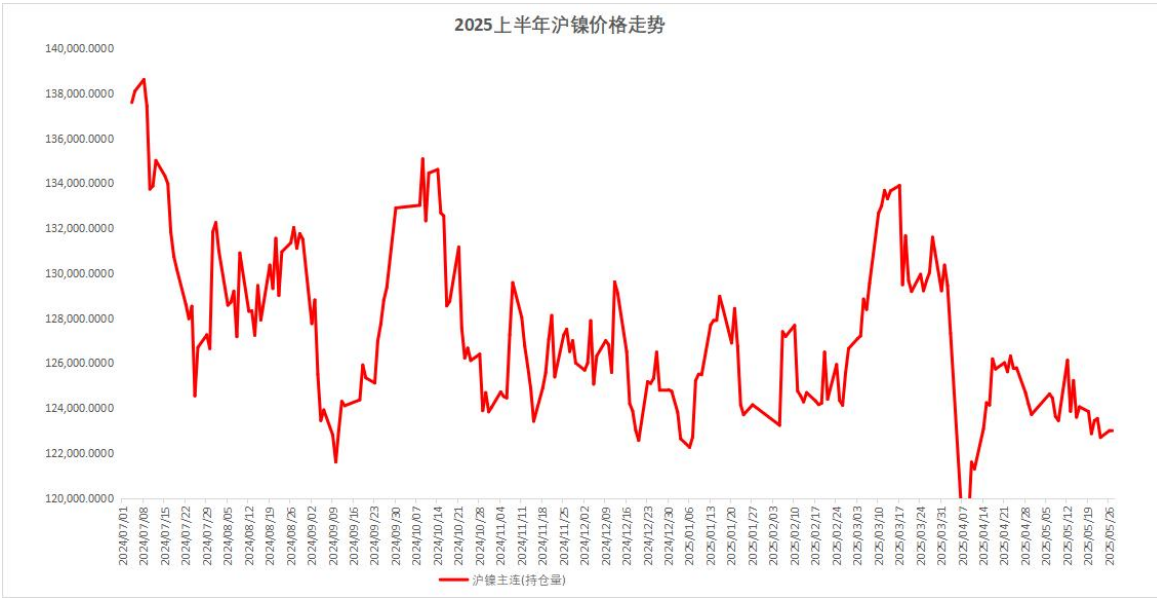


沪镍：产能扩张，需求无亮点，长期偏空

全球镍产品供应持续过剩，不锈钢和新能源等下游消费无明显增长，而印尼低成本镍铁以及镍铈和湿法中间品产能不断释放，镍产业链连续三年供应过剩。根据国际镍业研究组织数据，25 年全球镍市预计过剩 19.8 万金属吨。当前镍产业链面临“利润收缩，产能扩张”的矛盾，未来镍行业将面临较大的去化库存和产能优化压力。在价格下行的趋势下，只有在明显的供给出清后市场才可能出现反弹。下半年行情转机或存于海外美联储降息带来的中美宏观联动。但短期内国内趋势性累库难以逆转，在镍企产能利用率高位下，未来偏弱运行。

图表 1：行情分析



数据来源：Mysteel、Ifind、华安期货研究院

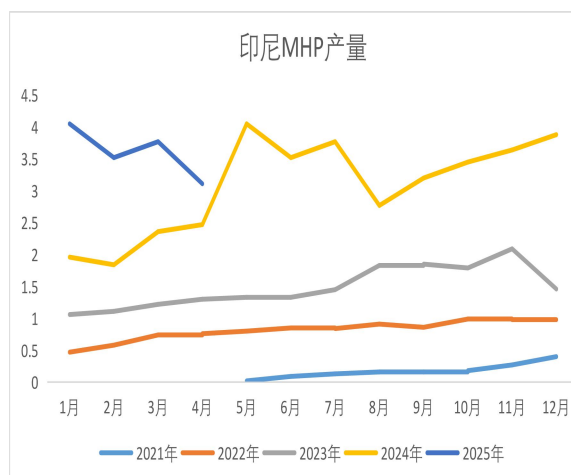
海外原料进口持续，推动国内精炼镍增长

作为全球最大镍生产国印尼，近期虽然提高镍矿开采税率，但一季度以来镍铁、高冰镍和MHP产量均显著上升，原料出口至中国量创新高，原料端的产能扩张，压制下游现货价格。25 年全球镍市预计过剩 19.8 万镍吨，镍行业连续三年处于过剩格局未改。

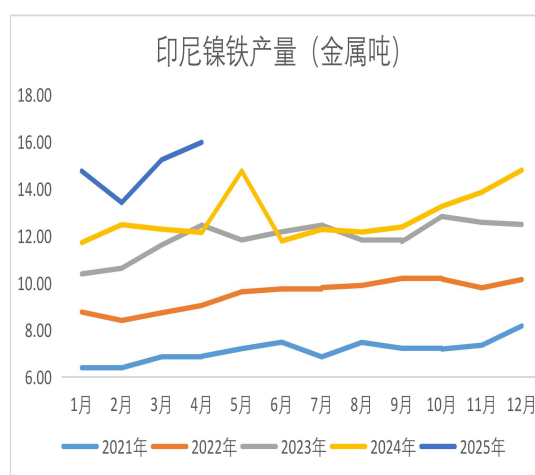
开年以来印尼 MHP 产量约为 14.45 万吨，较去年 8.63 万吨，涨幅约一倍。同时，印尼高冰镍的产量也维持在高位，年初以来高冰镍产量约为 5.85 万金属吨，较去年同期小幅下跌 0.43 万金属吨。镍铁产量来看，前四个月产量为 59.36 万金属吨，较去年同期上涨了 9.73 万金属吨。从进口量来看，一季度以来印尼镍产品的回流量不断创新高，使得国内精炼镍的产量不断创新高。MHP、镍铁和高冰镍的进口量约为 50 万金属吨，处于历史高位。

短期随着印尼更多高镍冶炼项目产能的投入运行，印尼未来将继续巩固其在全球在镍供应链中的地位，海外产能的持续扩产将持续压制下游现货价格。

图表 2: 印尼 MHP 产量

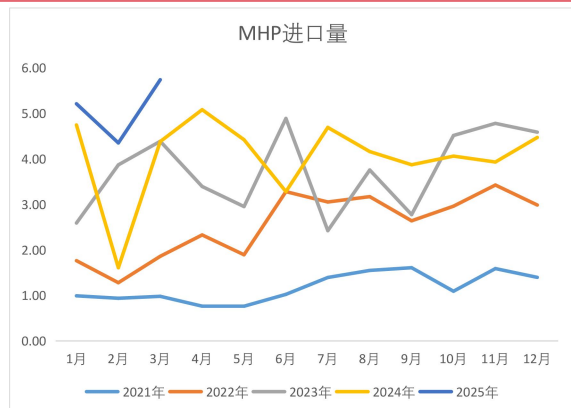


图表 3: 印尼镍铁产量

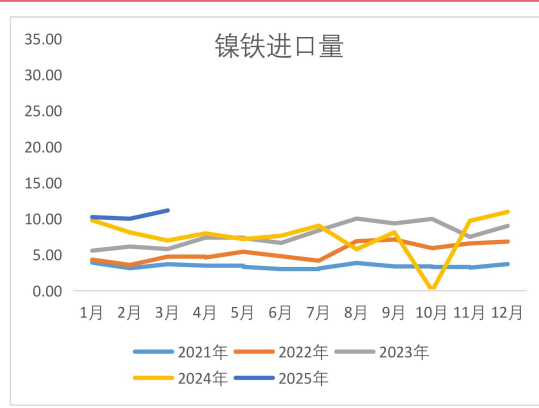


数据来源: Mysteel、华安期货研究院

图表 4: MHP 进口量处于历史高位



图表 5: 镍铁进口量创新高



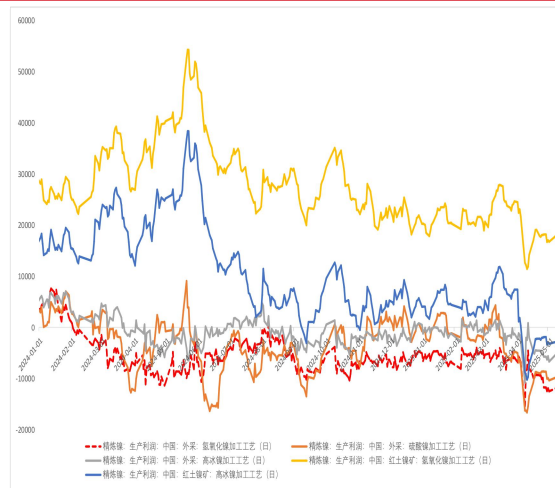
数据来源: Mysteel、华安期货研究院

利润成本虽然倒挂，但产能不减

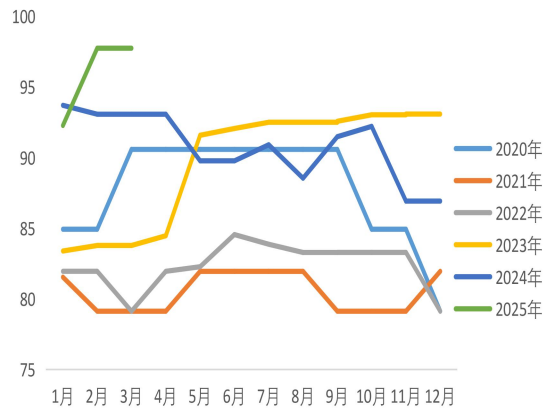
产业链的成本利润持续倒挂。外采原材料生产工艺持续亏损，而一体化生产工艺也出现亏损，基本面盈利出现恶化。精炼镍利润倒挂的核心矛盾在于海外成本刚性上涨以及下游价格受制于供应过剩及需求疲软运行偏弱。首先印尼镍产业链税率落地直接推高镍原材料的进口成本，根据钢联测算，产业链不同企业的成本提高幅度不同，镍矿每湿吨上涨 1-1.2 美元，镍铁和冰镍上涨 10-15 元/镍。因此成本的刚性提高，将压缩国内镍企的利润成本。其次下游端，镍行业面临较大的去化库存和产能优化压力，精炼镍价格整体呈现下行趋势，导致生产利润的缩减。

但是由于近些 MHP 湿法冶炼技术的进步（节约 2 万元/吨），使得海外湿法冶炼企业可以直接获取海外低成本原料，镍企的成本动态下降。同时受新能源动力电池的推动，镍企的资本不断加大投入，企业开工率维持高位，导致镍产业链面临“利润收缩，产能扩张”的矛盾。

图表 6:精炼镍的生产利润

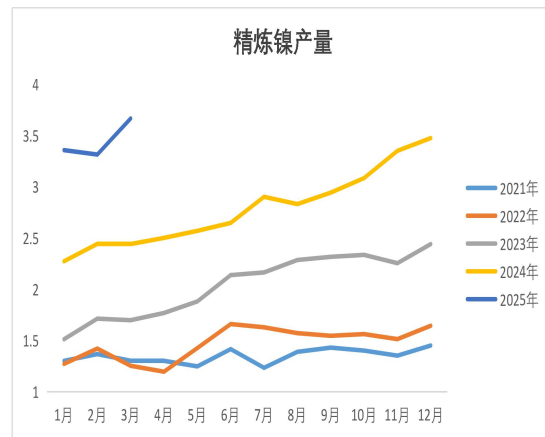


图表 7：精炼镍企业开工率

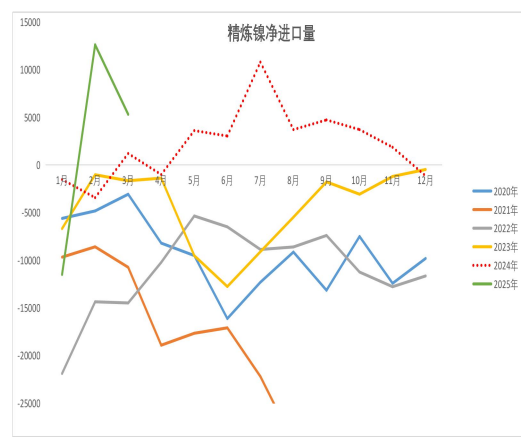


数据来源：Mysteel、华安期货研究院

图表 8:精炼镍产量



图表 9：精炼镍净进口量



数据来源：Mysteel、华安期货研究院

海外出口成为重要环节

海外湿法中间品以及硫酸镍的供应加速，国内电积镍企业借助海外镍原料端的丰富供应产能加速爬坡，镍供给从短缺转为持续过剩。前 4 个月中国精炼镍累计产量为 13.98 万吨，而同期中国精炼镍累计出口量 8.9 万吨，带动全球库存持续增加。从最新的 4 月份的按照国别划分的 LME 注册仓单来看，来自中国的精炼镍库存从去年 1 万吨上涨至 10 万吨左右。同期 LME 库存也从 6 万吨上涨到 15.9 万吨。因此精炼镍的海外出口大部分转移至 LME 的交易所库存，表明全球精炼镍的实体需求并未有所还转，国内产能加速下，供给过剩。镍企为消化多余产量，转向大量出口，缓解国内库存压力。总体来看，在海外仓单大幅累仓下，高库存压力始终压制镍价。

图 10: LME交易所镍库存

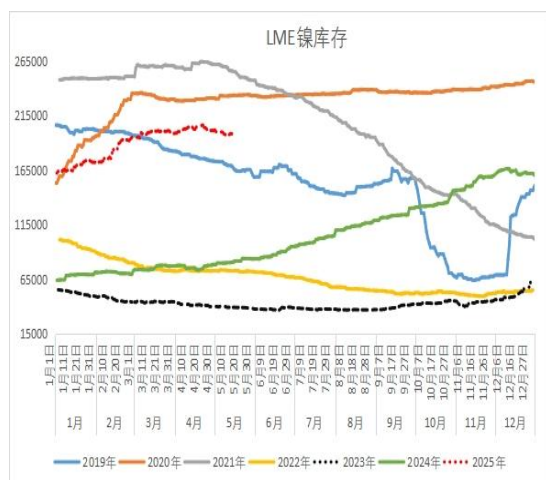
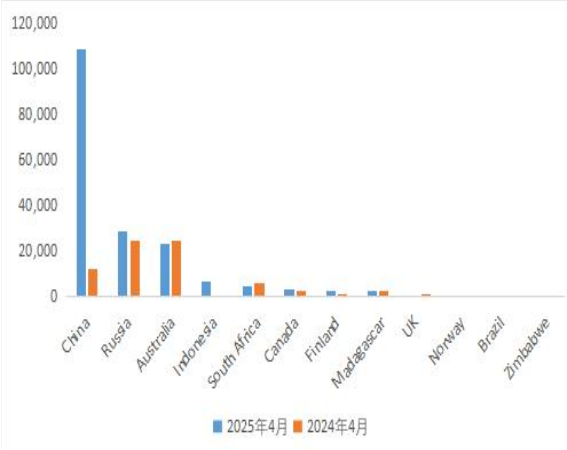


图 11: LME库存划分（国别）



数据来源: Mysteel、华安期货研究院

基差关系

从期货和现货的价差来看，一旦期货价格处于趋势性下滑行情中时，期现价差幅度也将大幅下降。2023年以来出现深度基差的行情逐渐减少，这不仅表现在不同品牌的升贴水缩小也体现在期货和现货间的价差减少。这些趋势背后的主要原因在于产能供给增加下，市场对于未来行情判断较一致，市场分歧较小，因此升贴水的变化幅度也开始减弱。从期限结构来看，4月以来市场呈现 Contango 结构的下跌，同时跨期价差维持在 1000 元左右。总体来看，无论是期现和跨期的套利的机会均比较少，市场行情整体较小。

图 12: 期现结构呈现 contango

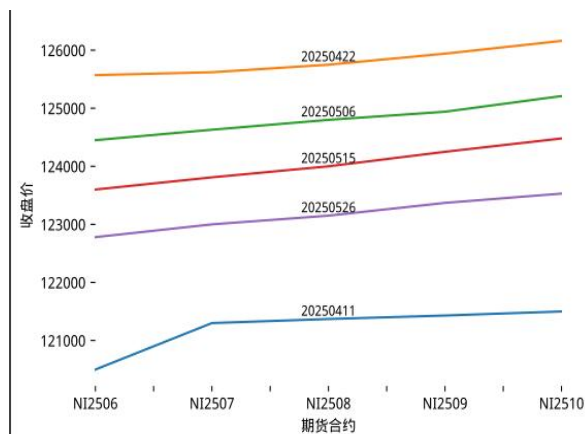
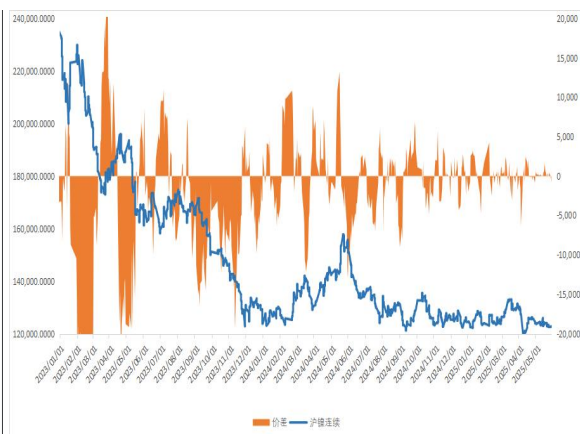


图 13: 交割品基差波动率逐渐变弱



资料来源: iFind、Mysteel、华安期货研究院

未来市场展望

印尼镍中间品产能创造新高、中国精炼镍在 LME 库存占比的上涨，本质上是全球产能过剩、下游弱需求以及全球镍市场交割库套保的共同作用的结果。而供给的宽松是过去数年来镍企趁着新能源行业的景气增加资本开支的结果。随着沪镍价格在 22 年以来的快速下跌，当前高镍铁和精炼镍价格即将触及一体化冶炼的工艺的成本线。但未来镍矿资本开支若想迎来大幅缩减，仍然需要未来行业格局的转变：包括印尼政策的收紧以及精炼镍冶炼利润的长

期亏损。短期来看印尼镍矿配额消减难度较大，而 MHP 湿法冶炼技术的进步带来的成本空间仍然较大，因此短期内供应过剩格局难以逆转，价格下方空间仍然很大。未来行业整体偏弱看待。

华安期货 投资咨询业务资格 证监许可[2011]1776

刘德勇 分析师

从业资格证号：F03094242

咨询从业资格：Z0020048

德累斯顿工业大学金融硕士，历任华安期货金融期货和黑色系板块分析师，熟悉宏观周期和黑色系期货板块研究分析和策略制定，多次担任交易所讲师，承接上期所研究课题，获得期货日报团队奖项。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货研究院力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。