

# 镍：过剩格局持续，价格不悲观

谷静

期货从业资格号：

F3016772

投资咨询从业证书号：

Z0013246

审核人：王伟伟

期货从业资格号：

F0257412

投资咨询从业证书号：

Z0001897

报告制作时间：

2023年12月5日

一德期货投资咨询业务资格：证监许可【2012】38号

## ■ 内容摘要

从产业供需来看，2023年全球镍进入全面过剩。印尼贡献了NPI以及中间品的产量的全部增量，国内贡献了电镍产量的全部增量；消费端，国内不锈钢近10%的增速占了全球镍需求增量的一半，新能源对于镍的需求表现差强人意。

从市场结构来看，由于库存拐点的出现，沪镍长期的back结构结束，当前市场结构处于过渡阶段，后期随着库存的持续增加，全部转为Contango结构的概率较大。

从成本利润角度来看，目前国内镍铁厂全部处于亏损状态，不锈钢厂当前利润修复后依旧处于亏损边缘，拉长时间全年来看传统产业链条利润情况并不理想；新能源产业链条，由于从去年开始硫酸镍已经开始过剩，硫酸镍利润较前两年也有了大幅收缩后，硫酸镍价格下行至28000元/吨附近，中间品作原料利润也仅仅维系在1-3%的利润率；无论是硫酸镍作原料还是中间品作原料，电积镍生产目前已经严重亏损。

## ■ 核心观点

2024年全球镍维持过剩格局，由于生产工艺各个环节的打通，结构性短缺机会大大减少。从当前产业链的利润情况以及估值角度来看，镍价已经击穿硫酸镍形成的动态成本支撑，镍市下方空间有限。预计2024年沪镍价格震荡密集区间在【110000，180000】。操作上，中长期的逢高沽空操作配套短线的波段操作。

风险点：印尼方面镍矿相关政策的扰动；

宏观层面美联储超预期的货币政策等。

# 目 录

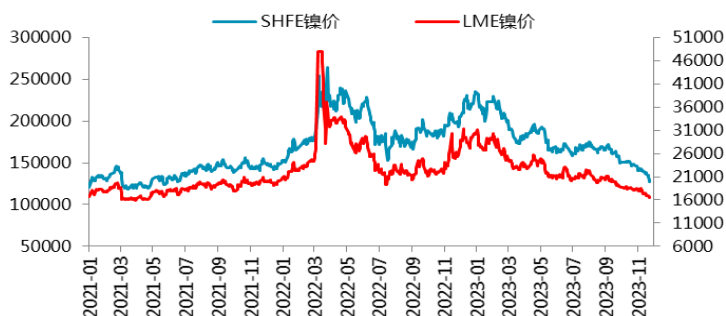
1. 2023 年镍市回顾.....	2
1.1 期镍走势:全面过剩, 镍价深跌 .....	2
1.2 现货市场: 库存现拐点, 现货升水回落 .....	2
2. 镍市基本面: 传统产业链条 .....	3
2.1 镍矿: 菲律宾出矿能力明显提升, 国内镍矿进口维持较高水平 .....	3
2.2 镍铁: 利润因素国内镍铁减产, 印尼大量回流补给国内 .....	4
2.3 不锈钢: 全年产量超预期, 短期减产、去库成主基调 .....	6
2.4 总结: 产量增速超预期, 不锈钢耗镍量增速表现较好 .....	8
3. 镍市基本面: 新能源产业链条 .....	10
3.1 硫酸镍: 产量同比增速回落, 中间品贡献主要生产原材料 .....	10
3.2 中间品: 印尼项目持续投放, 产量以及回流国内量增加 .....	11
3.3 下游: 由于电池环节库存量较大, 三元正极材料产量呈负增速 .....	12
3.4 总结: 产业链库存管理因素, 电池耗镍量同比下降 .....	14
4. 纯镍供需情况 .....	16
4.1 电解镍: 新增产能投放, 产量明显增加 .....	16
4.2 电解镍: 国内产能替代, 进口量大幅萎缩 .....	16
5. 库存与供需平衡 .....	17
5.1 库存分析 .....	17
5.2 供需平衡 .....	18
6. 总结与展望 .....	20
免责声明 .....	21

## 1. 2023 年镍市回顾

### 1.1 期镍走势:全面过剩, 镍价深跌

2023 年镍市交易逻辑主打一个“镍全面过剩”。一季度市场交易过剩预期, 由于年初各家冶炼厂宣布增产和新投产能计划, 使得市场预期年内纯镍将逐渐过剩, 再此过程中, 国内外库存持续下跌, 现货高升水回落, 盘面由 23 万回落至 17 万; 4-8 月, 供需紧平衡, 国内外库存持续下跌, 库存、仓单都处于历史低位水平, 供应新增产能爬产, 但并没有有效补给市场需求, 盘面 15 万-20 万之间震荡; 进入 9 月后, 国内外库存拐点显现, 镍全面过剩得到有效印证, 现货升水回落, 盘面 17 万回落至当下的 12 万。

图 1.1: 国内外镍期货价格走势

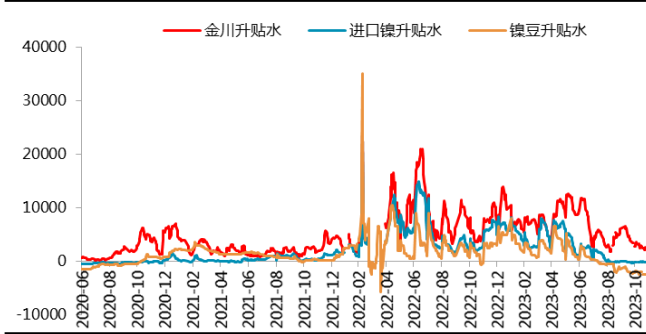


资料来源: Wind, 一德有色

### 1.2 现货市场: 库存现拐点, 现货升水回落

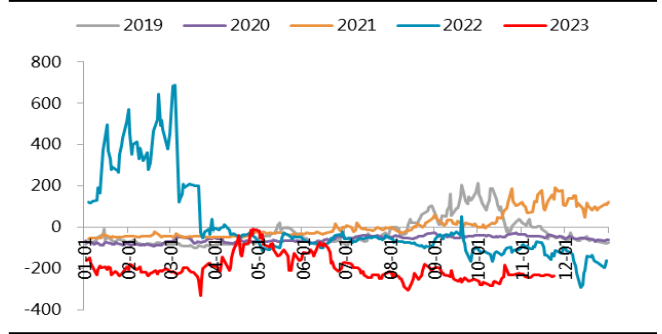
年内镍市格局出现变化, 结构过剩转为全面过剩, 现货市场纯镍升贴水整体下移, 尤其是在库存拐点显现后, 进口镍的升贴水开始贴近 0 轴运行, 而长期高升水的金川镍也由于下游消费不济大幅下调了升水水平; LME 镍年内一直处于贴水状态, 有效反映了现货镍资源的供需情况。

图 1.2: 国内现货升贴水



资料来源: SMM, 一德有色

图 1.3 LME3M 升贴水

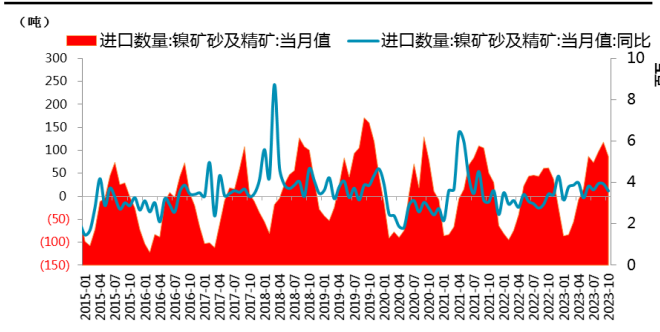


资料来源: SMM, 一德有色

## 2. 镍市基本面：传统产业链条

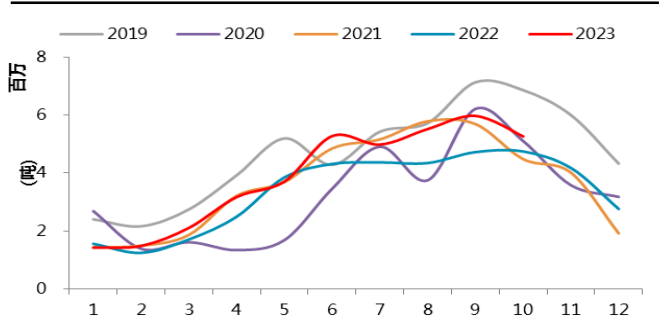
### 2.1 镍矿：菲律宾出矿能力明显提升，国内镍矿进口维持较高水平

图 2.1: 镍矿进口数据 (万吨)



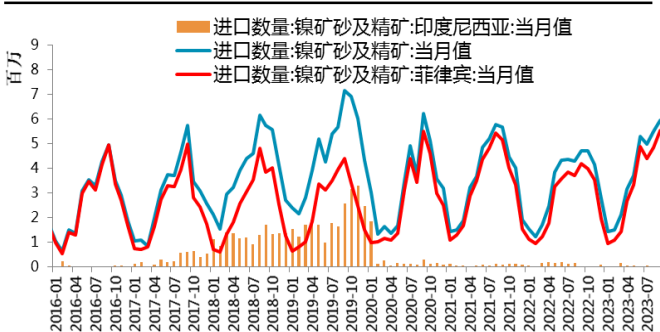
资料来源: 海关总署, 一德有色

图 2.2: 镍矿进口数据季节图 (百万吨)



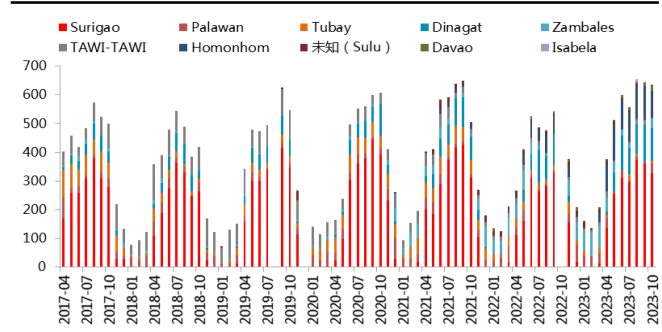
资料来源: 海关总署, 一德有色

图 2.3: 镍矿进口量 (分国别)



资料来源: 海关总署, 一德有色

图 2.4: 菲律宾出矿情况 (万吨)



资料来源: 铁合金在线, 一德有色

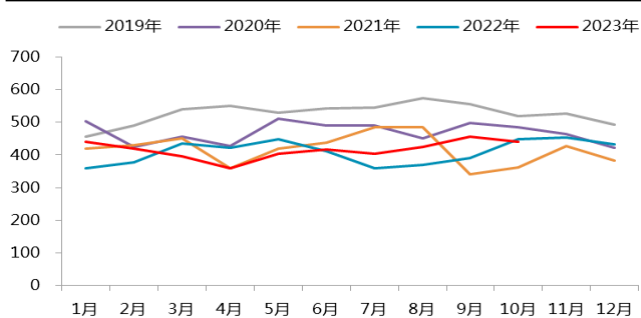
据中国海关数据统计, 今年 10 月中国镍矿进口量 525.90 万吨, 环比减少 11.8%, 同比增加 11.0%。其中, 自菲律宾进口镍矿量 485.43 万吨, 环比减少 12.1%, 同比增

加 21.2%。自其他国家进口镍矿量 40.47 万吨，环比减少 8.4%，同比减少 44.8%。1-10 月，中国镍矿进口总量 3900.7 万吨，同比增加 17.1%。其中，自菲律宾进口镍矿总量 3408.8 万吨，同比增加 22.2%；自其他国家进口镍矿总量 491.9 万吨，同比减少 9.3%。

年内菲律宾方面镍矿出货量增量明显，1-10 月，菲律宾累积出矿 4411 万吨，同比增幅 17.7%。预计年内菲律宾总出货量超 5000 万吨，同比增幅 16.84%。

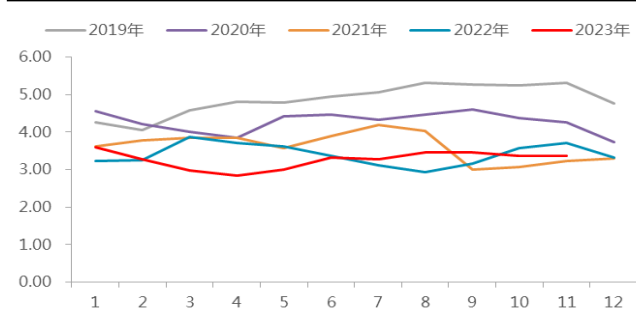
## 2.2 镍铁：利润因素国内镍铁减产，印尼大量回流补给国内

图 2.5：镍矿消耗量（万吨）



资料来源：铁合金在线，一德有色

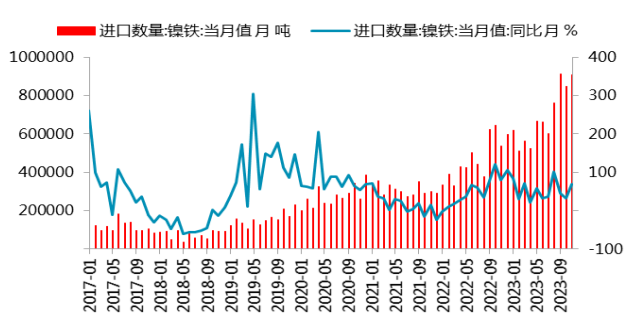
图 2.6：国内镍铁产量（万金属吨）



资料来源：SMM，一德有色

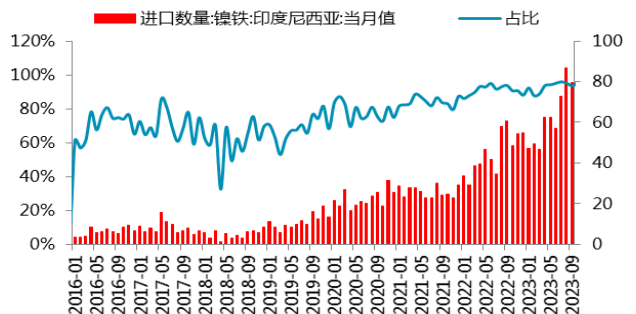
2023 年，年内冶炼厂的利润水平较差，叠加印尼回流货的市场挤占，国内镍铁企业维持较低生产水平，预计今年全年总产量达 38 万吨同比下降 7%。2024 年，印尼回流增量还将保持一定水平，国内部分市场还将被进一步挤占，预计 2024 年国内镍铁产量继续下降至 36 万吨。

图 2.7：镍铁进口量（实物吨）



资料来源：海关总署，一德有色

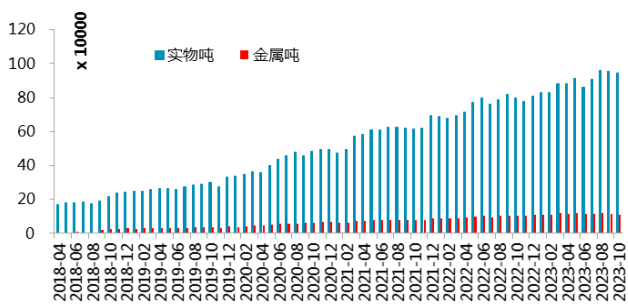
图 2.8 镍铁进口量：分国别（万吨）



资料来源：海关总署，一德有色

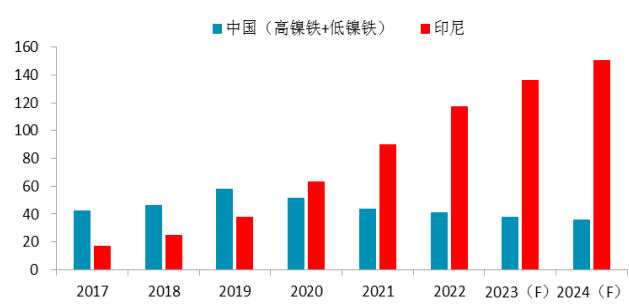
据中国海关数据统计，今年 10 月中国镍铁进口量 90.6 万吨，环比增幅 6.6%，同比增幅 68.7%。其中，自印尼进口镍铁量 86.5 万吨，环比增幅 8.8%；同比增幅 77.5%。1-10 月中国镍铁进口总量 695.2 万吨，同比增幅 48.6%。其中，自印尼进口镍铁量 650.5 万吨，同比增幅 51.3%。

图 2.9: 印尼镍铁产量 (万吨)



资料来源：铁合金在线，一德有色

图 2.10 印尼镍铁产量：年度 (万金属吨)



资料来源：铁合金在线，一德有色

根据铁合金在线统计，截止 10 月底，印尼方面共投产 35 台矿热炉，其中力勤哈利达投产 6 台，其 8 台矿热炉项目完结；万嘉项目投产 2 台矿热炉，其 4 台矿热炉项目完结；巨盾项目投产 3 台；翡翠湾 2 台矿热炉项目投产；昭辉 4 台矿热炉项目投产；银海万向投产 2 台矿热炉；青岛印尼综合产业园镍点项目投产 2 台矿热炉，其 4 太项目完结；德邦两台矿热炉项目投产；另外 Antam、Ivmi、WMI、东加里曼丹钢铁有限公司以及印尼寰宇均有项目投产。前期部分已投产尚未全部投产的项目叠加部分新上马的项目将在 2024 年投产，整体看，可靠的投产项目目前看相较前两年有明显减少，具体投产计划图下表所示。2023 年预计印尼 NPI 总产量达 117 万金属吨，2024 年预计产量达 136 万金属吨。

表 2.1：印尼未投产 NPI

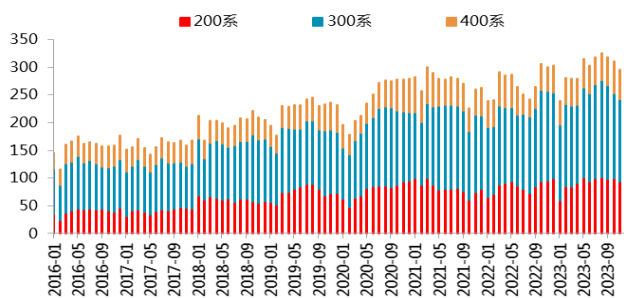
企业名称	计划投产数量	未投产数量	投产时间
巨盾镍业	25	4	2022年
象盛镍业	35	3	2022年
德龙4期	16	16	2024年
东加里曼丹钢铁一期	6	4	2023年
东加里曼丹钢铁二期	2	2	2024年Q1
CNI	2	2	2023年
银海万向	4	1	2022年
卡拉集团	1	1	2024年Q1
印尼寰宇	4	3	2023年Q4
合计		36	

资料来源：Wind，一德有色

### 2.3 不锈钢：全年产量超预期，短期减产、去库成主基调

今年国内不锈钢产量增幅超预期表现，预计 2023 年全年国内不锈钢总产量 3565 万吨，同比增幅 8.15%，其中 200 系产量预计 1100 万吨，同比增长 7.95%；300 系产量预计 1860 万吨，同比增长 10.23%；400 系总产量预计 605 万吨，同比增长 6.16%。今年产量增量主要集中在 5-9 月份释放，进入 10 月后，由于库存累积，价格承压，钢厂利润回调，钢厂减产增加。年内不锈钢冷轧产能新增近 900 万吨，主要增量来自宏旺、德龙、甬金等头部企业。印尼方面，由于海外消费较差，印尼产量延续下降趋势，预计全年总产量 422 万吨，去年总产量 478 万吨，同比下降 11.64%。印尼方面不锈钢总产能依旧维持在 650 万吨，主要是青山、德龙两个项目，年内无新增。

图 2.11：国内不锈钢产量（万吨）



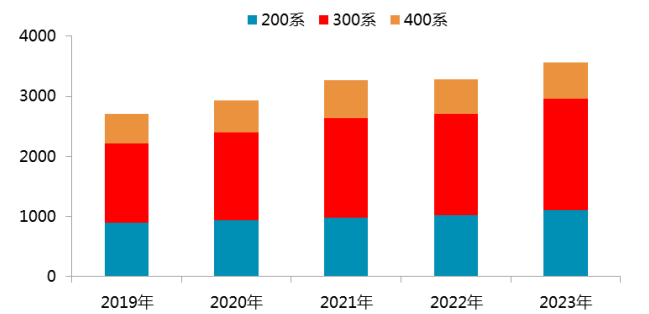
资料来源：SMM，一德有色

图 2.12 钢厂利润情况（%）



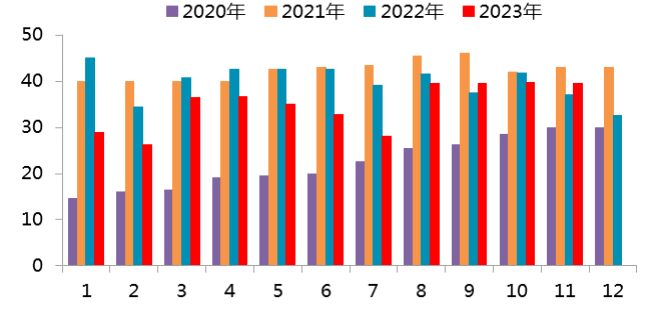
资料来源：SMM，一德有色

图 2.13: 国内不锈钢产量: 年度 (万吨)



资料来源: SMM, 一德有色

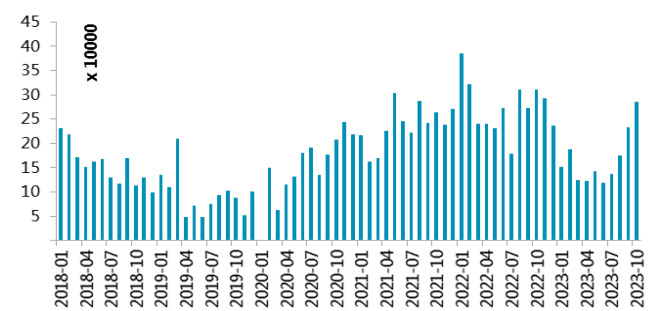
图 2.14 印尼不锈钢产量 (万吨)



资料来源: SMM, 一德有色

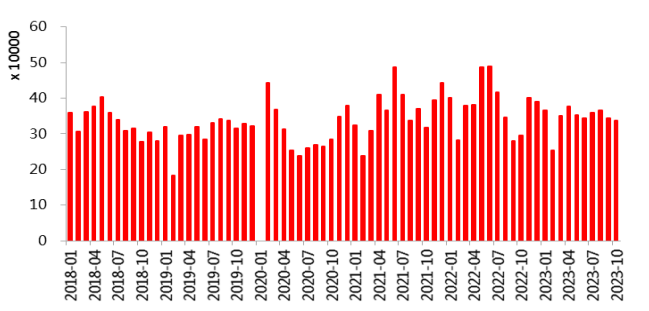
根据海关数据, 2023 年 1-10 月, 中国不锈钢进口总量为 167.00 万吨, 同比降幅 39.42%。其中, 中国自印尼进口不锈钢总量为 134.88 万吨, 同比降幅 42.32%。1-10 月, 中国不锈钢出口总量为 344.45 万吨, 同比降幅 8.39%。1-10 月, 中国不锈钢净出口总量为 177.45 万吨, 环比增幅 21.37%, 同比增幅 76.87%。

图 2.15: 不锈钢出口量 (万吨)



资料来源: Wind, 一德有色

图 2.16 不锈钢进口情况 (万吨)

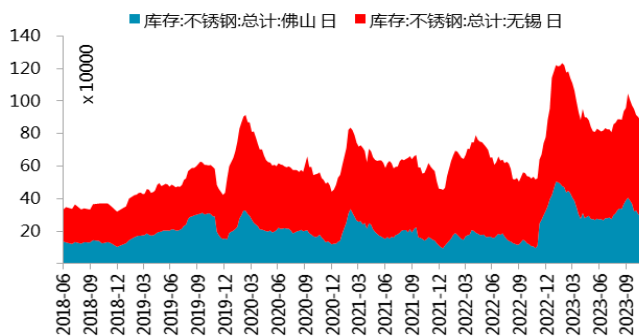


资料来源: Wind, 一德有色

全年来看, 由于去年年底库存累积量较大, 年内库存整体水平高于往年。具体看, 今年前三季度由于产量增速维持较高水平, 同时金九银十的旺季消费并没有较好表现, 导致 10 月有明显的累库。当下, 由于钢厂减产明显, 库存持续去化。

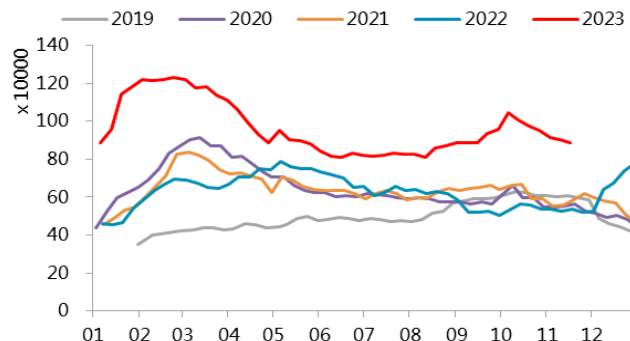


图 2.17: 不锈钢社会库存 (万吨)



资料来源: Wind, 一德有色

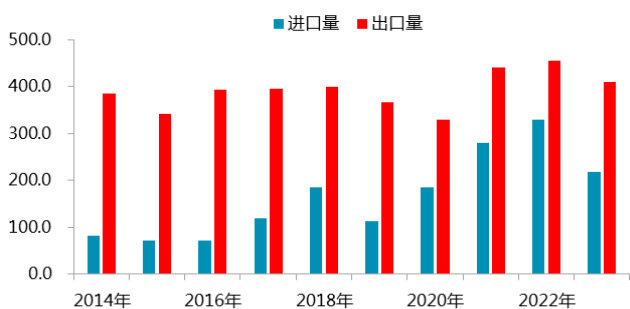
图 2.18 不锈钢社会库存季节图 (万吨)



资料来源: Wind, 一德有色

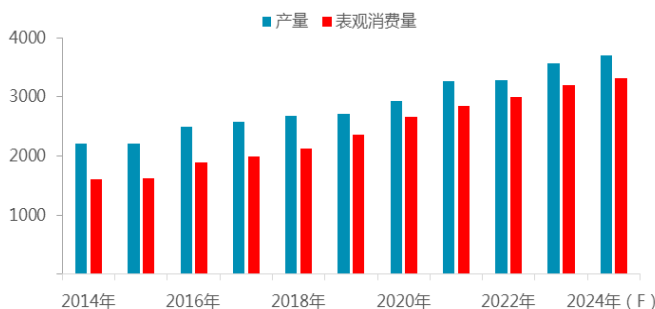
根据全年不锈钢产量、净出口数据, 我们预估出年内不锈钢表观消费量预计在 3200 万吨上下, 同比增长 6.57%, 好于年初的市场预期。2024 年我们预计国内不锈钢表观消费量 3315 万吨, 同比增幅 3.6%。

图 2.19: 进出口历史数据 (万吨)



资料来源: Wind, 一德有色

图 2.20 不锈钢表观消费量 (万吨)



资料来源: Wind, 一德有色

## 2.4 总结: 产量增速超预期, 不锈钢耗镍量增速表现较好

整体看, 今年国内高镍铁维持供应过剩格局, 且整体供应过剩量相较 2022 年有所扩大, 虽然国内镍铁由于利润因素一再压缩产量, 但是印尼镍铁以它特有的成本优势和庞大的产能对国内进一步进行补给。2024 年, 印尼 NPI 新增项目量虽有下降但依旧不少, 国内高镍铁产量进一步收缩, 整体维持过剩格局。

表 2.2: 高镍铁 2023 供需情况

	300系不锈钢产量	折算出高镍铁需求	国内高镍铁产量	印尼进口	供应(国内+印尼)-需求
2023-01	136.52	8.28	3.08	6.16	0.96
2023-02	148.31	9.11	2.61	6.44	-0.06
2023-03	146.04	8.62	2.35	6.06	-0.21
2023-04	141.34	8.48	2.18	8.12	1.83
2023-05	160.38	9.65	2.26	8.11	0.72
2023-06	160.03	9.51	2.64	7.43	0.57
2023-07	169.06	9.99	2.61	9.48	2.10
2023-08	174.98	10.27	2.74	11.26	3.74
2023-09	169.15	10.03	2.73	10.33	3.03
2023-10	153.40	9.17	2.70	11.24	4.77
2023-11	148.60	8.92	2.60	9.75	3.43
2023-12	150.00	9.00	2.50	9.75	3.25

资料来源: Wind, 一德有色

虽然当前由于利润因素国内不锈钢企业减产较多,但由于年内前9个月国内不锈钢产量处于较高水平,全年不锈钢对于镍元素的消耗增幅也处于较高水平,预计年内不锈钢耗镍同比增速在10%以上。根据世界不锈钢协会的预估数据,初步估算2024年不锈钢耗镍量同比增幅度4%左右。

表 2.3: 不锈钢耗镍量: 2023 年以及 2024 年数据预估

	2022年	2023年	同比	2024年	同比
200系	1012.01	1110.00	9.68%	1149.96	3.60%
300系	1685.19	1864.76	10.66%	1931.89	3.60%
不锈钢行业总耗镍量	155.39	171.93	10.65%	178.01	3.54%
不锈钢行业总耗镍量(非原生镍)	33.00	34.92	5.80%	35.60	1.95%
不锈钢耗原生镍	122.38	137.01	11.95%	142.41	3.94%

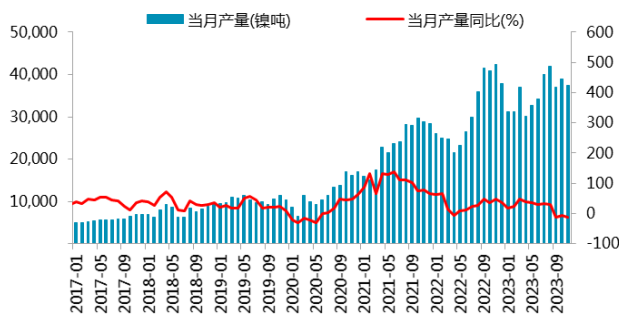
资料来源: Wind, 一德有色

### 3. 镍市基本面：新能源产业链条

#### 3.1 硫酸镍：产量同比增速回落，中间品贡献主要生产原材料

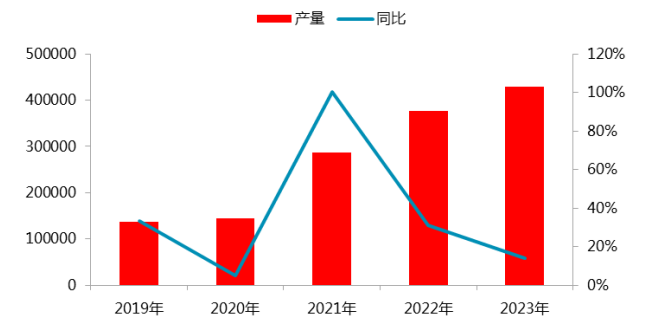
今年由于新能源汽车增幅放缓，叠加动力电池去年库存大量累积，今年产业链条以去库为主，硫酸镍产量维持低速增长。2023 年全年预计硫酸镍产量 42.9 万吨，同比增长 13.90%。2024 年整车与动力电池的库存问题依旧存在，受此影响，硫酸镍产量增幅总体维持在 15% 上下，预计 2024 年国内硫酸镍产量 49 万吨上下。

图 3.1：硫酸镍产量（吨）



资料来源：SMM，一德有色

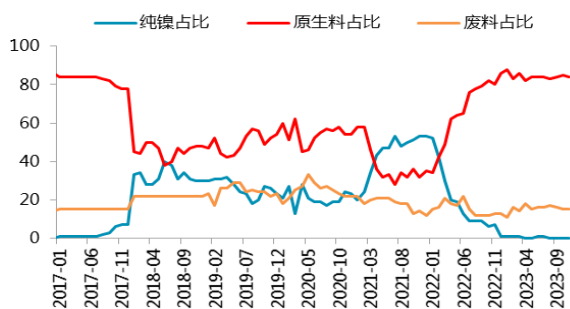
图 3.2：硫酸镍产量：年度（万吨）



资料来源：SMM，一德有色

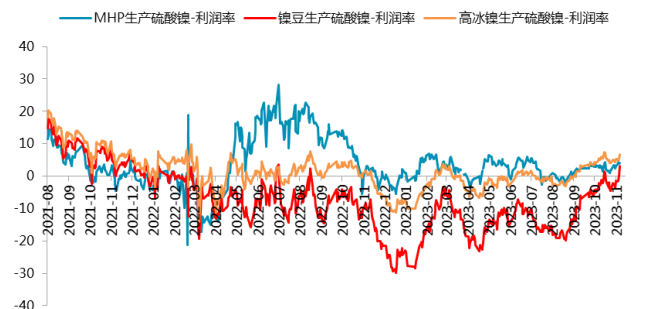
从 2023 年硫酸镍生产原料占比来看，镍豆镍粉自融产硫酸镍占比已经为 0，中间品原料占比 85% 上下，废料占比 15%。当前的原料格局主要是由性价比决定的，长期看，MHP 以及高冰镍长期具有经济性，镍豆镍粉去年以来长期处于亏损状态。

图 3.3：硫酸镍原料占比（%）



资料来源：SMM，一德有色

图 3.4：硫酸镍生产利润



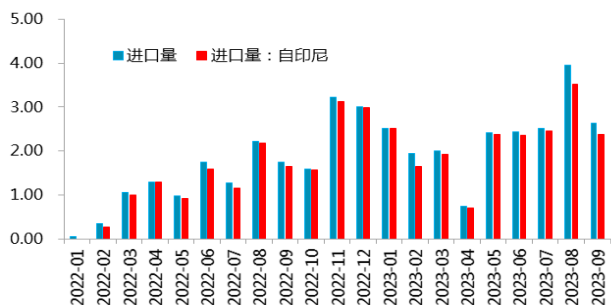
资料来源：SMM，一德有色

### 3.2 中间品：印尼项目持续投放，产量以及回流国内量增加

据中国海关数据统计，2023年1-10月镍铈进口总量24.44万吨，同比增加98.95%。

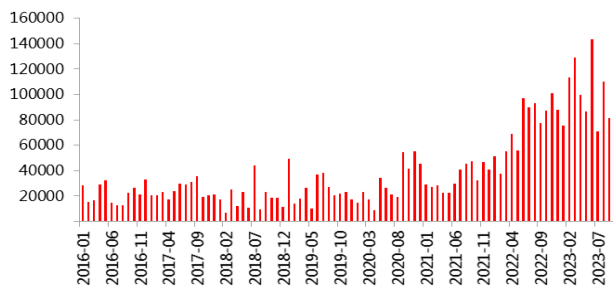
2023年1-10月镍湿法冶炼中间品进口总量104.53万吨，同比增加46.78%。

图 3.5：高冰镍进口数据（万金属吨）



资料来源：Wind，一德有色

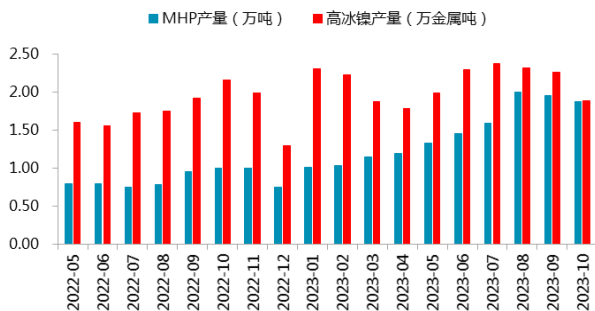
图 3.6 MHP 进口量（万金属吨）



资料来源：铁合金在线，一德有色

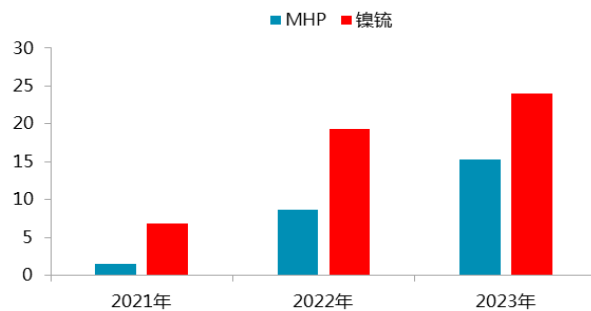
印尼当地中间品产能有效释放，其中力勤 HPL 公司已提前一个月完成 HPAL 项目一期和二期共 55000 金属吨镍钴化合物的产能。根据 SMM 数据，1-11 月印尼 MHP 累计镍金属产量 13.49 万吨，同比增加 76.57%。预计 2023 年全年印尼 MHP 累计产量达 15 万金属吨。冰镍项目也在有序投产爬产，1-11 月印尼高冰镍累计镍金属产量 22.1 万吨，同比增加 30.92%。预计 2023 年全年印尼高冰镍累计产量 24 万吨。

图 3.7：印尼高冰镍&MHP 产量（万金属吨）



资料来源：Wind，一德有色

图 3.8 印尼高冰镍&MHP 产量年度（万金属吨）



资料来源：Wind，一德有色

2024 年高冰镍项目有 3 个，累计产能 9 万吨；预计 2024 年高冰镍产量达 33 万吨，同比增福 37.5%。

表 3.1：2024 年印尼冰镍新增项目投产计划

高冰镍项目			
已投		2024年待投	
青山高冰镍项目	18	青山集团、振石集团纬达贝项目	3
华科镍业	4.5	盛屯+Extension	4
中青新能源	6	道氏集团+印尼华迪	2

材料来源：SMM，一德有色

2024 MHP 新增项目 3 个，累计产能 20 万吨。在今年投产项目放量以及 2024 年新增产能投产的共同作用下，我们预计 2024 年 MHP 产量达 22 万吨，同比增幅 46.67%。

表 3.2：2024 年印尼 MHP 项目新增投产计划

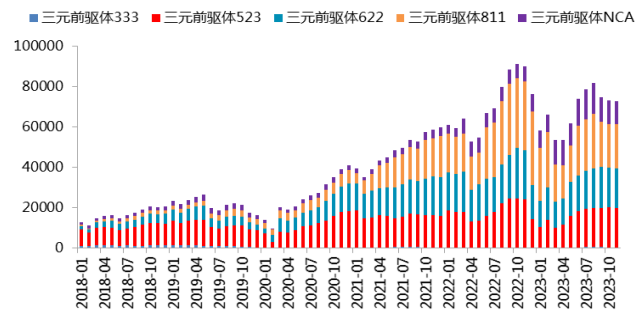
MHP项目			
已投		2024年待投	
力勤（一期、二期）	5.5	华山	12
青美邦	7.3	Wedabay一期	2
华友（华飞、华越）	18	力勤三期	6

材料来源：SMM，一德有色

### 3.3 下游：由于电池环节库存量较大，三元正极材料产量呈负增速

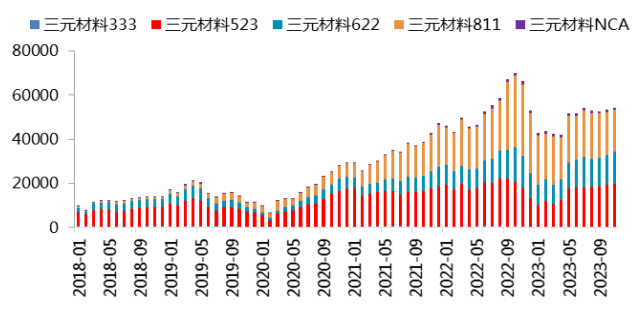
2023 年国内三元正极材料总产量预计 62.69 万吨，同比下降 4.1%。三元前驱体总产量 82 万吨，同比下降 4%。2024 年，预计国内正极材料总产量 72.1 万吨，同比增速 15%。预计国内三元前驱体总产量 94.39 万吨，同比增幅达 15%。

图 3.9: 三元前驱体产量 (吨)



资料来源: Wind, 一德有色

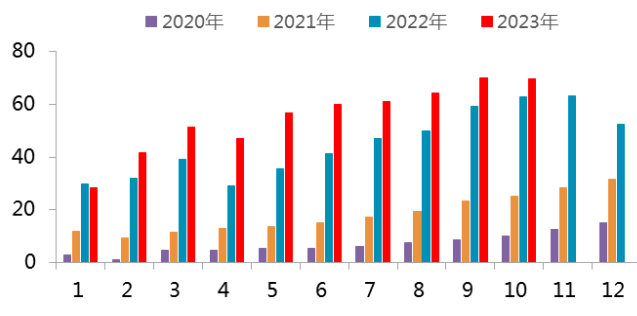
图 3.10 三元正极材料产量 (吨)



资料来源: Wind, 一德有色

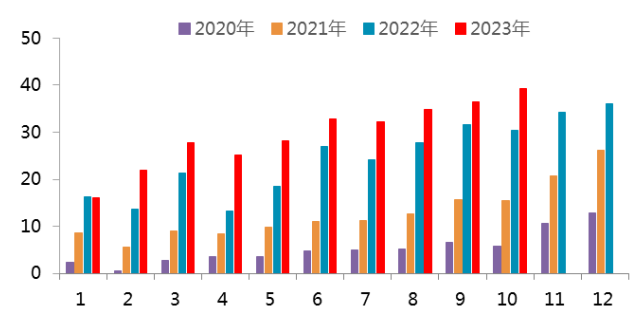
2023 年 1-10 月, 我国动力和储能电池合计累计产量为 611.0GWh, 累计同比增长 41.8%。1-10 月, 我国动力电池累计装车量 294.9GWh, 累计同比增长 31.5%。其中三元电池累计装车量 93.9GWh, 占总装车量 31.8%, 累计同比增长 6.7%; 磷酸铁锂电池累计装车量 200.7GWh, 占总装车量 68.1%, 累计同比增长 47.6%。

图 3.11: 动力电池产量 (GWh)



资料来源: 中国动力汽车联盟, 一德有色

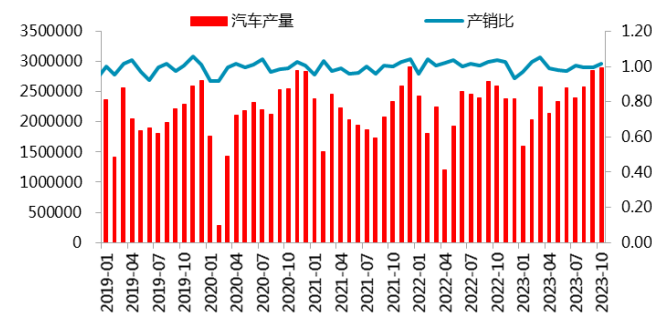
图 3.12: 动力电池装车量 (GWh)



资料来源: 中国动力汽车联盟, 一德有色

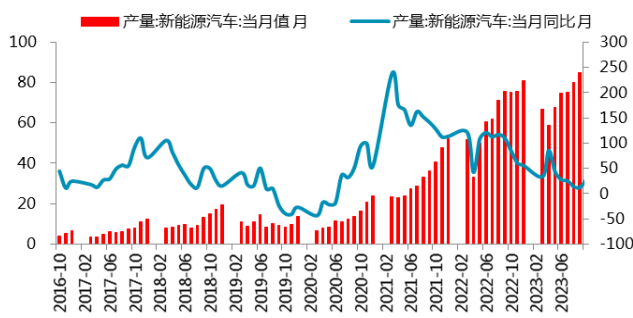
中汽协公布数据显示, 1-10 月, 汽车产销累计完成 2401.6 万辆和 2396.7 万辆, 同比分别增长 8%和 9.1%。1-10 月, 新能源汽车产销累计完成 735.2 万辆和 728 万辆, 同比分别增长 33.9%和 37.8%, 市场占有率达到 30.4%。预计年内国内新能源汽车产销数据达 900 万辆。

图 3.13: 汽车产量和产销比情况 (辆)



资料来源：中汽协，一德有色

图 3.14: 新能源汽车产量 (万辆)



资料来源：中汽协，一德有色

### 3.4 总结：产业链库存管理因素，电池耗镍量同比下降

从新能源产业链条来看，终端企业产销数据表现较年初的市场预期略有逊色（1-10 月累计增幅 33.9%，年初市场预期是 40%），1-10 月，三元动力电池装车量同比增速 6.7%，三元正极材料产量同比呈负值，新能源对硫酸镍的需求呈负值。

表 3.3: 产业链增速对比

	新能源汽车产量	三元动力电池装车量	三元正极材料产量	新能源对硫酸镍需求
2023年1-10月	33.90%	6.70%	-4.11%	-1.25%
2022年	96.90%	48.60%	55.45%	44.28%
2021年	145.60%	91.30%	95.97%	80.35%
2020年	7.50%	-12.00%	10.53%	5.30%

资料来源：Wind，一德有色

长期以来我们一直在追踪产业链各个环节的同比增速情况，2021 年以及 2022 年属于产业链条高速发展的时段，今年前 10 个月对于镍的需求已经呈现下滑态势。这其中原因，一方面是终端汽车产销同比增速放缓，另一方面，在产业高速发展，产业各个环节对于原料以及产成本库存的容忍度要远远高于产业下行通道中，所以有一部分原因是产业库存管理因素造成的，在原料价格下行通道中产业各个环节都以消耗库存为主。去年动力电池环节累积 180GWh（见下表）的库存，今年从数据追踪来看，前十个月，动力电池依旧在累库，这势必对 2024 年的供需平衡产生影响。

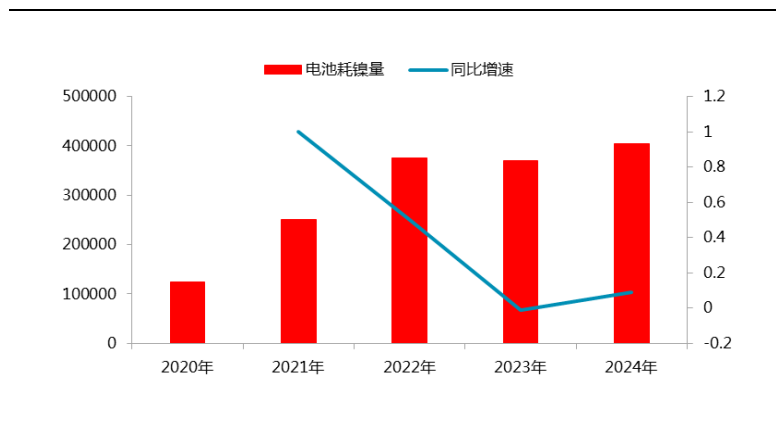
表 3.5: 电池库存

	2020年	2021年	2022年	2023年1-10月
产量	83.4	219.7	545.9	549.3
装车量	63.3	154.5	294.6	294.9
销量	65.9	186.0	465.5	486.2
出口			68.1	101.2
电池厂库存	17.5	33.7	80.4	63.0
车企库存	2.6	31.5	102.8	90.1
库存合计	20.1	65.2	183.2	153.1

资料来源: Wind, 一德有色

2023 年新能源产业链条由于终端无超预期表现, 磷酸铁锂电池对三元电池的挤占, 叠加去年动力电池的超高库存, 电池对于硫酸镍的消耗增速表现差强人意, 全年来看, 电池用镍量同比下滑。2024 年我们不考虑库存因素, 终端新能源汽车同比 22% 增速的产销预期下, 预计耗镍量增速在 14% 上下。

图 3.15: 动力电池镍量: 2023 年以及 2024 年数据预估



资料来源: Wind, 一德有色

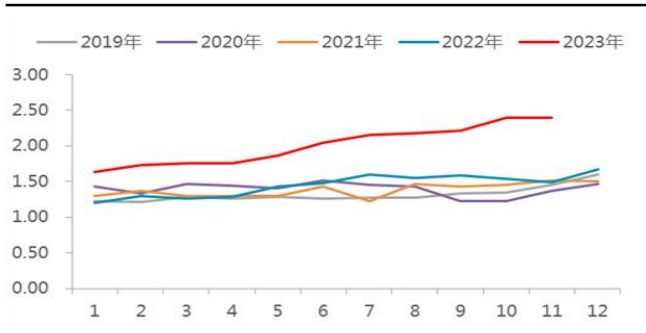


## 4. 纯镍供需情况

### 4.1 电解镍：新增产能投放，产量明显增加

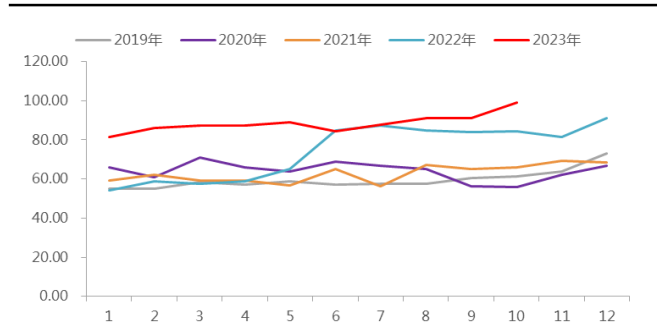
今年部分新增产能投放，改变了近几年国内纯镍稳定产量的格局，预计2023年国内电镍总产量超23万吨，同比增幅35%。2024年，依旧有部分新增产能投产(见下表)，当前镍价回落至13万之下，电镍企业利润不尽人意，恐一定程度上影响新增产能的投放步伐，综合考虑利润相关因素，我们预计2024年国内电镍总产量达到27万吨。

图 4.1：国内电解镍产量



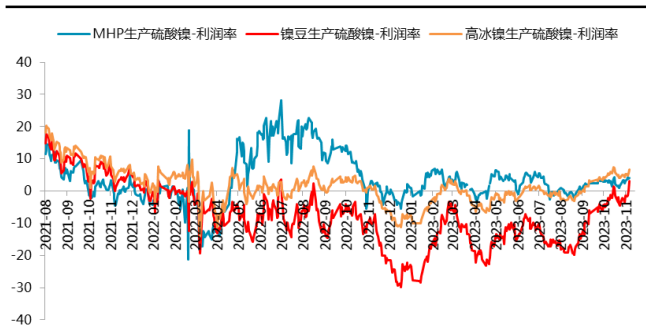
资料来源：SMM，一德有色

图 4.2：国内电解镍开工率



资料来源：SMM，一德有色

图 4.3：电积镍利润情况



资料来源：SMM，一德有色

图 4.4：2024 年新增产能

企业	地区	年产能	投产计划
聚泰	浙江	35000	2024年Q1投产
青山中伟	印尼	50000	2024年Q1投产
腾远钴业	江西	6000 (一期)	2024年Q1投产
		9000 (二期)	2024年底达产
金川 (扩产)	甘肃	25000	2024年

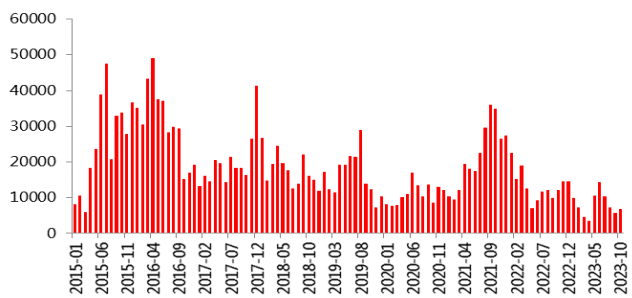
资料来源：SMM，一德有色

### 4.2 电解镍：国内产能替代，进口量大幅萎缩

据中国海关数据统计，2023年10月中国精炼镍进口量6441.889吨，环比涨幅16.22%，同比降幅46.10%。1-10月，中国精炼镍进口总量76132.126吨，同比降幅

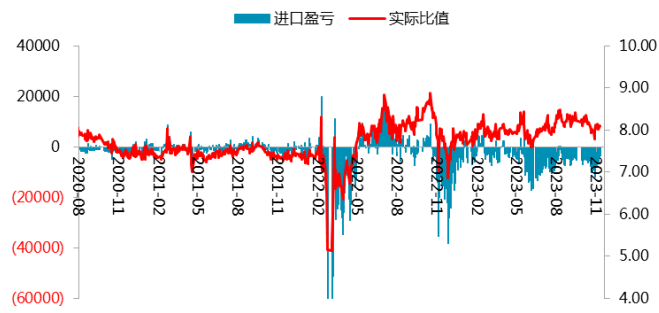
40.34%。随着国内精炼镍产能的新增，对于海外货源的市场挤占效果明显，国内进口格局发生了较大改变，今年全年精炼镍进口总量大幅减少。从明细看俄镍的进口量占据总进口量的一半，多为长协订单。

图 4.5: 精炼镍进口数据 (吨)



资料来源: SMM, 一德有色

图 4.6: 进口盈亏



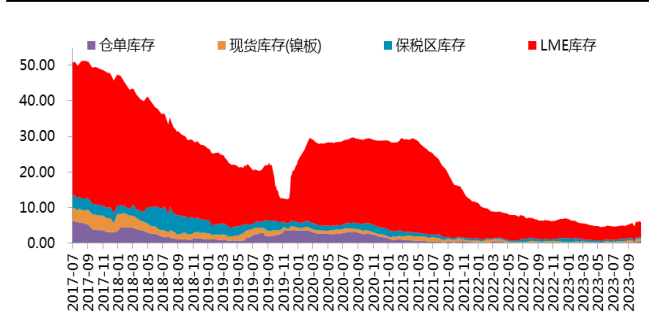
资料来源: Wind, 一德有色

## 5. 库存与供需平衡

### 5.1 库存分析

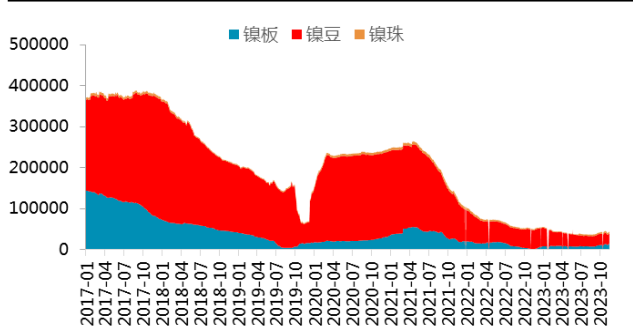
2023 年前三个季度，国内外纯镍库存维持降库势头，国内为库存、仓单水平都到了历史新低水平，LME 库存一度降至 37000 吨以下，国内仓单一度降至百吨附近，现货库存降至 7000 吨附近；进入 9 月后，国内外库存开始累计，截止 11 月底，LME 库存已经增至 46000 吨以上，国内仓单增至万吨以上，现货库存也已经增加至 2 万吨以上。由于纯镍新增产能的爬坡，新增消费表现不及预期的背景下，年内库存水平还将持续增加。2024 年依旧有电镍新增产能投放，但由于电镍目前的消费领域相对固化，电镍在不锈钢领域经济性尚未打开，所以预计 2024 年电镍还将持续增库。

图 5.1: 国内外库存与仓单 (万吨)



资料来源: SMM, 一德有色

图 5.2: LME 库存明细 (吨)



资料来源: SMM, 一德有色

## 5.2 供需平衡

2023 年镍市依旧过剩，过剩量相较 2022 年明显增加，从明细看，镍铁以及硫酸镍维持前期的过剩格局，今年的变化是纯镍由供应缺口转为了供应过剩，所以今年镍进入了全面过剩格局，这得益于镍各个产业链环节工艺的打通。2024 年全球范围内，镍市依旧维持全面过剩格局。供应端，综合考虑价跌的利润因素，保守估计 2024 年供应增量 22 万吨，增量依旧主要来自印尼的 NPI 产品、MHP 产品以及高冰镍产品上。需求端，传统领域不锈钢消费增量预计在 10 万吨上下，新能源领域考虑到新能源汽车增速的下滑，乐观估计电池耗镍增量在 5 万吨上下。

表 5.1: 全球供需平衡表

	产量	消费	供需平衡
2015年	197.31	188.17	9.14
2016年	198.35	203.32	-4.97
2017年	207.65	219.16	-11.51
2018年	220.53	233.29	-12.76
2019年	241.00	240.00	1.00
2020年	244.00	232.00	12.00
2021年	264.00	277.00	-13.00
2022年	304.00	296.00	8.00
2023年	335.00	313.00	22.00
2024年(预估)	357.00	333.00	24.00

资料来源: INSG, 一德有色

2023 年镍市进入全面过剩，得益于国内纯镍产能的投放，年内国内纯镍产能释放较多，产量相较前几年有了质的飞跃，同时由于国货挤占，进口格局发生了改变。2024 年纯镍新增产能还将释放，释放力度取决于利润情况，进口维持较低水平，整体看，2024 年国内纯镍过剩量还将扩大。

表 5.2: 国内镍元素供需平衡表

国内镍供需情况							
		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
产量	精炼镍	15.79	16.79	16.60	17.40	23.00	27.00
	镍铁	58.39	51.26	43.38	40.87	38.00	36.00
	同比		-12.21%	-15.37%	-5.79%	-7.02%	-5.26%
	硫酸镍	12.40	14.50	28.37	37.70	42.83	49.25
	同比		16.94%	95.66%	32.89%	13.61%	15.00%
	硫酸镍（纯镍作原料）	6.50	6.90	14.30	5.94	0.15	0.15
	硫酸镍（废料）	3.40	3.60	5.20	5.70	6.60	7.39
	其他	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36
	原生镍总产量	76.68	72.05	68.85	84.33	97.08	104.72
进口量	精炼镍及合金净进口量	15.51	11.15	25.74	13.72	8.00	8.00
	镍铁进口量	30.09	55.51	57.80	83.59	111.32	120.00
	硫酸镍净进口量	0.08	0.11	0.97	1.19	2.24	2.60
	原生镍总进口量	45.68	66.77	84.51	98.50	121.56	130.60
	原生镍总供应量（产量+进口）	122.36	138.82	153.36	182.83	218.64	235.32
	200系	892.70	941.96	977.33	1012.01	1110.00	1149.96
	300系	1322.23	1453.43	1661.46	1685.19	1864.76	1931.89
	不锈钢行业总耗镍量	123.10	134.85	152.95	155.39	171.93	178.01
	不锈钢行业耗镍量（非原生镍）	22.20	22.41	37.35	33.00	34.92	35.60
	电镀行业用镍	5.50	5.50	5.50	5.20	5.50	5.50
	电池行业用镍	11.28	13.30	27.17	37.90	37.04	42.61
	电池行业用镍（非原生镍）	3.05	3.33	4.89	5.69	6.56	7.00
	合金/铸造行业用镍	7.00	7.80	9.80	10.20	12.00	14.00
	其他行业用镍	3.20	3.20	3.00	3.00	3.00	3.00
	原生镍总消费量	124.84	138.91	156.18	173.00	187.99	200.52
	原生镍供需平衡	-2.48	-0.09	-2.82	9.83	30.65	34.80
	精炼镍供需平衡	6.14	1.00	5.09	2.01	3.03	4.67

资料来源：Wind，一德有色

## 6、总结与展望

从产业供需来看，2023 年全球镍进入全面过剩。印尼贡献了 NPI 以及中间品的产量的全部增量，国内贡献了电镍产量的全部增量；消费端，国内不锈钢近 10% 的增速占了全球镍需求增量的一半，新能源对于镍的需求表现差强人意。

从市场结构来看，由于库存拐点的出现，沪镍长期的 Back 结构结束，当前市场结构处于过渡阶段，后期随着库存的持续增加，全部转为 Contango 结构的概率较大。

从成本利润角度来看，目前国内镍铁厂全部处于亏损状态，不锈钢厂当前利润修复后依旧处于亏损边缘，拉长时间全年来看传统产业链条利润情况并不理想；新能源产业链条，由于从去年开始硫酸镍已经开始过剩，硫酸镍利润较前两年也有了大幅收缩后，硫酸镍价格下行至 28000 元/吨附近，中间品作原料利润也仅仅维系在 1-3% 的利润率；无论是硫酸镍作原料还是中间品作原料，电积镍生产目前已经严重亏损。

2024 年全球镍维持过剩格局，由于生产工艺各个环节的打通，结构性短缺机会大大减少。从当前产业链的利润情况以及估值角度来看，镍价已经击穿硫酸镍形成的动态成本支撑，镍市下方空间有限。预计 2024 年沪镍价格震荡密集区间在【110000，180000】。操作上，中长期的逢高沽空操作配套短线的波段操作。

风险点： 印尼方面镍矿相关政策的扰动；


宏观层面美联储超预期的货币政策等。


## 免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德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引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：[www.ydqh.com.cn](http://www.ydqh.com.cn)