

2025 镍&不锈钢年报-镍价继续磨底 不锈钢维持区间运行

要点

分析师：李瑶瑶

审核人：孙匡文

执业资格号：F3060236

投资咨询资格号：Z0014443

电话：021-22155569

E-mail: liyaoyao@xhqh.net.cn

- 在低迷的镍价的冲击下，以及硫化矿山品位下降，2024 年海外镍企因成本攀升生产亏损接连停产。另外印尼 RKAB 审批进度放缓也持续制约着印尼镍产量的释放火法冶炼项目，其产量增长不及预期。全球镍供应由此前的全面过剩转为二级镍过剩明显收窄，甚至国内镍铁供应转为紧缺。
- 在经历 2023、2024 年国内及印尼电积镍新增项目的快速投产后，全球纯镍产量大幅增长，但国内纯镍消费目前仅集中于合金和电镀领域，纯镍过剩幅度扩大。2025 年虽然国内新增项目较少，但随着 2024 年新投产项目的达产，以及印尼新增的 5 万吨项目的产量释放，2025 年预计国内和印尼纯镍产量将继续增加。
- 24 年镍价在火法项目 12 万元/吨的成本位支撑较强。但 2025 年纯镍过剩趋势难改，全球库存将延续累库。2025 年不排除跌破 12 万，向湿法冶炼成本 10 万元/吨的成本去靠拢。
- 截至 10 月印尼对 2025 年的开采额度审批达到了 2.5 亿湿吨，但据测算审批量至少在 2.9 亿吨附近才能满足镍企需求。对镍价来说，25 年印尼政策仍是重点关注变量。
- 不锈钢下游需求端有韧性。2025 年国内经济将修复。预计 25 年国内不锈钢消费或好于 24 年，增速有望扩大，或为不锈钢价格带来一定的向上弹性。
- 国内不锈钢已成为产能过剩行业。产量和需求及利润息息相关，不锈钢产量弹性较大。若不锈钢需求较好，不锈钢价格攀升，钢厂生产意愿攀升产量增加将压制不锈钢上方空间。
- 2025 年纯镍过剩延续，镍价或继续磨底，全年运行区间为 10-14 万；不锈钢产量弹性大，在镍价没有趋势性行情的影响下，难以走出独立性行情，全年或在 1.2-1.5 万区间震荡。

撰写日期：2024 年 12 月 27 日

一、2024 行情回顾

1、RKAB 政策和新能源需求主导镍价走势，不锈钢跟随镍价运行

2024 年镍和不锈钢价格整体呈区间震荡运行，下半年运行区间收窄。

年初市场传出，印尼镍矿山新一年配额（RKAB）审批多有延迟，印尼镍矿源紧缺，镍矿升水价格上涨，镍价触底。2 月底新能源需求有好转迹象，硫酸镍价格率先回升，镍价在 RKAB 政策不确定的背景下开启反弹。

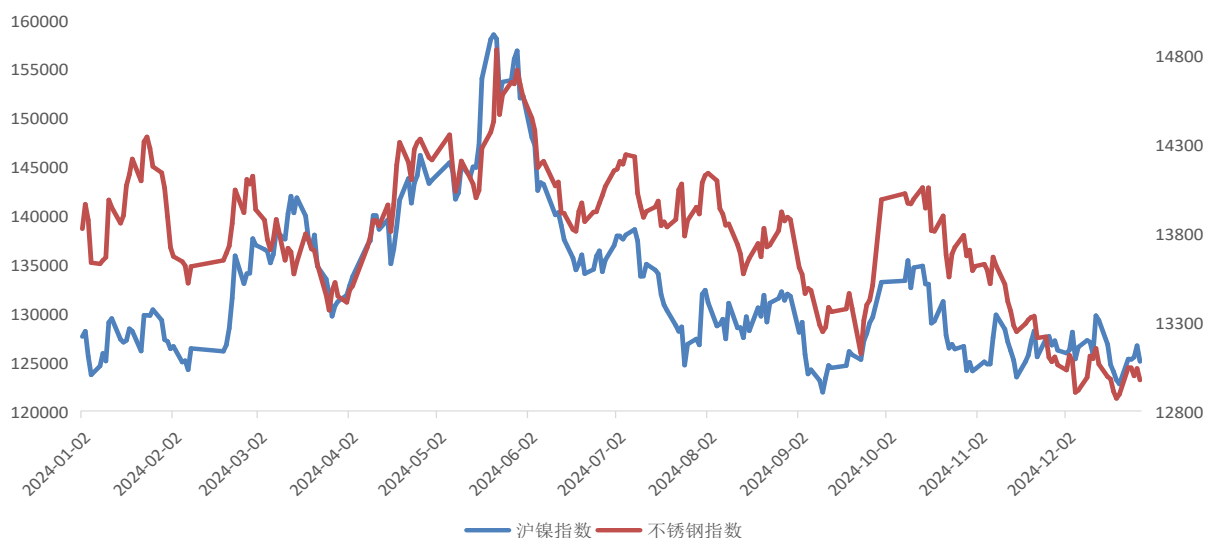
3 月底全球宏观情绪好转，中美共振复苏迹象明显，有色板块开启新一轮涨势。镍价在印尼镍矿紧张矿价走高，新能源需求向好，硫酸镍价格偏强运行的基本面加持下，大幅反弹至 16 万。

5 月底宏观情绪消退，镍价在供应过剩的背景下快速回落。下半年国内外纯镍库存持续累库压制镍价上方空间。而且在三元电池占比超预期下降的情况下，下半年新能源领域镍需求持续疲弱，镍价缺乏利多提振。在 9 月国内宏观政策短暂提振后，镍价又重回跌势。

10 月 14 日印尼镍矿新配额审批通过后，镍矿紧缺局面得到缓解，印尼镍矿价格结束涨势开始回落。镍矿紧缺对镍价的驱动也不存在，但 12 万的火法冶炼成本支撑较强，镍价窄幅运行。

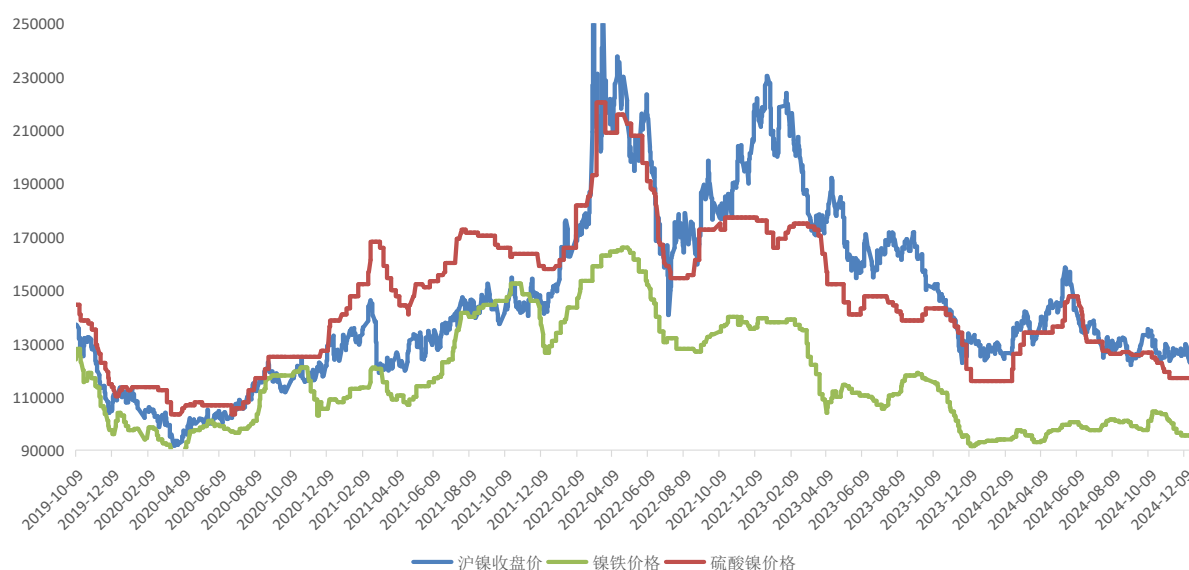
不锈钢全年在下方成本支撑托底，上方需求疲弱库存偏高的压制下，整体跟随镍价区间运行。11 月下旬铬铁价格大幅回落，镍铁价格也小幅走弱，不锈钢成本下移，下方空间打开，不锈钢跌破前低。

图表 1：2024 沪镍&不锈钢价格走势回顾



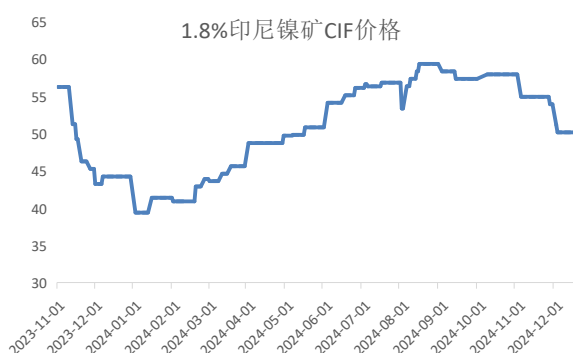
资料来源：WIND 新湖期货研究

图表 2：镍价运行逻辑持续切换



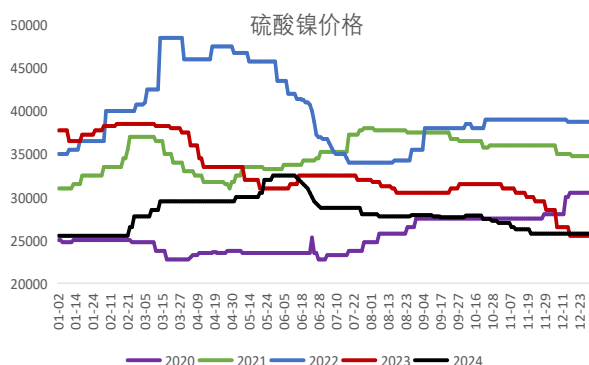
资料来源：WIND 新湖期货研究

图表 3：印尼镍矿价格



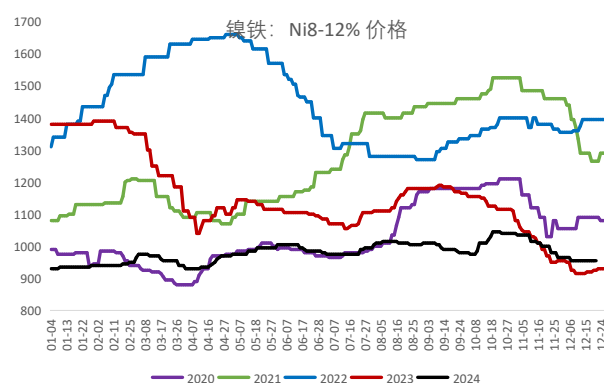
资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 5：硫酸镍价格



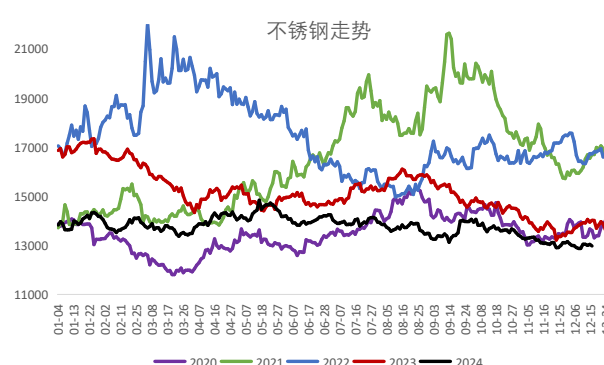
资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 4：镍铁价格



资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 6：不锈钢价格



资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

二、全球原镍过剩幅度显著收窄，但纯镍过剩趋势难改

1、澳大利亚及新喀里多尼亚镍企大幅减产

2023 年中国及印尼精炼镍产能激增造成镍价腰斩，源源不断的廉价红土镍供应对全球镍生产商经营造成重创。据麦格理分析师预计，镍价跌至每吨 1.6 万美元附近，全球超过 60% 的企业正在承受亏损。

澳大利亚镍资源量在全球占比为 18.5%，成为国际硫化镍主产区。近两年镍价格暴跌和市场供应过剩，导致澳大利亚硫化镍产业深陷困境。今年以来澳大利亚镍企陆续宣布减产、停产，预计 2025 年减停产还将继续扩大。澳大利亚政府首席经济学家办公室预测，澳大利亚的镍出口将从 2023 财年的 161000 吨下降到 2026 财年的 62000 吨。目前正常生产的仅剩嘉能可的 Murrin Murrin 镍矿。

除此之外，低迷的镍价也冲击着新喀里多尼亚的镍产业。虽然新喀的镍储量在全球中占比仅为 5.5%，但却是全球第四大矿山镍生产国，而且也是中国水淬镍的主要进口来源国。2023 年中国水淬镍进口中新喀占比为 28%。今年 5 月份新喀里多尼亚发生冲突，令该地区的镍生产雪上加霜。5 月 14 日，新喀各地实施紧急状态，该地区镍加工厂正在以最低产能运行，大部分镍矿山停运。2024 年 1-10 月新喀镍矿出口同比下降 486% 至 321 万实物吨。1-11 月国内水淬镍进口同比下降 37.6% 至 7.8 万金属吨，降幅为 4.7 万金属吨。

另外 2024 年 9 月，南非采矿及金属加工集团 Sibanye-Stillwater 宣布，此前在 2022 年以 8,500 万欧元收购法国矿业公司 Eramet 位于法国 Seine-Maritime 的镍精炼厂，2025 年将停止生产，改建成车电池材料工厂，预计 2027 年投产。Lundin 半年报显示，由于地面倾斜下降限制了生产，产量、品位以及回收率均有下降，预计采矿率将降低到 2024 年底。2024 年目标产量下调至 7000-9000 吨。

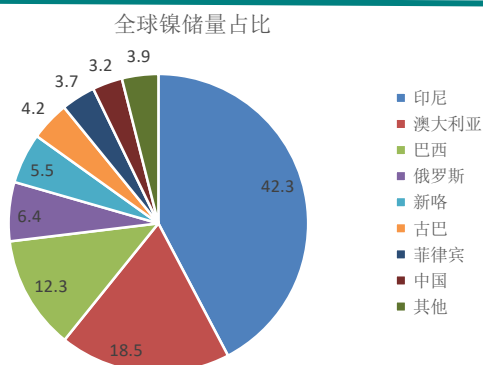
通过对下表企业的产量统计，预计 2024 年，除印尼外，海外其余镍企产量将同比下降 10.4 万吨，2025 年将下降 7.3 万吨。但考虑到低迷的镍价对高成本企业持续带来的冲击，不排除 2025 年减产数据将在此基础上扩大。

图表 7：除印尼外海外镍企目标产量变化

公司	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
Norilsk Nickel	235.7	193	218.97	208.58	189	190
VALE	144	101.6	115	101	80	100
Glencore	114.7	105.9	112.2	102.9	85	80
Sherritt	31.5	31.2	32.27	28.67	31	30
BHP	91	82.1	75.9	81.4	62	0
Anglo American	57.4	64	61.1	61.8	58	60
Sumitomo Metal	68.56	67.48	60.35	64.44	65	65
Sumitomo Corporation	8.7	29	35	35	35	35
IGO	48.9	45.55	35.94	32.16	28	17
Eramet	47.9	39	40.9	44.8	34	30
Nickel 28	33.7	32.8	34.3	33.6	30	30
South 32	27.1	38.3	41.8	38.7	40	35
Lundin	16.72	18.35	17.47	16.43	8	8
Implats	15.25	15.68	16.08	15.33	15.7	15.5
First Quantum	12.7	16.8	21.5	26.25	23.5	24
Boliden	12.06	12.87	11.78	9.94	12	12
Sibanye-Stillwater	7.4	8.9	6.84	7.12	8	0
合计	973.29	902.53	937.4	908.12	804.2	731.5
增减（千吨）		-70.76	34.87	-29.28	-103.92	-72.7

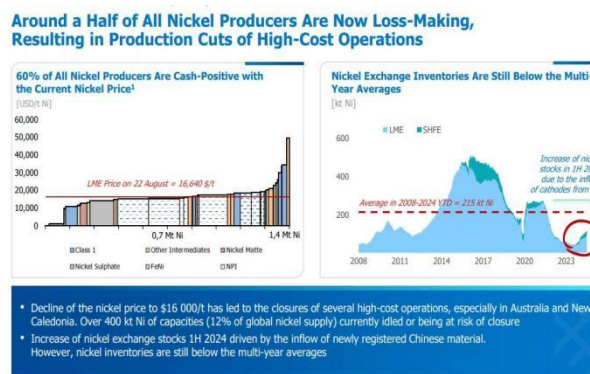
资料来源：企业财报 新湖研究所

图表 8：全球镍储量占比



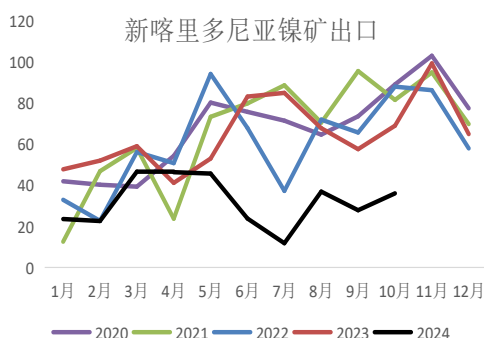
资料来源：USGS 新湖研究所

图表 9：全球约一半镍企陷入亏损



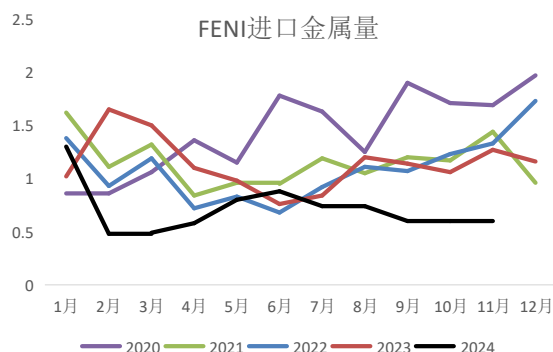
资料来源：Norilsk Nickel 新湖研究所

图表 10：新喀镍矿出口



资料来源：Mysteel 新湖研究所

图表 11：国内 FENI 进口



资料来源：Mysteel 新湖研究所

2、印尼火法项目将仍受 RKAB 审批制约，国内镍铁产量延续下滑

2024 年印尼 RKAB 的审批进度整体来说是低于预期的，因新的审批政策较以往一年一批改为三年一批。RKAB 配额缓慢，引发的镍矿多样性的减少。部分企业因为镍矿供应商缺印尼资源税税票导致镍铁出口难，从菲律宾进口镍矿在一定程度上解决了税票的问题。除此以外，近期印尼部分矿山开采的镍矿品质良莠不齐，部分镍矿硅镁比偏高，在一定程度上影响了镍铁生产的质量。印尼从菲律宾进口的镍矿主要用作调和，对镍矿杂质有一定的要求，其中不接受硅镁比超过 1.5 的镍矿。

镍矿紧缺使得印尼镍矿内贸升水持续上涨。当地工厂为满足正常生产需要，对镍矿进口需求增加。从二季度开始印尼从菲律宾进口的镍矿节节攀升。1-10 月印尼自菲律宾进口镍矿 931 万湿吨，2023 年进口量仅有 37.4 万湿吨。

据 Mysteel 调研了解，截至 10 月 14 日，在新配额审批通过后，印尼镍矿生产企业已有 126 家通过审批，2024 年总计开采额度达到 2.75 亿湿吨，印尼镍矿价格也开启下行趋势。据 Mysteel 估算，印尼镍矿供应效率（实际供应量/通过的配额）约为 85%（受到天气因素浮动），即在审批通过的 2.75 亿吨镍矿的配额中，实际能开采并供应至下游的量约为 2.35-2.4 亿吨。2025 年的开采额度也达到了 2.5 亿湿吨、2026 年额度为 2.3 亿湿吨。据推测 2024 年印尼镍矿需求量约为 2.3 亿吨，镍矿审批量已满足需求。但 2025 年印尼镍矿需求量约为 2.5 亿吨，即审批量至少在 2.9 亿吨附近才能满足镍企需求。目前来看 2025 年印尼镍矿仍将呈现紧平衡，RKAB 审批进度和额度将直接影响印尼镍各品种产量释放，尤其是需要高品位镍矿的火法项目。2024 年 8 月，印尼政府表示，为了有效控制国内镍资源的开采速度和保护资源储备，已决定暂停或禁止建设新的采用回转窑矿热炉（RKEF）火法冶炼技术的镍冶炼设施。

受印尼政策以及镍矿供应紧缺影响，虽然仍有印尼镍铁及冰镍新增项目在投产，但 2024 年印尼镍铁及冰镍产量增长不及预期，而且年内在利润驱动下，镍铁和高冰镍之间互相转化明显。年底在镍价低位，高冰镍产线利润下滑的影响下，此前转产高冰镍产线的

企业重新转回镍铁，11月印尼镍铁产量同比大幅增长。

2024年1-11月印尼镍铁产量同比增加5.6%至136万吨，增幅7.2万吨；冰镍产量同比增加5.8%至25.96万吨，增幅1.4万吨。24年火法项目增速较23年大幅下滑，在印尼政府有意提振镍价，RKAB审批不及预期的可能，预计25年印尼火法项目产量释放或将面临一定不确定性。对镍价来说，25年印尼政策仍是重点关注变量。

印尼RKAB审批进度不及预期，2024年在镍价跌跌不休的情况下，印尼镍矿内贸价格不跌反涨，镍矿供应偏紧，菲律宾镍矿价格也相对坚挺。但国内不锈钢需求疲弱，钢厂在生产亏损和消费压力下向上寻求利润空间，加大了对镍铁原料的压价力度。2024年镍铁价格一直在底部位置震荡运行。

从镍铁成本曲线来看，国内铁厂处于成本曲线最右端。自2022年印尼低成本镍铁大量进入国内，国内镍铁厂经营压力与日俱增。2024年更是在上下游均受到压制的背景下，亏损进一步扩大，国内大部分铁厂已经进行了停产或者转做其他品种，还有一部分铁厂凭借自身优势降负荷生产，其中大部分为一体化铁厂。2024年国内镍铁产量大幅下滑，1-11月累计产量为27.2万吨，同比下降21.6%，降幅7.5万吨。预计25年国内镍铁产量将延续下滑，但在一体化铁厂产量支撑下，预计降幅将大幅收窄。

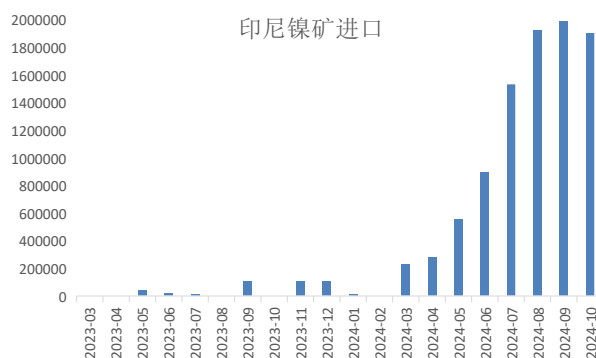
中性预期下，预计2025年印尼镍铁新增约5万吨至155万吨，国内镍铁产量下滑约2万吨至28万吨。印尼高冰镍产量增长1.6万吨至30万吨。

图表 12：中国&印尼镍铁现金成本曲线



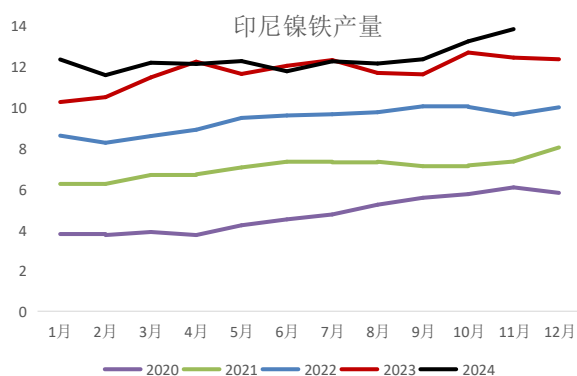
资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 13：印尼镍矿进口



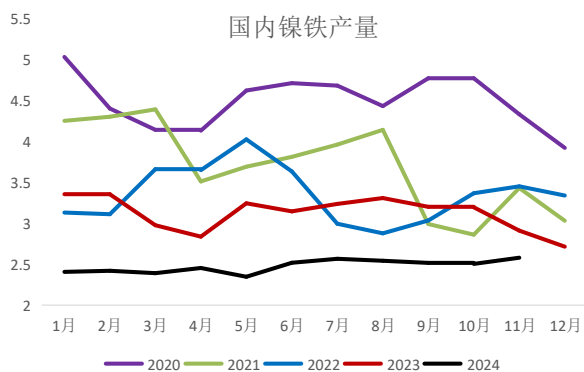
资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 14: 印尼镍铁产量



资料来源: Mysteel 新湖期货研究所

图表 16: 国内镍铁产量



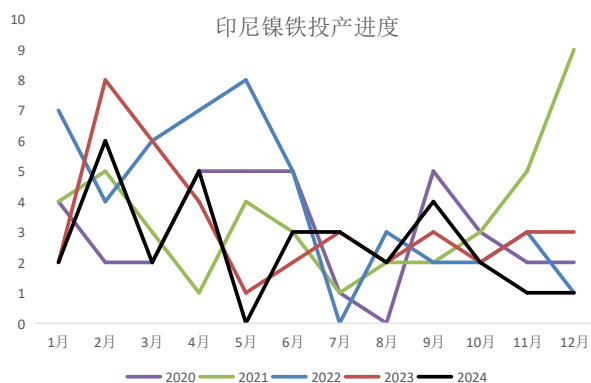
资料来源: Mysteel 新湖期货研究所

图表 18: 印尼镍矿需求推算

印尼镍品种	2023		2024E		2025E	
	产量	镍矿消耗量	产量	镍矿消耗量	产量	镍矿消耗量
镍铁	142.9	14621.5	150	15343.7	155	15855.2
冰镍 (含电积镍)	27.1	2772.1	28.4	2905.1	30	3068.7
MHP (含硫酸镍)	17.8	2684.8	33.2	5007.5	43	6485.7
合计	187.8	20078.4	211.6	23256.3	228	25409.6

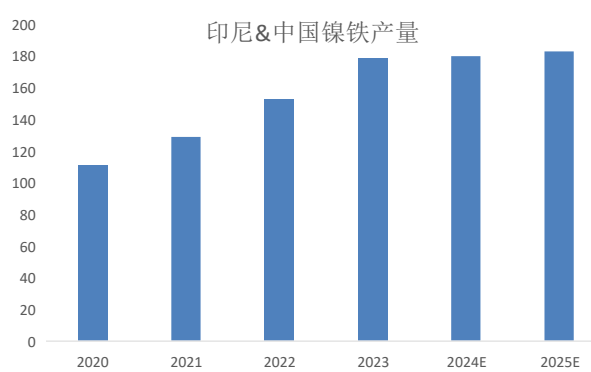
资料来源: Mysteel 新湖期货研究

图表 15: 印尼镍铁投产进度



资料来源: Mysteel 新湖期货研究所

图表 17: 国内&印尼镍铁产量预测



资料来源: Mysteel 新湖期货研究所

图表 19：印尼高冰镍项目投产情况

印尼火法高冰镍项目投产进度					
项目名称	地区	工艺	产能	投产时间	产品
PT vale	Soriwako	还原硫化	8	1978年	高冰镍
SMI&ITSS（青山）	IMIP	RKEF-转炉	12	2021年9月	高冰镍
友山镍业	IWIP	RKEF-转炉	3.4	2022年	低冰镍
中青新能源	IMIP	富氧侧吹	3	2023年4月	低冰镍
华科镍业	IWIP	RKEF-转炉	4.5	2022年3条，23年1月1条	高冰镍
雅石	IWIP	RKEF-转炉	2	2022年11月2条	低冰镍
德邦镍业（翡翠湾）	IWIP	RKEF-转炉	5.5	2023年1-4月投镍铁3条，9-10月出冰镍	低冰镍
旭日公司	IWIP	RKEF-转炉	5.5	2023年Q1投4条，7月出冰镍	低冰镍
印尼纬创	IWIP	RKEF-转炉	5.5	2024年Q1	高冰镍
中青新能源二期	IMIP	富氧侧吹	3	2024年	高冰镍
中伟&RIGUEZA（兴全新能源）	IWIP	富氧侧吹	12	2024年	高冰镍
盛迈镍业	IWIP	富氧侧吹	4	2024年	高冰镍
嘉曼新能源	IWIP	富氧侧吹	5	2024年	高冰镍
道氏能源	Bantaeng	富氧侧吹	2	2024年	高冰镍
印尼恒生	Bantaeng	富氧侧吹	1	2023年Q2	低冰镍
MMP	Balikpapan	RKEF-转炉	2.2	2025年	高冰镍
中伟&安塔姆	Kawasan	富氧侧吹	8	2025年	高冰镍
中伟、PT Jhonlin Group、华新丽华	南加里曼丹	富氧侧吹	4	2025年	高冰镍
合计			90.6		

资料来源：Mysteel 新湖期货研究

3、低成本优势下，预计 MHP 延续高增长

虽然 2024 印尼 RKAB 审批较慢影响到印尼镍铁和冰镍产量增长，但因湿法治炼可以处理低品位镍矿，并符合印尼积极发展新能源产业的战略意图，印尼镍矿紧张并未影响湿法项目的产量释放。另外湿法的成本较低，2024 年下半年随着镍价跌至低位，一体化火法到冰镍再到纯镍的项目利润率已降至 10%以下，其成本约在 12 万元/吨附近；但湿法治炼的成本约在 10 万元/吨，湿法一体化项目利润率仍在 20%以上。

2024 年随着技术成熟以及大量电积镍项目投产对中间品需求攀升，2024 年印尼 MHP 新增项目加快投产。1-11 月 MHP 产量累计同比大增 80.5%至 29.5 万吨，增幅 13.2 万吨。在印尼中间品产量大幅增长的背景下，2024 年国内进口量也延续高增长。1-11 月国内中间品进口累计同比增长 10%，同比增加约 2.5 万金属吨。

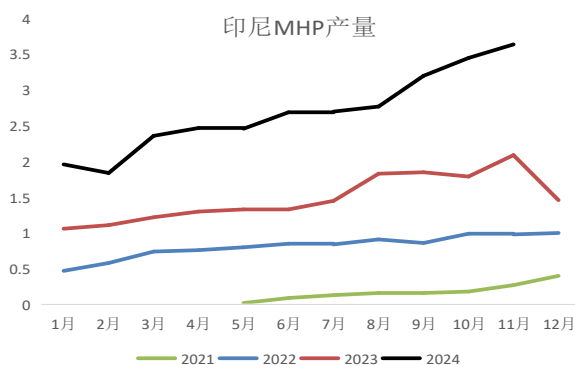
2025 年印尼仍有湿法治炼项目投产，再加上 2024 年新增项目的逐步达产，预计 2025 年 MHP 产量仍将延续高增长，预计增加 10 万吨至 43 万吨。

图表 20：印尼湿法项目投产情况

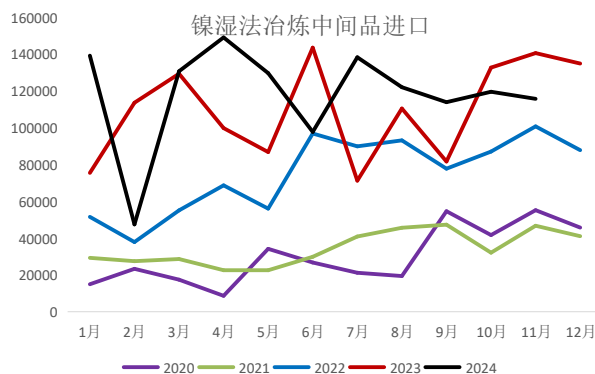
印尼湿法项目投产进度				
项目名称	地区	工艺	产能	投产时间
力勤OBI一期	OBI	湿法	3.7	2021.6
华越	IMIP	湿法	6	2022年3月
青美邦（一期）	IMIP	湿法	4	2022.9
力勤（二期）	OBI	湿法	1.8	2024.4投产，7月达产
华飞	IWIP	湿法	12	24.3达产
力勤（三期）	OBI	湿法	6.5	24.3达产
青美邦（二期）	IMIP	湿法	2.5	24.9
格林美	IMIP	湿法	2.5	24.10
青山&振实	IWIP	湿法	3	2025E
VALE&Pomaliaa	苏拉维西	湿法	12	2026E
合计（万吨）			54	

资料来源：Mysteel 新湖期货研究

图表 21：印尼 MHP 产量



图表 22：国内 MHP 进口



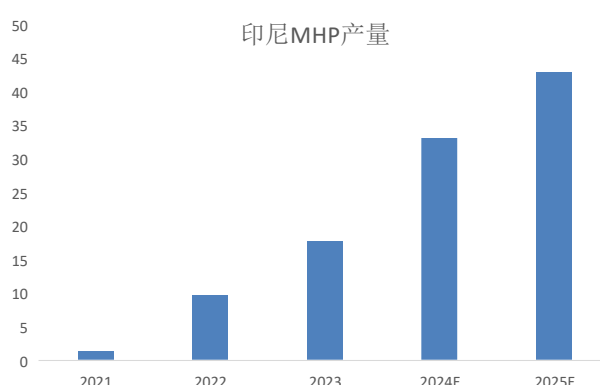
资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 23：精炼镍分原料利润



图表 24：印尼 MHP 产量预测



资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

4、精炼镍过剩趋势难改，二级镍过剩收窄

2024 年中国和印尼的电积镍项目仍在加快投产，产量进一步释放。在经历 2023、2024 年国内及印尼电积镍新增项目的快速投产后，全球镍供需由之前的二级镍过剩，一级镍短缺的局面转变为镍产业链条线上的所有品种全面过剩。2024 年国内 1-11 月纯镍产量同比

增加 36%至 30 万吨，增幅 8 万吨。1-11 月印尼纯镍产量为 3.9 万吨，2023 年全年产量为 4100 吨。2025 年虽然国内新增项目较少，但随着 2024 年新投产项目的达产，以及印尼新增的 5 万吨项目的产量释放，2025 年预计国内和印尼纯镍产量将继续增加。预计国内产量增加 3 万吨至 37 万吨，印尼产量增加 3.7 万吨至 8 万吨。

2023 年镍价腰斩。在低迷的镍价的冲击下，叠加海外高通胀，高利率，以及大部分硫化矿山品位下降，海外镍企因成本攀升生产亏损接连停产，西澳镍产业陷入大面积休克，新喀里多尼亚的镍产业也受突发事件以及高成本的影响，产量大幅下降。2024 年除印尼外，镍价下跌带来的负反馈加剧，海外镍企产量超预期下降。另外，国内镍铁厂也面临同等的经营压力，镍矿价格坚挺，镍铁价格承压。亏损扩大的情况下，国内镍铁产量也大幅下滑。海外镍企及国内镍铁厂 2024 年合计减产量接近 20 万吨，全球镍供应过剩量大幅收窄。

除企业亏损带来的减产外，印尼 RKAB 审批进度放缓也持续制约着印尼镍产量的释放，2024 年印尼镍铁和冰镍产量仅录得个位数增长。火法冶炼项目产量增长不及预期，也极大地缓解了全球镍供应过剩的压力。

汇总来看，2024 年全球原镍总供应量为 258 万吨，较 2023 年 254 万吨仅增 4 万吨；2025 年预计仅增加 5 万吨至 363 万吨。从过剩结构上来看，全球镍供应由此前的全面过剩转为二级镍过剩明显收窄，但一级镍过剩扩大的情况。甚至国内镍铁供应转为紧缺。

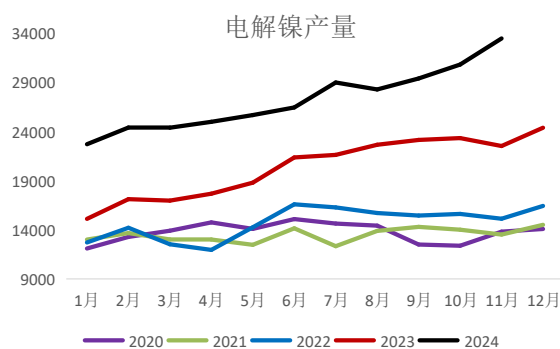
虽然 24 年镍价在火法项目 12 万元/吨的成本位支撑较强。但 2025 年纯镍过剩趋势难改，全球库存将延续累库。2025 年不排除跌破 12 万，向湿法冶炼成本 10 万元/吨的成本去靠拢。

图表 25：2024&2025 电解镍新增项目

地区	产品	原料	现有产能	24&25年新增	项目生产/投产情况
甘肃	电解镍/电积镍	精矿/高冰镍/MHP	19.5	3	年内增产
新疆	电积镍	精矿/高冰镍/MHP	1.2		
吉林	电解镍	精矿/高冰镍/MHP	1.2	0.4	预计10月扩产
天津	电积镍	MHP/回收料	1		
山东	电积镍	MHP	0	-0.72	年内搬迁厂址
江苏	电积镍	MHP/回收料	0.6		
浙江	电积镍	高冰镍/MHP	3.66		
	电积镍	MHP	2.5	2.5	预计9月投产
	电积镍	MHP/回收料	0.12		
	电积镍	MHP	0.6	0.6	已于1月投产
	电积镍	回收料	0.6	0.6	预计7月投产
安徽	电积镍	高冰镍/MHP	0.36		
江西	电积镍	MHP/回收料	0.36		
福建	电积镍	高冰镍	2.5	2.5	预计9月投产1期
湖北	电积镍	高冰镍/MHP	3		
广东	电积镍	回收料	0.24		
	电积镍	MHP	0.6	0.6	预计三季度投产
广西	电积镍	高冰镍/MHP	3		
	电积镍	高冰镍	2.5	1.25	年内扩产（二期）
	电积镍	MHP	2.4		生产硫酸镍为主
	电积镍	高冰镍/MHP	5	2	25年Q4投产
国内合计			45.94	10.73	
印尼	电积镍	高冰镍	5		
印尼	电积镍	高冰镍	5	5	24年Q4投产

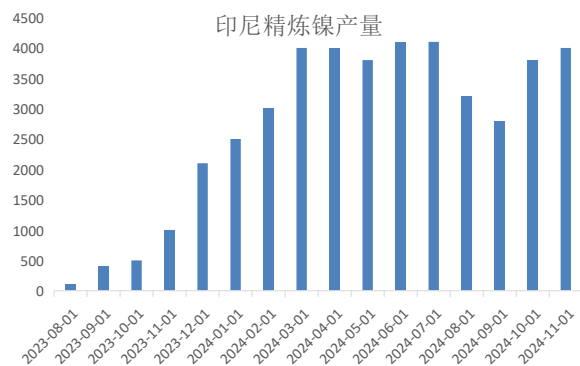
资料来源：Mysteel 新湖期货研究

图表 26：国内精炼镍产量



资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 27：印尼精炼镍产量



资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 28：全球原镍供应量

单位：万吨	品种	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
印尼	镍铁	57.1	84.6	112.7	141.4	150	155
	MHP	0.0	1.4	9.8	17.8	33.2	43
	高冰镍	7.2	6.5	18.8	27	28	30
	纯镍	0	0	0	0.4	4	8
中国	镍铁	53.9	44.4	40.3	37.5	30	28
	纯镍	16.5	16.2	17.7	24.5	34	37
海外镍企	原镍	97.3	90.3	93.7	90.8	80.4	73
其他地区	原镍	20	22	24	22	19	17
合计	原镍	252	265.4	317.0	354	358	363
增减		-10	13.3	51.6	37.0	4	5

资料来源：Mysteel 新湖研究所

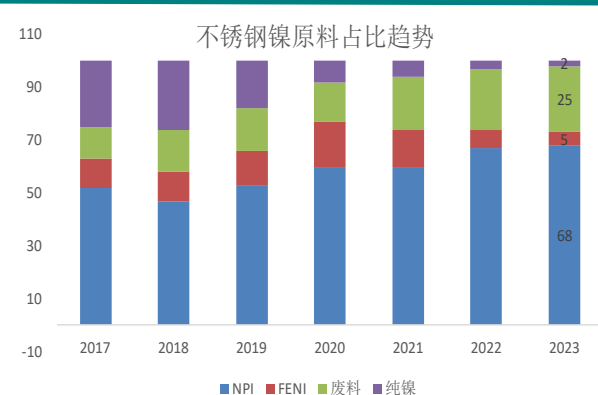
三、纯镍需求集中在合金领域，新能源镍需求或边际改善

1、纯镍需求集中在合金领域，增量有限

随着印尼 MHP 和高冰镍产量的持续释放，2022 年底硫酸镍原料中纯镍占比降至 0，并延续至 2024 年。而且在不锈钢原料中，由于镍铁显著的成本优势，不锈钢纯镍的消费近两年也降至 2-3%。纯镍需求则集中在合金、电镀等领域。因此可以看到，23、24 年国内国内精炼镍表观消费由 2021 年的 44.5 万吨降至不足 30 万吨。

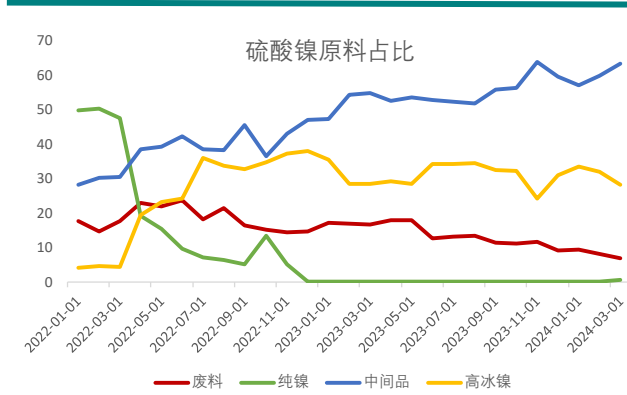
镍合金根据种类不同具有不同特性被广泛应用于海洋领域、环保领域、能源领域等。据 SMM 调研了解当前国内合金板块种类占比较大的为高温合金其占总量的 75.5%。其次为耐腐蚀合金约 10%。高温合金被广泛应用于发动机以及燃气轮机等领域。耐腐蚀合金镍则主要应用于 LNG、LPG 等能源化工原料的运输、储存等。根据粗略估算，2024 年国内合金、电镀领域镍消费约为 25 万吨，2023 年为 24.8 万吨，同比微增。因合金、电镀领域镍消费基数较低，且较为稳定保持刚性。相比于精炼镍新增产能，其需求增量难以扭转供需过剩的矛盾。乐观估计 25 年合金、电镀领域保持一定增长，或带来 2-3 万吨的增量。

图表 29：不锈钢原料占比



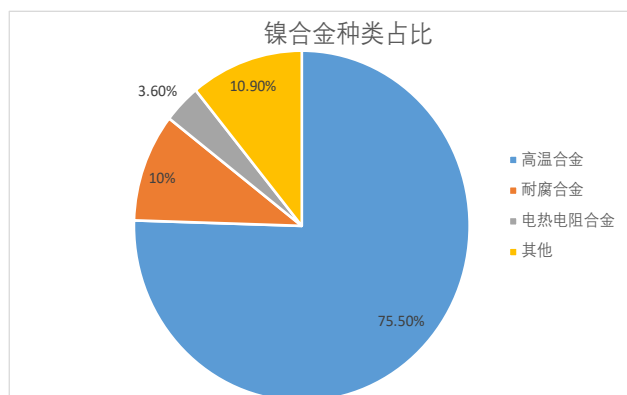
资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 30：硫酸镍原料占比



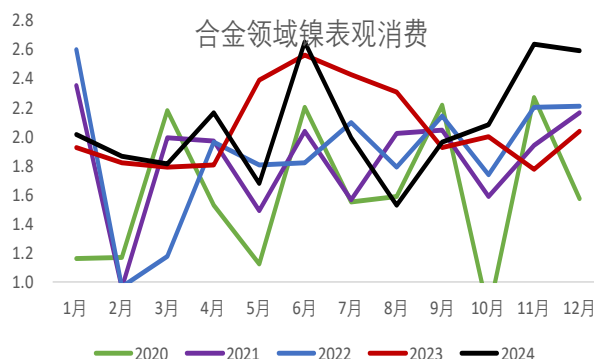
资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 31：镍合金种类占比



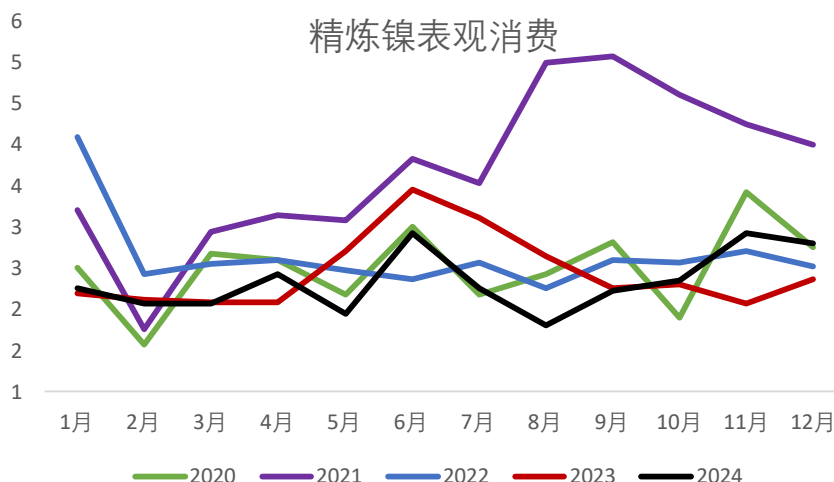
资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 32：合金领域镍消费



资料来源：Mysteel SMM 新湖期货研究所

图表 33：精炼镍表观消费



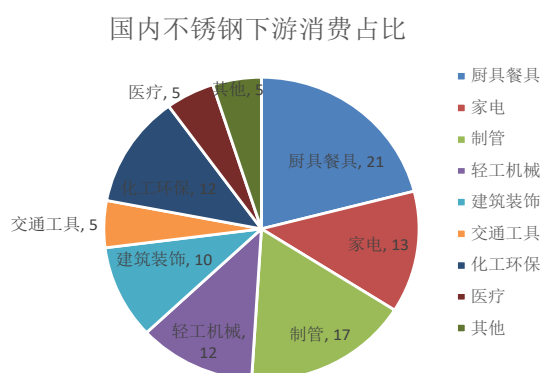
资料来源：Mysteel 新湖期货研究

2、不锈钢供应弹性较大，需求端有韧性

不锈钢下游消费中厨具餐具占 21%，家电占 13%，建筑装饰占比 10%，制管占 17%；制管需求主要可以分为三类。一是家装、家具类；二是燃气 管道、石化用管；三是冷凝管、汽车排气管等。因此不锈钢下游消费和餐饮、地产息息相关。2024 年地产投资大幅下滑，而且在大家收入下降的背景下，餐饮行业表现疲弱；但是在出口高增以及家电行业表现亮眼的提振下，2024 年国内不锈钢消费仍实现了正增长，1-11 月表观消费同比增加 4.4%至 3191 万吨，增幅 135 万吨。从下游终端来看，2024 年国内空调产量同比增加 9.4%，洗衣机同比增加 7.3%，电冰箱产量同比增加 5.2%，电梯产量同比下降 6.6%。2024 年 1-11 月国内不锈钢出口同比增加 20.4%至 457.8 万吨，进口同比下降 3.7%至 173 万吨。净出口同比增加 84 万吨至 284 万吨。预计 25 年在国内地产刺激政策下，地产投资有望降幅收窄，对不锈钢拖累也将减轻；叠加国内提振消费打通内循环的政策方针，预计 25 年国内不锈钢消费或好于 24 年，增速有望扩大。

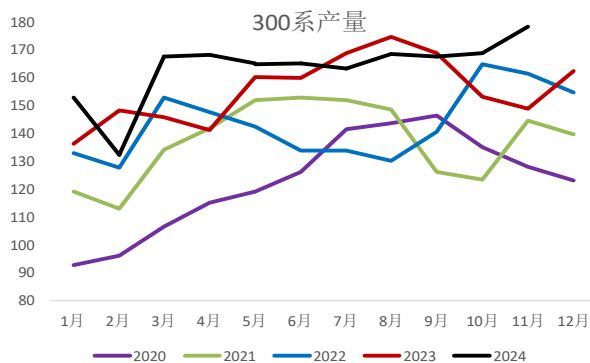
在成本坚挺和需求疲弱拖累，2024 年不锈钢企业利润进一步下滑，300 系利润明显好于 200 系和 400 系，300 系全年大部分时间利润率为正，8-11 月部分时间为亏损状态。300 系分工艺来看，全年表现最好的是用废不锈钢为原料的产线。虽然不锈钢厂利润表现不佳，但是在内卷的氛围下，全年不锈钢产量保持平稳，11 月 300 系产量甚至创年内新高。1-11 月国内不锈钢粗钢产量同比增加 6.6%至 3481 万吨，增幅 216.7 万吨；其中 300 系同比增加 5.3%至 1799 万吨，增幅 91.5 万吨；200 系同比增加 3.2%至 1040 万吨，增幅 32.8 万吨。据 Mysteel 调研，截至 11 月国内不锈钢粗钢单月产能高达 465 万吨，11 月国内粗钢产量仅有 331.8 万吨，年内最高产量为 336 万吨。国内不锈钢产能过剩，产量受需求以及钢厂利润影响较大。不锈钢供应弹性较大，对镍铁的需求需要关注不锈钢下游需求及钢厂利润。

图表 34：不锈钢下游消费占比



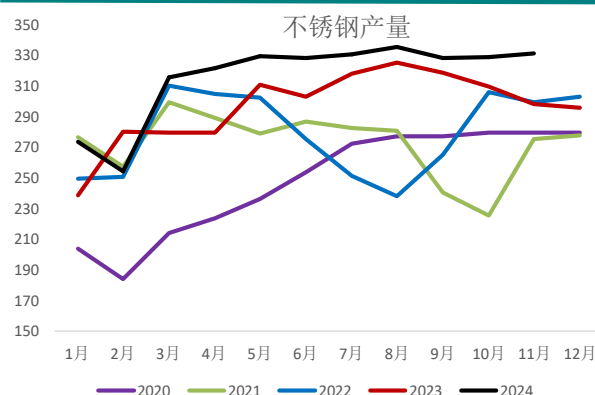
资料来源：公开资料 新湖期货研究所

图表 36：300 系产量



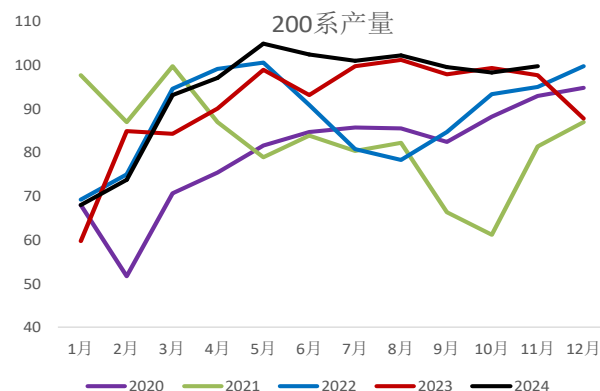
资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 35：国内不锈钢粗钢产量



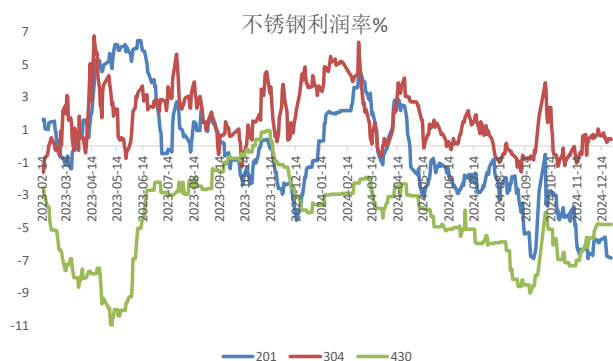
资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 37：200 系产量



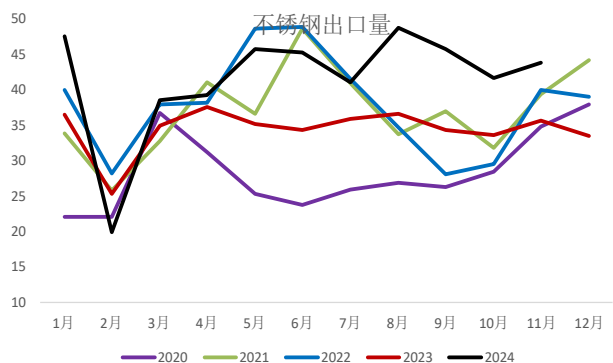
资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 38：不锈钢行业利润



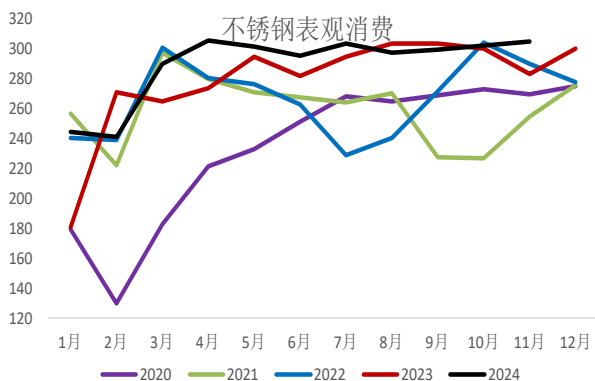
资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 40：不锈钢出口量



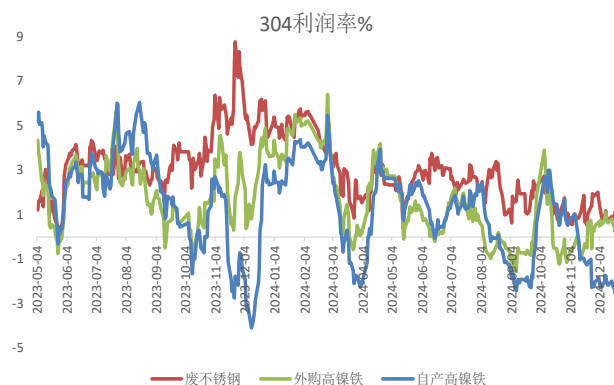
资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 42：不锈钢表观消费量



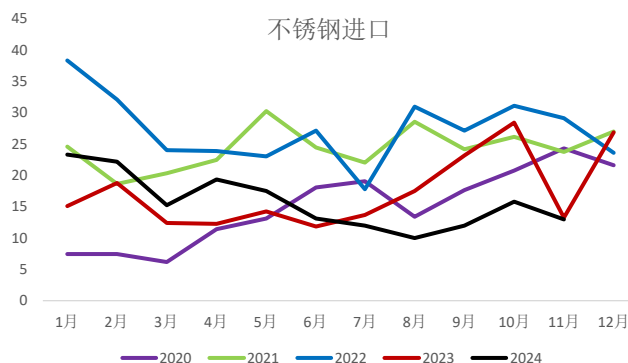
资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 39：300 系利润-分工艺



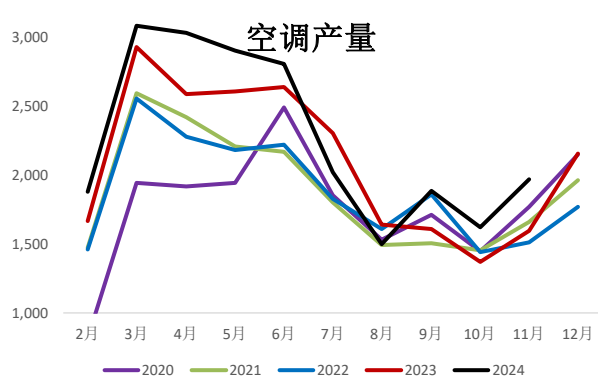
资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 41：不锈钢进口量



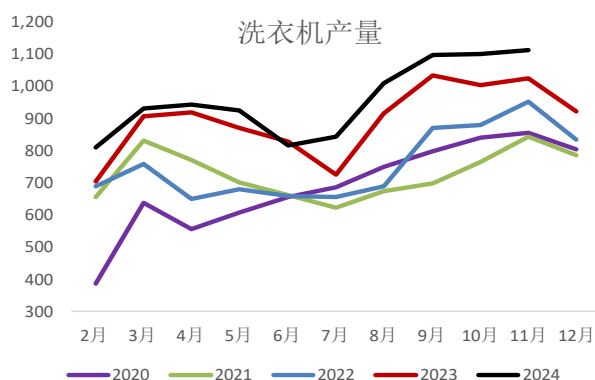
资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 43：空调产量



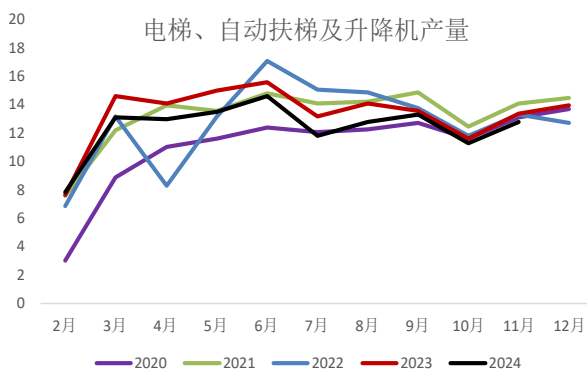
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 44：洗衣机产量



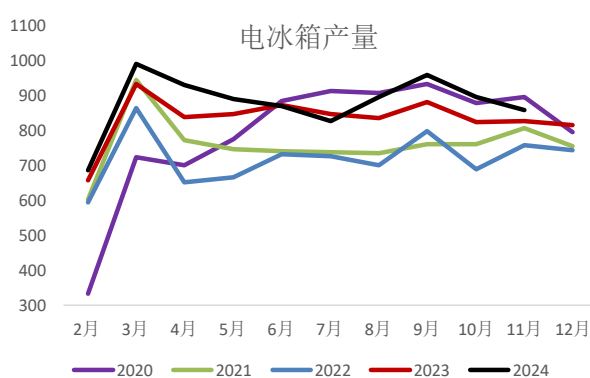
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 46：电梯产量



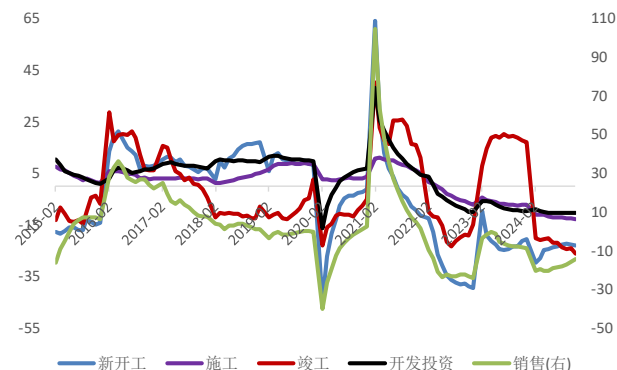
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 45：电冰箱产量



资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 47：地产投资



资料来源：WIND 新湖期货研究所

3、新能源汽车领域需求或将好转

为应对全球气候危机，碳减排已成为全球共识。全球多个国家纷纷提出“碳中和”远景。日本、韩国、英国等国均提出在 2050 年实现碳中和。我国提出要在 2030 年前二氧化碳排放达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。随着电池技术的不断进步，近几年全球新能源汽车行业蓬勃发展，新能源汽车行业镍消费亦保持较高增速。

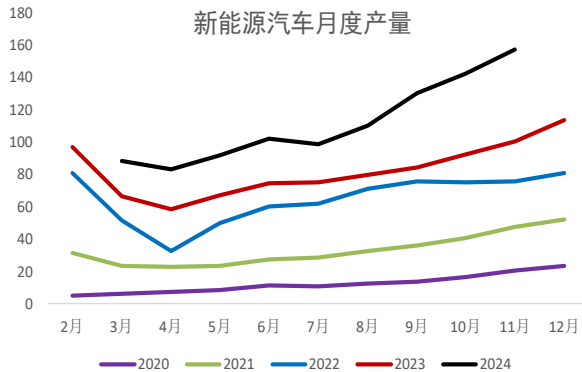
在出口高增长，国内以旧换新政策加持，以及车企降价促销等作用下，24 年国内新能源汽车产量增速反而较 23 年扩大，1-11 月新能源汽车产量累计增长 37.5%至 1148.9 万辆，新能源汽车渗透率进一步提升至 41%。1-10 月全球新能源汽车亦实现了 25%的增速，累计销售了 1346 万辆。

虽然 24 年国内新能源汽车需求增速提升，但因三元电池成本较高，加上电池技术的快速发展，近几年三元电池装机量占比逐年下降，2024 年国内三元电池装机量占比进一步降至 26.4%，2021 年为 48.2%。因此 24 年新能源领域镍消费最终表现为下降，24 年三元前驱体产量同比下降 1.4%至 77.4 万吨。硫酸镍因一定比例的量流入镍冶炼厂生产镍板，其产量仍实现了高增长，2024 年硫酸镍产量累计同比增长 11.3%至 44.8 万金属吨，其中

12.7 万吨用于生产镍板，电池及电镀用硫酸镍为 32.17 万吨，2023 年为 34.5 万吨，2024 年为 36.9 万吨；新能源领域镍消费已连续下降 2 年。从镍板月度消耗量可以看到，6 月份开始用量上了一个台阶，下半年新能源领域镍消费疲弱也成为拖累镍价的其中一个因素。

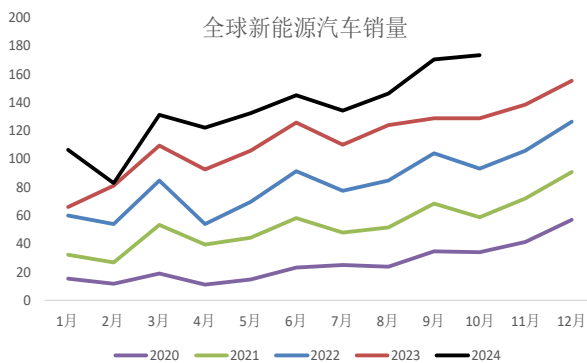
随着原材料价格的持续下降，目前三元前驱体的成本也已大幅下降，在三元电池的续航续航优势下，预计 25 年新能源领域镍消费有望结束降势，重回正增长。

图表 48：国内新能源汽车产量



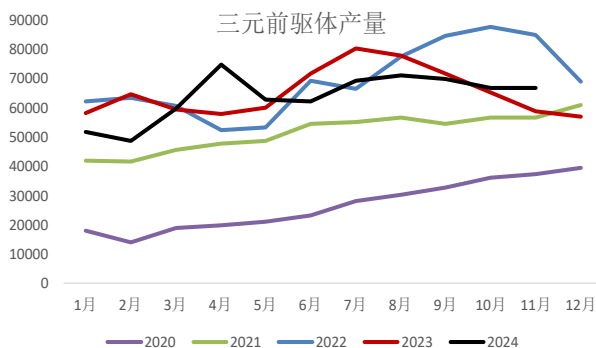
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 50：全球新能源汽车销量



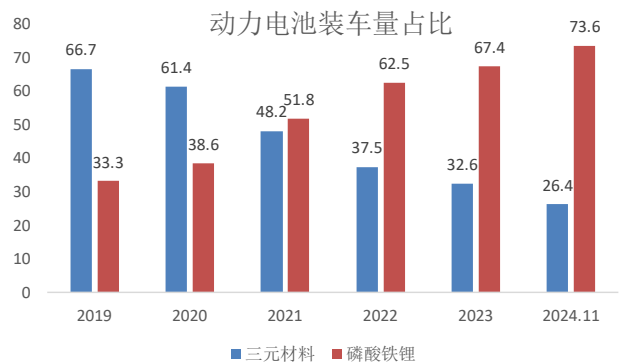
资料来源：Clean Technica 新湖期货研究所

图表 52：三元前驱体产量



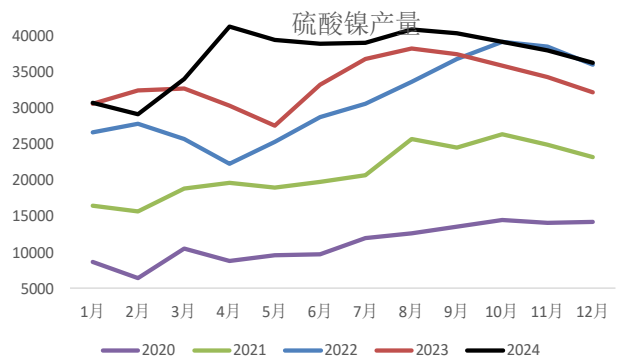
资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 49：国内新能源汽车电池装车占比



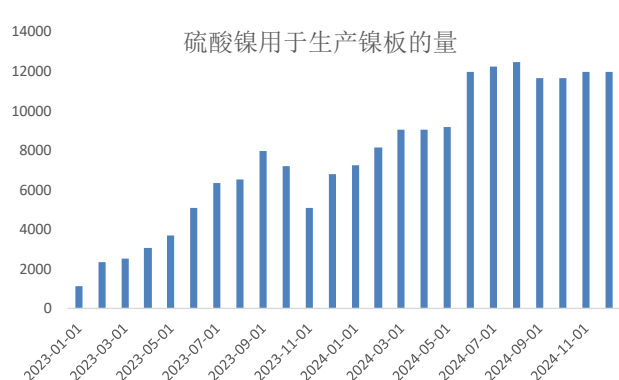
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 51：硫酸镍产量



资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 53：硫酸镍每个月用于生产镍板的量



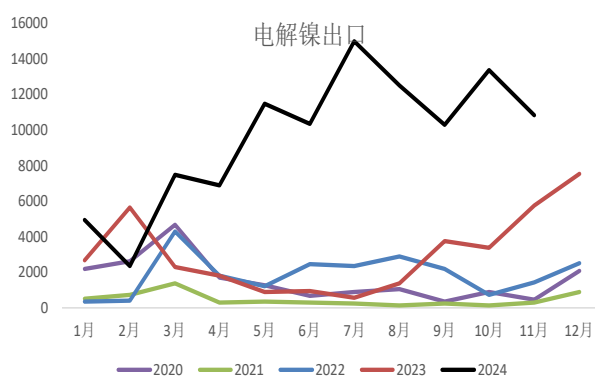
资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

四、2025 中国仍是纯镍净出口国，全球纯镍库存延续累库

因国内纯镍产量大幅增长，而消费量有限；再加上内外出口窗口持续打开，国内镍企已陆续注册为 LME 交割品牌，2024 年国内纯镍出口大幅增长，成为纯镍净出口国；除此之外，印尼青山的纯镍项目 24 年也成功注册为 LME 交割品牌。这些过剩的纯镍大部分流入 LME 仓库，2024 年 LME 库存持续攀升，已较年初累库接近 10 万吨至 16.2 万吨。2024 年国内镍库存也持续攀升，全年累库 2.2 万吨至 3.5 万吨。

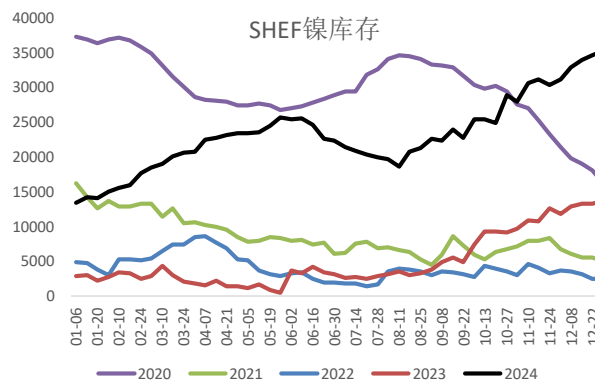
在国内纯镍产量持续增加，消费增长有限的背景下，预计 25 年国内纯镍净出口将继续扩大，全球纯镍库存也将延续累库。

图表 54：精炼镍出口



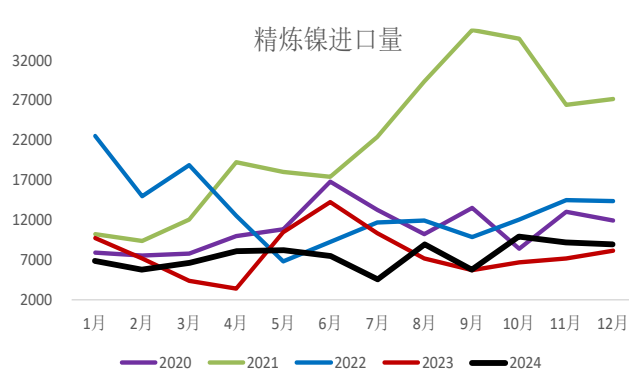
资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 56：SHEF 镍库存



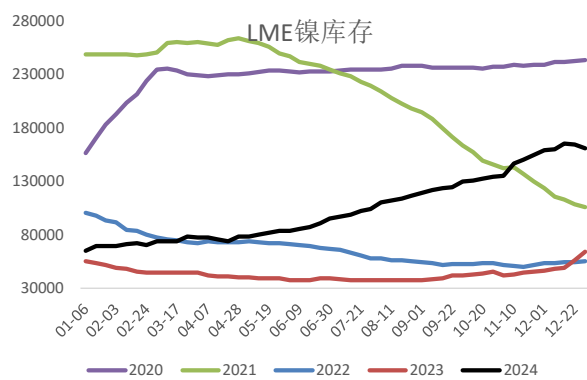
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 55：精炼镍进口



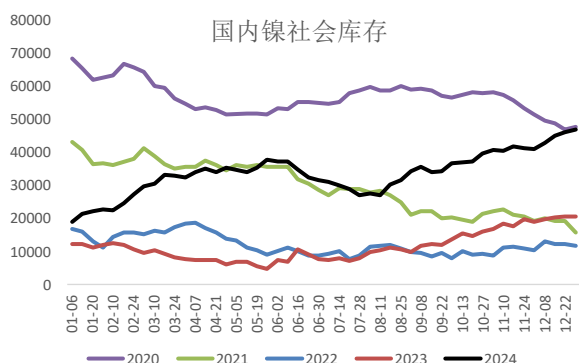
资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 57：LME 镍库存



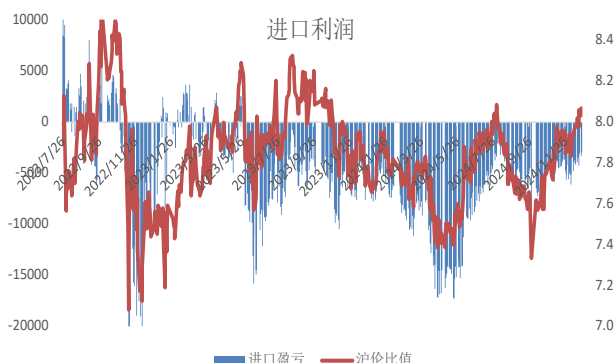
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 58：国内镍社会库存



资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 59：镍进口利润



资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

五、行情展望- 镍价继续磨底，不锈钢维持区间运行

- 在低迷的镍价的冲击下，以及硫化矿山品位下降，2024 年海外镍企因成本攀升生产亏损接连停产。另外印尼 RKAB 审批进度放缓也持续制约着印尼镍产量的释放火法冶炼项目，其产量增长不及预期。全球镍供应由此前的全面过剩转为二级镍过剩明显收窄，甚至国内镍铁供应转为紧缺。
- 在经历 2023、2024 年国内及印尼电积镍新增项目的快速投产后，全球纯镍产量大幅增长，但国内纯镍消费目前仅集中于合金和电镀领域，纯镍过剩幅度扩大。2025 年虽然国内新增项目较少，但随着 2024 年新投产项目的达产，以及印尼新增的 5 万吨项目的产量释放，2025 年预计国内和印尼纯镍产量将继续增加。
- 24 年镍价在火法项目 12 万元/吨的成本位支撑较强。但 2025 年纯镍过剩趋势难改，全球库存将延续累库。2025 年不排除跌破 12 万，向湿法冶炼成本 10 万元/吨的成本去靠拢。
- 截至 10 月印尼对 2025 年的开采额度审批达到了 2.5 亿湿吨，但据测算审批量至少在 2.9 亿吨附近才能满足镍企需求。对镍价来说，25 年印尼政策仍是重点关注变量。
- 不锈钢下游需求端有韧性。2025 年国内经济将修复。预计 25 年国内不锈钢消费或好于 24 年，增速有望扩大，或为不锈钢价格带来一定的向上弹性。
- 国内不锈钢已成为产能过剩行业。产量和需求及利润息息相关，不锈钢产量弹性较大。若不锈钢需求较好，不锈钢价格攀升，钢厂生产意愿攀升产量增加将压制不锈钢上方空间。
- 2025 年纯镍过剩延续，镍价或继续磨底，全年运行区间为 10-14 万；不锈钢产量弹性大，在镍价没有趋势性行情的影响下，难以走出独立性行情，全年或在 1.2-1.5 万区间震荡。

图表 60：全球原镍供需平衡

全球镍供需平衡							
万吨（金属）	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
原生镍供应	234	252	265	317	354	358	363
增速	6.36	7.69	5.16	19.62	11.67	1.13	1.40
原生镍消费	237	243	276	340.6	336.2	347.9	356.6
增速	0.85	2.53	13.58	23.4	-1.3	3.5	2.5
供需平衡	-3	9	-11	-23.6	17.8	10.1	6.4

资料来源：INSG 新湖期货研究

图表 61：国内原镍供需平衡

国内镍供需平衡								
单位：万吨（金属）		项目	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
供给	中国原生镍产量	精炼镍产量	16.5	16.2	17.7	24.5	34	37
		NPI产量	54	44.4	40.3	37.5	30	28
	中国镍金属净进口量	精炼镍净进口	11.3	25.7	13.7	5.8	-2.8	-4
		NPI进口	55.5	58	83.4	113.6	109.8	110
		镍中间品进口	7.62	8.7	18.9	27.7	30	35
		镍铈进口	0.65	0.88	9.26	15	14.7	15
总供给（合计）		147.92	153.88	183.26	224.1	215.7	221	
需求	不锈钢		126.00	130.70	129.1	143.7	151.5	155
	新能源汽车		10	23	34	32	30	32
	合金及其他		19.40	21.30	22.70	25	26	28
	总需求（合计）		155.4	175.0	185.8	200.7	207.5	215
供需平衡		-7.48	-21.12	-2.54	23.40	8.20	6	

资料来源：Mysteel WIND 新湖期货研究

图表 62：国内纯镍供需平衡

国内纯镍供需平衡								
单位：万吨（金属）		项目	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
供给		纯镍产量	16.5	16.2	17.7	24.5	34	37
		纯镍净进口	11.3	25.7	13.7	5.8	-2.8	-4
总供给			27.8	41.9	31.4	30.3	31.2	33
需求		不锈钢	6.8	10.8	3.2	4.1	3.2	3
		新能源汽车	2.7	11.2	7	0	0	0
		合金及其他	19.40	22.30	22.70	24.8	25	27
总需求			28.9	44.3	32.9	28.9	28.2	30
供需平衡			-1.1	-2.4	-1.5	1.4	3	3

资料来源：Mysteel WIND 新湖期货研究

免责声明：

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号 32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份

有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。