

# 纯镍：过剩格局延续，成本支撑走强

姓名：薛韬

投资咨询证号：Z0020100

日期：2025年03月31

联系人：郑国奎

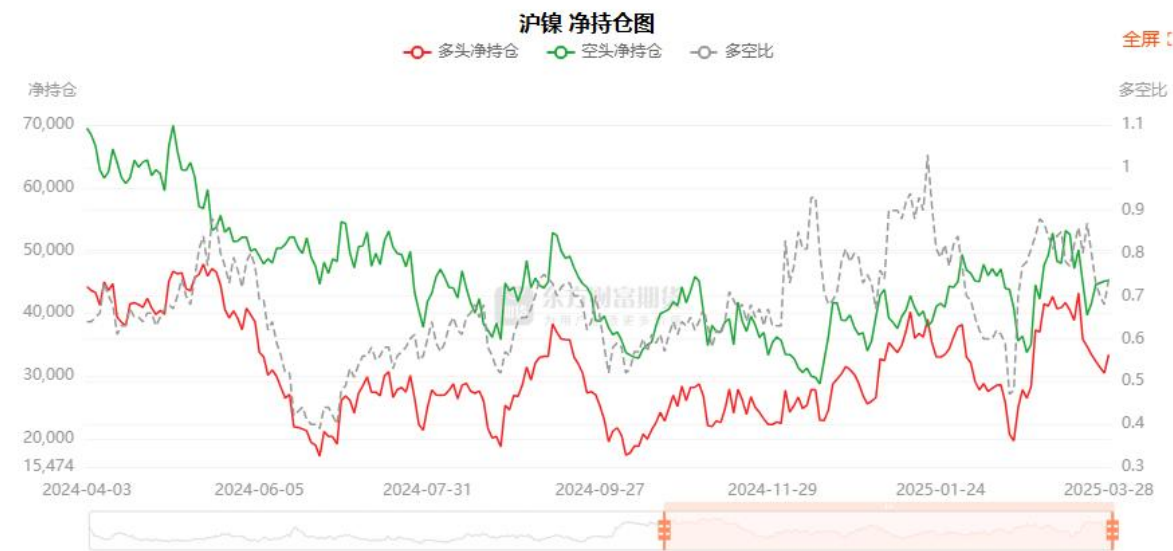
从业资格证号：F03114316



- 2024年镍价维持区间震荡【12.2W，13.5W】，3月6日向上突破13W整数关口，镍的运行重心有所上移，整体走势符合市场预期。
- 海外镍产业链政策扰动未改变纯镍过剩格局，2025年累库预期不变，高库存整体限制镍价上方的空间；从估值上，当前镍价已经跌破除**印尼一体化MHP**成本线，叠加政策仍具有不确定性，成本支撑走强，继续下跌空间不大。2025年纯镍预计维持区间震荡【12W，14W】
- 策略：区间操作，**区间下沿（12.2W附近）向上做多**具有较高安全边际，关注阶段性沽空的机会（重点关注13.5W上方，右侧交易）

01

## 行情回顾



- 2024年12月以来整体呈现区间震荡，3月6日技术向上突破，整体重心有所上移。
- 走势符合市场整体预期

机构名称	核心逻辑（供需分析）	价格预测区间（万元/吨）	策略建议	风险点/关注因素
国投期货研究院	原生镍供应增速高于需求增速，供应过剩扩大，库存堆积显著。	镍：9-13万	关注库存堆积带来的反套机会（如买近抛远）。	全球供应过剩、需求韧性不足。
中信建投期货	印尼RKAB审批扰动主导，镍市供需双弱，全年呈弱震荡。不锈钢需求受地产拖累但出口有韧性。	镍：10-15万 不锈钢：1.25-1.45万	Q1逢高布空，Q2-Q3区间操作，Q4观望政策风险。	印尼政策变动、欧美经济下行、原材料补库不及预期。
新湖有色	全球镍供应过剩延续，镍价磨底；不锈钢下游需求有韧性，但产量弹性抑制价格上限。	镍：10-14万 不锈钢：1.2-1.5万	镍价区间操作，关注低成本湿法项目成本支撑。不锈钢供需矛盾有限，区间震荡。	印尼审批进度、不锈钢产能过剩。
金瑞期货	镍铁维持紧平衡，纯镍过剩延续；不锈钢低价高产下需求稳健。	镍继续磨底 不锈钢：区间震荡	关注镍价底部支撑（湿法成本10万），不锈钢成本线附近操作。	印尼镍矿持续偏紧、不锈钢产能释放超预期。
一德期货	原生镍过剩结构分化（一级镍过剩明显，二级镍收窄），印尼镍矿成本抬升定价中枢。	镍：12-17万	关注硫酸镍对纯镍的底部支撑（118000元/吨），待镍价突破成本后布局空单。	印尼政策风险、三元电池技术替代。
混沌天成研究	印尼供应占比达60%，政策影响显著；中间品供应增速快于镍铁，结构矛盾突出。	镍：12-16万	区间操作 多不锈钢空镍（因印尼限制火法冶炼或推高不锈钢成本，镍过剩更显著）。	印尼产业政策转向、宏观冲击（如美元流动性）、新能源需求失速。

➤ 东吴年报观点：2025年镍供应继续增加，需求端增速不及供应端，库存将继续累库。当前，镍价已经处于低估值区域，跌破外来原料的成本线，而原料端仍面临印尼政策扰动的风险，继续下跌空间有限。国内将实施更加积极的财政政策和宽松的货币政策，改善市场信心。**因此，短期可以积极逢低布局，中长期根据偏离基本面的程度可以逢高沽空。**

02

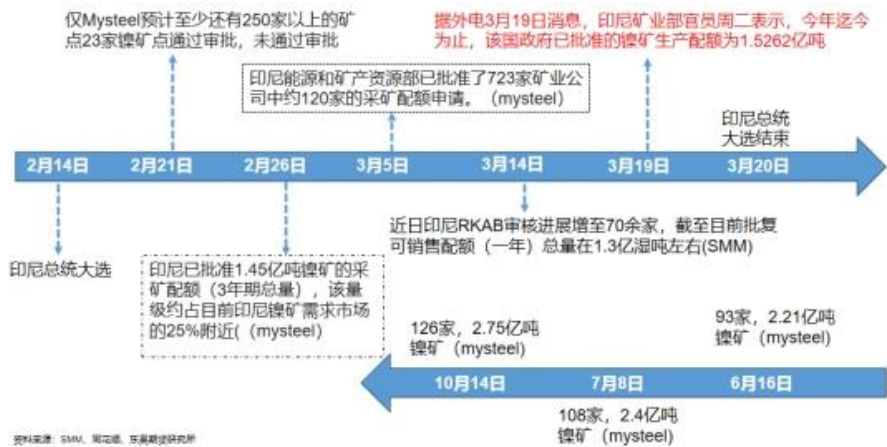
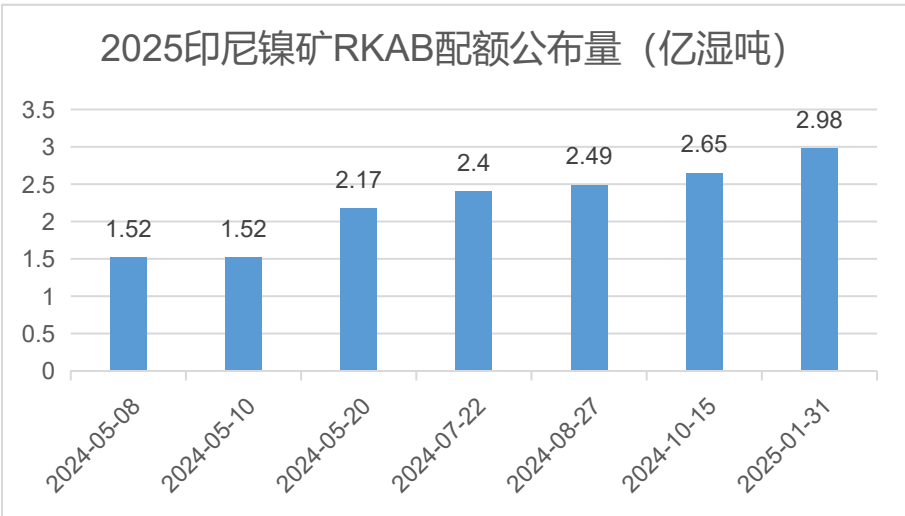
政策梳理

2024年12月以来扰动消息/政策汇总

日期	扰动消息/政策变化
2024年12月13日	印尼能矿部重申限制镍产品生产计划，以应对供应过剩并提振价格。
2024年12月20日	印尼政府考虑将2025年镍矿开采配额从2.75亿吨大幅削减至1.5亿吨，引发市场担忧。
2024年12月27日	印尼镍矿协会（APNI）反对削减配额，认为会扰乱冶炼行业。
2025年01月03日	印尼能矿部长确认重新审视RKAB配额，但强调需平衡行业利润与政策目标。
2025年01月20日	印尼2025年RKAB审批配额达2.5亿湿吨，计划征收12%增值税，并拟监管镍产品产量以控制镍价
2025年01月23日	① APNI宣布2025年已批准的RKAB配额达2.985亿吨，远超市场预期。
2025年02月06日	②菲律宾通过法案拟禁止原矿出口（五年后生效），旨在推动本土加工产业链发展。
2025年02月21日	③刚果（金）宣布暂停钴出口四个月，导致氢氧化镍钴（MHP）价格快速上涨。
2025年02月24日	④实施自然资源出口外汇管制政策（DHE SDA），要求出口商100%外汇收入存入国家银行。（3月1日实施）
2025年03月01日	⑤印尼调整金属矿产基准价格（HMA）计算方式，改为每月初及月中更新，并新增镍产品HPM价格机制；
2025年03月12日	⑥印尼能矿部提议调整镍产业链税率



政策①： APNI宣布2025年已批准的RKAB配额达2.985亿吨， 远超市场预期



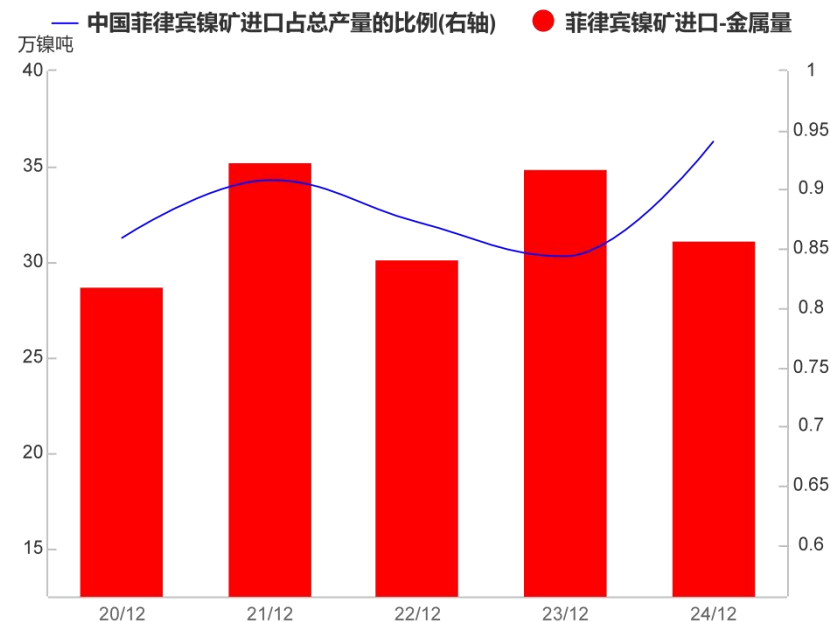
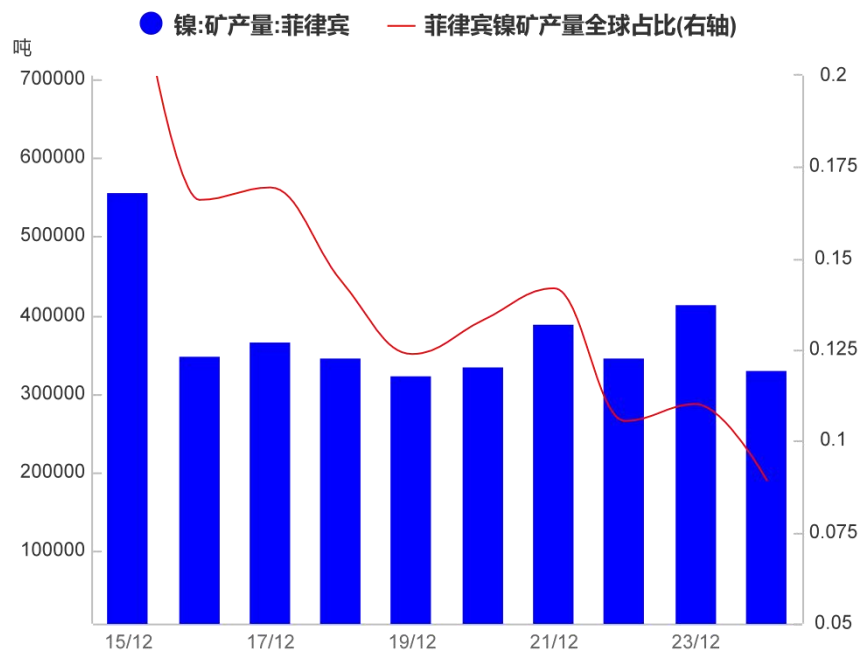
印尼镍矿需求测算（单位：万镍吨）							增速
	2023		2024		2025E		
	产量	镍矿消耗	产量	镍矿消耗	产量	镍矿消耗	
镍铁	142.9	14617	150	15343	160	16366	7%
高冰镍	25.25	2582	27.18	2779	32	3272	18%
MHP	15.99	2411	31.36	4729	40	6033	28%
合计		19611		22852	232	25671	12%

- 2024年RKAB的配额是2.75亿吨（实物吨），但是受RKAB审批进度以及整体的开采效率，根据美国地质局的数据**2024年印尼镍矿生产量为2.2亿吨左右**（金属吨220万吨，按1%镍含量测算），占全球产量的59.5%左右，开采效率在80%左右。
- **按照85%开采销量测算，2025年实际镍矿供应量会在 2.53 亿湿吨左右，镍矿供需整体维持紧平衡**



## 政策②：菲律宾通过法案拟禁止原矿出口（五年后生效）

2月6日，菲律宾参议院领导人表示，该国国会最早将在6月份批准一项禁止原矿出口的法案，旨在禁止原矿出口，以促进下游采矿业的发展，计划在法律签署5年后实施禁令，给矿业公司时间建设加工厂。



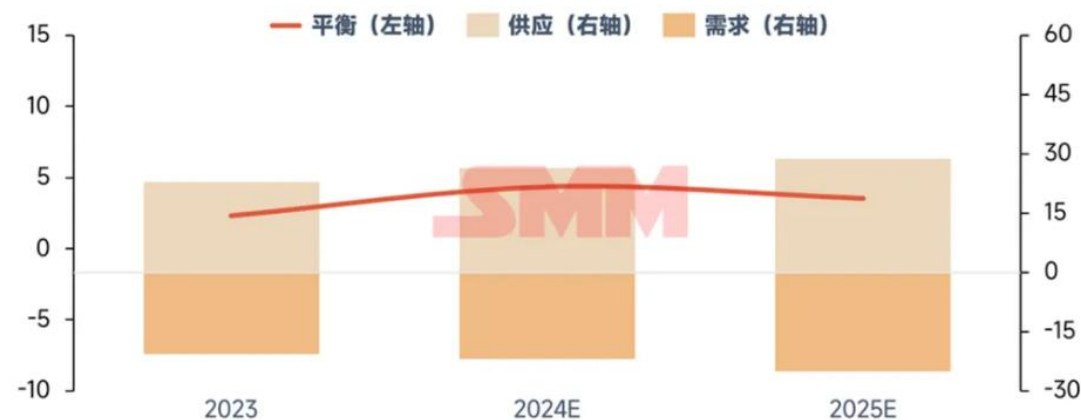
- 根据美国地质局的数据，**2024年菲律宾的产量33万金属吨，全球占比8.92%**。根据海关的数据，2024年从菲律宾进口镍矿3448.35万湿吨，占中国进口总量的94%以上，折算为金属吨（镍含量0.9%测算）是**在31万金属吨，也就是菲律宾镍矿产量90%以上是流入中国**。
- 菲律宾镍产业链基础薄弱，低品位矿成本处于劣势，过剩周期下资本投资意愿弱，政策落地的可能性不高；即使落地，也是5年之后，对于当下的**镍产业链格局影响不大**。

## 政策③：2月21日，刚果（金）宣布暂停钴出口四个月

世界钴储量及分国家矿山产量（金属吨）（美国地质局）

国家	2022	2023	2024	产量占比	储量（金属吨）	钴储量占比
美国	0	500	300	0.10%	70,000	0.64%
澳大利亚	4,766	5,220	3,600	1.24%	1,700,000	15.45%
加拿大	2,279	4,220	4,500	1.55%	220,000	2.00%
刚果(金)	150,903	175,000	220,000	75.86%	6,000,000	54.55%
古巴	5,568	3,300	3,500	1.21%	500,000	4.55%
印度尼西亚	5,900	19,000	28,000	9.66%	640,000	5.82%
马达加斯加	3,428	4,000	2,600	0.90%	100,000	0.91%
新喀里多尼亚	2,600	2,570	1,500	0.52%	230,000	2.09%
巴布亚新几内亚	2,987	3,070	2,800	0.97%	62,000	0.56%
菲律宾	4,500	3,800	3,800	1.31%	260,000	2.36%
俄罗斯	4,200	8,700	8,700	3.00%	250,000	2.27%
土耳其	2,900	2,500	2,700	0.93%	91,000	0.83%
其他国家	8,090	6,080	8,000	2.76%	877,000	8.00%
全球合计	198,121	237,960	290,000	100.00%	11,000,000	100.00%

图：2023-2025E全球钴原料供需平衡（单位：万金属吨）

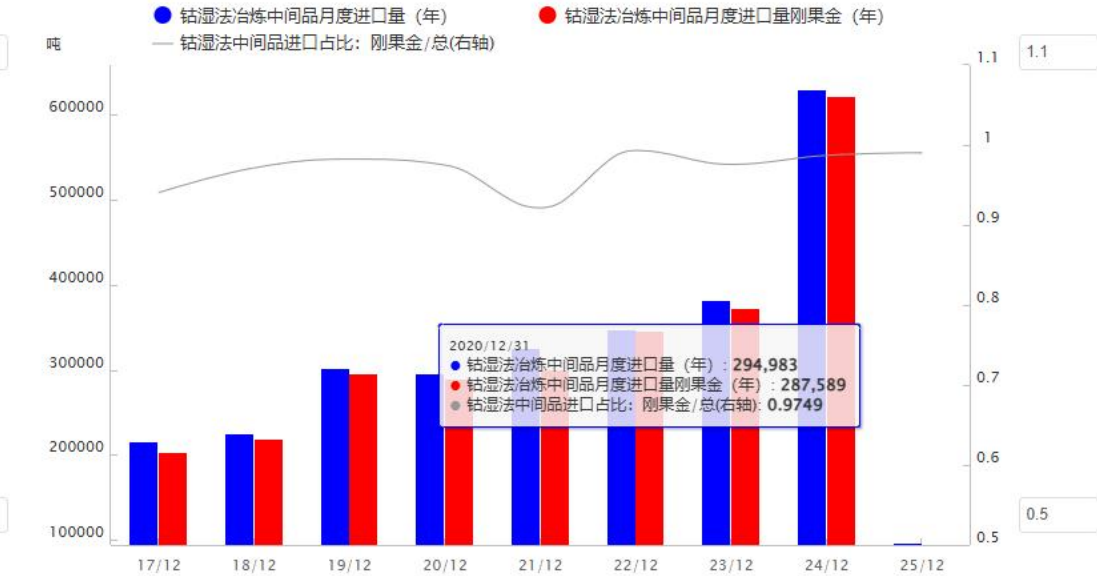


来源：SMM基于模型的加工数据

- 2024刚果金钴的产量全22万金属吨（月均1.8），全球占比75.86%，钴的储量全球占比54.55%
- 根据SMM先前测算，2025年，全球钴资源总供应量约为29万金吨，全球需求量为25万金吨，预期全球仍将维持过剩格局。按照测算4个月影响量在7W吨左右，足以扭转整个过剩格局，变为短缺的一个状态

政策③：2月21日，刚果（金）宣布暂停钴出口四个月

钴湿法中间品刚果金进口占比



来源: SMM, 东吴期货

作者: 郑国奎

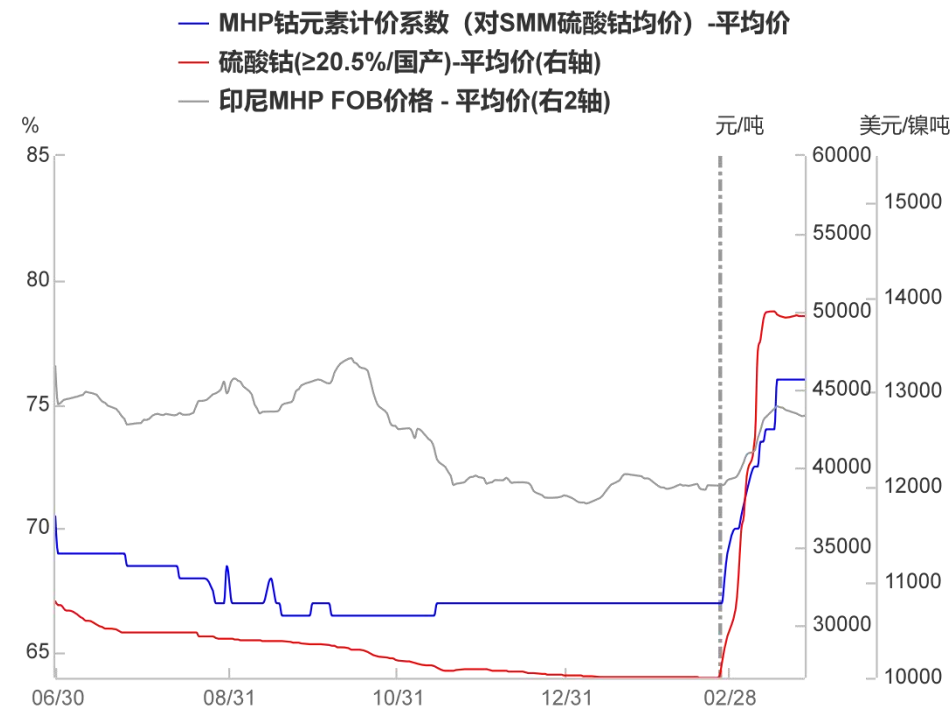


路线名称	主要路径	运输方式	各段耗时	总时间
南非德班路线	矿区（卢本巴希/利卡西）→陆运至德班港→海运至中国	陆运+海运	陆运约20-25天，海运约35-40天	约60天
坦桑尼亚路线	矿区→陆运至达累斯萨拉姆港→海运至中国	陆运+海运	陆运16天（含转关），清关10天，海运40天	约66天
刚果金马塔迪线	矿区→陆运至马塔迪港→海运至中国	陆运+海运	海运36天（陆运时间因路况差异较大）	36天+
安哥拉洛比托线	矿区→陆运至洛比托港→海运至中国	陆运+海运	陆运约30天，海运约45天	约75天

- 中国进口钴中间品主要来源于刚果金，占比接近100%；2024年累计从刚果金进口62万吨钴中间品，按照海关的数据（Co含量在34.4%），折算为金属Co在21万吨左右，也就是刚果金生产的金属钴大部分流入中国
- 刚果金钴资源主要的航远路线是南非德班路线，行程大概是60天左右，结合产业上库存1-3个月左右，预计5个月后钴元素会出现短缺

## 刚国金政策传导路径：钴价格上升→MHP钴计价系数上升→MHP→纯镍成本支撑走强

产品	公式
FeNi（镍铁合金）	HPM = 镍含量(%) × HMA(镍基准价) × 调整系数 (95%)
MHP（混合氢氧化镍钴）	HPM = 镍含量(%) × HMA(镍) × 60% + 钴含量(%) × HMA(钴) × 100%
MSP（硫酸镍钴）	HPM = 镍含量(%) × HMA(镍) × 65% + 钴含量(%) × HMA(钴) × 30%
镍丸	HPM = 镍含量(%) × HMA(镍) × 100%（直接按镍价全额计算）
NPI（低品位镍铁）	HPM = 镍含量(%) × HMA(镍) × 85%
镍铁	HPM = 直接采用HMA(镍)（与镍基准价100%挂钩）
冰镍	HPM = HMA(镍) × 镍含量(%) × 钴含量(%) × 7%



➤ 政策发布之后，电解钴价格从16.25W/吨→24.45万/吨，涨幅超过50%；硫酸钴价格2.66万/吨→4.975万/吨，涨幅超过87%；

➤ MHP（）

钴折价系数：SMM发布的电池级硫酸钴价格为基准



## 政策④：3月1日实施，出口商100%外汇收入存入国家银行

### ➤ 外汇留存要求

**适用范围：**除石油、天然气、种植园、林业和渔业外，所有出口商。

**留存比例：**100%的外汇收入。

**留存期限：**至少一年。

### ➤ 外汇使用限制

外汇收入需存入国家银行设立的专用账户。

一年后，外汇可兑换为印尼盾，用于支付股息、采购原材料或偿还贷款等，但交易需在开户银行体系内完成。

### ➤ 违规处罚

违反规定的出口商将面临**出口许可暂停**的行政制裁。

### ➤ 镍矿停止出口，政策影响不大

2017年1月12日	出口政策	根据2017年的矿业开采法规，印尼计划于2022年1月12日开始停止未经加工矿石出口，条件是在5年内完成项目建设，并有30%的镍矿用于国内生产使用，其剩余低品位矿石可以出口。
2019年7月8日	出口政策	印尼能源与矿物部将镍矿底价定为国内确定印尼将在2022年再停止原矿出口。
2019年7月15日	出口政策	印尼能源与矿物部将镍矿底价定为国内确定印尼将在2022年再停止原矿出口。
2019年8月5日	出口政策	市场传言“印尼能矿部长已经签署关于禁止出口原矿的部长令”，但是据钢联了解，关于此次印尼禁矿，印尼方面将给3个月时间，禁矿最早执行时间是11月份，但是否最终会执行仍未确定。
2019年8月6日	出口政策	印尼镍矿公司恢复港口JokiWidodo和所属矿开采低品位矿石出口，并引入每月基准价格以支撑国内价格。印度尼西亚矿协会秘书长表示，向所有矿商开放最高镍含量为1.7%的矿石出口可以使国内价格达到平衡。
2019年8月9日	出口政策	印尼贸易部长称目前没有做出任何决定，据悉将延期至2022年开始，将影响40亿美元矿石出口。
2019年8月12日	出口政策	阿雷斯·阿迪亚海事协调部长表示，政府认为加快出口禁令没有问题。
2019年8月12日	出口政策	印尼将加快实施矿石出口禁令，阿雷斯·阿迪亚(ArsyAdhi)海事协调部长LuhutPandjaitan说，政府认为加快出口禁令没有问题。
2019年8月30日	出口政策	印尼能源和矿产资源部表示，从2020年1月1日开始，不再允许出口镍含量低于1.7%的镍矿石。
2019年10月28日	出口政策	据澎湃，印尼投资协调委员会主席在追加采访时表示，印尼停止铁矿石出口，禁令立即生效。
2020年5月	法案	采矿许可证与采矿业法修正案（2020年第9号法律）进一步对矿业权持有人应履行的各种义务、新矿业的特征是加强了中央政府对矿业活动的管理，体现出矿业本土化的立法特点。

镍矿：定价公式不变，但将HMA价格改为  
每半月修改一次

其他镍产品：新增或明确了除镍矿外其他7种镍系产品的  
HPM价格计算方式

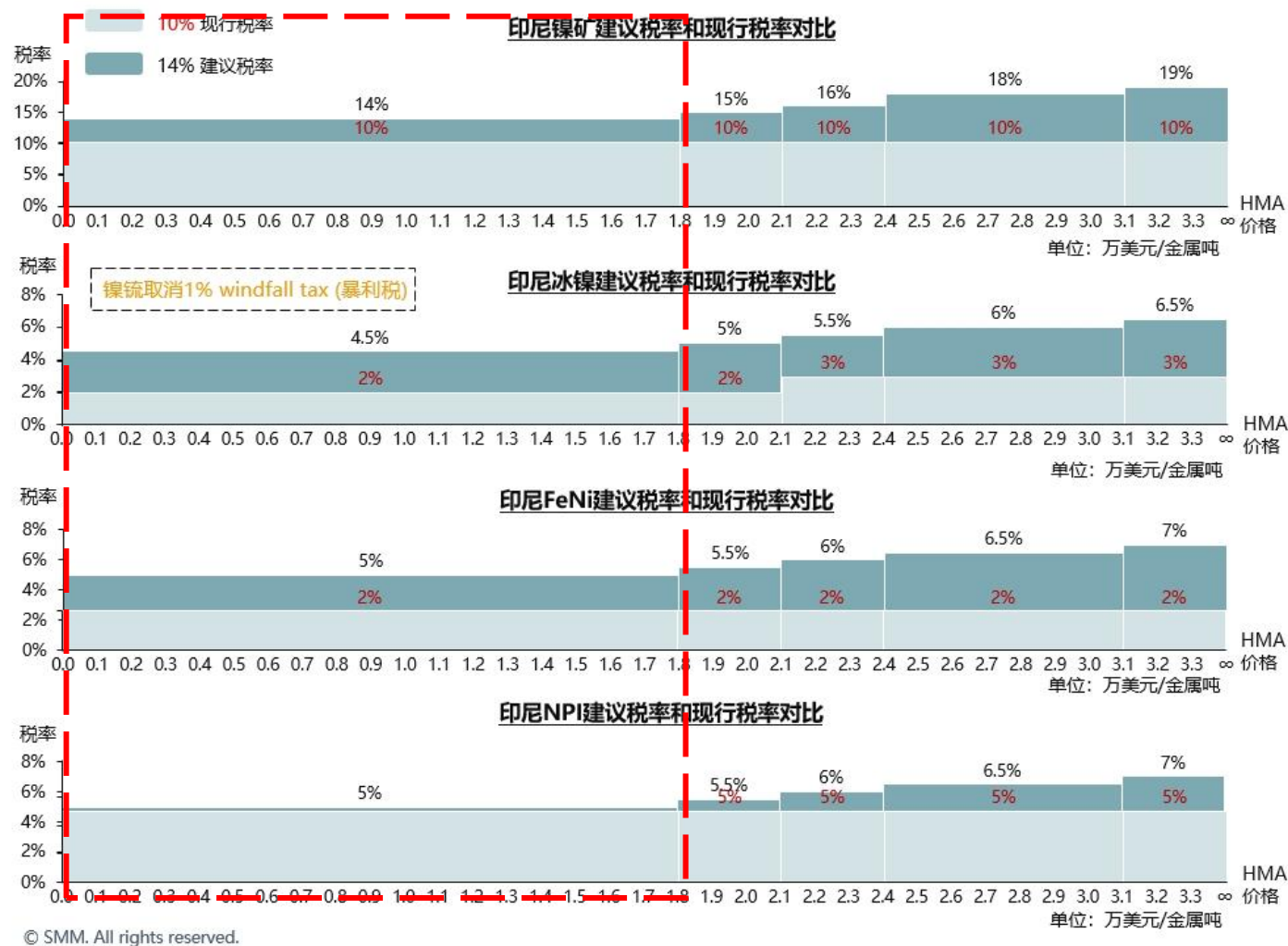
## 主要内容



产品	公式
FeNi	$HPM(FeNi) = \text{镍含量}(\%) \times HMA(\text{镍}) \times CF(95\%)$
MHP	$HPM(MHP) = [\text{镍含量}(\%) \times HMA(\text{镍}) \times CF(\text{镍}60\%)] + [\text{钴含量}(\%) \times HMA(\text{钴}) \times CF(\text{钴}100\%)]$
MSP	$HPM(MSP) = [\text{镍含量}(\%) \times HMA(\text{镍}) \times CF(\text{镍}65\%)] + [\text{钴含量}(\%) \times HMA(\text{钴}) \times CF(\text{钴}30\%)]$
镍丸	$HPM(\text{镍丸}) = \text{镍含量}(\%) \times HMA(\text{镍}) \times CF(100\%)$
NPI	$HPM(NPI) = \text{镍含量}(\%) \times HMA(\text{镍}) \times CF(85\%)$
镍锭	$HPM(\text{镍锭}) = HMA(\text{镍})$
冰镍	$HPM(\text{冰镍}) = HMA(\text{镍}) \times [\text{镍含量}(\%) + \text{钴含量}(\%)] \times \text{常数}(78\%)$

- 本次发布调整了HMA的计算方式，由每月初修改一次改为每月初和月中各修改一次。同时，新增了另外7种镍相关产品的金属矿产销售基准价格公示。这一调整使印尼镍矿价格能够更快反映镍价的实时波动，减少定价滞后性。

## 政策⑥：印尼能矿部提议调整镍产业链税率



➤ 议税率呈现两大特征，一是税率整体上调，二是阶梯式上涨；抬升下游成本



- 按照85%开采销量测算，2025年实际镍矿供应量会在 2.53亿湿吨左右，镍矿供需整体维持紧平衡
- 菲律宾镍产业链基础薄弱，低品位矿成本处于劣势，过剩周期下资本投资意愿弱，政策落地的可能性不高；即使落地，也是5年之后，对于当下的镍产业链格局影响不大。
- 2月21日，刚果（金）宣布暂停钴出口四个月：钴价格上升→MHP钴计价系数上升→MHP→成本支撑走强
- 3月1日实施，印尼出口商100%外汇收入存入国家银行：印尼已经停止出口，对于镍产业链的影响不大
- 印尼调整金属矿产基准价格（HMA）计算方式：公式不变，周期变短，更具时效性
- 印尼能矿部提议调整镍产业链税率：一是税率整体上调，二是阶梯式上涨；抬升下游成本

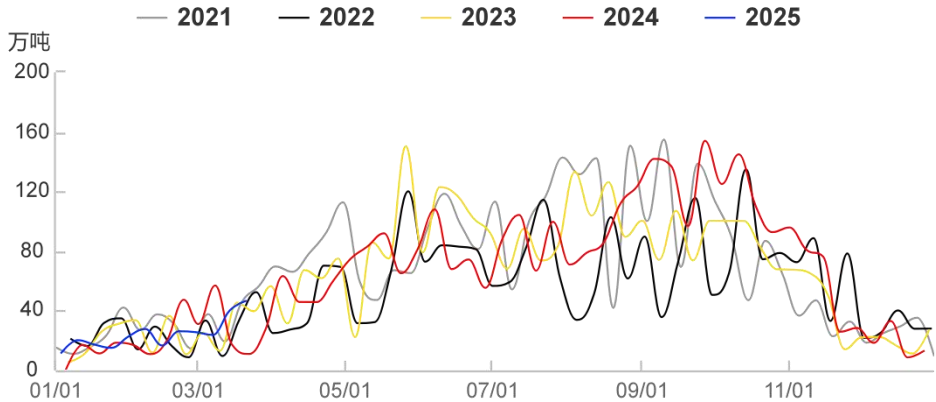
**政策未改变过剩格局，抬升产业链成本**

02

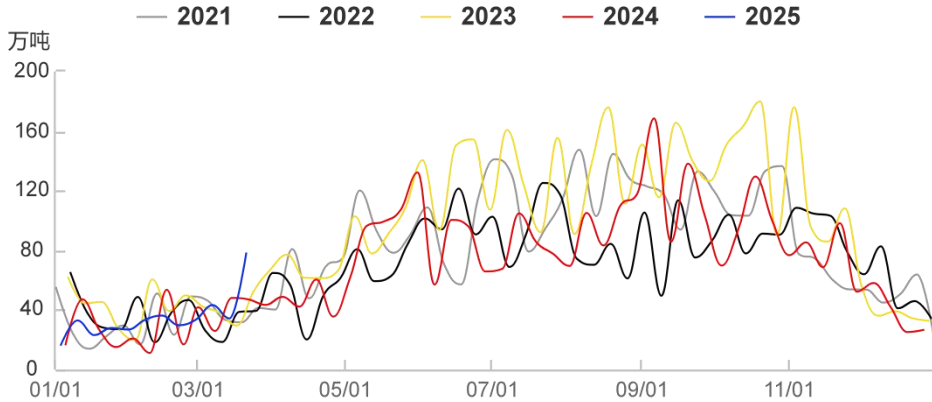
## 基本面梳理

区域	产量占比	镍矿品位	雨季时间	全年开采能力
苏里高	60%	低中品位	11月-次年3月	部分受限
巴拉望	中等	中品位	6月-9月	旱季正常
三描礼士	中等	高品位（趋降）	6月-10月	旱季正常
塔威-塔威	低	中低品位	无	全年可开采
达沃	低	中低品位	无明确数据	部分受限

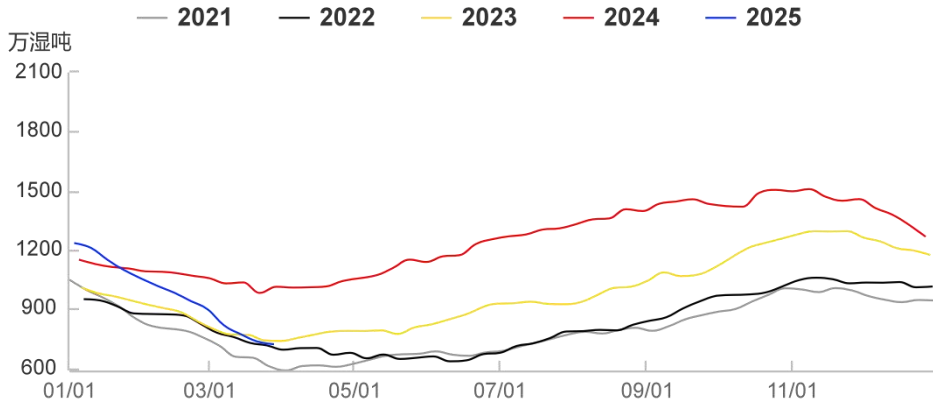
菲律宾镍矿离港季节性

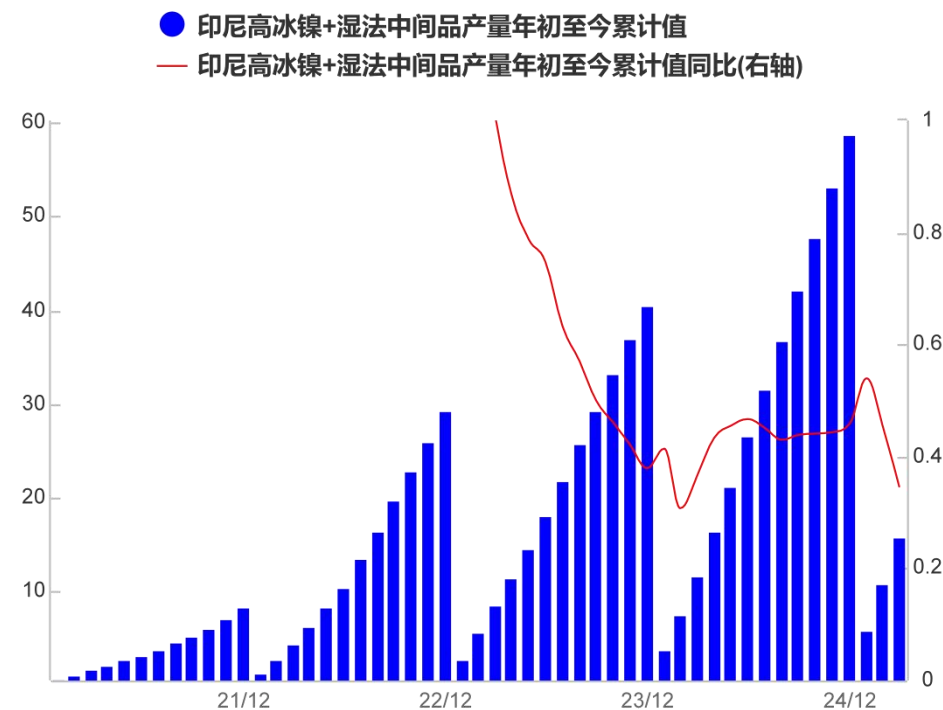
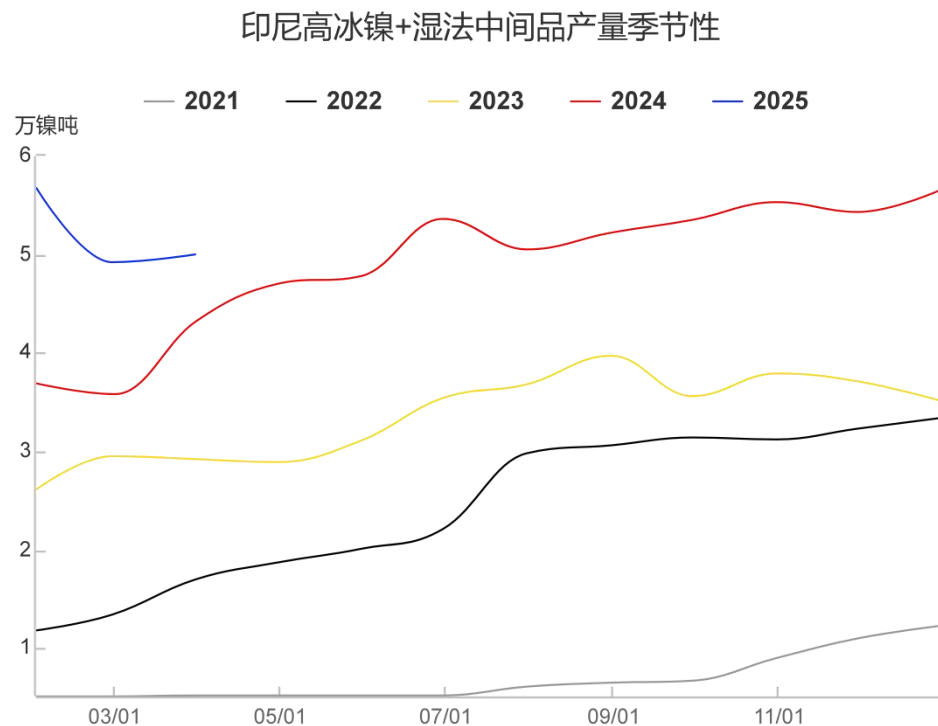


SMM中国镍矿到港数据分港口：港口汇总季节性

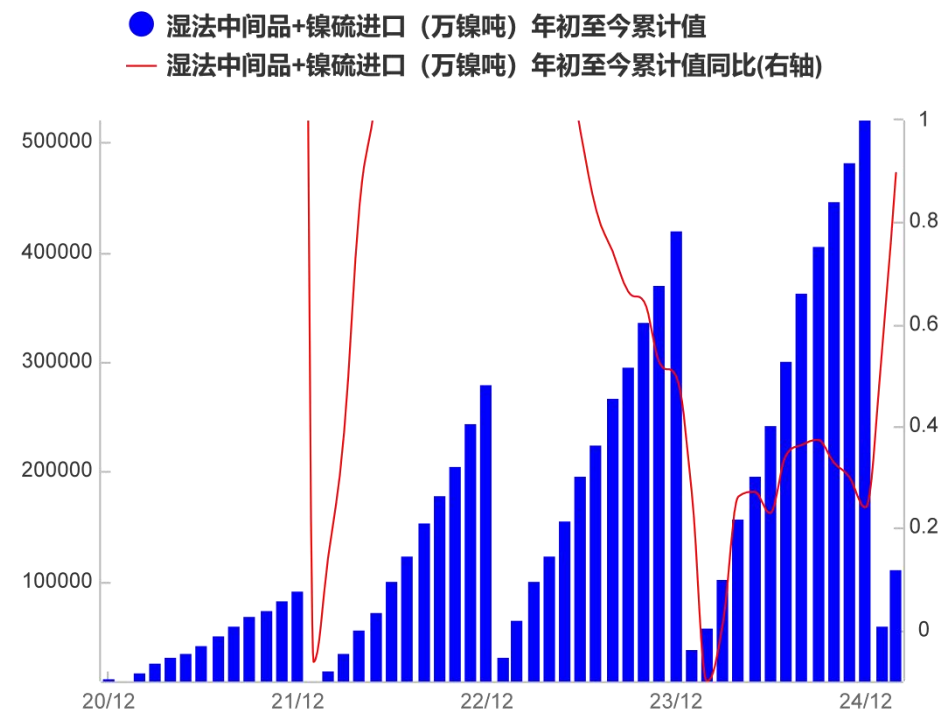
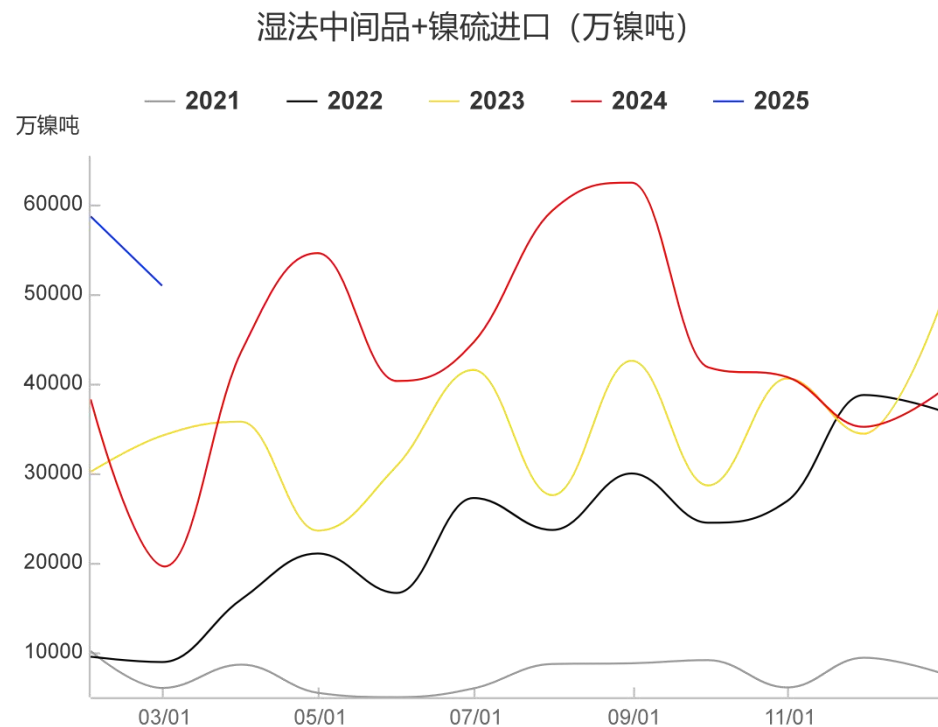


镍矿：品位：14个港口（周）季节性





- 印尼2024年高冰镍+湿法中间品的产量是在58.67万镍吨，预计2025年能达到72万镍吨，同比增加22.7%左右
- 2025年1-2月累计生产15.6万镍吨，同比增加34.6%



➤ 根据海关的数据： 法中间品和镍硫进口维持高位， 1-2月累计进口10.96万镍吨， 同比增加89%

	省份	厂商	现有产能 (万吨)	2025年增加产能
中国	甘肃	金川集团	19.5	7
	吉林	吉恩镍业	1.2	
	新疆	新疆新鑫	1.2	
		华友钴业	4	
		聚泰	2	
	浙江	元力	0.12	
		新时代	0.6	
		路加	0.6	
		广西华友	5	
	广西	中伟新材料	2.5	
		银亿	2.4	
	湖北	格林美	3	
	天津	茂联科技	1	
	江苏	祺生镍业	0.6	
	江西	广德环保	0.3	
合计			44.02	7
印尼		鼎兴	5	6.7
		永恒	5	
		晨曦		
		合计	10	

- 2024年国内镍供应维持高位，1-12月累计生产纯镍33.4万吨，同比增长36.46%。2024国内纯镍产能大约在44万吨，2025年预计扩增7万吨的产能。预计2025年国内纯镍产量达到40万吨左右，增加20%左右
- 印尼现有10万吨纯镍产能，产能仍有望持续增加。印尼产量能增至7万吨左右。

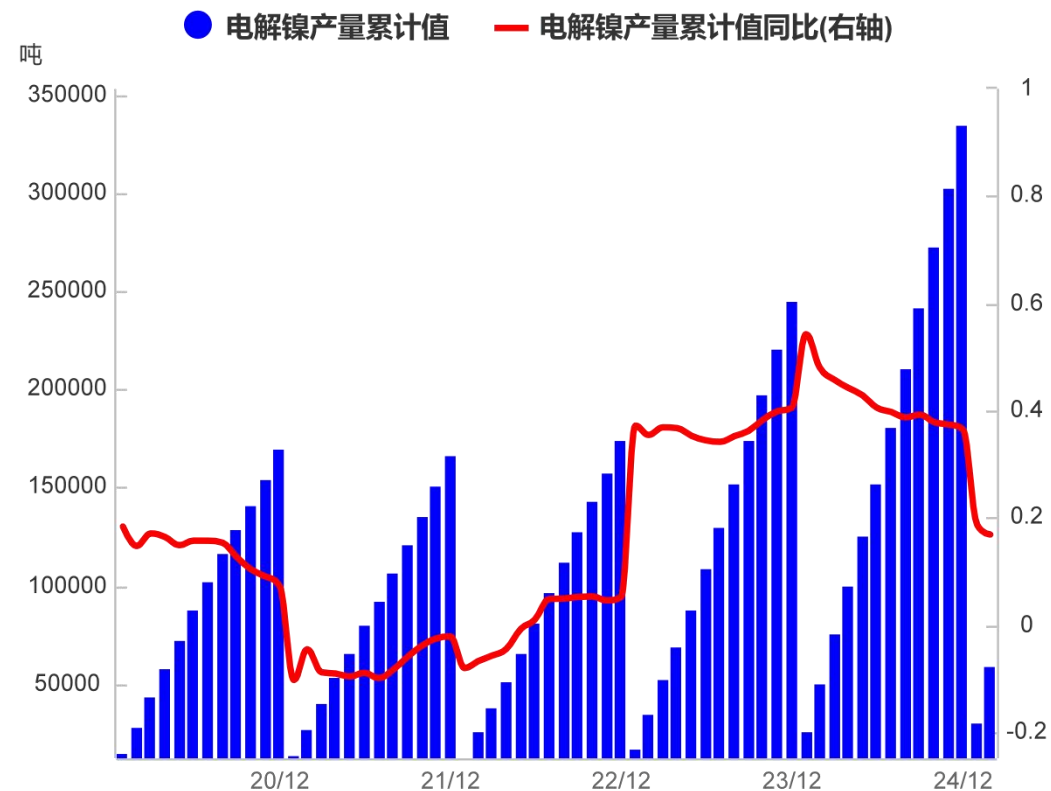
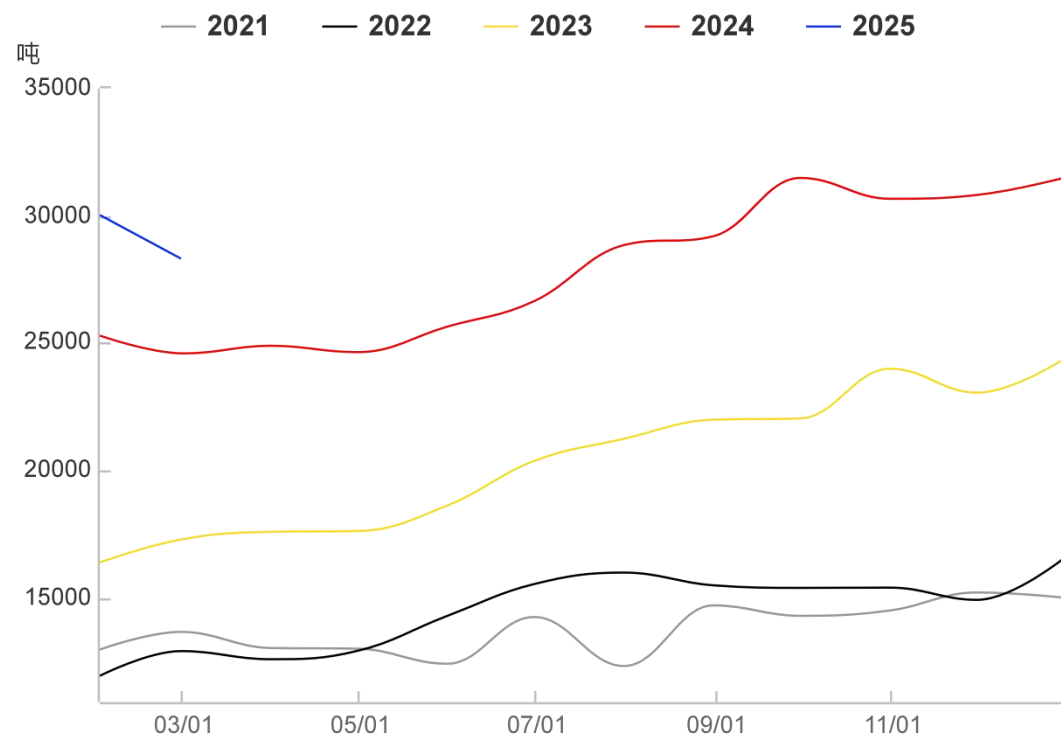
海外主要纯镍企业产量统计

公司名称	2023年产量 (万吨)	2024年产量 (万吨)	2025年预估 (万吨)
淡水河谷	16.49	15.99	16.0-17.5
必和必拓	8.14	6.98	未公布
南方32 (South32)	3.87	3.5	3.5 (维持指导)
诺里尔斯克	20.9	20.5	18.4-19.4
嘉能可	9.76	8.23	8.0-9.0
谢里特	2.87	3.03	3.1-3.3
英美资源	3.94	3.94	3.8-3.9
第一量子	2.17	2.2-2.5 (指导)	未公布
伦丁矿业	1.64	1.0-1.3 (指导)	逐步减少

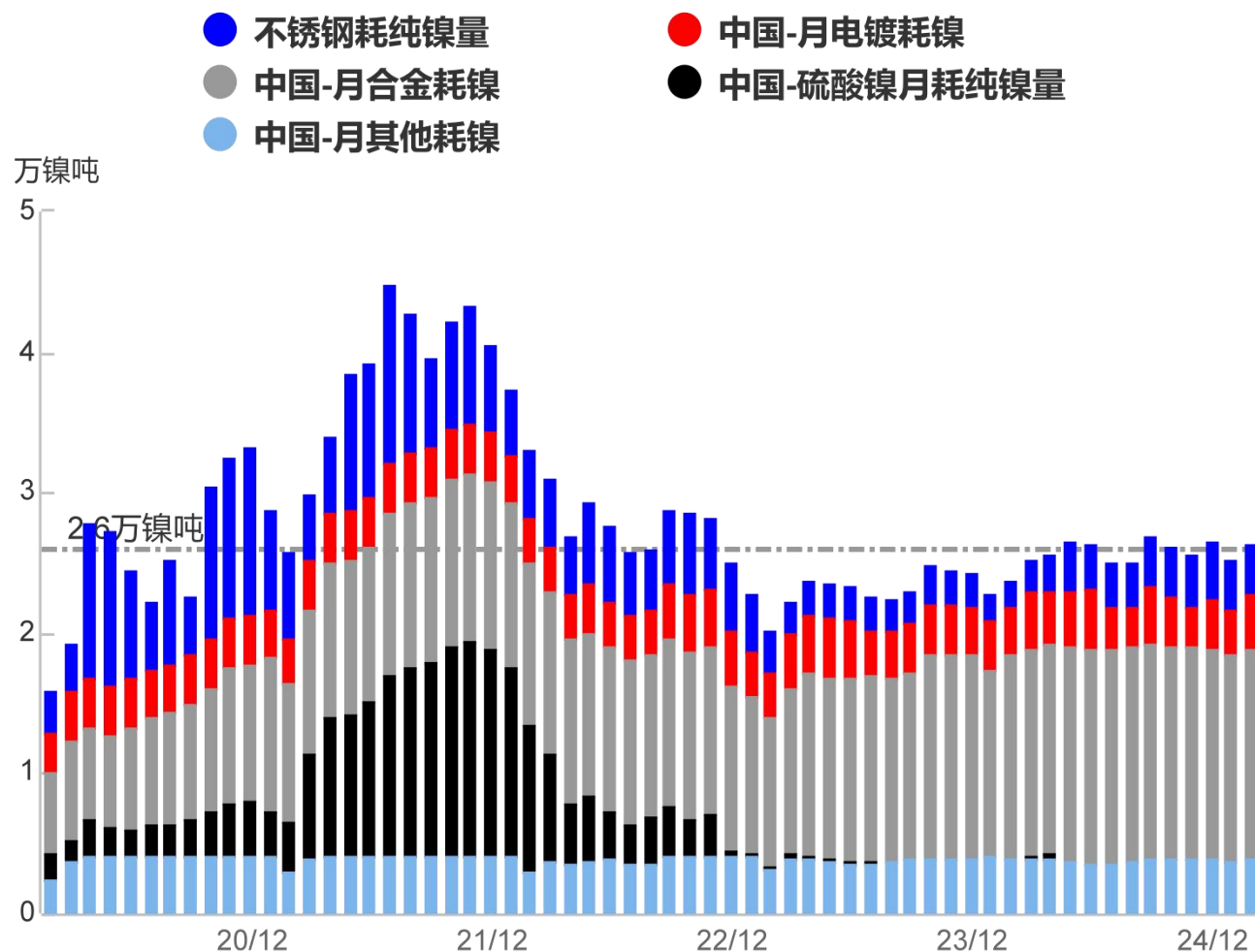


# 纯镍产量：供应保持增长，2025年预计增加至38万吨

全国电解镍产量（月）

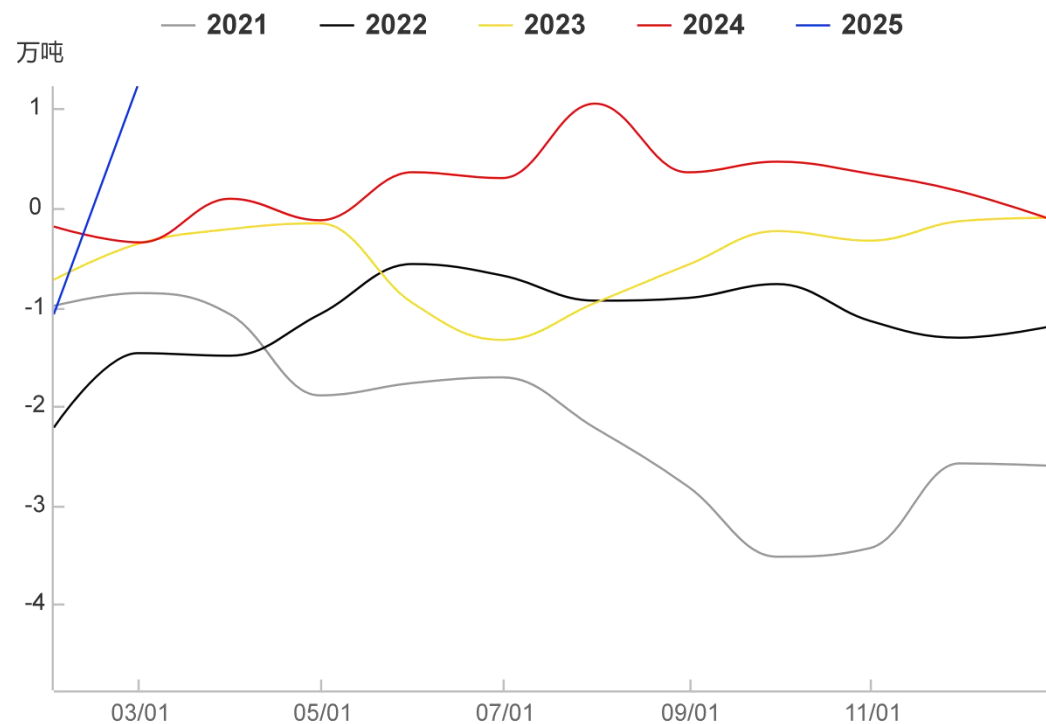


➤ 纯镍供应维持高位，国内1-2月累计生产5.83W吨，同比增加16.93%

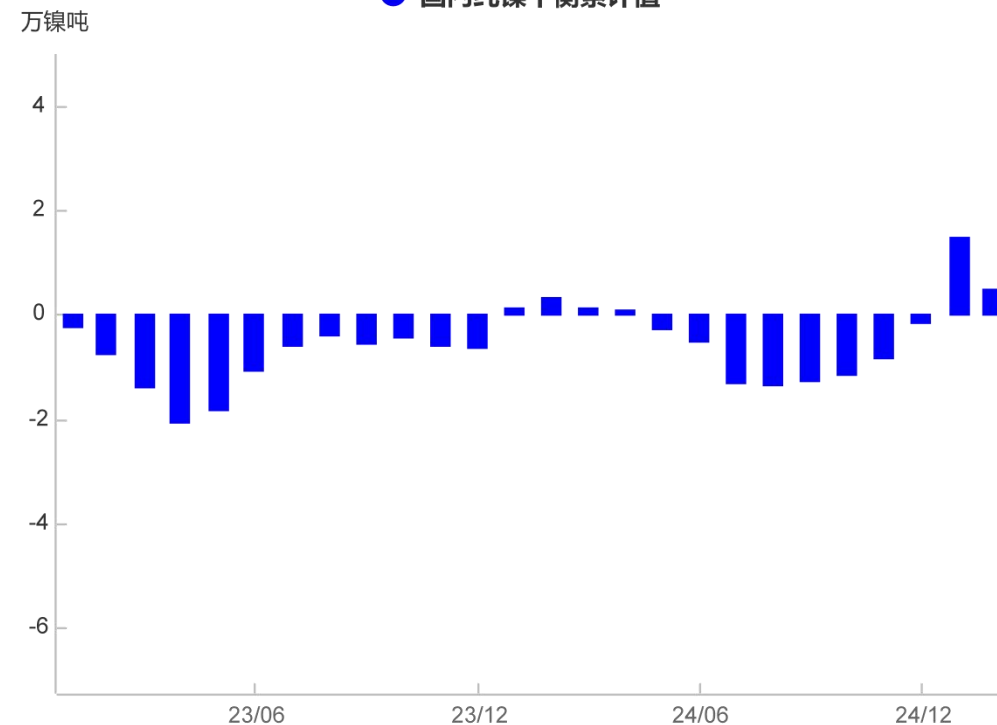


- 镍豆溶解硫酸镍利润已经处于亏损状态，通过镍豆制备硫酸镍的量基本不存在，因此新能源汽车电池板块对纯镍的贡献基本为零。
- 当前，纯镍下游的消费主要集中在不锈钢和合金，合计占比超过70%，二者增速稳步增长。

电解镍出口-进口（万吨）季节性

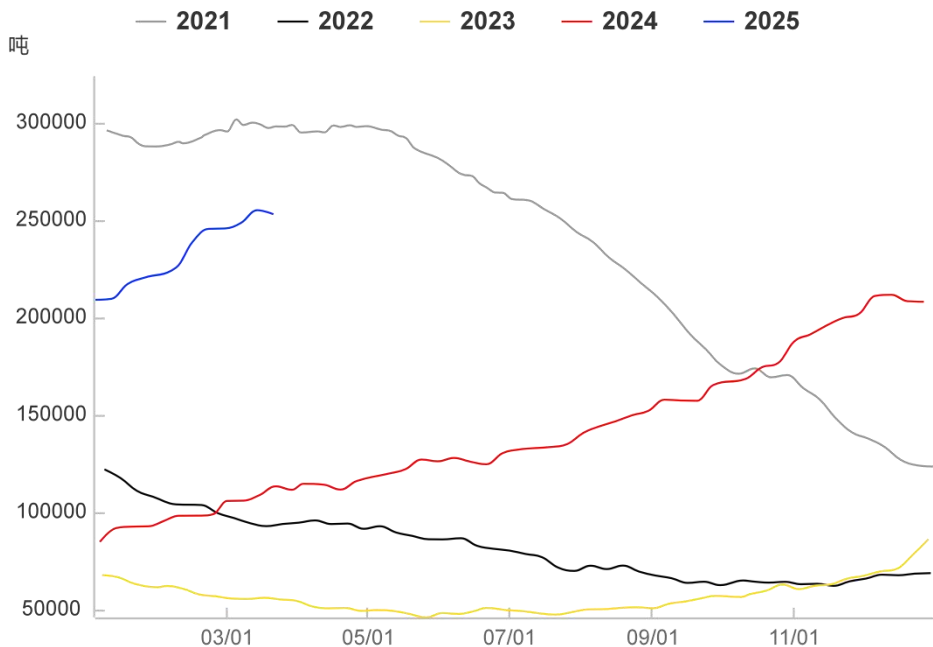


● 国内纯镍平衡累计值



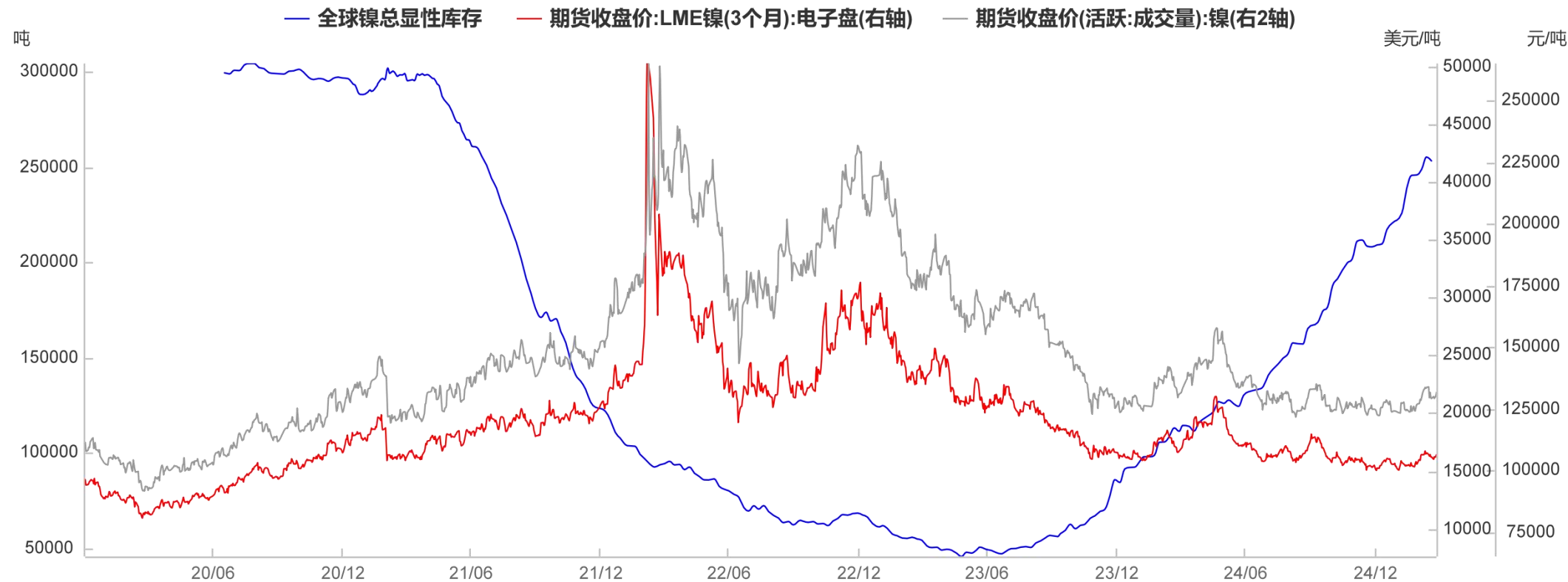
全球纯镍供需平衡（万吨）				
		2023	2024	2025
全球纯镍供应	国内纯镍	24.48	33.34	40
	印尼纯镍	0.5	4	7
	海外纯镍	56.8	51.66	53
	合计	81.78	89	100
全球纯镍消费	合金以及电镀	59.06	61.04	65.4
	新能源纯镍	0.1	0	0
	国内不锈钢耗纯镍量	3.09	3.7	4
	其它	13.6	14.1	14.2
	合计	75.85	78.84	83.6
平衡		5.93	10.16	16.4

全球镍总显性库存季节性



注册时间	品牌名称	生产公司	年产能（吨）	所属国家/地区
2023年7月20日	HUAYOU	华友钴业	36,600	中国
2023年11月1日	GEM-NI1	荆门格林美新材料有限公司	10,000	中国
2023年11月21日	GEM-NI2	格林美	2,000	中国
2024年2月	CNGR	中伟股份	25,000	中国
2024年4月12日	HUAYOUgx	广西华友新材料	30,000	中国
2024年5月23日	DX-zwdx	印尼中伟鼎兴新能源有限公司	50,000	印尼

- 中间品和MHP产能大量投放，硫酸镍和纯镍价差修复，镍豆溶解成为硫酸镍已经不具备经济优势，2023年下半年，纯镍开始重新大幅累库。截至2025年3月21日，全球纯镍库存25.32万吨，相比2023年7月低点（4.69万吨）增加20.63万吨，涨幅超 440%，处于近4年同期历史新高；
- 此外，LME一直在通过吸引新的上市品牌来增加其镍合约的流动性，其中包括来自中国和印尼的品牌（6个）。截至3月21日，LME镍库存已经累至16.58万吨，大幅度降低了交割品不足的风险。预计2025年镍库存仍将继续累库，镍价上方空间进一步被压缩。



## 纯镍成本：跌破外采原料成本线，高于一体化MHP成本线





谢谢！

请联系东吴期货研究所，期待为您服务！

400-680-3993

<http://yjs.dwfutures.com>

本报告由东吴期货研究所制作及发布。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，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。

期市有风险，投资需谨慎！