

万里飞腾仍有路，莫愁四海正风尘



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

镍: 看涨

报告日期:

2024 年 12 月 29 日

★矿端

硫化镍矿方面，澳洲高成本矿企在镍价重新站稳 1.8 万美元/吨之前，暂无复产希望，但除澳洲外部分硫化镍矿项目在 LME 镍价处于 1.6 万美元/吨附近有复产重启意愿，我们认为后续仍需更低的镍价促进硫化镍矿产线进一步出清。红土镍矿方面，印尼目前已成为矿端资源核心，镍矿供给预计将在长期内维持偏紧，供应增速边际放缓，从而镍价的下方支撑将长期坚挺。

★冶炼端

2025 年核心矛盾聚焦于镍铁，在下游不锈钢厂维持高排产的背景下，中印整体呈现紧平衡，我们判断 2025 年 NPI 价格中枢将提振至 1010-1030 元/镍，核心逻辑在于海外钢厂或将难以从中印手中拿到充足 NPI 货源，转而去采购 FENI 或纯镍以补足生产原料，这会倒逼产业链价格中枢上移。预计 2025 年全球原生镍供应将同比增长 7.2% 至 392.1 万金属吨。

★需求端

预计 2025 年三元市场份额占比仍将承压，短期内对镍需求拉动较为有限，但我们仍注意到高镍四元电池以及新技术固态电池配合低空经济发展在中长期仍对镍需求有所拉动，中线保持乐观态度。传统不锈钢方面，下游房地产竣工和基建项目开工仍显疲软，地产“市场底”仍需时间打磨，不锈钢低价格高供应预计维持。预计 2025 年全球原生镍消费达 372 万金属吨，同比增长 6%。

★投资建议

我们判断 2025 年沪镍静态估值区间为 11.5-14.5 万元/吨，单边来看，建议关注中线逢低布局多单机会；内外套利方面，建议关注进口亏损偏高（低）时布局内外反套（正套）机会；跨期套利方面，关注深度 Contango 结构下的正套机会。

★风险提示:

宏观需求不及预期；政策风险造成供给扰动。

曹洋

首席分析师(有色金属)

从业资格号:

F3012297

投资咨询号:

Z0013048

Tel:

8621-63325888-3904

Email:

yang.cao@orientfutures.com

联系人:

金迪

助理分析师(有色金属)

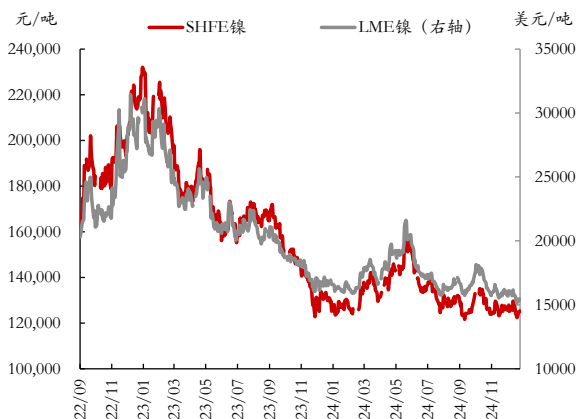
从业资格号:

F03135024

Email:

di.jin@orientfutures.com

主力合约行情走势图



重要事项: 本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。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，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺: 见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、矿端	6
1.1、硫化镍矿	6
1.2、红土镍矿	8
1.3、结论与思考	15
2、冶炼端	17
2.1、镍铁	17
2.2、中间品	23
2.3、硫酸镍	27
2.4、精炼镍	31
2.5、结论与思考	36
3、需求端	38
3.1、不锈钢	38
3.2、新能源	44
3.3、结论与思考	48
4、投资建议	49
4.1、供需平衡表及行情展望	49
4.2、投资建议	51
5、风险提示	52

图表目录

图表 1: 海外主要硫化镍矿项目产量变化.....	6
图表 2: 澳大利亚镍冶炼项目成本情况（基于公司中报汇总）	7
图表 3: 停产/面临关闭或存在减产风险的项目（千金属吨）	7
图表 4: 2024 年印尼 RKAB 审批进程.....	8
图表 5: 2024 年印尼镍矿消耗测算.....	9
图表 6: 印尼镍资源预估消耗情况	9
图表 7: 印尼镍矿内贸升水走势.....	9
图表 8: 印尼内贸基准价走势	9
图表 9: 12 月印尼镍矿内贸基准价.....	10
图表 10: 印尼从菲律宾进口镍矿数量	10
图表 11: 印尼镍矿季度产量及占比.....	10
图表 12: PT Vale 印尼镍矿分季度产量.....	11
图表 13: 印尼重点矿企镍矿分季度产量.....	11
图表 14: 印尼进口菲律宾中镍矿 CIF 价格	12
图表 15: 中国进口菲律宾中镍矿 CIF 价格	12
图表 16: 菲律宾季度镍矿产量及预测	12
图表 17: 中国对菲律宾镍矿进口量及占比	12
图表 18: 菲律宾主产区镍矿平均品位	13
图表 19: 中国镍矿港口库存.....	13
图表 20: 中国镍矿港口库存分品位情况.....	13
图表 21: 菲律宾出口至中国镍矿分品位情况.....	13
图表 22: 菲律宾主要矿企镍矿产量.....	14
图表 23: 菲律宾镍矿出口总量	14
图表 24: 亚洲镍业 2024 年待投产镍矿项目	14
图表 25: 2024 年全球镍矿产量变化预估	16
图表 26: 中国 NPI 产量.....	17
图表 27: 中国从印尼进口 NPI 数量	17
图表 28: 中国 NPI 分地区生产利润率.....	18
图表 29: 中国 NPI 库存.....	18
图表 30: 中国高镍生铁出厂价	18
图表 31: 青山钢厂高镍铁招标价走势	18
图表 32: 印尼镍铁产量及平均品位.....	19
图表 33: 印尼 NPI 产能及开工率	19

图表 34: 当前印尼镍铁成本测算.....	20
图表 35: 2024 印尼 NPI 已投产项目汇总.....	20
图表 36: 2025 年印尼镍铁待投产情况.....	21
图表 37: 2024 年印尼高镍铁工厂开工情况.....	21
图表 38: 中国+印尼高镍铁供需月度平衡表 (万金属吨)	22
图表 39: 中国高镍铁供需平衡	23
图表 40: NPI 现金成本曲线.....	23
图表 41: 印尼 MHP 月度产量.....	24
图表 42: 中国湿法中间品月度进口量.....	24
图表 43: 印尼重点湿法待投产项目跟踪.....	25
图表 44: MHP 镍折价系数处在相对高位	25
图表 45: MHP 价格变化	25
图表 46: 印尼冰镍产量情况.....	26
图表 47: 高冰镍价格走势	26
图表 48: 高镍生铁价格走势.....	26
图表 49: 一体化高冰镍生产纯镍及硫酸镍利润.....	26
图表 50: 印尼镍矿待投产项目汇总.....	27
图表 51: 硫酸镍价格走势	28
图表 52: 中国硫酸镍月度产量	28
图表 53: 中国硫酸镍进出口情况.....	28
图表 54: 印尼硫酸镍出口量.....	28
图表 55: 不同原料生产硫酸镍利润率.....	29
图表 56: 印尼一体化生产硫酸镍成本及利润.....	29
图表 57: 国内硫酸镍工厂库存情况.....	30
图表 58: 2024 年国内硫酸镍企业月度开工率.....	30
图表 59: 印尼硫酸镍待投产项目汇总.....	30
图表 60: 中国硫酸镍供需平衡情况及预期	31
图表 61: 上期所镍注册品牌.....	31
图表 62: LME 中资电积镍注册品牌情况.....	32
图表 63: LME 镍库存分国别来源情况	32
图表 64: 中国精炼镍月度产量	33
图表 65: 中国精炼镍月度表观消费量.....	33
图表 66: 国内 2025 年待投产/扩产精炼镍项目	33
图表 67: 中国精炼镍净出口情况.....	34
图表 68: SMM 镍现货进口盈亏.....	34
图表 69: 外采原料电积镍成本	35

图表 70: 一体化电积镍成本及利润.....	35
图表 71: 海外精炼镍部分项目季度产量跟踪和预测.....	35
图表 72: 2024 年部分海外项目现金成本.....	36
图表 73: 2025 年全球原生镍产量变化预估.....	37
图表 74: 中国不锈钢粗钢月度产量 (43 家样本).....	38
图表 75: 中国 300 系不锈钢粗钢月度产量 (43 家样本).....	38
图表 76: 中国 304 冷轧不锈钢利润率.....	39
图表 77: 中国 304 热轧不锈钢利润率.....	39
图表 78: 中国不锈钢表观消费情况.....	40
图表 79: 中国不锈钢进出口情况.....	40
图表 80: 中国不锈钢炼钢新增投产情况 (万吨).....	40
图表 81: 无锡+佛山不锈钢社会库存情况.....	41
图表 82: 上期所不锈钢期货库存.....	41
图表 83: 印尼不锈钢粗钢产量及产能.....	42
图表 84: 印尼不锈钢粗钢产量 (月度变化).....	42
图表 85: 印尼不锈钢炼钢新增投产情况 (万吨).....	42
图表 86: 欧洲主要厂商不锈钢发货量季度变化.....	43
图表 87: 欧洲主要厂商盈利情况.....	43
图表 88: 全球分地区不锈钢需求年度增速预期.....	44
图表 89: 全球不锈钢粗钢产量年度预测.....	44
图表 90: 中国新能源汽车月度销量及预测.....	45
图表 91: 全球新能源车月度销量变化.....	45
图表 92: 全球 PHV 汽车月度销量变化.....	45
图表 93: 全球 EV 汽车月度销量变化.....	45
图表 94: 三元前驱体月度产量.....	46
图表 95: 主要前驱体企业三元项目盈利情况及预期.....	46
图表 96: NCM 前驱体出口量月度变化.....	46
图表 97: 三元前驱体价格走势.....	46
图表 98: 中国三元前驱体分型号耗镍量变化.....	47
图表 99: 三元材料厂周度库存.....	47
图表 100: 全球原生镍消费量变化预估.....	48
图表 101: 中国原生镍供需平衡表.....	49
图表 102: 上期所镍库存变化.....	50
图表 103: LME 镍库存及仓单变化.....	50
图表 104: 中国精炼镍月度供需平衡变化.....	50

1、矿端

1.1、硫化镍矿

澳洲镍企亏损减产，硫化镍矿产量趋紧。2024 年硫化镍矿主线在于以澳洲为首的高成本硫化镍矿逐步减停产，据我们半年报所述，嘉能可、BHP、第一量子等相继发出减停产公告，彼时澳大利亚只剩下三个镍矿在运营：IGO 的 Nova 镍矿和 Forrestania 镍矿，以及嘉能可 Murrin Murrin 镍矿。根据 IGO 三季度生产报告来看，其 Forrestania 项目也于三季度末进入维护停产阶段，Q3 贡献 802 金属吨镍矿，环比下滑 36%。受矿石品位和数量过低影响，Forrestania 项目的现金成本已高达 32906 美元/吨，环比上涨 37%，较 LME 镍 16000 美元左右的镍价来说亏损达 51%；而 Nova 项目得益于产量的增加，现金成本控制在 6480 美元/吨，短期内暂未体现出停产风险，但 Nova 镍矿继续运营也仅剩下约 2 年的使用寿命，澳洲镍业整体表现岌岌可危。

此外，重点项目来看：1) Vale 方面，加拿大的硫化镍矿项目在三季度出现了较好的产量回暖，Sudbury 项目冶炼厂和精炼厂在两年一次的维护后恢复运营，贡献了可观的季度同环比增速，预计 2024 年产量可达 3.8 万金属吨，同比基本持平，而 Voisey's Bay 地下矿区持续达产并且品位有所提高，预计全年产量可达 1.8 万金属吨，同比增加 34%。2) BHP 方面，Nickel West 项目受全球镍供应过剩引发的镍价下跌影响，在 10 月如期停产，全年产量预计在 6.5 万金属吨左右，同比下滑 20%，根据 BHP 表述，其预计在 2027 年 2 月前重新审查西澳镍业可能的复产机会。3) 嘉能可方面，新喀的 Koniambo 项目已于 2 月过渡至维护阶段，全年嘉能可贡献产量预计在 8-9 万金属吨，同比下滑约超 10%。

图表 1：海外主要硫化镍矿项目产量变化

公司	国家	矿山/冶炼项目	2020	2021	2022	2023	2024E	2024E 同比	2025F
Vale	加拿大	Sudbury	43.2	32.2	39.6	38.2	38	-0.5%	60-70
		Thompson	10.6	6.0	10	7.9	10	+26.6%	
		Voisey's Bay	35.7	38.2	24.1	13.4	18	+34.3%	
Norilsk	俄罗斯	Polar & Kola	172.4	145.8	218.9	206	196-204	-4.9%~-1%	200-210
	芬兰	Finland	63.4	47.2					
BHP	澳大利亚	Nickel West	91.0	82.1	75.9	81.4	65	-20.1%	0
Glencore	加拿大	INO	56.5	55.0	46.2	39.3	80-90	-18%~-7.8%	65-75
	澳大利亚	MurrinMurrin	36.4	30.1	35.7	31.1			
	新喀	Koniambo	16.9	17.0	25.4	27.2			
IGO	澳大利亚	Flying Fox	7.3	5.7	11.9	10.2	4	-60.8%	0-4
		Spotted Quoll	12.1	11.4					
		Nova	29.5	28.6	22.9	22	18-20	-9.1%	15-18
Boliden	芬兰	Kevitsa	12.1	12.9	11.8	9.9	10-11	+1%~11%	10
ARM	南非	Nkomati	11.7	1.6	11.2	8.4	0-2	-100%~-76%	0-2
AALP	南非	Platinum	13.8	22.3	21.3	14.3	20-22	+39.9%~53.8%	18-22
小计			612.6	536.1	554.9	509.3	441-484	-13.4%~-5.0%	368-411

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院（注：不完全统计；单位为千金属吨）

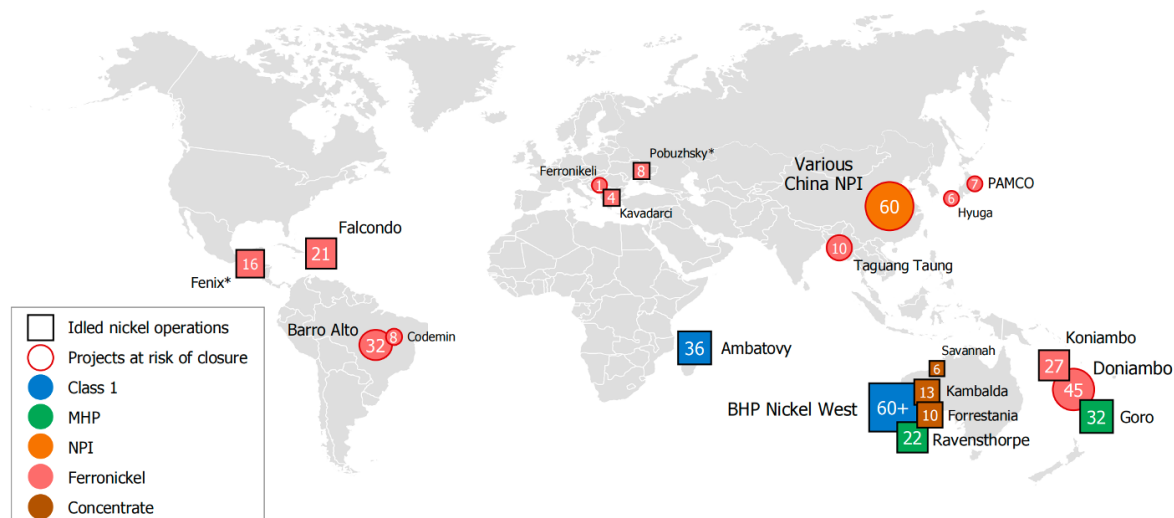
梳理澳洲现存和存在潜在复产可能的镍项目可以发现，在印尼低成本镍资源大幅放量下，澳洲镍冶炼项目成本普遍较高，关停的项目中仅现金成本就已达到 1.6 万美元/吨以上，最高甚至逼近 3 万美元。当前仅剩的 Nova 项目和 Murrin Murrin 项目中，Nova 面临储量不足风险，预计 2 年内将耗尽寿命，而 Murrin Murrin 将作为澳洲主力镍供应项目，当前其现金成本约 1 万美金/吨。我们认为，综合考虑价格传导带来的时滞问题，预计在 LME 镍价重回 1.8 万并能维稳 2 个季度以上后，澳洲镍矿才有可能考虑重新恢复运营。

图表 2：澳大利亚镍冶炼项目成本情况（基于公司中报汇总）

项目	企业	年产能（万金属吨）	C1 成本(美元/镍吨)	C2 成本(美元/镍吨)
Nova Bollinger	IGO	2.20	5,471.4	10,937.0
Murrin Murrin	Glencore	4.01	9,458.4	10,156.7
Leinster	BHP	1.76	13,886.0	16,983.1
Kambalda Nickel Ops	BHP	0.37	16,363.6	17,456.9
Flying Fox	IGO	0.98	19,624.2	22,840.8
Avebury Restart	MMG	0.05	22,927.6	43,721.7
Ravensthorpe	First Quantum	0.40	23,204.6	23,616.6
Mount Keith	BHP	2.25	26,957.9	29,256.0

资料来源：公司公告，Woodmac，东证衍生品研究院（注：C1=采选及管理成本+矿山至冶炼厂的运费+加工费-副产品价值，C2=C1+折旧/摊销）

图表 3：停产/面临关闭或存在减产风险的项目（千金属吨）



资料来源：NORNICKEL，东证衍生品研究院

1.2、红土镍矿

印尼：矿端审批年末放宽，供需紧平衡将长期延续

回顾 2024 年，印尼作为全球镍产业链的核心，其 RKAB 审批配额的进展不断指引着盘面价格走势，在经历审批政策从一年一批改革为三年一批后，叠加印尼政府对镍资源的滥用担忧愈发强烈，进程明显放缓。至今年 10 月末，审批通过镍企共 126 家，累积配额年内达到 2.75 亿湿吨，但实际开采量仍受到矿山的开采能力、运输能力，以及天气因素影响，预计供应效率在 85-90%，即 2024 年实际供应量预计在 2.35-2.45 亿湿吨左右。此外，根据 APNI 表述，2025 年和 2026 年 RKAB 审批配额目前已达 2.46 亿和 1.98 亿湿吨，具体矿企在配额不够后仍可在年内继续申请。

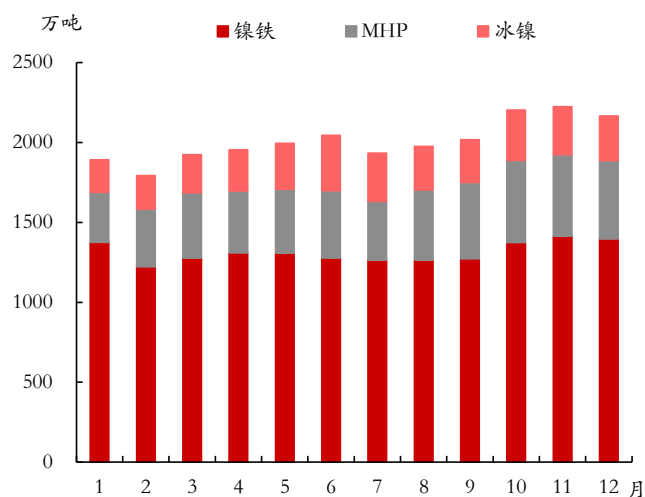
图表 4：2024 年印尼 RKAB 审批进程

时间	审批通过镍企数量	年内累积通过配额（亿湿吨）
2023.12	3	0.15
2024.1	16	0.48
2024.3	51	1.62
2024.6	93	2.21
2024.7	108	2.4
2024.10	126	2.75

资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

矿端消耗来看，通过对镍铁和中间品产量数据倒推矿端消费，我们预计印尼年内镍矿消耗量将达到 2.41 亿湿吨，从矿端 RKAB 审批配额来看完全覆盖需求，但从实际供给量角度出发预期维持紧平衡。此外，由于审批配额系一年一清算，若年内未使用完的配额在下一年会相应扣减，因此年底出货压力较为集中。更进一步思考，印尼矿业部长多次表态将管理镍矿的供应和需求从而支撑价格，并配合 SIMBARA 系统加强对已发布的 RKAB 许可进行复审，以确保印尼矿石储量的“耐用期限和可持续性”，据此我们认为，印尼矿端的供需平衡情况将在长期内维持紧平衡，矿企申请配额以及政府配额审批都将更为谨慎，盘面下方支撑将在长期内起到较强支撑作用。

图表 5：2024 年印尼镍矿消耗测算



资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

图表 6：印尼镍资源预估消耗情况

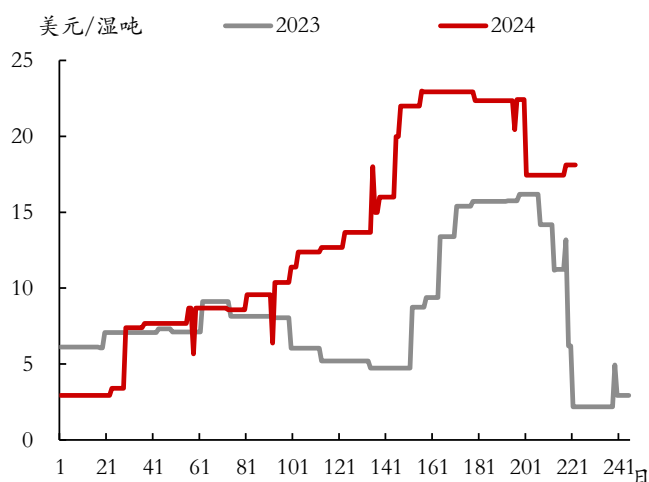
冶炼厂类型	镍矿品位	储量 (亿吨)	需求 (亿吨/年)	开采寿命
火法	>1.5%	36.89	5.85	6.5 年
湿法	<1.5%	15.55	1.50	10.3 年

备注：需求假设为所有已投、在投、在建产能合并计算

资料来源：APNI，东证衍生品研究院测算

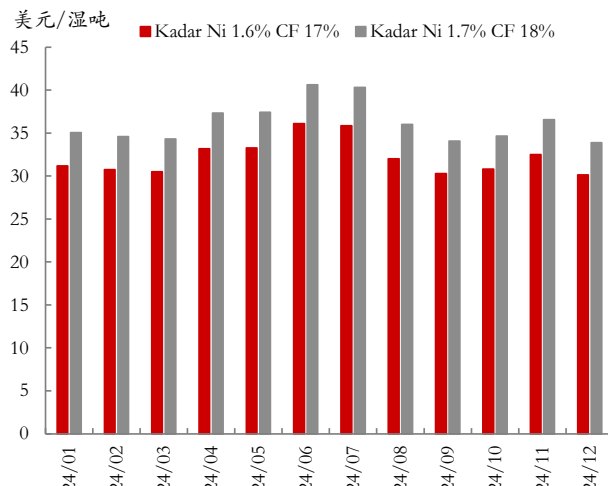
价格方面，2024 年印尼内贸基准价基本呈现窄幅震荡走势，随着 LME 镍价中枢的下滑，HPM 同比亦有所下跌，12 月 1.6%品位、30%含水的镍矿基准价为 30.13 美元/湿吨，环比下跌 2.38 美元/湿吨。不过印尼镍矿实际成交价构成为“HPM+升水”，升水更好的反应了市场供求关系的变化，复盘年度走势来看，呈现出先扬后抑的走势，整体反映了 9 月以前 RKAB 审批配额的缓慢以及大 K 岛超预期降雨致使矿端供应持续低于市场预期，升水最高达 22-24 美元/湿吨，四季度随着矿端审批加速并足以覆盖需求后，升水逐步走低，12 月在 HPM 环比下调 2-3 美金基础上，基于冶炼端亏损现实和年底集中出货预期，我们预计升水将在年底下调至 15 美元/湿吨，但展望 2025 年，印尼矿价难有进一步下滑，若市场升水持续走低，印尼政府对 RKAB 政策影响可能会对冲价格降低风险。

图表 7：印尼镍矿内贸升水走势



资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

图表 8：印尼内贸基准价走势



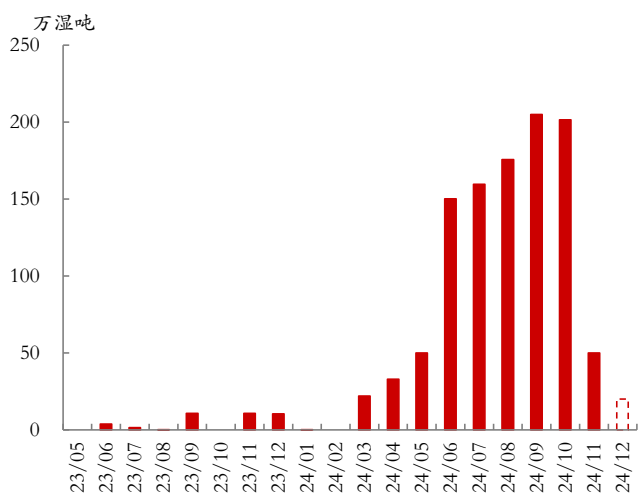
资料来源：东证衍生品研究院

图表 9：12 月印尼镍矿内贸基准价（美元/湿吨）

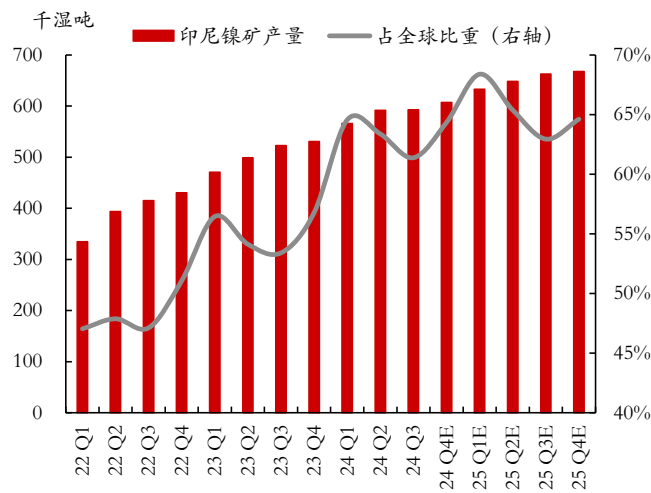
品位	MC30% FOB	MC35% FOB	30%价格环比	35%价格环比
1.2%	17.28	16.04	-1.36	-1.27
1.3%	20.16	18.72	-1.59	-1.48
1.4%	23.26	21.60	-1.84	-1.71
1.5%	26.58	24.68	-2.10	-1.95
1.6%	30.13	27.97	-2.38	-2.21
1.7%	33.89	31.47	-2.68	-2.48
1.8%	37.88	35.17	-2.99	-2.78
1.9%	42.09	39.08	-3.32	-3.09
2.0%	46.52	43.20	-3.67	-3.41

资料来源：东证衍生品研究院

从印尼镍矿产量方面也可看出，较慢的 RKAB 审批进程拖累了三季度产量释放，形成首次季度产量环比下跌，四季度配额下发后季度产量继续创新高，根据 CRU 预测，全年印尼镍矿产量达 2.36 亿湿吨，2025 年将同比增长 11% 至 2.6 亿湿吨。进口方面，10 月以前配额紧张大量依赖菲律宾进口，铁合金在线数据显示，2024 年 1-11 月印尼从菲律宾进口镍矿超 1046 万湿吨，预计全年可达 1060-1070 万湿吨，**展望来看，随着印尼对镍矿审批效率提高，SIMBARA 系统的实施将更好的把原料端、冶炼端情况传递给审批部门，印尼对菲矿的依赖度将会显著降低，基于此，排除超预期降雨对印尼镍矿供应的影响，2025 年印尼镍矿成交价预计不会出现如今年般大幅上涨，年内价格预期波动较小。**

图表 10：印尼从菲律宾进口镍矿数量


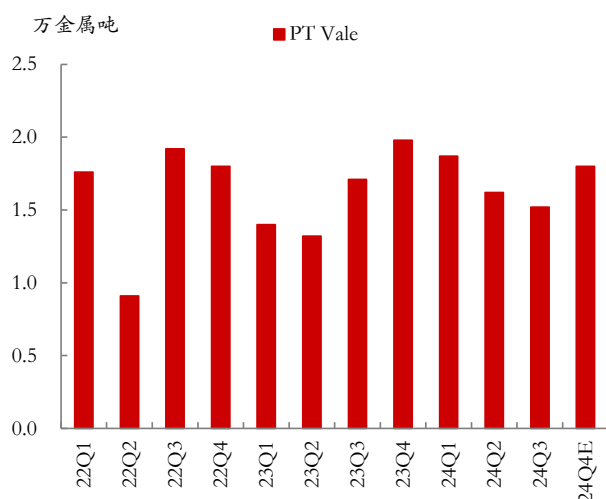
资料来源：铁合金在线，上海钢联，东证衍生品研究院

图表 11：印尼镍矿季度产量及占比


资料来源：CRU，东证衍生品研究院

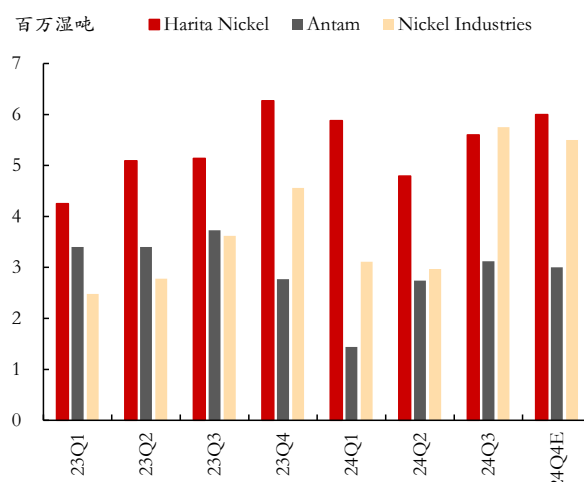
重点镍企产量情况：截止 24Q3，PT Vale 镍矿产量同比提升 13% 达到 5.01 万金属吨，产出重心逐步从巴西和加拿大向印尼倾斜，具体来看 Q3，淡水河谷印尼的成品镍产量同比下滑 1.9 千吨至 1.52 万金属吨，我们预期全年产量将达 6.8 万金属吨，同比增长 6.24%。Antam 方面，根据获得的 2024 年下半年的额外工作计划和预算批准，其 Q3 镍矿产量环比增长 14% 至 312 万湿吨，当前 Antam 为勘探活动已拨款 7.23 亿美元，在镍矿方面目标达到预估的 15%，储量占国家储量的 26%，但目前勘探并未有更多实质性进展，后续需警惕原料端短缺情况出现。

图表 12：PT Vale 印尼镍矿分季度产量



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 13：印尼重点矿企镍矿分季度产量

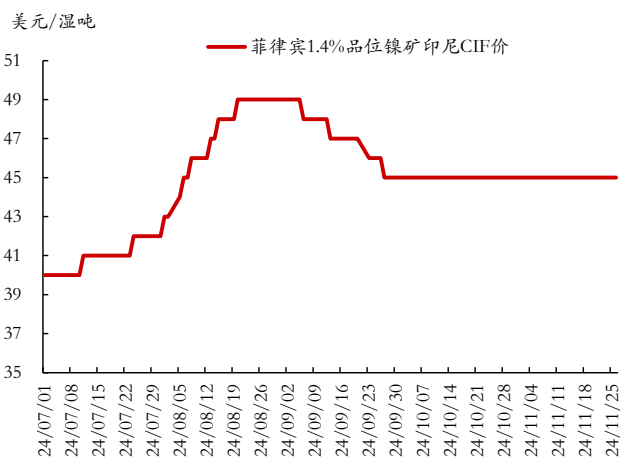


资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

菲律宾：需求增速边际放缓，菲矿产量预计下滑

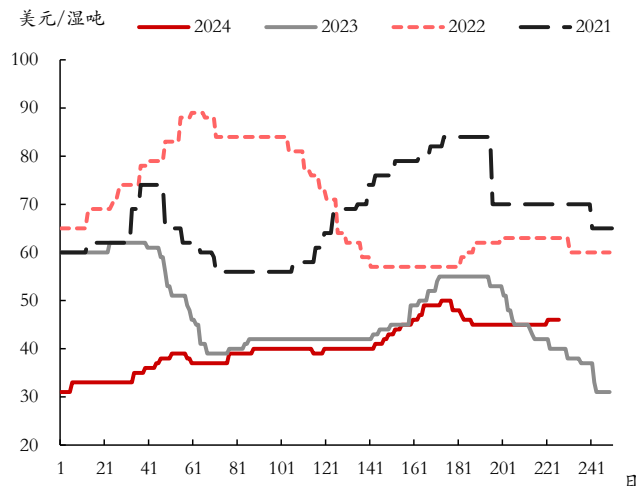
价格：印尼方面，受 9 月前印尼配额和预计影响，本土镍矿供应有限，从对菲矿超预期需求增加影响，菲矿 CIF 价格快速上行，随着 Q4 印尼镍矿配额的释放和雨季影响消退，印尼内贸供应情况好转，对菲律宾中镍矿需求下降，全年呈现出先扬后抑的走势。国内来看，全年菲律宾镍矿价格震荡上行，年末跟随印尼矿价下跌亦有一定下跌，整体价格不及去年同期，主要系国内镍铁厂在高镍铁下滑后利润空间不佳，工厂采购出价有限，开工率下滑对菲矿需求同比亦有下降。展望来看，我们预计 2025 年一季度菲矿价格走跌压力仍大，核心逻辑在于中国镍铁价格难有回暖的背景下对菲矿消化能力边际走弱，而印尼目前已审批 2025 年配额 2.4 亿湿吨，较今年年初大幅上涨，预计对菲矿进口需求将快速下滑。

图表 14: 印尼进口菲律宾中镍矿 CIF 价格



资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

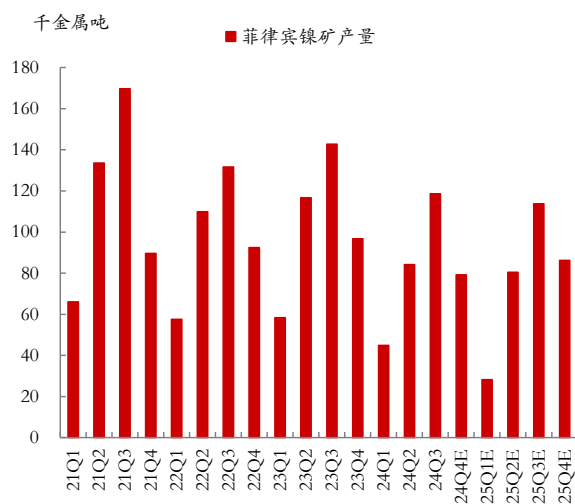
图表 15: 中国进口菲律宾中镍矿 CIF 价格



资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

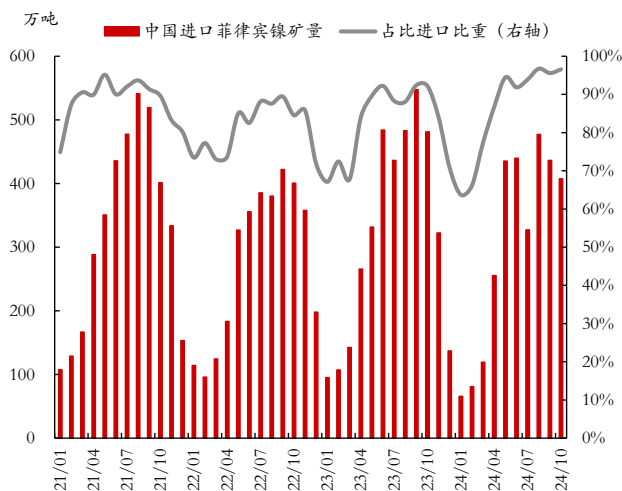
产量：菲律宾镍矿产量具备较强的周期性，一般当年 11 月至次年 3 月为主产区雨季，因此 Q4 和次年 Q1 供给偏紧且有明显边际减少趋势，而在 Q2 雨季影响消退后便逐步恢复，Q3 达全年产量高峰。进一步观察，2024 年菲矿全年产量预期为 32.69 万金属吨，同比下降 21.2%，究其原因，我们认为一方面系菲律宾镍矿平均品位近年受高品位资源几近枯竭影响逐年下滑；另一方面，2024 年海运费整体价格维持历史低位，印尼低价镍铁资源回流更为顺畅，中国铁厂份额持续受挤压，叠加镍铁价格承压下国内铁厂普遍亏损，对菲矿需求边际减少，港口库存处于近年来高位，对菲矿消化能力较差。基于以上分析定量测算，我们预计 2025 年菲律宾镍矿产量将继续同比下滑 5.6% 至 30.9 万金属吨。

图表 16: 菲律宾季度镍矿产量及预测



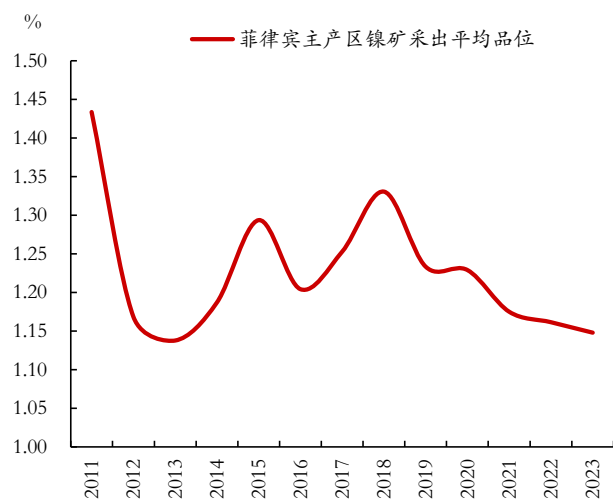
资料来源：CRU，东证衍生品研究院

图表 17: 中国对菲律宾镍矿进口量及占比



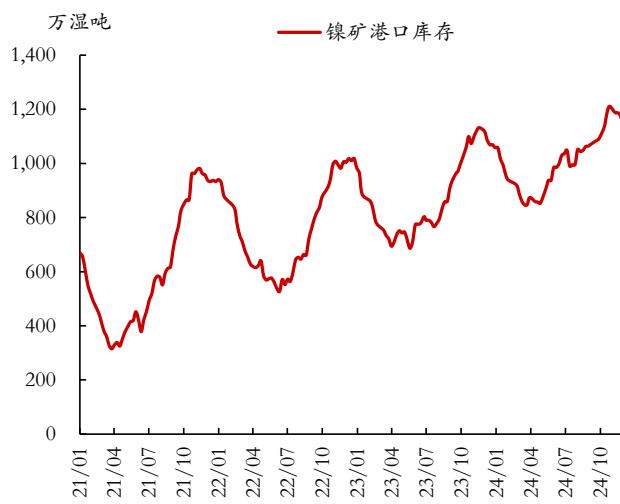
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 18: 菲律宾主产区镍矿平均品位



资料来源：菲律宾地质局，东证衍生品研究院

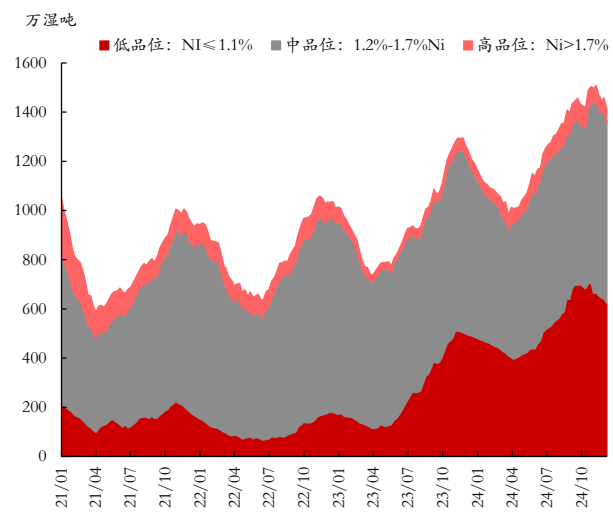
图表 19: 中国镍矿港口库存



资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

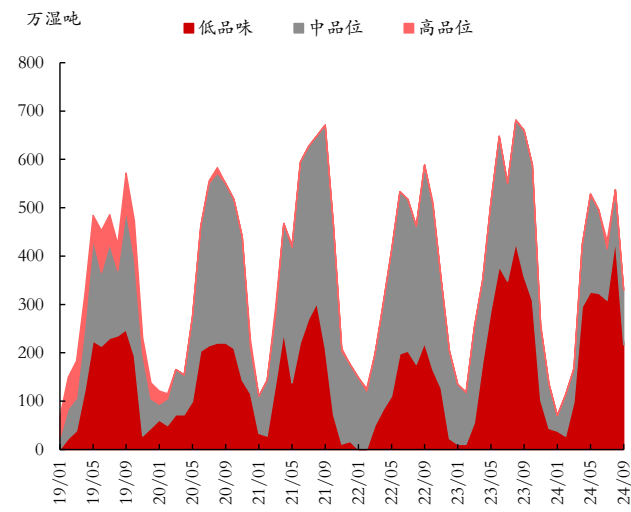
从结构来看，无论出口还是库存表现，低品位镍矿占比均在逐步提高。根据上海钢联数据，24 年 1-9 月菲律宾出口至中国镍矿约 3796 万吨，同比减少 4%。结构来看，在中高品位镍矿被印尼分流后，国内到港的低品位镍矿占比在今年显著提高，全年平均占比 43%，同比提升 15 个百分点；相应的，国内港口库存中，低品位占比在近两年提升至近 70%，国内高镍铁产线开工率不足的背景下，预计 2025 年菲律宾出口及国内港口库存结构仍将以中低品位镍矿为主。

图表 20: 中国镍矿港口库存分品位情况



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 21: 菲律宾出口至中国镍矿分品位情况

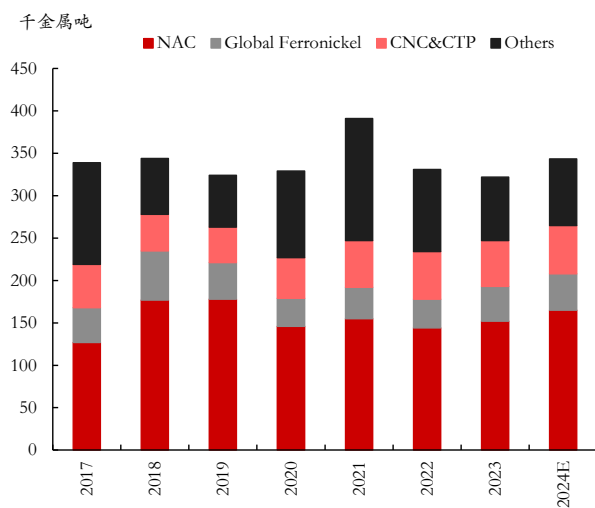


资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

重点矿企盈利情况：受到镍、钴等金属普遍价格下跌造成红土镍矿湿法开采项目成本攀升，以及镍矿销售收入减少，以矿石出口为主的菲律宾矿企盈利大幅下滑。尽管受到超预期的印尼需求推动，菲矿企业产量预计在今年同比走高，但镍金属价格下跌带来的影响难以用量增来抵消，亚洲镍业在 23 年净利润腰斩，同比下降 53.2%至 37 亿比索，24Q1-Q3 同比进一步下滑 28%至 26 亿比索，不过相较于 24Q1 仅 2 亿比索已有较大回暖，但仍不及同期，考虑四季度镍矿出口预计表现疲弱，全年 NAC 净利润约在 30 亿比索左右。Global Ferronickel 表示，镍矿在今年前 9 个月的平均销售价格同比下跌 27%至 23.4 美元，其中中镍矿价下跌 35.4%，低镍矿价下跌 21%，从而 24 年前 9 个月采矿收入同比下滑 15.3%至 57.2 亿比索，低品位占 65%，中品位占 35%。

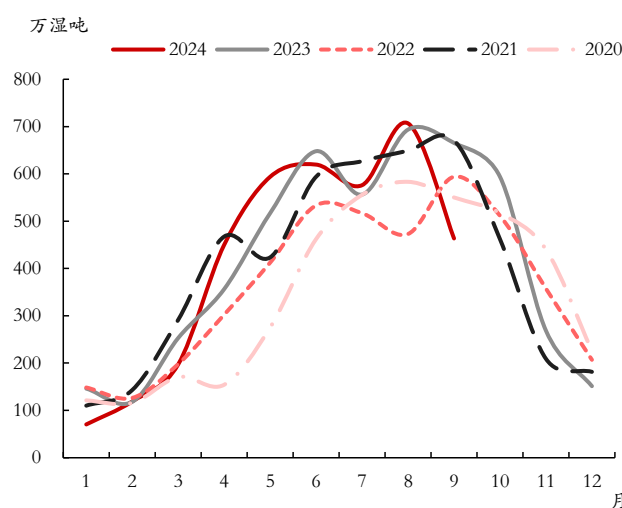
待投产方面，亚洲镍业计划在今年完成 Bulanjao、Manicani 两项镍项目的投建，目前 Manicani 项目已有矿山出货并处于爬产进程中，10 月与 11 月分别运往中国 1 船和 2 船，合计约 18 万湿吨，其经营主体 HMC 公司（Hinatuan Mining corp）的另一处矿山项目 Tagana-an 面临资源匮乏风险将暂停出货，后续将以 Manicani 经营为主，但考虑到雨季及需求疲弱影响，Manicani 矿山 12 月预期将不贡献产量。此外，Bulanjao 项目仍在开发中，我们认为如果菲律宾镍矿石价格进一步下跌，可能会影响到此项目的正常开工投建进程。

图表 22：菲律宾主要矿企镍矿产量



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 23：菲律宾镍矿出口总量



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 24：亚洲镍业 2024 年待投产镍矿项目

单位：万湿吨	Bulanjao	Manicani
资源储量	5600 (1.38%Ni)	4300 (1.59%Ni)
腐泥土矿	2000 (1.54%Ni)	2500 (1.77%Ni)
褐铁矿	3600 (1.30%Ni)	1800 (1.35%Ni)
计划年产量	200	300

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

1.3、结论与思考

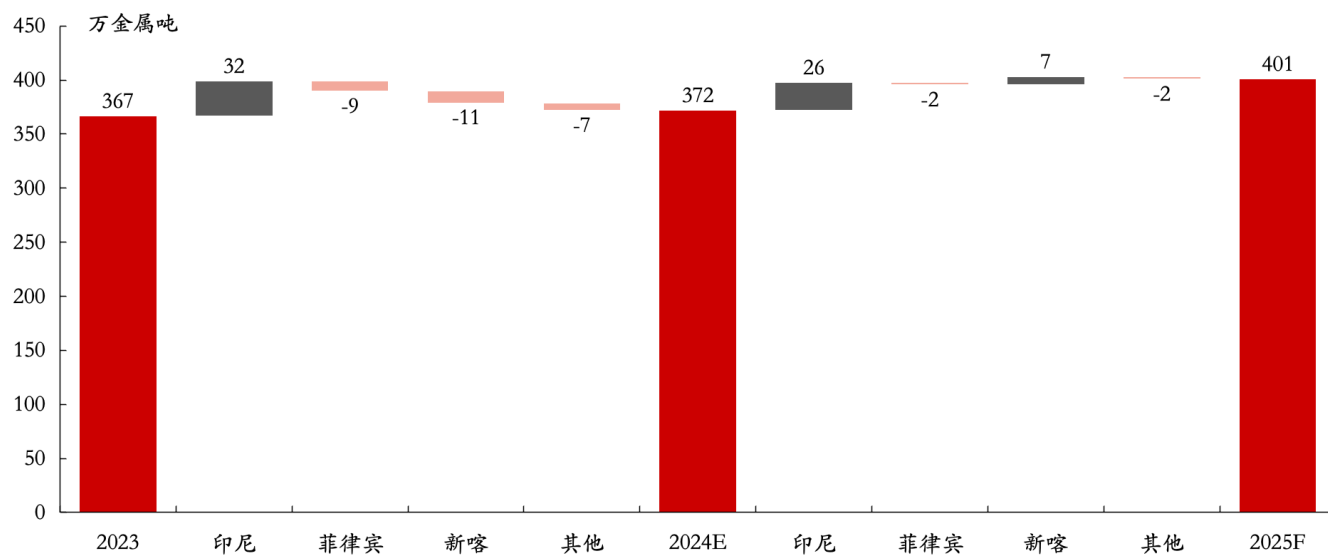
硫化镍矿方面，澳洲高成本矿企在镍价重新站稳 1.8 万美元/吨之前，暂无复产希望，目前仅 IGO 的 Nova 镍矿和嘉能可 Murrin Murrin 镍矿仍在运营。此外，我们看到住友商事在马达加斯加的 Ambatovy 镍豆项目在 10 月末宣布恢复生产，前一个月因管道事故临时停产，不过我们注意到今年 4-9 月 Ambatovy 产量仅 1 万吨镍，同比减半，致使其 C2 成本攀升至约 19200 美元/吨，尽管复产也仅能维持较低产量并保持现金成本上的盈亏平衡；新喀里多尼亚的 Prony 资源采矿项目（C1 成本约 13500 美元/吨，C2 成本约 16000 美元/吨）在经历了 6 个月的关闭后也于 11 月下旬宣布准备重启，此前受到境内政治骚乱影响而暂停，复产后同样将生产规模缩减，至每月 3500 吨 MHP，以上项目复产重启均在 LME 镍价处于 1.6 万美元/吨附近，我们认为后续仍需更低的镍价促进硫化镍矿产线进一步出清。

红土镍矿方面，印尼目前已成为矿端资源最核心的增量地区，年内占全球镍矿供应已超 60%，但回顾年内发现，今年印尼整体供需偏紧，三季度及以前受制于配额审批缓慢叠加本土降雨拖累开工和运输，不得不通过菲律宾镍矿进行补充，导致镍矿价格重心上移，提供了更强的成本支撑，四季度制约因素边际走弱，产量得以回暖。展望 2025 年，印尼镍矿供给预计将在长期内维持偏紧，供应增速边际放缓，从而镍价的下方支撑将长期坚挺。一方面在于印尼对本土资源保护决心较强，高品位火法矿考虑寿命现实本身具备控制产量需求，而 ESG 等约束也在将重心更多转向湿法矿开采；另一方面，新任总统普拉博沃上台后，一转前任政府鼓励迅速扩大当地镍冶炼产能的风格和态度，印尼在下半年多次表态要控制镍矿石数量，其背后主因我们解读为供给过剩格局使得镍价触及了印尼方所接受的底线，比较可能的政策例如缩减 RKAB 审批配额的释放量级或节奏，以及考虑对已审批但未使用完的配额在下一年进行相应扣减，从而倒逼企业谨慎思考申请配额的量级。我们认为，2024 年印尼镍矿供应增量预计同比增加 32 万金属吨，2025 年预计同比增加 26 万金属吨。

菲律宾方面，在印尼镍矿紧缺下菲矿多出口印尼消化本土产量，而在不锈钢市场需求疲软向原料镍铁端负反馈进程中，中国铁厂基本均处亏损，致使国内铁厂开工率下滑并对菲矿需求减少。此外，菲矿资源枯竭以及品位下滑问题逐年凸显，叠加本土露天采矿较多，对矿区环境破坏较大，将使得菲律宾政府不得不谨慎思考资源如何合理开采。2025 年我们更倾向于认为菲律宾矿端产量将进一步下滑，预计 2024 年产量同比下滑约 9 万金属吨，2025 年同比减少 2 万金属吨。

定量预估，2024 年全球镍矿供给预计同比增长 1.4% 至 372 万金属吨，2025 年预计印尼将继续贡献主要增量，新喀里多尼亚在 2024 年受本土动乱加剧影响镍矿减产较多，参考 Prony 资源等项目逐步复产，预计明年产量亦有一定的恢复，因此 2025 年全球镍矿供应预计同比增长 7.8% 至 401 万金属吨。

图表 25：2024 年全球镍矿产量变化预估



资料来源：USGS，东证衍生品研究院

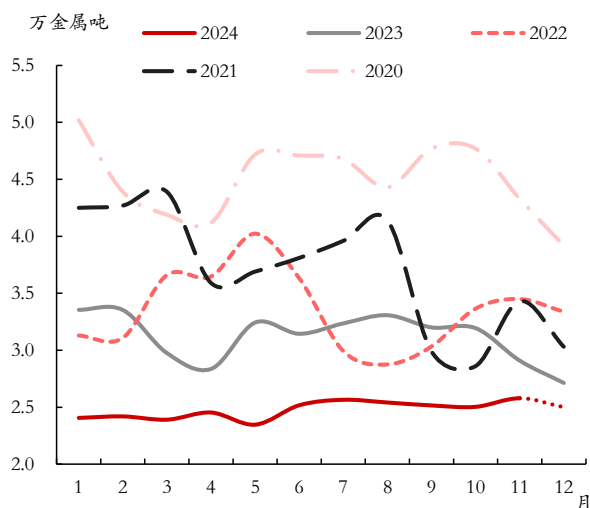
2、冶炼端

2.1、镍铁

中国：我国 NPI 产量 2024 全年均处于历史低位，2025 年预计同比持平。中国 NPI 的冶炼产能已严重过剩，根据铁合金在线数据，当前国产高镍铁成本约在 973-1044 元/镍点，毛利率约-11%~-4%；而印尼资源国内到港含税成本约 918-983 元/镍，在低成本进口 NPI 的冲击之下，国内工厂呈现“低开工+低盈利”格局，开工率约 50%。根据上海钢联数据，2024 年中国 NPI 产量处于历史低位，24 年 1-11 月产量共计 27.24 万金属吨，同比下滑 22%，预计全年产量同比下滑 21%至 29.6 万金属吨。**展望明年，镍铁价格难有回暖的背景下，我们预期国内镍铁厂开工率仍将持续低位，并且下游不锈钢需求端房地产逐步企稳尚需时日，短期难以对原料形成正向反馈，预计 2025 年中国 NPI 产量将同今年基本持平。**

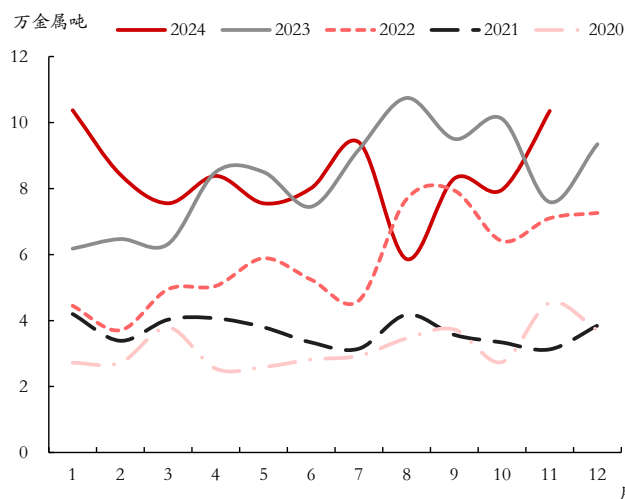
进口方面，据海关数据统计，我国 1-11 月从印尼进口 NPI 总量达 769.4 万实物吨，同比提升 55.9 万吨，增幅 7.8%，11 月单月 NPI 进口环比增加 18.6 万吨至 85.5 万吨，直接带来国内 NPI 社会库存明显累积，12 月在 3 万金属吨左右。

图表 26：中国 NPI 产量



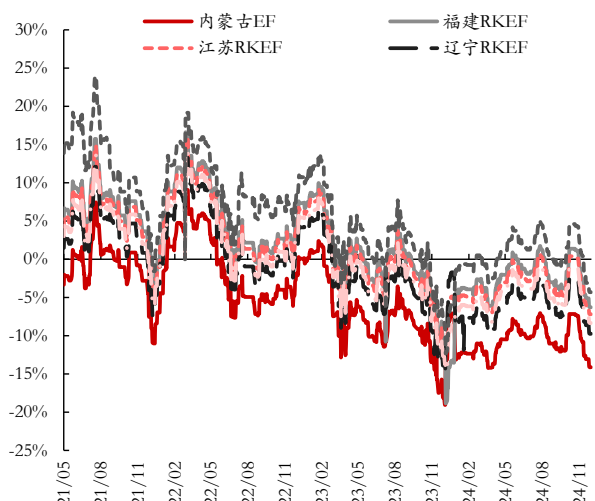
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 27：中国从印尼进口 NPI 数量



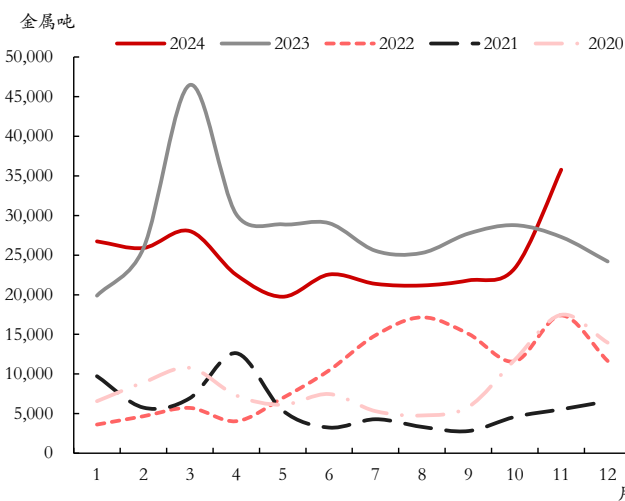
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 28: 中国 NPI 分地区生产利润率



资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

图表 29: 中国 NPI 库存



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

当前我国高镍生铁的主要逻辑, 已从前两年的碳中和和能耗双控给予政策阻力, 向海外低价资源挤压国内铁厂利润从而维持低开工转变, 其背后的动因便是当前市场给不出铁厂维持产量所需的价格, 以至于国内在未来一段时期内或将都无法看到存量产能开工率的提升。基于国内镍铁边际趋弱环境下, 前期未投产项目在未来预计仍无法逆市投产, 国内仍存希望的仅奈曼安有部分炉子还未投产完毕, 但短期投产压力仍较大, 预期进程较慢, 明年暂无增量预期。此外, 广西某铁厂有新技术正在试验, 但新技术是否成功落地仍需较长时间的证明, 整体来看国内镍铁发展更多是存量产线的博弈, 若镍铁价格仍无法受需求提振, 将面临高边际产线的逐步关停。

图表 30: 中国高镍生铁出厂价



资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

图表 31: 青山钢厂高镍铁招标价走势



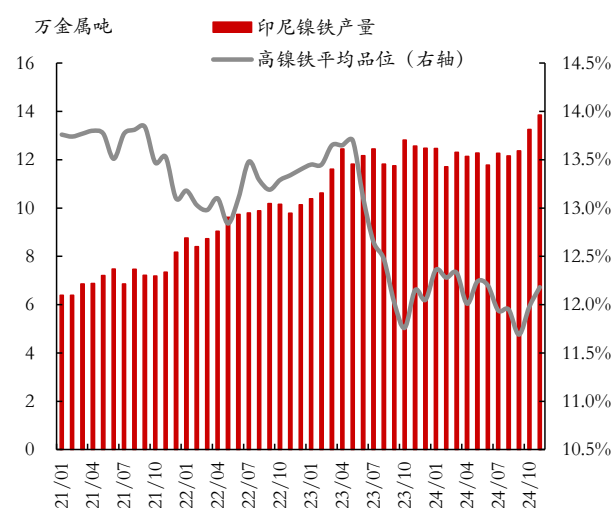
资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

印尼：根据铁合金在线数据，2024 年印尼新增投产矿热炉 32 台，合计产能涉及 39.7 万金属吨，投产主要集中于德龙园区及非主产地区，较 23 年投产增速放缓，但绝对炉子数仍较多。目前印尼总体开炉数达到 218 台，2024 年全年 NPI 产量预计为 151 万金属吨，同比增加 5.6%，基本呈现逐年上涨的趋势，且印尼镍铁产能较为充足，目前产能利用率约 70%-80%，存量产线仍具备增长空间。

从增量角度看，德龙 4 期项目今年已投完 7 台，还有 1 台预计于 25 年 1 月投产，年内贡献增量 1.25 万金属吨；力勤-哈利达 KPS 项目也在今年 9 月和 11 月分别投产 1 台，还有 10 台预计明年能落地 6 台左右，合计增量约在 10 万金属吨。但由于当前镍铁产能过剩较为严重，更多投产项目也只会带来存量产能的内卷加剧，多数产线如中伟-德龙 4 期的 16 台炉子、广青哈马黑拉镍业、东加里曼丹钢铁 1 期的 3 台炉子等项目均暂停或推迟投产，预计 25 年印尼 NPI 产能将达巅峰，26 年往后不再有新产能继续投放。

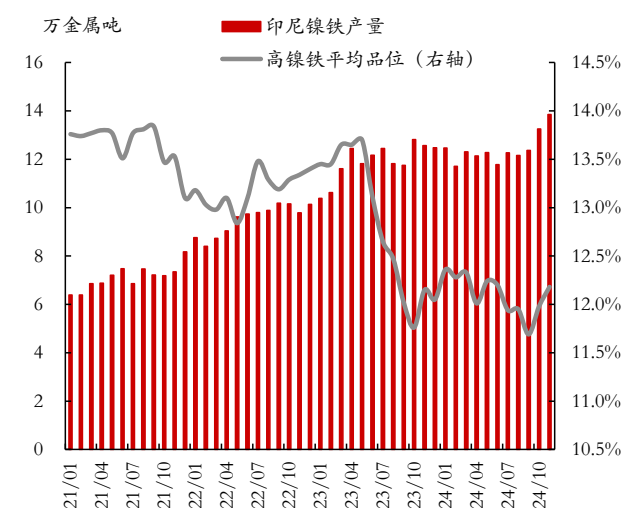
利润角度看，当前印尼单镍点中国到港成本约 910-990 元/镍，对应 950 元/镍（到厂含税）价格毛利率在-4%~4%，其中大 k 岛/小 k 岛及力勤项目受益于自建电厂且矿端运输距离较短等优势，矿端成本及能源成本均较低，也是国内镍铁项目无法触及的优势（山东鑫海有自备电厂，但矿从菲律宾运输成本仍偏高）；而德龙项目镍点含量偏低，华迪项目采用国电，整体成本偏高。综合以上因素，我们预估 2025 年印尼高镍铁产量为 164.6 万金属吨，同比增长约 13 万金属吨。

图表 32：印尼镍铁产量及平均品位



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 33：印尼 NPI 产能及开工率



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 34：当前印尼镍铁成本测算

单个镍成本（国内到港，元/镍）					单吨镍铁毛利率				
大 K	小 K	德龙	力勤	华迪	大 K	小 K	德龙	力勤	华迪
910	912	980	915	987	4%	4%	-3%	4%	-4%

注：采用 1.6%品位镍矿，价格按照 12 月印尼内贸基准价+16 美元/湿吨，毛利率测算基准为 950 元/镍（到厂含税）

资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

图表 35：2024 印尼 NPI 已投产项目汇总

投产时间	企业名称	规划炉子数	投产数	投产状态	产能（金属吨/年）	备注
2024.1	中伟-NNI	8*54000kvaRKEF	1	1 台出铁	12,519	项目累计 1 条
2024.1	中伟-NNI	8*54000kvaRKEF	1	1 台点火	12,519	项目累计 2 条
2024.2	硕石	12*48000kvaRKEF	1	1 台出铁	11,131	项目累计 1 条
2024.2	巨盾镍业	25*39000kvaRKEF	2	2 台出铁	9,435*2	项目累计 23 条
2024.3	硕石	12*48000kvaRKEF	2	2 台出铁	11,131*2	项目累计 3 条
2024.3	巨盾镍业	25*39000kvaRKEF	1	1 台出铁	9,435	项目累计 24 条
2024.4	中伟-NNI	8*54000kvaRKEF	1	1 台出铁	12,519	项目累计 3 条
2024.4	硕石	12*48000kvaRKEF	1	1 台出铁	11,131	项目累计 4 条
2024.4	巨盾镍业	25*39000kvaRKEF	1	1 台出铁	9,435	项目累计 25 条
2024.4	PT BMS	1*33000kva	1	1 台出铁	8,309	项目累计 1 条
2024.4	印尼华迪 3 期	4*39000kvaRKEF	1	1 台出铁	9,435	项目累计 4 条
2024.4	东加里曼丹钢铁	6*42000kvaRKEF	1	1 台点火	9,740	项目累计 3 条
2024.5	中伟-NNI	8*54000kvaRKEF	1	1 台出铁	12,519	项目累计 4 条
2024.6-7	中伟-NNI	8*54000kvaRKEF	2	2 台投产	12,519*2	项目累计 6 条
2024.6-7	硕石	12*48000kvaRKEF	4	4 台投产	11,131*4	项目累计 8 条
2024.8	硕石	12*48000kvaRKEF	3	3 台投产	11,131*3	项目累计 11 条
2024.8	澜凯	2*60000kvaRKEF	2	2 台点火	33,235	项目累计 2 条
2024.8	科赞	2*60000kvaRKEF	2	2 台点火	33,235	项目累计 2 条
2024.9	硕石	12*48000kvaRKEF	1	1 台投产	22,262	项目累计 12 条
2024.9	宝鑫特钢 KPS	12*66000kvaRKEF	1	1 台点火	16,618	项目累计 1 条
2024.11	宝鑫特钢 KPS	12*66000kvaRKEF	1	1 台投产	16,618	项目累计 2 条
2024.12	中伟-NNI	8*54000kvaRKEF	1	1 台点火	12,519	项目累计 7 条

资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

图表 36：2025 年印尼镍铁待投产情况

项目名称	产品	投产时间	年产能 (万金属吨)	备注	预计 25 年贡献产能 增量 (万金属吨)
德龙 4 期 中伟 NNI 项目	NPI	2024.1	10	第 7 台 12 月投产，还剩 1 台预计 25 年 1 月投	1.25
力勤-哈利达 宝鑫特钢 KPS 项目	NPI	2024.9	20	已投产 2 台，后面还有 10 台，2025 年预计投产 6 台	9.97
东加里曼丹钢铁一期	NPI	2025Q1	5.8	原计划 6 台炉子投产，已投 3 台，第 4 台预计 25 年投，剩下停建	0.97
东加里曼丹钢铁二期	NPI	2025.3	1.9	备矿，25 年 3 月投产	1.9
PT.Ceria Nugraha Indotama 1 期	NPI/ FENI	2025Q2	5.6	2024.12 开始调试，年产 25.27 万吨（镍含量 22%）的镍铁	1.4
MNI-镍铁项目 (SEI 工业园区)	NPI	2025Q4	13.3	总共规划 8 台，25 年 Q4 预计投产 2 台	3.3
PT ISN	NPI/ FENI	2025Q4	6.6	计划 2025 年底投入运营，总产能为每年 50 万吨镍铁 (10-12%)	0.825
				合计 2025 年预计增量	19.615
以下项目均推迟投产进度，暂无预期投产时间，我们认为实际投产较难：					
卡拉集团 PT BRM	NPI/ FENI	-	7.2	年产量为 60 万吨镍，产品包括镍生铁和镍铁，已推迟	-
PT Stargate Mineral Asia	NPI	-	-	-	-
PT. Excellen Silo Ferroalloy	NPI	-	2.2	-	-
PT Indo Nickel Industri	NPI	-	-	2023 年 1 月动工，18 个月建设完成	-

资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

图表 37：2024 年印尼高镍铁工厂开工情况

投建国	企业名称	规划数量	已投产炉子数	开工炉子数
印尼	Indoferro	7	4	2
印尼	PT.BTS	1	1	1
印尼	安塔姆	5	4	4
印尼	现代集团	1	1	0
印尼	印尼世纪冶金有限公司	3	3	0
印尼	卡拉集团	1	1	1
中国	金川集团	4	4	4
中国	力勤集团&哈利达	20	10	10

中国	青岛中程	4	4	4
中国	青山集团 (IMIP)	54	54	48
中国	青山集团 (IWIP)	64	64	44
中国	上海华迪实业	10	10	7
中国	新华联	4	4	0
中国	新兴铸管	4	4	4
中国	印尼金麟镍业责任有限公司	2	0	0
中国	振石集团	12	12	12
中国	安胜丝路火法项目公司	1	1	0
中国	万向	4	4	4
中国	东加里曼丹钢铁有限公司	8	3	3
中国	德龙	91	72	65
中国	中伟	8	7	5
总计		308	267	218

资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

平衡角度看，今年中国+印尼的高镍铁月度维持紧平衡，全年来看偏微幅过剩。但进一步看国内情况，在钢厂年内没有明显减产情况下，全年紧缺量达到 4 万金属吨。据此我们认为，明年在印尼矿端因人为干预而偏紧叠加中印钢厂维持高产的背景下，950 元/镍的 NPI 价格将促使高镍铁供需格局偏紧甚至短缺（开工意愿不足），部分海外钢厂可能将采购纯镍或 FENI 来补充原料，从而抬高镍及不锈钢产业链成本端中枢，倒逼 NPI 甚至纯镍价格上涨。进一步思考，如果 NPI 价格因供需偏紧而上涨，我们认为其更有可能的议价区间在 1010-1030 元/镍左右，一方面此价格可以激励部分国内铁厂开工补足一定的海外镍铁缺口，另一方面更高的镍点价格可能会促使高成本水淬镍产线投产，亦会刺激部分高冰镍产线转产而使得产量无序增长，而这是过剩产业链下并不想看到的。

图表 38：中国+印尼高镍铁供需月度平衡表（万金属吨）

	24.1	24.2	24.3	24.4	24.5	24.6	24.7	24.8	24.9	24.10	24.11	24.12
印尼产量	12.4	11.6	12.2	12.1	12.3	11.8	12.3	12.2	12.4	13.3	13.9	14.4
印尼 300 系镍耗量	3.7	3.3	3.2	3.1	3.3	3.1	2.8	3.3	3.3	3.4	3.5	3.2
出口至其他国家	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.8	0.5	0.6	0.4	0.5	0.5
中国 FENI 进口	1.3	0.5	0.5	0.6	0.8	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
国内高镍铁产量	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
总供给量	11.6	10.5	10.8	11.2	11.2	11.2	11.3	10.9	11.0	11.9	12.4	13.2
国内 300 系产量	155.9	138.5	177.7	171.2	174.0	162.3	159.1	162.1	163.3	169.3	173.2	177.5
废钢使用比例	22%	20%	22%	21%	20%	20%	20%	20%	23%	22%	18%	20%
总需求量	10.5	9.6	11.9	11.7	12.0	11.2	11.0	11.2	10.9	11.4	12.2	12.2
供给-需求	1.1	0.9	-1.1	-0.5	-0.8	0.0	0.3	-0.3	0.1	0.5	0.2	1.0

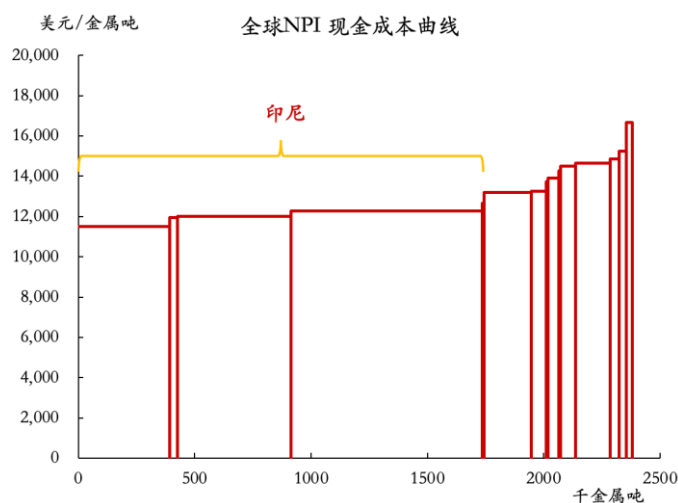
资料来源：铁合金在线，中联金，富宝资讯，上海钢联，东证衍生品研究院

图表 39：中国高镍铁供需平衡



资料来源：海关总署，铁合金在线，东证衍生品研究院

图表 40：NPI 现金成本曲线

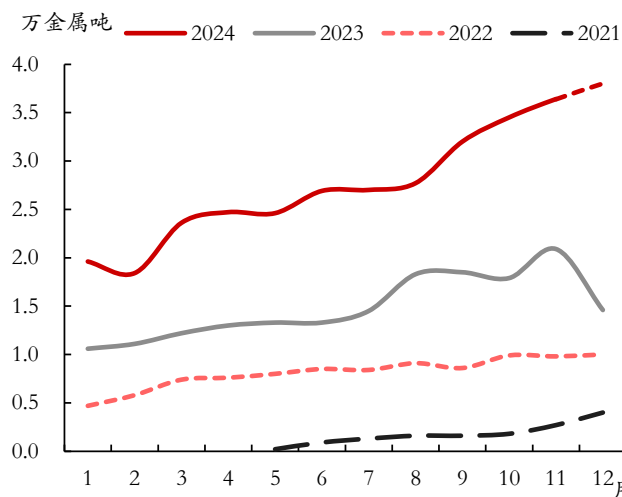


资料来源：SMM，东证衍生品研究院

2.2、中间品

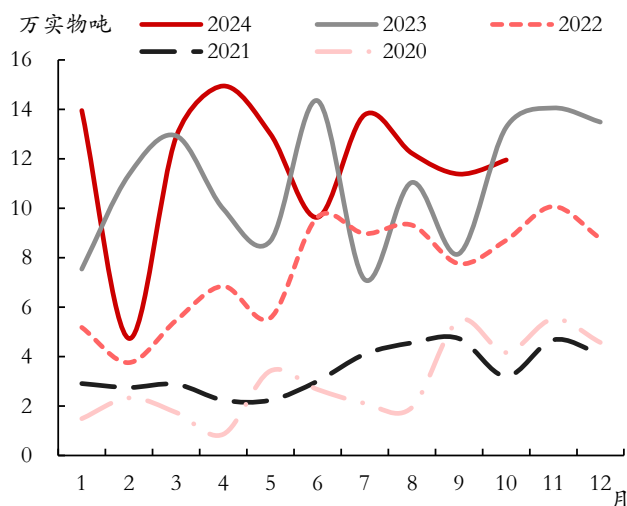
MHP：2024 年湿法中间品的主线便是新增产能的逐步投放，年内并无核心矛盾。随着 MHP 生产硫酸镍并通过电积工艺生产电积镍逐步成熟，给予了 MHP 较为“万能”的消化手段--交仓，叠加湿法工艺本身扣钴带来的成本优势和相较火法工艺对环境更为友好，MHP 产能投放不像镍铁那般受限，印尼地区当前已投产的项目包括力勤 HPAL1-2 期/Obi3 期、华越、华飞、青美邦 1-2 期及美明 7 大项目，存量年产能已提升至近 38.9 万金属吨，较年初新增约 3 万金属吨（不计算华飞复产）。产量来看，因 MHP 湿法项目前期投资规模较大且投产建设周期较长，相比于产线转换灵活的高冰镍，其供应量表现更加稳定，2024 年月度产量基本一步一个脚印抬升，到年底预计可增至 3.8 万金属吨/月，1-11 月产量共计 29.5 万金属吨，同比提升 81%，预计全年可实现产量 33.3 万金属吨，同比+87%。

图表 41: 印尼 MHP 月度产量



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 42: 中国湿法中间品月度进口量



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

已投产及待投产项目方面，2024 年内力勤 Obi 3 期项目于 4 月投产并给量，青美邦 2 期和美丽明新能源项目分别于 8 月和 10 月投产，并在 9 月和 11 月给量，整体产能投建较预期稍有偏慢。此外，相较于我们在季报中梳理的待投产项目，目前亦有些许变化：

1) 格林美湿法项目：格林美在 MHP 方面一共规划了四个项目，青美邦 1-3 期以及和 Merdeka 合作的 PT ESG 湿法项目，其中美丽明和格林爱科系青美邦二期三条线中的后两条，目前青美邦 1 期、2 期（第一条线+美丽明）已经投产，合计 4 台炉子共 8.5 万金属吨产能，预计 ESG 项目将于 24 年末投产，格林爱科项目预计 25 年 1 月投产。

2) 青山晨曦项目：这个项目同华友持股 68% 的华山项目有联动，经调研了解华山项目仍在推迟，若后续晨曦项目产线落地为建设电积镍的话，预计将采购华山项目的 MHP 作为原料。我们认为此项目建设进度相对缓慢，2025 年内能否给量还需跟踪。

3) 部分产线进一步推迟：Antam 和普勤的 CBL 项目原本计划 24 年末投产，但目前了解下来还未开始建设，考虑到湿法产线建设难度大时间长，明年难见落地。此外，原本 2025 年计划投产的邦普 IKIP1-2 期、Dawn HPAL 项目和 Bahodopi 项目也均推迟。

综合以上来看，尽管印尼表态将更多把投建重心放于湿法工艺，投建环境相对宽松，但硫酸镍方面的疲软表现难以支持企业加快产能建设的步伐，定量测算预计 25 年产能增量在 5 万金属吨左右。

图表 43: 印尼重点湿法待投产项目跟踪

项目	产能 (万金属吨)	产品	预计 投产时间	情况说明
格林美参股/默迪卡控股 PT ESG New Energy	3	MHP	2024.12	MBMA 公告年产能为 30,000 金属吨 MHP，截至 Q3 末，总体项目进度为 85%。
格林美控股 格林爱科项目	2.5	MHP	2025.1	2024 年 9 月公告，计划 12 月开通，属于二期三条线的其中一条
青山印尼晨曦项目	6.7	MHP/纯镍	2025 年	具体生产什么看市场情况。2024 年 10 月硫磺制酸设备已到印尼
韩国浦项制铁/宁波瑞信 工贸合作项目	12	MHP	2025 年	1 期 6 万吨/年，2023 年开始建设
上海鼎信 ENC 项目	7.2	MHP/硫酸 镍/电积镍	2025Q4	2023 年 12 月-2024 年 3 月建设，7.2 万 MHP+硫酸镍+阴极镍
青山 蓝焰能源 BSE 项目	6.7	MHP	2026Q1	67,000 吨镍当量，约 7,500 吨钴。2025 年底完工，2026 年第一季度投入商业生产。
瑞隆能源	6.7	MHP	2026Q1	同蓝焰制酸一起开工的
Vale/华友/福特 KNI 项目	12	MHP	2026Q1	2024 年底完成 20% 的进度。设计 6 条产线，年产量 12 万吨镍，15,000 吨钴，年消耗湿法矿推算约 1900 万吨，每日消耗约 5.3 万吨。
Vale/华友/华利 HPAL 项目	6	MHP	2026Q4	Vale 供应镍矿，额外镍矿采购权待定。每年 60,000 吨镍和 5,000 吨钴，由华利运营

资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

图表 44: MHP 镍折价系数处在相对高位



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

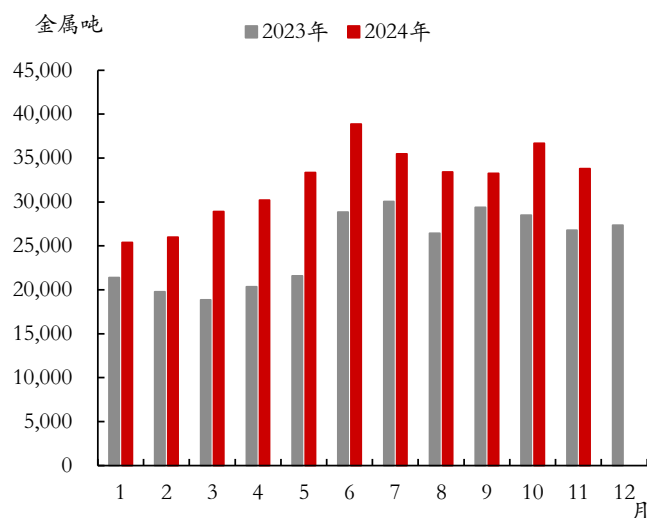
图表 45: MHP 价格变化



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

高冰镍：从整体供需面来看，高冰镍作为电镍及硫酸镍的原料，相较于 MHP 而言，供需弹性相对较小。其一是因为，大部分电镍项目自备配套的一体化高冰镍冶炼项目；其二，新增电镍项目中湿法中间品作为原料的比例不断提升；其三，在硫酸镍生产中，MHP 因其经济性优势，近年来作为主要原料存在，国内当前有能力使用高冰镍作为原料的厂家较为有限。基于以上原因，在 MHP 产能不断投建及爬产，叠加硫酸镍过剩的背景下，企业会根据经济性来选择采用 MHP 还是冰镍作为原料，MHP 对高冰镍逐渐具备替代性。此外，NPI 价格若有抬升，部分高冰镍产线也会灵活转产 NPI 以追求利润。因此，2024 年高冰镍逐步走出供需双弱的格局，成交也相对冷清，我们认为这种形式可能将在未来很长一段时间延续，冰镍环节也无主要矛盾预期。

图表 46：印尼冰镍产量情况



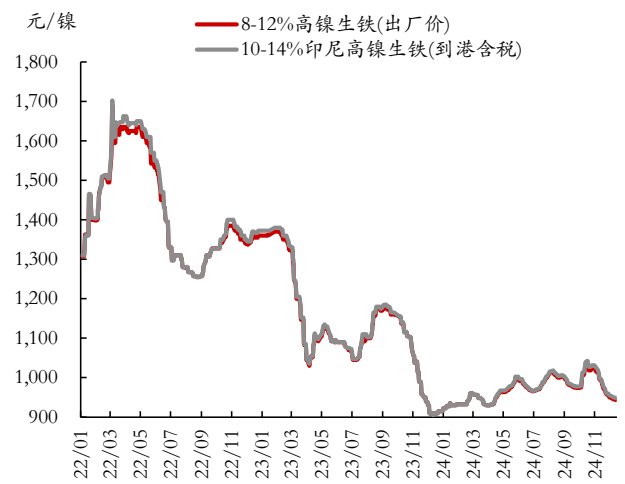
资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

图表 47：高冰镍价格走势



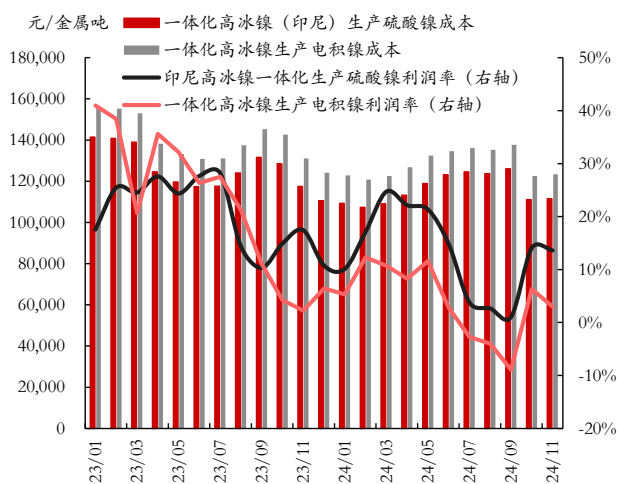
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 48：高镍生铁价格走势



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 49：一体化高冰镍生产纯镍及硫酸镍利润



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

基于以上讨论，展望 2025 年，结合我们上述对镍铁的分析，若不锈钢未有明显减产，镍铁供需格局偏紧及价格中枢可能在 2025 年抬升将刺激一体化高冰镍产线灵活转产镍铁以补产或逐利，例如 24 年 11 月已有中伟和金川产线转产风淬镍。此外，我们认为冰镍后续产能投产将带来存量竞争加剧，下游消化能力较弱的情况下有进一步累库压力，或倒逼产线投产进程放缓以及现有产能利用率的下滑。

从待投产项目来看，各项目进程基本也较原先预期逐步推迟，盛屯/万向的永誉国际项目及盛迈镍业项目原本计划年内投出也暂无新消息落地，投产进程无限期推迟；伟明第二个高冰镍项目也暂无新进展更新，因此我们认为其第三个高冰镍项目可能在 2025 年投产预期也将推迟。目前来看，针对明年高冰镍投产可能性较大的项目我们认为仅有伟明嘉曼项目、MMSGI 的 PT MMP 项目以及中青新能源 2 期项目，预计合计贡献年产能增量在 6-8 万金属吨左右。

图表 50：印尼镍钕待投产项目汇总

项目	产能 (万金属吨)	预计投产时间	情况说明
伟明环保 嘉曼新能源	4	2024.8	2024 年 8 月已投产 1 台，还有 3 台
MMSGI 的 PT MITRA MURNI PERKASA 项目	2.78	2025 年 Q1	RKEF 冶炼工艺及转炉硫化生产高冰镍，股东 Andrew Hidayat，PLN 提供功率为 140 MVA 的高压电力供应
中伟 中青新能源 2 期	4	2025	1-2 期产能合计 6 万吨，1 期 3 条的最后一台线合并到 2 期一起建设
伟明 第三个高冰镍项目	5	25 年 6 月	格林美公告在推进，在手规模年产高冰镍约 13 万镍金属吨
Posco 的 Indonesia JV 项目	5.2	2025 年 Q2	2023 年开始建设，24 年三季报表示将在 25 年 Q2 完成建设
寒锐镍业	2	2025 年	合计 27,615.16t/年(镍品位 73.89%，钴品位 1.53%)，24 年 4 月开始动工，2024 年 9 月寒锐增资

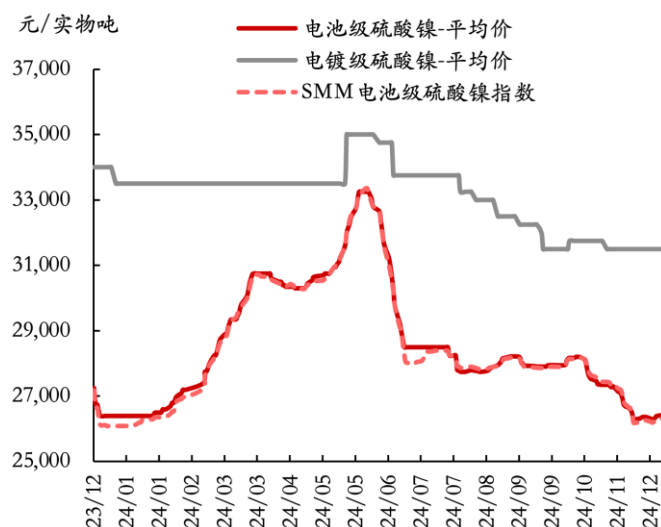
资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

2.3、硫酸镍

我们看到，在新能源汽车高速增长的当下，高增速无法顺畅传导致三元电池甚至镍的需求端，自 21-22 年硫酸镍产量高速释放后，近两年月度产量表现已有回落。究其原因，一方面在于磷酸铁锂本身具备更低的价格和更高的安全性，性价比优势较三元电池更为凸显；而另一方面在于，国内新能源汽车大力发展下，一二线城市充电桩基础设施逐步完善，终端用户对补能和续航的焦虑边际缓解，而部分爆出的新能源汽车安全事件更多的将消费者重心放于“安全性”胜于“续航”；而国外方面虽基础设施不完善对三元更为青睐，但新能源政策转向使得硫酸镍消费端又蒙上一层阴霾。基于此，我们并不看好可预见的未来内新能源汽车方向对硫酸镍需求端的拉动。

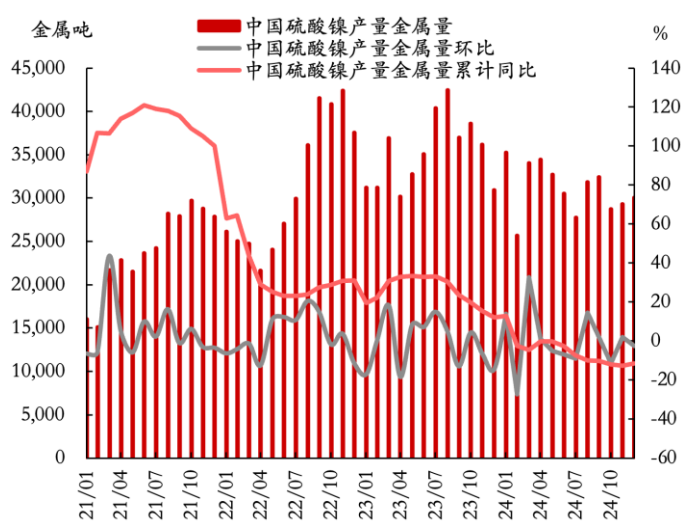
“低空经济”或将重演新能源汽车初始发展路径，万亿规模市场有望成镍的新增长引擎。不过，我们同样注意到作为新质生产力的“低空经济”被写入了今年的政府工作报告，以及安徽、江苏政府相继发布加快培育低空经济实施方案，据测算，2023 年我国低空经济规模已经超过 5000 亿元，2030 年有望达到 2 万亿元。低空经济涵盖多个领域电动起降飞行器，发展初期或将复现新能源汽车发展路径，对于续航要求更为急迫，这将有利于更加推动航空级别的高密度电池发展，为高镍/超高镍固态电池提供新的应用赛道，同时航空材料的也有利于拉大镍基超合金材料消费。

图表 51：硫酸镍价格走势



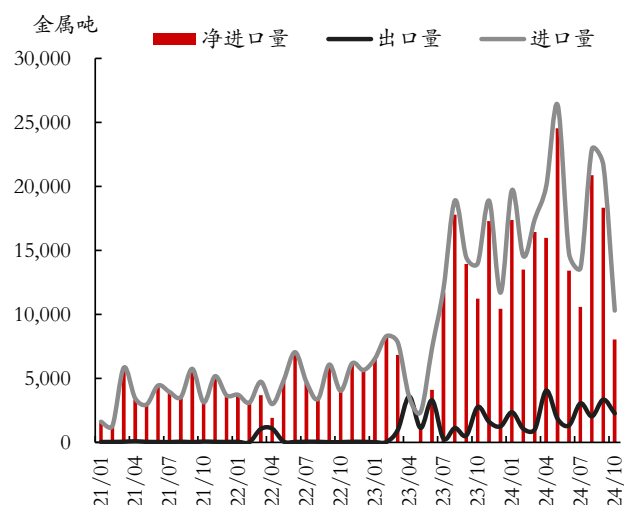
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 52：中国硫酸镍月度产量



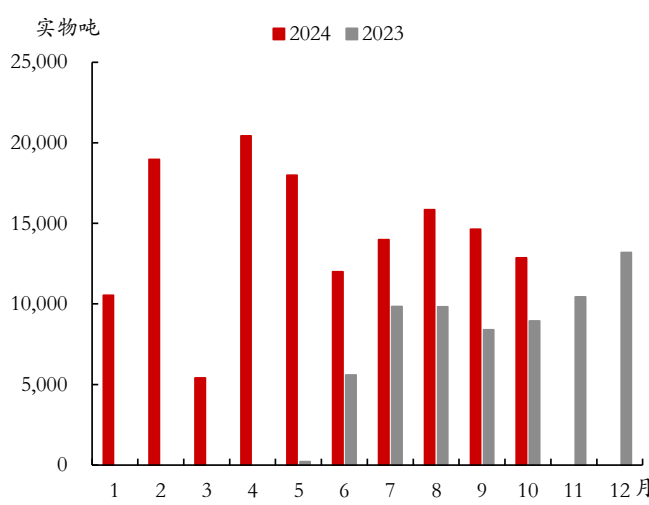
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 53：中国硫酸镍进出口情况



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

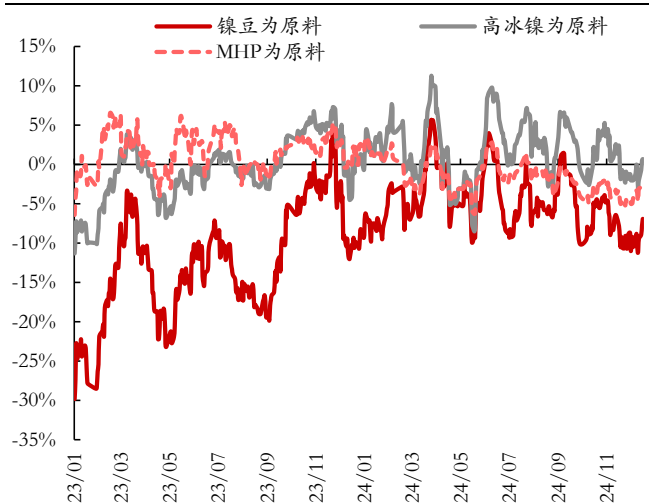
图表 54：印尼硫酸镍出口量



资料来源：印尼统计局，东证衍生品研究院

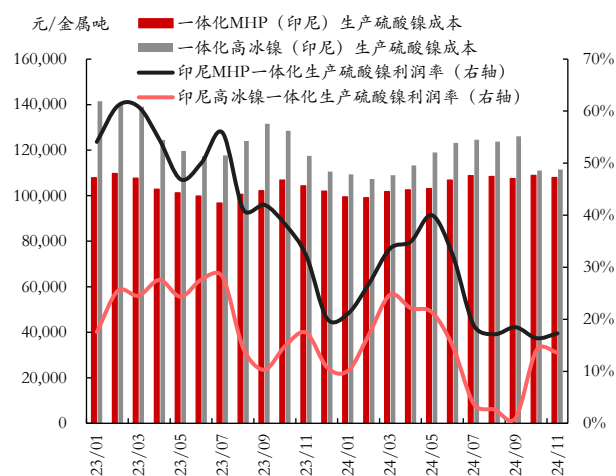
回归当下思考，2024 年硫酸镍的主线是“以销定产”的供需双弱格局，下游采购意愿不足，三元工厂多降低库存至 2 周左右，个别三元厂甚至在 Q4 有抛售硫酸镍库存状态出现，新能源汽车及锂电池行业高成本库存有待去库放量，导致产业链整体生产在年内呈现明显放缓。在此背景下硫酸镍产量表现稳定，但价格随镍价降低于年末来到低位，非一体化盐厂持续亏损，对高价 MHP 采购积极度较弱，驱动 MHP 系数于年末小幅下调。SMM 数据显示，预计 2024 全年硫酸镍产量达 37.4 万金属吨，同比下滑 11.5%。价格及利润方面，电池级硫酸镍年末基本回吐上半年涨幅，达到 26420 元/吨，当前印尼一体化 MHP 和高冰镍生产硫酸镍的成本分别在 2.4 万和 2.5 万元/吨左右，利润率分别达 17.3% 和 13.6%，为硫酸镍坚实的下方支撑，但非一体化端，各原料生产硫酸镍成本已有亏损，当前最低成本去至 2.7 万元/吨，因此硫酸镍价格进一步下跌同样受限。

图表 55：不同原料生产硫酸镍利润率



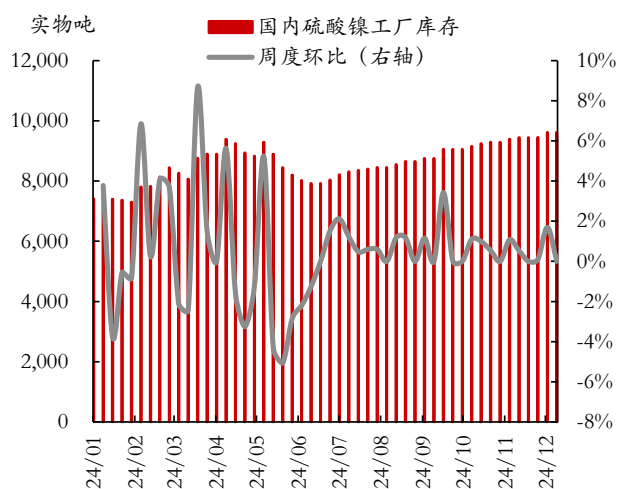
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 56：印尼一体化生产硫酸镍成本及利润



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 57：国内硫酸镍工厂库存情况



资料来源：百川盈孚，东证衍生品研究院

图表 58：2024 年国内硫酸镍企业月度开工率

时间	产品	开工率	变化
2024.1	硫酸镍	52.18%	-2.65%
2024.2	硫酸镍	51.29%	-1.72%
2024.3	硫酸镍	54.14%	5.56%
2024.4	硫酸镍	55.12%	1.83%
2024.5	硫酸镍	52.31%	5.10%
2024.6	硫酸镍	47.50%	-9.20%
2024.7	硫酸镍	46.69%	-1.71%
2024.8	硫酸镍	47.18%	1.05%
2024.9	硫酸镍	46.65%	-1.12%
2024.10	硫酸镍	46.22%	-0.92%
2024.11	硫酸镍	48.64%	5.24%

资料来源：百川盈孚，东证衍生品研究院

立足当下，我们认为 2025 年硫酸镍供应将集中于一体化大厂手中，市场表现缺乏亮点下国内难以有新晋产能释放，印尼方面凭借优质资源和逐步释放的 MHP 产能预计会有一定硫酸镍甚至电池产线配套，当前仅有力勤-哈利达年产 5.8 万金属吨硫酸镍项目在产，后续力勤哈利达 2 期、青美邦及华翔项目给量可能性较大，其余项目在弱势环境下投产预计仍将推迟。定量测算，我们认为明年三元方面对镍需求带动预计使得硫酸镍产量同比提升 3.1 万金属吨至 40.5 万金属吨。

图表 59：印尼硫酸镍待投产项目汇总

项目	产能（万金属吨）	预计投产时间	原料	情况说明
力勤-哈利达 HPAL 2 期	5.8	2024Q4	MHP	8 万实物吨
格林美/青山/邦普 PT QMB	3	2025 年	MHP	预计推迟至 2025 年投产，13.5 万硫酸镍晶体
华友 华翔项目	5	2025 年	MHP	原本预计 24 年底投产，预计推迟
卡拉集团 PT BMS 1 期	3.14	2025 年 3 月	高冰镍	2024 年 10 月更新建厂进度 80%，预计 25 年 3 月完成建设，用自己镍铁转产高冰镍作原料，产品供应浦项钢铁
Transasia Minerals Ltd.	-	2025 年	冰镍	计划 2024 年完成建设
LG 新能源	3.3	2025 年	镍矿	2022 年动工，15 万吨年产能，配套 22 万吨电池前驱体和 4.2 万吨电池阴极

资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

图表 60：中国硫酸镍供需平衡情况及预期



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

2.4、精炼镍

2024 年 6 月，“HUAYOU”牌电积镍（二期）及“GEM 格林美”牌电积镍成功注册为上期所镍期货合约交割品牌，注册产能均为 3 万吨/年，供应端带来边际宽松，2024 年 12 月 20 日，上期所再度通过广西中伟“CNGR”及浙江华友“HUAYOUgx”牌电积镍注册，注册产能分别为 2.5 及 3 万吨。截至目前，上期所共有 9 家企业 13 种规格的纯镍可进行交割，国产可交割产能目前已达 28.9 万吨/年。此外，电积镍执行标准价交割有益于现货市场价格统一，原本需要贴水交割的电积镍可转交仓，从而获得同金川镍相同的交割升贴水。

图表 61：上期所镍注册品牌

注册企业	产地	注册日期	商标	规格	升贴水	可交割产能 (万吨/年)
金川集团	甘肃金昌	2015 年 3 月	金驼	Ni \geq 99.96% (电解)	标准价	12
				Ni \geq 99.96% (电积)		3
新疆新鑫矿业	新疆阜康	2015 年 3 月	博峰	Ni \geq 99.96% (电积)	标准价	1.2
吉林吉恩镍业	吉林磐石	2015 年 3 月	吉恩	Ni \geq 99.96% (电解)	标准价	0.6
诺里尔斯克镍业	俄罗斯	2015 年 6 月	SEVERONICKEL COMBINE H-1	Ni \geq 99.8% (电解)	标准价	15
		2015 年 6 月	SEVERONICKEL COMBINE H-1Y	Ni \geq 99.8% (电解)	标准价	
		2020 年 2 月	NORNICKEL	Ni \geq 99.8% (电积)	标准价	
嘉能可 (加拿大)	挪威	2021 年 5 月	NIKKELVERK	Ni \geq 99.8% (电积)	标准价	8

衢州华友钴新材料	浙江衢州	2023 年 6 月	HUAYOU	Ni \geq 99.96% (电积)	标准价	0.6
		2024 年 6 月		Ni \geq 99.96% (电积)	标准价	3
格林美新材料	湖北荆门	2024 年 6 月	GEM 格林美	Ni \geq 99.96% (电积)	标准价	3
广西中伟新能源	广西自贸区	2024 年 12 月	CNGR	Ni \geq 99.96% (电积)	标准价	2.5
浙江华友钴业	广西玉林	2024 年 12 月	HUAYOUgx	Ni \geq 99.96% (电积)	标准价	3

资料来源：上期所，东证衍生品研究院

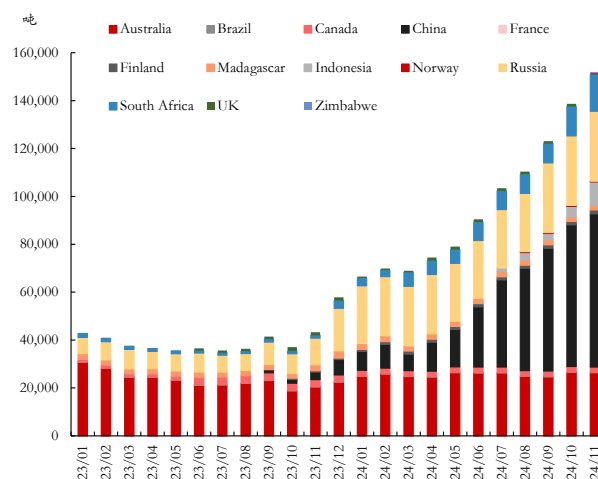
LME 方面，在宣布提供快速上市通道后，越来越多国产或中资镍品牌有意向在 LME 中请注册交割品，在今年国内电积镍产能大幅过剩背景下，众企业为消化过剩产能而纷纷出口交仓，目前华友、中伟以及格林美已有 6 个品牌在 LME 成功注册，注册产能达 17.1 万吨。原本青山计划在 24 年下半年于 LME 注册另外的 5 万金属吨产能，但受到印尼永恒项目投产较预期有所推迟影响，其注册计划可能延期至 2025 年实施。从 LME 库存表现来看，目前国内精炼镍出口流向主要为台湾、新加坡及韩国的 LME 交割仓库，中资企业交仓对其影响力日益加大，截止 24 年 10 月已有库存近 6 万吨，每月边际累积幅度 6000-12000 吨不等。

图表 62: LME 中资电积镍注册品牌情况

企业	品牌	注册日期	注册量
华友钴业	HUAYOU	2023/6/20	3.66
	HUAYOUgx	2024/4/12	3
格林美	GEM-NI1	2023/11/1	1
	GEM-NI2	2024/2/20	2
中伟股份	CNGR	2024/2/6	2.5
	DX-zwdx	2024/5/23	5
合计			17.1

资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

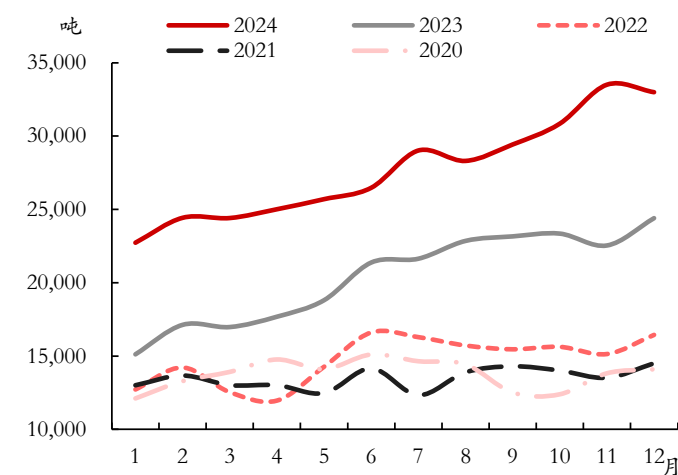
图表 63: LME 镍库存分国别来源情况



资料来源：LME，东证衍生品研究院

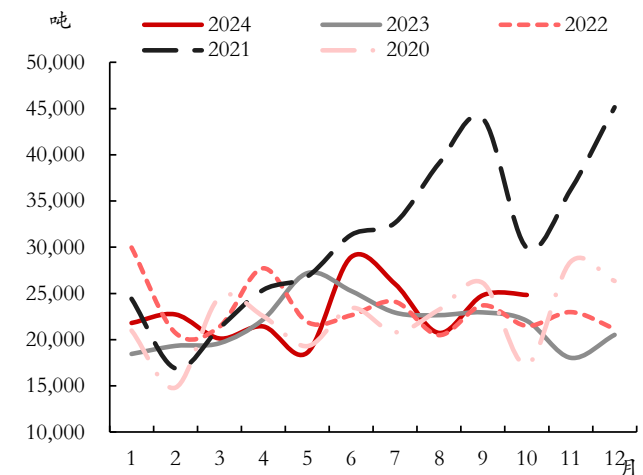
国内市场：供应端来看，年内诸如路加、中能、华创、中伟二期和吉恩等电积镍逐步投产，整体进程较预期均有拖延，国内电积镍爬产速度放缓，但整体产量仍处高位，年内国产电积镍现货升贴水逐步回升，相较进口资源价格优势收窄，市场份额逐渐稳定。据 Mysteel 数据，2024 年中国精炼镍产量预计同比增长 36% 至 33 万吨以上，2025 年部分头部企业有扩产计划，但我们认为投产进程仍然较慢，预计明年国内精炼镍产量将同比增长 27% 至 42 万吨。

图表 64：中国精炼镍月度产量



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 65：中国精炼镍月度表观消费量



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

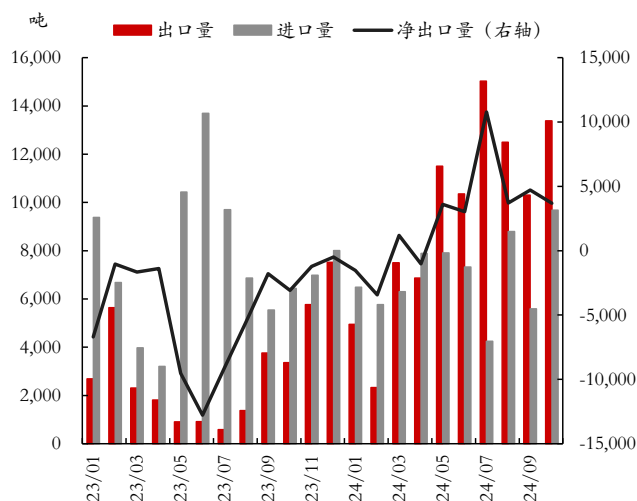
图表 66：国内 2025 年待投产/扩产精炼镍项目

企业	地区	年产能 (万吨)	预计投产时间
A	广西	0.6	2025Q1
B	浙江	3.0	2025Q1
C	浙江	2.5	2025Q4
D	广西	7.0	2025 年底
E	江西	0.6	2025Q3
F	江西	0.6	2025Q4
合计		14.3	

资料来源：Mysteel，公司公告，公开新闻，东证衍生品研究院

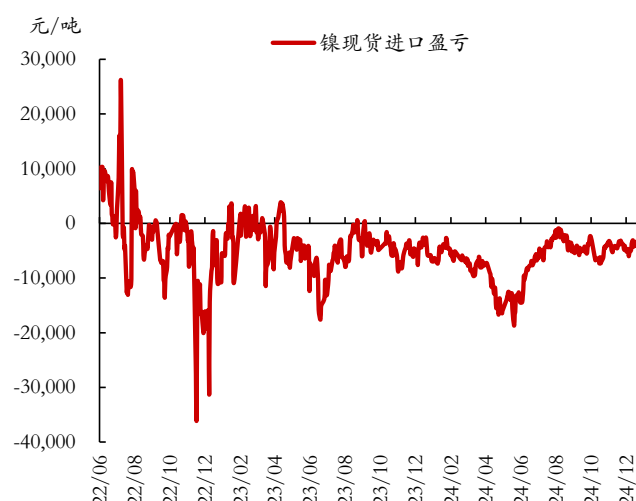
消费端来看，合金行业仍是精炼镍下游最大消费行业，航天、军工等对其需求有长足的发展，而电镀整体需求较为稳定，难见进一步增长。2024 年精炼镍在产能过剩下，多家国产电积镍品牌获得 LME 交割资格后将盈余产量出口消化，叠加全年出口窗口基本均处于打开状态，使得年内出口大增，5 月起维持月度净出口格局，近几个月出口占产量比重几近 50%，与前述 LME 镍累库中中国占比不断增加相呼应。

图表 67：中国精炼镍净出口情况



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

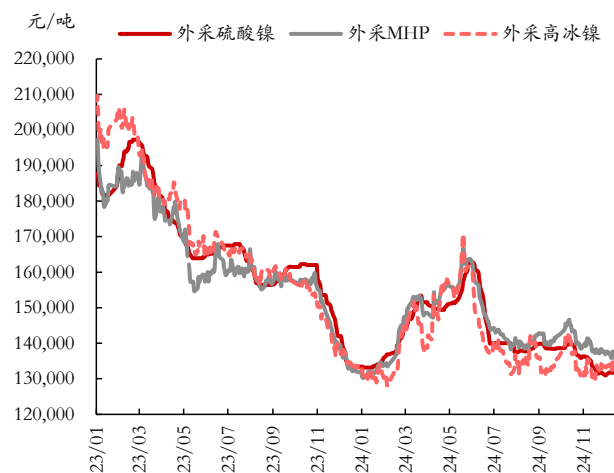
图表 68：SMM 镍现货进口盈亏



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

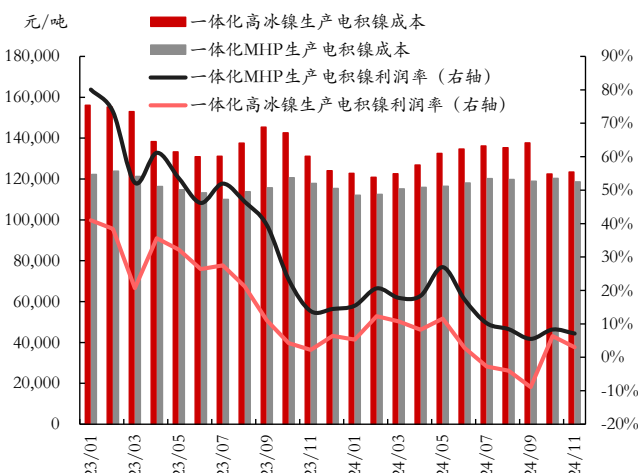
过剩产能让基本面疲弱的镍产业不断试探成本支撑，根据 SMM 数据，当前外采原料成本均在 13 万以上，基本全部产线处于亏损状态，年内盘面价格多次试探一体化高冰镍成本支撑（约 12.2-12.4 万元/吨），对应到全球 C1 成本曲线约 60%分位左右，叠加此价格也会吸引部分贸易商及下游多头套保进入，目前来看是比较坚挺的支撑线，而一体化 MHP 生产电积镍成本则更低，预计在 11.6 至 11.8 万元/吨附近，或成为产业坚守的价格红线。具体企业方面，金川集团凭借自有矿山+自建电厂，成本优势仍遥遥领先，其次则是在印尼有镍中间品生产基地的一体化企业如青山、华友、中伟和格林美等，其余外采原料的中小厂商生产压力较大。

图表 69：外采原料电积镍成本



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 70：一体化电积镍成本及利润



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

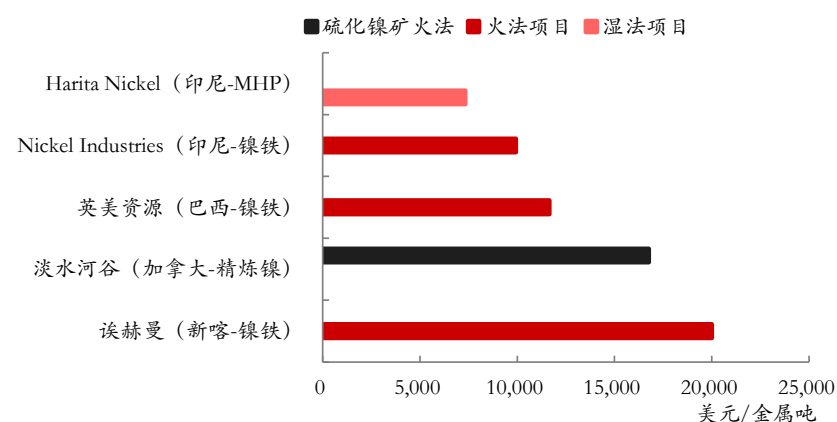
海外市场：在前述对硫化镍矿的分析中我们有所提及，受前期镍价低迷影响，海外镍企在今年出现不同程度减停产，原本 LME 对俄镍芬兰工厂的镍板交割禁令在实施前被解除，使得俄镍市场份额下滑的压力得以缓解，不过总体海外高成本镍产线减产带来的影响预计仍将逐步传导至上游镍矿的开采计划。**展望来看，考虑到印尼在产业链的主导地位，以及新任政府上台后多次表态对矿端供应将采取限制，我们认为 2025 年镍价易涨难跌，在此基础上海外产能进一步出清的进程仍将继续但预计放缓，未来我们或将更多看到部分企业加速跨国进程，以此完善低成本产业链布局，供需格局维持过剩的背景下将是存量产线成本管控能力的较量。**

图表 71：海外精炼镍部分项目季度产量跟踪和预测

企业名称	项目	精炼镍产量（千金属吨）						
		2020	2021	2022	2023	2024E	同比	2025E
Vale	Sudbury	43.2	32.2	39.6	38.2	38	-0.5%	60-70
	Thompson	10.6	6.0	10	7.9	10	26.6%	
	Voisey's Bay	35.7	38.2	24.1	13.4	18	34.3%	
	The Third Party	6.6	6.1	18.3	24.3	12.3	-49.4%	10-15
Norilsk	-	235.7	193.0	218.9	205.6	196-204	-2.7%	200-210
Glencore	INO	56.5	55.0	46.2	39.3	80-90	20.7%	65-75
	Murrin Murrin	36.4	30.1	35.7	31.1			
住友金属	日本 Niihama	55.9	52.5	52.8	56.9	64	12.5%	66
住友商事	马达加斯加	4.7	15.6	19.3	19.5	16	-17.9%	10-15
BHP	Nickel West	74.8	64.9	53.3	52.7	38.6	-26.8%	0
AALP	Platinum	13.8	22.3	21.3	21.8	26.8	22.9%	28
Sheritt	Moa（持股 50%）	31.5	59.2	67.9	28.6	30.6	7.0%	30
合计		605.4	575.1	607.3	539.4	530.3-548.3	±1.7%	

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院（注：不完全统计；单位为千金属吨）

图表 72：2024 年部分海外项目现金成本



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

2.5、结论与思考

原生镍：回顾 2024 年，在经历了供给侧野蛮生长后，需求侧无法消化的过剩产能正催化着原生镍厂商进行一场成本管控及份额掠夺的厮杀，处于微笑曲线中间的冶炼端利润空间十分狭窄，甚至多数厂商承受亏损，但这种负反馈却对原料端传导不畅，当前矿端及中间品利润较原生镍来说丰厚不少。

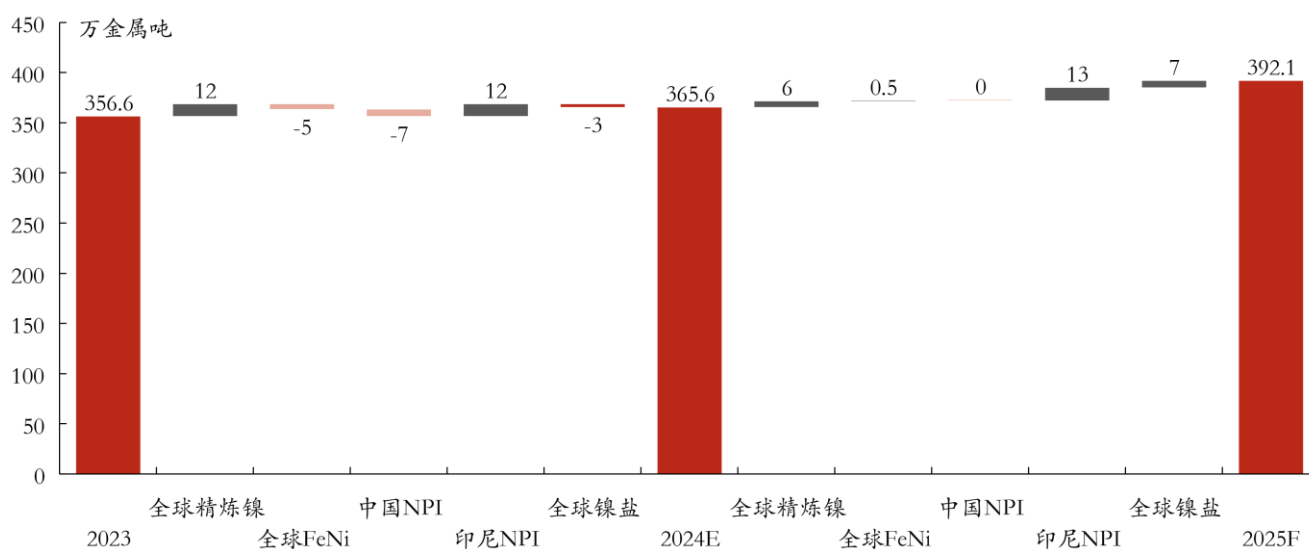
镍铁方面，将成为 2025 年冶炼端矛盾的核心。我们看到在下游不锈钢厂维持高排产的背景下，尽管中国内部 NPI 已有 4 万金属吨左右的供给缺口，而中国+印尼整体来看也是维持基本平衡状态，但目前 NPI 价格并不能给予厂商动力去生产，国内厂商开工率不足 50%，印尼在 70-80% 之间徘徊。我们判断，2025 年 NPI 价格中枢将较今年提振，核心逻辑在于海外钢厂或将难以从中印手中拿到充足 NPI 货源，转而去采购 FENI 或纯镍以补足生产原料，这会倒逼产业链整体价格中枢上移，不过价格提振幅度也不会太大，一方面推动印尼 NPI 产能边际提升，另一方面制约国内产线受成本影响提产有限，并避免 FENI 复产进一步恶化供需格局，预计价格提振至 1010-1030 元/镍较为合适。

硫酸镍方面，下游三元电池的国内市场份额受磷酸铁锂侵蚀较多，目前渗透率已在 25% 左右，因此国内高速发展的新能源汽车行业无法顺畅带动对硫酸镍的需求，而海外市场新能源汽车基建不太完善，并且各国政策亦有退坡，特朗普政府上台也更为支持传统能源发展，因此我们不太看好后续新能源汽车对的硫酸镍需求，部分三元厂对硫酸镍库存也仅维持在 2 周左右，甚至有抛售硫酸镍现象出现，而硫酸镍厂商也纷纷生产电积镍以交仓谋利，整体市场矛盾较小。不过，我们提示低空经济的发展也初露锋芒，或将复刻新能源汽车发展初期对于长续航的依赖性而选择高镍/超高镍固态电池产品，持续关注其对于镍的需求拉动作用。

精炼镍方面，2024 年中印精炼镍产能继续投放及爬产，海内外库存持续累库压制整体价格走势，2025 年我们预计产量仍将增加，但增速受低镍价和过剩影响边际放缓，部分计划投产项目将有取消或推迟，已投产的高成本项目或有减停产。结构上看，国产电积镍预计继续挤占俄镍等进口电积镍市场，华友等精炼镍生产企业亦在布局电镀级市场，需求较为稳定的电镀企业对海外电镀级资源的需求或将下滑。内外方面，特朗普政府上台后，需注意美元是否仍表现强势，强势美元将进一步增加国内纯镍出口竞争力。

定量来看，我们预计 2024 年全球原生镍产量将达 365.6 万金属吨，2025 年将同比增长 7.2%至 392.1 万金属吨，其中全球精炼镍增长 6 万金属吨，中国 NPI 同比基本持平，印尼 NPI 增长 13 万金属吨，全球硫酸镍供给增长 7 万金属吨，整体来看供应端仍维持较高量级，但结构上一级镍的供应压力较二级镍更为严重。

图表 73：2025 年全球原生镍产量变化预估



资料来源：东证衍生品研究院

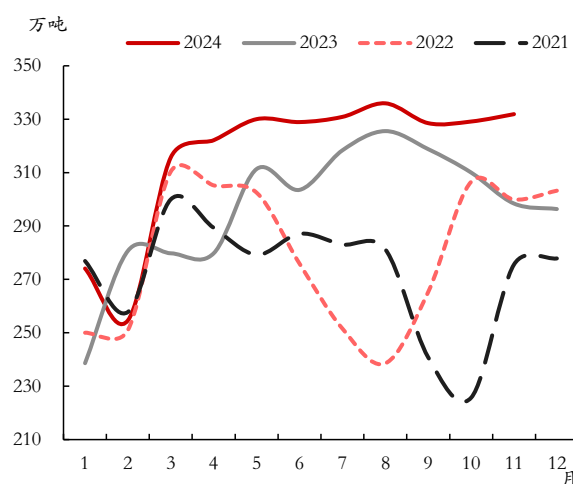
3、需求端

3.1、不锈钢

中国：根据上海钢联数据，预计国内 43 家样本钢厂 2024 年不锈钢粗钢总产量 3824.2 万吨，同比提升 7.3%，其中 300 系不锈钢粗钢合计产量 1980.8 万吨，同比增加 5.9%，占总粗钢的 51.8%，同比下滑 0.7%，同时 200 系亦有所下滑，400 系占比小幅提升 1.7%。全年不锈钢利润端持续不景气，国内钢厂面临生产下行压力较大，7 月江苏德龙镍业因债务压力申请破产重组，不过产能由国资方接管继续维持生产，在下游需求整体较弱的背景下，厂商倾向于维护市场份额和客户粘性而拒绝减产，目前来看国内粗钢生产集中在华东和华南地区的头部大厂，占比分别为 58%和 28%。

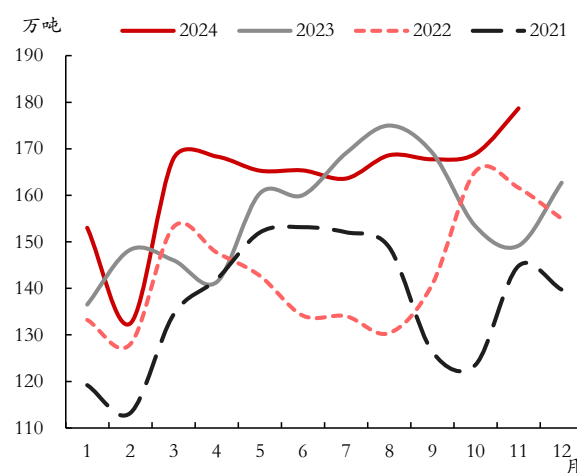
利润方面，2024 年度整体呈现出冶炼成本震荡运行趋势，上半年受宏观情绪带动以及部分诸如 LME 禁俄镍、新喀地区动乱等影响使得原料端镍价上行，不锈钢成本走高，利润表现 3-4 月有所回升，5-6 月再度走弱，其中短流程工艺利润表现相对较好。进入下半年，原料端镍铁价格承压，矿端价格走跌因此成本支撑走弱，下游“金九银十”预期落空，盘面价格基本贴合成本运行，一体化工艺亦进入亏损区间。分工艺来看，受国内铁厂和大部分印尼铁厂也在承受亏损影响，自产 NPI 生产不锈钢的利润较外采 NPI 还要低，而废不锈钢整体利润表现相对较好，基本维持盈利，但受国内不锈钢发展历史仍较短，其市场份额还相对较小。

图表 74：中国不锈钢粗钢月度产量（43 家样本）



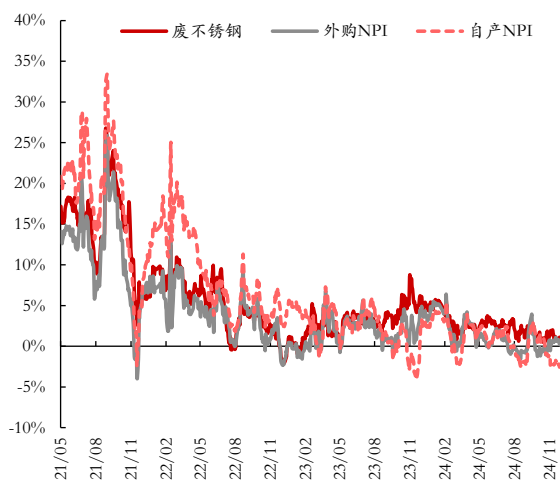
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 75：中国 300 系不锈钢粗钢月度产量(43 家样本)



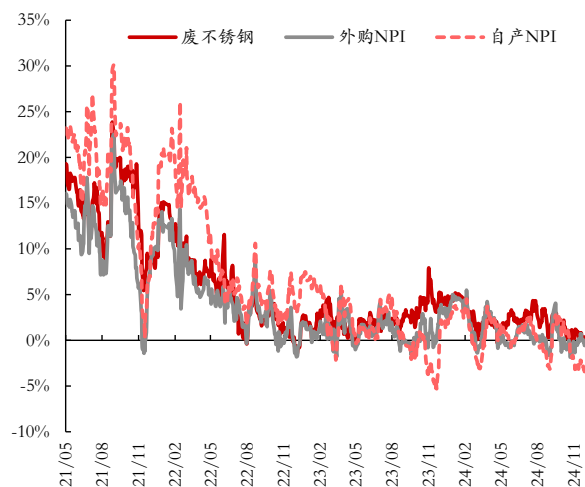
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 76：中国 304 冷轧不锈钢利润率



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 77：中国 304 热轧不锈钢利润率



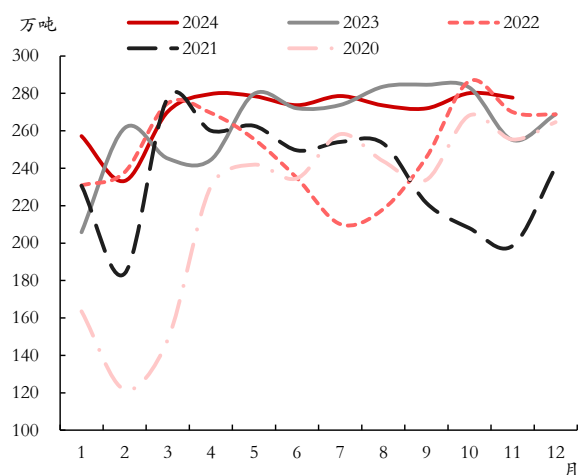
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

表观需求方面，预计 2024 年国内不锈钢表观消费量同比增加 3.3%至 3340 万吨（含中国台湾省），由于净出口量同比增长超 50%，发展中国家如东南亚及中东地区，特别是越南、中国台湾和柬埔寨等地区的地产和基建项目持续扩张，叠加全球很多工厂转移至东南亚地区，对不锈钢需求增长明显，外需相对偏强对国内表需起到了支撑作用。不过全球大多数国家通胀放缓，发展中国家需求增长也预计会被美国加征关税所抵消一部分需求增长，海外贸易保护政策的趋严导致国内不锈钢出口阻力预期增加，叠加印尼不锈钢产能的提升可能带来的资源回流，预计 2025 年中国不锈钢出口同比增加 1%。

国内方面，2025 年的需求侧预计仍将在结构上出现分化，一方面不锈钢的消费更多在地产后周期类如建筑装饰、家电、餐饮器具等，但我们看到今年房地产竣工面积同比下滑仍然较多，前两年的疲弱新开工数据也将影响 2025 年竣工节奏，当前地产企稳“政策底”已至，但“市场底”可能仍需要时间，地产止跌企稳或将在 2025 年末之后见到，对不锈钢的用量减弱趋势仍将持续；另一方面，“以旧换新”带来的供给侧变革有望推动日用消费、家电用车等行业产生更多的高端用钢替换需求，主要体现在含镍量更高的高品质 304、316 型号不锈钢有望得到广泛应用。

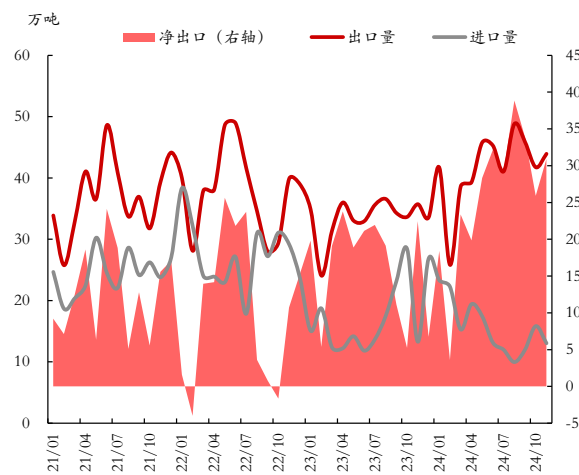
基于以上逻辑，定量来看 2025 年国内不锈钢产量预计同比增长 4%至 3977 万吨，增长绝对量为 153 万吨，对应镍金属量需求增长约为 6.6 万金属吨，增幅 4.4%。

图表 78: 中国不锈钢表观消费情况



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 79: 中国不锈钢进出口情况



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

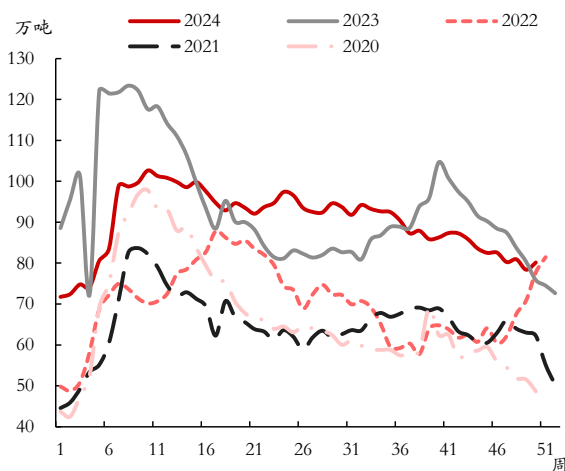
图表 80: 中国不锈钢炼钢新增投产情况 (万吨)

产地	企业	性质	2024 年	2025 年及以后	预计投产时间
中国	青山 (福安)	置换	200		2024 年 11 月
	奈曼经安	置换		129.47	2025 年 5 月达产
	沧州三菱	置换		100	2025 年 5 月
	杭钢-振石	置换		251.25	2026H1 达产
	山东盛阳	置换		170	2026 年及以后
	鑫海实业	置换		218	2026 年及以后
	内蒙古明拓	新增		80	2026 年及以后
	汇一 (金汇)	置换		200	2027 年底
合计				1148.72	

资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

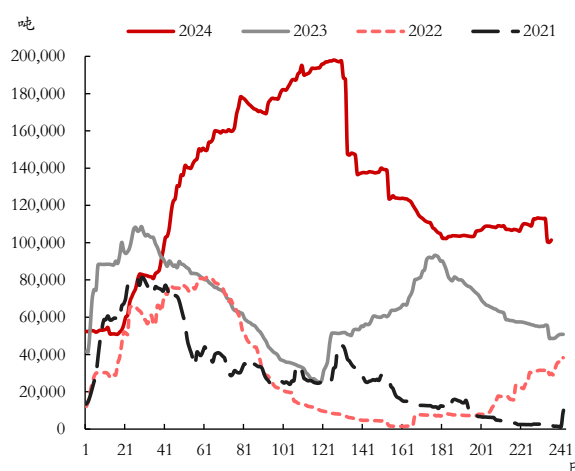
库存方面, 需求难以消化过剩产量, 不锈钢年内库存先增后降, 维持高位。社会库存来看, 一季度末受春节假期影响, 节前交付订单有限而节后到货消化不及时, 社会库存达全年最高点, 随后地产政策刺激出台, 叠加镍铁供给偏紧, 不锈钢开启缓慢且反复的去库进程。但期货库存方面, 上半年均处于大幅累库趋势, 在盘面价格受宏观影响回暖时能明显感觉到钢厂的供给弹性较大, 并且十分愿意去注册仓单进行交割, 年中受仓单到期影响有一波集中去库, 随后同社库去化节奏一样缓慢下行。往后来, 我们认为 2025 年不锈钢产量维持高位, 而地产处于筑市场底进程中, 白色家电销售数据仍有边际走弱压力, 对不锈钢需求支撑不足, 累库压力仍然较大。

图表 81：无锡+佛山不锈钢社会库存情况



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 82：上期所不锈钢期货库存

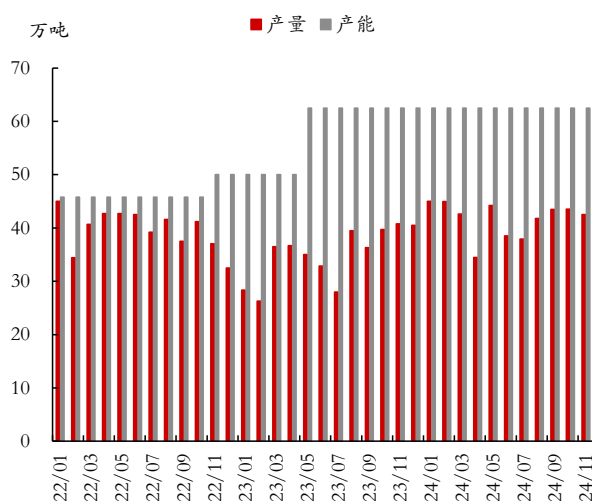


资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

印尼：不难发现，以外需为主的印尼不锈钢行业在需求疲软下存量产能利用率已较低，因此新增产能投产进程明显放缓，今年内暂无新增产能投放，远期来看目前仅有象屿、华迪和力勤项目有望在 2025 年贡献增量，整体总产能合计 600 万吨，但投产进程仍有推迟可能，金达莱 120 万吨项目预计将推迟到 2026 年及以后。

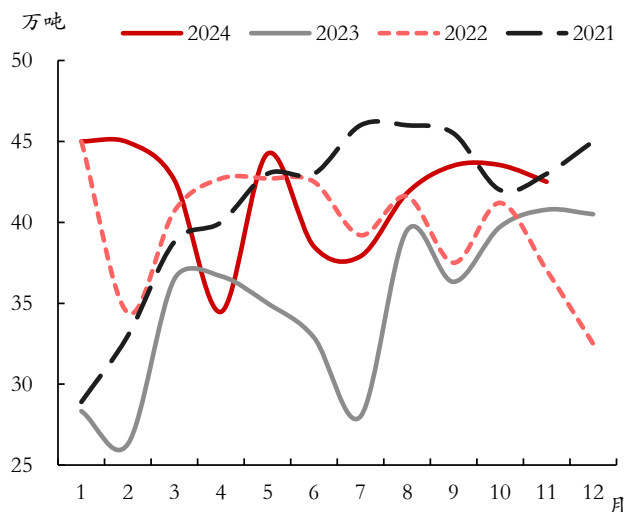
产量方面，2024 年印尼不锈钢粗钢产量预计可达 501 万吨，均为 300 系产品，较去年同期增长 19%，主因德龙停产及青山新增产能未能如其释放带来的低基数效应。展望 2025 年，最大的消费国中国对印尼不锈钢消化能力较为有限，国内市场存量的过剩产能也在依赖外部市场进行消化，因此我们认为印尼产能释放的空间仍然较小，基于此，我们估计 2025 年不锈钢粗钢产量约为 566 万吨，同比增长绝对量为 66 万吨，对应镍金属增量约 5.5 万金属吨。

图表 83：印尼不锈钢粗钢产量及产能



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 84：印尼不锈钢粗钢产量（月度变化）



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 85：印尼不锈钢炼钢新增投产情况（万吨）

产地	企业	性质	预计产能	预计投产时间
印尼	象屿（德龙）	新增	100	2025 年及以后
	华迪	新增	200	2025 年及以后
	力勤	新增	300	2025 年及以后
	金达莱	新增	120	2026 年及以后
	合计		720	

资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

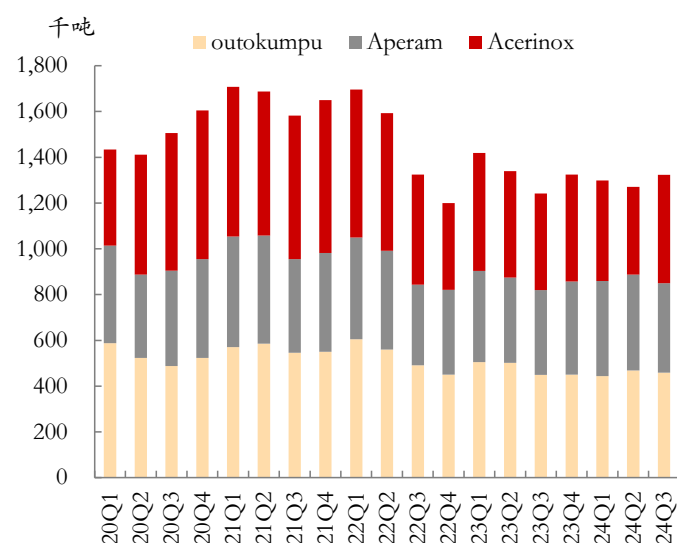
欧美：宏观层面，基于通胀压力、未来经济前景及货币政策传导效率，欧央行自 24 年 6 月以来已连续 4 次降息，并进一步下调了对欧元区经济增长的预期，展望来看，欧元区经济增长仍受到德国、法国等国内政治不稳定，以及特朗普总统上台后惩罚性关税政策的打击，进一步降息预期仍在升温，经济企稳仍需时间。美国方面，美联储 12 月如期降息 25BP 后，点阵图给予的 2025 年降息指引仅为 2 次，较 9 月砍半，美联储鹰派作风和发言对市场冲击较大，相较于其他国家来说美元表现强势，压制有色板块表现，不过考虑到美国最新 PCE 表现显著低于市场预期，市场对明年降息路径的博弈仍将激烈。综合来看，当前欧美经济表现相对分化，欧洲整体疲软而美国相对具有韧性，但欧美方面都有出台政策刺激经济，预计 2025 年对不锈钢需求拉动将边际改善。

企业层面，上半年欧洲头部不锈钢企业受到工人罢工对出货量影响较大，盈利状况边际恶化，下半年罢工扰动消退，并且部分订单延迟的交付需求逐步兑现，带动欧洲不锈钢产量和利润边际回暖。具体来看，截止 Q3，芬兰 Outokumpu 今年交付量同比下降 5.8%

至 137 万吨，结构上形成分化，欧洲区域业务显著下滑 10.1%，而美洲业务增加 9%；Acerinox 欧洲工厂在近五个月罢工后签署集体协议重新恢复生产，Q3 冶炼产量环比增 23.2%至 47.3 万吨，但全年交付量预计仍下滑。不过我们看到，Outokumpu 和 Acerinox 已开始积极布局北美地区不锈钢生产项目，或成经营的突破口。

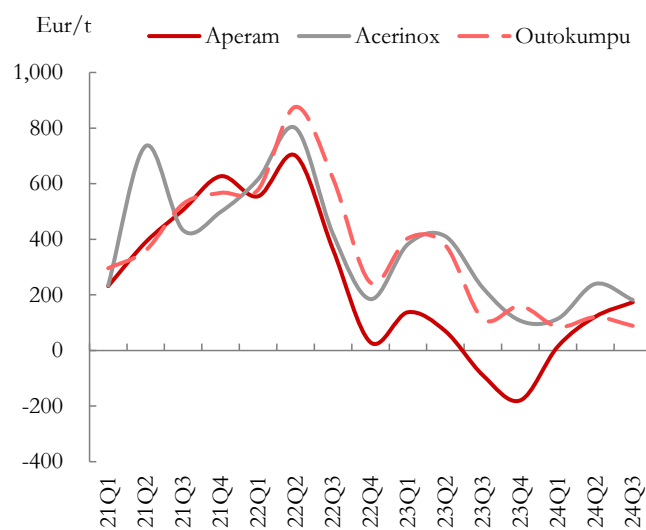
展望：结合此前分析，2025 年印尼政府对镍原料持偏紧态度，以及海外钢厂对中印 NPI 原料拿货紧张的预期，我们认为采用电弧炉和高比例废料的欧美不锈钢厂商可能会迎来成本竞争力的提升，并获得更强的定价能力，产量和利润表现都将有进一步回暖。不过，出于欧洲本土生产能力不足，以及对抗通胀和防止价格垄断需要，欧洲工业仍将需要通过进口来满足至少 25%的不锈钢需求，预计这部分将主要从中国台湾进口补足。定量来看，我们预计 2025 年欧美地区不锈钢产量将同比增长 2.2%。

图表 86：欧洲主要厂商不锈钢发货量季度变化



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

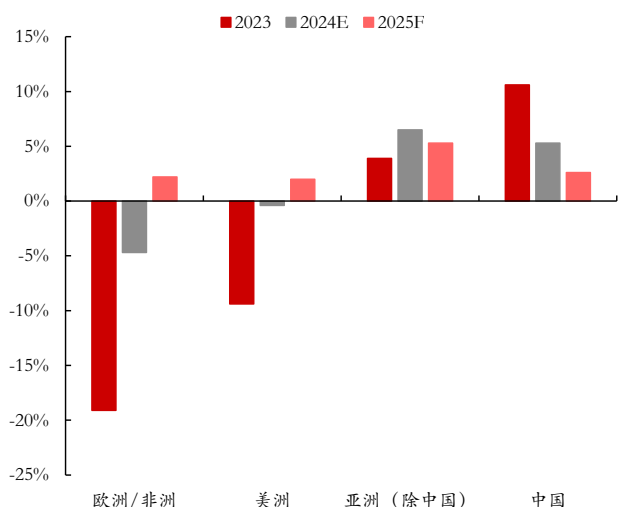
图表 87：欧洲主要厂商盈利情况



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

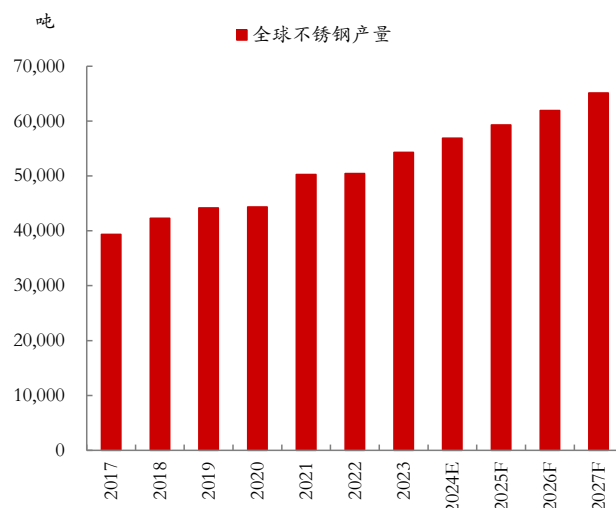
整体来看，2025 年全球不锈钢消费增长结构或出现边际分化。欧洲地区降息背景下经济预期复苏，带动不锈钢需求边际回暖，但受经济和政治格局的动荡，复苏节奏可能较慢；美国整体需求较欧洲更为积极，预期增长相对较为稳定；中国当前不锈钢库存处于高位，传统基建和房地产竣工数据预期维持疲软，筑市场底进程预计维持到 25 年 Q4 或 26 年 Q1，白电等对不锈钢和镍拉动预期有限；而“以旧换新”带来的供给侧变革对日用消费、家电用车等行业预计产生更多的高端用钢替换需求，这部分从结构上来说对镍需求有更多拉动。定量来看，我们认为 2025 年全球不锈钢产量将同比增长 4.2%，对镍金属需求量约为 240 万金属吨，同比增加 16 万金属吨。

图表 88：全球分地区不锈钢需求年度增速预期



资料来源：世界不锈钢协会，东证衍生品研究院

图表 89：全球不锈钢粗钢产量年度预测



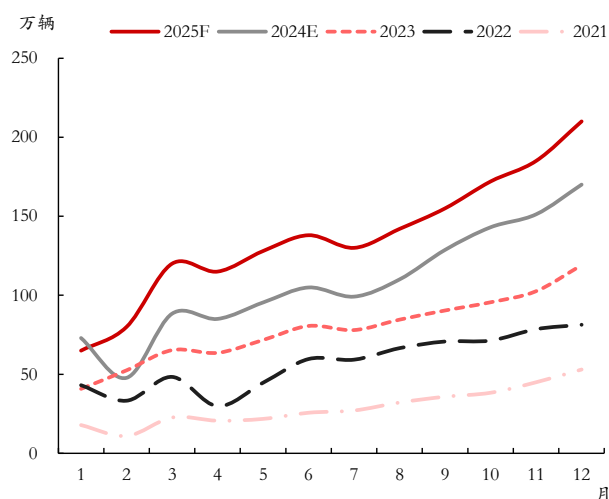
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

3.2、新能源

从“镍矿-镍中间品-硫酸镍-三元前驱体-三元正极材料-三元电池”的产业链发展路径来看，由于三元电池同磷酸铁锂竞争力较低，渗透率已下滑至 25%左右，并且插混车型渗透率上升也在侵蚀纯电市场份额，新能源汽车的高速增长无法顺畅传导至对镍的需求拉动。具体来看，得益于二季度起的以旧换新补贴刺激，加之后续报废更新补贴政策加码，新能源汽车增长势头超预期，2024 年中国新能源汽车销量预计达 1296 万辆，同比增长 37%，我们认为 2025 年将进一步增至 1640 万辆，同比+27%。

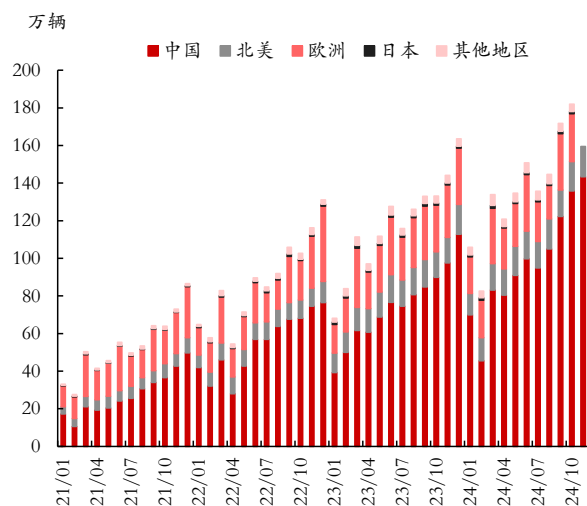
海外方面，欧美新能源汽车销量表现整体不及预期。美国 2024 年销量预期为 162 万辆，同比增速放缓至 11%，在碳排放标准面临调整，以及特朗普政府对传统能源的支持，整体缺乏能源转型驱动，我们认为后续美国市场的新能源汽车销量增速将放缓；欧洲方面，2024 年同比表现仅持平，全年销量为 295 万辆左右，不过欧洲整体碳排放标准日益严格，新能源汽车发展或向好，叠加新车型延后发布也将刺激欧洲市场新需求增长，2025 年较 2024 年预期边际改善，同比增速或达 21%。结构上来看，海外动力市场目前仍以三元路线为主，但随着海外新能源基建方面逐步完善，补能焦虑或将复刻国内路线而逐步下滑，磷酸铁锂渗透率有望进一步提升，导致三元在全球的份额占比均面临下滑压力。

图表 90：中国新能源汽车月度销量及预测



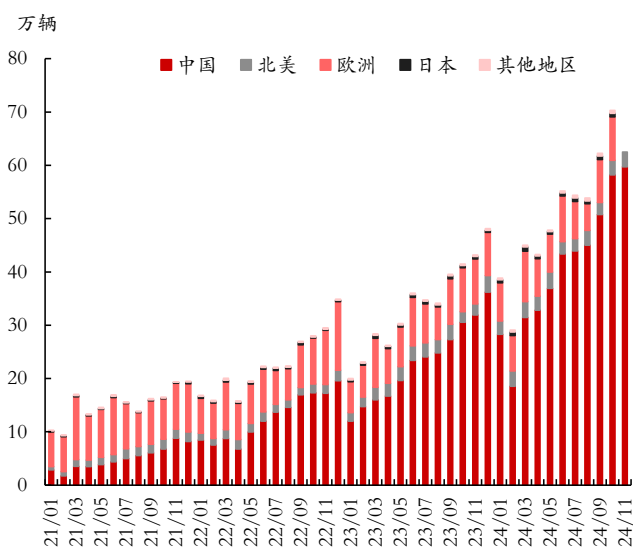
资料来源：中汽协，东证衍生品研究院

图表 91：全球新能源车月度销量变化



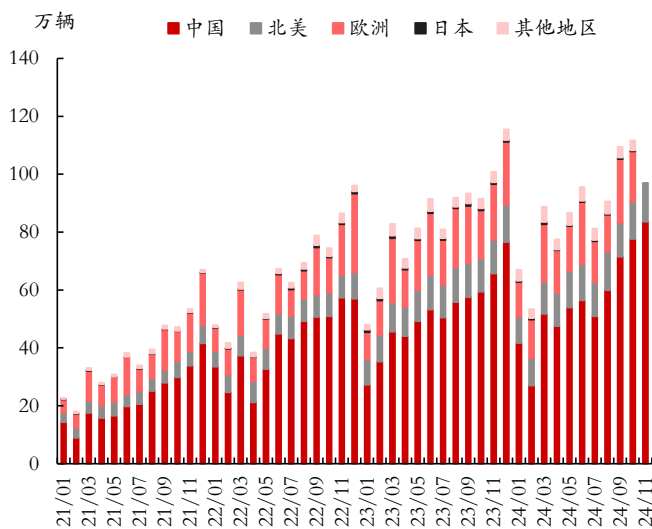
资料来源：Marklines，东证衍生品研究院

图表 92：全球 PHV 汽车月度销量变化



资料来源：Marklines，东证衍生品研究院

图表 93：全球 EV 汽车月度销量变化



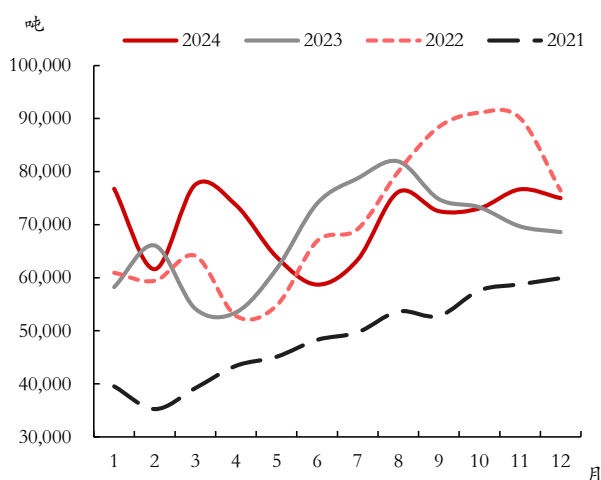
资料来源：Marklines，东证衍生品研究院

中间品方面，全球三元前驱体的产量结构中，中国占比 85%左右，为全球主要贡献国。结合 SMM 数据，我们预计 2024 年中国三元前驱体总产量预计为 84.9 万吨，同比增加 4%，在磷酸铁锂竞争下，三元的增速明显不及新能源汽车那般亮眼，目前国内产能利用率尚不足 50%。考虑到国内前驱体产能相较于正极材料的需求已经饱和，预计 2025 年国内前驱体产能难有进一步投放，不过我们看到，中国头部三元企业不断探寻海外市场，

已在印尼、韩国及欧洲等地区开展业务，海外产能增速将随之提升，中国市场份额可能将小幅下滑至 80%，出口预计也将维持低位。

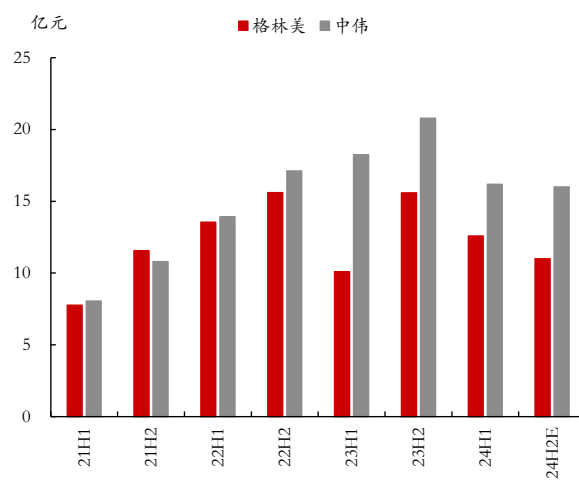
利润表现方面，因三元前驱体定价为加工费模式，价格体系十分统一，在下游需求增速明显放缓无法消化过剩产能下，行业利润持续挤压，以 5 系动力型为例，近两年外采硫酸镍为原料生产均为亏损状态，并且在今年年中亏损仍有扩大，因此我们认为，中期来看掌握上游原料端的三元前驱体生产商便掌握了产业链的定价权，或将看到为了抢占中小企业的市场份额而进一步降价，逼迫行业内高成本产能快速出清，推动市场整合。

图表 94：三元前驱体月度产量



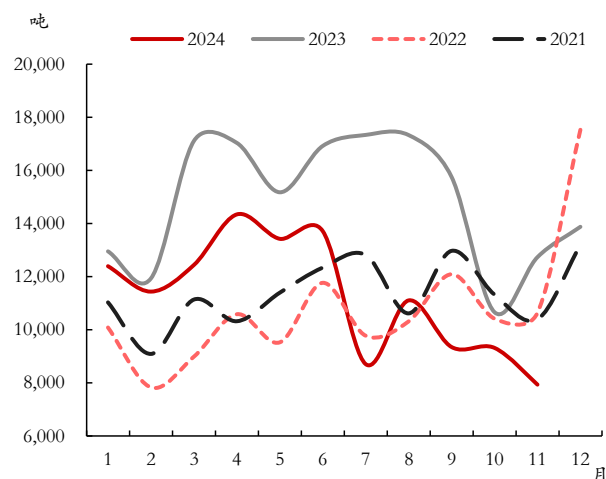
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 95：主要前驱体企业三元项目盈利情况及预期



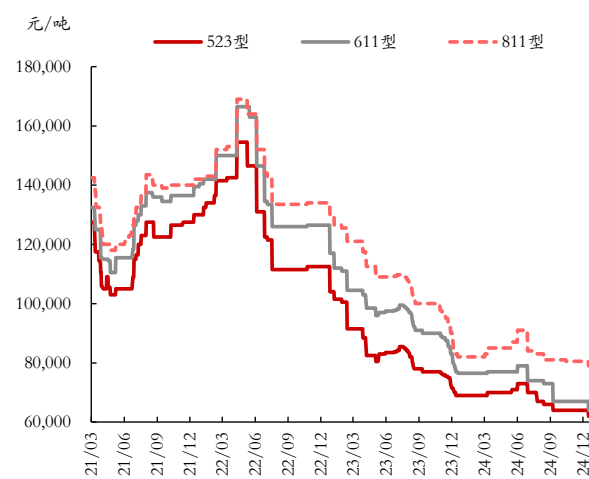
资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 96：NCM 前驱体出口量月度变化



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

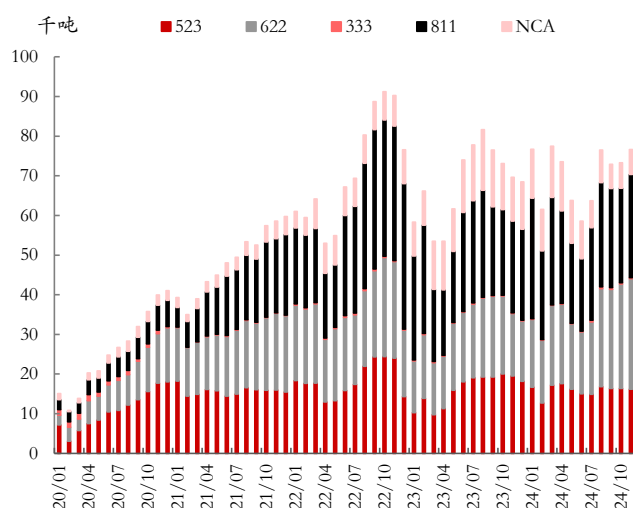
图表 97：三元前驱体价格走势



资料来源：上海钢炼，东证衍生品研究院

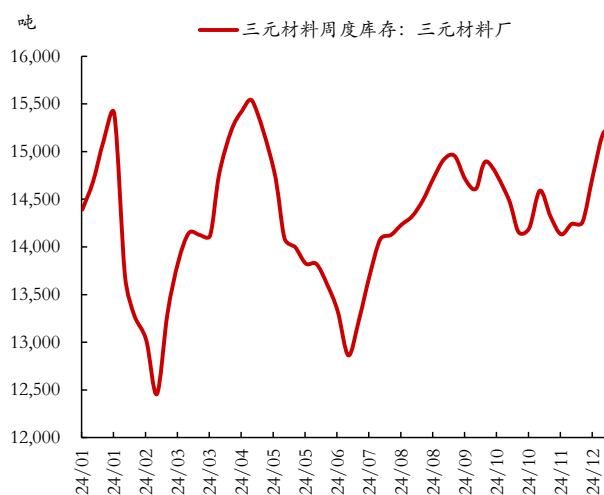
我们通过考虑不同三元前驱体类型以及各自镍含量计算得出，24 年 1-11 月中国三元耗镍总量为 31.3 万金属吨，同比增长 2.5%，因 25 年农历新年较早，年底或有一定备货需求，预计全年可达 34.5 万金属吨，同比增长 3%。2025 年来看，三元渗透率继续下滑以及中镍高电压技术愈发成熟，三元市场或难以给出硫酸镍需求侧亮点，但我们认为也不足以过分悲观，继续走弱的空间和概率都相对较小，耗镍量预计维持同比小幅增长，而价格方面受厂商亏损影响预计保持低位震荡。

图表 98：中国三元前驱体分型号耗镍量变化



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 99：三元材料厂周度库存



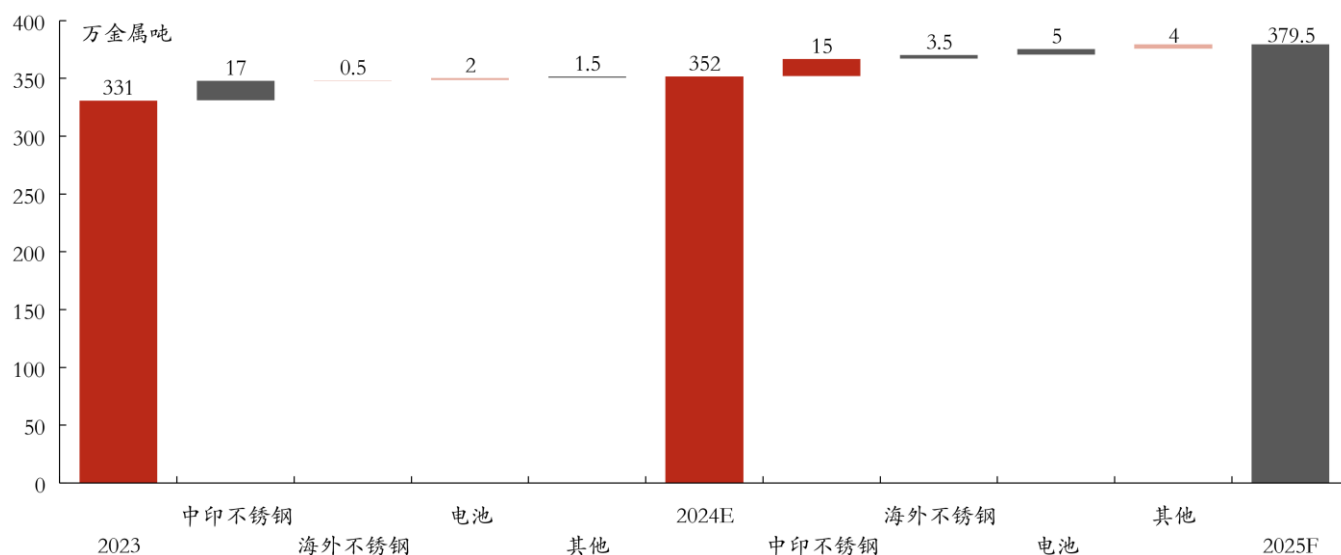
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

中长期来看，硫酸镍何以破局？ 我们认为，短期内硫酸镍市场矛盾不大，但中长期来看，或将于以下两点给出需求侧潜力：1) 四元电池：在 NCM 中掺入部分铝元素形成 NCMA 四元锂电池，在保持高能量密度的同时，提升电池循环寿命和热稳定性，以此对冲高镍化下材料表面稳定性不足的风险，目前韩国对此技术已研发成功，但量产仍需时日。2) 固态电池：采用固态电解质，不易燃且不易爆，并解决了液体泄漏风险，同时可以兼容更高电压的正极材料，循环性能更好且快充补能能力更强，为高镍化创造了新道路。根据调研了解，固态电池量产后的成本有望低于当前液态电池，并且配合低空经济发展或将打开镍需求的新增长曲线，但这部分量产预计可能在 2027 年才会看到。

3.3、结论与思考

原本新能源行业对于镍需求的较高增量在今年有所冷却，核心在于插混车型较纯电车型占比有所提升，三元电池市场份额占比仍在下滑。而单看纯电也会发现，海外市场对新能源政策方面有一定退坡，以及随着基建逐步完善，磷酸铁锂预计在海外市场也将逐步侵占主流的三元市场，预计 2025 年三元市场份额占比仍将承压，短期内对镍需求拉动较为有限，但我们仍注意到高镍四元电池以及新技术固态电池配合低空经济发展在中长期仍对镍需求有所拉动，中线保持乐观态度。此外，传统不锈钢领域来看，年内外需推动下支撑国内表需，但印尼产能提升后的资源回流以及海外贸易保护政策的趋严导致国内不锈钢出口阻力预期增加，下游房地产竣工和基建开工仍显疲软，国内“政策底”已经显露，但我们判断地产的“市场底”预计仍需要时间，可能在 25 年末或 26 年初才会见到企稳，短期内需求拉动仍然有限。综合来看，我们预计 2024 年全球原生镍消费量预计达到 352.5 万金属吨，同比增长 6.5%，2025 年达到 372 万金属吨，同比增长 6%。

图表 100：全球原生镍消费量变化预估



资料来源：东证衍生品研究院

4、投资建议

4.1、供需平衡表及行情展望

原生镍：从全球供需格局来看，原生镍的供给增量仍将超过需求增量，基于前述分析，我们预计 2023/2024/2025 年全球原生镍分别过剩 25.6/13.6/12.6 万吨。聚焦中国，目前产业链核心矛盾正从二级镍过剩向一级镍过剩转化，二级镍领先步入去产量甚至去产能周期，镍铁和硫酸镍今年纷纷出现产量下滑和高成本产线的逐步关停，而一级镍经历了 2023 年显著放量并于 2024 年步入大幅累库趋势，预计 2025 年仍将维持供给放量并累库趋势，但速度将边际放缓，不过个别中小冶炼厂已出现开工下滑，预计需要维持纯镍低估值来促进产业链的整合。

图表 101：中国原生镍季度供需平衡表

(万金属吨)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4E	25Q1E	25Q2E	25Q3E	25Q4E
精炼镍产量	7.2	7.7	8.7	9.8	9.5	10.2	10.8	11.5
精炼镍净进口量	0.4	-0.6	-1.9	-0.8	-0.8	-1	-1	-1
镍铁产量	7.2	7.3	7.6	7.5	7.1	7.4	7.9	7.7
镍铁进口量	28.6	26.2	25.5	29.2	27	27	25	26
硫酸镍产量	8.4	10.4	10.0	9.6	8.5	10.5	11	10
硫酸镍净进口量	1.1	1.2	1.1	0.8	1.1	1.2	1.2	1
硫酸镍耗纯镍量	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0
硫酸镍耗非原生料量	0.7	1.1	0.9	0.8	0.7	1	1.1	1.1
中国原生镍供给量	52.1	51.1	50.1	55.5	51.7	54.3	53.8	54.1
不锈钢对原生镍需求	36.2	36.7	36.3	38.7	37.6	39.1	39.3	38.5
电池对原生镍需求	8.4	7.3	8.0	8.0	8.2	8.9	8.6	8.1
电镀和合金镍需求	5.4	5.7	5.6	5.8	5.3	5.5	5.6	5.7
中国原生镍需求量	50.0	49.8	49.8	52.5	51.1	53.5	53.5	52.3
中国原生镍供需平衡	2.1	1.4	0.3	2.9	0.6	0.8	0.3	1.8

资料来源：上海钢联，SMM，海关总署，铁合金在线，东证衍生品研究院

图表 102：中国原生镍年度供需平衡表

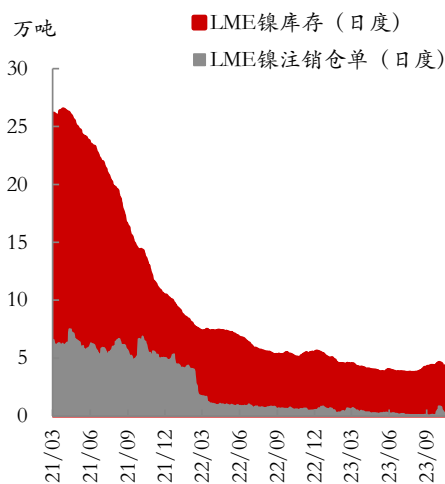
(万金属吨)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025F
精炼镍产量	16.5	16.2	17.7	24.5	33.4	42
精炼镍净进口量	11.2	25.5	13.3	5.4	-2.9	-3.8
镍铁产量	54.1	44.4	40.3	37.5	29.7	30.1
镍铁进口量	55.5	57.9	83.4	113.6	109.5	105
硫酸镍产量	14.4	28.7	37.7	38.4	38.4	40
硫酸镍净进口量	0.1	1.0	1.2	2.4	4.2	4.5
硫酸镍耗纯镍量	3.0	13.0	5.9	0.0	0.1	0
硫酸镍耗非原生料量	3.6	5.1	5.7	5.4	3.5	3.9

中国原生镍供给量	145.2	155.6	182.0	216.4	208.8	213.9
不锈钢对原生镍需求	109.9	122.0	122.5	136.3	147.95	154.6
电池对原生镍需求	10.9	21.8	34.0	28.0	31.7	33.8
电镀和合金镍需求	13.3	15.8	15.6	19.9	22.5	22.1
中国原生镍需求量	134.1	159.6	172.1	184.2	202.1	210.5
中国原生镍供需平衡	11.1	-4.0	9.9	32.3	6.7	3.4

资料来源：上海钢联，SMM，海关总署，铁合金在线，东证衍生品研究院

图表 103：上期所镍库存变化


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 104：LME 镍库存及仓单变化


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 105：中国精炼镍月度供需平衡变化


资料来源：SMM，海关总署，Mysteel，东证衍生品研究院

4.2、投资建议

经历了冶炼端产能的无序扩张之后，当前原生镍大多产线的利润空间已经被压缩的较为充分，我们判断需求侧短期并不能看到对镍价的实质性拉动，尽管边际有所复苏也会被过剩的供给抢先淹没。因此，我们认为 2025 年镍基本面的核心矛盾应聚焦于供给端，特别是矿端和镍铁端。

首先，镍矿方面：印尼的话语权将更加集中，镍矿供给预计将在长期内维持偏紧，供应增速边际放缓，从而镍价的下方支撑将长期坚挺。一方面在于印尼对本土资源保护决心较强，高品位火法矿考虑寿命现实本身具备控制产量需求，而 ESG 等约束也在将重心更多转向湿法矿开采；另一方面，新任总统普拉博沃上台后，一转前任政府鼓励迅速扩大当地镍冶炼产能的风格和态度，印尼在下半年多次表态要控制镍矿石数量，其背后主因我们解读为供给过剩格局使得镍价触及了印尼方所接受的底线，比较可能的政策例如缩减 RKAB 审批配额的释放量级或节奏，以及考虑对已审批但未使用完的配额在下一年进行相应扣减，从而倒逼企业谨慎思考申请配额的量级。

其次，冶炼端核心矛盾聚焦于镍铁：当前镍铁已步入产能出清阶段，2025 年的核心看点在于中印镍铁整体供需维持紧平衡，而国内今年便已有 4 万金吨的去库，但目前 NPI 价格并不能给予厂商动力去生产，国内厂商开工率不足 50%，印尼在 70-80% 之间徘徊。我们判断，2025 年 NPI 价格中枢将较今年提振，核心逻辑在于海外钢厂或将难以从中印手中拿到充足 NPI 货源，转而去采购 FENI 或纯镍以补足生产原料，这会倒逼产业链整体价格中枢上移，不过价格提振幅度也不会太大，一方面推动印尼 NPI 产能边际提升，另一方面制约国内产线受成本影响提产有限，并避免 FENI 复产进一步恶化供需格局。

综合以上分析，我们判断 2025 年沪镍静态估值区间为 11.5-14.5 万元/吨，尽管基本面整体观察依旧是偏弱品种，仍需震荡磨底来静待产业链给予更多产能整合或出清消息，但我们观察到部分环节已有利多因素显现，并且盘面多次试探一体化高冰镍生产电积镍的成本支撑，下方空间已经较窄，更为重要的是，矿端供应更多锚定政策指引，印尼政策端的风险不容小觑。策略上，单边建议关注中线逢低布局多单机会；内外套利方面，国内品牌预计仍将在 LME 提升注册产能，未来沪伦比的波动将在出口路径拓宽的背景下波动收窄，进出口盈亏向平衡收敛预计更为敏感，建议关注进口亏损偏高（低）时布局内外反套（正套）机会；跨期套利方面，关注深度 Contango 结构下的正套机会。

5、风险提示

宏观需求不及预期；印尼政策风险造成供给扰动。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究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，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com