

镍半年报

2024 年 06 月 26 日

## 供需转松逐步兑现 镍价震荡寻底

研究员：陈婧

期货从业证号：  
F03107034

投资咨询从业证号：  
Z0018401

☎:010-68569793

✉chenjing\_qh1@chinastock.com.cn

### 第一部分 摘要

上半年镍价走出冲高回落的态势。一季度 LME 镍价因供需过剩预期较为一致，最低跌破 16000 美元/吨，均价基本是成本曲线的 75 分位。但 2 月上旬开始，三元材料厂补库拉动硫酸镍价格大幅上涨，印尼镍矿 RKAB 审批慢于市场预期，澳洲和新喀镍矿山因财务压力考虑减停产等消息刺激，镍价预热走出上涨趋势的第一波行情。二季度 4-5 月延续旺季，叠加宏观情绪亢奋、英美制裁俄镍、以及新喀骚乱等事件及外围市场影响，镍价一度蹿升 21750 美元/吨，从最低 15850 到最高点涨幅约 37%。5 月下旬开始，随着宏观情绪调整以及需求进入淡季，市场预期逐渐转弱，镍价一个月内下跌 21%，并且未见止跌的迹象。

镍价以高波动率著称，但自从 2022 年极端风险事件之后，交易所风控更加严格，同时 2023 年开始电积镍新增产能巨大，镍价表现已经相对温和。今年上半年的上涨虽然有二级镍供需比预期更紧的因素，但一级镍的宏观溢价也较为明显。然而随着交易所不断批复交割品牌，交割品日益充裕，市场对于今年一级镍过剩预期较为一致，全球交易所库存持续增长也验证了市场预期。

中期来看，镍价虽然已经在交易利空预期，但仍有向下空间。首先，纯镍自身供需较弱，全球库存持续积累，LME 和上期所不断扩充交割品牌和产能，且期货价格高于现货，给出生产企业套保结构。其次，印尼中间品项目陆续投复产，预计下半年会缓解当前电积镍/硫酸镍原料紧缺的格局。此外，印尼镍矿配额审批已有三年规划，市场交易镍矿下半年将重返宽松，NPI-不锈钢成本支撑下移，向一季度低位滑落。

长期来看，宏观对价格影响增大，阶段性行情中可以起到主导作用，可通过观测铜和贵金属来判断宏观情绪。同时，镍价若持续低位将导致部分镍产量无法释放，原生镍新增产能过于集中也导致产业链受当地政策影响被放大，机构收窄供需过剩的幅度预测，镍价向下寻底过程可能会不断受到干扰。

**单边：**镍价中期利空因素逐步兑现，震荡下行寻找成本支撑，观测宏观情绪对节奏的影响。

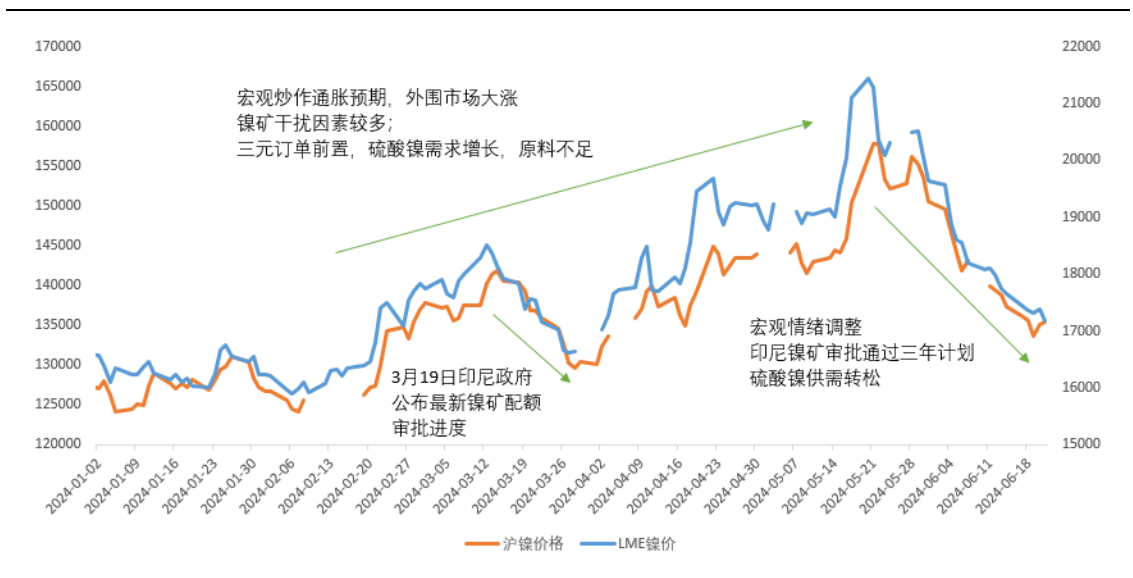
**风险提示：**需求好于预期，供应扰动，产业和宏观政策风险等

## 第二部分 镍市场运行情况

### 一、纯镍受多重因素影响先涨后跌

上半年镍价走出冲高回落的态势。一季度LME镍价因供需过剩预期较为一致，最低跌破16000美元/吨，均价基本是成本曲线的75分位。但2月上旬开始，三元材料厂补库拉动硫酸镍价格大幅上涨，印尼镍矿RKAB审批慢于市场预期，澳洲和新喀镍矿山因财务压力考虑减停产等消息刺激，镍价预热走出上涨趋势的第一波行情。二季度4-5月延续旺季，叠加宏观情绪亢奋、英美制裁俄镍、以及新喀骚乱等事件及外围市场影响，镍价一度蹿升21750美元/吨，从最低15850到最高点涨幅约37%。5月下旬开始，随着宏观情绪调整以及需求进入淡季，市场预期逐渐转弱，镍价一个月内下跌21%，并且未见止跌的迹象。

图1：2024年上半年沪伦两市镍价走势（元/吨，美元/吨）



数据来源：同花顺 iFinD、银河期货

截至6月21日，全球显性库存124414吨，和年初相比增加38587吨。LME库存90450吨（+26394吨），上期所库存22631吨（+8866吨），SMM六地社会库存29804吨（+11533吨），保税区库存4160吨（+660吨）。LME库存镍板占比升至59%，得益于中国电积镍连续交仓。

持续的累库压力导致镍期限结构一直保持近低远高。然而近期国内因为电积镍出口交仓较多，进口电解镍又少，价格下跌后现货成交回暖，一度贴水交易的国产电积镍反而转成升水。下半年海内外仍有电积镍的新增产能规划，且华友和格林美均获批了上期所的交割品牌，而且是平水交割，现货如果成交不佳可以转成交易所仓单，且不受保质期限限制，因此电积镍恐难再出现大幅贴水的情况。

图2：全球镍显性库存（万吨）

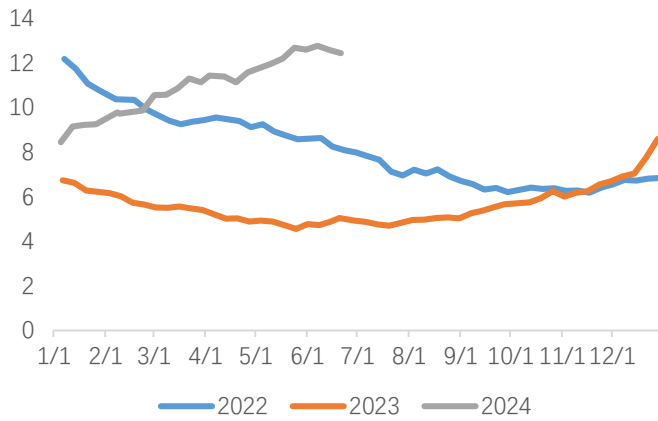


图3：LME镍库存（万吨）

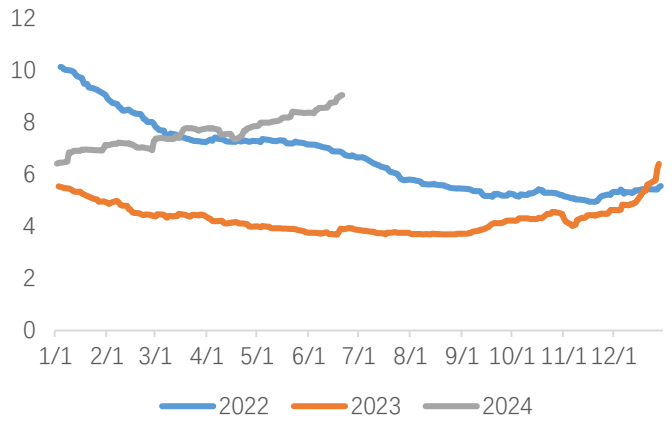


图4：国内镍社会库存（万吨）

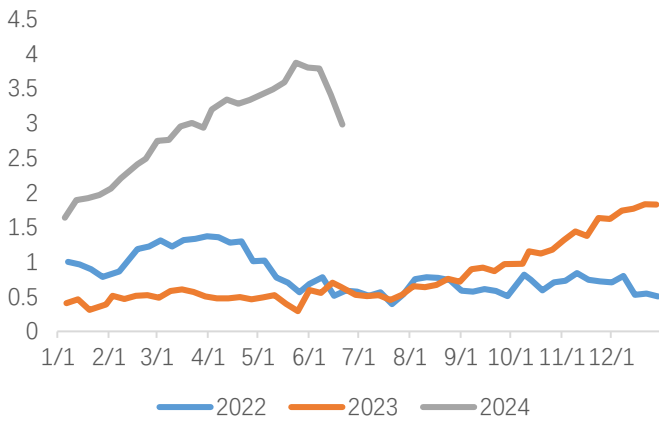


图5：中国保税区库存（万吨）

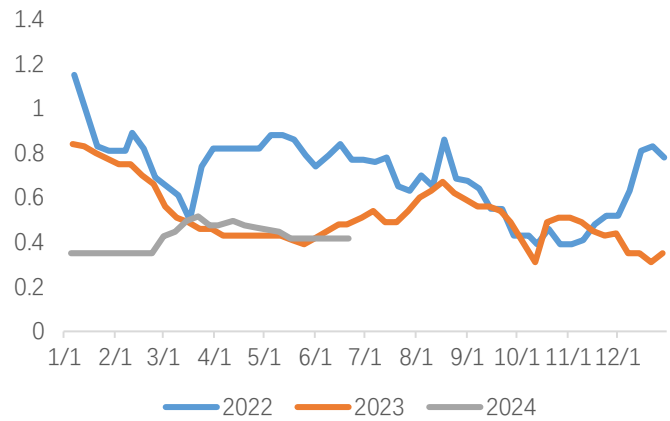


图6：上期所仓单（万吨）

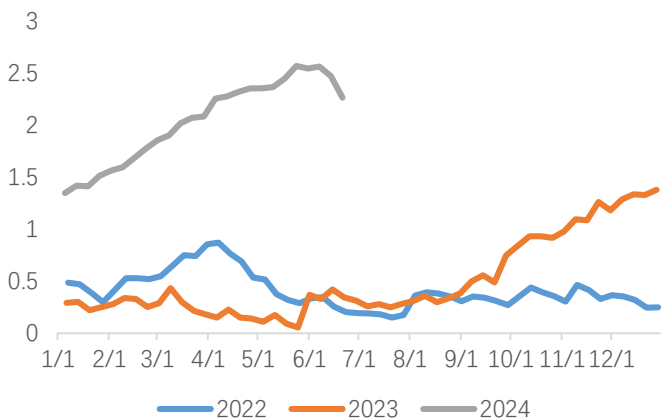
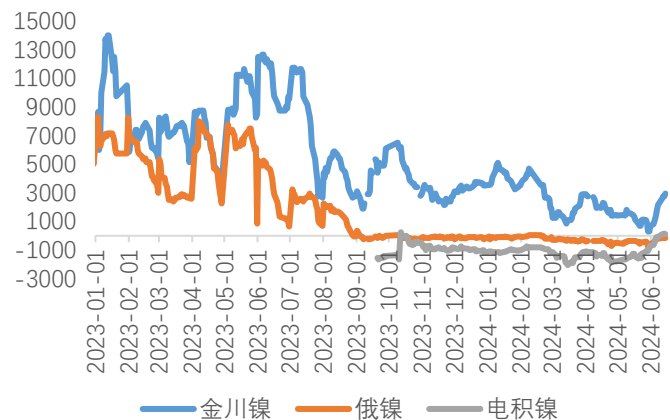


图7：镍现货基差（元/吨）



数据来源：SMM、同花顺 iFinD、银河期货

## 二、镍矿干扰因素遍地开花

### 1、印尼镍矿配额充足，等待矿山获得批文

3月19日印尼矿业部官员称，政府已批准107家矿商的镍生产配额，合计1.5262亿吨，为全年2.5亿吨需求的61%左右。此后时隔两个月几乎毫无进展相关的消息。5月20日，SMM发布消息称，印尼红土镍矿RKAB审批公示配额为2.176亿吨。6月11日，能源和矿产资源部(ESDM)已批准镍矿业公司2024年至2026年三年的470项工作计划和预算(RKAB)，年产能为2.4亿吨，占700家公司的67%。印尼从今年开始将采矿配额文件(RKAB)的有效期改为三年，但每年采矿量仍由其做决定。

据了解，5月末实际矿山到手批文仅为1.85亿吨，相比今年2.2亿吨的需求尚有缺口。最新市场传闻，印尼镍矿配额文件6月已经停止再批了，预计下半年审批会延后到8月初步开始，9月才会有新的审批，而且审批通过后批文到矿山手里还需要15-20天左右的时滞。同时因为苏拉维西岛上恶劣天气影响装船，短期印尼镍矿紧张的状况难以缓解，印尼镍矿6月末在内贸基准价上溢价也较高，达到18~20美元/吨。

印尼镍铁厂被迫采购菲律宾1.7%的镍矿。市场人士表示，自4月以来，随着冶炼厂需求增加，全球最大的镍生产国印尼从菲律宾进口了创纪录的镍矿石。不过菲律宾以中低品矿为主，高品矿供应量十分有限，一年也就4.5船的量。中国主要从菲律宾进口中低品位镍矿，今年国内镍铁厂减产，中品矿需求不大，低品矿进口量剧增，其中4成是供国内200系不锈钢，其他6成因为镍矿中的铁不计价，所以变成了供普碳钢的铁矿。

当前镍产品对印尼红土镍矿需求最大，集中度也高。今年10月新总统宣誓就职，近期已经时不时传出一些限制印尼当地镍矿火法冶炼的限制。印尼政策对镍价影响越来越大，下半年需要重点关注印尼的政策变化。

图8：菲律宾1.5%镍矿CIF成交价（美元/湿吨）

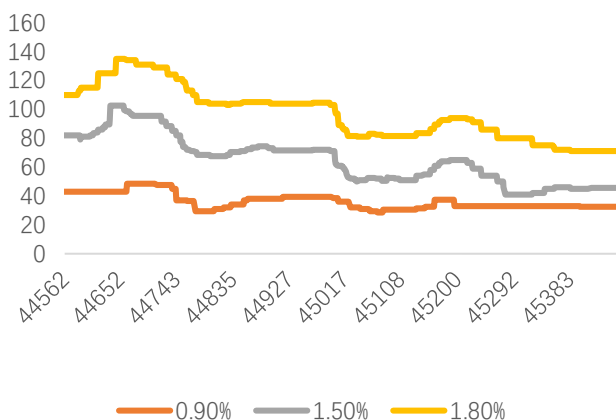


图9：菲律宾-中国海运费（美元/湿吨）

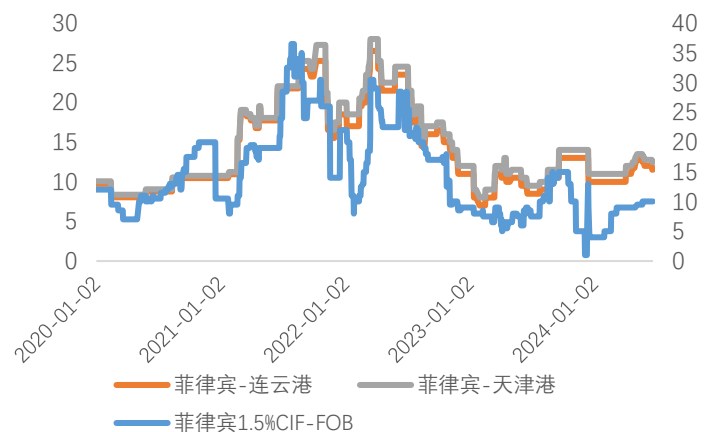


图10: 印尼镍矿内贸基准价格 (美元/吨)

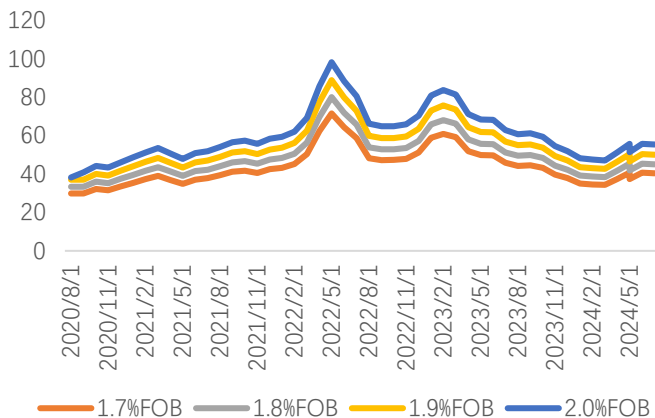
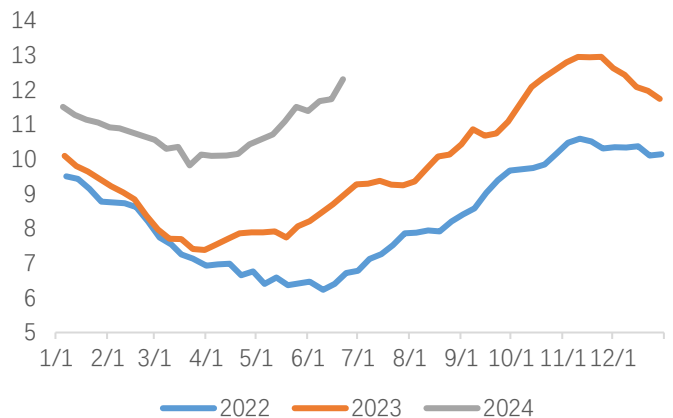


图11: 中国红土镍矿港口库存 (百万湿吨)



数据来源: Mysteel、SMM、同花顺 iFinD、银河期货

## 2、新喀紧急状态解除

5月15日法属新喀里多尼亚骚乱升级，该国进入紧急状态。根据USGS数据，2023年新喀里多尼亚镍储量710万吨，占全球5.46%，镍矿产量23万吨，占全球6.38%。对比印尼储量5500万吨，占比42.3%，产量180万吨，占比50%。

新喀里多尼亚的高成本和政治紧张局势，再加上来自印尼的竞争，使其三家镍加工厂处于崩溃的边缘，三家工厂分别隶属于嘉能可、Eramet/SLN和Prony Resources。

嘉能可KNS已于3月初停产，没有额外影响；Eramet冶炼厂维持最低开工率，矿山于4月25日已因融资困难暂停，骚乱后全停；Prony的中间品生产也全停。以2023年产量计算，三家合计折一个月大约4800镍吨水淬镍、48万湿吨红土镍矿、以及1830镍吨中间品，无精炼镍。若以2024年一季度产量折算，则部分产能早已因财务影响停滞。

作为国内第二大镍矿进口国，新喀里多尼亚2023年的镍矿进口量在320万吨，占总量的7.2%，国内小部分镍铁厂使用新喀里多尼亚镍矿生产镍铁。随着菲律宾雨季的结束，菲律宾发往国内的镍矿量级增加，该事件对国内镍矿的影响程度有限。中国的水淬镍主要依赖于进口。2023年中国水淬镍进口量13.68万实物吨，其中来自新喀里多尼亚的水淬镍量级在3.8万实物吨，占比28%，需要其他增镍剂替代，但不锈钢中使用量已经逐渐减少，主要用于合金。

5月28日，新喀已经结束紧急状态。5月30日，Eramet已与当地抗议者协商，镍矿开始装船供给Doniambo的冶炼厂。综合来看，新喀骚乱刺激镍价5月涨至16.2万，但毕竟是短期事件冲击，对镍基本面实质影响其实有限。

## 3、澳洲镍企业亏损减产

2024年1-2月，澳大利亚部分镍企业因成本偏高，做出一系列减停产的选择，部分企业于5月开始陆续执行。这部分矿山为主的产能大多涉及硫化镍矿，但如今是红土镍矿的天下，硫化矿对电解镍的产量虽然有一点影响，但边际上还是以电积镍为主。

第一量子称，由于去年镍价大幅下跌以及经营亏损的影响，公司将削减Raventhorpe镍矿的运营活动，关闭矿山的决定将导致公司裁员近30%。关闭矿场的决定于5月1日开始



执行，而矿体还将继续保留。Raventhorpe (RNO) 镍矿由第一量子 and 韩国浦项制铁共同控股。在截至 2023 年 9 月的 9 个月中，该矿实现收入 2.79 亿美元，经营亏损 6600 万美元。其中主要的 Shoemaker Levy 矿山停止开采，但镍矿库存够用 18 个月，生产转用低成本、低效率的常压浸出工艺，2024 年 MHP 产量预计从 23 年的 2.2 万吨减产到 1.2-1.7 万吨。

私营镍生产商 Wyloo Metals Pty Ltd. 将从 5 月 31 日开始关闭其在西澳大利亚州的 Kambalda 矿山，原因是镍价大幅下跌。这将使其无法履行一项必和必拓将于 2025 年底到期的镍承购协议。Kambalda 项目设计产能约 1.6 万吨，原计划 2022 年投产，推迟到 2023 年投产，2024 年 5 月 31 日停产。

1 月 9 日，Panoramic Resources 的管理人员决定暂停该公司位于西澳金伯利地区的萨凡纳镍矿的采矿活动，导致约 140 个工作岗位的流失。由于印度尼西亚金属生产的繁荣，镍价在 2023 年下跌了 45%。萨凡纳镍矿年设计产能超过 100 万吨，与托克签订承购合同。

表1：2024年上半年镍企业减停产汇总

日期	分类	国家	机构名称	2023年产量	2024年产量预估 (前)	2024年产量预估 (后)	影响产量
1月9日	停产	澳大利亚	萨凡纳	0.9万吨硫化矿	0.9万吨硫化矿	0	减0.9万吨硫化矿
1月16日	减产	澳大利亚	第一量子	2.2万吨MHP	2.2万吨MHP	1.2-1.7万吨MHP	减0.76万吨MHP
1月22日	重新评估	澳大利亚	South32	3.87万吨镍铁	4.05万吨镍铁	4.05万吨镍铁	0
1月22日	停产	澳大利亚	Wyloo	1.6万吨硫化矿	2万吨	0	减2万吨硫化矿
1月23日	停电减产	新喀里多尼亚	Eramet/SLN	4.5万吨镍铁	4.5万吨镍铁	4.5万吨镍铁	减<0.1万吨镍铁
1月24日	资金不足	新喀里多尼亚	Prony	2.2万吨	4.4万吨	4.4万吨	0
2月12日	停产	新喀里多尼亚	嘉能可	2.72万吨镍铁	2.72万吨镍铁	1.36万吨镍铁	减1.36万吨镍铁
2月16日	减产	澳大利亚	必和必拓	8.2万吨	7.7-8.7万吨	7.7-8.7万吨	减1.6万吨镍矿
2月19日	减产	巴布亚新几内亚	Nickel28/Ramu	3.12万吨MHP	3.12万吨MHP	2.86万吨MHP	减0.26万吨MHP
2月23日	减产	巴西	淡水河谷	1.7万吨镍铁	2万吨镍铁	1万吨镍铁	减1万吨镍铁
4月25日	停产	新喀里多尼亚	Eramet/SLN	577万吨湿吨镍矿	-	-	Q1同比减31.6%至101.4万湿吨
5月6日	停产	澳大利亚	第一量子	2.2万吨MHP	2.2万吨MHP	1.2-1.7万吨MHP	减0.76万吨MHP
小计							1.02万吨MHP, 2.36万吨镍铁, 2.5万吨硫化矿, 0.4万吨红土镍矿
5月16日	减产	新喀里多尼亚	嘉能可/SLN/Prony	2023年产量合计7.22万吨FeNi、577万湿吨红土镍矿、2.2万吨镍饼			未知，一个月大约4800吨FeNi、48万湿吨红土镍矿，以及1830吨镍中间品

数据来源：公开信息整理、银河期货

### 三、镍铁低价给出镍价向下估值空间

镍铁价格无视镍矿偏紧的供应，随不锈钢大跌重新回落至 1000 元/镍点下方，6 月龙头企业最新成交价已不足 980，与此同时，盘面电积镍在 13.5 万，硫酸镍折镍价 14.3 万，一体化高冰镍生产电积镍的成本 12.5 万，因此 NPI 转产高冰镍再生产电积镍或硫酸镍是有利可图的。今年上半年中伟在印尼项目积极投产就是为了获取这部分利润，去年有部分冰镍产线因亏损而转回了 NPI，今年部分产线又转回了冰镍。NPI 若持续保持低价，预计会刺激更多转产高冰镍的积极性，从而带动 NPI 和镍价的价差持续收窄，给出镍价向下的空间和动力。

铁合金在线统计，据网站统计，2024 年 4 月及以后印尼待投产项目共 96 个（含已投产但未完全投产项目），其中包含 NPI 项目 34 个，Matte 项目 15 个，MHP 项目 36 个，硫酸镍项目 11 个。当前已明确的 2024 年 4 月及以后 NPI 待投产炉子 154 台，Matte 待投产炉子 58 台，MHP 待投产炉子 15 台。

2024 年投产比较确定的大型项目包括硕石的 12 万吨和中伟的 8 条 10.9 万吨，已经陆续在投；下半年力勤-哈利达（宝鑫特钢印尼镍铁生产项目）12 条线 21.6 万吨也可能陆续建成投产，取决于印尼镍矿 RKAB 审批进度。

表2：2024年1-5月印尼新增投产矿热炉

投产时间	企业名称	炉型	规划炉子数	投产炉子数	炉子编号	投产状态	备注	产能 (年/金属吨)
2024年1月	中伟-NNI	54000kvaRKEF	8	1	-	出铁	项目累计1条	12519
2024年1月	中伟-NNI	54000kvaRKEF	8	1	-	点火	项目累计2条	12519
2024年2月	硕石	48000kvaRKEF	12	1	-	1台出铁	项目累计1条	22262
2024年2月	巨盾镍业 (GNI)	39000kvaRKEF	25	2		2台出铁	项目累计23条	18870
2024年3月	硕石	48000kvaRKEF	12	2	-	2台出铁	项目累计3条	22262
2024年3月	巨盾镍业 (GNI)	39000kvaRKEF	25	1		1台出铁	项目累计24条	9435
2024年4月	中伟-NNI	54000kvaRKEF	8	1	-	1台出铁	项目累计3条	12519
2024年4月	硕石	48000kvaRKEF	12	1	-	1台出铁	项目累计4条	11131
2024年4月	巨盾镍业 (GNI)	39000kvaRKEF	25	1	-	1台出铁	项目累计25条	9435
2024年4月	PT Bumi Mineral Sulawesi (BMS)	33000kvaRKEF	1	1	-	1台出铁	项目累计1条	8309
2024年4月	东加里曼丹钢铁有限公司	42000kvaRKEF	6	1	-	点火	项目累计3条	9740
2024年5月	中伟-NNI	54000kvaRKEF	8	1	-	出铁	项目累计1条	12519
合计			150	14				123963

数据来源：铁合金在线、银河期货

据海关统计，1-5 月镍铁进口 48.4 万镍吨，累计同比增长 15%。印尼镍铁目前有部分滞留在港口，因为没有 RKAB 配额，没交资源税，只能先堆在港口，等配额下来一点，就补税发回国，新生产的再过来堆着，所以船期会一直后延。此外，新喀水淬镍进口明显减少，也是 5 月进口量下降的原因。市场此前预期 NPI 价格会因镍矿价格坚挺而走强，普遍目标位看到 1100 元/镍点，但最终仍受到钢厂的抑制，最高只涨到 1020-1030，是镍产业链今年涨幅最小的环节。低价及亏损已经限制了镍铁厂的生产积极性，中国和印尼 1-5 月产量合计 73.32 万吨，累计同比基本持平，远不及不锈钢 10%左右的累计同比增速，所以今年镍铁以去库为主，印尼的隐性库存估计会有较大下降，蓄水池功能受损。

图12：高镍铁8-10%出厂价（元/镍点）

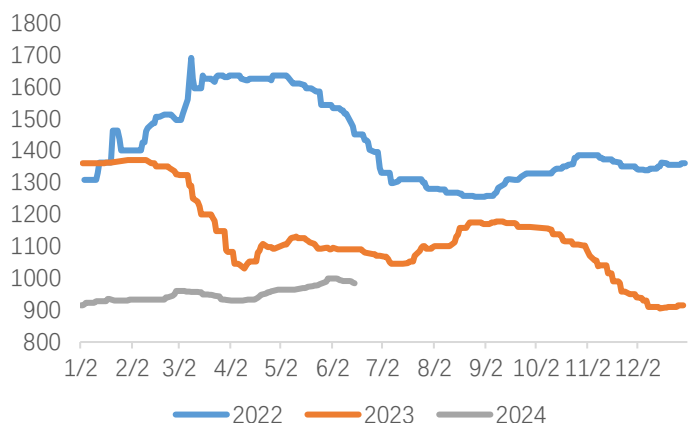


图13：中国NPI利润率（%）

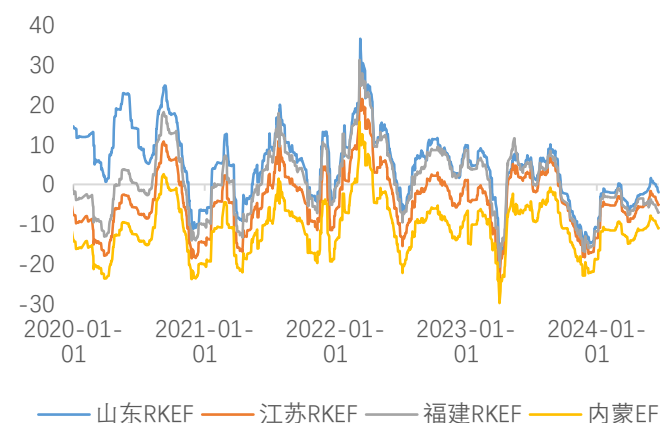


图14: 中国和印尼NPI产量 (万镍吨)

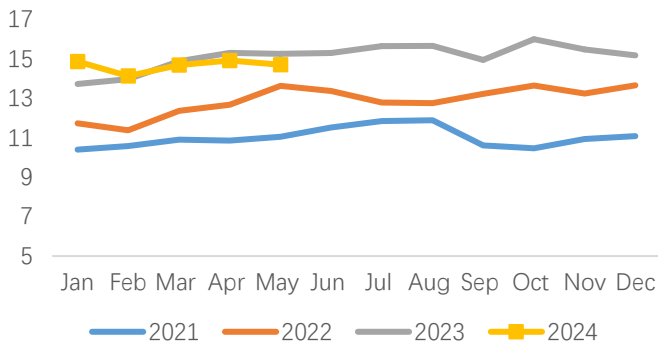
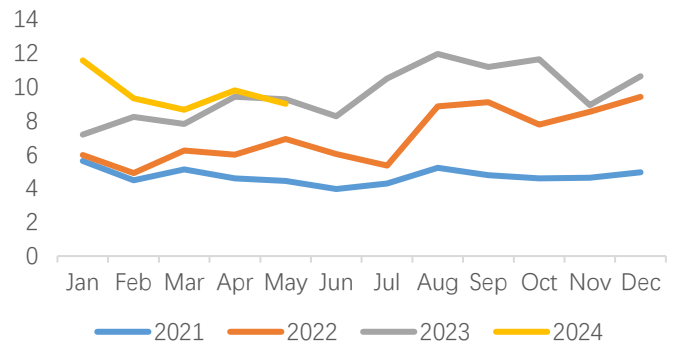


图15: 中国镍铁进口量 (万镍吨)



数据来源: 海关总署、SMM、铁合金在线、银河期货

不锈钢市场运行疲弱,一方面与整体宏观经济相关,一方面钢厂投产较快、除造船业外,其他的不锈钢消费领域相对较弱。社会库存春节后下降速度较慢,仍在近三年同期的高位。印尼两个品牌因注册了上期所的交割品牌,成材回流国内比较积极,交易所仓单也处于高位,因此不锈钢价格自身较难出现大幅上涨。前期大涨被宏观情绪和镍价带动,一度给出09合约700元/吨的套保利润,但下跌的时候负反馈也一样较为迅速,盘面再度回到NPI计算的成本附近运行。

图16: 全国不锈钢库存 (万吨)

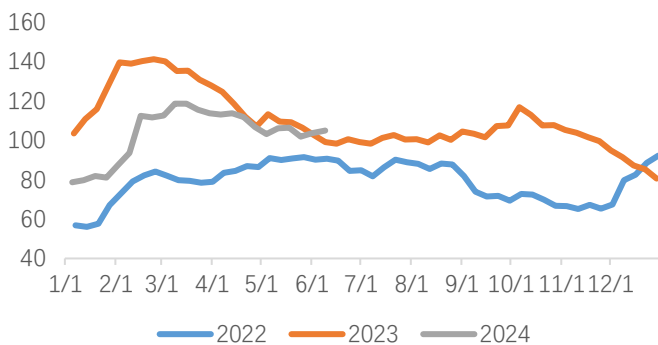


图17: 不锈钢厂库库存 (万吨)

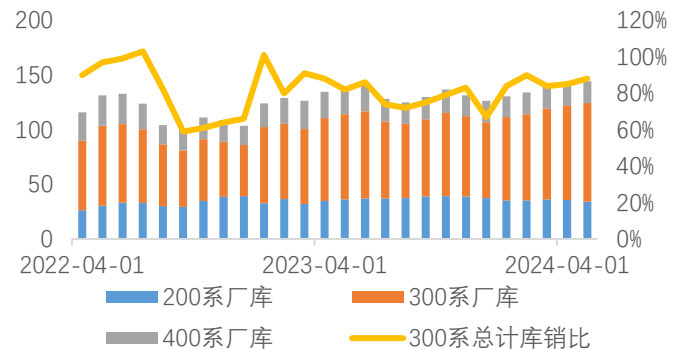


图18: 不锈钢期货仓单 (万吨)

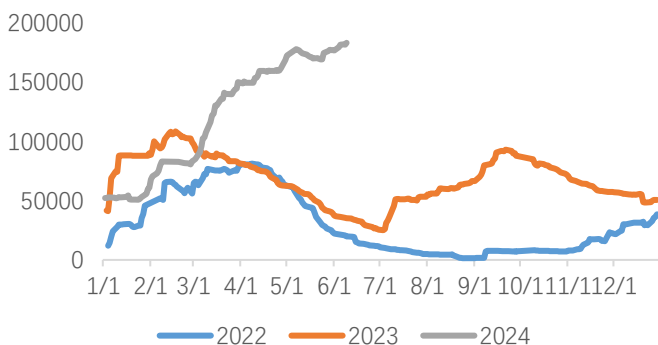
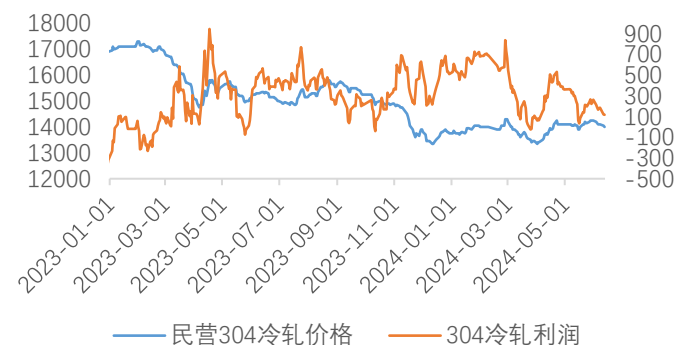


图19: 304冷轧生产利润 (元/吨)



数据来源: Mysteel、SMM、上期所、同花顺 iFinD、银河期货



#### 四、硫酸镍需求走弱，价格快速下跌

今年上半年国内推出多维度电动车刺激政策，切实有效提高了国内电动车的销量增速，三元电池也出现旺季提前的情况，硫酸镍需求增长超预期。然而美国和欧盟分别在5月和6月宣布对我国加征电动车和电池的进口关税，出口海外的电动车多搭载三元电池，因此市场对下半年三元电池的需求预期不断被打压。除此以外，工信部要求规范锂电池行业，遏制目前产能的盲目扩张，对硫酸镍的下游起到一定的约束作用。

硫酸镍价格持续坚挺，主要因为产量始终未能追上需求增速：一方面受到下游刚需采购的支撑，一方面原料短缺利润倒挂，硫酸镍生产企业复产不足。随着6月下游走入淡季，上述两方面理由都出现转变。镍价下跌后MHP和高冰镍等中间品价格也跟随回落（折扣系数不变），硫酸镍价格会有额外向下空间。7-8月可能保持淡季弱势运行，9-10月下游补库时企稳反弹。

图20：前驱体-原材料价差（万元/吨）

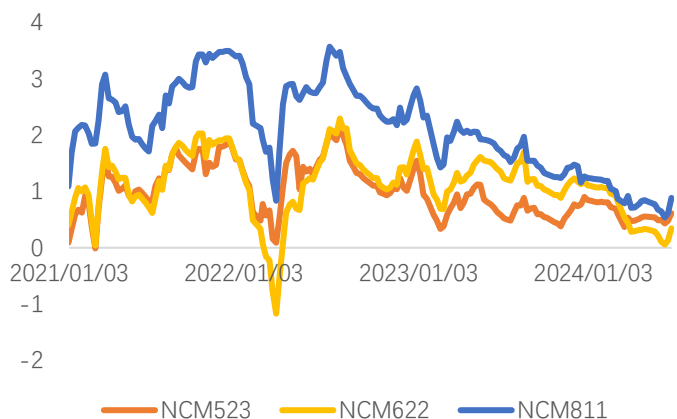


图21：镍钴锂原料价格（万元/吨）

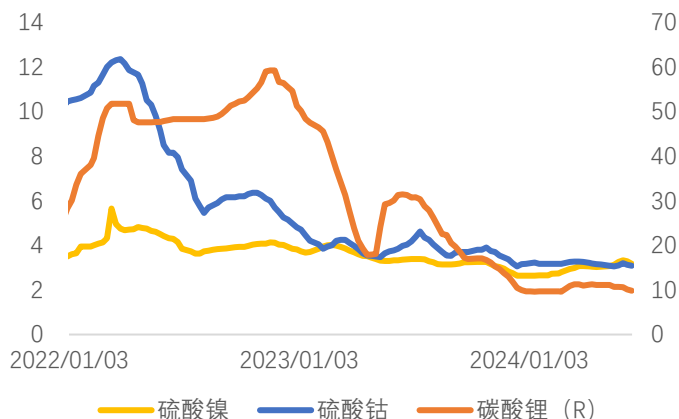


图22：硫酸镍溢价（万元/镍吨）

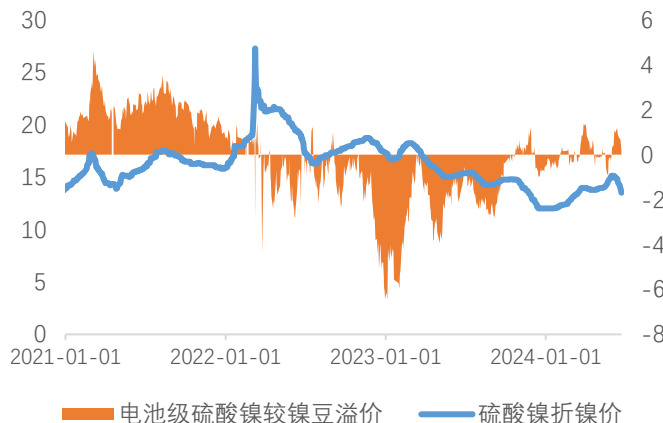
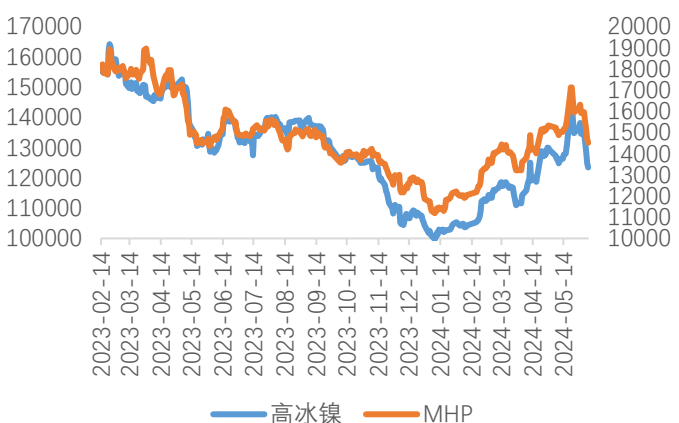


图23：镍中间品港口自提价（元/吨，美元/吨）



数据来源：Mysteel、SMM、同花顺 iFinD、银河期货

## 第三部分 供需基本面

### 一、 中资电积镍增量弥补海外电解镍减量

#### 1. 海外电解镍产量下滑

2024 年预计全球过剩延续，且进一步扩大，中国和印尼的低成本供应正在逐渐挤出海外其他高成本产能。盘面交易的纯镍交割品货源愈发充裕，国内初步实现自给自足，甚至单月转为净出口。

海外镍企业一季报陆续出炉。

淡水河谷一季度镍产量 3.95 万吨，环比减少 12%，同比减少 3.7%；主要归因于 Onça Puma 项目计划内的熔炉重建，部分被加拿大和印度尼西亚业务的强劲表现所抵消。2024 年产量指引为 16-17.5 万吨不变。

俄镍一季度生产镍 4.2 万金属吨，环比下降 33%，同比下降 9.8%，基本是自有原料生产。2024 年镍金属产量预期维持在 18.4-19.4 万吨，同比降幅 7%-12%。同时俄镍表示将继续为中国电镀行业生产优质镍。

英美资源集团一季度镍产量 1.44 万金属吨，环比下降 20.4%，同比增长 10.8%，其中精炼镍产量 0.47 万吨，镍铁总产量 0.97 万金属吨。一季度产量下降的主要原因是 PGM 业务总产量下降 14%，而水萃镍虽然实物量有所下降，但由于品味有所提高，金属量同比持平。2024 年的产量指导不变，镍产量目标为 3.6-3.8 万金属吨（仅包含镍铁产量），单位成本指导为 600 美分/磅，折 13227.7 美元/吨。

镍生产商埃赫曼(Eramet)一季度镍铁产量 1.65 万金属吨，同比下降 10.33%，环比下降 19.12%，镍矿 735.6 万湿吨。2024 年产量指引 8 万镍吨不变。其中，新喀的 SLN 项目镍矿产量为 101.4 万湿吨；镍铁 (FeNi) 产量为 0.91 万金属吨。印尼的 Weda Bay 镍项目的高品位镍矿产量为 634.2 万吨，镍铁 (NPI) 产量 0.74 万金属吨。得益于不锈钢需求的复苏以及电池行业需求的持续增长，2024 年一季度全球原生镍需求同比 2023 年一季度增长了 8%。SLN 项目，本季度受社会问题以及难以获取经营许可证的制约，新喀里多尼亚矿产量同比 2023 年一季度下降 32%。其中 Poum 工厂自 2023 年 8 月以来已经暂停运行，而 Nepoui 工厂的产量在一季度下降了近 40%。

South32 一季度由于镍品位的提高，Cerro Matoso 项目镍铁产量 1.08 万金属吨，环比增加 8%，同比增加 5.88%。2024 的指导产量保持不变，仍为 4.05 万金属吨。

2023 年四季度以来镍价大幅下跌，中国低成本电积镍出口交仓冲击海外市场，海外电解镍企业下调 2024 年的产量指引，部分澳洲和新喀的镍矿镍铁宣布减产。然而今年以来海外矿山减停产多为非中印地区高成本镍矿、镍铁和中间品减产，相比中国和印尼的体量偏小，且对精炼镍影响极为有限。澳洲和法国政府也予以矿山融资方面的协助，以保证关键原料的生产。

图24: Vale镍产量 (吨)

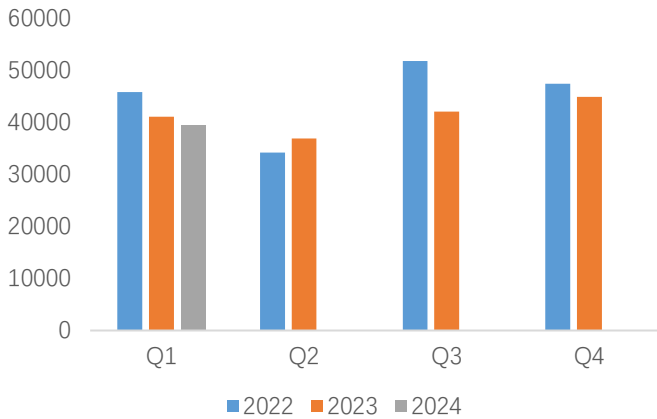


图25: Norilsk镍产量 (吨)

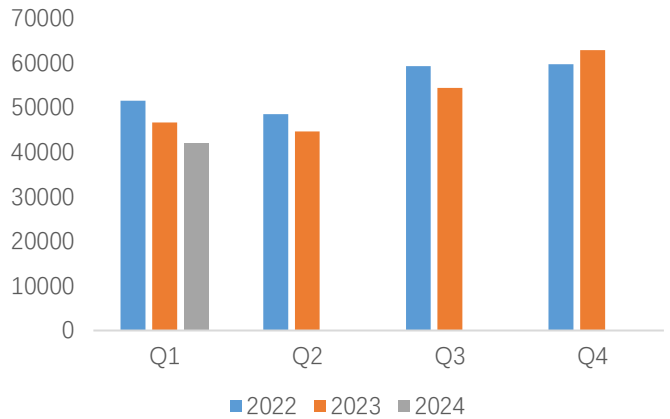


图26: BHP镍产量 (吨)

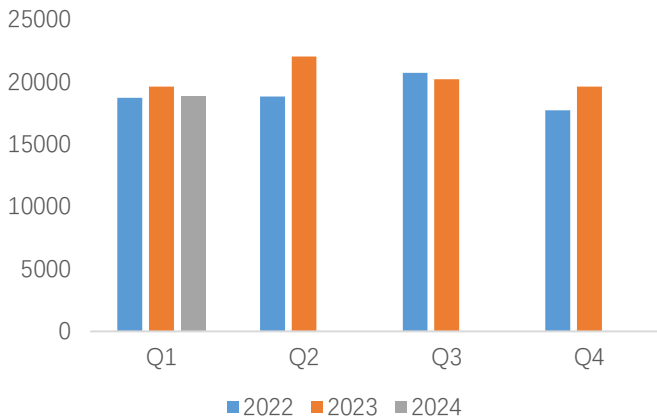
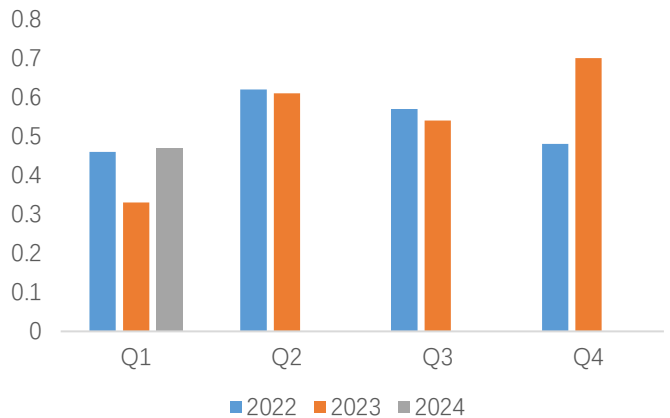


图27: 英美资源镍产量 (吨)



数据来源: 上市公司财报、银河期货

表3: 海外传统镍企纯镍季度产量/万镍吨

企业	2024Q1	同比	环比	2022年产量	2023产量	2024年计划	2024年同比
Vale	2.1	-6.3%	-14.8%	9.2	8.4	8.5	-7.6%
Norilsk	4.2	-9.8%	-33.0%	21.9	20.9	18.4-19.4	-9.4%
Anglo American	0.7	45.8%	0.0%	2.1	2.2	2.0	-6.1%
BHP	1.3	0.0%	4.8%	5.3	5.3	5.2-5.4	-0.6%
Glencore	3.4	3.4%	12.2%	12.2	13.1	12.1	-1.1%
Sheritt (100%)	0.7	3.3%	3.2%	3.2	2.9	3-3.2	-3.9%
总计	12.4	-1.9%	-16.2%	54.0	52.7	49.9	-5.3%

数据来源: 上市公司财报、银河期货

## 2. 中资电积镍产量释放, 甚至单月转为净出口国

因全球纯镍生产的结构性变化, 海外传统企业的减量被中资企业增量弥补。2023 年中国纯镍产能同比增长近 80%达到 37.2 万吨/年; 2024 年中资企业有 13.35 万吨新增产能规划, 同比增长 35.9%。镍价持续高位运行刺激新增产能加快投放。年初至今已有 1.85 万吨新增产能, 2-3 季度仍有大项目待投产。

2024 年海内外交易所交割品牌不断增加，逼仓可能性越来越低。上期所 6 月批准华友和格林美各 3 万吨电积镍年产能成为交割品牌。电积镍平水交割意味着现货需要贴水销售的电积镍可以与金川镍和俄镍享有同样的交割升贴水，会吸引现货销售困难的电积镍交仓，减少现货流通，因此消息公布之前一段时间，现货电积镍已经有升水交易的迹象。此外，LME 今年以来注册品牌获批较多，5 月随着中伟鼎兴项目获批，可交割中资电积镍产能已达到 17.16 万吨/年。从 LME 分产地月度库存可以看出 1-5 月中国交仓了 9252 吨仓单，主要走来料加工手册出口规避 15% 的出口关税，品牌以华友、中伟和金川为主。

纯镍自身的基本面较弱。需求端，贸易商和下游生产商对高镍价态度消极，采购意愿不强。电镀、合金及其他纯镍消费上半年累计同比增长 4% 至 14.7 万吨。而供应端，国内纯镍产量上半年累计同比增长 40% 至 15.1 万吨，但因出口交仓较多，1-5 月净进口量累计同比下降 91% 至 0.2 万吨。上半年总供应预期累计同比增长 5% 至 15.3 万吨，略高于需求。下半年虽然有新增产能投产预期，但已在上期所注册品牌的企业反而不用再遵守连续稳定生产一年的规定，可能会因镍价下跌而出现减产，因此下半年一级镍产量仅略高于上半年，2024 年全球一级镍产量同比增长 8.4% 至 98.3 万吨。

图28：中国纯镍产量（万吨）

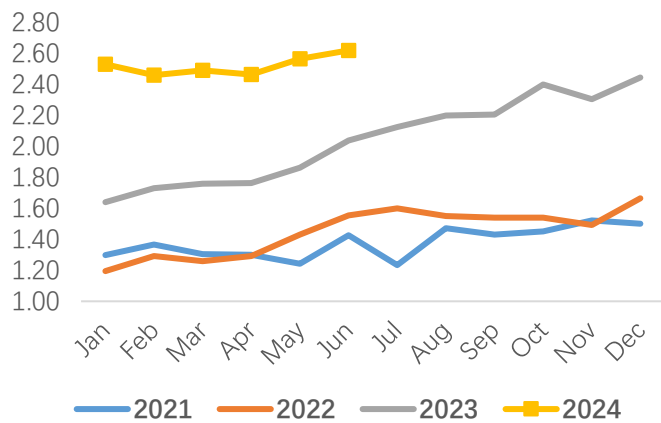


图29：中国纯镍净进口（万吨）

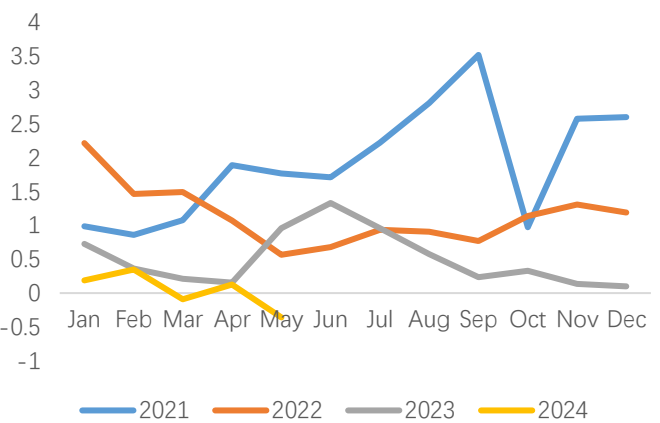


图30：中国纯镍供应量（万吨）

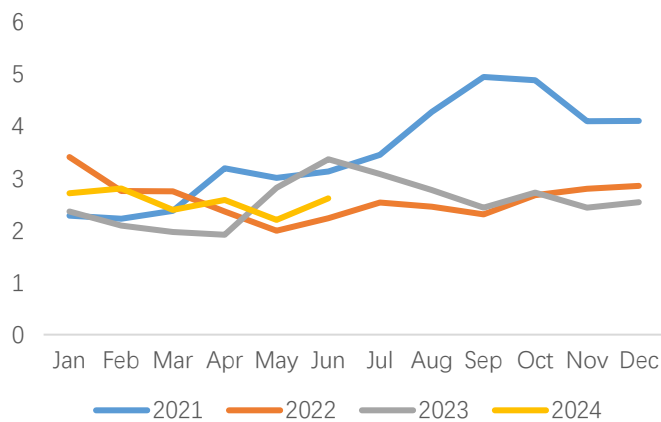
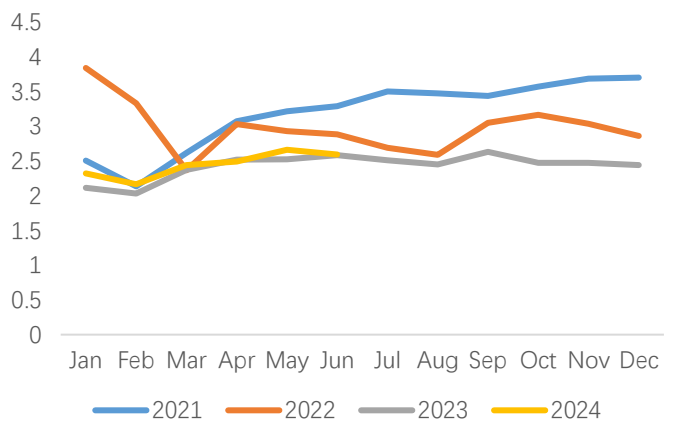


图31：中国纯镍消费量（万吨）



数据来源：海关总署、SMM、银河期货

表4：中资电积镍新增产能规划/万镍吨

中国企业纯镍新增产能规划			
所在地	原料	新增产能E	备注
甘肃	精矿/高冰镍/MHP	0.6	2023年年底投产，扩建6000吨年产能，目前已满产
湖北	高冰镍-硫酸镍	3	2023年1月初投产，已满产
江苏	氢氧化镍废料	0.72	2023年3-4月投产，一期已满产，二期部分投产
浙江	电镀废料	0.12	2023年4月18日已投产，目前已满产
浙江	MHP	3	2022年已有6000吨为交割品，2023年二季度扩产，目前已满产（3.6万吨）
广西	MHP	3	2023年5月投产，目前处于爬产阶段
天津	MHP/硫化镍	0.36	2023年6月排产，目前已满产
广西	高冰镍/MHP	1.25	2023年二季度投产，目前已满产
2023年上半年小计		12.05	
安徽	粗制硫酸镍	0.3	2023年10月开始试产，目前已满产
江西	废料	0.36	2023年已投产，目前每月产量200吨，开工2/3
2023年下半年小计		0.66	
2023年中国		12.71	
印尼	高冰镍	5	2023年8月投产，2024年3月满产
2023年总计		17.71	
浙江	MHP	0.6	2023年12月调试成功，2024年1月正式投产，预计下半年爬坡到满产
广西	高冰镍/MHP	1.25	2024年一季度投产，目前已满产
甘肃	高冰镍	2.5	预计2024年二季度投产
陕西	MHP/高冰镍	3.5	预计2024年三季度投产
江西	高冰镍	0.5	年产5000吨电积镍和5000吨电积钴，建设周期8个月，预计2024年7月投产
湖北	高冰镍-硫酸镍	3	暂无具体规划，预计2024年投产
吉林	MHP/高冰镍	0.6	暂无具体规划，预计2024年底投产
2024年中国		8.35	
印尼	MHP/高冰镍	5	预计2024年三季度投产
2024年总计		13.35	
浙江	MHP	3	预计2024年初动工，2025年建成
江西	MHP	0.6	【推迟】投产预计推迟到2025年
江西	MHP	0.9	【推迟】投产预计推迟到2025年
2025年总计		4.5	

数据来源：Mysteel、SMM、银河期货

表5：2024年全球一级镍产量预估/万镍吨

	2022年E	2023年E	同比	2024年E	同比
海外主要镍企	64.4	62.9	-2%	60.3	-4%
中国	17.4	24.3	40%	32	32%
印尼+其他	3	3.5	17%	6	71%
产量总计	84.8	90.7	6.9%	98.3	8.4%

数据来源：上市公司公告、Mysteel、SMM、银河期货

二、 不锈钢受制于产能过剩，较难给出生产利润

1. 不锈钢需求低速增长

宏观方面，上半年炒作由于美联储降息导致的通胀预期，但这取决于实际经济数据的恶化。镍本身因仓单可以永续，自带抗通胀属性，9月以前市场高度关注美联储货币政策，不排除被金融属性再带动上涨的可能。然而不锈钢保质期只有一年时间，与经济活力息息相关，金融属性较低，理论上若经济形成滞胀，对不锈钢反而是利空。三季度可寻找镍/不锈钢比值偏低的位置进场做多比价。

不锈钢需求预期较差。内需因中国经济受地产掣肘未见改善，整体财政收入不足使得通缩周期延长。外需因全球受地缘政治影响，贸易保护主义横行，欧美反倾销调查也影响我国不锈钢成材的直接出口。

上半年中国政府工作报告要求积极的财政政策“适度加力，提质增效”。但是低迷的财政收入可能降低财政支出的潜力。5月中国货币供应量M1已经下降至-4.1%的水准，M2下



降至 7%，市场货币需求达到极低水平，反映了当前市场对经济前景预期较差。财政政策空间不足，则需要更多的货币政策和产业政策。中国上半年出台汽车家电以旧换新、新能源汽车下乡等刺激耐用品消费的政策，以及降低首付比例等强力房地产政策等，对阶段性需求是利好，但能否转变为实际购买力却需要进一步的观察。

图32： 中国制造业PMI

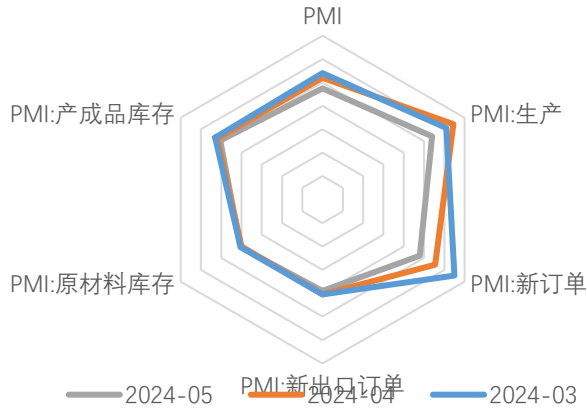


图33： 中国货币供应量增速（%）

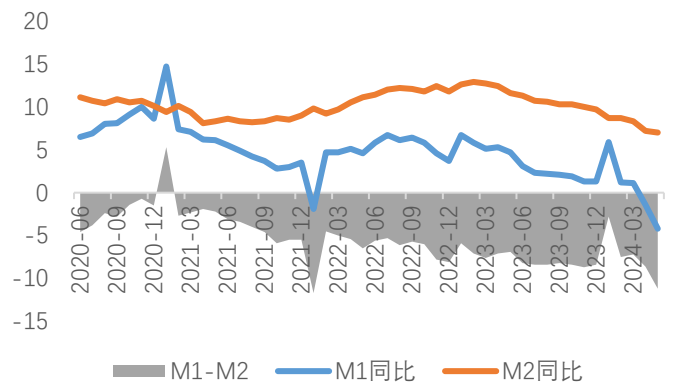


图34： 中国固定资产投资累计同比增速（%）

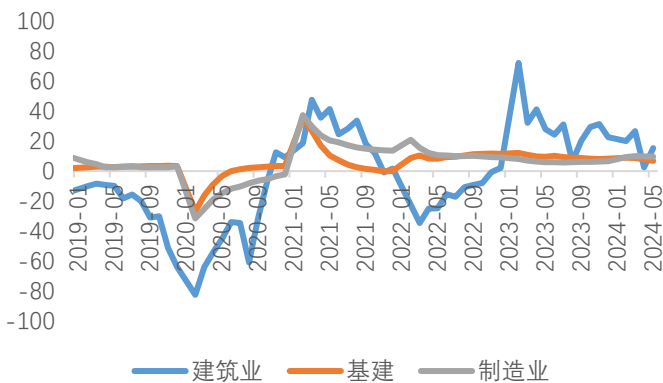


图35： 中国房地产行业累计同比增速（%）

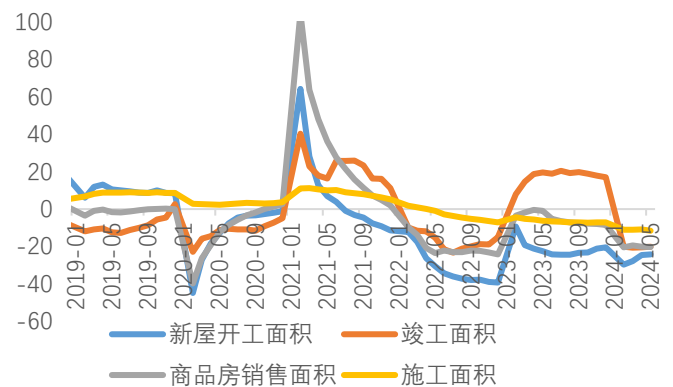


图36： 中国挖掘机开工（小时）

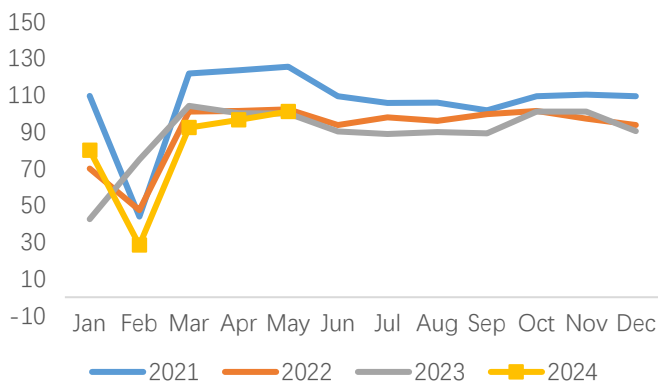


图37： 中国电梯产量（万台）

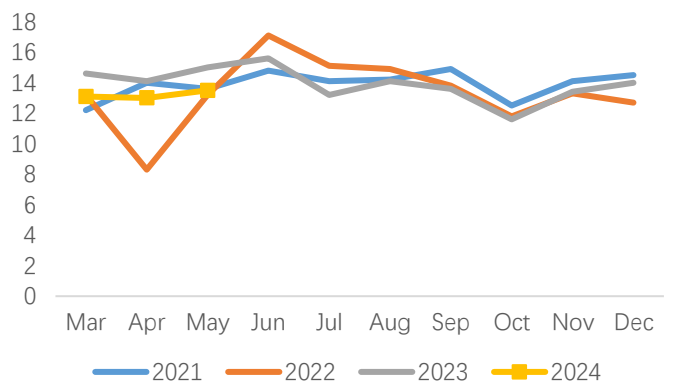


图38: 中国白色家电耗不锈钢指数

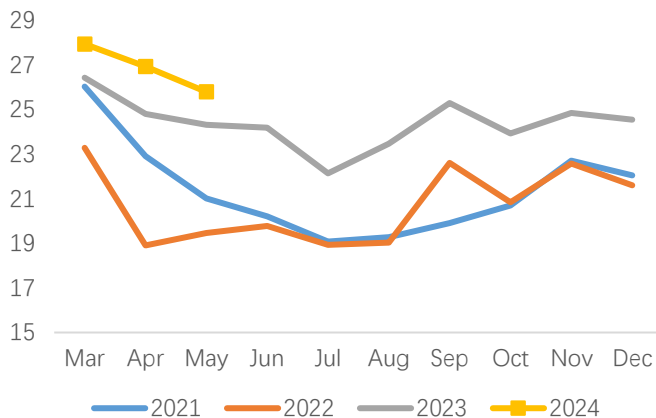
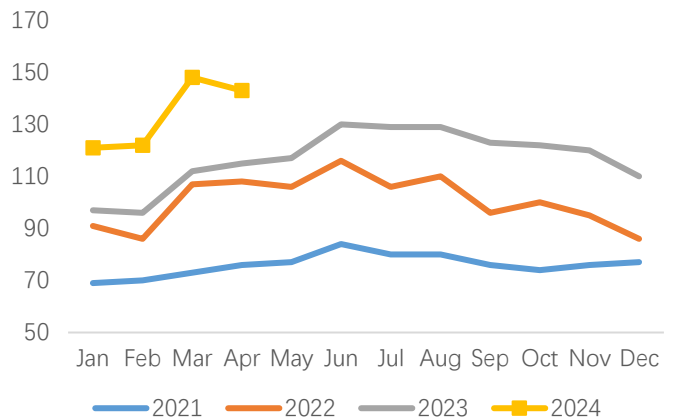


图39: 中国造船板产量 (万吨)



数据来源: 同花顺 iFinD、银河期货

## 2. 不锈钢产能规划推迟, 供应增长取决于生产利润

供应端, 6月投产的项目是内蒙古奈曼经安 88 万吨 200 系粗钢产能, 年底有青拓三期 100 万吨 300/400 系粗钢产能计划投产。据 Mysteel 统计, 2024 年 1-6 月国内 43 家不锈钢厂粗钢排产 1502.8 万吨, 累计同比增长 8%。印尼 1-6 月产量 254.7 万吨, 累计同比增长 29%。1-6 月中印合计不锈钢粗钢产量累计同比增长 9% 至 1837 万吨。上半年中印 NPI 产量累计同比几乎持平, 远低于不锈钢增速, 反映不锈钢生产原料偏紧, 但价格并未大涨, 一方面是因为龙头压价, 另一方面是因为印尼 NPI 产能过去数年快速扩张积累了不少隐性库存。

图40: 中国不锈钢产能利用率 (%)

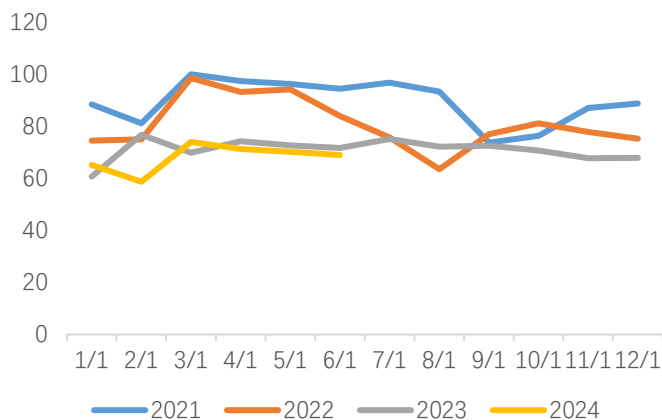


图41: 中国+印尼不锈钢粗钢产量 (万吨)

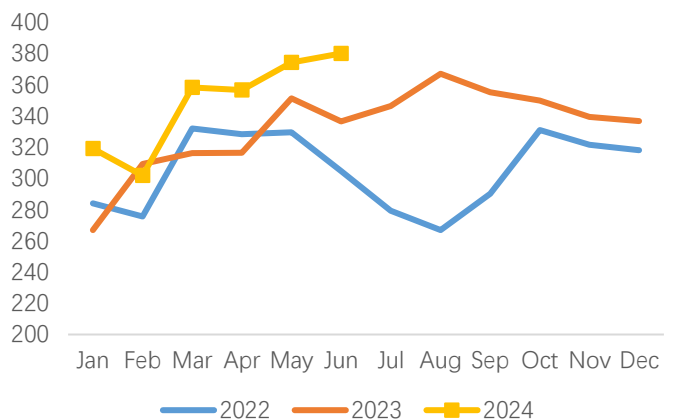


图42: 中国不锈钢进口 (万吨)

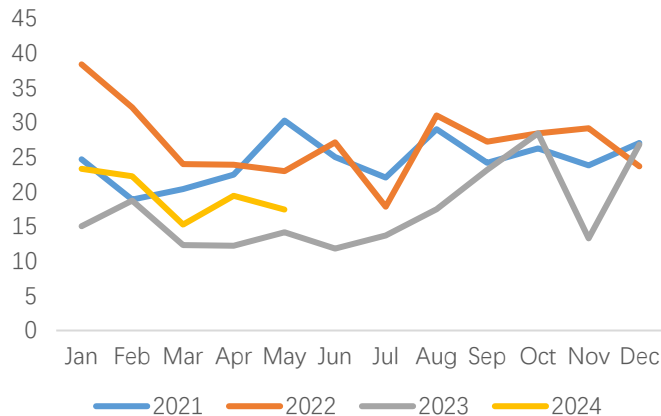
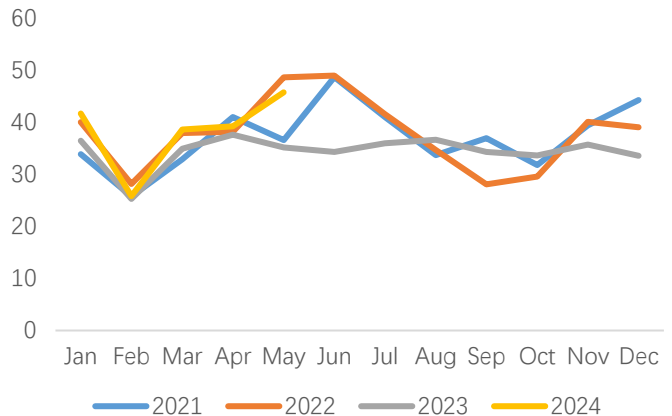


图43: 中国不锈钢出口 (万吨)



数据来源: Mysteel、SMM、海关总署、银河期货

不锈钢盘面给过较高的套保利润,但是产能利用率并未随之提升,今年上半年不超过70%,是过去5年的低位,反映产能较为过剩。今年因为镍矿配额审批,印尼镍铁厂缺少原料生产,只有部分钢厂拿到低价的NPI原料,因此今年不锈钢的产量可能会受此影响增速不及预期。下半年不锈钢产量预计同比增长-1%,一些曾经计划的项目有所推迟,新增产能较为有限。下半年需求增速仍然偏低,预计同比增长3.1%,但相比产量还有所增长,造成阶段性去库,可能有助于提高钢厂利润,从而提高产能利用率。成本主要由NPI价格决定,9-10月预计镍矿配额审批基本结束,矿山产量释放,内贸基准价格回归一季度附近,则NPI价格有望重返920一线,不锈钢304冷轧成本约为13400左右。

表6: 2024年中国不锈钢表观消费量 (万吨)

中国不锈钢表观消费量 (万吨)											
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2024H1	同比	环比	2024H2	同比
产量	2843	2988	3239	3246	3564	3750	1837	9%	-2%	1913.0	2%
进口量	112	180	294	325	207	125	61	-28%	-50%	64.2	-48%
出口量	367	340	446	455	414	430	225	10%	7%	205.3	-2%
净进口量	-255	-160	-152	-130	-207	-305	-164	37%	88%	-141	62%
供应量	2588	2827	3087	3116	3357	3445	1673	7%	-6%	1771.9	-1%
同比		9.3%	9.2%	0.9%	7.7%	2.6%	6.7%			-1.0%	
消费量	2557	2827	3089	3109	3329	3500	1651	8%	-8%	1849.0	3%
同比		10.6%	9.3%	0.6%	7.1%	5.1%	7.6%			3.1%	
供需平衡	31	1	-2	7	28	-55	22			-77	

数据来源: 海关总署、SMM、Mysteel、银河期货

### 三、 新能源链条供增需减, 硫酸镍价格下行

#### 1、 新能源汽车市场内外分化

今年购置税减免政策延续,3月国务院《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》在4月落实到商务部发布的《汽车以旧换新补贴实施细则》,各地相应政策出台跟进措施,新能源汽车下乡活动也于5月发布。多重政策刺激以及新车型上市促进国内销量大增。中汽协年初预计1100万辆的销量目标,此后又上调至1150万辆,同比增长22%,符合市场对动力市场20-30%的增速预期。中汽协1-5月数据显示中国新能源汽车销量累计

同比增长 32%至 389.4 万辆，增速远高于年均增速：一方面是因为去年同期基数较低，但去年下半年特别是四季度，新能源汽车销量屡超市场预期，基数整体偏高，单月同比增速下半年预计回归 30%以内；另一方面是因为结构上增程和插混车型提供了主要的增长动力，1-5 月增程和插混汽车销量占比 37.2%，累计同比增长 88%，纯电动汽车销量占比 61.8%，累计同比仅增长 12%，平均单车带电量下滑。

国内市场火爆的同时，海外市场却表现不佳。一方面海外汽车电动化的进程在放缓；另一方面欧美通过加征关税或禁止合作的方式对中国汽车和电池出口设下重重障碍，阻挠中国企业出海竞争。中国新能源汽车 1-5 月累计出口 52 万辆，累计同比增长 14%，去年同期累计同比增长 162%。

美国市场新能源乘用车销量 1-4 月累计同比增长 9.4%。5 月 14 日，美方发布对华加征 301 关税四年期复审结果，宣布在原有对华 301 关税基础上，进一步提高对自华进口的电动汽车、锂电池、光伏电池、关键矿产、半导体以及钢铝、港口起重机、个人防护装备等产品的加征关税。美国对华加征关税对锂电池及终端需求有负面影响，但影响有限。新能源汽车关税 2024 年从 25%加到 100%，幅度最大，但量比较小。2023 年中国出口到美国的新能源汽车仅为 1.25 万辆且同比下降。EV 用锂电池和锂电池零部件关税 2024 年从 7.5%加到 25%，其他锂电池关税 2026 年从 7.5%加到 25%。中国锂电池出口目的地中，美国今年一季度占比 14%，排名第二，未来出口结构可能会因此更倾向于中国香港、东南亚和印度。

欧洲市场新能源乘用车销量 1-4 月累计同比增长 7.3%。6 月 12 日，欧委会发布关于对华电动汽车反补贴调查的初裁披露，拟对进口自中国的电动汽车征收临时反补贴税。从临时关税水平来看，比亚迪、吉利、上汽集团 3 家中国汽车生产商将会被征收 17.4%、20%、38.1%的关税，其他参与调查但未抽样的电动汽车生产商将被征收 21%的加权平均税。这是在原有 10%的进口税基础上加征。欧委会称，如果与中方的讨论不能得出有效的解决方案，这些临时关税将从 7 月 4 日起引入。欧盟的这项裁决只是临时裁决，并非终裁。这项临裁将在 7 月 5 日实施，4 个月之后再根据情况做出终裁决定。1-4 月比亚迪、吉利、上汽三家合计出口欧盟 3.46 万辆，占出口欧盟总量的 95%，其中上汽一家占 55%。7 月征税 4 个月，假设影响销量 3.5 万辆，占 2023 年总出口的 2%左右。

图44：全球新能源乘用车销量（万辆）

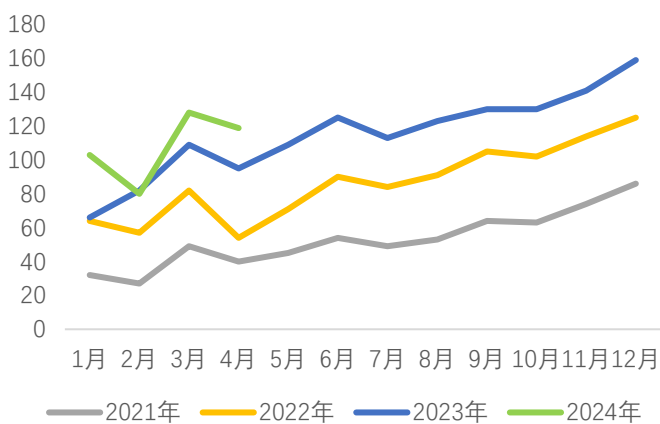


图45：中国新能源汽车销量（万辆）

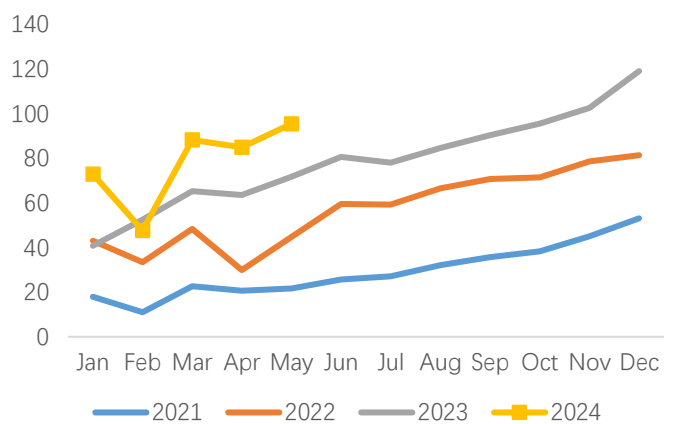


图46：中国新能源汽车出口量（万辆）

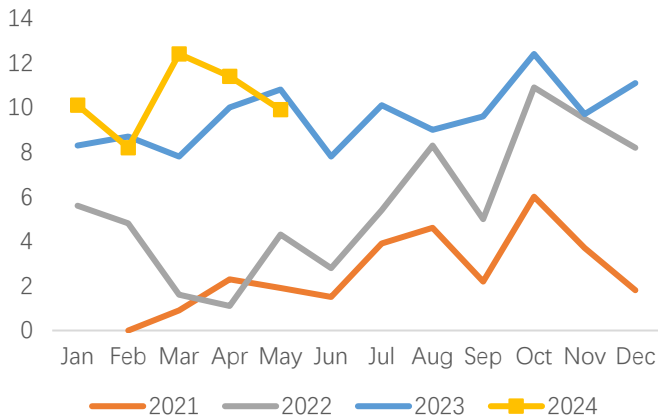


图47：中国新能源汽车销量结构（万辆，%）

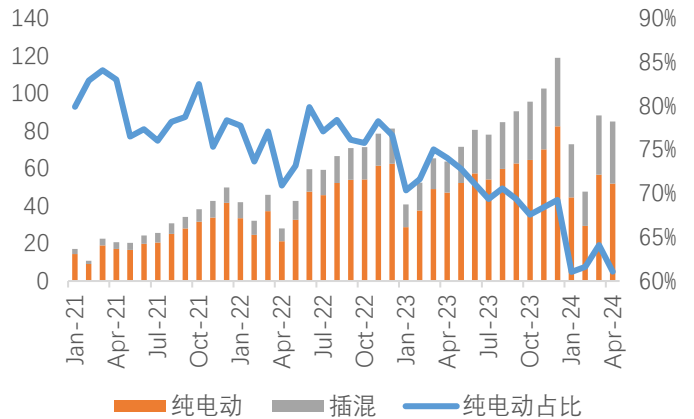


图48：美国新能源乘用车销量（万辆）

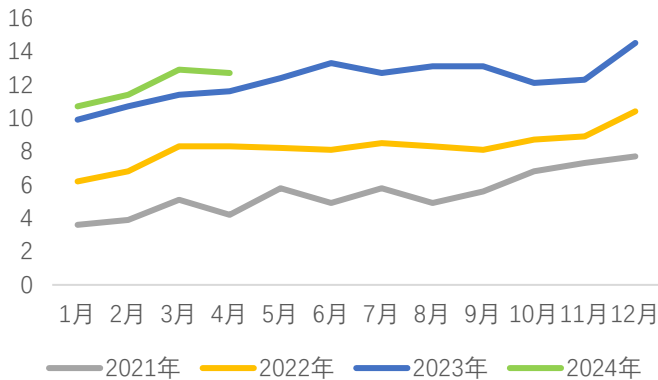
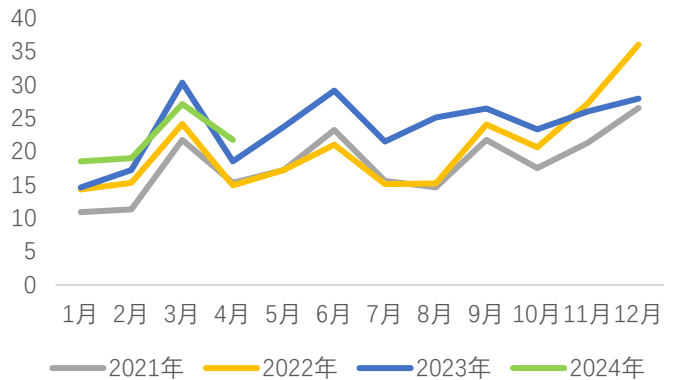


图49：欧洲新能源乘用车销量（万辆）



数据来源：中汽协、乘联会、SMM、同花顺 iFindD、Marklines、银河期货

## 2、锂电池行业被规范，正极材料厂补库需求取决于现货采购比例

从电池和正极材料排产来看，5-6月环比增速持续为负，明确进入淡季。此外，下游的囤货和补库意愿受自身库存和利润水平影响。4月补库之后下游原料库存普遍偏高，但5月开始客供和长协比例提升，正极厂有足够库存可以消耗，耐心等待低价货源在现货市场流通。下半年市场对金九银十的补库仍有一定期待，但7月以前头部电池厂已经备库完毕，淡季需求不佳已是共识。若价格淡季能跌到较低的位置，反而季节性特征会更明显，旺季会有提前备货的现象出现。



图50: 中国三元动力电芯产量 (GWh)

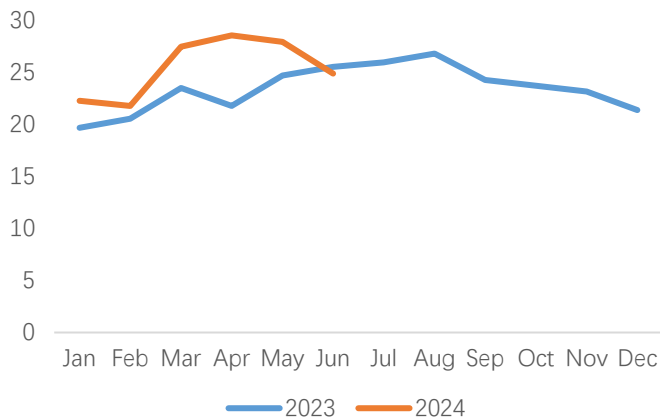


图51: 中国三元动力电芯出货量 (GWh)

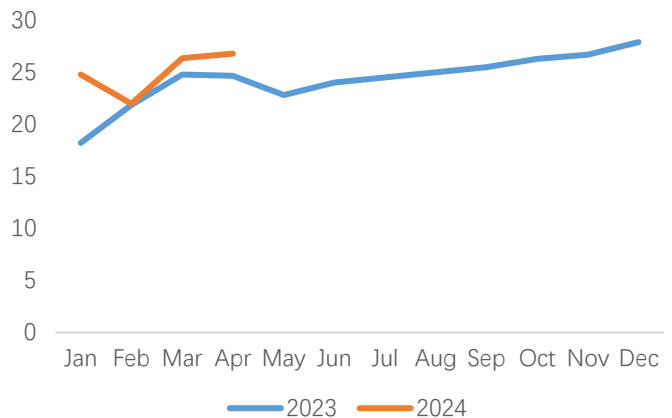


图52: 中国三元前驱体产量 (万吨)

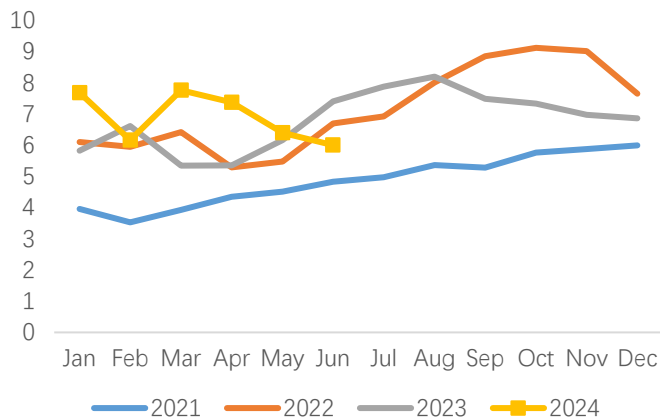
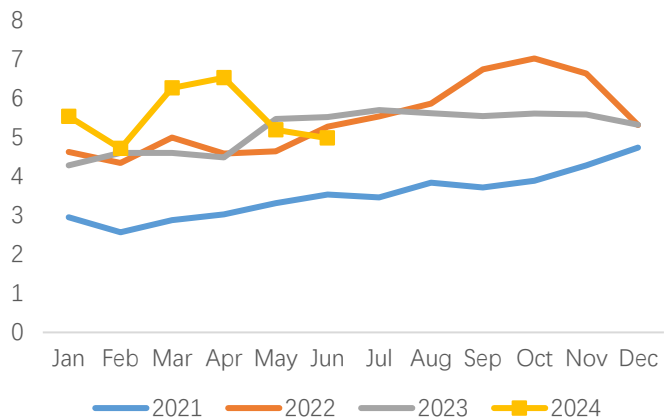


图53: 中国三元正极产量 (万吨)



数据来源: 乘联会、SMM、同花顺 iFindD、银河期货

5月8日, 为进一步加强锂离子电池行业管理, 促进行业高质量发展, 工业和信息化部电子信息司对《锂离子电池行业规范条件(2021年本)》《锂离子电池行业规范公告管理办法(2021年本)》进行修订, 形成《锂电池行业规范条件(2024年本)》。2024年本《规范条件》的提出, 除了可以推动锂电池产能全面升级外, 预计锂电高效、低成本制造设备更新也将迎来规模化应用; 加快对于中低端锂电池产能的出清速度, 中下游电池企业面临被市场淘汰风险, 以短期阵痛换取行业长远发展。因此市场对锂电池短期需求不抱过分乐观的态度。

### 3、硫酸镍产量修复式增长

SMM统计, 1-6月硫酸镍产量累计同比减少2.2%至19.3万吨, 同期中国三元前驱体产量累计同比增加13%至41.3万吨, 下游增速远高于上游。同时中间品放量有限, 特别是4月之前印尼华飞项目处于完全停产的状态, MHP供应短缺, 硫酸镍生产全线亏损, 产量停滞不前。部分三元回收企业因成本倒挂严重无法生产, 影响订单交付, 被迫在市场采购硫酸镍, 进一步造成硫酸镍现货紧缺, 价格也跟随镍价持续攀升, 甚至给出镍豆制硫酸镍的利润。

6月以来需求进入淡季, 硫酸镍现货转松, 价格再度跟随镍价持续下跌。从供应角度来

看，硫酸镍产能过剩，瓶颈在原料端，也就是MHP和高冰镍。从中间品产能规划情况来看，2023年MHP主要新增产能来自于华飞12万吨项目，该项目于去年12月开始技改，预计4月复产并提升月产量至1万吨吨。力勤三期项目4月投料，青美邦二期4月和6月分别投产一条产线。然而以上项目中能在现货市场中流通的只有华飞，其他多以长协为主。中伟1-5月印尼投了5条镍铁产线准备转冰镍，华旭、纬创等高冰镍项目均已顺利投产，预计于2024年6月前放量。

上半年印尼MHP产量累计同比增长126%至13.54万吨，高冰镍产量累计同比增长10%至13.23万吨，因NPI和镍价/硫酸镍价差走扩，给出足够的转产空间，中伟上半年NPI投产较为积极。中间品一旦产量释放，可以有效缓解硫酸镍的成本压力，然而爬产仍需一定时间，且货源集中度较高，恐怕下半年才能有一定感受。

图54：中国硫酸镍产量（万吨）

图55：中国硫酸镍利润率（%）

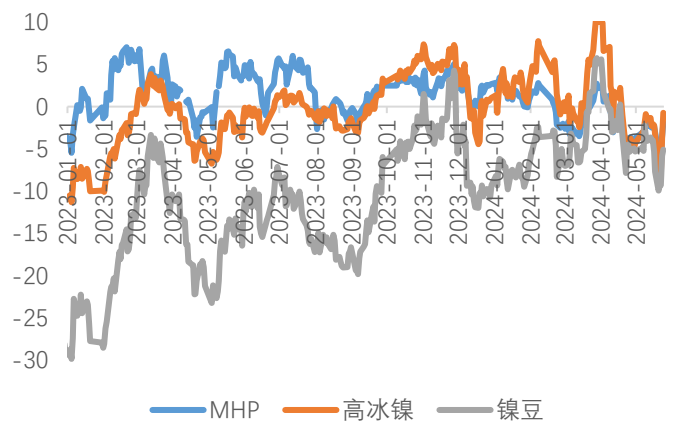
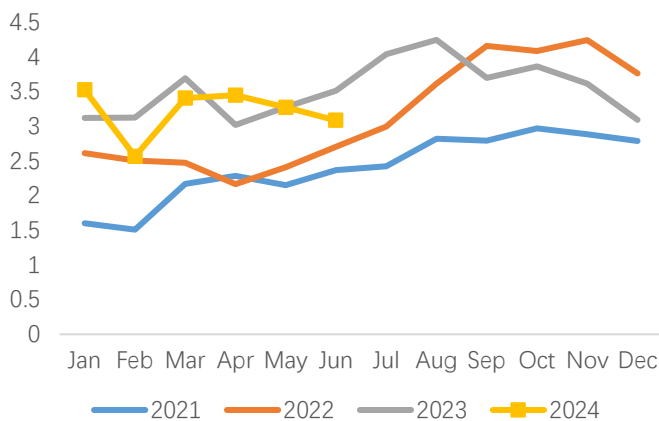


图56：中国湿法冶炼中间品进口（万吨）

图57：中国镍矿进口（万吨）

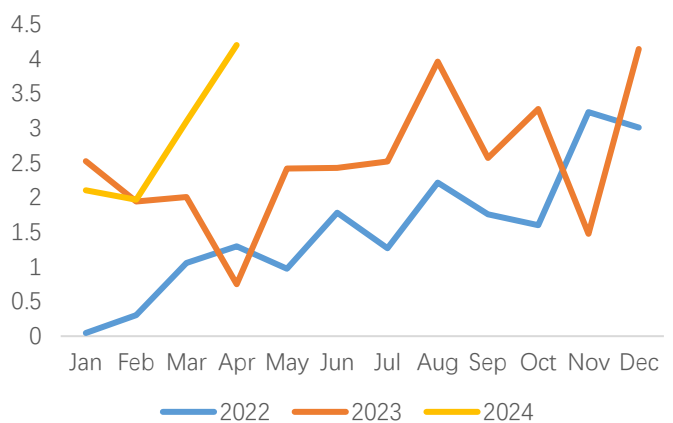
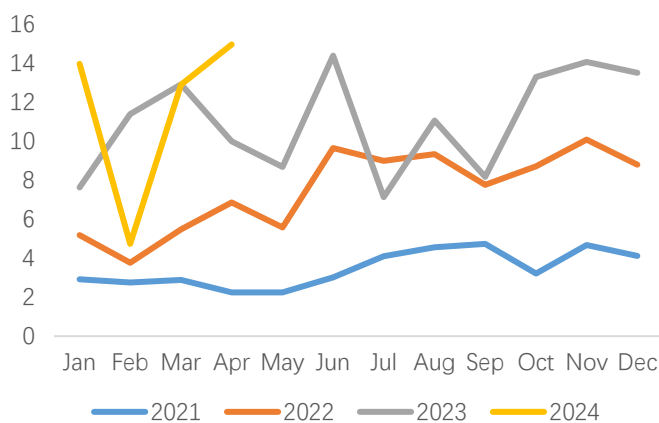


图58: 印尼MHP产量 (万镍吨)

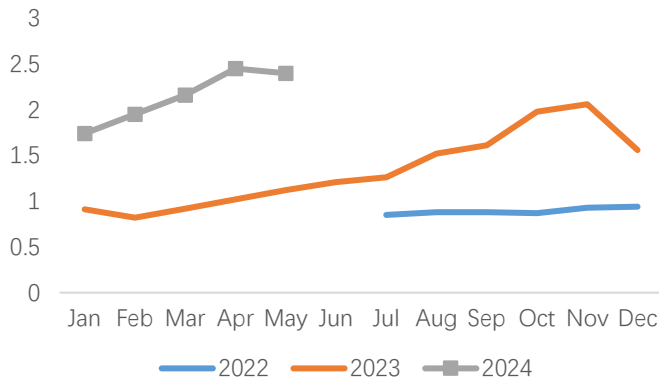
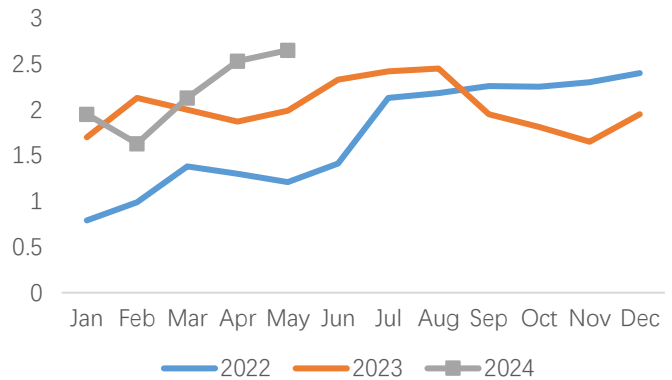


图59: 印尼高冰镍产量 (万镍吨)



数据来源: SMM、银河期货

#### 四、 国内外镍供需过剩幅度低于预期

长期供需来看, 今年供给端增量仍将超过需求端。国际镍业研究组织 (INSG) 4 月 24 日公布, 2024 年全球镍需求预计将增至 344.5 万吨, 而 2023 年为 319.3 万吨。全球镍产量预计将在 2024 年增至 355.4 万吨, 而 2023 年为 335.6 万吨, 2024 年过剩仍有 10.9 万吨过剩, 但相比 2023 年预测的过剩 23.9 万吨有所收窄。

随着全球新增原生镍产能和产量越来越向印尼集中, 导致印尼政策或生产条件发生变化对全年的供需影响较大, 通常情况下当年预测的数据都对产量较为乐观, 但实际结果会发现干扰较多, 且需求会随宏观经济变化较大。

图60: INSG供需平衡预测 (万吨)

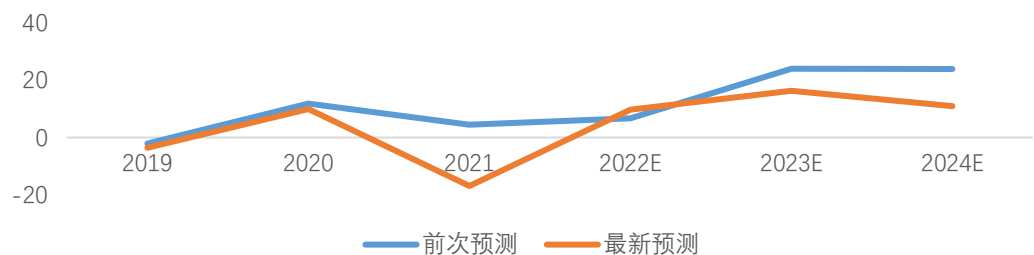


图61: INSG全球原生镍供需平衡 (千吨)

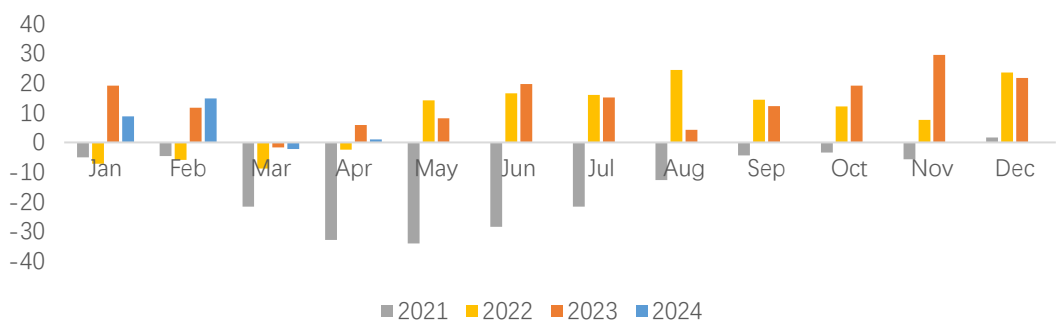


图62: 全球原生镍产量 (千吨)

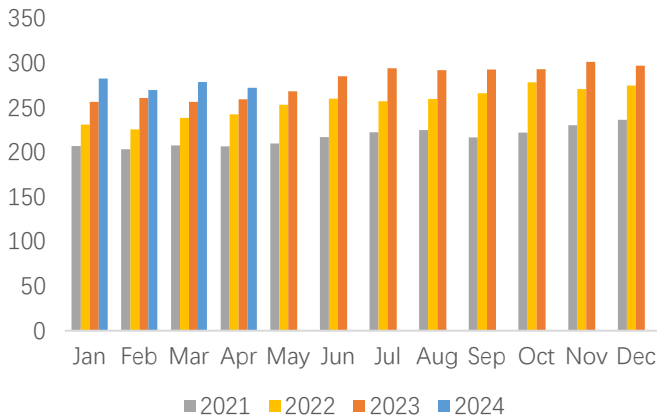
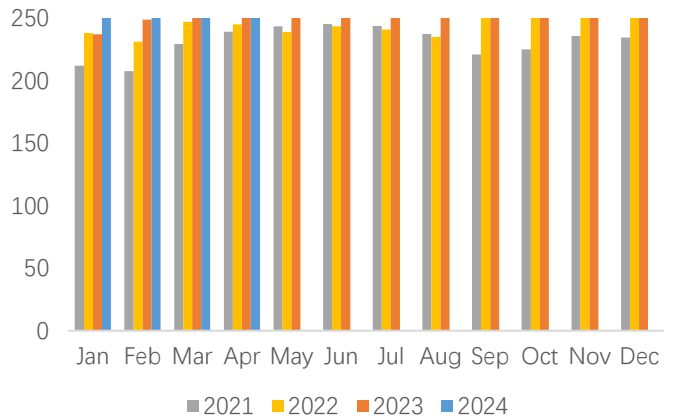


图63: 全球原生镍消费 (千吨)



数据来源: INSG、银河期货

从中国平衡表角度来看,上半年原生镍因镍铁进口减少以及硫酸镍产量下降而呈现偏紧的格局,在下半年将有所缓解;而纯镍因为出口量大幅增加,国内供需反而呈现紧平衡,但下半年随着国产电积镍陆续获得上期所交割资格,出口量可能减少,而把过剩留在国内。

图64: 中国原生镍供需平衡 (万吨, 元/吨)

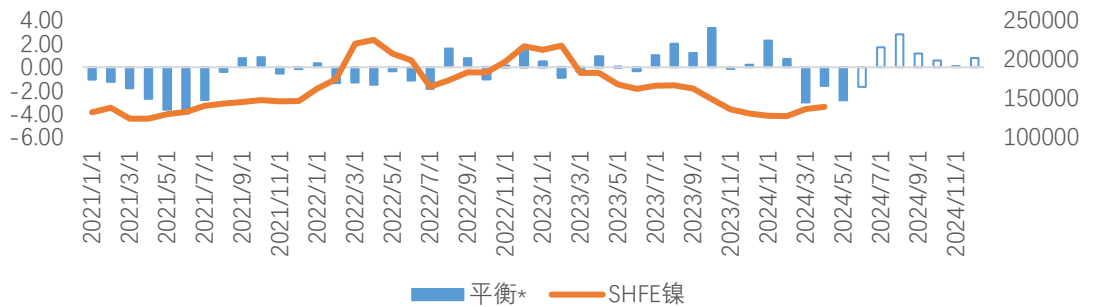
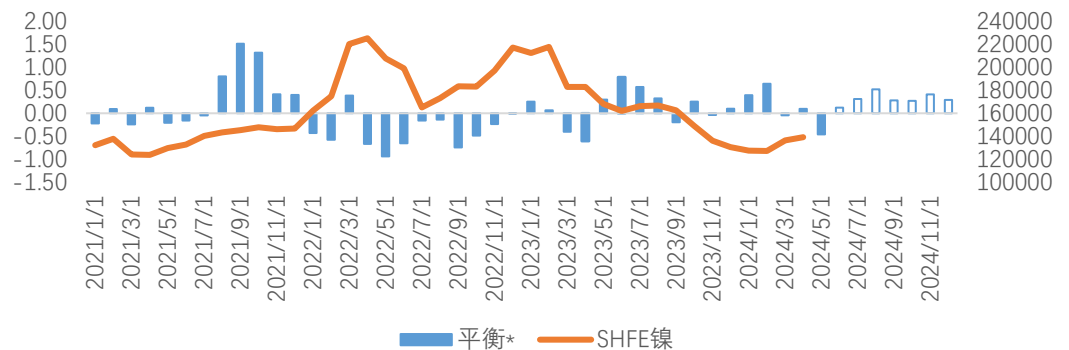


图65: 中国纯镍供需平衡 (万吨, 元/吨)



数据来源: 铁合金在线、Mysteel、同花顺 iFinD、SMM、银河期货

## 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

## 联系方式

### 银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：chenjing\_qh1@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799