

热点报告—镍

海外镍矿企业季度运营分析

—附近期交易节奏思考

走势评级:

镍: 震荡

报告日期:

2025 年 5 月 15 日

★事件概述

近期大部分海外镍企的一季度运营报告逐步披露,我们通过对最新财报中镍矿产量进行梳理分析,并附上交易节奏的一些思考。

★事件分析

红土镍矿供应偏紧,关注配额释放节奏。25 年开年以来印尼镍矿市场体感偏紧,升水逐步提升的同时,对菲矿较高的进口量或是紧缺现实下的无奈之举。我们通过梳理企业季度运营情况可以看出,部分企业矿产都有较为不错的同比增长,但主要系去年同期印尼配额释放较慢所致,环比表现均有回落,我们认为此现象背后的核心逻辑为:有新项目配套的矿山会新增匹配相应配额,其余大矿山削减了一定配额以分给小矿山以维持供应,但总量较去年下滑。据调研了解,市场获批的 RKAB 配额总量少于此前 APNI 放出的 2.98 亿湿吨的消息,从当下来看,印尼能矿部削减了部分大矿山的配额,而新增了部分小矿山配额以支持小矿山稳定供应,而头部矿企如 Nickel Industries、Merdeka 等后面有新的项目配套生产则会给予相应增量配额。

硫化镍矿高成本出清进程基本结束。整体来看,硫化镍矿经历 2024 年大批量高成本产线的出清后,存量产能基本能维持正常生产,并未继续收到利润坍塌的影响,我们预计后续除 Nova 项目因储量影响将停产外,其余硫化镍矿项目的产量将基本维持在当前生产范围内波动为主。

★投资建议

交易层面,当前区间震荡的格局或在短期内持续,可关注波段交易机会,但基于我们此前报告中所分析的因素,当“地缘风险+供应集中”因素同时赋予给镍产业链时,我们仍维持推荐交易重心放于关注逢低做多机会,但需紧密跟踪矿价的走势。

★风险提示

宏观不确定因素扰动,印尼及菲律宾政策变化。

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

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 分析师(有色金属)

从业资格号: F03135024

Email: di.jin@orientfutures.com

上期所镍主力合约走势



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。

1、事件概述

近期大部分海外镍企的一季度运营报告逐步披露，我们通过对最新财报中镍矿产量进行梳理分析，从中推演出红土镍矿和硫化镍矿不同的演变格局，最后附上近期交易节奏的一些思考。

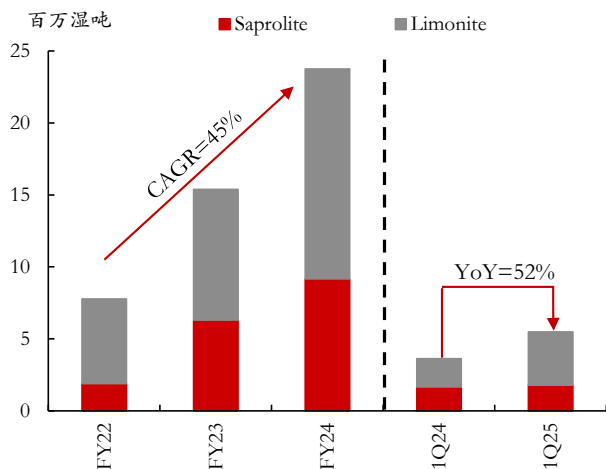
2、事件分析

2.1、印尼红土镍矿供应紧张，重点关注配额释放节奏

Harita Nickel: 公司与力勤在印尼的合资项目 KPS 于 24 年 9 月底第一台成功点火，并在 10 月出铁给出产量后，今年一季度顺利扩产至 4 台炉子（计划上半年保持），其余 4 台炉子预计 7 月后逐步增产。湿法方面，6 条 HPAL 产线（5.5+6.5 万镍吨/年的 MHP 产能）也稳定超产，月产量合计贡献约 1.1 万金属吨，其中 ONC 项目在 24 年 4 月投产并于 8 月满产。考虑其 Q4 开始未披露矿端产量变化，我们采用销量变化来反应增长，基于以上因素，Harita Nickel 在 25Q1 褐铁矿销量达 371 万湿吨，腐殖土矿达 178 万湿吨，合计同比增加了 52%。

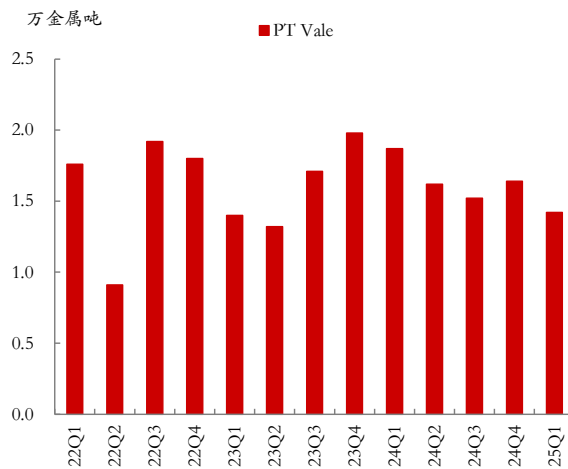
淡水河谷印尼 (PT Vale): 在印尼产区的镍产量于 25Q1 同比下降了 24% 至 1.42 万金属吨，绝对降量为 0.45 万金属吨，映照了我们在季报中提及的印尼镍矿整体供应偏紧的现实，以及镍矿升水在今年 2 月从 15 美金快速上涨至 20-21 美金，而现如今进一步上涨至 26-27 美金。

图表 1: Harita Nickel 镍矿销量



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 2: PT Vale 镍矿分季度产量



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

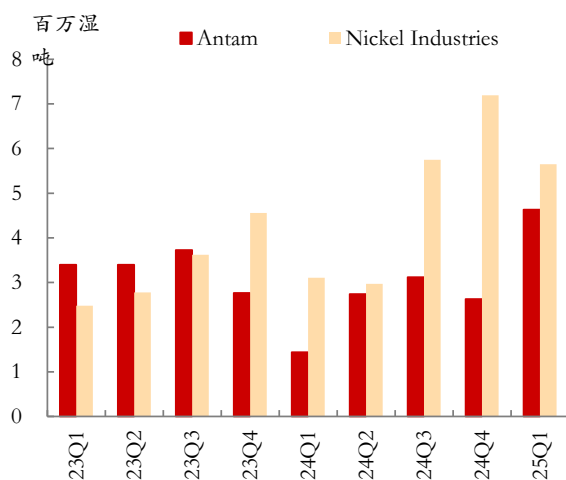
Antam: 自从在去年 10 月通过子公司 PTGN 完成了对 JIMI（永青集团子公司）的 30% 股份购买后，大幅稳固了 PTGN 镍矿销售途径，在 25Q1 的季度镍矿产量达到历史新高，同比暴增 221% 至 463 万湿吨，环比增加 76%，其中部分用于支持自己在 Kolaka 的 FeNi

项目，其余用来供给印尼其他企业。

Nickel Industries: 公司公告显示,25Q1 镍矿产量同比增长 82%,但环比下滑 21.5%至 564.9 万湿吨,而为了配套新项目 ENC 的生产,Hengjaya Mine 将 RKAB 从 900 万吨增加到 1900 万吨的可行性研究已获得能矿部批准,目前公司已准备了一份备忘录,将很快提交给相关部门,有信心在下半年获得 RKAB 增加的批准。

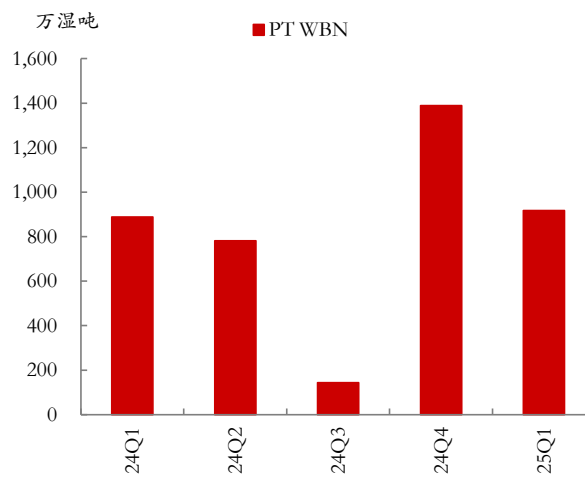
WedaBay 镍矿: 由青山集团 (51.3%)、Eramet (38.7%) 和 Antam (10%) 共同持股,2024 年印尼镍矿配额发放整体较慢,在 10 月新增配额批复后,Eramet 公告称下调 WBN 镍矿产量指引,此前为 4000-4200 万湿吨,最终落得 3200 万湿吨(包括 300 万湿吨内部销售)。今年一季度,WBN 镍矿产量同比增长 3.2%至 916.9 万湿吨,预计今年外销镍矿将同比持平为 2900 万湿吨,与交付的 RKAB 许可一致,但据我们了解,公司 2025 年当前所获得的 RKAB 配额较去年下滑明显,可能有产量不及预期的风险。

图表 3: Antam 和 Nickel Industries 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 4: WedaBay Nickel 可销售镍矿产量



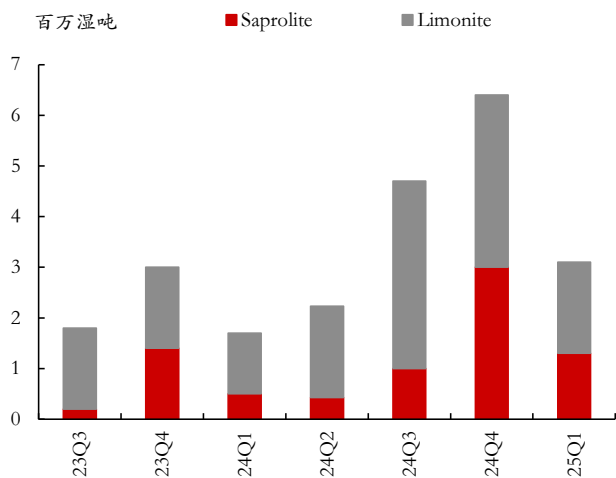
资料来源:公司公告,东证衍生品研究院

Merdeka (MBMA): 尽管印尼季节性降雨影响了矿端开采和运输的节奏,但 25Q1 中 MBMA 升级了关键基础设施,并跟随其 HPAL 冶炼产能扩充而扩张了 SCM 镍矿的开采规模,25Q1 镍矿腐殖土产量同比增长 190%至 130 万湿吨,绝对值增加了 80 万湿吨;褐铁矿同比增加 54%至 180 万湿吨,绝对值增加了 60 万湿吨。

成本方面,呈现结构性分化变动趋势。1) Sapolite: 25Q1 腐殖土矿现金成本同比下滑了 3.8 美元/湿吨至 24.6 美元/湿吨,主要得益于采矿成本下滑(2.4 美元/湿吨)、运输成本降低(1 美元/湿吨)以及特许权使用费下滑(0.5 美元/湿吨)。公司对 2025 年腐殖土矿的现金成本指引定位 23 美元/湿吨,当前略高于指引,我们认为随着雨季结束后产量爬坡,整体现金成本将进一步下行至指引线以下。2) Limonite: 25Q1 褐铁矿现金成本同比增长了 1.2 美元/湿吨至 12.7 美元/湿吨,主要受运输成本增加了 3.2 美元/湿吨,

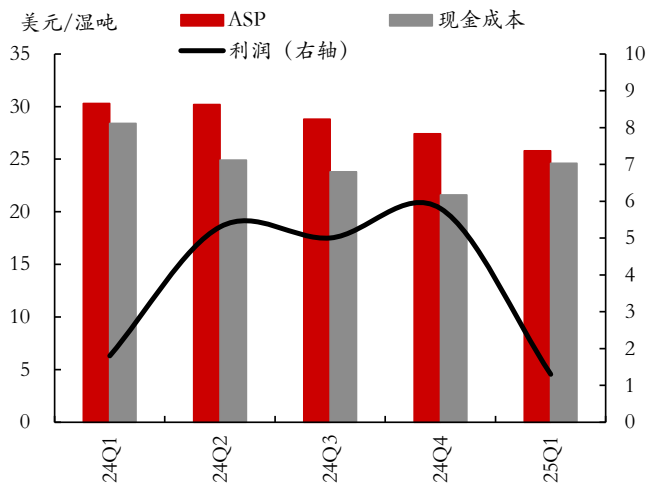
以及销售成本（包括特许权使用费）增加了 0.2 美元/湿吨，但采矿成本仍有下滑 2.3 美元/湿吨抵消部分成本上涨，并得益于 ASP 的同比提升，利润同比提高了 0.6 美元/湿吨。

图表 5: Merdeka SCM 镍矿分季度产量



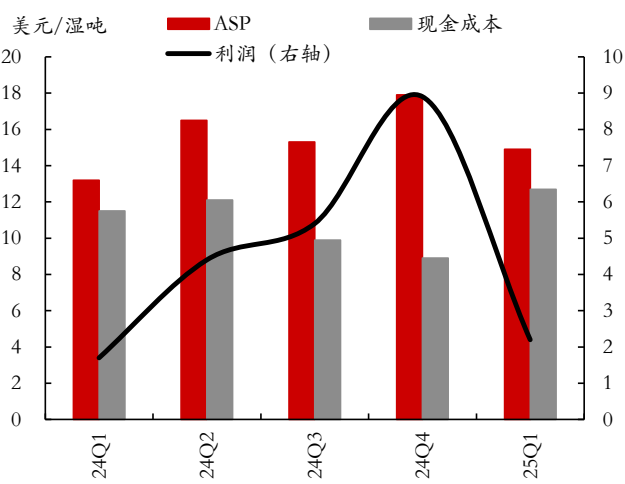
资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 6: Merdeka 腐殖土矿 ASP 和现金成本



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 7: Merdeka 褐铁矿 ASP 和现金成本



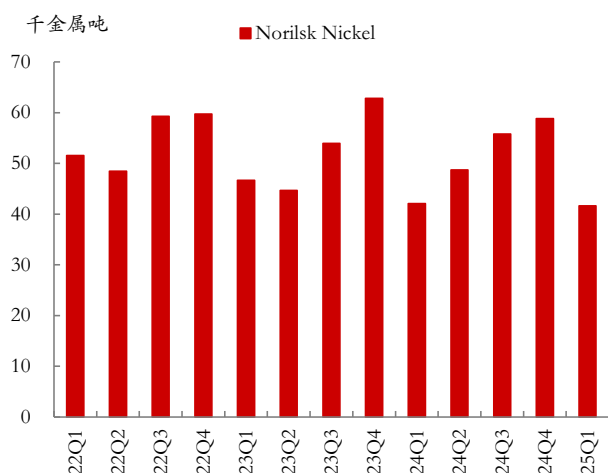
资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

2.2、硫化镍矿减产节奏放缓

自俄乌冲突以来,俄镍在欧美流通量显著下滑,中国成为其主要出口消费国。受 Nadezhda 冶炼厂和 Talnakh 选矿厂的短期检修计划影响,25Q1 镍产量同比下滑 1.1%至 4.16 万吨(均来自内部原料)。当前俄镍面临卢布升值带来外币收入下滑,以及高利率对投资计划的限制,贸易战的当下需求走弱可能产量总体将受到拖累,公司预计 2025 年精炼镍总产量达 20.4-21.1 万吨,我们认为落于区间左侧概率可能更大,同比基本持平。

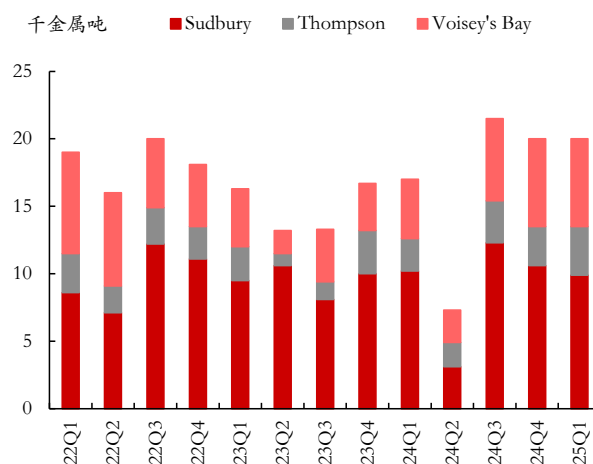
淡水河谷总体镍产量达 4.29 万金属吨,同比增加 0.44 万金属吨,增幅 11%,主要系 OnçaPuma 运营区在 24 年 Q1 完成了熔炉重建后实现了更高的产量,以及加拿大 VBME 项目产量提升而推动加拿大地区的镍产量 25Q1 同比增长约 3000 金属吨,增幅 17.6%,同时总成本同比下降 4%至 15730 美元/吨。

图表 8: 俄镍分季度镍产量



资料来源:公司公告,东证衍生品研究院

图表 9: 加拿大 Vale 分项目镍产量



资料来源:公司公告,东证衍生品研究院

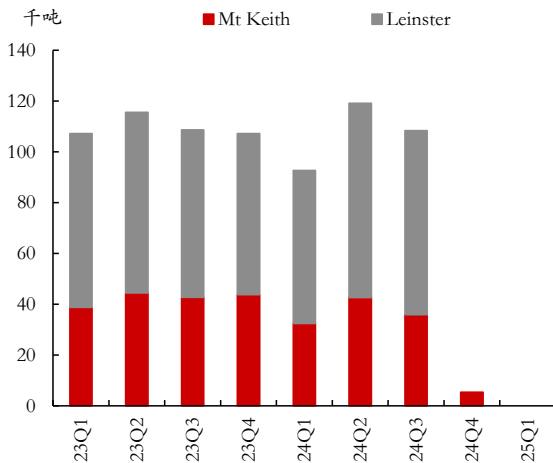
澳洲方面,镍价下跌使得部分矿企此前运营的高成本镍矿项目出现关停,24 年嘉能可、BHP、第一量子等在上半年相继发出减停产公告,IGO 的 Forrestania 也在三季度末进入停产维护阶段,澳大利亚目前只剩下两个镍矿项目在运营:IGO 的 Nova 项目以及嘉能可 Murrin Murrin 项目,而 Nova 项目预计也将在 26 年底因品位枯竭陷入停产。

目前在运营的镍矿项目一季度产量也维持低位,同时矿石品位下降也间接导致了开采加工成本增加和镍产品最终产量边际减少。必和必拓在去年 10 月开始停止了其精炼镍产线的运作,因此 25Q1 仅有 2300 金属吨的高冰镍产量,而矿端也完全停工,Mt Keith 和 Leinster 镍矿项目在 25Q1 产量为 0,预计后续高冰镍项目也将陷入停产。

IGO 自去年四季度以来便只有 Nova 一个项目,25Q1 镍产量同比下滑 6.5%至 4279 金属吨(仅 Nova 自身比较,总量同比下滑 34.4%),环比增长 23%。尽管本季度受矿场开采顺序以及回采区域因素的影响,提升了镍矿开采的品位,使得总金属量环比有所提升,

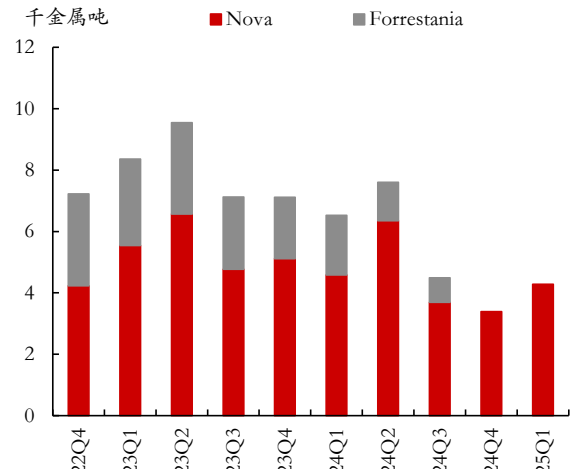
但今年的镍矿品位预期仍处历史地位，预计 2025 财年镍产量将处在指引区间下限（15,000-18,000 吨）。此外，公司 25Q1 的镍单位现金成本为 5.12 澳元/磅，约为 7336.5 美元/吨，环比降低了 30%，主要系产量增加及副产品量价齐增影响。值得一提的是，公司预计 Nova-Bollinger 矿将在 2026 年 Q4 末因品位枯竭而停产，预计在 2025Q2 之后剩余的寿命内实现 15,000-18,000 吨镍。

图表 10：澳洲必和必拓镍矿分项目产量



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 11：IGO 镍矿分项目产量



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 12：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	2024 同比	25Q1
Vale	加拿大	Sudbury	43.2	32.2	39.6	38.2	36.2	-5.2%	9.9
		Thompson	10.6	6.0	10	7.9	10.2	29.1%	3.6
		Voisey's Bay	35.7	38.2	24.1	13.4	19.4	44.8%	6.5
Norilsk	俄罗斯	Polar & Kola	172.4	145.8	218.9	206	205	-0.5%	41.6
	芬兰	Finland	63.4	47.2					
BHP	澳大利亚	Nickel West	91.0	82.1	75.9	81.4	69.4	-14.7%	2.3
Glencore	加拿大	INO	56.5	55.0	46.2	39.3	43.0	9.4%	10.4
	澳大利亚	MurrinMurrin	36.4	30.1	35.7	31.1	34.4	10.6%	8.4
	新喀	Koniambo	16.9	17.0	25.4	27.2	5.0	-81.6%	0
IGO	澳大利亚	Flying Fox	7.3	5.7	11.9	10.2	4	-60.8%	0
		Spotted Quoll	12.1	11.4					
		Nova	29.5	28.6	22.9	22	18	-18.2%	4.28
Boliden	芬兰	Kevitsa	12.1	12.9	11.8	9.9	11.5	16.2%	2.73
AALP	南非	Platinum	13.8	22.3	21.3	21.8	25.7	17.9%	4.2
小计			600.9	534.5	543.7	508.4	481.8	-5.23%	

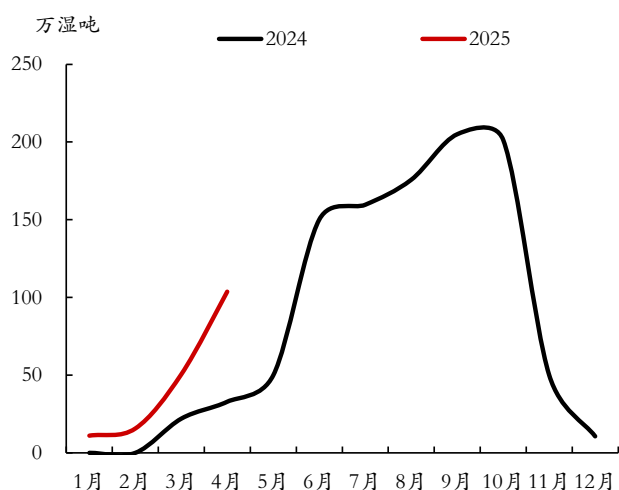
资料来源：公司公告，东证衍生品研究院（注：不完全统计；单位为千金属吨）

总结：整体来看，硫化镍矿经历 2024 年大批量低成本产线的出清后，存量产能基本能维持正常生产，并未继续收到利润坍塌的影响，我们预计后续除 Nova 项目因储量影响将停产外，其余硫化镍矿项目的产量将基本维持在当前生产范围内波动为主。

3、投资建议

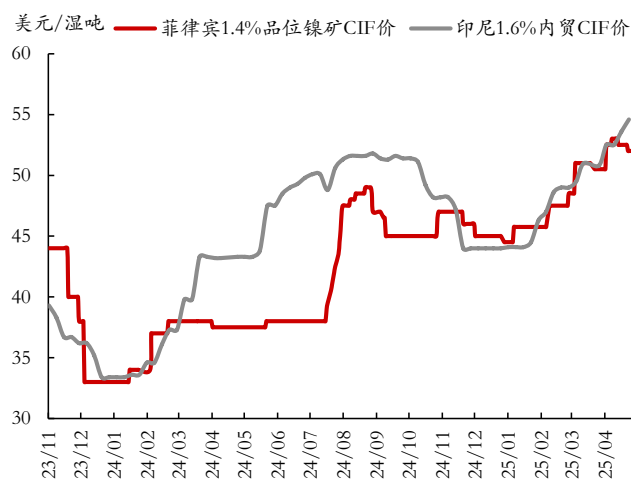
红土镍矿方面，整体来看，25 年开年以来印尼镍矿市场体感偏紧，升水也从 2 月的 15 美元快速增长至 21-22 美元后，近期进一步上探至 26-28 美元/湿吨，菲律宾至印尼的发运量也在 4 月同比增长 215%至 103 万湿吨，参考印尼 1.6%品位镍矿价格基本持平菲律宾 1.4%品位镍矿价格来计算，菲矿对印尼冶炼厂的成本压力非常强，较高的进口量或是紧缺现实下的无奈之举。我们通过梳理以上企业的镍矿产量可以看出，部分头部矿企如 Antam、Nickel Industries、Harita Nickel 以及 Merdeka 等都有较为不错的同比增长，但主要系去年同期印尼配额释放较慢所致，环比表现除 Antam 外均有回落，而淡水河谷、WBN 等同比基本持平或有所减少，环比也表现为明显回落，我们认为此现象背后的核心逻辑为：有新项目配套的矿山会新增匹配相应配额，其余大矿山削减了一定配额以分给小矿山以维持供应。据我们调研了解，市场获批的 RKAB 配额总量少于此前 APNI 放出的 2.98 亿湿吨的消息，全年镍矿目前来看维持紧张甚至 Q4 开始可能步入缺矿，但参考去年 10 月新增配额审批节奏来看，今年或也有新增释放预期。从当下来看，印尼能矿部削减了部分大矿山的配额，而新增了部分小矿山配额以支持小矿山稳定供应，而头部矿企如 Nickel Industries、Merdeka 等后面有新的项目配套生产则会给予相应增量配额。

图表 13：菲律宾至印尼镍矿发运情况



资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

图表 14：印尼内贸 1.6%和菲律宾 1.4%镍矿 CIF 价



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

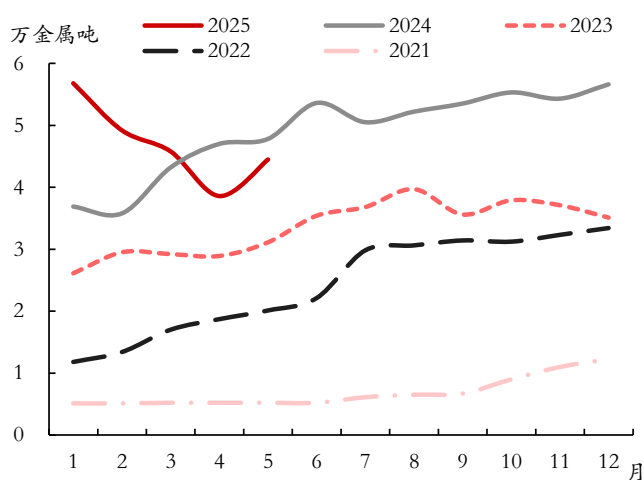
交易层面，印尼矿端的紧张预期或将贯穿全年。自对等关税落地以来，盘面快速修复后进入窄幅震荡区间，核心运行区间位于12.3万至12.7万，下方受成本高企而支撑于一体化火法的现金成本左右，上方受宏观扰动及过剩格局的压制，市场不愿给到冶炼端太多利润空间。往后来看，我们认为多空各自关注逻辑如下：

1) 空方逻辑：前期印尼雨季矿端开采和运输受限，菲律宾也逐步脱离雨季影响为印尼增添额外矿端供应来源，中间品减产部分在5月起可能逐步恢复产量，NPI利润急剧压缩后部分可能会转回冰镍增加纯镍原料供应，最终使得纯镍端的累库压力提升。我们认为，空头逻辑核心在于矿端供应要宽松，侧面反应于矿价需要见顶甚至回落，使得冶炼端利润空间恢复，从而再通过盘面下跌回收利润。

2) 多方逻辑：复盘印尼MHP+高冰+NPI三者的月产金属量可以发现，年初至今还是落入下行区间，5月若有部分NPI减产转回冰镍也很难保证总体金属量顺利进入上行通道，矿端供应紧张的现实下，印尼从菲律宾进口原料变多则意味着冶炼成本中枢还在抬升（菲律宾矿价高于印尼），而这可能会导致冶炼端因原料紧缺或利润压缩继续维持减产或低产，最终传导致纯镍减产或连续去库。此外，地缘政治风险逐步成为全球各国不可忽视的因素，军工类航天航空、船只等对高温合金需求故事或有超预期演进，诸如近期白宫列出的第一项协议交易便是卡塔尔航空向波音和GE航空下的订单，它也是波音公司百年历史上最大的一笔订单。

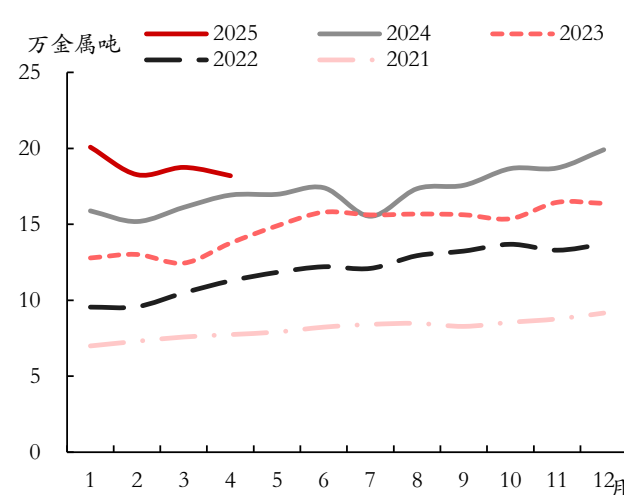
综合以上分析，当前区间震荡的格局或在短期内持续，可关注波段交易机会，但基于我们此前报告中所分析的因素，当“地缘风险+供应集中”因素同时赋予给镍产业链时，我们仍维持推荐交易重心放于关注逢低做多机会，但需紧密跟踪矿价的走势。

图表 15：印尼 MHP+高冰镍月产金属吨合计



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 16：印尼 MHP+高冰镍+NPI 月产金属吨合计



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

4、风险提示

宏观不确定因素扰动，印尼及菲律宾政策变动。

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