

镍&不锈钢：莫愁千里路 自有到来风

研究总监：展大鹏 / 研究员：朱希

年报摘要：

● 2024 年行情回顾

2024 年镍价整体宽幅震荡运行，主要受到宏观情绪反复和镍矿紧缺问题影响。宏观角度来看，一方面是 5 月前后由于美国经济数据和降息预期，引发价格大幅波动，另一方面是 8-9 月由于国内一系列宽松政策颁布，带动市场情绪回暖。产业逻辑来看，2024 年上半年，镍矿供应处于相对紧缺的状态，下半年配额审批进度逐步加快，但因为释放不及预期，导致三季度整体仍然面临偏紧的供应，进入四季度紧缺问题有所好转，价格重心逐渐下移。不锈钢价格也在原材料价格相对强势和需求消化不畅中博弈。

● 2025 年市场分析逻辑

镍矿方面：印尼镍矿释放节奏或将出现更多干预，从而导致出现阶段性的紧缺；菲律宾镍矿供应上基本变化不大，但低品位占比增加仍是趋势；新喀项目小部分恢复，但仍有较大的不确定性；中国进口上，预计菲律宾镍矿将重新回归国内市场，但国内镍矿需求难有增量。

精炼镍产业链：中国和印尼仍有新增投产和扩产的落地预期，海外镍企增减不一，合计供应 104.6 万吨，同比增长 4%。需求端，电镀合金行业规模稳中小增，合计需求 65.08 万吨，同比增长 6.6%。整体仍然维持过剩格局，但过剩量有小幅收窄。

不锈钢产业链：国内镍铁生产或进一步放缓，海外预计仍有释放，合计供应 192 万吨，同比增长 5.7%。不锈钢方面，预计国内同比增长 1.8% 至 3860 万吨；不锈钢下游消费增量在于地产回暖和白色家电需求带动的消费，汽车方面维稳，合计增幅 2.5% 至 3512 万吨；预计明年不锈钢合计过剩 49.8 万吨，较 2024 年有进一步过剩压力。

新能源产业链：原材料方面，考虑印尼政策导向和新能源发展需要，湿法中间品项目投产或更为顺利。硫酸镍方面，预计国内硫酸镍生产端稳中小增，随着印尼硫酸镍项目的投产，国内将有更多进口量。需求端，一方面，海外磷酸铁锂需求增加挤压三元电池市场，国内整体终端市场增速将有所放缓，另一方面，目前三元电池装机占比小幅下降，且高镍三元占比下降，导致对硫酸镍实际需求拉动作用将有一定抵消，需求预计环比增加 3% 至 42.5 万吨。

原生镍已经从全面过剩格局再次转向结构性紧缺，且整体过剩量已经有所收窄。2025 年预计镍和不锈钢价将面临着资源端政策潜在扰动和结构性过剩压力，整体或处于区间震荡运行中，但投资者仍需警惕海外宏观政策环境变化带来的扰动。

● 风险提示：海外宏观政策；印尼产业政策；需求不及预期

镍价区间：11.5-13.5 万元/吨；不锈钢价格区间：1.15-1.4 万元/吨

一、2024 年镍和不锈钢走势主要影响因素分析

（一）镍价格走势及主要影响因素

2024 年镍价整体宽幅震荡运行，截止 12 月上旬，年内最高涨至 16 万元/吨，最低至 11.9 万元/吨，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。

从宏观角度来看，一方面是 5 月前后由于美国经济数据和降息预期，引发价格大幅波动，另一方面是由于 8-9 月国内一系列宽松政策颁布，带动市场情绪回暖。

从产业逻辑来看，2024 年上半年，印尼审批不及预期，新喀里多尼亚暴乱，部分镍矿/冶炼厂宣布停减产，导致镍矿供应处于相对紧缺的状态，期间 4 月 14 日，LME 公布修订后的制裁方案（参考 LME 第 24/171 号通告）亦有影响。下半年开始，印尼镍矿配额审批进度逐步加快，审批量基本覆盖需求量，但因为释放不及预期，导致三季度整体仍然面临偏紧的供应，进入四季度紧缺问题有所好转，价格重心逐渐下移。

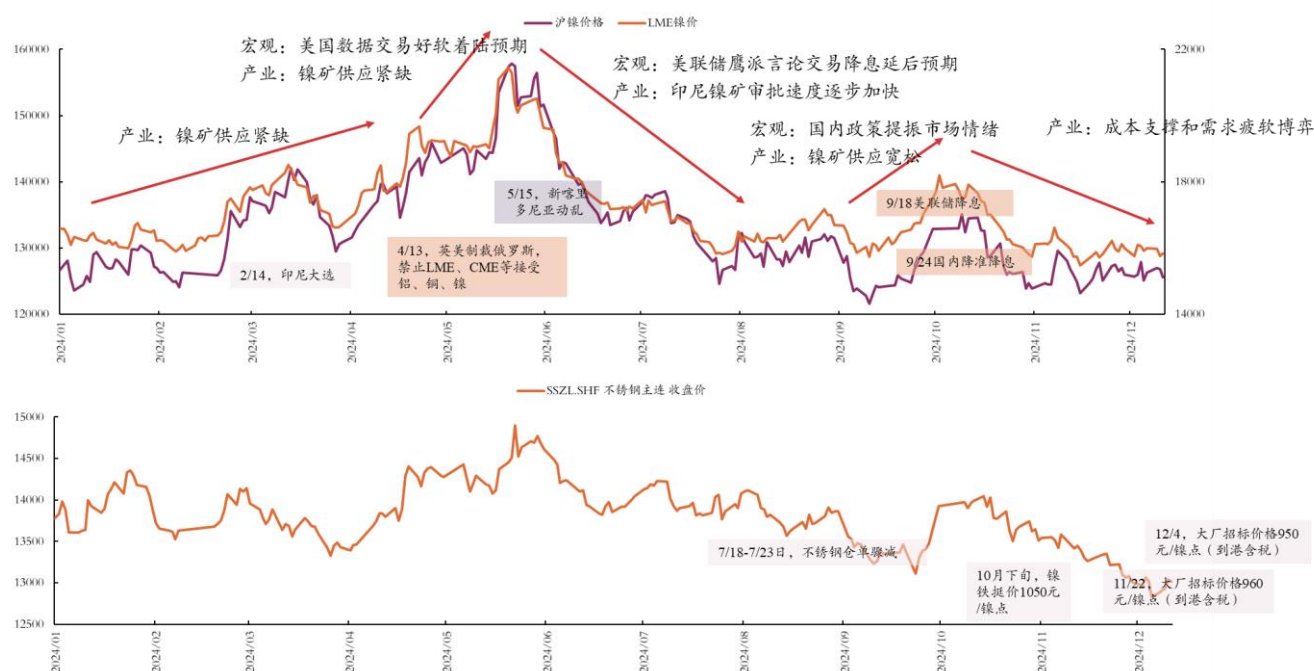
（二）不锈钢价格走势及主要影响因素

不锈钢期货价格同样呈现出宽幅震荡运行，截止 12 月上旬，年内最高涨至 1.50 万元/吨，最低至 1.28 万元/吨。

从交易角度来看，今年其跟随黑色系商品更加紧密，主力合约并非呈现逐月切换。同时，上半年偏强的价格走势，交割意愿增加，使得仓单库存于 7 月中旬逼近 20 万吨。而随着仓单的短期大幅减少，推动价格快速反弹。

除了同样受到宏观情绪影响以外，从产业逻辑来看，不锈钢价格在原材料价格相对强势和需求消化不畅中博弈。今年上半年，镍铁价格受到镍矿因素影响较大，导致不锈钢冶炼利润 3-4 月进入亏损状态，5 月随着价格反弹而小幅修复；而后，因镍铁价格重心下移的相对滞后性，导致从 6 月开始，随着不锈钢价格下跌，理论亏损逐步加深；至 10 月底，钢厂有意挺价镍铁至 1050 元/镍点价格，然市场接受程度有限。12 月，最新招标价格为 950 元/镍点，不锈钢价格也破近年来新低。

图表 1：LME 镍（上图右轴）、沪镍、不锈钢期货价格走势（单位：美元/吨；元/吨；元/吨）



资料来源：iFinD、SMM、光大期货研究所

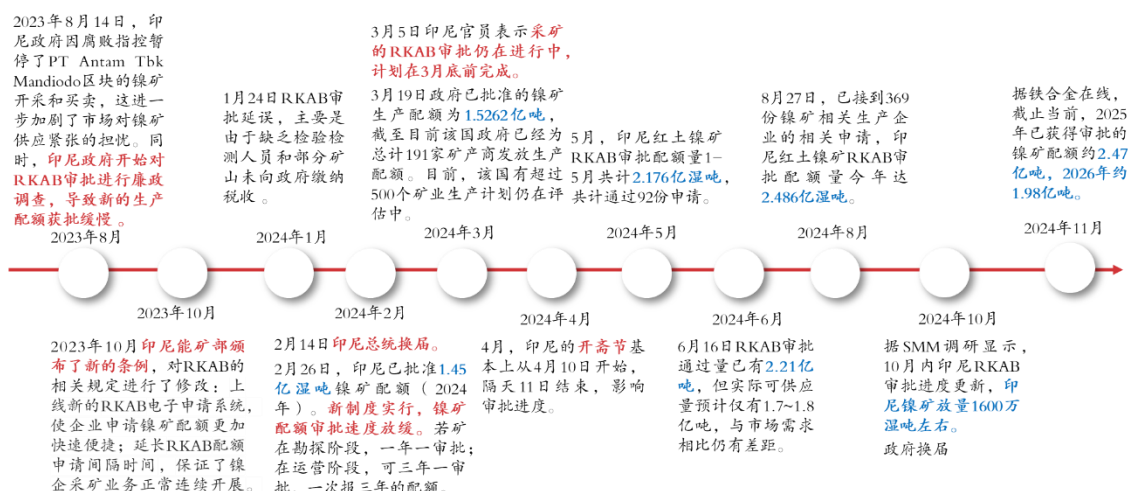
二、镍矿

镍矿紧缺问题可以说是 2024 年产业逻辑中的主线。

1. 印尼镍矿供应情况

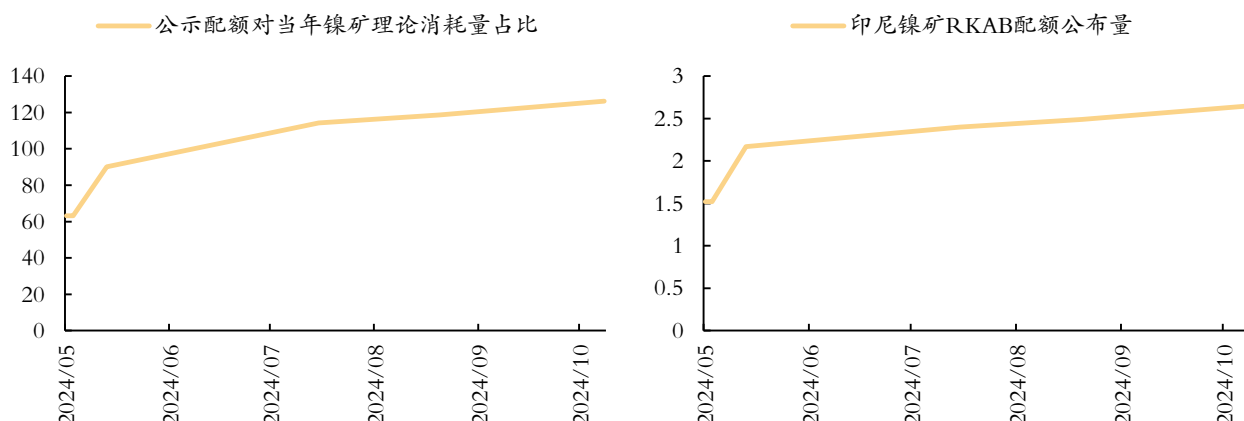
追溯来看，最早于 2023 年 8 月，印尼政府因腐败指控，暂停 PT Antam Tbk Mandiodo 区块的镍矿开采和买卖，并开始对 RKAB 审批进行廉政调查。2023 年 10 月印尼能矿部颁布了新的条例，对 RKAB 的相关规定进行了修改。2024 年 1 月 24 日，由于缺乏检验检测人员和部分矿山未向政府缴纳税收而导致 RKAB 审批延误。2 月 26 日，印尼方面宣布批准 1.45 亿湿吨镍矿配额（用于 2024 年），但因新制度推行，导致镍矿配额审批速度不及预期。3 月起至今，配额审批进度不断推进，然而受到天气、运输和开采意愿等方面因素影响，导致实际放量有限。从印尼镍矿升水来看，实际镍矿紧缺的问题自 9 月才开始有所缓解，截止 10 月印尼镍矿审批配额或达到 2.646 亿湿吨（8 月公布 2.486 亿湿吨+10 月新增 0.16 亿湿吨）。

图表 2：镍矿事件梳理



资料来源：SMM、铁合金在线、公开资料整理、光大期货研究所

图表 3：公示配额对当年镍矿理论消耗占比(%) 图表 4：印尼镍矿 RKAB 配额公布量(亿湿吨)

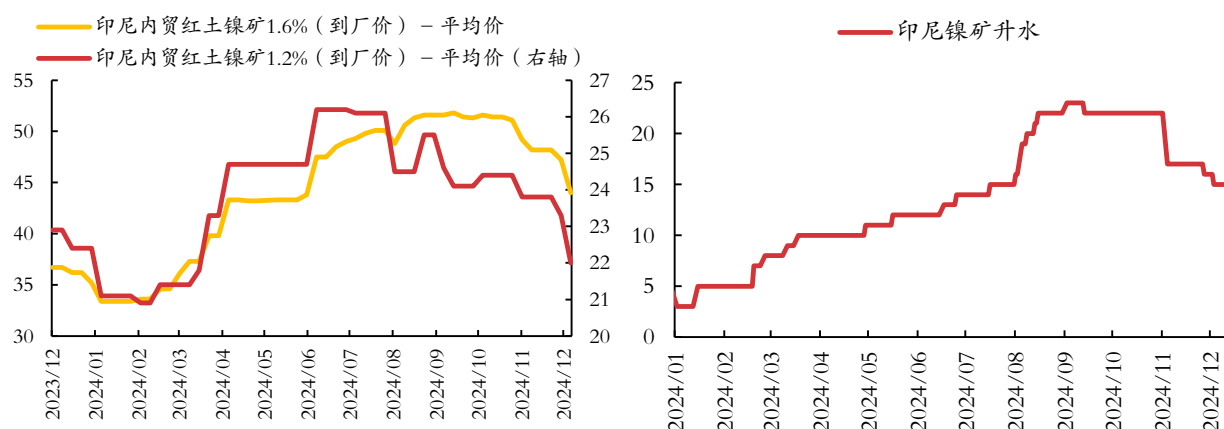


资料来源：SMM、光大期货研究所

镍矿紧缺的背景下，印尼镍矿内贸价格和升水不断走高，最高至 23 美元/湿吨，而自 2 月开始，印尼开始自菲律宾进口镍矿来弥补缺口，从而带动菲律宾镍矿出口结构转变的同时，使得菲律宾镍矿升水同步走高，最高至 16.5 美元/湿吨。

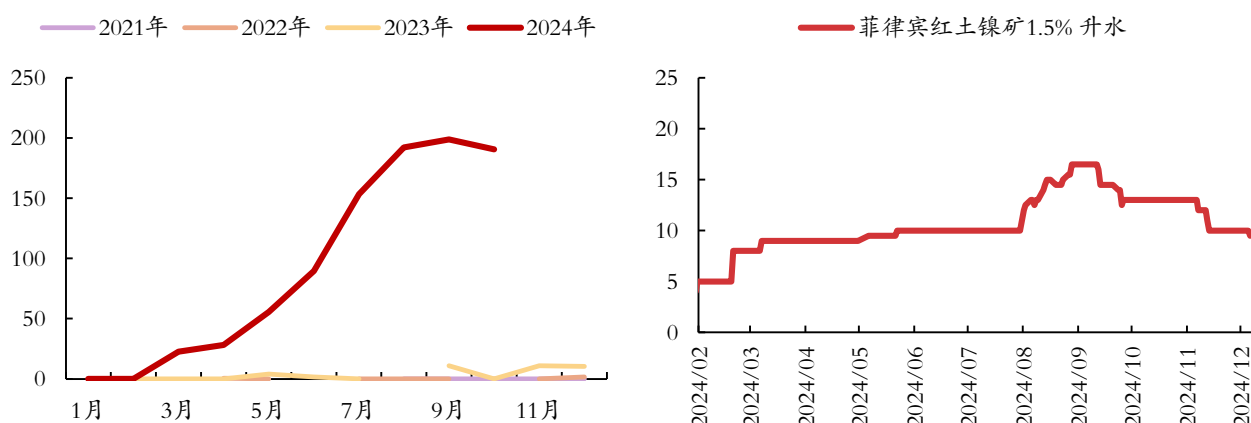
数据上来看，2024 年 1-10 月，印尼累计从菲律宾进口镍矿 923.84 万吨，与印尼统计局公布的进口量基本匹配。

图表 5: 印尼内贸红土镍矿价格 (美元/湿吨) 图表 6: 印尼镍矿升水 (单位: 美元/湿吨)



资料来源: SMM、Mysteel、光大期货研究所

图表 7: 印尼镍矿进口量 (单位: 万吨) 图表 8: 菲律宾镍矿升水 (单位: 美元/湿吨)



资料来源: SMM、Mysteel、光大期货研究所

据铁合金在线, 2025 年已获得审批的镍矿配额约 2.47 亿吨, 2026 年约 1.98 亿吨。需要注意的是, 印尼政府对于镍矿的审批和开采或将有着更加严格的把控。据此前公开资料显示, 印尼未来镍矿定价政策或将转变, HPM 定价基础将和 LME 镍脱钩, 同时对镍矿征收税费政策也有反复。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 Tri Winarno 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。”因此, 2025 年对于印尼镍矿供应方面仍应保持谨慎态度, 镍

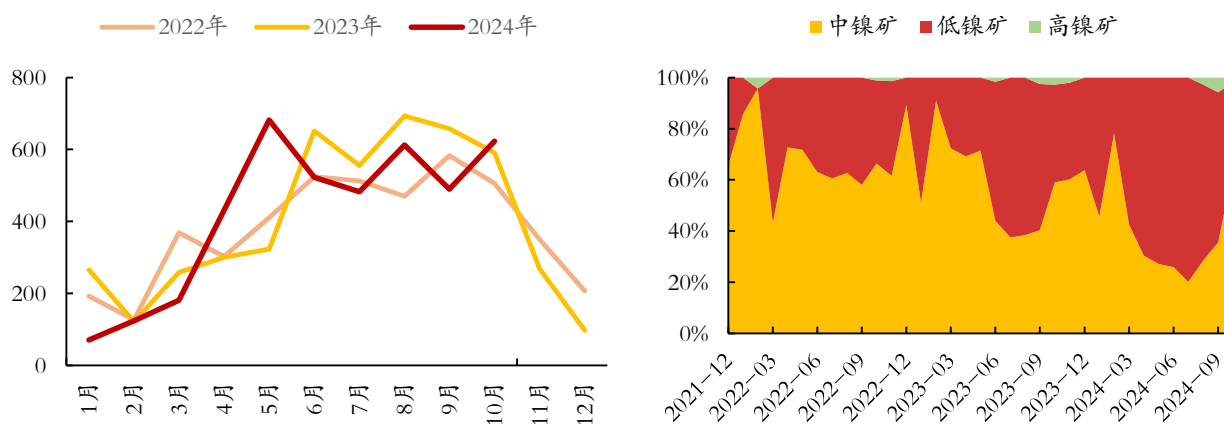
矿释放节奏或将出现更多干预，从而导致出现阶段性的紧缺。

2. 菲律宾镍矿供应情况

菲律宾镍矿出口受季节性影响依旧，出口量小幅下滑，但出口结构改变。2024 年 1-10 月，菲律宾镍矿累计出口 4219.32 万吨，同比下滑 5%。分品味来看，受到整体矿山品味下滑影响，菲律宾出口的镍矿中，低品位占比增加，中高品味下降。出口流向上来看，受到印尼镍矿缺口，2024 年 1-10 月累计出口印尼 924 万吨，出口至中国 3253 万吨，极少量出口至日本。

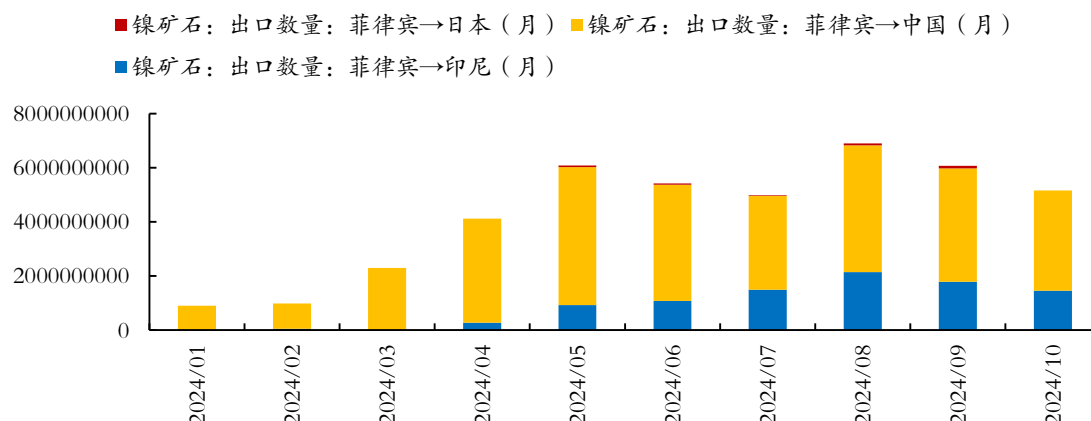
预计 2025 年菲律宾镍矿供应上基本变化不大，但低品位占比增加仍是趋势。

图表 9：菲律宾镍矿出口量（单位：万吨） 图表 10：菲律宾镍矿出口量-品味占比（单位：%）



资料来源：SMM、光大期货研究所

图表 11：菲律宾镍矿出口量-分国家（单位：吨）



资料来源：SMM、光大期货研究所

3. 新喀里多尼亚镍矿供应情况

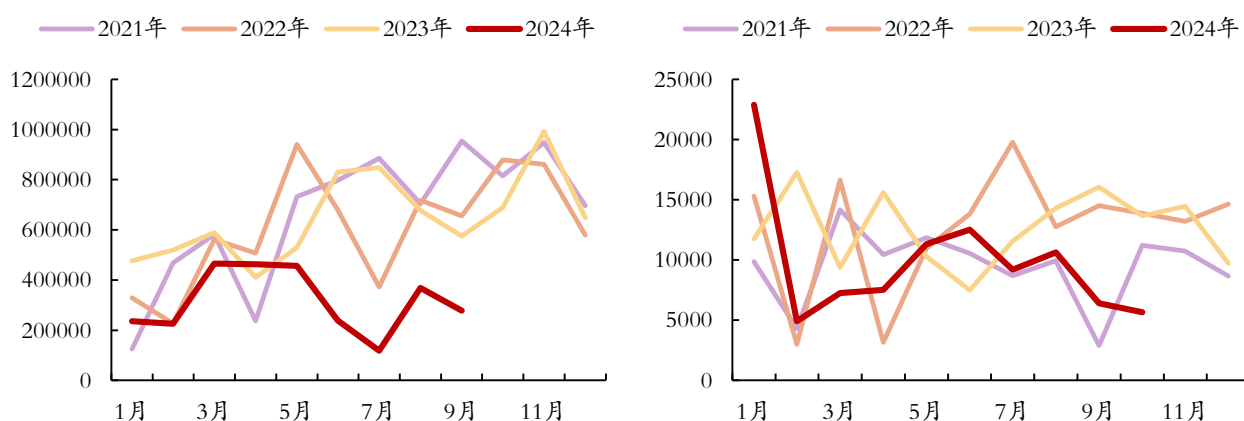
2024 年新喀里多尼亚暴乱导致三家企业均按下暂停键。

- Eramet 矿山自 4 月中旬起暂停运营，三季报披露，SLN 继续面临重大挑战，财务状况严峻，目前为防止炉子停工，采矿活动部分恢复。
- 2024 年 3 月 Glencore 停止为镍加工厂 Koniombo Nickel SAS (KNS) 提供运营资金，9 月 4 日其熔炉在周末被迫关闭，导致该工厂陷入全面停产状态，三季报披露起项目进入维护阶段。
- 普罗尼资源 (Prony Resources) 工厂 5 月受事件影响，该加工厂暂停生产。据生意社 12 月 11 日报道，其位于法国领土的 Goro 矿山已重启运营，Goro 矿山停产七个月导致收入完全损失，使得现金流处于极其脆弱的境地，虽然重启是至关重要的一步，但不能保证长期可持续性，其目标是每月生产 3,500 吨镍。

从新喀里多尼亚镍资源出口数据来看，2024 年 1-9 月累计出口约 285 万吨，同比下降 48%；镍铁同样受影响，2024 年 1-10 月镍铁累计出口 9.8 万吨，同比下降 23%。

2025 年新喀里多尼亚镍矿和镍产品供应方面，尽管目前项目小部分恢复，但仍有较大的不确定性，一方面体现在国家环境上，另一方面体现在企业的现金流上。

图表 12：新喀里多尼亚镍矿出口（单位：湿吨） **图表 13：新喀里多尼亚镍铁出口（单位：吨）**



资料来源：Mysteel、光大期货研究所

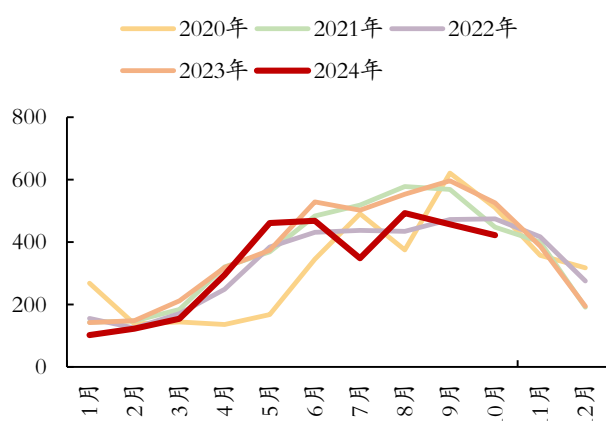
4. 中国镍矿进口情况

2024 年受到海外镍矿资源偏紧影响，中国镍矿进口量同比下滑。2024 年 1-10 月，中国镍矿累计进口 3323.05 万吨，同比减少 15%，其中自菲律宾进口占比 91%，同比上升 4pct。然而，自

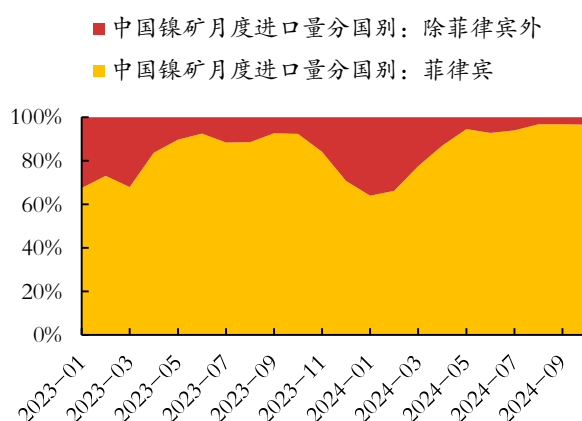
4 月起，中国镍矿港口库存均处于历史同期高位，且结构上呈现出低品位矿库存累库，中高品味矿库存下降的态势，相对偏高的镍矿价格和较低的品味导致中国市场镍矿整体消化不畅。

2025 年来看，印尼镍矿紧缺缓解后，菲律宾镍矿将重新回归国内市场，但国内镍矿需求难有增量。一方面，港口仍有库存压力，另一方面是国内镍铁厂和不锈钢厂生产也面临需求和利润问题。

图表 14：中国镍矿进口量（单位：万吨）

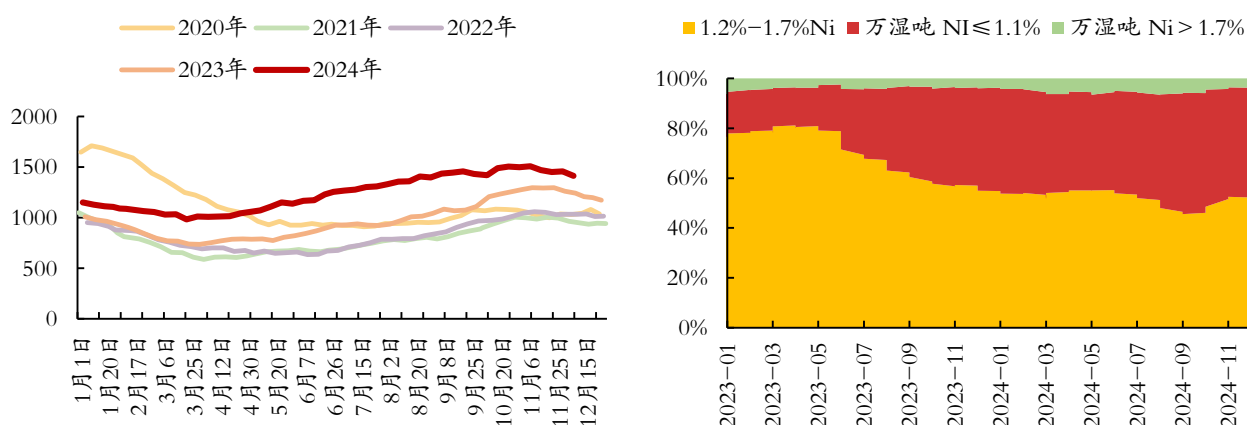


图表 15：中国镍矿港口库存（单位：万湿吨）



资料来源：SMM、Mysteel、光大期货研究所

图表 16：中国镍矿港口库存分品味占比（单位：%）



资料来源：Mysteel、光大期货研究所

三、精炼镍

（一）供应

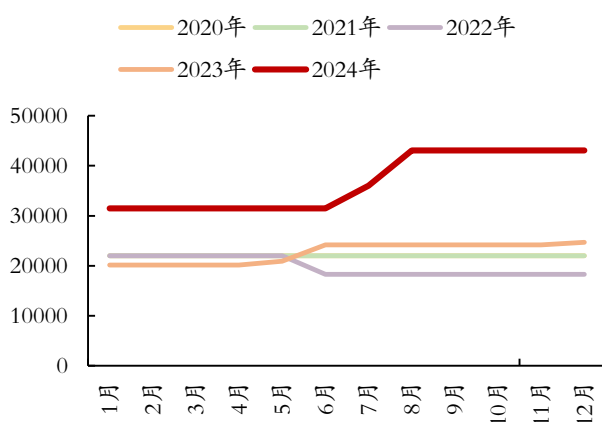
1. 国内

2024 年国内精炼镍产能尽管少部分退出，但总量仍有待进一步释放。截止 12 月底，月度产能达到 4.3 万吨，1-12 月累计产量达到 33 万吨，同比增长 36%，月度平均开工率 77%。

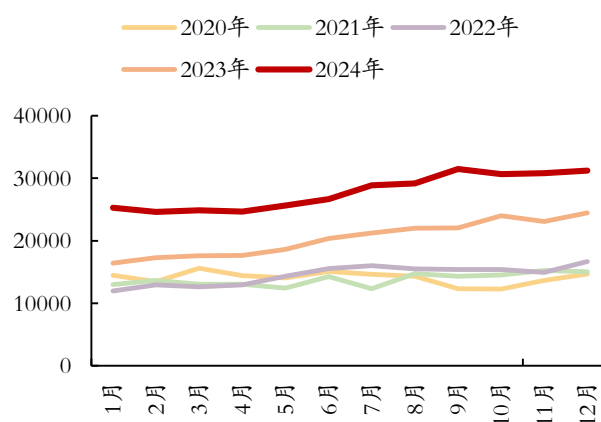
进出口方面，随着今年出口窗口打开，且部分企业注册交割品牌，使得中国精炼镍出口量显著增加，并自 5 月起正式成为精炼镍的净出口国。2024 年 1-10 月累计进口 7.32 万吨，同比下降 11%；累计出口 9.67 万吨，同比增长 308%；实现累计净出口 2.34 万吨。

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 17：中国精炼镍产能（单位：吨）

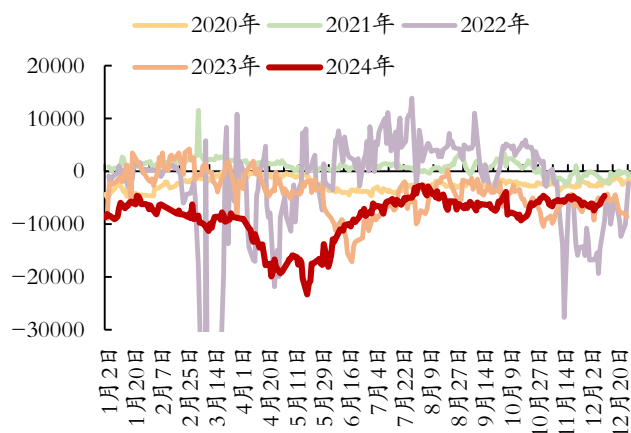


图表 18：中国精炼镍产量（单位：吨）

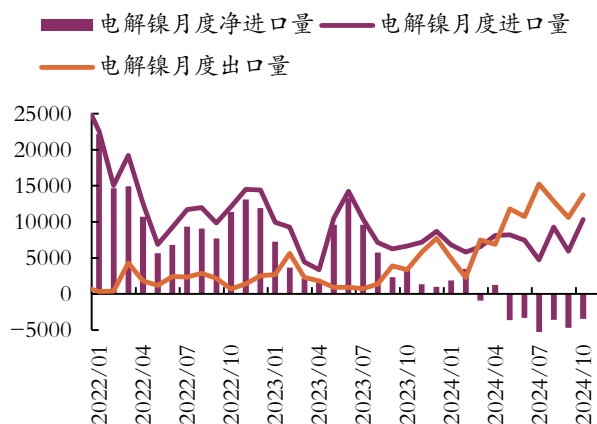


资料来源：SMM、光大期货研究所

图表 19：精炼镍进口盈亏（单位：元/吨）



图表 20：中国精炼镍进出口（单位：吨）



资料来源：SMM、光大期货研究所

图表 21：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	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

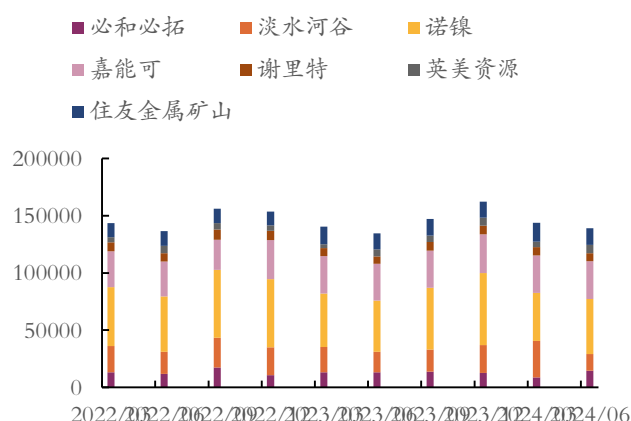
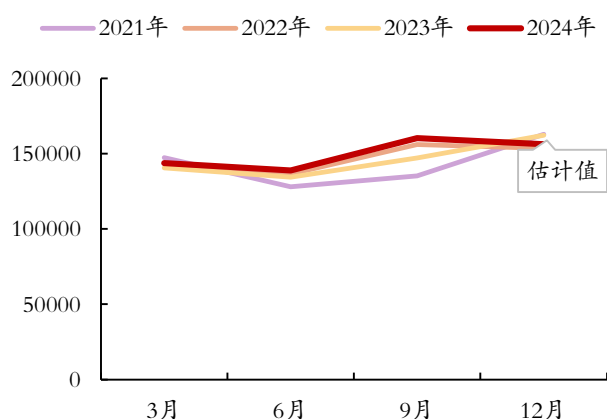
2. 海外

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。

合计来看，2024 年精炼镍产量预计 101 万吨，2025 年预计 104.6 万吨，同比增长 4%。

图表 22：海外镍企精炼镍产量（单位：吨） **图表 23：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 24：海外主要镍企动态及精炼镍产量（单位：万吨）

企业	状态	2023 年	2024 年 E
诺镍	<p>1 月，由于不利的地缘政治风险和炉子维修，预计今年镍和钼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，诺里尔斯克上调 2024 年镍金属产量预期在 19.6-20.4 万吨。</p> <p>12 月 13 日消息，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；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	<p>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。）</p>	5.27	3.60
英美资源	<p>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。</p> <p>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。</p> <p>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 年的指导产量上调为 3.8-3.9 万金属吨，单位成本指导为 c.530c/lb，主要原因是产量的增加。</p>	2.20	3.80
Sheritt	<p>一季度：2024 年的镍指导产量保持 30000-32000 吨不变。</p> <p>二季度：第二阶段的调试和扩产仍计划在 2025 年进行，Sheritt 预计将在 2025 年开始扩产。</p>	2.90	3.20

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。

资料来源：Mysteel、企业年报、公开资料整理、光大期货研究所

（二）需求

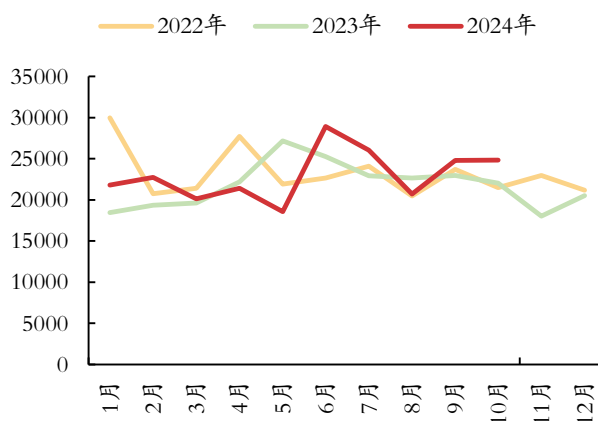
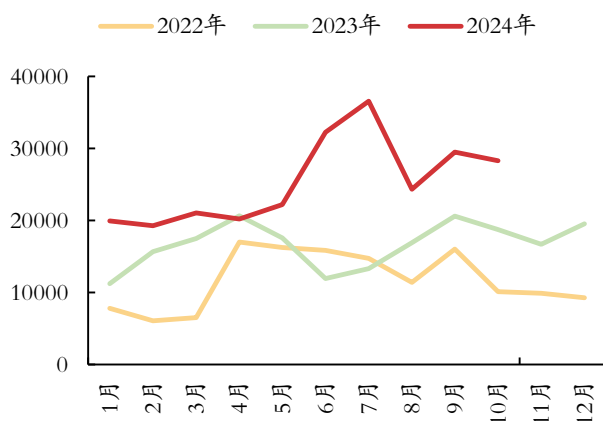
国内市场中，一级镍主要用于电镀、合金领域，基本已经不再应用于不锈钢和新能源产业链中，2024 年以纯镍为原材料生产不锈钢和硫酸镍占比分别仅为 1.8% 和 0.1%。2024 年，市场对于精炼镍消费中，动力在于出口，而传统行业增量不明显。从表观消费来看，2024 年 1-10 月累计消费 25.3 万吨，同比增长 54%。然而，将出口量扣减后，实际需求累计 23.0 万吨，同比增长 3%。尽管电镀合金行业并非完全使用精炼镍，但从近几年的行业规模来看，基本处于稳定状态，其中绝对量上合金方面需求稳中有增。2024 年国内市场纯镍消费类预计 22.33 万吨，2025 年预计同比增长 5% 至 23.38 万吨左右。

海外市场中，2024 年电镀和合金行业基本呈现出稳定态势，合计消费预计小幅下降 1% 至 38.7 万吨，其中电镀行业下降 0.2% 至 5.8 万吨，合金行业下降 1.3% 至 32.9 万吨。2025 年预计电镀方面基本维稳，合金方面将有相对明显增量，合计消费预计同比增加 8% 至 41.7 万吨。

合计来看，2024 年精炼镍消费预计 61.03 万吨，2025 年预计 65.08 万吨，同比增长 6.6%。

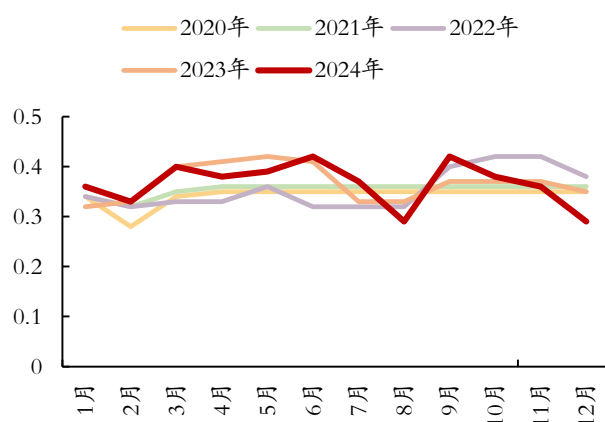
图表 25：精炼镍表观消费（单位：吨）

图表 26：精炼镍表格消费扣减出口（单位：吨）

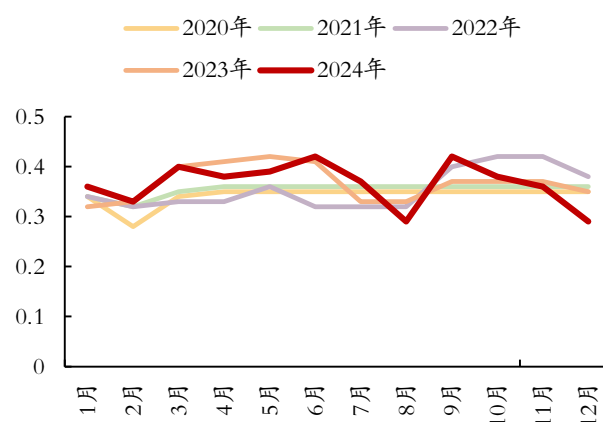


资料来源：Mysteel、光大期货研究所

图表 27：国内电镀耗镍（单位：万吨）

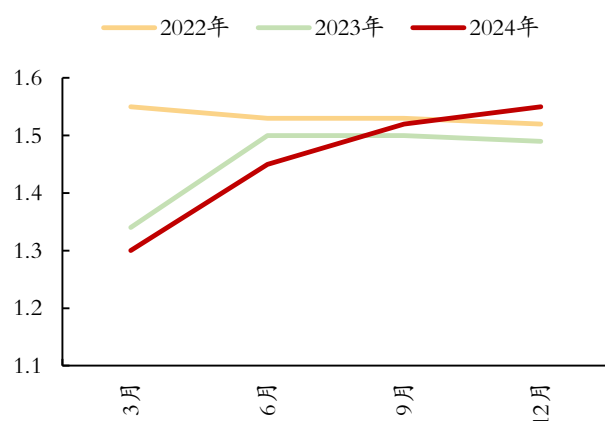


图表 28：国内合金耗镍（单位：万吨）

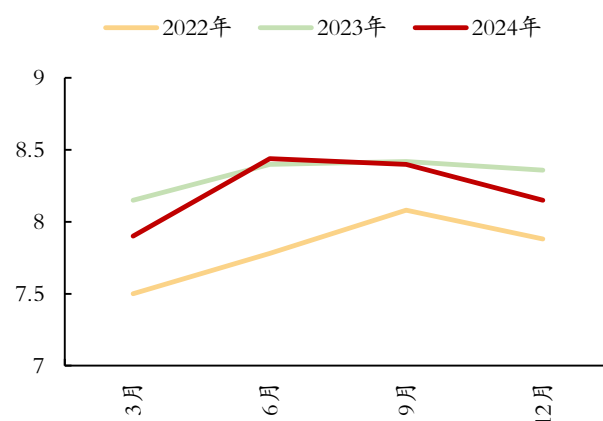


资料来源：SMM、光大期货研究所

图表 29：海外电镀耗镍（单位：万吨）



图表 30：海外合金耗镍（单位：万吨）



资料来源：SMM、光大期货研究所

（三）库存

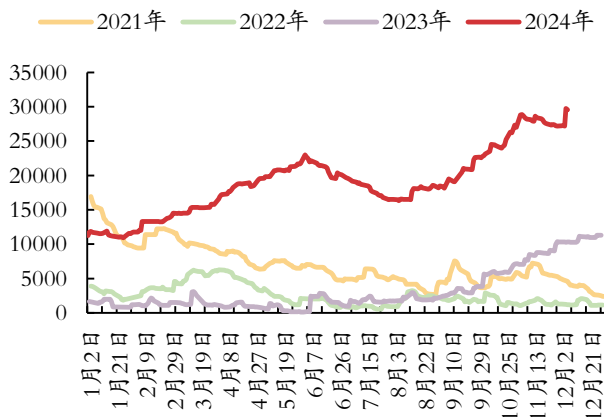
全球精炼镍整体供应增速较大，而需求规模基本维持，2024 年海内外库存均呈现出累库迹象。

国内库存呈现一波三折，期间主要是受到出口窗口打开叠加交割品牌注册，阶段性出口带动国内库存下降，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。

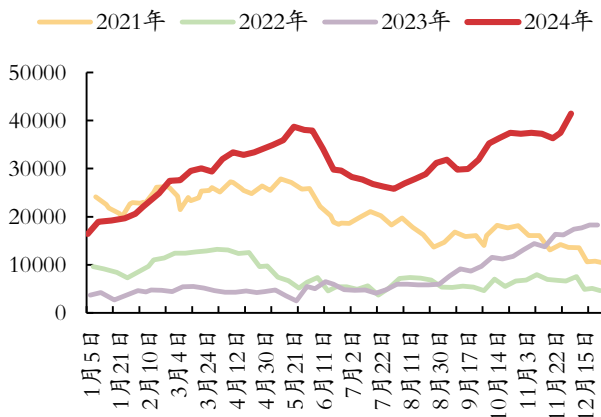
LME 库存基本呈现稳定增长态势，结构上来看，受到中国企业注册交割品牌影响，11 月统计的库存中，来自中国的交割品占比大幅增加至 42% 至 63942 吨，印尼占比 6% 至 9858 吨。截止

12 月中旬，LME 库存约 16.4 万吨，大幅缓解两年以来的低库存问题。

图表 31: SHEF 库存 (单位: 吨)

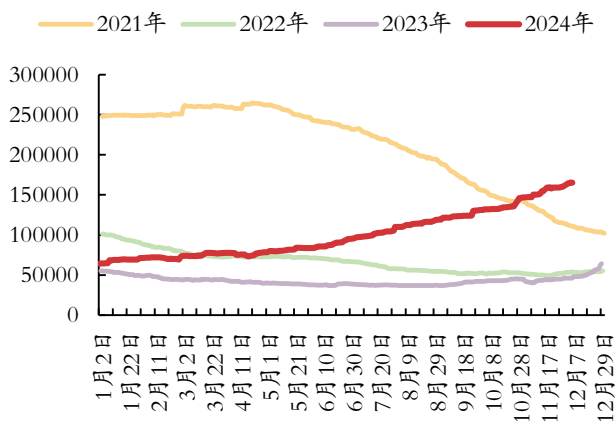


图表 32: 纯镍社会库存 (单位: 吨)

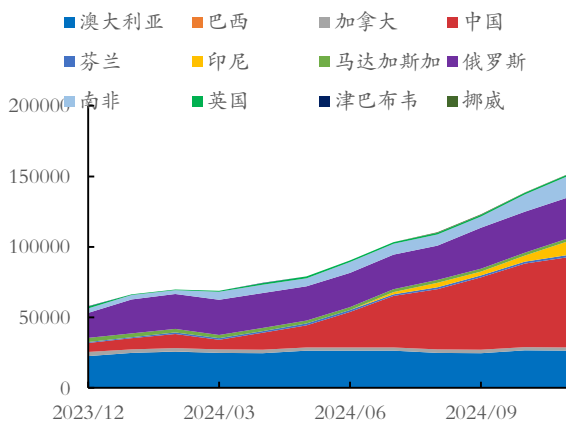


资料来源: SMM、光大期货研究所

图表 33: LME 库存 (单位: 吨)



图表 34: LME 库存-结构 (单位: 吨)



资料来源: LME、光大期货研究所

(四) 一级镍平衡表

明年预计整体仍然维持过剩格局。国内来看，供应端持续发力，出口方面有望调节国内过剩压力，预计明年国内市场过剩量 3 万吨，同比下降 0.57 万吨。全球来看，印尼增量与其他海外企业减量对冲，供应增量主要是中国带来的，需求端稳中小增态势，预计过剩量 17.52 万吨，同比减少 2.44 万吨。

图表 35：中国一级镍平衡表（单位：万吨）

	2023 年	2024 年	2025E	25/24
产量	24.50	33.40	37.00	11%
净进口量	6.10	-3.00	-6.00	100%
总供应	30.60	30.40	31.00	2%
不锈钢	2.90	3.40	3.40	-
新能源	0.10	0.03	0.00	-
电镀、合金及其他	21.10	23.40	24.60	5%
总需求	24.10	26.83	28.00	4%
供需平衡	6.50	3.57	3.00	-

图表 36：全球一级镍平衡表（单位：万吨）

	2024 年	2025E	25/24
中国	33.40	37.00	11%
印尼	4.64	8.00	72%
海外	63.00	59.60	-5%
总供应	101.04	104.60	4%
不锈钢	10.00	10.00	0%
新能源	0.05	0.00	-
电镀、合金及其他	71.03	77.08	9%
总需求	81.08	87.08	7%
供需平衡	19.96	17.52	-

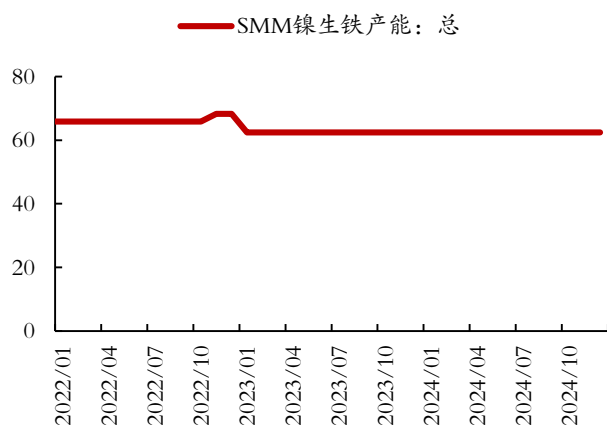
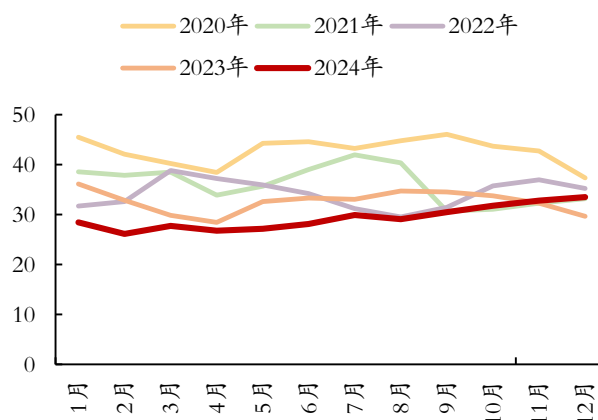
资料来源：光大期货研究所

四、镍铁-不锈钢产业链

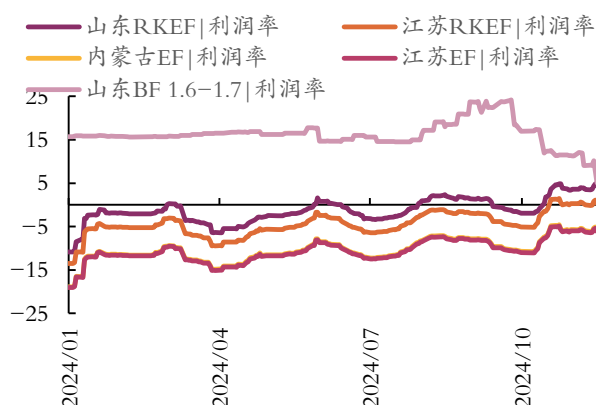
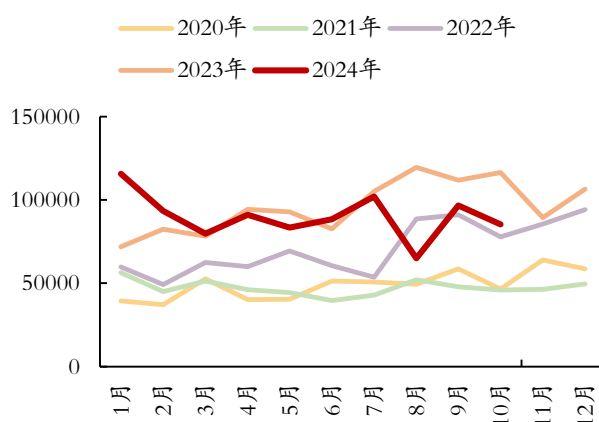
（一）镍铁

国内方面，镍铁产能维持，受利润和需求双因素影响，国内镍铁厂亏损，企业停减产影响下，产量下滑明显。截止 2024 年 12 月，镍铁月度产能维持 6.2 万镍吨，2024 年预计产量 35.2 万镍吨，同比下降 10%。进出口方面，2024 年 1-10 月累计进口 90 万镍吨，同比下降 6%。

2025 年考虑印尼镍矿政策方面的潜在扰动，预计国内镍铁厂面临的压力犹在，产量或同比延续下降 3%至 34 万镍吨。

图表 37：国内镍生铁产能（单位：千镍吨）

图表 38：国内镍生铁产量（单位：千镍吨）


资料来源：SMM、Mysteel、光大期货研究所

图表 39：国内镍生铁冶炼利润（单位：%）

图表 40：镍铁月度进口量（单位：镍吨）


资料来源：SMM、光大期货研究所

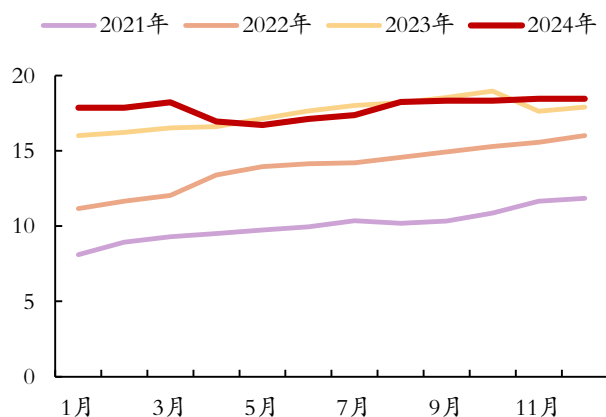
印尼方面，产能小幅扩张，产量增速放缓。截止 2024 年 12 月，镍铁月度产能 18.46 万镍吨，2024 年预计产量 146.53 万镍吨，同比增长 7%。生产节奏上来看，由于今年 1-3 季度镍矿处在趋紧的节奏中，并在三季度达到顶峰，印尼镍铁厂也面临冶炼问题。同时，二季度受到生产冰镍的经济性增加，导致部分镍铁产线转产冰镍。尽管随着经济性趋弱，部分产线转回镍铁，但总体导致印尼镍铁产量增速小于预期。出口方面，2024 年 1-9 月印尼累计出口 675.51 万吨，同比增长 11%，其中出口至中国累计 636.6 万吨，同比增长 7%，占比约总出口的 94%。

后续的产能建设方面，据今年外媒 6 月，印尼政府正在对终止 RKEF 冶炼厂的许可证进行全面评估。同时，印尼镍矿商协会此前已敦促政府暂停新建火法冶炼厂，以延长高品位储量的开采寿命。8 月，印尼能源和矿产资源部部长 Arifin Tasrif 在雅加达石油和天然气总局（Migas）的一次会议中宣布，工业部已经同意暂停建设采用回转窑电炉（RKEF）法生产镍生铁（NPI）的镍冶炼厂。

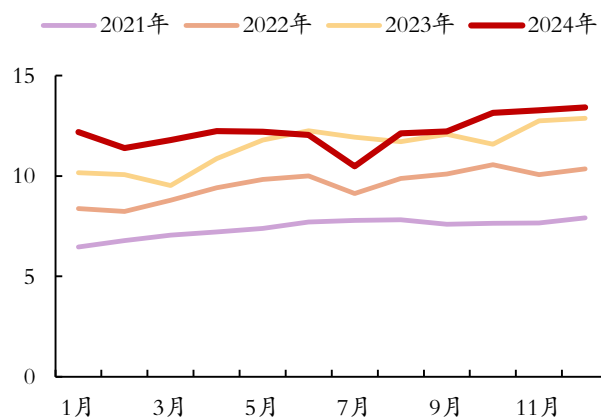
诸多项目投产进度已然延缓或待定，按照统计数据来看，截止 2025 年底仍有近 50 万镍吨镍铁产能待投，但实际具体投产情况将存在变数。考虑 2025 年，镍矿紧缺问题缓解和明年暂定的投产进度，预计印尼镍铁产量或同比增加 8% 至 158 万镍吨。

合计来看，2024 年中国+印尼镍铁产量预计 181.7 万镍吨，2025 年预计 192 万镍吨，同比增长 5.7%。

图表 41：印尼镍生铁产能（单位：镍吨）

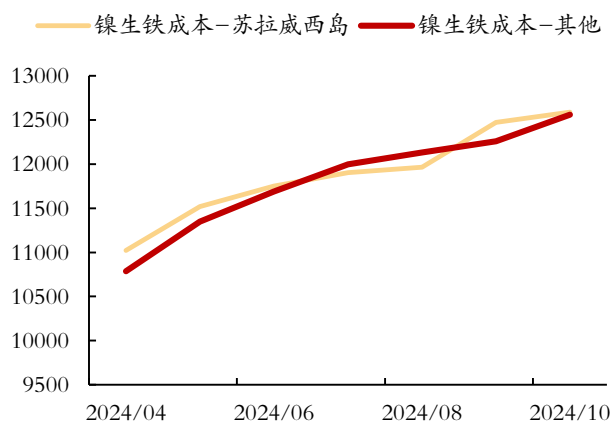


图表 42：印尼镍生铁产量（单位：镍吨）



资料来源：SMM、光大期货研究所

图表 43：印尼镍生铁成本（单位：美元/镍吨）

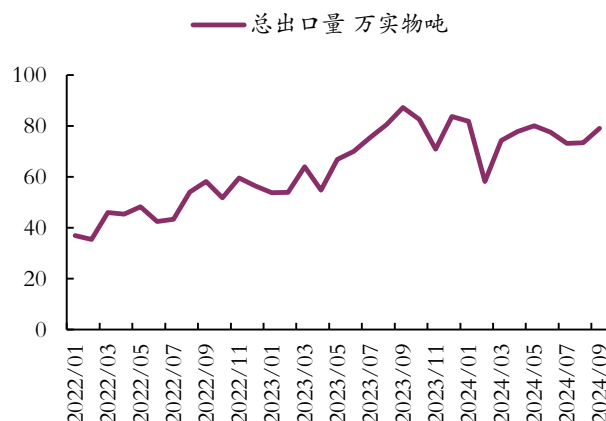


图表 44：镍铁&高冰镍折理论镍价估值（元/吨）

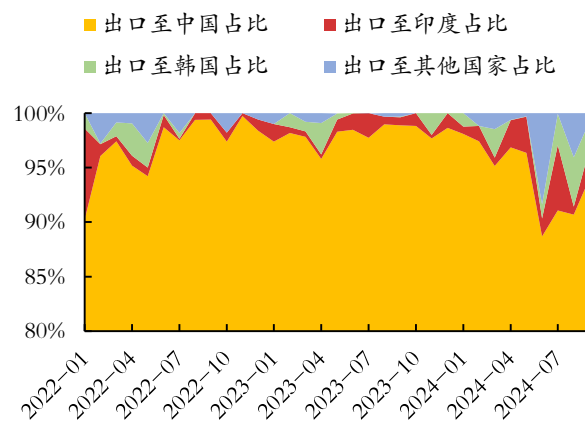


资料来源：SMM、Mysteel、光大期货研究所

图表 45：印尼镍铁出口（单位：万吨）



图表 46：印尼镍铁出口占比（单位：%）



资料来源：SMM、Mysteel、光大期货研究所

图表 47：印尼镍生铁产能规划

2023-2025 年印尼 NPI-投产计划				
项目名称	扩产设备 (台*功率)	扩产总产能 (万吨镍)	扩产节奏 (台)	投产时间
IWIP	12*60000	22	12	2023 年投产 12 条，年底在产 60 条
印尼德龙三期 (PT GNI)	8*33000	6	8	2023 年投产 9 条，年底在产 26 条
Indoferro	1*16500	0.4	1	2023 年在产 3 条，后续无新增规划
印尼华迪	4*33000	3.2	4	2023 年在产 12 条，后续无新增规划
青岛中程 (恒顺)	2*33000	1.6	2	2023 年在产 4 条，后续无新增规划
印尼万向一期	2*48000	2.4	2	2023 年在产 4 条，后续无新增规划
力勤+Harita (HJF)	6*48000	7.2	6	2023 年在产 8 条，仍有 12 条产线待投
东加里曼丹钢铁	2*42000	1.9	2	2023 年在产 2 条，仍有 16 条产线待投
IWIP(待投产)	12*60000	22	12	预计 2024 年内投产 8 条
印尼德龙三期 (PT GNI) (待投)	26*33000	19.5	25	三期待投产 25 条，其中 8 条卖给中伟，2 条已于 1 月投产；预计 2024 年新增投产 8 条
力勤+Harita (HJF) (待投)	12*48000	14.4	12	预计 2024 年年底投产 4 条，其余 8 条于 2025 年中前投产
东加里曼丹钢铁 (待投)	16*42000	15.2	16	预计 2024 年 2 月投产 2 条，其余 14 条产线暂无规划
印尼华宝 (待投)	12*48000	14.4	12	2024 年 3 月已投 4 条，仍有 8 条待投

资料来源：SMM、光大期货研究所

(二) 不锈钢

1. 供应：产能持续扩张，出口增量显著

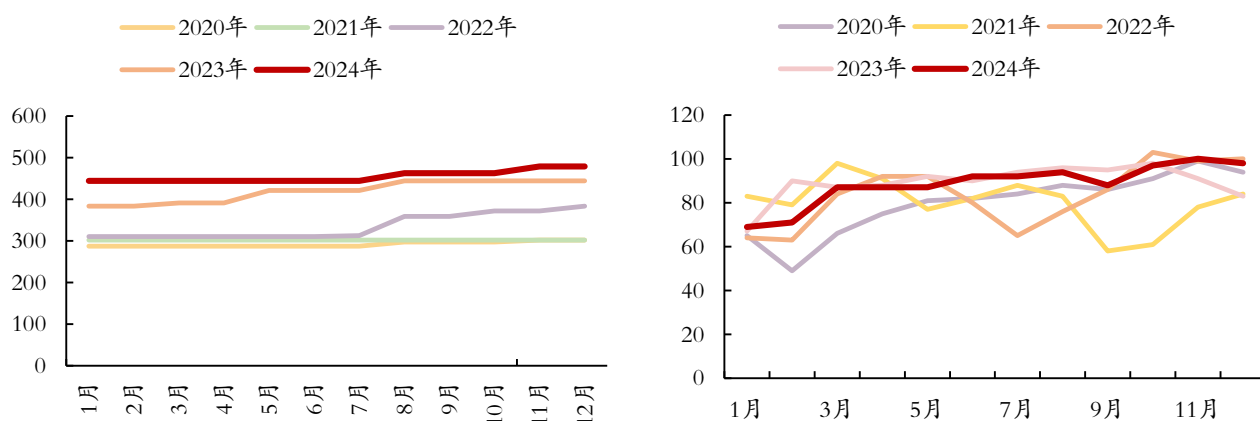
2024 年国内不锈钢产能小幅增加，截止年底，月度产能 479 万吨。2024 年预计产量 3792 万吨，同比增长 6%。分系别来看，200 系累计产量 1062 万吨，同比下降 1%；300 系累计产量 2000 万吨，同比增长 10%；400 系累计产量 735 万吨，同比增长 10%。

2024 年 7 月 24 日，全国企业破产重整案件信息网披露了一则案件，江苏德龙镍业有限公司被申请破产重整，后由地方政府接管，目前并未造成供应产能减少。2025 年，考虑到仍有产能即将投产，产能过剩压力进一步增加，预计产量同比增加 1.8% 至 3860 万吨。

进出口方面，受益于海外政策不确定性带来的抢出口需求，和东盟国家基建需求的增加，出口增量明显。2024 年 1-10 月，中国累计进口 160.5 万吨，同比下降 4%；累计出口 413.9 万吨，同比增长 20%；实现净出口 253.4 万吨，同比增长 43%。出口细分来看，绝对量较大的是越南、俄罗斯和印度，但增量较大的是印尼、越南、巴基斯坦；合计来看，累计出口至东盟国家 97.7 万吨，同比增长 58%。进口细分来看，主要是从印尼进口，占比从去年 70% 上升至 83%。

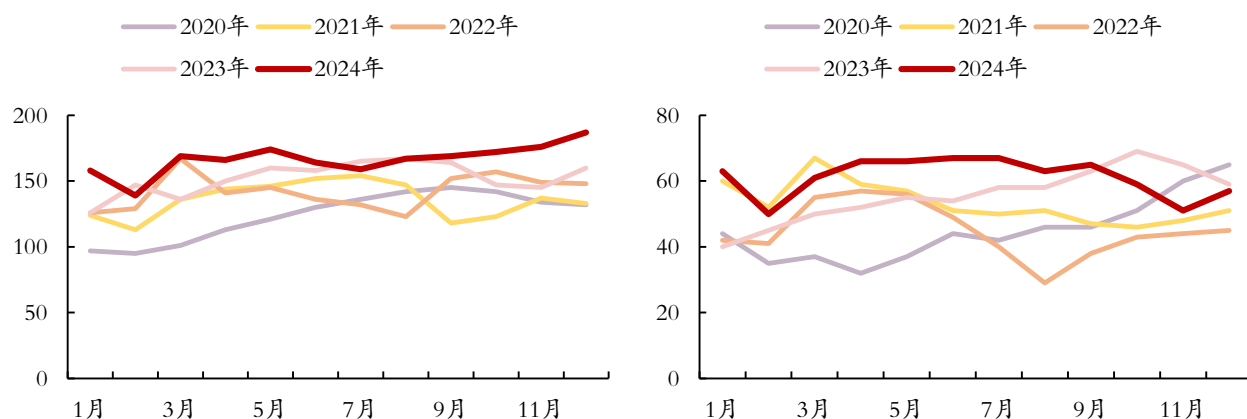
2024 年印尼不锈钢累计产量 490 万吨，同比增长 16%。按照中国从印尼累计进口量且考虑船期的前提来看，印尼不锈钢约有 30% 出口至中国。

图表 48：中国不锈钢月度产能（单位：万吨） **图表 49：中国不锈钢月度产量-200 系（万吨）**



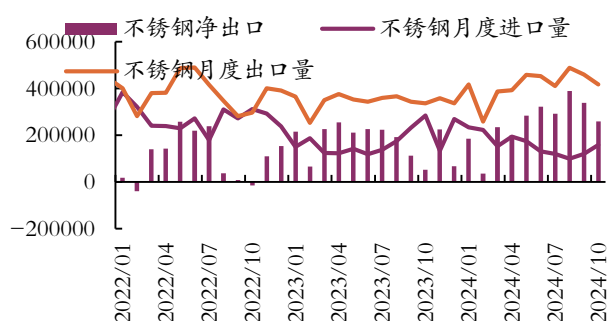
资料来源：SMM、光大期货研究所

图表 50：中国不锈钢月度产量-300 系（万吨） **图表 51：中国不锈钢月度产量-400 系（万吨）**



资料来源：SMM、光大期货研究所

图表 52：中国不锈钢进出口（单位：万吨）

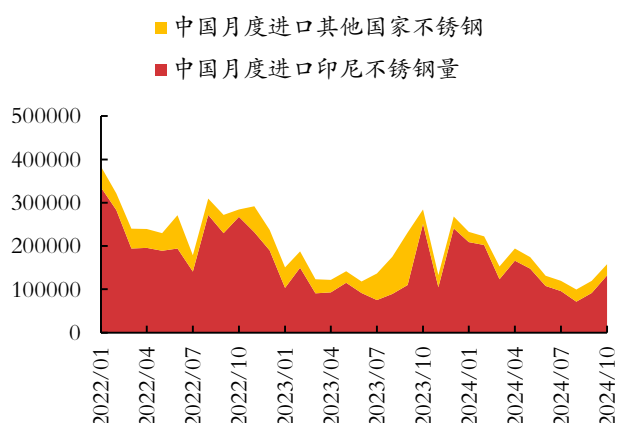


图表 53：中国不锈钢出口分国家(单位:万吨;%)

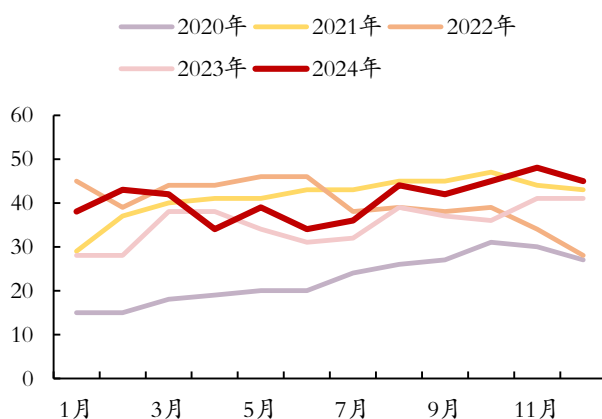
国家	累计出口（万吨）	累计同比
越南	36.9	52%
俄罗斯	29.9	2%
印度	41.4	-22%
韩国	30.6	-2%
土耳其	32.6	33%
巴基斯坦	12.5	48%
印尼	15.1	64%
泰国	13	17%

资料来源：Mysteel、光大期货研究所

图表 54：中国进口不锈钢-细分（单位：万吨）



图表 55：印尼不锈钢产量（单位：万吨）



资料来源：SMM、光大期货研究所

图表 56：中国不锈钢新增产能规划（单位：万吨/年）

中国不锈钢产能规划					
时期	钢厂	项目地址	产能	规划系列	投产时间
2021 年	宝钢德盛	福建	135	400 系	已投
2022 年	江苏众拓	江苏兴化	41	300 系	已投
	江苏德龙二期	江苏盐城	135	300 系	已投
	山东鑫海	山东临沂	162	300 系	已投
	江苏德龙镍业-溧阳宝润	江苏溧阳	276	300 系	已投
	永达特钢	广西梧州	110	2、3、4 系	已投
	广西金海	广西梧州	120	200 系	已投
2023 年	明拓集团	内蒙古包头	80	400 系	待定
	内蒙古奈曼经安	内蒙古通辽	126	200 系	已投
	福建青拓特钢	福安湾坞沙湾	300	300 系	已投

	山东盛阳金汇	山东临沂	50	300 系	待定
2024 年 之后	临沂钢铁	山东临沂	270	300、400 系	筹划
	临沂钢铁二期	山东临沂	170	300 系	筹划
	柳钢集团	广西柳州	146	200、300 系	筹划
	戴南地区	戴南地区	400	300、400 系	待定
	内蒙古上泰实业	内蒙古乌兰察布	30	300 系	待定
	内蒙古奈曼经安	内蒙古通辽	88	200 系	2024 年 7 月
	三菱不锈钢	河北沧州	100	300 系	待定
	太钢不锈	太钢	200	300、400 系	待定
	青拓特钢	福安湾坞沙湾	100	300 系	24 年 11 月-12 月

资料来源：SMM、光大期货研究所

图表 57：印尼不锈钢新增产能规划（单位：万吨/年）

印尼不锈钢产能规划				
时期	钢厂	产能	规划系列	投产时间
2022 年	印尼象屿（德龙）	100	300 系	2022 已投，产能达到 300 万吨
	印尼青山	100	300 系	2022 已投，产能达到 400 万吨
2023 年	印尼青山	100	300 系	2023 年产能增至 500 万吨
2024 年	印尼振石	200	300 系	有配套镍铁产线，单独投资的一体化
	Bahodopi	-	300 系	计划中
2025 年	力勤	300	300 系	计划中

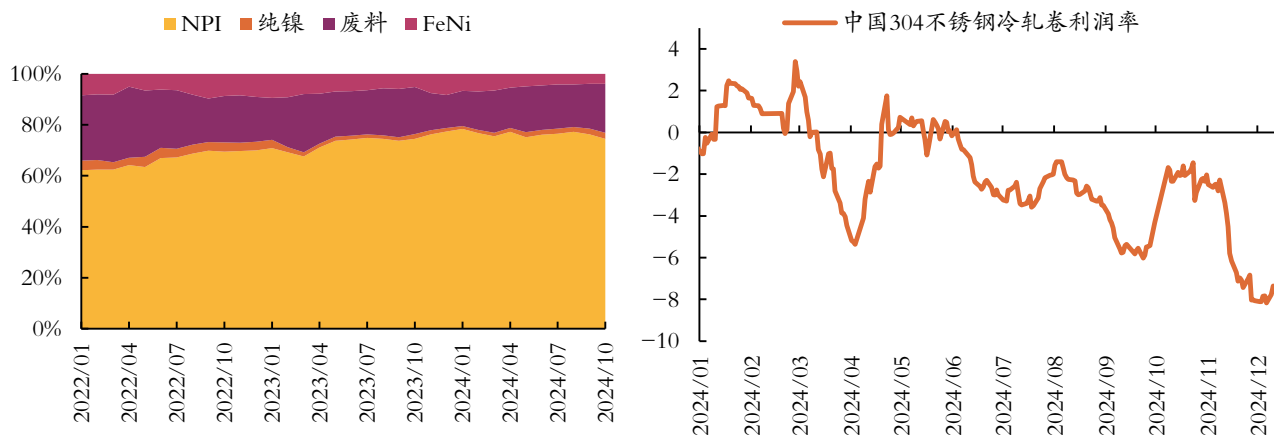
资料来源：SMM、光大期货研究所

2. 利润：成本高+需求弱，即期利润多数时间处于亏损状态

今年即期利润多数时间处于亏损状态。一方面，受到镍矿资源扰动，原材料镍铁价格表现相对强于不锈钢，以 300 系为例，今年以镍铁为原材料生产不锈钢占比约 76%，同比提升 4.2pct。另一方面，下游需求表现疲软，造成对不锈钢价格的负反馈。

2025 年来看，考虑到目前已经处在产能过剩的格局中，行业整体利润面临较大压力，或将处在“薄利多销”的节奏当中。

图表 58：300 系不锈钢镍原料占比（单位：%） 图表 59：304 不锈钢冷轧卷利润率（单位：%）

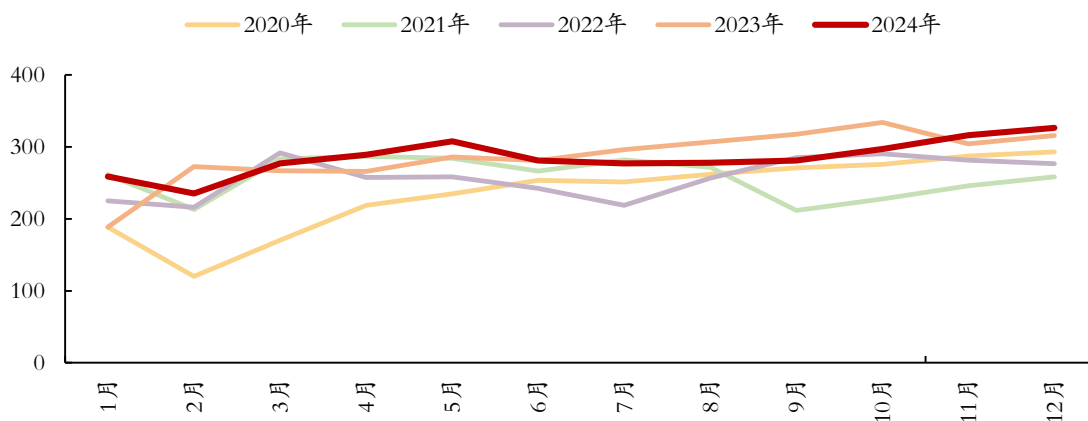


资料来源：SMM、光大期货研究所

3. 需求：弱现实，但强预期

从不锈钢的表观消费来看，2024 年预计消费 3426.32 万吨，同比与去年维持。下文主要从地产、白色家电和汽车方面来展开探讨。

图表 60：不锈钢表观需求量（单位：万吨）



资料来源：SMM、光大期货研究所

（1）地产：市场信心恢复，需求有望改善

2024 年 1-10 月房地产开发投资、新开工面积、施工面积、竣工面积、销售额、销售面积均呈现同比下降，但节奏上已经有所转变，10 月竣工面积和销售情况已经较 9 月好转。住房和城乡建设部部长表示，“我国房地产市场在系列政策作用下，经过 3 年调整，市场已经开始筑底。”

2024 年从中央到地方的一揽子促进房地产市场止跌回稳措施密集出台，房地产市场出现积

极变化，市场活跃度明显提升，10 月份房地产业商务活动指数比上月回升 2.5pct，超出市场预期。中共中央政治局 12 月 9 日召开会议分析研究 2025 年经济工作，强调稳住楼市，再次释放稳定房地产市场的积极信号。因此，作为地产相对后周期的消费品，2025 年不锈钢在地产方面的需求或将回暖。

图表 61：地产数据

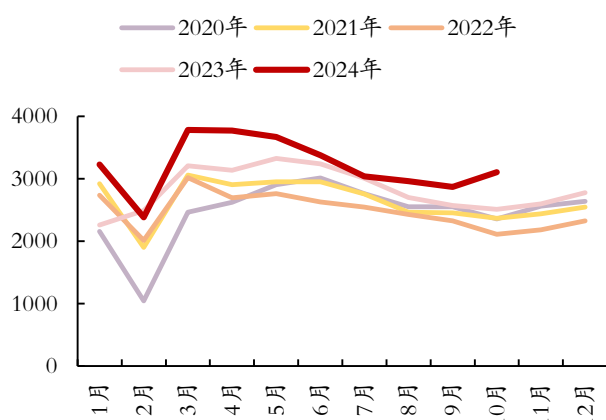
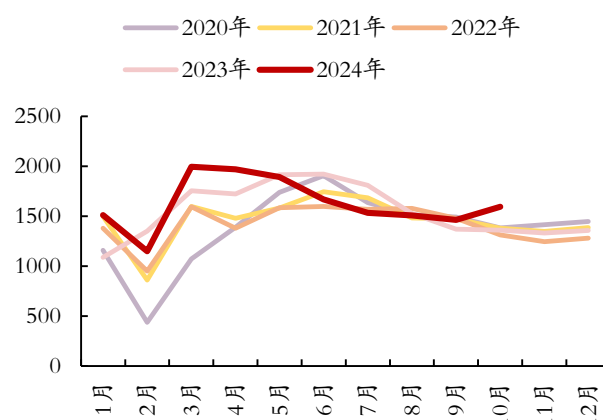
指标名称	单位	2024-10	2024-09	2023-10	2022-10	2021-10
房地产开发投资:累计值	亿元	86,308.85	78,680.00	95,921.78	113,945.30	124,933.62
房地产开发投资:累计同比	%	-10.30	-10.10	-9.30	-8.80	7.20
房屋新开工面积:累计值	万平方米	61,226.93	56,051.00	79,176.60	103,721.71	166,736.25
房屋新开工面积:累计同比	%	-22.60	-22.20	-23.20	-37.80	-7.70
房屋施工面积:累计值	万平方米	720,659.80	715,968.00	822,894.94	888,893.80	942,858.63
房屋施工面积:累计同比	%	-12.40	-12.20	-7.30	-5.70	7.10
房屋竣工面积:累计值	万平方米	41,995.15	36,816.00	55,150.72	46,564.58	57,290.28
房屋竣工面积:累计同比	%	-23.90	-24.40	19.00	-18.70	16.30
商品房销售额:累计值	亿元	76,854.90	68,880.00	97,160.85	108,832.22	147,184.66
房地产销售额:商品房:累计同比	%	-20.90	-22.70	-4.90	-26.10	11.80
房地产销售面积:商品房:累计值	万平方米	77,930.16	70,284.03	92,578.54	111,179.29	143,040.71
房地产销售面积:商品房:累计同比	%	-15.80	-17.10	-7.80	-22.30	7.30

资料来源：iFinD、光大期货研究所

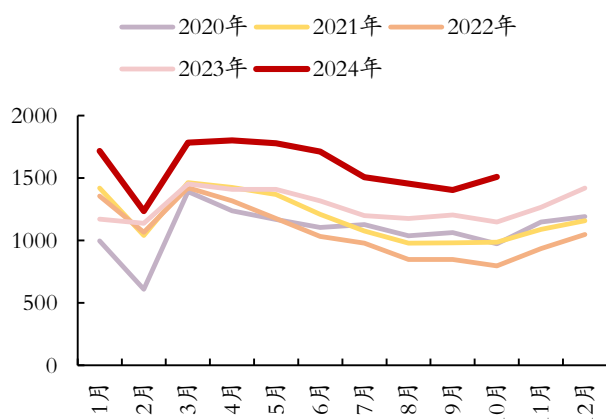
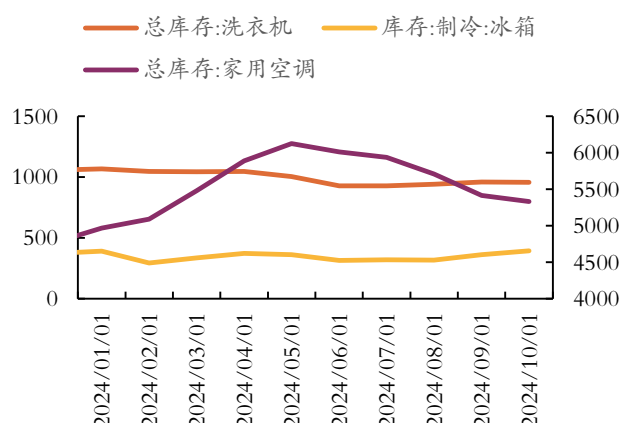
（2）白色家电：白色家电相对亮眼，出口热度不减，内销政策带动有望冲量

2024 年，受益于国内以旧换新政策和海外需求的增加，白色家电销量增幅明显。2024 年 1-10 月，白色家电合计销量 32176 万台，同比增长 13%，且空调、冰箱、洗衣机均呈现 10% 以上的增速，其中，空调增速相对较快。

分销售市场来看，主要增量在于海外。出口方面，累计出口 15895 万台，同比增长 26%，空调增速明显。内销方面，累计销量 16281 万台，同比增长 3%，洗衣机相对增速较快，但节奏上来看，以旧换新政策有望持续发力，9-10 月洗衣机和冰箱需求环比均有提升，10 月空调需求环比提升。另一方面，从库存来看，空调库存中多累在渠道库存中，而渠道库存已经有较明显降幅，洗衣机和冰箱库存相对保持平稳，留有后市渠道商补库预期。

图表 62：空洗冰合计销量（单位：万台）

图表 63：空洗冰合计内销（单位：万台）


资料来源：iFinD、光大期货研究所

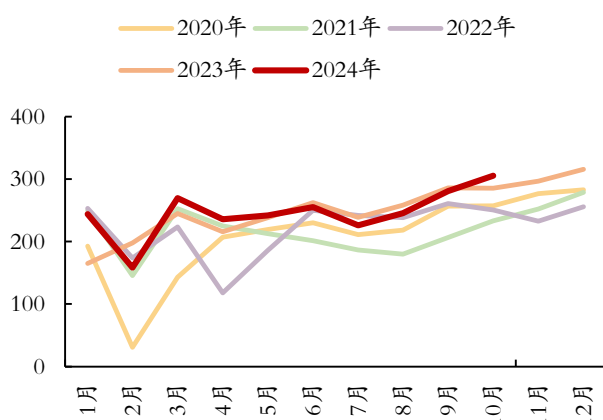
图表 64：空洗冰合计出口（单位：万台）

图表 65：空洗冰库存（单位：万台）


资料来源：iFinD、光大期货研究所

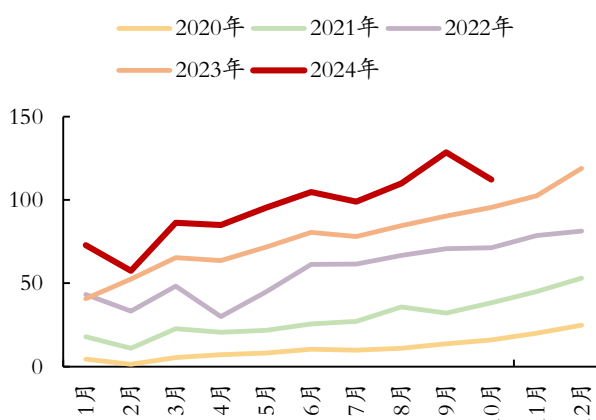
（3）汽车：政策推动市场需求显现，新能源汽车渗透率不断攀升，不锈钢消费迎来挑战

2024 年 1-11 月汽车累计销量同比增长约 4%至 2793.8 万辆。其中新能源汽车累计销量同比增长 33%至 1094.4 万辆，渗透率逐月攀升，平均渗透率接近 40%；其他累计销量同比下降 9%至 1699.4 万辆。假设新能源汽车单耗不锈钢 7 公斤，传统燃油车单耗 30 公斤，根据 1-11 月数据来看，尽管总产量同比实现增长，但对不锈钢的消费仅增 5%。展望来看，随着新能源渗透率的持续提升，对不锈钢的消费或将出现维稳或负增长。

图表 66：汽车销量（单位：万辆）



图表 67：新能源汽车销量（单位：万辆）



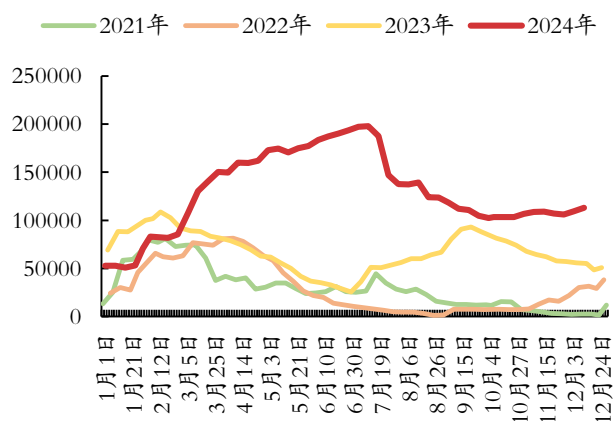
资料来源：SMM、光大期货研究所

4. 库存：库存去化压力明显

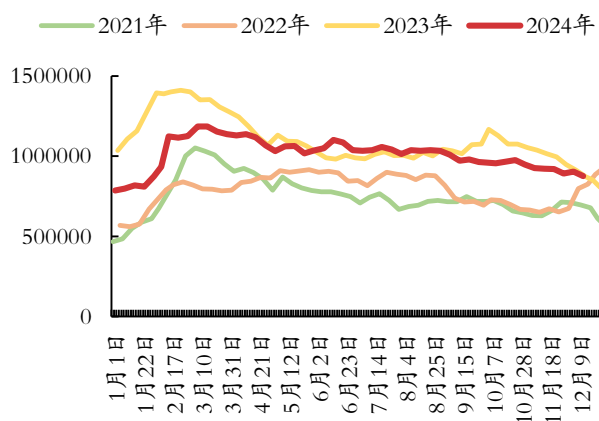
仓单库存方面，年初至7月中旬呈现不断累库态势，于7月中旬达到最高 19.8 万吨，而后至 9 月数量降至 10 万吨左右，并在 10 万-11 万吨左右徘徊。

社会库存方面，自年初季节性累库后，始终处于高位水平，自 5 月开始不锈钢相对增加的出口帮助缓解社会库存压力，至四季度才回到 100 万吨以下水平，整体并未出现相对的季节性波动。

图表 68：不锈钢仓单库存（单位：吨）

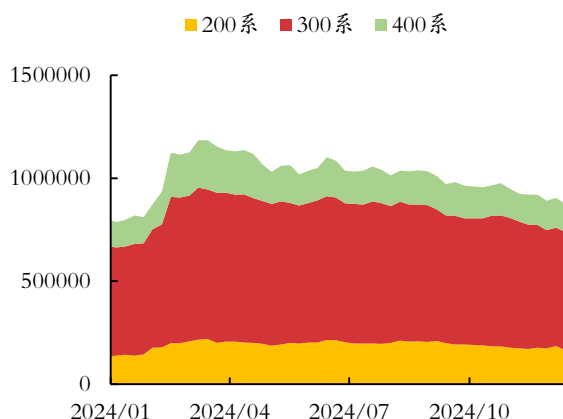


图表 69：中国 78 家样本企业库存（单位：吨）

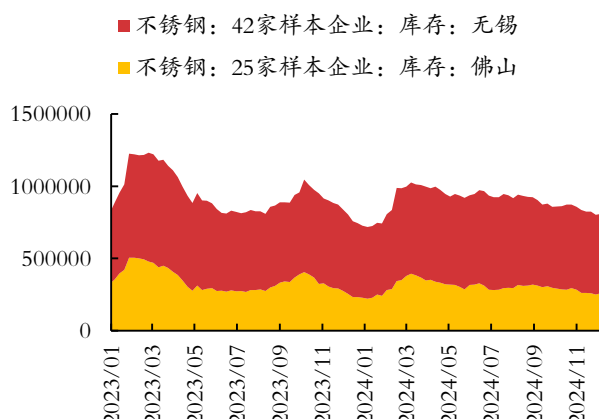


资料来源：SMM、光大期货研究所

图表 70：中国 78 家样本企业库存结构（吨）



图表 71：中国 78 家样本企业库存地区（吨）



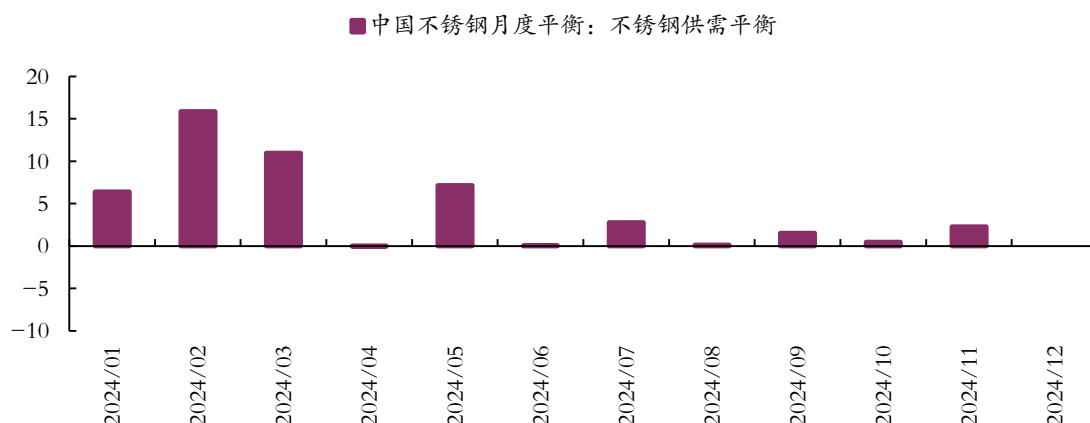
资料来源：SMM、光大期货研究所

5. 不锈钢平衡表

2024 年月度供需来看，一季度处于淡季，整体过剩压力较大；5 月供应环比增加近 10 万吨导致月度过剩压力明显；7 月供应小幅放缓，但出口环比下降近 5 万吨；其他时间维持相对紧平衡状态。

2025 年供应端考虑到国内仍有增量，印尼钢厂预期检修影响减少导致进口或有增加，抢出口量下调，但东盟国家基建需求预计仍将有望提振出口，综合考虑明年国内供应 3860 万吨，同比增长 1.8%。需求端，增量在于地产回暖和白色家电方面带动不锈钢消费的预期，汽车方面维稳，综合增速 2.5%。合计过剩 49.8 万吨，较 2024 年有进一步过剩压力。

图表 71：不锈钢供需平衡（单位：万吨）



资料来源：SMM、光大期货研究所

图表 72：中国不锈钢供需平衡（单位：万吨）

万吨	2022 年	2023 年	2024 年 E	2025 年 E	25/24
产量	3244.0	3561.2	3792.0	3860.0	1.8%
不锈钢进口	325.8	207.1	186.5	197.7	6.0%
不锈钢出口	455.1	413.7	522.1	496.0	-5.0%
净出口	129.3	206.7	335.5	298.2	-11.1%
总供给	3114.7	3354.5	3456.5	3561.8	3.0%
消费量	3100.0	3324.9	3426.3	3512.0	2.5%
供需平衡	14.7	29.6	30.1	49.8	

资料来源：SMM、光大期货研究所

五、新能源产业链

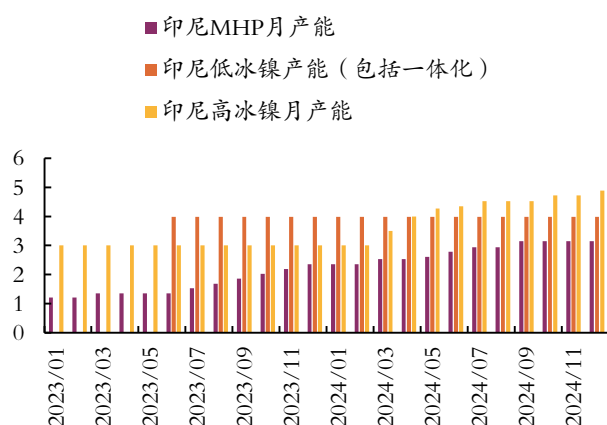
（一）中间品及冰镍：产能仍然有待扩张，关注政策导向

中间品方面，2024 年印尼中间产能快速扩张，多个项目陆续投产带动产量快速释放，截止 12 月 MHP 产能 3.15 万镍吨/月，累计产量 31.36 万镍吨，同比增长 96%。2024 年 1-10 月中国累计进口湿法中间品进口 23.5 万吨，同比增长 13%。

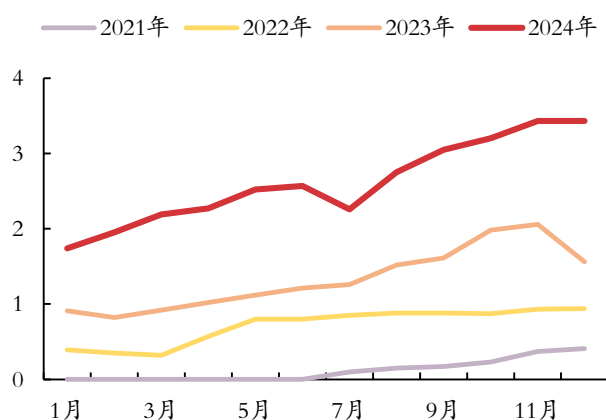
冰镍方面，低冰镍月度产能维持 3.98 万镍吨，高冰镍小幅增加至 4.89 万镍吨。2024 年印尼高冰镍累计产量 27.18 万镍吨，同比增长 12%。2024 年 1-10 月中国累计镍钨进口 37 万吨，同比增长 53%。

考虑印尼政策导向和新能源发展需要，湿法中间品项目投产或更为顺利。根据 SMM 产能统计来看，截止 2025 年 MHP 仍有 20.5 万镍吨年产能有待投放，高冰镍仍有 12.7 万镍吨年产能有待投放。

图表 73：印尼中间品产能（单位：万镍吨）

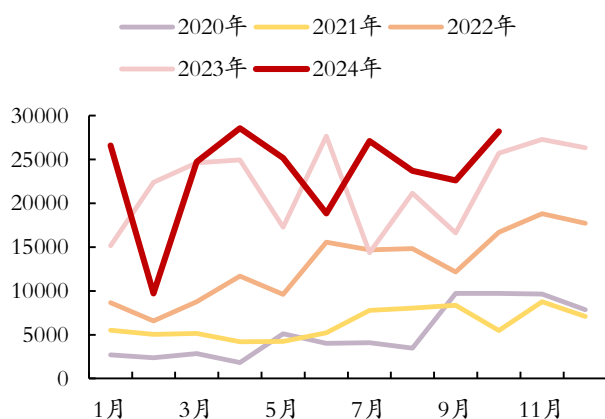


图表 74：印尼 MHP 产量（单位：万镍吨）

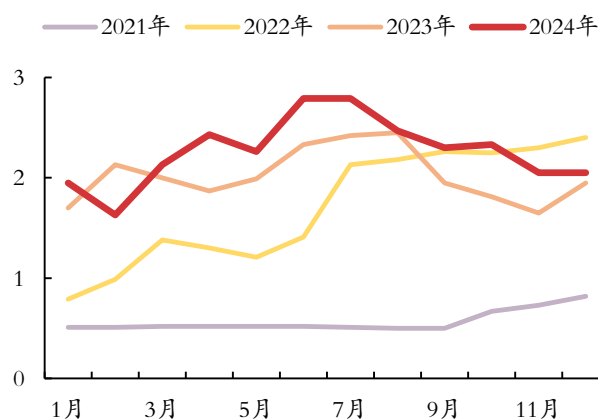


资料来源：SMM、光大期货研究所

图表 75：中国中间品进口量（单位：镍吨）



图表 76：印尼高冰镍产量（单位：万镍吨）



资料来源：SMM、光大期货研究所

图表 77：印尼中间品产能规划（单位：万镍吨/年）

项目名称	地区	产品类型	产品	工艺路线	产能	是否投产	计划投产情况
力勤印尼 OBI 镍钴项目-三期	OBI	湿法中间品	MHP	高压酸浸工艺	6.5	是	已于 2024H1 投产，Q3 顺利达产
华旭	Weda Bay	火法中间品	高冰镍	RKEF+硫化转炉侧吹	6	是	2024 年 Q2 已投产
纬创（PT Westrong Metal Industry）	Weda Bay	火法中间品	高冰镍	RKEF+硫化转炉侧吹	4.5	是	2024 年 Q2 已投产
澜凯	Weda Bay	火法中间品	高冰镍	RKEF+硫化转炉侧吹	2	是	2024 年 Q2 已投产
科赞	Weda Bay	火法中间品	高冰镍	RKEF+硫化转炉侧吹	2	是	2024 年 Q3 已投产
青美邦二期	Morowali	湿法中间品	MHP	高压酸浸工艺	2.5	是	2024 年 9 月

PT MITRA MURNI PERKASA	加里曼丹岛	火法中间品	高冰镍	RKEF+硫化转炉侧吹	2.7	否	2024Q4E
妮可	Weda Bay	火法中间品	高冰镍	RKEF+硫化转炉侧吹	4	否	2024 年 Q4E
嘉曼	Weda Bay	火法中间品	高冰镍	富氧侧吹还原+转炉	4	否	2024 年 Q4E
ESG	Morowali	湿法中间品	MHP	高压酸浸工艺	4	否	2025E
MEIMING	Morowali	湿法中间品	MHP	高压酸浸工艺	2.5	否	2025E
GREE-ECO	Morowali	湿法中间品	MHP	高压酸浸工艺	2	否	2025E
蓝焰新能源	Weda Bay	湿法中间品	MHP	高压酸浸工艺	6	否	2025E
晨曦新能源	Weda Bay	湿法中间品	MHP	高压酸浸工艺	6	否	2025E
寒锐钴业	Morowali	火法中间品	高冰镍	富氧连续吹炼	2	否	2025E

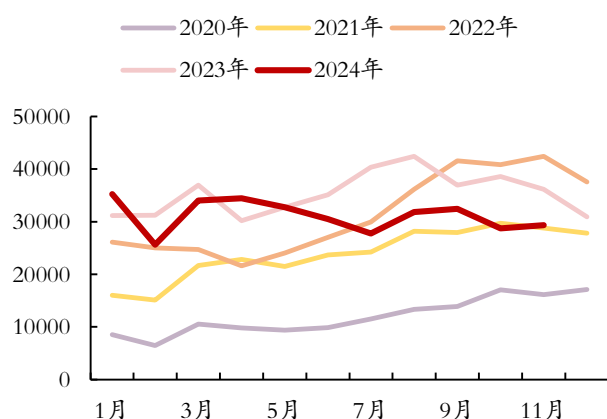
资料来源：SMM、光大期货研究所

（二）硫酸镍：产能仍然有待扩张，印尼经济性更强

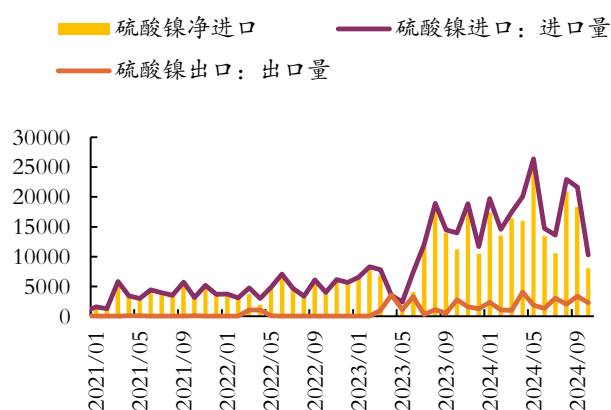
国内硫酸镍运行产能较为平稳，月度产能约 4.5 万吨。受制于成本利润和进口冲击，累计产量下降 12% 至 37 万镍吨。从原材料构成来看，主要以中间品为主，其次是高冰镍，少部分废料，受到价格倒挂导致镍豆/镍粉酸溶制备硫酸镍需求退出。一体化生产利润相对较好，而受 MHP、高冰镍定价模式影响，导致价格运行强于硫酸镍。

进口方面，2024 年 1-10 月累计进口 18 万吨，折合 4 万镍吨，同比增长 90%。2025 年预计国内硫酸镍生产端稳中小增，同比增长 6% 至 39.6 万镍吨，随着印尼硫酸镍项目的投产，预计国内将有更多进口量。

图表 78：中国硫酸镍产量（单位：镍吨）

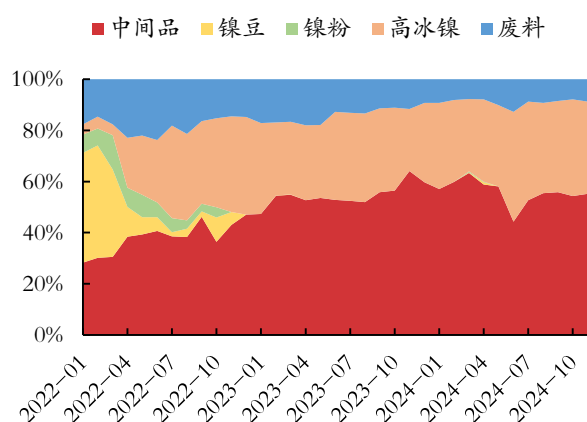


图表 79：中国硫酸镍进口量（单位：镍吨）

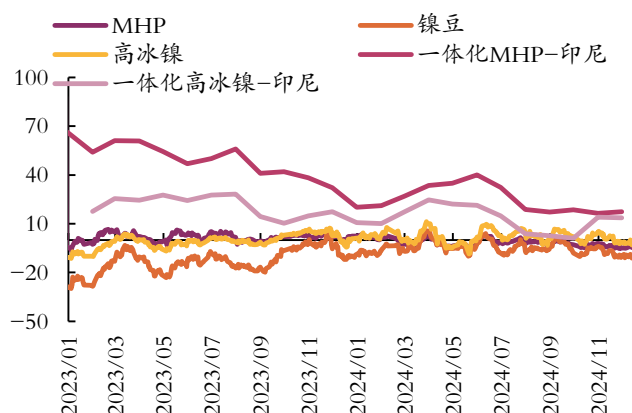


资料来源：SMM、光大期货研究所

图表 80：硫酸镍原材料占比（单位：%）



图表 81：硫酸镍冶炼利润（单位：%）



资料来源：SMM、光大期货研究所

图表 82：印尼硫酸镍产能规划

项目名称	原料	预计投产时间	年产能（万金属吨）
HPL	MHP	2024 年 Q3	5.4
QMB	MHP	2025 年	3
BMS	镍矿	2025 年	3.1
LGES	镍矿	2025 年	3.3
Transasia Minerals	冰镍	2025 年	—

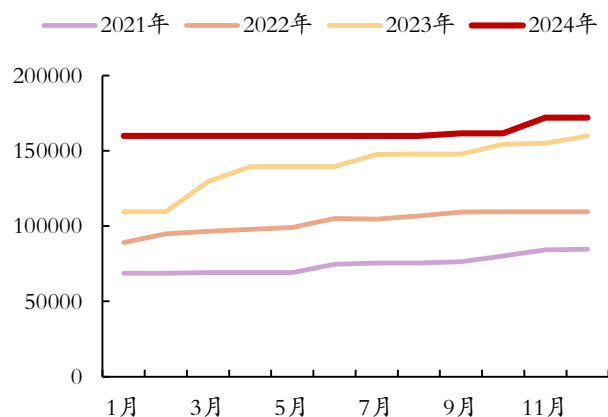
资料来源：SMM、铁合金在线、光大期货研究所

（三）三元前驱体及三元材料：海外需求疲软叠加高镍占比下降拖累硫酸镍需求

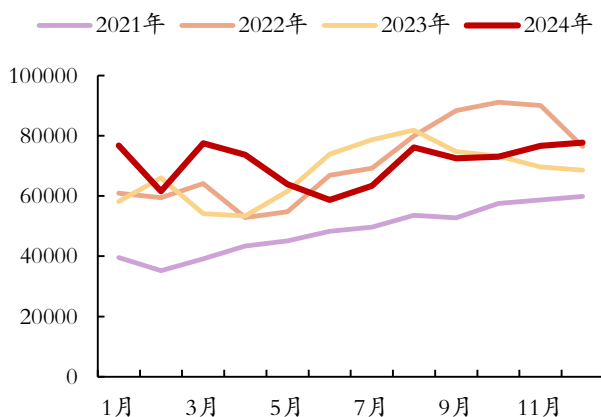
2024 年三元前驱体产能小幅增加，截止 2024 年 12 月，月产能同比增长 7% 至 19.5 万吨。2024 年 1-12 月累计产量同比增长约 5% 至 85 万吨，其中 NCA 系降幅明显，523 系基本持平，622 系增幅明显。出口方面，受海外需求走弱影响，2024 年 1-10 月累计出口 11.63 万吨，同比下降 24%。

2024 年三元材料产能小幅扩张，截止 2024 年 12 月，月产能同比增长约 8% 至 14.8 万吨。2024 年 1-12 月累计产量同比增长约 11% 至 69 万吨，其中 523 系、NCA 系呈现同比下降，622 系相比增量明显。出口方面，受海外需求走弱影响，2024 年 1-10 月累计出口 5.86 万吨，同比下降 24%。

图表 83：三元前驱体产能（单位：吨）

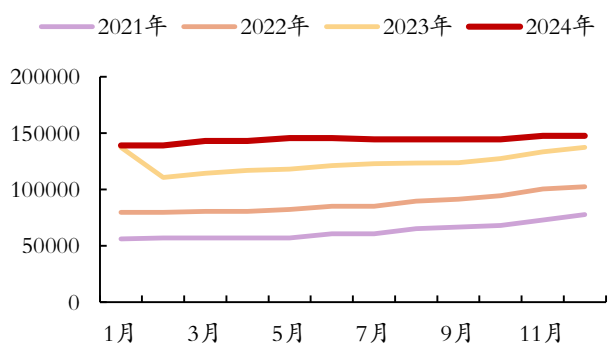


图表 84：三元前驱体产量（单位：万吨；%）

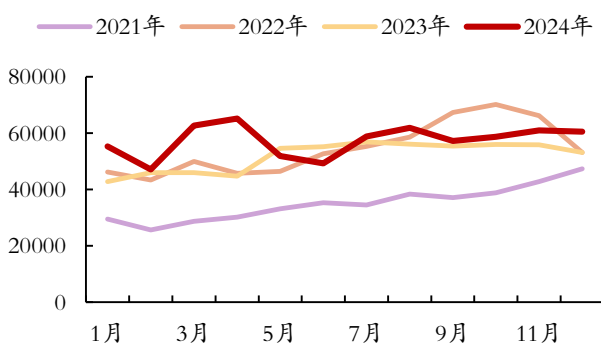


资料来源：SMM、光大期货研究所

图表 85：三元材料产能（单位：吨）

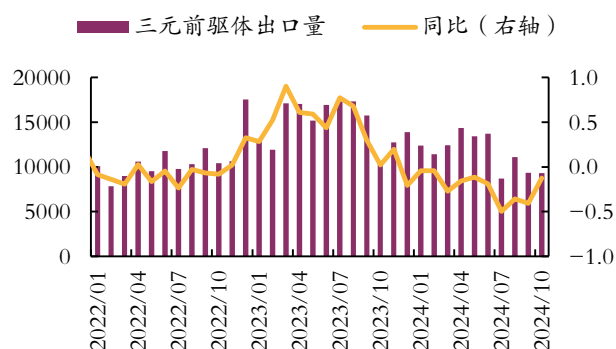


图表 86：三元材料产量（单位：万吨；%）

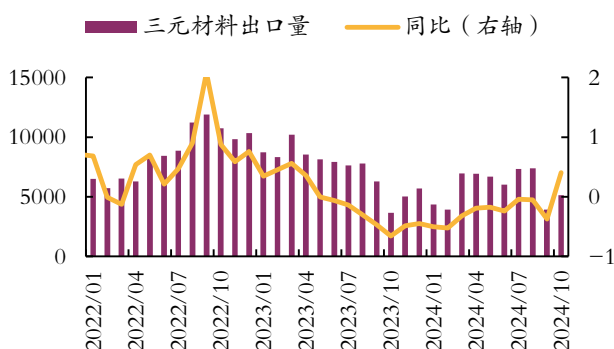


资料来源：SMM、光大期货研究所

图表 87：三元前驱体出口（单位：吨；%）



图表 88：三元材料出口（单位：吨；%）



资料来源：SMM、光大期货研究所

（四）三元电池：三元电池份额下降，库存相较其他有压力

电芯方面，2024 年动力电芯国内外产量表现分化，其中国内产量同比增加，海外同比有所下降。中国动力电芯累计产量同比增长 29% 至 882.6Gwh，其中三元电芯累计同比增加 20% 至 338.1Gwh，占比约 38.3%；海外动力电芯累计产量同比下降 22% 至 158Gwh，其中三元电芯累计同比下降 25% 至 149.4Gwh，占比约 94.6%。

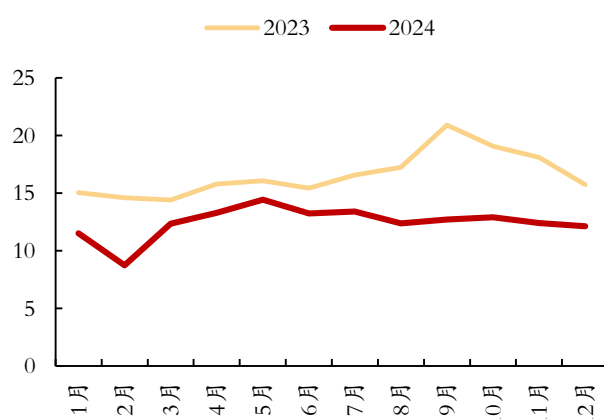
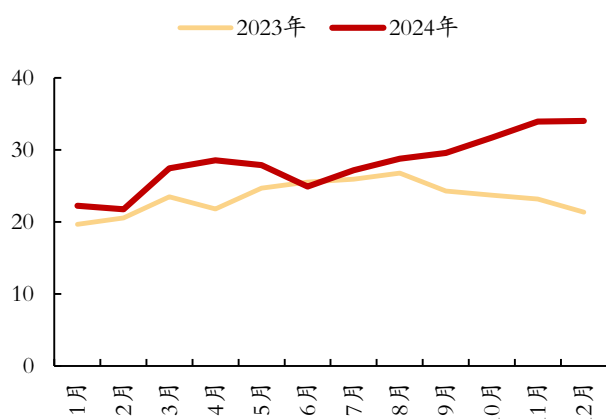
电池方面，2024 年锂电池产量保持较快增长速度，结构上来看，磷酸铁锂挤占三元和其他电池的 5% 的份额。锂电池产量累计产量同比增长 38% 至 1287.8Gwh，其中三元电池累计同比增长 23% 至 362.55Gwh，份额分别下降 7pct。

装机方面，国内锂电池装机量，2024 年 1-10 月累计同比增加 37.7% 至 405.9Gwh，其中 NCM 装机量累计同比增加 18.4% 至 111.15Gwh，占比约 27%。

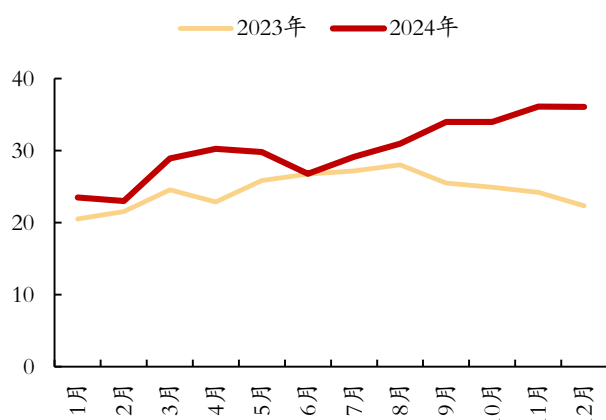
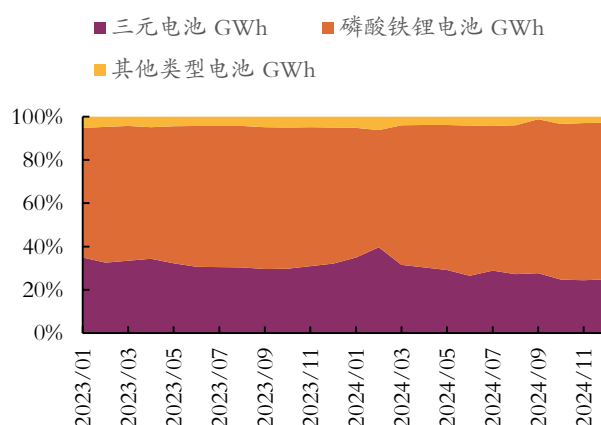
库存方面，2024 年 1-10 月锂电池库存表现整体处于累库态势，动力电池中库存压力主要体现在三元电池。截止 2024 年 10 月，三元动力电池库存 57.1Gwh，较年初增加 12.9Gwh。

图表 89：国内三元动力电芯产量（Gwh）

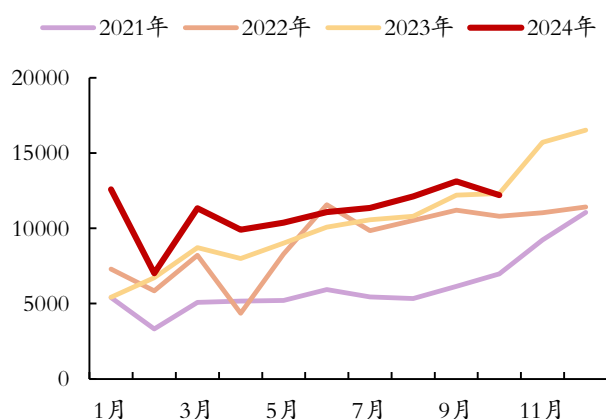
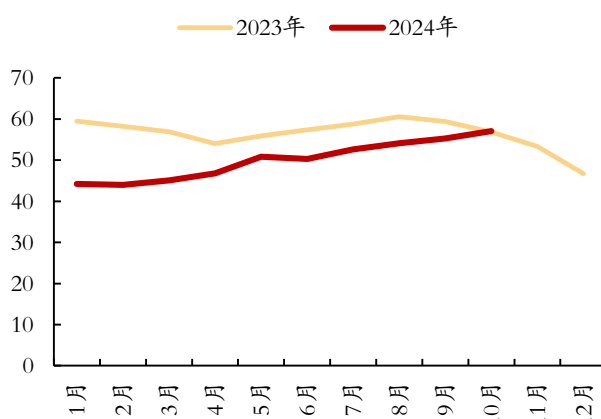
图表 90：海外三元动力电芯产量及占比（Gwh）



资料来源：SMM、光大期货研究所

图表 91: 中国三元电池产量 (单位: GWh)

图表 92: 中国锂电池产量占比 (单位: %)


资料来源: SMM、光大期货研究所

图表 93: 中国 NCM 装机量 (单位: MWh)

图表 94: 中国锂电池库存-三元电池 (单位: GWh)


资料来源: SMM、光大期货研究所

(五) 新能源汽车: 销量超预期, 增速或将放缓

汽车市场已经成为存量竞争市场, 而结构上正向新能源转变, 回望 2024 年依旧是新能源汽车快速发展的一年。2024 年 1-10 月汽车累计销量同比增长约 3% 至 2462.2 万辆。其中新能源汽车累计销量同比增长 32% 至 951.5 万辆, 渗透率逐月攀升, 平均渗透率接近 40%; 其他累计销量同比下降 9% 至 1510.7 万辆。新能源汽车中, 插混动车累计销量增速高达 91% 至 400.8 万辆, 而纯电车累计销量同比增长 13% 至 581.3 万辆。

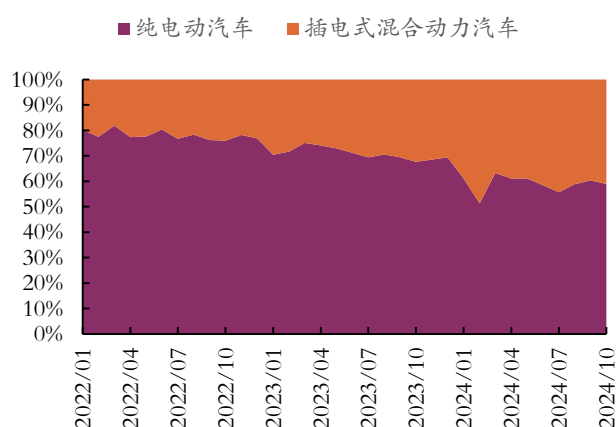
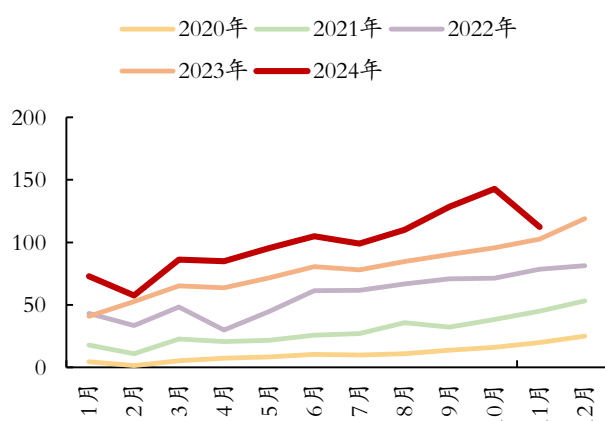
2024 年, 在多方政策出台叠加车企促销背景下, 国内新能源汽车销量远超预期, 渗透率水平迈上了新台阶, 出口表现也相对亮眼, 2024 年预计全年销量 1275 万辆。受益于三元电池多用于

插混电动汽车，需求环比小幅增长。

2025 年，考虑到高基数和前置消费的影响，国内高增速有所放缓，海外出口方面南美和东南亚地方预计仍有增量，且欧洲关税政策目前处于利多与出口状态，预计明年全年销量或同比增长 20% 左右至 1530 万辆左右，结构上插混和纯电或将各占一半。

图表 95：新能源汽车销量（单位：万辆）

图表 96：新能源汽车销售-细分（单位：%）



资料来源：SMM、光大期货研究所

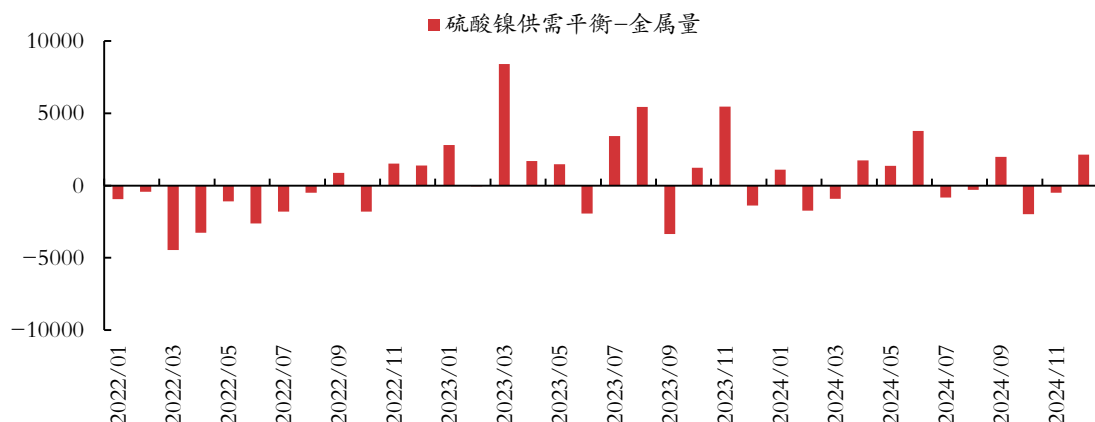
2024 年，国内对于硫酸镍需求预计 41.2 万镍吨。2025 年，一方面，海外磷酸铁锂需求增加挤压三元电池市场，国内整体终端市场增速将有所放缓，另一方面，目前三元电池装机占比小幅下降，且高镍三元占比下降，导致对硫酸镍实际需求拉动作用将有一定抵消。综合来看，2025 年硫酸镍需求预计环比增加 3% 至 42.5 万镍吨。

（六）硫酸镍平衡表

2024 年，国内供应端利润制约导致产量放缓，进口增量相对明显，而市场需求方面又表现偏谨慎。从月度平衡表来看，除了 6 月需求骤降导致月度过剩量增加外，整体 2024 年也相对表现偏紧张，且淡旺季特征也相对明显，即旺季紧缺，淡季过剩。

2025 年，考虑中国和印尼的硫酸镍供应增加，需求端总体增速稍缓，国内市场重新显现过剩压力。

图表 97：硫酸镍平衡表（单位：万镍吨）



资料来源：SMM、光大期货研究所

图表 98：硫酸镍平衡表（单位：万镍吨）

	2022	2023	2024 E	2025 E	25/24
产量	37.7	42.3	37.4	39.6	6%
净进口	1.2	2.4	4.2	5.0	20%
需求量	40.2	42.4	41.2	42.5	3%
供需平衡	-1.3	2.3	0.4	2.1	—

资料来源：SMM、光大期货研究所

六、原生镍平衡表及后市展望

原生镍已经从全面过剩格局再次转向结构性紧缺——镍铁，且整体过剩量已经有所收窄。

全球范围内来看，2024 年 9 月，INSG 预计，2025 年全球镍产量预计 3.62Mt，消费 3.51Mt，过剩约 0.14Mt，较 2024 年预计收窄 0.03Mt。国内来看，2025 年过剩量亦有小幅收窄至 11.8 万镍吨。

图表 99：全球原生镍平衡表（单位：Mt）

单位：Mt	2023	2024	2025
产量	3.36	3.52	3.65
消费	3.19	3.35	3.51
供需平衡	0.17	0.17	0.14

资料来源：INGRS、光大期货研究所

图表 100：国内原生镍平衡表（单位：万镍吨）

单位：万金属吨		2022 年	2023 年	2024 年 E	2025 年 E	25/24
产量	一级镍	17.4	24.5	33.5	37.0	10%
	二级镍	41.0	39.1	35.2	34.2	-3%
	镍盐	37.7	42.3	37.4	39.6	6%
	回收	25.3	26.5	33.0	34.5	5%
净进口	一级镍	13.8	6.1	-3.0	-6.0	100%
	二级镍	85.2	115.1	110.0	114.6	4%
	镍盐及其他	1.2	2.4	4.2	5.0	19%
总供给		221.5	255.9	250.3	258.9	3%
下游需求	不锈钢	156.5	167.4	172.0	180.0	5%
	新能源	34.2	42.2	41.2	42.5	3%
	电镀、合金等	22.9	24.1	23.4	24.6	5%
总需求		213.6	233.7	236.6	247.1	4%
供需平衡		7.9	22.2	13.7	11.8	

资料来源：SMM、光大期货研究所

总结展望来看，2025 年印尼镍矿政策和供应方面预计仍将有较大的不确定性；一级镍方面，海外项目停减产，国内和印尼持续增加，但整体过剩量收窄，国内精炼镍的出口将成为调节国内过剩程度的工具；镍铁方面，国内面临压力，印尼持续放量，后续需要关注与冰镍的转化利润，将起到调节供需平衡的抓手；新能源方面，MHP 持续放量，硫酸镍需求面临考验。

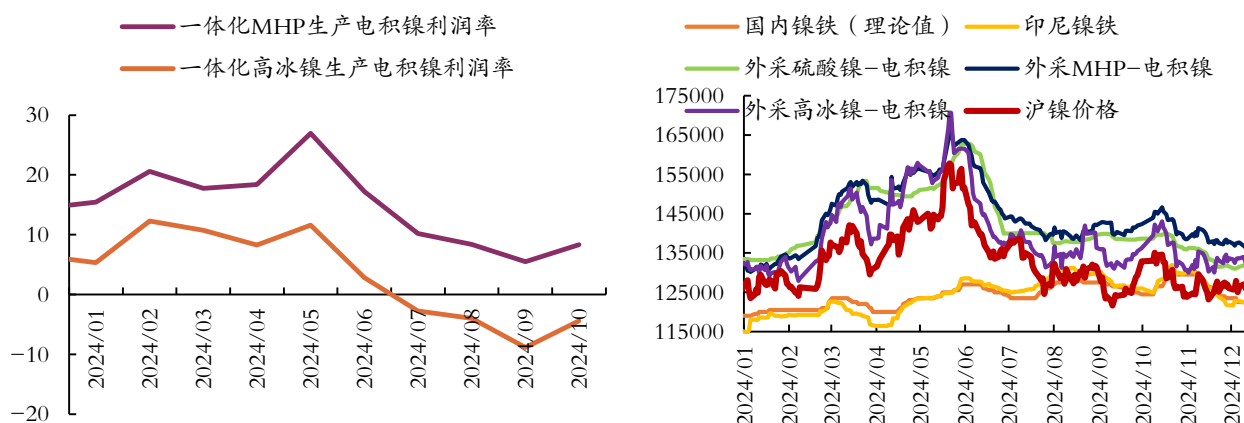
2025 年预计镍和不锈钢价将面临着资源端政策潜在扰动、需求相对疲软和结构性过剩压力，在磨底行情中因短期利多因素出现反弹，整体或处于区间震荡运行中，但投资者仍需警惕海外宏观环境和产业政策变化带来的扰动。因此，寻找镍价和不锈钢价格的底部支撑尤为关键。

从一级镍冶炼来看，一体化高冰镍/MHP 项目占比约 30%，上半年利润较好，下半年在价格下行中压力逐渐显现；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，实际上也是探寻底部支撑的关键。在今年下半年几段极端行情中，尽管有短期跌破理论成本线，但总体价格支撑仍较明显。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，而参考印尼镍铁成本来看，目前最低在 920 元/镍点（到港含税），折算镍价在 11.7 万元-12.2 万元左右。

因此，无论是对于镍还是不锈钢而言，镍铁价格是重要的参考锚。2025 年镍铁价格上方受制

于与高冰镍之间的机动转产和需求端意愿采购价的拖累，下方则是印尼镍铁成本支撑。具体来看，在今年前三季度，镍矿资源紧缺的背景下，镍铁价格最高为 1014 元/镍点，且第四季度，在钢厂挺价影响下，市场成交最高也仅在 1020-1030 元/镍点，而考虑到明年资源端供应预计将比今年有序和宽松，镍铁顶部价格或可参考 1050 元/镍点。价格下方则是参考印尼镍铁生产成本约 900 元/镍点（含税到港），对应镍价或将在 11.5-13.5 万元/吨，对应不锈钢价格在 1.15-1.4 万元/吨。

图表 101：一体化生产电积镍利润（单位：%） 图表 102：成本曲线（单位：元/吨）



资料来源：SMM、Mysteel、光大期货研究所

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