的影响，走势或继续震荡偏弱。策略角度，可尝试逢高做空，在矿端价格出现松动后，沪镍主力合约价格低位可能下移至 14.2 万元/吨附近。套利方面，可尝试逢低进行 2311 合约与 2401 合约的正套策略。

### ★风险提示

宏观不确定因素扰动，新增产能建设进度与企业预期有所出入。

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](mailto: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](mailto: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

10 月份，海外主要镍生产商陆续公布三季度，部分生产商公布 2023 年全年产量预估。在地缘冲突不断和镍价连续走低背景下，三季度海外镍企精炼镍和 FeNi 边际产出节奏开始转弱，我们根据最新财报，对海外原生镍生产商运营情况进行分析。

## 2、事件分析

### 2.1、精炼镍生产动态有何变化？

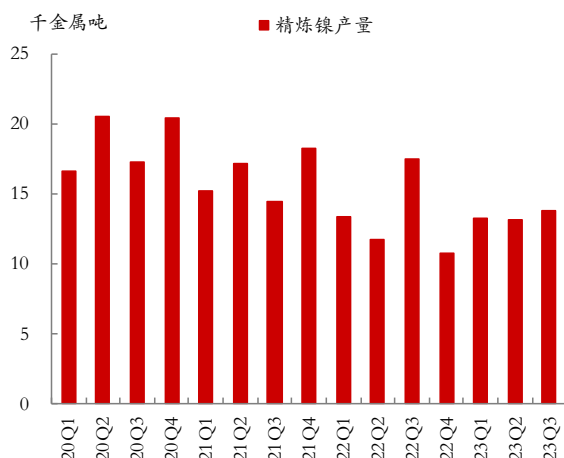
根据海外公司公告，海外主要精炼镍厂商三季度纯镍产量约 14.6 万金属吨，较去年同比下降 11.5%。受海外宏观流动性收紧、地缘政治冲突等因素干扰，海外精炼镍整体产出下降明显。但除此之外，纯镍下游需求出现分化导致更多企业开始进行生产转型，开始使用湿法工艺生产利润更高的 MHP 等镍中间品。中国和印尼的低成本电积镍放量也对海外镍企纯镍销售造成了一定市场挤出影响。分企业来看：

1) **俄镍 (Nornickel)**：三季度精炼镍产量出现边际好转，产出 53.9 千吨，环比增加 21%，主要是由于 Polar Division 镍矿产的高品位镍矿在航运季后陆续到货增加了电解镍原料供应。但 1-9 月份整体产量同比去年下降了 9%至 145 千金属吨，主要原因是 23 年一季度对 Nadezhda 冶炼厂的熔炉和 Talnakh 选矿厂的研磨机进行了维修。

2) **淡水河谷**：三季度加拿大地区产镍量 19.2 千金属吨，同比减少 25.6%，自供镍矿产量 13.3 千金属吨。其中 Sudbury 的 Creighton 矿发生了计划的维护期延长，冶炼厂也出现了计划外的维修。Voisey's Bay 矿区由于正处在 Long Harbour 冶炼厂的检修期，同时 Ovoid 露天矿枯竭的情况下，也在逐渐开发更深层的地下 VBME 项目，预计后期 VBME 项目完全开发后镍产量有所回升。

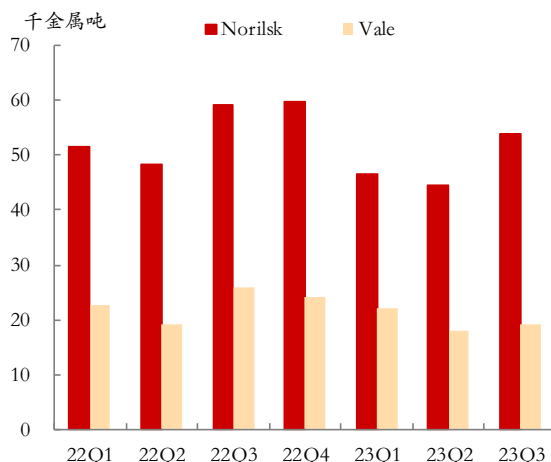
3) **必和必拓**：旗下西部镍业三季度精炼镍产量同比下降 21%至 13.8 千金属吨，环比变化较为平稳。根据公司报告显示，Mt Keith 的镍矿剥离业务导致镍中间品等产量环比下降明显，但是原计划 10 月份关停的镍冶炼厂被推迟到 24 年 2 月份，因此四季度纯镍产量预计仍保持稳定。按照全年镍产量 77-87 千金属吨估计，精炼镍全年产量仍在 48.4-58.4 千金属吨左右。

图表 1: BHP 精炼镍产量变化



资料来源: 公司公告, 东证衍生品研究院

图表 2: Vale 与 Norilsk 旗下精炼镍产量变化



资料来源: 公司公告, 东证衍生品研究院

## 2.2、FeNi 生产动态有何变化?

总体来看, 三季度海外 FeNi 主要生产厂商产量各有增减, 总产量较去年同期相比略微增长 0.5 千金属吨左右, 我们预计 2023 年海外 FeNi 产量较 2022 年将下降 0.1-0.5 千金属吨。具体代表性厂商生产情况如下:

1) **南 32:** Cerro Matoso 红土镍矿冶炼 FeNi 项目三季度产销双降, 产量 8.3 千金属吨, 同比减少 14%, 环比减少 19%, 减少原因主要是第三方天然气供应的暂时减少和电弧炉等镍铁冶炼装置的定期保养检修, 但全年的指导产量仍然保持在 40.5 千金属吨。受产量下降影响, 三季度 FeNi 销量为 8.5 千金属吨, 同比减少了 18%。价格方面, 南 32 三季度的 FeNi 销售价格相对于 LME 镍价 (9.23 美元/磅) 下调至 6.19 美元/磅 (上一财年平均销售价格为 7.76 美元/磅)。尽管南 32 在去年引进了智能矿石拣选技术来降本增效, 但由于工人劳动费用不断上升, 目前 FeNi 单位冶炼成本仍保持在 5.03 美元/lb 左右, 初步测算其冶炼利润在 2 千美元/金属吨附近, 利润空间持续收缩下其增产意愿受到压制。

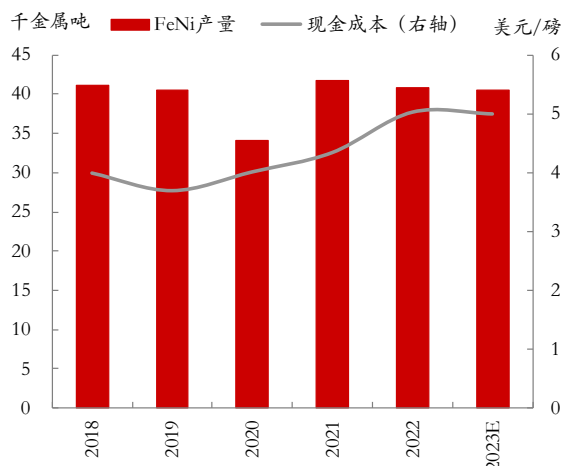
2) **英美资源:** 三季度 FeNi 产量同比下降 7%至 9.3 千金属吨, 主要原因是位于巴西的 Barro Alto 和 Codemin 项目开采镍矿的品位下降所致, 目前英美资源的 FeNi 产量大部分由 Barro Alto 项目贡献, 22 年 39.8 千金属吨的产量中有 82%来自 Barro Alto, 镍矿开采品位约在 1.49%Ni 左右。23 年全年指导产量维持在 38-40 千金属吨, 呈逐年下降趋势。

3) **埃赫曼:** 埃赫曼和青山在印尼 Weda Bay 的镍矿项目三季度受到印尼镍矿开采配额审批放缓的影响, 全年产量预期下调至 3000 万湿吨。在新喀的 SLN 镍矿项目三季度产量为 1.46 万湿吨, 同比几乎持平, 但该项目同样也面临着运营许可能否持续以及能源消耗成本昂贵的问题。我们预计埃赫曼矿端生产的扰动对自身 FeNi 冶炼端的影响较小, 因为 FeNi 用镍矿占整体产量比例较低, 比如印尼的 Weda Bay 项目三季度内部自供用来冶炼镍铁的镍矿消耗量仅有 500 万湿吨, 占该项目镍矿季度产量的 5.6%左右。受益于新喀项目持续投产造成的规模经济, 三季度 FeNi 的固定成本进一步摊薄, 单位现金成本降至 8.2 美元/lb (23 年 H1 现金成本 8.7 美元/lb), 产销量分别为 12.8 千金属吨和 13.2 千

金属吨，同比分别增加 16.36%和 23.36%。

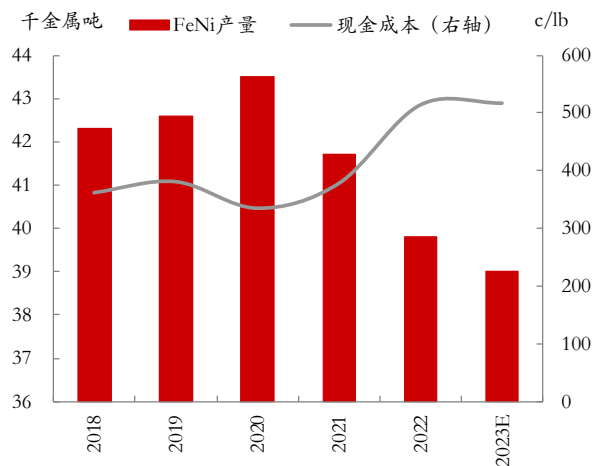
4) **淡水河谷**：位于巴西的 Onça Puma 项目由于 10 月份炉管检修导致三季度产量同比下降 1 千金属吨至 5.8 千金属吨，产量下滑也提高了分摊在单位产量中的固定成本，23 年 Q3 该项目 FeNi 生产的单位现金成本为 11543 美元/金属吨，同比上升 16.8%。预计 Onça Puma 项目检修计划在 24 年 Q1 末结束，因此 23 年 Q4 该项目的 FeNi 产量大概率不会出现增加。

图表 3：南 32FeNi 产量与现金成本



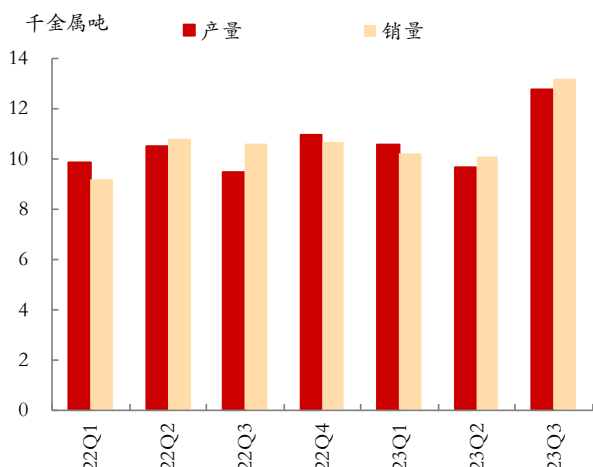
资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 4：英美资源 FeNi 产量与现金成本



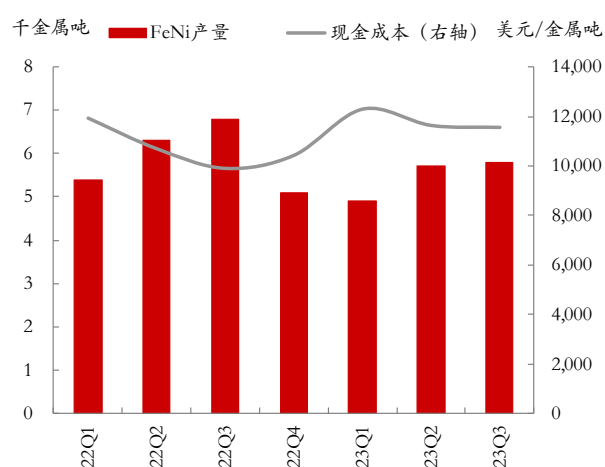
资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 5：埃赫曼 SLN 项目 FeNi 分季度产销量



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

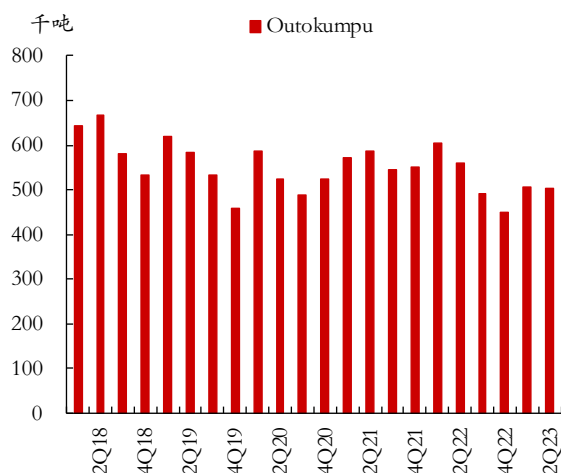
图表 6：Onça Puma 项目 FeNi 产量与现金成本



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

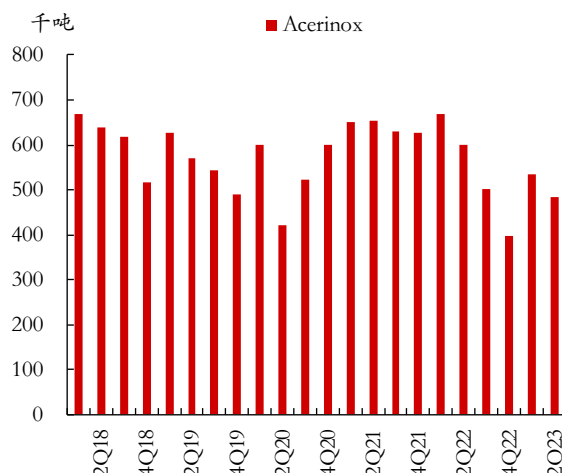
海外 FeNi 产量增速缓慢主要有两点原因：1) 欧洲市场不锈钢需求表现持续疲弱对上游 FeNi 原料需求形成负反馈，Outokumpu 和 Acerinox 等欧洲不锈钢厂在二季度出货量均表现不佳，相应的调低了三季度的销售预期，进入主动去库阶段。同时 LME 镍价三季度处于下跌周期中，买涨不买跌的心理推迟了下游钢厂的购货需求。2) 从经济性角度考虑，印尼镍铁价格三季度保持坚挺下，国内废不锈钢工艺冶炼 300 系不锈钢经济性突显，导致国内钢厂减少对进口 FeNi 采购。

图表 7：奥托昆普不锈钢出货量变化



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 8：Acerinox 不锈钢出货量变化



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

## 5、投资建议

海外精炼镍由于三季度地缘政治冲突扰动以及宏观流动性不断收紧预期，精炼镍供应略低于预期。国内和印尼的低成本电积镍由于三季度利润尚佳而出现大量投产，很大程度上弥补了海外镍供应下降的担忧。**定量预估，2023 年海外精炼镍产量同比收缩在 3-4 万吨左右，而国内和印尼精炼镍产量增加量在 7-8 万吨，两者合计 23 年精炼镍新增总供给约 4 万吨**，在二级镍也同时出现供给过剩的预期背景下，一级镍的超额供应将难以及时被市场消化，转而库存累积形成压力。同时，通过对海外厂商产量的梳理以及跟国内厂商产量做对比，我们发现 23 年三季度纯镍供应“海外降，国内升”的特点更加明显，中国镍企除了通过自有硫化镍矿生产电解镍以外，还通过向印尼积极布局湿法冶炼项目等方式来提高原料自供水平，正在逐步走出对进口纯镍的依赖。目前华友电积镍板已成为 LME 注册交割品牌，格林美、中伟等国产品牌电积镍也在紧锣密鼓的申请在 LME 上市交割，这将更有利于国产纯镍出海销售，发挥自身低成本优势，进一步打开出口空间。

交易层面，国内宏观刺激利好短期仍然具有发酵空间，对金属整体价格形成提振，但结构上的趋松使得外围市场看空情绪较浓，四季度可能依旧对镍价上涨形成压制。从国内精炼镍规划产能投放来看，采用原料多为成本更优的高冰镍或 MHP，使用的电积工艺也使得硫酸镍转产精炼镍更加灵活。因此，在一级镍过剩供给因经济性问题无法被二级镍消化，下游合金电镀需求增长相对刚性的情况下，国内纯镍生产利润将集中在 MHP 等上游原料供应端，其价格将对原料成本变化反应更加敏感。

综上所述，沪镍短期价格除了受到宏观利好政策刺激下，库存边际去化带来的支撑外，更需要关注矿端价格以及 MHP 供需结构变化的影响，走势或继续震荡偏弱。策略角度，可尝试逢高做空，在矿端价格出现松动后，沪镍主力合约价格低位可能下移至 14.2 万元/吨附近。套利方面，可尝试逢低进行 2311 合约与 2401 合约的正套策略。

## 6、风险提示

宏观不确定因素扰动，新增产能建设进度与企业预期有所出入。

**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](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)