

投资咨询业务资格：证监许可【2012】669号



铝产业链分析

中信期货研究所 有色与新材料组

沈照明

从业资格号：F3074367
投资咨询号：Z0015479

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

王雨欣

从业资格号：F03108000
投资咨询号：Z0021453

杨飞

从业资格号：F03108013
投资咨询号：Z0021455

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。
我司不会因为关注、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。

氧化铝后市展望：中短期观察减产与套保，长期取决于矿价

- 中短期由于二季度矿石成本相对锁定且高于当前的网价，前期现货价格处于阶段性的低估值，进入4月随着亏损现金成本的产能增多，减产产能有所扩大，而需求端维持刚性。近期减复产并行，运行产能仍将维持波动。此外部分区域有惜售捂货现象，也加剧了阶段性的供应紧张。
- 长期来看，近期消息频发，文丰事件尚无进一步发酵，目前来看如果不以赤泥为理由去发酵，影响预计不大。几内亚过渡政府撤销多家铝土矿公司采矿许可证影响超预期，根据mysteel调研，Axis矿区涉及产能约4000万吨，目前事件如何落地尚未定论。如果是与利益有关的问题，预计短期可以解决，但若是与氧化铝厂建设相关的问题，则事件落地速度或较为悲观。

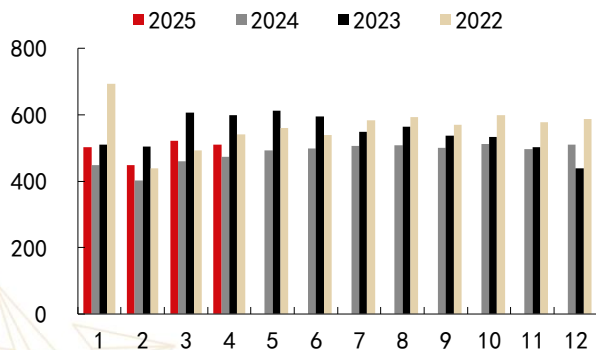
氧化铝平衡表 单位：万吨

	2024	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	2025-06	2025E
中国氧化铝产量	8637	790	719	810	799	833	798	9405
冶金级氧化铝产量	8197	750	683	769	759	791	757	8918
氧化铝净进口	-37	-16	-16	-13	-13	-13	-13	-168
氧化铝供应量	8600	774	703	797	786	820	785	9237
供应同比	2.4%	7%	4%	10%	16%	14%	14%	9%
中国电解铝产量	4335	375	340	377	364	377	365	4404
冶金级氧化铝需求量	8345	722	654	726	701	726	703	8478
非冶金级氧化铝需求量	475	26	30	41	42	47	42	500
氧化铝需求总量	8820	748	684	767	743	773	745	8978
需求同比	3.8%	2%	0%	5%	3%	4%	3%	2%
供需平衡	-220	27	19	30	44	47	40	259

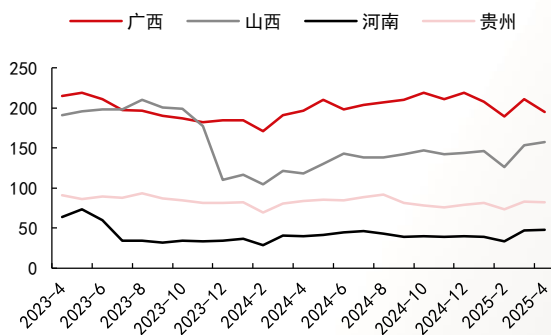
铝土矿：国产矿同比增长

- 2024年铝土矿累计产量5808万吨，同比-11.3%，山西累计产量1586万吨，同比-28%，河南累计产量480万吨，同比-15%。
- 2025年4月我国铝土矿产量509.6万吨，环比-2.5%，同比+7.8%。
- 4月山西铝土矿产量157.5万吨，环比+2.7%，同比+33.2%，1-4月山西铝土矿累计产量583.2万吨，同比+26.4%。
- 4月河南铝土矿产量47.7万吨，环比+1.8%，同比+19.6%，1-4月河南铝土矿累计产量167.1万吨，同比+14.3%。

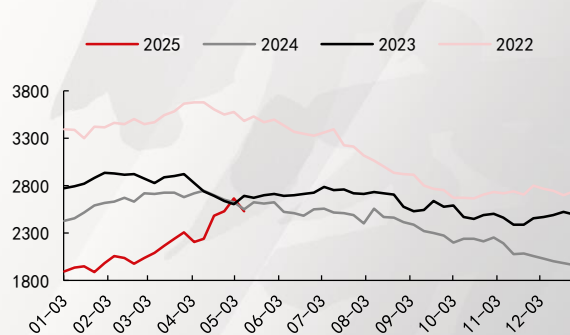
我国铝土矿产量 单位：万吨



部分省份铝土矿产量 单位：万吨



中国铝土矿周度库存 单位：万吨



资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 百川盈孚 中信期货研究所

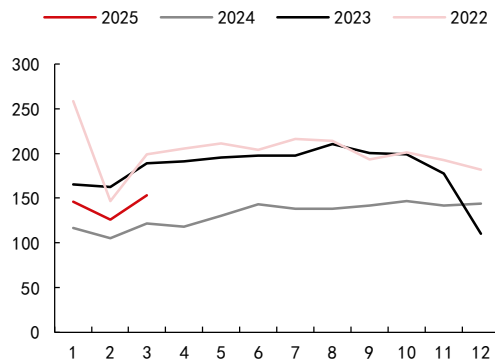
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

铝土矿：国产矿政策风向有变

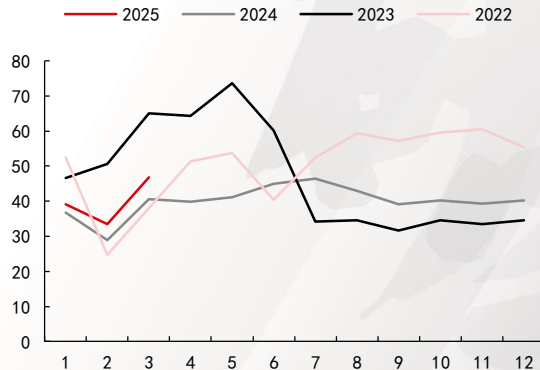


- 近几年山西的安监和河南的环保政策严格，限制了国产矿的产出。
- 工业和信息化部、国家发展改革委、自然资源部等十部门近日联合印发《铝产业高质量发展实施方案(2025—2027年)》(以下简称《方案》)。
- 《方案》提出矿端扩大探矿增储，放开煤下铝开采以提升产量，支持山西、河南等地煤下铝高水平开发利用，力争打造1到2个煤铝共采示范性矿山。
- 国产矿提产的进度比较超预期。近期还在巡视，预计是最后一轮，之后的限制估计会少很多。有采矿权的大集团放量快，民采矿放量相对慢。
- 煤下资源的归属，法律上界定的不是很清晰，可能需要做一两个示范项目后去推进法律建设。

山西铝土矿产量 单位：万吨



河南铝土矿产量 单位：万吨



资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所

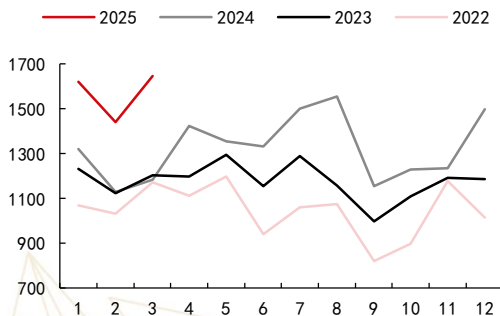
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。



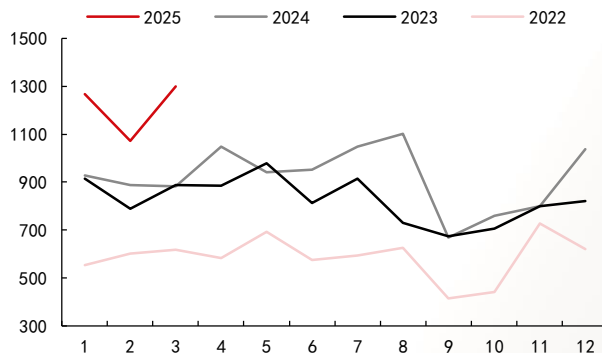
铝土矿：进口矿仍是用矿重心

- 2024年我国进口铝土矿15914万吨，同比+12.6%，对外依赖度73%，其中自几内亚进口11054万吨，同比+12%，占国内总供应的51%。
- 3月我国铝土矿进口1647万吨，环比+5%，同比+39%，1-3月份累计进口4709万吨，累计同比+30%。3月我国自几内亚进口铝土矿1300万吨，同比+18.5%，环比+19.1%，1-3月份累计进口3639万吨，累计同比+4.1%。1-3月，我国铝土矿总供应量（产量+进口）6183万吨，同比+25%。1-3月我国矿石对外依赖度76%，相比2026年增加3pct。1-3月几内亚矿石占进口量的77%，占总供应的59%。
- GIC的民事诉讼，在矿石利润客观的情况下，预计不会影响太久。
- 非几矿增量方面，今年圭亚那、加纳、老挝等区域出量明显，且部分地区的矿石品位较好，单耗明显降低。

铝土矿进口量 单位：万吨



几内亚铝土矿进口量 单位：万吨



几内亚铝土矿项目 单位：万吨

项目/公司	所属公司	产能	2023产量	2024E
CBG	几内亚铝土矿公司	2500	1700	1711
UC RuaAL	俄铝	210	200	
COBAD	俄铝	300	210	300
CBK	俄铝	350	270	300
GAC	阿联酋环球铝业	1500	1400	1410
Alufer BAM	英国阿鲁法	500	300	400
Ashapura	印度阿夏普拉	1000	400	800
SBG	metalcorp	800	20	
TML	metalcorp	1500	0	
DM	动能矿业	400	100	300
GIC-TOP	高顶国际	300	80	300
GIC-2	中国水电	800	0	400
AGB2A	双铝联盟-顺达GIC	2000	800	1500
CDM-CHINA	河南国际	1000	950	950
SMB	赢联盟	6000	5000	5300
SPIC	国电投	750	300	300
Chalco	中铝	1400	1360	1400
KIMBO	淄博润迪	1000	20	100
ZhQuiM	志诚矿业	100	0	40
ELITE	天山铝业	500	0	40
合计		22910	13110	
中资		13550	8430	
中资占比		59%	64%	

资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所

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。我司不会因为关注、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。



几内亚：扰动颇多

- 成本构成：开采+运输+权益金+转驳+承包+海运。
- 目前价格还不是矿企出货的制约。
- 益丰驳船产能不足，赢联盟扩产码头，顺达新增驳船。
- 税收名录增加，实际缴纳有限。几内亚政府希望通过倒算的FOB去征税，远期可能会增加一定的税收成本。
- 社区扰动处理经验逐渐丰富，但这方面涉及到钱，民企比国企会更灵活。
- 保值压力已经传导到了矿端。
- 从生产角度而言，矿石的港口、在途以及企业自身库存都较为充足，短期并不影响生产，但若最终落地影响到未来的矿石产出，以最悲观的4000万吨产能全停去计算，影响产量2000万吨，则几内亚的矿石增量预期需要下修至500-1000万吨，在非几内亚矿和国产矿增量不超预期的情况下，对应矿石供需由过剩转向紧平衡。
- 从事件本身而言，我们认为更多需要分析几内亚政府的动因。在前期的调研报告中我们有提及几内亚政府希望用CIF倒算的FOB而非内地结算价去收税以提高征税基数，侧面反映了几内亚政府对于矿产税收的重视程度。对于政府而言，出矿数量和出口价格，都会影响到其税收。另一方面参考去年底GAC1400万吨矿山被停事件，其主因与政府约定的氧化铝厂建设未达成。因此前期几内亚政府撤销几乎没有产量的矿山的采矿证或是因为这些矿山在出矿量或者氧化铝厂建设上有违当初与当地政府的协议。而本次几内亚政府扩大撤销范围到实际出矿企业，其动因仍待进一步落实，如果是与利益有关的问题，预计短期可以解决，但若是与氧化铝厂建设相关的问题，则事件落地速度或较为悲观。
- 整体而言，事件当前尚无定论，短期情绪提振和供应担忧依然存在，但不论以哪种方式落地，对于矿价的底部预期可能都会有一定的修正。



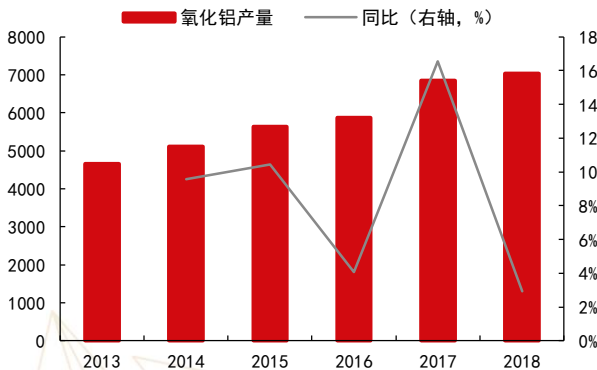
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所

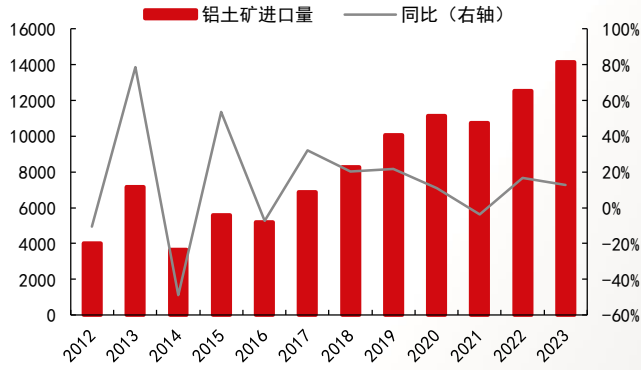
2014-2017年禁矿：导致我国进口结构巨变

- 2012年印尼宣布包括铝土矿在内的14种矿产不能以原材料出口，但有开采准证矿业公司征20%出口税仍可出口，并将于2014年全面禁止出口。彼时禁矿前，印尼占据了中国铝土矿进口数量的绝对份额。2010-2013年，印尼矿在总进口量的占比均约70%。由于在禁矿政策正式生效前，我国氧化铝厂做了充分的矿石库存准备，因此实际并未影响到氧化铝产量，2014年我国氧化铝产量仍有10%的增长。但同时，彼时国内使用印尼矿的厂商，耗费了大量的精力来寻求印尼矿的替代品，以及对部分产线做技改。在此之后，我国铝土矿的进口重心，逐步向几内亚、澳大利亚等国转移。
- 2017年印尼重新放开出口，一方面是受当时全球和印尼自身经济环境的影响，另一方面是当时印尼本土的氧化铝和电解铝产能不足。彼时印尼本土氧化铝年产量不足百万吨。禁矿导致印尼国内每年有超千万吨的铝土矿无法开采利用。

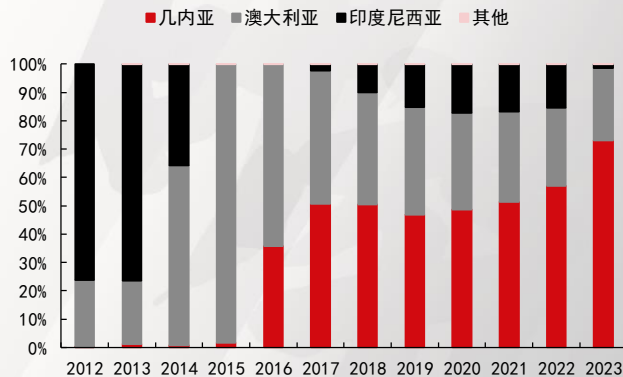
国内氧化铝产量 单位：万吨



国内铝土矿进口量 单位：万吨



国内铝土矿进口结构

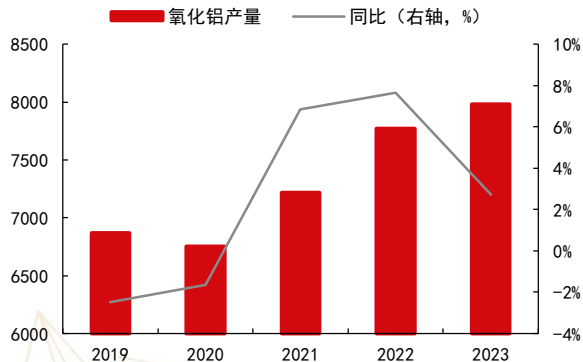


资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所

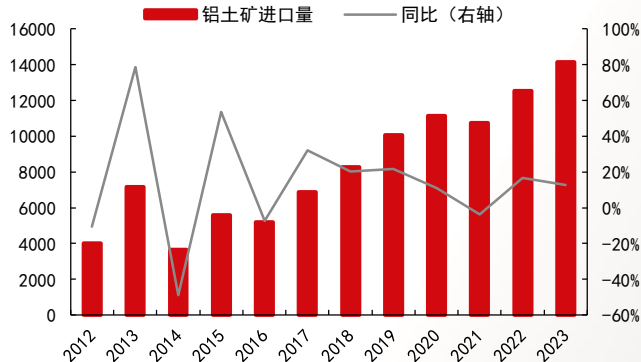
2023年至今禁矿：用矿重心早已转移

- 2021年印尼再次提出禁矿政策，并于2023年6月10日正式生效。中国2023年4月自印尼进口的铝土矿已经下降至0。
- 由于在14年禁矿政策提出后，我国使用印尼矿石的氧化铝厂，已经开始积极寻找可替代的矿石，近年来印尼铝土矿进口缺口大部分被几内亚矿石取代。因此第二轮禁矿的实施，国内铝土矿贸易格局没有像上一轮一样发生巨变。

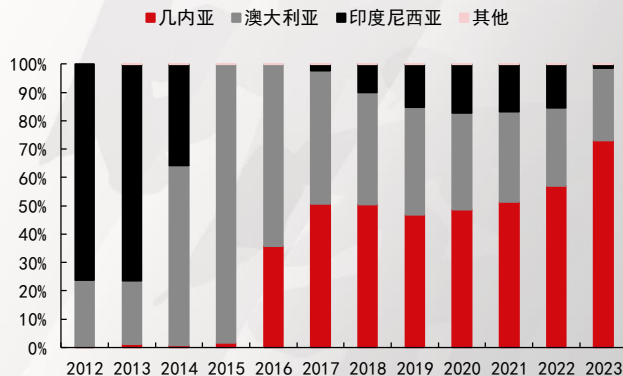
国内氧化铝产量 单位：万吨



国内铝土矿进口量 单位：万吨



铝土矿进口结构



资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所

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。我司不会因为关注、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。

印尼本土产能：规划较多，往年增长较慢

- 从远期规划来看，印尼仍有约1400万吨氧化铝新建产能。
- 从当前现有产能以及远期规划产能来看，印尼本土对铝土矿的消费能力有一定的提升。受制于人工、基建、成本、气候等原因，印尼的氧化铝和电解铝项目往年的建设进度整体低于预期。

印尼氧化铝规划产能 单位：万吨

集团	2024	2025	2026+	合计
Inalum&Antam	20	80	100	200
锦江集团		100	100	200
天山铝业			200	200
南山铝业		200		200
GIA			240	240
Laman			200	200
齐力铝业			100	100
东方希望			100	100
合计	20	380	1040	1440

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。我司不会因为关注、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。

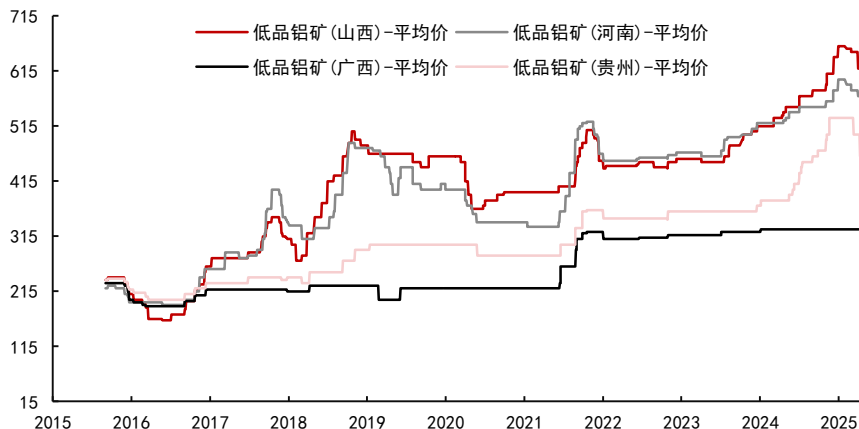
资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所



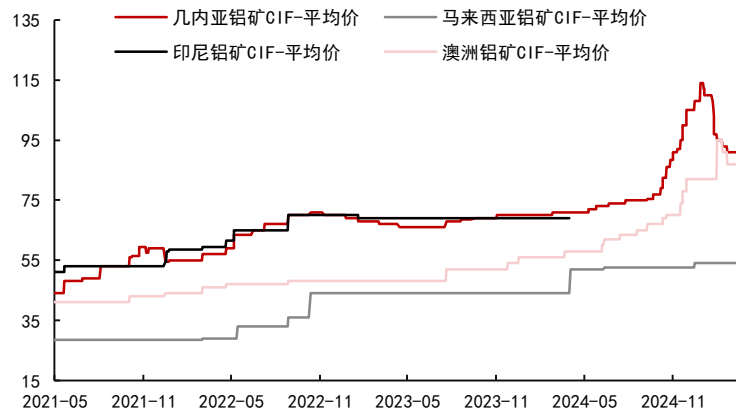
铝土矿：矿价进入博弈期

- 2024年氧化铝高利润抢购矿石带动了矿石的上涨。
- 2025年氧化铝价格的快速下跌，势必会让高成本区域的氧化铝厂难以接受高额矿价。后期的矿石长单谈判将进入博弈期。
- 几内亚FOB单吨成本约在25-30美金的区间，CIF成本在50-60美金的区间。从成本和往年运行区间来看，几内亚矿价回落到60-70美金的区间，矿企预计仍有出矿意愿。

国产铝土矿价格 单位：元/吨



进口铝矿CIF-平均价 单位：美元/吨



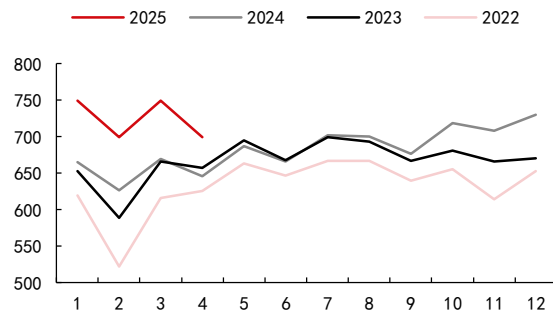
资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所

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。我司不会因为关注、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。

氧化铝供给：新投产逐步投放，运行产能有所波动

- 阿拉丁4月（30天）中国冶金级氧化铝产量为699.35万吨，环比-6.7%，同比+8.3%。1-4月累计产量2897.4万吨，同比+13%。
- 2024年冶金级累计产量8197万吨，同比+2.7%。
- 新产能逐步投放，年初平衡开始转向累库。
- 减产力度和周期仍需观察。

我国冶金级氧化铝产量 单位：万吨



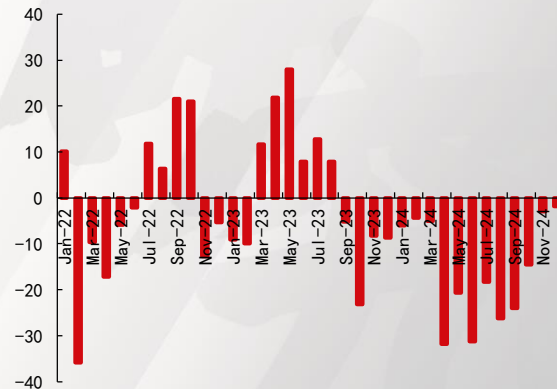
铝和氧化铝周度运行产能



晋豫氧化铝利润 单位：元/吨



氧化铝月度平衡

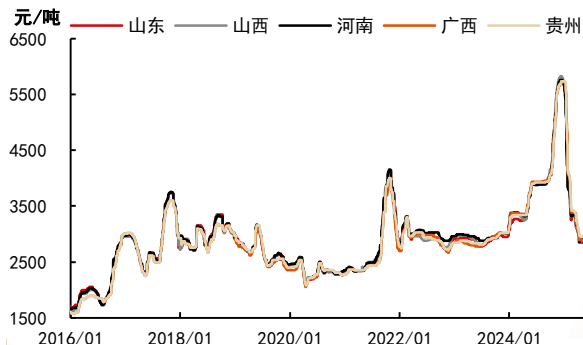


重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

氧化铝价格：国内现货价格涨价

- 5.16阿拉丁氧化铝北方现货综合报3000元涨35元；全国加权指数3020.7元涨39.5元；山东2920-2980元均2950涨20元；河南2980-3030元均3005涨30元；山西2960-3000元均2980涨20元；广西2960-3020元均2990涨25元；贵州3000-3050元均3025涨15元；新疆3280-3360元均3320涨10元。
- 西澳FOB氧化铝价格为370美元/吨，较上笔+22美元/吨。海运费22美元/吨，该价格折合国内主流港口对外售价约3293元/吨左右，高于国内氧化铝价格357元/吨，当前国内进口窗口关闭。

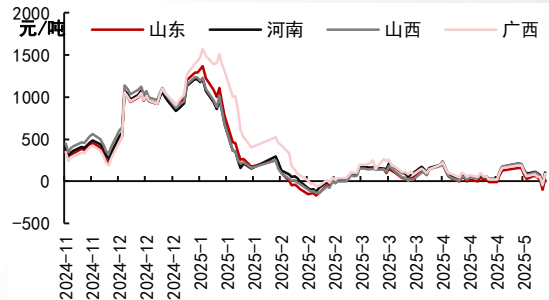
主产地区氧化铝价格



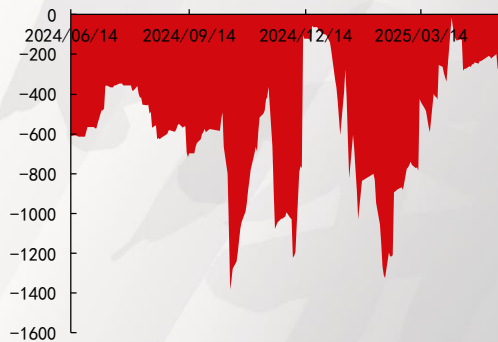
澳大利亚氧化铝FOB



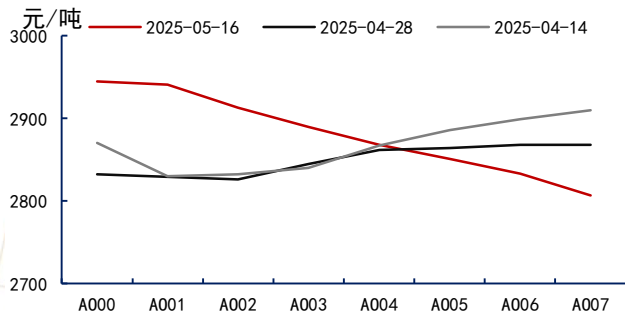
氧化铝升贴水



氧化铝进口利润



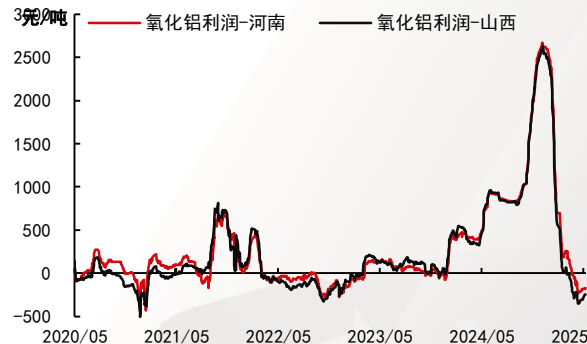
氧化铝期限结构



高成本亏现金，减产需要考虑较多因素

- 从当前的成本来看，晋豫使用进口矿的现金成本约3100-3200元（88美金矿价），使用国产矿的现金成本约2800-2900元。尽管晋豫使用进口矿的产能开始亏现金成本，但从整体减产总量和减产周期上来说，尚难对价格形成向上的强驱动。晋豫尚未见到大规模长周期减产，可能有多方面的原因：
- （1）前期氧化铝价格高位利润丰厚，可以支撑企业一段时间的亏损，以挤压竞争对手份额。
- （2）氧化铝长单月均价结算，3月月均价仍较高，进入4月月均价才运行到3000元/吨之下。
- （3）一体化、集团化企业不会轻易减产，利润若以全产业链口径核算并不亏损。但不排除其控股的高成本产能逐步退出股份。
- （4）随着过剩程度和竞争加剧，氧化铝厂话语权减弱，保长单保客户的重要性越来越高，企业不希望轻易让出份额。
- （5）国产矿提产进度或超预期，晋豫部分企业转用国产矿的进度和决心也超预期，成本下移明显。
- （6）企业越来越重视套保，若及时套保，现货端可持续生产。
- （7）部分企业成本或低于测算水平，如有自备电厂可自供电和蒸汽，如有非几内亚矿供应。

晋豫氧化铝利润 单位：元/吨



铝和氧化铝周度运行产能



氧化铝供给：2024年国内外新增产能不多，2025年及远期规划超千万吨



- 2024年，国内外新投产产能不多。但展望2025年，近端来看，山西某氧化铝厂100万吨产能意外复产，叠加一季度预期释放的山东100万吨、广西100万吨、印尼100万吨，整体供需在一季度将逐步转宽，远端来看，理论上国内25年新投产产能超1000万吨，若叠加更远期的产能规划，国内外氧化铝新建产能或超3000万吨，其中海外新建产能贡献大部分来自印度和印尼。

氧化铝新建产能 单位：万吨

	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		100		100								300
华昇二期			100	100									200
创源新材		100											100
鲁北海生												50	50
文丰新材				160	160		160						480
九龙万博										100			100
广投北海								100					100
合计	100	100	200	260	260	0	160	100	0	100	0	50	1330



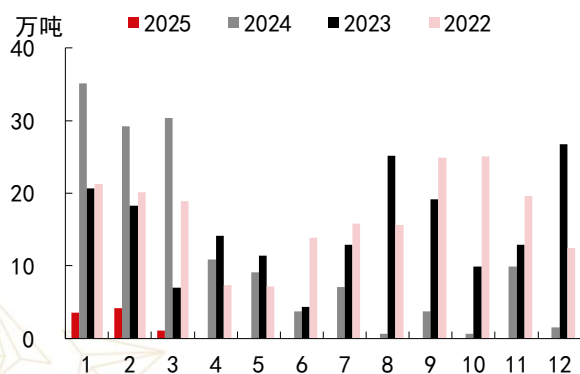
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所

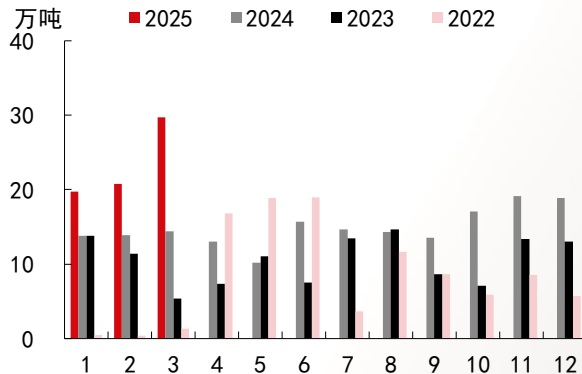
氧化铝进出口：1-3月净出口61万吨

- 2024年，氧化铝共计进口142万吨，同比-22%，共计出口179万吨，同比+41%。共计净进口-37万吨。
- 3月氧化铝进口1.1万吨，环比-74%，同比-96%。3月氧化铝出口29.7万吨，环比+43%，同比+106%。1-3月，氧化铝共计进口8.9万吨，同比-81%，共计出口70.2万吨，同比+130%。
- 3月氧化铝净出口28.6万吨。1-3月氧化铝共计净出口61.3万吨。

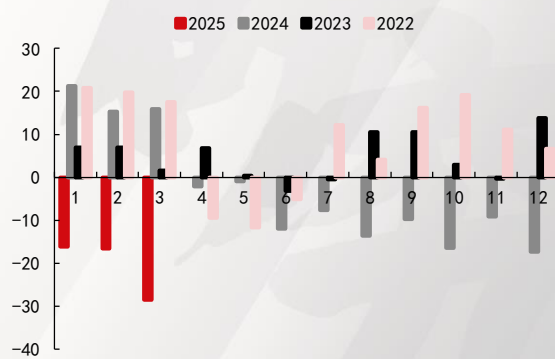
我国氧化铝进口量 单位：万吨



我国氧化铝出口量 单位：万吨



我国氧化铝净进口量 单位：万吨



资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所

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。我司不会因为关注、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。

竞争格局发展趋势：一体化优势不断凸显

- 目前国内电解铝+氧化铝一体化的产能占比高，以氧化铝端的产能去计算，相应一体化产能占国内氧化铝建成产能的74%，再考虑其他的长单产能，整体市场上可流通的散单现货占比或仅有10-20%。

我国电解铝+氧化铝一体化产能 单位：万吨

集团	电解铝/万吨	氧化铝/万吨
中铝	802	1900
宏桥	646	1750
信发	380	1550
锦江集团	154	830
东方希望	228	580
博赛	33	480
国电投	283.5	380
其亚	115	140
神火	172	50
合计	2813.5	7660

国内氧化铝注册品牌产能 单位：万吨

注册品牌	注册生产企业	产地	产能
CHALCO	中铝中州铝业有限公司	河南焦作	270
CHALCO	中铝矿业有限公司	河南郑州	190
CHALCO	中铝山东有限公司	山东淄博	250
CHALCO	中铝山西新材料有限公司	山西运城河津	260
CHALCO	中铝股份有限公司	广西平果	250
CHALCO	遵义铝业股份有限公司	贵州遵义	100
YINSHA银沙	国家电投集团山西铝业有限公司	山西忻州	280
宏桥	山东宏拓实业有限公司	山东滨州北海新区	800
宏桥	山东宏拓实业有限公司	山东滨州沾化区	400
信发	茌平信发华宇氧化铝有限公司	山东聊城	440
信发	广西信发铝电有限公司	广西百色	300
华银	广西华银铝业有限公司	广西百色得保	220
KAIMAN	广西田东锦鑫化工有限公司	广西百色	200
KAIMAN	开曼铝业（三门峡）有限公司	河南三门峡	220
KAIMAN	山西复晟铝业有限公司	山西运城	100
锦江	孝义市兴安化工有限公司	山西吕梁	280
香江万基	洛阳香江万基铝业有限公司	河南洛阳	140
鲁牌	山东鲁北海生物有限公司	山东无棣	200
CHALCO	广西华昇新材料有限公司	广西防城港	200
博赛牌	重庆市九龙万博新材料科技有限公司	重庆市	360
信发牌	山西信发化工有限公司	山西吕梁	340
信发牌	华源科技交口有限公司	山西吕梁	280
广铝牌	贵州广铝氧化铝有限公司	贵州贵阳	90
九天牌	国家电投集团遵义产业发展有限公司	贵州遵义	100
合计			6270

资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所

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供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、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。

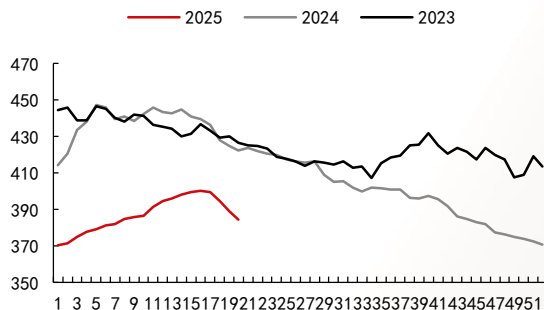
库存：节后库存去库，仓单或现“置换”

- 截至5月16日, 氧化铝期货库存20.47万吨, 环比上周-4.5万吨。钢联非期货总库存384.4万吨, 环比上周-4.7万吨, 合计404.87万吨, 环比上周-9.2万吨。
- 新疆库仓单前期贴水和供应偏紧的情况下去化明显, 套利空间打开后或发生仓单“置换”。

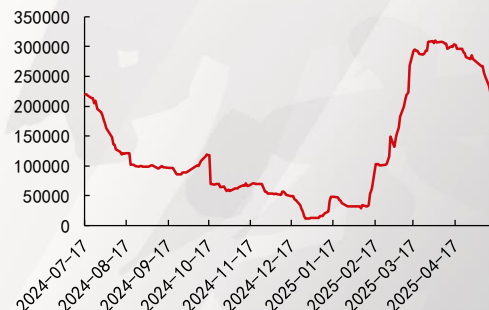
交割库容 单位：万吨

类型	地区	核定库容	升水
仓库	新疆	25	380
	河南	20	
	山东	18	
	广西	5	
	甘肃	5	180
集团库	山东	10	
厂库	山东（中铝）	5	
	山东（魏桥）	12	
	河南（中铝）	8	
合计		108	

氧化铝非期货库存 单位：万吨



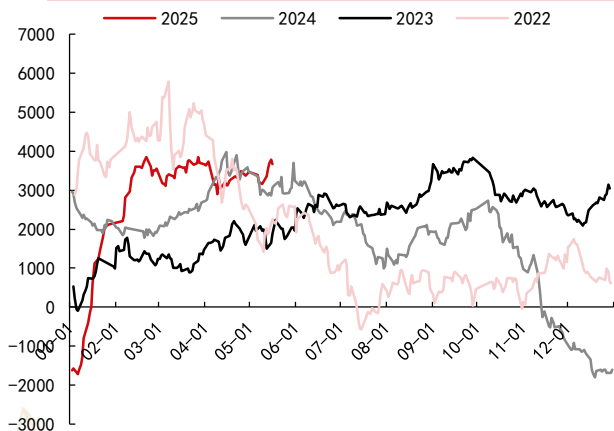
氧化铝仓单数量 单位：万吨



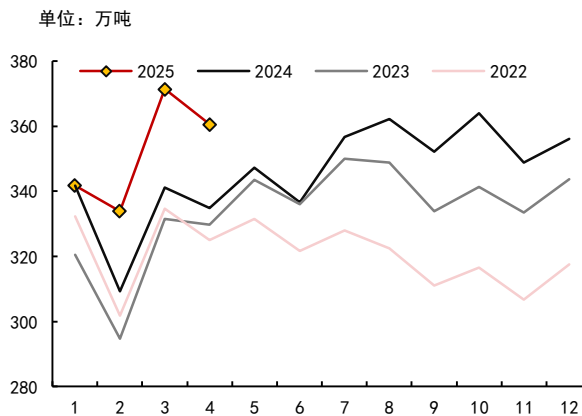
铝冶炼：电解铝运行产能维持高位

- 电解铝运行产能基本见顶。
- 元旦后四川地区前期因成本问题停产产能陆续复产。
- 行业平均利润回升。

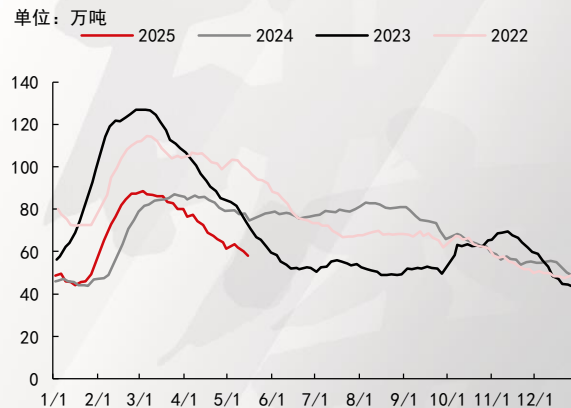
国内电解铝冶炼利润



国内电解铝产量



铝锭库存



资料来源：Wind Bloomberg SMM 中信期货研究所

氧化铝后市展望：中短期观察减产与套保，长期取决于矿价

- 中短期由于二季度矿石成本相对锁定且高于当前的网价，前期现货价格处于阶段性的低估值，进入4月随着亏损现金成本的产能增多，减产产能有所扩大，而需求端维持刚性。近期减复产并行，运行产能仍将维持波动。此外部分区域有惜售捂货现象，也加剧了阶段性的供应紧张。
- 长期来看，近期消息频发，文丰事件尚无进一步发酵，目前来看如果不以赤泥为理由去发酵，影响预计不大。几内亚过渡政府撤销多家铝土矿公司采矿许可证影响超预期，根据mysteel调研，Axis矿区涉及产能约4000万吨，目前事件如何落地尚未定论。如果是与利益有关的问题，预计短期可以解决，但若是与氧化铝厂建设相关的问题，则事件落地速度或较为悲观。

氧化铝平衡表 单位：万吨

	2024	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	2025-06	2025E
中国氧化铝产量	8637	790	719	810	799	833	798	9405
冶金级氧化铝产量	8197	750	683	769	759	791	757	8918
氧化铝净进口	-37	-16	-16	-13	-13	-13	-13	-168
氧化铝供应量	8600	774	703	797	786	820	785	9237
供应同比	2.4%	7%	4%	10%	16%	14%	14%	9%
中国电解铝产量	4335	375	340	377	364	377	365	4404
冶金级氧化铝需求量	8345	722	654	726	701	726	703	8478
非冶金级氧化铝需求量	475	26	30	41	42	47	42	500
氧化铝需求总量	8820	748	684	767	743	773	745	8978
需求同比	3.8%	2%	0%	5%	3%	4%	3%	2%
供需平衡	-220	27	19	30	44	47	40	259

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。我司不会因为关注、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。

资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所



铝供需平衡：2025年原铝市场供需将转为短缺

- 宏观上：市场预期美联储将两次降息，尽管市场对美国经济有衰退预期，但预计不会真正出现衰退。国内政策以稳为主，扩内需政策有发力预期，基建可能在二季度后半段有所发力，且二季度有降息降准的可能。
- 供应上：电解铝端Q1四川前期因成本停产的企业开始启槽，运行产能逐步提升，其余置换项目也在按计划建设，对于运行产能的贡献也将逐步体现，预计Q2电解铝供应量（产量+净进口）1143万吨，同比+1.9%，全年供应量4544万吨，同比+0.2%。
- 消费上：2025年全年角度看，消费主版块房地产（-73）、家电（+20）、光伏（+40）、交通运输（+33）、电网用铝（+75）、出口（-50），合计用铝增长45万吨，增速约1%。
- 供需平衡上：电解铝方面预计Q2去库16万吨，2025年去库24万吨。
- 节奏上：电解铝端上半年或是出口和部分消费板块抢生产（如光伏抢装）的窗口期，而下半年海外的经济的表现、关税的加码可能、以及成本端的持续下移，都可能对铝价高度造成压制。
- 操作上：电解铝Q2运行区间预计20500-22500元/吨，单边建议低吸为主，同时可在沪伦比低位或俄乌冲突有缓和变化时参与内外盘反套，但需关注LME库存低且集中的风险。

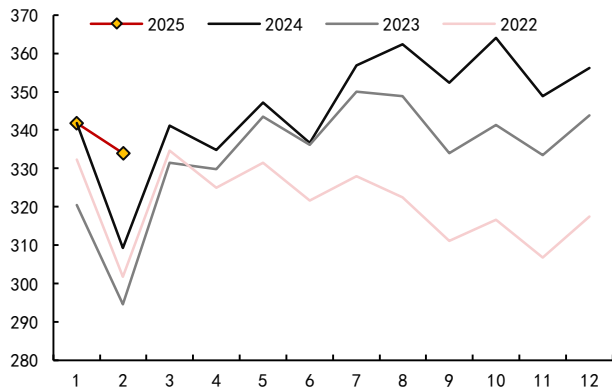
电解铝平衡表

万吨	2024	25-01	25-02	25-03	25-04	25-05	25-06	2025E
原铝产量	4334	375	340	377	365	377	366	4404
产量增速	3.8%	4.3%	1.0%	4.9%	3.9%	3.1%	2.5%	1.6%
原铝净进口	202	15	20	15	13	13	11	140
原铝供应量	4536	390	360	392	378	390	377	4544
原铝供应增速	5.2%	1.5%	0.2%	2.0%	1.6%	2.4%	2.3%	0.2%
原铝消费量	4523	381	320	396	385	395	380	4568
原铝需求增速	4.8%	-2.0%	2.3%	2.5%	-2.0%	0.8%	-1.8%	1.0%
铝供需平衡	13	9	40	-4	-7	-5	-4	-24

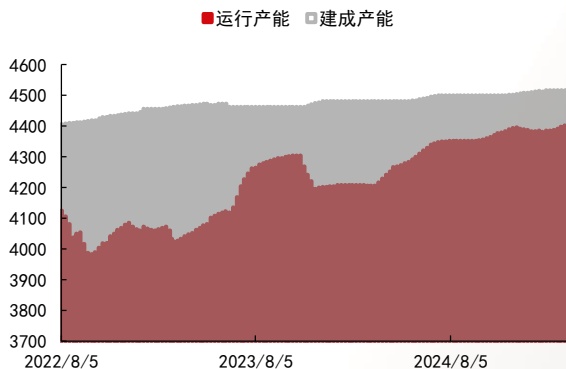
铝供应：海外电解铝产能稳步增长，国内产能进一步接近产能天花板

- 24年底，由于氧化铝价格的飙升，部分四川地区的铝厂开始压减产能。而进入25年，随着氧化铝价格的崩塌式下跌，电解铝企业尤其是外采氧化铝的企业，成本压力骤降，前期减停产能开始陆续复产。四川启明星、广元林丰铝电公司先后通电启槽，阿坝铝厂已经完成技改，恢复至满负荷运行。阿拉丁（ALD）数据显示，2025年2月中国电解铝运行产能4398.4万吨，环比增加13万吨，较去年年底增加12万吨，同比增加4.4%。
- 2024年1-2月，海外电解铝产量491万吨，同比+1%。德国Trimet旗下三座电解铝厂的复产工作正在稳步推进，预计三厂25年产量可达40万吨，印尼华青电解铝厂扩产项目进展顺利，目前总建成产能已达48万吨，莫桑比克动乱预计会对south32电解铝厂的产量造成少量影响。

电解铝产量（万吨）



电解铝产能（万吨）



海外电解铝产量（万吨）



资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所

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。我司不会因为关注、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。

铝供应：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

- 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。
- 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%。

国内电解铝新增产能（万吨）

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

海外电解铝新增产能（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	Tsingshan-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：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所

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供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、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。



铝供应：铝锭进口量预计有所减少，俄乌变局或带来贸易链条的转移

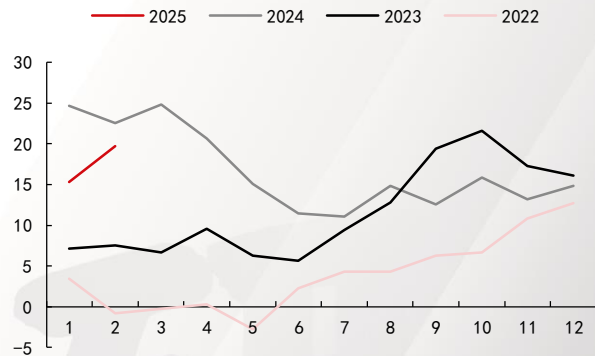


- 2024年我国净进口电解铝201.6万吨，同比+44.8%。2025年1-2月净进口电解铝35万吨，同比-26%，减少12万吨。
- 去年年底我国取消铝材、铜材等产品出口退税，铝内外比值下滑，国内铝锭进口亏损进一步扩大，进口量预计有所减少。而俄乌冲突和美俄关系有发生新的变化的趋势，亦会对国际的铝贸易链条和海外供应造成影响。
- 若俄乌冲突变局，俄罗斯的电解铝链条将逐渐多元化，我国的电解铝进口量会有所收缩。而海外的电解铝供应一方面会受益于俄罗斯直接出口的增加，另一方面欧洲能源价格回落会带动欧洲电解铝产能复产，增加海外供应，有利于内外比价的回升。
- 综合来看，进口窗口的关闭和俄铝贸易链条可能的转移，会带动进口量出现收缩。当前预计进口量同比下降60万吨。

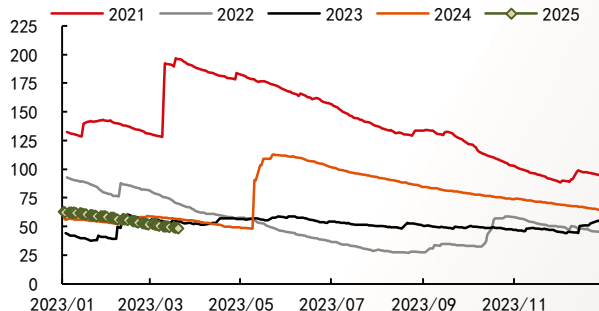
电解铝进口窗口 (元/吨)



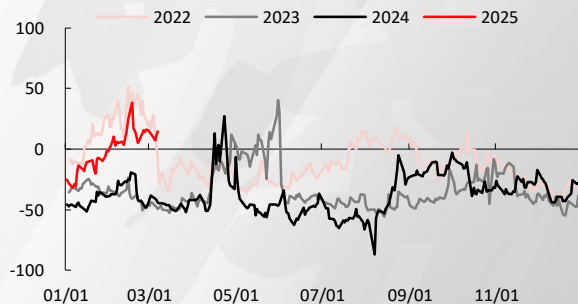
电解铝净进口 (万吨)



LME铝库存



LME铝0-3升贴水 (美元/吨)



资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所

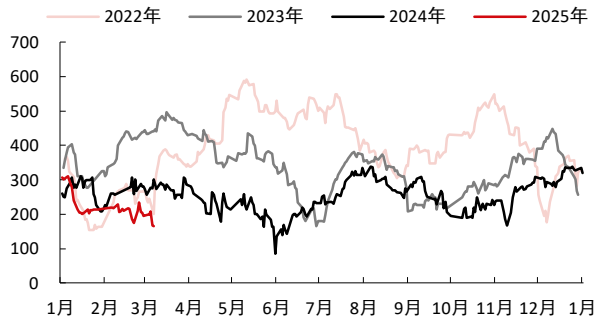
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

铝消费：Q1季节性累库有滞后，消费表现暂无明显亮点

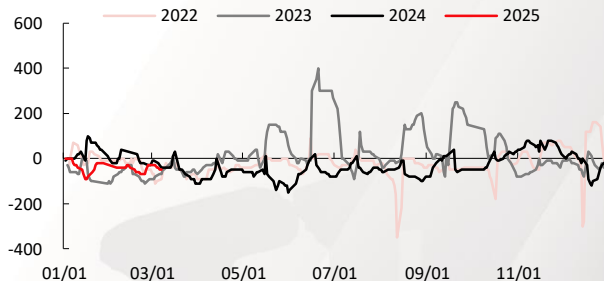


- 2024年国内电解铝消费4523万吨，增速为4.8%，整体需求表现强劲，但下半年有一定走弱。
- 在24年底，部分终端逆季节性的采购带动铝锭库存持续下降，25年初的季节性累库也有所滞后，支撑了阶段性铝价的回升。春节后，铝锭累库高点接近去年同期，但去库拐点早于往年。反观铝棒环节，整体库存处于近几年的最高水平，且铝棒加工费一直处于偏低水平。

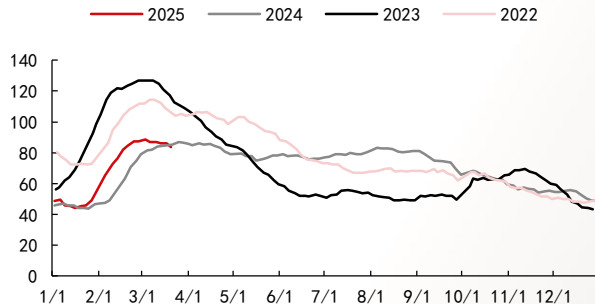
铝棒加工费 (元/吨)



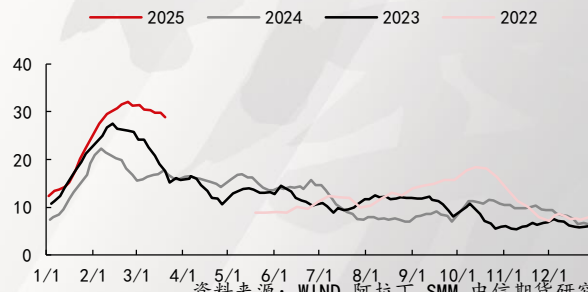
铝锭升贴水 (元/吨)



铝锭库存 (万吨)



铝棒库存 (万吨)



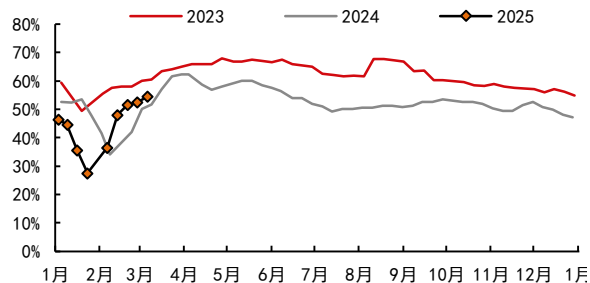
资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所

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供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、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。

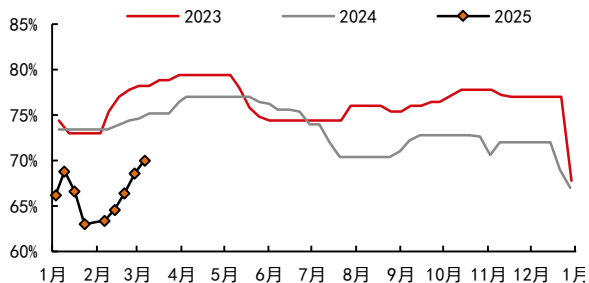
铝初端消费开工率：国内铝下游节后开工率回暖



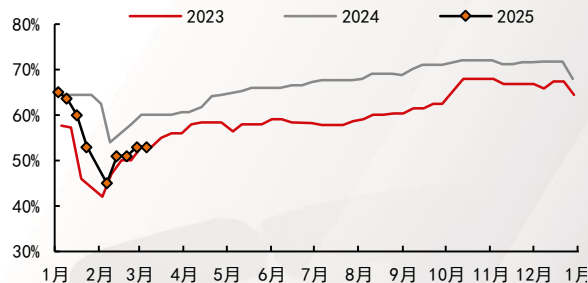
型材企业开工率



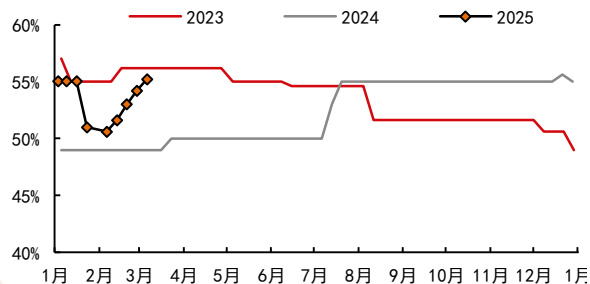
板带开工率



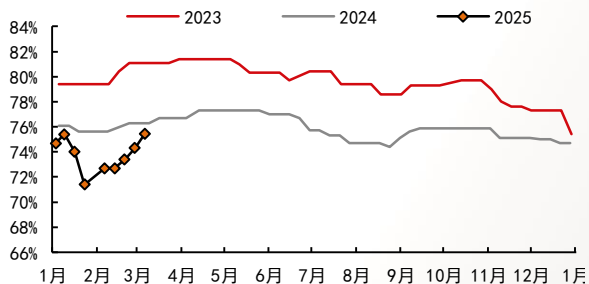
铝线缆开工率



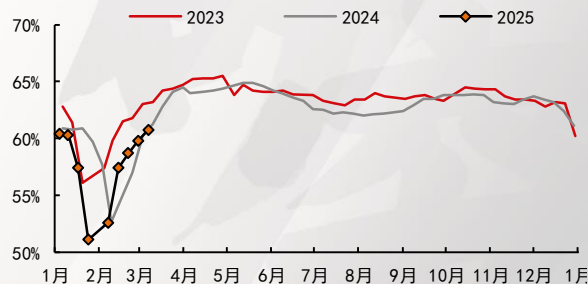
原生铝合金开工率



铝箔开工率



行业平均开工率



资料来源：Wind Bloomberg SMM 中信期货研究所

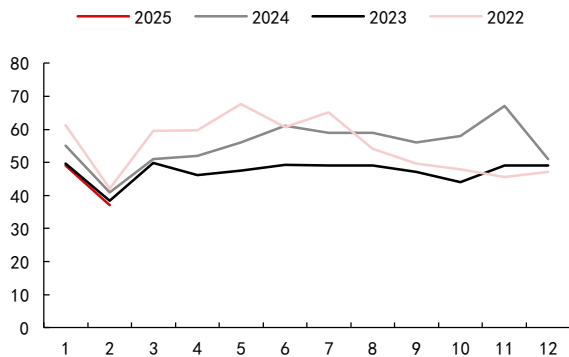
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

铝消费：中国铝材出口退税取消叠加美国关税落地，2025年出口仍需观察

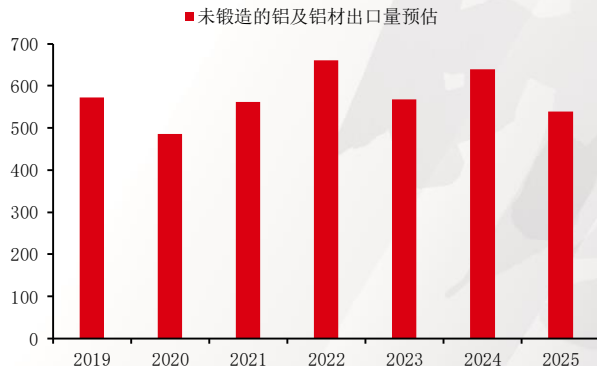


- 2024年我国出口铝材666万吨，同比+17%。而2025年1-2月，共出口铝材86万吨，同比-11%，减少10万吨。
- 去年年底的出口退税取消政策和特朗普多轮的关税政策落地，使得市场尤为关心出口环节的变化。由于部分订单同海外客户的谈判周期拉长，以及部分海外客户重新研究供应链替换的可行性也需要时间，或导致整个关税影响的出口观察窗口期有所拉长，因此仍需关注后续一两个月的出口表现来更为准确地预估全年情况。当前暂预计全年铝材出口同比减少50万吨。

未锻造铝及铝材出口（万吨）



未锻造铝及铝材出口预估（万吨）



资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所

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供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、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。

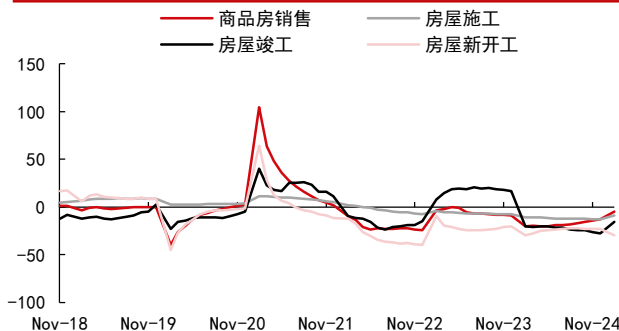


铝消费：地产依然疲软，家电内销预期谨慎外销或维持景气

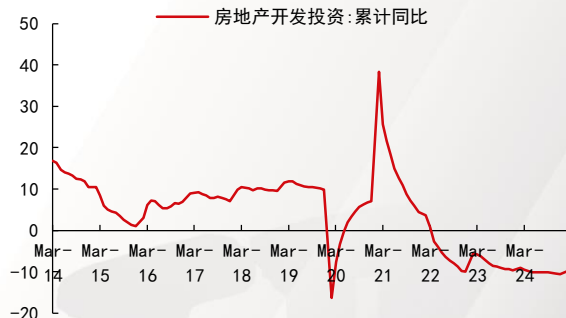


- 2024年，国内新开工同比-23%，竣工-27.7%。进入2025年，新开工与竣工的表现依然疲软。1-2月新开工面积同比-29.6%，竣工同比-15.6%。整体的库存去化压力与房企资金压力依然较大。尽管销售端降幅有所收窄，但从销售反推竣工，预计竣工端的下跌压力依然较大。后续需要继续观察保交楼政策和落地情况对于竣工端的带动。预计2025年的竣工降幅仍将维持10%以上，对应用铝下滑73万吨以上。
- 家电方面，内销在以旧换新资金逐步落地后信心有所改善，但基于地产基本面仍处承压状态，叠加库存去化压力尚未褪去，整体预期仍较为谨慎。外销排产大幅上调，主要系海外补库持续进行与新兴市场外需增长提振，相对来讲出口景气或仍可持续。预计2025年家电合计增速12%。对应带动用铝增长20万吨。

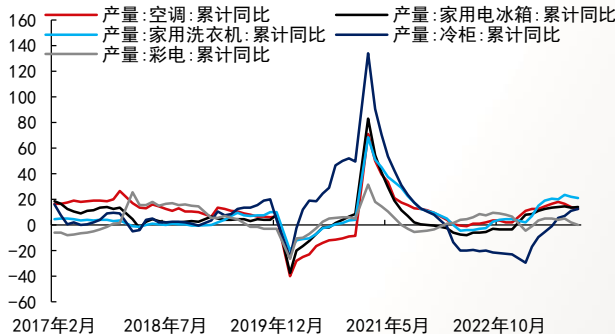
地产数据同比 (%)



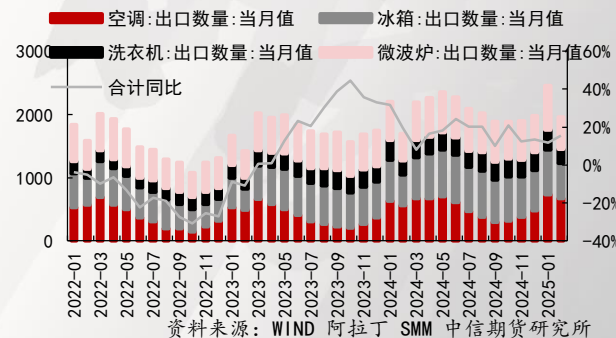
房地产开发投资完成额累计同比 (%)



家电产量增速 (%)



家电出口数量当月值 (万台)

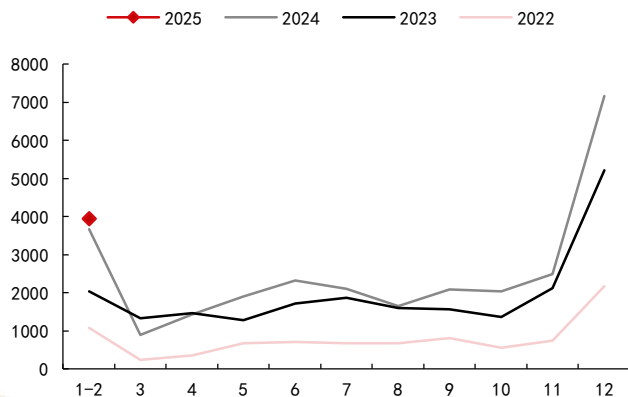


重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

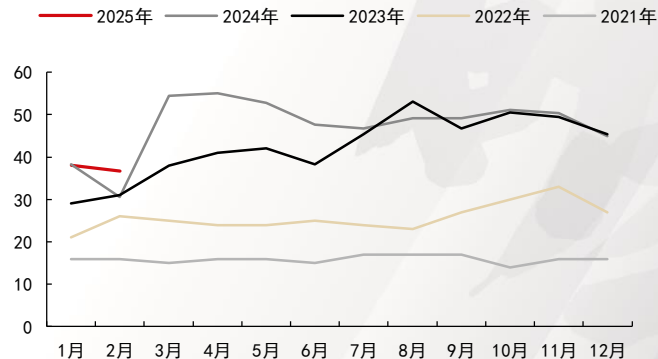
铝消费：新能源上网电价市场化，光伏上半年或迎抢装潮

- 2月9日，国家发改委及国家能源局印发《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》，新能源项目上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成，政策自2025年6月1日区分新老项目。因此上半年预计将迎来光伏装机的抢装潮。但实际落地中，受分布式光伏发电管理办法、新能源上网电价市场化改革等政策及上述政策与各省具体实施办法出台时间差的影响，行业存在一定观望情绪，且到二季度中后期，已基本不满足装机的时间，预计国内新增装机同比-5%。
- 从全球来看，中国的存量和新增装机保持着绝对的领先，但从增速上看，后期高增速区域会有所切换。预计后期印度、中东北非等地区的光伏装机增速较高。2024年，全球新增装机530GW，同比增长26%，2025年预计全球新增装机572GW，同比增长8%。由于全球组件产能大部分位于国内，由此带动国内光伏用铝增长40万吨。

光伏新增装机容量 (GW)



中国组件月度产量 (GW)



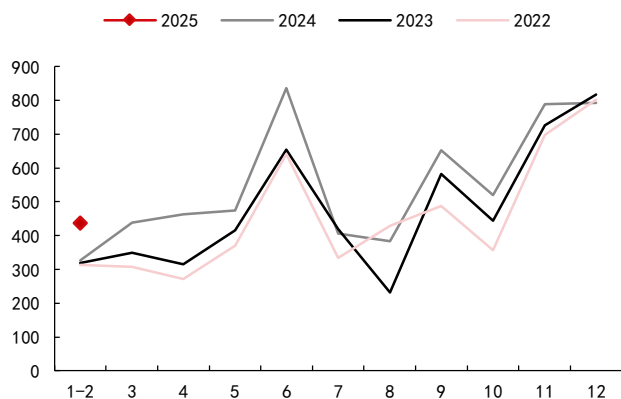
资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所

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供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、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。

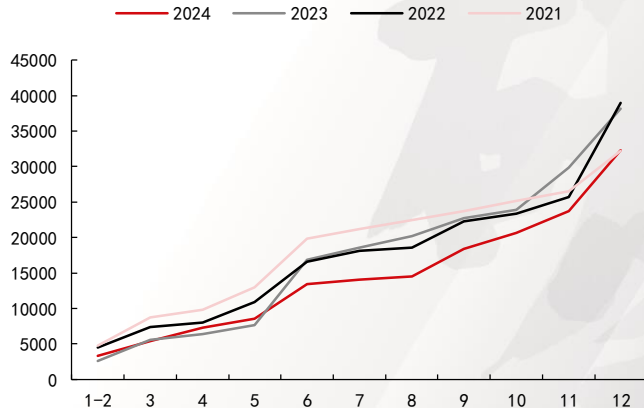
铝消费：电网投资规划高增

- 2024年电网投资6083亿元，同比+15.3%。新增220千伏及以上线路长度32270km，同比-15.37%。由于近几年新能源装机的飞速增长，电网的消纳问题越发凸显。2025年年初，国家电网宣布今年电网投资将6500亿元，南方电网宣布今年电网投资将1750亿元，两者合计超8250亿元，相比2024年的6083亿元增长超35%。对应带动用铝增长75万吨。

电网投资 (亿元)



新增220千伏及以上线路长度 (KM)



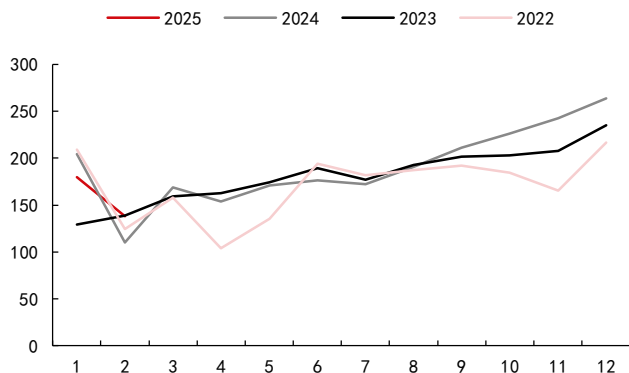
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所

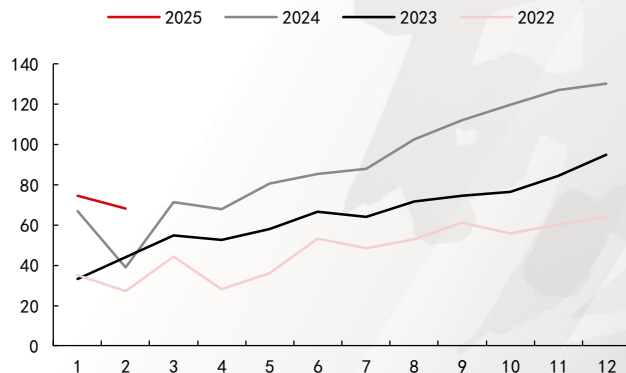
铝消费：新能源汽车稳步增长

- 2025年1-2月，乘用车零售销量累计317.6万辆，同比+1%，同比增幅与去年同期相比有所下滑，新能源汽车零售销量累计142.6万辆，同比+35%，新能源汽车零售渗透率44.9%，同比+11pct。
- 当前新能源渗透率维持高位，两新政策对汽车销量有带动作用，预计2025年，全球汽车销量同比+1.4%，其中新能源车+17%；预计中国汽车批发量同比+4.8%，其中新能源车+19%。对应带动用铝增长33万吨。

狭义乘用车零售销量（万辆）



新能源车零售销量（万辆）



资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所

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。我司不会因为关注、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。

铝消费：2025全年增速下滑至1%

- 2025年全年角度看，消费主板块房地产（-73）、家电（+20）、光伏（+40）、交通运输（+33）、电网用铝（+75）、出口（-50），合计用铝增长45万吨，增速约1%。

电解铝平衡表

万吨	2021	2022	2023	2024	25-01	25-02	25-03	25-04	25-05	25-06	2025E
原铝产量	3893	4003	4174	4334	375	340	377	365	377	366	4404
产量增速	4.5%	2.8%	4.3%	3.8%	4.3%	1.0%	4.9%	3.9%	3.1%	2.5%	1.6%
原铝净进口	157	47	139	202	15	20	15	13	13	11	140
原铝供应量	4050	4050	4313	4536	390	360	392	378	390	377	4544
原铝供应增速	5.9%	-0.1%	6.5%	5.2%	1.5%	0.2%	2.0%	1.6%	2.4%	2.3%	0.2%
原铝消费量	4034	4084	4317	4523	381	320	396	385	395	380	4568
原铝需求增速	5.4%	1.3%	5.7%	4.8%	-2.0%	2.3%	2.5%	-2.0%	0.8%	-1.8%	1.0%
铝供需平衡	19	-34	-4	13	9	40	-4	-7	-5	-4	-24

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供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、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。

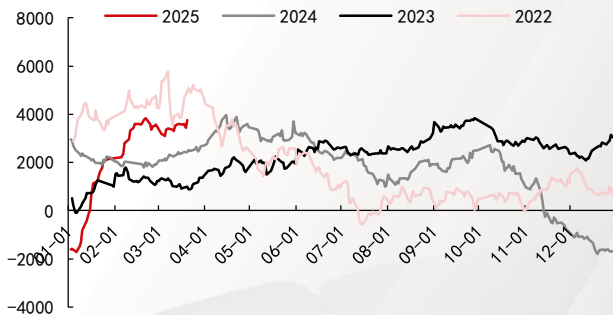
资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所



铝成本：氧化铝长期仍有下跌空间

- 中短期：随着新产能的顺利释放，整体供需开始转宽，晋豫暂未出现大规模减产，但有减少进口矿用量的迹象。需观察这部分产能出清的节点以及二季度进口矿谈判情况。阶段性或有减产反弹行情，但亦会给出套保机会。
- 长期：长期来看，随着过剩幅度不断扩大，新投产能会倒逼晋豫高成本产能出清，价格会运行在晋豫边际产能成本之下，且随着几内亚矿石的放量和矿石议价双方心理的变化，进口矿价格仍有下移空间，进而带动成本线下探。

电解铝行业平均冶炼利润（元/吨）



氧化铝平衡表（万吨）

	2024	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	2025-06	2025E
中国氧化铝产量	8637	790	719	810	799	833	798	9505
冶金级氧化铝产量	8197	750	683	769	759	791	757	9018
氧化铝净进口	-37	-16	-16	-13	-13	-13	-13	-168
氧化铝供应量	8600	774	703	797	786	820	785	9337
供应同比	2.4%	7%	4%	10%	16%	14%	14%	9%
中国电解铝产量	4335	375	340	377	364	377	365	4404
冶金级氧化铝需求量	8345	722	654	726	701	726	703	8478
非冶金级氧化铝需求量	475	26	30	41	42	47	42	500
氧化铝需求总量	8820	748	684	767	743	773	745	8978
需求同比	3.8%	2%	0%	5%	3%	4%	3%	2%
供需平衡	-220	27	19	30	44	47	40	359

资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所

铝供需平衡：2025年原铝市场供需将转为短缺

- 宏观上：市场预期美联储将两次降息，尽管市场对美国经济有衰退预期，但预计不会真正出现衰退。国内政策以稳为主，扩内需政策有发力预期，基建可能在二季度后半段有所发力，且二季度有降息降准的可能。
- 供应上：电解铝端Q1四川前期因成本停产的企业开始启槽，运行产能逐步提升，其余置换项目也在按计划建设，对于运行产能的贡献也将逐步体现，预计Q2电解铝供应量（产量+净进口）1143万吨，同比+1.9%，全年供应量4544万吨，同比+0.2%。
- 消费上：2025年全年角度看，消费主版块房地产（-73）、家电（+20）、光伏（+40）、交通运输（+33）、电网用铝（+75）、出口（-50），合计用铝增长45万吨，增速约1%。
- 供需平衡上：电解铝方面预计Q2去库16万吨，2025年去库24万吨。
- 节奏上：电解铝端上半年或是出口和部分消费板块抢生产（如光伏抢装）的窗口期，而下半年海外的经济的表现、关税的加码可能、以及成本端的持续下移，都可能对铝价高度造成压制。
- 操作上：电解铝Q2运行区间预计20500-22500元/吨，单边建议低吸为主，同时可在沪伦比低位或俄乌冲突有缓和变化时参与内外盘反套，但需关注LME库存低且集中的风险。

电解铝平衡表

万吨	2024	25-01	25-02	25-03	25-04	25-05	25-06	2025E
原铝产量	4334	375	340	377	365	377	366	4404
产量增速	3.8%	4.3%	1.0%	4.9%	3.9%	3.1%	2.5%	1.6%
原铝净进口	202	15	20	15	13	13	11	140
原铝供应量	4536	390	360	392	378	390	377	4544
原铝供应增速	5.2%	1.5%	0.2%	2.0%	1.6%	2.4%	2.3%	0.2%
原铝消费量	4523	381	320	396	385	395	380	4568
原铝需求增速	4.8%	-2.0%	2.3%	2.5%	-2.0%	0.8%	-1.8%	1.0%
铝供需平衡	13	9	40	-4	-7	-5	-4	-24

资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所

【中信期货机构服务平台】邀您体验高质量投研！



业务功能全覆盖

平台横跨研究服务、路演会议、行情资讯、资产管理、场外衍生品、业务办理等模块。



全面覆盖商品、权益、固收市场，满足机构客户查询、订阅研报的研究服务需求



聚合路演直播，为客户提供查看、订阅、报名、参会以及回放的全链路场景



多维度丰富的投研报告/路演集结于此，助您及时掌握市场深度走向，不落当下的每一次深度观点碰撞。金牌团队集体亮相，为您推送专业的市场声音。



PC端入口

<https://inst.citicsf.com>



致谢



中信期货
CITIC Futures

中信期货有限公司

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室、14层

上海地址：

上海市浦东新区杨高南路799号陆家嘴世纪金融广场

3号楼23层

- 除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）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，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。
- 中信期货有限公司