

镍及不锈钢 2025 年年报

2024 年 12 月 31 日

过剩结构性收窄 镍价依然承压

摘要

研究员：陈婧

期货从业证号：
F03107034

投资咨询从业证号：
Z0018401

☎:010-68569793

✉chenjing_qh1@chinastock.com.cn

供应端：中国和印尼的低成本供应正在逐渐挤出海外其他高成本产能。可交割品货源愈发充裕，即使有阶段性供需错配，也较难形成挤仓的局面。需谨防产业链在印尼集中度过高，该国政策可能会影响整条产业链的格局。预计 2025 年全球原生镍产量同比增长 4% 至 370 万吨。

需求端：2025 年全球在经济、政治、科技、能源等多方面面临复杂交织的状况。特朗普胜选、地缘政治紧张、政治风险高于和平时代，市场情绪和风险偏好也将不断受到各种政策影响，呈现波动更大的状态。虽然有财政政策和货币政策的支持，但宏观传导至产业链条较长，效果可能较为滞后。同时欧美对中国的针对性越来越强，可能会影响出口。2025 年预计传统消费领域如电镀、合金、不锈钢等增速预计较为温和，约为 3-4%，若军工需求增加，将对合金有明显提振作用。三元电池虽然日渐式微，但依托新能源汽车的发展，预计仍有 10% 的增速。预计 2025 年全球原生镍需求同比增长 4.3% 至 358.2 万吨。

供需平衡：2025 年预计全球原生镍过剩 11.8 万吨，过剩集中在纯镍，而 NPI 和硫酸镍倾向于紧平衡。不考虑收储因素，全球镍库存仍将持续增长。

成本方面：镍矿集中度过高导致印尼镍矿价格受产业政策影响较大。以目前配额和需求来看，2025 年起镍矿转为紧平衡，则镍矿价格向下空间有限。因此 NPI 和不锈钢成本支撑距离不远。但 MHP 预计新增产能不低，且利润足够丰厚，MHP 一体化制电积镍和硫酸镍的成本仍有下行空间。

行情研判：由于盘面交易的是最过剩的纯镍，镍价仍需震荡寻底。预计 2025 年沪镍运行区间在 11-14 万元之间，伦镍运行区间在 14000-18000 美元之间。

风险提示：关注印尼镍产业政策、宏观经济以及地缘政治等风险因素。

第一部分 行情回顾

一、2024 年镍市场运行情况

2024 年，镍价冲高回落，走势渐趋平静。年初镍价在边际成本位 13 万元/吨附近磨底震荡。春节后，由于印尼镍矿 RKAB 配额延迟发放，供应偏紧，矿价抬升，引发市场担忧。随后市场交易美联储降息周期开启的预期，有色板块整体冲高。4 月英美制裁俄罗斯将镍价带到新高，5 月宏观情绪带动镍价冲到年内高点 16 万。然而，6 月宏观情绪回落，高镍价抑制消费刺激供应，LME 库存持续增加反映纯镍过剩，RKAB 审批也有新进展，印尼 MHP 投产消息频出，镍价高位下跌直至创出新高。十一长假之后，市场对宏观和镍的短线炒作又达到高点，但因资金流出较多，高度较为有限，最终回到 12.3-13.3 万的区间震荡，等待新驱动。

图1：2024年镍价走势（左轴：元/吨，右轴：美元/吨）

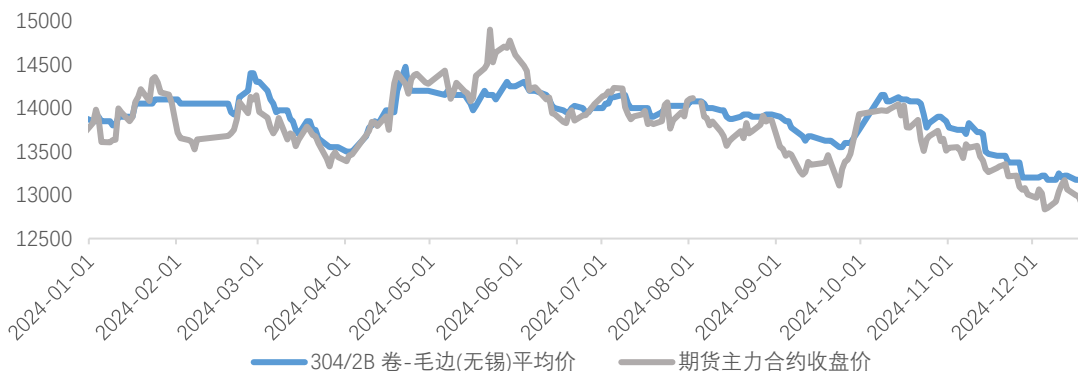


数据来源：SMM、银河期货

二、2024 年不锈钢市场运行情况

今年终端需求增速不高，供应有新增投产，原料端镍矿和镍价虽然大幅波动，但高镍铁价格运行范围狭窄，因此不锈钢价格前三季度保持 13000-15000 区间震荡格局。四季度后美联储鹰派，国内政策不及预期，宏观氛围和上半年截然不同；产业方面，青拓三期投产，镍系和铬系原料价格持续下跌，LME 镍价创新低，多重利空共振下，不锈钢也随之跌破 13000 整数关口。

图2：2024年不锈钢价格走势（元/吨）



数据来源：SMM、银河期货

第二部分 原生镍过剩向纯镍集中

2023 年原生镍过剩就已经较为明显，但过剩主要在印尼的 NPI，电积镍大规模产能投放，但爬产仍需要时间。2024 年原生镍中 NPI 受镍矿配额审批影响，硫酸镍受下游需求不佳及生产亏损影响，均有不同程度减产，Feni 也因新喀动乱以及淡水河谷运营许可证等事件产量大幅减少。唯独中国和印尼的电积镍依旧在投产和爬产，并在 LME 和上期所均申请了交割品牌，为 LME 贡献了大量的库存，中国 2024 年已转为精炼镍净出口国。2025 年预计全球原生镍过剩收窄，但纯镍过剩延续。中国和印尼的低成本供应正在逐渐挤出海外其他高成本产能。可交割品货源愈发充裕，即使有阶段性供需错配，也较难形成挤仓的局面。需谨防产业链在印尼集中度过高，该国政策可能会影响整条产业链的格局。预计 2025 年全球原生镍产量同比增长 4% 至 370 万吨。

一、全球纯镍产量屡创新高

2023 年以前，由于矿山老化品位下降、自然灾害、技术故障、缺乏新增产能等干扰因素，精炼镍产量连续数年下降。而 2023 年以后，通过红土镍矿转化为冰镍或 MHP 等原料生产的纯镍或硫酸镍产能集中释放。中国和印尼低成本产能如雨后春笋，每年都有十几万吨的新增投产。然而纯镍下游消费增速相对稳定，原本的应用领域也大多被 NPI 和硫酸镍替代，因此满足本国下游消费之后，中国和印尼通过出口交仓将本国的过剩转移至海外，2024 年全球纯镍库存开始快速积累，一年的时间从 8.5 万吨增加到 20.8 万吨。

1、海外高成本产能减产

2023-2024 年，海外传统镍企业的产量指引每年均在下调。2024 年镍价跌至 16000 美元附近后，BHP 做出了关停西澳镍业的决定。事实上，从 2024 年年初开始，就陆续有老牌镍企宣布澳洲和新喀的业务要减产，因为这两个国家产量大同时成本高，但都以镍矿、镍铁和 MHP 为主，没有伤及纯镍的产量，直到 7 月 BHP 宣布自 2024 年 10 月起西澳镍业停产。西澳镍业今年一季度镍产量 1.88 万吨，其中精炼镍产量 0.88 万吨，中间品 0.9 万吨，硫酸镍 0.1 万吨。2024 财年前三季度镍产量 5.9 万吨，全年产量指引为 7.7-8.7 万吨，且产量预计在下限附近。审查暂停生产合计 2 年 4 个月，合计影响产量 18-20.3 万吨，对今年镍产

量影响 1.37 万吨。此后，9 月南非斯班静水决定年底停产维护，10 月住友位于马达加斯加的 Ambatovy 也受到短期影响，影响一个月左右产量。

表1：2024 年以来镍企业减停产消息

日期	分类	国家	机构名称	2023年产量	2024年影响产量
1月9日	停产	澳大利亚	萨凡纳	0.9万镍吨硫化矿	减0.9万镍吨硫化矿
1月22日	重新评估	澳大利亚	South32	3.87万吨镍铁	0
1月22日	停产	澳大利亚	Wyloo	1.6万镍吨硫化矿	减2万镍吨硫化矿
1月23日	停电减产	新喀里多尼亚	Eramet/SLN	4.5万吨镍铁	减<0.1万镍吨镍铁
1月24日	资金不足	新喀里多尼亚	Prony	2.2万吨	0
2月12日	停产	新喀里多尼亚	嘉能可	2.72万吨镍铁	减1.36万吨镍铁
2月16日	减产	澳大利亚	必和必拓	8.2万吨	减1.6万吨镍矿
2月19日	减产	巴布亚新几内亚	Nickel28/Ramu	3.12万镍吨MHP	减0.26万镍吨MHP
2月23日	减产	巴西	淡水河谷	1.7万吨镍铁	减1万吨镍铁
4月25日	停产	新喀里多尼亚	Eramet/SLN	577万湿吨镍矿	Q1同比减31.6%至101.4万湿吨
5月6日	停产	澳大利亚	第一量子	2.2万吨MHP	减0.76万吨MHP
5月16日	减产	新喀里多尼亚	嘉能可/SLN/Prony	2023年产量合计7.22万吨FeNi、577万湿吨红土镍矿、2.2万镍吨镍饼	前三季度同比减少2.27万吨镍铁，225万湿吨镍矿，1.5万吨镍饼
7月11日	停产	澳大利亚	必和必拓	2024财年产量指引7.7-8.7万吨	审查暂停生产合计2年4个月，合计影响产量18-20.3万吨，对今年镍产量影响1.28-1.45万吨。
9月12日	停产	南非	斯班静水	0.7万吨电解镍，0.1万吨氯化镍	0
9月30日	减产	印尼	青山	N/A镍铁	N/A镍铁
10月3日	减产	马达加斯加	住友/Ambatovy	4万吨镍	减0.3万吨纯镍
10月6日	减产	巴西	淡水河谷/Onca Puma	1.7万吨镍铁	减0.15-0.2万吨镍铁
10月16日	减产	印尼	Eramet	1690.5万湿吨镍矿	减300万湿吨镍矿
10月21日	减产	古巴	Sheritt	2.86万吨	N/A纯镍
小计					1.65万吨纯镍，2.8万吨MHP，4.3万吨镍铁，2.5万吨硫化矿，2.73万吨红土镍矿

数据来源：上市公司财报、银河期货

矿山三季度财报显示，除 BHP 产量略降外，淡水河谷、俄镍、英美资源三季度产量同比均有增长。俄镍和英美资源上调了 2024 年产量指引，俄镍自 18.4-19.4 上调至 19.6-20.4 万吨，英美资源自 3.6-3.8 上调至 3.8-3.9 万吨。英美资源宣布其成本下降至 530 美分/磅，折 11700 美元/吨。前三季度产量和去年基本持平，虽然年度产量可能同比下降 6.3%。

表2：海外传统镍企纯镍季度产量/万镍吨

企业	2024Q3	同比	2024YTD	YTD同比	2023产量	2023年同比	2024年计划	2024年同比
Vale	2.6	33.3%	5.5	-7.2%	8.4	-8.9%	7.7	-8.1%
Nornickel	5.6	3.4%	14.6	0.4%	20.9	-4.8%	20.0	-4.1%
Glencore	3.6	11.4%	10.2	4.6%	13.1	7.4%	12.1	-7.9%
BHP	1.2	-12.3%	3.6	-11.2%	5.3	-1.1%	4.0	0.6%
Sumitomo	2.5	6.4%	6.9	-3.8%	9.3	6.5%	9.1	-2.0%
Anglo American	0.7	37.0%	1.9	31.1%	2.2	2.3%	2.0	-8.3%
Sheritt (100%)	0.9	12.8%	2.3	6.7%	2.9	-11.1%	3.1	8.1%
Implats	0.4	0.0%	1.1	0.0%	1.5	0.0%	1.5	-2.2%
总计	17.5	9.2%	46.2	-0.1%	63.6	-1.2%	59.5	-6.3%

数据来源：上市公司财报、银河期货

根据财报信息，除必和必拓和斯班静水减产合计影响今年 1.65 万吨产量外，还有部分企业下调年度产量指引，合计减少 4.25 万吨，高成本产量约减 5.9 万吨纯镍。预计 2025 年由于必和必拓和斯班静水停产，以及部分镍企亏损减产，海外纯镍产量再度下降 7%。

2、中国和印尼低成本产能释放

2023 年开始，中国每年投放 10 万吨以上的新增产能，印尼每年也增加 5 万吨产能。截至 2024 年，合计已投产 28.26 万吨产能。中国纯镍产量今年预计同比增长 36%至 33.4 万吨，增加 9 万吨；印尼中伟鼎兴 5 万吨产能满产约有 4 万余吨产量，低成本产量增加 13 万吨，足以覆盖其他国家减产。2025 年预计仍有 13.5 万吨产能规划，但其中 7 个项目曾有过推迟的记录，不确定性较高，有可能继续推迟。预计 2025 年全球纯镍产量增加 4%至 105.6 万吨（包含海外减产）。

表3：2023-2025年纯镍新增产能规划及投产进度（万吨）

企业所在地	原料	新增产能E	备注
新疆	精矿/高冰镍/MHP	0	2022年以前在产
广西	MHP	0	2022年以前停产
甘肃	精矿/高冰镍/MHP	0.6	2023年年底投产，扩建6000吨年产能，产能达到19.5万吨
湖北	高冰镍-硫酸镍	3	2023年1月初投产，已满产
江苏	氢氧化镍废料	0.72	2023年3-4月投产，一期已满产，二期部分投产
浙江	电镀废料	0.12	2023年4月18日已投产
浙江	MHP	3.06	2022年已有6000吨为交割品，2023年二季度扩产（3.06万吨）
广西	MHP	3	2023年5月投产
天津	MHP/硫化镍	0.36	2023年6月排产，2024年4月停产
广西	高冰镍/MHP	1.25	2023年二季度投产
2023年上半年小计		12.11	
安徽	粗制硫酸镍	0.36	2023年10月开始试产，2024年停产
江西	废料	0.36	2023年已投产
广东	废料	0.24	2023年已投产
2023年下半年小计		0.96	
2023年中国		13.07	
印尼	高冰镍	5	2023年8月投产，2024年3月满产
2023年总计		18.07	
浙江	MHP	0.6	2023年12月调试成功，2024年1月正式出产，预计下半年爬坡到满产
广西	高冰镍/MHP	1.25	2024年一季度投产1.25万吨，年内继续扩产
广东	MHP	0.24	2024年7月已投产
浙江	废料	0.6	2024年7月已投产
广西	高冰镍	2.5	2024年11月投产一期
2024年中国		5.19	
印尼	MHP/高冰镍	5	2024年9月已投产，曾计划8月投产
2024年总计		10.19	
浙江	MHP	3	搬迁停产，预计2024年初动工，2025年建成H2投产
甘肃	高冰镍/MHP	2.5	【推迟】曾计划2024年二季度，推迟至四季度，再度推迟至2025年上半年投产
广西	MHP	2	计划2025年建成
江西	高冰镍	0.5	【推迟】年产5000吨电积镍和5000吨电积钴，建设周期8个月，推迟到2025年投产
江西	MHP	0.6	【推迟】投产预计推迟到2025年
江西	MHP	0.9	【推迟】投产预计推迟到2025年
浙江	MHP	1.4	【再度推迟】计划2025年1月投产
吉林	精矿/高冰镍/MHP	0.6	【推迟】硫酸镍/电积镍，预计2024年10月扩产6000吨
2025年中国		11.5	
印尼	MHP	2	计划2025年3月投产，大概率推迟
2025年总计		13.5	

数据来源：SMM、Mysteel、上市公司财报、公开信息、银河期货

表6：全球纯镍产量预估（万吨）

	2022年E	2023年E	2024年E	2025年E	同比
海外主要镍企	67.4	65.9	63.3	58.6	- 7%
中国	17.4	24.5	33.3	39	17%
印尼+其他	0	0.86	4.7	8	70%
产量总计	84.8	91.2	101.34	105.6	4%

数据来源：SMM、Mysteel、上市公司财报、公开信息、银河期货

3、过剩转移至海外交易所库存

中国和印尼的低成本供应正在逐渐挤出海外其他高成本产能。可交割品货源愈发充裕，国内不仅实现自给自足，还大量交仓至 LME，国内今年已转为精炼镍净出口国。2024

年出口比价大部分时间可供来料加工企业盈利，1-11月中国净出口2.5万余吨。从LME原产国的库存变化来看，中国和去年末相比交仓5.75万吨，印尼今年鼎兴也成功注册了交割品牌，交仓0.98万吨，合计6.73万吨。此外，原产地俄罗斯和南非的仓单各增了1.2万吨，四国合计增加9.13万吨LME仓单。中国上期所仓单也增了2万余吨。全球显性库存增加约12万吨，对镍价形成较大压力。

图1：中国纯镍产量（万吨）

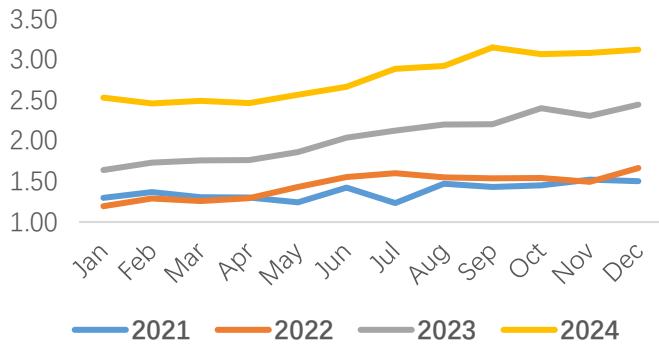


图2：中国纯镍开工率（%）

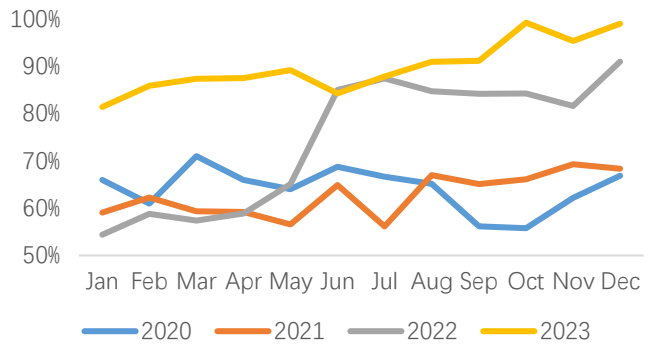


图3：中国纯镍产量（左轴：比值，右轴：元/吨）

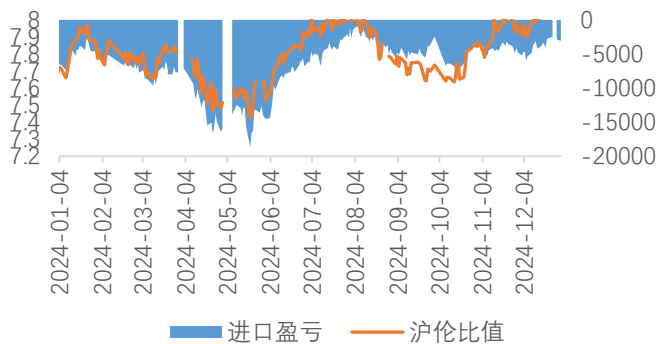


图4：中国纯镍净进口（万吨）

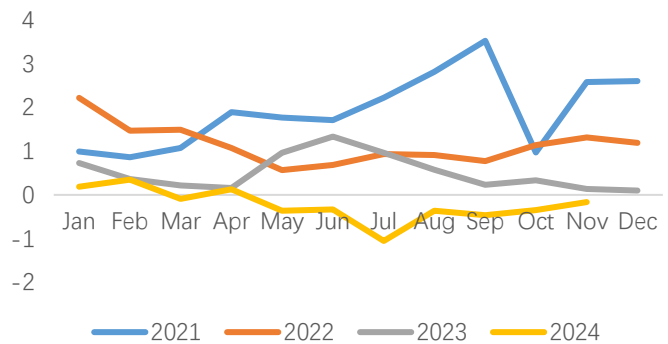


图5：LME镍分产地库存-2024年11月vs2023年12月（万吨）

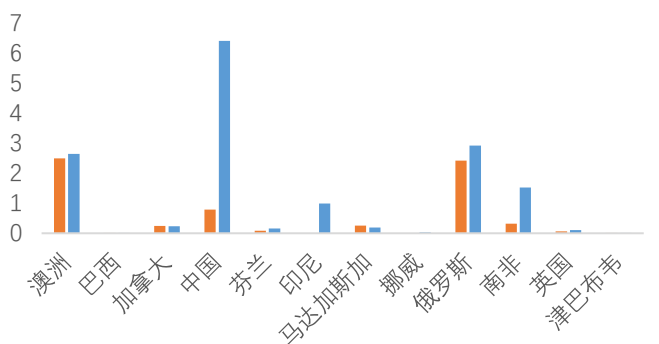
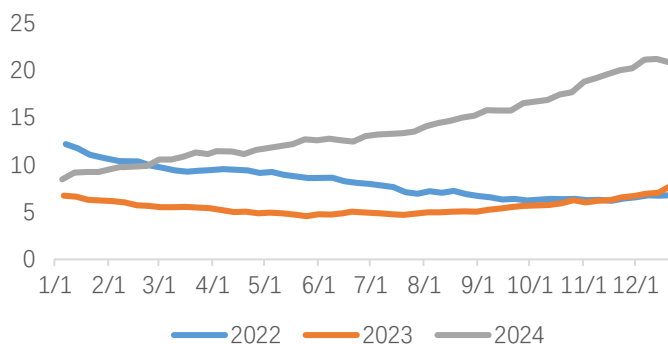


图6：全球纯镍显性库存（万吨）



数据来源：海关总署、SMM、银河期货

表4: LME新增可交割品牌年产能（万吨）

日期	机构/品牌名称	年产能（吨）	公告
2023/7/20	华友/HUAYOU	36600	伦敦金属交易所（LME）官网发布公告，“HUAYOU”牌电解镍 成功注册LME交割品牌，成为LME镍品牌注册快速通道推出后的第一家受益的公司。即日起，此品牌可以在LME仓库交割。根据公告所示，注册产能达到36600吨/年。
2023/11/1	格林美/GEM-NI1	10000	2023年11月1日伦敦金属交易所（LME）发布通告，“GEM-NI1”牌电积镍 成功注册伦敦金属交易所交割品牌，年产能一万吨，JINGMEN GEM CO.,LTD 成为LME镍品牌注册快速通道推出后的第二家受益的公司。即日起，此品牌可以在LME仓库交割。
2024/2/7	中伟/CNGR	25000	LME签发证书并发布公告，中伟股份控股子公司广西中伟新能源科技有限公司生产的“CNGR”牌电解镍获得LME的认证注册，即日起可在LME仓库自由交割，标志着公司生产的电解镍获得了国际权威机构的认可，正式取得进入国际市场的通行证，打开了通向国际高端市场的大门。年产能2.5万吨
2024/2/13	华友/HUAYOUgx	30000	2月13日伦敦金属交易所（LME）发布通告，已收到来自华友钴业提交的“HUAYOUgx”镍品牌上市申请。此次申请品牌是来自广西华友新材料有限公司生产的阴极镍板，年产能30000吨。4月12日，LME批准Huayougx牌镍板上市，年产能30000吨。
2024/2/20	格林美/GEM-NI2	20000	2月20日伦敦金属交易所(LME)发布通告，“GEM-NI2”牌电积镍成功注册伦敦金属交易所交割品牌，年产能20000吨。即日起，此品牌可以在LME仓库交割。与GEM-NI1合计3万吨年产能
2024/2/29	中伟鼎兴/DX-zwdx	50000	2月29日，LME已收到DX-zwdx公司所提交的镍品牌上市申请，申请年产能为50000吨镍板每年。
合计		171600	

表5: SHFE新增可交割品牌年产能（万吨）

日期	机构/品牌名称	年产能（吨）	公告
2024/6/17	格林美/GEM格林美	30000	6月17日上期所同意“GEM格林美”牌电解镍（电积工艺）注册，注册产能3万吨，自公告之日起，上述产品可用于我所镍期货合约的履约交割。
2024/6/17	华友/HUAYOU	30000	6月17日上期所同意浙江华友钴业股份有限公司子公司衢州华友钴新材料有限公司生产的“HUAYOU”牌电解镍（电积工艺，Ni99.96）（二期）注册产能3万吨，执行标准价。
2024/12/20	广西中伟/CNGR	25000	12月20日，上期所发布《关于同意广西中伟新能源科技有限公司“CNGR”牌电解镍（电积工艺）注册的公告》。注册产能2.5万吨，执行标准价。
2024/12/20	华友/HUAYOUgx	30000	12月20日，同意浙江华友钴业股份有限公司子公司广西华友新材料有限公司生产的“HUAYOUgx”牌电解镍（电积工艺，Ni99.96）在我所注册，注册产能3万吨，执行标准价。
合计		115000	

数据来源：LME、上海期货交易所、银河期货

二、 镍新增产能集中度高，印尼政策影响大

全球新增镍产能几乎都在中国和印尼，而中国的原料来源国也是印尼，印尼占据全球一半的镍矿产量。集中度高导致印尼政策对产业链影响巨大。

1、印尼镍矿供应偏紧

印尼 RKAB 配额问题是 2024 年镍市场的主线之一。审批缓慢导致镍矿供应持续偏紧，甚至需要从菲律宾进口镍矿加以补充，显著制约当地镍铁产量增长，并推高产业链成本支撑。

根据铁合金在线消息，截至 2024 年 11 月 13 日，镍 RKAB 总共有 396 个申请。其中，193 个申请获批进入生产阶段，另有 74 个申请获批但未获得生产许可证。共有 15 个申请被拒绝，另有 53 个申请仍在评估阶段。此外，还有 46 个申请目前正在等待申请人的回应或改进。在 RKAB 批准从 2024 年到 2026 年的镍大宗商品产能数据中，每年产能都有下降。2024 年，批准的生产能力达到 2.719 亿吨。然而，这个数字在 2025 年下降到 2.467 亿吨。这一下降趋势将持续到 2026 年，批准的生产能力仅达到 1.985 亿吨。这些数据反映了未来三年内逐渐减少镍产量的政策，可能是为了维持资源可持续性或适应市场需求。长期来看，即使 2025 年印尼镍矿消耗量持平 2024 年的 2.44 亿吨，配额也已不能满足需求，何况

明年预计还有新增 NPI、MHP 和冰镍产能投产，消耗量预计增长，配额短缺在 2026 年会愈发严峻。一方面可能从菲律宾进口量会继续增加，另一方面，下游产量可能会如今年一样被约束。

2024 年印尼镍矿需求估算为 2.44 亿吨，配额超额满足，但发放时间较迟，影响年度产量。据称配额审批将参考前一年配额使用情况，若没有用满，次年审批将会减少配额发放，因此 11-12 月印尼镍矿产量预计将呈现修复式增长，镍矿价格也随之下跌。

然而近期印尼能矿部频传管控镍矿的消息。印尼高品矿剩余资源较为有限，可能无法支持新建火法治炼镍铁的项目，转而将资源向新能源汽车产业链倾斜。据称政府内部正在讨论可能明年镍矿配额削减的规模。由于税收受到冲击，任何大幅限制产量的举措都可能遭到财政部和投资部门的反对，还可能对该国镍行业的投资者产生寒蝉效应。目前关于对采矿的限制有各种传闻，包括加税、配额削减、重新审查配额等等，均未见到具体的策略和数字，尚无法评估影响，但收紧的趋势可能会对镍和不锈钢的原料形成制约。需防范印尼的政策风险。

图7：全球镍矿产量（万吨）

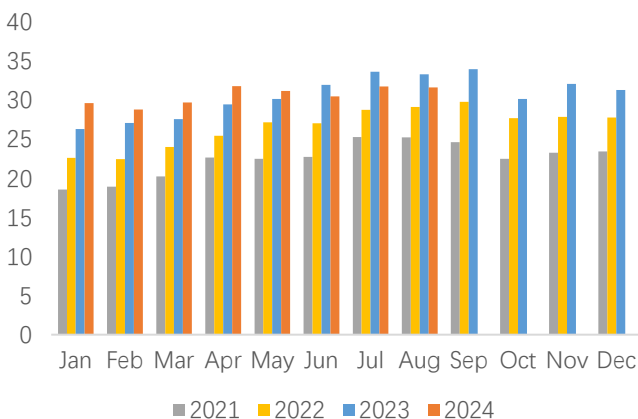
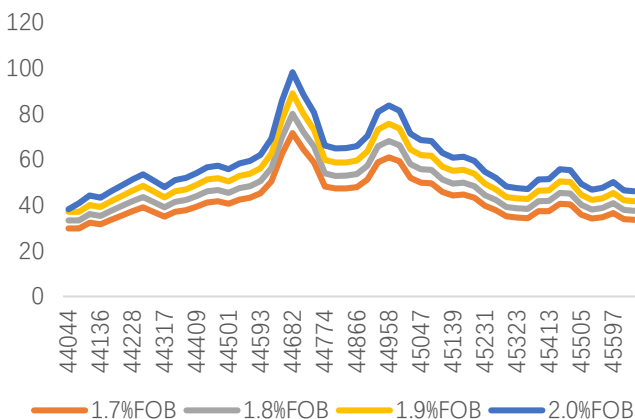


图8：印尼内贸基准价（美元/湿吨）



数据来源：INSG、SMM、银河期货

2、印尼 NPI 紧平衡，仍有新增产能规划

2023 年印尼 NPI 产量还呈现巨大过剩，2024 年已经在消化库存。中国镍铁产量同比减少 21%至 29.66 万镍吨，去年同期下降 7%；印尼镍铁产量同比增长 5%至 151.34 万吨，去年同期增长 26%。中印镍铁产量合计同比持平，反映了镍矿配额审批带来的负面影响，而不锈钢产量累计同比增长 12%意味着 NPI 库存得到去化。

即便如此，镍铁依然是今年镍产业链上最弱的环节，1-9 月印尼新增投产 33 万镍吨的年产能，明年还有待投产的四季度短暂的价格联盟也难以将价格维持在 1050 元/镍点以上，12 月 NPI 价格迅速跌至 940 元/吨附近。然而考虑到镍矿明年可能受到政策影响，NPI 继续向下空间也较为有限。此外，若 NPI 大幅下跌给出转产冰镍的折价，也会有企业将 NPI 转为冰镍。

根据铁合金在线统计，印尼确定的 NPI 待投产项目 32 个，待投产炉子 148 台。2025 年预计仍有 15 万金属吨年产能待投产，但考虑到镍矿配额审批的不确定性，产量可能无法

充分释放。9月20日，印尼KPS镍铁二期项目第1条产线点火成功，预计10月上旬出铁，2025年产量将达到30.5万吨。预计2025年全球NPI产量增长3.1%至187.4万吨，其中中国产量减少8%至27.4万吨，印尼产量增长5%至160万吨。

表6：2024年1-9月印尼NPI投产进度（万镍吨）

投产时间	企业名称	炉型	规划炉子数	投产炉子数	投产状态	备注	产能（年/金属吨）
2024年1月	纳德思科镍业公司（NNI）	54000kvaRKEF	8	1	出铁	项目累计1条	12519
2024年1月	纳德思科镍业公司（NNI）	54000kvaRKEF	8	1	点火	项目累计2条	12519
2024年2月	硕石印尼投资有限公司	48000kvaRKEF	12	1	1台出铁	项目累计1条	22262
2024年2月	巨盾镍业（GNI）	39000kvaRKEF	25	2	2台出铁	项目累计23条	18870
2024年3月	硕石印尼投资有限公司	48000kvaRKEF	12	2	2台出铁	项目累计3条	22262
2024年3月	巨盾镍业（GNI）	39000kvaRKEF	25	1	1台出铁	项目累计24条	9435
2024年4月	纳德思科镍业公司（NNI）	54000kvaRKEF	8	1	1台出铁	项目累计3条	12519
2024年4月	硕石印尼投资有限公司	48000kvaRKEF	12	1	1台出铁	项目累计4条	11131
2024年4月	巨盾镍业（GNI）	39000kvaRKEF	25	1	1台出铁	项目累计25条	9435
2024年4月	PT Bumi Mineral Sulaw esi（BMS）	33000kvaRKEF	1	1	1台出铁	项目累计1条	8309
2024年4月	印尼华迪镍业有限公司（3期）	39000kva	4	1	1台出铁	项目累计4条	9435
2024年4月	东加里曼丹钢铁有限公司	42000kvaRKEF	6	1	1台点火	项目累计3条	9740
2024年5月	纳德思科镍业公司（NNI）	54000kvaRKEF	8	1	出铁	项目累计4条	12519
2024年6月	硕石印尼投资有限公司	48000kvaRKEF	12	2	2台投产	项目累计6条	22262
2024年6月	纳德思科镍业公司（NNI）	54000kvaRKEF	8	1	投产	项目累计5条	12519
2024年7月	硕石印尼投资有限公司	48000kvaRKEF	12	2	2台投产	项目累计8条	22262
2024年7月	纳德思科镍业公司（NNI）	54000kvaRKEF	8	1	投产	项目累计6条	12519
2024年8月	硕石印尼投资有限公司	48000kvaRKEF	12	2	2台投产	项目累计10条	22262
2024年8月	澜凯	60000kvaRKEF	2	2	2台点火	项目累计2条	33235
2024年8月	科赞	60000kvaRKEF	2	2	2台点火	项目累计2条	33235
2024年9月	硕石印尼投资有限公司	48000kvaRKEF	12	1	1台投产	项目累计12条	22262
2024年9月	宝鑫特钢印尼镍铁生产项目（KPS）	66000kvaRKEF	12	1	月底点火	项目累计1条	16618
总计			234	29			330572

数据来源：铁合金在线、银河期货

图9：高镍铁8-10%出厂价（元/镍点）

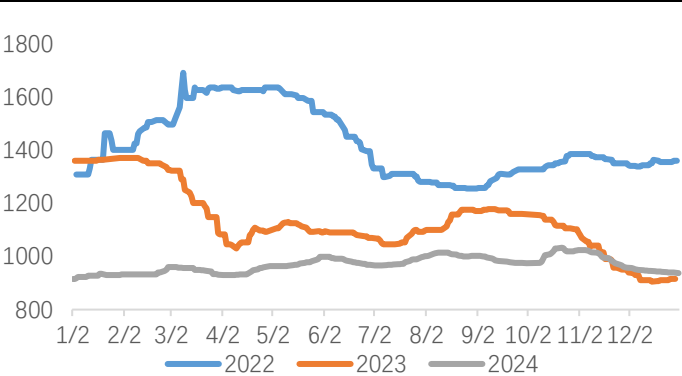


图10：2024年高镍铁转冰镍折价（元/吨）

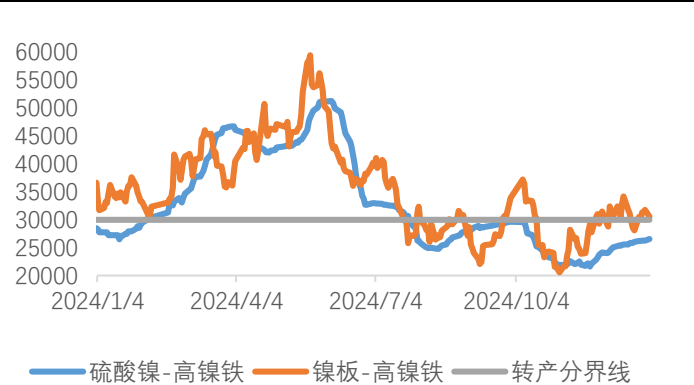


图11: 中国和印尼NPI产量 (万镍吨)

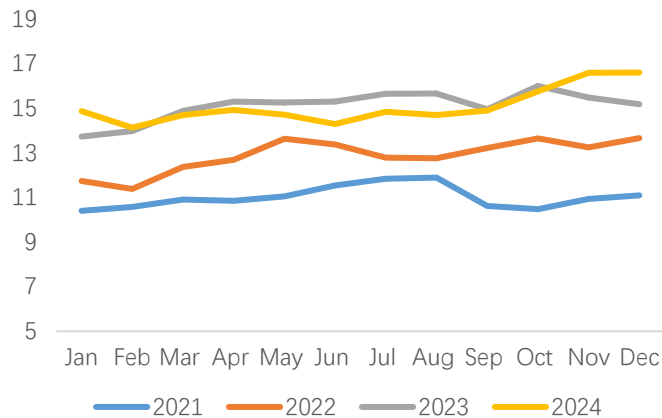
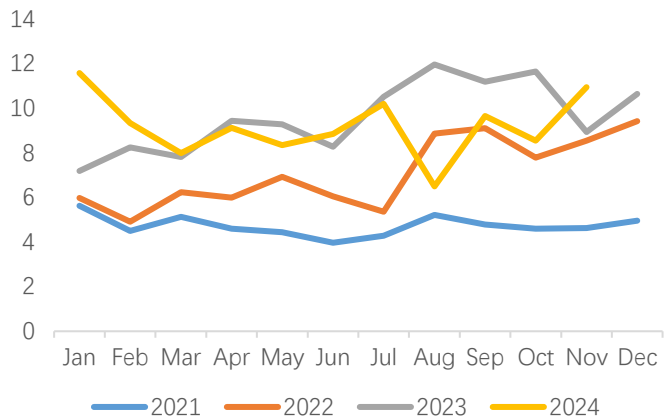


图12: 中国镍铁进口量 (万镍吨)



数据来源: 海关总署、SMM、铁合金在线、银河期货

3、MHP 积极扩产，硫酸镍让位给纯镍

MHP 减产的主要是成本高的澳大利亚项目。一是 1 月份第一量子下调 Raverthorpe 项目产量预估, 24 年 MHP 产量预计从 23 年的 2.2 万吨减产到 1.2-1.7 万吨。二是必和必拓关闭西澳镍业, 其 2024 财年中间品产量 2.75 万吨, 10 月停产影响今年产量 0.46 万吨。二者合计仅有 1-1.5 万吨减量。

MHP 今年已经公告要新增的产能包括 2 月的 Nickel Industries 的 ENC 镍钴项目, 预计每年将生产 7.2 万金属吨。9 月 2 日, 力勤资源在印尼投资的湿法三期 ONC 项目达产, 2024 年产量目标为 12 万吨。青美邦二期于 9 月 10 日完工开通, 一期 4 万吨, 二期 2.5 万吨, 合计 6.5 万吨。1-8 月印尼 MHP 产量累计同比增长 105%至 17.98 万吨, 后市产量仍将延续增长。

新增产能远大于减产产量, 随着新项目爬产, MHP 供应逐渐充裕。

表7: 2024年全球MHP减产情况和新增产能 (万镍吨)

产能变动	项目	地区	2023	2024	2025
MHP新增产能	Nickel Industries	印尼			7.2
	格林美	印尼		5	6
	ONC	印尼	5.5	6.5	
	小计		5.5	11.5	13.2
MHP减停产项目	Raverthorpe	澳大利亚		-2.2	
	Nickel West+West Musgrave	澳大利亚		-0.46	-2.75
	小计		0	-2.66	-2.75
MHP总计			5.5	8.84	10.45

数据来源: SMM、铁合金在线、公开信息、银河期货

图13: 中国湿法冶炼中间品进口 (万吨)

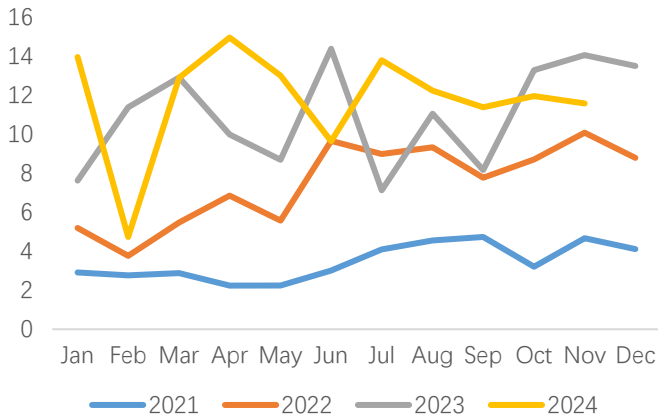


图14: 印尼MHP产量 (万镍吨)

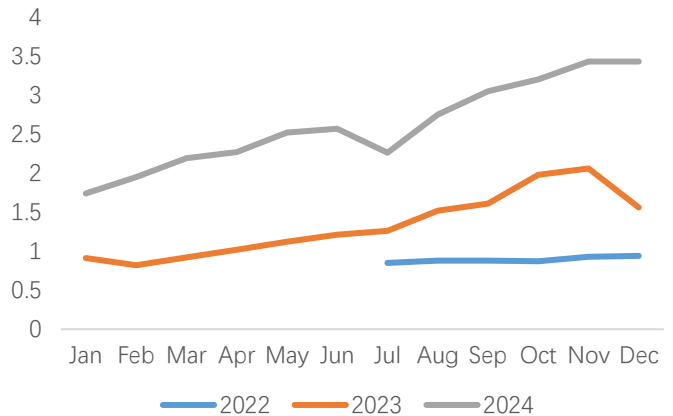


图15: 中国硫酸镍产量 (万镍吨)

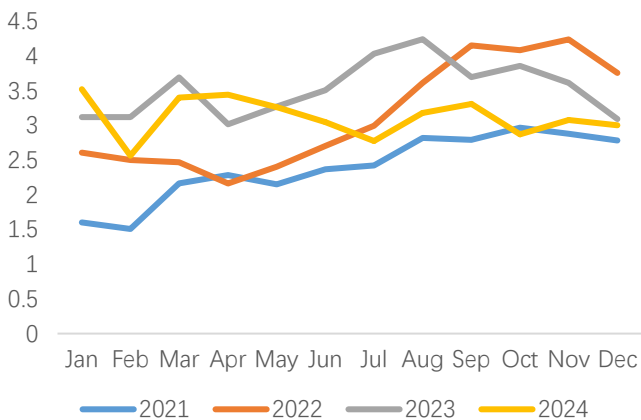
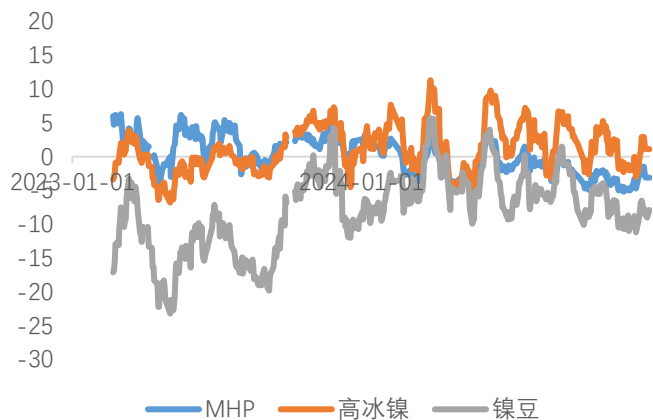


图16: 中国硫酸镍生产利润率 (%)



数据来源: SMM、银河期货

印尼 MHP 项目是当前产业链上利润最好的环节, 预计继续积极扩产。印尼 MHP 产量今年同比增长 96%, 包括力勤三期、青美邦二期、美明投产, 以及华飞项目复产。2025 年预计将有 27.9 万金属吨年产能待投产, 考虑到利润较高且印尼镍矿政策向新能源领域倾斜, 投产是大概率事件。但 MHP 目前外部流通货源较少, 基本只有华飞可以外售, 因此外采 MHP 生产硫酸镍的利润始终保持低位。

硫酸镍一季度缺乏原料, 华飞尚未复产且力勤、格林美尚未投产, 同时下游三元订单需求前置, 因此硫酸镍价格大涨。今年中国硫酸镍产量同比下降 11%, 但下游同比正增长 5%, 反映力勤印尼硫酸镍产量释放, 替代部分中国产能。三元电池因不及磷酸铁锂的安全性和性价比, 在锂电池占比不断下滑, 目前已不足 30% 的市场份额。未来固态电池大规模应用之前, 三元前驱体较难有大幅增长空间。

预计 2025 年在 MHP 快速增长的前提下, 硫酸镍也能有小幅正增长, 但一方面硫酸镍可以通过回收得到; 另一方面硫酸镍无法交割, 消费受到三元电池增速的限制, 不如纯镍有交仓的能力, 因此 MHP 作为二者共同的原料, 可能会倾向于让位给可以在盘面套保的纯镍。

第三部分 需求增速温和，受宏观影响更重

2025 年全球在经济、政治、科技、能源等多方面面临复杂交织的状况。特朗普胜选、地缘政治紧张、政治风险高于和平时代，市场情绪和风险偏好也将不断受到各种政策影响，呈现波动更大的状态。

虽然有财政政策和货币政策的支持，但宏观传导至产业链条较长，效果可能较为滞后。同时欧美对中国的针对性越来越强，可能会影响出口。2025 年预计传统消费领域如电镀、合金、不锈钢等增速预计较为温和，约为 3-4%，若军工需求增加，将对合金有明显提振作用。三元电池虽然日渐式微，但依托新能源汽车的发展，预计仍有 10% 的增速。

预计 2025 年全球原生镍需求同比增长 4.3% 至 358.2 万吨。

一、宏观环境复杂，应对更需灵活

尽管中国在 2024 年前三季度 GDP 同比增长 4.8% 领先全球，但经济增长压力犹存。货币政策宽松与财政政策发力双管齐下，旨在刺激经济增长。然而，房地产市场下行拖累相关产业链发展，财政收入紧张限制了支出空间，通缩压力使消费与投资意愿低迷，流动性陷阱也削弱了货币政策效果。国际上，美联储降息和特朗普政策变化带来外部冲击，资本流动和汇率波动影响国内金融稳定，货币政策独立性受干扰。

2025 年的全球经济增长堪忧。美国方面，特朗普若重返白宫，其贸易竞争策略将使国际贸易数额缩减。美国加征关税等行为，会扰乱全球贸易秩序，众多贸易伙伴将受冲击，依赖对美出口的国家制造业订单或减少，产业链上下游均会被波及，抑制全球贸易活力。欧洲因财政政策限制及俄乌冲突导致能源价格波动，经济增长放缓。像德国这样的制造业强国，由于能源依赖度高，面临成本上升、产能受限难题，进而拖累整个欧洲经济。投资、消费等领域受到消极影响，经济复苏步伐受阻。亚洲平均经济增速虽高于全球达到 4.4%，但日本利率上行给企业带来成本压力，抑制经济快速增长。不过，亚洲新兴产业发展及庞大消费市场等因素，仍推动经济缓慢上升，如东南亚承接制造业转移、中国消费市场复苏升级等。

2025 年贸易保护主义成为全球主要风险，各国筑起贸易壁垒，破坏全球产业链、供应链稳定，资源难以高效配置。跨国企业面临零部件供应短缺、销售市场萎缩等问题。国际金融市场方面，全球若进入加息通道，债务成本将提高，外债高企的国家偿债压力增大，新兴市场吸引外资难度增加，金融市场稳定性面临考验。地缘政治方面，俄乌冲突、中东局势及东亚地区潜在矛盾，使世界局势不稳定。资本出于避险考虑，不愿投入高风险产业或新建工厂，倾向于安全稳定领域，这不利于全球产业布局拓展和长期经济增长动力培育。

各研究机构对全球经济预期的数据也不是太乐观。汇丰银行：预计全球经济增长 2.7%，货物和服务贸易出口量增速或下滑至 1.9%。国际货币基金组织：预计全球经济增长率 3.2%，如主要经济体相互加征关税，全球 GDP 将下降 0.8%。世界贸易组织：预计全球商品贸易增长 3%。

为应对 2024 年出现的挑战，预计 2025 年中国政府将采取财政与货币双管齐下的策略。在货币政策上，保持汇率稳定和资本有序流动至关重要。谨慎调息既能刺激国内消费

与投资，又能维持出口优势，而适度人民币贬值有助于提升出口竞争力，缓解外部压力对经济的冲击，增强外向型企业活力，稳定外贸基本盘。财政政策的加码，通过合理利用赤字、增发专项债与特别国债，为基础设施建设、民生保障等领域注入资金，直接拉动投资增长，并通过乘数效应带动相关产业发展，促进就业与消费。从供给侧优化产能结构，淘汰落后产能，将资源向高新技术、绿色产业等倾斜，不仅能化解过剩产能难题，还能提高产品附加值与技术含量，增强中国产业在全球产业链中的地位，从长期推动经济高质量发展，提升经济增长的可持续性与稳定性，助力中国经济在 2025 年稳健前行，抵御内外部风险与挑战，实现经济发展目标与社会稳定。

图17： 中国制造业PMI

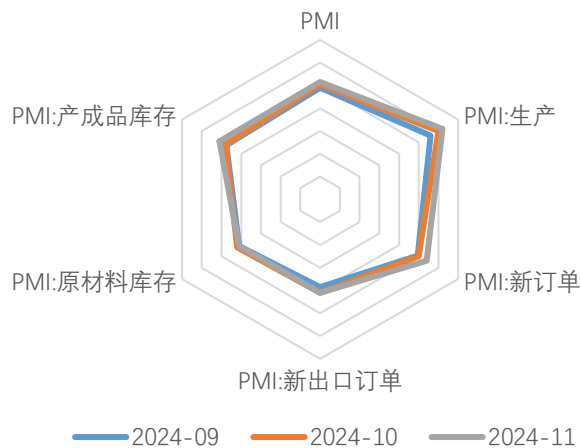


图18：中国货币供应量增速（%）

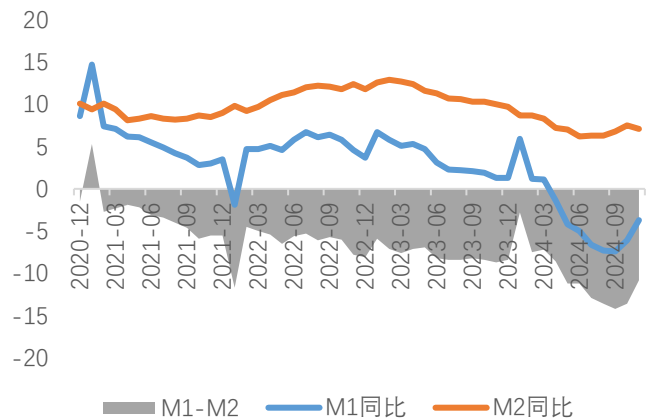


图19： 中国固定资产投资累计同比增速（%）

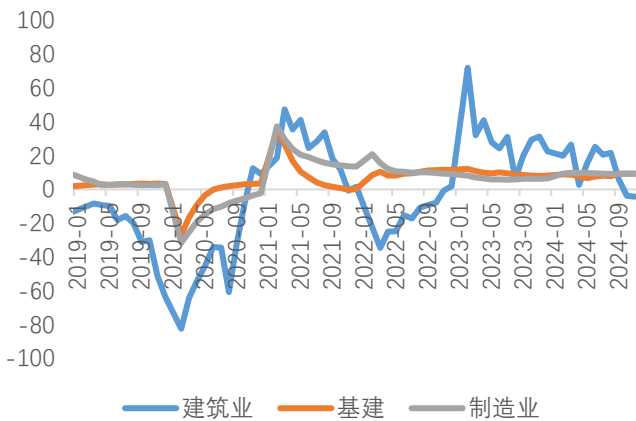
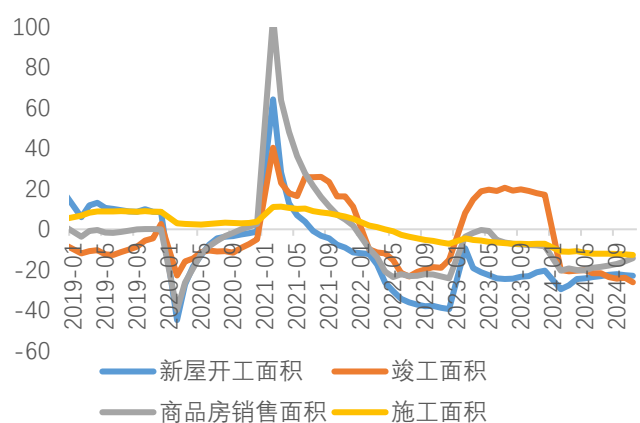


图20：中国房地产行业累计同比增速（%）



数据来源：同花顺 iFinD、银河期货

二、不锈钢需求增速温和，新增投产放缓

不锈钢终端需求 2024 年表现不温不火，需求增速约在 5-6%。海外市场修复式增长，叠加印尼永旺 6-8 月停产，提振中国不锈钢出口。

当前房地产市场虽有回暖迹象，但难以直接带动 2025 年开工明显好转，而不锈钢更多应用于竣工周期，房地产对不锈钢需求的拉动作用较为滞后。反而 2025 年基建可能会比较

乐观，刺激挖掘机等工程机械的需求。2024 年白色家电在以旧换新消费补贴下有不错的表现，空调产量同比增长 20%。预计 2025 年消费补贴仍将持续发力刺激内销，出口可能会受到加征关税和产能转移的影响，白色家电增速较今年放缓。造船业正在上行周期，订单已排至 2029 年，预计造船板产量仍能保持较高增速。

保守预计在复杂的宏观环境下，不锈钢需求增速约为 3.5%。

图21：中国挖掘机开工（小时）

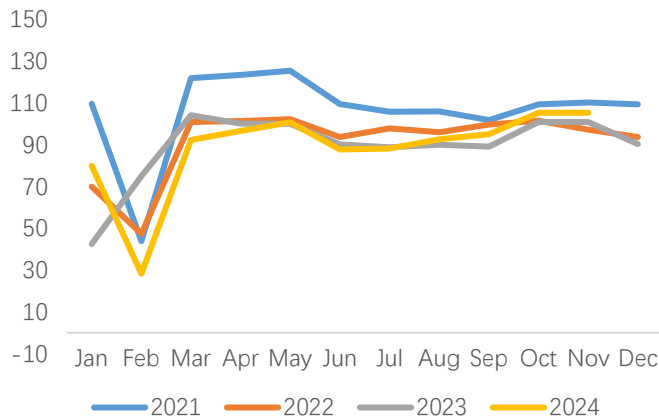


图22：中国电梯产量（万台）

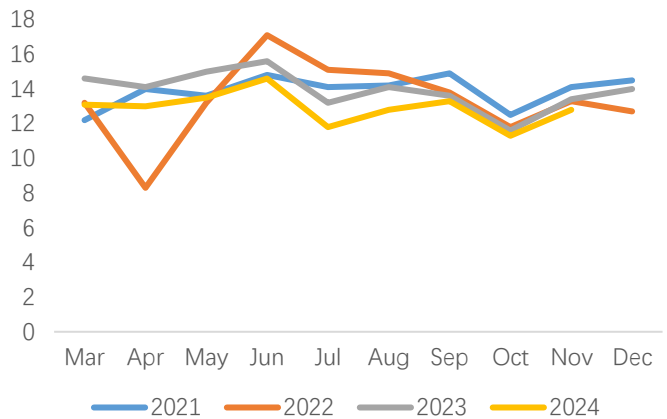


图23：中国白色家电耗不锈钢指数

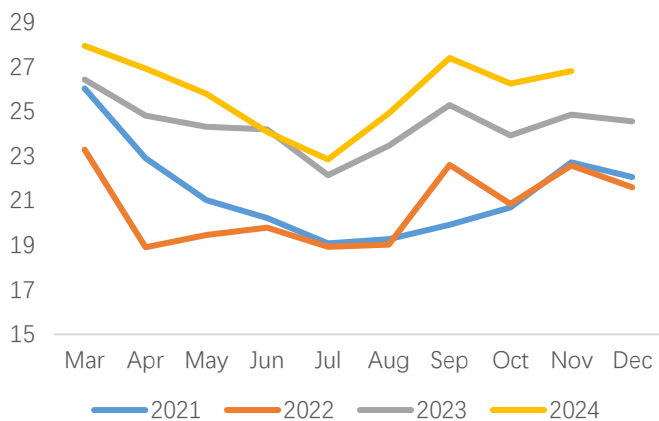
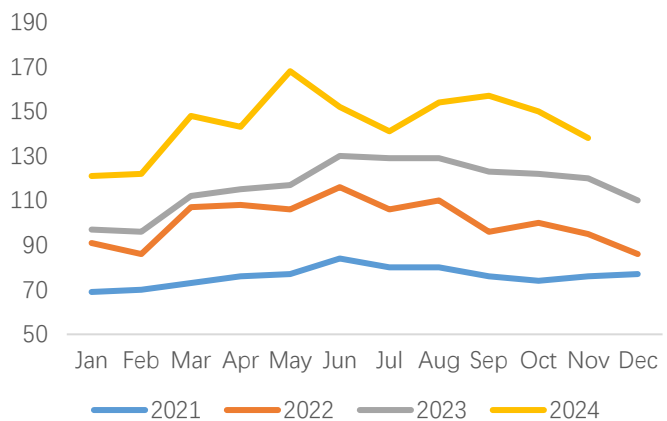


图24：中国造船板产量（万吨）



数据来源：同花顺 iFinD、银河期货

供应端，2024 年中国不锈钢粗钢产量累计同比增长 6%至 3792 万吨，印尼产量累计同比增长 18%至 500 万吨。2023-2024 年不锈钢利润情况不佳，新增产能投产分别为 300 万吨和 260 万吨，闲置产能依然庞大，利润和价格上方空间都有限。2025 年预计新增产能 370 万吨，其中东方特钢的 300 万吨四季度才投产，产量增长可能体现较晚。预计 2025 年中国不锈钢产量同比增长 3%至 3920 万吨。印尼 2025 年新增产能规划相对确定的是印度金达莱的 120 万吨项目，预计产量增长 6%至 530 万吨。预计 2025 年全球不锈钢粗钢产量增长 3%达到 6400 万吨。

如此庞大的产能却不足 70%的产能利用率，不锈钢产能严重过剩。今年大多数时间价格

在钢厂成本线附近挣扎。不锈钢正负反馈的逻辑走的很顺畅，一旦需求有改善迹象，比如头部钢厂订单接满，就会采购原料拉涨盘面，形成终端带动上游的螺旋式上涨，直到盘面给出较大的套保利润；或者需求较差，钢厂出货困难，则会减产打压盘面和原料，形成螺旋式下跌，直到矿价跌至成本附近。

图25：中国不锈钢粗钢产量（万吨）

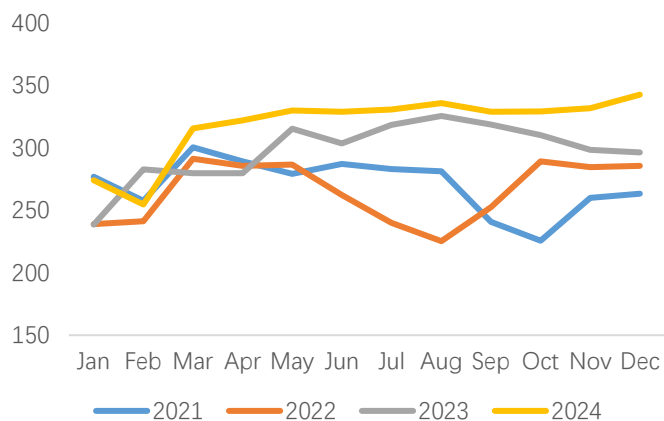


图26：印尼不锈钢粗钢产量（万吨）

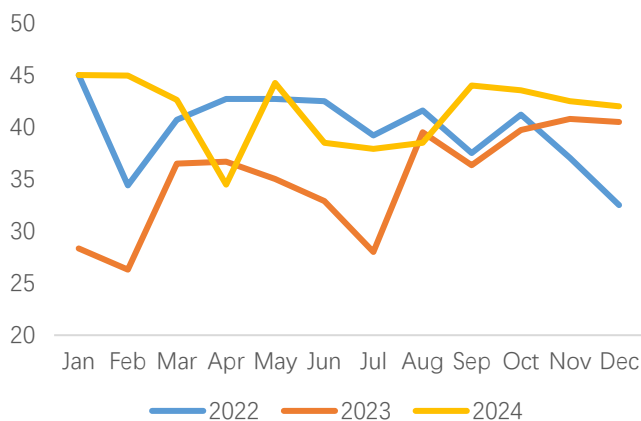


图27：中国不锈钢进口（万吨）

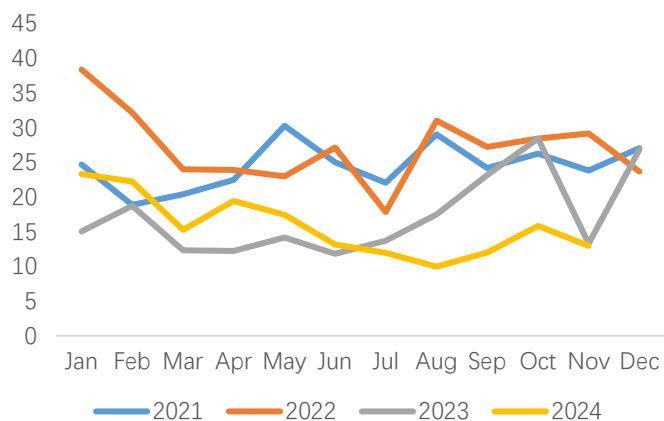
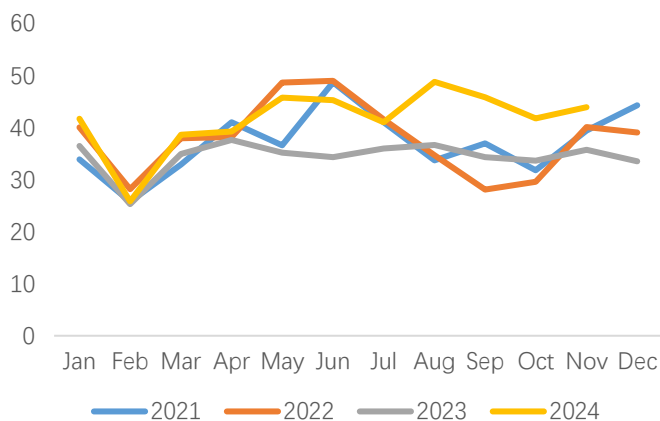


图28：中国不锈钢出口（万吨）



数据来源：Mysteel、SMM、海关总署、银河期货

表8：中印不锈钢产能规划（万吨）

中国不锈钢2023年新增产能			
青拓一期	90	全系列	2023年3月投产
青拓二期	210	全系列	2023年5月投产120万吨300系，90万吨400系
合计	300		
中国不锈钢2024年新增产能			
内蒙古奈曼经安	60	200/300系	2024年6月部分已投产
青拓三期	200	200/300系	2024年9月点火，10月投产
合计	260		
中国不锈钢2025年新增产能			
内蒙古奈曼经安	70	200/300系	2025年Q2
东方特钢	300	300系	2025年Q4
合计	370		
未来规划新增产能			
明拓集团	80	400系	未建
永达钢铁	165	200/300系	未投
云南天高	60	200/300系	未建
德龙溧阳	176	300系	未建
合计	481		

海外新增投产				
日期	不锈钢厂	不锈钢产能 (万吨/年)	规划系别	备注
2021年	象屿（德龙）	50	300系	2021年8月18日已投产
2022年	象屿（德龙）	100	300系	2022年已投产
	合计	650		总计青山450万吨，德龙200万吨
2024年	鼎森钢铁（津巴布韦）	60	300系	钢厂预计在2月底生产生铁，5月生产钢坯，7月生产钢筋。鼎森计划在第一阶段生产60万吨钢铁产品，第二阶段增加到120万吨，第三阶段增加到320万吨，在最终阶段实现年产500万吨钢铁的目标。
2025年	金达莱（SMS）	120	300系	计划2025年10月投产
2027年	华新丽华	30	300系	2027年，未建
待定	印尼力勤	300	300系	推迟未建

数据来源：海关总署、SMM、MySteel、银河期货

表9：中国不锈钢供需预测（万吨）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
产量	2843	2988	3239	3246	3564	3792	3920
进口量	112	180	294	325	207	193	170
出口量	367	340	446	455	414	497	500
净进口量	-255	-160	-152	-130	-207	-304	-330
供应量	2588	2827	3087	3116	3357	3488	3590
同比		9.3%	9.2%	0.9%	7.7%	3.9%	2.9%
消费量	2557	2827	3089	3109	3329	3442	3580
同比		10.6%	9.3%	0.6%	7.1%	3.4%	2.3%
供需平衡	31	1	-2	7	28	46	10

数据来源：海关总署、SMM、MySteel、银河期货

三、新能源汽车受补贴政策刺激，销量增速超预期

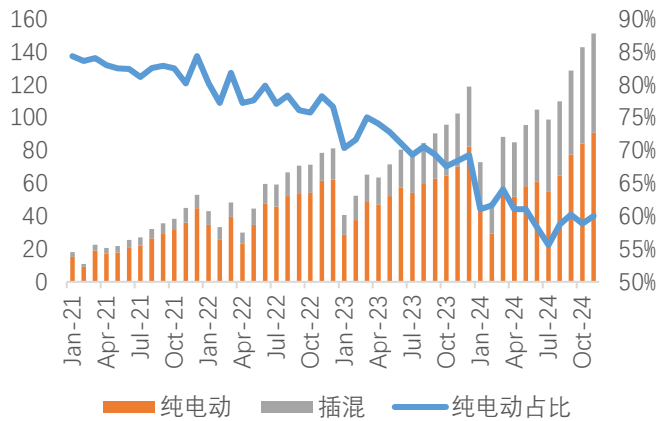
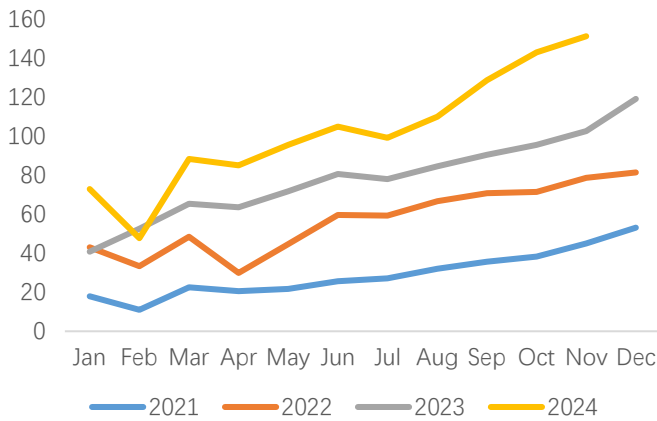
中国乘联会数据显示，截至12月22日，今年以来新能源乘用车累计零售1041.3万辆，同比增长43%，单月渗透率已经超过50%。中汽协数据显示，前11个月中国新能源汽车累计同比增长36%至1126.3万辆，线性外推全年销量达到1290万辆，累计同比增长36.5%，远高于去年年末预期的1150万辆（+21.7%）。即使有今年欧美国家对华加征汽车进口关税的影响，成绩单仍然如此亮丽，得益于国家政策不断扶持绿色低碳消费。

12月消息，商务部正在与有关方面一道，抓紧研究制定明年有关“大规模设备更新和消费品以旧换新”的相关政策。预计3月两会后会有较为明确的政策出台，大概率政策力度还会延续。同时2025年也是购置税减免的最后一年（上限3万），2026年购置税减免一

半，可能会刺激消费者为了免税提前购车。刺激政策支持下，对于 2025 年中国新能源汽车销量不宜过度悲观。

图29：中国新能源汽车销量（万辆）

图30：中国新能源汽车销量结构（万辆，%）



数据来源：中汽协、SMM、银河期货

美国市场，1-10 月新能源乘用车销量 128.1 万辆，累计同比增长 7.4%，去年同期增长 55.9%，累计渗透率不足 10%，整体表现不佳。特朗普胜选后，随着油耗政策和石油一揽子政策的调整，市场担忧新能源汽车市场将面临巨大变数。传统燃油车与新能源车型目前仍并行发展，但未来几年，电动化转型趋势或将受到阻碍。

欧洲市场，1-10 月新能源乘用车销量 232.1 万辆，累计同比下滑 0.9%，去年同期增长 27.4%，平均渗透率不足 30%，德国和法国销量欠佳，显示出补贴削减和充电网络不足对市场的影响。欧洲主要国家包括德国、法国、英国、瑞典陆续削减和退出补贴，但车企缺乏消费市场的基础，盈利能力较低，德国政府专项补贴扶持的欧洲最大的电池厂 Northvolt 今年宣布破产。与此同时，2025 年第一次碳排放大考即将到来，英国还将禁售燃油车的年份从 2035 年提前至 2030 年，对车企可谓雪上加霜。

全球新能源汽车 1-10 月累计同比增长 23.2%至 1348 万辆，去年同期累计同比增长 36.8%。海外经济偏弱、主要国家补贴退坡、汽车电动化进程放缓是欧美市场弱增长的主要原因。预计全球 2024 年新能源乘用车销量 1750 万辆，同比增长 25%左右，2025 年同比增长 18.8%至 2080 万辆。其中中国新能源汽车销量 1520 万辆，同比增长 17.8%。

图31: 全球新能源乘用车销量 (万辆)

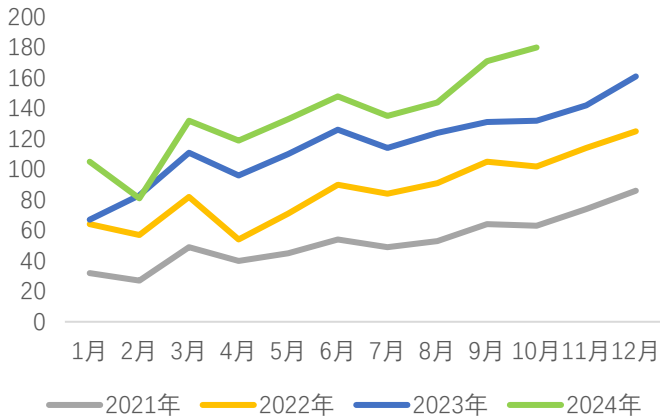
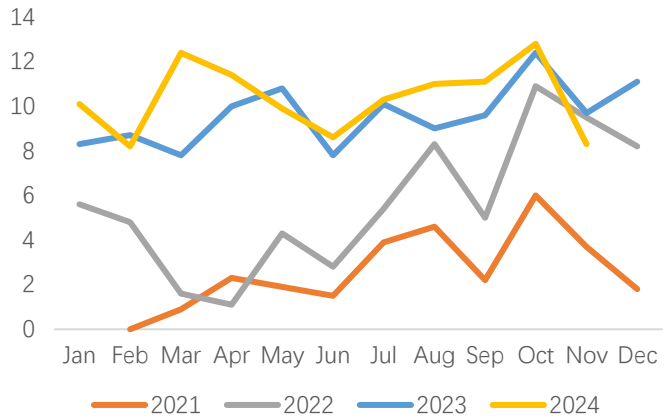


图32: 中国新能源汽车出口量 (万辆)



数据来源: 崔东树公众号、中汽协、银河期货

受海外电动车进程放缓的影响, 三元需求整体偏弱。磷酸铁锂电池继续挤占三元电池的份额。目前电池厂有固态电池的技术路线, 正极可能会考虑超高镍如 9 系三元材料, 但商业化还为时尚早。预计三元前驱体的增速 10%, 低于三元正极材料, 更低于新能源汽车的整体增速。

图33: 中国三元动力电芯产量 (GWh)

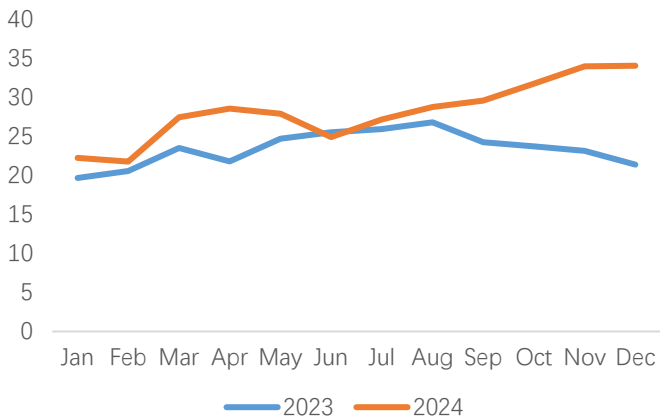


图34: 中国三元动力电芯出货量 (GWh)

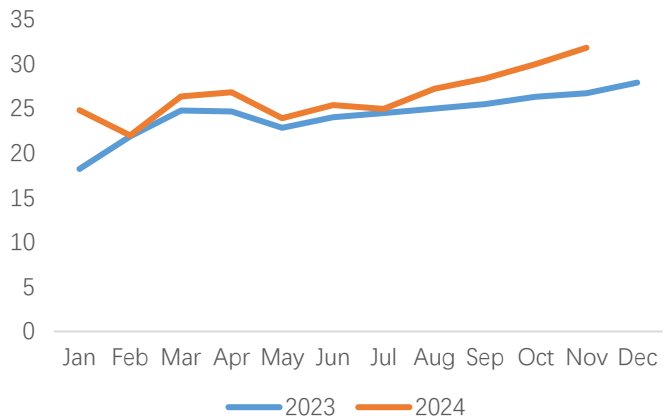


图35: 中国三元前驱体产量 (万吨)

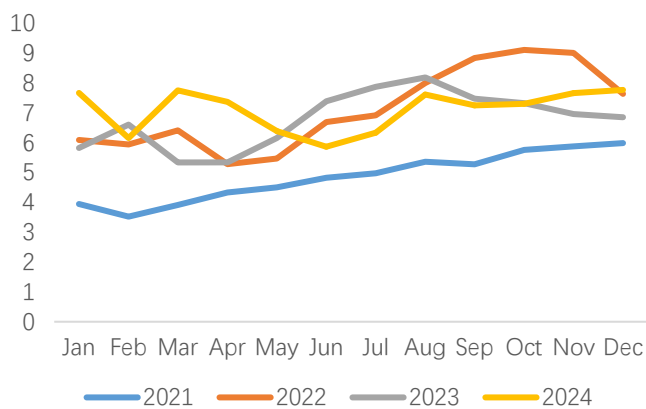
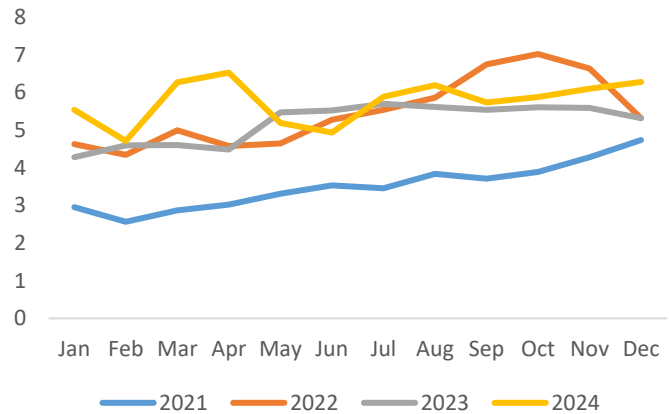


图36: 中国三元正极产量 (万吨)

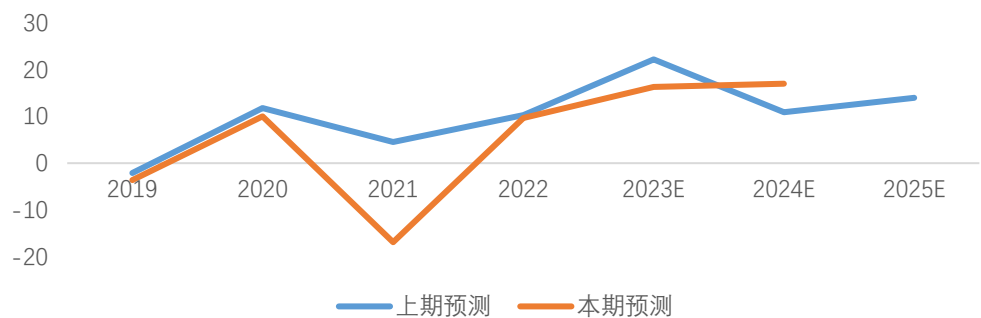


数据来源: SMM、同花顺 iFindD、银河期货

第四部分 镍供需平衡及交易策略

长期供需来看, 2024-2025 年供给端增量仍将超过需求端。据 INSG 预测, 国际镍业研究组织 (INSG) 9 月 24 日表示, 预计 2025 年全球镍产量料为 365 万吨, 高于 2024 年的 352 万吨。预计 2025 年, 全球镍需求量料为 351 万吨, 而 2024 年预计为 335 万吨。该报告显示 2024 年过剩有 17 万吨, 2025 年过剩 14 万吨, 相比 2024 年 4 月的预测上调了今年的过剩预估。我们预计全球原生镍 2025 年过剩 11.8 万吨。

图37: 2024年9月INSG年度预测 (千吨)



数据来源: INSG、银河期货

纯镍消费端 2024 年保持平稳, 2025 年在积极财政政策和货币政策刺激下, 预计消费端温和增长。原生镍的过剩集中在纯镍, 而 NPI 和硫酸镍倾向于紧平衡。不考虑收储因素, 全球镍库存仍将持续增长。

中国纯镍 2024 年已经自给自足, 2025 年过剩预计进一步扩大。中国新增大型项目已经获得上期所和 LME 的交割资质, 若比价良好, 来料加工手册上的产能大概率会用满出口。因此中国纯镍的平衡取决于净出口的多少。而原生镍其他产品依赖进口较多, 容易受到多

方因素的限制，可能会出现长时间的短缺。印尼政策会有较强的产业链影响，需要密切关注。

图38：中国原生镍供需平衡（万吨，元/吨）

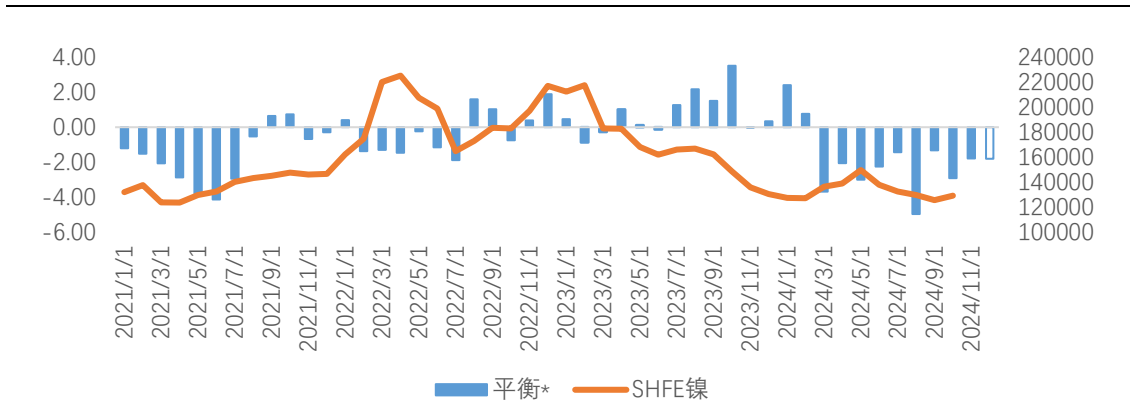
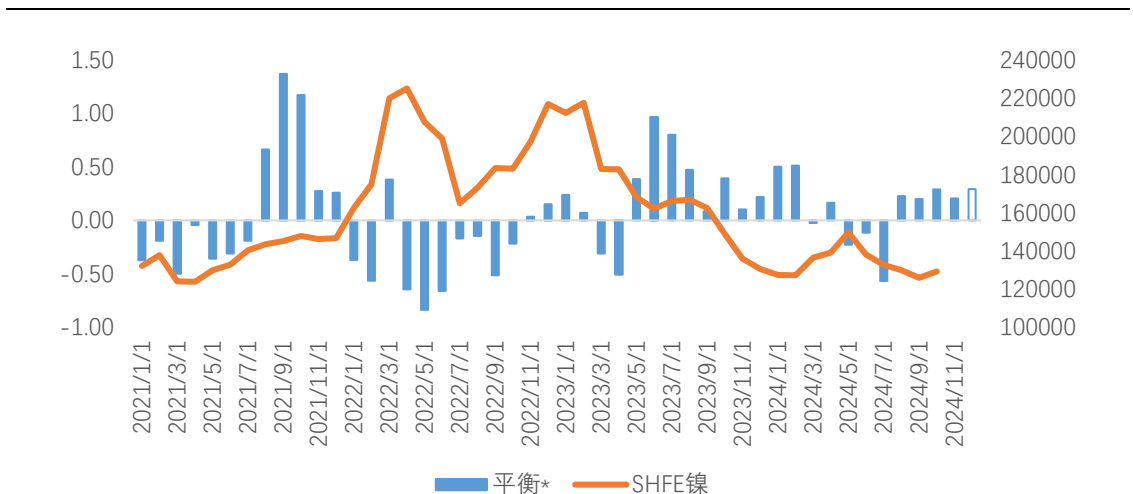


图39：中国纯镍供需平衡（万吨，元/吨）



数据来源：SMM、Mysteel、铁合金在线、同花顺 iFinD、银河期货

成本方面，镍矿集中度过高导致印尼镍矿价格受产业政策影响较大。以目前配额和需求来看，2025年起镍矿转为紧平衡，则镍矿价格向下空间有限。因此NPI和不锈钢成本支撑距离不远。但MHP预计新增产能不低，且利润足够丰厚，MHP一体化制电积镍和硫酸镍的成本仍有下行空间。

由于盘面交易的是最过剩的纯镍，镍价仍需震荡寻底。预计2025年沪镍运行区间在11-14万元之间，伦镍运行区间在14000-18000美元之间。

风险提示：关注印尼镍产业政策、宏观经济以及地缘政治等风险因素。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：chenjing_qh1@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799