



2021 年 3 月 5 日

星期五

镍价上涨逻辑崩塌

未来关注成本支撑

联系人 徐舟

电子邮箱 xu.z@jyqh.com.cn

要点

- 镍矿方面，2 月份，由于菲律宾依然处于雨季之中，镍矿出货量紧缺，菲律宾镍矿山招标价高企，叠加受油价上涨及货船紧张影响，镍矿海运费大涨，市场报价上调，预计镍矿价格仍将保持强势。同时，国内镍矿港口库存再创新低，国内镍铁厂将继续受到生产利润下降和原料供应不足的限制而减产。
- 镍铁方面，2 月份国内镍铁产量继续下降，但是由于印尼镍铁产量同样继续大幅增加，足以弥补国内减量，镍铁整体供应依然宽松。值得关注的是，随着印尼青山试产高冰镍成功，镍铁和硫酸镍转化的通道已经打开，市场此前由于新能源需求大增看涨镍价的逻辑基础不再，镍价定价将再次受到镍铁增产的打压。
- 需求方面，镍的需求主要集中在不锈钢方面，国内钢厂 2 月份虽有集中检修减产，但较往年同期减量非常有限。因此，预计未来国内不锈钢产量还将保持增长。虽然 2 月份国内不锈钢库存出现了明显增长，但这主要和春节累库有关，整体累库幅度和往年相比也有收窄。因此，目前国内不锈钢的库存压力并不大。
- 预计未来一个月镍价格仍将以下跌为主，波动区间在 100000-125000 元/吨之间。
- 风险点：疫情扩散超预期，全球经济复苏超预期

目录

一、2021 年 2 月行情回顾.....	4
二、基本面分析	5
1、菲律宾出货紧缺，国内镍矿库存再创新低.....	5
2、电镍产量环比下降，整体供应依然偏紧.....	6
3、国内镍铁产量下降，印尼则延续大幅增产.....	7
4、印尼试产高冰镍，镍铁的新能源通道开启.....	9
5、海外库存仍处高位，国内库存维持偏紧.....	9
6、不锈钢产量提升停滞，后续仍有较大库存压力.....	10
三、行情展望	11

图表目录

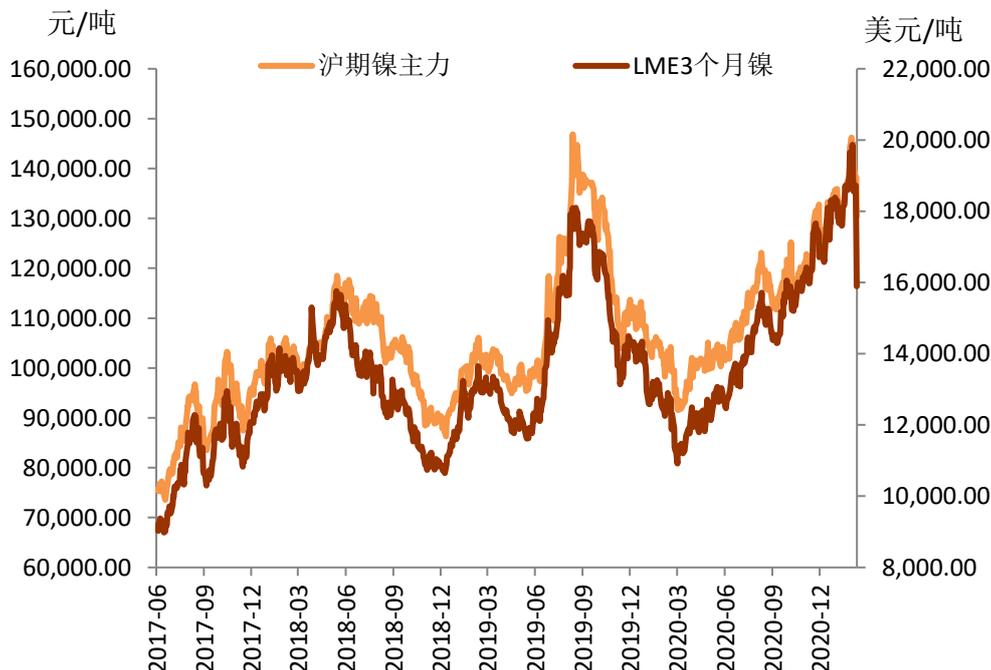
图表 1 镍期货价格走势.....	4
图表 2 镍现货升贴水走势.....	5
图表 3 镍矿进口情况.....	6
图表 4 自菲律宾镍矿进口和印尼镍矿进口累计值.....	6
图表 5 中国电解镍累计产量.....	7
图表 6 中国电解镍当月产量.....	7
图表 7 中国精炼镍进口量.....	7
图表 8 中国自俄罗斯精炼镍进口量.....	7
图表 9 中国镍铁进口量.....	8
图表 10 中国自印尼镍铁进口量.....	8
图表 11 镍矿价格走势.....	8
图表 12 镍铁价格走势.....	8
图表 13 交易所库存变化情况.....	10
图表 14 LME 镍库存情况.....	10
图表 15 不锈钢产量情况.....	11
图表 16 300 系不锈钢产情况.....	11
图表 17 不锈钢价格情况.....	11
图表 18 不锈钢库存情况.....	11

一、2021 年 2 月行情回顾

2021 年 2 月，镍价走势整体呈现震荡上涨的格局。进入 2 月份之后，镍价延续了 1 月底的弱势，价格继续回落，最低至 128840 元/吨；但是很快，随着宏观流动性担忧缓解，镍价开始重新上涨，价格持续回升，节前顺利站上 13 万整数关口，并接近前期高点。在春假长假期间，外盘镍价继续上涨，节后国内镍价高开，此后价格开始了加速上涨行情，最高至 149350 元/吨，距离 15 万元/吨整数关口仅一步之遥。但是月底，镍价则出现了震荡回落，最终收于 140490 元/吨，上涨 9920 元，涨幅 7.60%。伦镍方面，2 月份伦镍走势冲高回落，在上中旬，伦镍走势一路上行，最高至 20110 美元/吨，但是进入 2 月最后一周，镍价开始宽幅震荡，并逐步回落，最终收于 18555 美元/吨，上涨 885 美元，涨幅 5.01%。

进入 3 月之后，国内外镍价都出现大幅回落，短短一周不到，伦镍跌幅近 3000 美元/吨，国内镍价也是连续触及跌停。从走势上来看，镍价的上涨趋势已经被破坏，短期将继续向下寻找支撑。

图表 1 镍期货价格走势

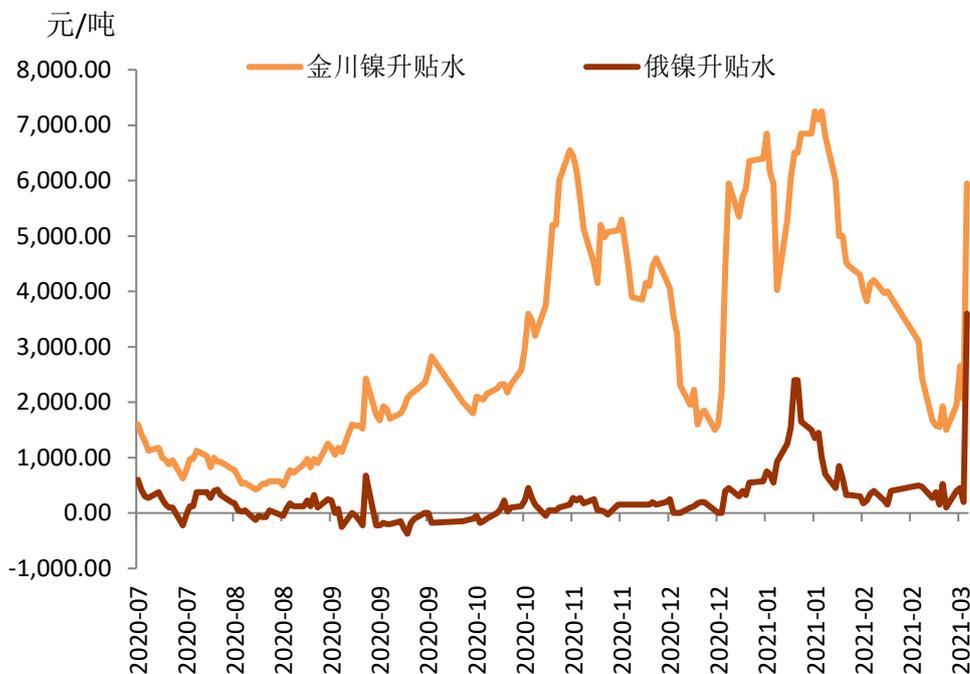


资料来源：Wind，铜冠金源期货

2021 年 2 月，国内镍的现货升贴水走势逐步回落，这主要是受到了镍价上涨的影响。在进入 2 月份之后，金川镍现货升水达到 4300 元/吨，俄镍现货升水也有 300 元/吨，但是随着镍价的不断上涨，下游买盘接货意愿逐步下降，现货升水也开始回落，至月底，金川镍

的现货升水仅为 2050 元/吨，俄镍的现货升水也只有 200 元/吨。但是近期随着镍价的大幅下挫，现货升水再度回升，金川镍升水重新回到 6000 元/吨一线，俄镍的现货升水也回升至 3500 元/吨之上。

图表 2 镍现货升贴水走势



资料来源：Wind，铜冠金源期货

二、基本面分析

1、菲律宾出货紧缺，国内镍矿库存再创新低

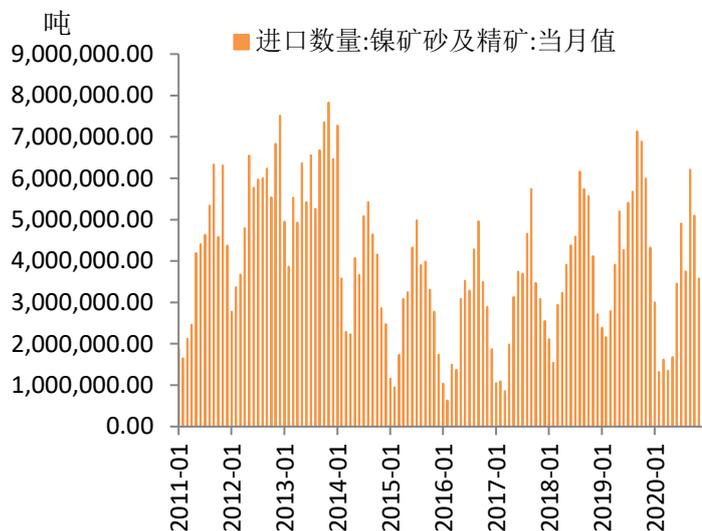
我国的红土镍矿主要来源于菲律宾和印尼。虽然 1-2 月份的海关进口数据还未公布，但是从我们实际的跟踪情况来看，国内镍矿供应依然处于偏紧之中。当前国内镍矿的主要来源是依靠菲律宾，但是现在正处于菲律宾的传统淡季，镍矿出口数量有限，叠加国内整体库存偏紧，因此镍矿供应并不宽松，而镍矿价格却还在水涨船高，价格不断创出新高，对国内镍铁厂来说，产生较大压力。

从国内港口镍矿库存来看，2 月底国内镍矿港口库存为 725.9 万吨，总折合金属量为 5.72 万吨，其中全国七大港口镍矿库存为 590 万湿吨。而 1 月底，国内镍矿港口库存为 809.3 万吨，总折合金属量为 6.38 万吨，其中全国七大港口镍矿库存为 637 万湿吨。从港口镍矿库存数据变化来看，2 月份国内镍矿港口库存再次出现了回落，从变化趋势来看，国内镍矿港口库存依然没有见底，未来见底可能在于 3 月份菲律宾出口增加。

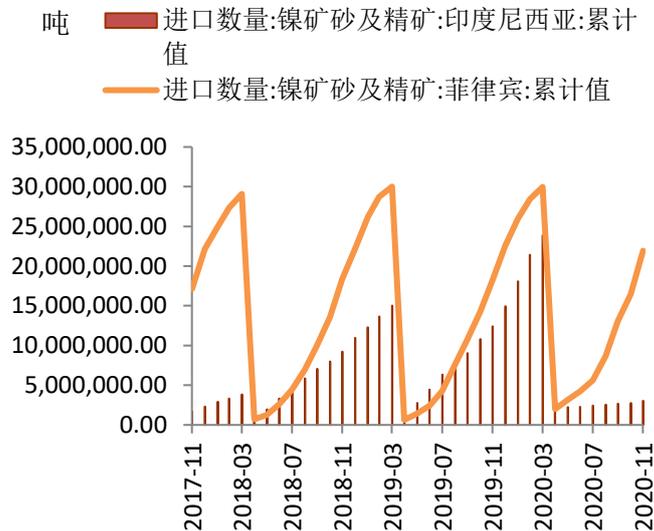
整体来看，菲律宾雨季尚未结束，镍矿出货量紧缺，菲律宾镍矿山招标价高企，叠加受

油价上涨及货船紧张影响，镍矿海运费大涨，市场报价上调，预计镍矿价格仍将保持强势。同时，国内镍矿港口库存持续走低，整体供应持续偏紧，国内镍铁依然要面对原材料不足的压力。

图表 3 镍矿进口情况



图表 4 自菲律宾镍矿进口和印尼镍矿进口累计值



资料来源： Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

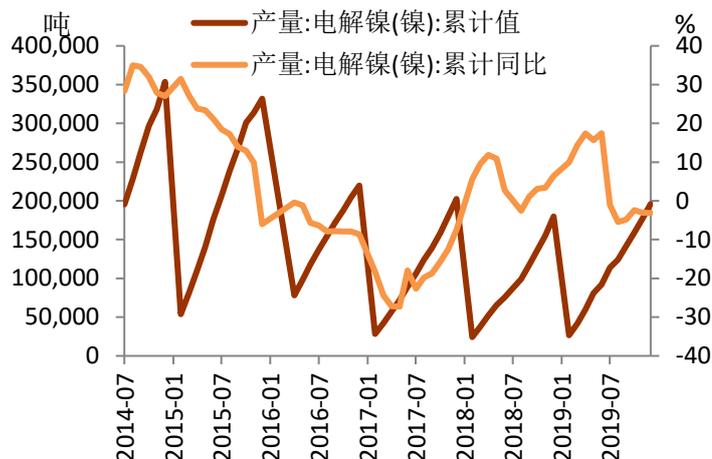
2、电镍产量环比下降，整体供应依然偏紧

根据上海有色网数据，2021 年 1 月全国电解镍产量约 1.3 万吨，环比减少 11.63%，同比降 10.17%，总产量较去年 12 月产量减少 1709 吨。1 月份国内依然仅有 2 家冶炼厂在产，其中甘肃及新疆冶炼厂均因季节性因素排产较上月有小幅下降，分别实现产量 12000 吨及 981 吨。而其他冶炼厂的电解镍产线依然处于停产状态，将原料投入到硫酸镍产线使用。

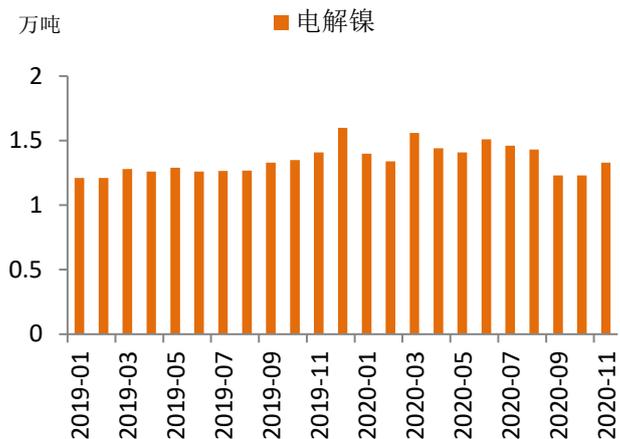
预计 2021 年 2 月全国电解镍产量或为 1.2 万吨。虽然春节期间在产的冶炼厂将连续生产，但由于 2 月份自然天数较少，因此产量或将小幅下降。吉林冶炼厂方面，计划在 3 月份对电镍产线复产，月产量依然为 500 吨/月。而其他冶炼厂停产则主要由于海外原料紧张、资金有限的原因，复产计划待定。

全球方面，世界金属统计局（WBMS）在其最新公布报告显示，2020 年全年全球镍市供应过剩高出 5.32 万吨。2019 年全球镍市场供应短缺 2.76 万吨。2020 年 12 月，全球冶炼/精炼镍量为 21.67 万吨，需求量为 22.03 万吨。2020 年 1-12 月，全球精炼镍产量总计为 241.91 万吨，需求量为 236.59 万吨，1-12 月全球表观需求量较去年同期减少 6.6 万吨。。其中，2020 年 1-12 月，中国冶炼/精炼厂产量较 2019 年同期下滑 12.4 万吨，表观需求量为 130.97 万吨，同比增加 0.5 万吨。

图表 5 中国电解镍累计产量

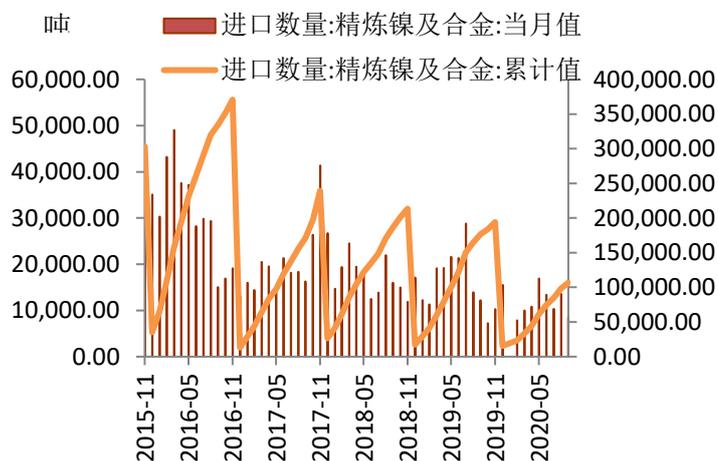


图表 6 中国电解镍当月产量

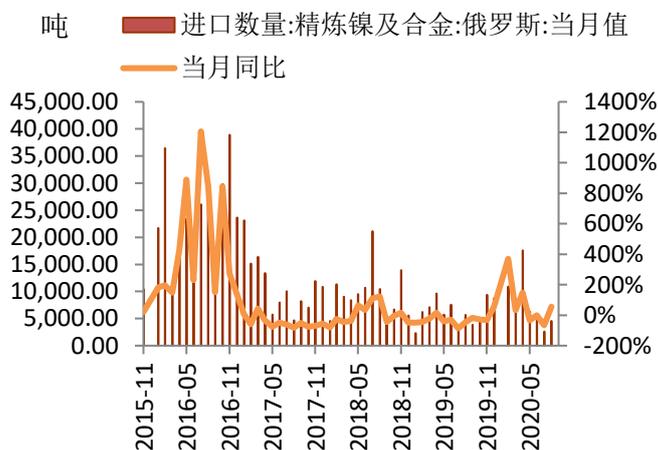


资料来源： Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 中国精炼镍进口量



图表 8 中国自俄罗斯精炼镍进口量



资料来源： Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

3、国内镍铁产量下降，印尼则延续大幅增产

根据上海有色网数据，2021 年 1 全国镍生铁产量环比增 3.27%至 3.86 万镍吨。分品位看，高镍铁 1 月份产量为 3.16 万镍吨，环比增 5.74%；低镍铁 1 月份产量为 0.7 万镍吨，环比减 6.58%。1 月份镍生铁产量较 12 月份出现反转上升，高镍生铁与低镍生铁产量走出分歧，高镍生铁大幅上涨的原因是华东大型镍铁厂产量的大幅回升，12 月以及 1 月中旬下旬钢厂积极补库，市场成交情绪较火热，大厂原料库存充足，成交转好后产量跟涨，但库存紧张或年终安排检修的厂子产量仍或多或少有所降低。低镍生铁产量的大幅降低与华东、华南等 200 系一体化不锈钢厂停产检修有关。

2 月全国镍生铁产量预期环比下降 6.86%至 3.59 万镍吨，其中高镍生铁环比下降 6.51%至 2.95 万镍吨，低镍生铁环比下降 8.45%至 0.64 万镍吨，2 月份产量的大幅下滑除了与自然天数有关外，高镍生铁 2 月份仍有铁厂产量继续下滑，低镍生铁因 200 系不锈钢厂 2 月减

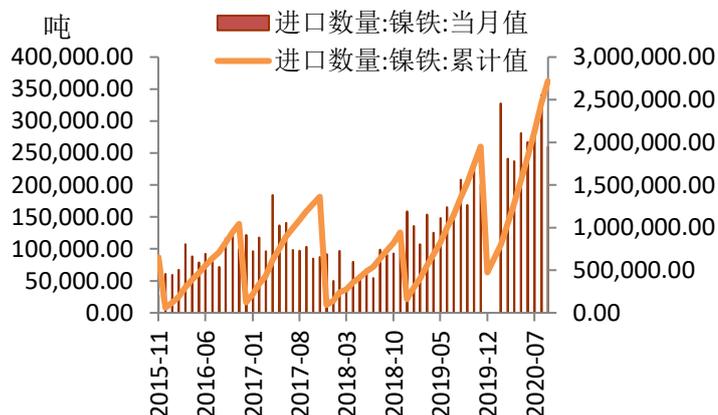
产仍续产量降幅要高于高镍生铁。

据我的有色网数据，2021 年 1 月印尼中高镍铁实际产量金属量 6.25 万吨，环比增加 7.71%，同比增加 64.98%。2021 年 2 月印尼中高镍铁预估产量金属量 6.67 万吨，环比增加 6.66%，同比增加 78.56%。

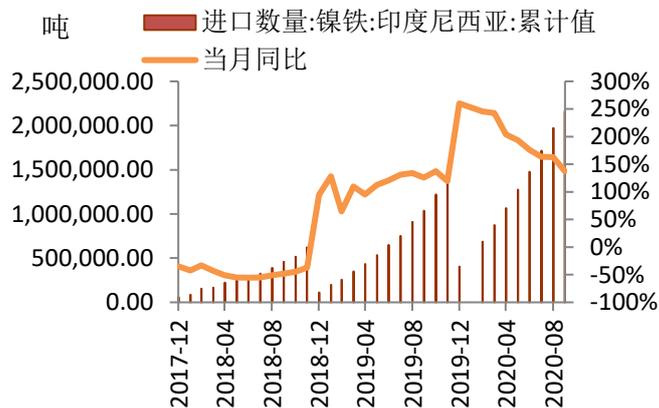
2021 年 1 月印尼镍铁产量增加，主因印尼某工厂一期暂停生产的 2 条镍铁产线于 1 月恢复生产；该工厂二期项目 1 月新增投产 2 条镍铁产线，产量环比增加。另印尼 Morowali、Weda Bay 园区分别于 1 月底投产 1 条镍铁产线。

整体来看，2 月份国内镍铁产量预计继续回落，主要原因是镍铁生产利润下降和原材料供应有限。由于镍矿供应有限，原料镍矿价格涨幅明显高于镍铁价格涨幅，挤压国内镍铁生产例如按，这两个问题已经困扰国内镍铁厂多时，目前来看短时间内也难以解决。但是由于印尼镍铁继续大幅投产，增幅幅度足以抵消国内镍铁产量回落，因此整体镍铁供应也依然处于增长之中。

图表 9 中国镍铁进口量

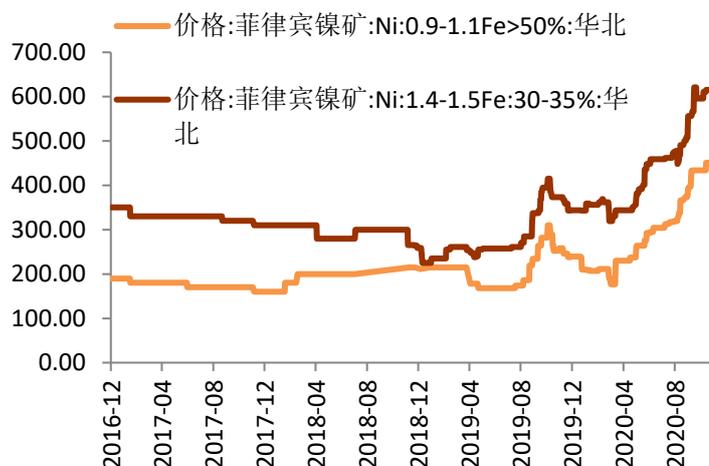


图表 10 中国自印尼镍铁进口量

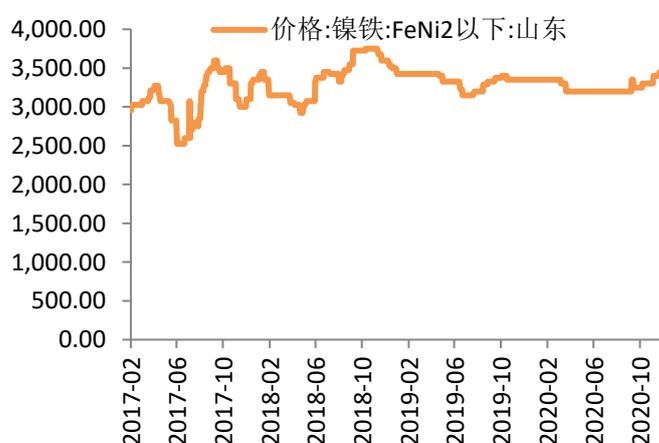


资料来源： Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 11 镍矿价格走势



图表 12 镍铁价格走势



资料来源： Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

4、印尼试产高冰镍，镍铁的新能源通道开启

近期市场关注的焦点无疑是青山实业与华友钴业、中伟股份签订高冰镍供应协议。三方共同约定青山实业将于 2021 年 10 月开始一年内向华友钴业供应 6 万吨高冰镍，向中伟股份供应 4 万吨高冰镍，两者合计折合金属量约 7.5 万吨/年。该投资生产计划目标，已经远远超过原来的市场预期。

此前，镍市场上的供需主要分为两条产业链：一条是镍铁到不锈钢，另一条则是湿法中间品/高冰镍/镍豆(粉)到硫酸镍。在过去这两条产业链难以互相转化，其中一条产业链的供需紧张可能会在另一条过剩情况下，引发镍价的大幅上涨。在过去一年多，全球新能源汽车发展迅速，对于硫酸镍的需求大幅增长，因此虽然在镍铁产能大幅增加情况下，镍价依然出现了上涨。

因此，市场将关注焦点转向了供应充足的红土镍矿，红土镍矿做高冰镍，进而生产硫酸镍的可行性，只要在技术可行且具有成本优势的情况下，镍铁就有望打开新能源行业的通道。印尼今年上马多个湿法 HPAL 项目，就是通过 HPAL 工艺，湿法萃取硫酸镍，但是 HPAL 项目投资较大，因此新增产能还有限。

而本次青山试产高冰镍成功，采用的工艺则是在 NPI 产线后端增加转炉设备两段硫化生产高冰镍。对于依然在大幅增加产能的印尼 NPI 生产线来说，这无疑是一个巨大的好消息，可以避免未来的镍铁价格竞争，还可以生产高溢价的硫酸镍满足新能源汽车需求。这也直接打通了镍铁到新能源行业的通道。对于新能源行业来说，此前困扰的镍供应不足的问题未来将有望得到解决。对于镍市场来说，过去的两条产业链未来可以相互影响，相互转化，市场的定价逻辑也发生了改变。因此，镍价在这则消息出台之后，此前的看涨逻辑崩塌，价格一落千丈。

未来需要值得思考的问题则是镍价跌下来的支撑在哪。首先要需要确定红土镍矿到硫酸镍的成本。据了解，依据 RKEF 成熟的生产工艺，镍铁的生产中，每金吨镍生产成本约 9000 美金。而镍铁到高冰镍的生产成本大概在 1000-1500 美金之间。最后是，高冰镍到硫酸镍的生产成本。目前，以较高压酸浸成本较低技术较简单的 MHP 到硫酸镍生产成本大概在 2 万元左右。高冰镍生产硫酸镍的成本预计会更高，尤其是前期算上固定投入情况下。因此按高镍铁 1100 元/吨假定粗略估算，如果再考虑到环保成本的话，电镍调整到 12 万左右存在一定支撑。

5、海外库存仍处高位，国内库存维持偏紧

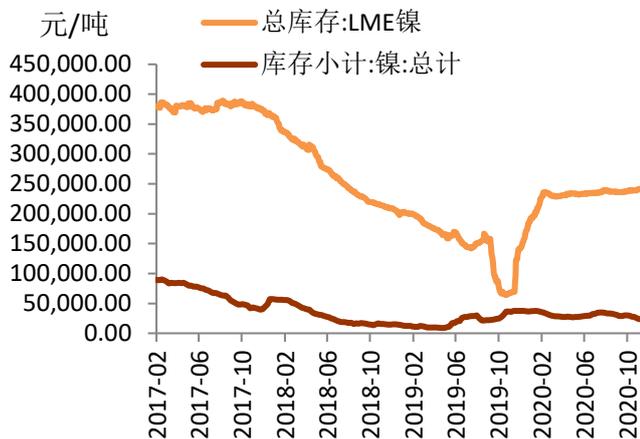
截至 2 月 26 日，LME 和 SHFE 的交易所库存分别为 251130 吨和 13306 吨，合计 264436 吨，和上个月相比增加了 1856 吨，较去年同期 270328 吨相比下降了 5892 吨。

国外方面，LME 镍库存 251130 吨，较上个月增加了 2244 吨。2 月份伦敦镍库存继续增加，目前依然处于高位。由于海外需求还未完全恢复，因此未来伦敦镍库存将继续增加。

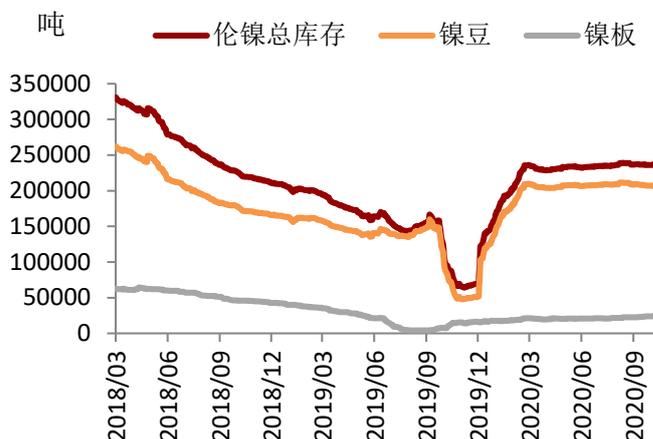
国内方面，上期所库存较上个月下降了 388 吨至 13306 吨。SMM 六地纯镍库存总量为

27067 吨，出现回升，主要是因为节后的季节性累库。由于此前镍价上涨，带动进口窗口打开，镍板和镍豆都出现一定数量的清关，可以部分缓解国内紧张格局。但是整体来看，在国内产量有限情况之下，国内需求又整体向好，预计国内镍库存仍将维持偏紧状态。

图表 13 交易所库存变化情况



图表 14 LME 镍库存情况



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

6、不锈钢产量提升停滞，后续仍有较大库存压力

据中联金信息网统计，2021 年 1 月份国内 28 家主流不锈钢冷轧厂产量为 122.74 万吨，环比去年 12 月减少 0.54 万吨，降幅为 0.44%；同比增加 37.43 万吨，增幅 43.88%。具体如下：200 系总量为 36.82 万吨，环比增加 1.02 万吨，增幅 2.85%；300 系总量为 62.36 万吨，环比减少 2.22 万吨，降幅为 3.44%；400 系总量为 23.56 万吨，环比增加 0.66 万吨，增幅 2.88%。

2021 年 2 月份国内 28 家主流不锈钢冷轧厂产量为 107.77 万吨，环比 1 月减少 14.86 万吨，降幅为 12.11%；同比增加 22.57 万吨，增幅 26.46%。具体如下：200 系总量为 34.02 万吨，环比减少 2.8 万吨，降幅 7.6%；300 系总量为 51.37 万吨，环比减少 10.99 万吨，降幅为 17.62%；400 系总量为 22.67 万吨，环比减少 0.89 万吨，降幅 3.78%。

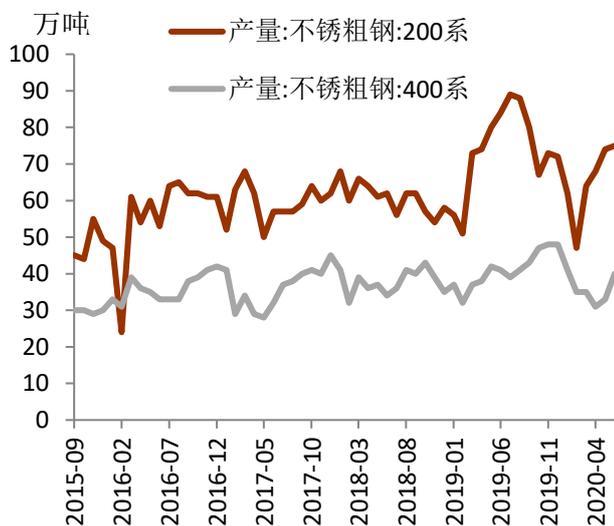
预计 3 月份冷轧排产量为 124.75 万吨，环比增加 16.87 万吨，增幅为 15.64%；同比增加 26.01 万吨，增幅为 26.34%。其中，300 系为 64.2 万吨，200 系为 36.4 万吨，400 系为 24.2 万吨。

国内钢厂 2 月份虽有集中检修减产，但较往年同期减量非常有限，一方面钢厂普遍接单较好，大部分排单至 3 月份；另一方面当前主流钢厂三个系别生产基本盈利（前期原料），尤其 200、400 系利润可观。因此，预计未来国内不锈钢产量还将保持增长。

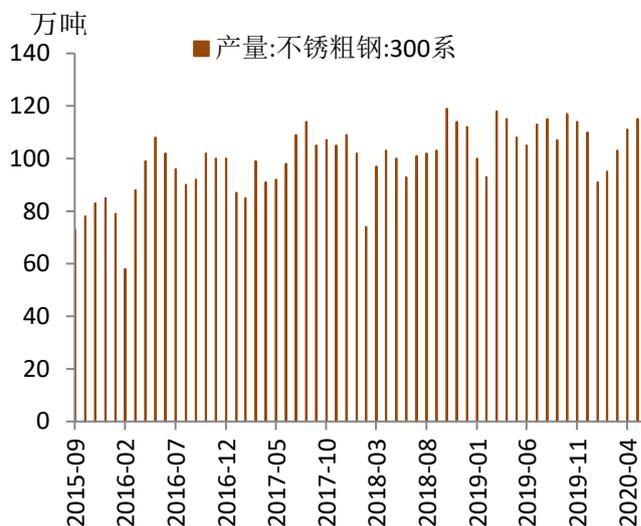
不锈钢库存方面，截止 2020 年 2 月底，国内无锡不锈钢库存为 51.59 万吨，佛山不锈钢库存为 30.79 万吨，合计 82.38 万吨，较上个月增长 27.71 万吨。虽然 2 月份国内不锈钢库存出现了明显增长，但这主要和春节累库有关，整体累库幅度和往年相比也有收窄。因此，

目前国内不锈钢的库存压力并不大。而下游在逐步入市采购之后，成交氛围活跃，对于不锈钢价格仍有支撑。

图表 15 不锈钢产量情况

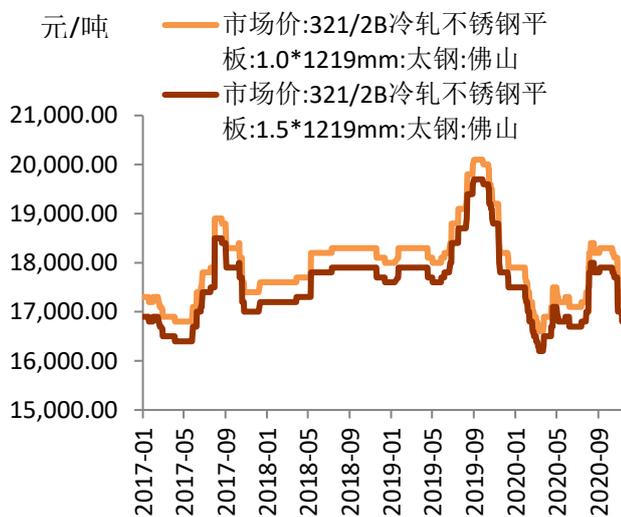


图表 16 300 系不锈钢产情况

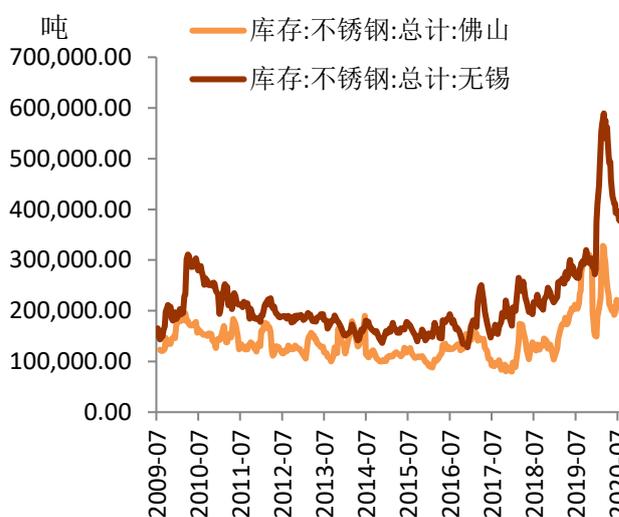


资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 17 不锈钢价格情况



图表 18 不锈钢库存情况



资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

三、行情展望

基本面来看，2 月份，由于菲律宾依然处于雨季之中，镍矿出货量紧缺，菲律宾镍矿山招标价高企，叠加受油价上涨及货船紧张影响，镍矿海运费大涨，市场报价上调，预计镍矿价格仍将保持强势。同时，国内镍矿港口库存再创新低，国内镍铁厂将继续受到生产利润下降和原料供应不足的限制而减产。

镍铁方面，2 月份国内镍铁产量继续下降，但是由于印尼镍铁产量同样继续大幅增加，足以弥补国内减量，镍铁整体供应依然宽松。值得关注的是，随着印尼青山试产高冰镍成功，镍铁和硫酸镍转化的通道已经打开，市场此前由于新能源需求大增看涨镍价的逻辑基础不再，镍价定价将再次受到镍铁增产的打压。

需求方面，镍的需求主要集中在不锈钢方面，国内钢厂 2 月份虽有集中检修减产，但较往年同期减量非常有限。因此，预计未来国内不锈钢产量还将保持增长。虽然 2 月份国内不锈钢库存出现了明显增长，但这主要和春节累库有关，整体累库幅度和往年相比也有收窄。因此，目前国内不锈钢的库存压力并不大。

预计未来一个月镍价格仍将以下跌为主，波动区间在 100000-125000 元/吨之间。

风险点：疫情扩散超预期，全球经济复苏超预期

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，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。