

精炼镍供应下滑，镍价不悲观

兴证期货·研究发展部

有色研究团队

孙二春

期货从业资格编号：F3004203

投资咨询资格编号：Z0012934

胡佳纯

期货从业资格编号：F3048898

胡悦

期货从业资格编号：F3050247

联系人

孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

2018年12月15日星期六

内容提要

2018年镍价波澜壮阔。6月份之前在新能源电池三元材料乐观预期，环保抑制NPI生产等因素推动下，镍价表现强势，LME镍一度涨破16000美元/吨，但随着下半年宏观预期悲观，硫酸镍产量持续大幅不及预期，印尼NPI、不锈钢回流，国内NPI投产预期等因素冲击下，镍价一蹶不振，截至12月5日，LME镍价跌至11000美元/吨，距6月初高点跌幅超过30%。

1. 全球精炼镍产量下滑

海外主要上市企业精炼镍产量负增长。从我们追踪的11家海外镍相关上市企业来看，受制于成本、环保、硫化矿短缺、企业产能优化等因素影响，今年前三季原生镍产量同比减少近-6%，从已公布的2019年主要企业产量预期看，明年海外主要企业镍产量仍不乐观。更长周期看，由于2012年开始全球硫化矿开采冶炼及红土镍矿HPAL项目资本支出锐减，未来3-5年精炼镍供应很难出现回升。这是我们认为对2019年镍价不必过度悲观的主要逻辑点。

国内精炼镍产量连续4年负增长。受制于硫化矿原料不足，冶炼亏损等因素，国内部分企业逐步退出精炼镍冶炼市场，国内电解镍产量自2015年开始负增长，今年1-10月电解镍累计生产11.92万吨，同比下滑8.63%。往后看，在当前镍价低迷，硫化矿开采难度增加及冶炼成本高企的情况下，2019年国内精炼镍产量大概率维持负增长。

2. 不锈钢产业链对精炼镍消耗预期下滑

NPI高速释放抑制精炼镍在不锈钢中使用量。2019年预期国内NPI产量增加4万吨，至48万吨金属量。印尼大幅增加14万吨，至39万吨金属量。中国与印尼两国明年NPI整体的产量增速仍在26%左右。随着印尼NPI回流至国内，NPI对精炼镍在不锈钢生产中替代力度逐步加大，预计2019年金属镍在国内不锈钢领域的消费量会下降近6万吨，至20万吨左右。

不锈钢自身供需偏弱，对精炼镍的需求难言好转。随着印尼青山、德龙等企业不锈钢产量释放，进口到国内，国内不锈钢供给压力不断加大。明年印尼仍有110万吨左右的产量增量，预计对国内不锈钢基本面的冲击仍会继续加大。反观需求端，国内汽车，家电表现弱势，不锈钢消费疲软，导致不锈钢库存持

续攀升。虽然国内部分不锈钢生产企业迫于亏损压力有减产意向，但目前仍未发生实质性减产，预计明年不锈钢供需难出现大的改观，对精炼镍的需求难言好转。

3. 新能源汽车电池材料驱动的精炼镍消费预期放缓。

预计 2018 年通过精炼镍溶解制备硫酸镍消耗的镍金属仅为 2.4 万吨，2019 年虽然仍维持增长，但对镍的消耗增量有限，SMM 预计 2019 年国内硫酸镍消耗的金属镍大约 3.2 万吨，同比 2018 年增量不足 1 万吨。但中长期看，随着高镍三元电池安全、成本、技术等瓶颈逐步解决，新能源电池产业驱动的电解镍消耗增量将逐步得到体现。

4. 入库量急剧萎缩，驱动 LME 镍库存大幅下滑。

LME 库存下降的最主要原因是入库量的大幅下降，今年 1-11 月每月入库量平均只有 4592 吨，同比去年大幅下滑 78.70%，其中 10/11 月两个月每月的入库量锐减，11 月当月入库仅为 1326 吨，同比去年大幅减少 95%。入库量的大幅下滑，与前文分析的精炼镍产量持续下降吻合，我们认为 LME 库存下滑的主要驱动是全球精炼镍供应出现实质性减产，根据我们对明年精炼镍产量仍不乐观的判断，预计 2019 年 LME 镍库存将延续下滑。

综上，虽然 2019 年不锈钢领域，以及硫酸镍消耗金属镍的增量不太乐观，但我们认为全球精炼镍已经发生实质性减产，且由于硫化矿开采冶炼及红土镍矿 HPAL 项目资本支出从 2012 年开始大幅下滑，未来 3-5 年精炼镍供应大概率维持负增长，我们认为对 2019 年镍价不应太过悲观。仅供参考。

风险提示：

中美贸易摩擦再起波澜；NPI 产量超预期释放；不锈钢基本面持续恶化。

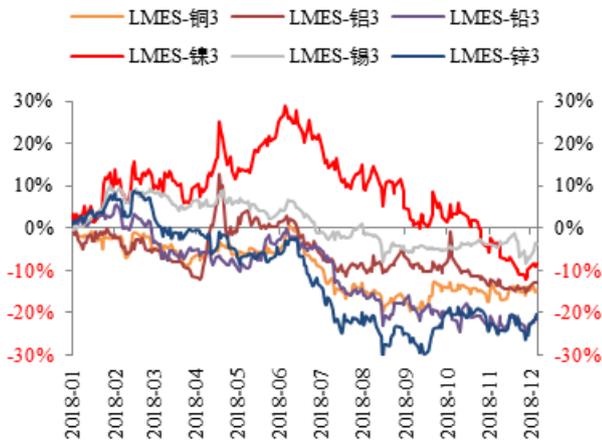
报告目录

1. 行情回顾：镍在有色金属中波动最大.....	4
2. 电解镍供需博弈焦点	4
3. 基本面：精炼镍供应萎缩，驱动库存大幅下滑.....	5
3.1 海外主要上市企业精炼镍产量负增长.....	5
3.2 国内精炼镍产量连续 4 年负增长.....	9
3.3 NPI 高速释放抑制精炼镍在不锈钢中使用量.....	9
3.4 不锈钢自身供需偏弱，社会库存季节性高位.....	11
3.5 新能源汽车电池材料驱动的精炼镍消费预期放缓.....	13
3.6 库存下滑：入库量急剧萎缩.....	14
4. 结论：精炼镍供应下滑，镍价不悲观.....	16
5. 风险提示.....	17

1.行情回顾：镍在有色金属中波动最大

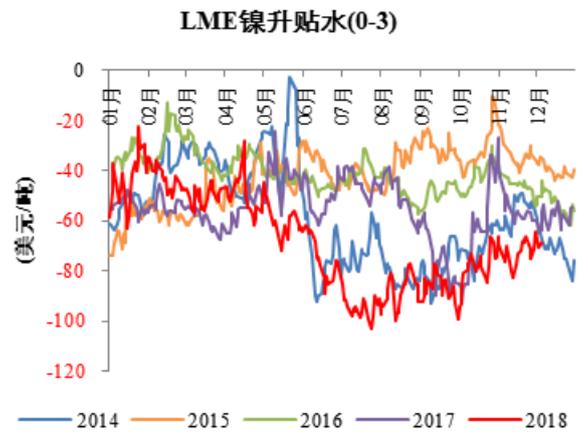
2018年镍价波澜壮阔。6月份之前在新能源电池三元材料乐观预期，环保抑制NPI生产等因素推动下，镍价表现强势，LME镍一度涨破16000美元/吨，但随着下半年宏观预期悲观，硫酸镍产量持续大幅不及预期，印尼NPI、不锈钢回流，国内NPI投产预期等因素冲击下，镍价一蹶不振，截至12月5日，LME镍价跌至11000美元/吨，距6月初高点跌幅超过30%。

图 1: LME 各品种 2018 年以来涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

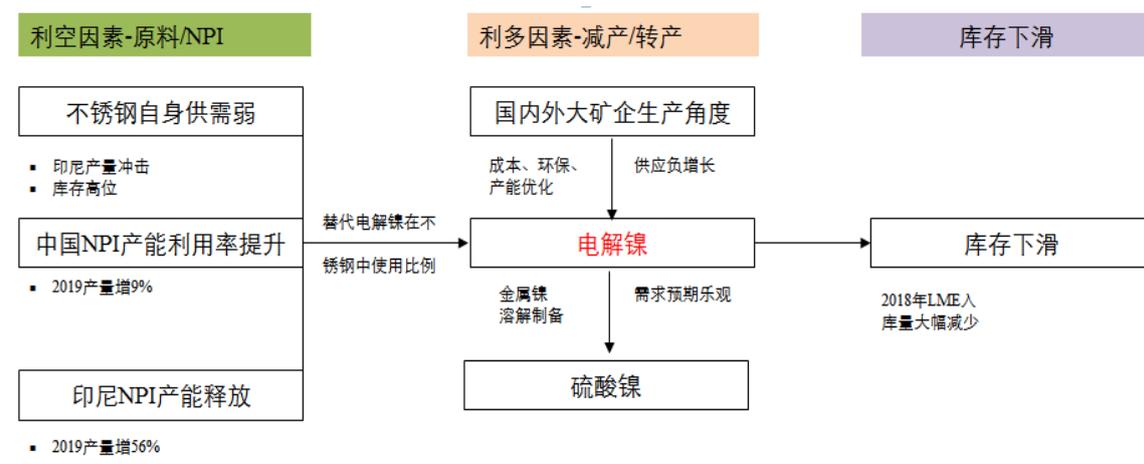
图 2: LME 镍升贴水季节性



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.电解镍供需博弈焦点

图 3: 电解镍供需博弈焦点



数据来源：兴证期货研发部

3. 基本面：精炼镍供应萎缩，驱动库存大幅下滑

3.1 海外主要上市企业精炼镍产量负增长

今年市场一直关注精炼镍需求端的变化，从三元电池正极材料对镍豆消耗预期的落空，不锈钢产业链 NPI 释放对精炼镍使用的替代，到不锈钢自身供需弱化对精炼镍需求的打压等等，但对精炼镍自身供应关注较少。

从我们追踪的 11 家海外镍相关上市企业来看，受制于成本、环保、硫化矿短缺、企业产能优化等因素影响，今年前三季度原生镍产量同比减少近-6%，从已公布的 2019 年主要企业产量预期看，明年海外企业镍产量难有大的改观。

更长周期看，由于 2012 年开始全球硫化矿开采冶炼及红土镍矿 HPAL 项目资本支出锐减，未来 3-5 年精炼镍供应很难出现回升。

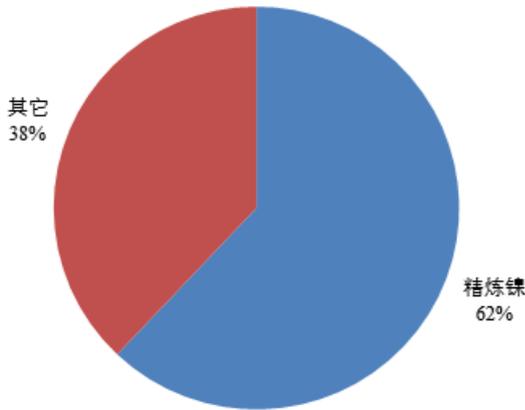
这是我们认为对 2019 年镍价不必过度悲观的主要逻辑点。

表 1：海外主要 11 家上市镍生产企业概况

公司	产量: 万吨	原料	工艺	产成品	地点	2017 产量分布
VALE	28.82	红土镍矿	HPAL	Nickel matte	印尼	Nickel matte: 7.31
		红土镍矿	HPAL	Nickel oxide Nickel hydroxide	新喀里多尼亚	4.03
		红土镍矿	RKEF	Ferronickel	巴西	Fe-Ni: 2.47
		硫化矿	火法冶金	镍板、镍精矿、 镍中间品等	加拿大	镍板等: 13.67
Norilsk	21.71	硫化矿	火法	电解镍 (板/块)	俄罗斯	15.74
		硫化矿	Sulphuric acid leaching (硫酸浸出)	镍 (板/块)、镍豆、镍粉 氢氧化镍、碳酸镍、硫酸镍	芬兰	5.97
Glenlore	10.91	硫化矿 (INO)		镍 (板/块) 镍精矿	加拿大 挪威	Ni: 5.7 Ni 精矿: 0.05
		红土镍矿 (murin murin)	HPAL	镍板/块	澳洲	Ni: 3.41
		红土镍矿 (Koniorbo)	RKEF	Ferronickel	新喀里多尼亚	Ferronickel: 1.75
SMM	9.92	红土镍矿	HPAL	Ni Ferronickel NiSO4	菲律宾、印尼、 新喀里多尼亚	Ni: 6.22 Fe-Ni: 1.4 NiSO4: 2.3
BHP	8.51	硫化矿 (对比 FQ 红土镍矿)	火法	镍豆/粉 镍硫 镍精矿	澳洲	镍豆/粉: 7.09 镍硫: 1.35 镍精矿: 0.07
Sherritt	6.70	红土镍矿	HPAL→精炼	电解镍 (Briquettes)	古巴、马达加斯加	6.7 (权益量:3 万吨)
ERAMET	5.92	红土镍矿	RKEF	Ferronickel	新喀里多尼亚	Ferronickel: 5.68
		外采 matte	湿法冶金	高纯镍、NiCl2	法国	高纯镍: 0.2412
Anglo American	6.98	红土镍矿	RKEF	Ferronickel Ni	巴西 南非	Ferronickel: 4.38 Ni: 2.6
South32	3.65	红土镍矿	RKEF	Ferronickel	哥伦比亚 (南美)	Ferronickel: 3.65
FQ	1.78	红土镍矿	PAL	MHP	澳洲	1.78
Antam	2.18	红土镍矿	RKEF	Ferronickel 镍矿	印尼	Ferronickel: 2.18 镍矿: 557.21 万湿吨
总计	107.08					
全球	204					

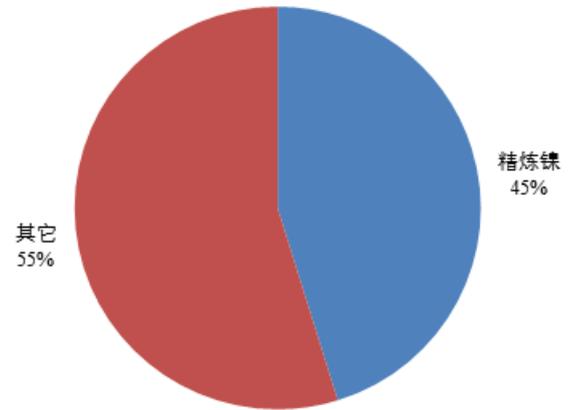
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 4：海外 11 家企业最终产品分布



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 5：全球精炼镍产量占原生镍比重 45%



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

3.1.1 三季度海外主要企业镍产量大幅下滑-11.37%，2019 年产量预期仍不乐观

三季度海外主要生产企业镍产量延续负增长，分企业来看，除了 Sherritt 产量稍有恢复外，其它企业产量悉数走低。

表 2：2018 年三季度全球主要上市公司镍产量同比大幅下滑 11.37%

公司名称	2018Q3	2017Q3	Q3 增量	Q3 同比	Q1-Q3 增量	Q1-Q3 同比
VALE	5.57	7.27	-1.7	-23.38%	-2.96	-14.09%
Norilsk	5.3739	5.4175	-0.0436	-0.80%	0.0182	0.12%
Glencore	2.87	2.95	-0.08	-2.71%	1.02	12.64%
SMM	1.71	1.92	-0.21	-10.94%	-0.4	-7.07%
BHP	2.14	2.33	-0.19	-8.15%	-0.08	-1.19%
Sherritt	1.6531	1.6216	0.0315	1.94%	-0.4662	-9.41%
ERAMET	1.41	1.47	-0.06	-4.08%	-0.17	-3.78%
Anglo American	1.71	1.82	-0.11	-6.04%	-0.32	-6.34%
South32	1.07	1.17	-0.1	-8.55%	0.22	7.21%
FQ	0	0.6325	-0.6325	-100.00%	-1.7837	-100.00%
Antam	0.6453	0.6486	-0.0033	-0.51%	0.345	21.81%
总计	24.1523	27.2502	-3.0979	-11.37%	-4.5732	-5.86%

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

VALE 受加拿大地区环保，以及调整自身产业布局等因素影响，三季度镍产量减少 1.7 万吨，减幅达到 23.38%。自今年二季度起 VALE 不断调低 2018 年产量预期，其最新投资者年会公布的 2018 年产量预期已经降至 24 万吨，相比年初的预期 26.3 万吨的预期，大幅下滑 2.3 万吨。虽然 2019 年产量预期稍有恢复，但增量仅为 0.4 万吨。

Glencore 三季度镍产量微幅下滑 2.71%。今年前三季度产量大幅增加 12.64%，主要是新喀里多尼亚地区 ferronickel 产量快速增长 (0.92 万吨)，公司在澳大利亚、加拿大、挪威的精炼镍产量基本没有增量 (0.1 万吨)。其最新公告显示，由于 INO 业务板块原料处理问题，以及 Koniambo 工厂产能提升不及预期，2018 年产量预期相较前期调低 0.6 万吨。2019 年产量预期恢复至 13.8 万吨，但增量大头仍然是 ferronickel，精炼镍产量预期基本不变。

Sherritt 三季度产量稍有恢复，但由于上半年古巴地区极端暴雨天气影响原料供应，以及三季度硫化氢供应出现问题，前三季度产量仍大幅下滑 9.41%。2018 年产量预期调低 0.125 万吨（年内第二次调低产量目标），至 6.725 万吨。

Norilsk 作为全球最大精炼镍生产企业，受企业产能布局变化影响，Polar 地区镍冶炼厂 2016 年 8 月开始彻底关闭。2018 年前三季度镍产量基本与 2017 年同期持平，受制于硫化矿开采难度增加，后期公司精炼镍产量很难大幅提升。

BHP 前三季度产量变化不大，其最新公布的 2019 财年产量目标与上年持平于 9.06 万吨，但由于公司正在布局三元电池材料硫酸镍业务（第一阶段 10 万吨产能已经开始建设，第二阶段 10 万吨在研究阶段），未来可提供外部市场的精炼镍将逐步下滑。

FQ（第一量子）因为亏损原因，2017 年 10 月开始就已经停止其在澳大利亚 Ravensthorpe 的镍钴中间品生产业务。从其最新公告来看，公司只有在镍价长期维持在 7 美元/磅（15432 美元/吨），项目预期实际收益率在 10.5% 的情况下才会重启镍钴中间品的生产，在目前镍价只有 11000 美元的情况下，预计 2019 年公司镍产量仍然为 0。

其它企业方面，ERAMET，Anglo American，South32，Antam，主要产品是 ferronickel。Anglo American 2.6 万吨精炼镍的产量主要是公司铂金业务的副产品，产量提升的概率不大。

整体看，已公布的 2019 年产量预期仍不乐观，在目前镍价相对低迷的情况下，基本不会有精炼镍新增产能的投放。

表 3: 海外主要企业 2019 年产量预期情况 (万金属吨)

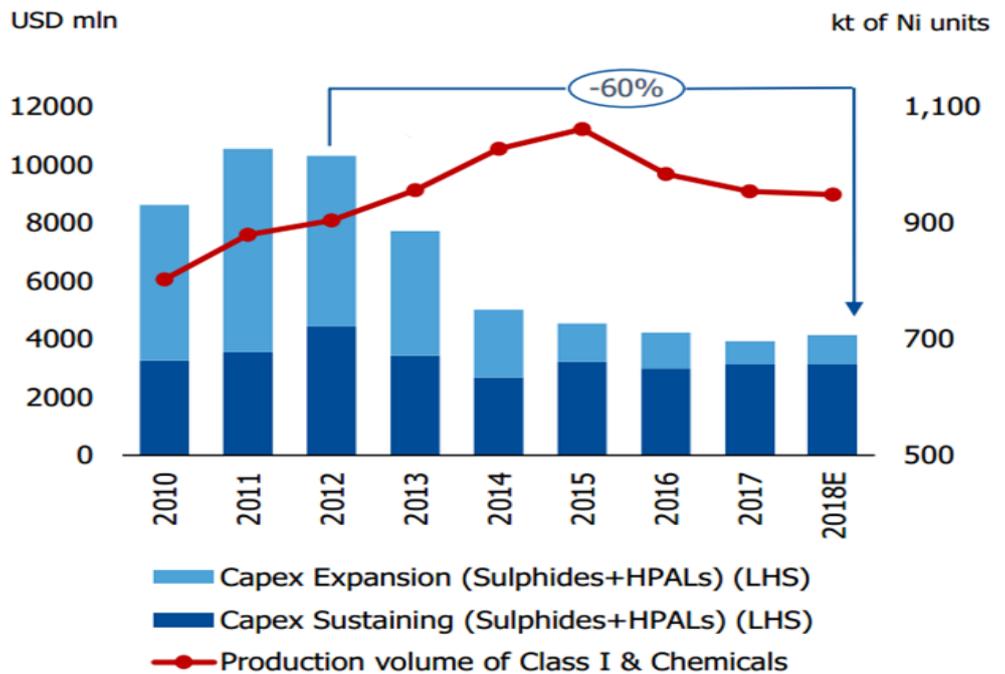
公司名称	镍地位	2017产量	2018年E	2019E
VALE	9.24%	28.82	24	24.4
Norilsk	25.19%	21.71	21.25	22
Glencore	0.93%	10.91	12.6	13.8
SMM	11.06%	9.92	9.92	-
BHP	2.50%	8.51	9.06	9.06
Anglo American	1.57%	6.98	6.9	-
Sherrit	43.02%	6.7	6.725	-
ERAMET	17.63%	5.92	5.92	-
South32	5.40%	3.65	4.38	4.05
Antam	36.30%	2.18	2.6	-
FQ	4.50%	1.78	0	0
小计	-	107.08	104.355	-

数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

3.1.2 长周期看, 硫化矿开采冶炼及红土矿高压酸浸项目 资本支出锐减, 制约未来 3-5 年电解镍产量释放

由于从 2012 年开始, 全球硫化矿开采冶炼及红土矿高压酸浸 (HPAL) 项目资本支出锐减, 制约未来 3-5 年电解镍产量大规模释放。结合公司层面近 1-2 年的产量预期, 我们认为电解镍的供应可能长期处于负增长状态, 这也将是长期支撑镍价的关键驱动之一。

图 6: 硫化矿开采冶炼及红土矿高压酸浸项目资本支出锐减 60%

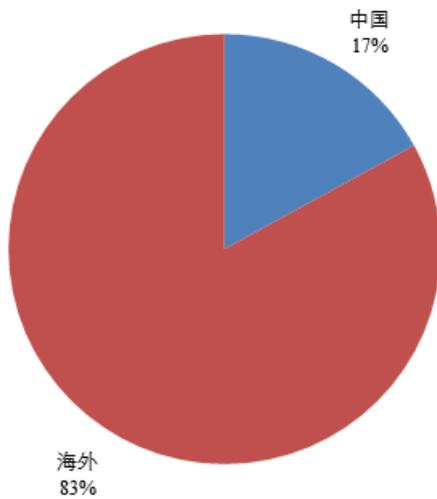


数据来源: Norilsk 公告, 兴证期货研发部

3.2 国内精炼镍产量连续 4 年负增长

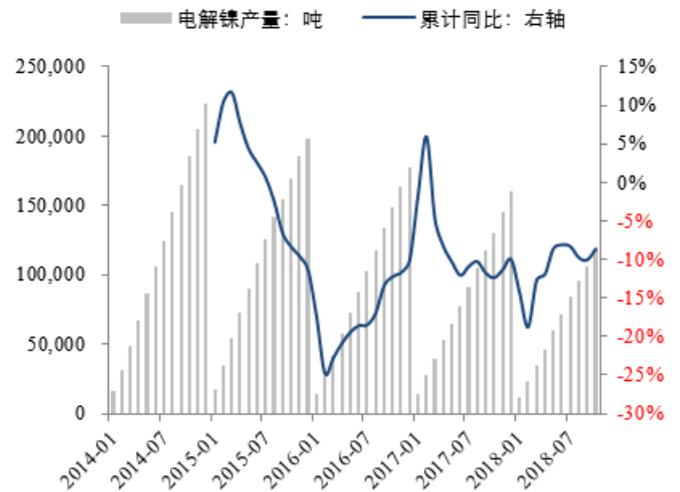
国内目前在产电解镍的仅 2-3 家企业，甘肃金川集团独大，2017 年生产 13.51 万吨，占全国产量 85%。受制于硫化矿原料不足，冶炼亏损等因素，部分企业逐步退出市场，国内电解镍产量自 2015 年开始负增长，今年 1-10 月电解镍累计生产 11.92 万吨，同比下滑 8.63%。往后看，在当前镍价低迷，硫化矿开采难度增加及冶炼成本高企的情况下，2019 年国内精炼镍产量大概率维持负增长。

图 7：中国精炼镍产量占全球 17%



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 8：国内精炼镍产量连续 4 年负增长



数据来源：SMM，兴证期货研发部

表 4：金川集团未来产量预期（万吨）

产品名称	2017 年	2018 年预计	2019 年预计
电解镍	13.5	13.5	14
镍生铁	0	0	2
硫酸镍	5	7	9.5

数据来源：金川集团，兴证期货研发部

3.3 NPI 高速释放抑制精炼镍在不锈钢中使用量

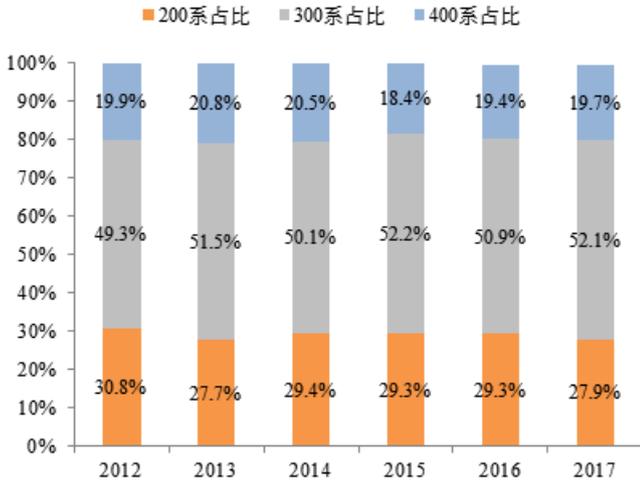
不锈钢是特钢的一种。不锈钢是指在空气、水、酸碱盐或其它腐蚀介质中具有一定化学稳定性的钢的总称。不锈钢具有良好的耐腐蚀性能是由于在钢基中加入铬（12%以上）所致，并通过加入镍、钼等进一步提高耐腐蚀性能和改善加工使用性能。

不锈钢一般分为 200 系，300 系，400 系。其中 400 系基本不含镍元素，200 系含镍量一般在 6% 以下，300 系含镍量最高，一般在 8% 左右，所以分析

不锈钢对镍的需求一般主要分析 200 系与 300 系不锈钢生产状况。

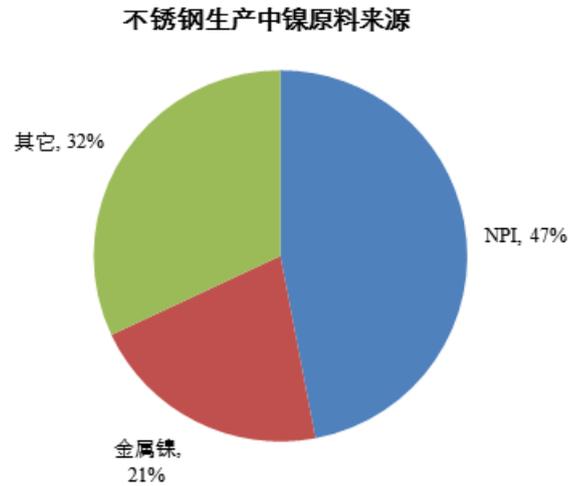
不锈钢中镍原料主要来自 NPI, Ferronickel, 金属镍, 废不锈钢, 其它镍中间产品。据 SMM 数据, 中国不锈钢生产中的镍原料有 21% 来自金属镍, 47% 来自于 NPI。

图 9: 中国各系不锈钢产量占比



数据来源: 中国特钢企业协会, 兴证期货研发部

图 10: 不锈钢生产中镍原料来源

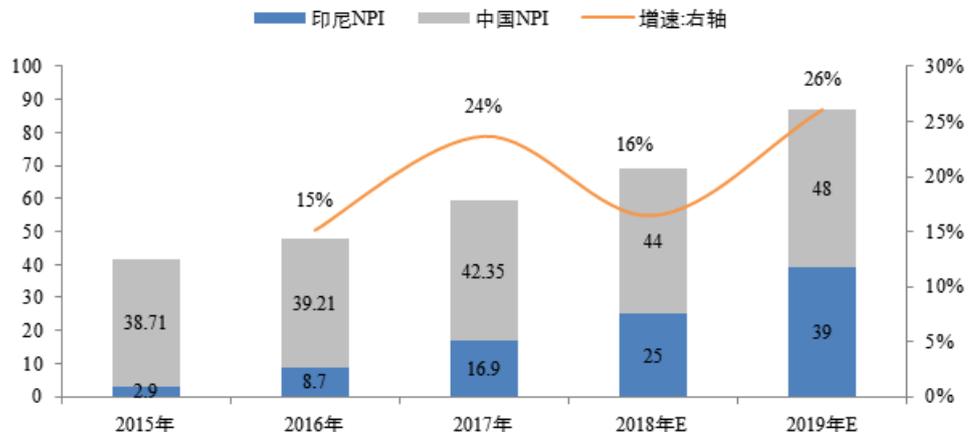


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

随着印尼青山, 德龙, 金川等企业的 NPI 项目, 以及国内鑫海 8 台 48000KVA 炉子在年末到明年地逐步投产, 2019 年 NPI 产量释放仍维持较高增速。据 SMM 数据, 2019 年预期国内 NPI 产量增加 4 万金属吨, 印尼会大幅增加 14 万吨, 至 39 万吨金属量。中国与印尼两国明年 NPI 整体的产量增速仍在 26% 左右。

随着印尼 NPI 回流至国内, NPI 对精炼镍在不锈钢生产中替代力度预期逐步加大, 预计 2019 年金属镍在国内不锈钢领域的消费量会下降近 6 万吨, 至 20 万吨左右。

图 11: 预期 2019 年 NPI 产量仍维持高速增长 (万金属吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

表 5: 2019 年印尼主要 NPI 生产企业产能投放预期 (万金属吨)

企业名称	工艺	已有产能	设备	待投产产能	预计投产时间
青山集团	RKEF	17.82	20 台 33000KVA	Morawali;4 台 33000KVA; Weda Bay:12 台 42000KVA (与振石及 Eramet 集团合资)	Morawali: 2018 年年底; WedaBay:2020 年上半年
德龙镍业	RKEF	7.5	10 台 33000KVA	5 台 33000KVA; 远期规划: 15 台 33000KVA	5 台 33000KVA 2018 年年底投产
新兴铸管	RKEF	3	4 台 33000KVA	-	-
金川集团	RKEF	0	-	4 台 33000KVA	2019 年上半年

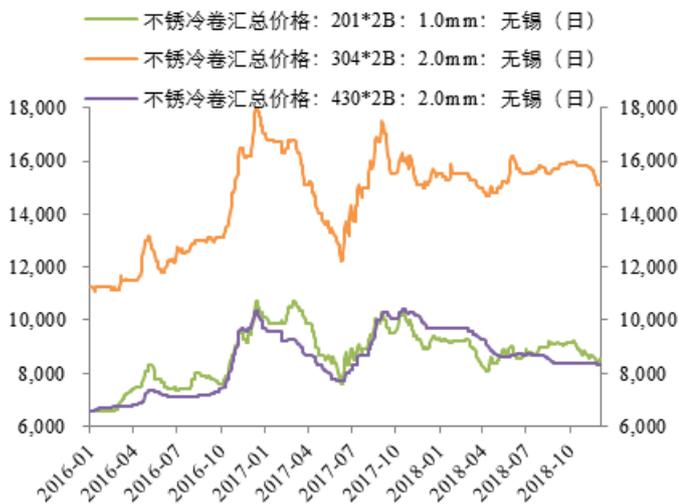
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3.4 不锈钢自身供需偏弱, 社会库存季节性高位

不锈钢产销不乐观, 库存位于近几年高位。随着印尼青山、德龙等企业不锈钢产量释放, 进口到国内, 国内不锈钢供给压力不断加大。明年印尼仍有 110 万吨左右的产量增量, 预计对国内不锈钢基本面的冲击仍会继续加大。反观需求端, 国内汽车, 家电表现弱势, 不锈钢消费疲软, 导致不锈钢库存持续攀升。

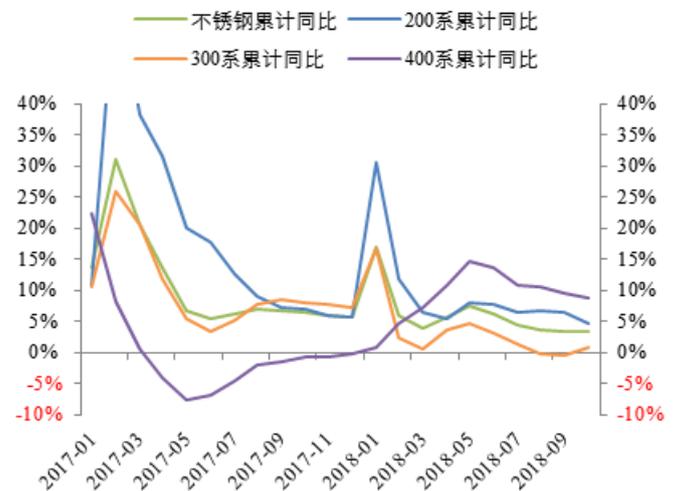
虽然国内部分不锈钢生产企业迫于亏损压力有减产意向, 但目前仍未发生实质性减产, 预计明年不锈钢供需难出现大的改观, 对精炼镍的需求难言好转。

图 12: 不锈钢现货价格弱势 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

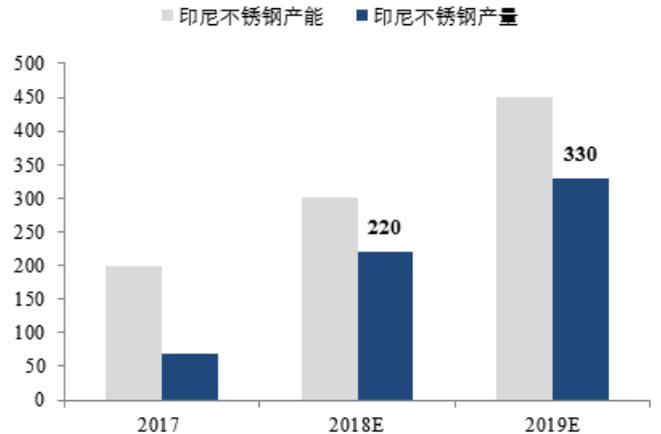
图 13: 1-10 月国内 300 系不锈钢产量累计同比 0.81%



数据来源: 钢联数据, 兴证期货研发部

图 14: 国内进口不锈钢翻倍 (吨)

图 15: 印尼不锈钢产量高速增长 (万吨)

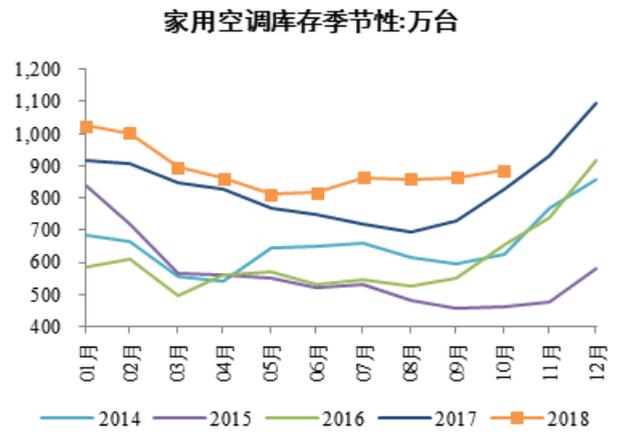
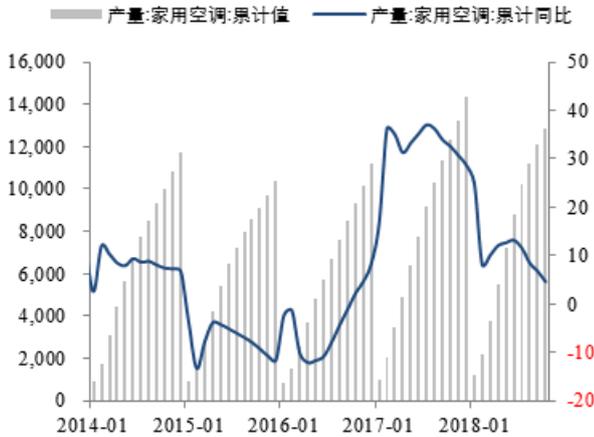


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 16: 10月单月产量同比大幅下滑 20.40%

图 17: 空调库存季节性高位

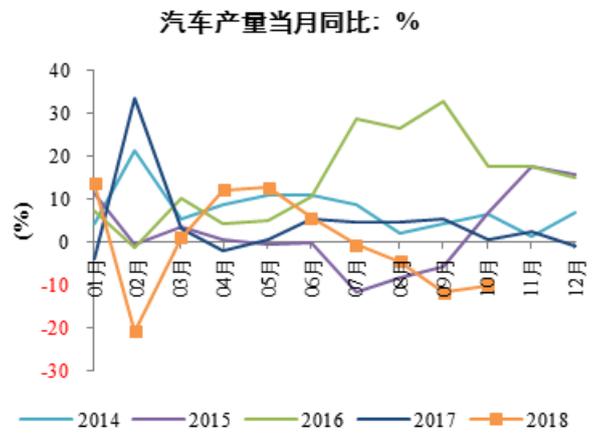
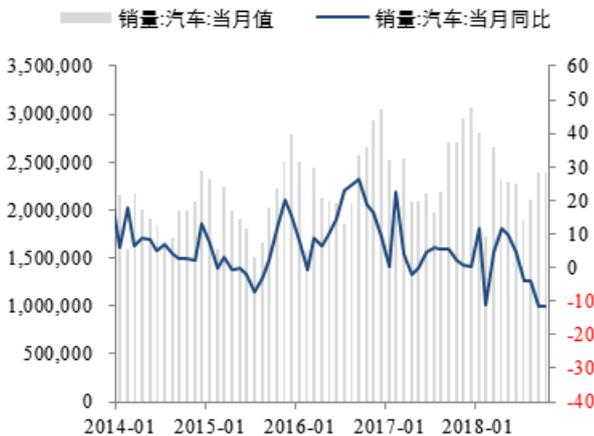


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 汽车销量低迷

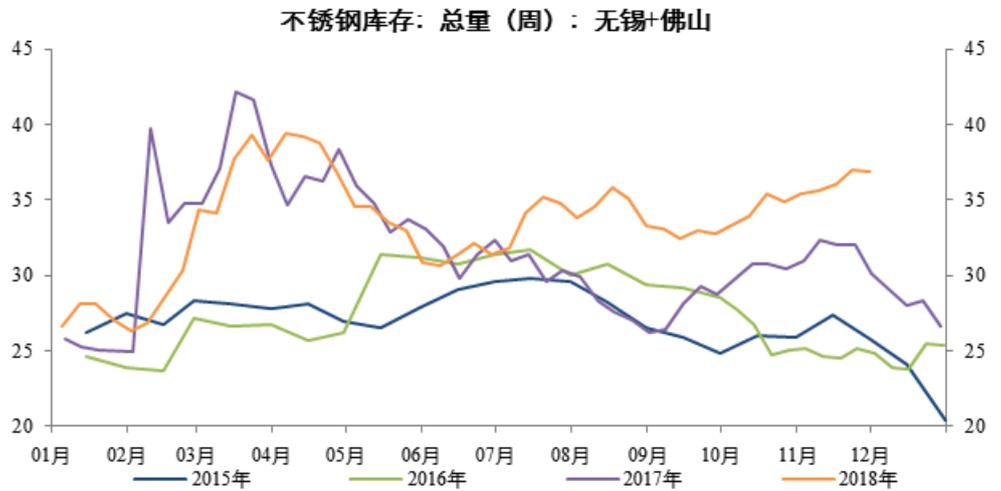
图 19: 9/10月汽车产量连续两月出现-10%以上负增长



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20：不锈钢社会库存季节性高位（万吨）



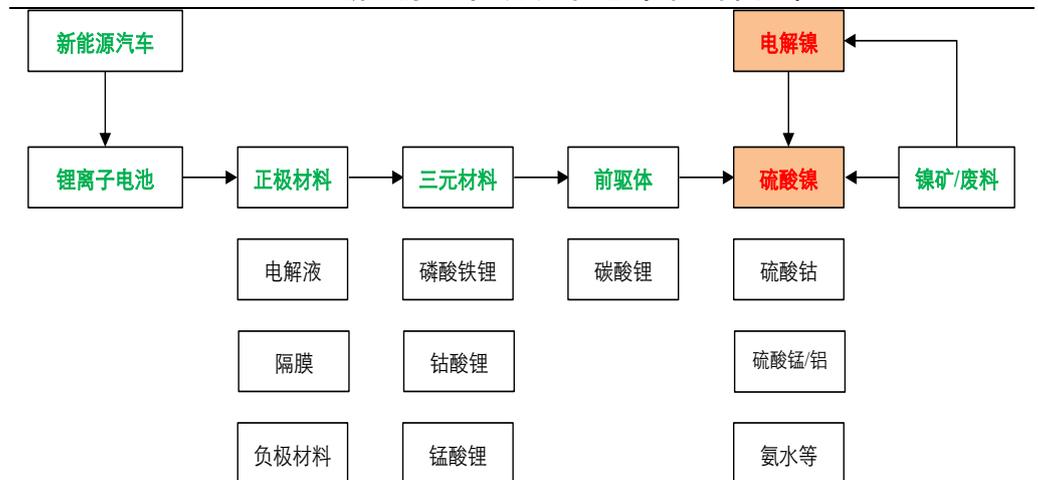
数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

3.5 新能源汽车电池材料驱动的精炼镍消费预期放缓

受环保及下游新能源三元电池产业链发展放缓影响，1-10月硫酸镍累计产量仅为34.31万吨，折合金属量7.55万吨，同比去年增36%，远低于年初预计的接近翻倍的增速。预计2018年通过精炼镍溶解制备硫酸镍消耗的镍金属仅为2.4万吨，2019年虽然仍维持高速增长，但对镍的消耗增量有限，SMM预计2019年国内硫酸镍消耗的金属镍大约3.2万吨，同比2018年增量不足1万吨。

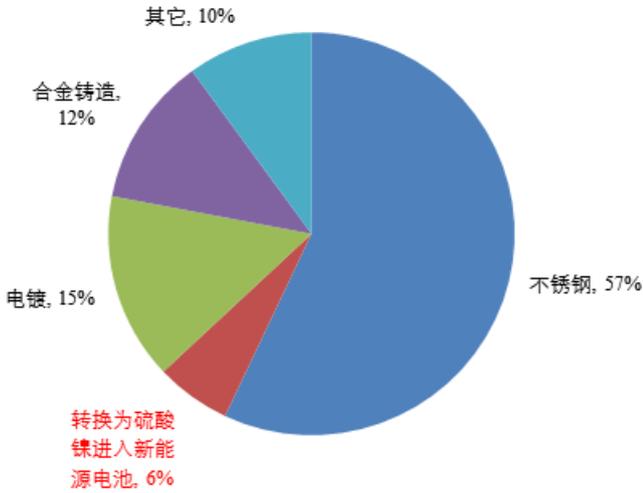
但中长期看，随着高镍三元电池安全、成本、技术等瓶颈逐步解决，新能源汽车产业驱动的电解镍消耗增量将逐步得到体现。相对其它镍原料，利用电解镍豆溶解制备硫酸镍生产流程短，成本相对低廉。

图 21：新能源汽车-硫酸镍-电解镍逻辑路线



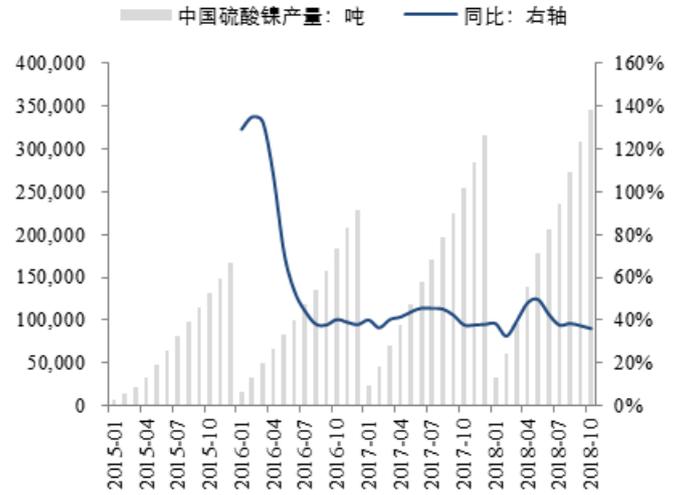
数据来源：公开资料，兴证期货研发部

图 22：2018 年中国精炼镍使用分布



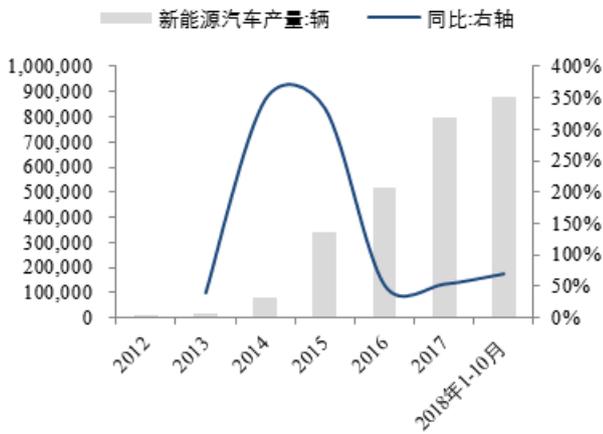
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 23：1-10 月硫酸镍产量 34.51 万吨，同比增长 36%，不及预期



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 24：1-10 月新能源汽车产量同比增长 70%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 25：新能源汽车产量结构



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.6 库存下滑：入库量急剧萎缩

LME 镍库存从去年末的 36.78 万吨，下降至目前 21 万吨附近，下降幅度高达 42.66%。其中 6/7/8 三个月单月下降幅度都在 6% 以上。

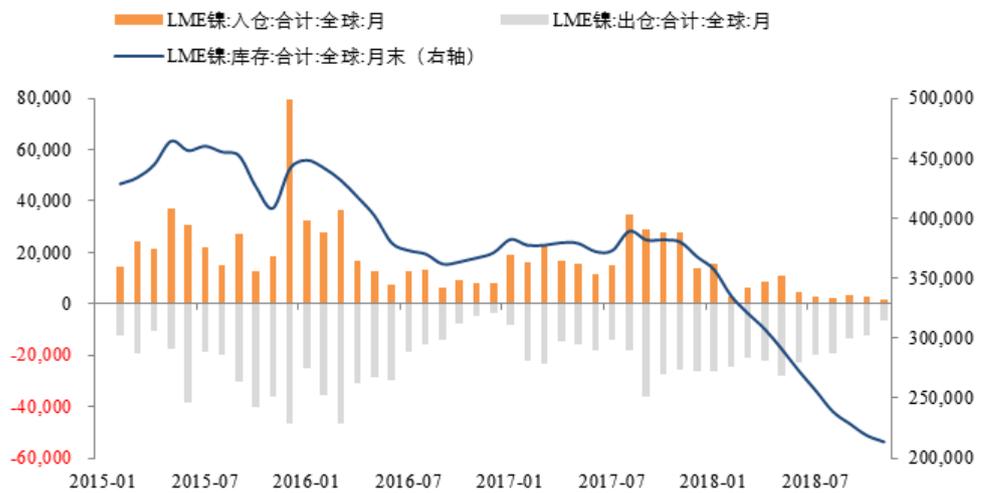
分解来看，LME 库存下降的最要原因是入库量的大幅下降，今年 1-11 月每月入库量平均只有 4592 吨，同比去年大幅下滑 78.70%，其中 10/1 月两个月每月的入库量锐减，11 月当月入库仅为 1326 吨，同比去年大幅减少 95%。入

库量的大幅下滑，前文分析的精炼镍产量持续下滑吻合，我们认为 LME 库存下滑的主要驱动是全球精炼镍供应出现实质性减产，根据我们对明年精炼镍产量仍不乐观的判断，预计 2019 年 LME 镍库存将延续下滑。

出库方面，今年 1-11 月每月出库平均 18936 吨，同比去年减少 12.13%。进入下半年，随着 NPI 对精炼镍需求替代，硫酸镍消耗镍增速下滑，以及在镍价下跌过程中投机备货需求的萎缩，精炼镍出库迅速下降，11 月出库量只有 6618 吨，比全年同期减少 76%。

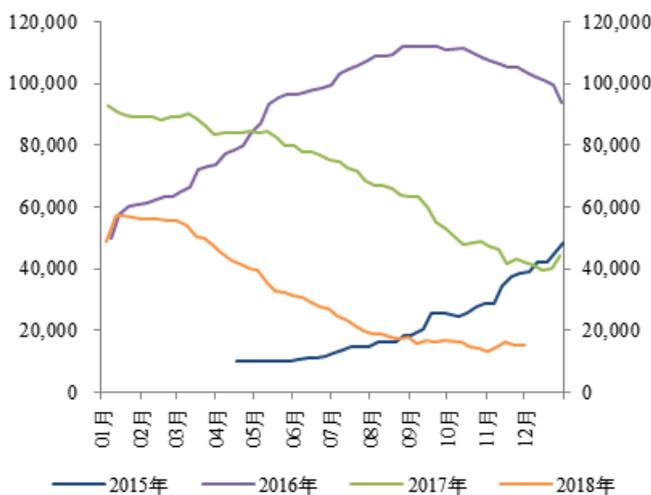
结合 LME 电解镍出入库来看，目前镍供需两弱，全球电解镍产量负增长是 LME 库存持续下滑的主要驱动力，这也是我们认为对未来镍价不必过度悲观的主要逻辑支撑点。

图 16: 入库量急剧萎缩主导 LME 库存大幅下滑 (吨)



数据来源：公开资料，兴证期货研发部

图 27: 上期所库存低位 (吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 28: 保税区库存 (万吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 结论：精炼镍供应下滑，镍价不悲观

1. 全球精炼镍产量下滑

海外主要上市企业精炼镍产量负增长。从我们追踪的 11 家海外镍相关上市企业来看，受制于成本、环保、硫化矿短缺、企业产能优化等因素影响，今年前三季原生镍产量同比减少近-6%，从已公布的 2019 年主要企业产量预期看，明年海外主要企业镍产量仍不乐观。更长周期看，由于 2012 年开始全球硫化矿开采冶炼及红土镍矿 HPAL 项目资本支出锐减，未来 3-5 年精炼镍供应很难出现回升。这是我们认为对 2019 年镍价不必过度悲观的主要逻辑点。

国内精炼镍产量连续 4 年负增长。受制于硫化矿原料不足，冶炼亏损等因素，国内部分企业逐步退出精炼镍冶炼市场，国内电解镍产量自 2015 年开始负增长，今年 1-10 月电解镍累计生产 11.92 万吨，同比下滑 8.63%。往后看，在当前镍价低迷，硫化矿开采难度增加及冶炼成本高企的情况下，2019 年国内精炼镍产量大概率维持负增长。

2. 不锈钢产业链对精炼镍消耗预期下滑

NPI 高速释放抑制精炼镍在不锈钢中使用量。2019 年预期国内 NPI 产量增加 4 万吨，至 48 万吨金属量。印尼大幅增加 14 万吨，至 39 万吨金属量。中国与印尼两国明年 NPI 整体的产量增速仍在 26% 左右。随着印尼 NPI 回流至国内，NPI 对精炼镍在不锈钢生产中替代力度逐步加大，预计 2019 年金属镍在国内不锈钢领域的消费量会下降近 6 万吨，至 20 万吨左右。

不锈钢自身供需偏弱，对精炼镍的需求难言好转。随着印尼青山、德龙等企业不锈钢产量释放，进口到国内，国内不锈钢供给压力不断加大。明年印尼仍有 110 万吨左右的产量增量，预计对国内不锈钢基本面的冲击仍会继续加大。反观需求端，国内汽车，家电表现弱势，不锈钢消费疲软，导致不锈钢库存持续攀升。虽然国内部分不锈钢生产企业迫于亏损压力有减产意向，但目前仍未发生实质性减产，预计明年不锈钢供需难出现大的改观，对精炼镍的需求难言好转。

3. 新能源汽车电池材料驱动的精炼镍消费预期放缓。

预计 2018 年通过精炼镍溶解制备硫酸镍消耗的镍金属仅为 2.4 万吨，2019 年虽然仍维持增长，但对镍的消耗增量有限，SMM 预计 2019 年国内硫酸镍消耗的金属镍大约 3.2 万吨，同比 2018 年增量不足 1 万吨。但中长期看，随着高镍三元电池安全、成本、技术等瓶颈逐步解决，新能源电池产业驱动的电解镍消耗增量将逐步得到体现。

4. 入库量急剧萎缩，驱动 LME 镍库存大幅下滑。

LME 库存下降的最主要原因是入库量的大幅下降，今年 1-11 月每月入库量平均只有 4592 吨，同比去年大幅下滑 78.70%，其中 10/11 月两个月每月的入库量锐减，11 月当月入库仅为 1326 吨，同比去年大幅减少 95%。入库量的大幅下滑，与前文分析的精炼镍产量持续下降吻合，我们认为 LME 库存下滑的主要驱动是全球精炼镍供应出现实质性减产，根据我们对明年精炼镍产量仍不乐观的判断，预计 2019 年 LME 镍库存将延续下滑。

综上，虽然 2019 年不锈钢领域，以及硫酸镍消耗金属镍的增量不太乐观，但我们认为全球精炼镍已经发生实质性减产，且由于硫化矿开采冶炼及红土镍矿 HPAL 项目资本支出从 2012 年开始大幅下滑，未来 3-5 年精炼镍供应大概率维持负增长，我们认为对 2019 年镍价不应太过悲观。仅供参考。

5. 风险提示

中美贸易摩擦再起波澜；NPI 产量超预期释放；不锈钢基本面持续恶化。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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作任何保证，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。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。