

季度报告—镍

基本面弱势延续，关注高位沽空机会

走势评级：

镍：看跌

报告日期：

2024 年 9 月 28 日

★矿端

红土镍矿 Q4 预计供给将呈现结构分化。印尼方面雨季暂停后，本土运输及开采进程相对加快，部分矿企已重新申报配额，但短期内印尼矿价下跌可能不畅。菲矿方面，需求压力边际提升，但考虑到矿企对价格仍有一定挺价意愿，叠加主产区雨季将至，四季度镍矿供应仍不具备宽松预期，成本端对盘面价格的支撑在四季度难有明显下滑。

★冶炼端

镍铁方面，国内铁厂及部分印尼铁厂均成本倒挂，多有挺价意愿来博取利润，基于镍矿预期降价不畅的逻辑下，高镍铁价格预计将在此位置维持。纯镍方面，俄镍现货此前已有大量进口，但消化速度较慢，边际预计进口量收窄，尽管出口利润缩小，LME 注册仓单的企业可能还会将一半左右产量出口进行消纳。

★需求端

原本新能源行业对于镍需求的较高增量可能在今年有所冷却，核心在于海外市场对我国出口关税政策的制裁以及国内磷酸铁锂性价比凸显对三元电池市场份额的侵蚀。而不锈钢方面，当前外需推动下支撑国内表需，但印尼产能提升后的资源回流以及海外贸易保护政策的趋严导致国内不锈钢出口阻力预期增加，年内国内净出口增长预计疲弱，国内消化压力增加。

★投资建议

当前宏观情绪较热，预计 Q4 仍将回归基本面逻辑，单边建议逢高沽空，参考区间（115000，135000）；内外套利方面，建议暂时观望或等待进口窗口临近打开时择机正套；跨期套利方面，建议观望，核心在于当前镍价属于 flat contango 结构，月差较窄且基本处于合理空间，盈利空间较为有限。

★风险提示：

宏观情绪超预期；政策变动造成矿端紧张

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：

金迪

助理分析师(有色金属)

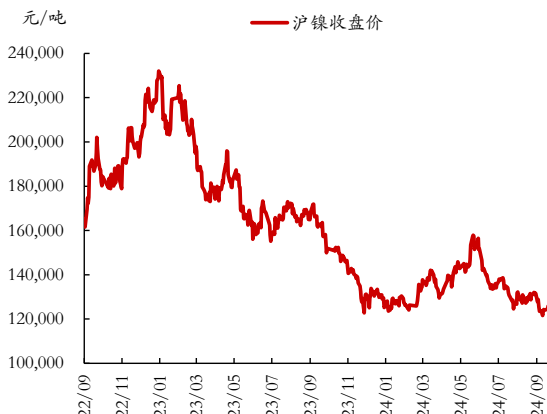
从业资格号：

F03135024

Email：

di.jin@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、红土镍矿	5
1.2、结论与思考	8
2、冶炼端	9
2.1、镍中间品&硫酸镍	9
2.2、镍铁	14
2.3、精炼镍	18
2.4、结论与思考	19
3、需求端	21
3.1、不锈钢	21
3.2、新能源	25
3.3、结论与思考	27
4、投资建议	29
4.1、供需平衡表及行情展望	29
4.2、投资建议	31
5、风险提示	31

图表目录

图表 1: 印尼进口菲律宾镍矿数量	5
图表 2: 印尼镍矿内贸基准价 (FOB 价)	5
图表 3: PT Vale 印尼镍矿分季度产量	6
图表 4: 印尼重点矿企镍矿分季度产量	6
图表 5: 亚洲镍业 2024 年待投产镍矿项目	6
图表 6: 菲律宾主要矿企镍矿产量	7
图表 7: 菲律宾 1.5%品位镍矿价格走势	7
图表 8: 中国镍矿港口库存量	7
图表 9: 菲律宾对中国镍矿出口量 (分品位)	7
图表 10: 2024 年全球镍矿产量变化预估	8
图表 11: 印尼 MHP 和高冰镍月度产量	9
图表 12: 中国湿法中间品月度进口量	9
图表 13: 印尼重点湿法待投产项目跟踪	10
图表 14: 印尼高冰镍产量情况	11
图表 15: 高冰镍价格走势	11
图表 16: 高镍生铁价格走势	11
图表 17: 一体化高冰镍生产纯镍及硫酸镍利润	11
图表 18: 印尼镍矿待投产项目汇总	12
图表 19: 电池级硫酸镍价格走势	13
图表 20: 中国硫酸镍产量变化	13
图表 21: 外采原料生产硫酸镍利润率	13
图表 22: 国内硫酸镍企业月度开工率	13
图表 23: 中国按年份 NPI 产量	14
图表 24: 国内 8-12%高镍生铁出厂价	14
图表 25: 中国 NPI 分地区生产利润	15
图表 26: 中国 NPI 进口情况 (按地区)	15
图表 27: 印尼镍铁产量及产能利用率情况	15
图表 28: 印尼产镍铁价格	15
图表 29: 2024 印尼 NPI 已投产项目汇总	16
图表 30: 印尼部分镍铁待投产项目	16
图表 31: 中国高镍铁供需平衡表 (万金属吨)	17
图表 32: 中国精炼镍月度产量	18
图表 33: 中国精炼镍净进口情况	18

图表 34: 电积镍成本.....	19
图表 35: 电积镍利润率.....	19
图表 36: 2024 年全球原生镍产量变化预估.....	20
图表 37: 中国 304 冷轧不锈钢分工艺 C1 现金成本.....	21
图表 38: 中国 304 热轧不锈钢理论利润 (自产 NPI)	21
图表 39: 中国不锈钢粗钢产量.....	22
图表 40: 中国 300 系不锈钢粗钢产量.....	22
图表 41: 中国不锈钢表观消费量.....	22
图表 42: 中国不锈钢月度进出口量.....	22
图表 43: 印尼不锈钢粗钢产量 (年度变化)	23
图表 44: 印尼不锈钢粗钢产量 (月度变化)	23
图表 45: 欧洲主要厂商不锈钢发货量季度变化.....	24
图表 46: 全球分地区不锈钢消费年度增速预期.....	24
图表 47: 全球不锈钢粗钢产量年度预测.....	24
图表 48: 中国新能源汽车月度销量.....	25
图表 49: 全球新能源车月度销量变化.....	25
图表 50: 全球 PHV 汽车月度销量变化.....	25
图表 51: 全球 EV 汽车月度销量变化.....	25
图表 52: 三元前驱体价格变化	26
图表 53: 主要前驱体企业三元项目盈利情况及预期.....	26
图表 54: 三元前驱体出口量月度变化	26
图表 55: 三元前驱体产量月度变化.....	26
图表 56: 中国三元前驱体分型号耗镍量变化.....	27
图表 57: 中国三元电池月度库存情况	27
图表 58: 2024 年全球原生镍消费量变化预估.....	28
图表 59: 中国原生镍供需平衡表.....	29
图表 60: 中国精炼镍月度供需平衡变化.....	30
图表 61: LME 镍库存年度变化	30
图表 62: 上期所精炼镍库存周度变化.....	30

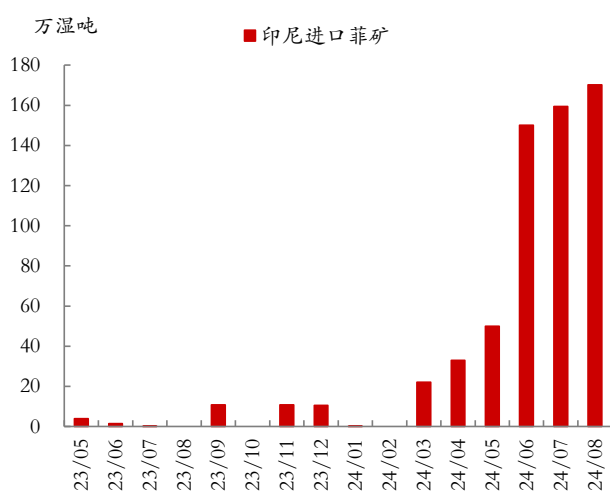
1、矿端

1.1、红土镍矿

印尼：三季度印尼镍矿受开采、运输能力以及天气因素等影响下，实际供应效率约80-85%，供给整体相对紧张，APNI 最新预测全年镍矿消费量约在 2.6 亿湿吨，以此测算，尽管年内印尼配额审批逐步释放，也仅能维持紧平衡状态。根据铁合金在线数据，8 月印尼从菲律宾进口镍矿约 170 万湿吨，环比增长 6.7%，基本以中镍矿为主，用来补充本土镍矿不足的缺口，但考虑到菲矿品位逐年下滑，对于印尼冶炼厂来说，尽管在量上能够缓解本土镍矿供应不足带来的产量下滑，但成本端开支预计加大，在原生镍价格低迷的背景下也会削弱厂商生产意愿。

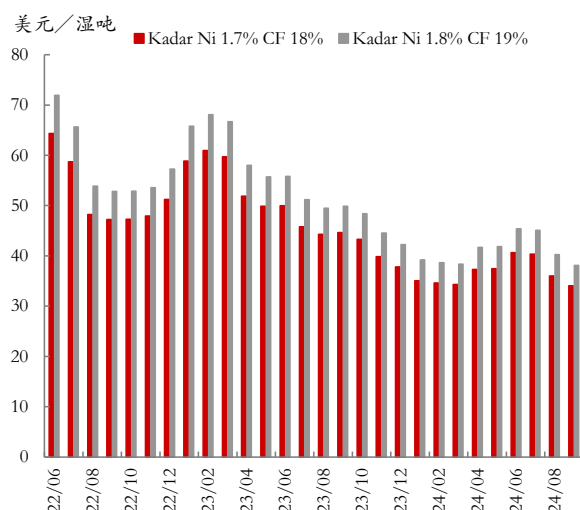
价格角度，印尼镍矿内贸基准价锚定 LME 镍价，三季度 LME 镍价走势承压带动内贸基准价逐月下滑，9 月 1.7%品位、含水量 30%的镍矿基准价 (FOB 价) 为 34.08 美元/湿吨，环比下降约 2 美元，但本土镍矿实际售价并未跟跌，矿企出售时普遍根据供应紧张情况给予一定升水，目前升水已提高至 22-23 美元/湿吨，价格维持高位。预期来看，进入 Q4 后印尼雨季暂停，多数矿企于 Q3 重新申请的配额预计将在四季度部分释放，但考虑到本土部分铁厂对高价菲矿接受意愿较低，转而升水采购本土镍矿，印尼镍矿供应边际宽松预计将首先弥补对菲矿的需求下滑，整体价格走势将维持高位震荡，矿价下跌可能并不顺畅。

图表 1：印尼进口菲律宾镍矿数量



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 2：印尼镍矿内贸基准价 (FOB 价)

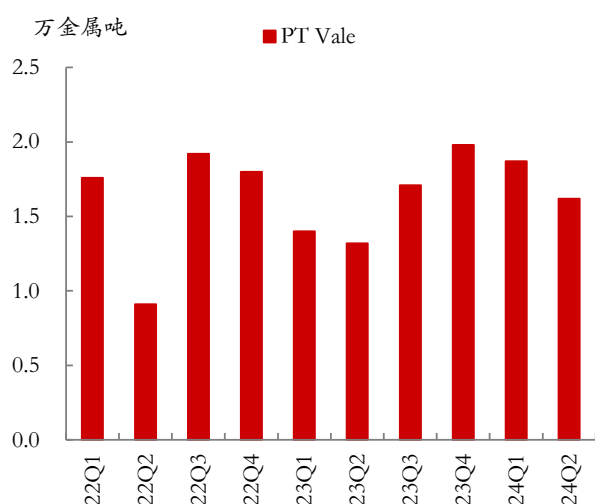


资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

重点镍企产量情况：PT Vale 在 24H1 镍矿产量同比提升 28%达到 3.49 万金属吨，产出重心逐步从巴西和加拿大向印尼倾斜，Q2 印尼的成品镍产量同比增长 3 千吨至 1.62 万金属吨，根据公司公告，近期下调 2024 全年镍产量预期至 15.3-16.8 万金属吨，此前约在

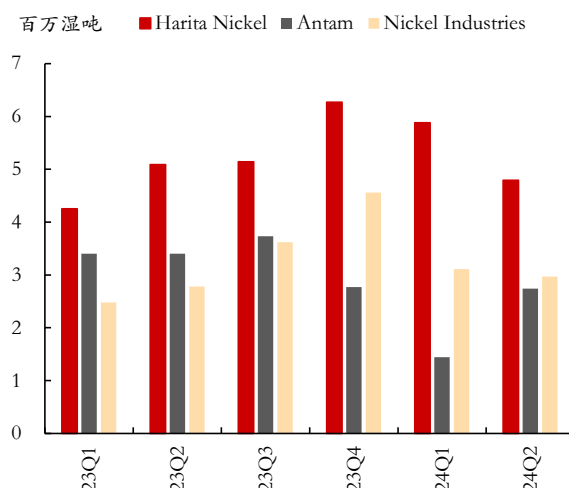
16-17.5 万金属吨。Antam 方面，24Q1 的镍矿产量环比降低 48%至 144 万湿吨，同比大幅减少 57.7%（绝对数量减少 196 万湿吨），Q2 产量有所回暖，环比提升 90%至 274 万湿吨，但总体仍处历史低位，当前公司在大 K 岛东南部的 Pomalaa 项目勘探进程并无太多进展，若后续资源不足可能导致镍中间品产量下滑。

图表 3：PT Vale 印尼镍矿分季度产量



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 4：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

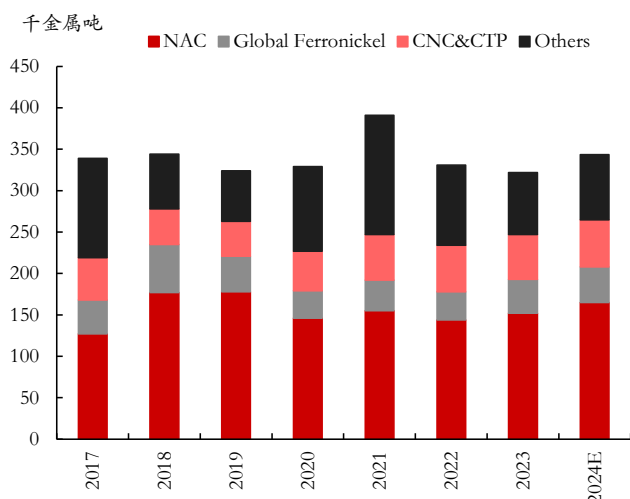
菲律宾：在印尼需求高增的背景下，菲矿企业二、三季度的销量均有较好的提升，但较历史同期来看镍价下滑明显，因此矿企盈利表现同比来看并不尽人意。上半年亚洲镍业销售镍矿 816 万湿吨，同比多售 37 万湿吨，但同期镍矿销售价格下跌了 26%，致使收入端同比下滑 16%至 77.9 亿比索，净利润同比下滑 35%至 11 亿比索；Global Ferronickel 在 24H1 的镍矿销量也同比提升 44.6%，但受制于售价下滑 33.9%，收入端同比下滑 0.9%至 30.7 亿比索，净利润表现更为惨淡，同比下滑 67.8%至 2 亿比索。

图表 5：亚洲镍业 2024 年待投产镍矿项目

单位：万湿吨	Bulanjao	Manicani
资源储量	5600 (1.38%Ni)	4300 (1.59%Ni)
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

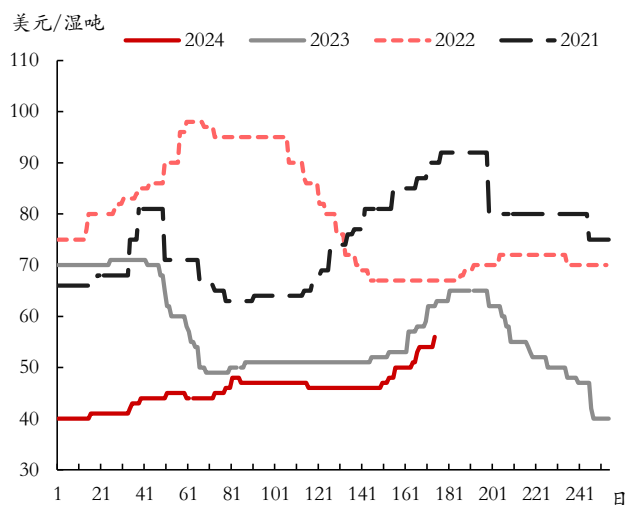
资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 6：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

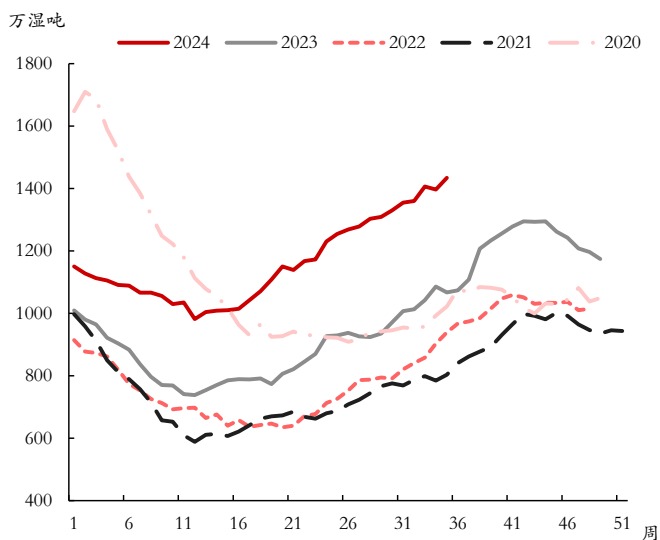
图表 7：菲律宾 1.5%品位镍矿价格走势



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

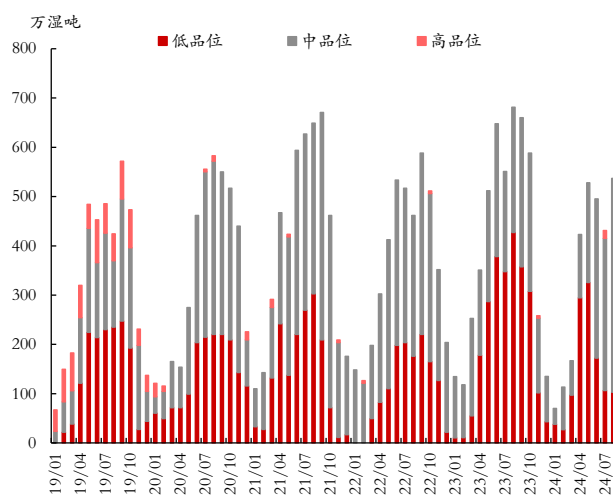
从需求方面来看，菲律宾出口中国镍矿主要以中低品位为主，在印尼对菲矿需求高企侵蚀中国进口份额，以及中国镍铁厂普遍亏损后生产意愿较低的背景下，6-8 月中国进口菲矿同比均有 20%以上的下滑，当前国内镍铁厂开工率平均在 50%左右，直接导致了菲矿进口后的消纳并不顺畅，港口库存累积至历史高位，当前已经超过 1400 万湿吨。

图表 8：中国镍矿港口库存量



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 9：菲律宾对中国镍矿出口量（分品位）



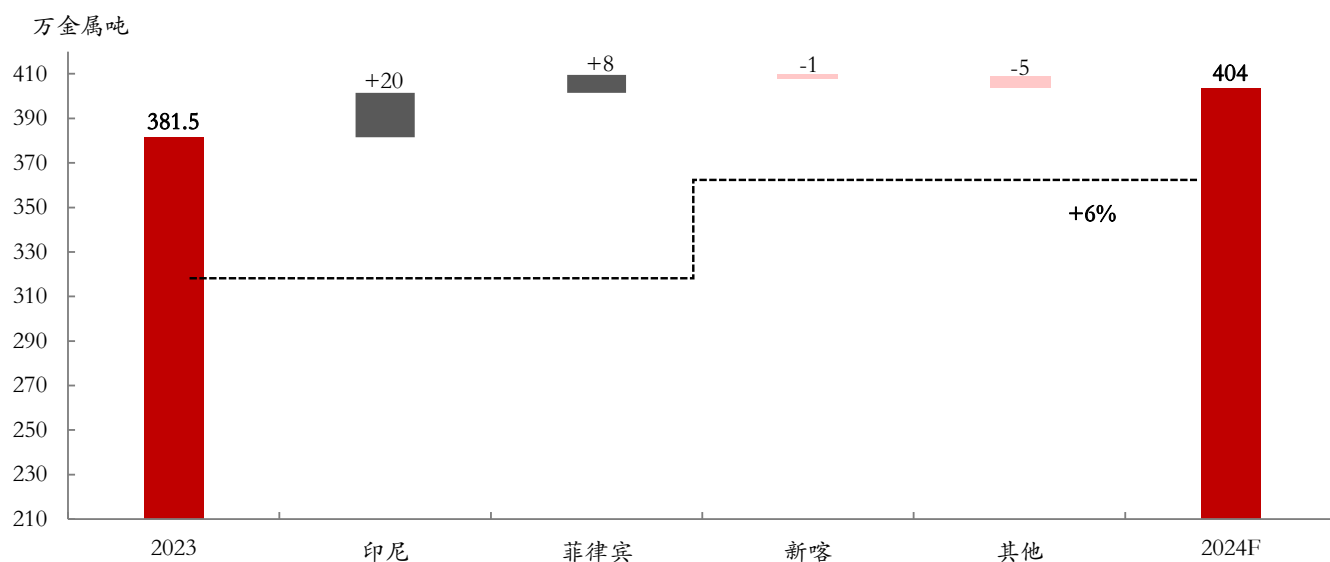
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

1.2、结论与思考

红土镍矿 Q4 预计供给结构将呈现一定分化。印尼方面雨季暂停后，本土运输及开采进程相对加快，部分矿企已重新申报配额，市场对此亦有一定宽松预期，但需注意配额落地可能继续打折，以及考虑到配额兑现具备的时滞，短期内印尼矿价下跌可能不畅。菲律宾方面，在印尼部分铁厂对高价菲矿接受度较低后，菲矿消纳压力将边际提升，但考虑到矿企对价格仍有一定挺价意愿，叠加主产区雨季将至，四季度镍矿供应仍不具备宽松预期，成本端对盘面价格的支撑在四季度难有明显下滑。

定量预估，2024 年全球镍矿供给预计增长 6% 至 404 万金属吨，核心在于印尼本土镍矿供应仍偏紧，尽管雨季结束后开采进程加速，截止 9 月中旬落地也仅 22.8 亿湿吨，低于此前报道的 2.4 亿湿吨的配额，新增配额审批进展也相对缓慢。当前基本面的核心矛盾聚焦于矿端，多头倾向于博弈矿端坚挺下的宏观面带动，而空头聚焦于基本面的疲弱和矿端宽松预期，后续仍需关注新总统工作交接后是否有进一步政策变化。

图表 10：2024 年全球镍矿产量变化预估



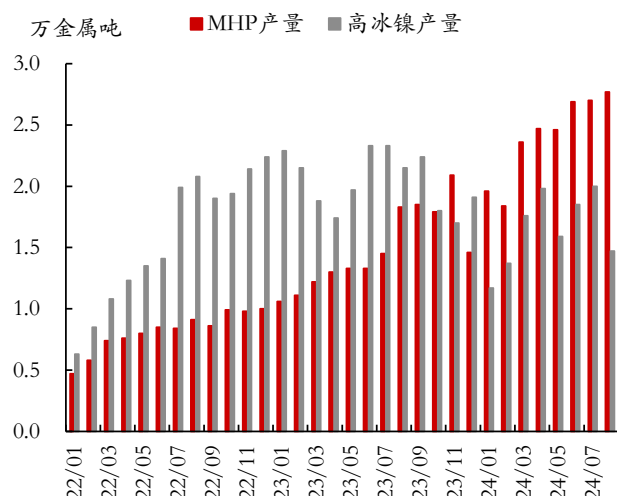
资料来源：东证衍生品研究院

2、冶炼端

2.1、镍中间品&硫酸镍

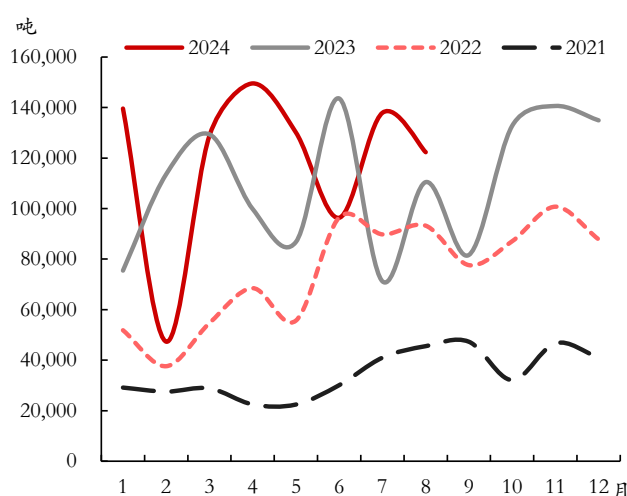
MHP: 随着力勤 OBI、华越、华飞、青美邦 1-2 期等湿法项目逐步投产，印尼 MHP 产量逐月增加，8 月环比增长 2.6%至 2.77 万金属吨，预计 Q3 共计可达 8.5 万金属吨，环比提升 11.5%，因此回流至国内的湿法中间品数量也相对可观，8 月达 12.2 万吨。目前来看中间品供应情况有回暖趋势，Q4 印尼雨季结束后，矿端发运顺畅将保证中间品整体供应趋于宽松，原料端有一定利空因素。

图表 11：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 12：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

增量供应方面，此前专题报告中整理的待投产项目在 Q3 经历了不小的边际变化：

1) 青美邦的 2-3 期湿法项目：9 月上旬二期项目投产一条产线，产能扩增至 6.5 万金属吨，第 2-3 条产线将分别于 10 月及 12 月开通，产能分别为 2.5 和 2 万金属吨；此外，3 期项目产能从原先的 2.7 万金属吨提高至 4 万金属吨，预计 10 月同步投产。2) 华友持股 68% 的华山镍钴项目：原本计划在四季度投产，年产 12 万吨镍和 1.5 万吨钴，但目前此项目停滞，后续如果青山的晨曦项目生产镍板的话，可能将采用华山的 MHP 作为原料供应。3) Antam 和普勤的 PT.CBL 项目：普勤时代为宁德时代的控股子公司，Antam 为印尼的国营矿业公司，持股分别为 70%和 30%，项目投产后年产能约为 19.2 万金属吨的 MHP，但预计年内难以完全投产。综上定量来看，PT.CBL 项目完全投产下 MHP 预计将有 27.7 万金属吨的湿法项目将在年内落地。

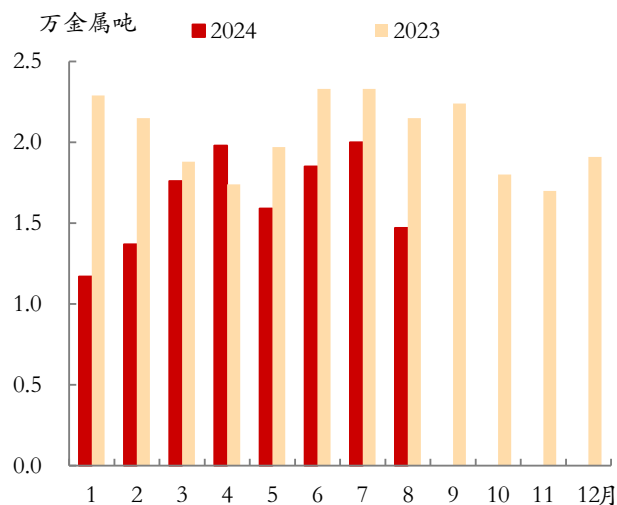
图表 13：印尼重点湿法待投产项目跟踪

项目	产能 (万金属吨)	产品	预计 投产时间	情况说明
格林美参股/默迪卡控股 PT GEM 项目	4	MHP	2024.10	2024 年 9 月公告，计划 10 月开通，属于青美邦 3 期
格林美控股 美明新能源材料有限公司	2.5	MHP	2024.10	2024 年 9 月公告，计划 10 月开通，属于二期三条线的其中一条
格林美控股 格林爱科镍金属	2	MHP	2024.12	2024 年 9 月公告，计划 12 月开通，属于二期三条线的其中一条
Antam/普勤 PT.CBL	19.2	MHP	24Q4	-
印尼晨曦镍钴湿法	6.7	MHP	2025 年	-
PT. Bahodopi	12	MHP /MSP	2025 年	Vale 持股 60%，华友 40%。Vale 出资并供应镍矿，华友运营，额外镍矿采购权待定。设计 6 条产线，年产量 12 万吨，年消耗湿法矿推算约 1900 万吨
PT MBM/邦普 IKIP HPAL 1-2 期	12	MHP	2025 年	2023 年开工，1、2 期各 6 万吨
华友/Vale/华利项目	6	MHP	2025 年	每年 6 万吨镍和 5 千吨钴，用南苏拉威西省 Sorowako 褐铁镍矿进行加工处理
Dawn HPAL+项目 /Excelsior 镍钴项目	7.2	MHP/硫酸 镍/阴极镍	2025 年	2023 年 12 月-2024 年 3 月建设，7.2 万 MHP+硫酸镍+阴极镍
华友/Vale/福特 KNI 项目	12	MSP	2025 年	2022.4 住友退出，年产 1.5 万吨钴，2022.11.28 动工，年消耗湿法矿推算约 1900 万吨
印尼华山镍钴项目	12	MHP	暂停	项目目前暂停了

资料来源：铁合金在线，新闻整理，东证衍生品研究院

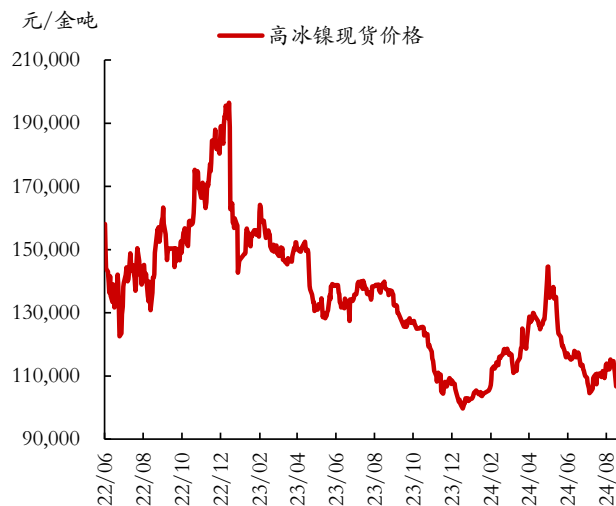
镍铈（冰镍）：上半年高冰镍量价齐升态势在下半年难以持续，8 月在高冰镍价格低位震荡时部分产线灵活转产镍铁以获取利润，上海钢联数据显示，8 月印尼高冰镍产量为 1.47 万金属吨，环比下滑 26.5%，考虑到印尼 9 月镍铁环比大规模放量，但下游旺季需求落空，镍铁价格近期承压下行，有部分镍铁产线回转冰镍，9 月冰镍产量预计环比增长 10% 左右。展望 Q4，当前一体化高冰镍生产电积镍成本 8 月约为 13.5 万元，利润率在盘面价格走跌后已呈现亏损，达到 -4%，一体化高冰镍生产硫酸镍成本约 12.4 万元，较上半年均价仍有上行，而硫酸镍价格低位震荡偏弱运行，整体利润表现难以支持高冰镍有进一步放量，若镍铁方面无法消化现有产能，高冰镍将面临较大的库存累积压力。

图表 14: 印尼高冰镍产量情况



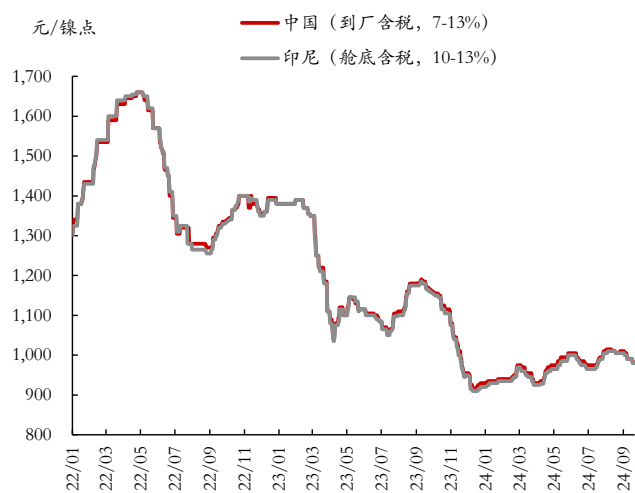
资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

图表 15: 高冰镍价格走势



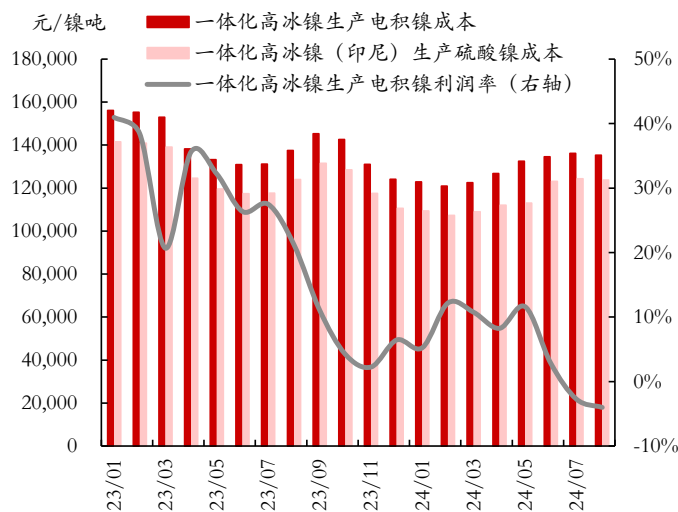
资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

图表 16: 高镍生铁价格走势



资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

图表 17: 一体化高冰镍生产纯镍及硫酸镍利润



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

基于以上讨论, 我们认为冰镍后续产能投产将带来存量竞争加剧, 下游消化能力较弱的情况下有进一步累库压力, 或倒逼产线投产进程放缓以及现有产能利用率的下滑。待投产项目边际变化来看, 盛屯项目在 8 月底已公告推迟, 后续规划仍等待进一步讨论; 伟明印尼嘉曼项目月 8 月 25 日烘炉, 预计四季度投产, 年产能可达 4 万金属吨, 目前公司已经形成了 13 万吨高冰镍 (权益规模 7.75 万吨) 以及 20 万吨高镍三元材料 (权益规模 12 万吨) 的布局。此外, 考虑到盛屯和万向的永誉国际项目以及中青新能源 2 期项

目建设进度均较慢，年底前可能难以完全投产，预计年内四个待投产项目合计产能增量约 10-15 万金属吨。

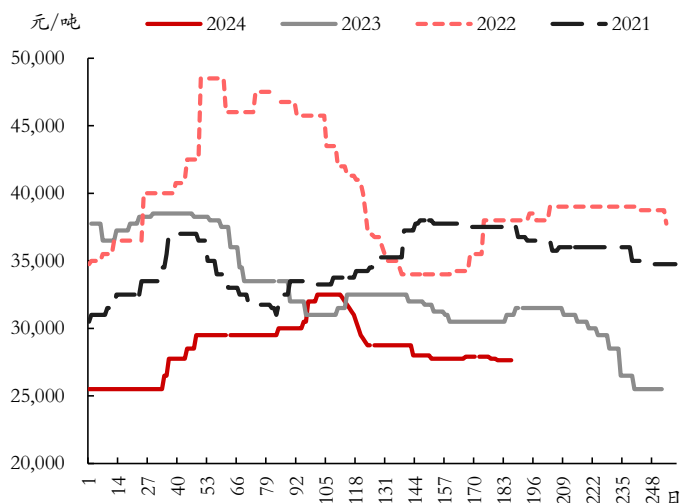
图表 18：印尼镍钕待投产项目汇总

项目	产能 (万金属吨)	预计投产时间	情况说明
中伟 印尼中青新能源 2 期	4	2024Q4	1-2 期产能合计 6 万吨
伟明环保 印尼嘉曼项目 JMNE	4	2024Q4	4 万吨高冰镍，伟明香港公司持股 60%，Merit 公司持股 30%，香港欣威持股 10%。5 月投产 2 台
伟明环保 第二个高冰镍项目	4	2024Q4	暂无新消息更新
盛屯/万向 永誉国际项目	20	2024Q4	万向园区内，以冰镍为主，NPI 为辅，进度缓慢
盛屯 盛迈镍业 (SNI)	4	推迟暂定	公司 8 月底公告比原计划有所推迟，正在结合实际情况进一步计划，后续进行论证决策
伟明 第三个高冰镍项目	5	25 年 6 月	伟明香港持股 51%，Merit 持股 26%，格林美香港持股 23%，伟明环保第三个高冰镍项目，在手规模年产高冰镍含镍金属累计 13 万吨
浦项制铁 Posco	5.2	2025 年	2023 年开始建设
MMS 集团印尼公司 PT MITRA MURNI PERKASA	2.78	2025Q2	股东 Andrew Hidayat，PLN 提供功率为 140 MVA 的高压电力供应，2024 年 Q4 完成，预计于 2025 年 Q2 开始运营。MMP 冰铜镍冶炼厂计划生产能力为每年 2.7 万吨，镍含量超过 70%。

资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

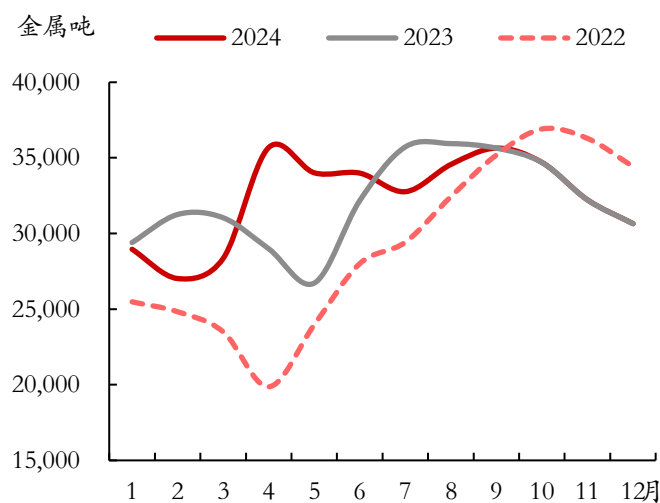
硫酸镍：经历上半年新能源汽车政策拉动需求后，硫酸镍需求逐步放缓，8 月中国硫酸镍产量环比增长 5.5%至 3.5 万金属吨，以对金九银十的旺季需求进行提前备货。不过从现状来看，下游新能源汽车市场销量虽继续上行，但多数集中于以磷酸铁锂为代表的电车之中，对于三元电池需求整体有限，厂商对原材料采买多以刚需为主，备货积极性较差，此外一体化生产厂商整体的外采意愿仍然疲弱，市场可流通货源相对较少。在此背景下，硫酸镍价格走势维持震荡偏弱，9 月下旬电池级硫酸镍均价为 27650 元/吨，较上半年高点已下滑 15%。

图表 19：电池级硫酸镍价格走势



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

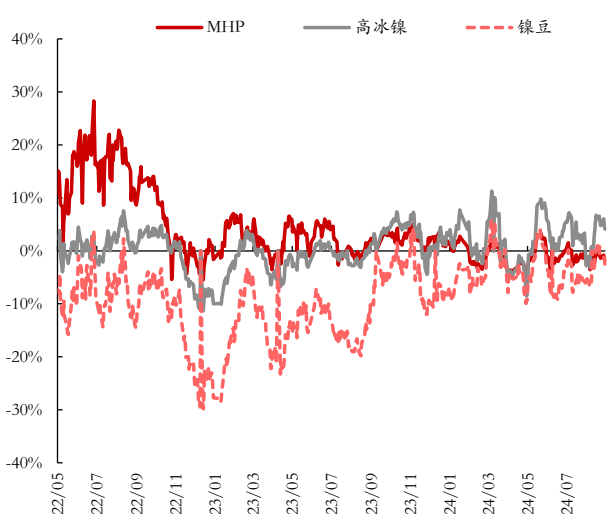
图表 20：中国硫酸镍产量变化



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

从外采原料生产硫酸镍的利润率来看，当前整体的盈利空间均较小，其中外采高冰镍利润率相对较高，但也基本在 10% 以内，也因此年内新增产能较少，硫酸镍需求疲弱下厂商难有议价空间，整体增量主要集中于采用一体化产线的大厂商中，对于外采原料制备的中小厂商来说，利润空间很小甚至为负，以至于国内硫酸镍工厂开工率从 6 月起已低于 50%。此外，欧美关税政策趋严的背景下，我国出口海外的新能源电池（三元电池约占 70%）预计受阻，而本土市场中磷酸铁锂电池市占率相对占优，尽管新能源汽车旺季下硫酸镍的需求同样不容乐观。定量来看，年内硫酸镍产量走势难有超预期需求带动，我们下调此前对 2024 年中国硫酸镍产量预期至 40 万金属吨，同比增长绝对量在 1.6 万金属吨左右。

图表 21：外采原料生产硫酸镍利润率



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 22：国内硫酸镍企业月度开工率

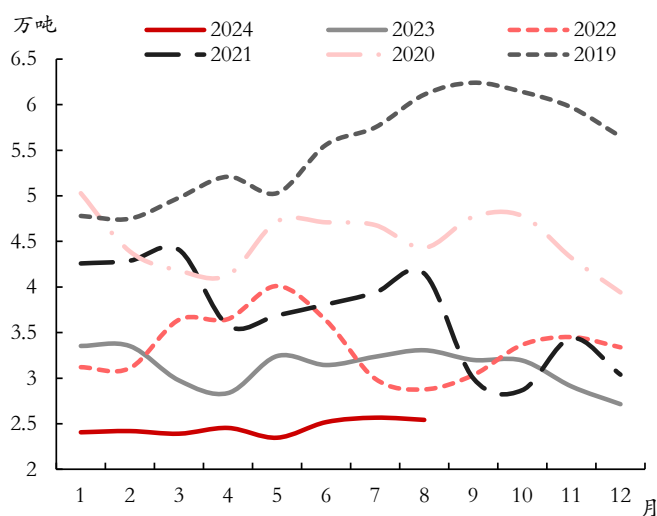
时间	产品	开工率	变化
2024.1	硫酸镍	52.18%	-2.65%
2024.2	硫酸镍	51.29%	-1.72%
2024.3	硫酸镍	54.14%	5.56%
2024.4	硫酸镍	55.12%	1.83%
2024.5	硫酸镍	52.31%	5.10%
2024.6	硫酸镍	47.50%	-9.20%
2024.7	硫酸镍	46.69%	-1.71%
2024.8	硫酸镍	47.18%	1.05%

资料来源：百川盈孚，东证衍生品研究院

2.2、镍铁

中国：镍铁产量今年均处于历史低位，开工率维持在 30% 以下。中国 NPI 的冶炼产能已严重过剩，在低成本 NPI 进口冲击之下，国内工厂呈现“低开工+低盈利”格局。根据上海钢联数据，今年 1-8 月产量共计 19.6 万金属吨，同比下滑 23%，预计三季度产量合计约 7.5 万金属吨，同比下滑 22%，在矿端具备一定宽松预期以及下游需求难有复苏的背景下，国内厂商将持续处在印尼铁厂份额侵蚀以及高成本产线逐步减产的进程之中。此外，随着高镍铁价格自 8 月中旬起高位回落，目前已去至 980-990 元/镍（到厂含税）附近，而国内铁厂现金成本普遍在 1000 元/镍以上，绝大多数国内高镍铁产线因成本倒挂而降负荷生产，或转产中低镍铁以差异化竞争来获取生存空间，不过展望来看，当前价位部分印尼铁厂亦出现成本倒挂压力，卖方多有挺价意愿来博取利润，基于上文对镍矿价格预期坚挺的逻辑下，Q4 高镍铁价格将在此位置震荡。

图表 23：中国按年份 NPI 产量



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

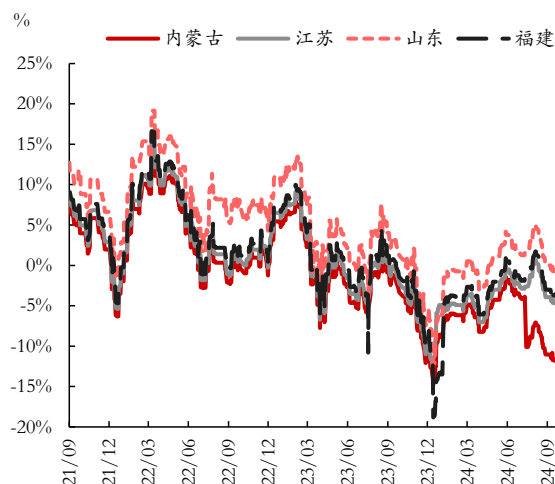
图表 24：国内 8-12% 高镍生铁出厂价



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

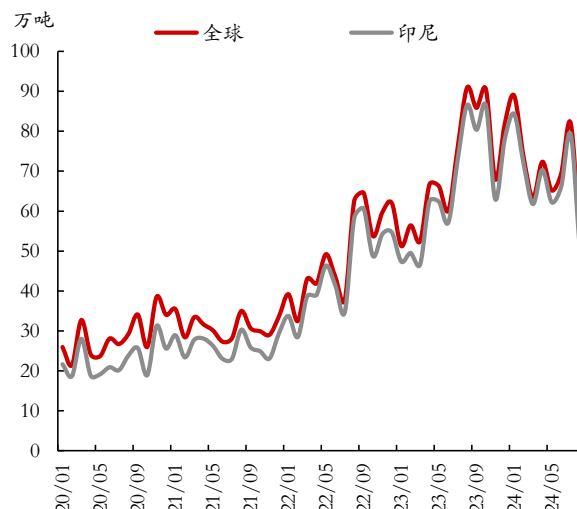
进口方面，我国 1-8 月从全球进口镍铁总量超 567 万吨，同比提升 9%。结构上来看，自印尼进口量大 545.5 万吨，占比约 96%，得益于明显的成本优势，对我国本土镍铁厂商造成冲击。单从 8 月来看，我国进口量为 52.2 万金属吨，环比减少 29.9 万金吨，降幅 36.4%，主要受船只抵港时间差异影响，其实 6-8 月发运量相差不大，印尼回国海运时间月 7 天，以每月 24 日为节点，7 月底印尼镍铁发运回国船只抵港月跨越量相对较低，加之 8 月当月可抵港量较同期下降。随着印尼雨季结束，9 月发运量明显增加，从供需平衡表来看仍需注意镍铁边际过剩风险。基于以上认识，我们维持此前产量预测，预计 2024 年全年国内 NPI 产量将同比下滑 23% 至 29 万金属吨，绝对降幅约 8 万金属吨。

图表 25: 中国 NPI 分地区生产利润



资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

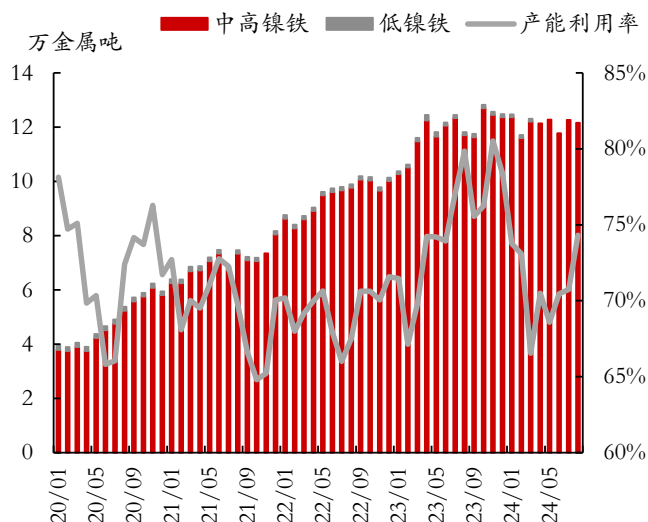
图表 26: 中国 NPI 进口情况 (按地区)



资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

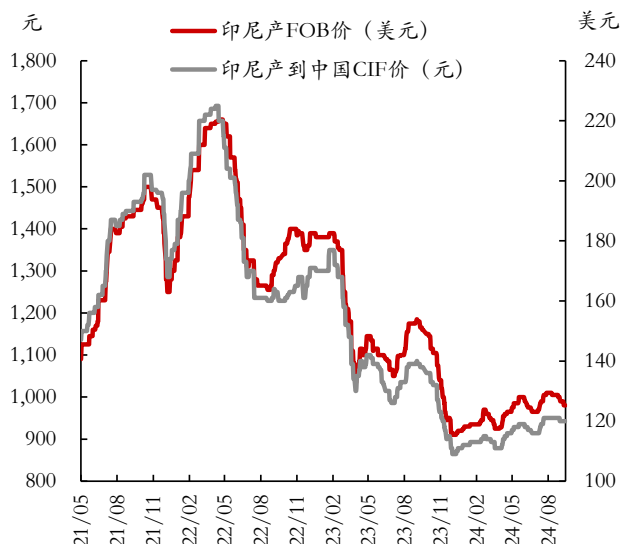
印尼: 产量稳定增加。1-8 月印尼镍铁产量合计为 97.12 万金属吨, 同比提升 4.1%, 基本呈现逐年上涨的趋势, 且印尼镍铁产能较为充足, 目前产能利用率不到 75%, 存量产线仍具备较大空间。待投产项目边际变化来看, 德龙 4 期项目共 8 台产线, 9 月底投了第 7 台, 边际增量约 1.25 万金吨/年; 顽石项目剩余 2 台炉子预计 9 月内全部投产, 边际增量约 2.23 万金吨/年; 力勤及哈利达 KPS 项目 9 月 20 日第 1 台炉子已经点火, 年内预计投产 2 台, 边际贡献 3.33 万金吨/年。此外, 原本计划 9 月投产的东加里曼丹钢铁二期项目预期推迟, 一期也暂无增量进展, 综上测算, Q4 新增产能合计约 6.8 万金属吨。

图表 27: 印尼镍铁产量及产能利用率情况



资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

图表 28: 印尼产镍铁价格



资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

图表 29：2024 印尼 NPI 已投产项目汇总

投产时间	企业名称	规划炉子数	投产数	投产状态	产能（金属吨/年）	备注
2024.1	中伟-NNI	8*54000kvaRKEF	1	1 台出铁	12,519	项目累计 1 条
2024.1	中伟-NNI	8*54000kvaRKEF	1	1 台点火	12,519	项目累计 2 条
2024.2	顽石	12*48000kvaRKEF	1	1 台出铁	11,131	项目累计 1 条
2024.2	巨盾镍业	25*39000kvaRKEF	2	2 台出铁	9,435*2	项目累计 23 条
2024.3	顽石	12*48000kvaRKEF	2	2 台出铁	11,131*2	项目累计 3 条
2024.3	巨盾镍业	25*39000kvaRKEF	1	1 台出铁	9,435	项目累计 24 条
2024.4	中伟-NNI	8*54000kvaRKEF	1	1 台出铁	12,519	项目累计 3 条
2024.4	顽石	12*48000kvaRKEF	1	1 台出铁	11,131	项目累计 4 条
2024.4	巨盾镍业	25*39000kvaRKEF	1	1 台出铁	9,435	项目累计 25 条
2024.4	PT BMS	1*33000kvaRKEF	1	1 台出铁	8,309	项目累计 1 条
2024.4	印尼华迪 3 期	4*39000kva	1	1 台出铁	9,435	项目累计 4 条
2024.4	东加里曼丹钢铁	6*42000kvaRKEF	1	1 台点火	9,740	项目累计 3 条
2024.5	中伟-NNI	8*54000kvaRKEF	1	1 台出铁	12,519	项目累计 4 条
2024.6-7	中伟-NNI	8*54000kvaRKEF	2	2 台投产	12,519*2	项目累计 6 条
2024.6-7	顽石	12*48000kvaRKEF	4	4 台投产	11,131*4	项目累计 8 条
2024.8	顽石	12*48000kvaRKEF	2	2 台投产	11,131*2	项目累计 10 条
2024.8	澜凯	2*60000kvaRKEF	2	2 台点火	33,235	项目累计 2 条
2024.8	科赞	2*60000kvaRKEF	2	2 台点火	33,235	项目累计 2 条

资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

图表 30：印尼部分镍铁待投产项目

地区	企业名称	项目名称	产品	投产时间	年产能（万金吨）	备注
Morowali	德龙 4 期 中伟	NNI	NPI	24Q1 起	10	9 月底投产第 7 台，后续还有 1 台
Kalimanta	东加里曼丹钢铁一期	PT Kalimanta Ferro Industry 1 期	NPI	23 年起	5.8	已投产 3 台，还有 3 台
华宝园区	振石集团	顽石	NPI	24Q1 起	13.4	还有 2 台，预计 9 月全投产
Obi	力勤&哈利达	宝鑫特钢/PT KPS	NPI	24Q3	20	9 月 20 日第 1 台炉子点火，年内预计投产 2 台
Kalimantan	东加里曼丹钢铁二期	PT Kalimanta Ferro Industry 2 期	NPI	24Q3	1.9	共 2 条产线，原本计划 9 月投产，但暂无新投产消息，可能有所推迟
Morowali	德龙 4 期	NNI	NPI	2025 年	20	共规划 24 台产线，其中 8 台出售给中伟生产冰镍
Kolaka	CNI	PT.Ceria Nugraha	NPI/	2025 年	5.6	计划 24 年竣工，生产约 25.2

		Indotama 1 期	FENI			万吨（镍 22%）
Morowali	盛屯 万向	永誉国际	NPI/ 冰镍	2025 年	20	万向园区内，冰镍为主，建设进度较慢

资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

综上所述，我们认为今年印尼 NPI 产量仍将维持增长，存量产线及在建待投产项目为镍铁带来较大的供应空间，回流至国内的量级也将边际增加，定量测算，我们预计 2024 年印尼镍铁产量将同比增长 6%至 152 万金属吨。

从中国高镍铁供需平衡表现来看，测算得到 Q3 供需格局基本平衡，其中 7 月过剩 2.26 万金属吨，8 月受印尼镍铁运输量大幅减少的影响供需缺口为 1.94 万金属吨，9 月预计回流量有所修复，月内供需表现为基本平衡，或有 0.32 万金属吨的小缺口。

图表 31：中国高镍铁供需平衡表（万金属吨）

	2024.1	2024.2	2024.3	2024.4	2024.5	2024.6	2024.7	2024.8	2024.9E
印尼进口量	10.13	8.63	7.41	8.44	7.46	7.93	9.51	5.95	8.16
其他 FENI 进口	1.14	0.42	0.39	0.51	0.74	0.82	0.71	0.66	0.63
总进口量	11.27	9.05	7.80	8.95	8.20	8.75	10.22	6.61	8.79
国内产量	1.94	1.87	1.82	1.84	1.70	1.93	1.94	1.87	1.90
总供给量	13.21	10.92	9.62	10.78	9.90	10.68	12.16	8.48	10.69
300 系产量(万吨)	155.89	138.47	177.65	171.15	174.01	162.29	159.08	162.11	163.35
废钢使用比例	14%	9%	28%	22%	26%	31%	30%	27%	23%
不锈钢镍需求量	11.65	10.89	11.20	11.71	11.25	9.91	9.89	10.43	11.00
供给-需求	1.56	0.02	-1.58	-0.92	-1.35	0.77	2.26	-1.94	-0.32

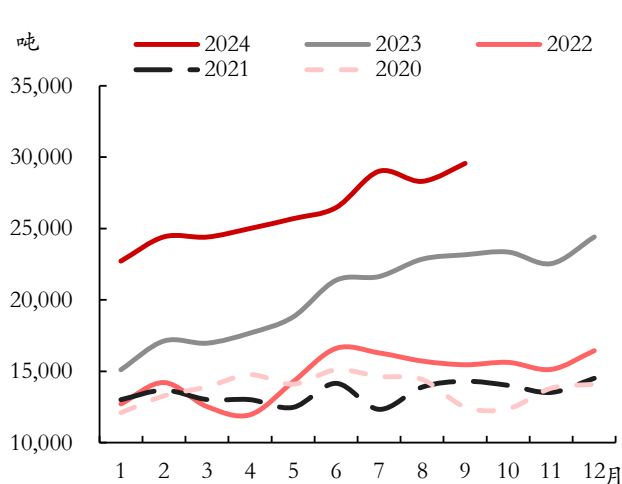
资料来源：铁合金在线，中联金，富宝资讯，上海钢联，东证衍生品研究院

2.3、精炼镍

供应方面，据 Mysteel 数据，1-8 月国内精炼镍产量达 20.6 万吨，同比提升 36%，较往年有明显提升，预计 9 月随着聚泰投产以及新鑫停产检修后复产，产量环比有小幅正增长，Q3 预计可达 8.69 万金属吨，环比增长 12.6%。新增产能方面，年内国内仍有伟明及聚泰两个精炼镍项目预计投产并爬产，分别以高冰镍和 MHP 为原料制备电积镍，新增产能预计共 5 万吨，年内产量供应增幅预计达到 0.95 万吨。此外，印尼方面亦有永恒项目新增的 5 万吨产能待投产，整体供应十分充足。

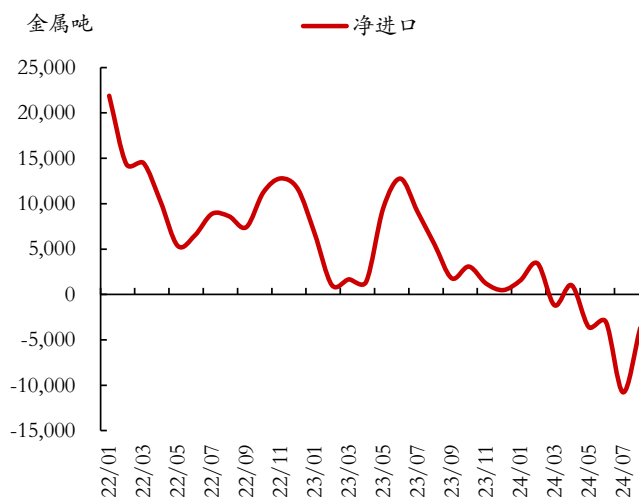
大量电积镍产量释放也伴随着进出口自 5 月以来一直维持净出口态势，7 月在俄镍进口大幅下滑下，净出口达到峰值约 1.1 万吨；而 8 月俄镍回流至进口量环比翻倍，叠加出口利润收窄下，国内具有 LME 交仓资格的精炼镍生产企业出口积极性有所减弱，8 月出口环比减少 16.9% 至 1.2 万吨，也因此 8 月净出口缩量明显。不过我们认为，俄镍现货整体消化偏慢，近月俄镍进口量十分充足，现货价格表现也持续处于贴水，预计边际进口将下滑，此外普京于 9 月 11 日也有表示可能考虑限制俄镍出口，预计我国纯镍净出口格局仍将持续并有边际扩大趋势。

图表 32：中国精炼镍月度产量



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 33：中国精炼镍净进口情况

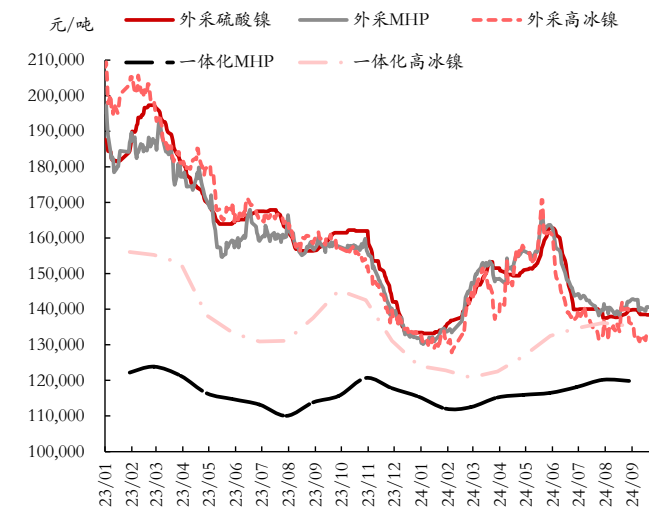


资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

从成本及利润表现来看，SMM 数据显示，当前外采高冰镍生产电积镍成本 13.3 万，外采 MHP 生产电积镍成本 14 万，外采硫酸镍生产电积镍成本 13.8 万，一体化湿法电积镍成本 12 万，一体化火法电积镍成本 13.5 万，目前镍价已击穿外采/一体化高冰镍成本，下方支撑主要在一体化 MHP 成本线。进一步考虑，当前产业矛盾在于矿端价格依然坚挺，但纯镍过剩格局延续，Q4 大量湿法项目仍将投产，印尼一体化、低成本的湿法项目将步步驱逐高成本、外采原料、过剩火法产能，矿端年初至今提价已约 20 美金，此

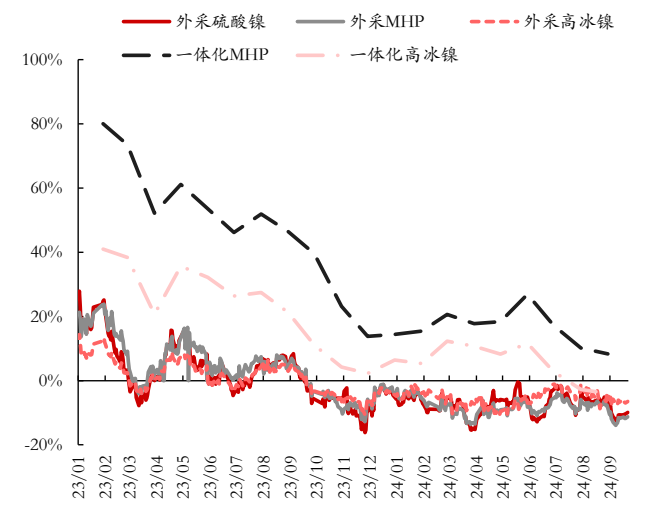
块利润打回后，预计外采高冰镍成本可能下滑至 11.5 万元左右。

图表 34：电积镍成本



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 35：电积镍利润率



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

2.4、结论与思考

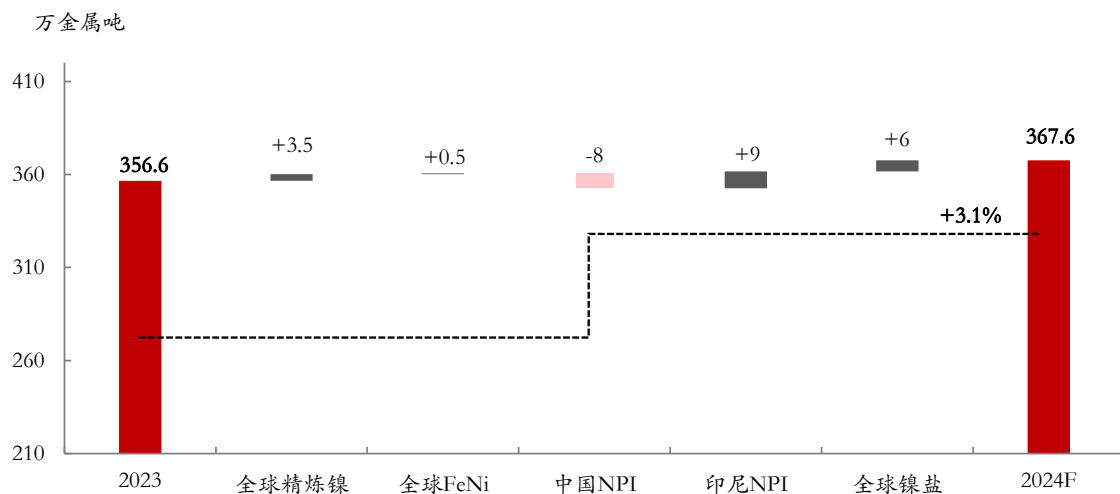
原生镍：冰镍方面，在硫酸镍和纯镍价格预计低位震荡偏弱运行下，利润表现难以支持高冰镍有进一步放量，若镍铁方面无法消化现有产线产能，高冰镍将面临较大的库存累积压力，后续产能投产将带来存量竞争加剧，或倒逼产线投产进程放缓以及现有产能利用率的下滑。镍铁方面，印尼镍铁成本较国内更低，但当前镍铁价格已于 980-990 元/镍（到厂含税）震荡，国内铁厂及部分印尼铁厂均成本倒挂，多有挺价意愿来博取利润，基于镍矿预期降价不畅的逻辑下，高镍铁价格预计将在此位置维持；而产量方面，印尼年内存量产线及新增产能投产稳步进行，国内铁厂维持低开工，全年 NPI 产量约 29 万金属吨。

精炼镍：国产电积镍产能增长未改，伟明和聚泰项目将在四季度逐步投产并爬产，年内开工率可能下降至 90% 以下，自 5 月以来的净出口格局将在四季度继续维持，核心逻辑在于俄镍现货此前已有大量进口，但消化速度较慢，价格维持贴水，边际预计收窄进口量，而当前电积镍出口交仓仍较国内售卖有更高利润，尽管利润空间有收窄，LME 注册仓单的企业可能还会将一半左右产量出口进行消纳。策略方面，当前产业矛盾聚焦于矿端，但纯镍过剩格局延续，Q4 大量湿法项目仍将投产，印尼一体化、低成本的湿法项目将步步驱逐高成本、外采原料、过剩火法产能，矿价下跌和产能顺利投放将打开下方空间，Q4 策略维持逢高沽空。

定量测算，我们维持此前预测，2024 年全球原生镍产量将同比提升 3.1% 至 367.6 万金属吨，其中全球精炼镍增长 3.5 万金属吨，中国 NPI 下滑 8 万金属吨，印尼 NPI 增长 9 万

金属吨，全球硫酸镍供给增长 6 万金属吨。

图表 36：2024 年全球原生镍产量变化预估



资料来源：东证衍生品研究院

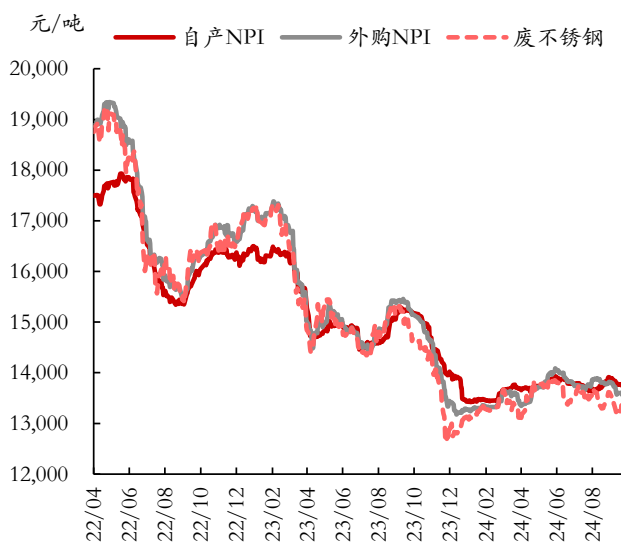
3、需求端

3.1、不锈钢

中国：在美联储降息 50BP 落地后，中国也出台一系列货币政策包括降准、降息以及降低存量房贷利率等以刺激经济，在 9 月旺季需求落空的情况下，政策对房地产、消费等领域有边际向好预期，对不锈钢需求起到一定提振作用，但我们认为年内 Q4 难以有需求的明显恢复，核心逻辑在于政策落地到实质经济回暖仍需要一段作用时间，在不锈钢厂此前普遍亏损但维持高排产下，Q4 需求预计难以消化过量产能，累库压力仍存。

产量角度，根据上海钢联关注的 33 家钢企样本来，1-8 月国内粗钢产量 2214 万吨，同比增长 3%，Q3 预计合计生产可达 891 万吨，同比增长 2.7%；其中 300 系粗钢产量 1057.4 万吨，同比下滑 2.3%，预计 Q3 可能下滑 4%至 412 万吨。在矿端价格维持高位的背景下，原料端高昂的成本造成当前不锈钢厂普遍亏损，计算 304 热轧理论利润可以看出，外采 NPI 和废不锈钢为原料的生产方式年内均有亏损，而自供 NPI 原料的企业于 8 月下旬开始同样面临成本倒挂，有部分钢企将 300 系产线转产 200 系及 400 系以谋求利润，也因此对原料端 NPI 价格有一定压价心理，钢厂心理价位普遍去至 970 元/镍（到厂含税），铁厂与钢厂间的博弈仍在继续。

图表 37：中国 304 冷轧不锈钢分工艺 C1 现金成本



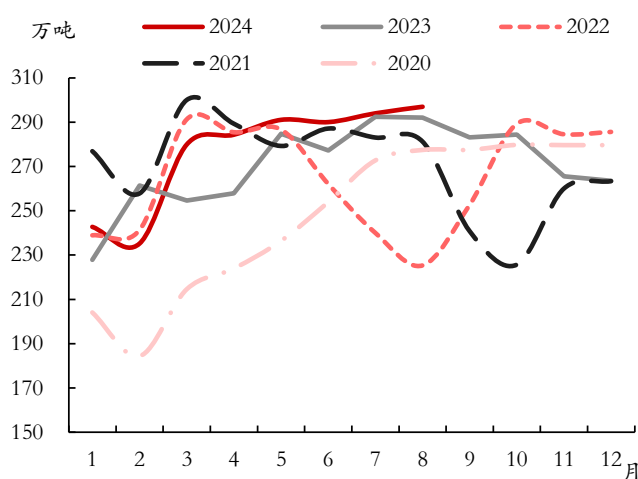
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 38：中国 304 热轧不锈钢理论利润（自产 NPI）



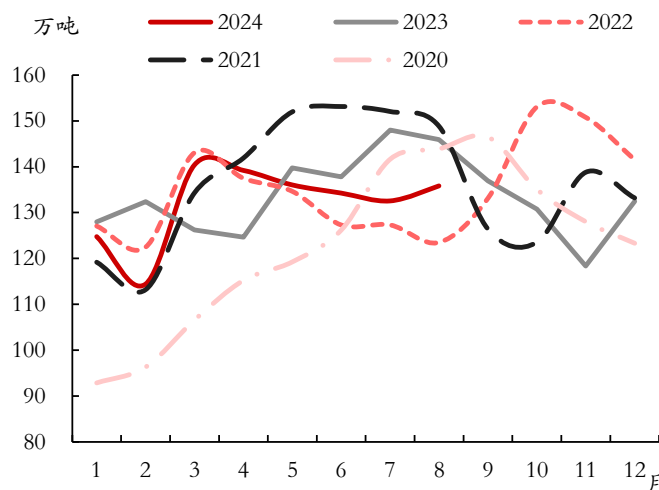
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 39: 中国不锈钢粗钢产量



资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

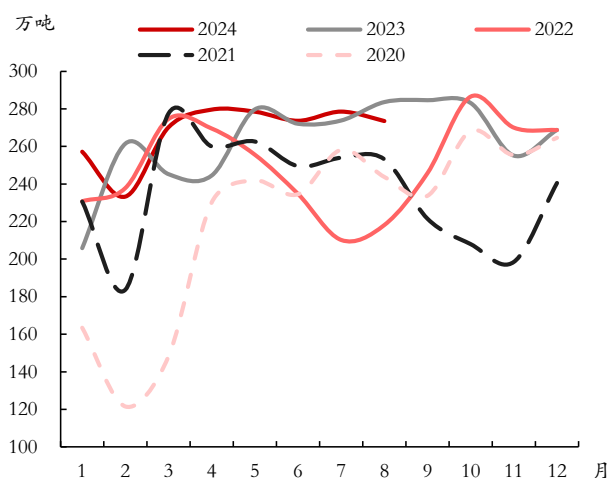
图表 40: 中国 300 系不锈钢粗钢产量



资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

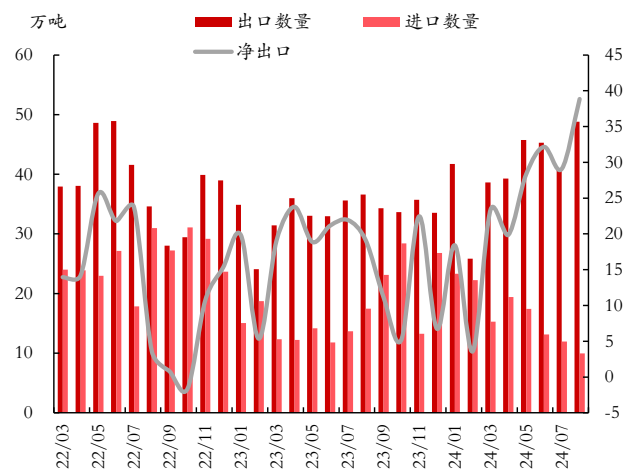
表观需求方面, 1-8 月国内不锈钢表观消费量同比增加 3.8% 至 2144.7 万吨, 进口量累计同比增长 15%, 出口量累计同比增长 23%, 净出口量累计同比增长 30%, 外需相对偏强对国内表需起到了支撑作用, 不过在全球不锈钢供应过剩背景下, 海外贸易保护政策的趋严导致国内不锈钢出口阻力预期增加, 叠加印尼不锈钢产能的提升可能带来的资源回流, 预计表观消费量将呈现出提升趋势。国内方面, 下游需求可能在今年存在结构上的转化, 一方面传统基建和房地产竣工后的装修装饰对不锈钢的用量可能会出现减弱; 而另一方面, “以旧换新”带来的供给侧变革有望推动日用消费、家电用车等行业产生更多的高端用钢替换需求, 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。基于以上逻辑, 定量来看全年国内不锈钢表需或达到 3278 万吨, 较去年同比增长约 3.8%, 增长绝对量为 120 万吨, 对应镍金属增量约 9.6 万金属吨。

图表 41: 中国不锈钢表观消费量



资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

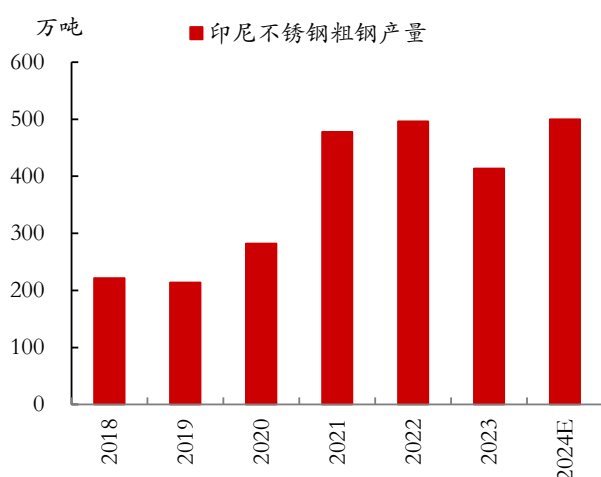
图表 42: 中国不锈钢月度进出口量



资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院

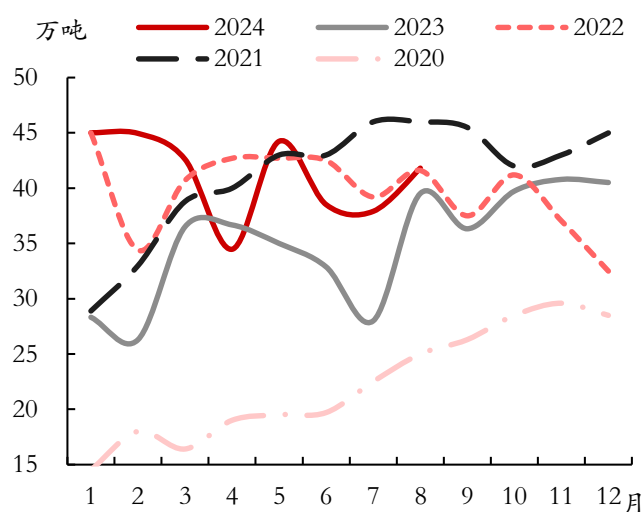
印尼：不难发现，以外需为主的印尼不锈钢行业在需求疲软下存量产能利用率已较低，而新增不锈钢产能进程仍在快速发展，带来的结果便是市场竞争加剧。展望 Q4，当前金九银十的旺季需求基本落空，最大的消费国中国对印尼不锈钢消化能力较为有限，国内市场存量的过剩产能也在依赖外部市场进行消化，因此我们认为印尼 Q4 产能释放的空间较小，基于此，我们估计 2024 年不锈钢粗钢产量约为 520 万吨，同比增长绝对量约 100 万吨，对应镍金属增量约 8 万金属吨。

图表 43：印尼不锈钢粗钢产量（年度变化）



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 44：印尼不锈钢粗钢产量（月度变化）

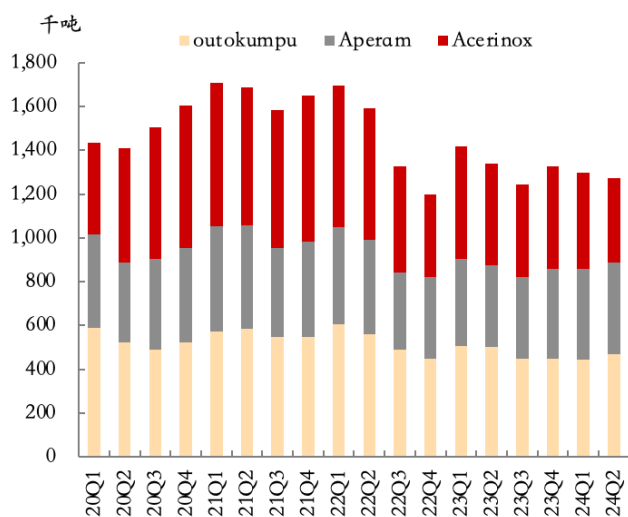


资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

欧美：欧洲头部不锈钢企业在 24H1 受到工人罢工影响导致出货量减少，盈利状况边际恶化，以奥托昆普为例，政治罢工对其调整后的 EBITDA 影响约 6000 万欧元，大部份不锈钢和铬铁业务以及芬兰的托尔尼奥港关闭了 4 个星期，但这种罢工影响在下半年逐渐消退，部分订单延迟的交付需求或同时拉动不锈钢厂产量的增加，Q4 需求预计稳定增长。

政策方面，印尼政府对 RKEF 冶炼厂的限制措施或将导致供需关系趋紧，进而影响镍价。如果 NPI 价格相对于不锈钢废料出现持续上涨，采用电弧炉和高比例废料的欧美不锈钢厂商可能会迎来成本竞争力的提升，并获得更强的定价能力。这一市场动向对于 Acerinox、Aperam 和 Outokumpu 等公司来说受益匪浅。

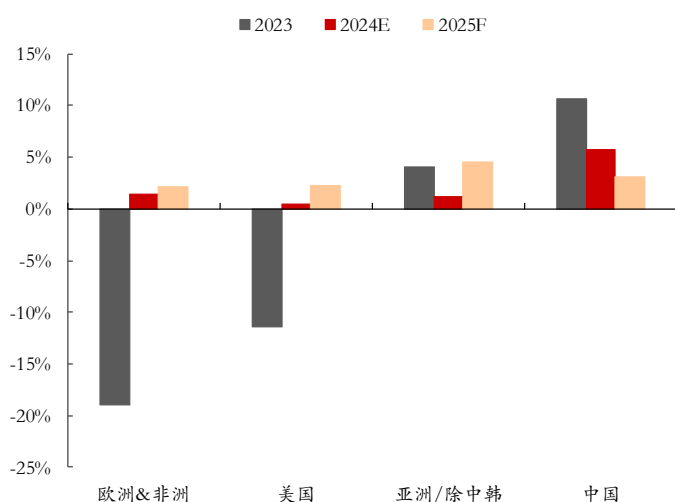
图表 45：欧洲主要厂商不锈钢发货量季度变化



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

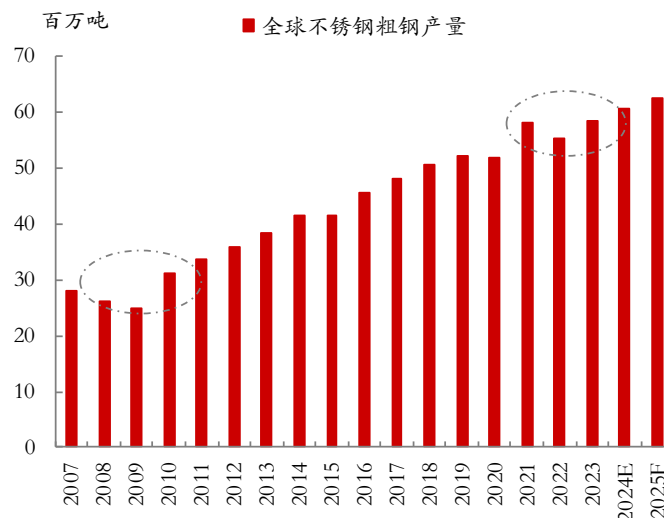
整体来看，年内全球不锈钢表观消费量的增长结构或出现边际分化。欧洲地区降息背景下经济预期复苏，带动不锈钢需求边际回暖，但受经济和政治格局的动荡，复苏节奏可能较慢；美国整体需求较欧洲更为积极，预期增长相对较为稳定；中国当前不锈钢库存处于高位，传统基建和房地产竣工数据预期疲软，下半年汽车、家电等领域增速也需要进一步观察政策落地情况，Q4 对不锈钢消费拉动相对有限。定量来看，我们认为 2024 年全年不锈钢 300 系产量将同比增长 7%，对镍金属需求量约为 156 万金吨。

图表 46：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 47：全球不锈钢粗钢产量年度预测

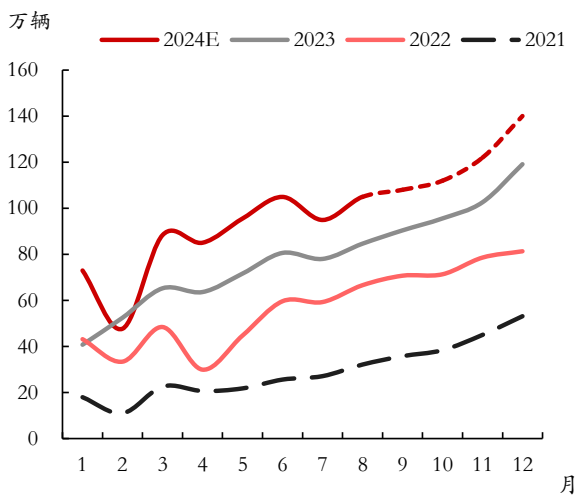


资料来源：世界不锈钢协会，东证衍生品研究院

3.2、新能源

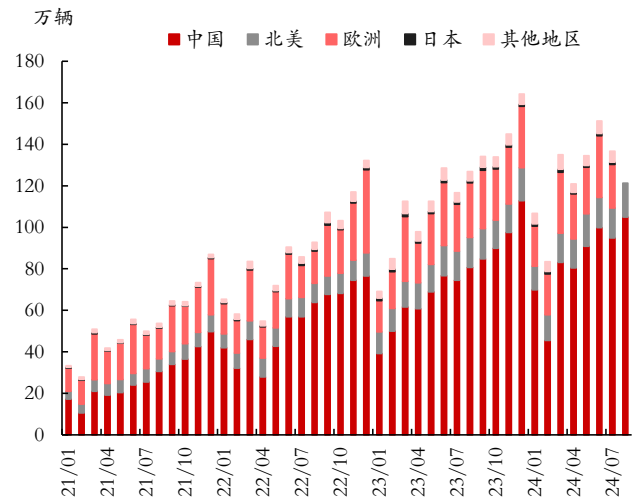
新能源汽车海内外的的发展逐步呈现分化，国内方面销量表现亮眼，在政策补贴和降价促销的内卷下，1-8月中国新能源汽车销量达到694万辆，同比增长29.2%，渗透率首次突破50%，预计全年销量可达1176万辆，同比增长24.5%。而海外方面，新能源政策的转向降低了市场整体发展预期，美国、欧盟和加拿大相继出台关税政策限制中国新能源车出口，且欧美内贸亦有转向，欧盟考虑推迟2035年燃油车禁售计划，英国宣布原本2030年起的燃油车禁令预计推迟至2035年，美国也考虑放宽提高电动汽车销量的目标，部分传统车企也放缓在电动汽车上的研发进展。

图表 48：中国新能源汽车月度销量



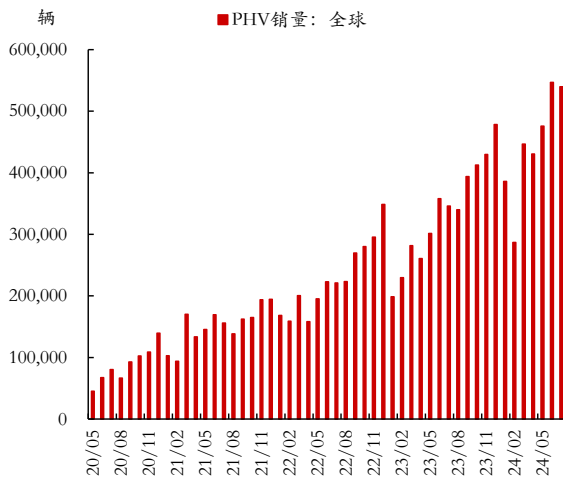
资料来源：中汽协，东证衍生品研究院

图表 49：全球新能源车月度销量变化



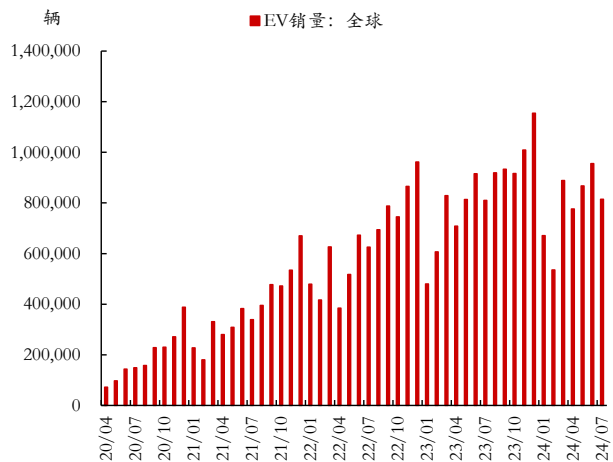
资料来源：中汽协，东证衍生品研究院

图表 50：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 51：全球 EV 汽车月度销量变化

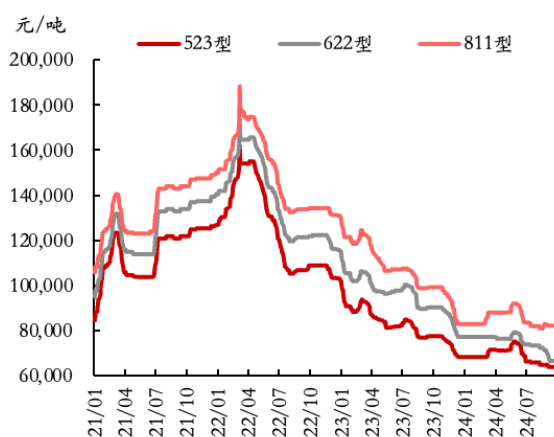


资料来源：Marklines，东证衍生品研究院

中间环节角度，根据 SMM 数据，三元前驱体在高库存影响下，Q3 产量明显较 Q2 有所下滑，但旺季预期也给了三季度内产量的环比回暖，8 月产量达到 65756 吨，环比增长 4%。考虑到当前三元的库存仍较高，价格仍在走跌，三元前驱体较磷酸铁锂市场竞争力下滑，叠加出口海外不畅，产量预计在四季度增速放缓。

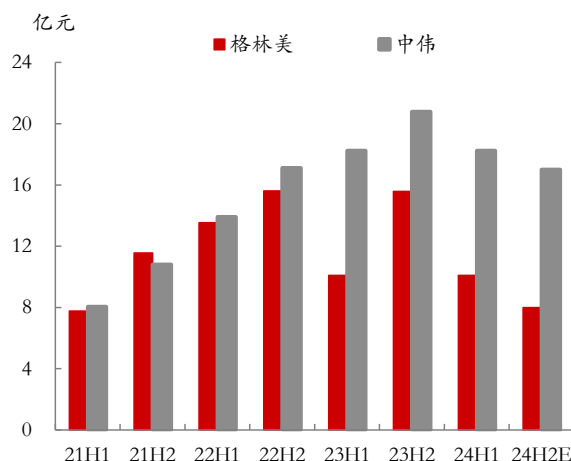
从企业角度来看，自供原料的头部前驱体厂商自 23 年全年镍价下行以来，利润端遭受较大下行压力，而 24 年上半年镍价有所回升，叠加新能源汽车快速放量带动的需求增长，预计利润端环比有所回暖，但基于前述对下半年三元电池需求的担忧，后续矛盾或将体现在下游电芯厂采购不佳带来的前驱体库存新一轮累积，以及磷酸铁锂电池对三元电池市场份额的进一步侵蚀。

图表 52：三元前驱体价格变化



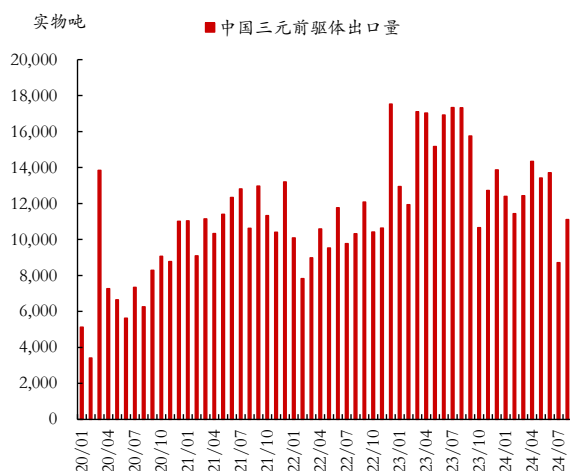
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 53：主要前驱体企业三元项目盈利情况及预期



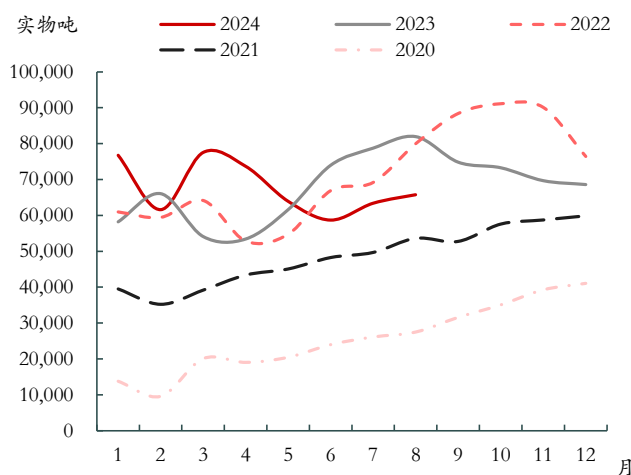
资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 54：三元前驱体出口量月度变化



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

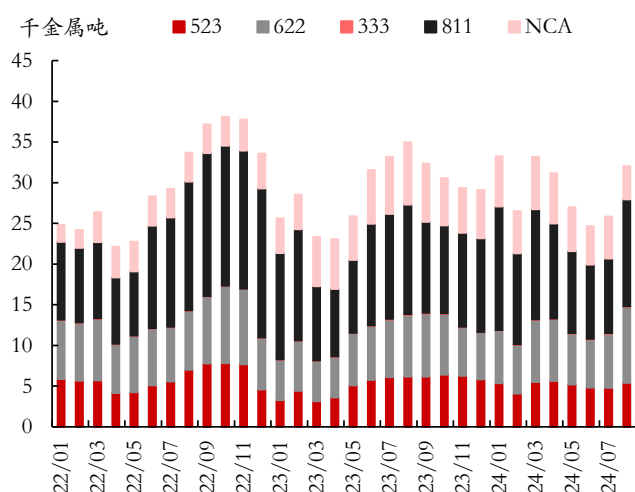
图表 55：三元前驱体产量月度变化



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

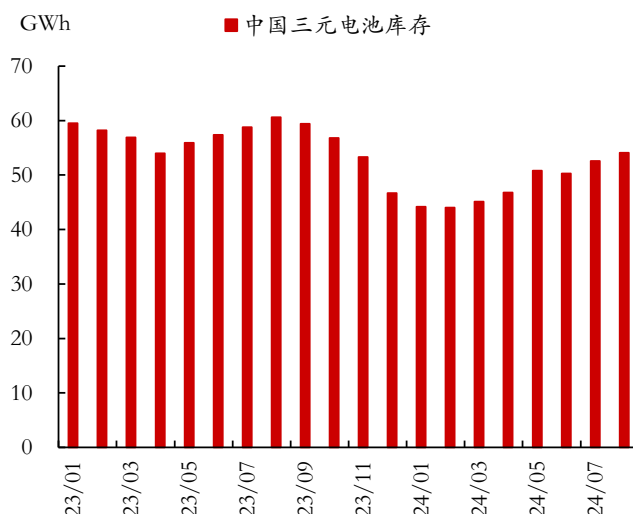
我们通过考虑不同三元前驱体类型以及各自镍含量计算得出，7月及8月中国三元前驱体耗镍总量为5.79万金属吨，同比下滑15%。从三元电池库存表现来看，在6月排产环比转负后下游需求进入淡季，库存去化进程减弱，但市场总体对下半年需求并不悲观，尽管预期不会出现上半年这般的同比增速，稳定传统旺季需求并无太多压力，因此在当前三元前驱体价格较低的背景下，可能有下游厂商旺季提前备货现象出现。基于以上分析，我们预计2024年中国三元前驱体耗镍量将达到38.2万金属吨，同比增长10%。

图表 56：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 57：中国三元电池月度库存情况

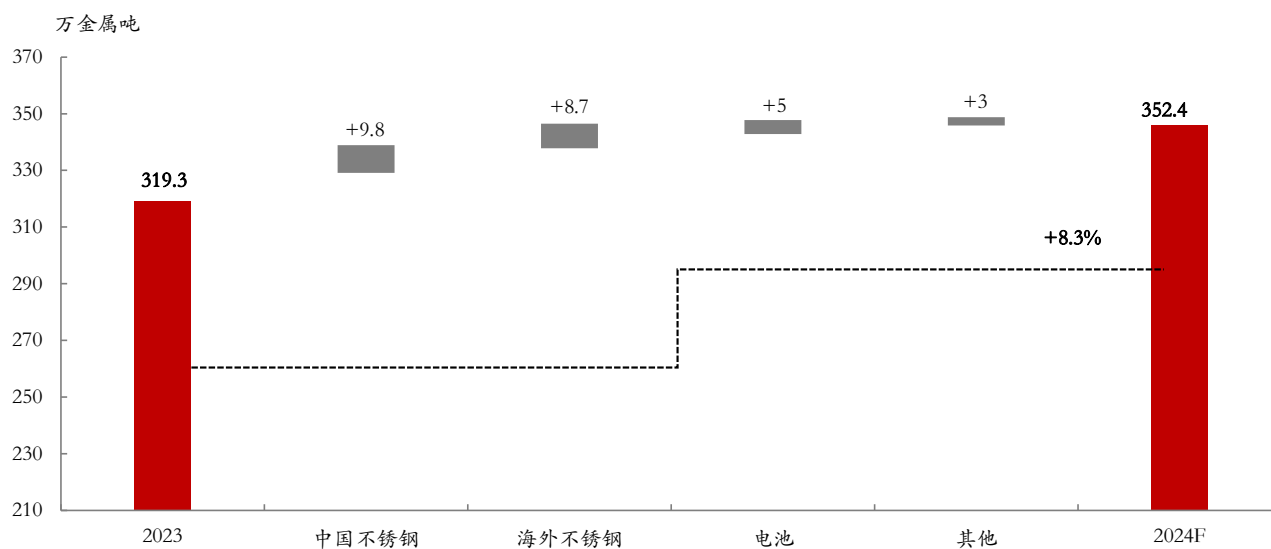


资料来源：SMM，东证衍生品研究院

3.3、结论与思考

定量预估，原本新能源行业对于镍需求的较高增量可能在今年有所冷却，核心在于海外市场对我国出口关税政策的制裁以及国内磷酸铁锂性价比凸显对三元电池市场份额的侵蚀。而传统领域不锈钢在外需推动下支撑国内表需，但印尼产能提升后的资源回流以及海外贸易保护政策的趋严导致国内不锈钢出口阻力预期增加，年内国内净出口增长预计疲弱。综合来看，我们预计2024年全球原生镍消费量预计达到352.4万金属吨，同比增长8.3%。

图表 58：2024 年全球原生镍消费量变化预估



资料来源：东证衍生品研究院

4、投资建议

4.1、供需平衡表及行情展望

原生镍：从全球供需格局来看，预计原生镍的供给增量仍将超过需求增量。基于前述分析，我们预计 24Q3 和 24Q4 中国原生镍供需表现分别过剩 3.4 万吨和 3.2 万吨。供给端来看，海外纯镍产量下滑也在中国电积镍产能释放中补足，并且出口利润收窄的情况下国内流通量边际扩增，供给端压力边际走强；镍铁方面在印尼资源回流下国内铁厂利润收窄而产量被动下滑，但考虑到印尼本土政策引导致使新增产线更多向 MHP 偏移，NPI 未来供应增量将大幅减少，紧平衡下过剩产能预计转产纯镍以交仓保利润。短期来看需求无明显亮点的背景下，供应端的产能情况以及中间品结构间转化是后续关注的重点。

图表 59：中国原生镍供需平衡表

(万金属吨)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3E	24Q4E
精炼镍产量	5.1	5.5	6.7	7.0	7.5	7.7	8.7	8.2
精炼镍净进口量	1.4	2.1	1.7	0.5	0.4	-0.6	0.5	0.3
镍铁产量	9.7	9.2	9.8	8.8	7.6	8.0	7.4	6.8
镍铁进口量	25.3	32.2	32.5	27.0	28.6	26.2	28.0	26.0
硫酸镍产量	9.2	8.8	10.7	9.8	8.4	10.4	11.2	11.8
硫酸镍净进口量	0.5	0.0	1.0	0.9	1.0	1.2	0.9	0.7
硫酸镍耗纯镍量	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
硫酸镍耗非原生料量	2.0	2.2	2.7	2.0	1.5	1.5	1.7	1.8
中国原生镍供给量	49.1	55.6	59.7	52.0	52.1	51.4	55.0	52.1
300 系不锈钢粗钢产量	410	416	497	453	472	507	510	460
200 系不锈钢粗钢产量	238	250	302	295	241	308	300	270
废不锈钢在 300 系原料中占比	17%	17%	20%	16%	13%	23%	20%	20%
废不锈钢在 200 系原料中占比	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
不锈钢对原生镍需求	30.5	31.0	35.9	34.4	36.2	35.4	36.7	33.1
电池对原生镍需求	7.8	8.1	10.1	8.9	9.3	8.3	9.5	10.0
电镀和合金镍需求	4.8	4.8	4.5	4.7	5.0	5.0	5.3	5.8
中国原生镍需求量	43.0	43.9	50.4	48.0	50.5	48.7	51.5	48.9
中国原生镍供需平衡	6.0	11.7	9.3	4.1	1.5	2.7	3.5	3.2

资料来源：SMM，海关总署，铁合金在线，上海钢联，东证衍生品研究院

精炼镍：国内来看，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，因此进出口的变化对纯镍平衡扰动将是关注重点。此前在出口利润

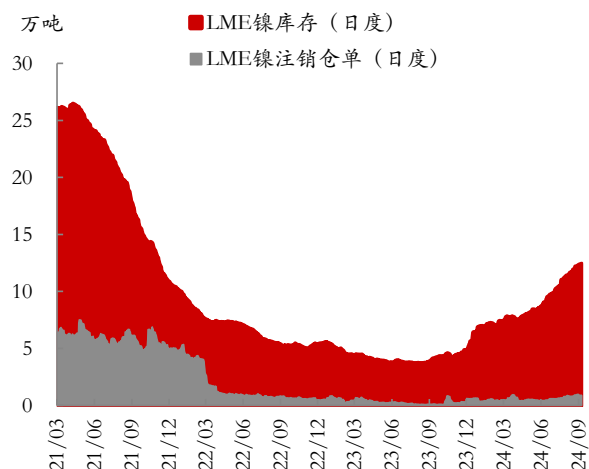
驱使下，国内已经注册成为 LME 的电积镍品牌有较强的出口交仓意愿，导致 5 月及 6 月纯镍出口大幅增多，尽管纯镍产能不断释放，国内流通资源相对较少，供应格局趋紧，经我们测算 5 月及 6 月的供需缺口为 0.12 和 0.15 万吨。但随着 LME 累库压力较大，出口利润逐渐收缩，国内纯镍预计供应将转而宽松，重点关注镍价下行带来的产能抑制情况，由此带来的库存边际变化。定量测算，我们预计 24Q3 和 24Q4 国内精炼镍供需平衡分别为 2.1 万金属吨和 1.6 万金属吨，在国内现货流通量增加下预计呈现小幅过剩格局。

图表 60：中国精炼镍月度供需平衡变化



资料来源：SMM，海关总署，Mysteel，东证衍生品研究院

图表 61：LME 镍库存年度变化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 62：上期所精炼镍库存周度变化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4.2、投资建议

宏观面上来看，美联储降息 50BP 落地后，国内政策操作空间打开，当前一揽子货币政策落地刺激经济，近期宏观大热之下商品及股票均有较好的涨幅，目前价格已反应了较大回暖预期。展望来看，后续市场是否能延续上涨还要进一步关注宏观表现以及经济数据是否边际回暖，目前市场大多预期 11 月美联储将跟进降息 50BP，国内方面后续若赤字率有提高预期，或将代表财政政策也将跟进落地配合宽松的货币政策，短期内将主导商品走势。不过我们认为，就镍产业链来说短期难见需求回暖，在宏观超预期利好的当下，镍盘面价格走势也并未有相符合的涨幅，在实质性需求回暖之前，可适当关注逢高沽空机会。

基本面上来看，当前镍产业链多数环节的利润空间已经被压缩得较为充分，国内绝大多数镍铁厂和部分硫酸镍厂商已处在亏本生产，但矿端利润仍较好，产业链利润收缩向矿端传导不畅。展望下半年，镍的基本面维持弱势，当前产业链核心矛盾在于矿端价格能否回落以及新增湿法产能投放进程是否顺畅，后续宏观情绪缓和后，盘面价格将重回基本面定价逻辑，我们认为 Q4 镍价冲高回落概率较大，核心矛盾的演变决定了高位沽空的盈利空间几何。从成本曲线来说，70-75%分位对应成本约为 16000 美元，60%分为对应约为 14500 美元。

综合以上分析，我们判断 Q4 大概率走偏空逻辑，核心在于基本面的疲软未改，印尼雨季结束叠加新增配额释放预期，矿价或边际走跌，此外大量湿法产能预期释放，需求端在实质性回暖前库存仍有较大累库压力。不过，宏观面信息仍可能在短期内对盘面价格有决定性影响，应注意超预期的刺激政策出台提振市场风险偏好，从而推动镍价走势，尽管基本面难以与宏观面形成共振，价格下跌也难以顺畅。

策略上，单边建议逢高沽空，可参考区间为（115000，135000）；内外套利方面，当前出口利润在区间内震荡，建议暂时观望或等待进口窗口临近打开时择机正套；跨期套利方面，建议观望，核心在于当前镍价属于 flat contango 结构，月差较窄且基本处于合理空间，盈利空间较为有限。

5、风险提示

宏观情绪超预期；印尼政策变化造成矿端紧张。

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