

氧化铝：供应扰动短期难解，价格高位难跌

今年以来，氧化铝价格出现三次较大幅度上涨。第一波上涨在年初阶段，氧化铝现货价格由 3000 上涨至 3350 元/吨，涨幅 11.6%；第二波上涨在今年 4-5 月，价格由 3300 元/吨上涨至 3900 元/吨，涨幅 18.1%。最近一轮上涨从 8 月底开始启动，由 3900 元/吨上涨至当前 5400 元/吨左右，涨幅高达 40%。10 月以来氧化铝加速上行，且期货现货联动，伴随着氧化铝港口库存下降，行情开启了逼仓之势。从基本面来看，氧化铝的逼仓主要是由于全球氧化铝供给端出现了明显的扰动。海外，最主要扰动来自几内亚，多家当地矿山停运风波暂未结束，而中国 70% 的铝土矿进口来自于几内亚。国内，短期由于河南三门峡矿山复垦致批量停采、山西煤矿安全事故以及北方寒潮影响矿山开采和运输，铝土矿供应短缺。

一、铝土矿供应偏紧继续制约国内氧化铝产能释放

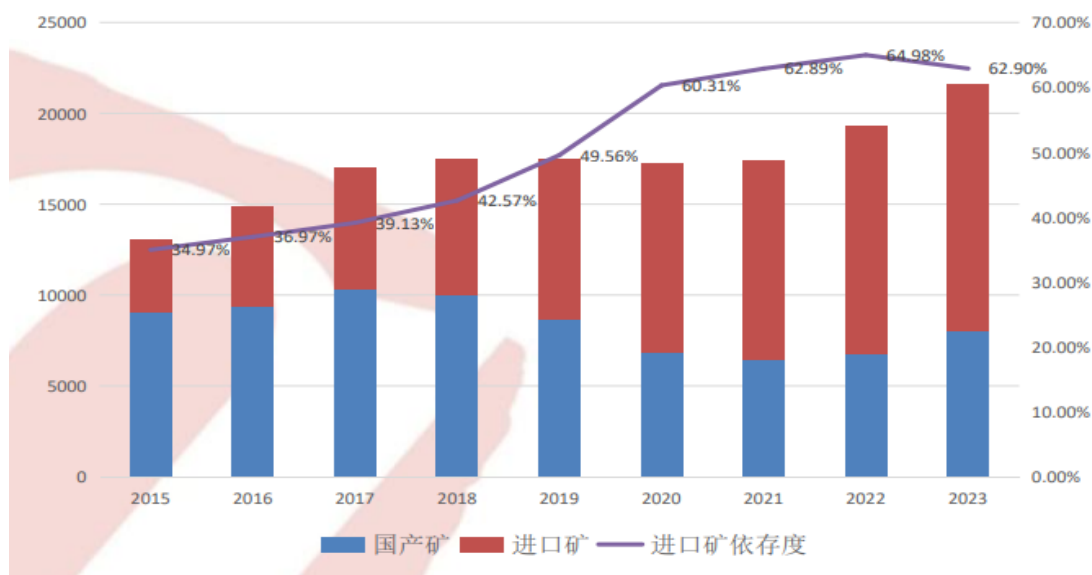
1. 国内铝土矿（河南、山西）产量大幅下降，高度依赖几内亚等国家

全球铝土矿资源丰富，我国资源相对匮乏，进口依赖度高。全球铝土矿资源丰富，根据 USGS 数据，2022 年全球铝土矿资源储量为 310 亿吨。其中，中国资源储量为 7.1 亿吨，占比约为 2%，位于全球第七位。从产量来看，2022 年全球铝土矿产量达 3.8 亿吨，中国产量达 9000 万吨，占全球铝土矿产量的 24%，位于全球第二位。我国铝土矿需求旺盛，而资源储量相对匮乏，进口依赖度高。

我国进口大量铝土矿，近三年以来进口较大的国家为几内亚、澳大利亚和印度尼西亚。其中印度尼西亚自 2023 年 4 月我国停止进口。2016-2023 年，我国从几内亚进口矿石量由 1194 万吨增长至 9926 万吨，增幅为 731.3%，2024

年预计将达到 1.13 亿吨。2024 年 1-9 月累计铝土矿进口总量中，几内亚占比约 70%，澳大利亚占比约 26.7%。

2015 年至今国内铝土矿使用趋势



数据来源：ALD 广州期货研究中心

2. 国内铝土矿（河南、山西）产量大幅下降，进口矿形成补充，但干扰频繁

2023 整体国产矿供应情况不理想，国产矿山生产收紧已成常态，六月底河南铝土矿执行复垦要求，三门峡地区矿山已经停采，截止 2023 年底仍未开工。使得国产矿石供应尤其是河南地区更加紧张，叠加北方多次发布暴雨预警，当地政府为安全起见，加强矿山安全督察以确保矿山安全度过汛期，部分矿山开工受到影响，供应收紧。2024 年 1-9 月，据 Mysteel 调研数据显示，我国主产区（山西、河南、广西、贵州）铝土矿总产量为 5632 万吨，同比-14.3%。

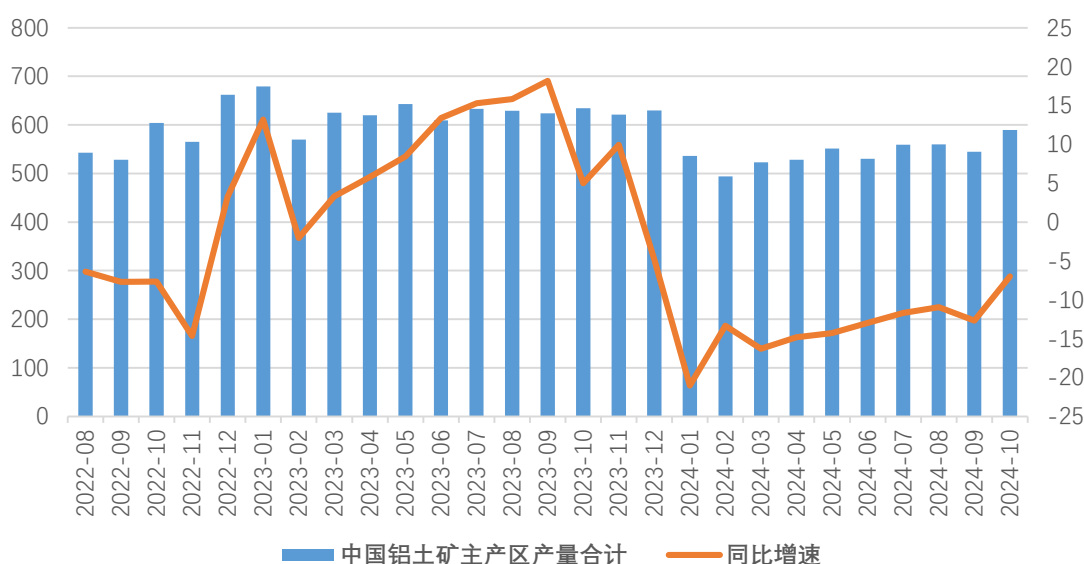
几内亚主要有几大企业主导生产铝土矿。据几内亚矿业和地质部数据，2022 年赢联盟产量 3638.1 万吨，占比高达 35.14%，其次是 CBG，产量 1827.9 万吨，占比 17.66%，第三为阿联酋铝业，产量 1552.1 万吨，占比 14.99%。剩余

7 家企业为中铝、河南国际、COBAD、国电投、ASHAPURA、CBK、AGB2A-SDM。

我国对铝土矿进口依赖度持续上升，2024 年 1-9 月，我国进口铝土矿累计 11954 万吨，同比+12.3%。进口矿石增加对国内减量形成补充，总体供应持续处于紧平衡状态，但 8-10 月因几内亚雨季矿石运输受到干扰，阶段性供应矛盾容易被激化，供不应求推动国内矿价走升，对进口矿依赖程度增加抬升进口矿价格。海内外矿石受限制约我国氧化铝运行产能抬升，截至 2024 年 9 月，氧化铝建成产能 10270 万吨，运行产能 8500 万吨，产能利用率在 83%，国内氧化铝库存持续去库，与往年同期相比库存水平极低，后续重点关注库存拐点。

10 月，阿联酋环球铝业表示，子公司几内亚氧化铝公司（GAC）的铝土矿出口目前已被海关暂停。预计短期内将导致几内亚铝土矿出口进一步受限，对应到国内进口矿紧张局势难解。

中国铝土矿主产区产量及同比增速

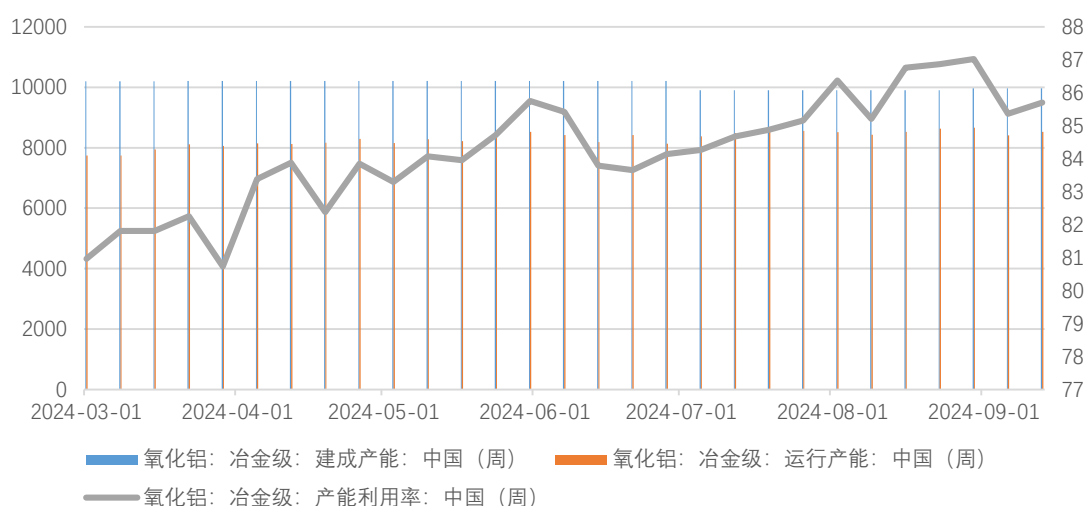


数据来源：Mysteel 广州期货研究中心

3. 国内氧化铝产能过剩，但产量并不过剩

截至 2024 年 9 月，氧化铝建成产能 10270 万吨，运行产能 8500 万吨，产能利用率在 83%。海内外氧化铝产能仍有新增投产，海外新增集中在印度及印度尼西亚，两印投产氧化铝厂节奏或不及预期（当地开展氧化铝生产的电力供应基础较差），国内新增产能集中在广西、河北、山东，远期规划产能较大，内陆高成本产能或逐步出清，预测 25 年氧化铝产量增速在 6-7%，国内氧化铝库存持续去库，与往年同期相比库存水平极低，新投逐步落地后持续观察库存止跌拐点。

氧化铝产能及开工率



数据来源：Mysteel 广州期货研究中心

4. 国内氧化铝定价模式带来的影响

国内氧化铝年产量 8500 万吨左右，90%以上都是签订长单，长单锁量不锁价，实际可流通的现货占比不大。国外氧化铝长单比例更高，现货流通性更少，所以国外氧化铝现货成交经常出现大幅跳价。

10%的现货成交价决定了 90%的长单定价。2010 年以前，国内氧化铝长单定价锚定铝价，采用比例价，例如按照铝价的 17%来确定氧化铝价格。但是 2010

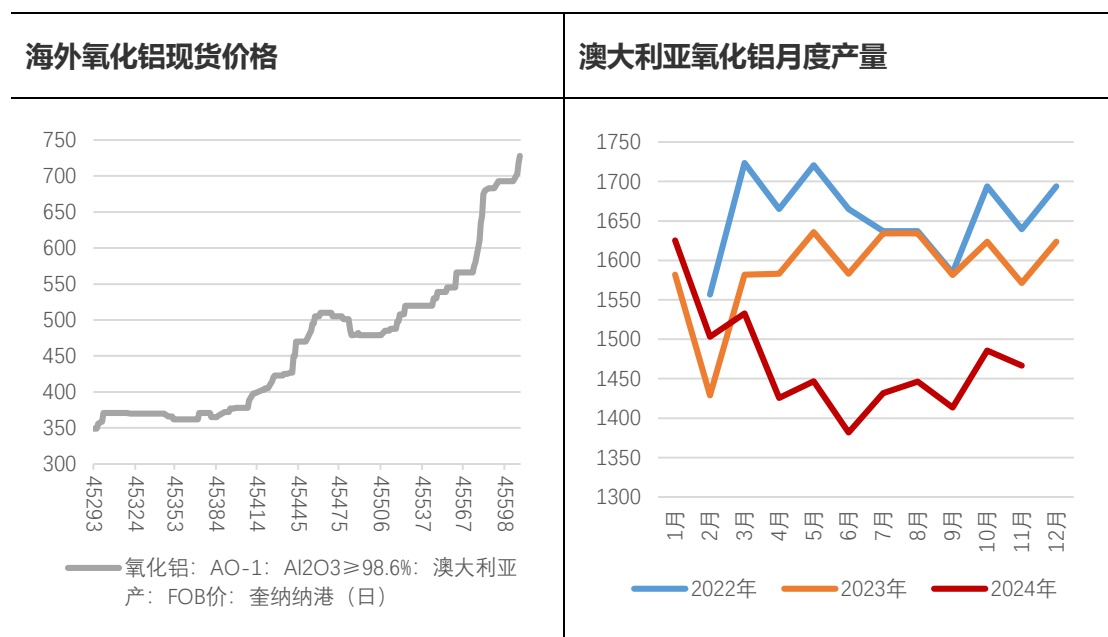
年前后，电解铝产能扩张速度快于氧化铝，当电解铝过剩、氧化铝短缺时，氧化铝也不得不跟随电解铝价格下跌，这引起氧化铝厂商不满。2010 年必和必拓首先提出改变氧化铝定价体系，将氧化铝报价与电解铝报价脱钩。后来国内外逐渐形成了现货指数价模式，国外参考 CRU、普氏或者 Metal Bulletin 等机构报价，国内参考安泰科、百川资讯、阿拉丁三家行业网站报价。国内这三家网站每天都根据现货成交情况生成一个指数价，再把三家的报价算数平均，形成当日的“三网均价”。上月 26 日到本月 25 日的三网均价的月均价，就是本月的长单价。

这种定价模式相对公平，当现货出现高价成交时，氧化铝卖家如氧化铝厂就会将成交合同提供给三家报价机构，希望调涨报价；当现货出现低价成交时，氧化铝买家如电解铝厂也会提供成交合同，希望调低报价。这样三家机构可以采集到市面上绝大部分成交，形成的指数价相对客观。但是当出现趋势性的上涨或下跌时，由于现货流通少，容易将价格波动放大。尤其 2023 年国内氧化铝期货上市之后，如果有资金看好氧化铝价格，拉高近月合约价格，就会吸引氧化铝现货注册为交易所仓单，使得原本供应紧张的现货更加短缺，进一步放大价格波动。

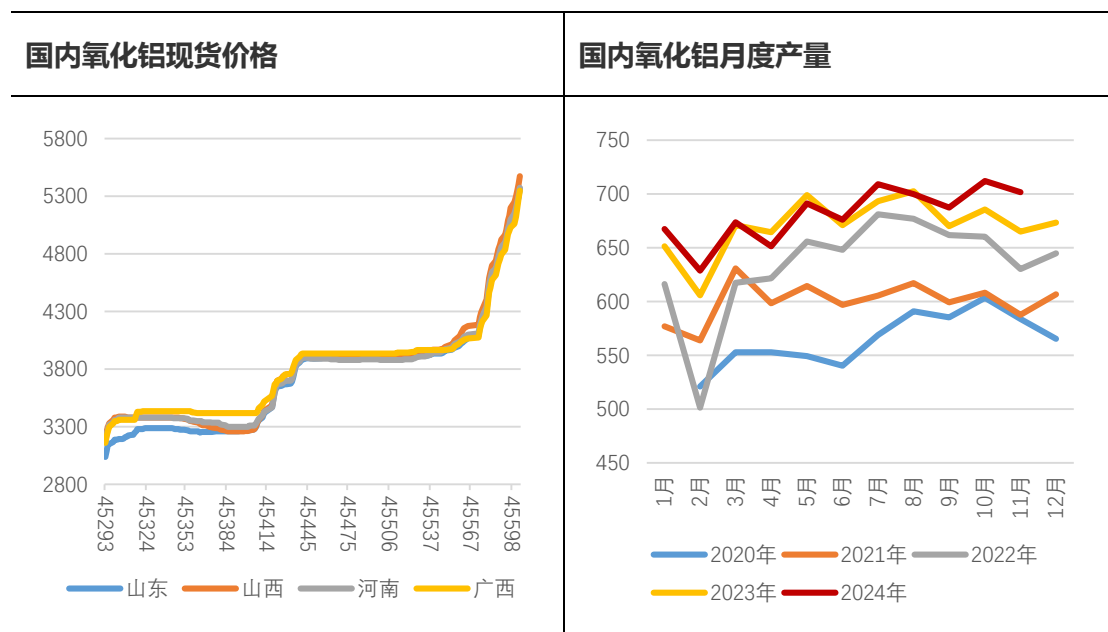
二、海外氧化铝供应干扰频繁，供应受限推升现货价格持续上涨

今年以来海外氧化铝产能扰动不断，包括一季度美铝和力拓的减产，另外进入 8 月后牙买加氧化铝生产企业 Jamalco 因其港口和输送带在 7 月份被飓风 Beryl 摧毁宣布履行不可抗力条约，一定程度影响了氧化铝的发运，供应偏紧格局下海外价格持续上涨，截至 10 月 30 日当周澳洲 FOB 价格上涨至 693 美元/吨，较年初的 370 美元/吨附近，上涨幅度高达 87%。今年 4 月份以来进口窗口持续关闭，氧化铝进出口格局由此前的净进口转为了净出口，进一步带动了国内

氧化铝的供应偏紧。



数据来源：SMM Mysteel 广州期货研究中心



数据来源：SMM Mysteel 广州期货研究中心

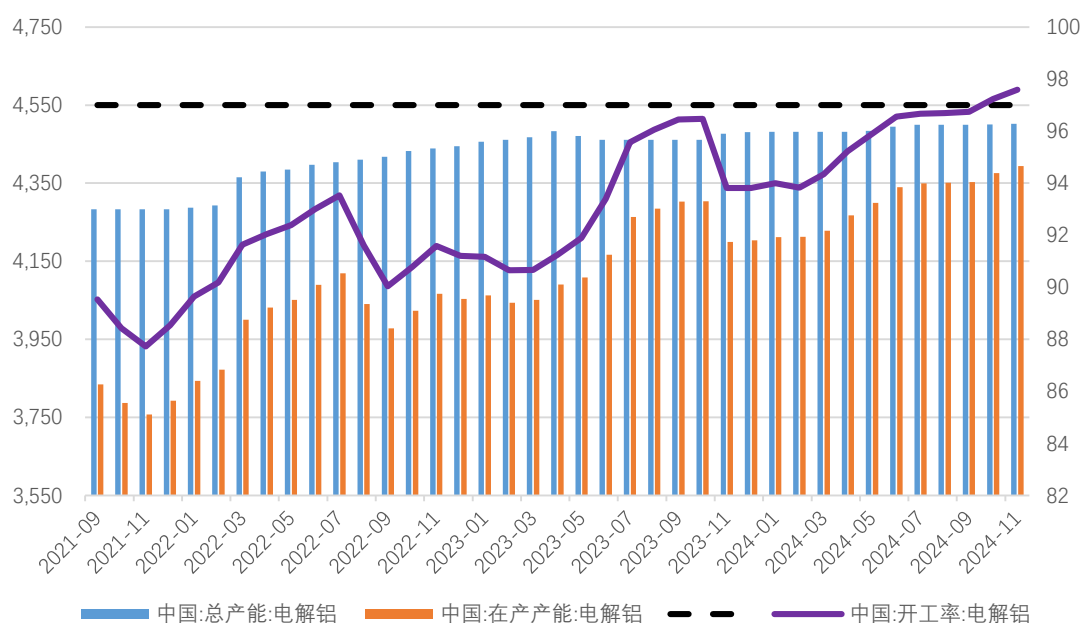
三、今年以来下游电解铝产量保持稳中趋升，氧化铝供应增速明显小于需求增速

氧化铝下游需求主要集中在电解铝，伴随近几年产能迁移，云南地区电解铝产量波动对整体电解铝供应产生较大影响，据新华财经报道，从 2021 年到 2023

年，云南连续三年出现电力供应紧张局面。为保障西电东送电量以及电网安全平稳运行，云南电网对云铝股份等电解铝企业连续三年进行负荷管理，部分企业一度执行 45%左右的限电措施。2023 年四季度，云南电网对云铝股份等企业限电 20%，直到 2024 年 3 月才逐步恢复正常。2024 年冬 2025 年春这一情况将发生转变。云南电网有关部门负责人说，2024 年前 8 个月，云南全省统调发电量 2734 亿千瓦时，增长 19%。云南全社会用电量 1801.5 亿千瓦时，增长 13.5%，增速位居南方五省区第一。“从目前的情况看，今冬明春电力供应充足，在此期间不会对电解铝企业限电。”该负责人说。云南电解铝开工率 2023 年由于限电影响降至 75%以下，今年 9 月云南电解铝开工率在 90%以上，若冬季不限电，预计云南 2024 年冬季电解铝开工率维持高位，对氧化铝需求起到有利影响。

截至 10 月底，今年氧化铝产量累计 6798 万吨，同比+1.23%；需求量累计 6893 万吨，同比+4.27%，供应增速明显低于需求增速，氧化铝持续处于偏紧态势中。

电解铝产能及开工率



数据来源：Wind 广州期货研究中心

四、氧化铝后期投产增量明显，警惕远月价格压力逐增

从投产计划来看，氧化铝新投产能将在一个季度后持续增加，2025 年新投量或超 1000 万吨，关注后期投产节奏。

2024 年及远期中国氧化铝新建产能列表（单位：万吨/年）

公司	省份	原有产能	新建产能	预计开始投产时间	2024年投产产能	2025年投产产能	2026年投产产能	2027年投产产能
企业1	广西	220	200	2024年	100	100	0	0
企业2	广西	0	480	2026年	0	0	240	240
企业3	广西	0	400	2025年	0	200	200	0
企业4	广西	0	240	2026年	0	0	240	0
企业5	重庆	400	160	2024年	60	0	100	0
企业6	河北	480	480	2025年	0	480	0	0
企业7	山东	160	100	2025年	0	100	0	0
企业8	山东	1750	400	2024年	200	200	0	0
企业9	山东	200	60	2025年	0	60	0	0
2024年新增				360				
2025年新增				1140				
2026年及远期新增				1020				

数据来源：SMM 广州期货研究中心

展望后市，短期而言，几内亚雨季影响仍未结束，矿端偏紧态势维持，继续限制氧化铝产量释放，当前氧化铝库存历史低位，内外现货价格仍在上涨，短期仍保持偏多思路。往后看远期宽松预期仍存，近强远弱格局未改，供需转弱的节点主要看年内新增产能的释放情况以及铝厂是否减产，持续关注矿石供应和氧化铝产能变化。交易上，单边回调低多，盘面重点关注 2501 合约持仓量变化。

投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497 号

分析师：许克元 Z0013612 xuky@gzf2010.com.cn

免责声明：本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取

得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！