

镍行业专题

供需逐步趋紧的关键金属

行业研究 · 行业专题

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：杨耀洪
021-60933161
yangyaohong@guosen.com.cn
S0980520040005

◆供给：印尼成为全球镍生产的中心，印尼镍矿供给成为产业链瓶颈环节

全球镍资源储量丰富，产量集中度高。美国地质调查局USGS最新数据显示，全球镍资源储量超过1.4亿吨，按照年产量380万吨测算，静态可采年限超过35年。截止至2025年，印度尼西亚镍储量占比约44.5%，产量占比约66.9%；菲律宾镍储量占比约3.5%，产量占比约7.0%；俄罗斯镍储量占比约6.0%，产量占比约5.2%。中国镍储量和产量仅占全球约3%比重，对外依存度高。

印尼是全球最大的镍矿供应国，同时也有着非常成熟的配额制制度，其有意通过政策的调整来提高镍矿开发的门槛及成本。2026年2月，印尼能源和矿产资源部ESDM正式发布年度镍矿工作计划和成本预算RKAB，2026年镍矿开采配额从2025年的3.79亿吨骤降至2.6-2.7亿吨，降幅约30%，此举或直接导致印尼镍矿供给无法满足下游的需求。2026年4月，印尼ESDM发布新版镍矿矿产基准价格HPM的计算公式，除了大幅上调镍矿的计价系数之外，还将钴、铁和铬等伴生矿纳入HPM计算，新规之下，印尼镍矿基准价格将大幅提升，进而将显著拉升MHP的生产成本，同时对NPI的生产成本形成支撑。除此之外，生产MHP离不开硫酸，而印尼的硫酸供应主要通过硫磺制酸来实现，霍尔木兹海峡的封锁将直接切断中东硫磺出口通道，并对高度依赖中东供给的印尼MHP生产形成连锁冲击，辅料成本大幅提升。

◆需求：不锈钢用镍需求平稳增长，电池用镍需求仍有韧性

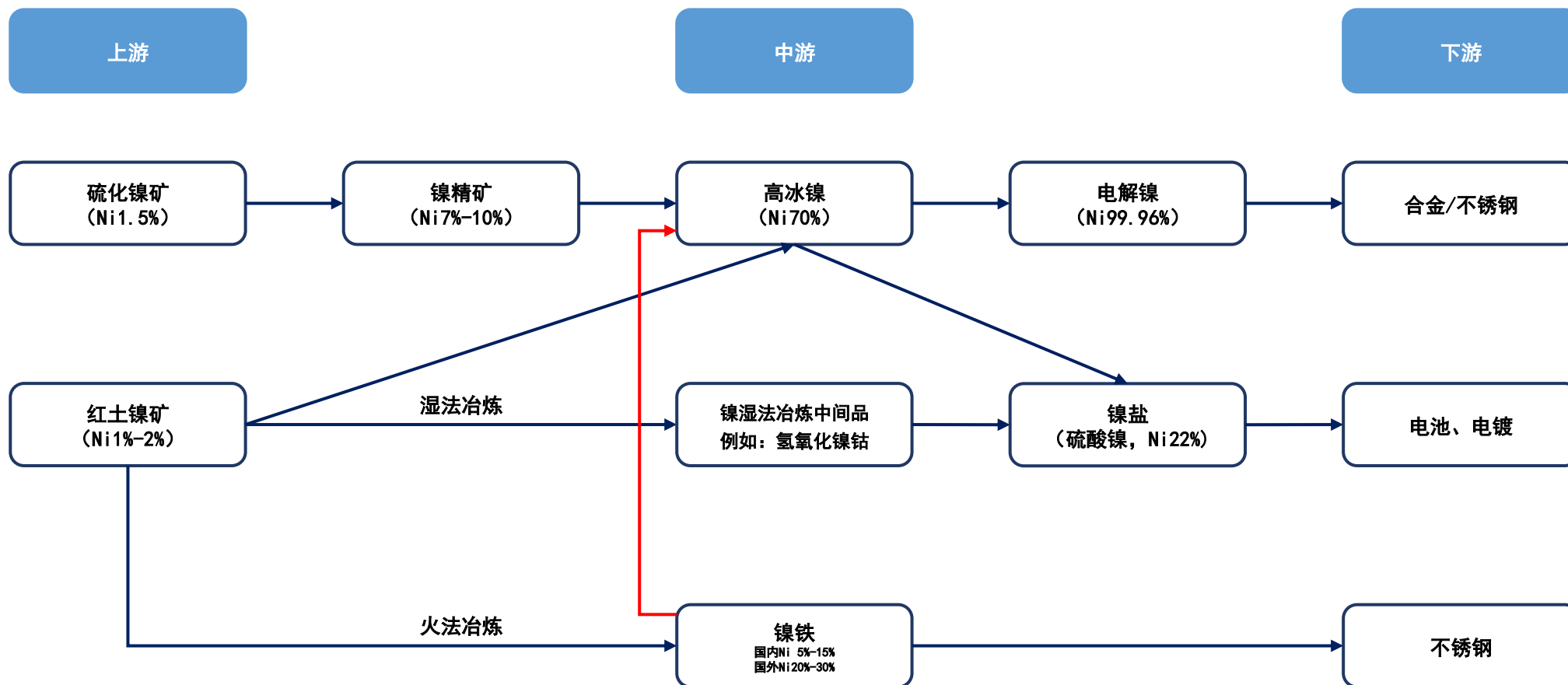
全球镍需求主要集中在不锈钢和电池行业。根据安泰科统计，预计2026年全球不锈钢用镍占比超过六成，电池行业用镍占比基本保持在17%左右。中国是全球最大的镍消费国，根据安泰科统计，预计中国原生镍消费占全球原生镍消费比重60%以上；其中，不锈钢领域镍消费占比约70%；电池领域镍消费占比约20%；电镀领域镍消费占比约3%；合金铸造领域镍消费占比约9%。不锈钢领域：国际不锈钢论坛ISSF数据统计，2025年全球300系不锈钢产量约为4254.5万吨，同比增长5.5%，200系不锈钢产量约为989.8万吨，同比增长0.1%，400系不锈钢产量约为1527.8万吨，同比增长4.6%，总体保持平稳增长。电池领域：SMM数据显示，2025年全球三元材料产量约为106.9万吨，同比增长4.6%，中国三元材料产量约为81.9万吨，同比增长19.4%；另外，今年1-4月份中国三元材料产量约为31.7万吨，同比增长42.2%，实现高速增长主要是由于国内锂电池出口退税下调，自2026年4月1日至12月31日期间将退税率从9%下调至6%，导致抢出口的需求增加。

◆供需：印尼镍矿供给将主导未来镍价的变化趋势，预计镍价中枢有望进一步抬升

供给端，若按照目前印尼能矿部发布的2026年镍矿开采配额为2.6-2.7亿吨测算，同时考虑上菲律宾进口的补充，预计2026年印尼原生镍生产量同比基本持平甚至有所下滑，在这样的假设条件下，预计全球原生镍供需将出现反转，产生一定的缺口；若按照今年年中印尼能矿部追加15-20%的镍矿开采配额，同时考虑上菲律宾进口的补充，正好能满足下游需求，预计2026年印尼原生镍产量同比增速仍能够达到近7%，在这样的假设条件下，预计全球原生镍供需维持过剩局面。成本端，一方面由于硫磺价格的快速上涨带来辅料成本的上升，另一方面由于印尼镍矿矿产基准价格HPM公式的调整带来原料成本的上升，预计目前印尼高冰镍的成本已上升至16000美元/吨以上，印尼MHP的成本已上升至17000美元/吨以上，镍价有非常强的成本端支撑。综上所述，我们认为印尼作为全球最大的镍矿生产国，收紧镍矿供给的政策方向是比较确定的，在执行力度方面可能有反复，但最终仍会使得全球原生镍供需趋紧，镍价中枢有望进一步抬升。

◆相关标的：华友钴业，力勤资源

◆风险提示：全球镍矿及原生镍供应超预期；全球不锈钢需求疲软导致镍需求不达预期；锂电材料创新导致镍需求不达预期。



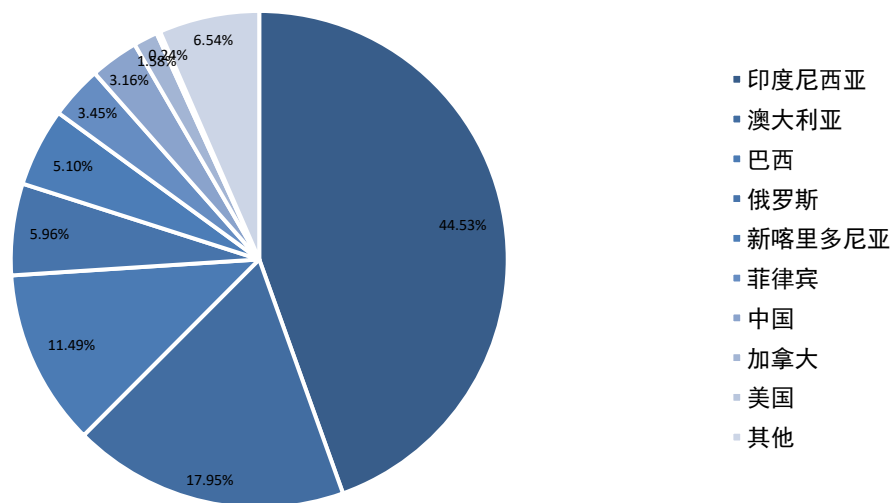
- ◆ 2025年全球镍资源供给约为380万吨，其中，红土镍矿和硫化镍矿供给比例约为8:2；RKEF与HPAL工艺成熟推动红土镍矿快速开发。
- ◆ 印尼是全球镍生产的中心，预计印尼2025年镍产量能占到全球总产量近70%。未来镍价的变化将主要取决于印尼镍矿配额的调整。

- ◆ 2025年全球镍资源消费约为360万吨，其中，不锈钢耗镍占比约为65-70%，电池耗镍占比约为15%-17%。
- ◆ 中国是全球最大的镍消费国。预计2025年中国原生镍消费占全球原生镍消费比重达60%以上。其中，不锈钢耗镍占比约为70%，电池耗镍占比约为20%，合金耗镍和电镀耗镍占比约为10%。

资料来源：INSG，安泰科，国信证券经济研究所整理

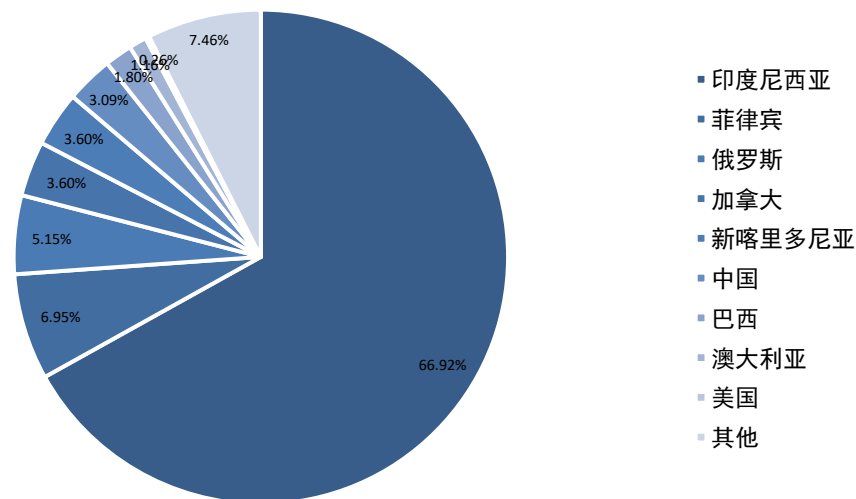
◆ 美国地质调查局USGS最新数据显示，全球镍资源储量超过1.4亿吨，按照年产量380万吨测算，静态可采年限超过35年。其中，红土型镍矿主要分布在南北纬30度以内的热带国家，集中分布在环太平洋的热带-亚热带地区，硫化物型镍矿主要分布在澳大利亚、俄罗斯、加拿大和中国等国家。截止至2025年，印度尼西亚镍储量占比约44.5%，产量占比约66.9%；菲律宾镍储量占比约3.5%，产量占比约7.0%；俄罗斯镍储量占比约6.0%，产量占比约5.2%。中国镍储量和产量仅占全球约3%比重，对外依存度高。

图：全球镍资源储量分布



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

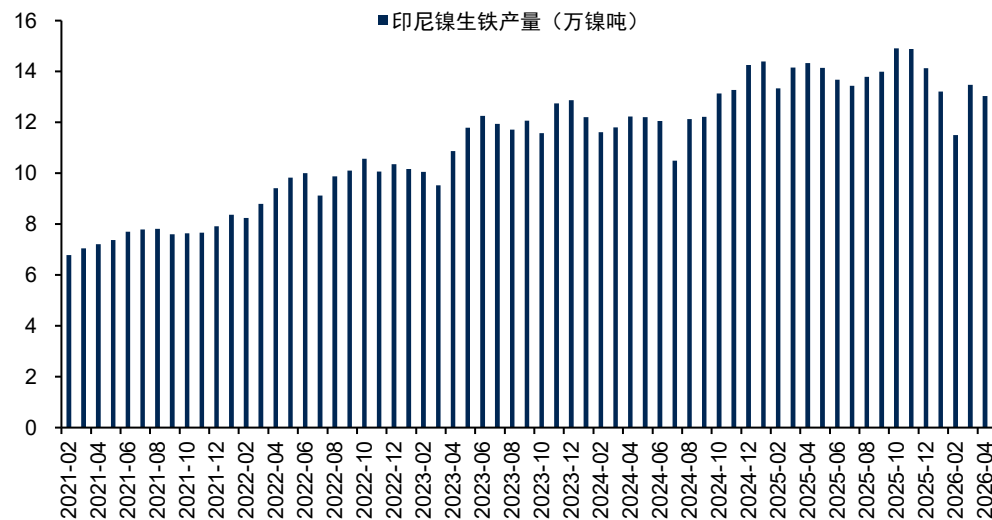
图：全球镍资源产量分布



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

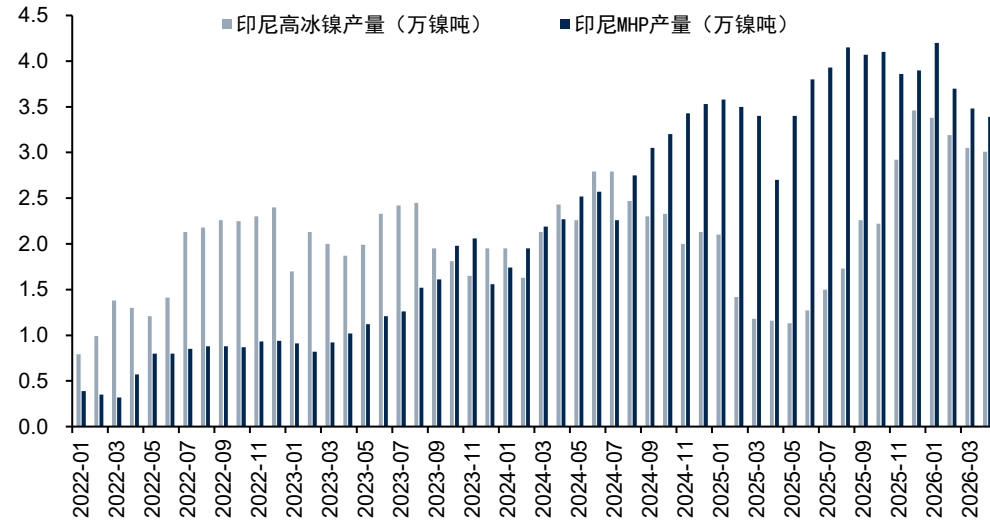
- ◆ 印尼是全球镍矿资源储量最丰富的国家，曾多年是全球最大的镍矿出口国，目前已成为全球镍生产的中心。印尼镍产业发展经历过3个主要的阶段：
 - 2005-2013年，以出口镍矿为主，供中国国内企业生产镍铁和不锈钢；
 - 2014-2020年，印尼逐步收紧镍矿出口政策，自2019年8月，印尼政府最终决定加快对镍矿石的出口禁令，自2020年1月，镍矿品位低于1.7%以下的不再允许出口，在此期间，中资企业开始在当地投资建厂，主要以建设RKEF火法冶炼为主；
 - 2020-至今，随着动力电池对镍的需求剧增，印尼镍中间品产能快速提升。印尼成为全球电池材料主要生产国，包括MHP和高冰镍；其中MHP主要是由中资企业投资建设，项目投资成本相比以往有明显下降，从2022年开始产能逐步进入到快速放量阶段；高冰镍主要是将过剩的镍铁产能通过硫化工艺生产高冰镍，进而生产硫酸镍，打破了原有的二元供应结构。印尼镍中间品产量快速增长使得近几年全球镍资源供给呈现过剩局面。

图：印尼镍生铁产量（万吨）



资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

图：印尼高冰镍和MHP产量（万吨）



资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

印尼镍资源分布集中在大K岛和小K岛

- ◆ 印尼镍资源分布非常集中，其中苏拉威西岛(大K岛)占据整个印尼镍资源的70-80%，哈马黑拉岛(小K岛)占据整个印尼镍资源的20-30%，形成几个核心的矿区集群，与青山等企业布局的工业园区紧密相连。
- 印尼维达贝工业园区(IWIP)位于印尼北马鲁古中哈马黑拉县，占地面积3000余公顷，由青山控股集团运营，持股51.2%，法国Eramet持股37.8%，印尼国有公司PT Aneka Tambang Tbk持股10%。IWIP工业园区周边拥有世界级的红土镍矿资源，已引入作为原材料的镍铁产业以及引入生产新能源汽车三元电池原材料相关产业。IWIP工业园区2025年镍产量达55万镍吨，已超越IMIP成为印尼最大的镍产业园区。受印尼最新矿业政策影响，其2026年生产配额从2025年的4200万湿吨大幅削减至1200万湿吨，降幅超过70%。
- 印尼经贸合作区青山园区(IMIP)位于印尼中苏拉威西省莫罗瓦利县，规划用地4000公顷，由中国和印尼合资方持有，控股股东是青山控股集团，拥有世界上首个从采矿到不锈钢冷轧的最长不锈钢产业链。园区现具备年产420万吨镍铁、400万吨不锈钢、700万吨普碳钢和21万吨镍金属(湿法)生产能力。园区周边的矿山为其庞大的镍铁、不锈钢和湿法镍冶炼产能提供关键原料。

图：印尼镍资源储量和产量主要来自于大K岛和小K岛



资料来源: Google Map, 国信证券经济研究所整理

印尼镍矿供给成为产业链瓶颈环节

- ◆ 2024年：年初，印尼年度镍矿工作计划和成本预算(RKAB)审批进度低于预期，其主要原因是由于新的审批政策较以往的一年一批改为三年一批，从而数据审查与核对的工作量也三倍的增长，导致镍价出现较大幅度上涨，此后随着印尼RKAB新增配额逐步通过，镍矿供应逐步恢复，镍价再度回落。
- ◆ 2025年：4月，印尼政府将镍矿基准价计税方式从固定10%调整为14%-19%区间浮动；8月，印尼政府将镍矿RKAB审批又改回一年一批；12月，印尼镍矿商协会称能矿部计划对钴征收1.5%-2.0%的特许权税。
- ◆ 2026年：2月，印尼能源和矿产资源部(ESDM)正式发布RKAB，2026年镍矿开采配额从2025年的3.79亿吨骤降至2.6-2.7亿吨，降幅约30%，其中，韦达湾(WBN)矿区配额砍幅达71%，创下近十年最大力度减产纪录。据Mysteel测算，若2026年全球镍矿供应少1.2-1.3亿吨，对应镍金属量70-80万吨，占全球总供应量的15%-18%，即便菲律宾2026年拟出口1450万吨低品位镍矿来填补缺口，全球镍矿市场仍将存在3000-4000万吨的刚性缺口。尽管印尼配额大减的政策方向明确，但执行层面仍存在不确定性，配额存在博弈空间，若镍价过快上涨抑制全球需求，印尼可能追加配额(如2025年配额从2.98亿吨增至3.79亿吨)。
- ◆ 印尼是全球最大的镍矿供应国，同时也有着非常成熟的配额制制度，其有意通过政策的调整来提高镍矿开发的门槛及成本。我们认为，未来镍价的变化将主要取决于印尼镍矿配额的调整，不完全排除印尼政府极端收紧镍矿供给的黑天鹅事件。

表：印尼镍产品所消耗镍矿测算

品种	2024年		2025年		2026年E	
	产量(万金属吨)	镍矿消耗(万湿吨)	产量(万金属吨)	镍矿消耗(万湿吨)	产量(万金属吨)	镍矿消耗(万湿吨)
镍生铁	151.71	15518.62	184.09	19438.26	190.00	20062.30
水淬镍	2.01	205.63	1.93	203.89	2.00	211.18
冰镍	34.98	3693.57	33.32	3635.52	36.50	3982.54
MHP	33.42	5018.02	47.07	7066.82	56.50	8437.87
合计	222.12	24435.84	266.41	30344.48	285.00	32693.90

资料来源：Mysteel我的钢铁网，国信证券经济研究所整理

◆ 印尼快速收紧镍矿配额以刺激镍价的主要原因：

- 缓解财政压力。印尼自亚洲金融危机后便确立了财政赤字不超过GDP 3%的法律红线，在2026年初印尼财政已出现赤字，财政支出的增速远高于财政收入的增速。另外在目前中东战局仍不明朗的背景之下，印尼长期对燃料进行补贴以维持国内低价，高油价意味着政府必须追加巨额补贴支出。印尼政府已表态将通过削减公共开支来应对冲击，同时正在研究对镍等资源类大宗商品征收“暴利税”。
- 延缓高品位矿枯竭的速度。据Mysteel数据显示，印尼高品位镍矿（镍含量 $\geq 1.8\%$ ）消耗速度远超预期，平均品位从2006年2.0%降至2026年1.6%，高品位矿可采年限已从20年急剧缩短至9-13年。
- 资源国资源觉醒。近年来，对于那些掌握着关键矿产的国家而言，通过政策工具强化对供应节奏的控制，实质上是在争夺全球关键矿产的定价主导权。

表：印尼镍矿开采配额大幅缩减

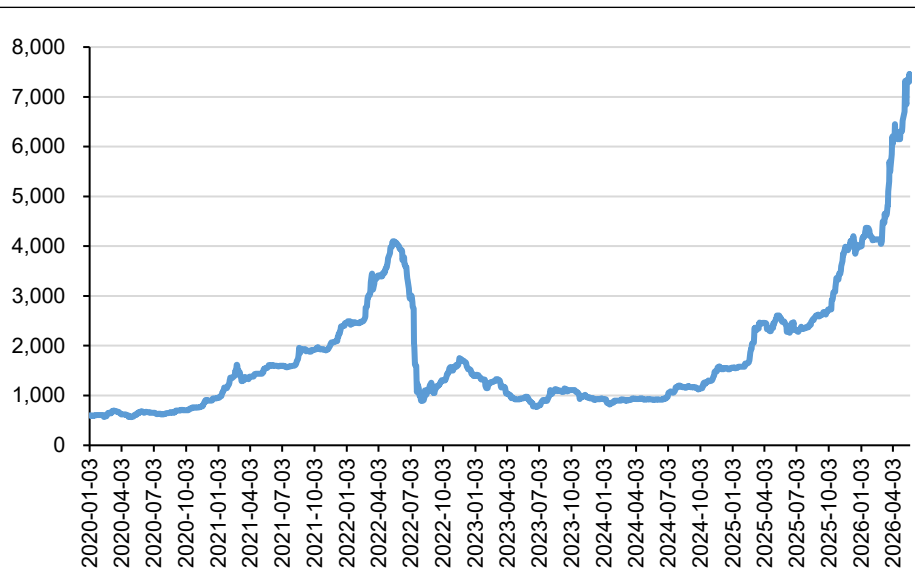
对比维度	2025年数据	2026年数据	变动幅度	备注
年度开采配额	3.79亿吨	2.6-2.7亿吨	-30%(约1.1亿吨)	创近十年最大降幅
韦达湾矿区配额	4300万湿吨	1200万湿吨	-71%	全球最大单体镍矿，冲击显著
配额审批周期	3年一批	1年一批	缩短67%	增强政府调控灵活性与威慑力
资源特许权使用费	固定费率	14%-19%浮动费率(挂钩LME镍价)	成本上浮10%-15%	政府直接分享镍价上涨红利
非法采矿占比	约30%	严控压缩至5%以内	-83%	堵住非正规供应漏洞

资料来源：Mysteel我的钢铁网，国信证券经济研究所整理

霍尔木兹海峡封锁对于印尼湿法镍生产的影响

- ◆ 镍湿法冶金 (HPAL) 生产MHP离不开硫酸，而印尼的硫酸供应主要通过硫磺制酸来实现。
- ◆ 中东是全球硫磺供给核心。硫磺供给最大的来源是石油炼化过程中产生的副产品，其次是天然气净化过程中的脱硫处理，剩余有一小部分是来自于煤化工产生的副产品。据SMM数据显示，目前全球硫磺产能约8500万吨，全行业接近满负荷运行，全年产量约8000万吨；其中，中东硫磺产量合计占全球30%以上，且全球近50%的硫磺贸易量途径霍尔木兹海峡，主要出口国包括沙特、阿联酋、卡塔尔、科威特和伊朗。随着美伊冲突升级，伊朗于2月28日晚宣布关闭霍尔木兹海峡，作为全球硫磺贸易重要通道，此次封锁将直接切断中东硫磺出口通道，并对高度依赖中东供给的印尼MHP生产形成连锁冲击。
- ◆ 印尼镍产业面临成本重构。据SMM数据显示，2025年印尼MHP产量达44.39万镍吨，直接拉动硫磺消耗超500万吨，按照行业平均水平，生产1吨MHP需消耗约11.7吨硫磺，硫磺在MHP成本中的占比在2026年1月已达41%，预计目前占比已超过50%。另外据印尼海关数据显示，2025年印尼硫磺进口量总计达到535万吨，其中75%以上来自中东地区，所以中东地区硫磺供给中断，一方面进一步推升硫磺价格将挤压MHP项目的盈利空间，另一方面印尼HPAL企业硫磺库存通常仅能维持1-2个月，如果运输受阻持续，部分工厂可能被迫减产。华友钴业于4月29日公告：自2026年5月1日起，对华飞镍钴部分产线进行临时停产检修，预计将影响华飞镍钴约50%的产量。此外据Mysteel调研了解：力勤、蓝焰、华越等其他印尼湿法项目也在不同程度上检修或降低负荷运行。

图：中国硫磺现货价(固态，元/吨)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：印尼HPAL产能布局及进展情况

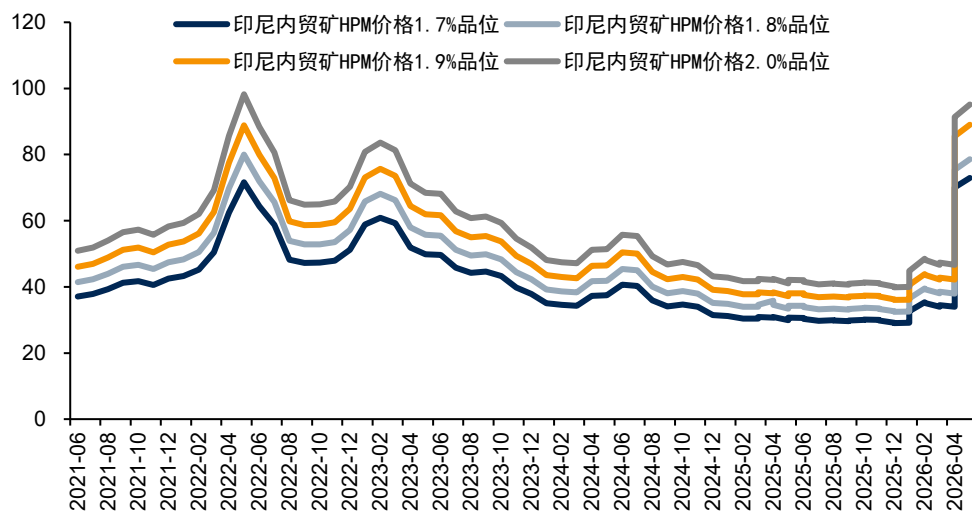
项目	地区	产品类型	镍年产能(万金属吨)	钴年产能(万金属吨)	投产时间
华越	Morowali	MHP	6	0.78	2021年底投产
华飞	Weda Bay	MHP	12	1.50	2023年中投产
华山	Weda Bay	MHP	12	1.50	待定
Pomalaa湿法	Sulawesi	MHP	12	NA	预计于2026Q4投产
Sorowako湿法	Sulawesi	MHP	6	NA	待定
青美邦	Morowali	MHP	6.5	NA	二期于2024年9月投产
PT Meiming New Energy Material	Morowali	MHP	2.5	NA	2024年底投产
格林爱科	Morowali	MHP	2.0	NA	2024年底投产
PT ESG New Energy Material	Morowali	MHP	4.0	NA	2024年底投产
格林美和印尼淡水河谷合作项目	Sulawesi	MHP	6.6	NA	预计于2026Q4投产
力勤OBI	OBI	MHP	12	1.425	三期于2024年7月投产
浦项钢铁和宁波力勤合作项目	Sulawesi	MHP	12	NA	一期6万吨，待定
印尼晨曦镍钴湿法项目	Morowali	MHP	7.2	NA	预计于2026Q2投产
蓝焰能源湿法冶炼项目	Weda Bay	MHP	6	NA	2026年初投产
PT.Ceria Nugraha Indotama		MHP	12	NA	待定
PT.Kolaka Nickel Industry		MSP	4	NA	待定
埃赫曼和巴斯夫合作项目	Weda Bay	MHP	6.7	0.70	于2024年终止

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

印尼HPM调整对于成本的影响

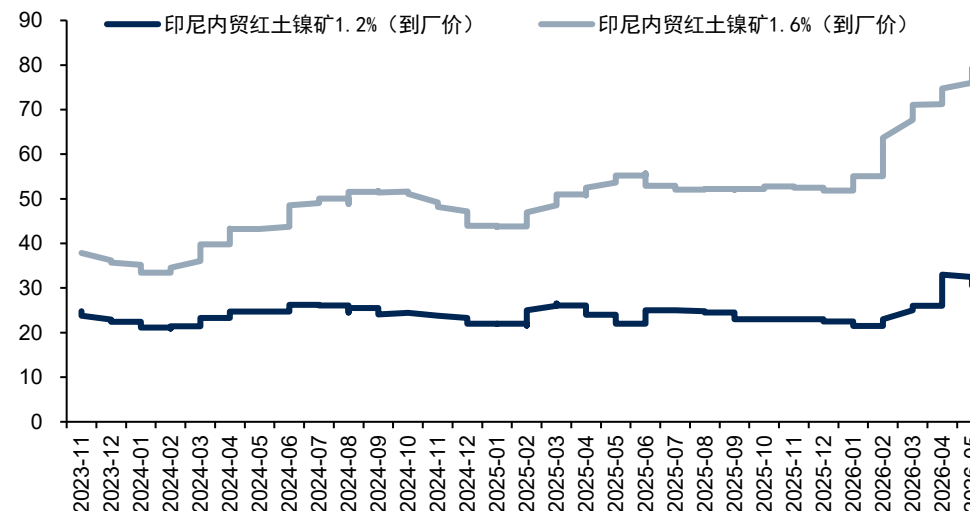
- ◆ 2026年4月14日，印尼能源和矿产资源部 (ESDM) 正式发布了第144. K/MB. 01/MEM. B/2026号部长令，修订了镍矿矿产基准价格 (HPM) 的计算公式。该法规将于2026年4月15日起正式生效。**新法令核心变动旨在体现镍矿及其伴生矿的真实商业价值。**
- **核心变动1：调整修正系数 (CF)。** 1) 1.6%品位镍矿的修正系数 (Correction Factor) 从原来的17%大幅上调至30%。2) 镍品位每增减0.1%，修正系数将相应反向调整1%。
- **核心变动2：计入伴生矿价值。** 新公示首次明确将钴 (Co)、铁 (Fe) 和铬 (Cr) 等伴生矿纳入HPM计算：1) 钴，当含量 $\geq 0.05\%$ 时计入，修正系数 (CF) 设定为30%。2) 铁，当含量 $\leq 35\%$ 时计入，修正系数 (CF) 设定为30%。3) 铬，修正系数 (CF) 设定为10%。
- **核心变动3：新的定价公式。** 此前，旧的定价公式为镍矿基准价格 $HPM = \text{镍含量} (Ni\%) \times \text{校正系数} (CF) \times \text{参考价格} (HMA)$ 。之后，新的定价公式为镍矿基准价格 $HPM = Ni\% \times CF \times \text{镍HMA} + Co\% \times CF \times \text{钴HMA} + Fe\% \times CF \times \text{铁HMA} + Cr\% \times CF \times \text{铬HMA} \times (1 - \text{水分含量} MC)$ 。
- ◆ **新规之下，印尼镍矿基准价格将大幅提升。** 虽然印尼镍矿内贸价格并非完全按照HPM价格进行结算，通常定价方式为对应HPM进行升水来计算到岸价/离岸价，但是HPM价格的大幅提升，预计将显著拉升MHP的生产成本，同时对NPI的生产成本形成支撑。

图：印尼内贸红土镍矿HPM价格 (美元/湿吨)



资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

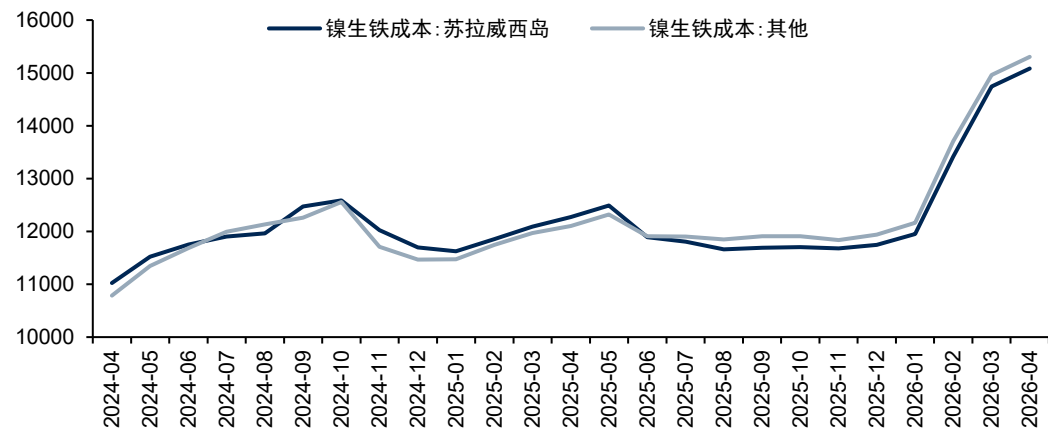
图：印尼内贸红土镍矿价格 (美元/湿吨)



资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

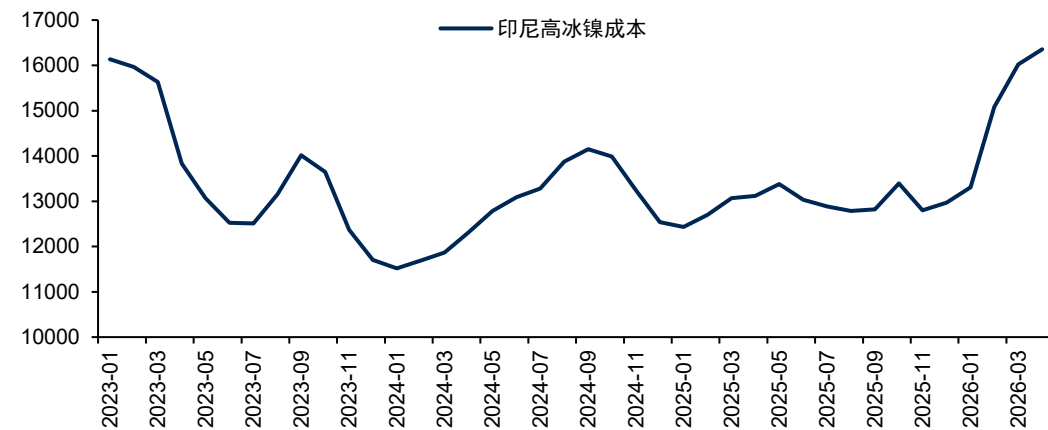
印尼镍产业各环节生产成本

图：印尼镍生铁成本（美元/金属吨）



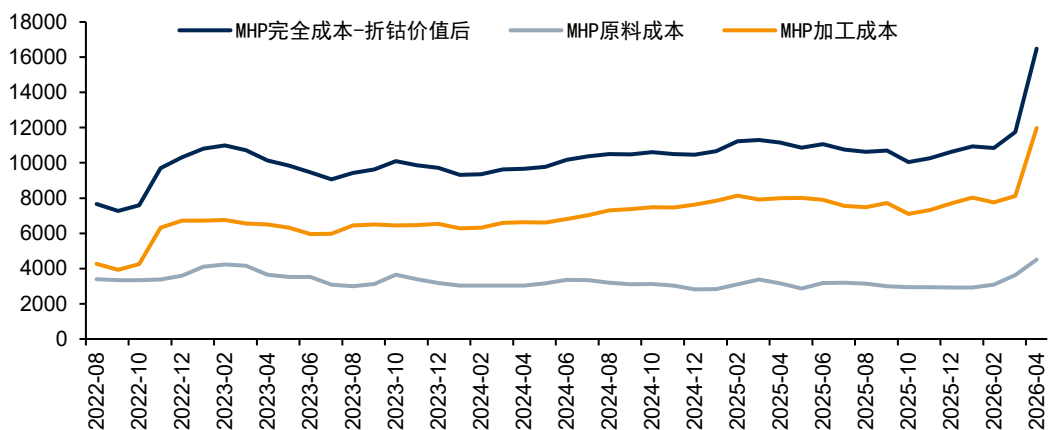
资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

图：印尼高冰镍成本（美元/金属吨）



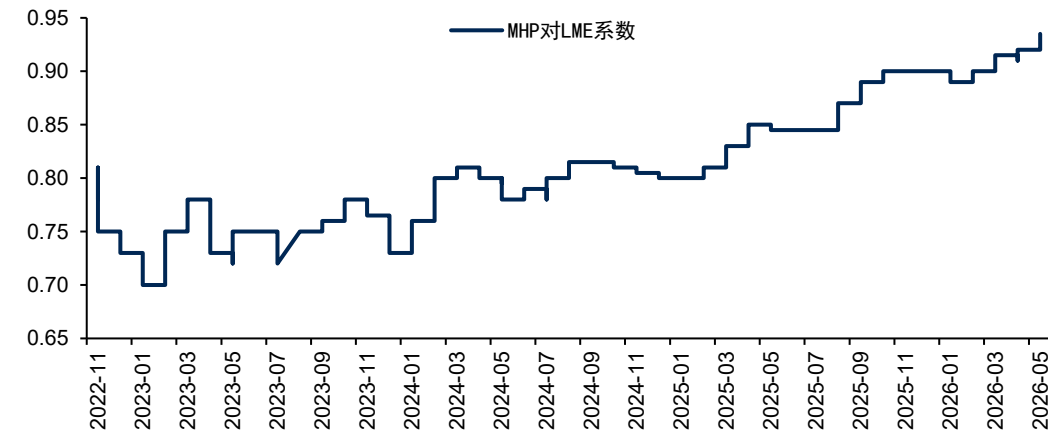
资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

图：印尼MHP成本（美元/金属吨）



资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

图：MHP平均系数

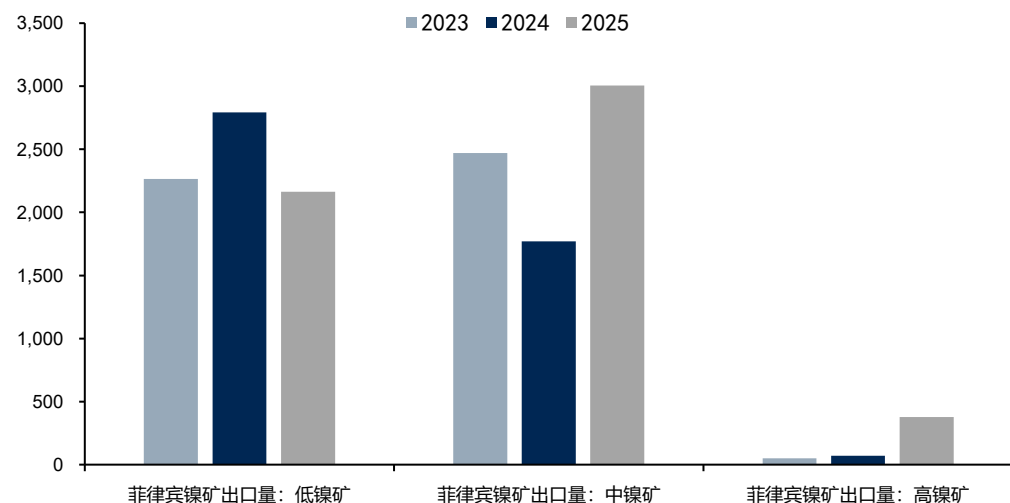


资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

菲律宾是全球最大的镍矿出口国

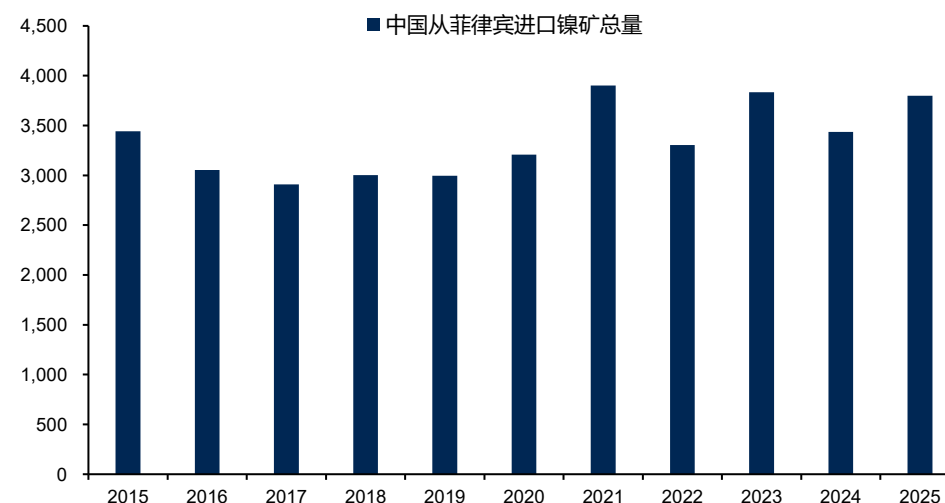
- ◆ 菲律宾是全球第二大的镍矿生产国和最大的镍矿出口国，同时也是中国和印尼最主要的镍矿进口来源。USGS数据显示，菲律宾已探明镍矿储量达到480万镍金属吨，约占全球的3.45%；菲律宾于2025年镍矿产量达到27万镍金属吨，约占全球的6.95%。
- ◆ 菲律宾参议院曾于2025年2月通过包含“禁止原矿出口”条款的矿业财政改革方案，希望推动镍矿产业从单纯的矿石出口向下游加工转变，但是该法案遭到行业强烈反对，主要是由于菲律宾国内基础设施薄弱，贸然禁止出口将导致失业、打击投资者信心，最终该禁令于2025年6月取消。
- ◆ 中国镍矿进口高度依赖菲律宾。在2014年之前，印尼是中国镍矿最大的进口国，之后随着印尼逐步收紧镍矿的出口政策，菲律宾取而代之成为中国镍矿最大的进口国。根据我们的测算，2025年菲律宾镍矿出口总量约为5548万湿吨，其中出口至中国约为3798万湿吨，占菲律宾出口总量的68.5%，占中国进口总量的90.2%。另外，由于印尼镍矿配额有限，印尼也会从菲律宾进口镍矿来进行补充。

图：菲律宾镍矿出口量（万湿吨）



资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

图：中国从菲律宾进口镍矿总量（万湿吨）



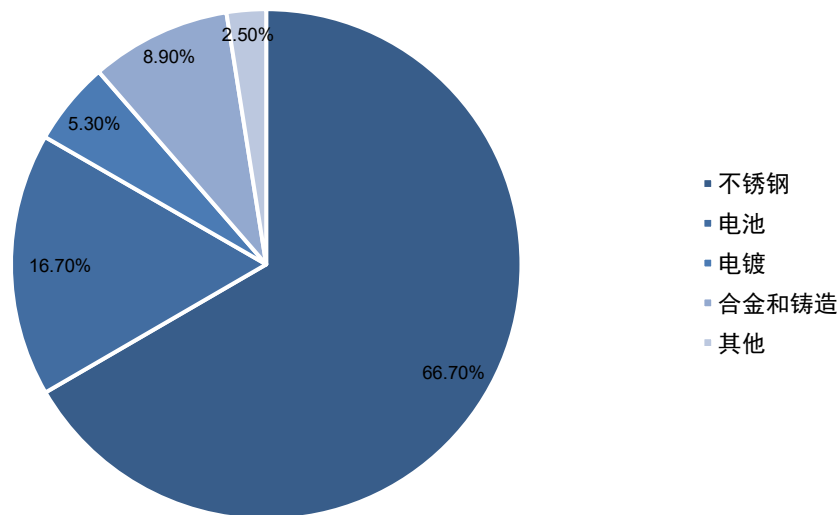
资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

全球镍需求主要集中在不锈钢和电池行业

◆ 全球镍需求主要集中在不锈钢和电池行业。根据安泰科统计，预计2026年全球不锈钢用镍占比超过六成，电池行业用镍占比基本保持在17%左右。

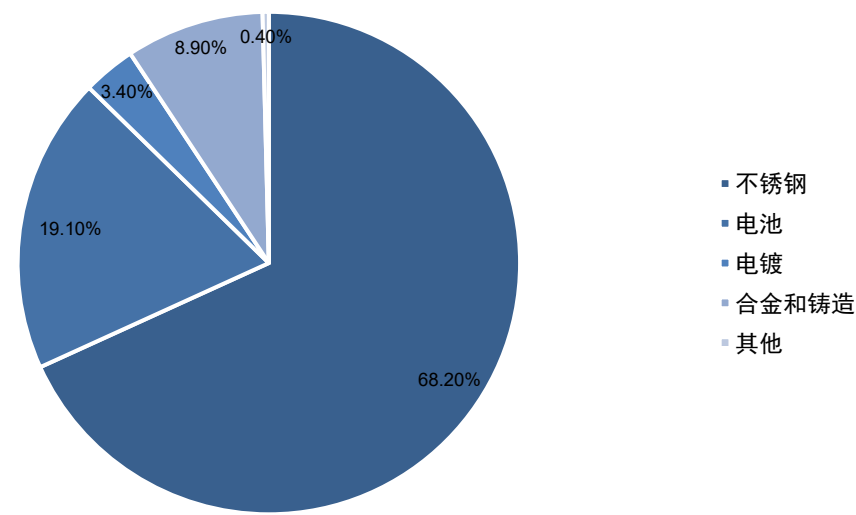
◆ 中国是全球最大的镍消费国。根据安泰科统计，预计中国原生镍消费占全球原生镍消费比重60%以上。其中，不锈钢领域镍消费占比约70%；电池领域镍消费占比约20%；电镀领域镍消费占比约3%；合金铸造领域镍消费占比约9%。

图：2026年全球镍消费结构



资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

图：2026年中国镍消费结构

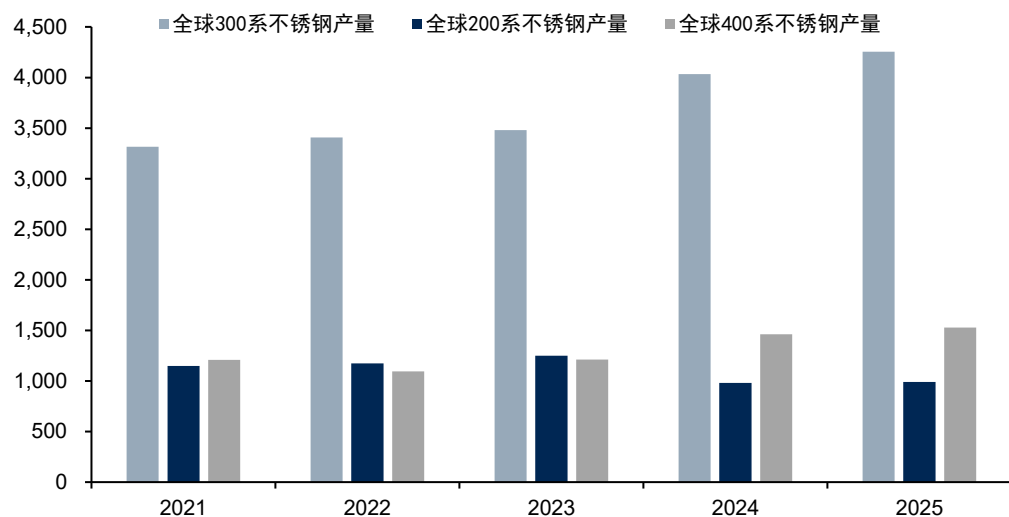


资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

不锈钢用镍需求平稳增长，电池用镍需求仍有韧性

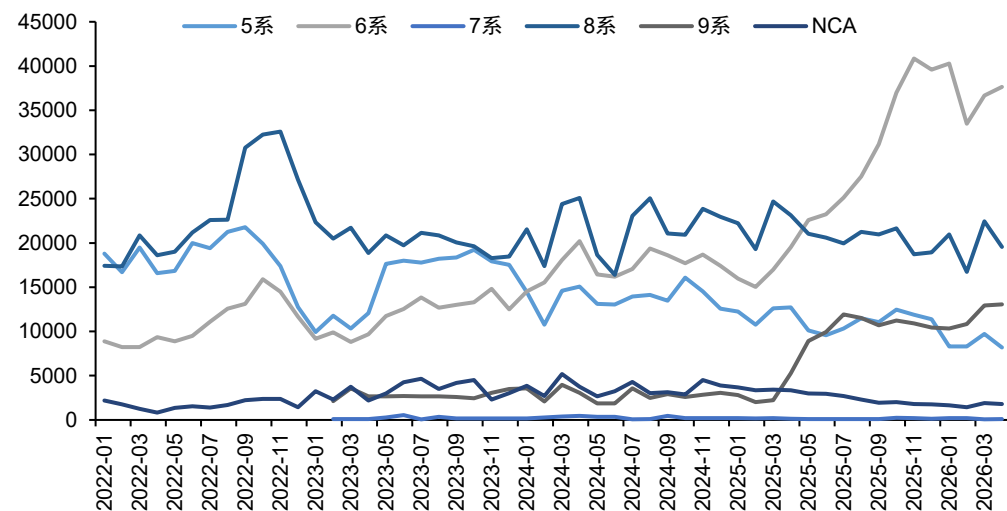
- ◆ **不锈钢用镍需求平稳增长。**不同类型的不锈钢，镍含量区别很大，其中300系含镍量最高($\geq 8\%$)，200系含镍量中等($\leq 4\%$)，400系含镍量最低($\leq 0.6\%$)。国际不锈钢论坛ISSF数据统计，2025年全球300系不锈钢产量约为4254.5万吨，同比增长5.5%，200系不锈钢产量约为989.8万吨，同比增长0.1%，400系不锈钢产量约为1527.8万吨，同比增长4.6%。SMM数据统计，2025年国内300系不锈钢粗钢产量累计达2178.5万吨，同比增长9.4%，200系不锈钢粗钢产量累计达1107.7万吨，同比增长4.5%，400系不锈钢粗钢产量累计达757.70万吨，同比增长3.0%。不锈钢下游应用领域众多，Mysteel预计2025年国内不锈钢消费增速放缓，同比增速约3.9%，主要是由于美国关税政策威胁叠加不锈钢全年低位运行，使得下游心态较为谨慎，普遍没有补库存。预计2026年国内对于消费领域会进一步加大力度刺激，对不锈钢需求会有一定抬升。
- ◆ **电池用镍需求仍有韧性。**自从全球新能源汽车爆发以来，市场对电池用镍期待很高，但近年来，动力电池技术路线中，由于磷酸铁锂性价比更高，装机占比提升，目前国内磷酸铁锂电池装机占比已达到80%以上，三元材料电池占比下降到20%以下。但受益于全球电动车产销量实现高速增长，三元材料需求也录得较高增速。SMM数据显示，2025年全球三元材料产量约为106.9万吨，同比增长4.6%，中国三元材料产量约为81.9万吨，同比增长19.4%。另外，今年1-4月份中国三元材料产量约为31.7万吨，同比增长42.2%，实现高速增长主要是由于国内锂电池出口退税下调，自2026年4月1日至12月31日期间将退税率从9%下调至6%，导致抢出口的需求增加。与此同时，由于三元材料有高镍化的发展趋势，电池领域镍消费增速会更高。

图：全球不锈钢产量（年度值，万吨）



资料来源：ISSF，国信证券经济研究所整理

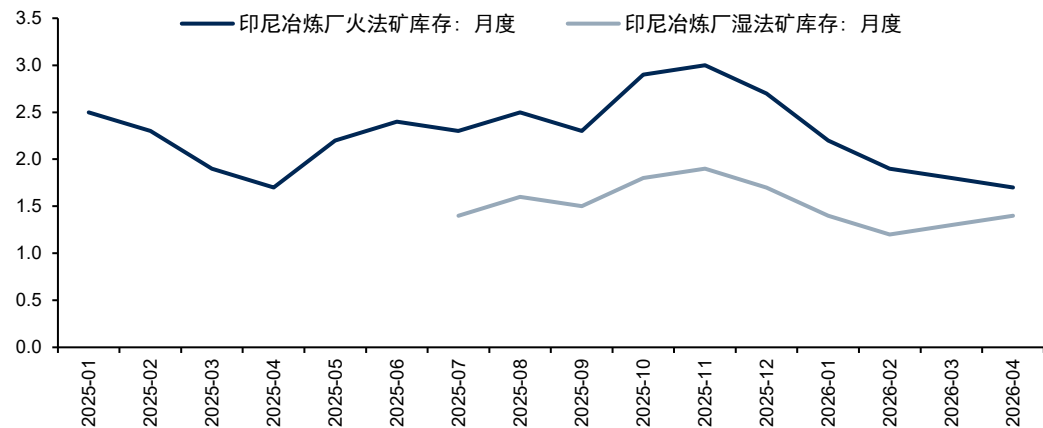
图：国内三元材料产量（分类型，吨）



资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

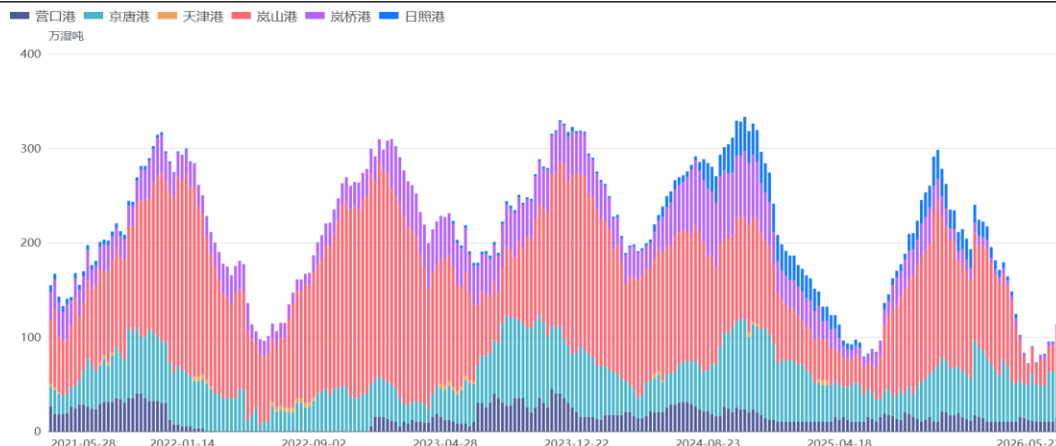
镍产业各环节库存情况

图：印尼冶炼厂镍矿库存周期指数



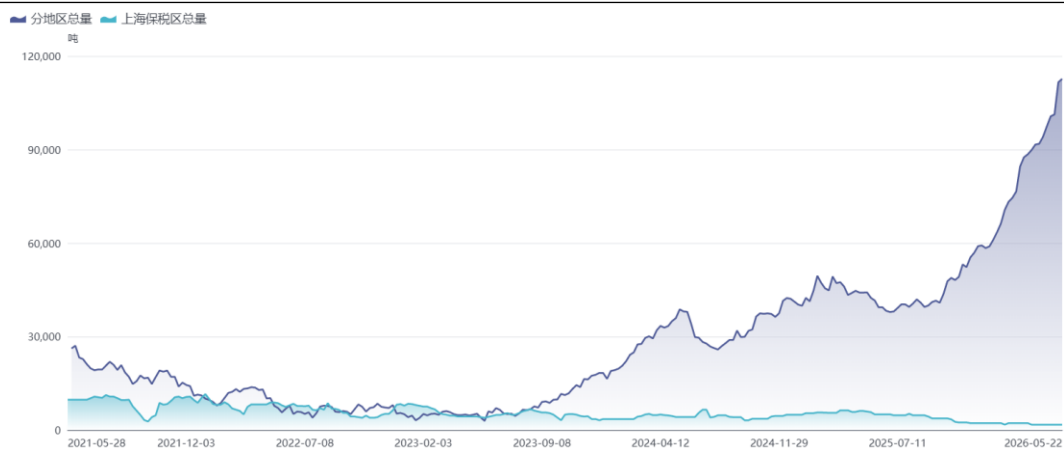
资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

图：中国红土镍矿港口库存



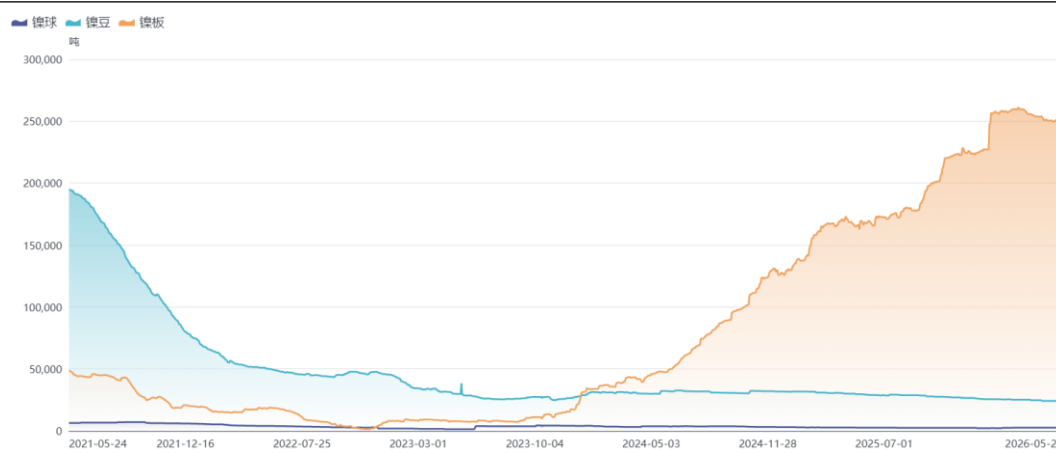
资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

图：中国镍库存（包含交易所及保税区）



资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

图：LME镍库存（分形态）



资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

印尼镍矿供给将主导未来镍价的变化趋势

- ◆ 全球镍资源供需过剩格局使镍价连续3年出现调整。国际镍研究小组 INSG 数据显示，2025 年全球原生镍生产量约为 381 万吨，同比增长 8.1%，全球原生镍消费量约为 360 万吨，同比增长 7.6%，供需过剩量约为 21 万吨。镍价在 2025 年 11 月一度跌至 15000 美元/吨以下，后随着印尼镍矿商协会 APNI 宣布，政府在 2026 年工作计划与成本预算 RKAB 中将镍矿石产量目标下调 34%，镍价快速触底反弹。
- ◆ 印尼镍矿供给将主导未来镍价的变化趋势。供给端，若按照目前印尼能矿部发布的 2026 年镍矿开采配额为 2.6-2.7 亿吨测算，同时考虑上菲律宾进口的补充，预计 2026 年印尼原生镍生产量同比基本持平甚至有所下滑，在这样的假设条件下，预计全球原生镍供需将出现反转，产生一定的缺口；若按照今年年中印尼能矿部追加 15-20% 的镍矿开采配额，同时考虑上菲律宾进口的补充，正好能满足下游需求，预计 2026 年印尼原生镍产量同比增速仍能够达到近 7%，在这样的假设条件下，预计全球原生镍供需维持过剩局面。成本端，一方面由于硫磺价格的快速上涨带来辅料成本的上升，另一方面由于印尼镍矿矿产基准价格 HPM 公式的调整带来原料成本的上升，预计目前印尼高冰镍的成本已上升至 16000 美元/吨以上，印尼 MHP 的成本已上升至 17000 美元/吨以上，镍价有非常强的成本端支撑。
- ◆ 综上所述，我们认为印尼作为全球最大的镍矿生产国，收紧镍矿供给的政策方向是比较确定的，在执行力度方面可能有反复，但最终仍会使得全球原生镍供需趋紧，镍价中枢有望进一步抬升。

图：LME 镍价（美元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

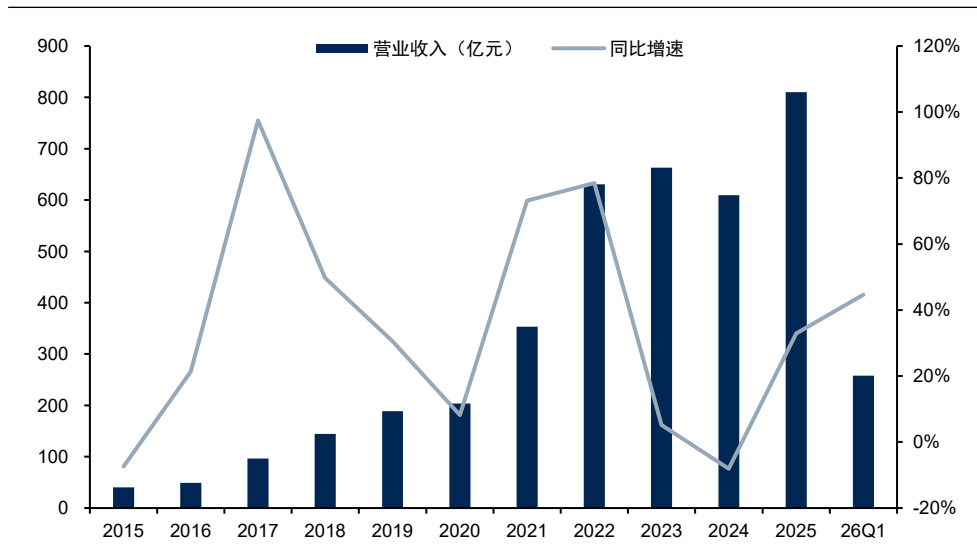
图：全球原生镍供需情况及预测（万吨）

	2023	2024	2025	2026E	2026E
				配额2.6亿吨	配额3.3亿吨
全球原生镍生产量	336.3	352.6	381.0	379.6	399.6
YOY		4.8%	8.1%	-0.4%	4.9%
其中：					
印尼原生镍生产量	187.84	222.1	266.4	265.0	285.0
占全球比重	55.9%	63.0%	69.9%	69.8%	71.3%
全球原生镍消费量	319.3	334.7	360.0	382.8	382.8
YOY		4.8%	7.6%	6.3%	6.3%
其中：					
不锈钢			241.2	253.3	253.3
占总量比重			67.0%	66.2%	66.2%
电池			59.8	70.5	70.5
占总量比重			16.6%	18.4%	18.4%
供需（生产量-需求量）	17.0	17.9	21.0	-3.2	16.8

资料来源：INSG，安泰科，SMM，Mysteel 我的钢铁网，国信证券经济研究所整理和预测

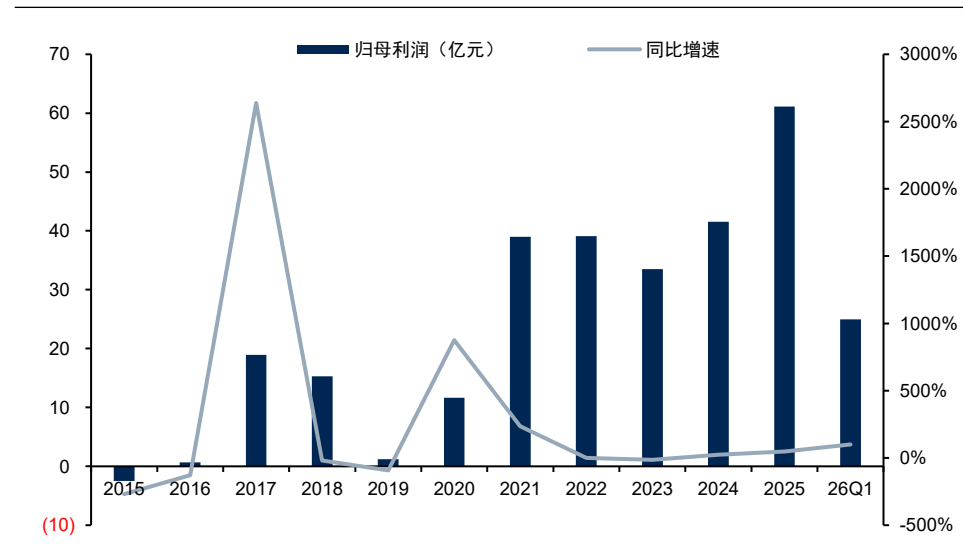
- ◆ 公司作为新能源锂电材料行业的头部企业，通过多年布局，一体化产业链实现了上下游的资源要素有机整合和产业的高效协同，有强大的竞争力。
- ◆ **上游资源端：**①在印尼，公司强化矿山资源开拓，截至目前通过投资、参股和包销等多种方式锁定镍资源累计超过14亿湿吨。公司先后建成华越6万吨湿法项目、华科4.5万吨高冰镍项目、华飞12万吨湿法项目，收购擎天火法项目，总计具备约24.5万吨金属量镍中间品生产能力，2025年华越、华飞两大湿法项目持续稳产超产，实现MHP年出货量23.65万吨，同比增长30%。此外，公司与淡水河谷印尼、福特汽车合作的年产12万吨镍金属量Pomalaa湿法项目按计划稳步推进，预计将于今年年底前建成；公司与淡水河谷印尼合作的年产6万吨镍金属量Sorowako湿法项目前期工作有序开展；公司年产4万吨镍金属量华星火法项目开工建设。②在非洲，公司已在刚果(金)主要矿产区建立了采矿、选矿、钴铜冶炼于一体的钴铜资源开发体系，并在津巴布韦投资布局了Arcadia锂矿项目，通过补充勘探，Arcadia锂矿保有资源量从150万吨碳酸锂当量增加至245万吨，品位提升至1.34%，年产5万吨硫酸锂项目于今年一季度建成投产，实现矿冶一体化资源高效利用模式落地，将大幅降低锂盐生产成本。
- ◆ **下游材料端：**公司大力开拓国内、国际两个市场，推动大型号新品的规模化量产，提前锁定21.58万吨正极材料、15.56万吨前驱体供应长单。此外，公司与北京卫蓝、浙江金羽签署战略合作协议，推进固态及半固态电池领域合作；在低空经济领域，进入浙江金羽、中创新航、小鹏汇天、道通等企业的供应链；动力锂电材料已进入包括美国领先电动车企业、大众、宝马、戴姆勒、雷诺、日产、捷豹路虎等国际知名车企供应链并提供量产产品；公司批量向苹果、华为、OPPO、VIVO、Samsung、HP、戴尔等多个国际领先企业产业链供应消费锂电材料。在印尼，公司与ANTAM和IBC达成战略合作，围绕新能源汽车电池全产业链开展合作。在欧洲，匈牙利正极材料一期2.5万吨项目完成建设并进入产线调试阶段，与LGES、EVE签订长单合同，锁定项目销量，助力公司深度嵌入欧洲电动汽车产业链，抢占欧洲乃至全球锂电产业链市场先机。

图：华友钴业营业收入及增速



资料来源：华友钴业公司公告，国信证券经济研究所整理

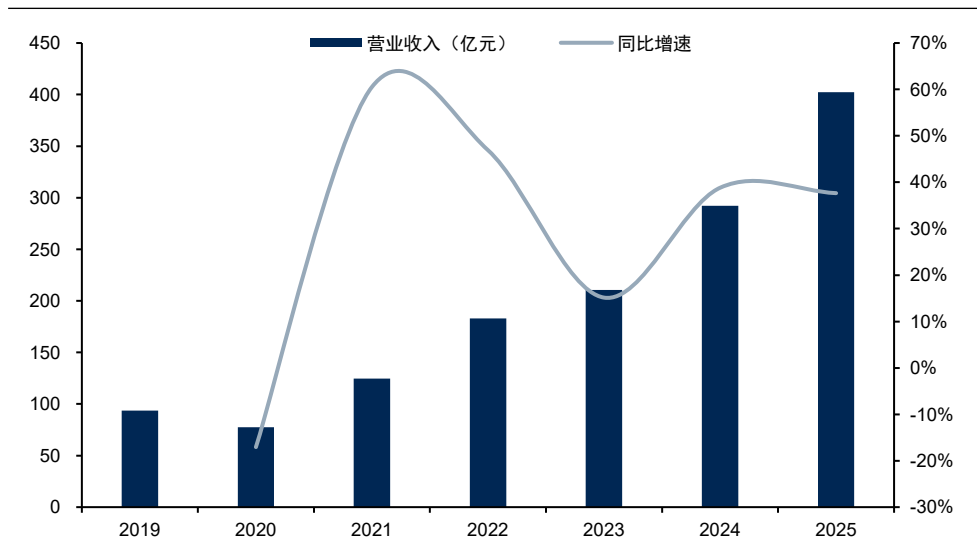
图：华友钴业归母净利润及增速



资料来源：华友钴业公司公告，国信证券经济研究所整理

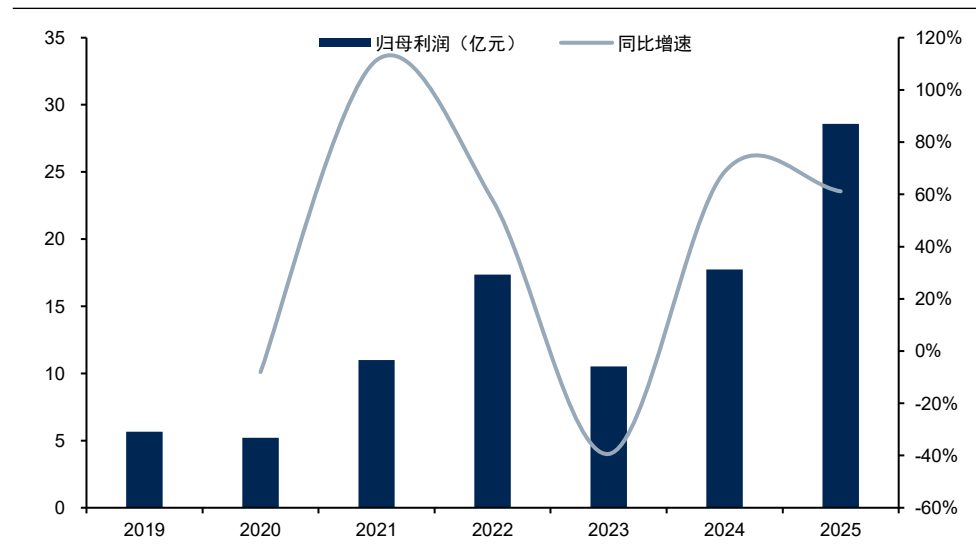
- ◆ 公司是一家镍全产业链公司，深耕镍产业链领域，业务覆盖镍资源采购、镍产品贸易、镍产品生产与销售等环节，目前已取得全球领先地位。
- ◆ 镍产品贸易：主要包括镍矿和镍铁贸易。其中在镍矿贸易方面，公司是中国最大的镍矿贸易商，公司凭借卓越的资源整合能力与深厚的行业经验，在巩固长期稳定货源的同时拓展了多家新供应渠道，持续深化国内外市场布局。印尼和菲律宾作为全球镍资源的主要供应国，是公司获取镍矿的核心地区。在印尼，公司与合作伙伴签订了为期20年的红土镍矿长期供应协议，为公司相关冶炼项目提供了稳定的原材料保障。在菲律宾，公司与亚洲镍业Nickel Asia Corporation、CTP Construction and Mining Corp.等领先的镍矿开采商建立了超过十年的合作关系，凭借对矿山产出质量的深入了解，确保了镍矿贸易业务持续获得优质、稳定的镍矿与镍铁产品供应。
- ◆ 镍产品生产：主要包括湿法冶炼项目和火法冶炼项目。在国内，公司于江苏宿迁拥有3条RKEF镍铁生产线，总年设计产能为1.8万金属吨镍铁。在印尼，公司与印尼合作伙伴于奥比岛共同投资了两个镍产品生产项目：1) HPAL项目，HPL（持股54.9%）一期 3.7万金属吨+二期 1.8万金属吨，合计5.5万金属吨产能，ONC（持股60%）6.5万金属吨产能，两家公司共计6条产线，总计年设计产能为12万金属吨镍钴化合物（包括1.425万金属吨钴）的湿法冶炼项目，2025年处于全线满产运营的状态，公司紧跟新能源汽车行业发展动态，积极调整产品结构以满足市场对高性能电池材料的增量需求。2) RKEF项目，HJF（参股36.9%）9.5万金属吨，KPS（持股65%）18.5万金属吨，两家公司共计20条产线，总计年设计产能为28万金属吨镍铁，2025年HJF项目稳定运营，KPS项目按既定计划投产。综上，公司采用第三代HPAL工艺技术有效利用印尼本土低品位的红土镍矿，并采用成熟的RKEF工艺技术，于印尼本土实现集约化、一体化生产，为国内外知名新能源汽车、钢铁等下游客户提供高质量的镍产品供应。

图：力勤资源营业收入及增速



资料来源：力勤资源公司公告，国信证券经济研究所整理

图：力勤资源归母净利润及增速



资料来源：力勤资源公司公告，国信证券经济研究所整理

- ◆ 全球镍矿及原生镍供应超预期；
- ◆ 全球不锈钢需求疲软导致镍需求不达预期；
- ◆ 锂电材料创新导致镍需求不达预期。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
	弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上	

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032