

产业转变的前夕

——2025 年镍/不锈钢市场展望

2025/年报

2024 年 12 月 1 日

华安期货

投资咨询业务资格

证监许[2011]1776

黑色金属研究组

刘德勇 分析师

从业/投资咨询证号：

F0309424/Z0020048

电话：0551-62839752

Email: tzzx@haqh.com

网址：www.haqh.com

初审：曹晓军

F3008012 /Z0010934

复审：夏雨辰

F3031745/Z0014542

终审：闫丰

F0251054/Z00016433

华安期货温馨提示：

“期”待诚信

“货”真价实

要点提示：

1. 宏观上，地产企稳的利多因素未必能够对冲关税加增带来的消极影响。未来是否有针对消费和收入更大规模的刺激政策将是影响25年商品市场和经济的重要因素。
2. 未来中国不锈钢行业将继续面临较大的去化库存和产能优化压力，能否通过出口、内需和产业升级实现供需平衡，将决定行业整体运行质量。
3. 今年全球镍供应过剩量预计为10.9万吨，2025年过剩量将在14万吨左右。本年度中国粗钢产量预计3800万吨，表观消费3250万吨，进出口300万吨，不锈钢总体250万吨的过剩产量
4. 虽然海外关税和地缘政治风险有所提升，但国内不锈钢出口主要在亚洲及新兴市场，随着工业化进程加快对不锈钢的需求可能继续增长，同时不锈钢价格低位，海外成本竞争力有所提高

市场展望与投资策略：

市场展望：展望明年经济、大宗商品市场以及不锈钢行业，未来地产企稳的利多因素未必能够对冲关税加增带来的消极影响，未来经济的关键变量在于国内财政支持力度。

明年不锈钢和镍行业将继续面临较大的去化库存和产能优化压力，在价格下行的趋势下，只有在明显的供给出清后市场才可能出现反弹。未来的可能行情机会将出现在海外印尼镍矿端以及宏观政策的加码。

投资策略：预计明年行业偏弱，在供给和矿端调整后可布局底部

目录

一、行情回顾与经济展望 1	
二、宏观经济中压力与机遇	2
三、镍、不锈钢产业链：行业过剩下的展望	4
4.1 产业链上下游，原料成本重心下移	8
五、镍、不锈钢产业链：海外出口亮眼	13
5.1 海外出口表现亮眼，带动不锈钢出口增长	13
5.2 海外出口大增，全球供应同比增长	14
5.3 房地产与不锈钢需求	15
六、市场展望与投资策略	16

图表目录

图表 1：一季度行情分析底部重心抬升	2
图表 2：固定资产投资	3
图表 3：外贸表现超预期	3
图表 4：全球镍供需平衡表	4
图表 5：全球镍供需平衡表	5
图表 6：中国印尼两国不锈钢供应量	6
图表 7：23 年以来沪镍逐渐收窄	7
图表 8：23 年以来不锈钢基差逐渐收窄	7
图表 9：印尼镍矿未来需求与供给估算	8
图表 10：全球主要镍生产企业	9
图表 11：印尼镍铁产量高位	10
图表 12：国内镍铁进口高位	10
图表 13：国内镍铁利润	10
图表 14：外购镍铁进口盈亏	10
图表 15：印尼中间品产量	11
图表 16：进口湿法中间品量	11
图表 17：印尼镍钐产量	11
图表 18：进口镍钐产量	11
图表 19：304 系列不锈钢的毛利	12
图表 20：403 系不锈钢利润值	12
图表 21：硫酸镍进口量	13
图表 22：国内硫酸镍的产量	13
图表 23：硫酸镍原料需求占比	13
图表 24：硫酸镍企业开工率较低	13
图表 25：不锈钢净出口量同比增长	14

图表 26 : 不锈钢出口国别 14

图表 27 : 精炼镍净出口量 15

图表 28 : 精炼镍表观消费 15

图表 29 : LME 交易所镍库存 15

图表 30 : LME 库存划分 (国别) 15

图表 31 : 300 系不锈钢和 30 大中城市成交面积 16

图表 32 : 房地产销售面积 16

一、行情回顾与经济展望

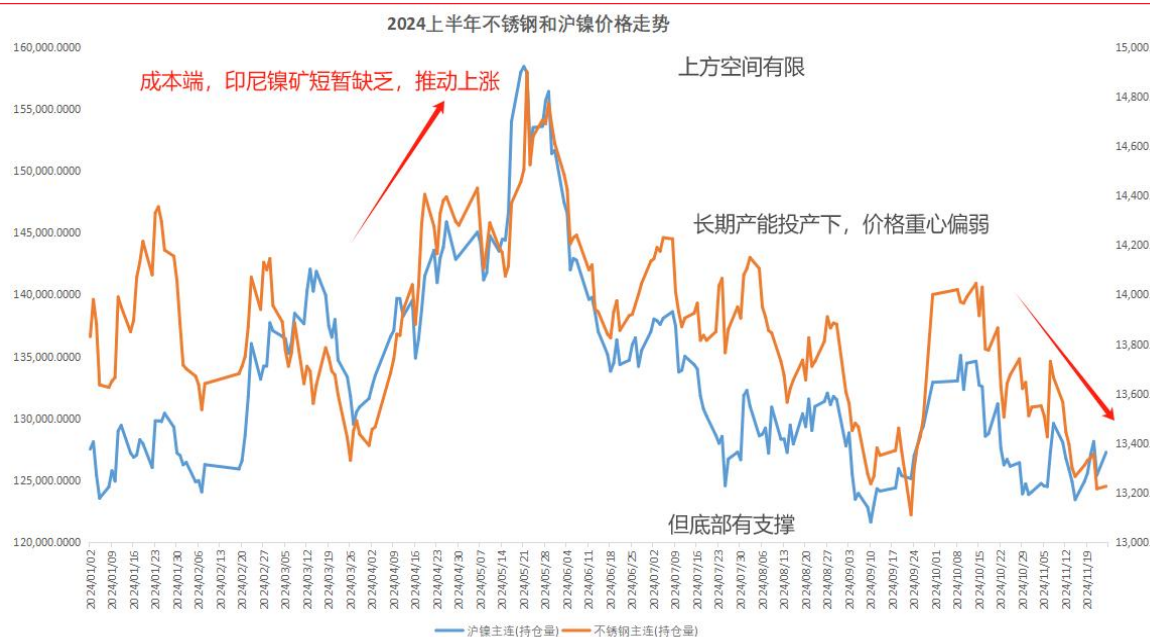
2024 年不锈钢产业链整体处于供需失衡状态。供给端，印尼作为全球镍资源的重要供应地，近年来通过政策支持，加快了镍铁、镍中间品以及高冰镍产能的扩张。今年印尼产能增幅放量，产品大规模出口到中国，使得钢厂原料端供给充足。同时国内不锈钢行业在内部兼并重组和扩大对外投资布局后，镍矿-镍铁-不锈钢的一体化生产进程加快，国内钢厂产能也在持续扩张。

需求端，国内经济尚未完全摆脱通缩和地方债务压力，居民消费意愿偏弱，对终端需求增量相对有限。传统用钢领域（房地产、家电、电梯等）受到整体房地产周期下滑影响需求疲软，新兴领域（新能源汽车、特种钢）的增量有限，难以拉动整体消费需求增量。

出口方面，海外出口企业收益于人民币汇率的贬值以及大宗商品价格下行的低价优势，今年出口规模相较于去年有较大规模的增长。国内不锈钢出口主要在亚洲及一些新兴市场地区，随着工业化进程加快对不锈钢的需求可能继续增长，同时不锈钢处于近几年低价，成本竞争力有所提高，因此明年不锈钢出口仍可能维持高位。但由于出口量相对于国内产能占比较小，国际市场无法完全替代国内需求，消化新增不锈钢产能。总体来看在新增产能持续投产和下游消费增量相对有限背景下，不锈钢全年产业整体处于供需过剩的态势。预计 2024 年中国不锈钢粗钢产量在 3800 万吨，表观消费在 3250 万吨，出口 300 万吨，不锈钢总体 250 万吨的过剩产量。

展望未来中国不锈钢行业将继续面临较大的去化库存和产能优化压力，能否通过维持积极出口、内需提升和产业结构优化实现供需平衡，将决定行业整体运行质量。但由于不锈钢行业本身集中化程度较高，头部企业通过布局上游原材料（如镍矿、铬矿）到下游加工制造，实现产业链的全面覆盖。一体化布局帮助企业行业下行周期中依然具备成本优势，使得行业集中化进一步加剧。在价格重心下移的背景下，未来需要明显的供给改革或者海外供应端紧缩后，市场才可能扭转悲观情绪。

图表 1：一季度行情分析底部重心抬升



数据来源：Mysteel、Ifind、华安期货研究院

二、宏观经济中压力与机遇

当前国内经济数据显示，国内还未彻底摆脱通货紧缩的压力。虽然未来三年内将逐渐实施总计 10 万亿人民币的刺激计划，以减少地方债务风险和消化房地产库存，但是未来想要摆脱经济疲弱的现实，需要更积极的财政政策来提高国内需求以及居民的收入水平。因此未来是否有针对消费和收入更大规模的刺激政策将是影响 25 年商品市场和经济的重要因素。

海外风险端，由于共和党横扫参议院，使得对外政策的实施阻力更小。海外关税和地缘政治风险需要特别的关注，尤其是未来美国可能对于源自中国的进口商品征收的普遍关税，在全球竞争加剧或贸易壁垒增加背景下，过度依赖出口的经济模式仍可能面临风险。因此未来一年的大宗商品市场的走势，或将继续围绕着海外关税的风险以及国内财政政策的对冲展开。

房地产市场来看，最近三年房地产市场持续下行拖累整体经济的增长。虽然 9 月以来政府发布一系列房地产支持性政策，包括户籍改革的推进、房贷利率的下降以及房企白名单的扩大，总体来看这些政策扭转市场悲观情绪，有利于阻止地产市场的继续恶化。但是当前二、三线地产库存仍然高企，在居民消费和收入水平还未大幅提高下，未来地产库存供需仍需要时间达到平衡。根据中指研究院测算，截至 2024 年 7 月，全国住宅“已开工未售库存”为 25.2 亿平方米，其中“竣工未售库存”为 3.8 亿平方米。从出清周期来看，目前“已开工未售库存”的出清周期约为 3.4 年，去化压力较大。

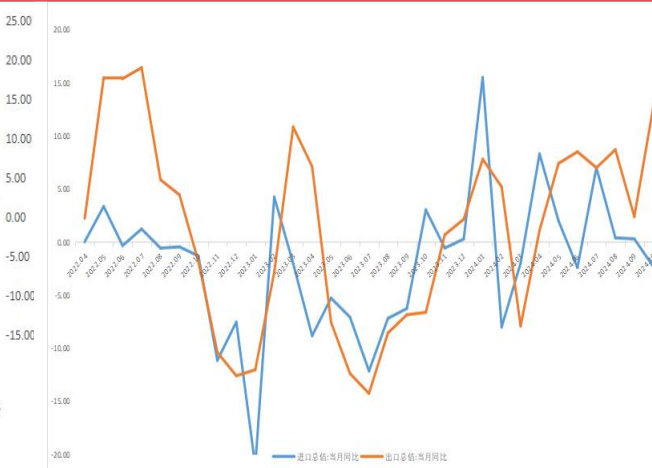
出口来看，今年外贸同比增长速度超过去年，外贸的表现超过多数人的预期，是拉动经济的三驾马车当中表现较好的驱动力，部分弥补了地产和投资的不足。然而随着共和党的当选，市场对于美国对华加征关税的预期也在提高，一旦明年1月底新任总统就职，关税落地，将会拖累大宗商品和国内经济走势。另一方面，财政部和税务总局对于部分产品出口退税的下调和取消，表明未来出口型企业需要更多的提高自身的竞争优势，产能过剩的行业中出口型企业在贸易领域将面临更大的压力。

因此展望未来地产开工持续负增长叠加冲关税加增带来的消极影响，未来经济的企稳需要更多依赖国内需求和消费。而在当前经济低迷的环境下，国内需求仍然需要较大规模的财政政策刺激才有有效提升。因此未来经济的关键变量在于国内财政政策能否引领社会资本，促进国内大循环更好地发展。

图表 2: 固定资产投资



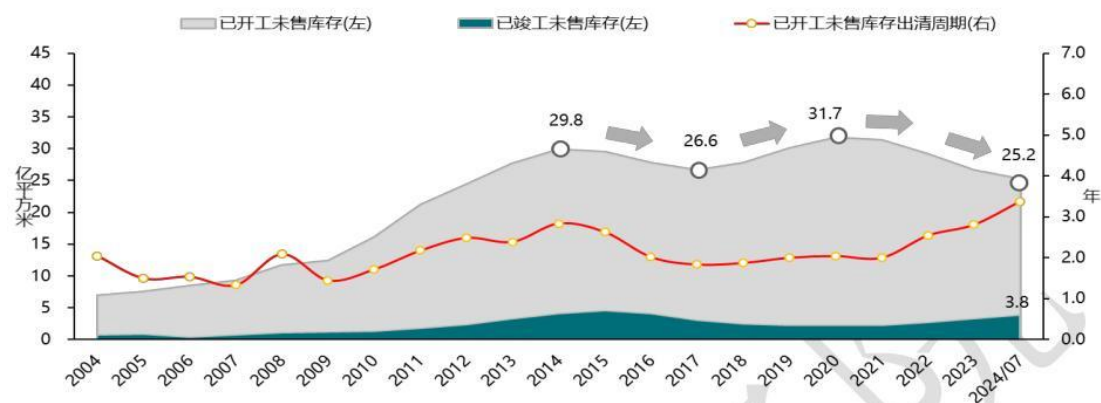
图表 3: 外贸表现超预期



数据来源: Mysteel、华安期货投资咨询部

图表 4：全球镍供需平衡表

图：全国不同口径住宅库存规模



注：已开工未售库存=商品住宅累计新开工面积-商品住宅累计销售面积，自1998年开始累计。
已开工未售库存出清周期=已开工未售库存/当年商品住宅销售面积，2024年商品住宅销售面积按同比进行估算。

图：全国住宅新开工及销售面积对比



数据来源：国家统计局，中指数据 CREIS

数据来源：华安期货投资咨询部；Mysteel

三、镍、不锈钢产业链：行业过剩下的展望

原生镍的供应过剩

2024年全球镍产业链的供需变化从上游到下游呈现出新的特点。印尼镍矿（RKAB）审批量加快，使得上游镍矿价格下行，中国市场借助海外镍原料端的丰富供给加速产能爬坡，全球镍供应逐渐从短缺转为过剩。尽管上游镍矿价格的下降为生产商提供了成本优势，但中国精炼镍产能过剩带来的市场压力制约整体价格反弹，未来关注产业链各环节的供需动态，以应对未来可能出现的供需不平衡和价格波动。

当前全球镍市场处于供应过剩格局，2024年镍供应过剩量预计为10.9万吨，

2025 年镍供应过剩量将在 14 万吨左右，镍过剩量未来仍有扩大趋势。供给端，根据 Mysteel 统计，今年印尼已投产火法产线大约 300 条，湿法产高压釜也达到 20 台左右。印尼政府依靠丰富的红土镍矿资源，正积极布局以镍产业链下游发展，包括新能源汽车电池、不锈钢产业链的上下游。今年印尼产能释放加速镍供需过剩的格局。需求上，受到全球经济的复苏缓慢的拖累，工业品市场需求总体偏弱，导致当前全球镍供应从结构性过剩到全面性过剩的转变。预计 2025 年全球镍产量将达到 365 万吨，而全球镍需求量只有 351 万吨，镍过剩量未来仍有扩大趋势。

图表 5：全球镍供需平衡表

中国原生镍供应量					
	当月值	1-9月值	2023年1-9月值	2023年全年	2022年全年
纯镍产量	3.08	24.35	18.30	25.27	17.93
纯镍净进口量	-0.47	-2.10	4.95	5.58	13.35
镍铁产量	2.50	22.25	28.49	36.52	13.35
镍铁净进口量	8.11	70.49	66.64	93.07	64.86
硫酸镍产量	0.00	26.00	29.22	38.40	35.42
硫酸镍净进口量	-0.68	-5.59	-2.60	-4.05	-2.00
镍中间品净进口量	3.87	36.23	31.00	44.88	30.63
冰镍净进口量	0.68	6.81	4.21	5.99	3.70
原生镍的供应量	17.09	178.44	180.21	245.65	177.25
中国原生镍的消费量					
	当月值	1-9月值	2023年1-9月值	2023年全年	2022年全年
不锈钢镍消费量	13.14	112.83	106.26	142.45	134.39
精炼镍消费量	2.48	20.52	20.06	26.12	27.83
三元前驱消费量	3.15	25.73	27.15	35.32	37.46
硫酸镍消费量	3.37	28.90	28.69	38.38	35.05
原生镍消费量	22.14	187.97	182.15	280.65	269.78

数据来源：华安期货投资咨询部；Mysteel

不锈钢产能的过剩

2024 年预计国内不锈钢粗钢产量 3789 万吨，同比增加 228 万吨左右，增长 6%，但钢厂产能利用率仅 66.7%。新增不锈钢产能不断落地，新增落地产能约有 900 万吨。例如福安宏旺 130 万吨，内蒙古经安 129 万吨不锈钢项目、内蒙古明拓 80 万吨不锈钢项目、溧阳德龙 126 万吨不锈钢项目、河南金汇 200 万吨不锈钢，广东台山的 280 万吨冷轧项目。

展望未来预计未来钢厂产能利用率将进一步降低，意味着钢厂平均产能利用率创近几年新低。头部企业持续扩产，而市场需求增长有限，不锈钢价格重心预计在未来较长时间内仍处于下行通道。没有竞争优势的钢厂面临被迫减产或退出。未来行业的健康发展需要平衡产能扩张与需求增长，同时推动技术升级与产品高端化。

图表 6：中国印尼两国不锈钢供应量

中国+印尼不锈钢供应					
单位（万吨）	1-10月累计值	去年同期	2023全年	2022年全年	2021全年
中国产量	3150	2966	3561	3360	3274
净出口量	253	165	195	126	153
总供应量	3403	3132	3756	3485	3427
印尼产量	416	339	421	477	494
合计	3820	3471	4176	3963	3921

数据来源：Mysteel、Ifind、华安期货研究院

供给过剩下，价格下行通道下基差波动收窄

从不锈钢和沪镍的基差年变化图可以发现：首先今年较历史同期相比，基差的绝对值和波动率都在走弱，主要原因在于镍和不锈钢供给增加下，市场对于未来行情变化较一致，导致期现价格基本保持一致，基差变化幅度较小。不锈钢从2021年以来基差从3000元的变化幅度逐渐降低到当前的200元以内，而沪镍从2021年的基差30000元附近，逐渐降低到今年的2000元附近。基差窄幅波动不仅是市场稳定的信号，也预示着期现货市场的套利机会减少，在供需关系稳定下，未来市场需要更加关注海外和宏观突发因素的影响。

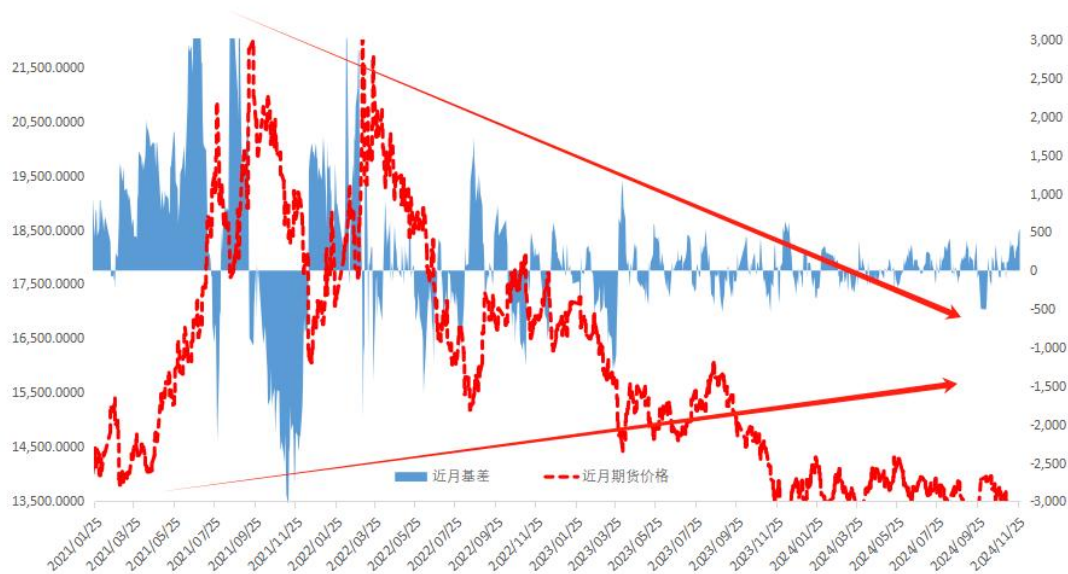
基差绝对值的降低背后原因反映市场供需关系发生逆转，市场库存从几年的前的紧缺逐渐到过剩状态。2021年以前库存相对较低，如果需求和宏观预期出现变化，就是造成现货价格的大幅波动。而2023年以来由于库存长期高企，现货价格受到供求关系影响较小，钢厂控制发货保持现货稳定，因此基差总体波动率较小。24年由于经济受制于通缩压力，大宗商品价格大幅降低，同时产业链上下游均产能均大幅提高，缺乏上涨机会，期现价格难以拉大，基差总体幅度变小。

图表 7：23 年以来沪镍逐渐收窄



数据来源：华安期货投资咨询部

图表 8：23 年以来不锈钢基差逐渐收窄



数据来源：华安期货投资咨询部

展望未来不锈钢市场的行情走势，由于当前不锈钢市场供需结构已经发生大幅改变，以前的基差高波动率将会趋缓，预计未来不锈钢市场基差变化幅度保持低位波动。因此未来基差如果受到宏观情绪或海外外部冲击影响超过一定幅度时，可以从基差角度采用修复和升贴水逻辑选取相对策略应对市场变化。

4.1 产业链上下游，原料成本重心下移

镍矿：供给持续，关注菲律宾和印尼新变化

印尼端，印尼能矿部上半年批准 470 家镍公司的三年期工作计划和预算 (RKAB)，核定镍矿石开采额度达到每年 2.4 亿吨，较去年 2 亿吨限额，上涨约 20%。下半年增加 2000 万吨增量，印尼镍矿 (RKAB) 已审批通过约 2.6 亿湿吨量级，但预计镍矿消耗量只有约 2.2 亿湿吨，镍矿端支撑较弱。今年印尼的审批政策较以往有较大改变，从一年一批改为三年一批，预计 2025 年的开采额度达到 2.5 亿湿吨、2026 年额度为 2.3 亿湿吨。

在当前的开采额度下，未来镍矿过剩的可能性仍然较大。依据 Mysteel 测算，2023 年印尼所有镍产量折合 187.84 万金属吨，换算消耗镍矿约 2 亿湿吨；2024 年随着硫酸镍、电积镍以及未来三元下游项目将陆续上线，预计 2024 年镍产量将达到 217.88 万镍金属吨，预计镍矿需求将有 2.4 亿湿吨。在镍矿端，东亚镍矿的贸易格局已经有所变化。随着下游产业链的逐渐投产，印尼逐渐从镍矿出口国变成镍矿进口国，由单纯的镍矿出口转型为镍下游产品的出口。因此在印尼国内镍矿审批流程收紧时，24 年印尼镍产冶炼的重要转变之一是：印尼从镍矿的出口国逐渐转变为进口国家，下游镍铁厂逐渐通过进口菲律宾的镍矿来缓解镍矿供给压力。过去三年，国内镍矿年均进口量约 4 千万湿吨，其中我国对于菲律宾的镍矿依存度最大约在 3 千万湿吨，其次是新喀里多尼亚，印尼受到其国内禁止镍矿端出口政策影响，在我国镍矿端的占比逐渐减弱。国内镍铁厂受印尼镍铁挤压，2024 年国内镍铁厂产量将继续下降，对镍矿需求继续下降。预计 2024 年国内镍矿进口约 4710 万吨（干湿混合），同比上涨 8%。

图表 9：印尼镍矿未来需求与供给估算

品种	2023年		2024年 (E)	
	产量 (万金属吨)	镍矿消耗量 (亿湿吨)	产量 (万金属吨)	镍矿消耗量 (亿湿吨)
镍铁	142.94	1.46	161	1.64
冰镍	27.1	0.28	29.94	0.31
MHP	17.8	0.27	32.59	0.49
合计	187.84	2.01	223.53	2.44
	2024镍矿审批量	2025镍矿审批量 (E)	2026镍矿审批量 (E)	
RKAB镍矿	2.6亿湿吨	2.5亿湿吨	2.3亿湿吨	

数据来源：华安期货投资咨询部

图表 10：全球主要镍生产企业

全球镍企产量表									
		24Q3	24Q2	24Q1	2023	2022	2021	2020	
淡水河谷	Vale	4.71万金属吨	2.79万金属吨	3.95万	16.5	17.98	16.82	21.56	
诺里尔斯克镍业	Norilsk Nickel	5.6万金属吨	4.83万金属吨	4.21万	20.9	21.9	19.28	23.58	
嘉能可	Glencore	3.62万金属吨	3.31万金属吨	3.27万	9.76	10.75	10.23	11.02	
住友商事	Sumitomo MM	1.90万金属吨 (E)	1.92万金属吨	1.67万	4	4.97	5.51	7.46	
必和必拓	BHP	1.96万金属吨	2.3万金属吨	1.88万	8.14	7.59	8.21	9.1	
英美资源	Anglo American	0.99万金属吨	1.73万金属吨	1.42万	4	3.98	4.17	4.36	
第一量子	First Quantum	0.48万金属吨	0.7万金属吨	0.7万	2.17	2.11	1.64	1.31	
埃赫曼	Eramet	1.52万金属吨	1.49万金属吨	1.65万	2.18	4.09	4.79	5.53	
南32	South32	0.68万金属吨	1.15万金属吨	1.08万	3.87	4.18	3.83	3.61	
谢里特	Sherritt	0.7万金属吨(E)	0.67万金属吨	0.7万	2.8	1.61	1.39	1.58	
合计		22.16万金属吨 (E)	20.89万金属吨	20.53	74.32	79.16	75.87	89.11	
		Q3+Q2+Q3	Q1+Q2	Q1					
国产精炼镍	domestic High-Purity Nickel:	24.35	14.87	7.15	22	17.42	16.55	16.9	
国产硫酸镍	NS	26	18.68	8.44	40.43	35.03	25.54	13.51	
合计					62.43	52.45	42.09	30.41	
国产镍铁	NPI	22.25	14.72	7.22	37.84	41	43.27	51.26	
印尼镍铁	NPI	109.49	72.66	36.49	141.89	114.74	89.06	59.23	
合计					179.73	155.74	132.33	110.49	
印尼中间品	MHP	22.45	13.78	6.16	17.57	9.78	1.41		
印尼高冰镍	NM	14.7	9.79	5.01	24.48	18.84	6.52	7.24	
合计					42.05	28.62	7.93	7.24	

数据来源：华安期货投资咨询部

镍铁：上下游挤压中的艰难

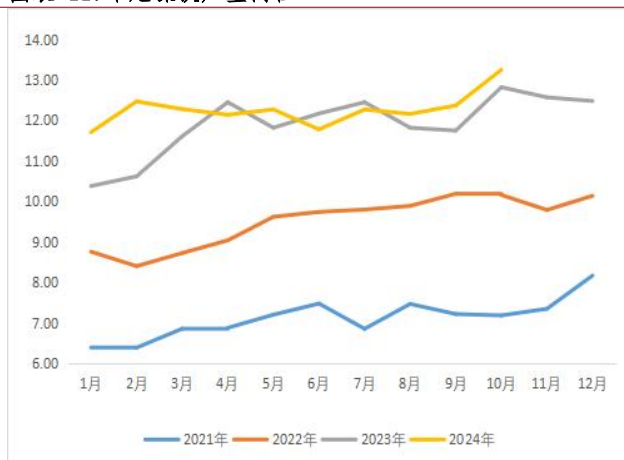
随着近两年印尼的镍铁新建投产项目的落地，新增产能不断释放，2022 年印尼镍铁总产量约在 154 万金属吨，2023 年升至 175 万金属吨，预计本年度镍铁产量将会达到 180 万金属吨。中国镍矿对外依存度超过 90%，伴随着镍矿价格的维持高位，国内镍铁生产厂家的利润不断缩减。由于下游不锈钢价格总体处于下行通道之中，国内镍铁钢厂承受上下游的压力，成本出现倒挂，即期生产利润处于亏损状态。全年来看，镍铁钢厂承受上下游的压力，即期利润总体处于盈亏之间。同时由于印尼镍铁成本低、镍点高，海外镍铁在经济性优势下大幅回流，持续挤占国内镍铁市场份额。

从镍铁进口量来看，预计今年中国镍铁进口量将创下历史新高，与之相比国产自产镍铁的量开始下降。由于镍铁成交价今年持续下跌，国内部分镍铁厂亏损严重，纷纷降低开工率。另一方面，印尼铁厂利润受镍铁价格的走跌影响，空间也有一定收窄。目前印尼铁厂仍存有利利润，印尼镍铁即期现金成本最高至 885 元/镍附近，最低利润率 12.79%，在总量供应过剩的压力下，印尼镍铁仍将继续发挥价格优势，挤压国内生产企业。

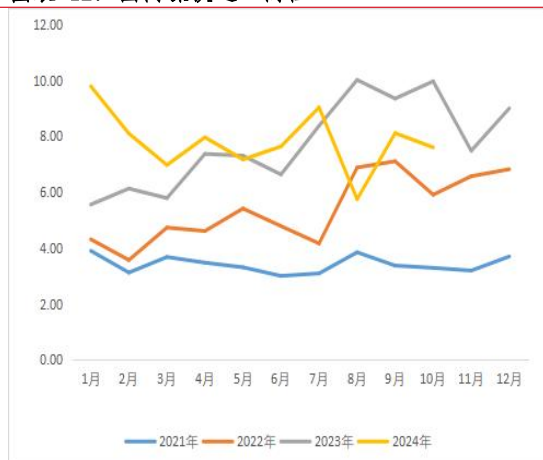
展望明年镍铁市场，国内铁厂即期利润依然处于亏损，海外镍铁厂将继续与国内企业抢市场，镍铁价格走势主要依据两方面：首先印尼新配额获批能否有所改善，从原料端降低镍矿价格；另一方面，下游不锈钢价格能否企稳回升。如果下游不锈钢持续处于下行通道，终端压力将传导至原料端，钢厂将对镍铁价格采

取强压价心态，未来镍铁仍将走低。

图表 11: 印尼镍铁产量高位

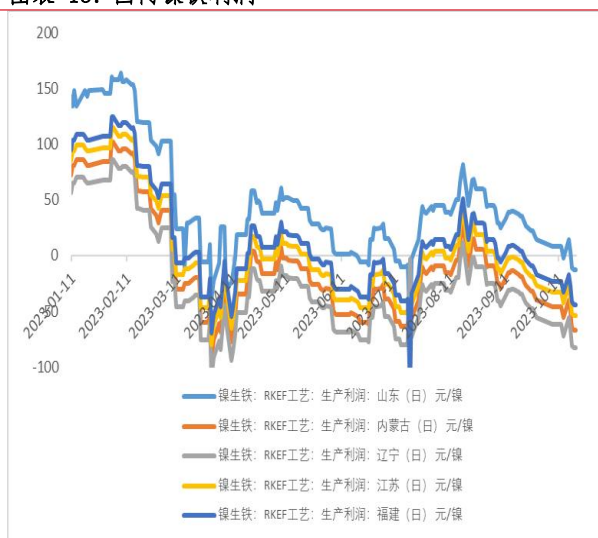


图表 12: 国内镍铁进口高位

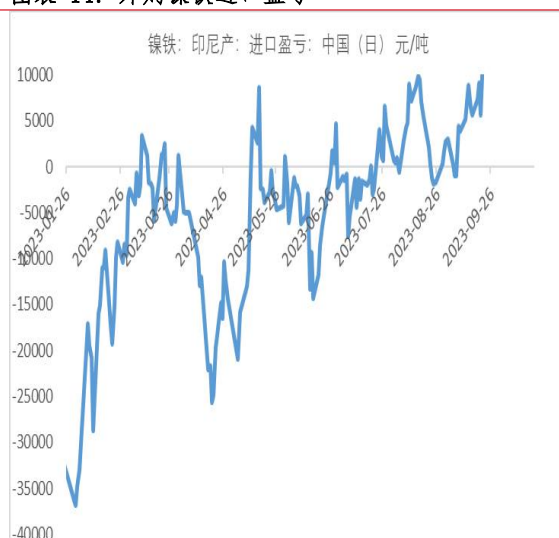


数据来源: Mysteel、华安期货投资咨询部

图表 13: 国内镍铁利润



图表 14: 外购镍铁进口盈亏



数据来源: Mysteel、华安期货投资咨询部

4.2 全球镍中间品放量，推动国内进口增长

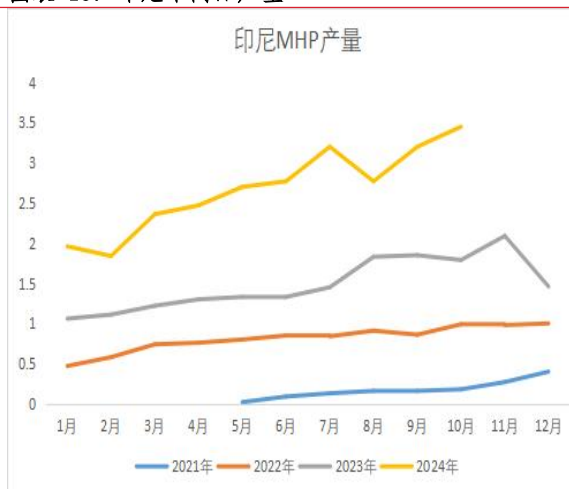
印尼近年来积极扩大 MHP 的生产能力，从 2023 年以来开始放量增长。MHP 是电池级镍的前驱体材料，主要用于生产电池中使用的镍。随着电动汽车和可再生能源市场的快速增长，MHP 的需求逐年上升。中国作为全球最大的镍消费国，近年来随着电动车产业的高速发展，电池制造商对电池级镍的需求急剧增加，推动了国内 MHP 进口量的增长。

从最新的数据来看，24 年全年印尼 MHP 产量约为 26.72 万吨，较去年 14.27 万吨，涨幅约一倍。中国的 MHP 进口量来看，预计全年进口量为 48.3 万吨，较去年小幅上涨 4 万吨，涨幅约 10%。由于镍产业链环节基本打通，火法和湿法冶

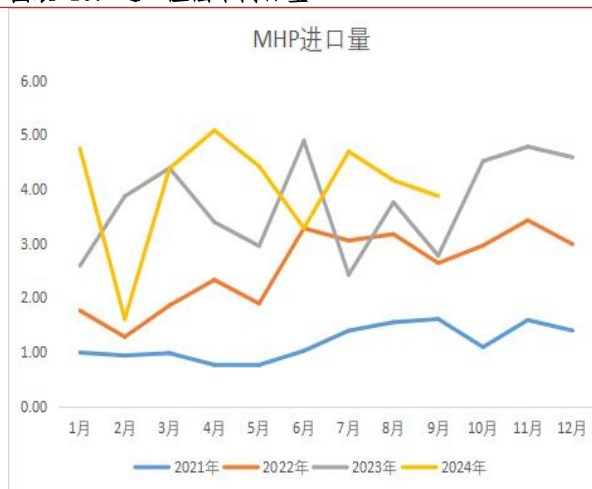
炼冶炼技术的提高，中间品的既可以用来生产以新能源电池为代表的硫酸镍，也可以生产用于合金和电镀的精炼镍。印尼企业积极新增湿法冶炼中间品、高冰镍的项目。2022 年 MHP 和高冰镍产量为 28.62 万金属吨，23 年为 42.05 万金属吨，24 年预计为 52.12 万金属吨。

展望未来印尼的 MHP 产量预计将在未来几年继续增长，主要受益于全球电池市场的扩张以及印尼政府对镍加工产业的支持。随着更多高镍冶炼项目的投产，印尼未来 MHP 的产量有望超过镍铁，在镍供应链中的地位逐渐提升。

图表 15: 印尼中间品产量

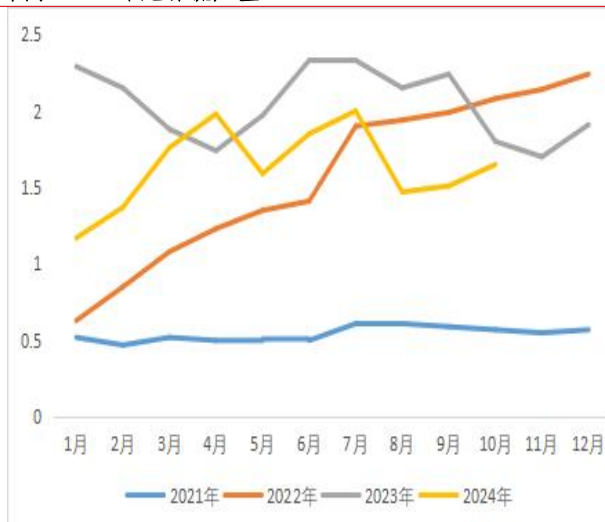


图表 16: 进口湿法中间品量



数据来源: Mysteel、华安期货投资咨询部

图表 17: 印尼镍矿产量



图表 18: 进口镍矿产量



数据来源: Mysteel、华安期货投资咨询部

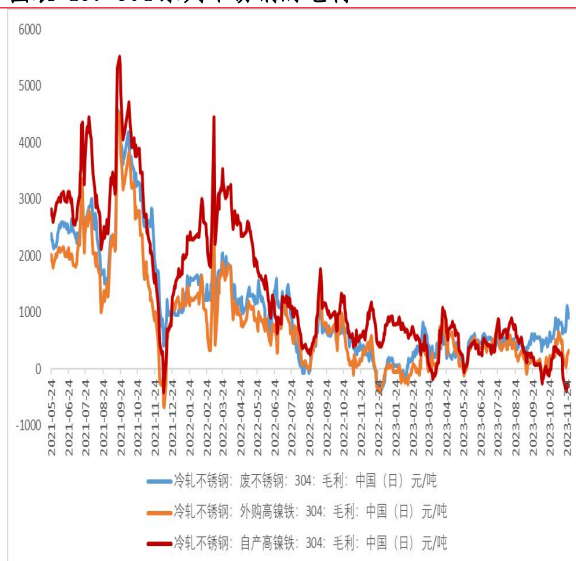
4.3 下行通道下，钢厂利润持续缩减

虽然不锈钢在电池、电动汽车、家电等领域保持较稳定需求，但整体的市场需求增长放缓，特别是由于国内经济放缓和制造业（如建筑、汽车等）需求的疲软，不锈钢的价格持续处于较低水平，导致钢厂的毛利空间收窄。

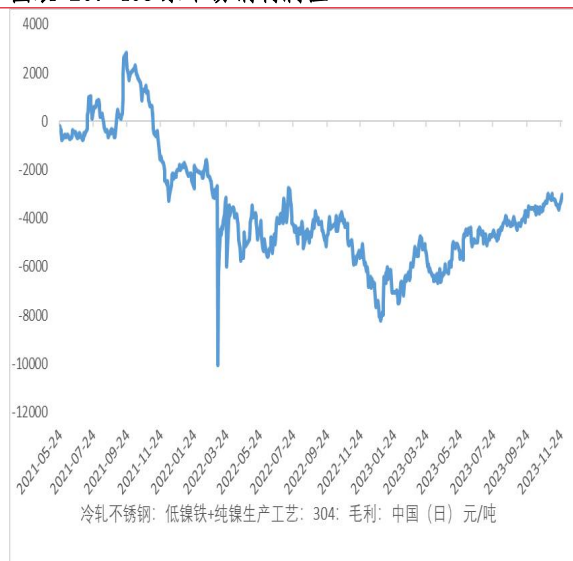
不锈钢四种方式冶炼工艺：自产高镍、外采高镍铁、废不锈钢以及低镍铁外加纯镍制作工艺，冶炼原材料主要是镍铁、铬铁和废不锈钢等。当前无论采用哪一种生产工艺，利润总体微薄。从历史利润比较来看，近些年，由于不锈钢价格处于下行区间，钢厂利润整体处于缩窄。同时产能过剩问题仍然存在，过剩产能加剧了钢厂间的竞争，钢厂不得通过降价来维持市场份额，进一步削弱了利润。

展望未来，短期内钢厂盈利压力大。由于原材料成本高企、市场需求疲软以及价格竞争激烈，短期内不锈钢钢厂的盈利能力可能继续承压。尤其是在产能过剩的情况下，钢厂即便有生产增量，也很难通过单纯的生产扩张来提高利润。

图表 19：304 系列不锈钢的毛利



图表 20：403 系不锈钢利润值



数据来源：华安期货投资咨询部

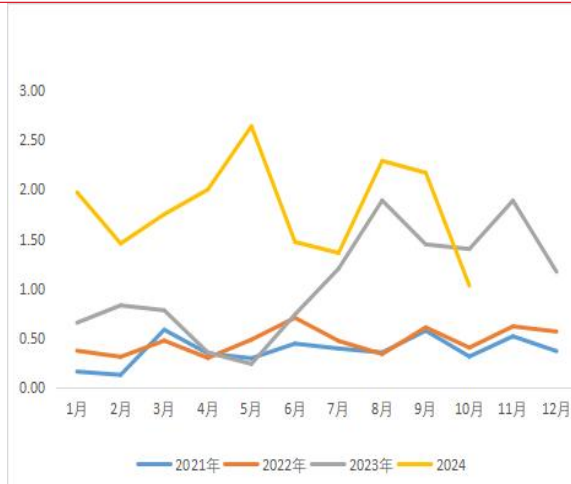
4.4 印尼进口的放量，国内产能利用率维持低位

随着电动车辆和新能源技术需求的增长，硫酸镍作为动力电池的重要组成部分，产量和进口呈现稳步增长的趋势。24 年预计国内年产 38.8 万吨金属吨，基本与去年持平。于此同时进口却在放量增长，从 23 年的 12.59 万金属吨上涨至 24 年 18.14 万金属吨。硫酸镍生产方式主要有三种方式，一种是硫化矿制作高冰镍生产硫酸镍，第二种是通过湿法中间品氢氧化镍钴（MHP）制成硫酸镍，最后一种是镍豆溶解制成硫酸镍。当前主流生产模式为“海外原料+中国加工”，即通过外采印尼的镍湿法中间品，运回国内工厂生产，利润空间最大。从最新的硫酸镍原料消费占比来看，22 年以来硫酸镍主要使用 MHP 和高冰镍制作硫酸镍，镍豆和镍粉由于成本原因以及不再使用。

从硫酸镍企业的开工率在 2024 年较为稳定，但相较于 2022 年的高开工率有所下降。从 2024 年 1 月的 52.09% 逐渐上升至 9 月的 60.91%，但总体保持在较低

水平（约 60%）。这表明，尽管新能源需求有所回升，国产企业的开工率受到海外印尼进口的冲击并未恢复到较高水平。未来随着新能源领域（如光伏储能、风电储能）的增长，中国需要更加依赖海外的镍原料供应和中间品，尤其是印尼和菲律宾等国家的高压酸浸（HPAL）技术和产能提升，进口量或将维持增加。

图表 21: 硫酸镍进口量

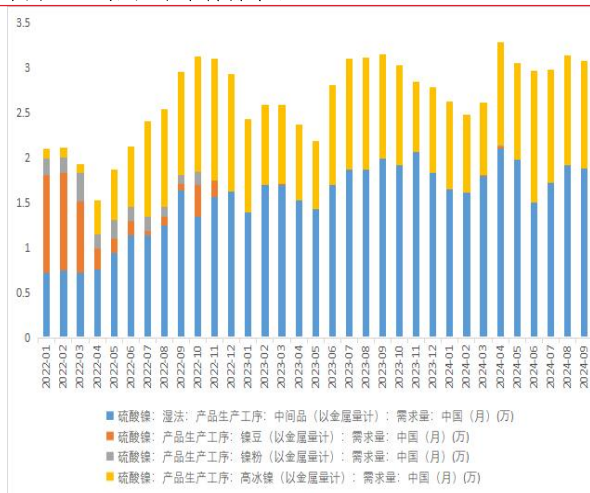


图表 22: 国内硫酸镍的产量

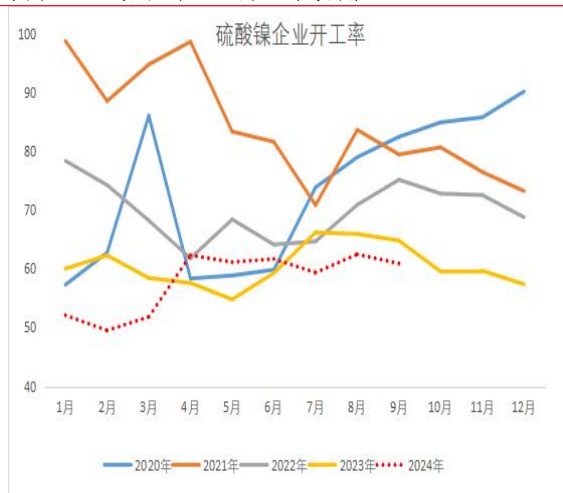


数据来源：华安期货投资咨询部

图表 23: 硫酸镍原料需求占比



图表 24: 硫酸镍企业开工率较低



数据来源：华安期货投资咨询部

五、镍、不锈钢产业链：出口亮眼

5.1 海外出口表现亮眼，带动不锈钢出口增长

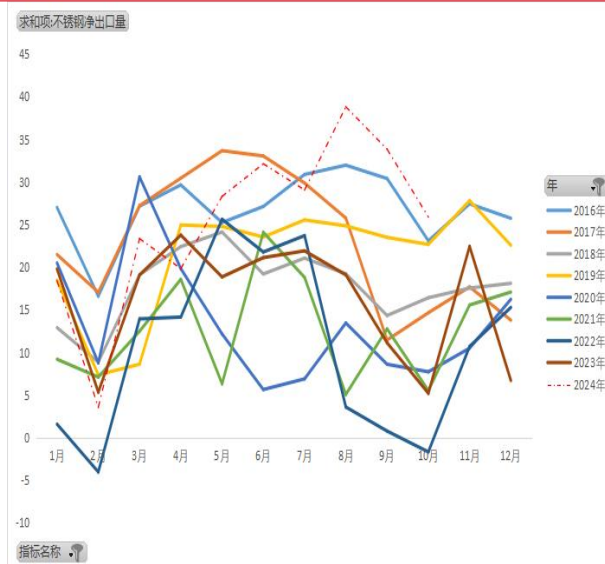
不锈钢外贸在 2024 年表现强劲，增长幅度明显。主要原因在于亚洲的工业化进程增加不锈钢的需求，同时中国不锈钢年度价格偏低，产业具备较强的成本

竞争力，使得出口不断增长。中国的不锈钢出口主要集中在亚洲及部分欧洲/中东地区，尽管这些国家占据了主要市场份额，其中前五出口国的占比约 40%，但这一比例较去年同期有所下降，不锈钢出口市场逐渐呈现多元化。

截止 2024 年 1-10 月，国内不锈钢净出口量累计约 253.41 万吨，同比增加 87.95 万吨，增幅 53.2%。从出口国别来看，亚洲地区是我国不锈钢重要出口国家，不锈钢累计出口排名前 5 个的国家分别是：印度、越南、韩国、土耳其、俄罗斯，排名前 5 出口量的占比约 40%，较去年同期有所下降。

展望未来虽然海外关税和地缘政治风险有所变化，尤其是未来美国可能对于源自中国的进口商品征收普遍关税，但是当前国内不锈钢出口主要在在亚洲及一些新兴市场地区，随着工业化进程加快对不锈钢的需求可能继续增长，同时不锈钢处于近几年低价，成本竞争力有所提高，因此明年不锈钢出口仍可能维持高位。

图表 25：不锈钢净出口量同比增长



图表 26：不锈钢出口国别

2024年1-10月中国大陆不锈钢出口情况（万吨）					
出口	2024年10月	环比	同比	24年1-10月	同比
越南	4.2	38.2%	40.0%	36.9	52.3%
俄罗斯	3.2	7.5%	11.1%	29.9	1.9%
印度	3.0	-32.9%	-55.6%	41.4	-21.9%
韩国	2.5	-24.3%	34.2%	30.6	-2.3%
土耳其	2.5	-20.2%	114.9%	32.6	32.5%
巴基斯坦	2.0	6.5%	104.8%	12.5	48.1%
印度尼西亚	1.7	20.2%	40.9%	15.1	63.7%
泰国	1.7	40.9%	64.7%	13.0	17.1%
阿联酋	1.4	17.6%	63.4%	13.5	43.5%
中国台湾	1.3	-58.1%	-29.9%	23.6	51.5%
孟加拉国	1.3	-13.2%	93.7%	9.1	23.4%
马来西亚	1.1	4.0%	80.6%	9.4	39.0%
日本	1.1	-15.0%	44.9%	10.5	37.8%
新加坡	1.1	-14.0%	253.0%	7.2	159.0%
柬埔寨	1.0	-34.1%	1489.2%	8.8	1020.4%
加拿大	0.9	-23.0%	254.9%	6.8	77.1%
巴西	0.9	-21.9%	17.9%	8.6	31.7%
美国	0.8	-3.9%	3.0%	8.6	16.5%
埃及	0.8	18.1%	34.1%	6.2	8.3%
菲律宾	0.7	2.4%	35.4%	6.3	15.5%
其他	8.6	-4.6%	26.6%	82.9	34.4%
总计	41.7	-9.0%	24.1%	413.9	24.5%

数据来源：华安期货投资咨询部；钢联数据

5.2 出口大增，全球供应同比增长

受益于印尼大量中间品原料的进口，国内精炼镍产能不断提高，带动国内精炼镍库存快速得带提升。在国内合金以及电镀行业平稳背景下，为消化过剩产能，企业积极扩大电积镍出口，出口到 LME 交易所的注册仓单量也在逐渐提高。今年 4 月欧美加强对于俄镍制裁，伦敦 LME 交易所不再接受新生产的俄镍、铜和铝在交易所注册。在俄镍受制于欧美制裁下，国产精炼镍面临海外机遇。从最新的 10 月份的按照国别划分的 LME 注册仓单来看，半年内来自中国的精炼镍库存从 1 万吨上涨至 6 万吨左右，占到国内精炼镍总产量的 20%左右。LME 库存也从 6 万吨上涨到 15.9 万吨。

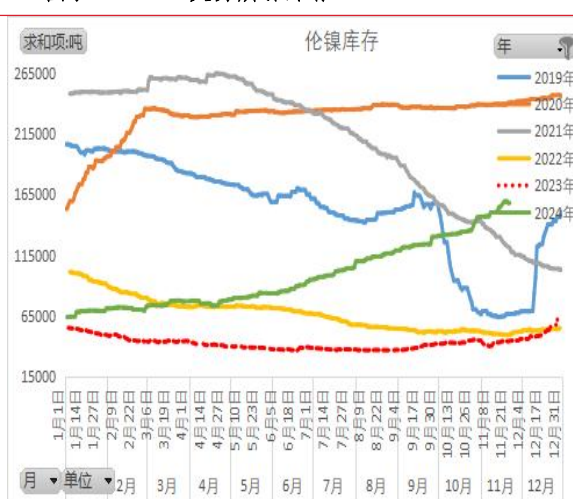
国内消费来看，中汽协数据显示，1至10月，我国新能源汽车产销量达977.9万辆和975万辆，同比分别增长33%和33.9%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的39.6%。今年以来新能源汽车需求增速并未放缓，当前汽车销量处于历史高位。不过由于电池对于纯镍的需要主要体现在镍豆自溶制作硫酸镍。由于今年印尼的镍中间品逐渐放量，价格优势明显，使得硫酸镍逐渐替代镍豆在三元电池中使用占比逐渐提高。当前镍豆的库存和产量基本处于历史较低位置。因此新能源领域的需求对于精炼镍的库存消耗影响在衰弱。

图表 27: 精炼镍净出口量



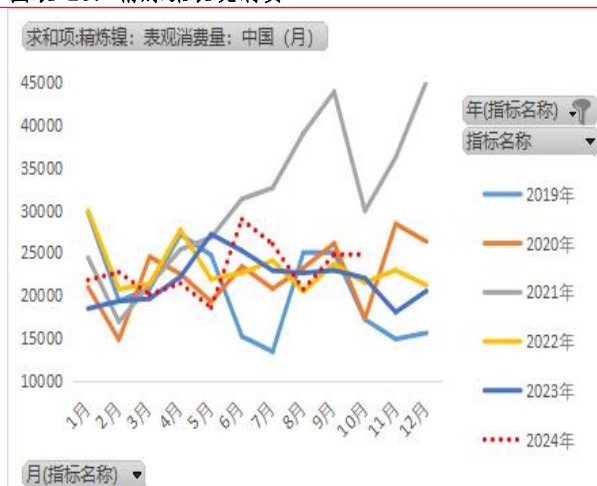
数据来源：华安期货投资咨询部

图表 29: LME交易所镍库存

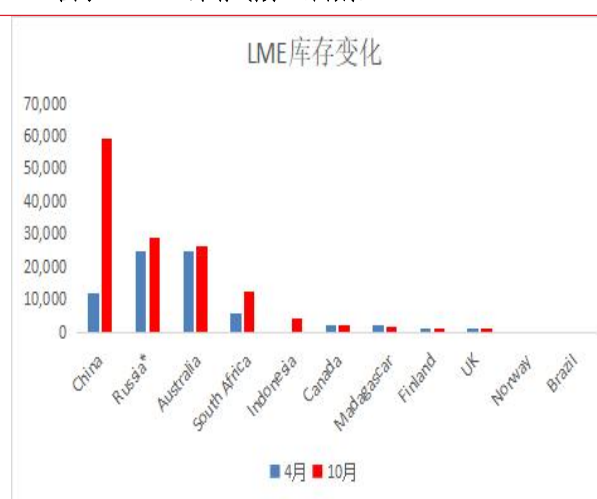


数据来源：Mysteel、华安期货投资咨询部

图表 28: 精炼镍表观消费



图表 30: LME库存划分（国别）



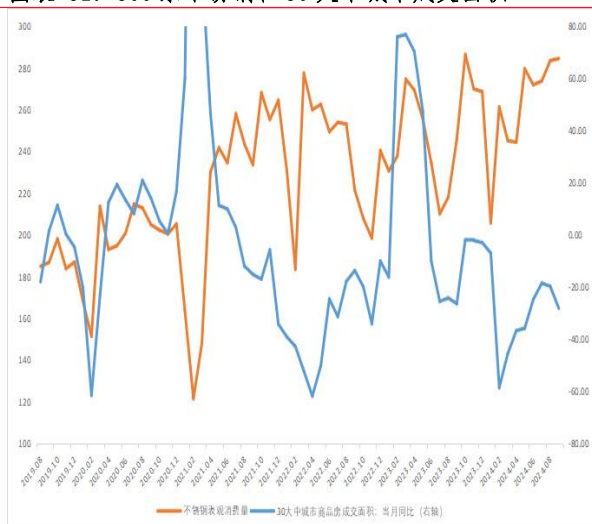
5.3 房地产与不锈钢需求

房地产作为国民经济的支柱产业，房地产的稳定对于GDP达成5%目标增长率，以及拉动周边行业具有重要作用。然而最近三年房地产市场持续下行拖累整体经济的增长。虽然9月以来政府发布一系列房地产支持性政策，包括户籍改革的推

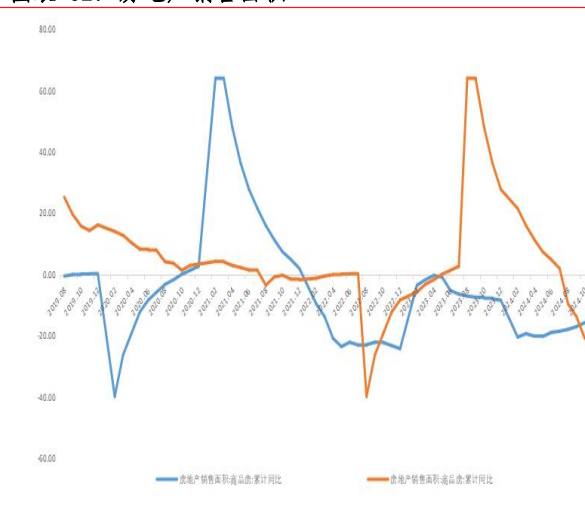
进、房贷利率的下降以及房企白名单的扩大，总体来看这些政策扭转市场悲观情绪，有利于阻止地产市场的继续恶化。但是当前二、三线地产库存仍然高企，在居民消费和收入水平还未大幅提高下，未来地产库存供需仍需要时间达到平衡。

1—10 月份，全国房地产开发投资 86309 亿元，同比下降 10.3%。房地产开发企业房屋施工面积 720660 万平方米，同比下降 12.4%。房地产开发企业到位资金 87235 亿元，同比下降 19.2%。从数据指标比较来看，房地产市场仍然处于艰难去库过程当中。

图表 31：300 系不锈钢和 30 大中城市成交面积



图表 32：房地产销售面积



数据来源：华安期货投资咨询部

六、市场展望与投资策略

展望明年经济、大宗商品市场以及不锈钢行业，未来经济的复苏需要更多依赖国内需求和消费。国内需求仍然需要较大规模的财政的刺激才能有效提升。因此未来经济的关键变量在于国内财政支持力度。

明年不锈钢和镍行业将继续面临较大的去化库存和产能优化压力，能否通过维持积极出口、内需提升和产业结构优化实现供需平衡，将决定行业整体运行质量。在价格下行的趋势下，只有在明显的供给出清后市场才可能出现反弹。未来的可能行情机会仍然海外印尼镍矿端的审批和开采量以及宏观政策的加码。

投资策略：预计明年不锈钢和镍价格会经历 L 型反转，在行业出清后可以布局底部

华安期货 投资咨询业务资格 证监许可[2011]1776

刘德勇 分析师

从业资格证号：F03094242

咨询从业资格：Z0020048

联系电话：0551-62839752

初审：李伟 F0283072 /Z0010384

复审：夏雨辰 F3031745/Z0014542

终审：闫丰 F0251054/Z0001643

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货研究院力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

联系我们

华安期货有限责任公司

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心超高层写字楼 40、41 层

电话：400-882-0628、62839752