

镍价的区间估值逻辑

2019.6.11



摘要

ABSTRACT

- ▶ 我们将镍价今年的定价模型，简略地写成这类形式：镍价 $P=f$ （传统定价，新能源溢价，库存结构溢价）；
- ▶ 看新能源一定不能用期货的思维来看，期货特别是有色，大部分是“夕阳产品”，周期类，股票的人都很少去碰，但新能源是典型的成长股，所以一定要看非期货的人怎么估它
- ▶ 在大部分时间里，镍价处于高镍生铁与内蒙RKFE现矿成本之间
- ▶ 低于高镍铁的原因是至少高镍铁还送铁（实际是看高镍铁平衡表过不过剩），高于现矿成本的原因是产能清出的成本支撑。
- ▶ 实际上今年300系的消费表现的已经很不错了，上半年最大的问题不是消费不好，是产量太高了

目录

CONTENTS

01
我们判断镍
价的方式

P.1-2

02
镍生铁供应
过剩

P.9-12

03
不锈钢库存
维持高位

P.13

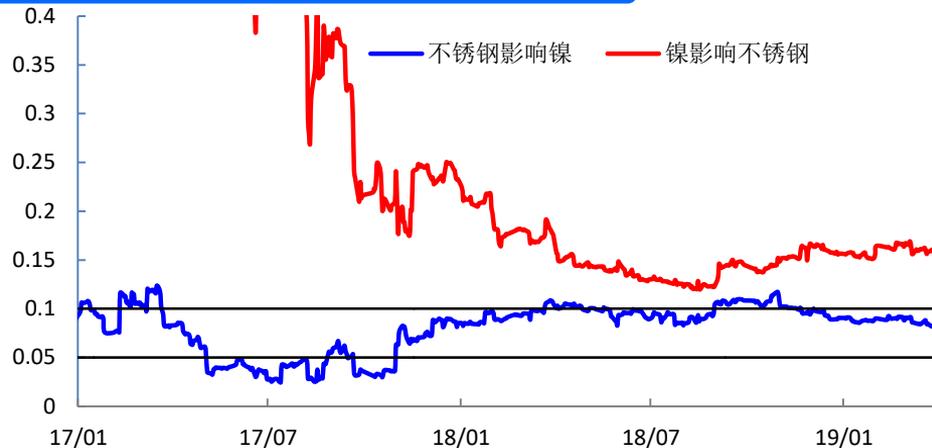
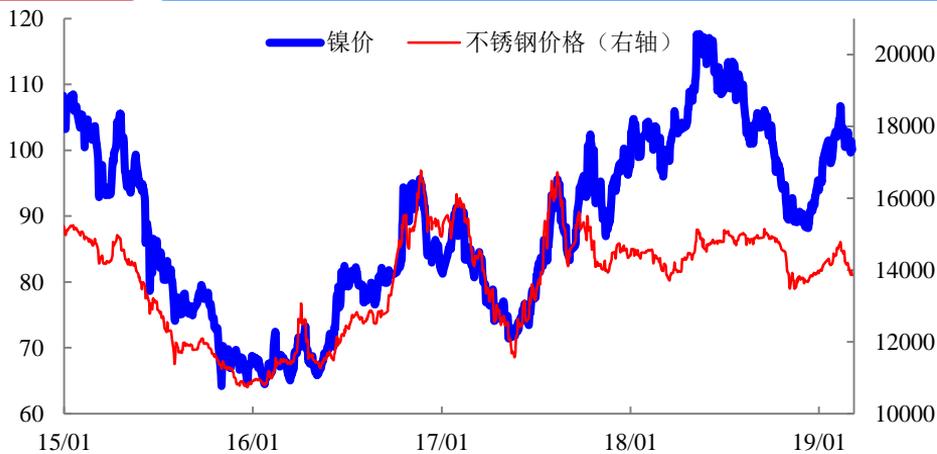
04
平衡与观点
总结

P.14

01 章节 PART

我们判断镍价的方式

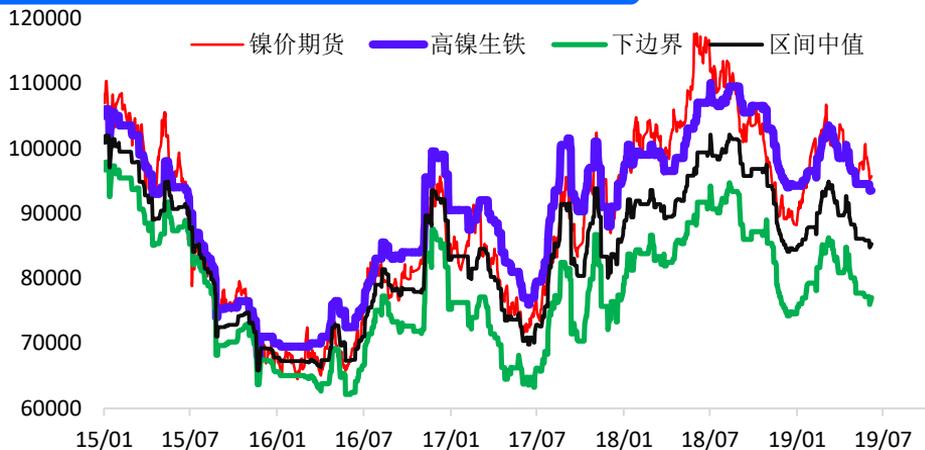
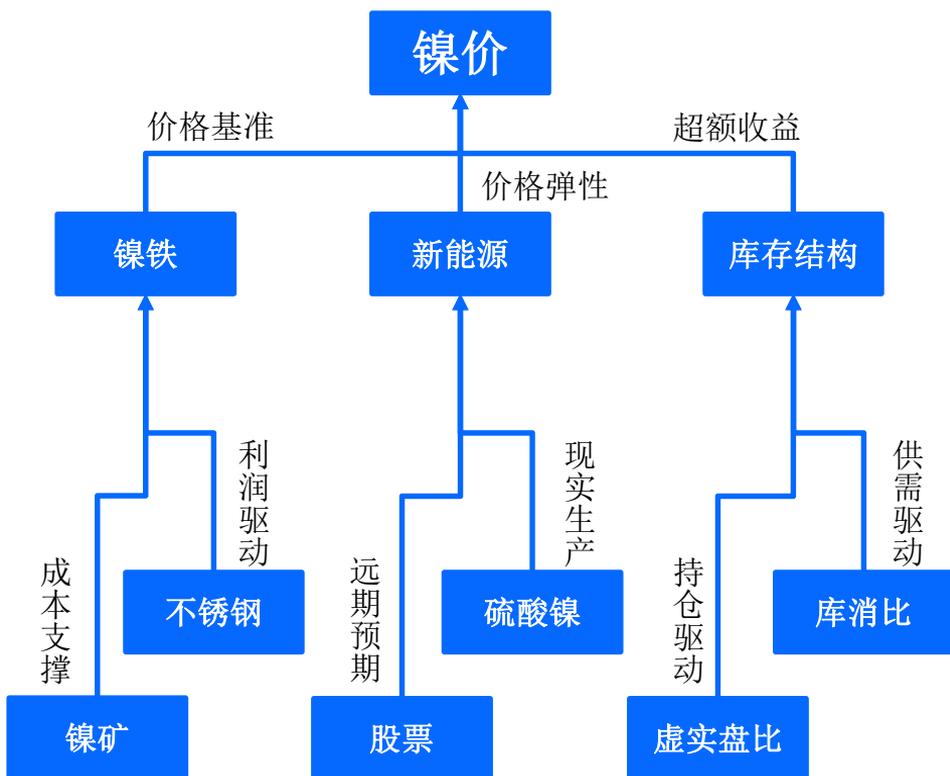
- 我们将镍价今年的定价模型，简略地写成这类形式：镍价 $P=f$ （传统定价，新能源溢价，库存结构溢价）；
- 其中传统逻辑决定镍的波动基础，新能源逻辑决定镍价弹性，库存结构决定沪镍的超额收益。



	A	B	C	D	E	F
横轴影响纵轴		镍	铜	不锈钢	螺纹	热卷
镍						
铜						
不锈钢						
螺纹						
热卷						

红色为99%显著，黄色为95%显著

- 在镍的主旨研究中大部分模型都会纳入不锈钢，而镍习惯性划入有色板块，导致镍的研究使用有色框架并导向价格的时候经常会出现明显偏差。
- 我们做了格兰杰因果检验，结果也证明我们的猜想，首先铜与螺纹走势相对独立，是有色和黑色的典型领头品种，但镍与不锈钢与其他品种的相关性极高，定价体系更为复杂。
- 从17年以来实际上一直是不锈钢为镍价的定价中枢，与传统镍价为中心的思维是相反的。

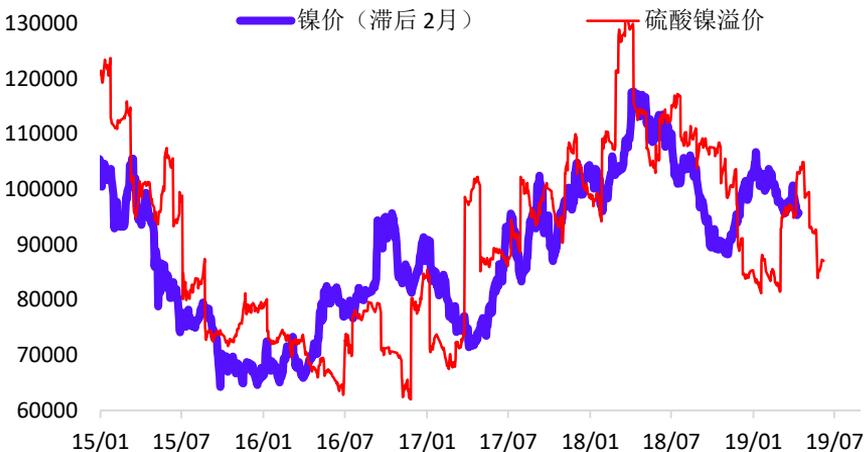
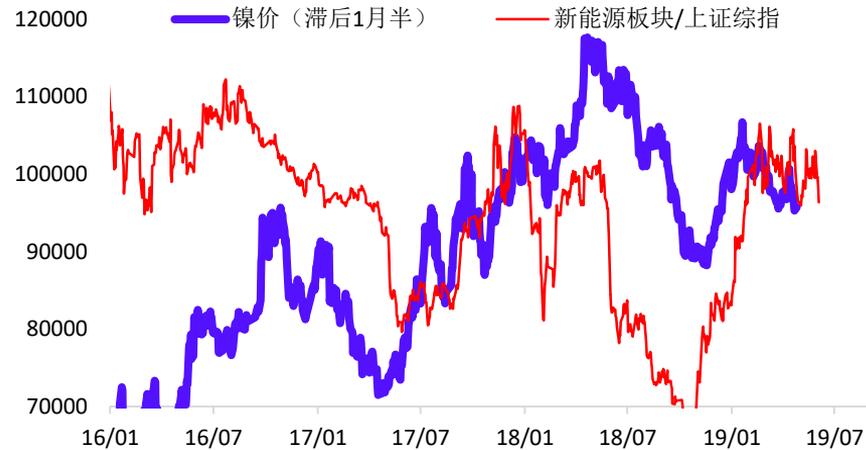


- 我们将镍价今年的定价模型，简略地写成这类形式：镍价 $P=f$ （传统定价，新能源溢价，库存结构溢价）；
- 其中传统逻辑决定镍的波动基础，新能源逻辑决定镍价弹性，库存结构决定沪镍的超额收益。
- 简化的价格估值体系，是基于现有镍行业现状做出的妥协，完善它也是未来弘则跨机构合作的目标。

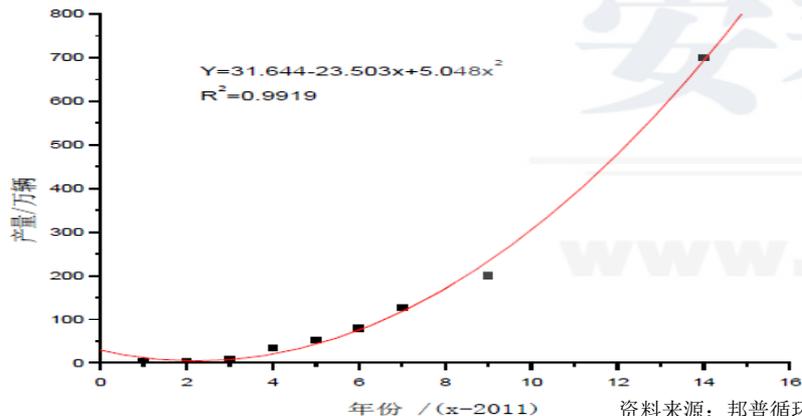
02 章节 PART

镍与新能源

- 看新能源一定不能用期货的思维来看，期货特别是有色，大部分是“夕阳产品”，周期类，股票的人都很少去碰，但新能源是典型的成长股，所以一定要看非期货的人怎么估它



1.6



资料来源：邦普循环，安泰科

1100

- 看新能源一定不能用期货的思维来看，期货特别是有色，大部分是“夕阳产品”，周期类，股票的人都很少去碰，但新能源是典型的成长股，所以一定要看非期货的人怎么估它。

1050

- 绝对量上各种同比翻番是很常见的判断。

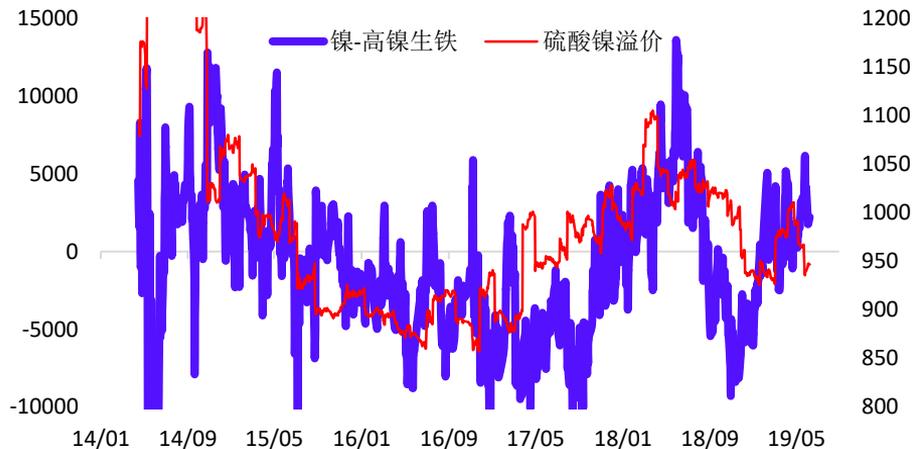
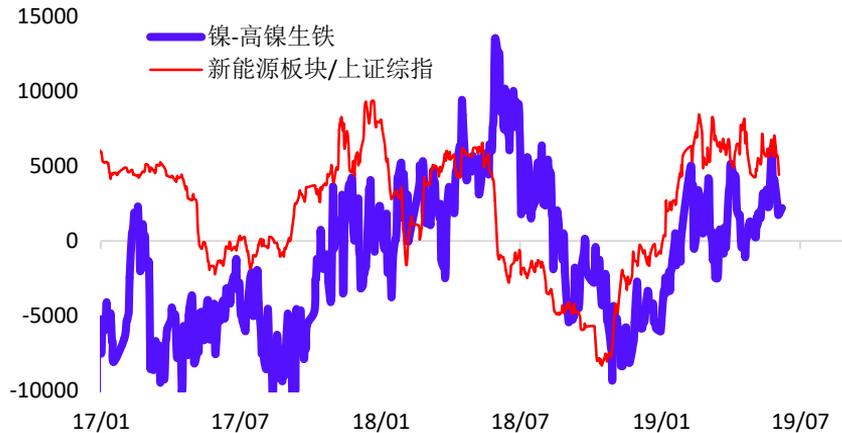
1000

950

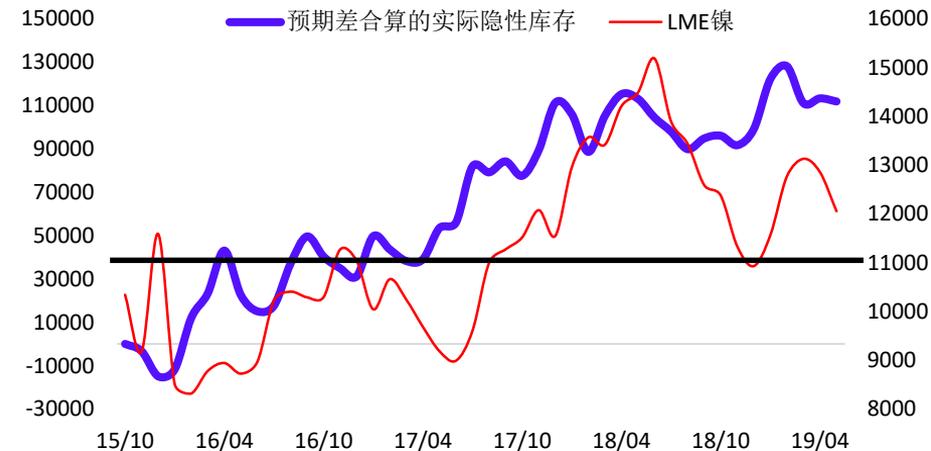
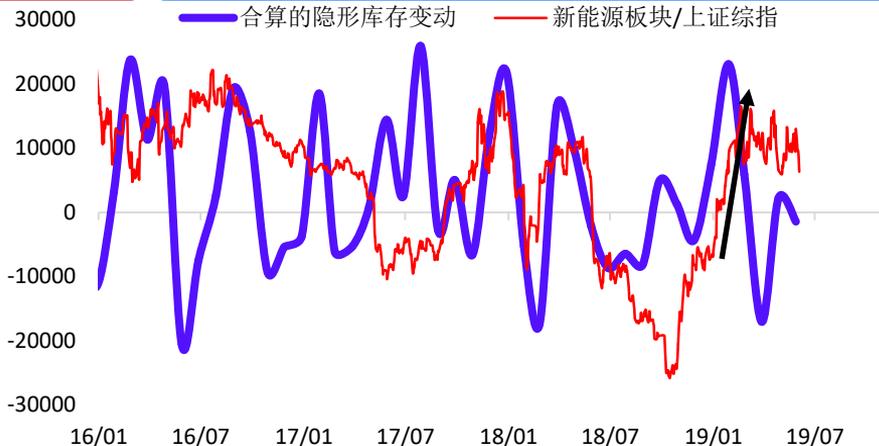
900

- 理性的人会说总量占比还很低呀，没关系，它提供最大的边际变量，定价权重高，大家信，能交易就行，后面要做的是划个阈值判断相关性还存在就可以。

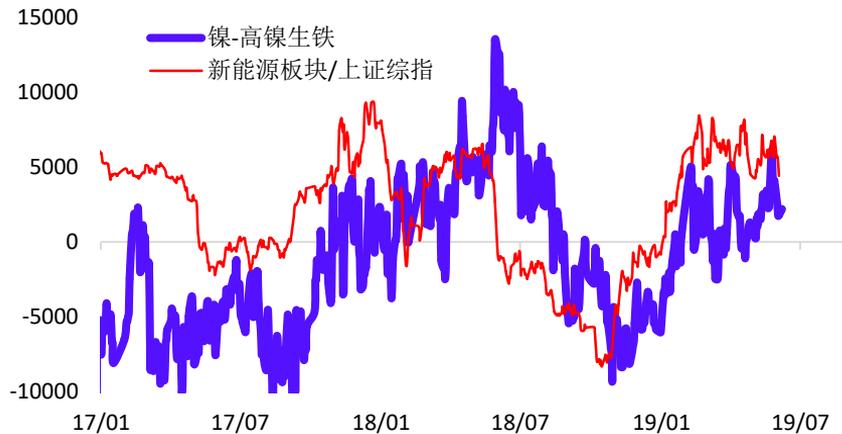
850



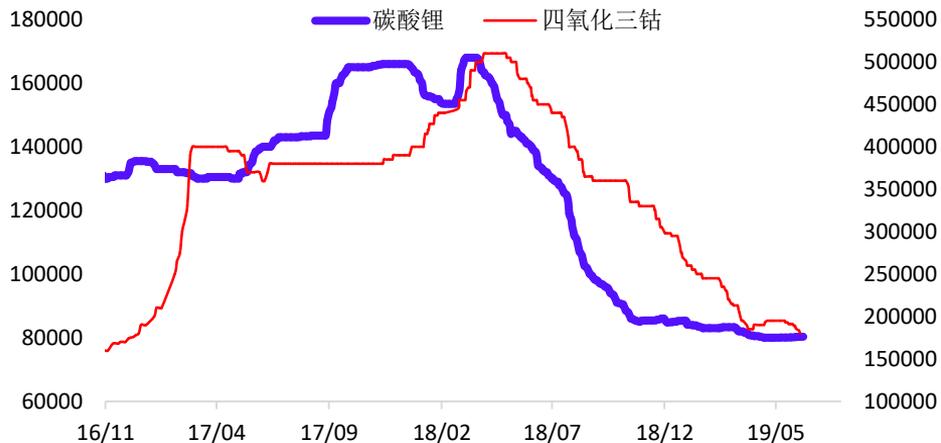
- 新能源给到的溢价水平，在相对价格上也体现的比较完善。
- 该给多少溢价或者折价，本身上锚定了纯镍的自身平衡表。
- 这一页两张图和上一页两张图看似相似，实际上逻辑是不同的；



- 我们直接把预期差所代表的隐性库存变化累加起来，可以发现大概的隐性库存在16年之后的增量在11万吨。
- 首先我们来看这些货的持仓成本，在18年下跌到11000美金时，出现一轮抛售，随后的补库成本依然在11000美金。
- 到底是谁买的呢？根据镍价与新能源的联动关系，大体可以确定一个目标范围，这部分是基于新能源逻辑去交易镍的，那么很大概率也会涉及到实体生产商和长线的机构投资者。
- 值得关注最近的行情，实际上库存与系能源指标的联动在缓步脱钩，意味着这个时候盘面波动的主逻辑并不在新能源。



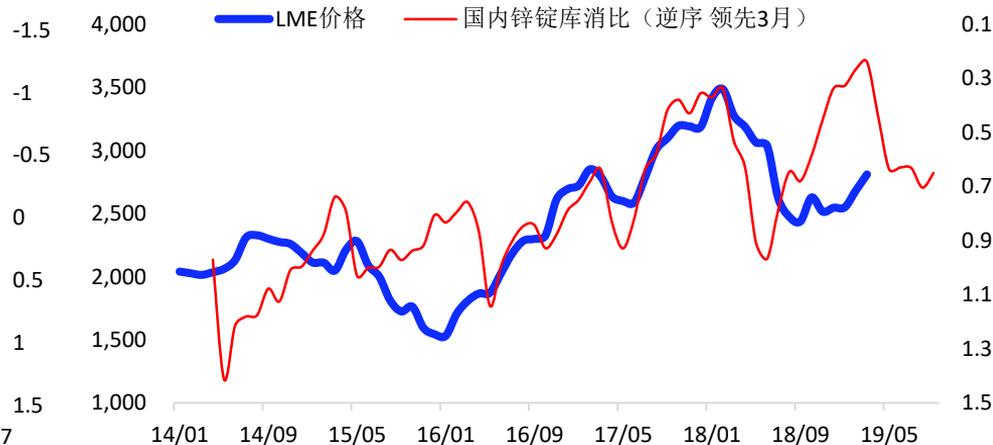
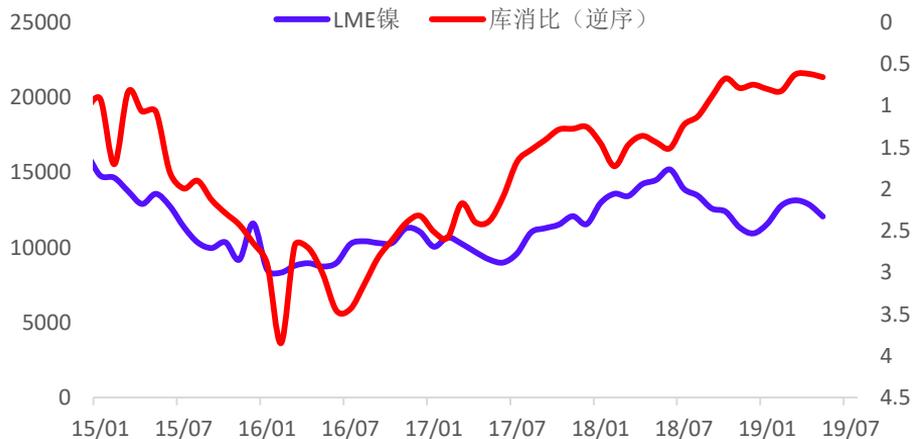
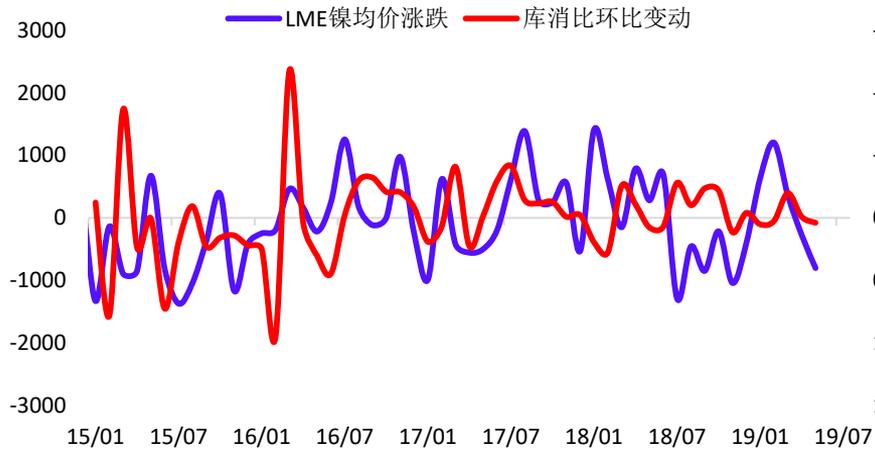
- 对于整体板块其他的原材料价格作为先导来看，依然还是走弱的状态，其他资产也没有相对收益；
- 所以从逻辑上国内新能源给不了镍价明显的价格弹性；
- 所以对于现阶段，镍价上涨恒时成立的看好新能源的人买镍的这个看多理由，需要有一定的鉴别力。



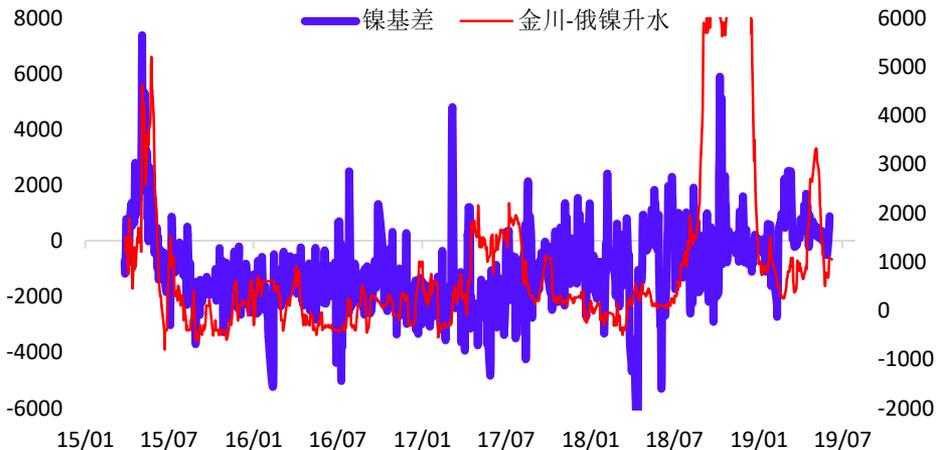
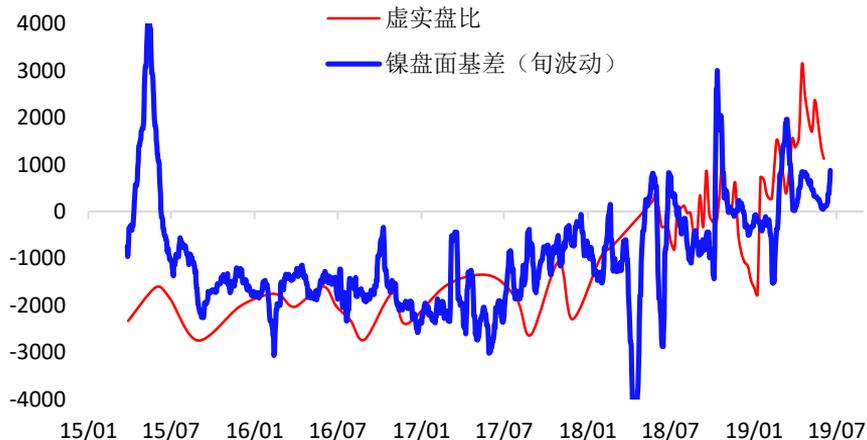
03 章节 PART

镍的超额收益

- 在镍上，纯镍的库消比显得意义不大，这意味着镍板的逼仓很少是通过消费好来完成的，但消费不好肯定挤不了仓（0轴下方，红线从无背离）
- 虚实盘比是另外的指标，从以前的观测来看，虚实盘比在5以上，就有挤仓的条件
- 同时可以参考现货基差，每一轮成功的挤仓，大概率伴随着现货端金川价格的坚挺



- 从其他金属的经验来看，库消比是比较直观的联动指标。
- 在镍上，纯镍的库消比显得意义不大，这意味着镍板的逼仓很少是通过消费好来完成的，但消费不好肯定挤不了仓（0轴下方，红线从无背离）。



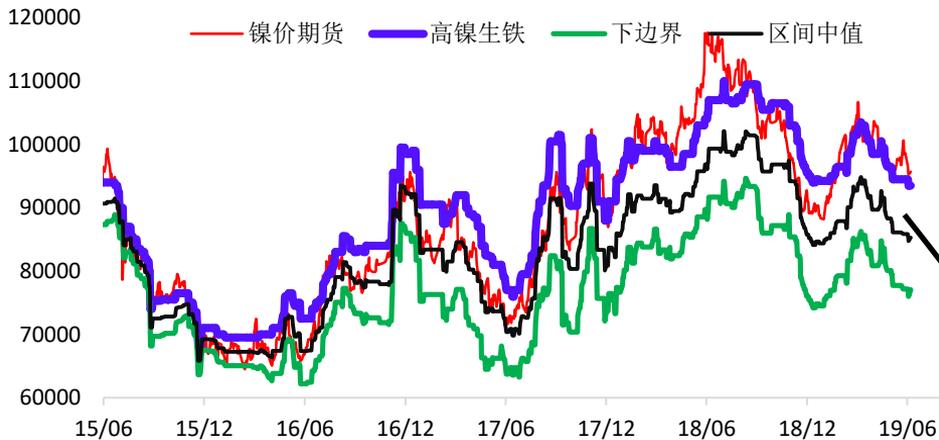
- 虚实盘比是另外的指标，从以前的观测来看，虚实盘比在5以上，就有挤仓的条件。
- 同时可以参考现货基差，每一轮成功的挤仓，大概率伴随着现货端金川价格的坚挺。
- 现在：1.虚实盘比5以上，OK；2.金川价格坚挺，还缺一口气，如果金川检修呢？

04

章节 PART

镍价的基准

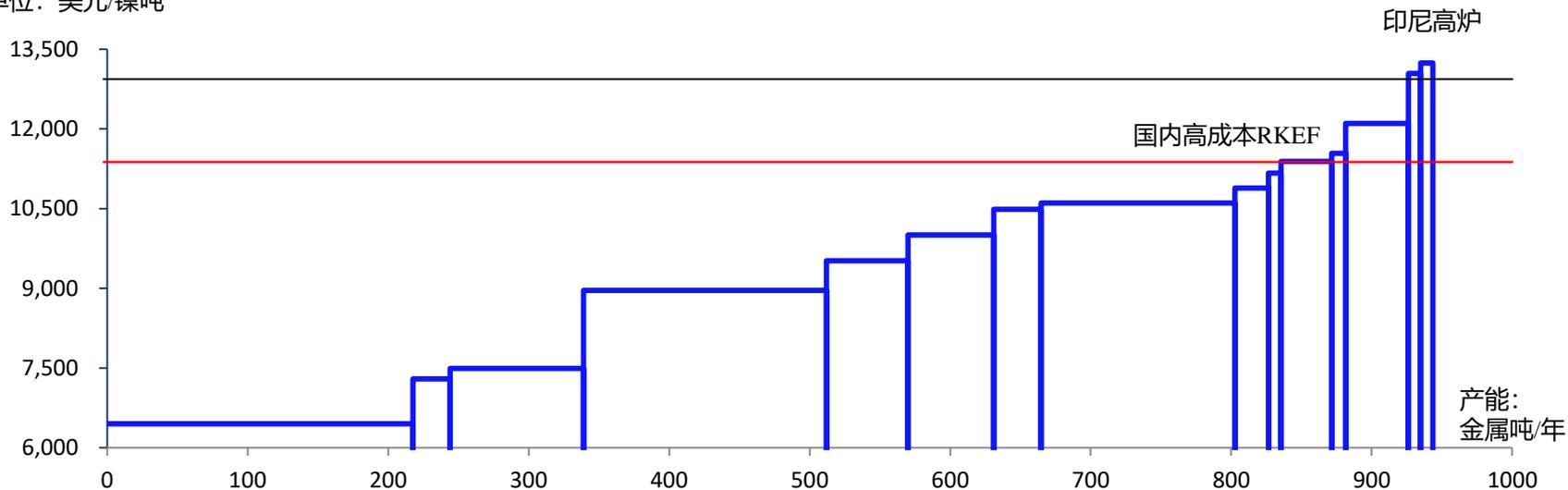
- 在大部分时间里，镍价处于高镍生铁与内蒙RKFE现矿成本之间。
- 低于高镍铁的原因是至少高镍铁还送铁（实际是看高镍铁平衡表过不过剩），高于现矿成本的原因是产能清出的成本支撑。
- 实际上今年300系的消费表现的已经很不错了，上半年最大的问题不是消费不好，是产量太高了



- 因为镍的生产工艺和原材料配比复杂，所以给出了很好的上下边界的概念，我们经过优化给出了更为实用的上下边界的概念。
- 在大部分时间里，镍价处于高镍生铁与内蒙RKFE现矿成本之间。
- 低于高镍铁的原因是至少高镍铁还送铁（实际是看高镍铁平衡表过不过剩），高于现矿成本的原因是产能清出的成本支撑。

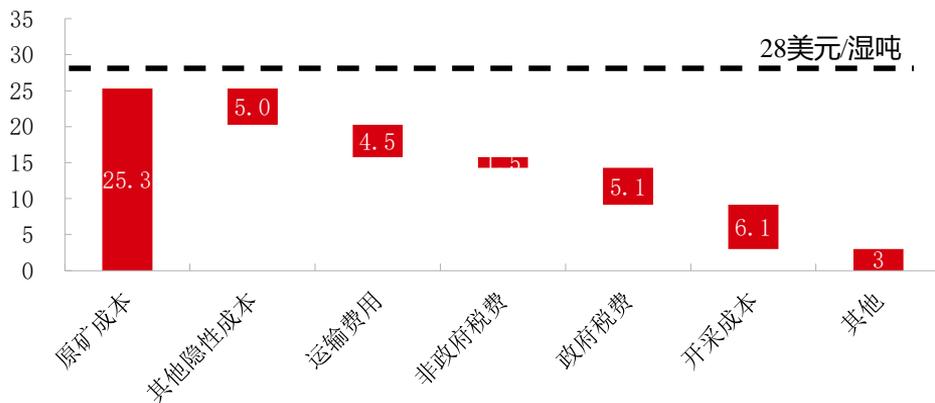


单位：美元/镍吨



- 印尼高炉产能目前已经全部停产，重启成本接近13000美金；意味着镍价要涨过13000的动力，需要镍铁平衡表极度短缺，现在看来是不可能了。
- 当前镍价已逼近国内部分高成本产能的现金成本，国内高成本EF和RKEF企业最先面临减停产风险。利润收窄至国内内蒙RKEF成本时，预计约有15万金属吨产能面临淘汰，意味着跌穿现有的11500美金的成本，需要镍铁平衡表极度过剩。

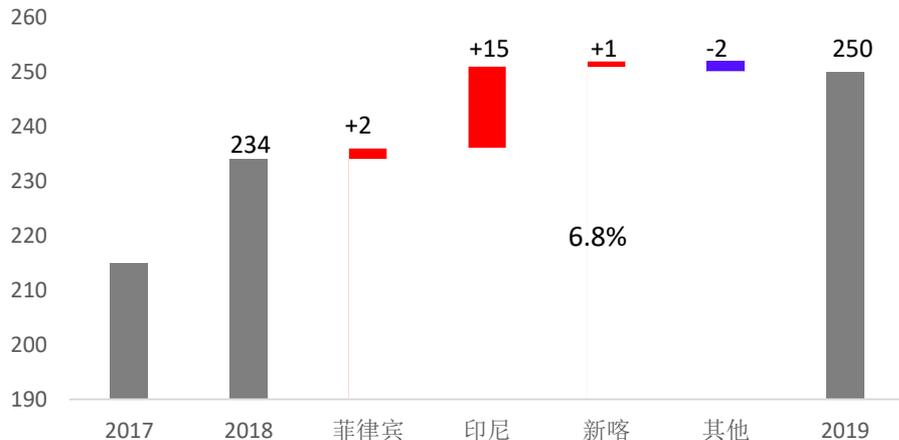
美元/湿吨



2017年至今印尼镍矿出口配额批准情况

矿山名	合作冶炼厂	配额数量 (万湿吨)	状态	配额批准时间点	有效期至
Pt Indo Berkah Jaya Mandiri		60	已批准	2018年6月	2019年6月
PT. Tiran Indonesia	PT. Tiran Indonesia	200	已批准	2018年9月	2019年9月
PT Adhikara Cipta Mulia		180	已批准	2018年9月	2019年9月
PT Sulawesi Resources	Solway	195	已批准	2018年9月	2019年9月
PT Wanatiara Persada	金川WP	220	已批准	2018年11月	2019年11月
PT Mulia Pasific Resources(Central Omega)	(Central Omega)	88	已批准	2018年11月	2019年11月
PT Ifishdeco	Bintang Smelter	99	已批准	2018年12月	2019年12月
PT Ceria Nugraha Indotama		210	已批准	2018年12月中下旬	2019年12月
PT Antam	PT Antam	98	已批准	2018年11月	2019年11月
PT Sambas Minerals Mining	金赞镍业	297	已批准	2018年12月	2019年12月
Harita	新兴铸管	265	已批准	2019年2月中旬	2020年2月中旬
Anfang Brother		187	已批准	2019年3月	2020年3月
PT. Fajar Bhakti Lintas Nusantara		60	已批准	2019年4月	2020年4月
PT. Total Prima Indonesia		160	已批准	2019年4月	2020年4月
PT Antam	PT Antam	270	已批准	2019年4月底	2020年4月底
PT Ifishdeco	Bintang Smelter	150	已批准	2019年5月	2020年5月
已批准总配额	5978	已失效配额	3238	剩余有效配额	2739

来源：SMM



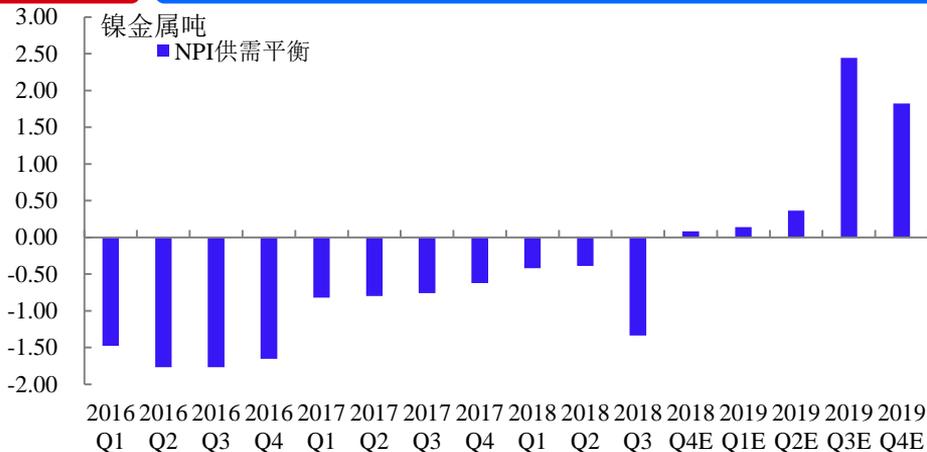
- 今年印尼镍矿出口到中国的量可达2700-2800万湿吨，2018年中国进口印尼中高镍矿总量为1893万湿吨。目前仍有一些正在申请的配额，预计印尼总的镍矿出口量可能将超过3000万湿吨，同比增58%。
- 1.65的矿价成本在25.3美元/湿吨左右，按5月份最新矿价28美元/湿吨，下方2.7美元/湿吨，就将碰触高成本矿山出口成本。
- 意味着下边界的成本支撑相对刚性。

2019年印尼镍生铁产能扩产列表

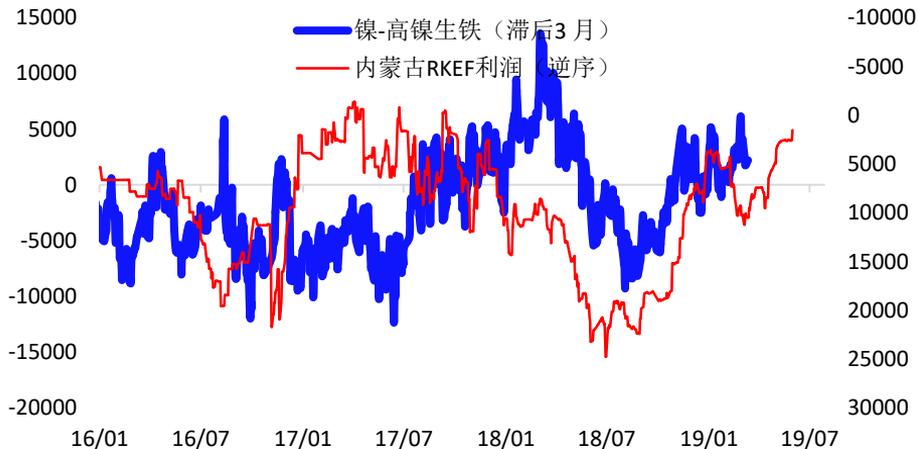
区域	扩产设备 (台*功率)	扩产总产能 (万吨镍)	扩产节奏 (台)	投产时间	评估
Morowali	4*42000	4.5	1	2019年1月底	
			1	2019年3月	
			2	2019年5月	
	4*42000	4.5	1	2019年6月底E	
			1	2019年7月底E	
			1	2019年8月底E	
Weda Bay	2*42000	2.3	2	2019年底-2020年E	不确定性大
			12	2019年底-2020年E	不确定性大
Konawe一期	5*33000	4.0	1	2019年3月	
			1	2019年4月	
			1	2019年5月	
			1	2019年7月E	
			1	2019年8月E	
Obi	4*33000	3	1	2019年5月	
			1	2019年8月E	
			1	2019年9月E	
			1	2019年10月E	
Konawe二期	16*33000	12.7	16	2019年-2020年E	不确定性大
合计(中性预计)	16.0	合计(乐观预计)	44.6		

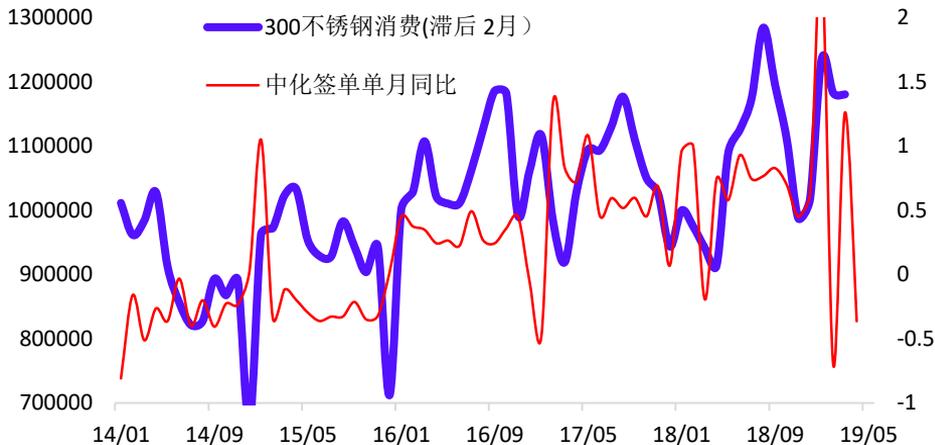
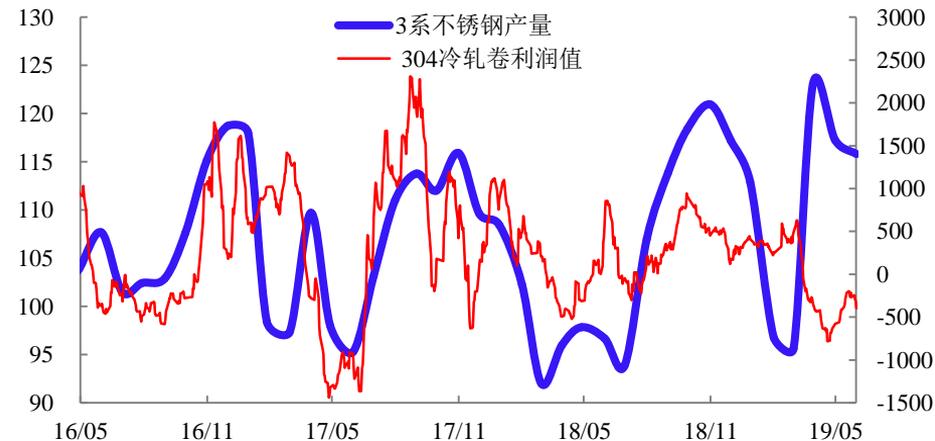
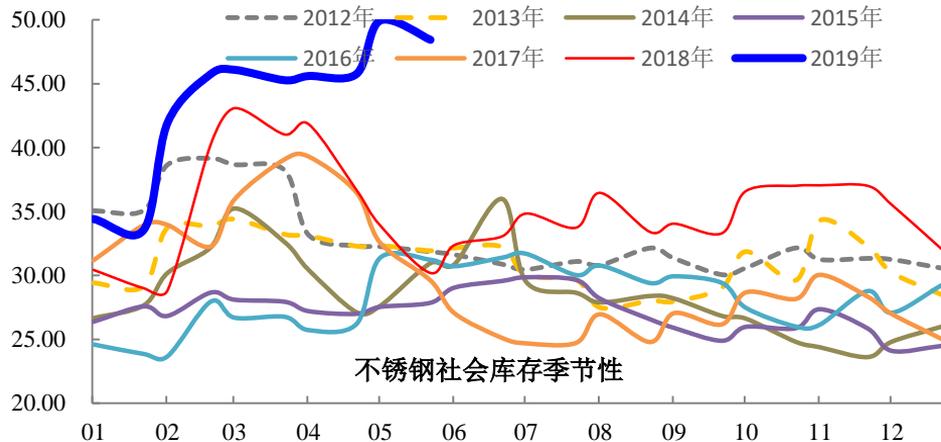
公司名称	扩产设备(台* KVA)	扩产总产能(万吨 镍)	扩产节奏(台)	预计投产时间
山东鑫海科技有限公司	8*48000	6	8	2018年12月-2019年4月
内蒙古(奈曼)经安有色金属材料有限公司	18*33000	13.5	18	2019年底前投12台,另6台2020年投
营口宁丰集团有限公司	1*33000	0.6	1	2019年底
扬州一川	1*33000	0.6	1	2019年5月
大连富力镍基新材料有限公司	6*33000	3.6	6	2019年底

- 国内镍生铁产量大幅增长，2019年国内镍生铁产量预计在57万金属吨左右，较2018年增11.5万金属吨，增幅25%。
- 印尼NPI产能增量主要来自青山、德龙、金川，2019年印尼NPI产能预计将由35万镍吨增至59万镍吨。2019年产量预计增10.5万金属吨至35万金属吨，增幅43%。



- 2019年NPI的供应逐渐过剩，三季度供应增量最明显。
- 预计NPI价格将继续下跌，镍生铁较纯镍贴水会继续扩大。
- 直至高镍铁价格收窄至国内高成本RKEF成本线时时，清出15万金属吨产能，会大致平衡，这意味着我们将在下半年再次看到11500美金的高镍生铁。





- 这是很普遍的理解，需求不好，库存累这么高。
- 实际上今年300系的消费表现的已经很不错了，上半年最大的问题不是消费不好，是产量太高了。
- 不挣钱，钢厂也不减产，进一步讲如果上边年需求还在高位的情况下，如果下半年需求的领先指标下去了，钢厂还不减产就是自寻死路。

中国3系不锈钢供需平衡表

Unit:万吨	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4	2019 Q1	2019 Q2E	2019Q3E	2019Q4
3系不锈钢产量	305	296	337	334	290	288	339	351	315	348	319	336
净进口	-56.25	-82.70	-57.17	-39.46	-34.94	-56.00	-46.67	-44.41	-35	-62	-62	-61
3系需求量	243.13	222.00	280.17	293.75	245.96	240.50	294.5	296	271	286	263	276
供需平衡	6.10	-8.30	-0.50	0.80	9.30	-8.10	-1.9	11.12	15.25	9.82	2.38	7.74

- 据SMM调研，二季度不锈钢终端需求一般，下游代理商刚需拿货，目前社会库存和钢厂库存压力较大，未有明显降库趋势，前期原料端跌幅大于不锈钢跌幅，钢厂联合挺价，利润修复，短期不锈钢检修减产预期难兑现，二季度供应压力较大。三季度或有钢厂在亏损较大，库存压力下提前开启新一轮检修减产，过剩收窄。



弘则研究是国内顶尖的独立研究机构，研究的领域覆盖中国、全球和主要新兴市场的宏观经济，重要产业以及汇率、利率、商品等大类资产，专业和专注的为全球和中国机构投资者提供中立客观的研究服务和投资咨询，坚持独立精神追求前瞻视角，同时勤勉务实专注细节洞察。

上海有色网信息科技股份有限公司目前拥有50万注册用户,日均企业访问量超过20万,是世界范围的垂直门户。旗下主要运营的网站有: www.smm.cn,有色商城 mall.smm.cn,国际网站 www.metal.com,手机网站 smm.cn,同时推出的掌上有色APP和微信公众号“上海有色网”亦广受用户好评。

联系我们

弘则弥道（上海）投资咨询有限公司

岳女士 TEL: 13816401221 021-61641223

上海有色网信息科技股份有限公司

吴女士 TEL: 13795448891 021-51595784



坚持独立精神

以深度逻辑

和细节洞察

创造系统性收益

本报告仅供：

弘则弥道（上海）投资咨询有限公司

上海有色网信息科技股份有限公司

正式签约的机构客户使用，不会仅因接收人/接受机构收到本报告而将其视为客户。本报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更。本报告中所提供的信息仅供参考。报告中的内容不对投资者做出的最终操作建议做任何的担保，也没有任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺。不作为客户在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议，也不作为道义的、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。在任何情况下，本公司不对客户/接受人/接受机构因使用报告中内容所引致的一切损失负责任，客户/接受人/接受机构需自行承担全部风险。