



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-07-01

从“火法”到“湿法”，如何看待镍价成本支撑？

吴坤金

有色研究员

从业资格号: F3036210

交易咨询号: Z0015924

电话 0755-23375135

邮箱 wukj1@wkqh.cn

报告要点:

近期镍价持续下跌，逐步逼近今年前期低点。在此背景下，镍价底部支撑水平成为当前市场关注的焦点。本篇报告梳理了不同工艺对应的镍价成本支撑位置，为读者理解当前镍价下跌的主要驱动因素以及未来走势提供参考。

刘显杰（联系人）

有色研究员

从业资格号: F03130746

电话 0755-23375125

邮箱 liuxianjie@wkqh.cn

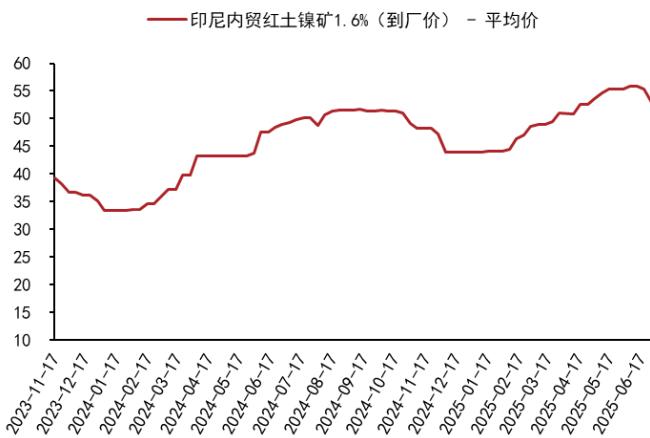
从“火法”到“湿法”，如何看待镍价成本支撑？

火法工艺成本相对较高，仍是镍价短期成本支撑线

目前火法工艺生产高冰镍的主要路线有青山为代表的RKEF+转炉路线以及中伟为代表的富氧侧吹路线。两种路线目前均以高品位镍矿为主要原料。由于高品位镍矿资源相对稀缺，并且开采、运输成本近年来也显著抬升，矿价上涨趋势明确。以1.6%品位的镍矿为例，年初印尼1.6%品位的镍矿CIF价格约为33.4美元/吨，而目前该价格已涨至52.9美元/吨，涨幅达到58.4%。

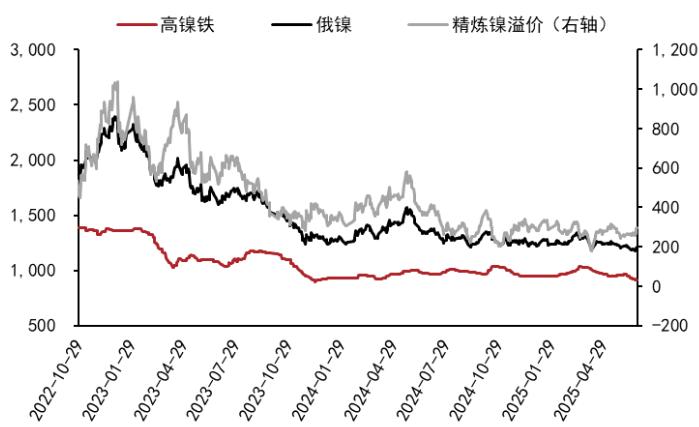
镍矿价格的上涨导致高冰镍成本水涨船高。首先，由于RKEF产线在冰镍或NPI生产之间转换非常灵活，仅需1-2日即可完成转换，企业会根据不同的经济效益选择生产NPI或冰镍。因此，RKEF+转炉工艺生产精炼镍的成本支撑与NPI价格高度相关，可以认为是在NPI价格基础上增加2.5-3万元的加工成本。根据测算，在当前镍矿价格水平下，印尼RKEF+转炉工艺生产高冰镍的成本中位数已抬升至13000美元/金属吨左右，对应国内一体化高冰镍生产纯镍成本约为121000元/吨，已经呈现亏损状态。相比之下，富氧侧吹工艺由于能源利用效率和镍回收率较高，成本相对较低。根据上海钢联数据，富氧侧吹工艺的成本较RKEF+转炉工艺低约2000美元/金属吨，对应国内一体化高冰镍生产纯镍成本约为105000元/吨，仍有一定利润空间。

图1：印尼内贸火法镍矿价格



数据来源：SMM、五矿期货研究中心

图2：精炼镍相对镍铁溢价（元/镍）



数据来源：Mysteel、五矿期货研究中心

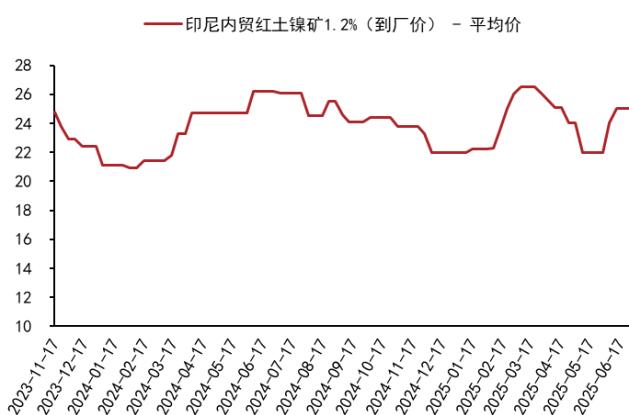
湿法工艺成本有所抬升，但仍处于较低水平

HPAL湿法工艺是红土镍矿主要处理方式之一，由于原料可以使用低品位镍矿，成本优势明显。2024年以来，随着华友钴业、力勤资源和格林美等中资企业在印尼大规模投产，印尼MHP产量快速增加，目前单月产量最高达到4.05万吨镍金属。

中长期来看，由于湿法矿资源充裕、开采便利，势必会逐渐取代资源相对稀缺的火法矿，成为精炼镍生产的主要原料。下半年，印尼将有晨曦、蓝焰两个湿法项目陆续投产，产能均为6.6万吨镍金属/年，而上半年投产的ESG和格林爱科项目也将在年内逐步爬产，预计2025年全年印尼MHP产量将进一步增长，达到48.9万吨镍金属。

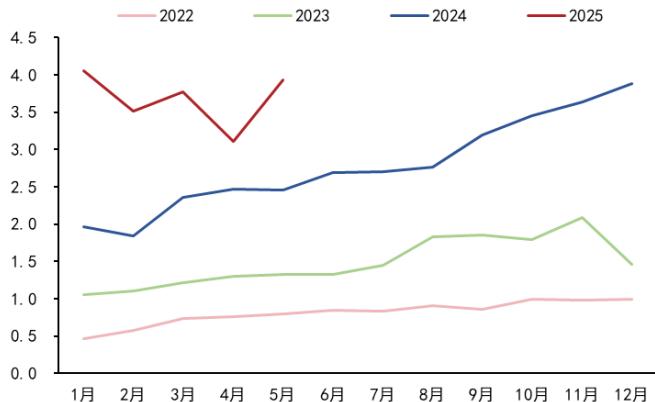
短期来看，由于原料硫磺的短缺导致 MHP 边际投产放缓。根据 Mysteel 数据，生产一金属吨 MHP 需要使用 8-10 吨硫磺，目前单吨硫磺价格约为 2450 元/吨，而在 2024 年 10 月，价格仅为 1200 元/吨左右。由于硫磺价格上涨，目前印尼 MHP 成本已抬升至 11800 美元/金属吨左右，折算一体化 MHP 成本约为 112000 元/镍，考虑到 MHP 相关副产品，实际成本可能低于该成本线。

图 3：印尼湿法矿价格（美元/湿吨）



数据来源：SMM、五矿期货研究中心

图 4：印尼湿法中间品月度产量（万金属吨）



数据来源：Mysteel、五矿期货研究中心

总结

梳理完各个工艺的成本后可以看到，目前 RKEF+转炉路线生产纯镍已经处于小幅亏损状态，而富氧侧吹和湿法工艺仍有一定利润。由于目前 MHP 产量尚不足以完全替代高冰镍，短期内仍以成本较高的 RKEF+转炉路线成本作为镍价的边际支撑线。

而镍价之所以跌破这一成本支撑线，主要原因在于在下游需求疲软、中下游环节估值极低的背景下，矿端的高利润难以持续，市场因此预期矿价将有所回落，进而带动镍价进一步下跌。这也是菲律宾删除原矿出口禁令条款后本轮镍价下跌的起始点。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。不经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn