

大蹼变通途，价值需重估



走势评级： 镍：震荡
报告日期： 2021年3月3日

曹洋 资深分析师（有色金属）
从业资格号：F3012297
投资咨询号：Z0013048
Tel: 8621-63325888-3904
Email: yang.cao@orientfutures.com

★事件分析

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。青山于2020年7月份开始调试试验，于2020年年底试制成功。

★投资建议

中期而言，二级镍向一级镍通道打通，意味着不锈钢市场无法消化的二级镍，均可转向镍硫去下游电池，一级镍供应压力将在很短的时间内起来。定价角度，二级镍与一级镍定价的锚将再度绑定在一起，产业链定价的锚将回归到矿的金属价值，这样来看，未来一级镍与二级镍的内在价差将会收敛，供给远期瓶颈由冶炼转向矿端。

短期而言，第一批试验转产产能约7.5万金属吨，约7-8条NPI产线。参考2021年印尼新增NPI产线或超过54条线的预估，对缓解下半年NPI产能过剩作用有限。但是，对于全球镍盐不足40万金属吨的生产现状而言，转产将在短期突破供应瓶颈，对镍盐供给冲击很大。

成本而言，参考Vale印尼镍硫项目现金成本，预估火法工艺生产镍硫现金成本7000-8000美元/吨，且有进一步压降的空间。从毛利率角度思考边际成本，生产NPI向生产镍硫转化的激励已经出现，但需要等待生产建设与调试。对于湿法项目而言，未来火法与湿法项目在硫酸镍上游原料的争夺上面将更加激烈。

宏观继续交易通胀预期，海外政策边际调整前，宏观预期将继续支撑镍价的高估值，基本面角度，下半年镍市将承受NPI过剩与一级镍缺口缩窄双重压力。为此，我们调整对沪镍主力合约价格预估，二季度镍价走势或宽幅震荡，下半年沪镍主力合约目标价12.5万元/吨。

★风险提示

印尼镍硫项目释放不及预期。

上期所镍主力合约走势



重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

1、事件概况

近日，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。据公开消息，青山于2020年7月份开始调试试验生产镍含量75%以上的高冰镍，该工艺已于2020年年底试制成功。

2、事件分析

1. 供给角度将带来什么影响？

年报中，我们曾预言，受镍需求端结构性调整的驱动，二级镍向一级镍的转化将成为未来二级镍生产企业的转化方向，青山正式官宣这一成果，从产品推出的时间点上，今年10月份预计将完成对市场的供货，比我们前期预估要快半年以上。

首先，谈一下对中期供给格局的影响。二级镍完成向一级镍的转化，技术上看，青山体系下现有及未来潜在投产的火法RKEF镍铁生产线，均具备转产高冰镍的能力。以青山的规模，2021年在印尼可生产镍金属60万金属吨，2022年、2023年计划增产至85万金属吨、110万金属吨，技术层面讲，这部分产能均具备转产能力。**潜在的边际增量如果不锈钢市场无法消化，均可转向镍硫去下游三元电池，一年超过20万金属吨的边际增长能力，供给角度，这无疑将极大的缓减未来硫酸镍生产原料的缺口。**

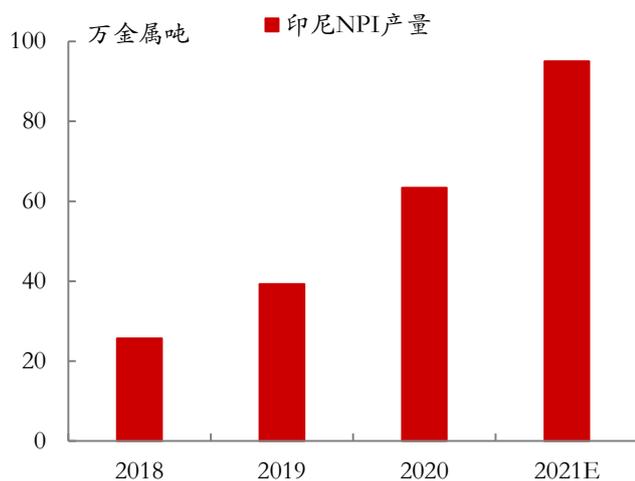
此外，青山的调试工艺，技术瓶颈并不高，预计其他印尼在产或待投火法RKEF镍铁生产线，不久之后也将拥有同样的转产能力。这个角度看，未来火法RKEF镍铁生产线的巨大产能将为创造巨大的镍硫生产能力。**换个角度说，前期二级镍与一级镍定价的锚将再度绑定在一起，如果未来矿价与精炼镍价格体系挂钩，整个产业链定价的锚将回归到矿的金属价值，这样来看，未来一级镍与二级镍的内在价差将会收敛。总体上看，中长期供给的瓶颈不再是冶炼，而是回归矿端。**

然后，谈一下短期供给格局的影响。按照青山签署的长协看，第一批试验的转产产能约7.5万金属吨镍，折算成RKEF的生产能力，预计转产的线在7-8条线。按照目前乐观的预估，2021年印尼新增NPI产线或超过54条线。对于NPI供给而言，7-8条线的转产，虽然能一定程度缓减NPI的过剩压力，但这也仅仅“杯水车薪”的作用。

但对于镍盐供给的冲击（中间品+镍硫）影响却会非常大，现阶段全球镍盐的生产能力低于40万金属吨，海外重点项目产量在32-35万金属吨，且变化相对刚性。转产的出现将突破供给的短期瓶颈，好比在短时间内，“创造”了一个Vale PTVI项目的生产能力，这对于镍盐供给而言，将会是较大的冲击。

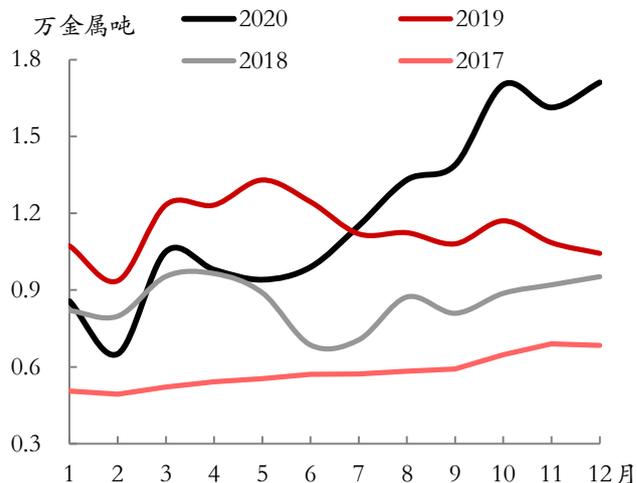
节奏上看，由于试验到工业化生产及交货，还有半年的时间，所以对实际供需的影响更多将在下半年体现，但对市场预期或情绪的影响确是立竿见影的。

图表 1: 印尼 NPI 产量变化及预估



资料来源: 铁合金在线, 东证衍生品研究院

图表 2: 中国硫酸镍产量变化



资料来源: SMM

2. 成本优劣势及对湿法项目潜在影响?

参考 Vale 印尼镍硫项目的成本, 季度现金成本均值约 6700 美元/吨 (至镍硫), 考虑到 Vale 规模效应及更高的镍矿品位, 青山项目预计成本在 7000-8000 美元/吨, 但以青山的技术经验, 未来成本肯定有继续压降的空间。镍硫传统报价=镍金属量*LME 镍价*折扣系数, 初步按照当前的 LME 镍价及折扣系数, 镍硫金属吨的价格在 15500 美元/吨以上, 成本按照 8000 美元/吨算, 毛利率为 93% 以上。如果按照 NPI 来看, 印尼项目成本按照 600-700 元/镍点计算, 当前国内 NPI 价格按照 1190 元/镍点计算, 毛利率在 70% 以上。因此, 按照机会成本角度去理解, 转化的驱动相对充足。值得注意的是, 试验到工业生产仍需要时间, 预计在半年以上。

对于湿法项目而言, 火法项目的转化打通之后, 未来对于电池下游, 火法与湿法项目的竞争将会逐步剧烈。湿法项目投资成本极高, 但矿成本极低, 火法项目则恰恰相反。现阶段来看, 某印尼湿法项目对外测算, 满产之后, 完全成本低于 7000 美元/吨, 如果按照这个成本去竞争, 湿法项目比火法项目的成本优势不大。且火法项目建设周期更短, 未来湿法项目将面临更大的开发与运营压力。

3. 投资建议

交易层面, 青山打通二级镍与一级镍转化, 短期可能会使得市场对镍结构性矛盾进行重新评估, 今年 1-3 季度, 一级镍短缺或继续存在, 但 4 季度至明年, 供需将由短缺向过剩过渡。此外, 从远期定价角度, 工艺的实现可以将一级镍的成本中枢继续拉低, 以镍硫为例, 生产成本 8000 美元/吨, 假设短期供需矛盾给到冶炼厂 50% 毛利, 镍硫的内在价值估算至 12000 美元/吨, 在将镍硫折算成纯镍, 合理价值在 14000-15000 美元/吨。参考现阶段镍价运行区

间，不考虑宏观预期带来的估值提高，镍价泡沫化倾向并不轻。

宏观继续交易通胀预期，海外政策边际调整前，宏观预期将继续支撑镍价的高估值，基本面角度，下半年镍市将承受 NPI 过剩与一级镍缺口缩窄双重压力。为此，我们调整对沪镍主力合约价格预估，二季度镍价走势或宽幅震荡，下半年沪镍主力合约目标价 12.5 万元/吨。

4、风险提示

印尼镍硫项目释放不及预期。

图表：期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 23 亿元人民币，员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术的两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

曹洋

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，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。本人不曾因，不因，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

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com