

国信期货有色（氧化铝）2025 年年报

氧化铝

供需趋向平衡为大势 价格中枢有望下移

2024 年 11 月 24 日

● 主要结论

原料端：2025 年，铝土矿供应量有望继续增加，其中，主要供应增量仍依赖于几内亚，我国矿石对外依赖度提高的主趋势将有所延续，谨防原料端，特别是几内亚地区突发事件对原料生产、运输造成的阻碍，导致矿石供应出现干扰，同时注意评估市场情绪与现实之间的预期差，谨防期、现货价格情绪性波动带来的风险。

供应端：2025 年，全球氧化铝产能及产量将继续增长，同比增速预计上涨。从全年的供应变化节奏来看，全球范围内的新投产产能均集中于 2025 年一季度以及下半年。就国内供应而言，三季度正值几内亚雨季，当地矿石发运量将处于全年最低水平，有原料供应不足，影响到国内氧化铝产能运行风险，四季度则是氧化铝的集中检修季，且容易受到环保方面政策的限制，出现阶段性停减产，出现供需错配情况。2025 年，国内氧化铝供应增速有望超过 7%，将明显高于海外氧化铝供应。

需求端：2025 年需求增速或不及供应增速。国内电解铝 4500 万吨的产能天花板明确，2025 年还需考虑降水等不确定性因素的影响，未来国内需求增量预计较为有限，同比增速将出现明显下滑，对氧化铝需求量或处于 8600-8800 万吨左右。据安泰科数据，2025 年海外约有 120 万吨电解铝产能投产，对应约 240 万吨氧化铝需求增量。

2025 年，全球氧化铝供应增速预计高于电解铝需求增速，供需偏紧的格局将逐渐趋于平衡，随后出现小幅过剩，呈现前紧后松的状态。随着海内外氧化铝供应量增加，海外氧化铝价格回落，我国氧化铝的出口需求预计将有下降。时间节点上，一季度国内新投产产能的释放进度将很大程度上影响市场对于全年氧化铝供应的预期。

成本利润：由于 2025 年氧化铝新投产产能释放需要一定时间，且存在不确定性因素，市场仍会给予氧化铝一定的风险溢价，成本利润定价的作用暂时难以重回主导，但会抬升氧化铝价格的底部支撑。

考虑到下游铝厂对于原材料价格的接受度，以及 25 年整体氧化铝供需格局有望趋于平衡乃至小幅过剩，2025 年氧化铝期、现价格中枢将有所下移，利润空间自高位回落。氧化铝价格外强内弱预计维持，但价差或有收窄，出口利润下降。变化节奏上来看，一季度投产预期下，氧化铝价格将明显承压，随后三、四季度供应端干扰因素相对较多，或导致价格出现阶段性的上涨。风险点在于原料端突发事件导致氧化铝产能释放、运行受阻，以及下游电解铝出现季节性减产等带来的预期差。展望 2025 年，氧化铝期货整体走势或呈现前高后低，价格区间看向 3500-6000 元/吨区间，关注合约月间差带来的机会。

风险提示：矿端突发事件、氧化铝产能释放不及预期、地缘争端。

分析师助理：张嘉艺
从业资格号：F03109217
电话：021-55007766-6619
邮箱：15691@guosen.com.cn

分析师：顾冯达
从业资格号：F0262502
投资咨询号：Z0002252
电话：021-55007766-6618
邮箱：15068@guosen.com.cn

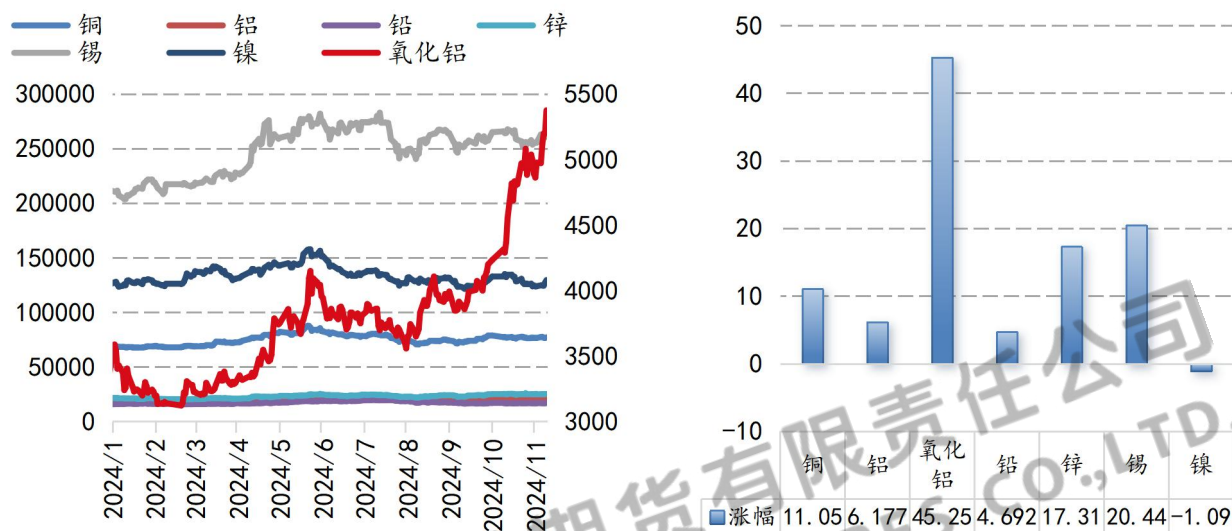
独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、2024 年氧化铝期货：惊动市场的上涨

纵观 2024 年以来大宗有色市场，氧化铝无疑是一个意料之外的“黑马”品种。自 2024 年以来至今，较年初价格相比，氧化铝期货价格一度创下了超过 56% 的涨幅，整体呈现出震荡上行的走势，价格重心逐级抬高。

图：2024 年以来上期所主要工业金属期货收盘价变化（元/吨）图：2024 年 1-10 月上期所主要有色金属收盘价涨幅（%）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

（一）行情回顾

总体来看，氧化铝价格的走势变化大致可分为四个阶段：

● 1 月-2 月：异动后的回落调整。

2023 年 12 月，几内亚突然发生燃油库爆炸事件，引发铝土矿供应担忧，情绪及资金的入场促使氧化铝价格涨幅明显扩大，并在 2024 年 1 月 2 日触及阶段性高点 3838 元/吨，逐渐有悖于基本面的实际情况。随着海外矿端干扰事件追逐渐得到解决，情绪有所消化，北方地区大气污染预警解除，上期所同意新疆交割库扩容，以及加大监管力度后，市场情绪逐渐回归理性，盘面价格迅速回落。且前期异动下，部分地区出现囤货现象，而进入一季度后各地产能设备检修减少，且经历春节假期，市场对于氧化铝价格的态度逐渐偏空，并出现抛货，氧化铝期价也因此，自高位回落后维持着弱势震荡的走势。

● 3 月-5 月中旬：有色板块强势下的跟涨。

3 月底起，以贵金属和铜为首的商品市场逐渐受到市场资金的关注，并率先开启上涨行情，异动频繁，随后铝也出现上涨趋势。进入 4 月后，氧化铝也逐渐受到关注，在情绪及资金的共振下，期价出现较为明显的涨跌，而基本面供需状况暂未出现新的矛盾。随着期价逐渐走高，而现货价格变动有限，氧化铝期现套利窗口逐渐打开，使得市场对于交割品级氧化铝的需求上升，现货价格涨幅扩大。此外，3 月中旬后云

南电解铝投入复产，也持续有需求增量。而2-3月，由于市场对后市看空，贸易商抛货，氧化铝市场出现一定超卖现象，在需求增加的情况下，氧化铝现实供需再度趋紧。叠加使用进口矿石代替国产矿石进行生产的氧化铝出现不达标的情况，而自年初开始的对晋、豫地区矿山复产的预期一再被打压，市场对于远期供应的担忧也有所加剧。随后至5月，山西、河南地区矿山仍未有实质性复产动作，国内矿石供应继续受限，导致氧化铝虽然在高利润下复产积极性较高，但仍难实现较明显的供应增量，而下游需求端电解铝则处于持续复产中，需求支撑较强。供需偏紧下，现货价格也保持着上涨态势，共同给予期价一定上行动力。5月末，澳洲两家氧化铝厂宣布复产延期，带动市场供应担忧情绪爆发，氧化铝期货价格冲高至上市以来的新高位，跃上4100元/吨一线，强势上涨两个交易日后回调。5月中下旬，市场资金对于铜铝为首的有色板块态度有所转变，铝价自高位逐渐回落，氧化铝期货价格也随之下行。

● 5月下旬-9月初：等待预期验证，踌躇震荡。

进入6月后，现货均价涨至高位，晋、豫地区矿山复产开始有落地动作，市场对于矿山的复产预期走强，采购情绪偏向谨慎，市场活跃度下降，现货均价上涨速度下降，进入6月后逐渐在3900元/吨一线企稳。在矿山复产的预期下，氧化铝供需现实偏紧与远期转向宽松的问题逐渐浮出水面，多空博弈加剧，前期资金与情绪带动的超涨有所回落。6-7月，氧化铝供应端减产与复产并存，矿山及复产速度不及预期，同时面临仓单释放流入现货市场的压力，市场面对强现实与弱预期的博弈，仍在等待方向性选择，氧化铝期货难以出现趋势性行情，期货整体持仓量也一度回落至14万手附近。期间，市场交易热点一度转向对于印尼或放宽铝土矿出口政策的影响上，从市场传闻到几内亚下议院正式向其能源和矿产资源部提出建议，市场空头寻找到炒作焦点，氧化铝期货价格大幅下挫，出现一定超跌。随着市场情绪趋于冷静，印尼政策暂未有实质性进展和影响，氧化铝期货价格再度反弹。多空交织下，6-7月氧化铝主力合约主要围绕3700元/吨关口争夺，在7月底破3600元/吨一线，但现货价格却始终稳定维持在3900元/吨以上的高位，现货升水超过正常区间。

进入8月后，供应端产能出现频繁检修，国内矿山复产也较为缓慢，氧化铝供应增量不及预期，现货市场供需偏紧的格局也并未出现明显的趋松，现货均价难以松动。氧化铝价格开始反弹，基差逐渐修复，并在8月中下旬，市场资金力量明显加强，多头入场，期货强势拉涨，向上突破4000元/吨一线，现货贴水逐渐扩大。随后，盘面出现明显的减仓下行，多头逐渐获利离场，期价自4000元/吨以上的高位回落，至9月初，氧化铝期货价格重心回调至3800元/吨附近。

● 9月中旬-11月：偏紧格局进一步确立，期现价格强势上行。

9月中旬起，氧化铝期价开始反弹，并在基本面利多题材的推动之下，上涨趋势逐渐确立。这期间，宏观利多情绪的烘托为辅，基本面利多焦点的不断出现为主，盘面持仓量上涨，共同致使期价获得较强的上涨动力。9-11月，氧化铝期价自3800元/吨附近震荡上涨至5400元/吨左右的高位，涨幅超过40%。

进入9月，氧化铝供应转松被证伪，现货紧平衡状态未有破局，长单交付及铝厂刚需补库需求推动下，国产氧化铝现货价格不断攀升，海外氧化铝供应同样维持偏紧，海外成交价格持续上涨，9月中下旬贵州铝厂再度传出复产消息，进一步加剧氧化铝供需紧张。氧化铝期价回调至3800元/吨附近后，期货持仓量也自9月初再度回涨，并突破新高，期价也再度上行至4000元/吨以上。

10-11月，氧化铝继续震荡上涨，并出现了更为迅猛的涨势。一方面是氧化铝自身短期供需错配的矛盾爆发，特别是进入10月以后，国内外氧化铝原料端的不稳定，而下游电解铝四季度在环保及水电等因素的减产预期削弱，导致氧化铝端短期供需形成错配，基本面走强预期的矛盾持续成为市场炒作的焦点；另一方面，中美货币政策宽松刺激，流动性涌入商品推动资金推波助澜氧化铝挤仓。近期国内外金融市场

流动性利好政策不断叠加，在市场流动性宽松而投资风险偏好丰富的切换背景下，大宗商品市场受到更多资金关注，氧化铝期货作为大宗商品偏上游环节基本面错配品种出现资金涌入，显示出氧化铝期货盘面的多头信心强化，逐渐出现近月挤仓的情况，加剧短期内氧化铝持仓扩大且涨幅扩大。期间，上期所多次出台了提高交易手续费、提高保证金以及扩板等措施，一定程度上抑制了多头情绪，促使市场情绪回归平稳。但在短至中期供需偏紧格局难以扭转的情况下，近月合约仍具备维持强势的条件，氧化铝近月 2411、2412 以及 2501 合约表现仍然偏强，看多情绪较重。而远期供应能力的释放又带给市场一定看空预期，但产能释放节奏的不确定性，使得市场对于供需偏紧转向平衡的时点存在分歧，氧化铝期货近、远月价格走势一度分化，近强远弱的格局明确。

截至 2024 年 11 月 22 日，氧化铝主力合约 2501 报收 5321 元/吨，较 2023 年 12 月 29 日上涨 58.93%。

回顾年内氧化铝期货价格的走势，可以将驱动氧化铝价格上涨的主要因素归结为以下两点：基本面供需偏紧持续升级是矛盾基础，随之而来的市场情绪的推动以及资金的介入则进一步放大矛盾在价格上的体现。此外，氧化铝现货与期货市场的相互配合，则对氧化铝期价起到了一定的制衡作用。

图：氧化铝主力合约日 K 线图



数据来源：博易云 国信期货

（二）矛盾基础：氧化铝供需偏紧持续升级

2024 年氧化铝持续升级的供需矛盾，主要是由于供给端增速不及需求增速，供应干扰下供需错配持续出现所造成的。据国家统计局数据，2024 年 1-10 月中国氧化铝累计产量 7069.0 万吨，同比增长 2.9%；其中，2024 年 10 月中国氧化铝产量 743.4 万吨，同比增长 5.4%。据海关总署数据，2024 年 1-10 月累计进口氧化铝 130.54 万吨，同比下降 8.75%；据海关总署统计，2024 年 1-10 月中国累计出口氧化铝 141 万

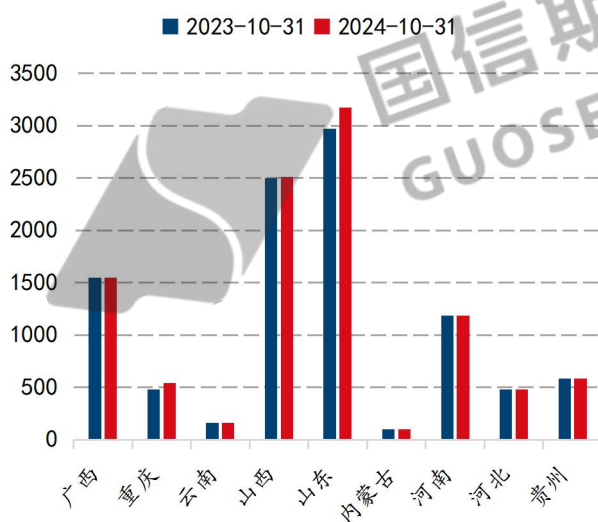
吨，同比增长 40.7%，2024 年 1-10 月中国氧化铝累计净出口量为 10.07 万吨，同比下降 123.50%。而氧化铝最主要的下游需求端电解方面，据国家统计局数据，2024 年 1-10 月中国电解铝累计产量 3639.1 万吨，同比增长 4.3%，中国 10 月原铝(电解铝)产量为 371.5 万吨，同比增长 1.6%。据世界铝业协会（IAI）数据显示，2024 年 1-9 月，海外氧化铝产量为 4209 万吨，同比增加 95 万吨；同期海外电解铝产量增加 2194 万吨，按 1.92 吨氧化铝生产 1 吨电解铝折算，需要 4212 万吨氧化铝，海外供应出现缺口，并由中国氧化铝的出口量进行一定弥补。

1. 全球氧化铝供应情况

2024 年，全球氧化铝行业处于频繁的供应干扰之下，供应量增加，但整体供应趋紧。

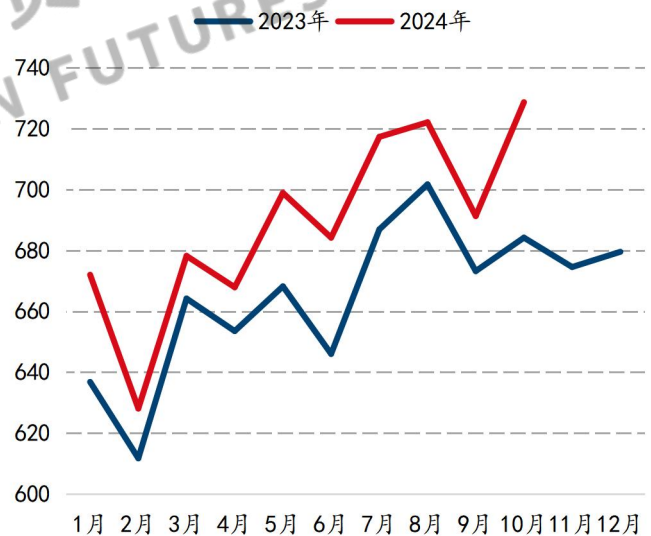
国内来看，新投及复产产能释放因铝土矿不足而受限，频繁出现的设备检修及环保政策影响则造成运行产能出现阶段性的停产。产能及产量变化上，据 SMM 数据，截至 10 月底，中国建成氧化铝产能 10270 万吨，年内产能增加 270 万吨，同比上涨 2.7%，新增产能主要集中在山东及重庆。尽管 2024 年计划投氧化铝产能达到 520 万吨，但仅万博（博赛）的技改完成，以及广西华昇一条线（100 万吨）年底预计可投。1-10 月，全国氧化铝产能平均运行率为 82% 左右，整体运行率略好于 2023 年。国家统计局数据显示，2024 年 1-10 月累计产量 7069.0 万吨，同比增长 2.9%。

图：全国主要氧化铝产区产能变化（万吨/年）



数据来源：SMM 国信期货

图：中国氧化铝月度产量变化（万吨/月）



数据来源：Wind 国信期货

海外方面，虽有新产能投产，但突发性事件频发干扰供给，造成整体海外氧化铝供应同样偏紧。据阿拉丁数据，截至目前，除中国外全球其他国家总建成产能为 7932.8 万吨，24 年新增产能主要集中于印度及印尼，澳大利亚氧化铝产能及产量占比仍然居于首位。据世界铝业协会（IAI）数据显示，2024 年 1-9 月，海外氧化铝产量为 4209 万吨，同比增加 95 万吨，同比增长 2.3%。

表格：2024 年以来海外氧化铝供应干扰频发

时间	事件
2024 年 1 月	美铝宣布二季度全面削减其在澳大利亚的氧化铝厂 Kwinana，影响达 170 万~180 万吨产能。
2024 年 3 月	澳大利亚昆士兰州天然气管道发生火灾，工业用气受到影响，力拓旗下两家氧化铝厂 Yarwun、Queensland 被迫减产 120 万吨，计划复产时间从最初 6 月推迟到年底。
2024 年 4 月	Nalco 旗下位于印度的 Damanjodi 氧化铝厂焙烧产能受限，影响 50 万吨左右产能。
2024 年 7 月	牙买加世纪铝业遭受飓风影响，企业生产正常但发运受到限制。
2024 年 9 月	印度暴雨导致韦丹塔氧化铝厂的赤泥库泄漏而遭到当地村民抗议，企业表示目前生产正常，但一度引发市场担忧情绪。
2024 年 10 月	EGA 在几内亚矿山 GAC 出口受阻，若短期未能顺利解决，则其中东地区的氧化铝厂 Al Taweelah 存在减产风险，加重了市场对后续供应紧张的担忧。
2024 年 11 月	在 GAC 停止铝土矿出口业务后，矿石到港口的铝土矿运输也被冻结。
2024 年 11 月	美铝位于巴西的氧化铝厂铝土矿供应出现不可抗力。

数据来源：SMM 国信期货

2. 氧化铝产能过剩压制减弱 铝土矿供应不足限制供应弹性

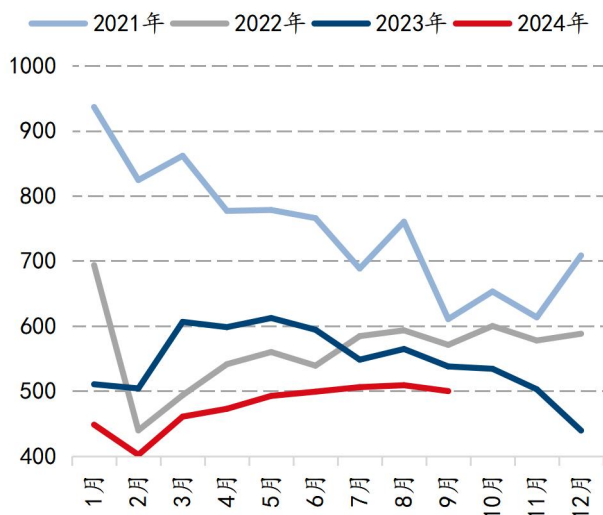
铝土矿的供应问题成为 2024 年影响国内氧化铝供应的主线和市场炒作的焦点。具体而言，铝土矿供应对氧化铝的影响通常表现为铝土矿供应偏紧，成本偏高，阻碍氧化铝产能的正常生产，或者在高利润下由于矿石供应量相对于产能复产需求量不足，使得氧化铝复产能力受到限制，从而造成氧化铝供应偏紧，而后者是造成 2024 年以来氧化铝供应增速受限的主要原因。

造成铝土矿供应偏紧的原因是多方面的。从铝土矿的供应来源看，我国国产铝土矿品位逐年下滑，供应紧缺已是行业共识，依赖国外进口也成为主流趋势，近年来铝土矿对外依存度不断提高，且进口中 70% 来自几内亚，澳大利亚次之。虽然自 2023 年起，我国自土耳其等非主流国家进口铝土矿的数量明显增长，正拓宽进口来源渠道，但目前非主流国家的供应仍较为不稳定，短期内难以成为可靠的支撑。在这样的供应格局下，国内矿山常受到环保政策及安全事故的影响出现停产，而进口矿石的高集中度，也使得其在国际形势的变化下供应脆弱性凸显。虽然我国龙头铝企已在几内亚等地掌有矿权，但仍要面临逆全球化的环境下，各国贸易保护政策，以及各类“黑天鹅”事件发生影响铝土矿开采，降低运输效率，提高海运成本等一系列问题。此外，主要进口国几内亚地处热带，雨季对矿石发运的季节性影响也会造成阶段内进口矿石偏少。从铝土矿的贸易形式来看，多以签订长单为主，因此在出现突发事件导致矿石不足时，能弥补供应缺口的现货也较为有限。

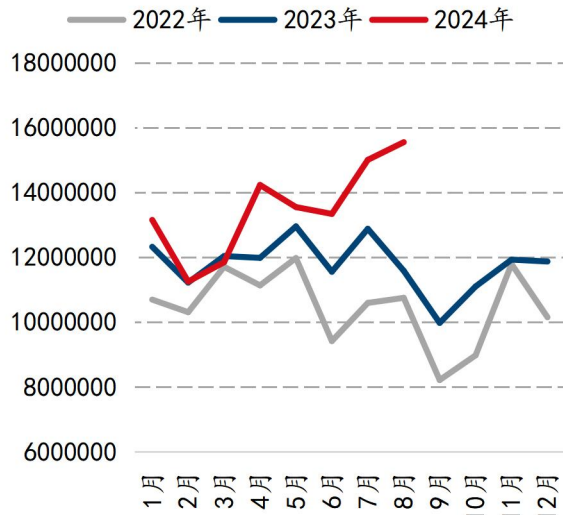
就今年的情况来看，国产矿石产量下降的大趋势依然未改。受 2023 年 6 月山西、河南复垦政策的影响，两地矿山持续停产，并延续至 2024 年 6-7 月才逐步开启缓慢复产，截至目前复产速度仍不理想，导致国内铝土矿供应出现明显缺口。据 SMM 数据，2024 年 1-10 月，全国铝土矿产量约 4289 万吨，产量同比下降 15.5%。

图：国产铝土矿产量变化（万吨/月）

图：中国铝土矿进口量变化（吨/月）



数据来源：SMM 国信期货

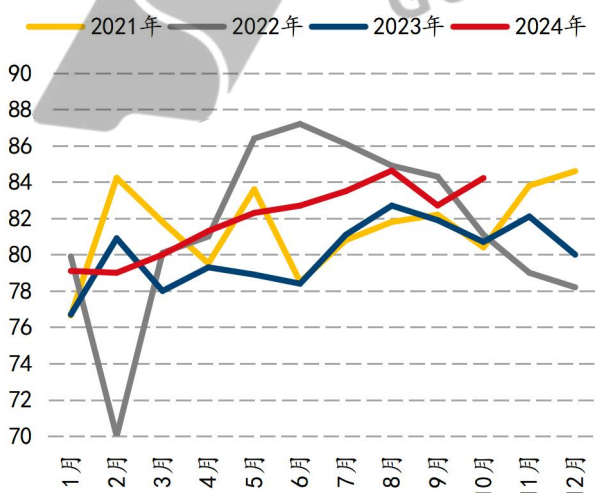


数据来源：SMM 国信期货

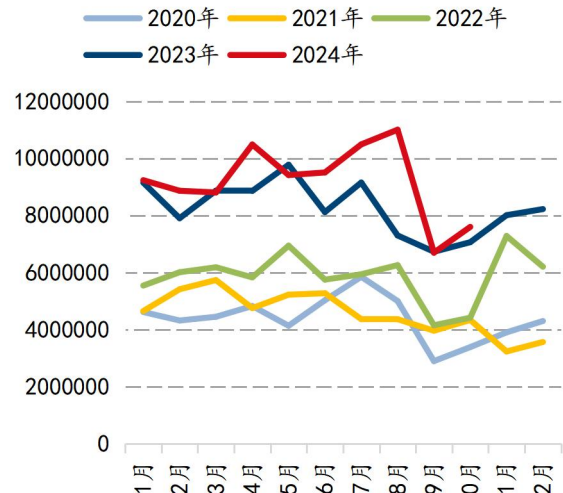
进口矿石方面，2024 年以来，我国自海外进口铝土矿总量继续上涨，矿石对外依赖度增强仍是行业趋势。据中国海关总署，2024 年 1-10 月，中国铝土矿累计进口 13167.8 万吨，同比增加 11.98%。其中，几内亚矿石贡献了最主要的进口增量，据国家统计局数据，1-10 月自几内亚进口铝土矿 9209 万吨，占进口总量的 69.9%，同比增加 11.1%，主要是由于 2024 年几内亚新矿逐渐开始出量。然而，我国进口矿石 70% 集中于几内亚的高度集中状况，也使得进口矿石的供应显出一定脆弱性，今年几内亚当地各种突发事件接连发生，几度放大了市场对于原料端的供应担忧情绪，并成为推动氧化铝期价上涨的导火索。

图：中国氧化铝产能开工率变化（%）

图：几内亚铝土矿进口量季节性变化（吨/月）



数据来源：SMM 国信期货



数据来源：SMM 国信期货

此外，7 月市场上流传印尼将放宽铝土矿出口政策的消息，对价格产生利空，但至 11 月，印尼镍矿商协会 (APNI) 总秘书 Meidy Katrin 透露，印尼计划效仿此前的镍矿出口禁令，对钴、煤炭、铜、铝土矿、

硅等 12 种矿产资源以及 16 种非矿产商品实施新的出口禁令。目前来看，我国与印尼的铝土矿贸易仍处于中断状态，但考虑到印尼当地氧化铝产能建设相对较慢，难以完全消耗国内铝土矿产量，未来也存在一定出口放宽的可能，需要持续关注其政策动向。

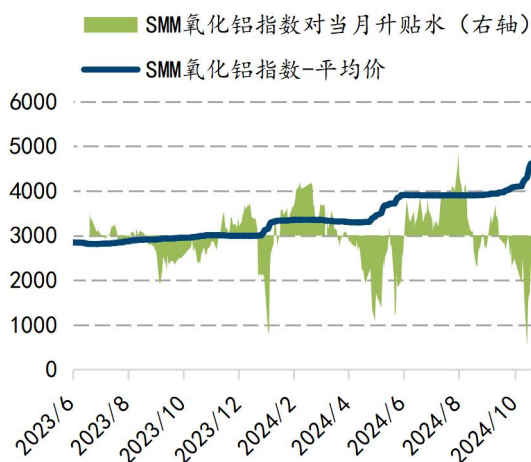
整体来看，虽然 2024 年 1-9 月铝土矿进口量显著增加，但仍不能满足高利润驱使下，国内氧化铝厂积极投产、复产带来的需求增量。根据阿拉丁（ALD）数据，截至 10 月，山西的进口矿使用比重达到 62%，河南进口矿使用比重 61%，均为历史新高。今年 1-10 月，整个山西地区的进口矿消耗量为 2273.3 万吨，比去年同期增加 70%。河南 1-10 月的进口矿消耗量 959.2 万吨，比去年同期增加 32.3%。两地增加了 1143 万吨的进口矿消耗，从而出现了虽然铝土矿进口量显著增加，但仍然紧缺的情况。此外，由于部分使用国产矿石的氧化铝产能设备并不能完全使用进口矿石代替生产，因此国内铝土矿的供应缺口也很难完全由进口矿石弥补，矿石供应不足对氧化铝供应弹性的限制凸显。据安泰科的测算，2024 年全年铝土矿预计短缺 44 万吨。

3. 内外需求持续走强 供需两侧共筑偏紧格局

2024 年 1-11 月，氧化铝最主要的需求端电解铝产量增速高于氧化铝产量增速，叠加氧化铝产能阶段性停产带来的供需错配，使得潜在补库需求亦有所增加。此外，今年以来，海外氧化铝供应端干扰频繁，价格不断突破新高，与国产氧化铝价差拉大下，国产氧化铝出口窗口打开，出口量的明显增长也进一步加剧了国内氧化铝供需偏紧的格局。

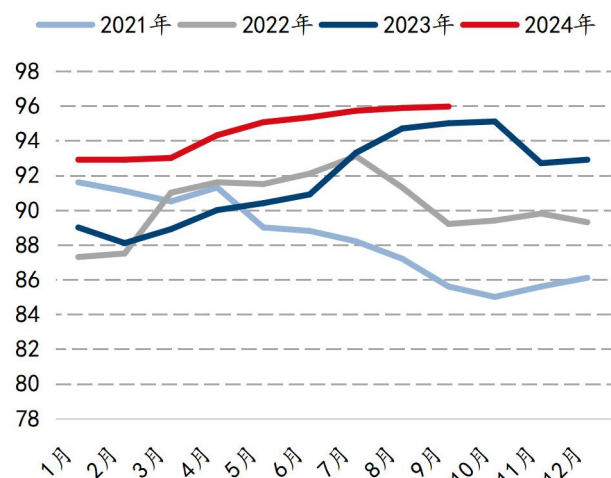
内需方面来看，电解铝产能运行率达到历史峰值，且在高位有所维持，据国家统计局数据，2024 年 1-10 月中国电解铝累计产量 3639.1 万吨，同比增长 4.3%。其中最主要的原因在于，今年云南来水情况较好，云南自 3 月开启复产后，整体复产较为顺畅，至 6-7 月，云南在 2023 年 11 月停产的 115 万吨产能基本完成复产，叠加产能指标置换后的释放，以及技改产能的复产，自 2024 年 5 月起至 10 月，电解铝产能运行率均维持在 95% 以上。另外，由于电解铝复产速度较快，而氧化铝受到原料供应限制，供应量增速有限，氧化铝价格于高位僵持，使得下游铝厂不得不消耗原料库存进行生产，导致铝厂原料库存逐渐下降至较低水平，刚需补库需求逐渐累积，刚需错配矛盾凸显。

图：国产氧化铝现货均价变化（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：中国电解铝产能开工率季节性变化（%）

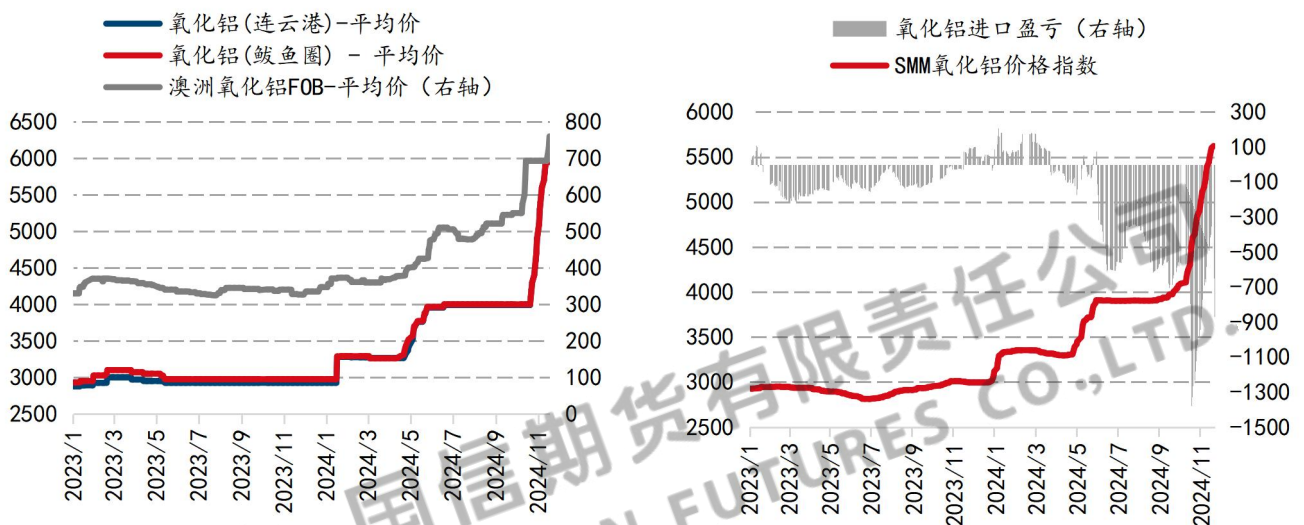


数据来源：SMM 国信期货

外需方面来看，海外氧化铝价格不断突破新高带来出口机会。据 SMM 数据，截至 11 月 19 日，澳洲氧化铝 FOB-平均价为 760 美元/吨，年内价格涨幅达到 119%，11 月了解到的海外成交消息来看，成交价格已经突破 830 美元/吨。国产氧化铝出口窗口自 3 月中下旬起逐渐开启，出口优势不断扩大，至 11 月，进口氧化铝仍亏损超过 800 元/吨，主要是海外氧化铝价格大幅上涨所致。内外价差下，我国氧化铝出口量明显增加，据海关总署统计，2024 年 10 月中国出口氧化铝 17 万吨，同比增加 141.7%；1-10 月累计出口 141 万吨，同比增长 40.7%。2024 年 1-10 月，我国氧化铝呈现净出口状态，为近 3 年来的首次。海外氧化铝价格的不断走高，抬升国产氧化铝价格的底部支撑，出口需求量的增加也进一步巩固了国内氧化铝供需偏紧的格局。

图：进口氧化铝价格变化（元/吨，美元/吨）

图：氧化铝进口盈亏变化（元/吨）

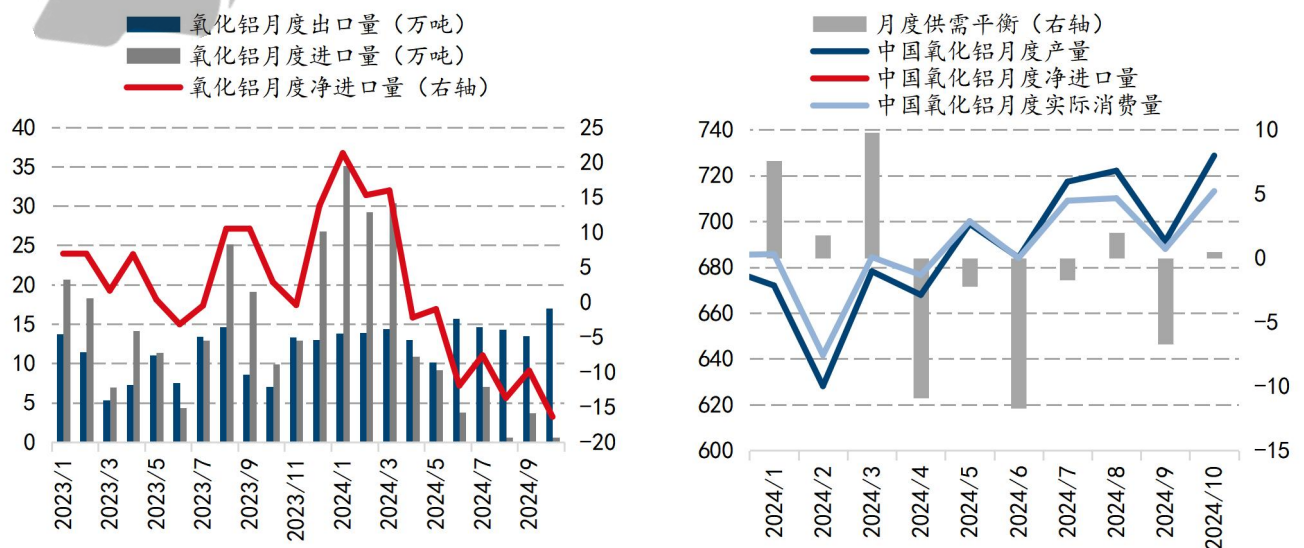


数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

图：中国氧化铝进出口量变化（万吨/月）

图：氧化铝供需平衡（万吨/月）



数据来源：SMM 国信期货

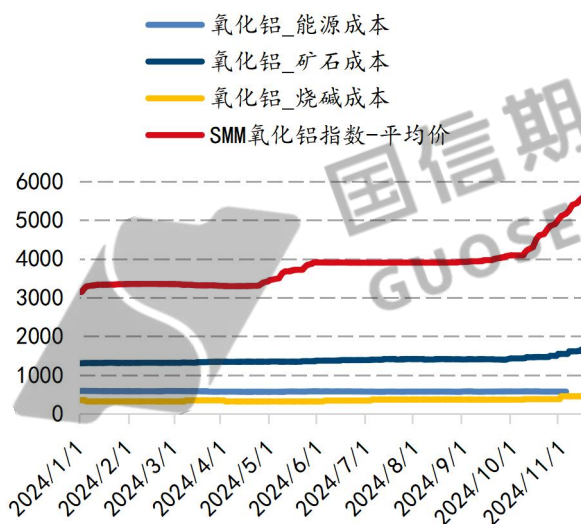
数据来源：SMM 国信期货

4. 成本利润定价失效 氧化铝期现价格不断走高

由于国内电解铝产能存在天花板，氧化铝产能明显过剩，且设备启停灵活性大，往往会出现氧化铝利润一旦过高，增产动作就会使得价格逐渐开始下行的情况。回顾近几年氧化铝价格及成本利润变化，氧化铝的行业平均利润水平多数时候保持在 200-400 元/吨区间，被认为是相对正常的利润空间，盈利能力明显弱于电解铝冶炼环节。然而，2024 年以来矿石供应跟不上高利润驱使下氧化铝产能的复产需求，对于氧化铝供应弹性的限制使得长期以来氧化铝行业产能过剩压制价格的叙事被打破，由于氧化铝产能难以有足够的铝土矿进行生产，即使在高利润驱使下，也难以实现大规模的复产、增产，成本利润定价逻辑有所失效，出现了全行业处于盈利水平，且维持较高利润水平的情况。

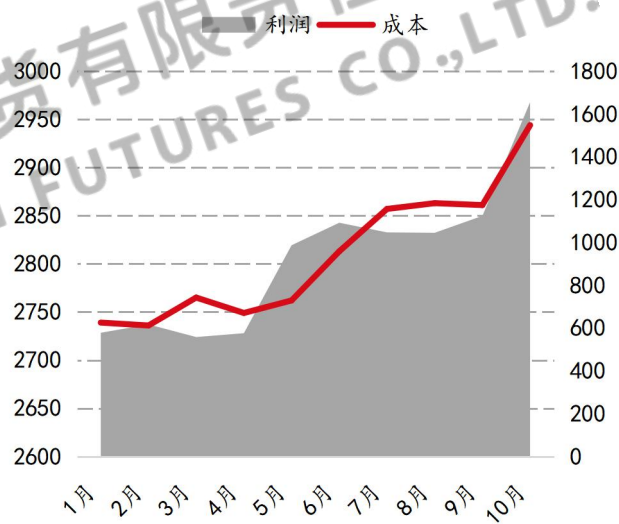
从逻辑上理解，供应紧缺，导致价格上涨，利润增厚，本应驱使更多产能复产，供应增加，但由于进口及国产矿石供应不足，难以支持国内产能大规模复产，氧化铝供应增量受限，供应增速不足以超过海内外的需求增速，使得价格继续大幅上涨，利润空间再度增厚。在供应端紧缺问题没有得到有效解决前，行业高利润得以维持，利润与成本在定价中的作用减弱。

图：氧化铝各项成本变化（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：氧化铝月度平均成本及利润变化（元/吨）



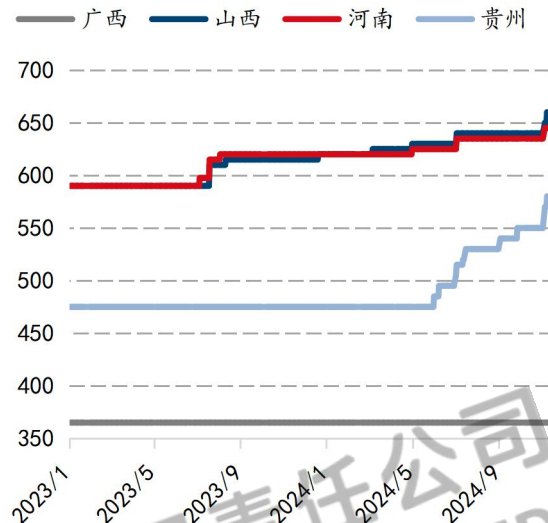
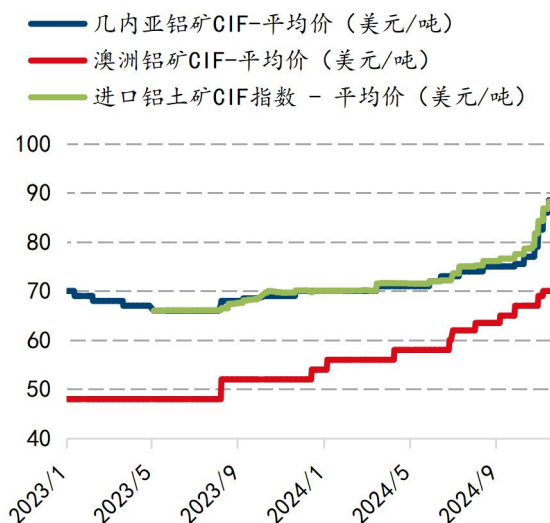
数据来源：SMM 国信期货

从成本角度来看，2024 年 1-11 月，氧化铝平均完全成本自 2700 元/吨一线抬升至接近 3000 元/吨水平，涨幅达 14%。其中，用矿成本的上涨是导致氧化铝成本重心抬升的最主要因素，用矿成本在氧化铝总成本中的占比由年初的 47% 上涨至 51% 左右。进口矿石及国产矿石价格均有提高。年初几内亚燃油库爆炸事件的后续影响，使得短期内几内亚铝土矿的出口量出现下降，矿石供应趋紧初现端倪。随着氧化铝价格接连走高，投产复产的增量需求，叠加 5-10 月雨季的影响，进口铝土矿供应维持紧俏，价格稳中有增。至 10 月，几内亚当地政府禁止某铝土矿企业出口，市场报价再度走高。据 SMM 数据，截至 11 月 14 日，几内亚铝土矿 CIF 价格为 88.5 美元/吨，较年初上涨 26.4%，澳洲铝土矿 CIF 价格为 70 美元/吨，较年初上涨 29.6%，涨幅为近两年来最大。国产矿石来看，据 SMM 数据，截至 11 月 15 日，广西铝土矿均价为 365

元/吨，山西 660 元/吨，河南 645 元/吨，贵州 580 元/吨，较年初价格分别上涨 0%，6.5%，4%，22%，整体价格涨幅不及进口铝土矿。受到国产矿石供应不足影响，部分内陆地区河南、山西的氧化铝产能被迫使用进口矿石代替生产，运费相对较高，导致用矿石成本增长更为明显。

图：进口铝土矿价格变化（美元/吨）

图：国产铝土矿价格变化（吨/月）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

2024 年以来，氧化铝行业平均成本以及月均利润均呈现上涨态势，由于氧化铝价格上涨速度及幅度远高于成本增幅，氧化铝行业利润大幅走高。

据 SMM 数据，截至 2024 年 11 月 22 日，氧化铝现货均价为 5691 元/吨，年内价格涨幅接近 80%。2024 年以来，氧化铝现货价格涨多跌少，易涨难跌，仅在 3 月及 6 月出现短暂的小幅下跌，现货市场的挺价心态以及价格上涨的流畅性也反映出现货市场供应流通偏紧持续的状况。分地区来看，山西及河南产区氧化铝价格偏高，广西及贵州地区次之，山东地区氧化铝价格相对较低，这主要是生产成本所致，相较于内陆省份，广西、山东使用进口矿石成本更低，整体生产成本也更低。2024 年 1-11 月，氧化铝平均利润自 400 元/吨扩大至 2200 元/吨，利润增长超过 5 倍，实现了全行业盈利，为近两年最高盈利水平。

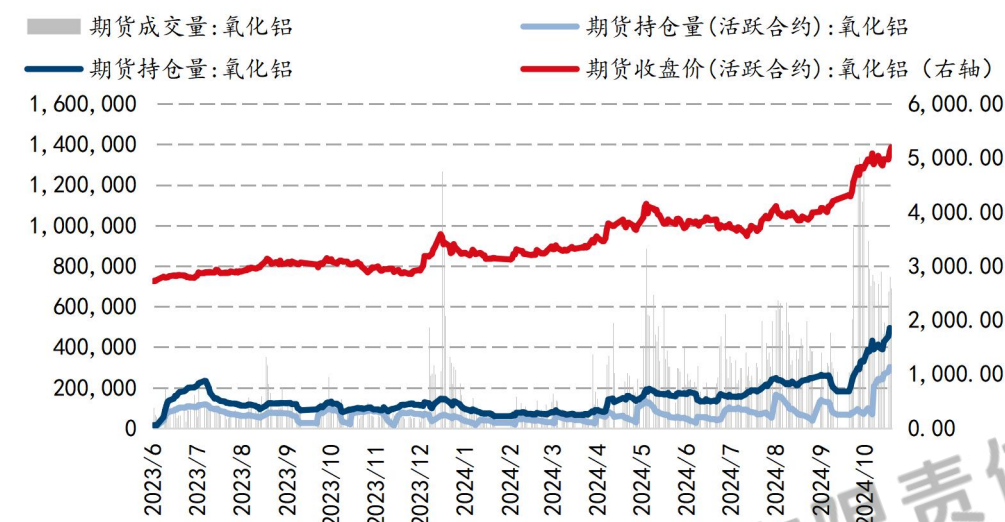
（三）价格放大镜：市场情绪与资金的推动

市场情绪高涨，资金入市，往往会使得期货持仓量及成交量偏离正常值区间，导致出现涨跌幅度较大的异动行情，是大宗商品基本面矛盾的放大镜。回顾氧化铝期货上市一年多以来的几次异动行情及其形成的原因，可以发现，基本面供需矛盾的产生是其题材基础，期货上市后给现货市场带来的变化，以及市场资金、情绪的介入则是使矛盾放大，价格由此产生较大波动的推力。

氧化铝期货自 2023 年 6 月上市后至 2024 年 4 月，整体持仓量多数处于 6-12 万手区间，成交量大多位于 6-20 万手区间。自 2024 年 4 月中下旬，基本面矛盾进一步激化，宏观情绪助推后，氧化铝期货成交量维持在 20 万手以上，持仓量自 8 万余手增长至 14 万余手，此后整体期货合约的持仓量及成交均呈现上涨态势。尤其是 2024 年 10 月-11 月，氧化铝期货持仓量不但突破新高，至 11 月一度突破 52 万余手的高

位，期间出现软逼仓行情。可以看到，2024 年以来，氧化铝期货逐渐受到市场资金的关注，市场参与资金愈加多样，未来，宏观情绪、风险偏好及资金流向也将成为分析氧化铝期货价格走势的重要参考依据。此外需要注意的是，由于氧化铝行业集中度较高，产业方是重要的市场参与主体，需要密切关注行业龙头企业的动向。

图：氧化铝期货上市以来持仓量及成交量变化（手，元/吨）



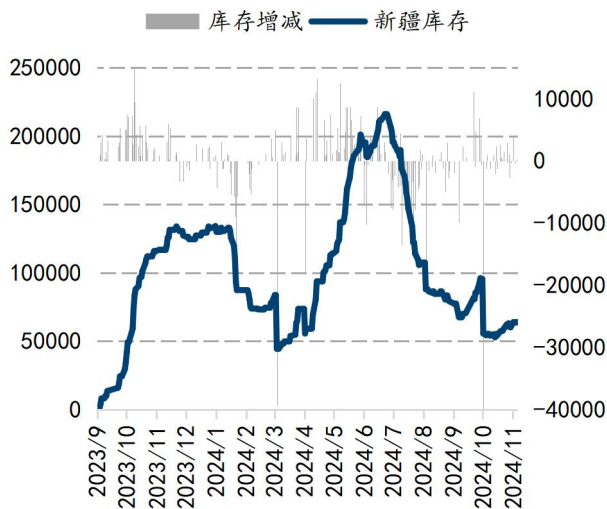
数据来源：博易云 国信期货

（四）期现联动加强 套利机会出现

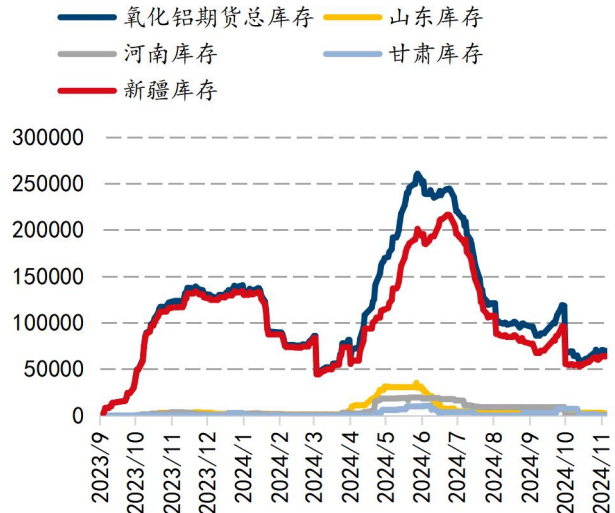
氧化铝期货上市后，期现联动加强，并逐渐对供需产生影响，期货价格发现的功能也逐渐体现。氧化铝是一种标准品，且下游需求较为集中且单一，因此长期以来，氧化铝的品牌差异并不会体现在价格上。而随着期货的介入，新疆地区仓库的升水设置使得期现套利机会在特定时间内出现。氧化铝行业中 80% 以上以签订长单的贸易形式为主，市场可流通现货有限，而套利和交割需求的产生大大提升了可流通交割品牌氧化铝的需求量，交割品牌氧化铝逐渐产生了溢价，并与非交割品牌产生价差，在这样的情况下，市场不乏出现长单违约的情况，使得现货供需进一步趋紧，推升整体成交价格。另外，为保证长单供应，也出现了部分氧化铝厂商通过贸易商代采的情况。现货市场活跃度和交易多样性有所提升。

图：新疆氧化铝期货库存变化情况（吨）

图：氧化铝期货仓库库存变化情况（吨）



数据来源: wind 国信期货



数据来源: wind 国信期货

从氧化铝期货仓单变化情况来看,上市以来,氧化铝仓单多集中在新疆地区的仓库,并且在现货贴水期货程度加深时,仓单往往会出现较为明显的增加,主要是由于新疆仓库设置的贴水标准,在现货贴水与运费合适的情况下会出现一定的期现套利空间。

此外,上市一年间,氧化铝仓库及厂库共经历了以下几次调整:

表格: 氧化铝仓库及厂库调整清单

时间	公司名称	地区	内容
2024. 1. 3	中疆物流有限责任公司存放 地位于新疆昌吉州昌吉市三工镇区火车站物流园	新疆	同意中疆物流有限责任公司存放地位于新疆昌吉州昌吉市三工镇区火车站物流园(新疆昌吉州昌吉市X131中疆3号),氧化铝交割仓库的核定库容由5万吨增加至10万吨,地区升贴水设置为升水380元/吨;
2024. 1. 17	广东炬申仓储有限公司	新疆	同意广东炬申仓储有限公司存放地位于新疆昌吉回族自治州准东经济技术开发区彩南产业园环城南路3号氧化铝交割仓库的核定库容由5万吨增加至10万吨,地区升贴水设置为升水380元/吨;
2024. 4. 16	中储发展股份有限公司	河南	同意中储发展股份有限公司成为氧化铝交割仓库,存放地址为河南省洛阳市孟津县平乐镇刘坡村、吕庙村、马村境内,核定库容5万吨,无地区升贴水。
2024. 5. 21	厦门象屿速传供应链发展股份有限公司	山东	同意厦门象屿速传供应链发展股份有限公司成为我所氧化铝交割仓库,存放地址位于山东省青岛市黄岛区红柳河路1229号,核定库容:氧化铝8万吨,不设地区升贴水。
2024. 5. 31	甘肃国通大宗商品供应链管理股份有限公司	甘肃	同意甘肃国通大宗商品供应链管理股份有限公司位于甘肃省兰州市兰州新区山丹河街968号仓库的氧化铝启用库容由1万吨增加至5万吨,核定库容5万吨不变。

2024. 8. 2	中国外运华中有限公司	山东	同意中国外运华中有限公司新增位于山东省青岛市市北区杭州支路3号甲为氧化铝存放点,核定库容2万吨。同意中国外运华中有限公司新增位于山东省青岛前湾保税港区星湾路6号为氧化铝存放点,核定库容3万吨。同意中国外运华中有限公司调整位于山东省青岛市胶州市经济技术开发区洮河路19号氧化铝存放点的核定库容,由10万吨调整至5万吨。总核定库容为10万吨不变。
2024. 11. 5	广东炬申仓储有限公司	广西	同意广东炬申仓储有限公司增加氧化铝期货存放点,存放地址位于中国(广西)自由贸易试验区钦州港片区钦州港保税港大街6号,核定库容:氧化铝5万吨,不设地区升贴水。

数据来源:上期所 国信期货整理

整体库容较合约上市之初增加28万吨,其中10万吨增量位于新疆仓库,广西地区氧化铝交割库的设立填补了此前南方地区未设交割库的空白。交易所扩大库容的举措,有利于稳固市场的“压舱石”,进一步发挥期货服务实体经济的作用。

二、后市展望:2025年氧化铝价格中枢有望回落

1. 全球铝土矿供应预计增加 几内亚矿石挑大梁

国内外宏观环境及政策等多方面因素将牵动着铝土矿的供给,未来铝土矿的供应问题将长期成为影响氧化铝供应量的主导因素和市场交易的焦点。

2025年,铝土矿供应量有望继续增加,其中,主要供应增量仍依赖于几内亚,我国矿石对外依赖度提高的主趋势将有所延续。国内铝土矿供应来看,山西、河南地区矿山复产阻碍重重,整体复产速度预计依旧偏慢。新矿方面,据SMM数据,国内有约790万吨/年的铝土矿新项目,其中480万吨集中于贵州,占比超过一半,但国内铝土矿项目到出矿预计仍将经历相当漫长的时间周期,对于2025年国产矿石供应的补充有限。考虑到国内铝土矿开采相关的政策逐步收紧,山西地区还受到煤矿生产安全检查和频繁影响,晋、豫地区矿山的复产,以及国产矿石新项目的出量情况均有待观察,对于国内铝土矿供应持谨慎态度。

表格:铝土矿新项目集中在贵州

铝土矿新项目	生产规模(万吨/年)
项目A	10
项目B	10
项目C	20
项目D	30
项目E	120
项目F	80
项目G	120
项目H	90
合计	480

数据来源：SMM 国信期货

海外铝土矿方面，据 SMM 测算，2025 年海外铝土矿产量或增加 3100 万吨，主要出现在几内亚。几内亚铝土矿新项目较多，据 SMM 对几内亚铝土矿增量的预测，2025 年产量或同比增加 2400 万吨湿吨，其中绝大部分增量将出口至中国。按照 2.7-2.8 吨几内亚铝土矿生产 1 吨氧化铝来粗略估算，2025 年几内亚铝土矿的增量将带动 857-888 万吨氧化铝产能释放。由于价格、品位、原料使用习惯等因素，几内亚以外的铝土矿增量对我国铝土矿供应的补充有限。

图：几内亚新增铝土矿项目

矿山	产量 (万湿吨)			
	2022年	2023年	2024年E	2025年E
矿山A	1828	1689	1500	1600
矿山B	83	278	300	300
矿山C	323	208	400	300
矿山D	1552	1397	1400	1400
矿山E	0	305	200	300
矿山F	998	929	1000	1200
矿山G	3638	4879	5300	6000
矿山H	313	315	300	300
矿山J	0	35	300	1000
矿山K	97	818	1800	2000
矿山L	1355	1278	1400	1400
矿山M	166	444	400	500
矿山N	0	38	0	0
矿山O	0	15	0	0
矿山P	0	10	0	0
矿山Q	0	0	0	0
矿山R	0	0	100	200
矿山S	0	0	50	300
矿山T	0	0	50	100
合计	10353	12638	14500	16900
增量		2103	1862	2400

数据来源：SMM 国信期货

此外，考虑到进口来源的安全性和多样性，我国自土耳其、马来西亚等非主流铝土矿出口国进口铝土矿数量预计也将出现边际增长，但由于这些地区存在基础设施不完善、运费过高、出矿不稳、品位较差等多方面制约因素，进口量预计较为有限。此外，目前我国与印尼的铝土矿贸易仍处于中断状态，但考虑到印尼当地氧化铝产能建设相对较慢，难以完全消耗国内铝土矿产量，未来也存在一定出口放宽的可能，需要持续关注其政策动向。

由于国内氧化铝新产能基本使用进口矿石进行生产，我国铝土矿对外依赖度将进一步提高，谨防原料端，特别是几内亚地区突发事件对原料生产、运输造成的阻碍，导致矿石供应出现干扰，同时注意评估市场情绪与现实之间的预期差，谨防期、现货价格情绪性波动带来的风险。

2. 25 年氧化铝产能释放较多 整体供需将逐渐趋于平衡

2025 年，全球氧化铝产能及产量将继续增长，同比增速预计上涨。

2025 年国内氧化铝新投资项目明显多于 2024 年。据 SMM 数据，2025 年中国氧化铝新增投产产能或达 1320 万吨，其中约 600-700 万吨产能将于一季度集中释放，剩余产能将于 2025 年下半年投产释放。若全部按

计划顺利投产，全年将带来 680-835 万吨的供应增量。一季度的集中投产将在一定程度上缓解氧化铝供需偏紧的格局，给予氧化铝期、现价格较大压力。从区位上来看，新增产能向沿海地区集中的趋势进一步加强，2025 年预期投产的产能集中于广西、山东、河北三省，均是使用进口矿石的产线，可以预见，我国氧化铝行业对于进口铝土矿的依赖度将进一步提高。就这一点而言，2025 年进口矿石的供应情况将决定国内氧化铝新投产能的释放速度，理想状态下，几内亚铝土矿的新增量将足以覆盖国内新投氧化铝产能的需求量。由于新投产能靠近港口，使用进口矿成本较低，相较于内陆氧化铝产能将具备一定的成本优势。

就现有氧化铝产能而言，2024 年以来，氧化铝行业的高利润水平使得部分产能打开了用矿边际，使用进口矿代替或与国产矿石掺杂使用，进行生产。此类做法会对设备产生损伤，影响氧化铝质量，且生产成本过高，并非长久之计。因此，2025 年，随着利润空间有所回落，以及国产矿山复产量有限，此前使用进口矿石进行代替生产的产能将再度面临停减产，带来供应端的边际减量。

图：2025 年新增氧化铝产能

2024年及远期中国氧化铝新建产能列表（单位：万吨/年）								
公司	地区	省份	城市	原有产能	新建产能	2024年投产	2025年投产	2026年及远期投产
企业A	西南	重庆	重庆	400	60	60	/	/
企业B	西南	广西	防城港	200	200	100	100	/
企业C	西南	广西	防城港	0	240	0	240	/
企业D	西南	广西	北海	0	400	0	200	200
企业E	西南	广西	北海	0	480	0	240	240
企业F	华北	河北	曹妃甸	480	480	0	240	240
企业G	华东	山东	滨州	200	100	0	100	/
企业H	华东	山东	滨州	1750	400	200	200	/
2024年新增						360		
2025年新增						1320		
2026年及远期新增						680		

数据来源：SMM 国信期货

与国内市场相比，2025 年海外氧化铝的供应增量预计相对有限。就目前数据来看，未来 3 年海外氧化铝市场的新建产能主要集中在印度及印尼，共涉及 1180 万吨产能。其中，2025 年待投产产能约 510 万吨，集中于一季度及三季度释放。

图：2025 年海外新增氧化铝产能

SMM独家：2024-2028年海外氧化铝新增产能列表（单位：万吨）								
国家	氧化铝厂	拟新建总产能	预计投产时间	2024年产能增量E	2025年产能增量E	2026年产能增量E	2027年产能增量E	2028年产能增量E
几内亚	工厂1	100	2027Q1	0	0	0	100	0
印度	工厂2	100	2025Q3	0	50	50	0	0
印度	工厂3	300	2024Q2	150	150	0	0	0
印度	工厂4	200	2027	0	0	0	100	100
印度尼西亚	工厂5	100	2024Q3	40	60	0	0	0
印度尼西亚	工厂6	100	2025Q1	0	100	0	0	0
印度尼西亚	工厂7	200	2025Q3	0.0	100	0	100	0
印度尼西亚	工厂8	200	2025Q3	150	50	0	0	0
印度尼西亚	工厂9	240	2027Q1	0	0	0	60	60
老挝	工厂10	100	2027Q1	0	0	100	0	0
新增投产预期				340.0	510.0	150.0	360.0	160.0

数据来源：SMM 国信期货

从全年的供应变化节奏来看，全球范围内的新投产能均集中于2025年一季度以及下半年。就国内供应而言，三季度正值几内亚雨季，当地矿石发运量将处于全年最低水平，有原料供应不足，影响到国内氧化铝产能运行情况的风险，四季度则是氧化铝的集中检修季，且容易受到环保方面政策的限制，出现阶段性停减产。各方干扰因素或对新投产能释放造成阻碍，或影响已有产能的正常运行，出现供需错配情况。2025年，国内氧化铝供应增速有望超过7%，将明显高于海外氧化铝供应。

需求侧而言，2025年需求增速或不及供应增速。国内电解铝4500万吨的产能天花板明确，且2024年云南地区来水较好，国内电解铝产能运行率达到历史峰值，2025年还需考虑降水等不确定性因素的影响，未来国内需求增量预计较为有限，同比增速将出现明显下滑，对氧化铝需求量或处于8600-8800万吨左右。据安泰科数据，2025年海外约有120万吨电解铝产能投产，对应约240万吨氧化铝需求增量。

表格：海外新增电解铝产能

地区	新增产能（万吨/年）
印尼	50
印尼	25
印度	20
越南	15
安哥拉	12

数据来源：安泰科 国信期货

整体来看，展望 2025 年，全球氧化铝供应增速预计高于电解铝需求增速，供需偏紧的格局将逐渐趋于平衡，随后出现小幅过剩，呈现前紧后松的状态。随着海内外氧化铝供应量增加，海外氧化铝价格回落，我国氧化铝的出口需求预计将有下降。时间节点上，一季度国内新投产能的释放进度将很大程度上影响市场对于全年氧化铝供应的预期。

3. 氧化铝价格中枢有望回落 利润空间将有收窄

由于 2025 年氧化铝新投产能释放需要一定时间，且存在不确定性因素，市场仍会给予氧化铝一定的风险溢价，成本利润定价的作用暂时难以重回主导，但会抬升氧化铝价格的底部支撑。

成本方面，2025 年氧化铝生产成本重心或有抬升，主要受到用矿成本影响。据了解，2024 年以来，出现中东和南亚工厂对澳洲铝土矿，巴西氧化铝的积极采购，海外铝土矿和氧化铝保持流向错配局面。整体铝土矿市场的报价也不断走高，至 2024 年 11 月，几内亚矿石已出现超过 100 美元/吨的市场报价。虽然 2025 年全球铝土矿增量可观，但铝土矿市场竞争的加剧，仍将使未来铝土矿价格出现继续上移的可能，叠加全球范围内地缘冲突不断，海运费波动带来运输成本的边际变动，都将对我国氧化铝产能，尤其是待释放的新投产能的成本产生较大影响。

从铝产业利润分配的角度看，2024 年氧化铝价格的不断上涨，使得下游电解铝冶炼成本不断抬升，至 2024 年 11 月，电解铝行业亏损范围已经扩大至 40% 以上，并已出现个别铝厂提前检修停产以应对亏损的情况发生。若电解铝行业亏损持续并有扩大，不排除更多铝厂采取停产的可能性，从而驱动氧化铝供需格局转向。

4. 小结

整体而言，考虑到下游铝厂对于原材料价格的接受度，以及 25 年整体氧化铝供需格局有望趋于平衡乃至小幅过剩，2025 年氧化铝期、现价格中枢将有所下移，利润空间自高位回落。氧化铝价格外强内弱预计维持，但价差或有收窄，出口利润下降。变化节奏上来看，一季度投产预期下，氧化铝价格将明显承压，随后三、四季度供应端干扰因素相对较多，或导致价格出现阶段性的上涨。风险点在于原料端突发事件导致氧化铝产能释放、运行受阻，以及下游电解铝出现季节性减产等带来的预期差。

展望 2025 年，氧化铝期货整体走势或呈现前高后低，价格区间看向 3500-6000 元/吨区间，关注合约月间差带来的机会。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。