

氧化铝年度报告：2024 年 12 月 29 日

## 供应大幅改善，牛市渐行渐远

摘要：

明年供应过剩已成市场共识，因此主要关注点还是在于供需平衡的转折点。目前来看，随着晋中希望和魏桥迁建产能的相继投产，同时考虑到内外比价的持续回落，1 月供需平衡即转为过剩。全年现货将呈现下跌趋势，价格运行区间预计在 3500-5700 元/吨，全年维持反弹沽空思路。

近月的多头策略将在 02 及以后的合约逐步失效，03 合约反弹沽空为主。由于上游铝厂冬储并未进行有效补库，1 月仍有补库需求，因此 1 月的供需平衡表现在长单量的回升带动铝厂的库存回升。随着库存的回升，铝厂高价采购的意愿会进一步回落，现货将开始出现明显松动，盘面近月合约大贴水将由现货下滑逐步修复。

02 合约有可能会小幅修复贴水，但不会出现大行情。盘面的长期贴水使得仓单数量在过去 2 个月的时间里只减不增，1 月仓单数量会进一步下滑，但 02 合约的挤仓风险并不高。现货宽松背景下，随着现货价格下跌，期货近月合约可以保持合理的较大贴水。而交易所的强监管也使得近月合约的投机多头仓位增仓受到制约。

关注 03-04、04-05 合约的反套机会。我们预计 2 月现货将逐步改善，期货盘面将逐步由大 B 结构转为 C 结构，关注价差较大的合约带来的反套机会。

05 及之后合约短期下跌空间有限，第二轮下跌以进口矿价格拐点为锚。由于明年氧化铝集中投产较多，矿石的需求大幅提升，明年矿石价格有进一步走高可能，进而带动晋豫地区成本继续抬升。若按进口矿 105 美元测算，河南高成本的企业生产成本已在 3800 元/吨上方，所以 05 及之后的合约估值已相对合理，继续下跌空间有限。不排除明年部分内陆产能因高成本导致减产发生，如果氧化铝后续再次减产，则矿石价格拐点将出现，若氧化铝价格再次反弹，则是再次布局空单的机会，产能过剩带来的行业出清将是一个漫长的进程。

## 氧化铝年度报告

作者姓名：王贤伟

邮箱：wangxianwei@csc.com.cn

电话：023-81157343

期货交易咨询从业信息：Z0015983

发布日期：2024 年 12 月 29 日

## 目 录

一、行情回顾：供需矛盾贯穿全年，价格持续抬升 .....	3
二、矿石端：供给有望放量，价格先涨后跌 .....	4
三、供应端：远期供给改善，关注成本变化带来新的弹性 .....	8
四、需求端：明年冶金需求增速放缓，非铝需求有所改善 .....	12
五、总结与行情展望 .....	14

## 图表目录

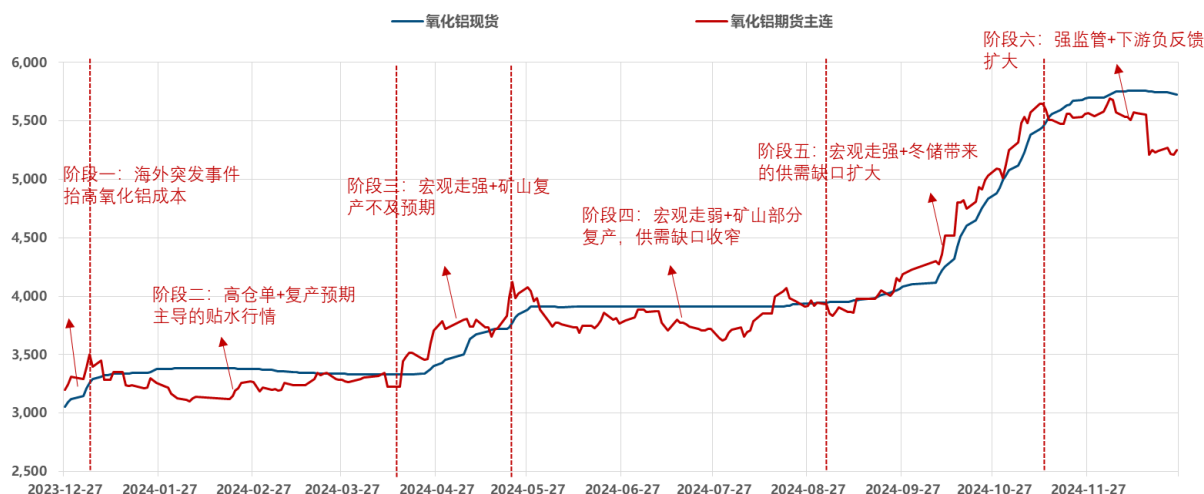
图表 1: 氧化铝价格全年大幅走高 .....	3
图表 2: 全球铝土矿探明储量维持 300 亿吨左右 (千吨) .....	4
图表 3: 全球铝土矿年产量 4 亿吨左右, 今年增速放缓 (万吨) .....	4
图表 4: 24 年 1-9 月几内亚、澳大利亚及中国铝土矿产量最大 (%) .....	4
图表 5: 国内铝土矿产量持续下滑 (元/吨) .....	4
图表 6: 24 年中国铝土矿主要进口来源国 .....	4
图表 7: 我国铝土矿对外依存度已达到 73% (元/吨) .....	4
图表 8: 国产铝土矿价格持续走高 .....	5
图表 9: 外矿 CIF 报价持续上涨 .....	5
图表 10: 几内亚铝土矿进口环比增加, 近期小幅回落 .....	5
图表 11: 澳洲铝土矿进口量环比增加, 近期小幅回落 .....	5
图表 12: 进口矿海漂库存环比大幅回升 .....	6
图表 13: 11 月铝土矿到港量有所回升 .....	6
图表 14: 铝土矿港口库存处于历史低位 .....	6
图表 15: 10 月样本内氧化铝厂库存有所回升 .....	6
图表 16: 2025 年海外矿山增产较为明显 .....	7
图表 17: 氧化铝四季度产量小幅提升 .....	8
图表 18: 氧化铝开工率持续回升 .....	8
图表 19: 氧化铝出口量环比增加 .....	8
图表 20: 10 月海外氧化铝持续走高, 出口窗口多次打开 .....	8
图表 21: 基差过大导致期现套利机会多次出现 .....	9
图表 22: 合约价差剧烈波动带来明显的套利收益 .....	9
图表 23: 氧化铝成本有所抬升, 单吨利润仍超 2500 .....	10
图表 24: 氧化铝行业总库存仍在下滑 .....	10
图表 25: 2025 年国内氧化铝增产较多 .....	10
图表 26: 2025 年海外氧化铝计划投产产能较多, 明年 2 月之后缺口将明显收窄 .....	10
图表 27: 电解铝全国平均即期利润-1700 元/吨 .....	12
图表 28: 2024 年电解铝产量增速 3.8% .....	12
图表 29: 2025 年国内电解铝投产进度 .....	12
图表 30: 2025 年海外电解铝投产进度 .....	13
图表 31: 2025 年我国氧化铝供需平衡表 (万吨) .....	14
图表 32: 2025 年海外氧化铝供需平衡表 (万吨) .....	15

## 一、行情回顾：供需矛盾贯穿全年，价格持续抬升

2024年氧化铝价格大幅走高，基本面驱动占据主导地位。氧化铝主连合约全年最高价为5540元/吨，最低价3089元/吨，振幅82%。按2024年1月2日收盘价3348元/吨计算，截至12月18日主力合约换月前01合约收盘5271元/吨，涨幅58%。全年氧化铝现货价格在3000-5800元/吨。

我们将整个行情大致划分为6个阶段。第一阶段：2024年1月，海外几内亚油库爆炸事件引爆了盘面情绪，期货价格一度走高至3600元/吨上方。第二阶段：2024年2月—3月，海外影响逐步减弱，前期由于期货大幅升水导致注册仓单数量大幅增加，持续走高的仓单库存对盘面压制明显。同时市场预期节后回来晋豫地区矿山将会逐步复产，这一阶段盘面贴水为主。第三阶段：2024年4月—5月，市场交易再通胀逻辑，宏观走强叠加国内矿山复产不及预期，期货价格首次突破4000元/吨整数关口。第四阶段：2024年6—9月，这一阶段晋豫地区矿山部分复产，但国内氧化铝运行产能增量有限，现货维持偏紧格局，现货价格高位企稳。但宏观情绪转弱，使得期货价格偏弱运行，多数时间维持贴水状态。第五阶段：2024年10月—11月，美联储降息靴子落地，国内迎来多个刺激政策，宏观情绪再次走强。氧化铝在供应未明显改善的情况下，需求端面临枯水期云南铝企未发生减产，电解铝新产能投产、铝厂开始冬储等增量，供需矛盾持续突出，推动氧化铝价格继续走高。而这一阶段海外氧化铝也因供应问题持续上涨。这一阶段基本是氧化铝期货领涨现货。第六阶段：2024年11月-12月，这一阶段供需缺口仍然存在，但高价对下游铝厂产生负反馈，供需缺口以铝厂减产的方式收窄。同时，上期所对期货价格的监管趋严，导致期货开始见顶回落，较现货大幅贴水。

图表 1：氧化铝价格全年大幅走高

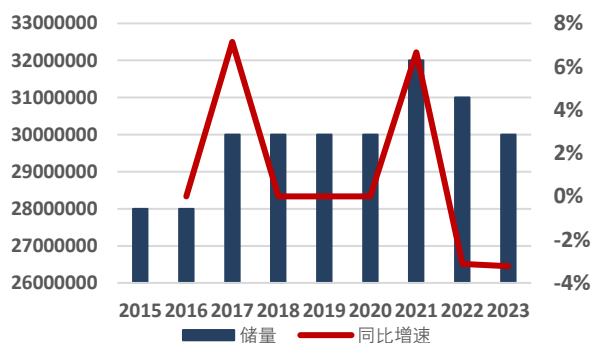


数据来源：IFIND，SMM，中信建投期货

## 二、矿石端：供给有望放量，价格先涨后跌

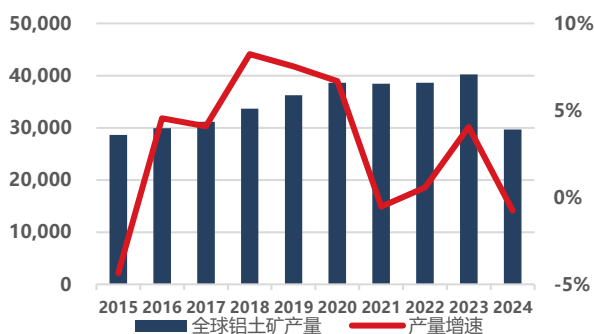
全球铝土矿资源丰富，产能增速近年有所放缓。全球铝土矿已探明资源储量基本稳定在 300 亿吨左右，2023 年全球铝土矿产量 4.02 亿吨，目前矿石储备可以满足铝产业发展的长期需求。今年全球矿石供给偏紧的原因在于产量增速放缓，根据 WBMS 数据统计，2024 年 1-9 月全球铝土矿产量 2.97 亿吨，同比去年增速大幅下滑。其中几内亚产量最大为 9647.3 万吨，占比 32%。其次是澳大利亚 7415 万吨，占比 24%，中国排名第三，产量 4289，占比 14%。近年来国产铝土矿产量持续下滑，主要受国产矿石品位下降、环保检查及安全生产政策等影响，同时进口量总量不断提升，目前我国矿石对外依存度上升到 73% 左右。而国内矿石供给对外依存度高、供给结构单一等局面也导致氧化铝价格波动较大。

图表 2：全球铝土矿探明储量维持 300 亿吨左右（千吨）



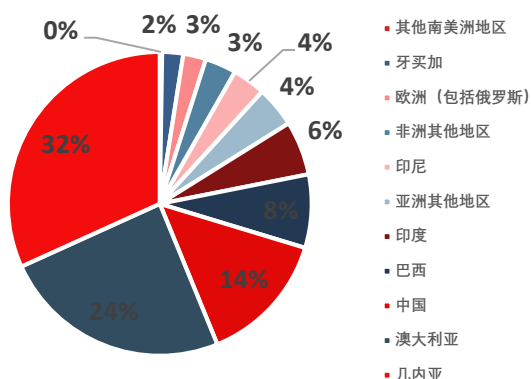
数据来源：USGS，中信建投期货

图表 3：全球铝土矿年产量 4 亿吨左右，今年增速放缓（万吨）



数据来源：WBMS，中信建投期货

图表 4：24 年 1-9 月几内亚、澳大利亚及中国铝土矿产量最大 (%)



数据来源：SMM，中信建投期货

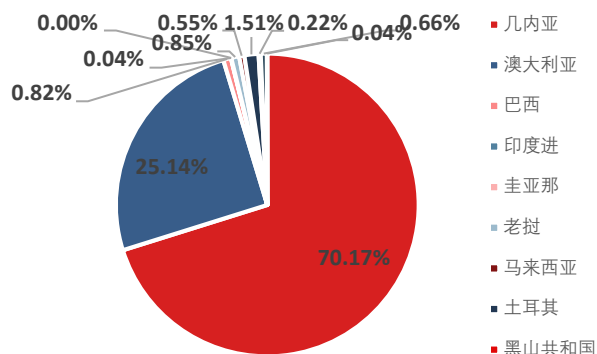
图表 5：国内铝土矿产量持续下滑（元/吨）



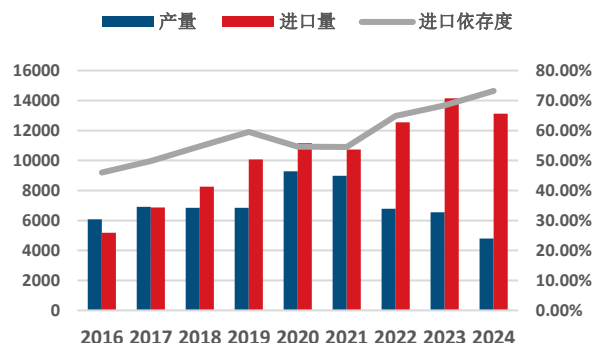
数据来源：SMM，中信建投期货

图表 6：24 年中国铝土矿主要进口来源国

图表 7：我国铝土矿对外依存度已达到 73%（元/吨）



数据来源: SMM, 中信建投期货

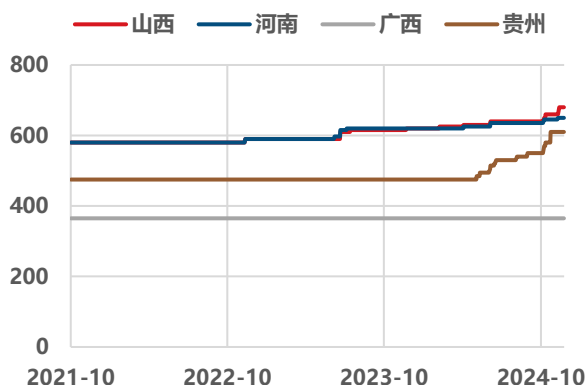


数据来源: SMM, 中信建投期货

目前国内矿石供给仍然是偏紧的，国内及海外矿石价格持续上涨。虽然我们观察到几内亚发运量在10月中旬大幅回升，但进入12月又再次回落，澳洲矿石发运量亦回落至相对低位，年内进口矿供给偏紧的格局难有太大改观。目前进口矿石海漂库存有所回升，但仍未达到7月中旬的峰值水平，仅对后续进口矿石的到货量边际改善。目前铝土矿港口库存已降至1737万吨左右，处于历史极低水平。而几内亚CIF提单价格也上涨至105美元/吨的历史高位，均侧面反映矿石偏紧的局面。

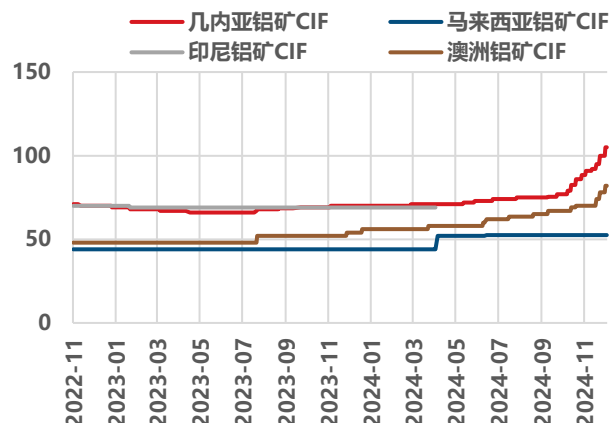
具体数据来看，1-11月铝土矿进口13156万吨，比去年同期增长11.9%。其中11月铝土矿进口量为1234.97万吨，环比增长0.52%，同比上升4.05%。当月从几内亚进口铝土矿799.98万吨，环比增长5.35%，同比上升0.60%。当月从澳大利亚进口铝土矿350.78万吨，环比减少5.08%，同比增长0.25%。目前几内亚雨季已过，发运基本恢复正常，前期GAC矿业的停产产能可由SMB的增产产能弥补大部分，所以今年12月矿石发运同比不会出现太大回落，但也难以看到大幅回升。

图表 8: 国产铝土矿价格持续走高



数据来源: MYSTEEL, 中信建投期货

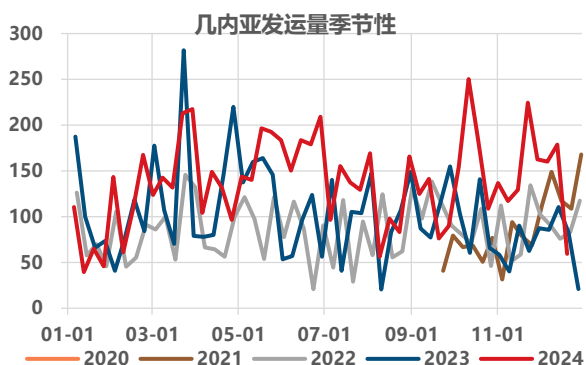
图表 9: 外矿 CIF 报价持续上涨



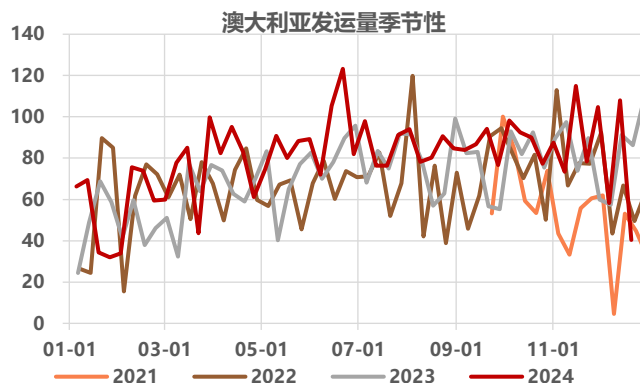
数据来源: SMM, 中信建投期货

图表 10: 几内亚铝土矿进口环比增加，近期小幅回落

图表 11: 澳洲铝土矿进口量环比增加，近期小幅回落



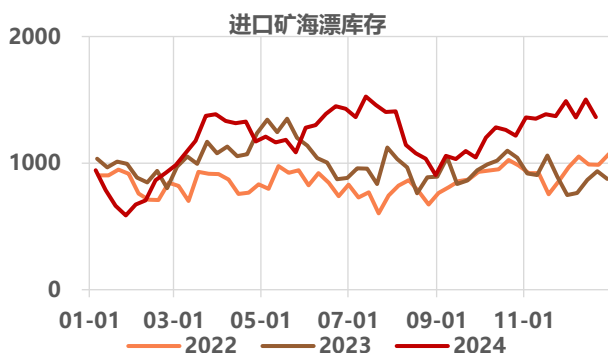
数据来源: MYSTEEL, 中信建投期货



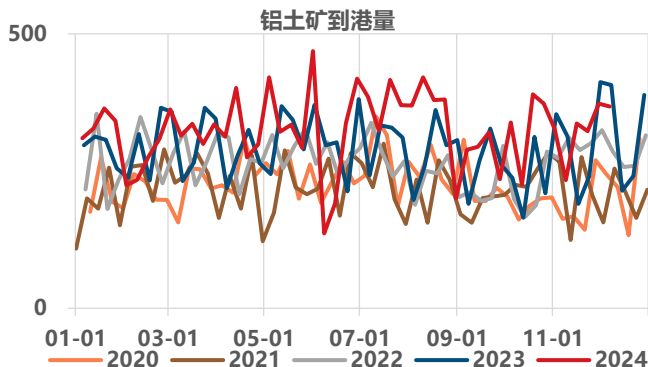
数据来源: MYSTEEL, 中信建投期货

图表 12: 进口矿海漂库存环比大幅回升

图表 13: 11 月铝土矿到港量有所回升



数据来源: MYSTEEL, 中信建投期货

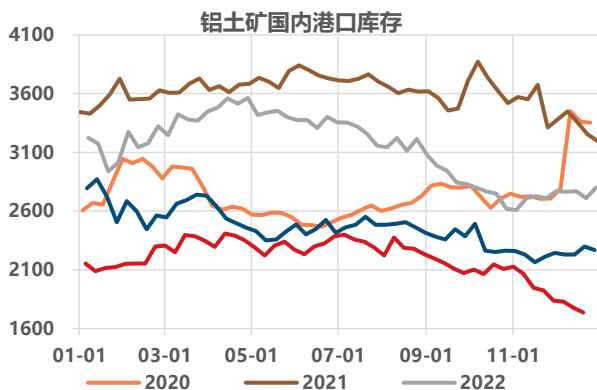


数据来源: SMM, 中信建投期货

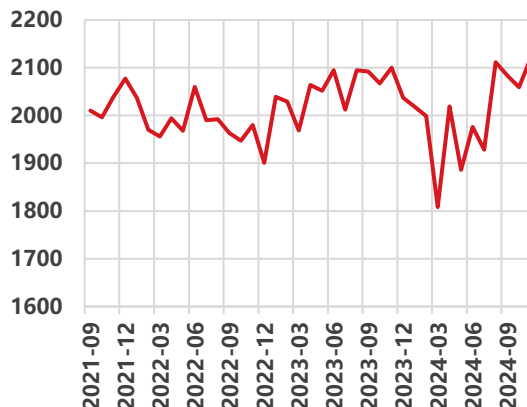
国内矿石供给边际改善，但增量较为有限。晋豫两地没有大规模复产迹象，河南部分地区受环保影响，部分矿山生产时限仍然受控，山西地区维持当前的生产现状。贵州环保检查告一段落，清镇露天矿山有望尽快生产，贵州地区矿石供给有所改善。1-11 月国内铝土矿产量 5298.2 万吨，同比去年下滑 13.3%。11 月铝土矿产量 495.9 万吨，环比减少 17 万吨。11 月样本统计内氧化铝企业矿石库存回升至 2119 万吨，处于年内偏高水平。

图表 14: 铝土矿港口库存处于历史低位

图表 15: 10 月样本内氧化铝厂库存有所回升



数据来源: MYSTEEL, 中信建投期货



数据来源: SMM, 中信建投期货

展望明年几内亚计划新增产能较多,但需关注矿石产量实际提升的节点。明年几内亚 SMB、阿鲁法、动能矿业、河南国际等多家矿山有增产计划,计划增长产能在 3150-3750 万吨左右,考虑到矿山实际运行情况,结合当前几内亚不稳定局势,我们预计增产产能在 2000-2500 万吨左右波动。不过仍需关注几内亚矿石发运提升的具体节点,谨防因矿石产能提升不及预期而导致国内新增产能投产推迟。澳洲梅特罗矿山预计明年增产 200 万吨,明年保守估计铝土矿新增产能在 2000 万吨以上。但明年国内+海外计划投产氧化铝超 1500 万吨,在矿石需求激增的背景下,不排除明年矿石价格继续走高,进而推动国内氧化铝生产成本进一步抬升。

图表 16: 2025 年海外矿山增产较为明显

矿山名称	性质	24年计划产量	25年计划新增	备注
SMB	增产	4500	1500-2000	开采及码头设备升级,单月发货量可达600万吨,2025预计产量至6000-7000万吨
金波	新增		400	矿山立项较早,但因股权纷争迟迟未能出矿,23年零星发货后再未出矿。目前由韦力运营,若项目顺利存出矿希望
阿鲁法	增产	200		24年平均每月一船,总产能计划新增至400万吨,大部分都出售给其他矿山。25年产量计划再增加100万吨,但能否落地有待观望
动能矿业	增产	300	300	24年原计划产量300万吨,但因股权及运营问题暂停出矿,后于四季度恢复,共出3船。
河南国际	增产	1000		2024年总产能计划新增至1000万吨,目前发运量超800万吨有望完成目标,全年或触及1000万吨。25年计划产量于1000-1100万吨
阿夏普拉	增产	250	50	2024年1-10月共发运220万吨,总产能计划新增至300万吨,但是品质一般AL43左右,部分出售现货。
特变电工	新增		远期观望	2024计划出矿500万吨,但未有产出及发运,25年有待观望
高顶	增产	300	100	24年计划产量400万吨,因其未有海运长协,故发运并不固定,预计全年300万吨;25年有望达到400万吨
中水电博法	新增		400	23年新投矿山,矿区为承包高顶北矿区计划产量400万吨,24年借金波码头发运一船后未再发运,25年有望出矿但能否达到400万吨有待观望
顺达矿业	增产	1000	300	24年官方表示计划增产至1000万吨,实际发运量已达1500万吨,全年产量有望达到1700万吨。25年或冲击2000万吨,并加大现货销售量。
志诚矿业	新增		远期观望	主业挖掘铁矿,24年7月初发运一船18万吨至烟台。但该矿山并无道路及港口配套,开采效率和集港速度缓慢,后期能否出矿有待观望
天山精英矿业	新增		远期观望	矿山深入内陆,无相关配套设施,虽官方称年产600万吨并对外发运,但实际并无产出,观望2025年
中铝博法	增产	1400	200-300	24年计划增产至1600万吨,但因5月航道使用费问题暂停半月发运,预估全年1400万吨,25年有望达到1600-1700万吨产量
梅特罗	增产	500	200	截至10月发货370万吨,计划年内冲击500万吨。2025年计划产量700万吨
合计		9450	3350-3950	

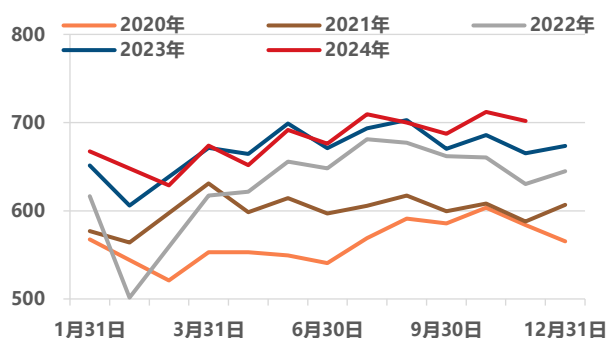
数据来源: 爱择咨询, 中信建投期货

### 三、供应端：远期供给改善，关注成本变化带来新的弹性

国内氧化铝供给仍然偏紧，但缺口持续收窄。截止 2024 年 11 月底国内氧化铝建成产能达到 10370 万吨/年，环比增加 0.97%，同比增加 0.68%；运行产能达 8485 万吨/年，环比增加 3.22%，同比增加 17.77%。采暖季环保制约以及矿石紧张导致国内氧化铝供应波动较大，新投产产能释放进度不及预期。四季度氧化铝产能环比小幅回升，主要得益于前期检修产能逐步恢复以及魏桥新老产能置换间隙释放的部分增量。预计 12 月产量边际有所改善。

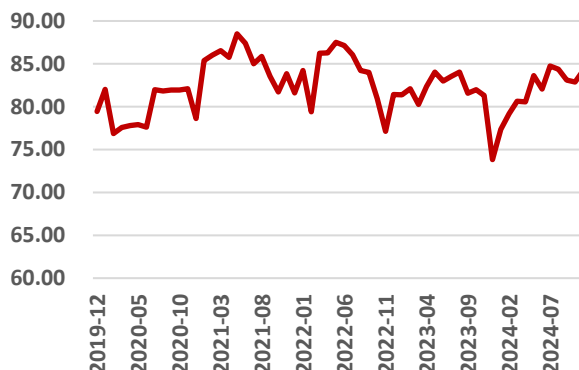
海外氧化铝现货偏紧，四季度出口窗口阶段性打开加剧现货流出，目前海外现货价格出现回落，11 月净出口量小幅下滑。海外氧化铝现货价格在 10 月之后大幅上涨，出口窗口多次打开，10 月氧化铝现货净出口在 16.4 万吨左右，环比 9 月增加了 6.8 万吨。11 月国内现货偏紧，现货价格跟随上涨，出口窗口阶段性关闭，净出口量下降至 9.2 万吨。12 月中旬，海外氧化铝成交价开始回落，最低成交价下滑至 680 美元/吨附近。海外现货价格的回落一定程度打压了国内期货盘面的多头情绪，而国内供给的边际改善以及出口数量的下滑则不断收窄目前的供需缺口，期货价格的拐点已然出现。

图表 17：氧化铝四季度产量小幅提升



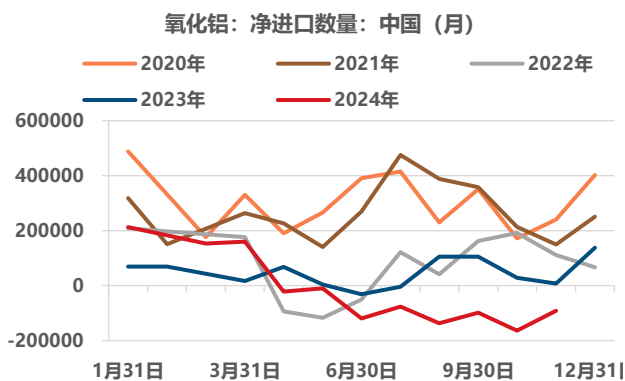
数据来源：MYSTEEL，中信建投期货

图表 18：氧化铝开工率持续回升



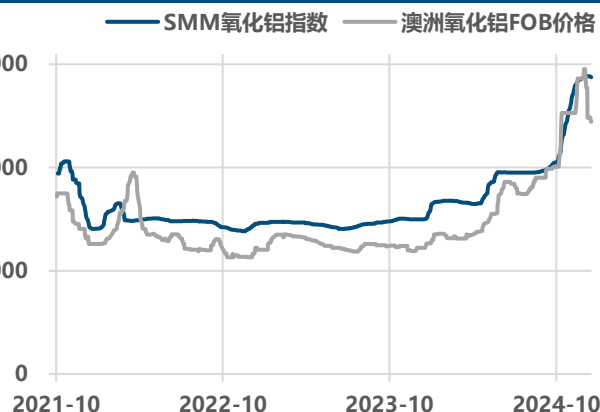
数据来源：MYSTEEL，中信建投期货

图表 19：氧化铝出口量环比增加



数据来源：MYSTEEL，中信建投期货

图表 20：10 月海外氧化铝持续走高，出口窗口多次打开



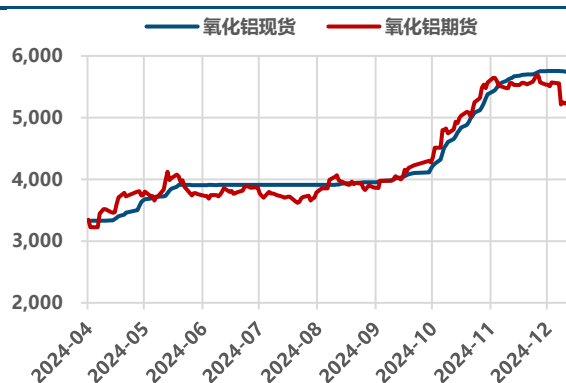
数据来源：SMM，中信建投期货

今年氧化铝除了极致的单边行情，更有夸张的价差。首先今年氧化铝的基差波动极为明显，大致分为三个阶段，第一阶段是3月—5月，由期货引领现货上涨，基差大幅转负后吸引贸易商购买现货在期货盘面抛出，这一阶段大量注册仓单产生。之后随着宏观情绪转弱，期货开始走弱，盘面大幅贴水，贸易商开始大量出售仓单，仓单库存开始下滑。第三个阶段则是10月开始期货大幅上涨，现货偏紧的情况下，现货成交价不断上涨，基差得到迅速收敛，进而再次对期货形成支撑，对价格上行形成持续的正反馈。

这种背景下每当当月合约完成交割后，次月合约便以上涨的方式来修复与现货的贴水，所以每当近月合约价差过大的时候，进行反套持有至当月合约临近交割，则价差会回归。而如果连一与连二合约价差并不大，而宏观在某段时间偏空后，资金又往往用做多近月做空远月的正套方式来表达。从7月一直到12月，正反套利的反复使用也带来了一定的超额收益。

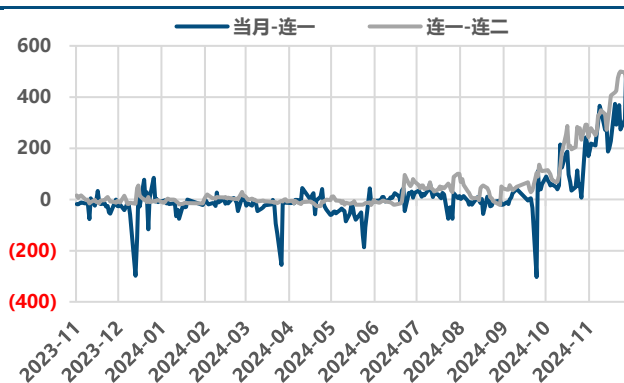
目前氧化铝现货与期货的基差再次大幅走阔，但需要注意近月合约收基差的动能在减弱，一方面氧化铝绝对价格走高，下游铝厂购买零单的意愿下滑，以敦促长单交付为主。另一方面，国内的供需缺口在不断收窄，目前山西某氧化铝已复产100万吨，1月还有复产预期，在供给改善预期下，02合约的基差不排除以现货价格回落方式收敛。因此01和02的价差不一定会收敛，也不再适合反套。对于更远期的合约来说，若3月现货供给明显改善，则03与04合约的价差应该大幅收窄，甚至不排除出现B结构，当下去布局反套有较大收益。

图表 21：基差过大导致期现套利机会多次出现



数据来源：IFIND，中信建投期货

图表 22：合约价差剧烈波动带来明显的套利收益

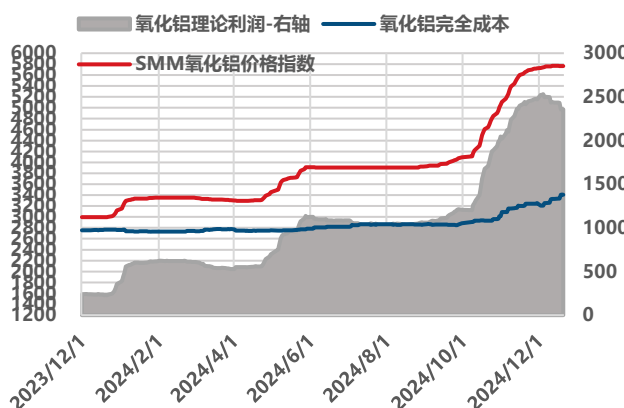


数据来源：IFIND，中信建投期货

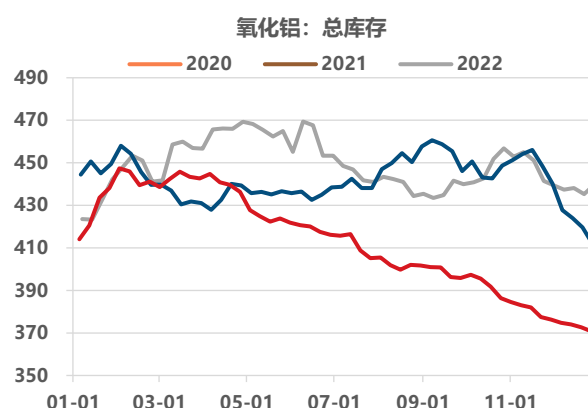
目前氧化铝利润依然较高，有利于供给恢复，但期货盘面利润出现明显分化，不同合约的操作策略有所变化。进口矿石价格仍在走高，氧化铝的全国平均利润小幅回落至2350元/吨，目前晋豫地区高成本的企业已上抬至3800元/吨左右，这意味着05合约之后的期货定价已接近高成本地区的生产成本。考虑到明年国内及海外氧化铝投产产能较多，前期矿石需求较大，矿石价格有进一步走高可能。明年氧化铝的供给演变大概率是氧化铝供给先大幅增加导致现货价格下跌，但生产成本会先抬升，高成本地区利润会大幅下降直至亏损，若亏损幅度较大，则一些生产企业会考虑停产检修，带动矿石需求回落，矿石价格再下跌，成本再次回落。

明年国内及海外新投产产能数量较多，一季度末供给改善是大概率事件。目前山西晋中希望复产氧化铝产能100万吨，魏桥迁建项目的第二个100万吨进入投料阶段，老产能逐步关停，即使不考虑后续产能落地情况，1月现货供给也将有所改善。广西华昇二期的200万吨产能分别在2月和4月投产，而创源新

材的 100 万吨产能有可能在 3 月无法落地，4 月份河北文丰的新增产能开始落地。同时要考虑到如果明年一季度进口矿石供给增加，则潜在复产产能还有一定空间，因此 3 月大概率供给将逐步转为小幅过剩。海外供应改善快于国内，目前海外现货成交价下跌至 650-740 美元/吨左右。力拓在澳洲的氧化铝厂已完全恢复，印尼 BAP 的年产 100 万吨氧化铝项目预计于 2024 年 12 月投产，Inalum 的 100 万吨氧化铝项目计划于 2025 年 2 月投产，在明年 2 月底海外的供应缺口将明显缩小。印度后续还计划投产 350 万吨，实际落地有待继续跟踪，总体而言明年全球氧化铝供给将呈现宽松的局面。

**图表 23：氧化铝成本有所抬升，单吨利润仍超 2300**


数据来源：MYSTEEL，中信建投期货

**图表 24：氧化铝行业总库存降幅持续收窄**


数据来源：MYSTEEL，中信建投期货

**图表 25：2025 年国内氧化铝增产较多**

项目简称	2024年		2025年										合计
	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	10月	11月	12月	
魏桥沾化迁建项目	100	0	100		-100		100		-100	-100			0
华昇二期				100		100							200
晋中希望		100											100
创源新材							100						100
鲁北海生												100	100
文丰新材						130			130		130		400
九龙万博											120		120
广投北海										200			200
合计	100	100	100	100	-100	230	200		30	100	230	100	1220

数据来源：阿拉丁，爱择咨询，中信建投期货（12 月魏桥迁建产能新投产后老产能将要关停）

**图表 26：2025 年海外氧化铝计划投产产能较多，明年 2 月之后缺口将明显收窄**

国家	公司	2025 氧化铝新投产产能（万吨）	预计投产时间
印度	Vedanta-Lanjigarh	150	2025Q2
印度	Nalco-Damanjodi	100	2025Q3（待定）
印度	Hindalco-Aditya	100	2025Q3（待定）
印度尼西亚	南山宾坦	100	2025Q3
印度尼西亚	锦江集团-BAP	100	2024. 12
印度尼西亚	Inalum	100	2025. 2
总计		650	

数据来源：阿拉丁，爱择咨询，瑞银证券，中信建投期货

## 四、需求端：明年冶金需求增速放缓，非铝需求有所改善

今年氧化铝冶金需求增速大幅提升，非铝需求有所回落。展望明年，冶金需求增速将明显放缓，非铝需求将有所改善。氧化铝冶金需求占比在 95%左右，今年电解铝供应端增幅明显，对氧化铝消费提升较大。今年电解铝增产以云南为主，新疆、内蒙、贵州等地区为辅。云南地区水电供给全年充足，今年 4 月便提前复产，且四季度未发生减产。内蒙华云三期及新疆信发准东项目也提供一定增量。11 月原铝产量为 358.4 万吨，同比增长 2.7%；1-11 月原铝累计产量为 3941.5 万吨，同比增长 3.9%。氧化铝非铝需求主要应用在制作刚玉、陶瓷、耐火制品及其他氧化铝制品，今年由于氧化铝价格持续上涨，一些低利润的产品无法将成本向终端传导，导致一些非铝需求收到抑制。一些较高加工利润的例如高纯度  $\alpha$ - $\text{Al}_2\text{O}_3$ ，其常常应用于集成电路等领域，需求变化不大。预计明年随着氧化铝价格回落，非铝需求也有一定程度的恢复。

目前高成本对电解铝供应端的负反馈持续显现，不排除后续检修规模扩大。目前电解铝平均生产成本 21450 元/吨左右，目前单吨利润在-1600 元/吨左右。11 月河南、广西、贵州、四川等地区相继出现少量检修停槽，累计减产 10 多万吨。12 月广西、四川、重庆发生减产，四川地区由于枯水期电费上涨，检修产能共计 11 万吨，广西计划减产 10 万吨左右。若 1 月铝价继续下跌，则减产规模有进一步扩大的可能。

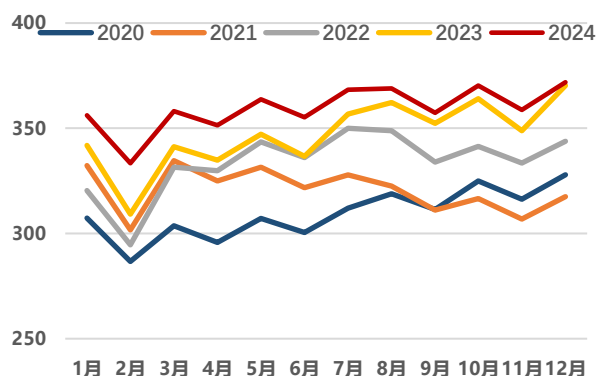
明年海外电解铝投产规模多于国内。海外投产主要集中在印尼，目前华青铝业二期投产 25 万吨，已运行 12.5 万吨。阿萨汗铝业及阿达罗共计投产 50 万吨，均在明年 1 季度头产。西班牙、越南及安哥拉地区的投产则集中在下半年，预计总投产产能在 111 万吨。国内新增产能较为有限，主要是中铝青海项目的 10 万吨，新疆天山铝业 20 万吨和内蒙霍煤鸿骏 35 万吨，其中天然铝业大概在 25 年 4 季度产能逐步投放，霍煤鸿骏在主要投产在 26 年，25 的供应增量较为有限。其次是今年四季度因亏损减产计划在明年 2 季度复产的产能，主要集中在四川及广西地区。

图表 27：电解铝全国平均即期利润-1700 元/吨



数据来源：SMM，中信建投期货

图表 28：2024 年电解铝产量增速 3.8%



数据来源：SMM，中信建投期货

图表 29：2025 年国内电解铝投产进度

省份	Q1	Q2	Q3	Q4	总计
广西	0	0	7	5	12
贵州	0	17.5	0	0	17.5
内蒙古	0	0	0	7	7
青海	10	0	0	0	10
山东	-10	0	0	0	-10
四川	0	17	0	0	17
新疆	0	1.5	0	25	26.5
重庆	0	1	0	0	1
总计	0	37	7	37	81

数据来源：爱择咨询，中信建投期

**图表 30：2025 年海外电解铝投产进度**

国家	公司	2025 电解铝新投产能 (万吨)	预计投产时间
印度尼西亚	华青铝业	12.5	2025Q1
印度尼西亚	Inalum	25	2025. 02
西班牙	Alcoa-San Ciprián	21.5	2025. 4-10
印度尼西亚	Adaro、Aumay（力勤）、CITA （魏桥）	25	2025Q1
越南	陈红泉冶金公司	15	2025. 11
安哥拉	华通线缆	12	2025H2
总计		111	

数据来源：爱择咨询，中信建投期

## 五、总结与行情展望

今年氧化铝的短缺是全球性的。海外主要是老旧产能的关停和生产事故的频发，国内则是矿石供给不足导致的运行产能受限。而消费端则是出现了明显增长，主要是云南地区电解铝产能运行稳定带来的大幅增量。供需矛盾随着国内氧化铝冬储的开启达到顶峰，全年供需缺口为 139 万吨左右。明年供应过剩已成市场共识，因此主要关注点还是在于供需平衡的转折点。目前来看，随着晋中希望的 100 万吨和魏桥迁建产能的相继投产，同时考虑到内外比价的持续回落，1 月供需平衡即转为过剩。全年现货将呈现下跌趋势，价格运行区间预计在 3500-5700 元/吨，全年维持反弹沽空思路。

近月的多头策略将在 02 及以后的合约逐步失效，03 合约反弹沽空为主。由于上游铝厂冬储并未进行有效补库，1 月仍有补库需求，因此 1 月的供需平衡表现在长单量的回升带动铝厂的库存回升。随着库存的回升，铝厂高价采购的意愿会进一步回落，现货将开始出现明显松动，盘面近月合约大贴水将由现货下滑逐步修复，03 合约反弹沽空为主。

02 合约有可能会小幅修复贴水，但不会出现大行情。盘面的长期贴水使得仓单数量在过去 2 个月的时间里只减不增，1 月仓单数量会进一步下滑，但 02 合约的挤仓风险并不高。现货宽松背景下，随着现货价格下跌，期货近月合约可以保持合理的较大贴水。而交易所的强监管也使得近月合约的投机多头仓位增仓受到制约。

关注 03-04、04-05 合约的反套机会。我们预计 2 月现货将逐步改善，期货盘面将逐步由大 B 结构转为 C 结构，关注价差较大的合约带来的反套机会。

05 及之后合约短期下跌空间有限，第二轮下跌以进口矿价拐点为锚。由于明年氧化铝集中投产较多，矿石的需求大幅提升，明年矿石价格有进一步走高可能，进而带动晋豫地区成本继续抬升。若按进口矿 105 美元测算，河南高成本的企业生产成本已在 3800 元/吨上方，所以 05 及之后的合约估值已相对合理，继续下跌空间有限。不排除明年部分内陆产能因高成本导致减产发生，如果氧化铝后续再次减产，则矿石价格拐点将出现，若氧化铝价格再次反弹，则是再次布局空单的机会，产能过剩带来的行业出清将是一个漫长的进程。

明年氧化铝可能整体仍是净流出格局，但净出口数量进一步下滑。由于明年电解铝投产主要集中在海外，且上半年较为集中，海外的需求增速快于国内。所以 2 月之后，国内现货的降幅可能大于海外，导致出口窗口继续打开，直至二季度末国内及海外全面过剩，但海外生产成本低于国内，海外氧化铝价格再次低于国内，带动氧化铝净流入。

图表 31：2025 年我国氧化铝供需平衡表（万吨）

国内	2023	2024	2025.1	2025.2	2025.3	2025
氧化铝产量	8431.9	8628.6	756.2	699.7	777.0	9183.6
氧化铝净进口量	57.5	-27.2	-5.0	-5.0	-8.0	-18.0
电解铝消费量	8014.3	8295.4	706.3	637.9	707.4	8374.8
非铝消费量	405.0	445.0	36.0	38.0	38.0	490.0
供需平衡	70.1	-139.0	8.9	18.8	23.6	300.8

数据来源：中信建投期货

图表 32：2025 年海外氧化铝供需平衡表（万吨）

海外	2023	2024	2025
氧化铝产量	5724.0	5655.3	5867.8
氧化铝净进口量	-101.3	-57.5	18.0
总消费量	5569.9	5603.4	5729.8
供需平衡	52.8	-5.5	156.0

数据来源：中信建投期货

## 联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、  
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



## 重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。