

2022年5月13日

研究员：王跃  
从业证书：F3028585  
投资咨询：Z0014094  
审核：许亮 Z0002220



上海市虹口区  
东大名路1089号26层  
2601-2608单元



电话  
13917677299



电子邮件  
wangyue@eafutures.com



网站  
eafutures.com

免责声明：本报告的信息均来自于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

## 观点

一级镍方面，印尼高冰镍和湿法镍投产加速，但还需转化和爬坡时间，总体供给较高、缓慢释放，动态缺口依然存在。

二级镍方面，5月不锈钢排产略有下降，镍生铁出现下跌。

总体看，随着一级镍缺口逐步消除，一级镍二级镍定价分离也开始松动，镍价预计将进入高位震荡阶段。

## 基本面

### 供需：

总量资源面临过剩预期：22年，镍供给预计增长超10%，高于其长期需求趋势线6%的水平；而电池拉动的结构性需求增量也可以通过NPI转产高冰镍得以满足。所以，大格局上，镍有“转产-过剩”的预期。一旦印尼新工艺释放正常化（高冰镍和湿法镍），一级镍硬缺口就会消除（下半年概率较大），届时，阶段性定价分离结束，不排除镍价会持续偏弱。

短期主要关注高冰镍供给和硫酸镍产业链需求变化。

### 库存：

国内1.2万吨，全球显性库存下降于8.4万吨（周度）。

### 价差：

硫酸镍下跌，NPI下跌、废不锈钢平稳，镍价偏高水平。

## 供需

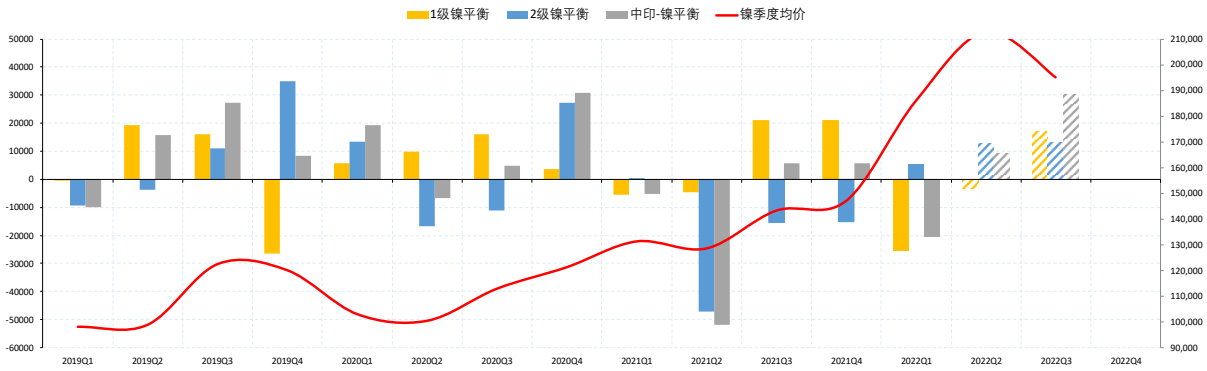
2021 年全球经济复苏（硫酸镍和不锈钢需求同步大幅增长）抵消了印度尼西亚 NPI 增量，供需平衡超预期地转入缺口。

预计 2022 年全球镍资源依然会围绕印尼展开（排除其他国家部分干扰恢复项目），且一级镍和二级镍增量将同步释放，其中印尼镍资源增量在 35 万吨水平，全球供给增长会保持 10% 以上水平。由于需求增量中，电池镍消费增量比重已经超过一半，因此，一级镍的缺口与二级镍的过剩会在上半年形成强烈对比，而下半年印尼一级镍能否顺利投产和转产将对市场产生更大影响。

全球镍供需平衡	2018	2019	2020	2021e	2022F	2023F	2024F	2025F
中国NPI	48	60	51	43	35	35	35	35
印尼NPI	30	37	57	88	126	155	165	170
ex高冰镍					121	145	145	145
NPI小计	78	97	108	131	156	180	180	180
FeNi	49	46	44	43	45	48	48	48
二级镍	127	143	152	174	201	228	228	228
ex纯镍					190	198	207	216
不锈钢	160	173	173	203	211	220	230	240
ex纯镍					190	198	207	216
供需	-33	-30	-21	-29	11	30	21	12
隐含比例	21%	17%	12%	14%				
硫化镍	74	75	75	70	74	75	75	75
湿法镍	25	27	25	25	29	33	38	40
高冰镍					5	10	20	25
一级镍供给	99	102	100	95	108	118	133	140
电池	11	11	13	26	36	48	60	75
其他	63	60	52	57	60	62	64	65
不锈钢					21	22	23	24
小计	74	71	65	83	117	132	147	164
供需	25	31	35	12	-9	-14	-14	-24
隐含纯镍	-8	1	14	-17				
镍资源								
平衡	-8	1	14	-17	2	16	7	-12
供给增速								
二级镍	12.6%	6.3%	14.5%	15.5%	13.4%	0.0%	0.0%	
一级镍	3.0%	-2.0%	-5.0%	13.7%	9.3%	12.7%	5.3%	
总供给	8.4%	2.9%	6.7%	14.9%	12.0%	4.3%	1.9%	
需求增速								
不锈钢	8.1%	0.0%	17.3%	3.9%	4.3%	4.5%	4.3%	
电池	0.0%	18.2%	100.0%	38.5%	33.3%	25.0%	25.0%	
总需求	4.3%	-2.5%	20.2%	7.3%	7.5%	7.3%	7.3%	

数据来源：Wood Mackenzie, INSG, 公司报告, EAF

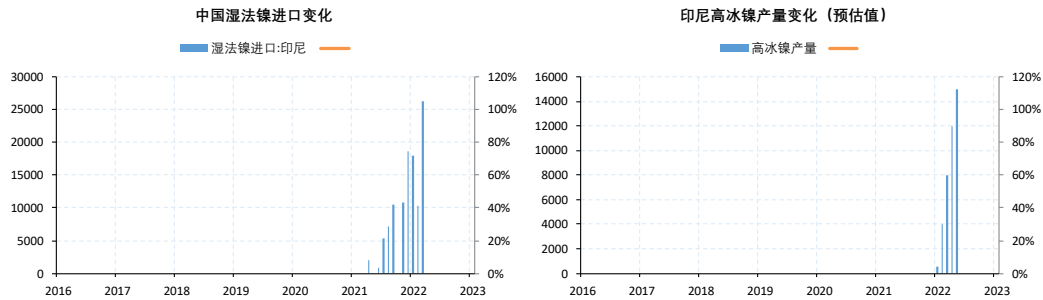
从季度角度看，二季度，因国内电池行业出现顺价传导不畅和疫情干扰需求影响，缺口状态阶段性收窄，且很可能产业链整体处于去库存状态，而进入 5 月之后，不锈钢排产边际平稳、电池需求开始恢复，预计整体边际供需依然保持一定缺口。（图表中 21 年下半年一级镍过剩实际上并没有发生，这部分产业链库存被腾挪到 22 年二季度以供满足下游需求）



数据来源：公司公告，海关，SMM，Mysteel，EAF

高频角度来看，我们认为镍的跟踪需要注意以下几点：一，印尼高冰镍和湿法镍产量，这是主要的一级镍变量（其他硫化镍矿供给变动较小、数据更新频率也较低）；二，需求端主要追踪电池需求这一新兴领域变化（可以使用硫酸镍产量作为替代指标）。

一级镍供给中，湿法镍主要注意力勤和华友的两个新增项目。我们也能看到自 21 年力勤项目投产后，国内湿法镍进口量也有所放量，尤其是印尼进口的湿法镍。3 月份华越镍钴项目投产后，产能达到约 10000 吨/月，但由于爬坡限制，目前实际有效产量约 3500 吨/月。

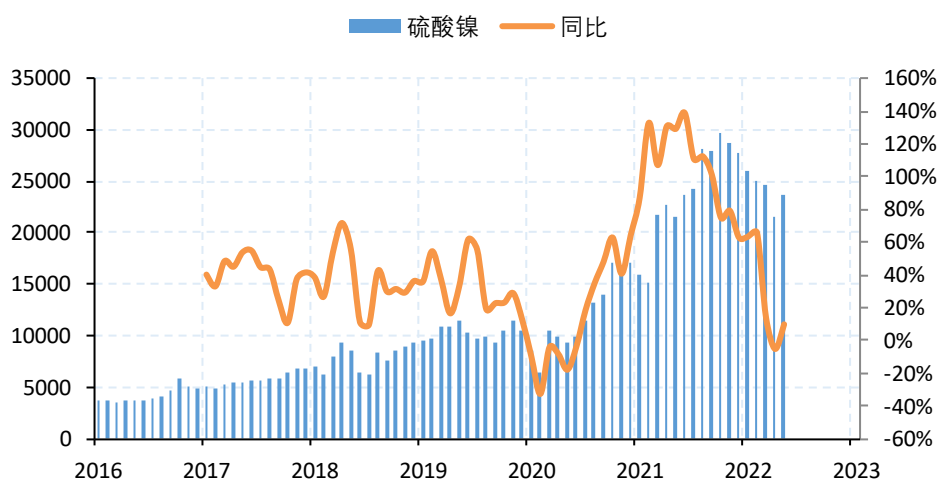


数据来源：海关，EAF

一级镍供给中，高冰镍开始投产，自 2022 年 1 月起，印尼青山园区首批高冰镍正式装船发运回国。目前青山莫若瓦力园区共投产约 10 条高冰镍产线 (NPI)，未来产能还将增加至 16~20 条。但由于当前高冰镍转化硫酸镍能力还不够，目前实际有效产量约 6000 吨/月（产能约 10000 吨/月），假设当前电池需求增速保持稳定，理论上未来高冰镍产量要进一步上升才可满足电池需求。这一部分需要高度关注现实变化。

一级镍需求端，我们可以观察硫酸镍产量变化来替代性指征电池需求，并辅以新能源汽车销量、电池排产、前驱体开工率等数据验证。5 月预期硫酸镍排产 2.36 万吨，环比增 9%，同比增 10%。二季度电池产业链出现价格传导和疫情干扰需求的严重影响，预计三季度会恢复前期较快增长水平。

中国硫酸镍产量变化

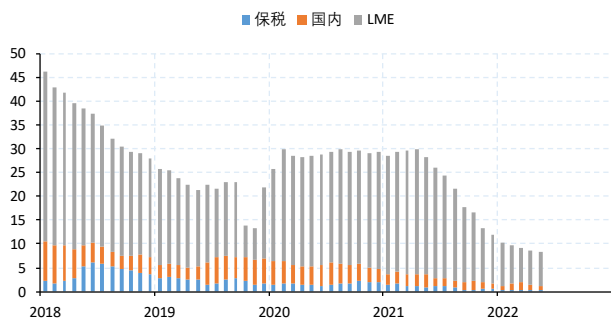


数据来源: SMM, EAF

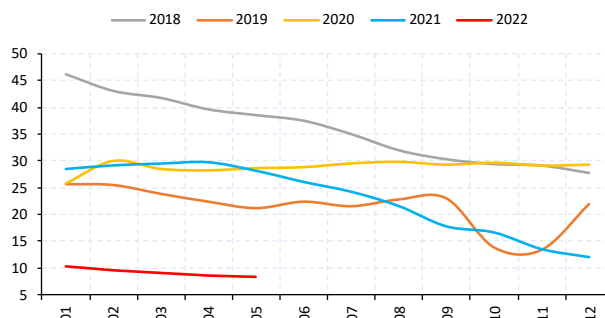
## 库存

截至本周，国内精炼镍库存 1.1 万吨，计入 LME 库存，全球镍显性库存为 8.4 万吨。

全球显性纯镍库存变化



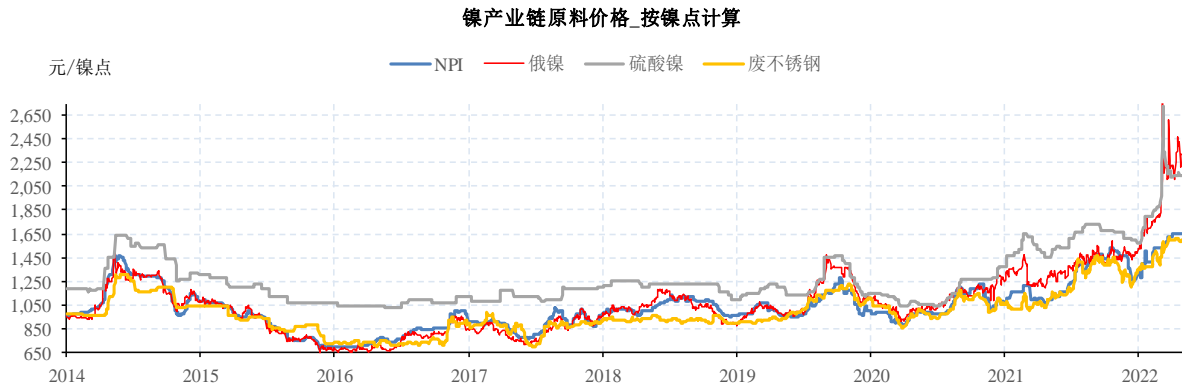
全球显性纯镍库存变化



数据来源: Mysteel, Wind, EAF

## 价格

折 1%金属价格，本周，硫酸镍报 2091，俄镍报 2142，NPI 报 1630，废不锈钢报 1591。



数据来源: SMM, Mysteel, Wind, EAF