

某铝厂套期保值方案



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

报告日期：2023 年 11 月 07 日

★2024 年氧化铝的市场及行情预期

成本端：24 年原料端铝土矿价预计维持高位，主要原因是各地对矿山安环政策明显收紧，对全国矿石生产节奏造成显著影响，从全国范围内来看供给依然偏紧，矿山挺价意愿较强，短预计国内矿石价格将继续稳定在高位。海外方面印尼进口矿数量已经归 0，市场通过几内亚矿石以及高价采购土耳其、黑山以及加纳矿掺配使用。由于进口来源地减少，使得海外矿价预计也将维持高位。

供应端：2024 年国内氧化铝依然有较多新建项目，再考虑到目前国内存在大量闲置产能，因此国内氧化铝仍处于产能较为过剩的周期中，这将在长期限制国内氧化铝价格以及行业利润。

需求端：国内电解铝目前产能已经接近 4300 万吨，距离产能天花板 4500 万吨不远，从产能角度来讲已经十分接近达峰，海外电解铝虽然有一些新增产能规划，但释放速度相对较慢。总体来讲，未来几年内氧化铝需求将明显降速。

价格判断：由于氧化铝供应依然存在较多增量，而需求面临瓶颈，因此氧化铝价格以及行业利润将继续面临长期压制。需要注意的是矿石供应紧张程度可能超出预期，这将使得氧化铝供应释放速度放缓。预计 2024 年国内氧化铝价格将继续在 3000 元附近运行。

★保值建议

由于氧化铝期货目前成交不够活跃，同时期现联动性较低，交割也存在一定风险。因此市场目前参与点价模式参与市场的企业比较少，对于零单采购来说，大多数企业仍采用一口价模式。

保值建议方面，对于企业层面，电解铝企业目前利润较好，氧化铝价格后续下跌幅度有限，因此建议适当采取买入保值的思路，对于氧化铝企业而言，当前利润水平不佳，价格大幅下跌的风险有限，我们建议观望或者盘面给到比较高的利润再采取卖出保值。

★风险提示：

电解铝减产超预期。

孙伟东 首席分析师（有色金属）

从业资格号：F3035243

投资咨询号：Z0014605

Tel: 8621-63325888

Email: weidong.sun@orientfutures.com

1、2024 年氧化铝市场及行情预期

成本端:24 年原料端铝土矿价预计维持高位,主要原因是各地对矿山安环政策明显收紧,对全国矿石生产节奏造成显著影响,从全国范围内来看供给依然偏紧,矿山挺价意愿较强,短预计国内矿石价格将继续稳定在高位。海外方面印尼进口矿数量已经归 0,市场通过几内亚矿石以及高价采购土耳其、黑山以及加纳矿掺配使用。由于进口来源地减少,使得海外矿价预计也将维持高位。

图表 1: 国内铝土矿价格走势



资料来源: 我的有色网, 东证衍生品研究院

图表 2: 国内氧化铝价格走势



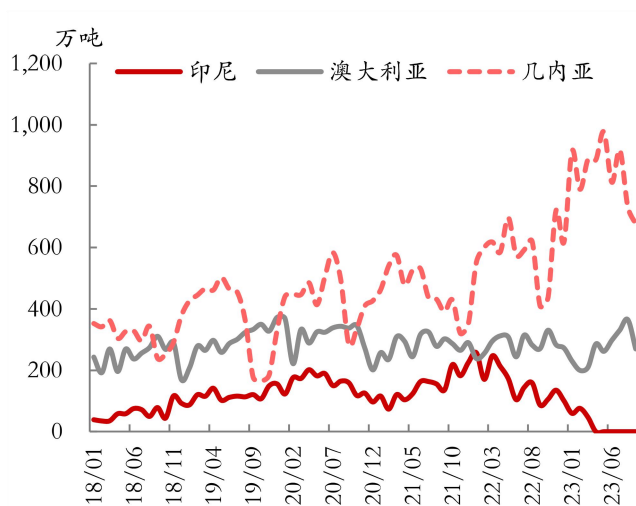
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 3: 国内铝土矿进口数量



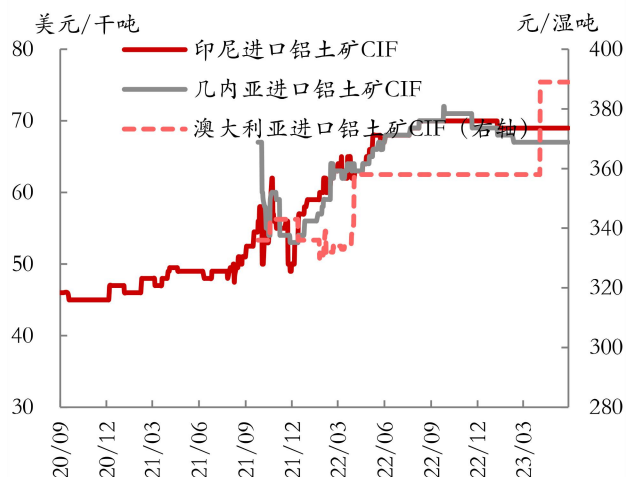
资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院

图表 4: 国内主要国家进口铝土矿数量



资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院

图表 5：进口铝土矿价格走势



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

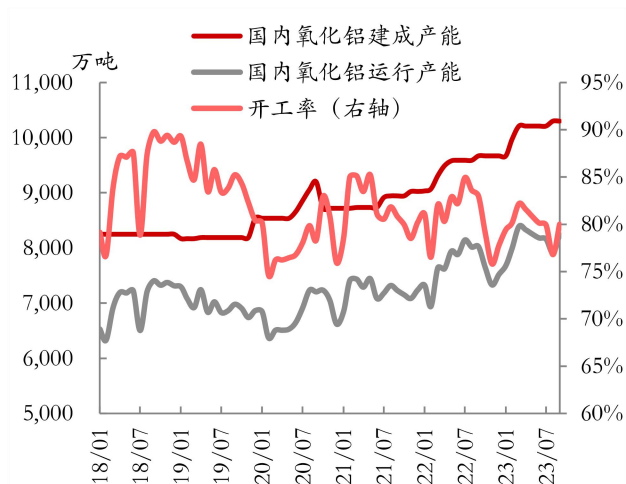
图表 6：海外氧化铝价格走势



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

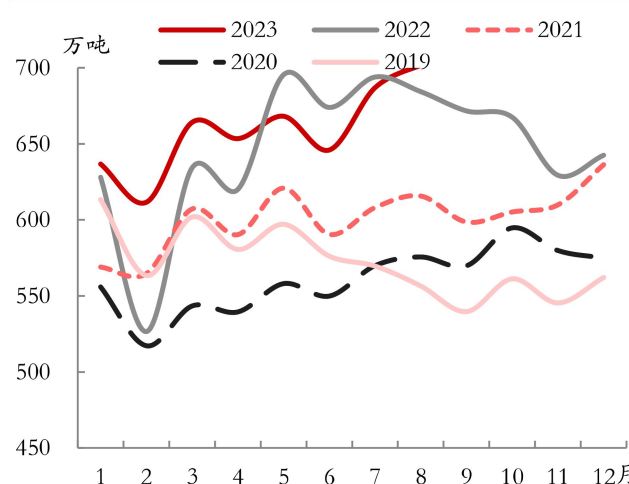
供应端：2024 年国内氧化铝依然有较多新建项目，再考虑到目前国内存在大量闲置产能，因此国内氧化铝仍处于产能较为过剩的周期中，这将在长期限制国内氧化铝价格以及行业利润。

图表 7：国内氧化铝建成产能及开工率



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

图表 8：国内氧化铝产量



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 9：国内氧化铝在建项目汇总

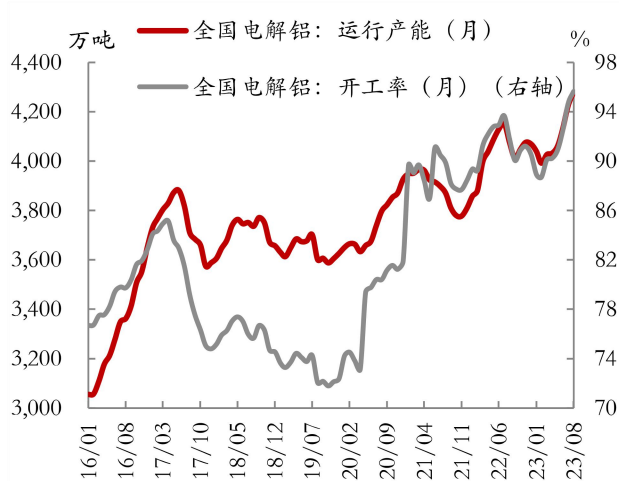
公司	城市	原有产能 万吨/年	新建产能 万吨/年	开始投产时 间	2023 年投 产	当前进度
山东鲁北二期	滨州	100	100	2023 年	100	已投产，目前二期压 产运行。
河北文丰新材料有限公司 二期	曹妃甸	240	240	2023 年	240	已投产，目前运行稳 定
中铝防城港二期	防城港	200	暂无消息	0	0	项目已经开工建设， 目前在进行场地及 设备初期建设，计划 2024 年年底投产
东方希望广西项目	北海	400	暂无消息	0	0	目前园区多晶硅建 设进度较快，相关征 地工作仍在进行中。 氧化铝项目举行开 工仪式后目前正在 进行初期建设，初步 计划于 2024 年底投 产。
广西广投北海绿色生态铝	北海	200	2024 年下半年	0	0	初步计划 2024 年 11 月建成
山西奥凯达化工	孝义	50	40	2023 年 7 月底	40	二期产线已经建成 并投产，目前正在试 产阶段，计划 9 月中 下旬满产

资料来源：爱择咨询，东证衍生品研究院

需求端：国内电解铝目前产能已经接近 4300 万吨，距离产能天花板 4500 万吨不远，从产能角度来讲已经十分接近达峰，海外电解铝虽然有一些产能规划，但释放速度相对较慢。总体来讲，未来几年内氧化铝需求将明显降速。

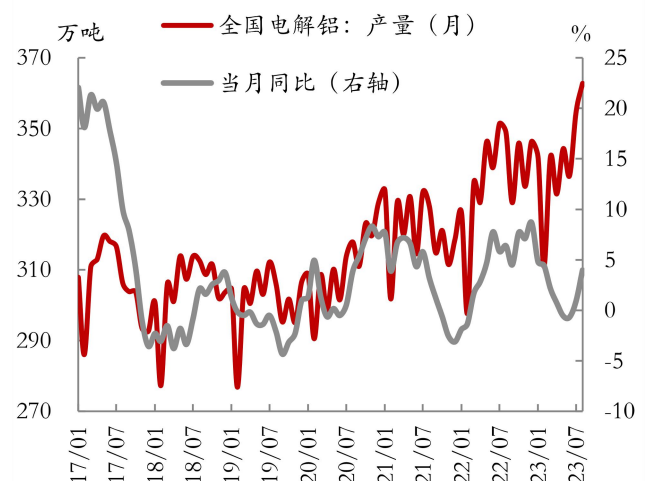
价格判断：由于氧化铝供应依然存在较多增量，而需求面临瓶颈，因此氧化铝价格以及行业利润将继续面临长期压制。需要注意的是矿石供应紧张程度可能超出预期，这将使得氧化铝供应释放速度放缓。预计 2024 年国内氧化铝价格将继续在 3000 元附近运行。

图表 10: 国内电解铝运行产能变化



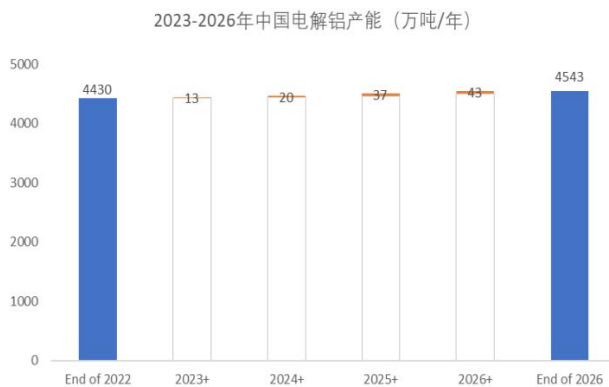
资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

图表 11: 国内电解铝产量变化



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

图表 12: 国内电解铝新增产能远期走势



资料来源：安泰科

图表 13: 海外电解铝新增产能远期走势

2023-2027年海外在建和拟建电解铝项目（万吨/年）							
大洲	国家	铝厂	2023	2024	2025	2026	2027
亚洲	印度	Balco-Korba			20	21.4	
	印尼	Kaltara-阿达罗			25		25
		Bintan-南山			25		25
		Tsingshan-华青	25	25			
	伊朗	Salco Asalouyeh			6	9	15
	越南	Dak Nong				20	
南美洲	哥伦比亚	GALTCO					30
合计			25	25	76	50.4	95

资料来源：安泰科

2、氧化铝期货上市的情况及市场参与情况

氧化铝首日上市合约包括 AO2311-AO2406 总计 8 个合约，挂牌基准价均为 2665 元/吨。从首个交易日运行情况来看，主力合约 AO2311 合约开盘高开于 2730 元/吨，全天主力合约价格高位震荡运行，收盘价为 2721 元/吨，较挂牌基准价上涨 56 元/吨，涨幅 2.10%。月差方面，氧化铝期货呈近强远弱的 Back 结构。截止 9 月底，日均成交量 10.55

万手，日均成交金额 61.75 亿元；单日最高成交量 35.20 万手，成交金额 220 亿元；最低成交量 3.4 万手，成交金额 19.1 亿元。期末持仓量 12.4 万手，日均持仓量 13.7 万手，最大单日持仓量 23.3 万手，最低持仓量 1.13 万手。从成交以及持仓情况来看，氧化铝期货市场活跃度偏低，这一方面由于期货定价较为合理，多空分歧较少，另外一方面由于新品种上市交割等方面事宜存在一定不确定性，部分企业处于观望阶段。相信随着时间推移市场活跃度会逐步提升。

图表 14：上海期货交易所氧化铝期货合约

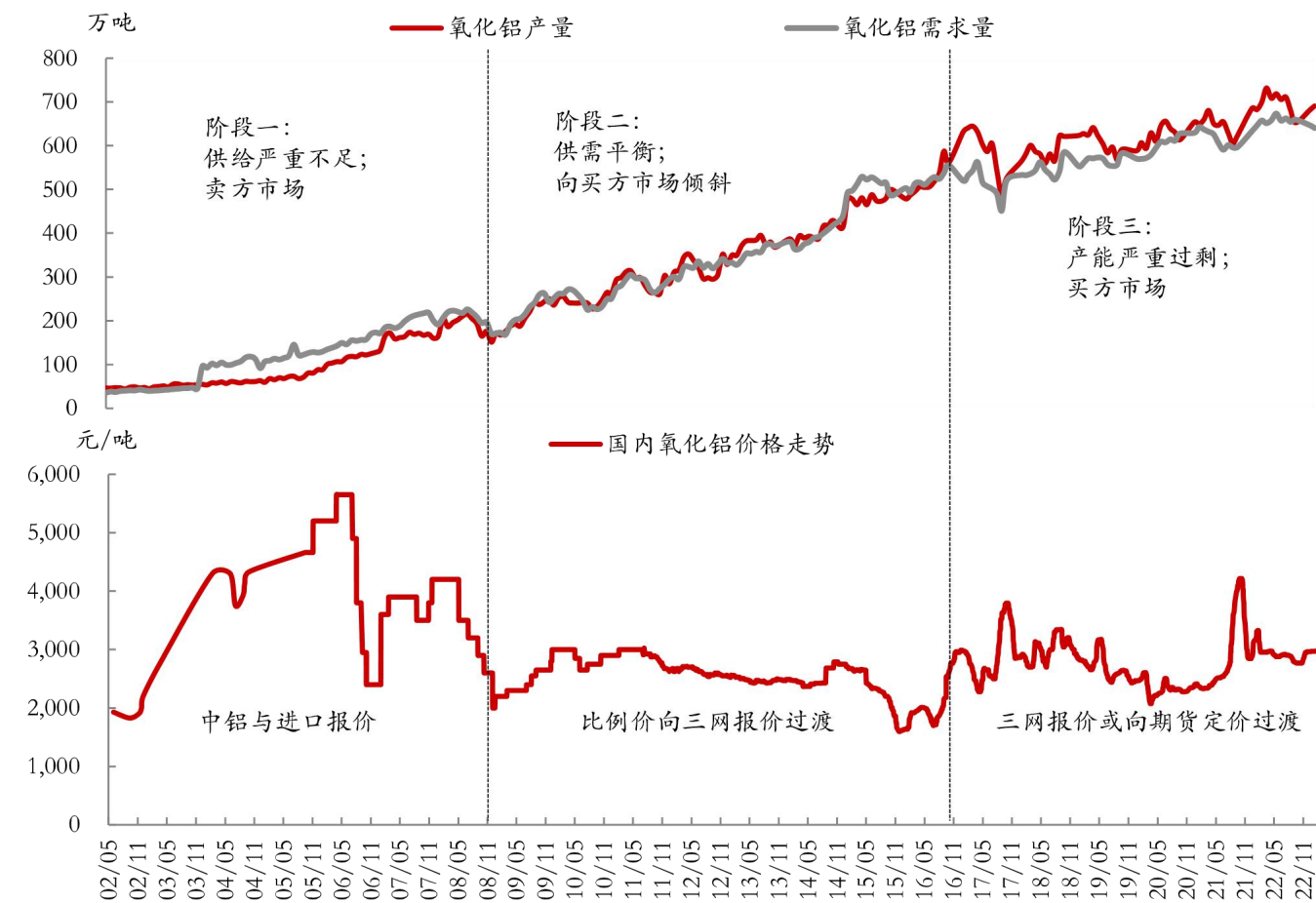
交易品种	氧化铝
交易单位	20 吨/手
报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	1 元/吨
涨跌停板幅度	上一交易日结算价 \pm 4%
合约月份	1~12 月
交易时间	上午 9:00 ~ 11:30，下午 1:30 ~ 3:00 和交易所规定的其他交易时间
最后交易日	合约月份的 15 日（遇国家法定节假日顺延，春节月份等最后交易日交易所可另行调整并通知）
交割日期	最后交易日后连续二个工作日
交割品级	氧化铝，具体质量规定见附件
交割地点	交易所指定交割地点
最低交易保证金	合约价值的 5%
交割方式	实物交割
交割单位	300 吨
交易代码	AO
上市交易所	上海期货交易所

资料来源：上期所

3、氧化铝期货上市对市场价格及定价影响

国内氧化铝定价主要经历三个阶段：2002-2008 年阶段，该阶段氧化铝的定价主要参考中铝价与进口价；2009-2016 年阶段，该阶段比例价和网站报价为主；2017 年-2023 年 6 月，该阶段氧化铝行业定价模式已基本全部采用三网报价。目前氧化铝期货上市之后，将促进完善产业定价体系，形成“公开、公平、公正”的基准价格，由于存在交割机制，使得期现强制性回归。虽然目前现货市场报价依然参考网站报价，但预计随着氧化铝期货的运行，期货在定价中的权重将逐渐增加。

图表 15：国内氧化铝产业发展的三个阶段



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（注：2011 年 8 月之前数据为中铝报价）

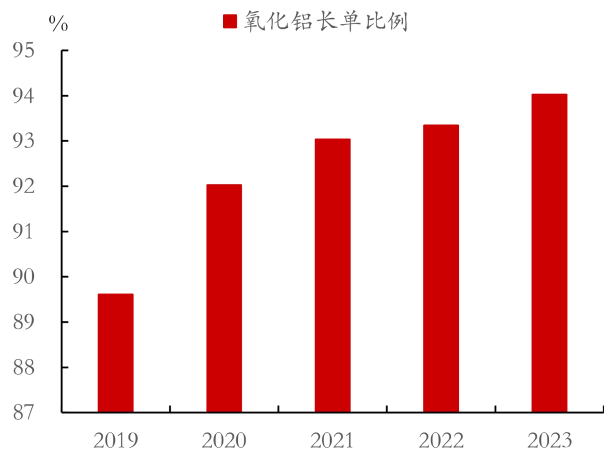
4、氧化铝采购可以采用的模式，套保、点价等工具应用模式。

由于氧化铝期货目前成交不够活跃，同时期现联动性较低，交割也存在一定风险。因此市场目前参与点价模式参与市场的企业比较少，对于零单采购来说，大多数企业仍采用一口价模式。

另外一种采购模式则是跟氧化铝厂签订长单，近几年国内氧化铝长单比例逐渐增加，2023 年氧化铝长单比例已经攀升至 94%。氧化铝长单定价模式与电解铝有明显不同，一般以一段时间（半年或 1 年）的氧化铝三网均价作为长协价，定价周期一般为半年以上，少数也有以季度为单位，如果遇到突发的重大变动，买卖双方可以重新商谈价格。结算方式一般是按照实际提货量月结。具体操作方法一般是按照合同，电解铝厂预付给氧化铝厂一定费用，然后提货。每个月双方结账一次，预付款消耗完毕之前电解铝厂再付一定费用，直到长单执行完毕。

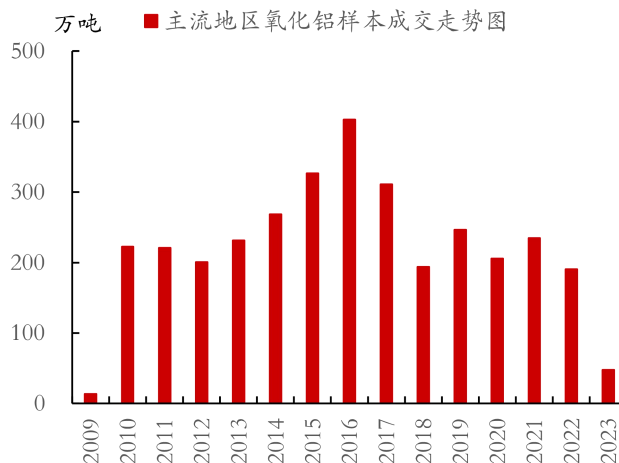
保值建议方面，对于企业层面，电解铝企业目前利润较好，氧化铝价格后续下跌幅度有限，因此建议适当采取买入保值的思路，对于氧化铝企业而言，当前利润水平不佳，价格大幅下跌的风险有限，我们建议观望或者盘面给到比较高的利润再采取卖出保值。

图表 16：国内氧化铝长单比例



资料来源：ALD，东证衍生品研究院

图表 17：主流地区氧化铝样本成交量走势图



资料来源：ALD，东证衍生品研究院

5、风险提示

电解铝减产超预期。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com