

2022年7月22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：本报告的信息均来源于公开资料，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

印尼高冰镍和湿法镍投产产能较高，但转化为硫酸镍存在瓶颈，实际释放缓慢。

三季度，电池需求恢复到潜在水平，一级镍整体保持平衡态。

高供给的镍在衰退期受到冲击，但在衰退程度观察期，动态缺口可能引发反弹。

基本面

供需：

一级镍总体供需双旺格局：印尼供给持续大幅放量，且可以通过NPI转产高冰镍，一级镍供给会偏高，但新能源汽车增长的趋势也较为明确，大格局上，供需都是高增态势。

三季度，印尼新工艺（高冰镍和湿法镍）释放逐步正常，电池需求也恢复潜在增长水平。

短期关注硫酸镍原料是否存在转化瓶颈的问题。

库存：

国内 0.8 万吨，全球显性库存下降到 6.8 万吨（周度-0.5）。

价差：

硫酸镍下跌，镍价高于硫酸镍。

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。

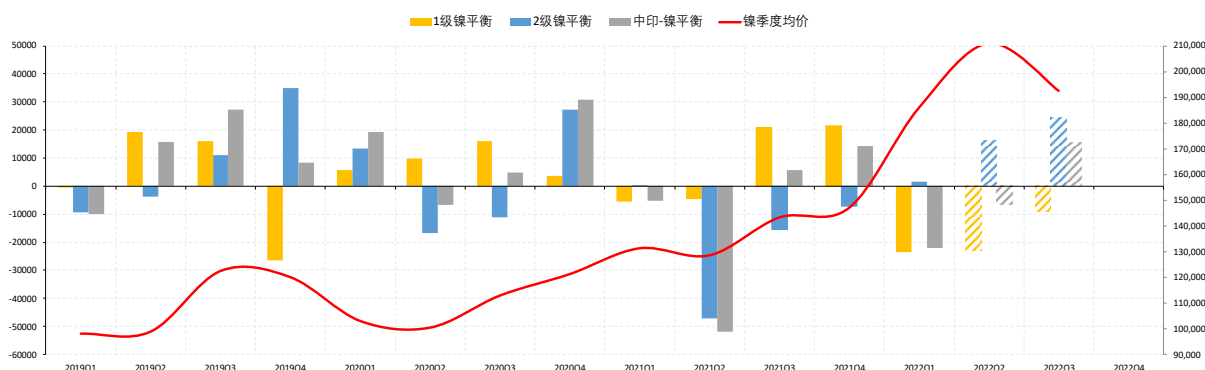
2022 年全球镍资源增长达 15%以上（排除其他国家部分干扰恢复项目），由印尼主导、且一级镍和二级镍增量将同步释放。由于需求增量中，电池镍消费增量比重已经超过一半，因此，一级镍的缺口与二级镍的过剩会形成强烈对比。

2022 年 2 季度，印尼一级镍（高冰镍和湿法镍）顺利投产为远期提供了充足供给，但下半年转化瓶颈依然值得市场高度关注。

全球镍供需平衡		2018	2019	2020	2021e	2022F	2023F	2024F	2025F
中国NPI		48	60	51	43	39	35	30	30
印尼NPI		30	37	57	88	126	155	165	170
ex高冰镍						117	140	145	145
NPI小计		78	97	108	131	156	175	175	175
FeNi		49	46	44	43	43	44	44	44
二级镍	二级镍供给	127	143	152	174	199	219	219	219
	不锈钢	160	173	173	203	211	220	230	240
ex纯镍						186	194	202	211
供需		-33	-30	-21	-29	13	25	17	8
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	33	42	45	60
	高冰镍					9	15	20	25
一级镍供给		99	102	100	95	116	132	140	160
一级镍	电池	11	11	13	26	36	48	60	75
	其他	63	60	52	57	60	62	64	65
	不锈钢					25	26	28	29
小计		74	71	65	83	121	136	152	169
供需		25	31	35	12	-5	-4	-12	-9
隐含纯镍		-8	1	14	-17				
镍资源	平衡	-8	1	14	-17	8	21	5	-1
供给增速	二级镍	12.6%	6.3%	14.5%	14.4%	10.1%	0.0%	0.0%	
	一级镍	3.0%	-2.0%	-5.0%	22.1%	13.8%	6.1%	14.3%	
	总供给	8.4%	2.9%	6.7%	17.1%	11.4%	2.3%	5.6%	
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

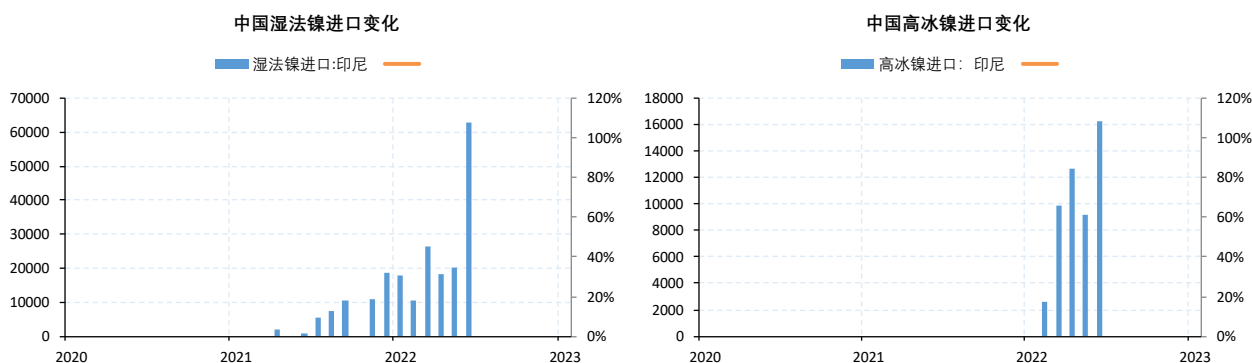
从季度角度看，二季度，因国内电池行业出现顺价传导不畅和疫情干扰需求影响，缺口状态阶段性收窄，且很可能产业链整体处于去库存状态，而进入 6 月之后，不锈钢排产边际平稳、电池需求开始恢复，预计整体边际供需依然保持一定缺口。（图表中 21 年下半年一级镍过剩实际上并没有发生，这部分产业链备库被腾挪到 22 年二季度以供满足下游需求）



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，湿法镍主要关注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 8000 吨/月，经过爬坡后，目前实际有效转化产量 6000 吨/月。



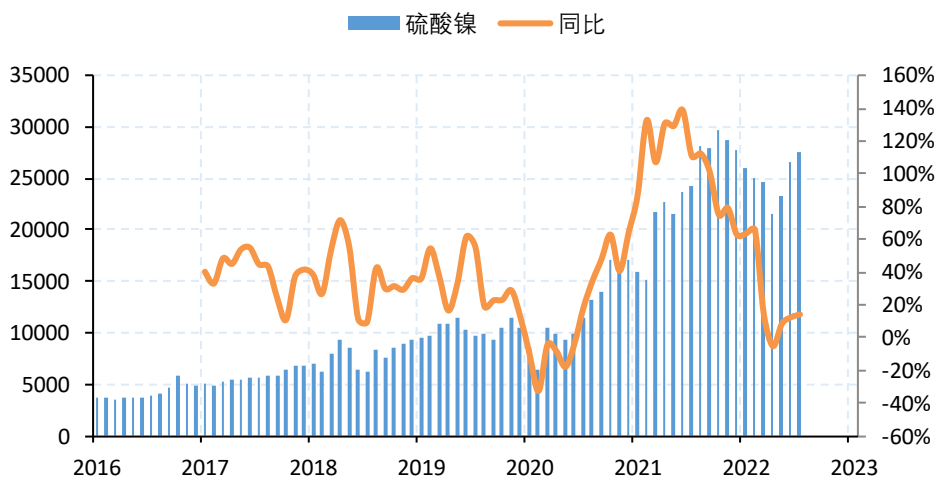
数据来源：海关，EAF

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 Morowali 园区共投产 12 条高冰镍产线（NPI）、Weda Bay 园区友山镍业转产 4 条，产能共 16 条。但由于当前高冰镍转化硫酸镍能力还不够，目前实际有效转化产量约 5000 吨/月（产能约 12000 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。7月预期硫酸镍排产 2.76 万吨，环比增 4%，同比增 14%，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，6月开始恢复、7月继续加速，三季度出现恢复潜在增长水平的积极迹象。

中国硫酸镍产量变化

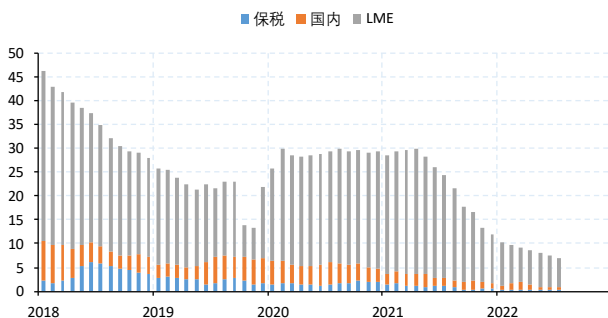


数据来源：SMM, EAF

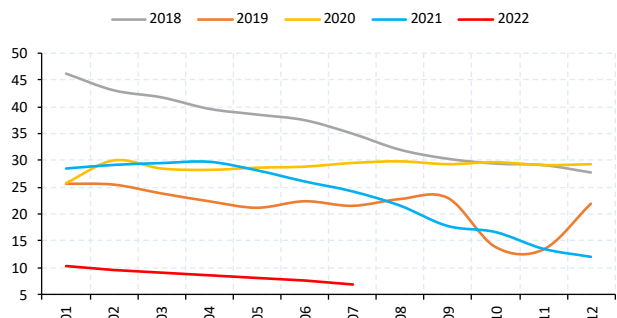
库存

截至本周，国内精炼镍库存 0.8 万吨，计入 LME 库存，全球镍显性库存为 6.8 万吨。

全球显性纯镍库存变化



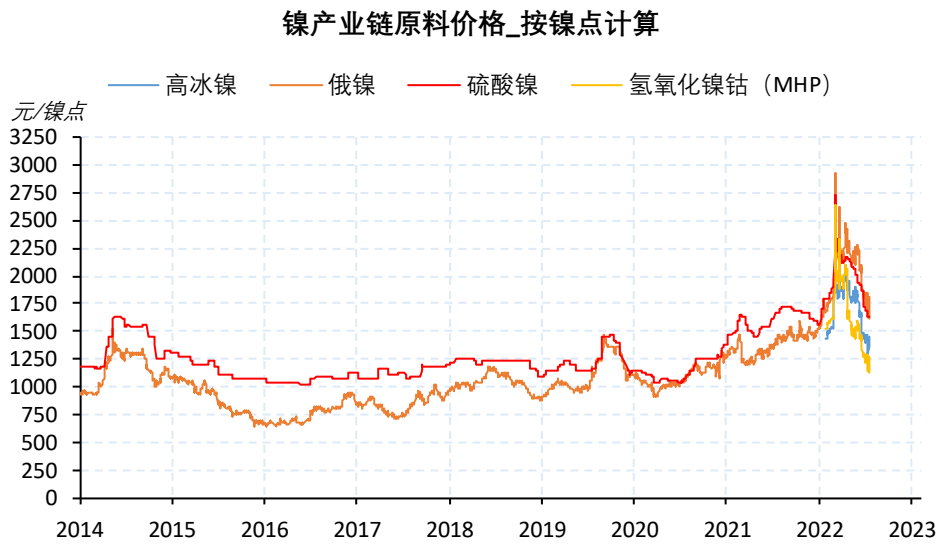
全球显性纯镍库存变化



数据来源：Mysteel, Wind, EAF

价格

折 1%金属价格，本周，硫酸镍报 1627，俄镍报 1817.5，高冰镍报 1454，氢氧化镍钴（MHP）报 1272。



数据来源: SMM, Mysteel, Wind, EAF