



标配

美国制裁俄罗斯铝镍对全球供应格局影响

——有色金属研究系列（一）

证券分析师

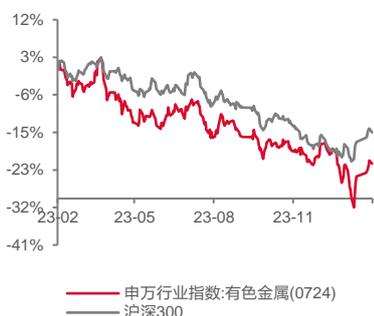
张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn



投资要点:

- **事件:** 2024年2月23日, 美国总统拜登宣布对俄罗斯新增500多项新制裁, 欧洲各国也随即推出了第13轮制裁。本次制裁内容主要包括更大规模的航线禁运和贸易限制, 以及对俄罗斯众多经济部门与项目的限制。消息公告后, 铝和镍价格短线跳涨; 但后期仍随供需基本面回落。
- **俄罗斯是世界主要的铝、镍、黄金供应国。** 根据钢联数据, 2023年俄罗斯的金属铝、镍、黄金产量分别达到了400万吨、19万吨、310吨, 均位列世界前五大原产国行列, 其中铝镍是世界最主要的出口国之一。预计制裁对于俄罗斯的生产能力影响或较为有限, 但会对长期的贸易流向有较大影响。
- **俄罗斯铝镍对中国的供应较大。** 2023年中国从俄罗斯进口铝共124.5万吨, 占中国铝矿进口总量的25%左右; 2023年中国金属镍需求量为180万吨, 自有产量为18万吨, 对外依存度达90%。全球各国家地区黄金产量差异相对较小, 中国是世界最大的黄金生产国, 对于俄罗斯的依存度相对较低。
- **预计美国对俄出口金属的制裁影响可能更为间接, 铝镍价格经历多次波动, 已回归均价。** 俄乌冲突爆发至今, 俄罗斯铝镍供应短缺造成价格短期内暴涨, 在经历多轮制裁后震荡下跌。截至2024年2月, 铝镍价格目前都维持在十年均价附近。
- **本次制裁针对铝、镍、黄金等金属领域。** 美国新的制裁名单中包括铝产品制造商萨马拉冶金厂、镍生产商PJSC MMC Norilsk Nickel、金矿开采商PJSC Uzhuralzoloto和黄金矿商PJSC Kommunarovskiy Gold Mine等目标单位。其中镍生产商MMC Norilsk Nickels是俄罗斯境内最大的镍生产商之一。
- **投资建议:** 由于地缘政治冲突持续发酵, 国际局势动荡加剧, 国际铝镍贸易供应未来或将受俄罗斯遭受制裁升级而发生进一步变化, 而考虑到俄罗斯向我国出口铝镍资源主要通过铁路运输, 对我国影响较弱, 铝镍价格仍受基本面供需影响, 建议关注国内相关龙头企业: 如中国铝业等。
- **风险提示:** 地缘政治冲突加剧, 全球有色金属供应格局再次发生剧烈变化; 全球经济复苏进程放缓, 下游需求萎缩不及预期。

正文目录

1. 事件：美国宣布对俄罗斯实施 500 多项新制裁	4
2. 俄罗斯在全球铝镍供应中难以或缺	4
2.1. 俄罗斯是世界主要铝镍生产国之一.....	4
2.2. 中国镍铝消费对俄资源依存度较高.....	5
3. 本次制裁针对镍、铝、金等金属领域	7
3.1. 冲突以来，多项针对大宗商品贸易政策已实施.....	7
3.2. 重点镍矿生产商被制裁.....	7
4. 投资建议	8
5. 风险提示	8

图表目录

图 1 全球铝镍库存（万吨）	4
图 2 2 月 21 日至 28 日 LME 铝、镍期货价格（美元/吨）	4
图 3 全球主要镍供应国（万吨）	5
图 4 全球精炼镍需求国家（万吨）和中国需求占比（%）	5
图 5 全球国家地区原铝生产量（万吨）	5
图 6 全球国家地区金矿产量（吨）	5
图 7 中国金属镍的生产需求量及对外依存度（万吨，%）	6
图 8 中国进口铝主要来源国（万吨）	6
图 9 2021 年至 2023 年，LME 铝、LME 镍价格变化（美元/吨）	6
图 10 诺里尔斯克镍业铜、镍产量（万吨）及变化（%）	7
图 11 诺里尔斯克镍业铜、镍储量（万吨）及变化（%）	7
表 1 2022 年俄乌冲突爆发后各地区对于俄罗斯商品相关制裁	7

1.事件：美国宣布对俄罗斯实施 500 多项新制裁

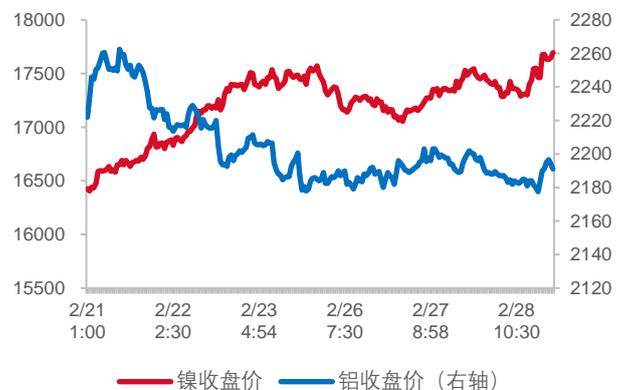
美国总统拜登于 2024 年 2 月 23 日公布对俄罗斯的一揽子“重大”制裁方案，共包括 500 多项与俄罗斯相关的项目。本次制裁包括美国财政部外国资产控制办公室限制俄罗斯在乌克兰开展业务、限制进口来自俄罗斯或原俄罗斯货物、限制美国向俄罗斯出口关键服务、限制与俄罗斯原油和石油产品有关的海上服务及部分金融、经济制裁等。本次制裁预计或将影响全球铝、镍、黄金等金属供应格局。消息公布后，LME 铝镍价格短期内跳涨，但随后镍价短期回调持续攀升，而铝价逐步滑落至均价。除美国宣布新制裁措施外，全球库存量的低迷是导致价格升高的另一大原因。根据万德数据，2023 年，全球铝镍库存分别为 12781 万吨和 1075 万吨，近十年来全球铝、镍库存复合年均分别减少 26%和 22%，降幅明显。截至 2024 年 2 月，全球铝镍库存均处于低位，叠加本次制裁对俄罗斯镍供应影响较大，导致镍价短期上涨明显，而市场铝价趋于理性。

图1 全球铝镍库存（万吨）



资料来源：WIND，东海证券研究所

图2 2月21日至28日LME铝、镍期货价格（美元/吨）



资料来源：WIND，东海证券研究所

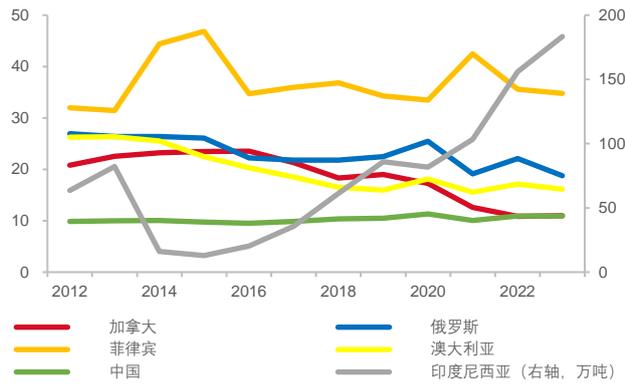
2.俄罗斯在全球铝镍供应中难以或缺

2.1.俄罗斯是世界主要铝镍生产国之一

根据彭博数据，2023 年，印度尼西亚是全球最大的镍供应国，供应量达到了 183.35 万吨，占全球总供应量的 53.66%。菲律宾和俄罗斯分别以 34.79 万吨和 18.76 万吨的供应量位居第二和第三，其中俄罗斯镍供应量占全球的 5.49%。俄罗斯的镍供应量占比由 2012 年的 11.57%持续下降至 2023 年 5.49%，但目前仍是世界第三大镍矿供应国。

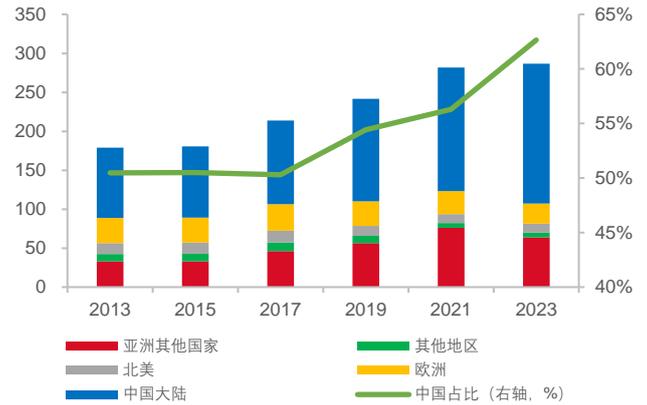
全球镍需求量最大的地区是亚洲，而中国是全球最大的镍消费国。2023 年中国的镍需求量为 179.59 万吨，占世界需求总比重为 62.65%。2013 至 2023 年，中国镍需求比重稳步上升，但由于中国镍自有产量与储量较少，2023 年供应 10.9 万吨镍，占世界总供应量比重为仅 3.2%。因此中国镍需求主要依靠进口，俄罗斯、菲律宾、印度尼西亚等国家均为中国主要镍进口国。

图3 全球主要镍供应国（万吨）



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图4 全球精炼镍需求国家（万吨）和中国需求占比（%）



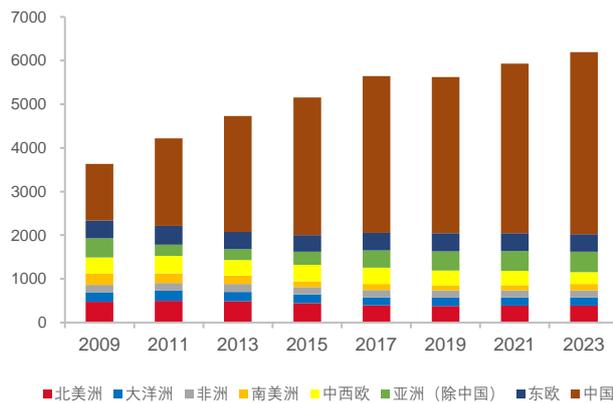
资料来源：上海钢联，东海证券研究所

上海钢联数据统计显示，2023 年中国原铝产量达到了 4166.6 万吨，占世界总产量的 59%，除中国外的亚洲地区、东欧（俄罗斯）、北美洲生产原铝占比分别是 6.64%、5.69%、和 5.52%。其中中国原铝产量增幅最为明显，近十年来中国产量增幅约为 57%，占世界产量比重增幅约 8.3%。除中国外，俄罗斯几乎是全球最大的原铝生产国，因此俄罗斯在全球铝供应市场中享有较高地位。

全球电解铝消费量最大的国家是中国。截至 2020 年中国电解铝年消费量为 3900.55 万吨，占世界总消费量的 60%以上，其次是美国，其电解铝消费占比 6.69%；德国、日本、印度消费量均在 2.5%左右。俄罗斯电解铝消费占比仅为 0.95%，与其原矿生产能力差距较大，因此俄罗斯是世界主要铝出口国。

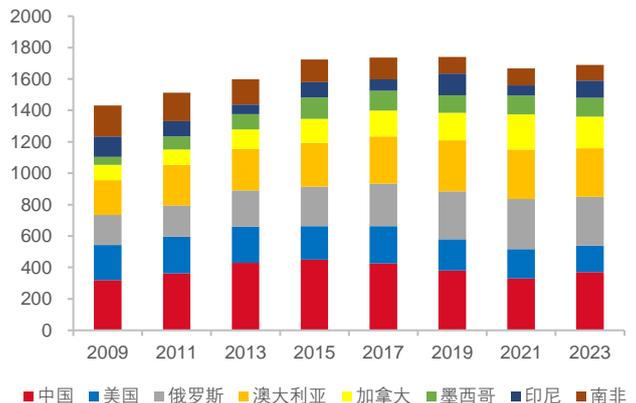
相较镍铝产量，全球各国家地区黄金产量差异相对较小。2023 年中国是全球最大黄金生产国，产量约为 370 吨，占全球生产比重约 12.3%，俄罗斯和加拿大产量均为 310 吨左右，占比约为 10.3%。2023 年，中国从俄罗斯进口贵金属矿砂及其精矿共约 2 万吨。

图5 全球国家地区原铝生产量（万吨）



资料来源：Bloomberg，上海钢联，东海证券研究所

图6 全球国家地区金矿产量（吨）



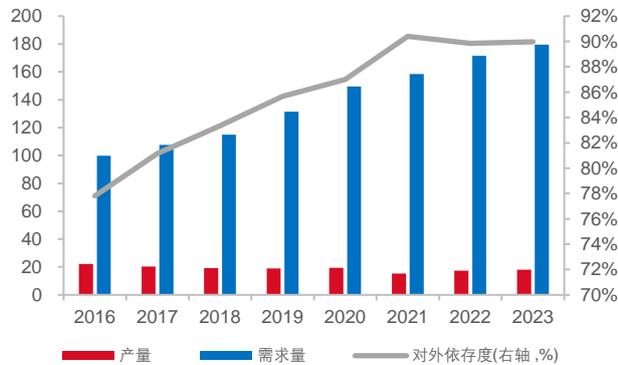
资料来源：上海钢联，东海证券研究所

2.2.中国镍铝消费对俄资源依存度较高

中国是目前世界最大的镍和铝消费国，但中国矿产资源储备相对匮乏，根据上海钢联数据，截至 2022 年，中国铝土矿储量约为 7.1 亿吨，占世界总储量的 2.3%左右；2023 年中国镍探明储量为全球总储量的 3.2%左右。

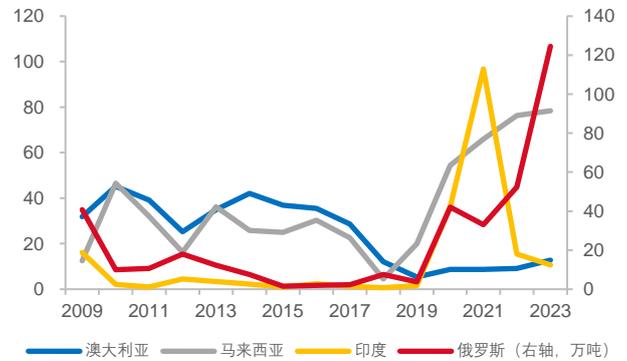
中国镍铝的消费缺口较大。据中国海关统计数据，2023 年中国镍产量约为 18.2 万吨，需求约为 180 万吨，对外依存度达到了 90%左右，从 2016 年至 2023 年，中国镍消费水平持续攀升，国内产量却出现了不增反降的现象，导致金属镍对外依存度不断走高，其中约 3% 的进口镍矿来自俄罗斯。俄罗斯也是中国目前最大的原铝出口国，2023 年俄罗斯出口中国的原铝共 124.5 万吨，约占中国原铝进口的 25.7%左右。

图7 中国金属镍的生产需求量及对外依存度（万吨，%）



资料来源：Bloomberg，上海钢联，东海证券研究所

图8 中国进口铝主要来源国（万吨）

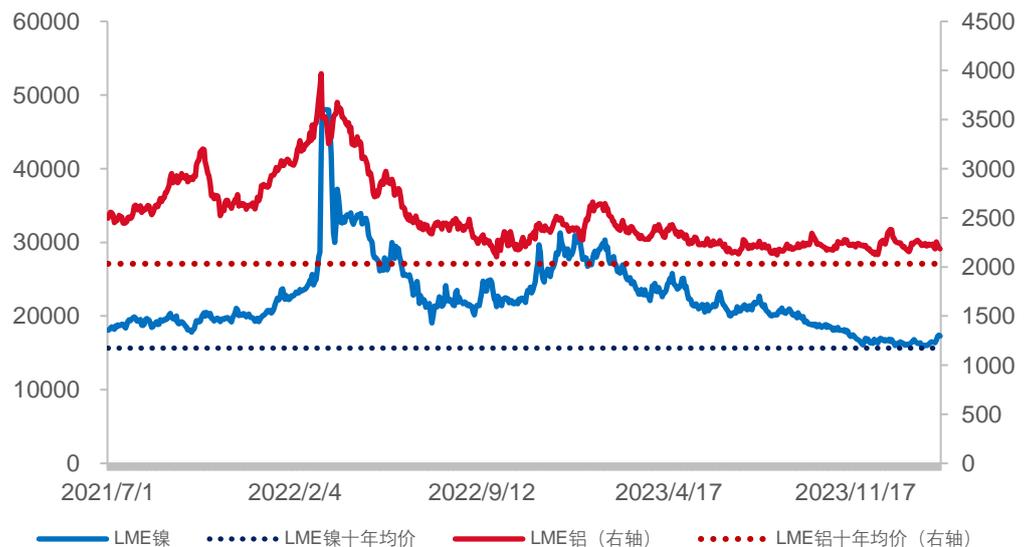


资料来源：上海钢联，同花顺，东海证券研究所

俄乌冲突爆发至今，LME 铝价和 LME 镍价经历了较大波动，铝、镍目前价格均位于十年均价附近。

俄罗斯是镍金属的主要出口国之一，全球金属镍约 69%用于生产不锈钢；16%用于其他金属合金。俄乌冲突爆发初期，俄罗斯镍供应的短缺，导致全球镍价短期内飙升，最高于 2022 年 3 月达到近 48063 美元/吨，涨幅约为 71%，此后经历了多轮制裁，价格持续波动，截至 2023 年末回归 15648 美元/吨的均价附近并保持至今。全球铝价和镍价呈现正相关性，相关系数约为 0.6，受俄乌冲突影响，LME 铝价也于 2022 年 3 月到达 3968 美元/吨的高位，近期也回归均价附近。本次制裁对于 LME 铝、镍价格并未产生直接影响。

图9 2021 年至 2023 年，LME 铝、LME 镍价格变化（美元/吨）



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

3.本次制裁针对镍、铝、金等金属领域

3.1.冲突以来，多项针对大宗商品贸易政策已实施

自 2022 年 2 月冲突爆发后，世界多国实施对俄罗斯的制裁措施，导致部分贸易中断，但从制裁措施看，相比起美国，欧洲国家在经贸领域态度显然更加谨慎，并未实施过于广泛的禁运政策。2024 年 2 月，对于铝、镍、黄金供应影响较重大的制裁概况如下：

在 2023 年 12 月 22 日之前，仅禁止“进口”部分商品，而现在的禁令范围扩大到“进口和进入美国，包括进入位于美国的对外贸易区”。

新增部分公司进入制裁名单，其中包括铝产品制造商萨马拉冶金厂、镍生产商 PJSC MMC Norilsk Nickel、金矿开采商 PJSC Uzhuralzoloto 和黄金矿商 PJSC Kommunarovskiy Gold Mine 等目标单位。

表1 2022 年俄乌冲突爆发后各地区对于俄罗斯商品相关制裁

地区	措施
欧洲	取消俄罗斯的贸易最惠国待遇，并禁止欧盟企业投资俄罗斯能源产业
欧洲	禁止自俄罗斯进口钢制品等，并全面禁止与俄罗斯军工综合企业有关的国营企业进行交易
美国	冻结俄罗斯多家银行在美资产以及出口管制
美国	制裁俄罗斯天然气输送管道项目“北溪 2 号”公司与人员
加拿大	禁止 32 家俄罗斯公司和政府实体从加拿大进口国防设备或物资

资料来源：美国白宫官网，标普全球，东海证券研究所

3.2.重点镍矿生产商被制裁

诺里尔斯克镍业（PJSC MMC Norilsk Nickel）是本次美国对于俄罗斯的制裁目标之一。该公司 2022 年镍产量为 21.9 万吨，探明储量为 830 万吨，在俄乌冲突爆发后公司考虑将镍产量削减，原因是部分欧洲厂家避开俄罗斯供应。2022 年全球镍供应量约为 321.9 万吨，公司镍产量占全球产量的比重为 6.8%。

公司旗下镍矿主要由 Nornickel 公司与中国公司合力开发。在高品位镍矿生产中，Nornickel 公司生产占比为 17%，中国金川集团生产比例为 15%；在较低品位原镍生产中，中国青山控股集团、德龙集团、金川集团分别参与生产比重为 20%、8%和 6%。公司生产的镍原矿 60%由中国企业消费，10%和 5%的镍矿分别由欧洲和美洲消费，在本次制裁之后欧美板块预计将出现镍矿盈余。

图10 诺里尔斯克镍业铜、镍产量（万吨）及变化（%）



资料来源：诺里尔斯克镍业年报，东海证券研究所

图11 诺里尔斯克镍业铜、镍储量（万吨）及变化（%）



资料来源：诺里尔斯克镍业年报，东海证券研究所

由于本次制裁项目中的铝产品制造商萨马拉冶金厂主要为冶炼仪器制造厂商，主营业务并非铝矿开采，因此，对于中国铝矿进口的影响较小。预计本次制裁对于俄罗斯生产能力影响有限，对中俄金属进出口贸易影响不大，但可能会对长期贸易流向有较大的影响。

4.投资建议

由于地缘政治冲突持续发酵，国际局势动荡加剧，国际铝镍贸易供应未来或将受俄罗斯遭受制裁升级而发生进一步变化，而考虑到俄罗斯向我国出口铝镍资源主要通过铁路运输，我国受本次制裁影响较弱，建议关注国内相关龙头企业：如中国铝业等。

5.风险提示

地缘政治冲突加剧，全球有色金属供应格局再次发生剧烈变化；

全球经济复苏进程放缓，下游需求萎缩不及预期。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089