



FUTURE

## 光期有色：过剩格局下，探寻精炼镍成本支撑

### 光大期货研究所

光期有色团队

有色总监：展大鹏

从业资格：F3013795

交易咨询：Z0013582

有色分析师：刘轶男

从业资格：F3030849

交易咨询：Z0016041

有色分析师：王珩

从业资格：F3080733

交易咨询：Z0020715

有色分析师：朱希

从业资格：F03109968

撰写日期：

2024 年 12 月 17 日

期市有风险

入市需谨慎

硫酸镍和纯镍之间的价差变化带动产业链发生转变，镍豆酸溶制备硫酸镍经济

性逐步减弱后，电积镍横扫出世。企业开始转产/增产电积镍，导致在近三年里，

精炼镍平衡经历了从短缺到过剩的格局。截止 2024 年 12 月底，我国精炼镍月度

产能达到 4.3 万吨，较 2023 年 1 月增长 114%。

2025 年，国内仍有部分项目新增投产和扩产的落地预期，预计整体产量仍将同

比增长 12% 至 37 万吨；国内企业在印尼投产的纯镍预计同比增长 70% 至 8 万吨左

右；海外镍企供应增减不一，总体供应预计同比下降 5% 至 59.6 万吨。

2025 年，预计镍价将面临着资源端政策潜在扰动和结构性过剩的压力，整体或

处于区间震荡运行中，镍铁价格作为寻找镍价底部支撑尤为关键。短期来看，据

最新的招标价格来看是在 950 元/镍点（到厂含税），折镍价 12 万元-12.5 万元/吨

左右，如若进一步下跌，则需参考印尼镍铁成本来看，目前最低在 920 元/镍点（到

港含税），折镍价 11.7 万元-12.2 万元左右。

但需要注意的是，印尼政策仍然具有不确定性，就目前的税收和费用政策来看，

为实现资源保护和绿色转型，或将推动整个价格中心上移，同时释放节奏上也可

能出现干预，造成阶段性的紧缺。

策略上，当前估值来看，下方空间或为有限，短期仍或偏震荡运行，建议投资

者参考估值水平区间操作。

风险提示：国内精炼镍品牌升贴水、印尼镍矿升水、海外宏观政策、印尼镍矿

产业政策

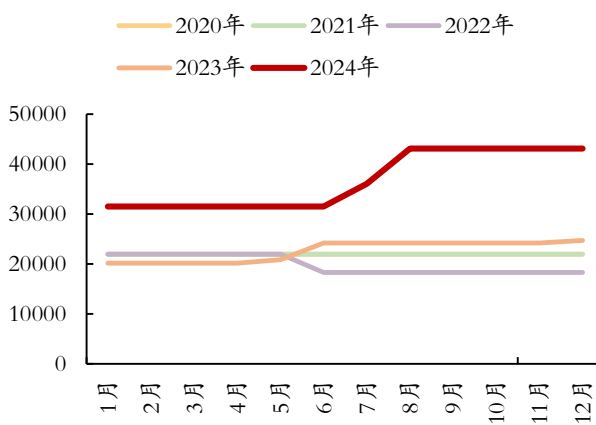
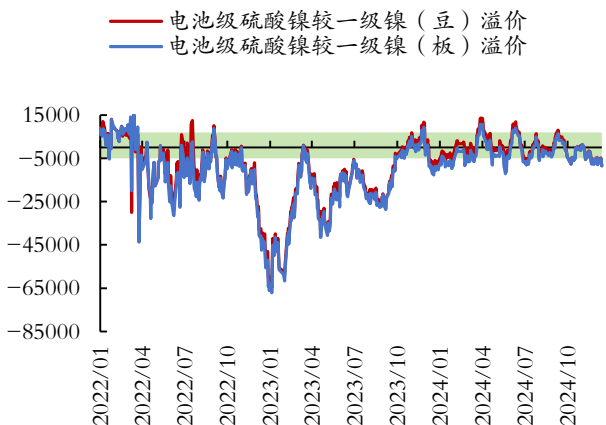
## 光期有色：过剩格局下，探寻精炼镍成本支撑

### 一、精炼镍平衡从紧缺到过剩

硫酸镍和纯镍之间的价差变化带动产业链发生转变，镍豆酸溶制备硫酸镍经济性逐步减弱后，电积镍横扫出世。2023年1月，青山委托格林美代工生产电积镍，初步设计产能为月产1500吨，随后部分企业也开始转产/增产电积镍，导致在近三年里，精炼镍平衡经历了从短缺到过剩的格局。截止2024年12月底，我国精炼镍月度产能达到4.3万吨，较2023年1月增长114%。

图表：电池级硫酸镍较一级镍（豆）溢价

图表：精炼镍产能（单位：吨）



资料来源：SMM、光大期货研究所

过剩的压力体现从国内企业的开工率、进出口结构、需求结构和库存上体现。

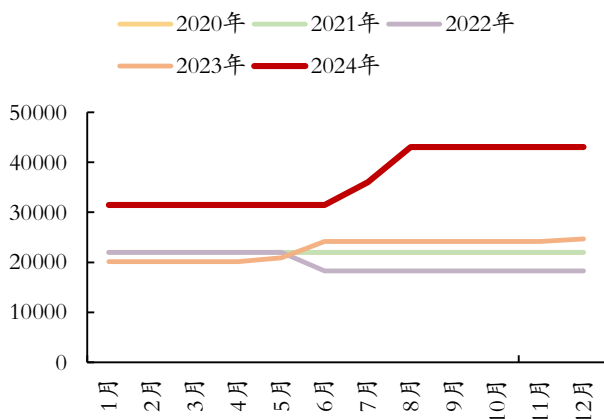
开工率方面,2024年国内冶炼厂开工率月度平均仅有77%,而2023年月度平均开工率约90%。

进出口结构方面，在中国品牌注册交割品的背景下和内外比价的下行压力下，2024年我国成为精炼镍的净出口国。2024年1-10月累计进口7.32万吨，同比下降11%；累计出口9.67万吨，同比增长308%；实现累计净出口2.34万吨。

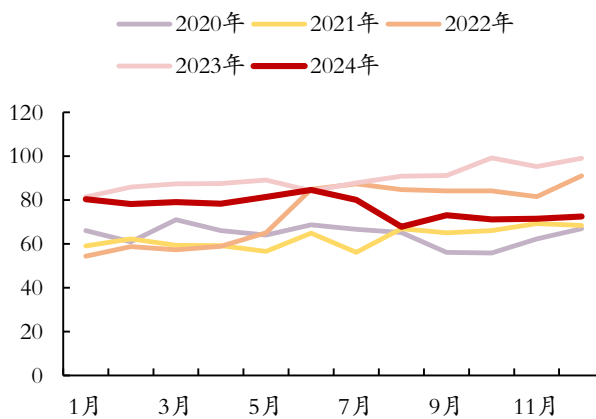
需求结构方面，如今精炼镍基本已经不再应用于不锈钢和新能源产业链中，2024年以纯镍为原材料生产不锈钢和硫酸镍占比分别仅为1.8%和0.1%，因此，尽管合金、电镀行业近年来稳中小幅增加，但增量相对有限，远远无法消化。

库存方面，2024年国内库存呈现一波三折，但整体处于累库态势。截止12月中旬，上期所库存约3万吨，纯镍社会库存约4万吨，均处于2021年以来的新高水平。

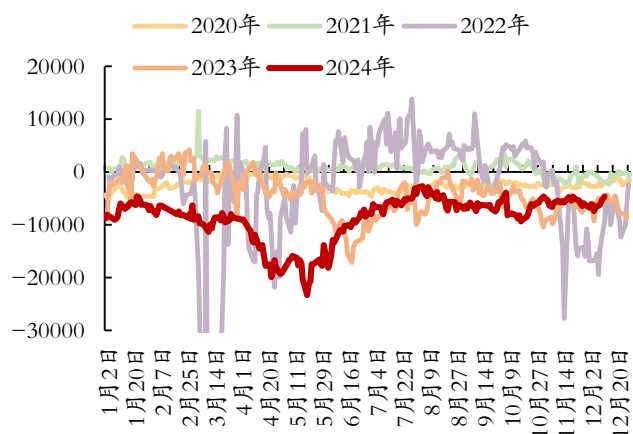
图表：精炼镍产能（单位：吨）



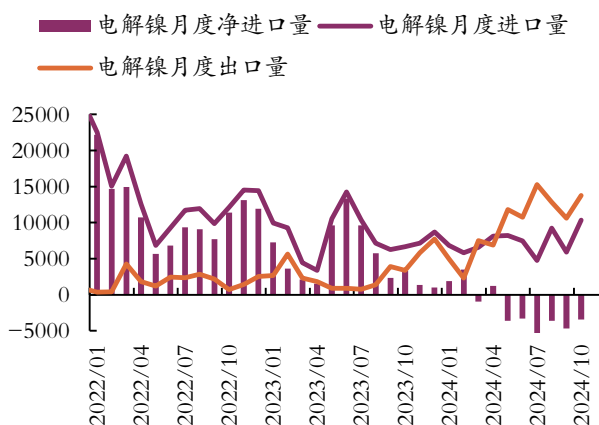
图表：精炼镍开工率（单位：%）



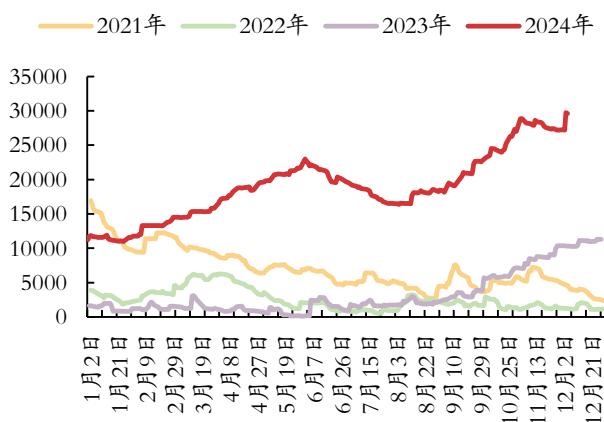
图表：精炼镍进口盈亏（单位：元/吨）



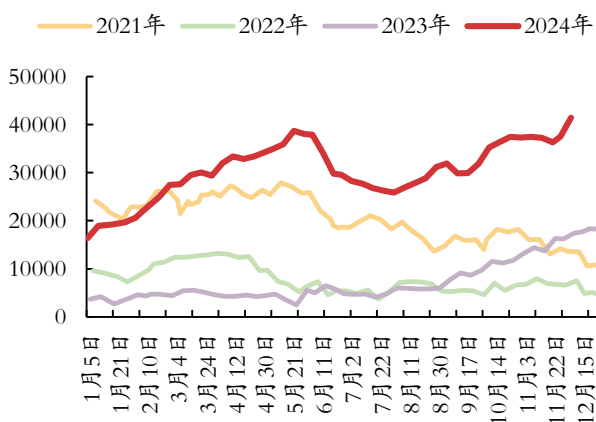
图表：中国精炼镍进出口（单位：吨）



图表：SHEF 库存（单位：吨）



图表：纯镍社会库存（单位：吨）



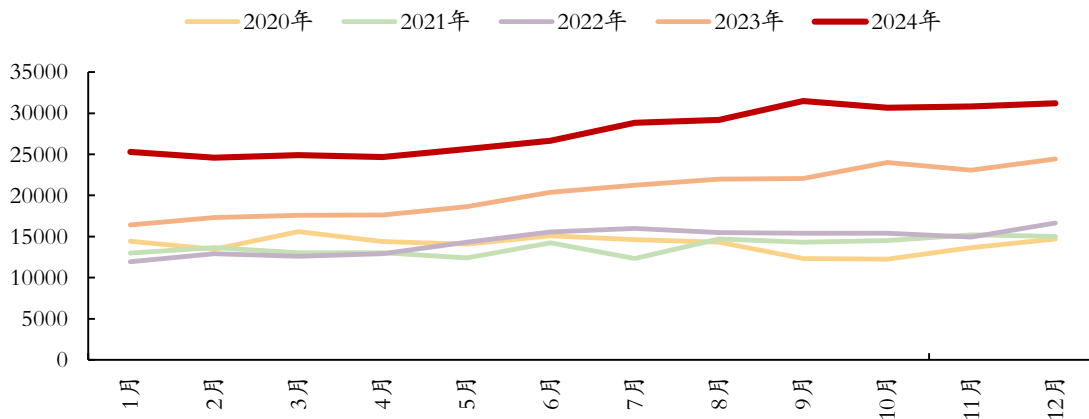
资料来源：SMM、光大期货研究所

## 二、2025 年国内供应总量仍有待进一步释放，海外供应增减不一

随着产能释放，中国精炼镍产量快速增长。2024 年我国累计产量达到 33 万吨，同比增长 36%。2024 年，尽管有少部分产能退出，但按照目前企业公布的设计产能来看，未来几年内预计国内产能仍有约 20% 的释放空间。

2025 年仍有部分项目新增投产和扩产的落地预期，预计整体产量仍将同比增长 12% 至 37 万吨（+4 万吨），国内企业在印尼投产的纯镍预计同比增长 70% 至 8 万吨左右。

图表：中国精炼镍产量（单位：吨）



资料来源：SMM、光大期货研究所

图表：精炼镍产能规划（单位：万吨）

企业	省份	城市	产品	原料	设计产能	2024E 产量	状态
金川	甘肃	金昌	电解镍/电积镍	精矿/高冰镍/MHP	19.50	18.15	年内增产
华友	浙江	衢州	电积镍	高冰镍/MHP	8.66	4.48	扩产中
华友	广西	玉林	电积镍	高冰镍/MHP	3.00	2.67	运行中
中伟	广西	钦州	电积镍	高冰镍	2.50	2.84	年内扩产(二期)
新鑫	新疆	乌鲁木齐	电积镍	精矿/高冰镍/MHP	1.20	0.90	运行中
吉恩	吉林	吉林	电解镍	精矿/高冰镍/MHP	1.20	0.57	预计 10 月扩产
祺生	江苏	泰州	电积镍	回收料	0.60	0.16	运行中
聚泰	浙江	舟山	电积镍	MHP	3.00	0.00	预计 2025 年 1 月
元力	浙江	金华	电积镍	MHP/回收料	0.12	0.11	运行中
路加	浙江	台州	电积镍	MHP	0.60	0.29	1 月投产
中能	浙江	绍兴	电积镍	回收料	0.60	0.12	7 月投产
伟明	浙江	温州	电积镍	高冰镍	2.50	0.20	11 月投产
广德	江西	抚州	电积镍	MHP/回收料	0.36	0.20	运行中

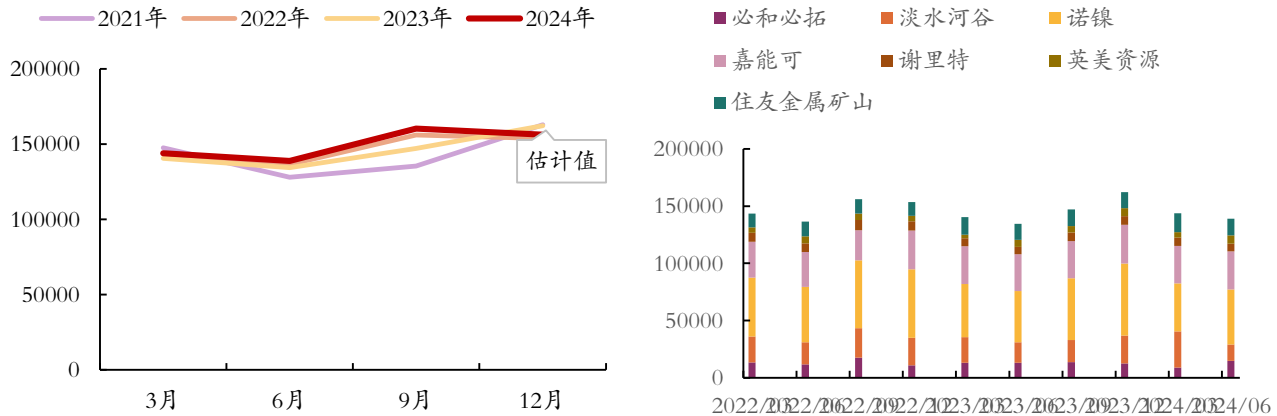
寒锐	江西	赣州	电积镍	高冰镍	0.00	0.00	预计 2025 年底
腾远	江西	赣州	电积镍	MHP/回收料	0.00	0.00	预计 2025 年底建成
格林美	湖北	荆门	电积镍	高冰镍/MHP	3.00	1.97	扩产中
镍都	广东	佛山	电积镍	回收料	0.24	0.14	运行中
华创	广东	佛山	电积镍	MHP	0.24	0.02	7 月投产
美之达	广东	揭阳	电积镍	MHP	0.00	0.00	预计明年投产
凯实	山东	烟台	电积镍	MHP	3.00	0.00	搬迁厂址停产； 2025 年 H2 新投产
银亿	广西	玉林	电积镍	MHP	2.40	0.00	停产
茂联	天津	天津	电积镍	MHP/回收料	1.00	0.17	4 月开始停产
西恩	安徽	池州	电积镍	高冰镍/MHP	0.36	0.01	停产
合计					52.72	32.82	
鼎兴	印尼	Morowali	电积镍	高冰镍	5.00	4.24	运行中
永恒	印尼	Weda Bay	电积镍	高冰镍	5.00	0.40	四季度投产
合计					10.00	4.64	

资料来源：铁合金在线、Mysteel、光大期货研究所

2024 年 1-3 季度主要 7 家纯镍企业，包括诺镍、嘉能可、淡水河谷、住友金属、必和必拓、英美资源和 Sherritt，累计产量 44.3 万吨，同比增长 5%。截止三季报，BHP 西澳大利亚镍业运营将暂停，移交活动将于 2024 年 12 月完成，影响今年产量 1-2 万吨左右；诺镍、英美资源上调产量预期，共计增加 1.1 万吨。预计今年 7 家统计镍企业产量与去年持平至 57.9 万吨左右，同比去年增加 2%（+1.33 万吨），其余企业纯镍项目体量相对较小，2024 年 1-3 季度累计产量 3.5 万吨，同比下降 24%，全年预计贡献 4.7 万吨体量。2024 年，海外合计预计总产量在 63 万吨左右。

2025 年，考虑主要企业生产情况，纯镍供应的减量在于 BHP 西澳项目停产（-5 万吨，2023 年产量），其他企业项目体量相对较小，从生产的经济性考虑，预计亦有减产动作（-0.7 万吨）；增量在于诺镍维修完成复产（+1.5 万吨）、淡水河谷指导产量同比增加（+0.5 万吨），Sherritt 二期（+0.3 万吨）仍有小幅增量预期。综合考虑，海外纯镍预计供应同比下降 5% 至 59.6 万吨。

图表：海外镍企精炼镍产量（单位：吨） 图表：海外镍企精炼镍产量-分企业（单位：吨）



资料来源：Mysteel、光大期货研究所

图表：海外主要镍企动态及精炼镍产量（单位：万吨）

企业	状态	2023	2024E
诺镍	<p>1月，由于不利的地缘政治风险和炉子维修，预计今年镍和钯的产量将进一步下降。</p> <p>4月，华盛顿和伦敦禁止金属交易所接受俄罗斯生产的新的铝、铜和镍，并禁止这些金属进口到美国 and 英国，以扰乱俄罗斯的出口收入。</p> <p>上半年镍产量下降是由于其 Nadezhda 冶炼厂的熔炉维修，8月重启两座熔炉中的一座。</p> <p>一季度-二季度：2024年镍金属产量预期在 18.4-19.4 万吨，同比降幅 7%~12%。</p> <p>三季度：Nadezhda 冶金厂 2 号闪速熔炼炉的基本维修完成，<b>诺里尔斯克上调 2024 年镍金属产量预期在 19.6-20.4 万吨。</b></p> <p>12月13日消息，<b>俄镍计划在 2025 年出售其生产的所有产品，没有该公司给出 2025 年产量预测</b>；预期 2024-2025 年全球镍市场均将维持 15 万吨过剩。</p>	20.90	19.6
嘉能可	<p>INO 项目(Sudbury、Raglan、Nikkelverk)一季度-三季度持续持续放量。</p> <p>MurrinMurrin 项目维护时间比计划长，一季度产量同比相持平，二、三季度有增加</p> <p>Koniambo 项目（新喀）2月过渡到护理和维护阶段，产量为 0。</p> <p>23 年年报：嘉能可曾于 2023 年 9 月份宣布，预计在 2024 年 3 月停止为 Koniambo 项目提供运营资金。鉴于此等不确定因素，嘉能可 2024 年的不含第三方原料的自有镍指导产量为 8-9 万吨（不包含 Koniambo 产量），三季报披露维持预期</p>	13.10	14.80
淡水河谷	<p>一季度，昂萨布玛（Onça Puma）熔炉重建，加拿大和印度尼西亚运营区业绩提升部分抵消了这部分影响；</p> <p>二季度，镍加工厂落实计划内保养维修战略</p> <p>三季度，产量同比增加反映出萨德伯里运营区业绩提升，以及沃伊斯湾地下矿区持续达产。</p> <p>预计 2024 年镍产量约为 16 万吨，2025 年为 16-17.5 万吨，2026 年为 17.5-21 万吨，2030 年为 21-25 万吨。</p>	8.40	8.50
住友金属	<p>亚洲镍业生产的 MSP 将被送至日本作为住友金属矿山冶炼原料。</p>	5.80	6.00



BHP	2024 年 10 月起，西澳大利亚镍业运营将暂停，移交活动将于 2024 年 12 月完成。西澳大利亚镍业计划从 2025 年 1 月开始每年投资约 3 亿美元，以保留潜在的重启可能。（2023 年全年 BHP 共生产镍 8.14 万金属吨，同比增加 7.25%，其中包括精炼镍 5.27 万吨、镍中间品 2.55 万金属吨、硫酸镍 0.32 万金属吨。）	5.27	3.60
英美资源	一季度：第一季度产量下降的主要原因 PGM 业务总产量下降 14%，而水萃镍虽然实物量有所下降，但由于品味有所提高，金属量同比持平。2024 年的产量指导不变，镍产量目标为 3.6–3.8 万金属吨（仅包含镍铁产量），单位成本指导为 c.600c/lb。 二季度：2024 年的产量指导不变，镍产量目标为 3.6–3.8 万金属吨（仅包含镍铁产量），单位成本指导修订为 c.550c/lb。 三季度：BarroAlto 的稳定生产但 Codemin 的产量有所下降，主要是受三季度该工厂的一次计划外停产的影响，2024 年的指导产量 <b>上调为 3.8–3.9 万金属吨</b> ，单位成本指导为 c.530c/lb，主要原因是产量的增加。	2.20	3.80
Sherritt	一季度：2024 年的镍指导产量保持 30000–32000 吨不变。 二季度：第二阶段的调试和扩产仍计划在 2025 年进行，Sherritt 预计将在 2025 年开始扩产。 三季度：加工厂第二阶段的调试和升级仍计划在 2025 年进行，随着第二阶段的完成，每年混合硫化物沉淀产量预计将进一步增加到联合扩张目标，约 20% 的镍和钴。	2.90	3.20

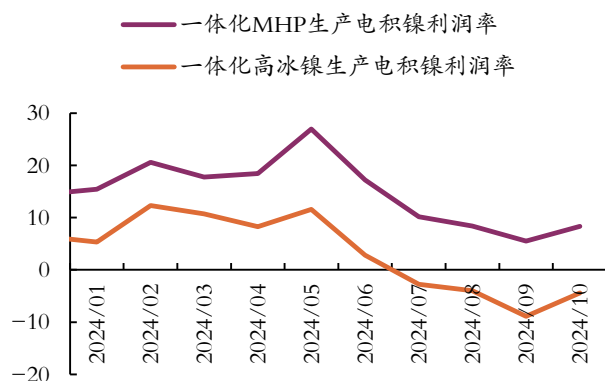
资料来源：Mysteel、企业年报、公开资料整理、光大期货研究所

### 三、磨底行情寻找成本支撑

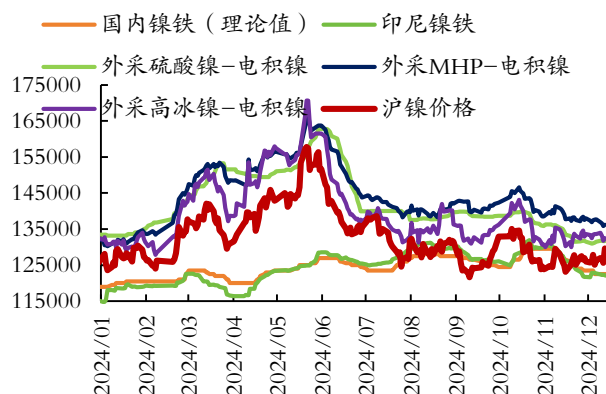
2024 年镍价宽幅震荡运行，运行逻辑主要围绕国内外宏观情绪反复和印尼镍矿供应问题。而 2025 年，预计镍价将面临着资源端政策潜在扰动和结构性过剩的压力，整体或处于区间震荡运行中。因此，寻找镍价底部支撑尤为关键。

从一级镍冶炼来看，一体化高冰镍/MHP 项目占比约 30%，2024 年上半年的整体利润表现较好，而下半年，在价格下行的过程中，成本压力逐渐显现；外采高冰镍、MHP 或硫酸镍项目占比约 35%，今年即期利润基本均为亏损，对镍价支撑不明显；镍矿-镍板一体化项目占比约 30%，因其相对成本最低，实际上成为了底部支撑。而在今年下半年几段极端行情中，尽管有短期跌破最低的理论成本线，但总体上来看，在探底的行情下，对价格支撑仍较明显。

图表：一体化生产电积镍利润（单位：%）



图表：成本曲线（单位：元/吨）



资料来源：SMM、Mysteel、光大期货研究所

短期来看，据最新的招标价格来看是在 950 元/镍点（到厂含税），考虑镍铁-高冰镍-硫酸镍-电积镍合计加工费 2.5-3 万元/吨，折算镍价在 12 万元-12.5 万元/吨左右。如过进一步下跌，则需参考印尼镍铁成本来看，目前最低在 920-930 元/镍点（到港含税），折算镍价在 11.7 万元-12.3 万元左右。

但需要注意的是，印尼政策仍然具有不确定性，就目前的税收和费用政策来看，为实现资源保护和绿色转型，或将推动整个价格中心上移，同时释放节奏上也可能出现干预，造成阶段性的紧缺。

- 印尼政府原预计将于 2025 年征收 12% 的增值税，较现行增值税税率提高 1 个百分点。但据美都新闻网 11 月 27 日报道，该措施将被推迟，政府拟将首先向中产阶级人群分配社会援助。印尼国家经济委员会主席卢胡特表示，在最终确定实施之前，必须首先向经济困难的民众提供刺激。
- 据 SMM，在 11 月的 Training to Miners APNI 2024 会议上，对于当前镍矿商经营交易息息相关的 PNB 和 RKAB 当前审批进展等情况进行了最新的阐述。印尼对红土镍矿的非税收国家收入给予了新的释义调整的可能方向。当前，镍矿商需要为每一笔成交的印尼内贸红土镍矿根据镍矿实际出矿山的 FOB 价格去申报成交数量及品位等相应信息，而后镍矿缴纳 10% 的资源费用，部分矿山也称这一步费用为权益金。为了支持新能源汽车材料行业，未来可能会对低于 1.5% 品位的镍矿征收 2% 的权益金。



- 据雅加达邮报 2024 年 12 月 11 日消息，印尼矿业部煤炭和矿产开采局局长表示，在地缘政治“紧张局势加剧和全球冲突加剧的背景下，进一步限制产量对于保持国家韧性至关重要。”他没有透露新限制措施的具体条款，也没有透露何时实施。同时，他在 2025 年印尼经济展望会上表示：“将开始对市场上某些镍产品进行监管，以避免供应过剩，将产量控制在最佳水平。限制饱和的镍产品，这样价格才能上涨。”

策略上，当前估值来看，下方空间或为有限，短期仍或偏震荡运行，建议投资者参考估值水平区间操作。

风险提示：国内精炼镍品牌升贴水、印尼镍矿升水、海外宏观政策、印尼镍矿产业政策

## 有色金属团队介绍

**展大鹏**，理科硕士，现任光大期货研究所有色研究总监，贵金属资深研究员，黄金中级投资分析师，上期所优秀金属分析师，期货日报&证券时报最佳工业品期货分析师。十多年商品研究经验，服务于多家现货龙头企业，在公开报刊杂志发表专业文章数十篇，长期接受期货日报、中证报，上证报、证券时报、第一财经、华夏时报等多家媒体采访，团队曾荣获第十六届、第十五届期货日报&证券时报最佳金属产业期货研究团队奖，上期所 2016 年度有色金属优秀产业团队称号。

期货从业资格号：F3013795 期货交易咨询资格号：Z0013582 E-mail: Zhandp@ebfcn.com.cn

**刘轶男**，英国利物浦大学理学硕士，现任光大期货研究所有色研究员，主要研究方向为锌锡，期货日报&证券时报最佳工业品期货分析师。深入国内外有色产业，扎根产业链上下游，关注行业热点和时事政策，服务于多家产业龙头企业。长期在期货日报、中证报、第一财经、华夏时报等国内主流财经媒体发表观点，撰写多篇深度专题报告和热点解读报告，获得客户高度认可。

期货从业资格号：F3030849 期货交易咨询资格号：Z0016041 E-mail: Liuyn@ebfcn.com.cn

**王珩**，澳大利亚阿德莱德大学金融学硕士，现任光大期货研究所有色研究员，主要研究方向为铝硅。扎根国内有色行业研究，跟踪新能源产业链动态，为客户提供及时的热点和政策解读，撰写多篇深度报告，获得客户高度认可；深入套期保值会计及套保信披方面研究，更好的服务上市公司风险管理。

期货从业资格号：F3080733 期货交易咨询资格号：Z0020715 E-mail: Wangheng@ebfcn.com.cn

**朱希**，英国华威大学理学硕士，现任光大期货研究所有色研究员，主要研究方向为锂镍。重点聚焦有色与新能源融合，跟踪新能源产业链动态，为客户提供及时的热点和政策解读，撰写多篇深度报告，获得客户高度认可。

期货从业资格号：F03109968

E-mail: zhuxi@ebfcn.com.cn

## 免责声明

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、可靠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，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。

## 联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号 6 楼、703 单元

公司电话：021-80212222

传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979

邮编：200127