



中信期货
CITIC Futures

中信期货研究 | 有色与新材料调研报告（铝&氧化铝）

2024-12-14

河南山西铝链条调研纪要

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

2024年12月9日-13日，中信期货有色与新材料组团队在河南和山西调研了部分氧化铝及电解铝厂，本文对调研内容进行了总结并进行了策略推荐。

有色与新材料研究团队

研究员：

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

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

摘要：

矿石情况：整体感受矿石供应依然紧张。国产矿缩量感受尤其明显，且国产矿品位越来越差，但氧化铝厂整体对国产矿的议价能力强。进口矿今年开始有了拖延的问题，不论是锁量锁价还是缩量不锁价的，今年的用矿价格都在上浮，且普遍预期明年前期矿价仍要上涨。

长单情况：普遍氧化铝长单比例较高，但今年确实长单合同执行的严肃性有下滑，企业对于散单的部分调控较灵活，有的企业不会降价卖散单，有的会用冗余的量来应对出品质量不稳定的问题。

定价机制：目前普遍采用三网均价，但当前下游铝厂对于三网均价有些争议，认为其报价的产生不够透明，报价所记录的成交真实性存疑，因此有部分铝厂希望采用盘面点价的形式。但站在氧化铝厂的角度，盘面点价势必利益受到损失，预计盘面点价在氧化铝厂的接受程度不高。

环保问题：本次山西和河南，体感上能明显感受到空气质量差能见度低。山西河南今年仍然保持季节性的采暖季环保限产。一方面是限制焙烧环节，一方面是限制自备电厂。

库存情况：矿石库存方面，整体感受比较难堆库，矿石还是紧张。氧化铝库存方面，由于本次调研区域采购半径较短，所调研的下游铝厂整体氧化铝库存水平和补库必要性不高。但向外辐射的如流向青海、内蒙古、新疆的一些贸易，其下游有一些补库需求。

成本：使用国产矿的成本在3400-3500元/吨，使用进口矿的单吨成本要增加200-300元至3600-3800元/吨的水平。且市场预期明年上半年矿石价格还将上涨，整体成本将有所抬升。

供需紧张程度：当前供需处于比较微妙的阶段。紧张程度已经基本脱离了前期提不到货的程度，但仍然未转向完全的宽松。

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。

价格判断：现货价格基本见顶，但近期一两个月多预计难大跌。对于盘面上 01 和 05 合约的价格，多认为偏低。

策略上，推荐盘面反弹或月差合适时介入 2-5 或 3-5 反套，或 2502、2503 区间上沿逢高布空。

风险因素： 现货价格崩塌、GAC 矿山停产、新投产不及预期

目录

摘要: 1

一、调研总结..... 4

二、策略思路..... 4

三、调研纪要..... 5

免责声明..... 12

一、调研总结

矿石情况：整体感受矿石供应依然紧张。国产矿缩量感受尤其明显，且国产矿品位越来越差，但氧化铝厂整体对国产矿的议价能力强。进口矿今年开始有了拖延的问题，不论是锁量锁价还是缩量不锁价的，今年的用矿价格都在上浮，且普遍预期明年前期矿价仍要上涨。

长单情况：普遍氧化铝长单比例较高，但今年确实长单合同执行的严肃性有下滑，企业对于散单的部分调控较灵活，有的企业不会降价卖散单，有的会用冗余的量来应对出品质量不稳定的问题。

定价机制：目前普遍采用三网均价，但当前下游铝厂对于三网均价有些争议，认为其报价的产生不够透明，报价所记录的成交真实性存疑，因此有部分铝厂希望采用盘面点价的形式。但站在氧化铝厂的角度，盘面点价势必利益受到损失，预计盘面点价在氧化铝厂的接受程度不高。

环保问题：本次山西和河南，体感上能明显感受到空气质量差能见度低。山西河南今年仍然保持季节性的采暖季环保限产。一方面是限制焙烧环节，一方面是限制自备电厂。

库存情况：矿石库存方面，整体感受比较难堆库，矿石还是紧张。氧化铝库存方面，由于本次调研区域采购半径较短，所调研的下游铝厂整体氧化铝库存水平和补库必要性不高。但向外辐射的如流向青海、内蒙古、新疆的一些贸易，其下游有一些补库需求。

成本：使用国产矿的成本在 3400-3500 元/吨，使用进口矿的单吨成本要增加 200-300 元至 3600-3800 元/吨的水平。且市场预期明年上半年矿石价格还将上涨，整体成本将有所抬升。

供需紧张程度：当前供需处于比较微妙的阶段。紧张程度已经基本脱离了前期提不到货的程度，但仍然未转向完全的宽松。

价格判断：现货价格基本见顶，但近期一两个月多预计难大跌。对于盘面上 01 和 05 合约的价格，多认为偏低。

二、策略思路

我们认为当前的盘面，已经通过深 back 结构计价了非常多的宽松预期，在出现额外驱动前，单个合约的单边空间或不大。

从现货角度而言，受海外三笔现货价格连续下跌、国内供需紧张程度有所缓解的影响，市场观望氛围浓厚，国内现货价格基本见顶，但当前供需尚未完全转向宽松，长单交付仍然相对紧张，产业仍有一定的控货控价能力，其或倾向于通过减少散单公开成交来挺住三网均价，进而减缓月均价的下跌。预计春

节前的现货价格偏向横盘或抵抗式下跌。但在当前的市场情绪下，近月合约基差修复的操作难度和风险较大。

当前氧化铝的边际成本，已经在 3600-3800 的区间，且明年前期进口矿大概率仍难跌价，氧化铝成本仍有抬升空间。远端市场普遍预计 2025 年二季度迎来供需拐点，当前盘面也计价的是远期宽松预期，但 GAC 事件尚未解决，明年新投产的产能绝大部分使用进口矿，一旦 GAC 事件以其矿山完全停产的方式落地，市场对于远月的投产预期或发生扭转。

策略上，推荐盘面反弹或月差合适时介入 2-5 或 3-5 反套，或 2502、2503 区间上沿逢高布空。

三、调研纪要

企业 A，河南某氧化铝厂

矿石情况：

1、80%以上海外矿，大部分几内亚矿，部分澳洲，小部分老挝，所罗门群岛，国内也有一些自有矿山。如果印尼矿石放开会考虑使用，因为品质好成本低。

2、河南矿山主要涉及到环保问题，当前已经按照要求的指标整改。

3、矿石多为长单，锁量不锁价，矿石成本与网价相差不多，使用进口矿生产氧化铝单吨成本增加 200-300 元。

4、往年每个月库存五六十万吨，今年几万吨，矿比较紧，基本无法堆库，矿都是集团统一运作。

氧化铝情况：

1、年氧化铝产能 260 万吨，当前开工率 100%。年冶金级销售任务 158 万吨，其余为非冶金级。

2、装置有 20-30%的超产能力，只要矿石能够跟上，当前利润水平下愿意超产。

3、生产成本 3600-3700 元，进口矿石跟网价相比优势不大。

4、大部分为长单，先款后货，公司当前定价为三网价*80%+电解铝月均价的 20%*20%。发货计划和价格由公司统一调配。

5、煤气炉受环保制约，未来会往天然气转。

6、对于市场明年新投产，可能有企业会担忧矿石买在高位而投产后价格崩塌，导致投产比较谨慎。

7、预计前期氧化铝现货价格偏抵抗式下跌，大幅崩盘的概率不高。

企业 B，河南某电解铝厂

原料氧化铝情况：

- 1、目前仍是三网均价结算，先款后货。市场有小范围在尝试期货盘面点价。
- 2、有考虑在盘面接货，但河南仓库没货，匹配到新疆成本反而变高。
- 3、结块的氧化铝可以用，只需人工破碎，成本增加很少。
- 4、今年氧化铝长单合同执行非常不严肃，拖欠情况常见，公司又补签了一批长单以保障供应。
- 5、因为氧化铝采购半径小，基本没有库存。
- 6、近期明显感觉氧化铝紧张情况有所好转，之前是催着氧化铝厂出货，现在是氧化铝厂催着提货。

电解铝情况：

- 1、当前暂不考虑停产，尚未亏损到现金成本。
- 2、当前公司 100%铝水比例。

企业 C，河南某氧化铝厂

矿石情况：

- 1、全部用国产矿，有自有矿也有外采矿，大部分为周边矿，少量广西矿。当前矿石供应跟不上影响企业开工率。
- 2、因为混用矿石产品质量不好控制，因此未考虑使用进口矿。
- 3、公司整体产能较小，当初建厂设计是针对国产矿设计的管道，如果切换进口矿产线所需时间较长，可能两到三个月左右，需要新铺管道。
- 4、当前矿石单耗 2.6-2.7，之前品位高的时候 2.3-2.4。
- 5、当前矿石库存 3-5 天，多的时候 10 多天。往年大几个月甚至小一年的库存。
- 6、对于国产矿的复产预期较低，河南主要还是环保问题。
- 7、对国产矿山的议价能力强，一般都是氧化铝厂给出价格。

氧化铝情况：

中信期货有色与新材料调研报告（铝&氧化铝）

- 1、年产能 40 万吨，开工率 50%，主因矿石供应制约开工率。
- 2、长单先款后货，三网均价。
- 3、因为自身产能较小，较难感知周边铝厂的提货意愿与补库动作。
- 4、采暖季一般影响一周左右，主要管控焙烧和电厂，焙烧炉开炉要 48h。
- 5、自备电厂的蒸汽成本有优势。
- 6、考虑母液提取碳酸锂以增厚收益，单吨碳酸锂成本在 3-4W。

企业 D，河南某电解铝厂

原料氧化铝情况：

- 1、三网均价去结算，当月月均价，先款后货，先付预付款。
- 2、对三网价所统计成交的透明度存疑。
- 3、是否去盘面接仓单取决于价格。
- 4、库存 2 周左右，可以进一步压缩。原料 90%来源于中州，其余来源于上街。
- 5、认为当前新疆升贴水与实际运费不匹配导致绝大部分仓单集中于新疆。

电解铝情况：

- 1、当前还不怎么亏损，但已经开始有减产，只是尚未达到上市公司需要披露的程度。
- 2、其他家自备电过网费 1.3-1.4 毛，公司过网费有优势只有 4 分。
- 3、今年煤炭成本下降。
- 4、保护性修槽 2 个月以内，破坏性修槽时间较长。

企业 E，河南某氧化铝厂

矿石情况：

- 1、目前全部国产矿，之前买了两船进口矿，几内亚矿涨到 70 美金之后就停了。
- 2、进口矿单耗 2.7-2.9，国产矿 2.3-2.7。
- 3、矿石来源主要是河南自有矿，其余来自广西、山西、贵州。自有矿山开工率 50%。

中信期货有色与新材料调研报告（铝&氧化铝）

- 4、基本没有铝土矿库存。
- 5、对于国产矿复产预期很低，明年还有矿山整顿。
- 6、氧化铝厂对国产矿的议价能力强，因为氧化铝厂付款顺，矿山着急回款。
- 7、因为之前对产线进行过技改，所以若改用进口矿检修 2-3 天就可以直接切产线。

氧化铝情况：

- 1、公司设计产能 140 万吨，运行产能 120 万吨。
- 2、公司 70%长单，三网均价，先款后货。
- 3、公司不会降价卖散单。
- 4、下游拿货依然比较紧张。
- 5、全检修复产周期约 15 天。
- 6、橙色污染预警压减 30%，红色预警压减 50%。
- 7、预计一季度现货价格偏抵抗式下跌。

企业 F，河南某电解铝厂

原料氧化铝情况：

- 1、氧化铝紧张程度有所缓解，之前是催着氧化铝厂出货，现在是氧化铝厂催着提货。
- 2、对于盘面结构上的定价基本认可，甚至个别月份价格相对偏低。
- 3、因为采购半径较小，库存比较低。
- 4、部分非铝贸易商手里的货销售不出去了，在甩货。
- 5、1 月份 24 年的长单量基本执行完毕。
- 6、准备签明年长单，但对于三网均价的形式比较不满，认为不够透明。不排除之后转向盘面点价。
- 7、若盘面价格合适会考虑盘面接货，但河南本地交割库无货。

电解铝情况：

- 1、预计春节前后消费平淡，铝价承压，3 月之后铝价复苏。
- 2、现货平均贴水不超过 90，长单平均贴 80。
- 3、过网费 1.1 毛。

4、暂不考虑大规模减产，但会轮检小检。

企业 G，河南某精细氧化铝厂

原料（冶金级氧化铝）情况：

- 1、公司原料为冶金级氧化铝，主要采购自兄弟单位。因规模不大且为兄弟单位，供货进度上有保障。
- 2、采购价格采用三网均价，因是兄弟单位，可以先货后款，但当月货款需结清。
- 3、尽管是兄弟单位，但集团内部利润独立核算，公司可以因为原料成本过高减产。
- 4、库存量不大，且年底集团考核库存和应收账款，对库存比较谨慎。

产成品（精细氧化铝）情况：

- 1、精细氧化铝整体价格比冶金级贵，有贵 1-2 千的，也有特别贵的 10 倍左右，平均贵 2-3 倍。
- 2、和冶金级的区别主要是理化指标。生产上 1 微米以下或 5 微米以上的难度较大。
- 3、今年非铝负反馈明显，产成品涨价速度慢于原料，利润受压缩。
- 4、电解铝厂无论是从成本而言还是理化性质而言，都比较难用精细氧化铝当原料。

企业 H，山西某贸易商

贸易情况：

- 1、目前感知的成交反而还要高于网价，普遍要 5800+。
- 2、春节前补货的较多。
- 3、当前海外价格下跌明显，会考虑找海外贸易商或工厂询价，如果进口窗口打开会做套利。
- 4、跨国贸易怕海外的溯源制裁，一般不会亲自处理报关等事情。
- 5、新疆某电解铝厂每周都会询价感知市场情况，但不一定买货。
- 6、认为近期 01 合约和 05 合约的绝对价格较低，会考虑盘面接货。

中信期货有色与新材料调研报告（铝&氧化铝）

企业 I，山西某氧化铝厂

矿石情况：

- 1、全部为进口矿，主要几内亚矿。
- 2、主要为长单，锁量锁价，因此今年成本上浮不大。明年长单在谈，价格要抬升。
- 3、以执行长单为主，不再采购散单铝土矿。
- 4、对于国产矿复产预期较低。
- 5、铝土矿库存 10-15 万吨的水平。

氧化铝情况：

- 1、当前 90 万吨的产能，明年可能增加 10-20 万吨产能，11 月开始受环保影响没有开满。
- 2、长单比例 70%左右。年底之前需要交付完长单。
- 3、市场对于价格的观望程度提高。
- 4、对于当前盘面价格，认为 01、05 近期低位的价格过低。

企业 J，山西某氧化铝厂

矿石情况：

- 1、全部用进口矿，几内亚矿，但今年矿石拖欠明显。
- 2、往年对海外矿山的议价能力还可以，但今年六七月之后矿山开始强势。长单当初签订时锁量锁价了，但现在已经变成了一船一议价。之前已经到了 110 美金的水位，现在已经有了 130 美金的成交，不排除之后的成交中枢上移到 130。
- 3、当前铝土矿库存在一个月左右。
- 4、国内港口矿石到厂的运费约 90-100 元/吨。
- 5、几内亚许多码头吃水浅，需要用小船运到海上的大船上。

氧化铝情况：

- 1、建成产能 100 万吨，运行产能 90 万吨，主因 11 月开始受采暖季环保影响，文件规定 1 月才可复产。
- 2、基本为长单，明年的长单在谈，在争取谈到三网价+升水的形式。盘面点价的方式对氧化铝厂不利，公司不太会接受，预计其他厂商也比较难接受。

中信期货有色与新材料调研报告（铝&氧化铝）

3、下游客户中，青海、内蒙古这些离氧化铝厂较远的铝厂，会有一些补库需求。

4、公司有一部分冗余的量也不一定卖散单，因为现在矿石问题，出品质量不敢保证，如果出了问题，要用冗余的这部分量去补。

5、往年亏损也不减产有些是因为担负社会责任。

6、仓库的货存最多半年左右，再久了除了会结块，还会因为结块体积膨胀对袋子产生影响。

7、对明年市场上的新产能投产进度存疑，主要是矿石备货程度不够。

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，且不承担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>