

2020年7月16日

金瑞网站：www.jrqh.com.cn

客服热线：400-888-8208

LME 镍周线



核心观点：

- **疫情接连冲击消费以及供应，镍价先跌后涨：**Q1 受疫情影响，消费的缺失令市场情绪非常悲观，镍价震荡下行，但是 Q2 初，海外疫情大幅扩散，市场对于供应端产生担忧，镍价自低位回升，但经过短暂上行后，开启长达两个多月的震荡走势，主要原因是印尼铁及菲律宾矿供应环比宽松而需求在 4 月集中爆发后见顶，上行驱动力走弱。
- **需求持续修复，但继续上行空间不大：**疫情带来的需求损失和其他基本金属相差不大，但是随着疫情之后国内房地产的修复，带动不锈钢需求走高，支撑镍的消费，H1 表消-8%（实际-6%）；但由于房地产政策以稳为主，下半年或难以出现超预期的表现，预计 H2 消费增速 4% 左右，全年消费增速微降。同时，海外疫情冲击主要集中在 Q2，H1 消费增速-9%，H2 存在二次爆发的风险，消费增速难以逆转，预计仍将维持负增长。全球消费增速今年在疫情的影响下，下滑 4.4%（H1-7.7%，H2-1.2%）。
- **NPI 内减外增，增量依旧来自印尼：**从上半年印尼投产项目进度来看，已经出铁的产线超过 14 条，H1 同比增 7 万金属吨；同时三季度投产、达产产线仍较密集，H2 同比增 14 万吨。菲律宾已经恢复出矿，三季度在高矿价的刺激下，会有更多镍矿进入国内，镍矿紧张局面缓解，H1 同比下滑 2 万吨；三季度维持在当前产出水平，四季度小幅下滑，H2 同比下滑 8 万金属吨。全年来看，NPI 贡献金属增量 11 万吨（4.5% 同比）。
- **投资建议：**镍价波动重心较上半年抬升，均价预计在 10.5 万元/吨或 1.3 万美元/吨，核心波动区间 9.8-11.2 万元/吨或 1.2-1.4 万美元/吨。策略上建议关注跨市正套，或者将镍作为资产配置中的空头配置。
- **风险提示：**向下的风险在于印尼增产以及需求继续修复的空间不大，向上的风险在于国内镍铁的成本支撑、印尼菲律宾政策的不确定性以及全球经济的超预期修复。

撰写人：涂礼成

涂礼成 (F3005226, Z0015108)

电 话：0755-88601339

邮 箱：tulicheng@jrqh.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

一、上半年镍市场运行逻辑回顾	4
二、下半年镍市场运行逻辑展望	4
三、镍铁增量趋势并未受到疫情的冲击而改变	5
3.1 印尼镍铁供应超预期.....	5
3.2 菲律宾出矿恢复但短期国内镍铁增量空间不大.....	6
3.3 精炼镍及 FeNi 供应总体持稳.....	7
四、需求 V 型反转，但下半年继续扩张空间有限.....	9
4.1 下半年不锈钢终端需求弱稳为主.....	9
4.2 新能源短期受路线冲击，长期乐观.....	10
五、进出口及库存	11
5.1 进口窗口打开的可能性偏低.....	11
5.2 纯镍库存走高.....	12
六、总结与展望：下半年依旧震荡，难以走出趋势性行情	13

图表目录

图表 1: 印尼产量持续增长 (万金属吨)	6
图表 2: 印尼镍铁对国内形成补充 (万金属吨)	6
图表 3: 国内镍矿港口低库存 (万实物吨)	7
图表 4: 镍矿到岸价创下新高 (美元/湿吨)	7
图表 5: 利润走低抑制产量	7
图表 6: 非主流矿山供应增加 (万实物吨)	7
图表 7: 国产精炼镍走高 (万吨)	8
图表 8: 因疫情而生产受损的企业及量级 (万吨)	8
图表 9: 需求环比修复	9
图表 10: 库存去化放缓 (万吨)	9
图表 11: 低利润并未抑制排产	9
图表 12: 上半年总产量低于去年同期	9
图表 13: 欧美需求仍弱 (万吨)	10
图表 14: 净出口受到拖累 (万吨)	10
图表 15: 新能源汽车产量环比修复 (万辆)	11
图表 16: 三元利润未见起色	11
图表 17: 进口窗口打开时间缩短	12
图表 18: 实际进口同环比均走低 (万吨)	12
图表 19: 纯镍库存走高	12
图表 20: 镍铁与俄镍价差走扩	12
表格 1 印尼镍铁集中投放	5
表格 2 镍市场供需平衡表	13

一、上半年镍市场运行逻辑回顾

今年上半年，镍价运行可以分为两个部分，一季度受疫情影响，消费的缺失令市场情绪非常悲观，基本金属普遍下跌，其中铜锡更是录得连续两个跌停，沪镍也是震荡下行，接连突破10万及9万关口。

但是在二季度初，由于海外疫情大幅扩散，市场对于基本金属供应端，主要是矿端供应产生担忧，尤其是对外依存度最高的镍矿，然而在此背景下，相较铜、铝、锌等其他基本金属品种而言，镍价表现却差强人意，经过短暂的上行走势后，开启了长达两个多月的震荡走势，主要原因是印尼铁及菲矿供应环比宽松而需求在4月集中爆发后见顶，上行驱动力偏弱。

而进入第三季度，全球央行持续放水，叠加宏观经济数据逐渐向好，市场风险情绪升温，在全球股市的带动下，商品价格蠢蠢欲动，基本金属中涨幅较低的镍突破前期震荡区间，环比走强。

二、下半年镍市场运行逻辑展望

供应端继续宽松，菲律宾红土镍矿装运恢复，但是国内铁厂在非雨季必须屯矿以熨平全年原料供应，所以国内铁厂下半年大幅增产的可能性偏低，产出节奏上，虽然同比会出现较大的减量8万吨，但是从环比角度来看，减量在预期范围之内，约2万吨。而印尼镍铁项目陆续投产，上半年因为去年下半年投产的项目逐步达产，金属增量在7万吨左右，但是对于下半年来说，6月份出现了较为集中的投放，三季度投产、达产产线仍较密集，金属增量将集中在Q4，预计下半年金属增量将达到14万吨。

整体需求弱稳，国内地产持续修复，不锈钢需求持稳，但由于房住不炒的政策，继续向上的空间不大；而拖累消费的主要来自外需，海外疫情仍未得到有效控制，确诊人数仍在不断增长，将对全球需求产生拖累。同时新能源市场对镍的撬动短期依旧有限，中国新能源汽车产量虽然环比改善，但同比来看仍是负增长。

综上分析，供给端逐步回升之势，需求端受外需拖累弱稳，新能源方面需求有待回升，但同时成本端矿价坚挺，对镍市场形成支撑，所以下半年镍价大概率维持震荡。

三、镍铁增量趋势并未受到疫情的冲击而改变

对比整个基本金属，疫情所带来的供应损失在镍上面体现的并不明显，镍铁增量的趋势并未改变。虽然印尼和菲律宾新冠确诊人数仍在攀升，但独特的地理环境，导致对镍矿的开采及镍铁的生产并未产生太大的影响。

3.1 印尼镍铁供应超预期

对于印尼来说，镍铁工业园主要集中在莫罗瓦利（青山、德龙）和韦达贝（青山），根据最新的数据，莫罗瓦利县现有确诊人数仅十几人，韦达贝所在的北马鲁古省确诊人数稍多，但仍处于可控范围。并且中方工业园针对疫情进行了积极的防控，所以随着5月份开始多批次中国工人到岗，印尼镍铁项目投放提速明显。

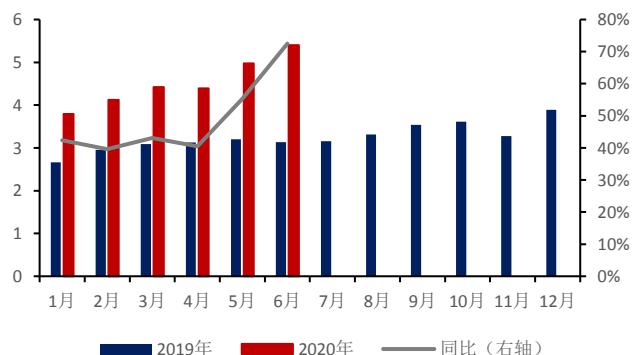
印尼德龙二期规划35台，已经建设完成15台，上半年点火5台，加上一期的15台，在产20台，预计Q3还有新的炉子投产，到年底二期的15台也将全部投产。印尼青山莫罗瓦利，去年年底28台炉子在产，截止今年6月，已有36台炉子在产。印尼青山维达贝工业园已投产4台（埃赫曼），振石6-7月投产4台，盛屯-华友4台计划7-8月投产2台，韦达贝工业园总规划24台，今年预计投产量将达到12台。按照当前在产及投产进度测算，今年印尼镍铁增量向上修正值21万吨金属量。

根据Mysteel数据，2020年6月印尼镍铁产量金属量4.51万吨，环比增加6.65%，同比增加61.36%。印尼镍资源对国内补充的形式转换，根据海关数据，2020年5月进口印尼镍铁19.2万实物吨，同比大增129%，1-5月累计进口107万实物吨，同比大增150%；2020年5月进口印尼镍矿15.6万湿吨，同比大降91%，1-5月累计进口242万湿吨，同比大降70%。

表格 1 印尼镍铁集中投放

项目名称	项目进度
青山莫罗瓦利	截止今年6月全部投产36台，1座高炉。在产36台
青山韦达贝	已投产4台（埃赫曼），振石6-7月投产4台；盛屯-华友4台计划在7-8月投产2台，现在产7台，总规划24台。
德龙莫罗瓦利	一期15台全部投产，二期已打桩建好15台，点火投产5台。在产20台
新华联	4台高炉，目前复产3条高炉，第四条由于疫情导致人员未到岗，复产延迟；二期四条RKEF产线待建设

数据来源：Mysteel, SMM、金瑞期货

图表 1：印尼产量持续增长（万金属吨）

数据来源：Mysteel，金瑞期货

图表 2：印尼镍铁对国内形成补充（万金属吨）

数据来源：海关总署，Wind，金瑞期货

3.2 菲律宾出矿恢复但短期国内镍铁增量空间不大

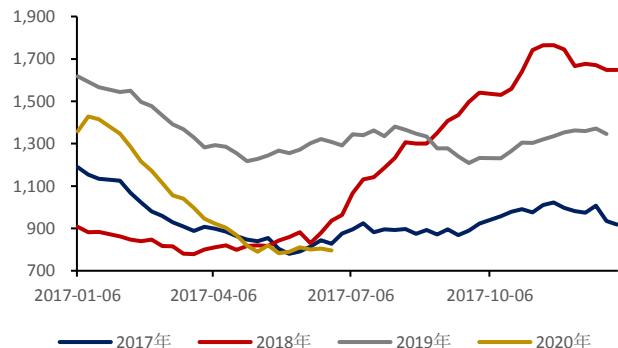
今年1月开始，印尼开始禁止红土矿出口，菲律宾再次成为中国主要镍矿来源国，占比提高到92%。但由于疫情的影响，本应在雨季结束后恢复正常出货，进度滞后一个月左右，国内进口未达到预期，港口库存持续下降，5月至今持续运行在800万吨左右的历史低位。

近期虽然菲律宾装运恢复，但是国内铁厂在非雨季必须屯矿以熨平全年原料供应，三季度即使港口库存会增长，但不一定在当期可以全部转化成镍铁。短期镍矿价格将继续高位运行，目前1.5%品位CIF中国港口报价涨至46-47美元/湿吨，环比4月初涨10美元，涨幅近27%，已经高于去年印尼宣布禁矿时候的报价。

国内铁厂受到印尼低成本镍铁的冲击，而成本端同样受制，所以当前即使镍矿供应恢复，但实际出铁仍需要根据利润的变化进行动态观察。内蒙和辽宁的镍铁厂利润较为紧张，由于缺矿以及亏损，部分铁厂在6月份开始出现减产或停线，主要集中在小厂，但是不会出现产量大幅损失的情况，主要是当前产能更加向大厂集中，通过产能利用率的提升，可以覆盖部分小厂的减产损失。预计7-9月份镍铁产量均将维持在4万吨以上，10月份以后降至3.6-4万吨之间，全年国产镍铁总金属量下降至48万吨，同比下降10万，较去年底我们的预期继续下修2万吨。

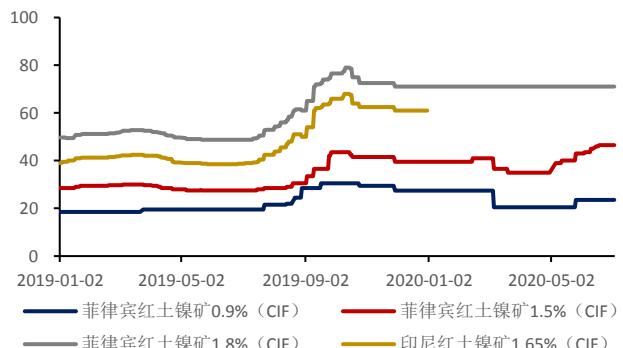
但是存在一个积极的因素是，高矿价刺激非主流矿山的出货，根据海关数据，印菲之外红土镍矿1-5月份贡献63万实物吨，同比增20%。且埃赫曼及淡水河谷在寻求新喀政府批准更多的出口配额。

图表 3：国内镍矿港口低库存（万实物吨）



数据来源：Wind, 金瑞期货

图表 4：镍矿到岸价创下新高（美元/湿吨）



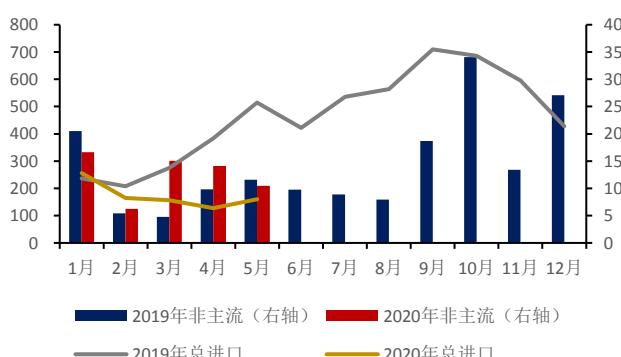
数据来源：Wind, SMM, 金瑞期货

图表 5：利润走低抑制产量



数据来源：Wind, SMM, 金瑞期货

图表 6：非主流矿山供应增加（万实物吨）



数据来源：Wind, 海关总署, 金瑞期货

3.3 精炼镍及 FeNi 供应总体持稳

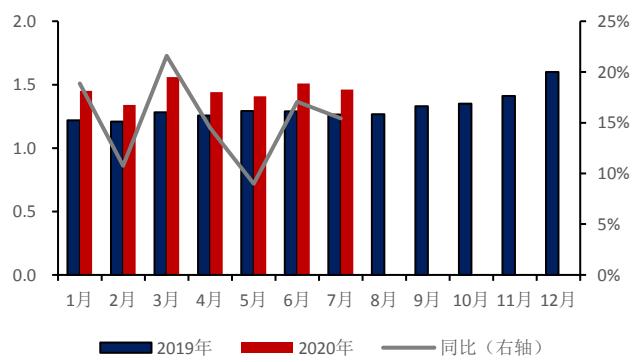
疫情期间，国内精炼镍企业保持正常生产，产量基本不受疫情影响，得益于金川等老厂的增产，今年1-6月份国内精炼镍产量8.71万吨，同比增15.79%或1.2万吨，全年增量有望超过2万吨。

而海外上市镍企，生产不同程度的受到了疫情的影响，其中减量较大的是淡水河谷，2020年镍的生产指引（不含VNC）从20-21万吨修改为18-19.5万吨，主要原因是（1）其决定尽量减少现场的作业人员，以作为预防新冠病毒肺炎感染的保护措施，（2）承包商、服务提供商的出差旅行限制，（3）所需物资的供应中断，以及（4）限制生产力水平的旷工等。嘉

能可、必和必拓、住友等生产也受到了冲击，但是澳大利亚的第一量子，已经于第一季度末复产，预计今年贡献镍金属产量为 1.5-2 万吨。

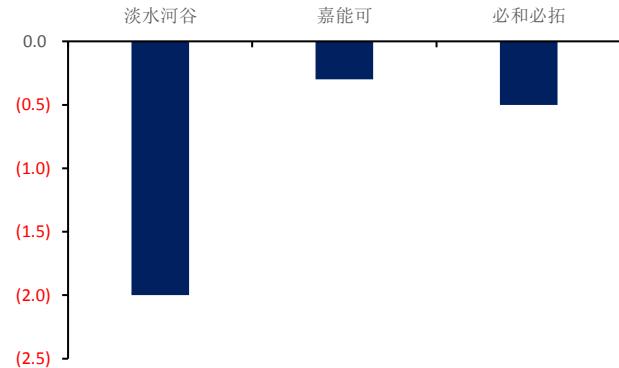
所以整体来看，海外（FeNi&精炼镍）产量受疫情的影响，减量约在 2.8 万吨左右，而国内产量稳定，较去年还有增产，全球精炼镍及 FeNi 供应总体稳定，并未受到疫情冲击出现太大的损失。

图表 7：国产精炼镍走高（万吨）



数据来源：SMM，金瑞期货

图表 8：因疫情而生产受损的企业及量级（万吨）



数据来源：上市公司财报，公开新闻，金瑞期货

四、需求V型反转，但下半年继续扩张空间有限

4.1 下半年不锈钢终端需求弱稳为主

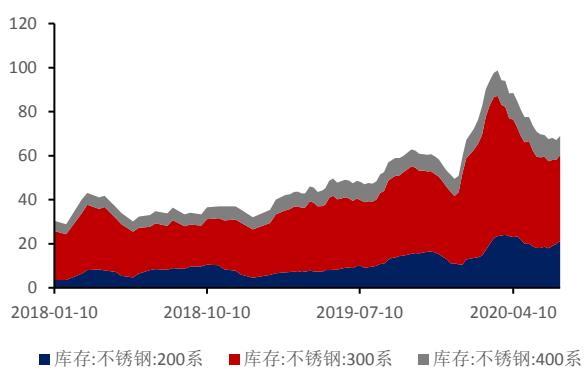
疫情带来的需求损失和其他基本金属相差不大，但是随着疫情之后国内房地产的修复，项目的赶工带来的消费的集中释放，刺激需求的V型反转，下半年消费或将继续修复，但国内房地产政策以稳为主，或难以出现超预期的表现。不锈钢社会库存二季度持续下降，但是目前海外疫情依旧未现好转，国内市场也已进入消费淡季，终端消费在前期得到释放后也出现了趋缓的态势，但国内不锈钢排产量高企，持平去年同期产量，市场累库预期升温。

图表 9：需求环比修复



数据来源：Wind, 海关总署, 中联金, 金瑞期货

图表 10：库存去化放缓（万吨）



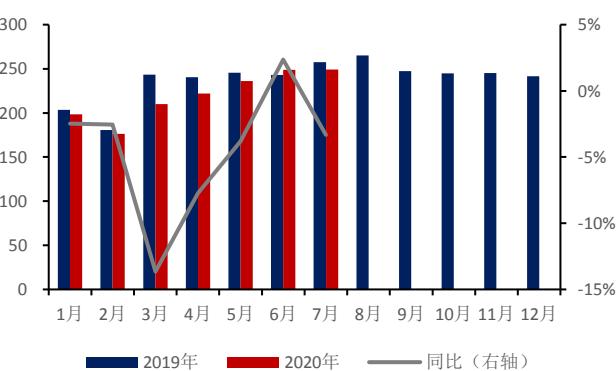
数据来源：Wind, 金瑞期货

图表 11：低利润并未抑制排产



数据来源：Wind, Mysteel, 金瑞期货

图表 12：上半年总产量低于去年同期



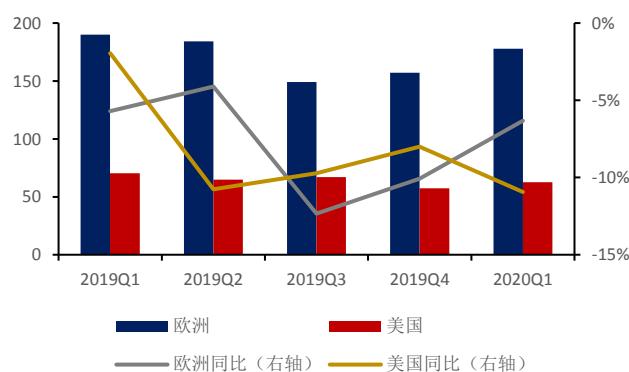
数据来源：Wind, Mysteel, 金瑞期货

外需方面，根据 ISSF 数据，2019 年全球不锈钢粗钢产量为 5222 万吨，同比增长 2.9%。其中，除了中国大陆增长约 10.1% 至 2940 万吨外，其他地区均有不同程度的下降，除中国之外的国家和地区不锈钢产量下跌 7% 上下。

而在今年第一季度，全球不锈钢粗钢产量总计 1169 万吨，同环比分别下降约 8.0% 和 5.8%，其中欧洲不锈钢粗钢产量同比下降 6.3%，美国同比下降 10.9%。一季度并不是海外疫情最严重的时候，所以对产销的影响相对有限，二季度产销下滑幅度将远超一季度，主要是海外疫情仍未得到有效控制，确诊人数仍在增加，虽然进行了复工复产，但二次爆发的阴影挥之不去。

海外需求的下滑，令国内出口承压，根据海关数据，2020 年 5 月，我国不锈钢出口总量为 25.26 万吨，环比下降 6.04 万吨，环比降幅 19.33%，同比降幅 20.85%。进口总量为 13.08 万吨，环比增加 1.62 万吨，环比增幅 14.13%。海外需求走弱以及印尼不锈钢进口增量的压力逐步显现。7 月初韩国宣布对中国以及印尼产不锈钢开启反倾销，所以压缩了印尼不锈钢的销售途径，加强了印尼（方坯）回流的压力。

图表 13：欧美需求仍弱（万吨）



图表 14：净出口受到拖累（万吨）



数据来源：ISSF，金瑞期货

数据来源：海关总署，金瑞期货

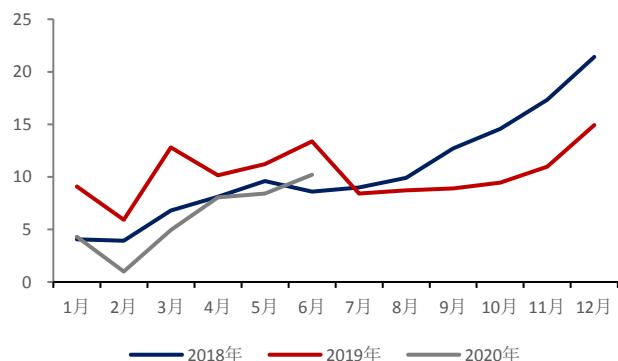
4.2 新能源短期受路线冲击，长期乐观

新能源汽车行业同样受到疫情的冲击，产销大幅下滑，今年 1-6 月，新能源汽车产量 37 万辆，同比下滑 41%。当前新能源汽车仍处于环比复苏阶段，后期产量有望增长，尤其是畅销车型的带动，今年新能源汽车产量有望持平于去年。

但短期受到磷酸铁锂的冲击，三元占比下滑。三元由于能量密度高，是未来新能源汽车的发展趋势，但是短期国家补贴开始向整车能耗倾斜，而不再注重能量密度等单项指标，加

上三元成本高于磷酸铁锂，今年以来磷酸铁锂挤占了部分三元的份额，如比亚迪“汉”的刀片电池以及特斯拉中国版等。

图表 15：新能源汽车产量环比修复（万辆）



数据来源：中汽协，金瑞期货

图表 16：三元利润未见起色



数据来源：Wind, SMM, 金瑞期货

五、进出口及库存

5.1 进口窗口打开的可能性偏低

今年中国精炼镍进口量将呈现下降趋势，1-5月中国进口精炼镍 3.87 万吨，同比下滑 49%。主要原因来自金川的增产，以及不锈钢行业对纯镍的使用比例下降，预计今年环比 2019 年略有下降 1-2%，去年在 9% 左右。

按照国内当前镍矿资源推算镍铁出铁品位，实际是下降的，钢厂需要增加纯镍量来调配合金含量，但是镍铁供应的结构转换，进口印尼镍铁增加，1-5 月进口印尼镍铁 107 万实物吨，同比大增 150%，以及水淬镍 FeNi 使用量的增加，一定程度抵消了国内镍铁品位下降所带来的影响。

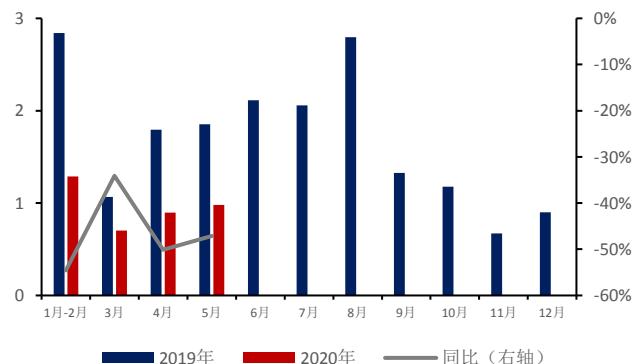
同理，在新能源市场，由于湿法中间品供应的增加（第一量子复产），削减了对镍豆的需求。所以整体来看，今年国内精炼镍并没有存在很大的缺口，进口需求减弱，窗口打开的机会偏低，所以我们不建议反套策略，更多的倾向于等待窗口打开进行跨市正套。

图表 17：进口窗口打开时间缩短



数据来源: Wind, SMM, 金瑞期货

图表 18：实际进口同环比均走低（万吨）



数据来源: 海关总署, 金瑞期货

5.2 纯镍库存走高

由于镍铁产量的增加，不锈钢原料中的缺口得以弥补，过剩体现为纯镍库存的增加，最新的三地库存 28 万吨，较去年同期增加 8.6 万吨，较年初增加 6.9 万吨。其中保税区库存为 1.65 万吨，LME 库存 23.5 万吨，上期所库存 2.9 万吨，增量主要集中在 LME，其他两地变动不大。

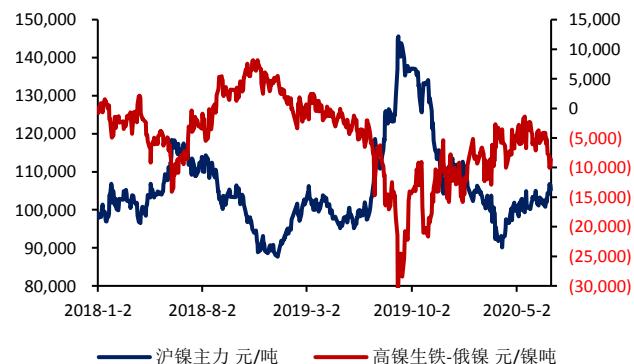
从另外一个维度来看，镍铁依旧贴水与俄镍，在不锈钢的原料中经济性优于纯镍，成为钢厂的首选，但是随着低成本镍铁产能的持续投放，产业格局上钢厂原料自给率提高，对于镍铁的招标采购将减少，可流通中的镍铁价格承压将拉大与纯镍的价差。所以可以关注镍铁与纯镍的非标价差套利。

图表 19：纯镍库存走高



数据来源: Wind, SMM, 金瑞期货

图表 20：镍铁与俄镍价差走扩



数据来源: Wind, SMM, 金瑞期货整理

六、总结与展望：下半年依旧震荡，难以走出趋势性行情

供应端持续增长：青山和德龙在印尼的镍铁项目陆续投产，6月份集中投产后，三季度投产、达产产线仍较密集，下半年将贡献金属增量14万吨（同比）；菲律宾已经恢复出矿，在高矿价的刺激下，会有更多镍矿进入国内，但考虑到非雨季备货的因素，国内铁厂大幅增产的可能性偏低，环比上半年续减2万金属吨，同比减8万金属吨。

需求持续修复，但继续上行空间不大：疫情带来的需求损失和其他基本金属相差不大，但是随着疫情之后国内房地产的修复，带动不锈钢需求走高，支撑镍的消费，但房地产政策以稳为主，下半年或难以出现超预期的表现。同时，海外疫情二次爆发的风险将拖累出口，并且印尼回流的压力也会增加。（H2国内增速4.4%，海外-8%，全球-1.2%）。

新能源乐观预期长期存在，但短期对镍需求支撑有限：新能源汽车行业同样受到疫情的冲击，产销大幅下滑，当前新能源汽车仍处于环比复苏阶段，后期产量有望增长。但从金属需求的角度看，短期受到磷酸铁锂的冲击，含镍的三元占比下滑。长周期来看，三元由于能量密度高，是未来新能源汽车的发展趋势。

策略建议：下半年均价预计在10.5万元/吨或1.3万美元/吨，核心波动区间9.8-11.2万元/吨或1.2-1.4万美元/吨。策略上建议关注跨市正套，或者将镍作为资产配置中的空头配置。

表格 2 镍市场供需平衡表

万吨	2019					2020					2021E	2022E
	Q1	Q2	Q3	Q4	Year	Q1	Q2E	Q3E	Q4E	Year		
中国产量	18.02	19.83	21.12	21.37	80.34	18.33	18.63	17.80	17.60	72.36	69.50	69.80
同比/%	9.13	22.38	24.97	17.46	18.50	1.72	-6.05	-15.72	-17.64	-9.93	-3.95	0.43
进口	11.82	14.55	16.16	10.83	53.36	13.61	15.00	19.00	18.00	65.61	74.00	79.00
同比/%	6.39	31.06	57.69	8.20	25.19	15.14	3.09	17.59	66.20	22.96	12.79	6.76
中国消费量	30.80	34.60	36.00	33.50	134.90	28.03	33.30	37.00	35.50	133.83	142.00	147.00
同比/%	7.34	11.89	13.29	3.14	8.87	-9.00)	-3.76	2.78	5.97	-0.79	6.10	3.52
供需平衡	-0.96	-0.22	1.28	-1.30	-1.20	3.91	0.33	-0.20	0.10	4.14	1.50	1.80
全球产量	56.80	60.00	62.70	62.50	242.00	59.00	61.20	62.00	62.50	244.70	258.00	268.00
同比/%	7.52	7.06	12.34	7.06	8.48	3.87	2.00	-1.12	0.00	1.12	5.44	3.90
全球消费量	59.30	62.00	63.00	62.00	246.30	55.00	57.00	61.00	62.50	235.50	250.00	262.00
同比/%	3.27	3.71	4.64	-0.92	2.66	-7.52	-8.06	-3.17	0.81	-4.38	6.16	4.80
供需平衡	-2.50	-2.00	-0.30	0.50	-4.30	4.00	4.20	1.00	0.00	9.20	8.00	6.00

数据来源：Wind, SMM, Mysteel, 海关总署, 金瑞期货

分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人受到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市彩田路东方新天地广场 A 座 32 层

电话：400-888-8208