

2023年10月10日



供应增量与成本博弈

镍价弱勢震荡

核心观点及策略

- 镍矿，镍价下挫，矿价亦受到压力，另外十一长假之后海运费下滑，镍矿价格本月或迎来调整。
- 精炼镍，对于未来纯镍供应我们仍然保持放量预期，节奏上短期在硫酸镍制精炼镍因利润几无，可能产量放量有一定放慢，但大方向上增量预期不变。
- 镍铁，镍铁议价区间受产业链上下游双重挤压有所下移，不过成本支持加上十月传统消费旺季尚存预期铁厂仍存挺价心态，镍铁下方空间预计不大。
- 需求，十月份终端订单一般，加上不锈钢利润倒挂，部分钢厂计划减产，未来不锈钢或供需双减。
- 综上，宏观面美联储年内是否再加息尚有较大不确定性，美指连续上行，海外宏观仍有压力。国内8月经济数据出现好转，政策持续作用预期较高，宏观外弱内强延续。基本面纯镍供应持续放量可能令镍库存去库依旧不畅。不过镍价经历大幅下挫之后，成本支撑或有显现。消费端不锈钢利润亦大幅下挫，十月已有减产计划。整体，十月供需表现预计偏弱，不过成本支撑渐显，我们看好镍价偏弱震荡。
- 预计10月份沪镍主力在145000-165000元/吨之间；伦镍03波动区间在18000-19800美元/吨
- 风险点：美联储政策转向，印尼镍矿影响升级

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

目录

一、行情回顾.....	4
二、基本面分析.....	5
1、印尼镍矿配额问题发酵，镍矿价格回升.....	5
2、电积镍新增产能大概率正常排产，纯镍产量稳定增加.....	6
3、印尼扰动，镍铁价挺.....	7
4、硫酸镍止跌有余，反弹不足.....	9
5、国内库存缓增，未来仍有增加预期.....	9
6、原料价格上涨挤压利润，9月不锈钢排产受影响.....	10
三、行情展望.....	11

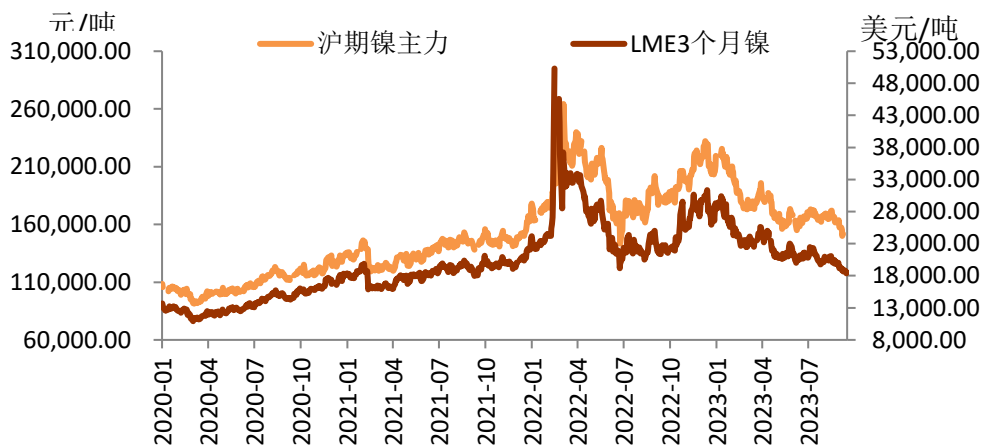
图表目录

图表 1 镍期货价格走势.....	4
图表 2 镍现货升贴水走势.....	4
图表 3 镍矿进口情况.....	5
图表 4 自菲律宾进口镍矿累计值.....	5
图表 5 镍矿价格.....	6
图表 6 镍矿港口库存.....	6
图表 7 中国电解镍累计产量.....	7
图表 8 中国电解镍当月产量.....	7
图表 9 中国精炼镍进口量.....	7
图表 10 中国自俄罗斯精炼镍进口量.....	7
图表 11 中国镍铁进口量.....	8
图表 12 中国自印尼镍铁进口量.....	8
图表 13 镍铁库存.....	8
图表 14 镍铁价格走势.....	8
图表 15 交易所库存变化情况.....	9
图表 16 保税区镍库存情况.....	9
图表 17 不锈钢产量情况.....	10
图表 18 300 系不锈钢产情况.....	10
图表 19 不锈钢价格情况.....	11
图表 20 不锈钢库存情况.....	11

一、行情回顾

9月镍价先扬后抑，月初国内宏观政策暖风频吹，海外印尼镍矿问题仍未解决，市场多头氛围有所聚集，月初镍价一度小幅反弹至173780元/吨。为最近三个月新高，但是高位并未持续太久，消费支持不足，镍社库及仓单库存皆出现累库，镍价自高位震荡回落，月中一度在16万整数关口震荡，不过月底，伴随海外美联储鹰派不断，美指接连走高，原油下挫拖累大宗商品集体下行，镍价月底加速下跌，至15万关口，月末报收15910元/吨，跌7.67%。海外伦镍仍然表现相对沪镍偏弱，9月上旬包吃在21000美元/吨附近震荡，其后伴随美指不断小幅上涨，伦镍连续阴跌，创年内新低18330美元/吨，月底收18665美元/吨，本月伦镍跌1685美元/吨，跌幅8.28%。

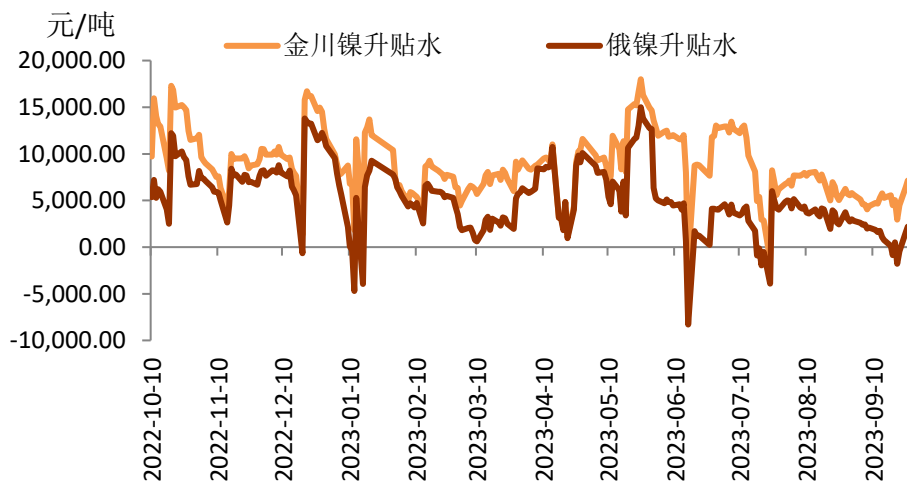
图表1 镍期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2023年9月份，镍现货升水继续回落，尤其俄镍月中货源充裕情况下一度最大贴水1800元/吨，金川镍升贴水相对坚挺，月内最低升水2950元/吨，最高升水7150元/吨。

图表2 镍现货升贴水走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

二、基本面分析

1、镍价低迷海运费下行，镍矿难以持续坚挺

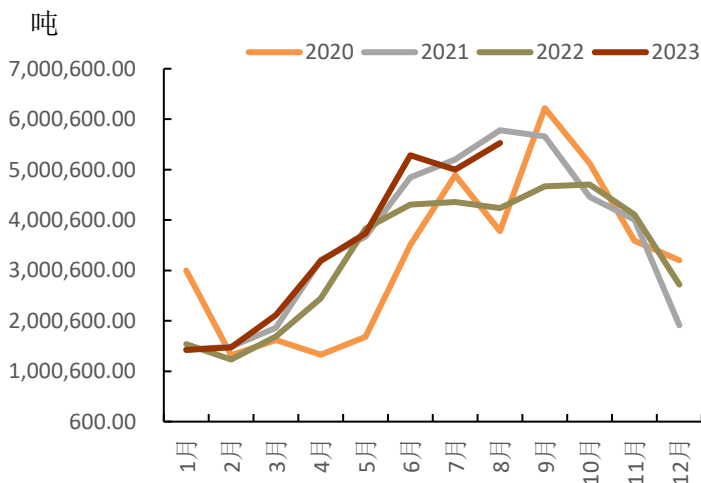
9月镍矿价格涨势趋缓高位震荡为主，月底价格稍有承压，截止月底菲律宾镍矿1.5%CIF均价65美元/吨，较上月底涨4美元/湿吨；0.9%镍矿33美元/湿吨，较上月底跌4.5美元/湿吨；1.8%品味镍矿价格94美元/吨，较上月底涨4.5美元/湿吨。印尼RKAB事件尘埃落定，矿端上涨动力一定程度上削弱，不过因为临近菲律宾雨季9月份备货采购需求依然较浓，矿山报价较挺。

8月镍矿进口量仍于高位，正处于国内补库周期，进口量高基本符合预期。据中国海关数据统计8月中国进口镍矿552.72万吨（海关数据干湿混合），环比增幅10.1%，同比增幅27.4%。自菲律宾进口镍矿量488.76万吨，环比增加10.2%，同比增加28.6%。2023年1-8月，中国镍矿进口总量2778.2万吨，同比增加16.4%。自菲律宾进口镍矿总量2371.0万吨，同比增加20.6%。

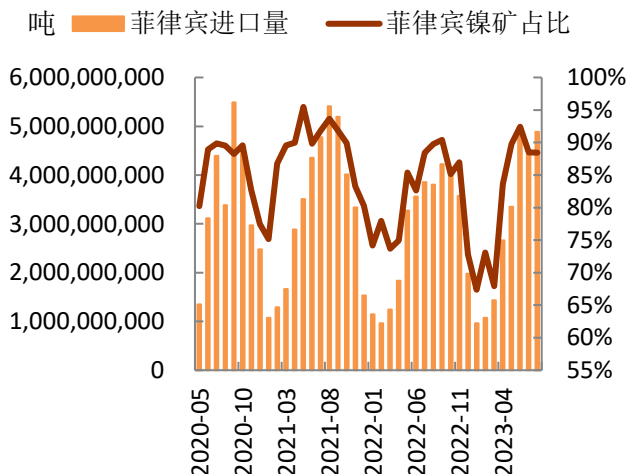
库存方面，据SMM，到9月底，全国七大港口镍矿库存较8月底+33.8万湿吨至382.8万湿吨。国内港口库存呈增加趋势，主要为国内工厂常规冬储备库，但同比来看，受到镍价低迷及印尼大量镍铁进口的冲击，镍矿备库情况不及往年。

展望未来，因镍价9月底10月初大幅下挫，矿价亦受到压力，另外十一长假之后海运费下滑，镍矿价格本月或迎来调整。进口量方面，镍矿主供应国菲律宾雨季来临的出货量大概率迎来腰斩，国内主流港口到货也将下滑。

图表3 镍矿进口情况

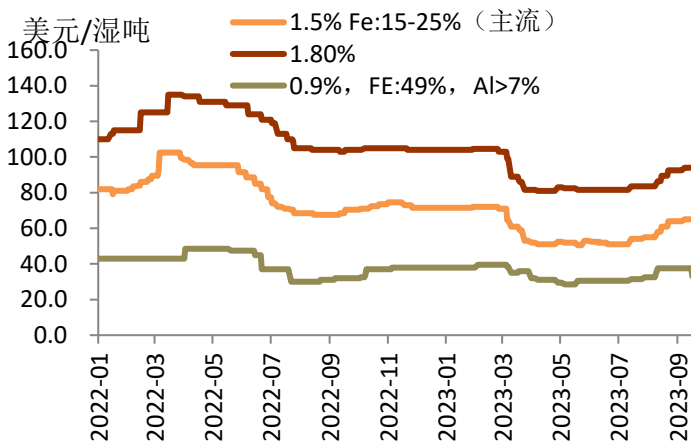


图表4 自菲律宾进口镍矿累计值



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 镍矿价格



图表 6 镍矿港口库存



资料来源：SMM，铜冠金源期货

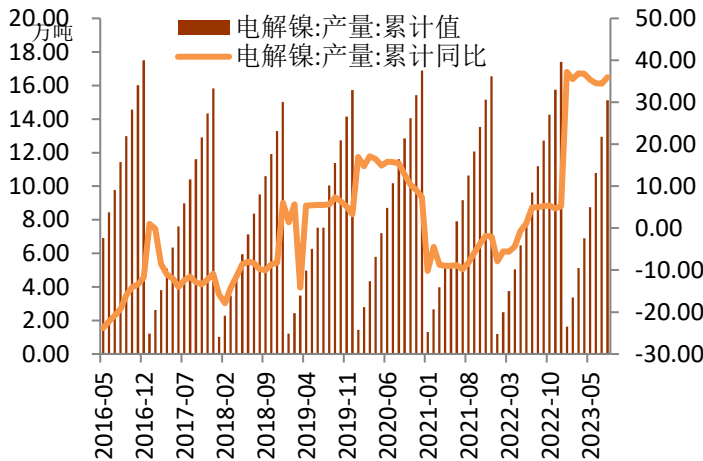
2、纯镍供应放量预期不改，关注放量节奏

电积镍产量延续爬坡状态，据上海有色网调研，8月全国精炼镍产量共计 2.18 万吨，环比上调 0.93%，同比上升 40.65%，西北及华东两家镍冶炼厂贡献主要产量增量。预计 2023 年 9 月全国精炼镍产量继续小幅上行。

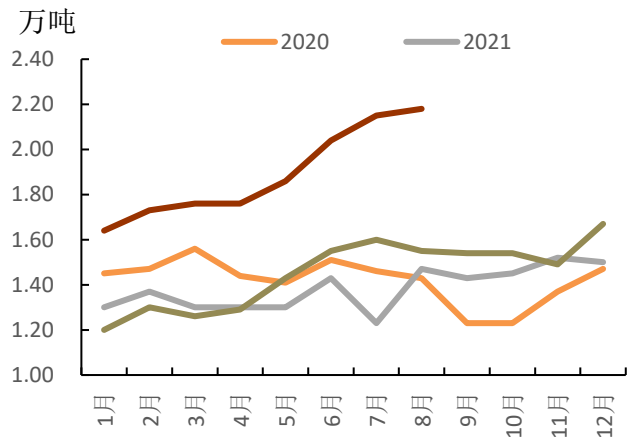
进口方面，消费疲软加上国内电积镍放量，对俄镍需求产生替代，纯镍进口及清关量出现明显下降，8月中国精炼镍进口量 6863.115 吨，环比减少 2833 吨，降幅 29.22%；同比减少 4619 吨，降幅 40.23%。其中报关后进入国内市场 1676.836 吨，留存于保税区 5186.279 吨；报关净进口量 1675.846 吨，环比增加 3.10%。2023 年 1-8 月，中国精炼镍进口总量 64147.268 吨，同比减少 41928 吨，降幅 39.53%。

对于 2023 年四季度纯镍供应我们仍然保持放量预期，节奏上可能有快有慢，整体增加方向不变。针对当下需关注镍价大幅下跌，但硫酸镍现行止跌，硫酸镍制电积镍工艺利润或被压缩，可能阶段性影响部分供应增量。

图表 7 中国电解镍累计产量

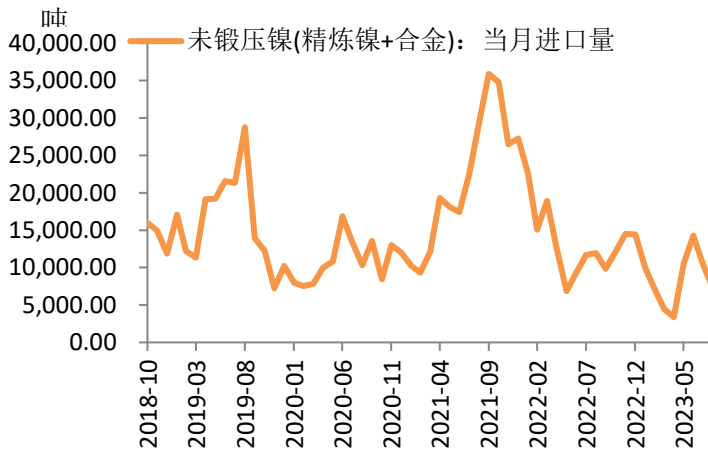


图表 8 中国电解镍当月产量季节性

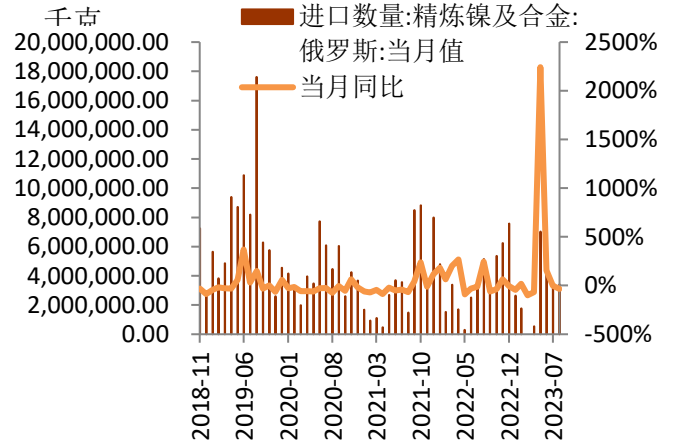


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 中国精炼镍进口量



图表 10 中国自俄罗斯精炼镍进口量



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

3、缺乏消费支持，镍铁高价独木难支

8 月份镍铁产量内增外减。国内 8 月全国镍生铁产量为 3.47 万镍吨，79.9 万实物吨，实物吨环比上升 4.32%，金属吨同比增幅 3.99%。8 月份镍矿配额事件发酵，镍铁价格一路上行，根据 25 天前矿价利润计算，镍铁生产利润空间逐渐扩大，8 月期间镍铁产量出现小幅抬升。印尼矿紧镍铁总产量环比下滑 5.1%至 11.81 万吨。预计 2023 年 9 月全国镍生铁产量环比稳定。印尼矿资源吃紧，矿价走高，成本上抬，部分铁厂据悉有亏损减产，预计镍铁产量将有下滑。

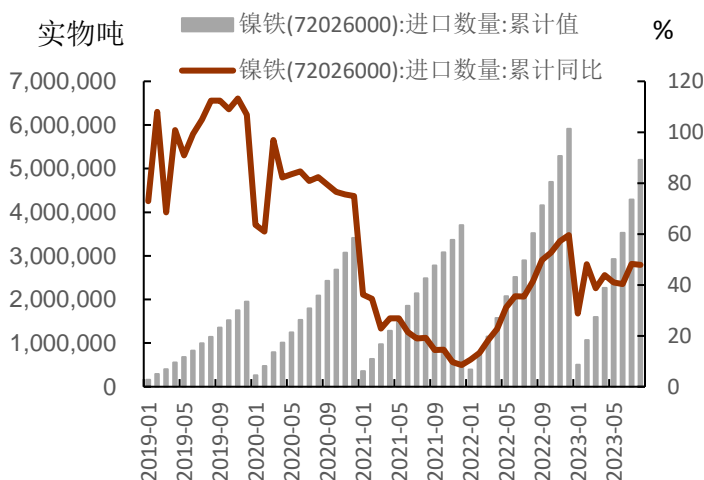
进口方面，7 月台风天气，海运停滞。印尼镍铁集中 8 月到货。2023 年 8 月中国镍铁进口量 91 万吨，环比增加 14.9 万吨，增幅 19.6%；同比增加 28.5 万吨，增幅 45.6%。其中，8 月中国自印尼进口镍铁量 86.7 万吨，环比增加 13.7 万吨，增幅 18.7%；同比增加 28.4 万

吨，增幅 48.8%。2023 年 1-8 月中国镍铁进口总量 519.6 万吨，同比增加 170 万吨，增幅 48.6%。其中，自印尼进口镍铁量 484.5 万吨，同比增加 163.9 万吨，增幅 51.1%。

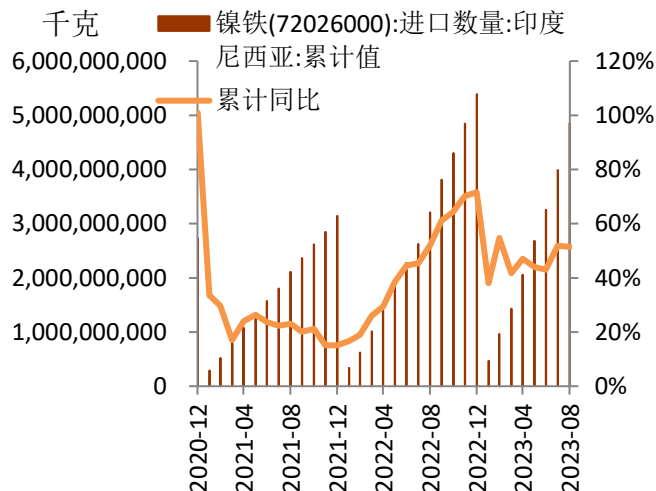
印尼铁厂暂未有因为缺矿而停产的消息，暂时看不到供应扰动，镍铁价格更多是因成本走高而上行。从去年八月份开始，镍铁单月过剩量级就达到 2.5 万吨金属量，在持续性的过剩下，镍铁无论是厂库还是贸易商库存预计都比较富余，暂时镍铁供需仍然过剩。

后市，我们认为镍铁价格难再有大幅上行空间了。十一节前，镍铁议价区间受产业链上下游双重挤压有所下移叠加节前沪镍大幅下挫拖累，镍铁价格已出现一定下探，不过镍铁价格依旧处于高位，成本加上铁厂仍存挺价心态，以及十月传统消费旺季尚存预期，镍铁下方空间预计不大。

图表 11 中国镍铁进口量

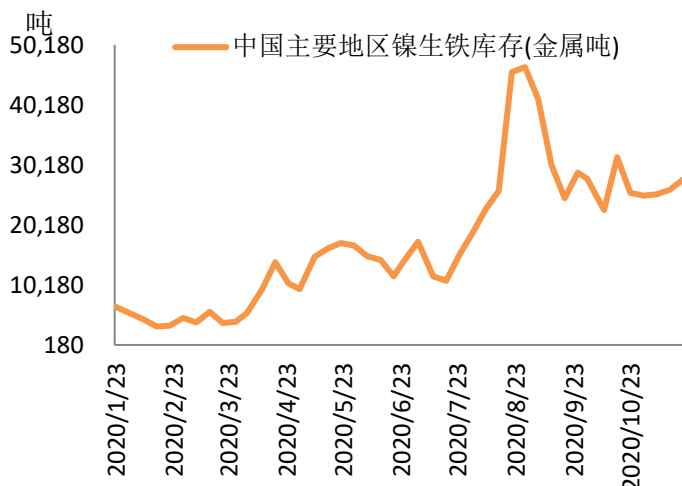


图表 12 中国自印尼镍铁进口量

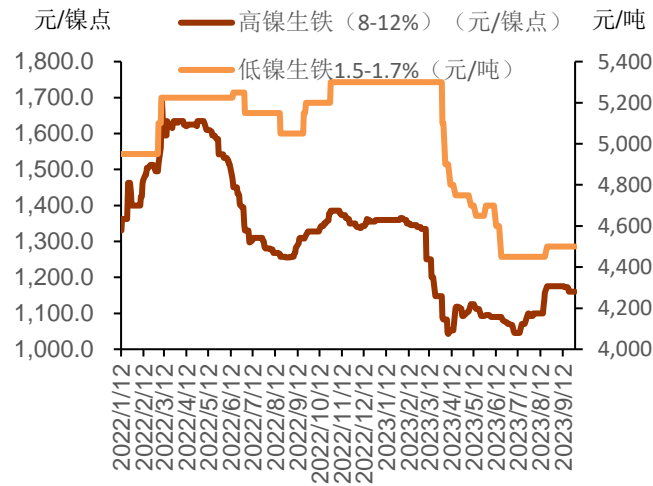


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 13 镍铁库存



图表 14 镍铁价格走势



资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

4、硫酸镍仍有高位预期，但上方空间有限

9月硫酸镍价格继续上行，当月原料供应偏紧格局无改，成本支撑明显，加上国庆小长假节前备货，硫酸镍价格持续缓慢上行。不过9月底价格上涨稍有阻碍，因镍价大幅下行，电镍端对硫酸镍的采购活跃度走弱。9月底，SMM 电池级硫酸镍价格 32100-32800 元/吨。

产量方面，2023年8月份全国硫酸镍产量为4.2万金属吨，全国实物吨产量19.3万实物吨，环比增加5.12%，同比增长30.5%。增量不及7月。8月三元前驱体环比7月增长4%左右，本月硫酸镍产量增量仍主要来源于一体化大厂前驱体产量的增量带动，本月小厂产量较上月持稳。因此，整体硫酸镍产量8月呈微增趋势。但预计下月产量小幅减少，环比减少5.0%，其主要减量原因是前驱体整体对硫酸镍需求较差，维持刚需采购，叠加电镍端对硫酸镍采购需求体量较前驱较少，不足以对基本面形成强支撑。8月上旬硫酸镍价格持续下跌叠加成本坚挺，非一体化盐厂利润倒挂，亏损迫使部分盐厂减产。

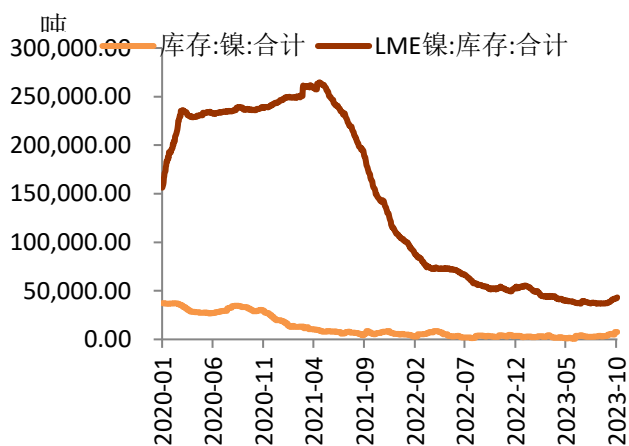
后续我们认为硫酸镍在原料供应仍然偏紧，原料成本亦在高位的情况下，部分硫酸镍企业存在一定减产预期，供应缩量，硫酸镍价格维持高位，或有一定上行空间，但高价硫酸镍对下游前驱体传导不甚顺畅，加上镍价下挫纯镍对硫酸镍需求减少，硫酸镍上方空间有限。

5、供应增量逐步在库存增量上兑现

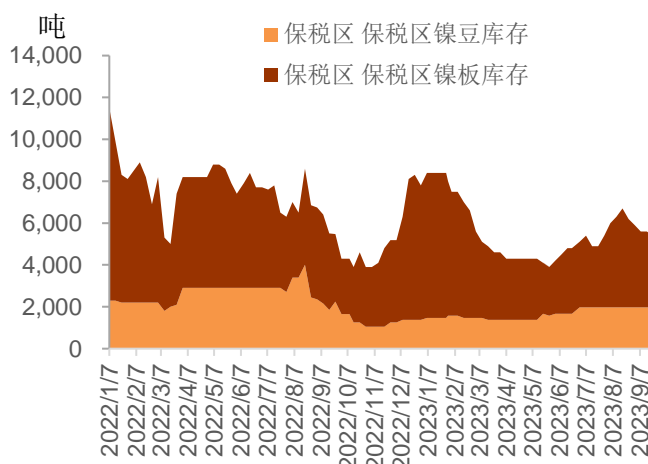
截至9月底，SHFE 和 LME 的交易所库存分别为 7470 吨和 42228 吨，合计 4.97 万吨，和上个月相比+8728 吨。

国内外库存延续双双累库局面，国内镍现货仍然大面积贴水，贸易商俄镍交仓积极性仍高，国内库存连续上行。后续我们认为交易所库存大趋势仍是上行，主要原因为新增电积镍产量持续放量，但下游需求增速有限，但当前新增电积镍品牌仅有 HUAYOU 牌注册成为上期所交割品可用于交割，所以暂时仓单库存增加缓慢，但观察社会库存累库幅度大于上期所库存。但可预期的是，在未来会有更多新增品牌注册成为交割品，从而显性库存将会持续增加。

图表 15 交易所库存变化情况



图表 16 保税区镍库存情况



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、钢厂利润收缩，十月减产提上日程

2023年8月份不锈钢排产较好,当月产量总计约321.70万吨,较7月环比增加约1.66%,同比增加约41.18%。其中分系别看,200系不锈钢产量约95.6万吨,环比增加约1.7%;300系不锈钢产量约167.8万吨,环比增加约3.28%;400系不锈钢产量约58.3万吨,环比增加约0.74%。

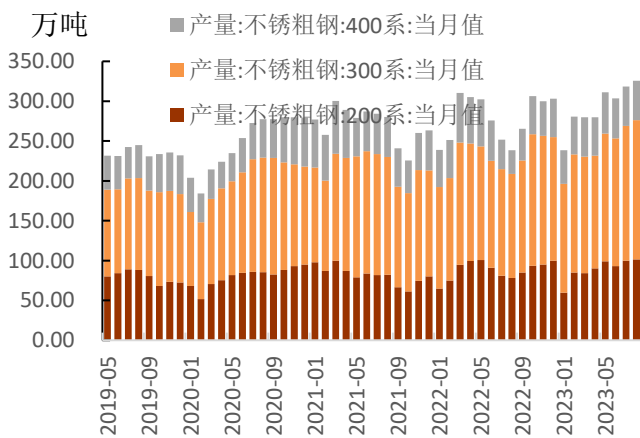
目前来看9月份仍维持了高排产高增产状态,不过伴随不锈钢价格下行,利润倒挂,十月排产或难有大幅上行,预计稳定或小幅减量。

不锈钢库存方面,截止2023年9月底,国内无锡不锈钢库存56.8万吨,佛山不锈钢库存39万吨,合计95.8万吨,较上个月增加9.1万吨。9月不锈钢期货价格不断下行,;哦日漫倒挂恩替日益凸显,钢厂部分货源提前分货,小长假节前到货过多,累库有加速迹象,。

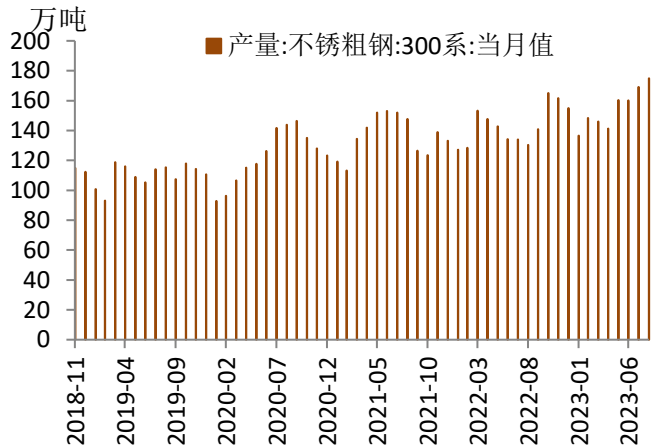
进出口方面,2023年8月中国不锈钢进口总量为19.29万吨,环比增加35.53%,同比降幅约为56.88%;出口总量为40.19万吨,环比增加约2.28%,同比增加约0.64%。进口和出口同步增长。

不锈钢后市判断我们认为,十月份来看终端订单一般,部分钢厂为控制成本计划逐步减产,未来不锈钢或供需双减。

图表 17 不锈钢产量情况

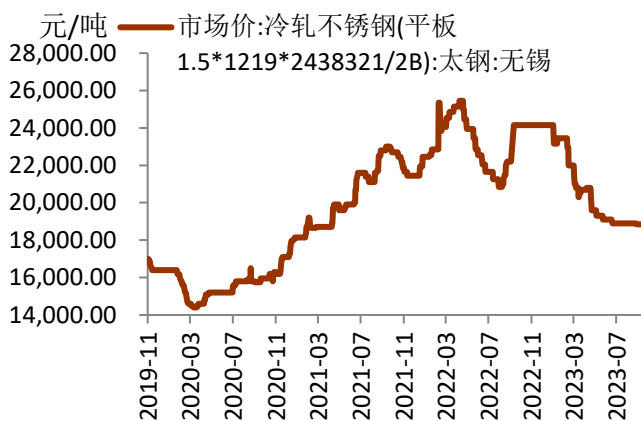


图表 18 300系不锈钢产情况

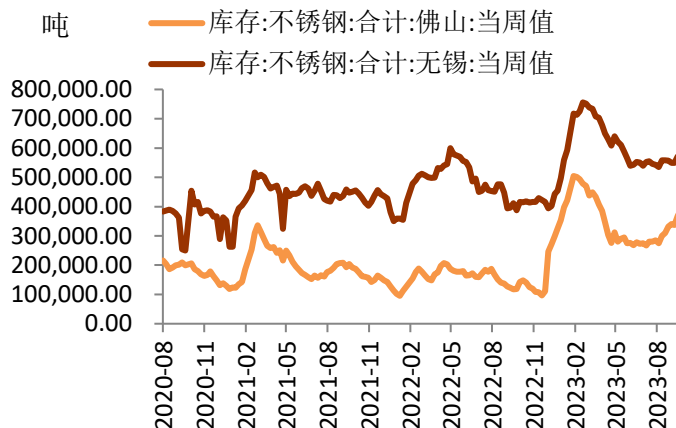


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 19 不锈钢价格情况



图表 20 不锈钢库存情况



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

三、行情展望

镍矿，镍价下挫，矿价亦受到压力，另外十一长假之后海运费下滑，镍矿价格本月或迎来调整。此外镍矿主供应国菲律宾雨季来临的出货量大概率迎来腰斩，国内主流港口到货也将下滑。

精炼镍，对于未来纯镍供应我们仍然保持放量预期，节奏上短期在硫酸镍制精炼镍工艺上利润几无，可能产量放量有一定放慢，但长期供应增加方向不变。

镍铁，镍铁议价区间受产业链上下游双重挤压有所下移，不过考虑到成本支持加上十月传统消费旺季尚存预期铁厂仍存挺价心态，镍铁下方空间预计不大。

需求方面，十月份终端订单一般，加上不锈钢价格下行，利润倒挂，部分钢厂为控制成本计划逐步减产，未来不锈钢或供需双减。

整体，宏观面美联储将延续“边走边看”的决策模式，年内是否再加息尚有较大不确定性，美国就业和通胀又较有韧性，美指连续上行，海外宏观仍有压力。国内 8 月经济数据出现好转，政策持续作用预期较高，宏观外弱内强延续。基本面，纯镍供应持续放量预期仍然较足，后续可能令镍库存去库依旧不畅。不过镍价经历 9 月下旬一段大幅下挫，硫酸镍制电积镍工艺利润已至极低位置，成本支撑可能有所显现。消费端，不锈钢利润也大幅下挫，十月已有减产计划。整体，镍十月供需表现仍然偏弱，不过成本支撑渐显，我们看好镍价偏弱震荡。

预计 10 月份沪镍主力波动区间在 145000-165000 元/吨之间。伦镍 03 波动区间在 18000-19800 美元/吨

风险点：美联储政策超预期转向，印尼镍矿影响升级

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTUREQA

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）

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67
号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

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



铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A906 室
电话：0562-5819717

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

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。