

## 热点报告—镍

## 海外镍企 24 年 Q1 运营分析

东方证券  
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

镍: 震荡

报告日期:

2024 年 5 月 8 日

## ★事件概述

4 月份之后, 大部分海外镍企的一季度运营报告披露, 其镍矿产量环比整体表现不佳, 我们根据最新财报, 对海外主要镍企运营情况进行分析。

## ★事件分析

印尼红土镍矿产量边际增速放缓, 后续增产或继续承压。24 年 Q1 受到印尼镍矿审批政策趋严的影响, 印尼当地主要矿企的镍矿产量环比均有所下滑, 同时也造成了企业镍产品盈利表现不佳, 这有可能影响到部分正在投建的湿法项目实际达产进度。淡水河谷印尼的镍产量在 24Q1 同比增长 33.5% 至 1.87 万金属吨, 绝对增量为 0.47 万金属吨。Antam 在 24Q1 的镍矿产量同比大幅减少 57.7% 至 144 万湿吨, 绝对数量减少 196 万湿吨。当前所批复的镍矿开采量预计还不能满足 24 年全年的下游冶炼需求, 因此需要持续关注印尼镍矿供应的边际改善情况如何。

硫化镍矿减产风险逐渐证实, 供应边际紧缩。俄镍受工厂库存累积的影响, 24Q1 镍产量同比下降 10% 至 4.2 万金属吨。淡水河谷加拿大的镍矿产量 24Q1 同比略增 600 金属吨。整体来看, 硫化镍矿在 24 年 Q1 产量出现预期内的边际下滑, 主要减量发生在部分高成本的澳矿项目停产以及俄镍计划内的减产上, 初步统计 24Q1 硫化镍矿的环比绝对减少量约 1.2 万金属吨。

## ★投资建议

交易层面, 镍矿供应的增长疲弱将继续缓慢抬升一级镍的定价中枢。短期基本面暂无较大利空出现, 盘面价格波动可能更多与资金流转有关, 建议以区间震荡思路对待, 下方价格支撑不宜过低估计。

## ★风险提示

宏观不确定因素扰动。

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](mailto:yang.cao@orientfutures.com)

联系人:

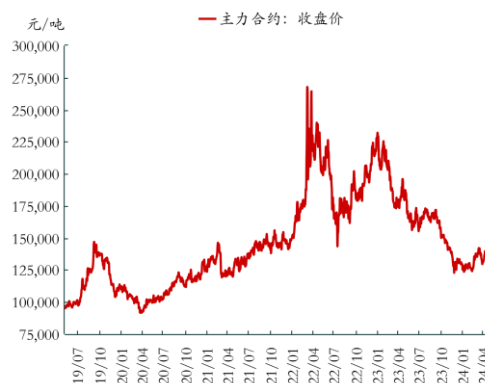
衡旭 有色金属分析师

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

4 月份之后，大部分海外镍企的一季度运营报告披露，其镍矿产量整体环比表现不佳，我们根据最新财报，对海外主要镍企运营情况进行分析。

## 2、事件分析

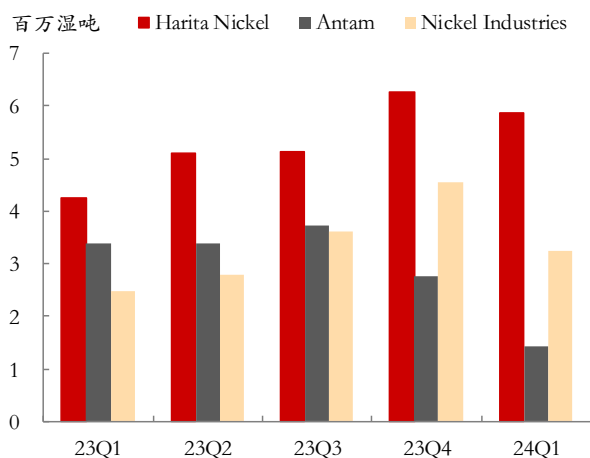
### 1、印尼红土镍矿产量边际增速放缓，后续增产或继续承压

力勤与 Harita Nickel 在印尼的合资项目一季度投产较为顺利，旗下 TBP 项目包含的 12 条火法产线（共计 12 万镍吨/年的 FeNi 产能）和 3 条 HPAL 湿法产线（共计 5.5 万镍吨/年的 MHP 产能）在 Q1 全部满产。因此其镍矿产量同比增加 38% 至 588 万湿吨，而镍矿销量的同比增幅（+30%）稍弱于产量，主要在于镍矿销售结构有所分化，低品位（Ni 1.4-1.9%）的镍褐铁矿季度销量同比由 206 万湿吨减少至 197 万湿吨，高品位（Ni 2.0-2.6%）的腐泥土镍矿季度销量同比由 72 万湿吨增加至 165 万湿吨。

淡水河谷印尼的镍产量在 24Q1 同比增长 33.5% 至 1.87 万金属吨，绝对增量为 0.47 万金属吨。淡水河谷在巴西的 Onça Puma 镍矿项目自 23 年 10 月就因为熔炉维修而暂停运营，在 24Q1 其产量下滑了 0.49 万金属吨，预计该项目在 5 月上旬重新恢复生产。整体来看，淡水河谷 24Q1 整体镍产量变化不大，而镍矿供应的重心从巴西和加拿大在向印尼倾斜，一季度印尼的增产弥补了巴西项目的减量，加拿大镍矿项目产量并未明显变化。

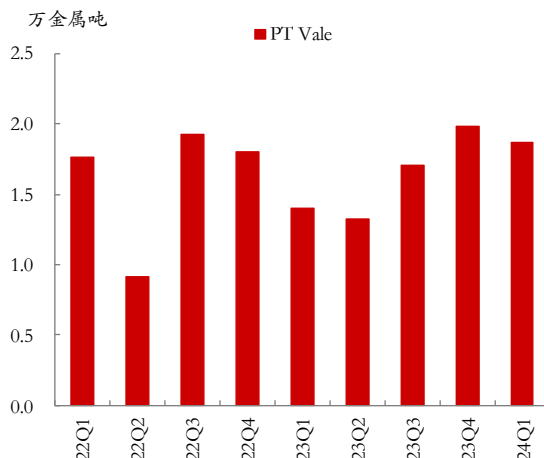
Antam 在 24Q1 的镍矿产量同比大幅减少 57.7% 至 144 万湿吨，绝对数量减少 196 万湿吨。尽管 Antam 已经于去年 12 月与宁德时代签署了总价值约 60 亿美元的投资框架协议，包含镍矿开采和加工、新能源车电池和材料的制造及回收，但在当前镍矿勘测无明显进展且镍矿产量严重下滑的情况下，后续下游原料供应不足的潜在风险仍不容忽视。

图表 1：印尼重点矿企镍矿分季度产量



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 2：PT Vale 镍矿分季度产量



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

整体来看，24 年 Q1 受到印尼镍矿审批政策趋严的影响，印尼当地主要矿企的镍矿产量环比均有所下滑，同时也造成了企业镍产品盈利表现不佳，这有可能影响到部分正在投建的湿法项目实际达产进度。而随着印尼当地新能源产业链的布局逐渐完善，对镍矿的

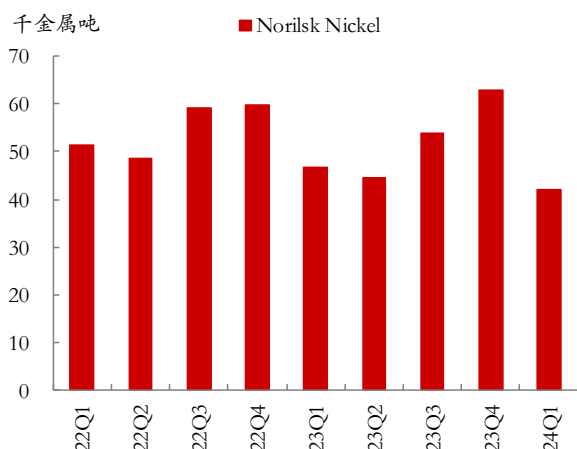
刚需在中长期还将继续增加。当前所批复的镍矿开采量预计还不能满足 24 年全年的下游冶炼需求，因此需要持续关注印尼镍矿供应的边际改善情况如何。目前 PT Vale 已经获得了印尼当地颁布的新采矿许可证，5 月份的镍矿内贸价格也并未发生大幅上涨，预计短期在镍矿配额限制下，当地镍矿供需仍处于紧平衡。

## 2、硫化镍矿减产风险逐渐证实，供应边际紧缩

俄镍受工厂库存累积的影响，24Q1 镍产量同比下降 10% 至 4.2 万金属吨。4 月份俄镍向 LME 交仓受阻后，其现货贸易情况有所恶化，因此二季度俄镍产量出现反弹可能性不大。

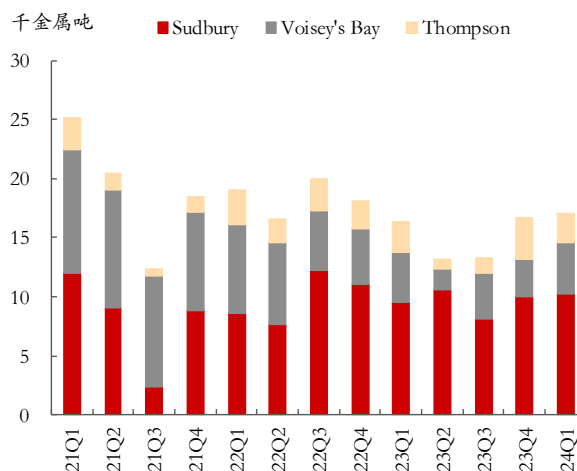
淡水河谷加拿大的镍矿产量 24Q1 同比略增 600 金属吨，其中 Thompson 项目的镍矿供应由于在 23Q4 出现增加导致一季度新增投产受到抑制，而 Voiseys Bay 的镍矿原料供应增长主要由于地底硫化镍矿床开采量增加所致。嘉能可的自有镍矿产量同比增长 14% 至 23.8 千金属吨，主要是因为 23Q1 时期工人罢工所造成的低基数效应。从环比变化来看，嘉能可 24Q1 的镍金属产量下降了 18.4%，环比绝对减量为 5.4 千金属吨。

图表 3：俄镍分季度镍产量



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 4：加拿大 Vale 分项目镍产量 (季度)



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

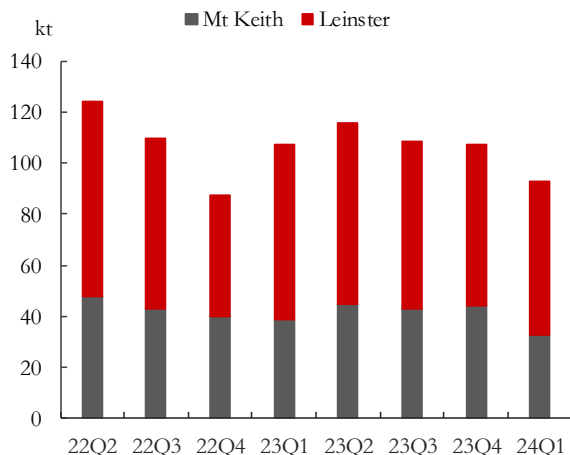
澳洲方面，镍价下跌使得部分矿企此前运营的高成本镍矿项目出现关停，最典型的莫过于第一量子关闭其在西澳大利亚的 Ravensthorpe 镍矿业务，据了解第一量子的生产成本远高于 2 万美元/吨，关停后将影响约 1.3-1.8 万吨 MHP 产量。其他关停的镍矿项目也均面临运营成本过高导致生产亏损的问题。

目前在运营的镍矿项目一季度产量未见增长，同时矿石品位下降也间接导致了开采加工成本增加和镍产品最终产量边际减少。必和必拓在 24 年 Q1 镍精矿总产量环比下降 13.5% 至 9.27 万金属吨，其中主要生产精炼镍的 Mt Keith 矿床产量下降 1.14 万金属吨，同时镍矿平均品位也由 23Q4 时的 16.8% 降为 24Q1 的 15.2%，因此对应一季度精炼镍的产量环比减少 3.8 千吨至 8.8 千吨。

IGO 的镍矿产量 24Q1 同比下降 13.5% 至 9.27 万金属吨，分项目看，Nova 项目的矿场一

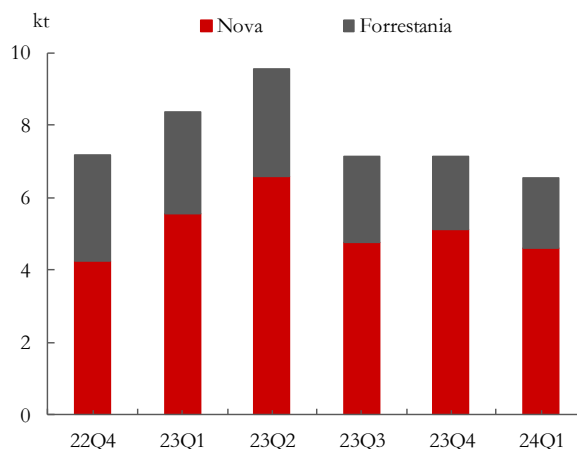
季度开采受到恶劣天气和计划外维修的影响，产量环比下降 10%至 4583 金属吨，而产量下降又造成单位生产成本边际增加 21%至 5.05 美元/磅（含副产品价值）。Forrestania 项目的 Flying Fox 镍矿产线自去年 11 月就在进行维修，24Q1 产量也边际下降 3%至 1944 吨，但矿石的开采品位好转使得单位成本降低 9%至 10.93 美元/磅。

图表 5：澳洲必和必拓镍矿分项目产量



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 6：IGO 镍矿分项目产量



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

整体来看，硫化镍矿在 24 年 Q1 产量出现预期内的边际下滑，主要减量发生在部分高成本的澳矿项目停产以及俄镍计划内的减产上，初步统计 24Q1 硫化镍矿的环比绝对减少量约 1.2 万金属吨。

### 3、投资建议

海外的大部分硫化镍矿项目在 24 年一季度产量已经出现环比下滑，全球纯镍和不锈钢对印尼红土镍矿的原料供应依赖性继续增加。从印尼当地镍企一季度的生产情况看，情况并不容乐观，印尼 RKAB 配额的暂缓发放也确实对镍矿产量增加造成了较强压制。同时，还需要关注不同地区镍企盈利端分化所造成的后续产能恢复问题。印尼的镍冶炼低成本优势能够让当地镍企在镍价走高后继续释放出新的产能，24 年 Q1 印尼的腐泥土镍矿行业平均生产成本在 33 美元/湿吨，MHP 的行业平均成本约 11691 美元/镍吨，冶炼端相对于当前 1.8-1.9 万美元的盘面价格仍存在获利空间。印尼镍矿供应的核心矛盾在于开矿配额的行政审批结果具有不确定性，而澳洲镍矿供应修复阻力则主要体现在利润端受损，项目运营现金流大幅减少，且该问题从一季度的财报上看并未得到缓解。印尼镍产品的成本差优势将会持续压制以硫化镍矿开采为主的镍企投产意愿，因此我们认为红土镍矿和硫化镍矿产量一季度环比下滑的态势在二季度也很难见到大幅改善。

交易层面，镍矿供应的增长疲弱将继续缓慢抬升一级镍的定价中枢，重点关注今年下半年二级镍需求可能表现出的增长动能：不锈钢行业或受到宏观政策拉动，在日用消费和能源化工领域展现出新的应用场景；新能源车终端销量的超预期表现也有可能带动前驱体厂进行新一轮的硫酸镍原料补库。因此在矿端增产有限的情况下，供需矛盾还有可能阶段性的在盘面演绎。一级镍角度，五一节后合金行业还存在补库需求，但纯镍月度产量已经无大幅增加可能，同时 LME 注册的国产电积镍也在积极寻求海外出口交割机会，

这导致了国内表观供需边际上出现收紧，盘面价格下方支撑走强。短期基本面暂无较大利空出现，盘面价格波动可能更多与资金流转有关，建议以区间震荡思路对待，下方价格支撑不宜过低估计。

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

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