有色周期研究系列之二：镍价开启慢牛征程

2018-07-26

陈敏华
有色研究员
投资咨询编号： Z0012670
联系电话： 0571-28132632
邮箱： chenminhua@cindasc.com

周蕾
金属研究员
执业编号：F3030305
联系电话：0571-28132615
邮箱：zhoulei@cindasc.com

信达期货有限公司
CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市文晖路108号浙江出版物资大厦
1125室、1127室、12楼和16楼
全国统一服务电话：
4006-728-728

信达期货网址：www.cindaqh.com

主要观点：

● 全球镍供需平衡连续 3 年短缺，由于 2018 年供应增速大于需求增速，2018 年供需缺口将缩窄。通常供需缺口下镍价应该早就反弹，但是由于 LME 镍库存过高，延缓了镍价上涨的趋势。随着 2017-2018 年 LME 和上期所库存的持续下降，将有助于带动沪镍反弹至 13 万的高度。

● 当前全球镍供需的主要矛盾集中在印尼，尽管印尼 NPI 产能先于不锈钢投放，然而 2019 年后印尼不锈钢的增量或许将直接消化镍铁的配套产能，并不会对整体供需格局产生过大影响。

● 由于印尼 NPI 产量的增加，势必挤占其他传统镍产量，考虑到新能源对硫酸镍的需求，镍盐的产量也会增加。这就意味着镍板的产量可能会被挤压，若镍价上涨带来的收益不足以刺激镍企大规模复产，未来电解镍结构性短缺将成为一种常态。

● 新增电池需求和电解镍的结构性短缺是支撑镍价走强的驱动因素。若新增电池需求增速高于预期，叠加不锈钢需求增速保持在 5%以上，全球有望连续 5 年出现供需缺口，这将带动镍价走出长牛的趋势性行情。

● 从成本的角度看，由 50 百分位和 90 百分位成本曲线推导的伦镍波动区间为（11500，16500）美元/吨，折算至沪镍为（90000,130000）元/吨。也就是说，当伦镍价格高于 16500 美元/吨（沪镍 130000 元/吨）时，90%的镍企盈利改善后倾向于增产。因此，当前镍价上涨高度有限，除非新增电池消费需求有实质性突破，不然镍价的驱动因素仅仅只是炒作。

一、全球镍供需平衡：镍市短缺已连续三年

1.1 镍产业链变革

从 1990-2018 的 28 年时间里，镍产业链经历了翻天覆地的变化，镍元素不断增多导致镍产业链变得非常复杂。如果将镍产业链割裂成供需两个方面，可以由此划分不同的时间节点来概括镍产业链的变革。

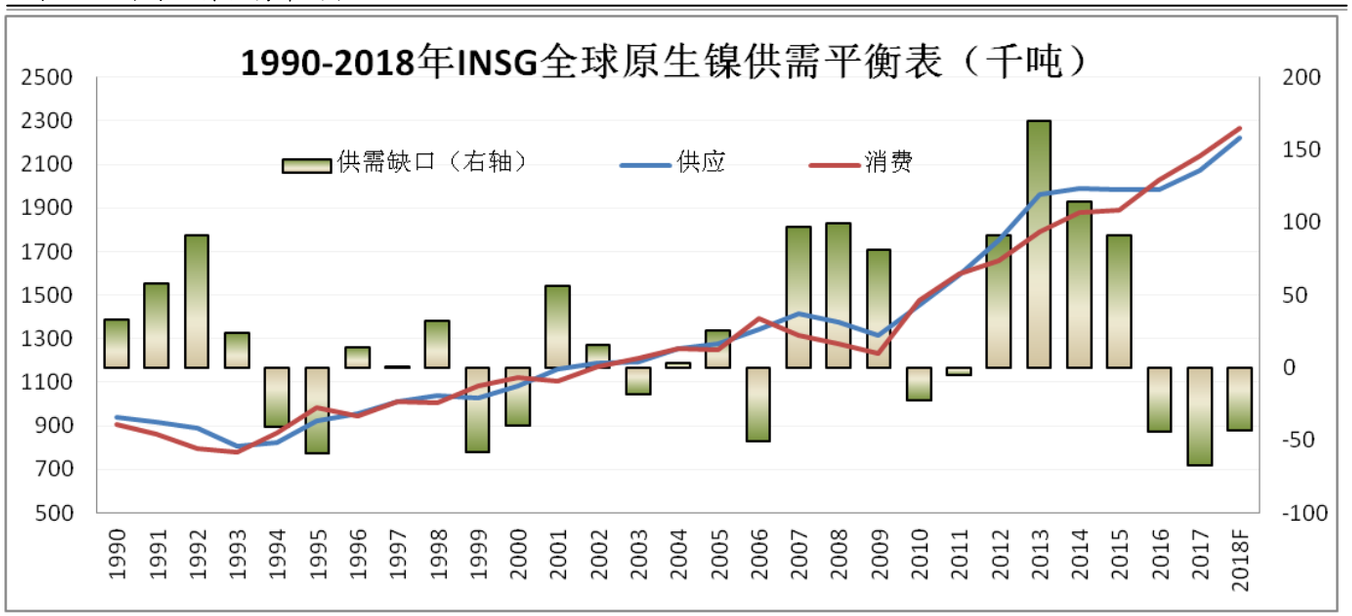
从供给的角度看，2007 年是影响镍供应端变革的重要时间节点。2007 年之前，镍还是一种稀有金属，传统的镍金属大多数从硫化镍矿中提取，由于地球上硫化镍矿资源日渐枯竭，导致镍的供给成为一种瓶颈。而另一种红土镍矿提取的方法因冶炼技术受限，虽然资源丰富但无法得到有效开发利用。2006、2007 年正值中国不锈钢迅猛增长的档口，极大刺激了对金属镍的原料需求。在这样的背景下，中国民营企业——浙江华光冶炼集团成功破解了红土镍矿开发技术难题，发明了高炉冶炼镍铁的新工艺。这是通过高炉作为主要设备，使用焦炭作为热源进行氧化矿的冶炼的方法。为了区别传统镍铁的不同，业内给予这种产品一个全新的名字——NPI（含镍生铁）。这里需要解释一下 NPI 和镍铁的区别，一般镍含量超过 15%以上行业里称之为镍铁，低于 15%以下称之为 NPI。在镍的历史上，镍铁一直都是存在的，包括像 BHP、英美资源都生产镍铁。在 NPI 工艺没有发明之前，国外传统镍企的镍铁会流入国内用于不锈钢的冶炼，只是当时不锈钢冶炼大部分仍用电解镍板，镍铁只是个配角。而这之后，镍铁直接从配角上升成不锈钢冶炼的主角。所谓一人得道鸡犬升天，镍产业链的焦点开始关注到菲律宾和印尼这两个盛产红土镍矿的国家身上。2014 年印尼禁矿事件出来后，镍价产生剧烈的波动，也从侧面印证了 NPI 在镍供应端的地位。由于 NPI 工艺的发明，全球镍供应格局发生了根本性转变，低品位红土镍矿巨大的开发潜力被充分释放，导致镍价被一次性打到谷底。NPI 的出现几乎打破了所有电解镍企的生产成本线，全球有一半以上的传统镍企无法进行盈利。

从需求的角度看，2015 年是新兴锂离子电池和传统镍系电池用镍的分水岭。2015 年之前，镍下游消费不锈钢占比高达 80%，镍价上涨的主要驱动因素还要看不锈钢。根据英国 MRPS（国际）公司统计，2006 年世界不锈钢粗钢产量的年增长率接近 14%的高点，这个数字与世界不锈钢产量的年均增长速度 5%相比，增长率达到 3 倍左右。其中，中国不锈钢产业呈现跳跃式发展，尤其是 2002-2006 年这五年间，更是发生了翻天覆地的变化。1998 年我国不锈钢产量只有 20 多万吨，2005 年已经扩张到了 370 万吨，年均增长速度超过 30%，是拉动镍消费加速的最大驱动力。从镍价历史走势可以看出，2007 年伦镍价格一度炒到 52000 美元/吨的历史高位，国内不锈钢价格也紧随其后走出了 44000 元/吨的记录新高。2015 年后，锂电池的大规模运用使新能源电池行业成为了一个备受关注的新增消费领域。虽然电池是镍消费的一个小众市场，基数较低，但却是最具潜力，增长速度最快的市场。从 2012 年至 2017 年，电池行业在全球镍消费中的占比从 2%增加到了 5%，年均增长率达到 22%；预计到 2025 年，电池行业在全球镍消费中的占比将达到 21%，

年均增长率达到 24%。

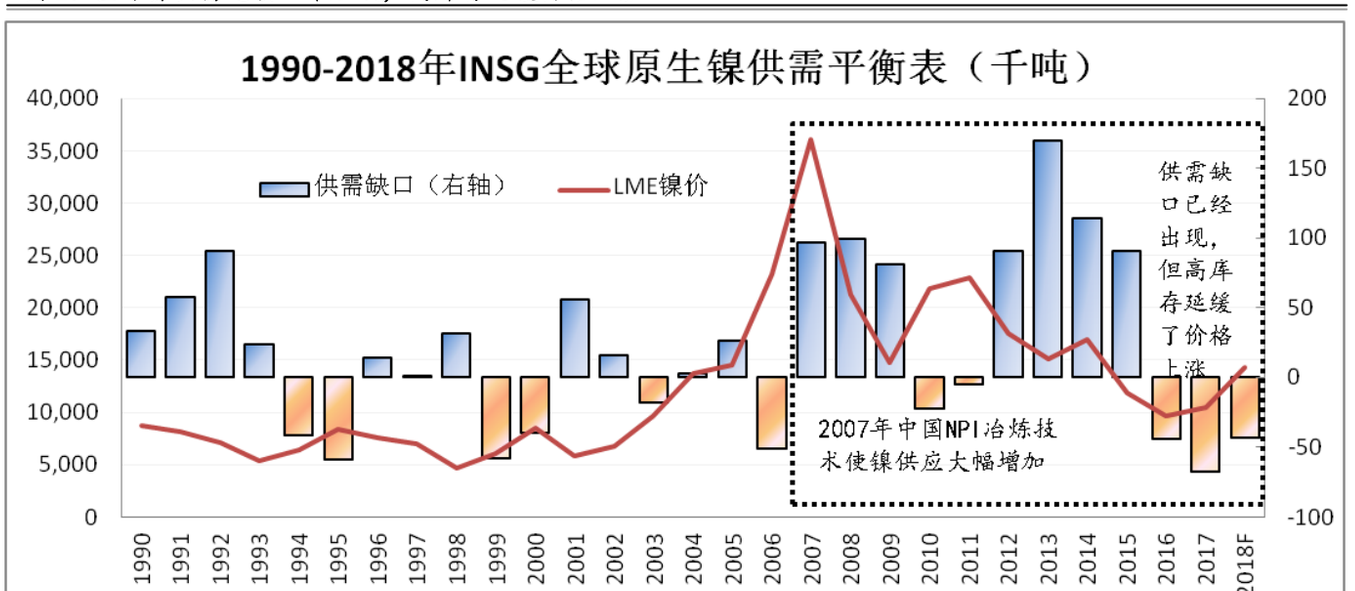
1.2 镍市短缺已连续三年

图 1：全球原生镍供需平衡表



资料来源：INSG，信达期货研发中心

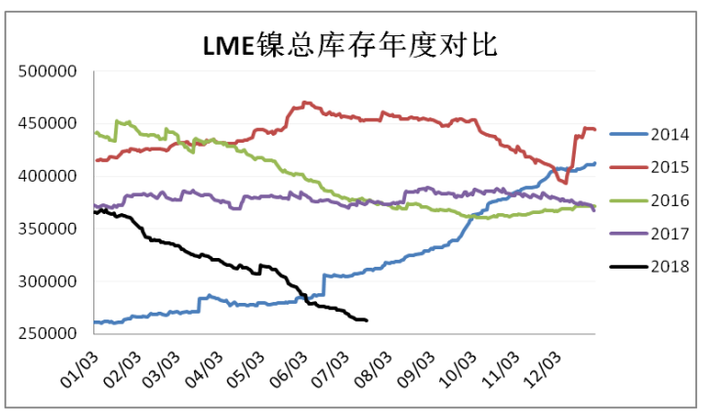
图 2：全球镍供需连续三年短缺，高库存延缓价格上涨



资料来源：CRU，信达期货研发中心

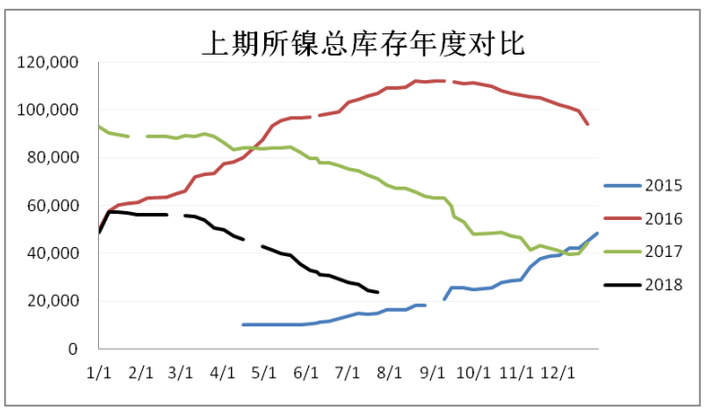
讲完了镍产业链的变革，接下来分析一下全球原生镍的供需平衡表。结合图 1 和图 2，全球镍供需出现缺口的时候往往是需求增速高于供给增速的阶段，这也很好解释了 2017 年伦镍价格创新高的原因。按照正常规律，当供需平衡出现缺口的时候，镍价能有一波流畅的上涨行情。然而 2016-2018 年供需出现三年缺口，镍价上涨却姗姗来迟，主要是因为 LME 高库存延缓了价格上涨趋势。从图 3 可以看出，LME 总库存自 2015 年起就一直处于 46 万吨的高位，2016-2017 年的两年去库进程也非常缓慢。直到 2018 年这个情况才出现实质性扭转，上半年 LME 镍库存降幅近 30%。把 LME 镍库存拆开看，可以发现 LME 镍库存中 75%是镍豆，由于上期所的交割规则中没有将镍豆纳入交割品，并且镍豆用于消费的占比很小，导致这部分库存在前两年时间里几乎没有流动性。随着新能源电池需求的兴起，硫酸镍需求被无限放大，而镍豆可以通过酸溶变成硫酸镍，导致越来越多的镍企倾向于运用这种渠道去生产硫酸镍。所以，镍豆库存一下子有了市场，最直观的表现就是 LME 库存去库进程加快，也从侧面印证镍的新增电池需求在不断兑现。而国内镍去库存化远远早于国外，去库显得非常顺利。上期所镍库存都是电解镍板，这部分库存从 2016 年下半年起逐渐下降，经过两年的去库，当前库存处于历史低位。其中，上期所库存与去年初库存 9 万吨相比，跌幅近 75%，与 2016 年最高点 11 万吨 相比，跌幅 79%。在去库的背景下，镍价才有了真正上涨的动力。

图 3：LME 镍库存 单位：吨



资料来源：Wind，信达期货研发中心

图 4：上期所镍库存 单位：吨



资料来源：Wind，信达期货研发中心

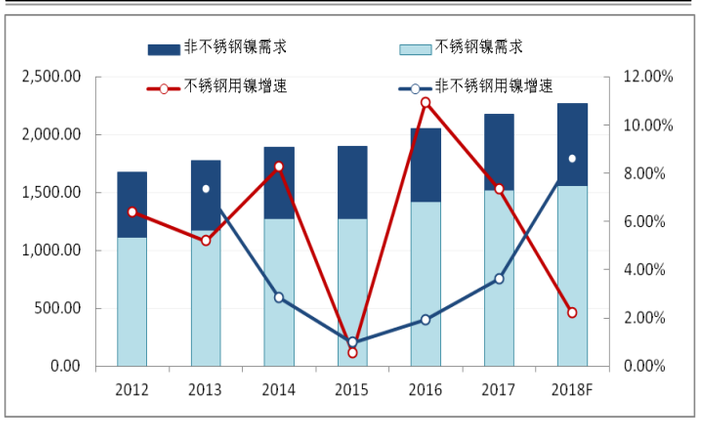
然而，值得忧虑的是，由于不锈钢需求增速的放缓，今年全球镍供需缺口将缩窄至 4.3 万吨。根据 INSG 发布的供需预测，2015-2018 年全球镍供应增速在逐步增加，2018 年总供给增速稳定 5.7%。需求方面，可以拆分成不锈钢用镍需求和非不锈钢用镍需求两块。2016-2018 年不锈钢需求增速逐步回落，2018 年不锈钢需求增速或降低至 2.2%。而 2015-2018 年非不锈钢用镍增速抢眼，呈现阶梯式增长的态势，2018 年需求增速高达 8.6%。其中，电池消费占比逐步提升，占比从 2012 年的 2%提升至 2017 年的 5%，2017 年电池消费增速贡献率高达 13%，而 2018 年电池用镍增长将达到 23.6%。综合来看，由于不锈钢需求增速转

弱，2016-2018 年全球镍总需求增速放缓，预计 2018 年总需求增速稳定在 4.13%左右。

尽管新能源电池消费需求增速抢眼，但不锈钢需求依然是镍下游的绝对主力，占比仍高达 70%。虽然 INSG 对 2018 年不锈钢需求预测较为保守，但事实上不锈钢的产量并没有那么悲观，根据国际不锈钢论坛（ISSF)在 7 月份发布的 2018 年前三个月数据显示,全球不锈钢粗钢产量为 1276.7 万吨,同比增长 9.5%。也就是说，如果不锈钢需求增速依然能保持在 5%以上，供需缺口或仍将继续扩大。

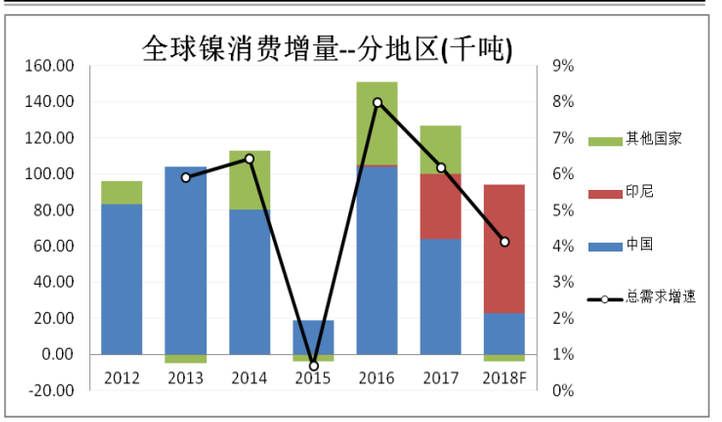
从全球镍消费增量来看，增量主要集中在不锈钢领域。分地区看，中国不锈钢增量萎缩较快，而印尼不锈钢消费增量非常抢眼，增量几乎翻倍。所以，未来几年不锈钢增长的引擎或许集中在印尼、印度等国家，全球不锈钢的需求增速或高于预期。

图 5：非不锈钢用镍需求增速抢眼



资料来源：INSG，信达期货研发中心

图 6：印尼不锈钢增量抢眼 **单位：千吨**



资料来源：INSG，信达期货研发中心

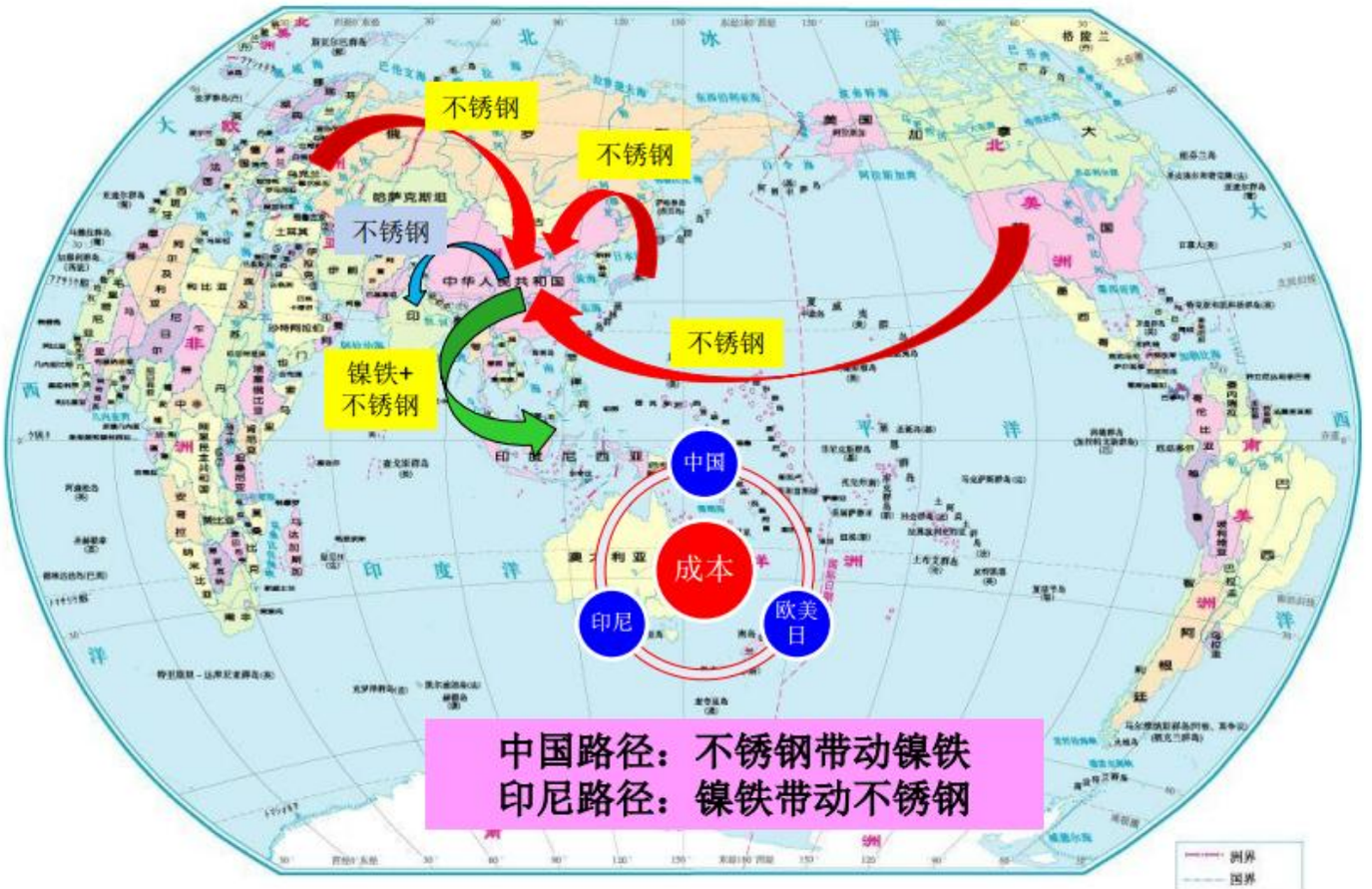
二、传统镍供需矛盾的焦点在印尼：镍铁和不锈钢产能转移

红土镍矿冶炼技术的革新激活了菲律宾和印尼非常不起眼的红土镍矿。菲律宾镍矿品位多以低镍高铁，中镍矿为主，高品位镍矿资源较为缺乏，且多数销往日本、韩国等地。而印尼本地多产高品位镍矿，资源丰富品质较好，是中国进口镍矿的主要来源。2014 年印尼禁矿后菲律宾乘虚而入，基本垄断了中国红土镍矿市场。因此，2014 年是镍产业链变革中的重要时间节点，此后，中国的镍铁和不锈钢产能逐步转移到印尼，实现了镍产业链的地域变迁。

2014 年 1 月初印尼开始禁矿以后，印尼政府规定禁止原矿出口，鼓励海外企业来国内投资建厂。由于镍铁最大的成本在镍矿和电力，印尼本土的红土镍矿丰富且价格低廉，此外自备电厂发电成本很低，这就催生了镍铁项目的大规模发展。其中，青山钢铁迅速反应，率先在印尼建设镍铁项目，一期镍铁项目当年出产镍铁 20000 多吨。同年 11 月，印尼青山不锈钢有限公司获批成立，正式拉开了不锈钢产业的建设

大幕。在 2014 年之前，整个印尼出口镍铁量不到 10 万吨，而在 2017 年该数值突破 100 万吨，折算成镍金属量约 10 万吨左右。随后，在镍铁投产的带动下，印尼开始大规模往下游发展不锈钢冶炼，从而引发了镍铁带动不锈钢发展的路径。

图 7：镍铁带动不锈钢产业向印尼转移

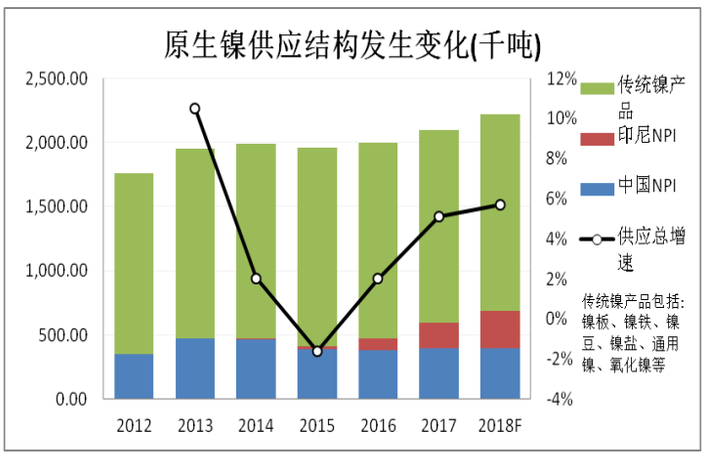


资料来源：网页信息，信达期货研发中心

2.1 供应最大增量：印尼镍铁产业蓬勃发展

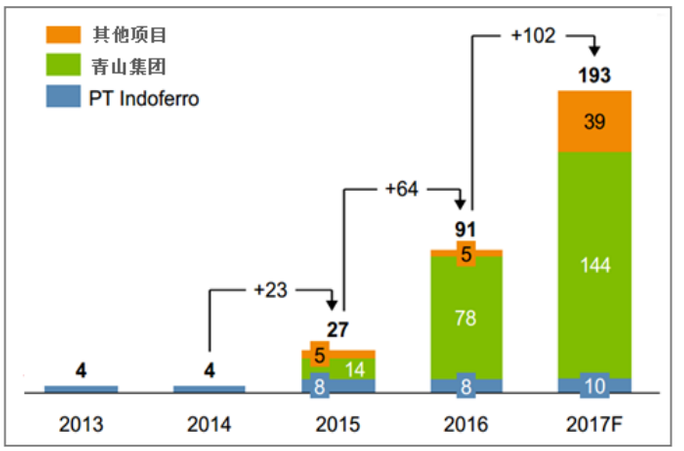
从图 8 可以看出，全球镍供应增量主要来自印尼 NPI 产量。其中，印尼 NPI 产量从 2013 年的 2.7 万吨增长至 2017 年的 20.48 万吨，年复合增长率高达 76%。具体来看，2015-2018 年印尼 NPI 增速各为 575%，237%，112%和 50%，中资企业大量投产促使印尼迅速崛起成为全球第二大原生镍生产国，印尼 NPI 产量全球占比也从 2016 年的 4%增长至 2018 年的 13%。

图 8：全球镍供应增量来自印尼　　单位：千吨



资料来源：INSG，信达期货研发中心

图 9：印尼 NPI 仍看青山集团　　单位：千吨



资料来源：INSG，信达期货研发中心

表 1：中国企业在印尼投资 NPI 项目情况

公司	印尼NPI 项目进度情况	产能/万吨	2016	2017	2018F
青山印尼	1期和2期已经投产，3期已于2017年3月5日投产，2017年20条RKRF产线全部投产	150	60	150	200
江苏德龙	1期15条RKEF产线已经建成，今年将有2条投产。另外30条产线正在计划中	110	／	10	30
新兴铸管	4条RKEF产线已经投产，2期规划5条产线	22	／	15	20
新华联	已投产4座80m³高炉，2期4条RKEF产线，并计划建设电厂	10	／	2	10
金川集团	2016年11月25日开始施工，整体项目正在建设中，2018年将先投产2条线	200	／	／	3
振石集团	4座80m³高炉已经投产	10	6	6	10
银海万向	8台80m³的高炉正在建设；4条RKEF产线已经提上计划	16	／	／	／
宁波明辉	1座60m³的高炉已经建成，暂时停产	3.5	／	／	／
温州华迪	2台16500KVA 电炉，一期已经基本建成；4台33000KVA RKEF 生产线将在2期建设	6	／	／	／
青岛恒顺	6台50m3的高炉已经建成，暂时停产；二期电厂加RKEF项目正在筹	6	／	／	6
中资企业总计		534	66	183	279
折合成镍金属（Ni%～10%）		53.4	6.6	18.3	27.9

资料来源：安泰科，信达期货研发中心

究其原因，这几年印尼镍铁的发展离不开青山集团的贡献。从项目分类来看，青山集团的 NPI 项目占比从 2015 年的 51.5%增至 2017 年的 74.6%，是印尼 NPI 产量的核心主力。除了青山集团外，其他来自中国的 NPI 产能增速飞快。目前 NPI 产能扩张主要集中在四家公司，分别是青山集团、德龙镍业、新兴铸管和金川集团。尽管青山集团的大部分产能已经兑现，但产能仍有增长空间。青山集团计划未来与法国埃赫曼合作开发印尼 Weda Bay 镍矿项目，初期共建设 4 条 RKEF 镍铁生产线，预计 2020 年投产。江苏德龙印

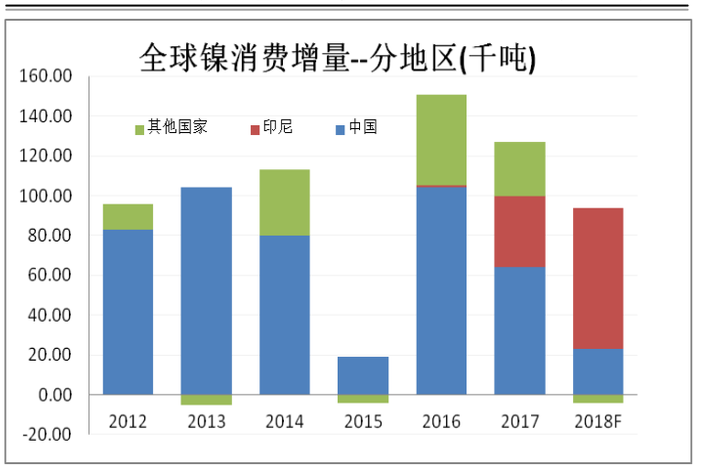
尼项目 15 条生产线已全部建成，但受制于资金限制，2017 年只投产了 2 条生产线，而且德龙镍业未来规划再建设 30 条 RKEF 镍铁生产线。新兴铸管公司印尼项目 4 条生产线已经全部投产，计划在 2018 年底规划再投产 4 条 RKEF 生产线。金川集团规划建设 4 条 RKEF 生产线，目前基础设施建设中，预计 2018 年投产 2 条线。从项目的进程来看，江苏德龙、金川集团的计划显然慢人一拍，但是这两家的产能占比高达 58%，如果投产进程往后推移，这意味着 2019-2020 年印尼镍铁产量将持续增长。反观中国 NPI 产量非常稳定，2017 年只比 2016 年增加了 2 万吨镍金属量，而 2018 年的产量几乎不变。由于印尼投资 NPI 工厂建设周期也从原来的 4-10 年缩短至 2-3 年，因此可以初步预测 2019-2020 年印尼镍生铁产量或将接近中国，印尼镍生铁成本的高低将对市场的变化占据更大的影响力。

2.2 需求最大增量：印尼不锈钢后来居上

根据 INSG 的统计，全球镍消费增量的主要驱动也来自印尼不锈钢项目。从图 10 可以看出，尽管总需求增速在下滑，但是印尼消费增量抢眼，主要因为镍铁带动了印尼不锈钢项目一体化进程。

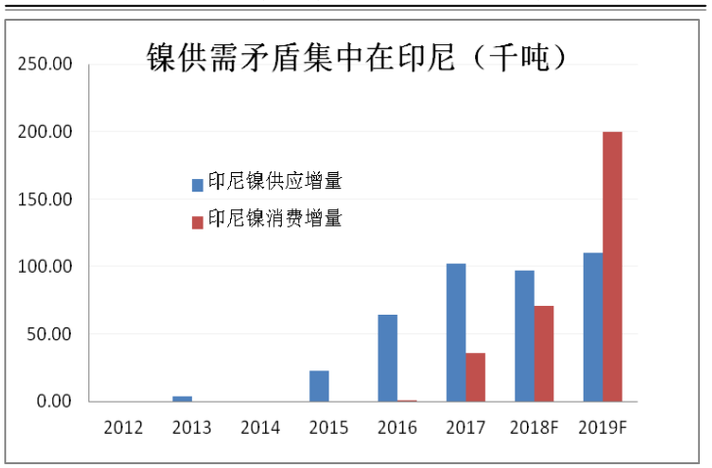
最初中国企业前往印尼建镍铁厂的初衷就是降低生产成本，随着不锈钢行业技术革命和产业整合，使得 RKEF 镍铁冶炼技术和炼钢一体化工艺不断刷新全球不锈钢的成本低点。当镍铁产能扎根印尼后，不锈钢项目应运而生。青山印尼不锈钢凭借自有发电、镍生产（利用当地红土镍矿）、铬铁生产（利用南非低品位 UG2 铬矿）、铁供应（来自镍生铁、铬铁）的 4 合 1，再次刷新了不锈钢板坯和热轧不锈钢板成本的新低。据悉，印尼产不锈钢相对于国产不锈钢成本上普遍便宜 800-1000 元/吨。

图 10：全球镍消费增量来自印尼 单位：千吨



资料来源：INSG，信达期货研发中心

图 11：镍供需矛盾集中在印尼 单位：千吨



资料来源：INSG，信达期货研发中心

从印尼不锈钢项目投产进程来看，除青山印尼的 300 万吨已投产不锈钢项目以外，其余项目均未投产，不锈钢产能的集中爆发集中在 2019 年以后，印尼仍有望成为世界第二大不锈钢产业国。今年 6 月份青山

三期提前投产，理论上印尼青山不锈钢炼钢产能将达到 300 万吨。不过，由于其镍铁配套产能尚未完全投产，下半年满产仍需要外购原料得以实现。此外，德龙与青山钢铁合作的 350 万吨不锈钢项目也计划将在 2018 年年底投产，由于该项目并未注明是建设不锈钢冶炼厂（又称或为碳钢及不锈钢综合冶炼厂），德龙控股官方在此前公告中只是提及该项目将主要从事生产、销售钢筋、线材、板坯，因此该项目仍存在一定争议。印尼德龙不锈钢项目正在建设，最快预计在今年第四季度投产，考虑到资金问题，投产时间可能延后。德龙后期还有 200 万项目规划，Antam、新华联、新兴铸管、金川各 100 万项目规划，义联集团也有 300 万吨规划，正常情况下，2020 年前后印尼不锈钢炼钢产能将达到 1000 万吨，这无疑也会加速全球不锈钢产能的重新洗牌。

表 2：中国企业在印尼不锈钢项目运行情况

项目	印尼不锈钢项目进度情况	产能/万吨	投产时间表	2017	2018F	2019F
青山印尼（一期）	一期100万吨不锈钢炼钢项目于2016年6月投产	100	2016年6月	100	100	100
青山印尼（二期）	二期100万吨不锈钢炼钢项目于2017年9月投产	100	2017年9月	100	100	100
青山印尼（三期）	三期100万吨不锈钢炼钢项目于2018年6月投产	100	2018年6月	／	100	100
德龙镍业	2017年12月开工，200万吨冷轧不锈钢板带项目2018年底竣工	200	2018年底	／	／	200
德龙&青山合作项目	2017年6月签署协议，并未提及是不锈钢还是普碳钢	350	2018年底	／	／	350
新兴铸管	规划100万吨不锈钢	100	2019	／	／	100
金川集团	规划100万吨不锈钢	100	未知	／	／	／
新华联	规划100万吨不锈钢	100	未知	／	／	／
台湾义联	规划300万吨不锈钢，分三个阶段	300	一阶段于2019年初	／	／	100
不锈钢项目合计		1450		200	300	1050
折合成镍消费量（不锈钢*5%品位）		72.5		10	15	52.5

资料来源：网站信息，信达期货研发中心

如图 11 所示，传统镍产业链的供应增量在印尼，消费增量也在印尼。换言之，全球镍供需格局的主要矛盾集中在印尼。尽管印尼 NPI 产能先于不锈钢投放，然而 2019 年后印尼不锈钢的增量或许将直接消化镍铁的配套产能，并不会对整体供需格局产生过大影响。

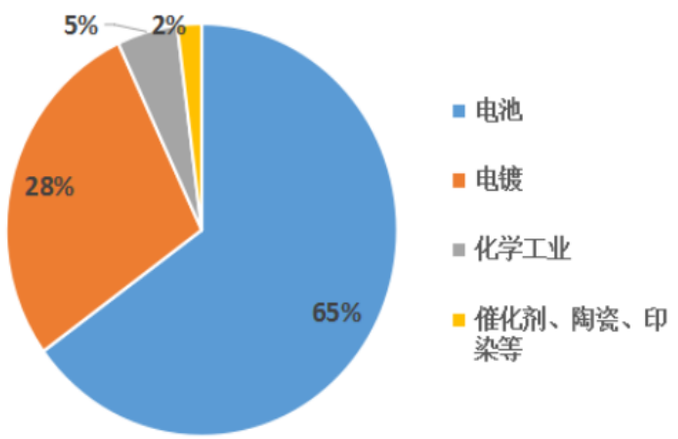
三、镍价长牛的驱动：新增电池需求+电解镍的结构性短缺

3.1 新增电池需求

镍在电池领域的应用，多以硫酸镍形式作为原料进行加工，终端产品包括电池（三元电池、镍氢电池），电镀行业。2018 年全球电池行业用镍 10.4 万吨，其中三元材料用镍占 75%，也是未来带动镍消费的主要

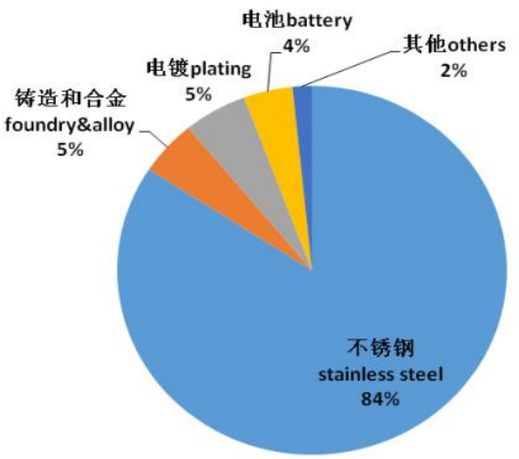
力量。具体来看，2018 年中国电池行业镍消费量约为 6.5 万吨，占全球电池用镍需求的 60%左右。CRU 预计，2021 年电池行业对镍的消费需求将为 14-15 万吨（安泰科的预计数据是 17-18 万吨），较 2016 年增长近 200%。其中，70%-75%以上的份额来自中国。以此类推，2021 年后中国电池消耗镍量将接近或超过 11 万吨，约是 2016 年电池用镍消耗量的 2.5 倍左右，这意味着中国的消费潜力不容小觑，未来新能源驱动的消费增量仍看中国。

图 12：2017 年世界硫酸镍消费领域占比



资料来源：安泰科，信达期货研发中心

图 13：2018 年中国镍消费结构



资料来源：安泰科，信达期货研发中心

3.2 电解镍的结构性短缺

从 2015 年起，全球原生镍的供应结构出现分化，电解镍的结构性短缺愈发明显。一般来说，传统镍产品包括镍板、镍铁、镍豆、镍盐、通用镍和氧化镍等。根据安泰科的统计（见表 3），2016 年全球原生镍中有 36%的产量是镍板，18%是中国 NPI，4%是印尼 NPI，21%是镍铁，11%是镍豆，剩下的 10%包括了镍盐、 通用镍、氧化镍等产品。随着印尼 NPI 产能的崛起，印尼 NPI 占比由 2016 年的 4%上升至 13%，一定程度上挤占了部分传统镍产品的产量，导致传统镍产品占比从 78%下降至 69%。由于缺少细分数据，我们只能从逻辑上去猜测镍供应结构的变化，如果考虑新增硫酸镍的需求，那么镍供应结构中被挤压概率最大的就是镍板。首先，精炼镍和硫酸镍之间存在比较容易转换的过程，镍豆可以直接用硫酸溶解成硫酸镍，电解镍板理论上也可以生产硫酸镍。在新能源汽车年复合增长率为 8%-10%的驱动下，硫酸镍产业有加速扩张之势。尤其是当硫酸镍对电解镍的溢价到达一定程度时，市场就会争先出现把电解镍、镍豆注解成硫酸镍的现象。其次，由于硫化矿资源增量有限，红土矿资源投资成本偏大，NPI 的出现又一下子打穿了所有电解镍企的生产成本线，若镍价上涨带来的收益不足以刺激镍企大规模复产，未来电解镍结构性短缺将成为一种常态。

表 3：全球 NPI 增产挤压传统镍产品产量　　单位：%

时间	含镍生铁（NPI）		传统镍产品			
	中国NPI	印尼NPI	电解镍	镍盐	镍铁	镍豆
2012	20%	0%	80%			
2013	24%	0%	76%			
2014	23%	0%	76%			
2015	20%	1%	79%			
2016	18%	4%	36%	10%	21%	11%
2017	19%	9%	72%			
2018E	18%	13%	69%			

资料来源：INSG，安泰科，信达期货研发中心

表 4：国内电解镍供需平衡　　单位：万吨

	2016	2017	2018E
电解镍国产	17.77	15.99	14.24
电解镍进口	35.39	15.19	9.54
供应合计	**53.16**	**31.18**	**23.78**
电解镍：电镀行业用镍	6.18	7.11	6.64
电解镍：电池行业用镍	3.56	4.04	7
电解镍：合金/铸造行业用镍	4.8	4.8	5.04
其他行业用镍	2.32	2.36	2.4
需求合计	**16.86**	**18.31**	**21.08**
电解镍年度供需平衡表	36.3	12.87	2.7

资料来源：SMM，信达期货研发中心

再看一下国内电解镍供需情况，结构性短缺的矛盾非常严峻。由于全球精炼镍增产受限和电解镍进口关税的提高，导致电解镍进口急剧缩减。此外，中国作为新能源消费驱动的中流砥柱，国内电池行业用镍需求日益增长，2018 年电池用镍需求约 7 万吨，增速高达 73%。由此推算 2018 年国内电解镍供需过剩仅 2.7 万吨，比 2016 年下降了近 93%。

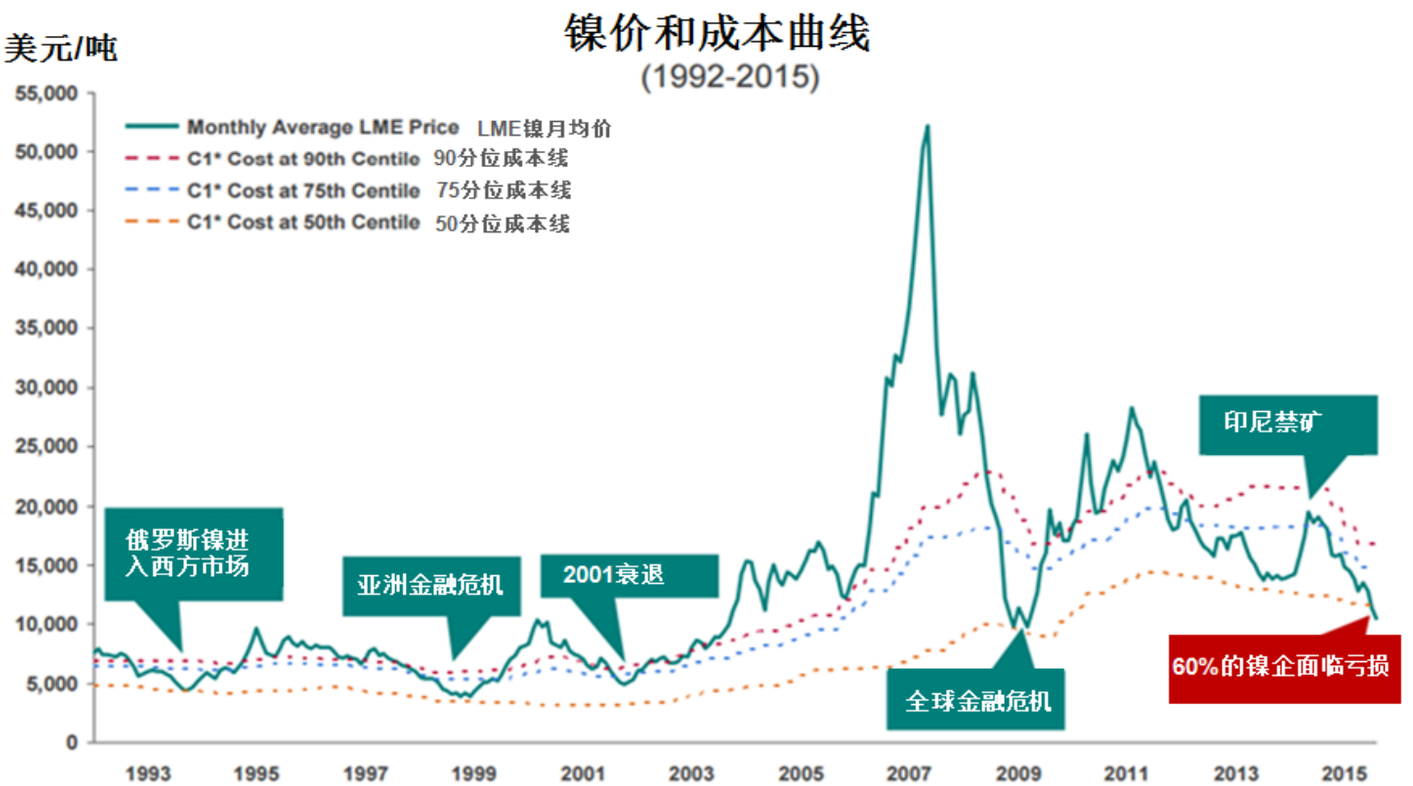
综上所述，新增电池需求和电解镍的结构性短缺是支撑镍价走强的驱动因素。若新增电池需求增速高于预期，叠加不锈钢需求增速保持在 5%以上，全球有望连续 5 年出现供需缺口，这将带动镍价走出长牛的趋势性行情。

四、镍价成本和价格波动安全边际

回溯历史，镍价很少击穿 50 百分位成本曲线，因此该成本曲线可以作为镍价下跌的安全边际。而 90 百分位曲线意味着 90%的镍企能够实现盈亏平衡，由此推导的成本可以作为镍价上涨的安全高度。2015 年镍价的持续下跌直接击穿了 50 百分位成本曲线，这意味着超过 60%的镍企面临着亏损，导致全球镍企经历了痛苦的去产能的阶段，最直接的影响就是倒逼了不少硫化镍矿的关停。经过 2015-2016 镍价的持续低迷，2017 年镍价终于开启反弹行情，如今镍价涨幅已接近一倍，未来上涨空间还有多少？如果按照 50 百分位线和 90 百分位线的安全边际匡算，那么伦镍的上方高度为 16500 美元/吨，下方安全边际为 11500 美元/吨，折算至沪镍的波动区间为（90000,130000）元/吨。也就是说，当伦镍价格高于 16500 美元/吨（沪镍 130000 元/吨），90%的镍企盈利改善倾向于增产。另据调查显示，硫化矿采矿成本高企，很多中小矿山则表示镍价要达到 15000 美元/吨才可能复产。因此，从当前的镍价来看，上涨的高度有限，除非新增电

池消费需求实现质的飞跃，不然镍价的驱动因素仅仅只是炒作。

图 14：镍价和成本曲线



资料来源：埃赫曼，信达期货研发中心

五、总结

随着镍元素不断增加，全球镍的市场将形成三个互相独立但又相互制约的板块，第一是“镍铁—不锈钢”系；第二是期货交割品种—“电解镍”系；第三是新能源电池的“硫酸镍”系。当前全球镍供需平衡连续 3 年短缺，2018 年供应增速大于需求增速，2018 年供需缺口将缩窄。通常供需缺口下镍价应该早就反弹，但是由于 LME 镍库存过高，延缓了镍价上涨的趋势。这两年 LME 库存持续下降，将有助于带动镍价反弹至 13 万的高度。长周期看，镍市结构性短缺和新增消费需求依然是支撑价格走强的关键。市场最大利空是印尼镍铁的增量对供应过剩的预期，然而 2019 年后印尼不锈钢的增量或许将直接消化镍铁的配套产能，并不会对整体供需格局产生过大影响。上半年伦镍上涨触碰过 16500 的安全高度，短期上涨空间有限，除非新增电池消费需求有实质性突破，不然镍价的驱动因素仅仅只是炒作。然而，未来镍仍然是最具有上涨潜力的品种，镍的投资策略依然以逢低买入为主。

公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货经纪业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会批准成立，核发《期货经纪业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（注册号 330000000014832），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货经纪公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您的交易提供最优的服务。

公司总部设在杭州，下设浙江金华分公司、台州分公司、深圳分公司、北京营业部、上海营业部、沈阳营业部、哈尔滨营业部、大连营业部、石家庄营业部、广州营业部、乐清营业部、富阳营业部、温州营业部、宁波营业部、绍兴营业部、临安营业部、萧山营业部、余杭营业部 18 家分支机构，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本 362.57 亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

全国分支机构

●金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 （咨询电话：0579-82300876）

●台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 （咨询电话：0576-82921160）

●深圳分公司 深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A （咨询电话：0755-83739066）

●北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室（咨询电话:010-64101771）

●上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 （咨询电话：021-58307723）

●广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 （咨询电话：020-89814589）

●沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 （咨询电话：024-31061955）

●哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号 （咨询电话：0451-87222486）

●石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 （咨询电话：0311-89691960）

●大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2408 房间 （咨询电话：0411-84807776）

●乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 （咨询电话：0577-27868777）

●富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 （咨询电话：0571-23255888）

●温州营业部 浙江省温州市鹿城区锦绣路 1067 号置信中心 1 幢 616 室 （咨询电话：0577-88128810）

●宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 （咨询电话：0574-28839988）

●绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 （咨询电话：0575-88122652）

●临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 （咨询电话：0571-63708180）

●萧山营业部 浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室（咨询电话:0571-82752636）

●余杭营业部 浙江省杭州市余杭区南苑街道永安大厦 1702-2 室 （咨询电话：0571-88797516）

重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，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、财政状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。