

**氧化铝行情推介**
**2024 年 5 月 28 日**
**研究员：师富广**

期货从业证号：

F03090947

投资咨询证号：

Z0019859

✉shifuguang\_qh@chinastock.com.cn

## 弱预期不断临近 氧化铝卖保正当时

### 第一部分 摘要

二季度以来，氧化铝由于西南地区电解铝提前复产带动需求好转，供应端受制于内陆矿端紧张、部分大厂集中检修、海外事故减产进口减少等多因素形成了供需错配以及投机需求浓郁，带动氧化铝期货、现货价格一路上行，行业利润也已达到非常高的地步。

然而近期做多的逻辑不断消退，主要因素如下：

1、内陆矿山不断复产，矿石供应紧张的预期缓解，强现实的逻辑或将逐步结束，此前制约内陆氧化铝厂产量提升的因素缓解，目前国内山西河南氧化铝厂的运行产能已经超过了去年减产前的水平，叠加近期沿海大厂检修结束，供应稳定提升；

2、氧化铝厂积极采购进口矿补充，原料多渠道补充，近期力拓减产的部分原矿流入国内，国内氧化铝厂供应端修复较为明显，从交易的视角，氧化铝进口的减少通过矿端进口增加弥补；

3、随后的三季度国内国外也有晋中希望、vedanta、力拓等项目投复产，供应端趋于宽松；Q4 来看，中铝广西，印尼 Mempawah 计划投产，中长期氧化铝过剩的预期不改，当前行业高估值高利润有回归的驱动。

4、本轮次投机需求创造的大量仓单将会在 9、10 月份集中到期，仓单被动流出补充供应，会导致起火贴水现货，从而中期价格有向下回归的需求；

基于上述逻辑支持，我们认为目前是氧化铝厂布局远期的套保来锁定高额的生产利润的时机。

## 第二部分 供应端稳定修复

### 一、内陆矿山供应改善 氧化铝厂开始复产

2023 年 5 月河南三门峡地区铝土矿停产，23 年 11 月山西吕梁地区铝土矿停产导致内陆氧化铝厂原料供应开始紧张，原预期的两会后的复产迟迟未来，是此前氧化铝价格大涨的驱动之一。但是伴随矿山环保及安监验收的不断通过，5 月份以来洞采矿和露天矿均进入了恢复阶段，虽然进度较慢，但是制约氧化铝厂生产的因素不断缓解。

首先，内陆矿稳步复工复产，部分氧化铝厂开始复产。洞采矿和露天矿近期都开始复产，洞采矿要快一些，是近期复工复产的主力，包括环保最严格的三门峡地区，最近也开始了缓慢的复产，矿石产量开始不断增加。此前 4 月份因为缺矿停产的山西柳林某氧化铝企业近期通过整改，目前部分地下矿山开始复工复产，据了解该公司其中一个矿日产 1500 吨左右，另有两个矿近期也通过安全生产集中排查整治行动联合检查，逐渐复工复产，日产量总计 500 吨左右，预计该企业的氧化铝产线不日将进入复产状态（此前停产约 60 万吨）。河南洛阳某氧化铝企业 5 月底也因内陆矿逐渐恢复而开始满产，产能增加约 60 万吨。露天矿方面，多以大型集团矿权下的合规矿山开采为主，主要集中在长治、平顶山、登封和新密等地，产能正在逐步恢复，预计 6 月份将会有明显的增量。

其次，新批复了部分矿山。例如 5 月中旬，中铝山西灵石县杨家山铝矿计划投产，年产能约 30 万吨，此外，中铝中州铝业近期大力推进增储上产，在下冶、银洞山、方山、贾西、段店五个铝土矿区全面展开生产勘探，截至目前，已实现新增铝土矿资源量约 365 万吨。

图1：国内铝土矿产量季节性

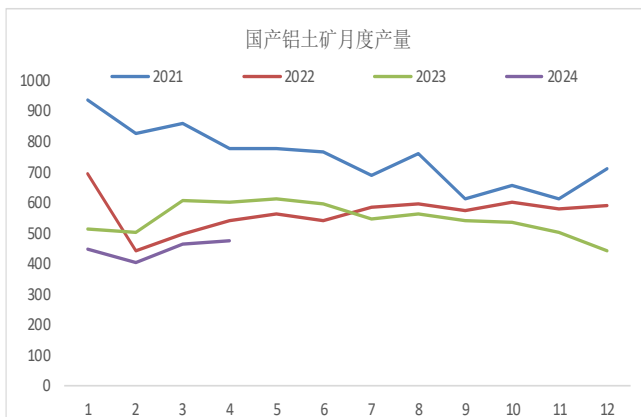
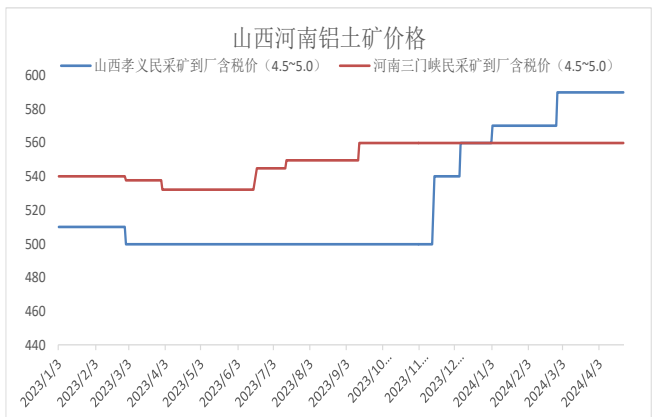


图2：铝土矿价格



数据来源：银河期货、IFIND

## 二、进口矿石补充 几内亚雨季前积极备货

根据海关数据,中国 2024 年 4 月铝土矿(铝矿砂及其精矿)进口量为 14,237,614.443 吨,同比上升 18.85%。当月从几内亚进口铝土矿 10,495,609.608 吨,同比增加 18.51%。从澳大利亚进口铝土矿 3,134,456.51 吨,同比上升 9.61%。

图3：矿石进口量季节图

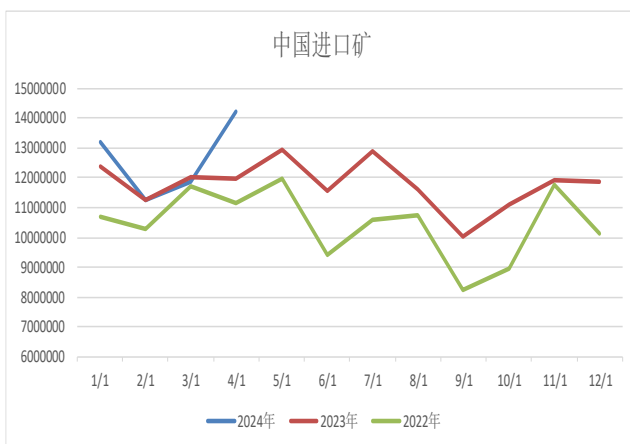
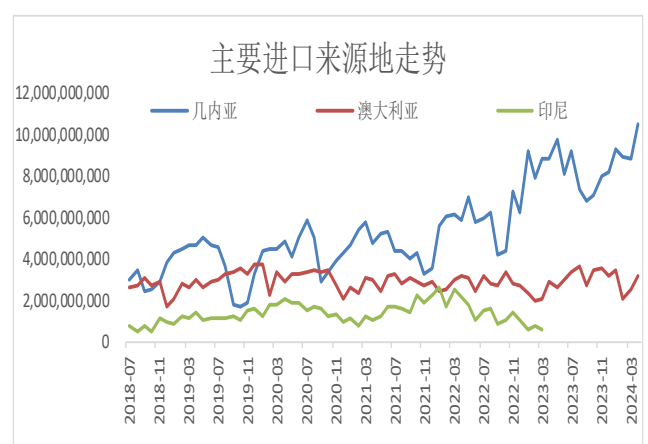


图4：主要地区矿石进口量



数据来源：WIND/阿拉丁

氧化铝行业利润较高,氧化铝厂积极的寻求多角度矿石进口来补充,5月份开始,印度矿再度开始出现在国内,力拓澳洲氧化铝减产,多余的矿石将出口到中国,北方内陆氧化铝企业已入场采购澳矿现货,船期预计6月上旬靠港。5月份据悉有8船左右招标,一船在7-8万吨之间。

三、氧化铝山西河南运行产能已经超过减产之前

截至 5 月底，山西地区氧化铝运行产能 1840 万吨，已经高于 23 年 9 月份的 1775 万吨，主要在于孝义 XAHG、山西 XFHG 等企业利用进口矿实现了产能恢复。而 4 月份因为矿石紧张而减产的 LLSZ 近期自备矿也大量复产，预计即将进入复产状态，那么山西地区运行产能或将再度增加约 60 万吨，而 JZXW 在赤泥库问题解决后由于企业停产较久，复产时间略有延迟，预计在六七月份逐步复产约 100 万吨。具体山西企业运行情况如下：

表1 山西地区氧化铝企业运行产能

企业名称	建成产能	2023年9月30日 开工产能	2024年2月29日 开工产能	2024年5月20日 开工产能	Q3预计	备注
企业1	260	160	160	160	160	
企业2	100	100	100	100	100	
企业3	280	280	210	280	280	
企业4	280	140	140	140	140	
企业5	80	80	80	80	80	
企业6	40	0	0	0	0	
企业7	120	120	120	60	120	4月份因为国产矿紧张，选择了减产，后续矿石回复或将复产
企业8	90	90	90	90	90	
企业9	0	0	0	0	0	
企业10	45	0	0	0	0	
企业11	340	110	110	220	220	4月份积累了部分矿石，以及集团的进口矿保供，选择复产
企业12	220	220	220	220	220	
企业13	90	55	90	90	90	
企业14	300	100	100	100	200	正在筹备复产中，但是设备停的有点久，推迟了一次时间，原计划5月底，现在尚不明确具体时间点。
企业15	300	300	300	300	300	
企业16	0	0	0	0	0	
企业17	110	0	0	0	0	
	2655	1755	1720	1840	2000	

数据来源：阿拉丁、百川、SMM

而河南地区，目前运行产能在 810 万吨左右，主要是 5 约底洛阳某企业因矿石恢复较好，国产矿恢复和进口矿增加，原料补充充足，选择了复产，产能增加了 60 万吨。具体情况如下：

表2 河南地区氧化铝企业运行产能

企业名称	建成产能	2023年9月30日 开工产能	2024年2月29日 开工产能	2024年5月20日 开工产能	Q3预计运行	备注
企业1	140	140	140	140	140	
企业2	40	20	0	0	0	
企业3	180	180	180	180	180	
企业4	200	200	150	200	200	
企业5	250	150	150	150	150	
企业6	55	45	0	0	0	23年底因为缺矿停产，后期矿山恢复后看情况
企业7	140	100	80	140	140	5月底因国产矿恢复和进口矿增加，原料补充充足，选择了复产
合计	1005	835	700	810	810	

数据来源：阿拉丁、百川、SMM

此外，重庆地区某大厂近期也已经技改完成，预计下半年新增 60 万吨左右，该企业计划年产量 430 万吨左右，那么提产时间预计在 7 月份前后。

综上所述，截至 5 月底，国内山西河南地区的运行产能已经超过了去年 9 月份之前的水平，氧化铝的供应增加较为明显，主要是内陆地区氧化铝厂通过各种资源的找补提升了产出，伴随内陆矿的不断恢复，生产会趋于稳定。根据阿拉丁的数据，截至 24 年 5 月 24 日，全国氧化铝运行产能在 8520 万吨，伴随近期山东检修结束、内陆氧化铝厂复产，预计运行产能在 6、7 月份逐渐增加至 8700~8750 万吨左右，到达去年的峰值水平，实现从产能视角来看的供需平衡（电解铝预计 7 月份达到 4330 万吨运行产能左右，理论上需要 8356 万吨氧化铝产能，叠加约 400 万吨/年的非冶金需求，基本达到平衡，但是高利润之下，超产的情况大概率发生，而且此前检修的产量也会补足，所以产量视角来看会相比产能宽松一些）。

四、三季度海外也有产能新增 未来过剩压力仍存

2024 年 Q3 主要是印度的 Vedanta 二期 150 万吨计划投产，其中一期的 150 万吨已经于 24 年 4 月份实现投产，而力拓此前减产的部分 120 万吨预计在 9 月份恢复生产，那么 3 季度末运行产能增加 270 万吨左右。

至于远期，具体如下表：

表3 未来海外氧化铝产能新增情况

地区	国家	企业	规划产能	建成产能	运行产能	2023年运行	2024年运行	2025年运行	2026年运行
东南亚	印尼	印尼南山宾坦	200	200	200	200	200	200	400
东南亚	印尼	安塔姆-Tayan	200	0	0		100	100	200
东南亚	印尼	天山	200	0	0			100	200
东南亚	印尼	锦江	450	0	0			100	100
南亚	印度	韦丹塔	500	200	350	200	500	500	500
南亚	印度	印度铝业公司	550	350	350	350	350	550	550
南亚	印度	印度国家铝业	310	230	210	210	210	310	310
合计			2410	980	1110	960	1360	1860	2260
变动						0	400	500	400

数据来源：阿拉丁、百川、SMM

表4 未来国内氧化铝产能新增情况

公司	地区	省份	城市	原有产能	新建	2024年	2025年	2026年	远期	当前进度
中铝华昇二期	华南	广西	防城港	200	200	200.00				计划2024年投产
广西龙州新翔生态铝业二期	华南	广西	崇左	100	70		70.00			扩建项目
特变电工	华南	广西	防城港	0	240		120	120		项目建设中
广投北海绿色生态铝项目	华南	广西	北海	0	400		200	200		一期项目正在建设中
东方希望新材料科技有限公司	西南	广西	北海	0	400		200.00		200	一期项目正在建设中，25年投
山东创源新材料	华东	山东	滨州	130	100	100.00				计划24年底投产
博赛	西南	重庆	重庆	400	60	60.00				技改扩建，24年下半年投产；
合计					1310	360	590	320	200	

数据来源：阿拉丁、百川、SMM

从远期来看，2024 年底至 2025 年初，除了上文描述的中国重庆的 60 万吨、印度的 150 万吨，力拓 120 万吨之外，国内分别有中铝广西华昇二期 200 万吨、印尼 Mempawah100 万吨计划投产，而 25 年内外合计较 24 年仍然有近千万吨产能释放，远期过剩压力较大，会进一步挤压中国内陆地区的氧化铝产能。

## 五、9-10 月份仓单再度集中到期

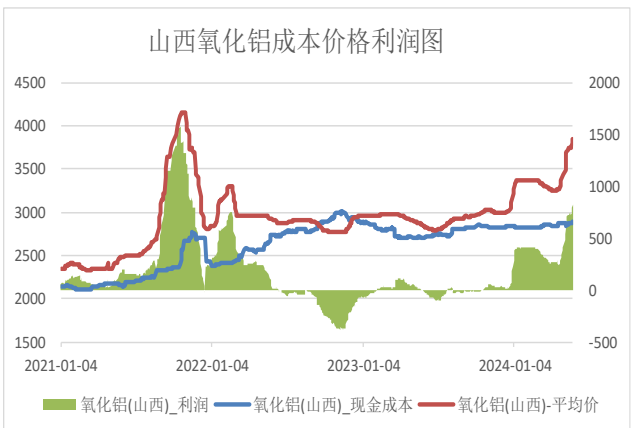
如下图，由于本轮基差从 4 月份开始明显放大，仓单主要是从 4 月下旬开始明显增加，据悉现如今西北地区仓单库容基本被预申报满了，那么实际的仓单要远多于当前已经入库的数据，那么根据仓单生产日期 6 个月的保质期，生产日期 2 个月之内注册的要求推测，仓单将会在 9、10 月份集中到期，那么将会在届时形成额外的供应，并且抑制盘面深度贴水现货市场。



图5：仓单变动与基差



图6：山西成本与利润



数据来源：IFIND、SMM

## 五、行业利润较高 估值处于高位

由于当前有色市场的氛围较强以及此前氧化铝存在供需缺口，市场价格不断地上涨，期现套利的投机需求带动现货跟涨，下游电解铝厂被动接受当前的高价格。当前氧化铝行业利润处于高位。根据阿拉丁数据显示，2024年4月份氧化铝4月份氧化铝加权平均成本为2749元/吨，其中山西地区氧化铝加权完全成本2873元/吨左右；河南地区氧化铝加权完全成本3040元/吨左右；山东地区氧化铝加权完全成本2680元/吨左右；广西地区氧化铝加权完全成本2580元/吨左右。截止5月24日，山西氧化铝生产实时利润在800元/吨左右。

## 六、交易策略

**交易逻辑：**目前处于强现实弱预期转换的阶段，价格已经伴随强现实涨至高位，弱预期的逻辑伴随高估值加速到来，所以预计当下是氧化铝生产企业锁定高生产利润的较好的价格区间。而目前由于交易氛围较好，持仓量增加明显，盘面结构呈现正向近低远高的结构，也有利于套保空头的移仓。

三季度来看，供需虽然改善，但是仍需要维持一定的利润来支持氧化铝企业生产实现平衡，但是三季度后伴随海外产能恢复和仓单到期涌出补充市场供应，预计价格将会进一步下移。

**单边：**建议近期在4000元~4200元/吨之间陆续入场卖保，第一目标位在三季度3500~3700元/吨，第二目标位在四季度3200~3400元/吨附近，即河南部分氧化铝企业

高边际成本附近。风险管理方面，建议套保企业做为远期产量锁定利润的头寸长期持有，做好仓位管理；投机头寸建议背靠前高 4300 元/吨附近设置止损或者逻辑不及预期出现风险点的时候主动止损，根据 09 合约 5 月 28 日收盘价 4060 元/吨来看，最大收益预计在 860 元/吨，投机头寸最大亏损（根据预计止损位）预计在 240 元/吨，盈亏比 3.6:1。

**风险点：**走强现实的逻辑有色金属牛市共振上涨；氧化铝企业恢复/投产不及预期；矿石恢复不及预期等。



## 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

## 联系方式

**银河期货有限公司 大宗商品研究所**

北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

全国统一客服热线：400-886-7799

公司网址：www.yhqh.com.cn