



中信期货  
CITIC Futures

中信期货研究 | 有色与新材料 2025 年度策略报告（氧化铝&铝）

2024-11-17

# 产业利润向上游转移，25 年或是变盘之年

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号

## 报告要点

氧化铝春节前供需难反转，25 年新投产若能顺利落地将扭转供需，但供应提升节奏上有不确定性。2025 年原铝市场供需缺口预计将继续扩大，受电力制约，枯水期供给端扰动预计仍较多，预计沪铝主力价格震荡偏强。

## 摘要：

**主要结论：**氧化铝春节前供需仍难反转，乐观情况下春节后新投产能逐步释放，若规划中的超 1000 万吨新建产能能够落地，2025 年整体供需将转向宽松，预计 2025 年氧化铝主力价格前高后低，价格区间 3300（动态成本）-6000 元/吨，价格区间跨度较大，但需注意前期的供应恢复节奏仍有很大变数，且进口矿供应扰动较多。2025 年原铝市场供需缺口预计将继续扩大，受电力制约，枯水期供给端扰动预计仍较多，预计沪铝主力价格震荡偏强，核心区间为 19500-24000 元/吨。

**供应上：**国产矿复产预期较低，整体用矿重心仍将在进口矿，预计 2025 年进口矿增量约 2000 万吨，但几内亚扰动不断，或对矿石供应节奏造成影响，氧化铝端 2025 年将有超 1000 万吨的新产能投产，但在前期的一些投产项目，其矿石供应稳定性以及装置稳定性仍有变数，预计 2024 年氧化铝供应量（产量+净进口）8574 万吨，同比+0.9%，2025 年氧化铝供应量 9100 万吨，同比+6.1%。对于电解铝，2025 年，国内新投产产能规模约 42 万吨（产能置换后的净增量），主要集中在青海、新疆、内蒙。除此之外仍有不少项目等待置换。乐观情况下，如果产能能够顺利投产，2025 预计电解铝年底运行产能达 4442 万吨，接近产能天花板的位置，预计产量达到 4422.8 万吨，同比增幅 2%。

**消费上：**2025 年全年角度看，消费主版块房地产（-69）、家电（+23）、光伏（+81）、交通运输（+35）、高压输变电用铝（+46）、未锻造铝及铝材的出口（-100），合计用铝增长 16.4 万吨，增速约 0.4%。

**供需平衡上：**预计 2024 年氧化铝供应量（产量+净进口）8574 万吨，同比+0.9%，需求量（冶金级+非冶金级）8818 万吨，同比+3.9%，2025 年氧化铝供应量 9100 万吨，同比+6.1%，需求量 9014 万吨，同比+2.2%。预计 2024 年短缺 244 万吨，2025 年过剩 86 万吨，供需由紧缺转向宽松。2025 国内电解铝产出预估为 4423 万吨，对应增长 2.0%，进口量 175 万吨，总供应量 4598 万吨，对应增速-0.3%，消费预估 4632 万吨，对应增速 0.4%。预计 2025 国内供需短缺量在 34 万吨左右。

## 有色与新材料团队

研究员：

李苏横  
从业资格号：F03093505  
投资咨询号：Z0017197

郑非凡  
从业资格号：F03088415  
投资咨询号：Z0016667

何妍  
从业资格号：F03128282  
投资咨询号：Z0020224

白帅  
从业资格号：F03093201  
投资咨询号：Z0020543

**重要提示：**本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

**节奏上：**当前节点海外矿石扰动未落地，春节前是氧化铝季节性减产的高峰期，产量难持续上涨，而下游电解铝多数库存接近警戒天数且尚未充分补库，春节前供需难真正反转。展望 2025 年氧化铝的供需，尽管规划中超 1000 万吨的产能若能顺利落地会带动供需逆转，但考虑到矿石供应稳定性以及装置稳定性，尤其在前期，不易过早过深计价宽松预期。且由于前期长单有拖欠，即使供需上看到一些边际改善，传导到现货市场或仍有时间上的错配。电解铝端阶段性的供需变化需要关注铝冶炼减复产的节奏。预计随着减产的落地，现货升水和沪铝结构都将有一定支撑，到 12 月底铝去库预期仍较强，可能存在阶段性做多价差的机会。2025 年预计库存转为先累积后将逐步去化。鉴于结转库存偏低的现状，预计至春节前后累库绝对数量至 135 万吨，仍旧是处于历史同期的低位水平，但累库趋势预计持续至 3 月中旬，低库存格局预计在 3 月以后转变。低库存状态及旺季再度去库的预期使得现货坚挺，沪铝短端表现优于长端，换言之，back 结构大概率持续至 2 月份，预计在 3 月份以后该结构随着库存变动出现松动。

**操作上：**氧化铝正套仍建议滚动参与，但月差波动较大，暂以短线操作为主；单边上春节前仍建议以偏强思路对待，但近期持仓量变化对盘面影响较大，建议近月多头根据现货价格变化、持仓量变化、扰动落地情况、新产能投放情况把握止盈节奏，当前远月多空博弈剧烈，供应恢复节奏尚有不不确定性，远月单边空头建议暂时等待，在下游冬储临近结束以及新投产释放较为确定之前，择机介入。此外，尽管理论上春节前后就会看到部分新产能的投放，但从目前企业的爬产情况来看，装置稳定性和矿石到位情况是制约新产能投产和满产的两个重要因素。因此在前期，不易对宽松预期计价过早过深。若投产前期空头力量过强盘面跌至成本线附近，或可关注估值修复机会。电解铝建议跟进消费表现及库存拐点，逢低以低吸为主；结构上，库存或随时间推移去化至低点，且低库存格局或将维持至节前，建议关注库存拐点，滚动布局跨期正套；内外比值倾向于维持低位，建议滚动布局跨市正套。

**风险因素：**国内政策超预期、供应扰动、政策扰动（铝材出口调整等）

## 目录

摘要：	1
-----	---

一、2024 年氧化铝&铝市场回顾:	5
1.1 氧化铝市场回顾	5
1.2 电解铝市场回顾	5
二、2025 年氧化铝&铝观点和核心逻辑	6
三、矿石对外依赖度进一步提升	8
3.1 国产矿复产进度缓慢	8
3.2 进口矿仍有增量，但未来矿石扰动或频发	9
3.3 对外依赖度进一步增加，矿石价格或仍将继续上涨	10
四、25 年大量产能规划投放，但投产节奏尚有变数	11
4.1 2025 年国内有超 1000 万吨规划产能	11
4.2 复产产能空间有限，后续供应端主要看新投产	11
4.3 海外供应扰动叠加常态化出口，净出口格局或将持续维持	12
4.4 氧化铝国内外现货价格持续上涨，长单交付紧张库存持续去化	13
4.5 春节前供需难反转，25 年供需宽松预期不易过早过深计价	14
五、海外电解铝产能稳步增长，国内产能进一步接近产能天花板	15
5.1 2025 年海外电解铝产能将稳步抬升，2025 年供应增长预计为 4.4%	15
5.2 部分电解铝亏损减产，全年产量预估 4334 万吨	16
5.3 2025 年国内电解铝供应	16
5.4 铝锭及铝合金进口量将边际下滑	17
六、地产拖累效应减弱，2025 年铝消费增速或回落至 0.4%	18
6.1 终端需求板块表现强劲，2024 年国内消费增速约 4.7%	19
6.2 美国补库周期 VS 中国铝材出口退税取消，2025 年出口量或明显下滑	19
6.3 地产拖累效应减弱，消费品以旧换新带动家电用铝需求	20
6.4 光伏装机需求可观，预计提供用铝增量 81 万吨	21
6.5 电网依赖政策，用铝需求有望增加 46 万吨	22
6.6 新能源汽车加速对燃油车的替代，用铝量将贡献 35 万吨增量	23
6.7 消费小结：2025 全年增速下滑至 0.4%	23
七、展望：2025 供需平衡、结构与价格	24
7.1 2025 国内供应缺口将进一步扩大	24
7.2 电解铝库存拐点出现支撑现货价格走高	24
免责声明	26

## 图表目录

图表 1: 2024 年氧化铝走势复盘（元/吨）	5
图表 2: 沪铝连三和 LME3 个月铝（元/吨、美元/吨）	6
图表 3: 中国铝土矿产量（万吨）	8
图表 4: 分省份铝土矿产量（万吨）	8
图表 5: 铝土矿进口量（万吨）	9
图表 6: 中国自几内亚铝土矿进口量（万吨）	9
图表 7: 中国铝土矿对外依赖度	10
图表 8: 中国铝土矿库存（万吨）	10
图表 9: 铝土矿进口量（万吨）	10
图表 10: 中国自几内亚铝土矿进口量（万吨）	10
图表 11: 国内氧化铝投产进度表（万吨）	11
图表 12: 全球冶金级氧化铝产量（万吨）	11
图表 13: 中国冶金级氧化铝产量（万吨）	11
图表 14: 国内氧化铝运行产能	12
图表 15: 氧化铝分省份产量（万吨）	12

图表 16: 氧化铝进口量 (万吨)	12
图表 17: 氧化铝出口量 (万吨)	12
图表 18: 氧化铝净进口 (万吨)	13
图表 19: 氧化铝进口盈亏 (元/吨)	13
图表 20: 氧化铝现货价格 (元/吨、美元/吨)	13
图表 21: 晋豫氧化铝利润 (元/吨)	13
图表 22: 氧化铝非期货库存 (万吨)	14
图表 23: 氧化铝虚实比	14
图表 24: 氧化铝供需平衡表 (万吨)	15
图表 25: 全球电解铝产量 (万吨)	16
图表 26: 海外电解铝产量 (万吨)	16
图表 27: 海外电解铝待投项目 (万吨)	16
图表 28: 2025 年国内电解铝新增项目 (万吨)	17
图表 29: 国内电解铝运行产能 (万吨)	17
图表 30: 国内电解铝日均产量预估 (万吨)	17
图表 31: 国内电解铝月产量预估 (万吨)	17
图表 32: 国内电解铝产量同比增速 (%)	17
图表 33: 铝进口窗口阶段性打开 (元/吨)	18
图表 34: 原铝铝合金净进口数量 (万吨)	18
图表 35: 废铝与合金进口高位 (万吨)	18
图表 36: 合金与铝锭价差走强 (元/吨)	18
图表 37: 未锻造铝及铝材出口 (万吨)	20
图表 38: 未锻造铝及铝材出口预估 (万吨)	20
图表 39: 地产数据同比增速 (%)	21
图表 40: 房地产开发投资完成额 (%)	21
图表 41: 家电产量增速 (%)	21
图表 42: 家电出口数量 (万台)	21
图表 43: 光伏新增装机容量 (GW)	22
图表 44: 国内光伏新增装机预测 (GW)	22
图表 45: 光伏-中国组件产量 (GW)	22
图表 46: 光伏-中国组件出口量 (GW)	22
图表 47: 光伏-中国组件产量预测 (GW)	22
图表 48: 光伏-中国组件出口量预测 (GW)	22
图表 49: 新增 220 千伏及以上线路长度 (KM)	23
图表 50: 电网基本建设投资完成额 (亿元)	23
图表 51: 国内汽车产量预估 (万辆)	23
图表 52: 燃油车及新能源车产量预估 (万吨)	23
图表 53: 电解铝表观消费预估 (万吨)	24
图表 54: 电解铝库存变动预估 (万吨)	24
图表 55: 铝国内年度供需平衡表	24
图表 56: 铝全球年度供需平衡表	24
图表 57: 电解铝库存拐点将现 (万吨)	25
图表 58: 沪铝现货回升至 back (万吨)	25



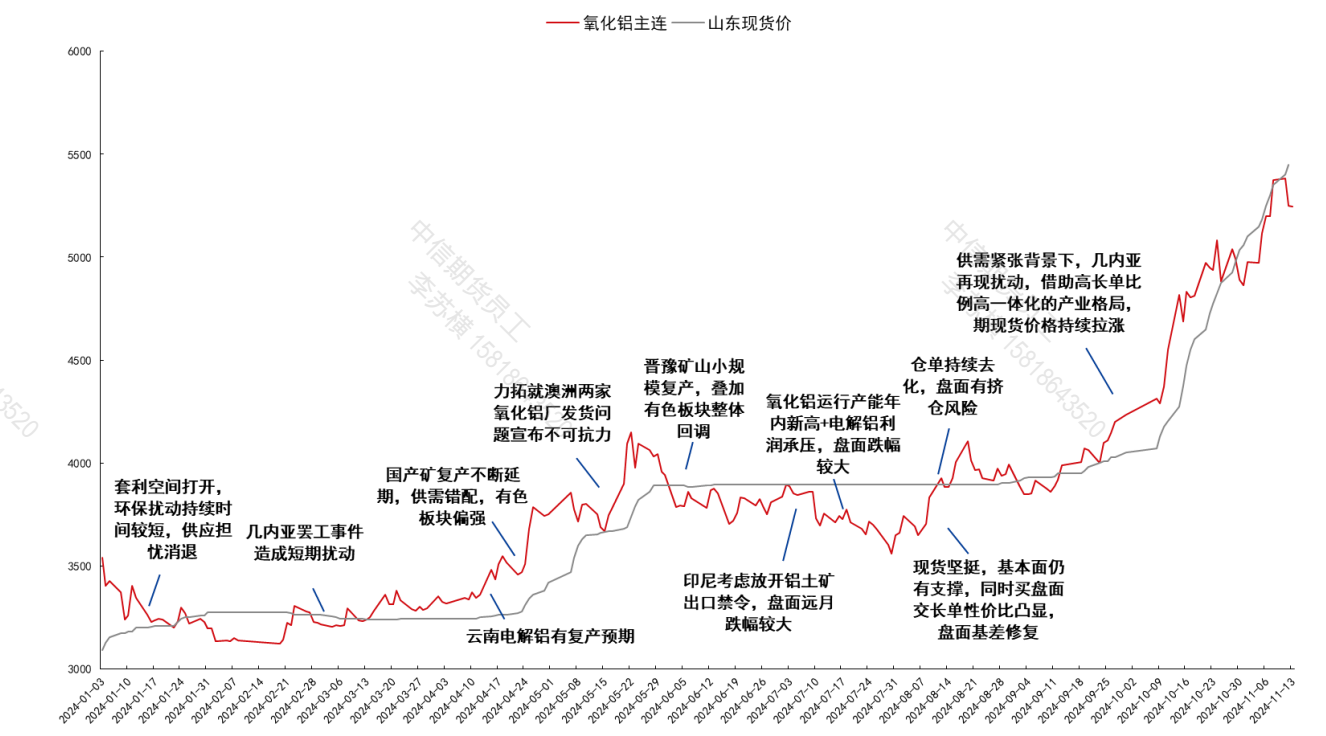
## 一、2024 年氧化铝&铝市场回顾：

### 1.1 氧化铝市场回顾

截至 2024 年 11 月 13 日，氧化铝期货主力收盘价较年初上涨超 71%。

全年来看，氧化铝在供需紧张的背景下，凭借高一体化高长单比例现货稀缺的产业特性，期现上涨十分明显。年初几内亚油库爆炸事件和国内环保扰动的情绪短暂消退后，随着电解铝同比提前三个月复产以及国产矿复产不断延期，供需错配的矛盾不断放大，氧化铝迎来了第一次流畅的上涨；年中随着晋豫矿山小规模复产叠加有色整体回调，氧化铝高位回落；7 月上旬印尼传出禁矿政策放松的可能，氧化铝盘面由微幅 contango 转向深度 back，且氧化铝盘面一度情绪性杀跌破位，但由于基本面依然偏紧，现货价格坚挺，盘面的下跌带来了买盘面交长单的性价比，盘面再度拉升；进入四季度，海内外扰动不断，下游刚需补库的意愿强烈，但现货和仓单稀少，盘面投机度不断抬高，氧化铝盘面不断突破新高。

图表1：2024 年氧化铝走势复盘（元/吨）



资料来源：Wind、SMM、中信期货研究所

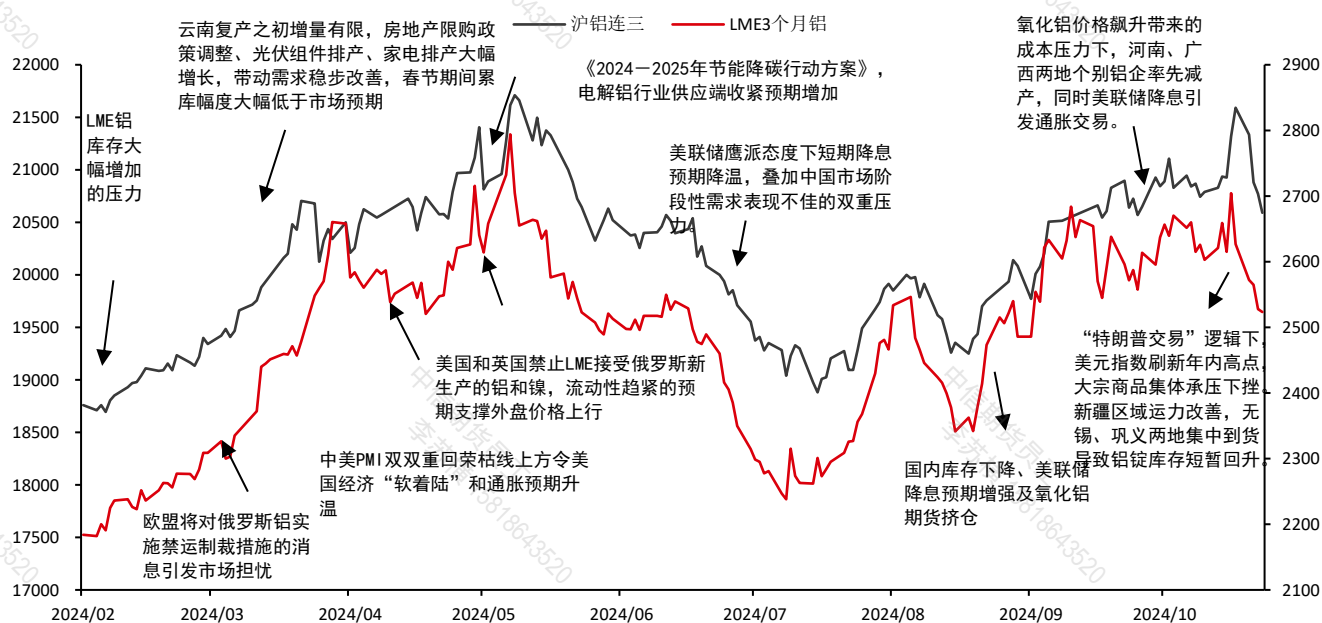
### 1.2 电解铝市场回顾

截至 2024 年 11 月 15 日，沪铝和伦铝价格较年初首个交易日分别上涨 5% 和 9%。回顾 2024 年，1 月初原料氧化铝市场炒作情绪释放后逐渐回归理性，叠加 LME 铝库存大幅增加的壓力，铝价承压下行。春节期间，铝累库幅度大幅低于市场预期，节后铝下游需求回升，铝水比例维持偏高水平，期价再度回升。3 月云

## 中信期货有色与新材料 2025 年度策略报告（氧化铝&铝）

南复产陆续启动，然云南复产之初增量有限，房地产限购政策调整、光伏组件排产、家电排产大幅增长，带动需求稳步改善，铝价维持上行趋势。4 月公布的 3 月中美 PMI 双双重回荣枯线上方令美国经济“软着陆”和通胀预期升温，与此同时 4 月中旬美国和英国禁止 LME 接受俄罗斯新生产的铝和镍，流动性趋紧的预期支撑国内外价格。5 月商品房“以旧换新”等房地产市场的政策出台，国务院印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》，电解铝行业供应端收紧预期增加，铝价维持强势运行。6 月 7 月至美联储鹰派态度下短期降息预期降温，叠加中国市场阶段性需求表现不佳的双重压力。8 月国内库存下降、美联储降息预期增强及氧化铝期货挤仓，再度推升铝价。9-11 月份美联储降息靴子落地，铝锭显性库存快速下降，铝价延续反弹。11 月至今，“特朗普交易”逻辑下，美元指数刷新年内高点，大宗商品集体承压下挫，新疆区域运力改善，无锡、巩义两地集中到货导致铝锭库存短暂回升，铝价再度回落。

图表2：沪铝连三和 LME3 个月铝（元/吨、美元/吨）



资料来源：Wind、中信期货研究所

## 二、2025 年氧化铝&铝观点和核心逻辑

氧化铝春节前供需仍难反转，乐观情况下春节后新投产产能将逐步释放，若规划中的超 1000 万吨新建产能能够落地，2025 年整体供需将转向宽松，预计 2025 年氧化铝主力价格前高后低，价格区间 3300（动态成本）-6000 元/吨，价格区间跨度较大，但需注意前期的供应恢复节奏仍有很大变数，且进口矿供应扰动较多。2025 年原铝市场供需缺口预计将继续扩大，受电力制约，枯水期供给端扰动预计仍较多，预计沪铝主力价格震荡偏强，核心区间为 19500-24000 元/吨。

主要逻辑为：

宏观上，2025 年美国经济增长有韧性，预计美联储将继续降息，信贷标准

## 中信期货有色与新材料 2025 年度策略报告（氧化铝&铝）

将进一步转松，有助于降低融资成本，促进信贷扩张，进而支撑总需求扩张；国内主要面临需求缺口较大，物价承压问题，财政端有进一步发力的预期，政府展现稳增长决心，货币政策有助于降低利息负担，财政政策需加力缓解需求不足。2025 年财政将加大对设备更新的支持，扩大消费品以旧换新规模，加大地方转移支付，加强对科技创新、民生等重点领域投入保障力度。中美关系或再度紧张，特朗普展示了对华强硬的敌对态度，承诺将在贸易、投资、产业等领域对华持续施加打压。

供应上，国产矿复产预期较低，整体用矿重心仍将在进口矿，预计 2025 年进口矿增量约 2000 万吨，但几内亚扰动不断，或对矿石供应节奏造成影响，氧化铝端 2025 年将有超 1000 万吨的新产能投产，但在前期的一些投产项目，其矿石供应稳定性以及装置稳定性仍有变数，预计 2024 年氧化铝供应量（产量+净进口）8574 万吨，同比+0.9%，2025 年氧化铝供应量 9100 万吨，同比+6.1%。

对于电解铝，2025 年，国内新投产产能规模约 42 万吨（产能置换后的净增量），主要集中在青海、新疆、内蒙。除此之外仍有不少项目等待置换。乐观情况下，如果产能能够顺利投产，2025 预计电解铝年底运行产能达 4442 万吨，接近产能天花板的位置，预计产量达到 4422.8 万吨，同比增幅 2%。

消费上，2025 年全年角度看，消费主版块房地产（-69）、家电（+23）、光伏（+81）、交通运输（+35）、高压输变电用铝（+46）、未锻造铝及铝材的出口（-100），合计用铝增长 16.4 万吨，增速约 0.4%。

供需平衡上，预计 2024 年氧化铝供应量（产量+净进口）8574 万吨，同比+0.9%，需求量（冶金级+非冶金级）8818 万吨，同比+3.9%，2025 年氧化铝供应量 9100 万吨，同比+6.1%，需求量 9014 万吨，同比+2.2%。预计 2024 年短缺 244 万吨，2025 年过剩 86 万吨，供需由紧缺转向宽松。

2025 国内电解铝产出预估为 4423 万吨，对应增长 2.0%，进口量 175 万吨，总供应量 4598 万吨，对应增速-0.3%，消费预估 4632 万吨，对应增速 0.4%。预计 2025 国内供需短缺量在 34 万吨左右。

节奏上，当前节点海外矿石扰动未落地，春节前是氧化铝季节性减产的高峰期，产量难持续上涨，而下游电解铝多数库存接近警戒天数且尚未充分补库，春节前供需难真正反转。展望 2025 年氧化铝的供需，尽管规划中超 1000 万吨的产能若能顺利落地会带动供需逆转，但考虑到矿石供应稳定性以及装置稳定性，尤其在前期，不易过早过深计价宽松预期。且由于前期长单有拖欠，即使供需上看到一些边际改善，传导到现货市场或仍有时间上的错配。

电解铝端阶段性的供需变化需要关注铝冶炼减产的节奏。预计随着减产的落地，现货升水和沪铝结构都将有一定支撑，到 12 月底铝去库预期仍较强，可能存在阶段性做多价差的机会。2025 年预计库存转为先累积后将逐步去化。鉴于结转库存偏低的现状，预计至春节前后累库绝对数量至 135 万吨，仍旧是处于历史同期的低位水平，但累库趋势预计持续至 3 月中旬，低库存格局预计

在 3 月以后转变。低库存状态及旺季再度去库的预期使得现货坚挺，沪铝短端表现优于长端，换言之，back 结构大概率持续至 2 月份，预计在 3 月份以后该结构随着库存变动出现松动。

操作上，氧化铝正套仍建议滚动参与，但月差波动较大，暂以短线操作为主；单边上春节前仍建议以偏强思路对待，但近期持仓量变化对盘面影响较大，建议近月多头根据现货价格变化、持仓量变化、扰动落地情况、新产能投放情况把握止盈节奏，当前远月多空博弈剧烈，供应恢复节奏尚有不不确定性，远月单边空头建议暂时等待，在下游冬储临近结束以及新投产释放较为确定之前，择机介入。此外，尽管理论上春节前后就会看到部分新产能的投放，但从目前企业的爬产情况来看，装置稳定性和矿石到位情况是制约新产能投产和满产的两个重要因素。因此在前期，不易对宽松预期计价过早过深。若投产前期空头力量过强盘面跌至成本线附近，或可关注估值修复机会。

电解铝建议跟进消费表现及库存拐点，逢低以低吸为主；结构上，库存或随时间推移去化至低点，且低库存格局或将维持至节前，建议关注库存拐点，滚动布局跨期正套；内外比值倾向于维持低位，建议滚动布局跨市正套。

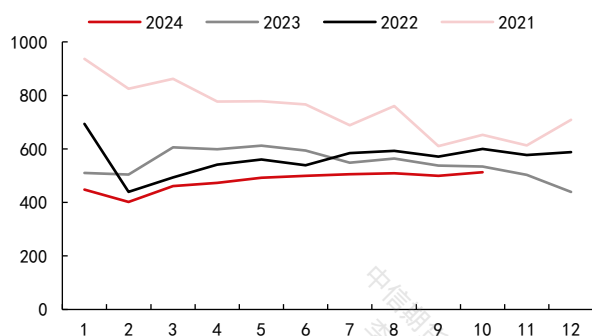
### 三、矿石对外依赖度进一步提升

#### 3.1 国产矿复产进度缓慢

10 月我国铝土矿产量 512.9 万吨，环比+2.6%，同比-4.0%。1-10 月累计产量 4802.3 万吨，同比-14.4%。

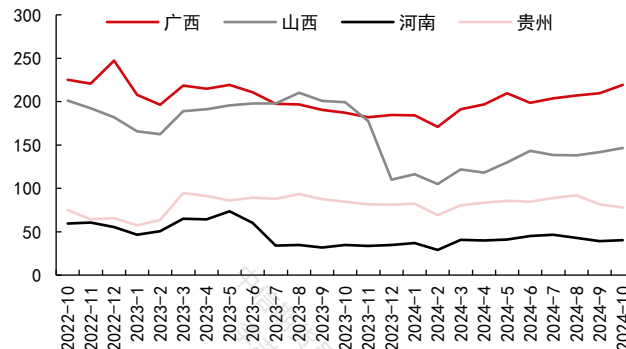
10 月山西铝土矿产量 146.7 万吨，环比+3.4%，同比-26.4%，1-10 月累计产量 1299.7 万吨，同比-31.9%。10 月河南铝土矿产量 40.3 万吨，环比+2.7%，同比+16.2%，1-10 月累计产量 401.2 万吨，同比-19.0%。

图表3：中国铝土矿产量（万吨）



资料来源：SMM、中信期货研究所

图表4：分省份铝土矿产量（万吨）



资料来源：SMM、中信期货研究所

环保和安监，一直是制约国产矿提量的两个主要因素。

环保主要是露天矿的复垦问题，这是一个长期性的问题，也是导致河南许多露天矿难以复产的主要原因。后续来看，这部分环保压力将持续存在，因此



河南地区国产矿的复产，难度相对较大。

安监主要是因一些煤矿和非煤矿山事故，带来的整体安监氛围提升。如山西从去年年底发生了煤矿事故后，今年年初再次发生煤矿事故，导致安监升级，全省的煤矿和非煤矿都受到影响。

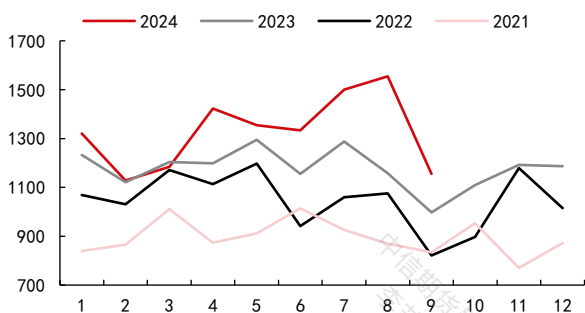
考虑环保和安监是两个长期且严格的制约，因此对于后续国产矿的复产预期，不易过分乐观。

### 3.2 进口矿仍有增量，但未来矿石扰动或频发

2023 年，我国进口铝土矿 14164 万吨，同比增长 13%。其中从几内亚、澳大利亚分别进口 9932.5、3461.1 万吨，同比+41%、+2%，合计占比 95%。

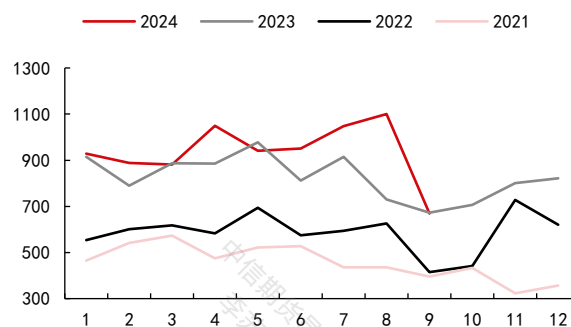
9 月我国铝土矿进口 1155 万吨，环比-25.7%，同比+15.8%，1-9 月份累计进口 11952 万吨，累计同比+12.2%。9 月我国自几内亚进口铝土矿 669 万吨，同比-0.5%，环比 39.2%，1-9 月份累计进口 8458 万吨，累计同比+11.5%。

图表5：铝土矿进口量（万吨）



资料来源：SMM、中信期货研究所

图表6：中国自几内亚铝土矿进口量（万吨）



资料来源：SMM、中信期货研究所

如无特殊情况，预计 2025 年进口矿仍将有约 2000 万吨的增量，但必须注意的是，近年来海外矿石，除了有像去年底油库爆炸事件的客观扰动外，也有几内亚、澳大利亚等矿石主产地官方层面的主观扰动。

十月上旬，阿联酋环球铝业公司 (EGA) 称，其子公司几内亚氧化铝公司 (GAC) 的铝土矿出口已被海关暂停。一个月后，其矿石到港口的铝土矿运输也被冻结。GAC 约 1500 万吨的产能，有一半左右是发运到中国，在扰动落地前，势必会减缓几内亚矿石发运的季节性回升。

十一月上旬，澳大利亚铝业委员会 (Australian Aluminium Council) 再次发声，建议将铝土矿、氧化铝和铝正式纳入澳大利亚的关键矿产清单。

因此明年整体的矿石供应节奏上，可能有较大变数，尤其明年氧化铝的新建产能，原料基本由几内亚矿石供应，其投产或者满产节奏，或会受矿石供应稳定性影响。

## 中信期货有色与新材料 2025 年度策略报告（氧化铝&铝）

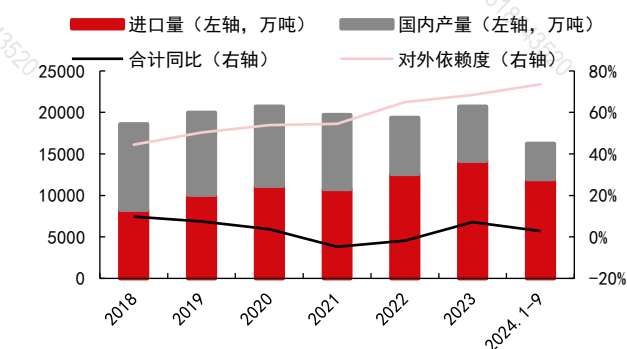
### 3.3 对外依赖度进一步增加，矿石价格或仍将继续上涨

2023 年，国产矿产量 6551.6 万吨，进口铝土矿 14164.7 万吨，合计总供应 20716.3 万吨，同比增长 7%，对外依赖度 68%，同比增长 3pct。1-9 月我国矿石对外依赖度 74%，相比 2023 年增加 6pct。1-9 月几内亚矿石占总供应的 52%，相比 2023 年增加 4pct。

由于国产矿石的紧缺，山西和河南部分氧化铝厂从二季度开始提高进口矿的掺用比例，以维持运行产能，但晋豫这些内陆地区提高进口矿用量不仅会提升成本，还会对产品的合格率造成一定影响。

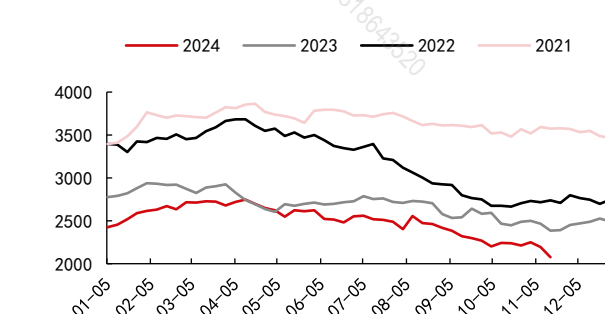
考虑到前述国产矿的复产预期难乐观，后续整体的矿石对外依赖度将不断提高，矿石安全的问题或会逐渐显现。

图表7：中国铝土矿对外依赖度



资料来源：SMM、中信期货研究所

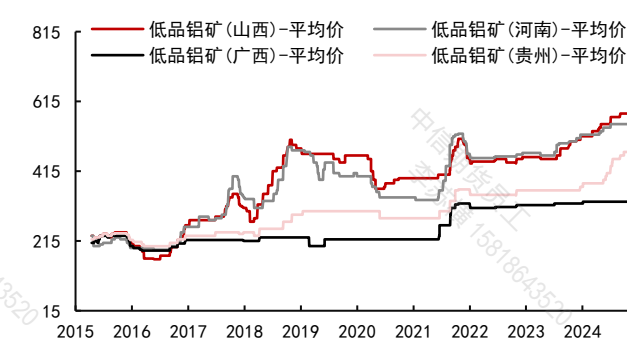
图表8：中国铝土矿库存（万吨）



资料来源：百川盈孚、中信期货研究所

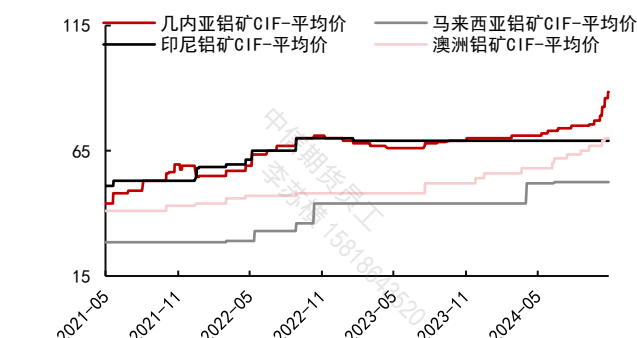
价格方面，十月之前的矿石价格涨幅相对氧化铝比较克制，主因氧化铝端对矿石的议价能力较强，且多数矿石为相关企业的权益矿。但十月之后，随着氧化铝价格和利润的大幅抬升，矿石价格上涨明显。这里面既有正常的需求因素，也有高利润刺激下，部分没有矿石长单的企业希望满产甚至超产，不介意采购部分高价的进口矿。在国产矿复产预期较低、海外扰动频发的背景下，在氧化铝利润没有大幅回落前，矿石价格或仍有进一步上行的可能，进而带动氧化铝整体成本的抬升。

图表9：铝土矿进口量（万吨）



资料来源：SMM、中信期货研究所

图表10：中国自几内亚铝土矿进口量（万吨）



资料来源：SMM、中信期货研究所

## 四、25 年大量产能规划投放，但投产节奏尚有变数

### 4.1 2025 年国内有超 1000 万吨规划产能

根据阿拉丁数据，截至 2024 年 11 月，国内氧化铝建成产能突破亿吨达到 10502 万吨。海外氧化铝建成产能 7933 万吨。2024 年 Q4 几乎没有新产能投放，但展望 2025 年，乐观情况下国内有超 1000 万吨规划产能，国外有 700 万吨规划产能。尽管理论上春节前后就会看到部分新产能的投放，但从目前企业的爬产情况来看，装置稳定性和矿石到位情况是制约新产能投产和满产的两个重要因素。因此在前期，不易对宽松预期计价过早过深。

图表11：国内氧化铝投产进度表（万吨）

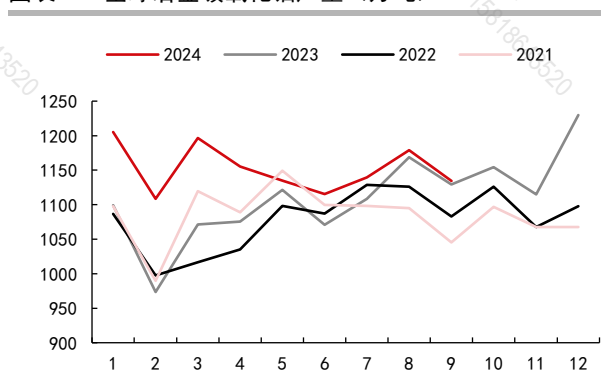
	24.11	24.12	25.01	25.02	25.03	25.04	25.05	25.06	25.07	25.08	25.09	25.10	25.11	25.12	合计
沾化置换	100	-50	100		-50		100	50	-50						200
华昇二期			100			100									200
创源新材					100										100
鲁北海生									50						50
文丰新材						120	120			120		120			480
九龙万博												100			100
广投临港														100	100
合计	100	-50	200	0	50	220	220	50	0	120	0	220	0	100	1230

资料来源：SMM、阿拉丁、中信期货研究所

### 4.2 复产产能空间有限，后续供应端主要看新投产

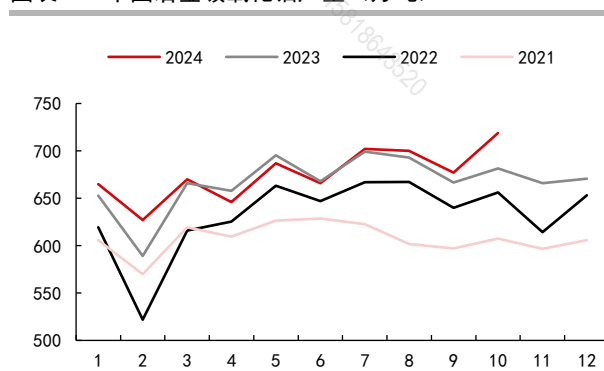
根据阿拉丁数据，2024 年 1-9 月全球冶金级氧化铝产量 10369 万吨，同比增长 5.6%。中国 1-10 月冶金级氧化铝产量 6759 万吨，同比增长 2%。

图表12：全球冶金级氧化铝产量（万吨）



资料来源：阿拉丁、中信期货研究所

图表13：中国冶金级氧化铝产量（万吨）



资料来源：阿拉丁、中信期货研究所

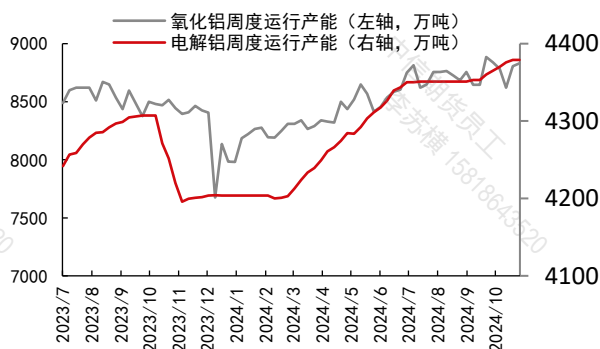
自 2023 年 12 月以来，受矿石供应紧张、环保扰动等因素影响导致的减停产产能较多。以阿拉丁的周度运行产能去观测，高峰时期产能环比下降超过 700 万吨。期间减停产产能以环保扰动为主，而因矿石问题导致的减停产主要集中在山西和河南。环保扰动持续的时间多以周为单位，影响周期不长。元旦节后，山东滨州、河南郑州、焦作、洛阳等城市便陆续解除重污染天气预警，相应此前减停产产能开始逐步恢复。而对于因矿石问题减产的产能，去年年末预期矿

## 中信期货有色与新材料 2025 年度策略报告（氧化铝&铝）

山会在年后或者两会后集中复产，但实际矿山复产不断延迟，受制于此，上半年多数时间氧化铝运行产能在 8300 万吨附近波动，直到 5 月中下旬，随着晋豫有小规模的矿山复产、部分检修结束以及晋豫地区开始提高进口矿使用比例，氧化铝运行产能才逐步爬升。

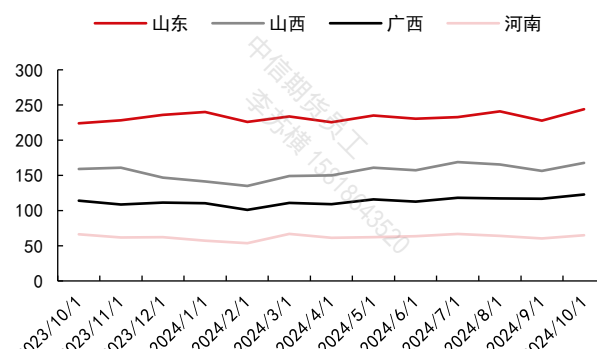
尽管近期看到部分企业希望超产赚取更多利润，但从往年的常规运行产能来看，部分产能本身就处于长期停产的状态，叠加采暖季的季节性扰动，春节前的运行产能，或难流畅提升。

图表14：国内氧化铝运行产能



资料来源：SMM、中信期货研究所

图表15：氧化铝分省份产量（万吨）



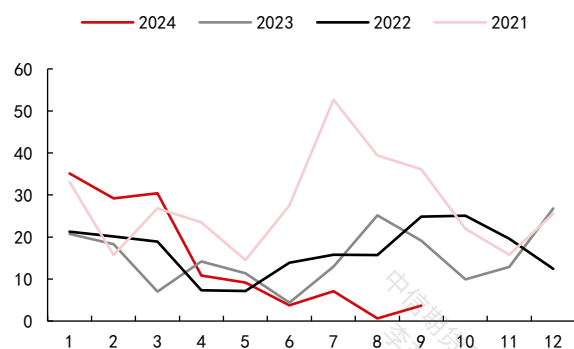
资料来源：SMM、中信期货研究所

### 4.3 海外供应扰动叠加常态化出口，净出口格局或将持续维持

2024 年 9 月氧化铝进口 3.7 万吨，环比+487%，同比-81%。9 月氧化铝出口 13.5 万吨，环比-5.7%，同比+56%。2024 年 1-9 月，氧化铝共计进口 129.9 万吨，同比-2.5%，共计出口 123.6 万吨，同比+32.7%。

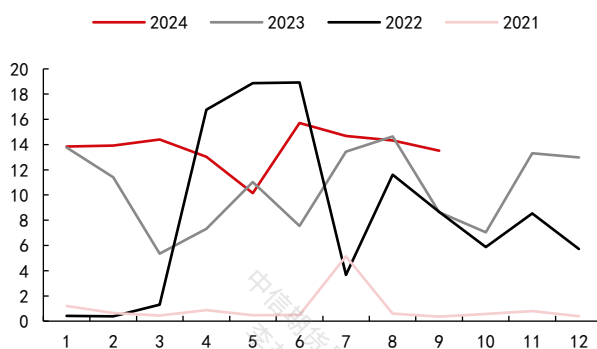
2024 年 9 月氧化铝净进口-9.8 万吨。2023 年 1-8 月氧化铝共计净进口 6.3 万吨。

图表16：氧化铝进口量（万吨）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表17：氧化铝出口量（万吨）



资料来源：Wind、中信期货研究所

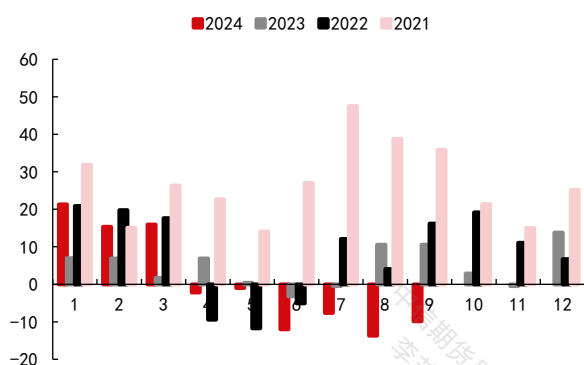
今年以来，我们一方面看到了海外供应扰动带来的区域性紧张，另一方面也看到了一些俄铝控股文丰、海外铝厂招标中标带来的常态化出口。下半年开始，海外价格涨势更为猛烈，进口窗口持续关闭，预计后续即使海外有一些扰



## 中信期货有色与新材料 2025 年度策略报告（氧化铝&铝）

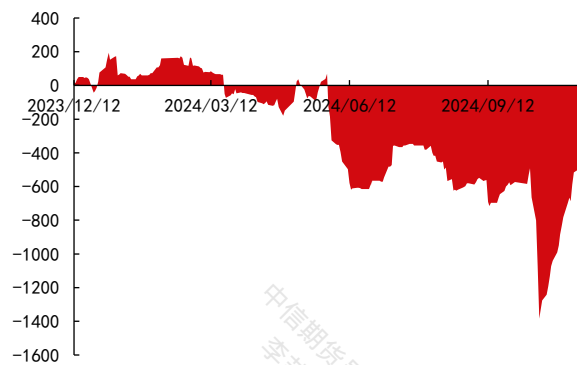
动落地，但在常态化出口以及国内氧化铝新产能大量释放的背景下，净出口仍将继续维持。

图表18：氧化铝净进口（万吨）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表19：氧化铝进口盈亏（元/吨）



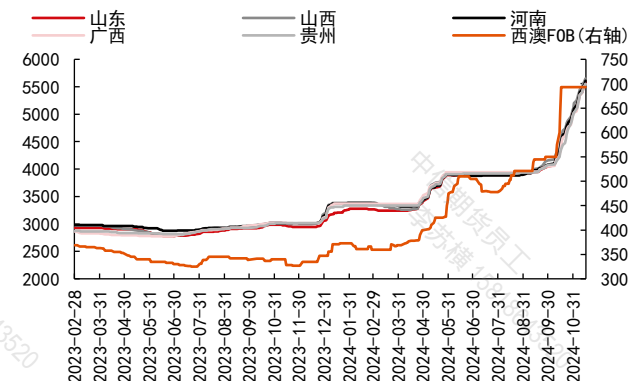
资料来源：Wind、中信期货研究所

### 4. 4 氧化铝国内外现货价格持续上涨，长单交付紧张库存持续去化

截至 2024 年 11 月 15 日，阿拉丁山东、山西、河南、广西氧化铝现货报价分别为 5580、5650、5605、5550 元/吨。当前即使高成本的山西和河南地区，利润也处于高位，两地当前氧化铝单吨利润平均超 2000 元。在高利润的驱动下，企业满产意愿强，且可以支撑晋豫地区增加成本提高进口矿的使用比例。

近期现货的持续上涨，一方面是由供需决定的，另一方面也是由产业结构推动的。氧化铝是一个一体化比例非常高且长单比例非常高的产业，氧化铝一体化产能超 70%，流通到市场的散货仅约 10%-20%，交割品更为稀缺。产业优先保长单保客户，且在如此低的散单比例下，没有必要大幅交盘面套利打压价格进而影响长单价格。相反，在有供应扰动的时候提高现货成交价，有利于长单价格的提高，而在没有扰动现货成交较为平淡时，产业由于前期有较多长单拖欠，会专注于长单交付，散单处于可卖可不卖的状态，在供需没有逆转之前，无意或也没有必要大幅降低散单报价。因此即使后续在一些数据上会看到供需的边际改善，反映到现货市场上或会有一定时间上的错配。

图表20：氧化铝现货价格（元/吨、美元/吨）



资料来源：SMM、中信期货研究所

图表21：晋豫氧化铝利润（元/吨）



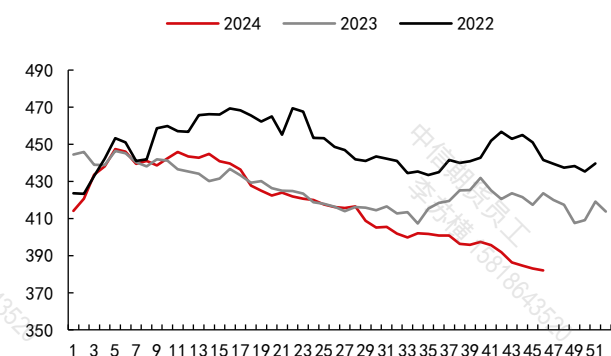
资料来源：SMM、中信期货研究所

## 中信期货有色与新材料 2025 年度策略报告（氧化铝&铝）

库存方面今年氧化铝库存持续在去化，同时部分电解铝厂的氧化铝库存已经接近了警戒天数，叠加冬季氧化铝厂产出不稳定以及北方雨雪天气影响物流，下游冬季刚需补库意愿强烈。

同时由于交割品稀缺，仓单一直没有明显增长，叠加盘面投机氛围浓厚，盘面虚实比不断推高，逼仓风险无法证伪。

图表22：氧化铝非期货库存（万吨）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表23：氧化铝虚实比



资料来源：Wind、中信期货研究所

### 4.5 春节前供需难反转，25 年供需宽松预期不易过早过深计价

当前节点海外矿石扰动未落地，春节前是氧化铝季节性减产的高峰期，产量难持续上涨，而下游电解铝多数库存接近警戒天数且尚未充分补库，春节前供需难真正反转。

展望 2025 年的供需，尽管规划中超 1000 万吨的产能若能顺利落地会带动供需逆转，但考虑到矿石供应稳定性以及装置稳定性，尤其在前期，不易过早过深计价宽松预期。且由于前期长单有拖欠，即使供需上看到一些边际改善，传导到现货市场或仍有时间上的错配。

供需平衡上，预计 2024 年氧化铝供应量（产量+净进口）8574 万吨，同比+0.9%，2025 年氧化铝供应量 9100 万吨，同比+6.1%。预计 2024 年短缺 244 万吨，2025 年过剩 86 万吨，供需由紧缺转向宽松。

操作上，正套仍建议滚动参与，但月差波动较大，暂以短线操作为主；单边上春节前仍建议以偏强思路对待，但近期持仓量变化对盘面影响较大，建议多头根据现货价格变化、持仓量变化、扰动落地情况、新产能投放情况把握止盈节奏，远月单边空头建议暂时等待，在下游冬储临近结束以及新投产释放较为确定之前，择机介入。

此外，如前所述，尽管理论上春节前后就会看到部分新产能的投放，但从目前企业的爬产情况来看，装置稳定性和矿石到位情况是制约新产能投产和满产的两个重要因素。因此在前期，不易对宽松预期计价过早过深。若投产前期空头力量过强盘面跌至成本线附近，或可关注估值修复机会。

## 中信期货有色与新材料 2025 年度策略报告（氧化铝&铝）

图表24：氧化铝供需平衡表（万吨）

	2021	2022	2023	2024E	2025E
中国氧化铝产量	7643	7902	8442	8610	9200
冶金级氧化铝产量	7290	7564	8005	8158	8700
产量增速	8.4%	3.4%	6.8%	2.0%	6.9%
氧化铝净进口	321	101	56	-36	-100
氧化铝供应量	7964	8003	8498	8574	9100
供应增速	7.4%	0.5%	6.2%	0.9%	6.1%
中国电解铝产量	3899	4005	4174	4334	4423
冶金级氧化铝需求量	7506	7710	8035	8343	8514
非冶金级氧化铝需求量	360	380	450	475	500
氧化铝需求总量	7866	8090	8485	8818	9014
需求增速	5.3%	2.8%	4.9%	3.9%	2.2%
供需平衡	98	-87	13	-244	86

资料来源：阿拉丁、SMM、中信期货研究所

## 五、海外电解铝产能稳步增长，国内产能进一步接近产能天花板

### 5.1 2025 年海外电解铝产能将稳步抬升，2025 年供应增长预计为 4.4%

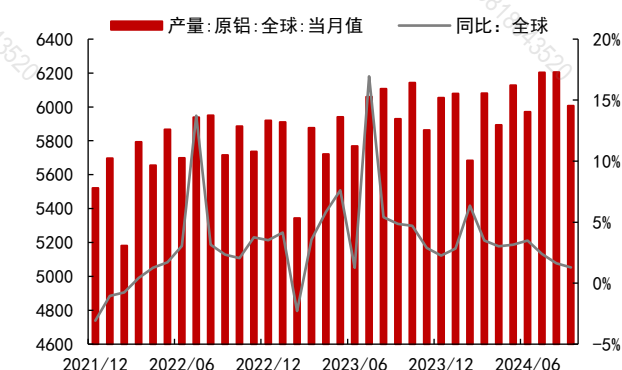
2024 年 1-9 月份，全球电解铝产量总计 54251 千吨，同比增加 3.0%。其中，海外电解铝供应 21937 千吨，同比增加 1.3%。地缘政治打乱海外供应节奏，自 2022 年以来欧美铝企受海外高电价影响大量减产，至今复产情况依然不乐观。

根据新闻，世纪铝业在第二季度共生产了 16.79 万吨电解铝，同比降低了 3.3%，环比下降了 3.8%，但公司表示其在美国地区在产的两家电解铝厂产量保持稳定，并有望按时完成全年的生产目标。位于冰岛的格伦达坦吉铝厂（Grundartangi）在第一季度遭遇了限电问题，直至 5 月末才恢复电力供应，该厂现阶段的整体产能开工率已恢复到 100%。因电力供应紧张，力拓将从 2024 年 8 月初开始，新西兰铝厂（Tiwai Point）将总共减少 185 兆瓦（MW）的用电量，铝厂内已经被要求停止三分之一电解铝运行产能，预计将涉及约十余万吨电解铝的运行产能。

2025 年海外电解铝新投产项目 163 万吨，从项目规划看，2025 年较 2024 年的产能有较大幅度的增长，其中 100 万吨集中在印尼，占比 61%。印尼由于基础设施不完善，技术和经验缺乏，政治经济不稳定，因此预计 2025 年海外整体产能投放进程仍偏缓慢，投产的不确定仍偏高，预计实际增加 131 万吨，增速 4.4%。

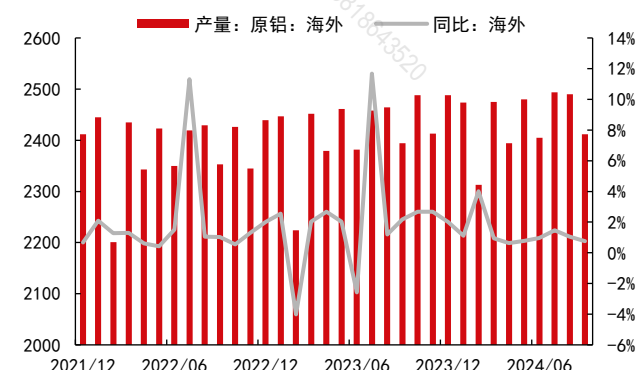
## 中信期货有色与新材料 2025 年度策略报告（氧化铝&铝）

图表25：全球电解铝产量（万吨）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表26：海外电解铝产量（万吨）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表27：海外电解铝待投项目（万吨）

国家	铝厂	2023	2024	2025	2026	2027
俄罗斯	俄铝		13			
印度	Balco-Korba			20	21.4	
印尼	Kaltara-阿达罗			25		25
印尼	Bintan-南山			25		25
印尼	Tsinghsan-华青	25	15	25		
印尼	力勤魏桥			25		
西班牙	美铝			22		
越南	陈红泉			15		
伊朗	Salco Asalouyeh			6	9	15
越南	Dak Nong				20	
哥伦比亚	GALTCO					30
合计		25	28	163	50.4	95

资料来源：根据新闻整理、阿拉丁、中信期货研究所

### 5.2 部分电解铝亏损减产，全年产量预估 4334 万吨

截至 11 月 15 日，电解铝最新的运行产能 4383 万吨，进入 2024 年 11 月份，复产与新增产能爬产带动国内电解铝运行产能进一步走高，但由于河南某电解铝厂停槽技改预计影响 7-8 万吨/年产能，同期双元铝业处于缓慢启槽过程中，新疆信发准东厂区电解槽投放处于快速进程中。预计 2024 年全年产量将至 4334 万吨，同比去年增幅在 3.8%。

### 5.3 2025 年国内电解铝供应

2025 年，国内新投产产能规模约 42 万吨（产能置换后的净增量），主要集中在青海、新疆、内蒙。除此之外仍有不少项目等待置换。乐观情况下，如果产能能够顺利投产，2025 预计电解铝年底运行产能达 4442 万吨，接近产能天花板



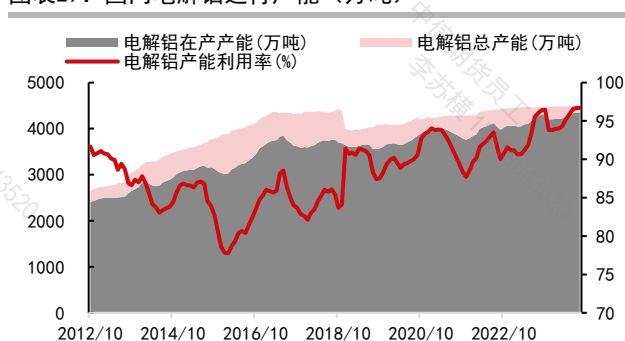
的位置，预计产量达到 4422.8 万吨，同比增幅 2%。

图表28：2025 年国内电解铝新增项目（万吨）

地区	企业	项目产能	运行产能	待投产能	Q1	Q2	Q3	Q4	合计	备注
青海	中铝青海	50	40	10	10					新投
新疆	国家电投扎铝二期	35	0	10				10		新投
新疆	天山铝业	140	125	15	5	10				新投
内蒙古	东山铝业	50	30	20				7		新投
总计		275	195	55	15	10	0	17	42	
期末运行产能					4415	4425	4425	4442		

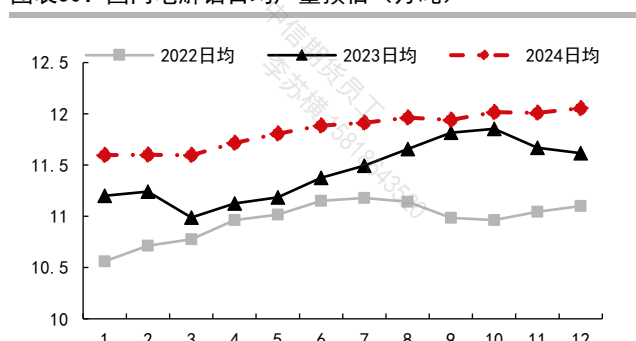
资料来源：阿拉丁、中信期货研究所

图表29：国内电解铝运行产能（万吨）



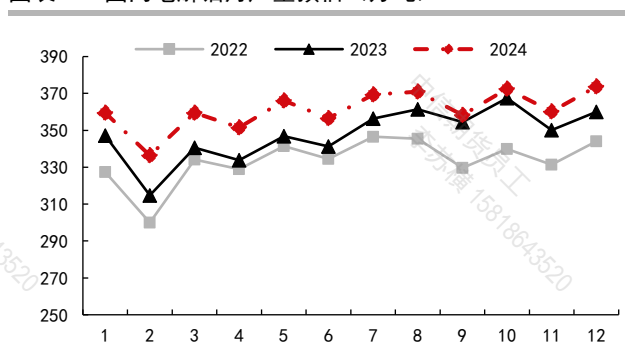
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表30：国内电解铝日均产量预估（万吨）



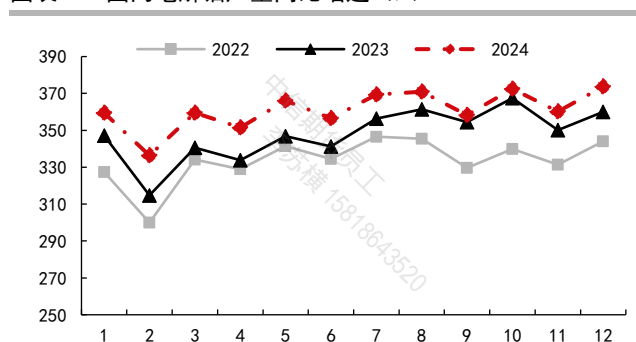
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表31：国内电解铝月产量预估（万吨）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表32：国内电解铝产量同比增速（%）



资料来源：Wind、中信期货研究所

#### 5.4 铝锭及铝合金进口量将边际下滑

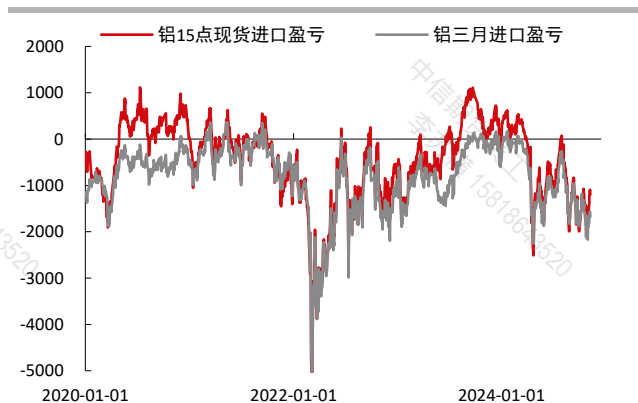
2024 年 1-9 月份国内原铝及铝合金维持增长，累计净进口量 228.54 万吨，同比增长 57%，其中原铝净进口量 157 万吨。地缘因素使得贸易流转向延续，因此俄罗斯金属或常态化进入国内市场，其中俄铝占国内原铝进口 49%，占比低于年初预期。国内外的供需预期差或令内外比值维持相对低位，8 月下旬以来，内外价差再次走扩，原铝进口亏损再度扩大，尤其是 9 月份以来，美联储降息利多刺激，LME 铝快速拉涨，涨幅远高于国内，原铝进口无套利机会，海外铝多以长单发货为主，预计 9 月份的国内原铝净进口数据或呈现环比下降的情况。另外，9 月份马来西亚齐力铝业突发火灾，导致企业年化产能 10 万吨电解铝产能停产，一定程度上也会使得海外铝现货流通呈现偏紧状态。进口窗口难以打

## 中信期货有色与新材料 2025 年度策略报告（氧化铝&铝）

开，因此综合考虑预计 2024 年铝及铝合金进口量或较此前预期下滑，全年净进口量或达到 275 万吨。

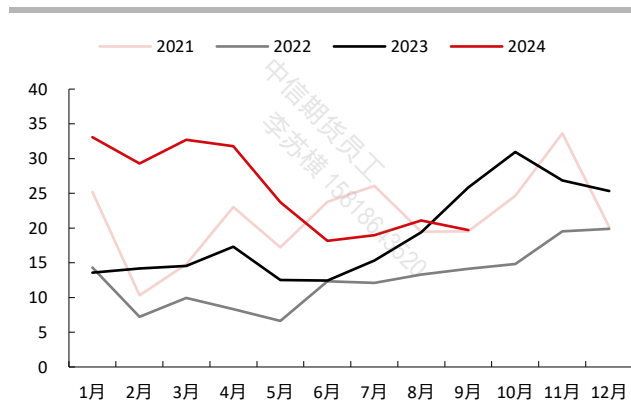
11 月 15 日，财政部、税务总局发布《关于调整出口退税政策的公告》，取消铝材、铜材等产品出口退税，自 2024 年 12 月 1 日起实施。涉及铝板带、铝箔、铝管附件及部分铝条杆型材等 24 个税号。政策自 2024 年 12 月 1 日起实施。短期对铝内外比值偏利空，但内外比值下滑后，也意味着国内铝锭进口亏损进一步扩大，国内企业将减少铝锭进口，预计 2025 年铝进口量出现边际下滑。

图表33：铝进口窗口阶段性打开（元/吨）



资料来源：Wind、中信期货研究所

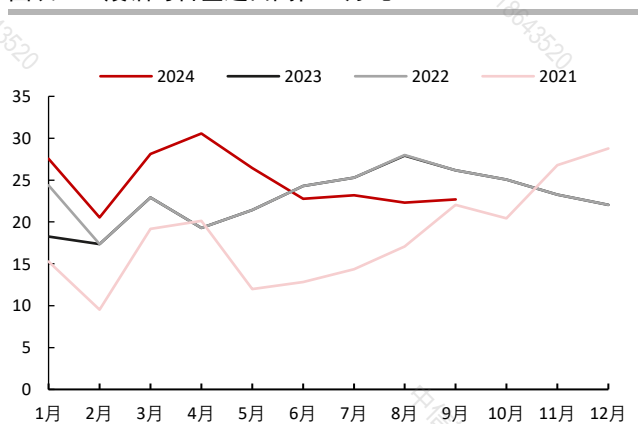
图表34：原铝铝合金净进口数量（万吨）



资料来源：Wind、中信期货研究所

2024 年国内铝价整体震荡偏强，由年初至年中铝精废价差走阔，国内废铝持货商出货意愿增加，因此废铝供应在上半年有所增加，而下半年由于铝价高位回落，精废价差出现倒挂，废铝供给有所减少。2024 年 1-9 月我国废铝及合金累计进口 224.2 万吨，同比增加 10.5%。由于废铝趋紧，国内精废价差缩窄，废铝对精铝的替代优势尚未，废铝对精铝替代性不高。

图表35：废铝与合金进口高位（万吨）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表36：合金与铝锭价差走强（元/吨）



资料来源：Wind、中信期货研究所

## 六、地产拖累效应减弱，2025 年铝消费增速或回落至 0.4%

### 6.1 终端需求板块表现强劲，2024 年国内消费增速约 4.7%

2024 年 1-10 月份，国内累计表观消费量达 4216 万吨，增速为 4.8%，国内消费超出市场预期，一方面是由于 2023 年初疫情全面放开，感染率激增，需求基数较低，另一方面，终端需求板块表现强劲支撑了解铝需求大幅度上涨，再者，二季度铝价弱势下探，上游供应商惜售限售，部分货源滞留，导致表观消费大幅增加。总体上，我们对全年的电解铝需求做了上修，但下半年由于基数效应叠加高价格对下游需求的抑制效应，需求或较上半年环比下滑，预计 2024 年全年消费量在 4.7%。

对于 2025 年全年消费预估我们依然遵循从主板块来分解，分析房产建筑及其后的汽车家电领域、新能源光伏及输变电、出口等领域的用铝需求。

### 6.2 美国补库周期 VS 中国铝材出口退税取消，2025 年出口量或明显下滑

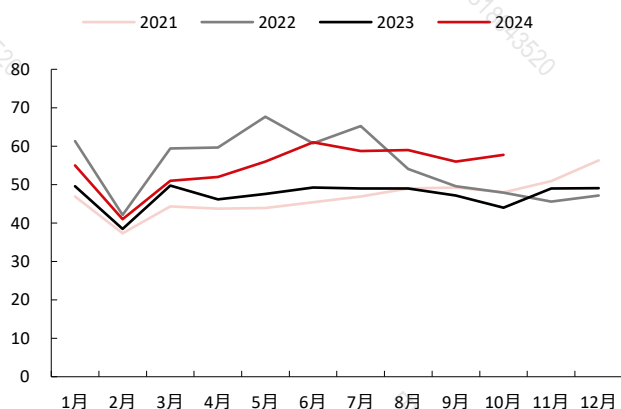
2024 年 1-9 月份，国内未锻造铝及铝材出口 549 万吨，同比增加 16.9%，出口产品均呈现出较为明显的增长态势。美国销售库存比领先美国库存周期 11 个月左右，销售库存比已于 2023 年年中触底回升，对应库存企稳时间约为 2024 年年中。美国补库需求回升带动美国企业补库，美国补库与美国进口基本同步；美国进口增速上涨拉动中国出口，铝材出口是我国铝材消费的重要组成部分之一，预计全年出口量较 2023 年抬升 102 万吨至 670 万吨左右。

11 月 15 日，财政部、税务总局发布《关于调整出口退税政策的公告》，取消铝材、铜材等产品出口退税，自 2024 年 12 月 1 日起实施。涉及铝板带、铝箔、铝管附件及部分铝条杆型材等 24 个税号。政策自 2024 年 12 月 1 日起实施。本次取消出口退税涉及铝材产品，自 2021 年以来出口量均在 500 万吨以上，占国内未锻轧铝及铝材比例超 90%，占国内铝总需求量的 12%以上。

该政策对国内铝材出口商利润造成压制，铝材出口退税的取消将导致国内铝材出口企业利润下滑，加剧海外铝材供应紧张。更长期看，海外铝材产量增长空间有限，2025 年在美联储降息预期叠加美国仍处在补库周期当中，预计中国铝材的税收成本将转嫁至海外下游企业，内外比值将走低以打开铝材出口空间，预计铝材出口利润仍然有打开空间，同时该政策将刺激中国铝出口企业向高附加值产品和终端产品出口方向发展。综合考虑以上因素，预计 2025 年出口量将出现明显，预估出口量将至少下滑 100 万吨。

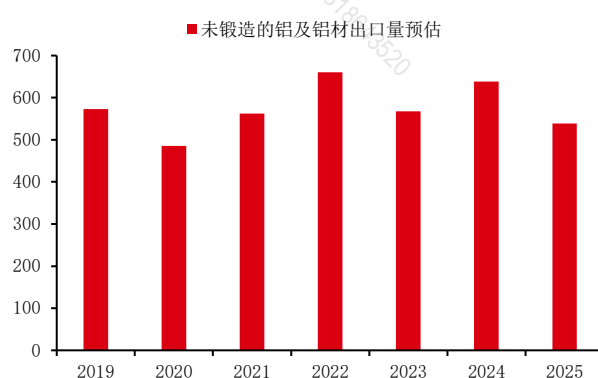
## 中信期货有色与新材料 2025 年度策略报告（氧化铝&铝）

图表37：未锻造铝及铝材出口（万吨）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表38：未锻造铝及铝材出口预估（万吨）



资料来源：Wind、中信期货研究所

### 6.3 地产拖累效应减弱，消费品以旧换新带动家电用铝需求

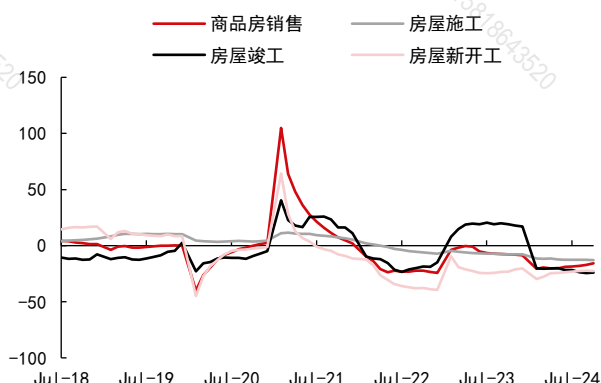
财联社 9 月 24 日电，央行行长潘功胜 24 日在国新办发布会上宣布，引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近，预计平均降幅在 0.5 个百分点左右，预期能够提振市场预期和信心。9 月 26 日召开的中共中央政治局会议上强调“促进房地产市场止跌回稳”标志着房地产支持政策或将进一步加码。但回顾今年以来的地产支持政策，主要包括以下四个方面：1) 降低购房门槛，激励居民购房，2) “白名单”项目信贷规模扩容，缓解地产企业资金压力，保障交付。3) 加速收储工作。4) 相对小规模旧改货币化安置。以上政策的影响主要体现在销售端，仅“白名单”相关政策作用于竣工端的保障，预计竣工端将维持下行趋势。截至 2024 年 9 月份，房屋建筑占铝需求总量已经下滑至 15% 左右，因此地产拖累效应有所减弱。

家电方面，2024 年 7 月，有关部门印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，用于支持大规模设备更新和消费品以旧换新。家电行业预计获得 100-300 亿元的补贴，补贴资金的 90% 由中央财政提供，剩余 10% 由地方财政补充。补贴政策要求在 2024 年 12 月 31 日前使用完毕，未使用的额度将被收回中央。2024 年家电以旧换新政策有望拉动 500-1333 亿左右的家电内销额，约拉动内销额同比增长 5.7%~15.3%。



## 中信期货有色与新材料 2025 年度策略报告（氧化铝&铝）

图表39：地产数据同比增速（%）



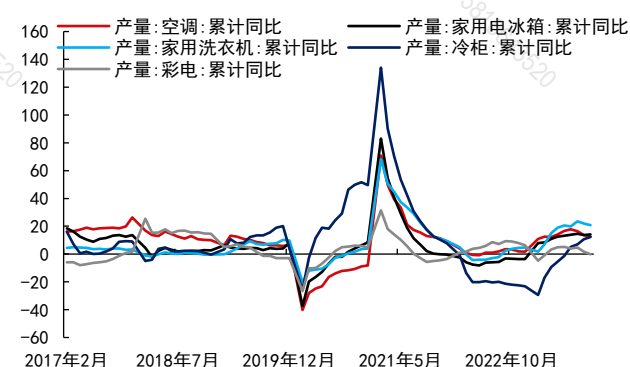
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表40：房地产开发投资完成额（%）



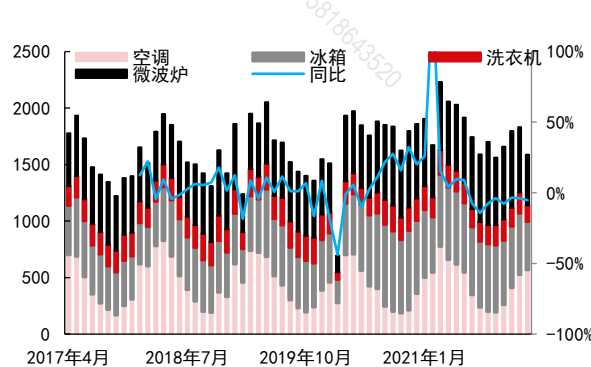
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表41：家电产量增速（%）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表42：家电出口数量（万台）



资料来源：Wind、中信期货研究所

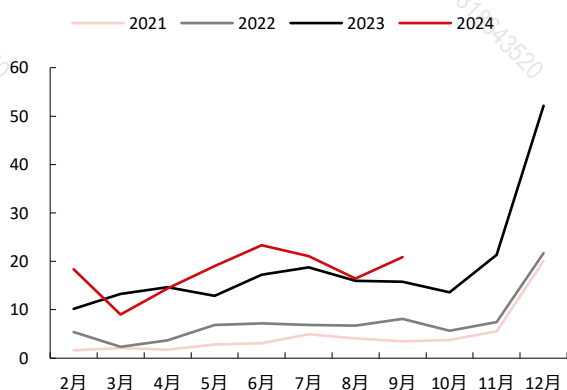
### 6.4 光伏装机需求可观，预计提供用铝增量 81 万吨

“碳达峰”是未来十年重要任务，增加非石化电源的装机容量是实现该任务的重要途径之一。光伏作为新能源的典型代表，被给予了充分的重视。海外欧美电价大幅波动，能源危机持续发酵，各国都积极引入和支持发展光伏发电。此外成本端下调，硅料产能或有释放，可支撑光伏下游装机弹性规模扩张。2024 年 1-9 月份，光伏新增装机容量 160.88 GW，较去年同期增幅达 25 %。预计 2024 年，中国新增装机将达到 250GW，美国 44GW，全球装机增 20%。

中国市场在 2025 年将迎来十四五计划收尾，近期新能源利好政策频发，国家对新能源发电的支持力度愈发增加，预计在 2025 年装机端将实现较大增长，中性预期下，中国新增装机水平有望达到 280GW，美国 43GW，新兴市场线性外推，全球装机增速 16%。其对组件的消费需求也预计超过 300GW。

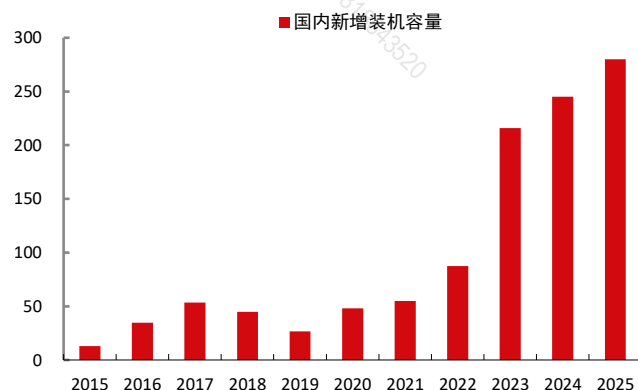
## 中信期货有色与新材料 2025 年度策略报告（氧化铝&铝）

图表43：光伏新增装机容量（GW）



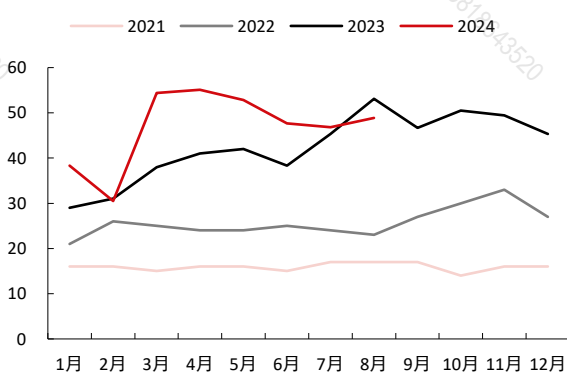
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表44：国内光伏新增装机预测（GW）



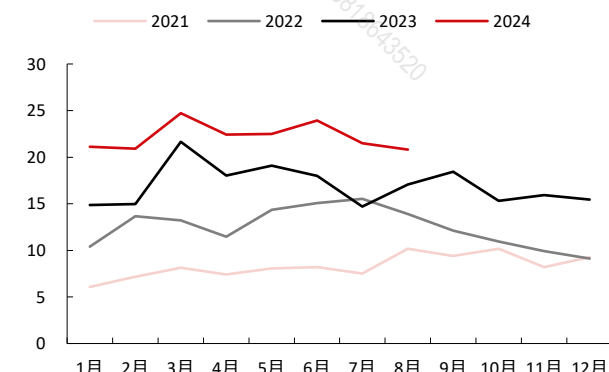
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表45：光伏-中国组件产量（GW）



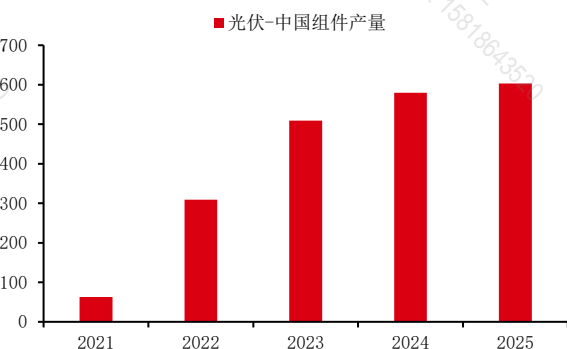
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表46：光伏-中国组件出口量（GW）



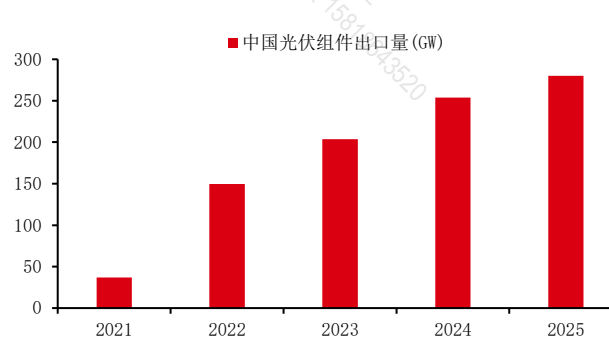
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表47：光伏-中国组件产量预测（GW）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表48：光伏-中国组件出口量预测（GW）



资料来源：Wind、中信期货研究所

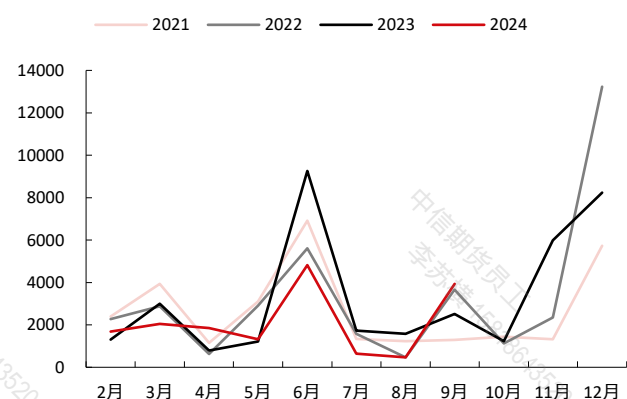
### 6.5 电网依赖政策，用铝需求有望增加 46 万吨

2024 年 1-9 月电网基本建设投资完成额 3,982 亿元，同比增速 21.10 %。1-9 月新增 220 千伏及以上线路长度 18,428 千米，同比+19%。考虑到当前基建的资金端和项目端情况均表现良好，基建作为国内逆周期调节的主要手段，预计后续还将会持续发力。电网板块的主要用铝场景为高压输变电的钢芯铝绞线，高压输变电项目由国家规划审批，电网用铝消费依赖政策。考虑到基建投资逆

## 中信期货有色与新材料 2025 年度策略报告（氧化铝&铝）

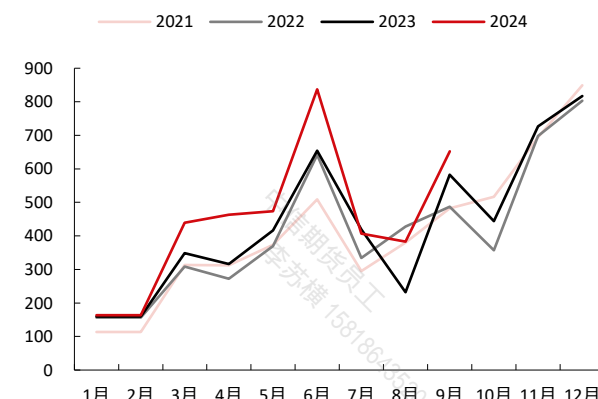
周期属性，内需改善带动消费等经济内生动能恢复，2025 年中国电网投资将保持增长趋势，投资规模预计将达到数千亿元，以支持新能源发展和电力系统的现代化。预计 2025 年全国电网投资同比增速 10%左右，带动用铝需求增加 46 万吨。

图表49：新增 220 千伏及以上线路长度（KM）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表50：电网基本建设投资完成额（亿元）

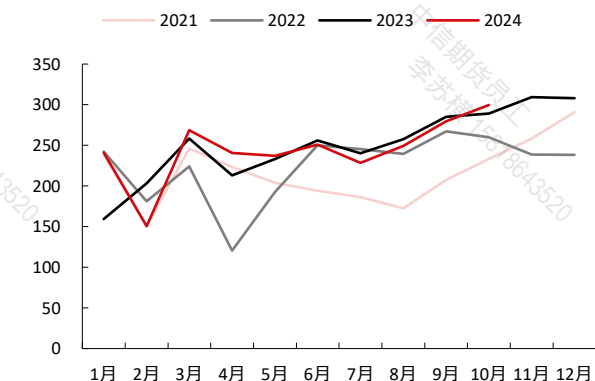


资料来源：Wind、中信期货研究所

### 6.6 新能源汽车加速对燃油车的替代，用铝量将贡献 35 万吨增量

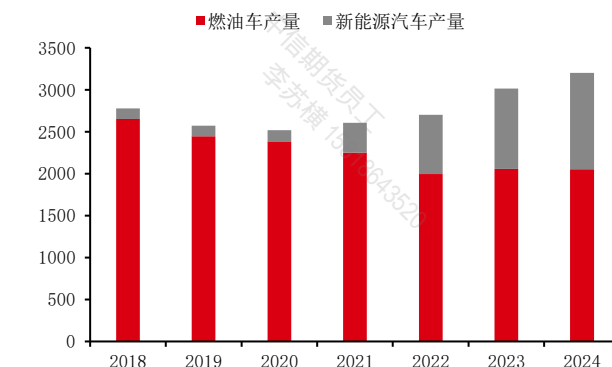
预计 2025 年，全球汽车销量同比增长 2.3%，其中新能源车增长 15%；预计中国汽车批发量同比增 3%，其中新能源车 26.6%，带动用铝需求增加 35 万吨。

图表51：国内汽车产量预估（万辆）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表52：燃油车及新能源车产量预估（万吨）



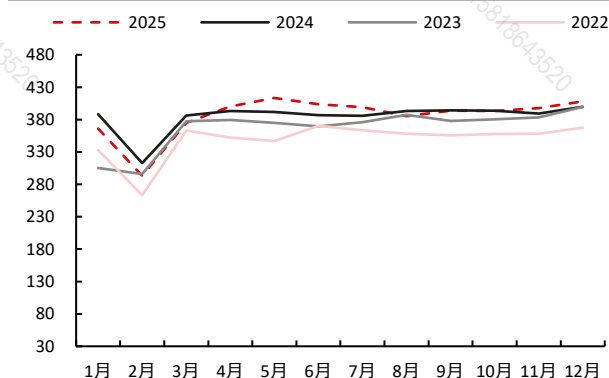
资料来源：Wind、中信期货研究所

### 6.7 消费小结：2025 全年增速下滑至 0.4%

2025 年全年角度看，消费主版块房地产（-69）、家电（+23）、光伏（+81）、交通运输（+35）、高压输变电用铝（+46）、未锻造铝及铝材的出口（-100），合计用铝增长 16.4 万吨，增速约 0.4%。

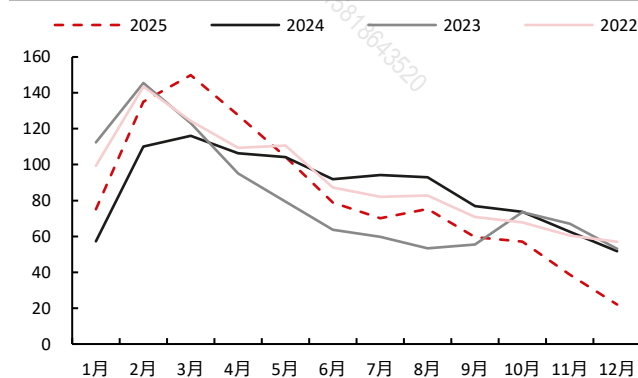
## 中信期货有色与新材料 2025 年度策略报告（氧化铝&铝）

图表53：电解铝表观消费预估（万吨）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表54：电解铝库存变动预估（万吨）



资料来源：Wind、中信期货研究所

## 七、展望：2025 供需平衡、结构与价格

### 7.1 2025 国内供应缺口将进一步扩大

2025 国内电解铝产出预估为 4423 万吨，对应增长 2.0%，进口量 175 万吨，总供应量 4598 万吨，对应增速-0.3%，消费预估 4632 万吨，对应增速 0.4%。预计 2025 国内供需短缺量在 34 左右。

图表55：铝国内年度供需平衡表

万吨	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
中国原铝产量	3648	3573	3724	3893	4003	4174	4334	4423
产量增速	-0.1%	-2.0%	4.2%	4.5%	2.8%	4.3%	3.8%	2.0%
中国原铝+铝合金净进口	-36	-29	207	257	152	228	280	175
中国原铝净进口	7	0	106	157	47	139	188	120
中国铝供应量	3612	3545	3931	4167	4156	4402	4614	4598
中国铝供应增速	10.5%	-1.9%	10.9%	6.0%	-0.3%	5.9%	4.8%	-0.3%
中国原铝供应量	3655	3573	3830	4050	4050	4313	4522	4543
中国原铝供应增速	-0.2%	-2.2%	7.2%	5.9%	-0.1%	6.5%	4.8%	0.5%
中国铝消费量	3656	3622	3927	4148	4189	4406	4615	4632
中国铝需求增速	4.9%	-0.9%	8.4%	5.6%	1.0%	5.2%	4.7%	0.4%
中国原铝需求量	3700	3650	3826	4034	4084	4317	4523	4537
中国原铝需求增速	5.4%	-1.3%	4.8%	5.4%	1.3%	5.7%	4.8%	0.3%
铝供需平衡	-45	-77	4	19	-34	-4	-1	-34

资料来源：中信期货研究所

图表56：铝全球年度供需平衡表

万吨	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
全球原铝产量	6416	6367	6525	6781	6879	7084	7297	7516
全球原铝消费	6588	6457	6438	7029	7031	7126	7364	7513
过剩量	-172	-90	87	-248	-152	-42	-67	3

资料来源：中信期货研究所

### 7.2 电解铝库存拐点出现支撑现货价格走高

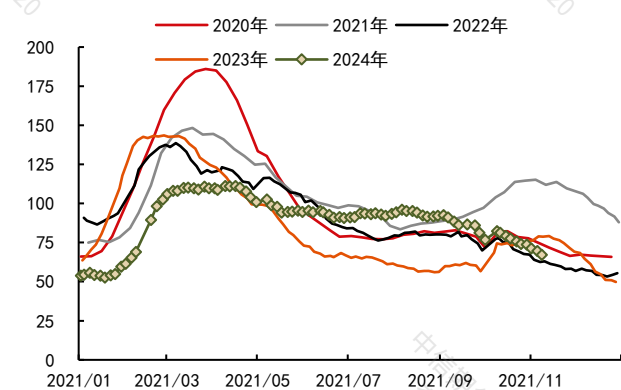
当前国内下游整体需求尚可，铝市场维持连续去库，推动短期现货走势回



# 中信期货有色与新材料 2025 年度策略报告（氧化铝&铝）

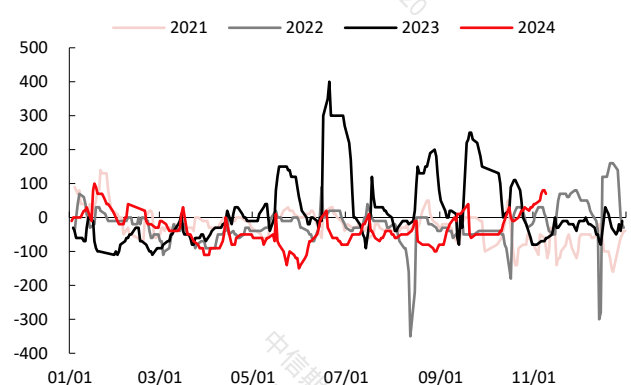
升。

图表57：电解铝库存拐点将现（万吨）



资料来源：SMM、中信期货研究所

图表58：沪铝现货回升至 back（万吨）



资料来源：SMM、中信期货研究所

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>