

# 供应约束下铝价韧性犹存， 氧化铝供需趋松重心或有所下移

2024 年 12 月 9 日

## 核心观点

### 1、电解铝

2024 年电解铝供需较去年略有转松，供应端运行产能持续增长至高位，主因西南复产提前且枯水期并未如期减产，同时进口维持高增速。需求端新能源板块用铝需求表现较好，特高压电网需求持稳，叠加出口抬升共同对冲了建筑用铝需求的下滑。

2025 年预期电解铝供需维持偏紧平衡。供应端天花板约束下国内新增产能极为有限，预计 2025 年电解铝产量达 4398 万吨，同比增速放缓至 2% 左右；海外产能将有所提升。需求端建筑用铝延续拖累，新能源需求维持增量但增速或有放缓，另外出口受退税政策取消和贸易摩擦等影响或有下降，预计 2025 年电解铝需求达 4556 万吨，同比增速收敛至 1.3%，整体供需过剩幅度较今年收窄至 2 万吨左右。高铝水比例格局下库存和低仓单或将成为常态。

2025 年铝价谨慎乐观看待，预期铝价全年宽幅震荡且重心略有所上移，预计沪铝运行区间 19000-24000 元/吨，LME 运行区间 2300-2800 美元/吨。操作上单边以逢低多思路为主，结构性机会可基于季节性去库和价格偏低时机布局正套；跨品种方面，考虑到冶炼利润修复，可关注多 AL 空 AO 套利机会。风险点在于宏观利空、供应扰动、成本坍塌、需求断崖。

### 2、氧化铝

2024 年供需矛盾不断加剧叠加资金情绪共同推动氧化铝价格持续强势。内矿偏紧和外矿扰动不断，氧化铝产能恢复缓慢。而需求端稳中有增韧性明显，供需偏紧下库存低位，现货持续强势给予价格较强支撑。时至年终仍未看到供需拐点出现，强现实逻辑得以延续。

交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1294 号

研究所 有色金属组

胡畔

有色金属研究员

hupan@htfutures.com

从业资格号：F3021849

投资咨询号：Z0014160

分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性和完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此说明。

2025 年看, 国产矿供应难有明显改善, 不过进口矿供应预期充足, 整体矿端供应有望增加。氧化铝产能投产计划较多, 主要集中在一季度和下半年, 而需求端电解铝产能已接近天花板, 增量较为有限, 氧化铝供需将逐步改善并于二季度转为过剩, 整体呈现前紧后松的状态。据此预计 2025 年氧化铝价格重心或有下移, 高利润亦将逐步回归。

节奏上, 年初氧化铝供需拐点仍难以看到, 现货偏紧支撑价格高位; 一季度末至二季度随着投产预期逐步落地期价或将开始承压下行, 而三、四季度存在几内亚雨季和国内采暖季集中检修扰动的可能, 价格或有阶段性反弹, 不过新投产能的释放仍将对其上方形成压力, 全年重心逐步下移, 运行区间 3500-6000 元/吨, 操作上可配合现货和库存拐点轻仓逢高沽空远月合约, 结构上仍可关注正套机会。风险点在于矿端扰动以及产能投产不及预期。

# 目 录

一、2024 年铝市场回顾.....	4
1.1 电解铝行情回顾.....	4
1.2 氧化铝行情回顾.....	5
二、铝土矿.....	7
2.1 内矿复产缓慢，供应偏紧.....	7
2.2 海外矿石扰动频发，进口维持高位.....	7
三、氧化铝.....	8
3.1 全年产能抬升受限，未来新增投产规划较多.....	8
3.2 进口窗口持续关闭，转为净出口格局.....	9
3.3 海外产能扰动不断，产量增速低位.....	10
3.4 氧化铝供需平衡.....	10
四、电解铝.....	11
4.1 成本不断抬升，冶炼利润转为亏损.....	11
4.2 云南枯水期限产落空，产能开工率创近年新高.....	11
4.3 进口持续亏损，原铝进口长单为主.....	13
4.4 海外产量增速缓慢，2025 年新增产能集中于印尼.....	13
4.5 废铝进口政策放松，供应或有增加.....	14
五、需求端.....	14
5.1 初端铝材：基本符合季节性规律，板块表现分化.....	14
5.2 终端消费.....	15
5.2.1 竣工下滑明显，建筑用铝需求仍是拖累项.....	15
5.2.2 促销政策下汽车消费存在韧性，新能源车产销维持增长.....	16
5.2.3 电网投资稳定增长，光伏需求放缓.....	17
5.2.4 铝材出口保持较高增速，2025 年或有下滑.....	18
六、库存.....	19
七、供需平衡.....	20
八、总结与展望.....	20

# 一、2024 年铝市场回顾

## 1.1 电解铝行情回顾

2024 年铝价在宏观与基本面共同影响下较去年波动加大，整体上先扬后抑再反弹，呈现 N 字形走势，全年重心有所上移。具体来看分为以下四个阶段：

年初 1-2 月份铝价震荡回调。1 月美联储降息预期降温叠加成本驱动走弱，铝价在低库存支撑下抵抗式下跌，2 月份降息预期持续延后叠加淡季消费不佳，内外铝价继续承压。

3-5 月铝价持续上行，并创年内新高。3 月份库存虽仍有累库但绝对值处历史低位，且宏观政策积极市场预期需求向好，铝价走高，不过上方受到供应提前复产的压力。4 月铝价加速上涨，一方面国内以旧换新政策提振，中美制造业回暖叠加通胀回升逻辑下宏观氛围偏强，另一方面国内铝锭开启去库，宏观共振推升铝价，叠加 4 月中旬俄铝受到英美新一轮制裁消息刺激，铝价冲至阶段性新高 21345 元/吨后开始回调震荡整理。5 月上半月受节后到货压力和伦铝交仓影响震荡整理，下半月一方面海外氧化铝供应扰动消息刺激，另一方面国内地产利多政策持续加码和节能降碳政策出台，铝价再次强势上涨，并于 5 月 31 日创年内新高 22040 元/吨。

6-8 月初，铝价高位回落。6 月以来美联储降息预期降温宏观情绪有所回落，7 月海外美国大选宏观不确定性增加，衰退担忧再次升温，同时消费淡季实际需求表现疲软，铝锭社会库存逐步升至历年高位，疲软的基本面叠加宏观情绪回落，铝价持续回调至年内低位。

8 月中旬至 11 月中旬，铝价再次反弹。主要基于一方面海外逐步开始定价美联储降息以及软着陆的组合，而国内政策端持续利好出台，市场风险偏好回升，同时基本面上库存开始去化，成本端氧化铝价格持续强势亦给予较强支撑。随着步入 11 月传统淡季，叠加国内铝材出口退税取消政策发布，铝价有所回调但整体仍在高位，伦铝表现强于沪铝。

截至 12 月 4 日收盘，沪铝主力合约收于 20580 元/吨，较去年上涨 1075 元，涨幅 5.51%。LME3 月铝收于 2638.5 美元/吨，较去年涨 251 美元，涨幅 11%。截止 12 月 4 日，沪伦比值（剔除汇率）为 1.09，较去年下跌 0.06。年中价差结构跟随库存变化转为小幅 cantango 结构，月间价差整体低位震荡，未有明显趋势；现货升贴水以贴水为主，海外现货亦长期维持贴水状态。

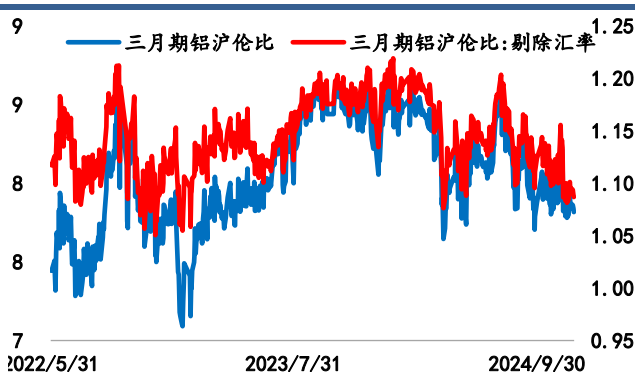
图 1：沪伦期铝价格

单位：元/吨，美元/吨



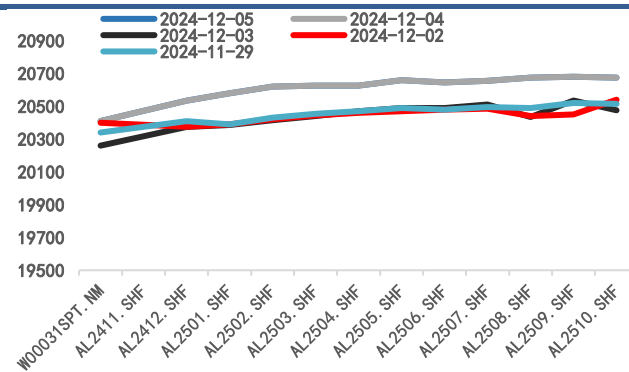
数据来源：iFinD、海通期货研究所

图 2：沪伦期铝比价



数据来源：iFinD、海通期货研究所

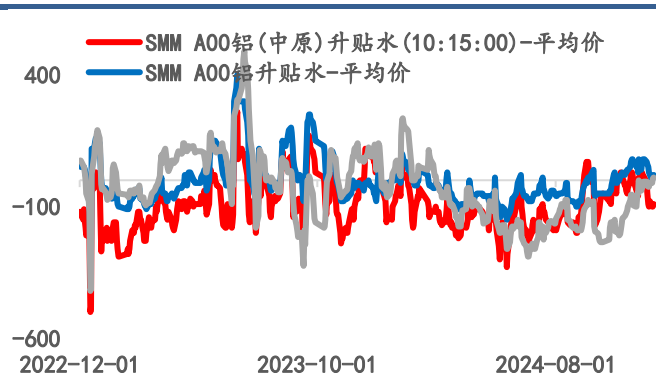
图 3：沪铝价差结构



数据来源：iFinD、海通期货研究所

图 4：国内不同地区现货升贴水

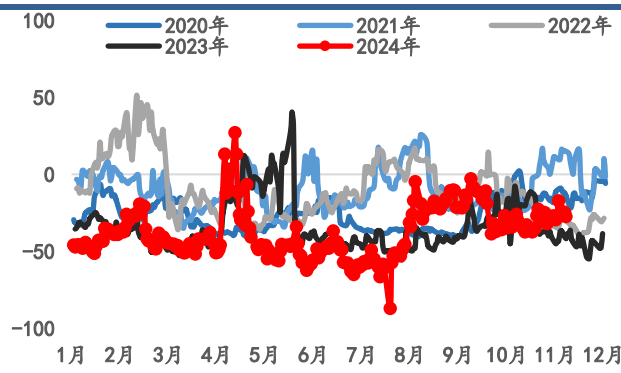
单位：元/吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

图 5：LME 升贴水 (0-3)

单位：美元/吨



数据来源：iFinD、海通期货研究所

## 1.2 氧化铝行情回顾

2024 年氧化铝价格震荡上行，尤其是下半年 9 月份以后持续强势上涨，屡创上市以来新高。全年价格运行主线围绕矿山偏紧带来供需错配的强现实展开。

具体看，年初 1-2 月几内亚油库爆炸事件扰动消退后，在国内矿山将逐步复产预期下氧化铝价格小幅走跌。2-5 月中旬一方面晋豫矿山复产迟迟未兑现，而需求端电解铝提前复产且持续贡献增



量，供需错配矛盾逐步显现，同时海外供应减产消息扰动不断，推动氧化铝期价不断上涨至阶段新高 4266 元/吨。5 月下旬-7 月，随着晋豫矿山启动复产，下半年氧化铝供应恢复预期升温，同时需求端增量逐步放缓，供需趋松逻辑施压价格，另外 7 月印尼传出可能放开矿石出口禁令政策的消息增强了市场对于远期供应的悲观预期，氧化铝价格大跌，其中远月价格受到压制更为明显，盘面转为深度 Back 结构。8-11 月以来内矿复产基本停滞，外矿扰动延续，氧化铝自身产能释放有限，而枯水期云南铝厂不再减产，需求端稳中有增，出口窗口打开亦加剧现货的偏紧，库存持续历史低位且仓单较少，供需偏紧叠加资金投机推动氧化铝继续强势反弹。不过受市场干预措施以及远期投产预期影响近期上涨驱动有所放缓。截至 12 月 5 日氧化铝主力收于 5497 元/吨，较年初涨 64.1%，涨幅居于基本金属之首；月差受远期投产预期影响维持近强远弱态势。

现货方面，2024 年国内外现货价格亦大幅上涨，截至 12 月 4 日山东、河南、山西、广西、贵州均价较去年分别涨 2650、2630、2645、2560、2590 元至 5700、5760、5810、5670、5680 元/吨，SMM 氧化铝价格指数涨 2620 元至 5739 元/吨，澳洲 FOB 价格较去年大涨 463 美元至 810 美元/吨，涨幅 133.43%，期现形成共振上涨，内外现货亦是共振上涨局面。

图 6：氧化铝期货价格

单位：元/吨



数据来源：iFinD、海通期货研究所

图 7：氧化铝月间价差

单位：元/吨

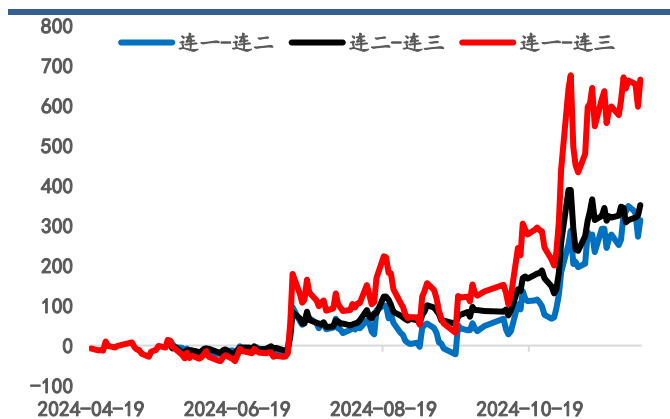
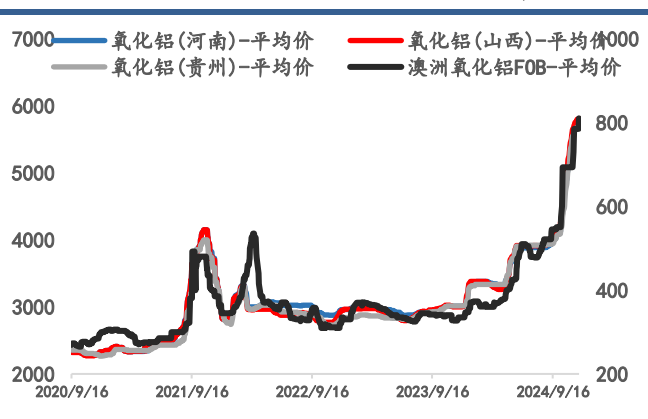


图 8：氧化铝现货价格

单位：元/吨，美元/吨



数据来源：iFinD、海通期货研究所

数据来源：SMM、海通期货研究所

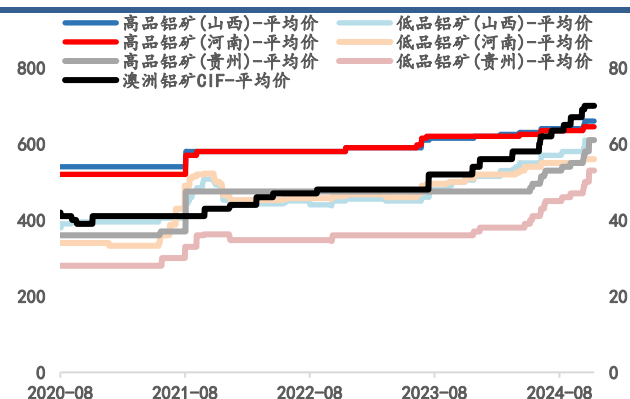
## 二、铝土矿

### 2.1 内矿复产缓慢，供应偏紧

2024 年以来国内外铝土矿价格以上涨为主，截至 12 月 5 日山西地区高品矿和低品矿分别较去年涨 40、95 元至 660、610 元/吨。河南地区高品矿和低品矿分别较去年涨 25、40 元至 645、560 元/吨。贵州地区高品矿和低品矿分别涨 135、160 元至 610、530 元/吨。进口矿石方面，澳大利亚和几内亚 CIF 价格较去年分别涨 16、22 美元至 70、92 美元/吨。

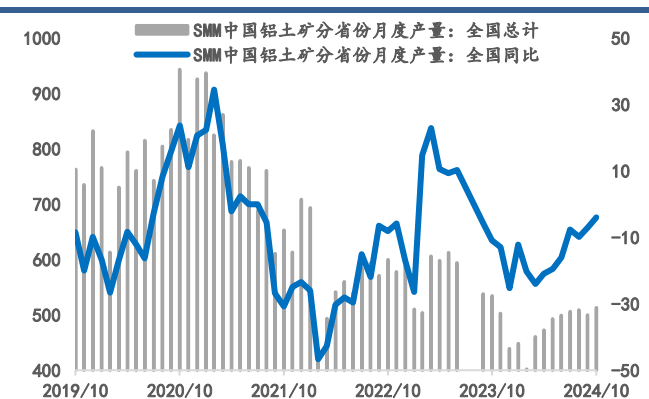
2024 年国产矿山复产缓慢且不及预期，整体产量维持较低水平。10 月我国铝土矿产量 512.92 万吨，环比下降 2.62%，同比下降 3.97%；1-10 月铝土矿累计产量 4802.28 万吨，累计同比下降 14.39%。年内至 7、8 月份晋豫地区出现小幅复产，但受制于政策影响后续进展有限，截至 11 月份仍未有大规模复产，另外贵州清镇露天铝土矿因环保检查自 9 月停产后未有复产，整体上国产矿全年维持偏紧的局面。2025 年受矿山开采政策逐步收紧和品位下降等因素影响，预期国内矿石供应仍难以有明显增加。

图 9：铝土矿价格 单位：元/吨，美元/吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

图 10：国内铝土矿月度产量 单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

### 2.2 海外矿石扰动频发，进口维持高位

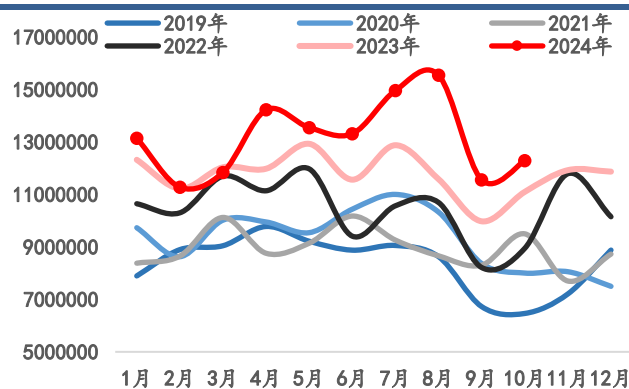
国产矿供应的偏紧使得进口矿成为保证内陆氧化铝厂提产和稳产的重要原料来源，进口矿需求始终维持高位，进口矿石依存度不断提升。据海关数据，2024 年 1-10 月铝土矿进口总量 13174 万吨，累计同比增加 12%；10 月单月进口铝土矿 1228.9 万吨，同比增加 10.7%。我国主要进口来源国为几内亚和澳大利亚，其中几内亚累计进口 9209 万吨，同比增 11.1%，占比 69.9%；澳大利亚累计进口 3300 万吨，同比增 18.34%，占比 25.05%。

今年以来海外矿端扰动不断，除了几内亚雨季带来的季节性影响外，10 月中旬几内亚 GAC 矿业由于航道使用费的问题没有和当地政府谈妥，导致矿石暂时被禁止出口，11 月几内亚政府进一

步冻结了 GAC 矿区到港口的铝土矿铁路运输，矿端扰动持续。2025 年看，国内政策收紧叠加铝土矿储量和品味下降影响下国内供应或仍有一定下滑，不过据 SMM 数据，预估海外铝土矿 2025 年产量或增加 3100 万吨左右，主要出现在几内亚，其中几内亚铝土矿增产预期或在 2400 万湿吨左右，理论上矿石供应较充足，关注未来几内亚港口发运情况，同时关注印尼矿端政策变化。

图 11：铝土矿进口量

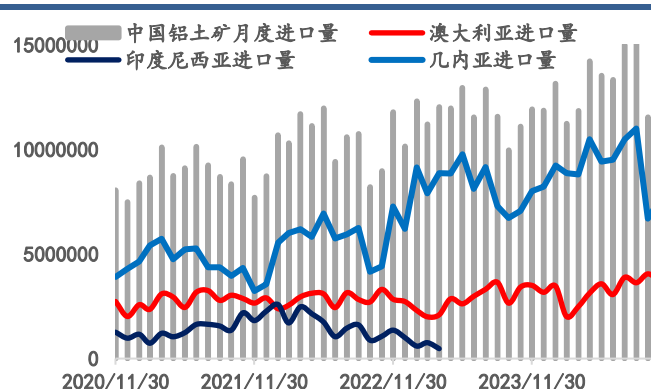
单位：吨



数据来源：iFinD、海通期货研究所

图 12：铝土矿分国别进口

单位：吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

## 三、氧化铝

### 3.1 全年产能抬升受限，未来新增投产规划较多

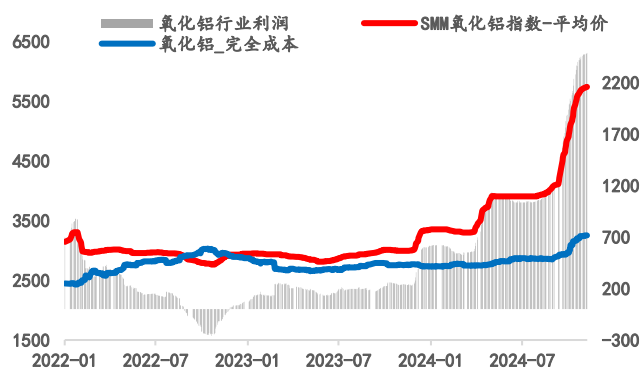
2024 年氧化铝行业利润持续上行至高位，截至 12 月 4 日氧化铝行业平均利润达 2487.3 元/吨，较去年底上涨 2130.1 元，全行业盈利水平处于历史高位。高利润下企业开工积极性较高，但持续受制于矿山供应，叠加行业检修等因素影响，氧化铝产能整体恢复缓慢。据 SMM 截至 11 月初中国氧化铝建成产能 10269.5 万吨，较去年底增加 264.48 万吨，其中运行产能 8648.9 万吨，全国开工率 84.22%，较去年底回升 4.22%。产量方面，据 SMM 数据 10 月氧化铝产量 728.7 万吨，环比增加 2.93%，同比增 6.51%；1-10 月累计产量 6888.66 万吨，累计同比增长 3.96%。

今年受矿的影响氧化铝复产难度较大，新增主要集中在四季度，其中山东魏桥迁移项目首批 100 万吨产能于 10 月实现投料，11 月陆续出产品，后续仍有 100 万吨计划投产，不过其老产能在政策要求下已在逐步关停，增量有限。广西华昇二期第一批 100 万吨已于 11 月投料试车，计划 12 月实现投产，另外 100 万吨计划于 2025 年 1 月计划。从目前在建和拟建项目看，2025 年山东鲁渝博创计划 3 月底投产 100 万吨、河北文丰二期计划投产 480 万吨，广西北海东方希望四季度计划投产 240 万吨等。整体上 2025 年新增产能投产预期在 1320 万吨左右，2025 年及远期新投产能预期总计达 2000 万吨左右，若顺利实施，预期国内现货供应在 2025 年二季度将明显改善，中长期氧化铝供应端仍有一定的过剩压力，关注矿石供应和氧化铝产能变化。



图 13：氧化铝行业利润

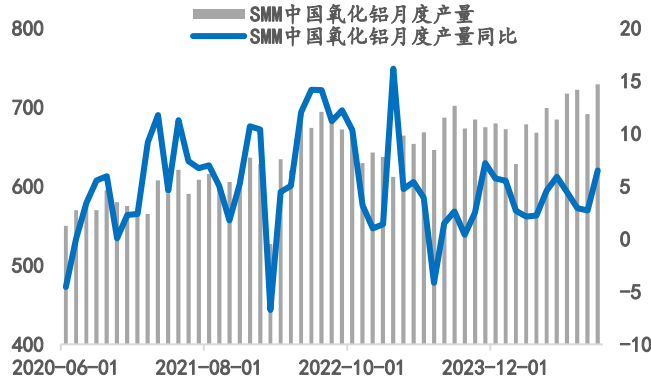
单位：元/吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

图 14：国内氧化铝产量

单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

表 1：中国氧化铝新建及拟建产能（2024-2025 年及以后）

公司	省份	新建产能	2024年新 投	2025年 及远期 新投	当前进度
北海东方希望材料科技有限公司	广西	480		480	环评通过，一期200万吨于2023年7月12日开始动工，前240万吨计划2025年10月投产
广投北海绿色生态铝项目	广西	400		400	环评通过，一期200万吨于2023年2月10日开始动工，计划2025年Q2投产
中铝华昇二期	广西	200	100	100	项目建设中，预计2024年底投产100万吨，25年1季度投产100万
防城港中丝路新材料有限公司氧化铝项目	广西	240		240	一期120万吨预计2025年中期投产
山东创源新材料科技有限公司	山东	100		100	项目建设中，计划2025年3月底投产
河北文丰新材料有限公司	河北	480		480	项目已在建设当中，计划于2025年3月底投产，上半年先投产120万吨，下半年投120，2026年投240
山东魏桥铝电有限公司	山东	400	200	200	迁建升级，需停产部分旧产能，计划24年10月投产产量200万吨，25年2月投产200万吨
重庆九龙万博新材料科技有限公司	重庆	60	60		通过技改扩建60万吨产能，目前技改已完成，预计2024年Q3投产
2024年新增			360		
2025年及远期新增				2000	

数据来源：SMM、海通期货研究所

## 3.2 进口窗口持续关闭，转为净出口格局

今年海外供需维持偏紧，推动海外价格持续上涨，内外价差扩大，4月份以来进口窗口持续关闭。我国氧化铝进出口格局从4月开始转为净出口状态，1-10月国内氧化铝累计净出口10.09万吨，而去年全年净进口56.27万吨，持续的出口进一步带动了国内氧化铝的供应偏紧。

图 15：进口氧化铝盈利水平

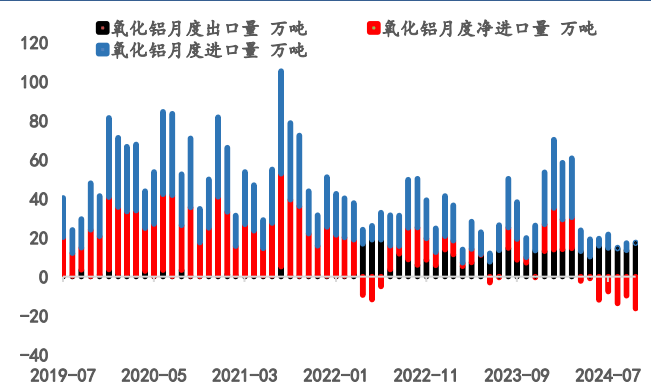
单位：元/吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

图 16：国内氧化铝进口量

单位：万吨

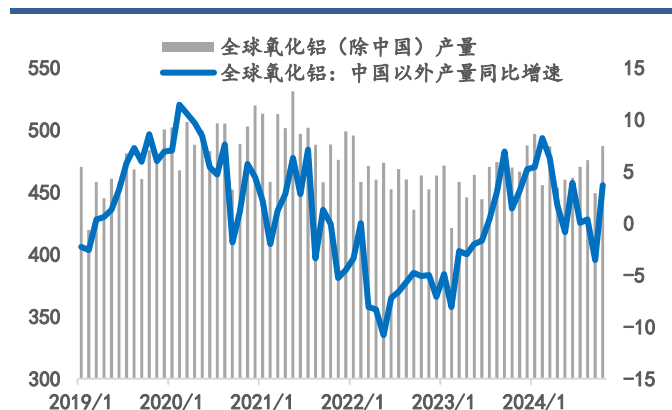


数据来源：SMM、海通期货研究所

### 3.3 海外产能扰动不断，产量增速低位

海外方面，今年以来氧化铝产能扰动不断。美铝宣布二季度其在澳洲的氧化铝厂 Kwinana 减产，涉及产能 180 万吨左右。力拓旗下澳洲 Gladstone 地区两家氧化铝厂 Yarwun、Queensland 因当地天然气管道故障问题在 5 月减产约 120 万吨，并宣布对氧化铝出口实施不可抗力，不过四季度生产逐步恢复，并于 11 月 22 日解除了对其出口的不可抗力。另外 9 月印度暴雨导致韦丹塔氧化铝厂的赤泥库泄露引起当地抗议，或对其后续二期投产产生不利影响。另外几内亚 GAC 矿业因航道使用未和当地政府谈妥被暂时禁止出口，且其矿区到港口的铝土矿铁路运输被冻结，至今未有缓解。因此年内虽有印尼 Vedanta 投产 150 万吨生产线，但增产比较有限，整体海外产量维持在偏低位置。据世界铝业协会（IAI）数据，2024 年 1-10 月海外除中国外氧化铝累计产量 4199.2 万吨，同比增长 0.99%。据 SMM 统计，未来三年海外氧化铝新建产能规划约 1180 万吨，主要集中在印度及印尼等地，其中 2025 年约有 510 万吨左右产能待投，多集中在一季度和下半年。

图 17：海外（除中国）氧化铝产量及增速 单位：万吨



数据来源：SMM、IAI、海通期货研究所

图 18：海外氧化铝新增产能列表 2024-2028 单位：万吨

国家	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	100	2027Q1	0	0	0	100	0
印度	100	2025Q3	0	50	50	0	0
印度	300	2024Q2	150	150	0	0	0
印度	200	2027	0	0	0	100	100
印度尼西亚	100	2024Q3	40	60	0	0	0
印度尼西亚	100	2025Q1	0	100	0	0	0
印度尼西亚	200	2025Q3	0	100	0	100	0
印度尼西亚	200	2025Q3	150	50	0	0	0
印度尼西亚	240	2027Q1	0	0	0	60	60
老挝	100	2027Q1	0	0	100	0	0
新增投产预期			340	510	150	360	160

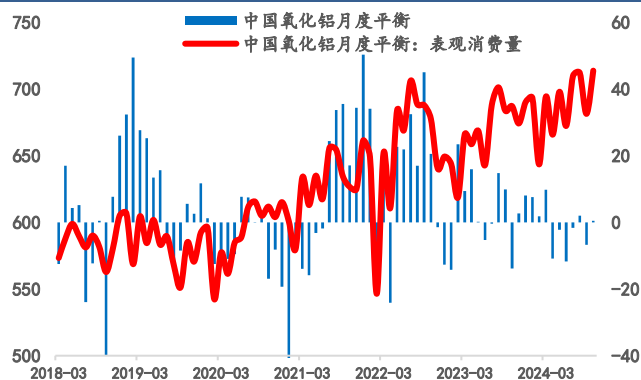
数据来源：SMM、海通期货研究所

### 3.4 氧化铝供需平衡

供需平衡看，经测算今年在不考虑非铝消费的情况下，我国氧化铝 1-10 月总计供需缺口在 12.9 万吨左右，维持供需偏紧格局。据 IAI 数据粗略测算，全球氧化铝 1-10 月供需缺口 193.32 万吨，供需亦偏紧。25 年随着内外投产落地，供需将逐步趋于改善，全年或由紧平衡逐步转为过剩。预计我国 2025 年氧化铝总供应量达 8634 万吨，同比增长 4%，总需求量 8466 万吨，同比增长约 2%，供需过剩 168 万吨左右。

图 19：氧化铝平衡

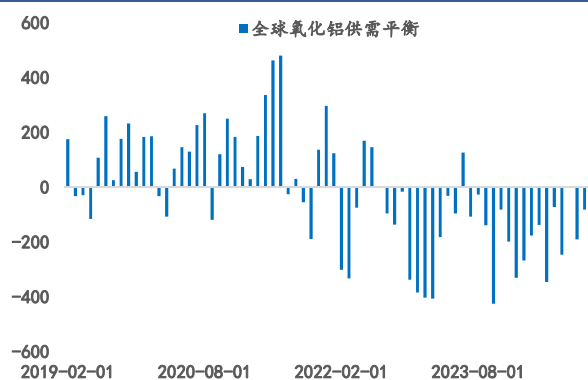
单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

图 20：全球氧化铝供需平衡

单位：千吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

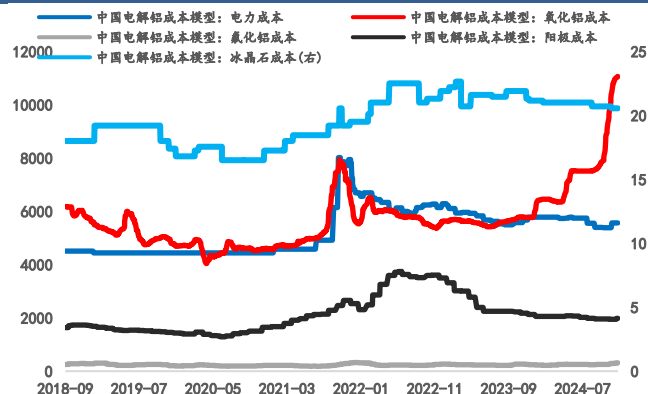
## 四、电解铝

### 4.1 成本不断抬升，冶炼利润转为亏损

2024 年以来，电解铝主要生产原料氧化铝价格持续上涨，电力成本则跟随煤炭消费淡旺季和云南水电情况呈现季节性变化，整体相对稳定；辅料预焙阳极则因原料石油焦港口库存高企而偏弱运行，氧化铝成本占比大幅抬升至 51% 左右。受原料端氧化铝价格大幅上涨的影响，电解铝冶炼成本抬升至高位，吨铝利润随着铝价波动而变化，上半年随着铝价的持续走高，吨铝利润不断回升，6 月后利润跟随铝价回落而下滑，整体先上扬后回落，特别是 10 月份以后氧化铝价格持续强势而铝价相对偏弱，冶炼利润大幅下滑，行业开始出现亏损且范围逐步扩大。截至 12 月 5 日电解铝完全平均成本 21298.04 元/吨，较去年底上涨 4777.54 元/吨，吨铝平均利润较去年约下跌 3797.5 元至亏损 748.04 元/吨。

图 21：电解铝成本分项

单位：元/吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

图 22：吨铝理论利润

单位：元/吨



数据来源：SMM、iFinD、海通期货研究所

### 4.2 云南枯水期限产落空，产能开工率创近年新高

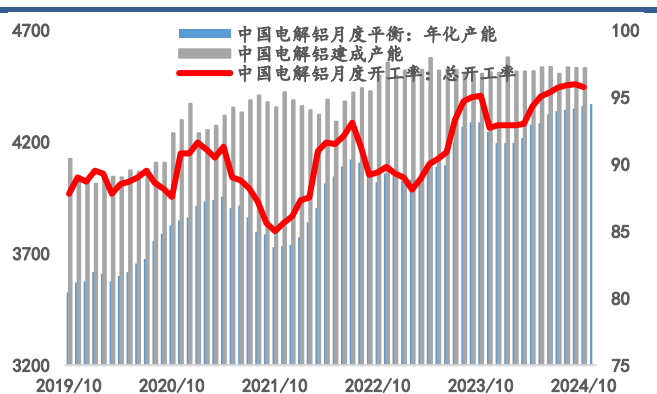
2024 年电解铝运行产能逐步抬升至高位并持稳运行，产量延续增长，主因一季度云南地区前期

停产电解铝产能 115 万吨的顺利复产，以及四季度枯水期水电蓄能充沛不再对铝企进行限电限产。此外，内蒙古华云三期、四川、贵州技改项目与新疆农六师新增产能相继复产投产，也贡献部分增量。据 SMM 1-10 月我国电解铝累计产量 3583.1 万吨，累计同比增速 3.97%。截至 10 月底国内电解铝建成产能 4556 万吨，运行产能 4362 万吨左右，创历史新高，冶炼开工率 95.74%，较去年底高出 2.84%。不过 11 月以来我们也看到由于成本持续走高，行业亏损增加带来了河南洛阳、广西、贵州等地部分企业的停槽检修减产，若后续成本持续高位不下，不排除仍有扩大可能。整体上我们预估 2024 年全年电解铝产量在 4314 万吨左右，同比增长 3.9%。

2025 年及往后看，24 年复产以及新增的产能将继续贡献产量，但由于受到产能天花板的限制，国内仅有少量新增投产预期，据 SMM 数据除置换产能外预计 2025 年新增有效产能 85 万吨左右，包括中铝青海扩建升级项目、霍煤鸿骏二期、农六师搬迁扩建项目、新疆天山铝业、内蒙古东山铝业等。另外云南地区产能受水电季节性表现得影响仍具一定不确定性，因此预计 2025 年国内电解铝供应增速将有所放缓，整体上预期 2025 年中国电解铝产量或在 4398 万吨，同比增长 2% 左右。

图 23：国内电解铝产能及开工

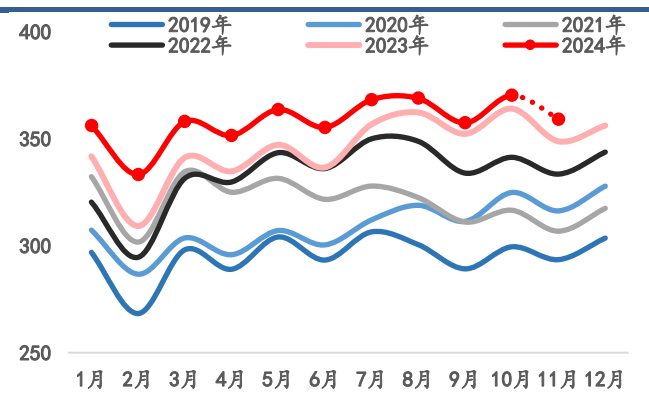
单位：万吨，%



数据来源：SMM、海通期货研究所

图 24：国内电解铝产量

单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

表 2：中国电解铝新增及拟建产能（2024 年及远期，万吨）

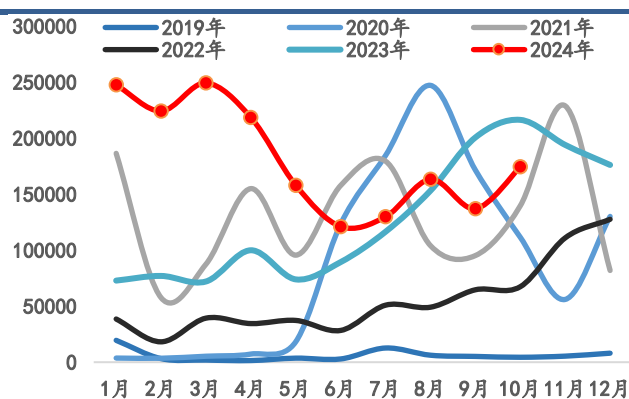
远期新建及拟建年产能/万吨	远期新建及拟建年产能/万吨	产能净增	备注	开始投产时间	预计完成投产时间	2024 年投产产能预期	2025 年投产产能预期	2026 年及远期投产产能
内蒙古华云（三期）	42	17	2023 年 3 月份开工建设，2024 年 5 月 18 通电投产，有 17 万吨指标，其他的 25 万吨需要减产包铝，8 月底运行产能已经达 17 万吨，其余产能仍需等待产能转移及电力接入	在投	—	42		
中铝青海产能扩建升级项目	50	10	建设 50 万吨 600KA 电解铝厂区，建成之后停掉现有的 40 万吨，另外从云铝转移 10 万吨指标	在建	2026 年		50	
霍煤鸿骏扎铝二期	35	35	有指标 35 万吨，计划 2024 年开始建设，2025 年投产	待建	2025 年		35	
贵州双元铝业扩建	10		产能转移项目（购得南山指标 10 万吨），于 2024 年 11 月份投产	在投	2025 年	10		
农六师搬迁扩建项目	55	20	农六师合规指标共计 190 万吨，目前企业运行 170 万吨，通过搬迁扩建将部分产能转移到准东，达到 190 万吨。该项目 24 年 10 月份通电投产，达产仍需一段时间。	在投	2025 年	20	35	
新疆天山铝业	20	20	企业总合规指标 140 万吨，剩余 20 万吨指标计划 25 年建成并于 25 年下半年投产	在建	2025 年		20	
内蒙古东山铝业	20		伊电集团转移内蒙古项目目前公示转移产能 20 万吨，计划 25 年 6 月投产	在建	2025 年		20	
青海海源绿能二期	11	11	电解铝指标共 35 万吨，前期 24 万吨复产完毕，剩余 11 万吨待建设投产	待建	—			11
广元启明星二期	13	13	2021 年拍卖成交，公司后期要扩建至总产能 25 万吨，目前暂未建设	待投	—			13
内蒙古白音华二期	40		待建设 尚无指标	待投	—			40
2024 年及远期新增产能预期	296	126				72	160	64
产能净增						37	85	24

数据来源：SMM、公开信息、海通期货研究所

### 4.3 进口持续亏损，原铝进口长单为主

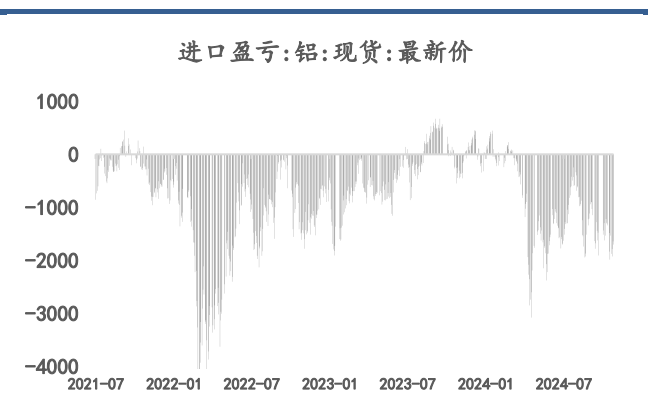
2024 年一季度进口维持高位，二季度以后随着沪伦比值走弱进口窗口关闭，通过一般贸易方式进口的量有所下滑，不过长单贸易下进口整体仍处于偏高位。据海关数据，10 月我国原铝进口量 17.5 万吨，同比减少 19.3%，环比增长 27.5%；1-10 月我国原铝累计进口 182.4 万吨，累计同比增加 55.5%；1-10 月累计净进口 173.4 万吨，同比增长 63.7%。进口主要来源国为俄罗斯、印度、澳大利亚等国，其中位居第一的是俄罗斯，1-10 月进口量约 90.27 万吨，占比 49.5%。预期全年进口增量预计在 205 万吨左右，全年净进口约 196 万吨，同比增速 41.1%。2025 年俄铝长单进口或仍将持续，同时国内产能受限亦需进口补充，但考虑到出口退税取消的影响，原铝进口或较今年略有回落，预期净进口量 160 万吨左右。

图 25：中国电解铝月度进口量 单位：吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

图 26：进口盈亏 单位：元/吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

### 4.4 海外产量增速缓慢，2025 年新增产能集中于印尼

海外方面，据 IAI 数据全球 10 月原铝产量 622.1 万吨，同比增长 1.45%；1-10 月原铝产量 6047.2 万吨，同比增速 3.04%。其中海外（除中国以外）电解铝 10 月产量 250.1 万吨，同比增速 0.97%；1-10 月累计产量 2443.8 万吨，同比增 1.67%，整体增速较为缓慢。2025 年看，据 SMM 统计海外约有 94.5 万吨左右电解铝新增投产，主要集中于印尼和印度等地。考虑到成本高位和电力供应等因素，预计海外电解铝产能复产仍较缓慢，整体上对全球供应增量贡献有限。

图 27：全球电解铝产量 单位：千吨

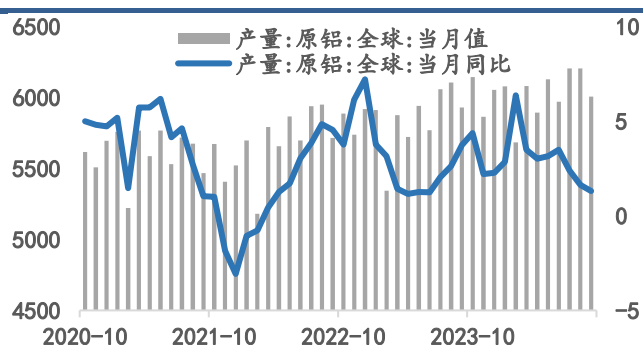
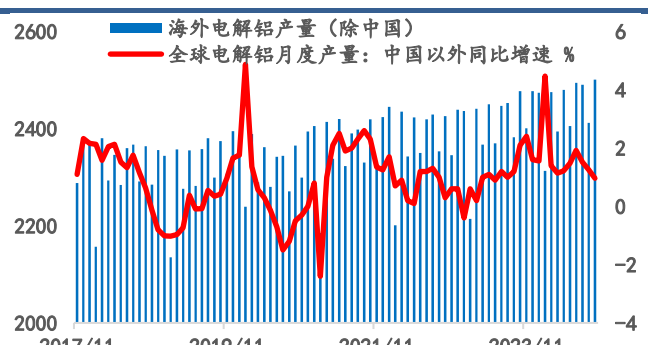


图 28：海外除中国电解铝产量 单位：千吨





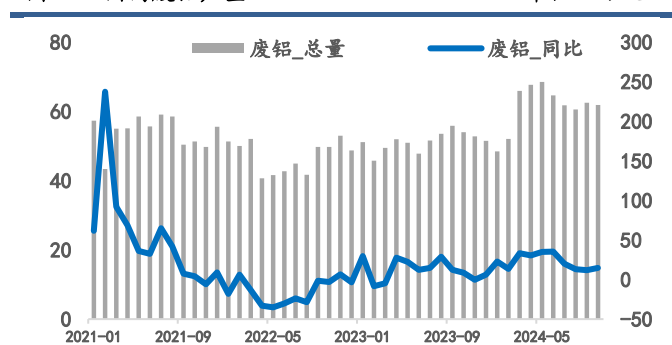
数据来源：iFinD、海通期货研究所

数据来源：SMM、海通期货研究所

## 4.5 废铝进口政策放松，供应或有增加

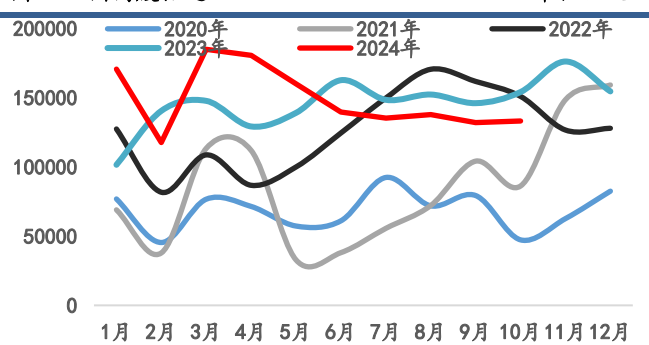
2024 年 10 月我国废铝产量 61.87 万吨，同比增 14.7%，1-10 月累计产量 613.9 万吨，同比增 19.93%。进口方面，据海关数据我国 8 月废铝进口 13.31 万吨，同比下降 13.59%；1-10 月累计进口 148.53 万吨，同比增长 4.51%。10 月 24 日，生态环境部等六部门发布《关于规范再生铜及铜合金原料、再生铝及铝合金原料进口管理有关事项的公告》，提到符合附表要求的再生铜铝原料不属于固体废物，可自由进口，废铝及再生铝合金进口政策放松下预期未来废铝进口量增长为主。另外《有色金属行业碳达峰实施方案》中，强调 2025 年再生铝产量要达到 1150 万吨，预期再生铝将成为电解铝供应的重要补充。

图 29：国内废铝产量 单位：万吨



数据来源：iFinD、海通期货研究所

图 30：国内废铝进口 单位：吨



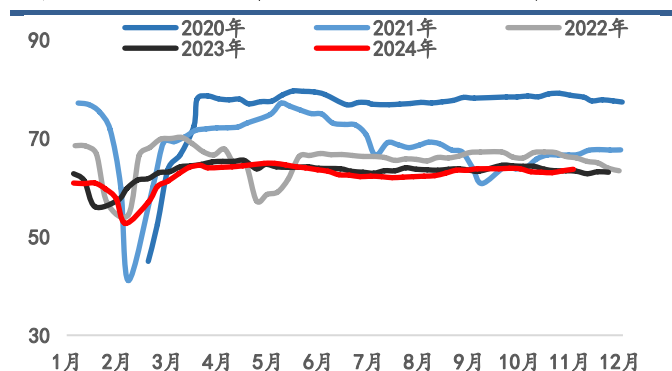
数据来源：SMM、海通期货研究所

## 五、需求端

### 5.1 初端铝材：基本符合季节性规律，板块表现分化

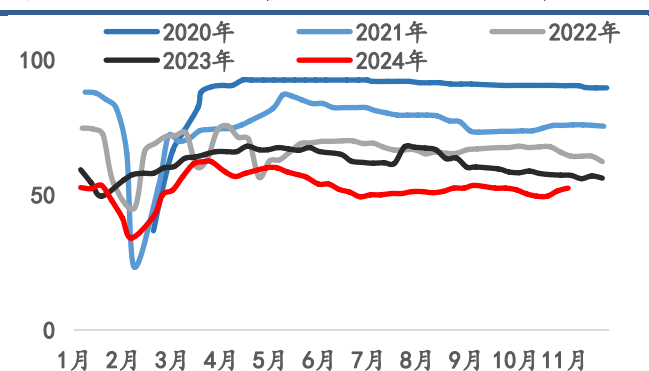
2024 年下游铝材开工基本符合季节性规律运行，3-4 月和 9-10 月呈现旺季回升表现，整体略低于往年同期，不过临近年底受铝材出口退税取消影响存在抢工情况使得开工阶段性回升。截止 12 月 6 日下游加工龙头企业开工率 63.4%，较去年同期略增 0.6%。分板块看，型材板块开工相对弱势，主因建筑型材需求持续低迷；铝线缆板块受电网需求支撑整体表现延续较好。

图 31：铝材行业开工率 单位：%



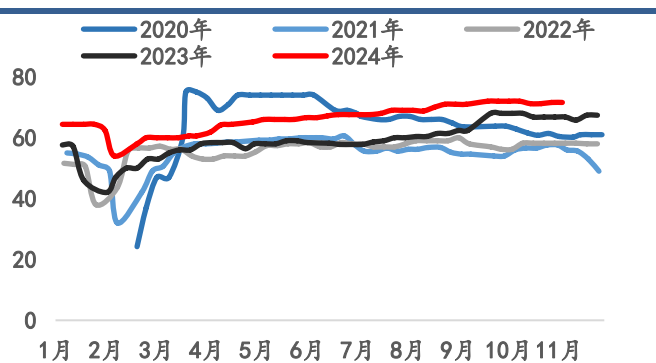
数据来源：SMM、海通期货研究所

图 32：铝型材板块开工率 单位：%



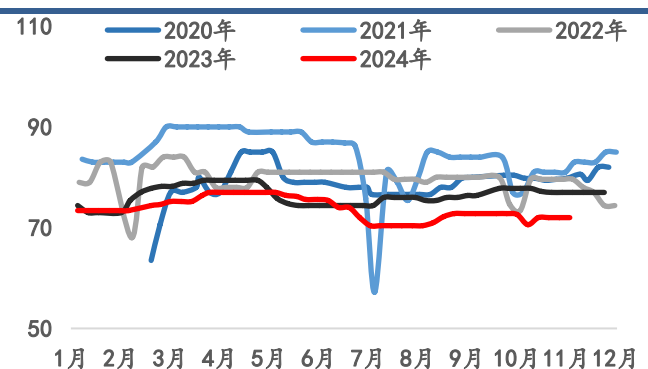
数据来源：SMM、海通期货研究所

图 33: 铝线缆板块开工率 单位: %



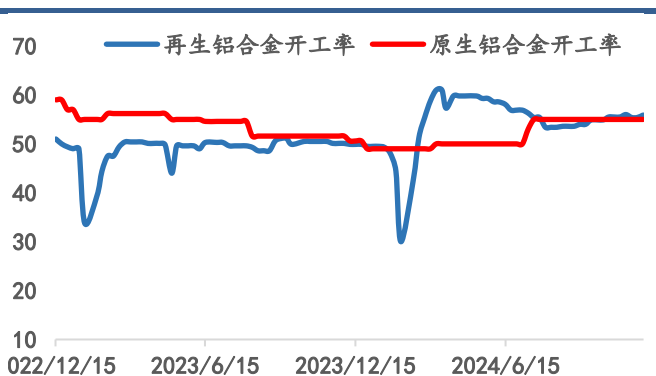
数据来源: SMM、海通期货研究所

图 34: 铝板带板块开工率 单位: %



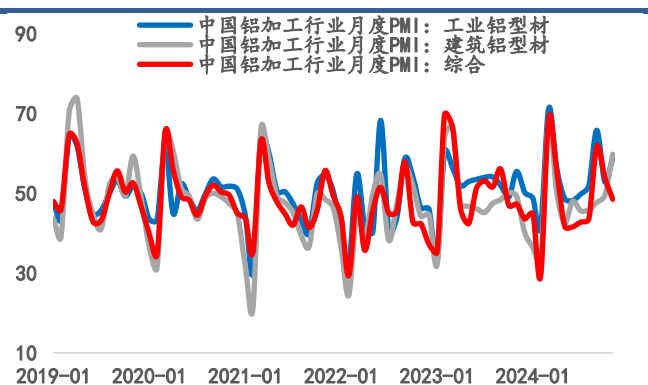
数据来源: SMM、海通期货研究所

图 35: 合金板块开工率 单位: %



数据来源: SMM、海通期货研究所

图 36: 铝型材月度 PMI



数据来源: SMM、海通期货研究所

## 5.2 终端消费

### 5.2.1 竣工下滑明显，建筑用铝需求仍是拖累项

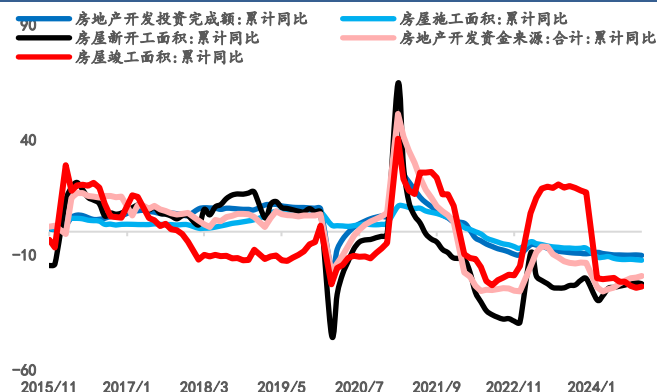
房地产是铝主要消费终端之一，近两年受行业景气度的影响建筑用铝占比重下降至 22%左右，铝主要用在房屋竣工装修环节，包括铝合金门窗、铝装饰板、幕墙等。

2024 年上半年地产投资持续走弱，下半年在利多政策的不断刺激下行业下滑趋势有所放缓，但整体仍处于底部区间。具体看，1-10 月全国房地产开发投资 86309 亿元，同比下降 10.3%，较前值回落 0.2%。1-10 月房屋新开工面积 61227 万平方米，同比下降 22.6%；房屋施工面积 720660 万平方米，同比下降 12.4%；房屋竣工面积 41995 万平方米，同比下降 23.9%。1-10 月商品房销售面积 77930 万平方米，同比下降 15.8%；销售额 76855 亿元，下降 20.9%。1-10 月房地产开发企业到位资金 87235 亿元，同比下降 19.2%。10 月房地产开发景气指数 92.49，较上月回升 0.08。可以看到，前端的地产销售面积和销售额出现了积极变化，到位资金同比跌幅也延续收窄，行业景气度缓慢回升，地产刺激政策效果有所显现，不过新开工和施工增速继续回落，竣工全年整体表现较差，主因保交楼相关政策边际影响逐步递减，对建筑用铝需求形成拖累，预计地产全年消费量 862 万吨，同比下降 5.5%。

从政策角度看，从今年4月政治局会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，到5月打出组合拳，下调个人住房公积金贷款利率、个人住房贷款利率和个人住房贷款最低首付款比例等，到9月国新办会议再次降低存量房利率和首付比例，再到10月住建部取消购房限制，新增100万套城中村改造等政策，政策力度超出市场预期，地产政策底基本出现，明年地产各环节或有一定改善，降速延续收窄，但摆脱底部仍需关注政策作用的落地和持续性。

图 37：地产开发投资

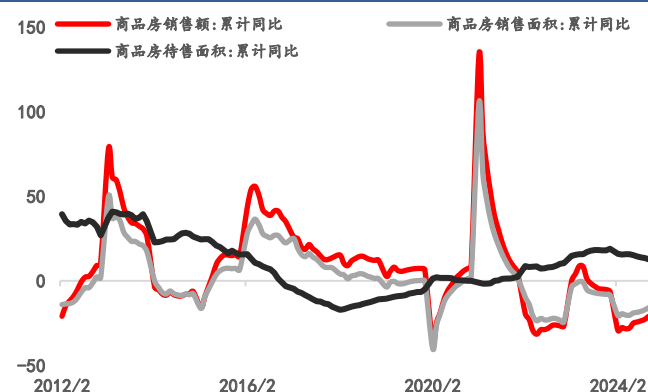
单位：%



数据来源：iFinD、海通期货研究所

图 38：地产销售情况

单位：亿元



数据来源：iFinD、海通期货研究所

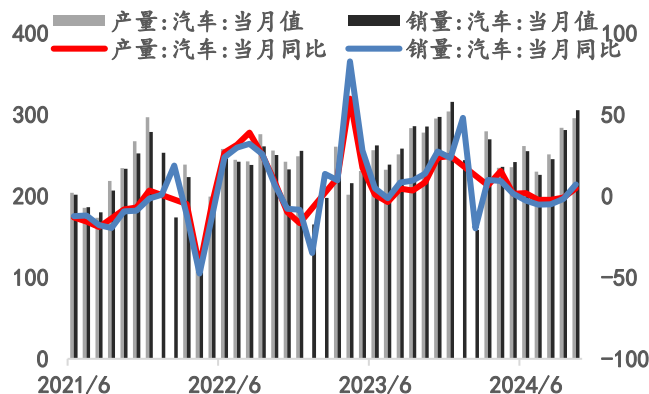
### 5.2.2 促销政策下汽车消费存在韧性，新能源车产销维持增长

汽车是铝的重要消费终端，主要用于汽车车身、轮毂等方面。2024年我国汽车产销整体维持增长态势，主因以旧换新政策拉动。年初国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出实施消费品以旧换新行动，开展汽车以旧换新；加大政策支持力度，畅通流通堵点，促进汽车梯次消费、更新消费。7月份国家发改委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，提出支持老旧营运货车报废更新、提高新能源公交车及动力电池更新补贴标准、提高汽车报废更新补贴标准，政策刺激进一步释放存量市场的换购需求。据中汽协数据，24年10月汽车产销分别完成299.6万辆和305.3万辆，同比分别增长3.6%和7%；1-10月我国汽车产销分别完成2446.6万辆和2462.4万辆，同比分别增长1.9%和2.7%。据中汽协预计2024年国内汽车产销有望超过3100万辆，同比增长3%以上。

2024年新能源汽车维持增长态势。10月新能源汽车产销分别完成146.3万辆和143万辆，环比分别增长11.9%和11.1%，同比分别增长48%和49.6%，市场占有率46.8%；1-10月分别累计完成977.9万辆和975万辆，同比分别增长33%和33.9%，市场占有率39.6%。预期24年全年新能源汽车产销量在1200万辆左右，据此测算带动新增用铝需求76万吨左右。2025年新能源汽车产销仍具有韧性，预期新能源汽车产销或达1400万辆，增速达17%左右，新增用铝需求74万吨左右。

图 39：国内汽车月度产销

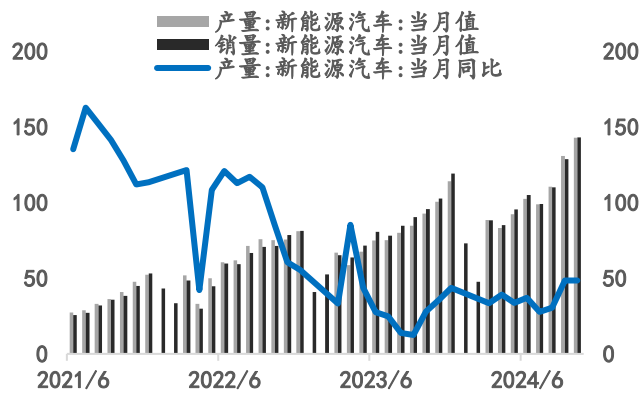
单位：万辆



数据来源：iFinD、中汽协、海通期货研究所

图 40：国内新能源汽车月度产销

单位：万辆



数据来源：iFinD、中汽协、海通期货研究所

### 5.2.3 电网投资稳定增长，光伏需求放缓

电力板块铝消费一部分集中在特高压电缆领域，另一部分集中在光伏领域。2024 年预期国家电网公司全年电网投资将首次超过 6000 亿元，主要用于特高压直流电工程建设等方向，全年年电力投资继续维持较高增速。具体看，1-10 月国内电网基本建设投资完成额 4502 亿元，同期增长 20.7%，目前投资完成额占比 75%；1-10 月电源基本建设投资完成额 7181 亿元，同比增速 8.3%。十四五期间国家电网规划建设 24 条交流、14 条直流特高压，总投资 3800 亿元，线路里程 3 万余公里。特高压项目仍处于建设高峰期，2025 年至少仍有 2 条交流和 4 条直流特高压线路建设，预计 2025 年我国电网投资仍将保持增长趋势，继续带动铝线缆订单需求。

光伏方面，铝合金应用在光伏领域中主要用在光伏组件边框以及分布式光伏的铝合金支架两部分。2024 年光伏装机维持增长，但整体增速较去年有所放缓。据国家能源局数据，1-10 月国内光伏累计新增装机 181.3GW，同比增长 27.17%；10 月单月新增装机 20.42GW，同比增长 49.92%。乐观估计今年我国光伏新增装机在 240GW 左右，用铝增量 31.2 万吨左右。2025 年光伏装机仍处于增长周期，但受硅片单耗下降影响整体产量或有下调，中性预估 2025 年我国新增装机 270GW，带动用铝需求 40.5 万吨左右。

图 41：电网与电源基本建设投资增速

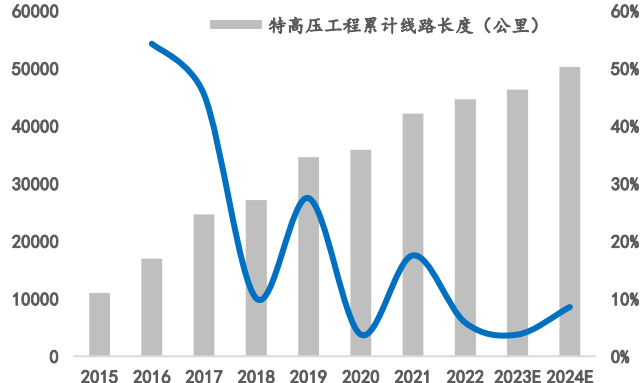
单位：%



数据来源：iFinD、海通期货研究所

图 42：电网特高压工程累计线路长度（公里）

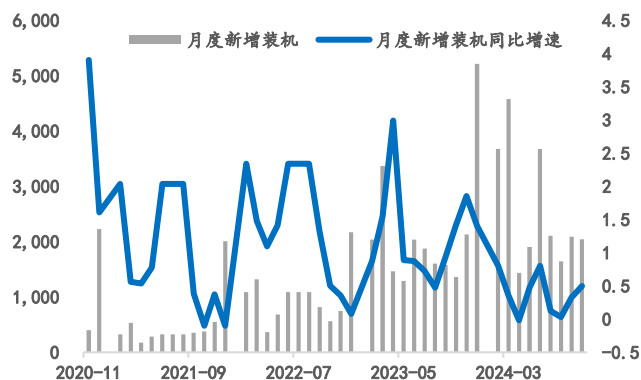
单位：千米



数据来源：共研网整理、海通期货研究所

图 43: 国内光伏装机容量

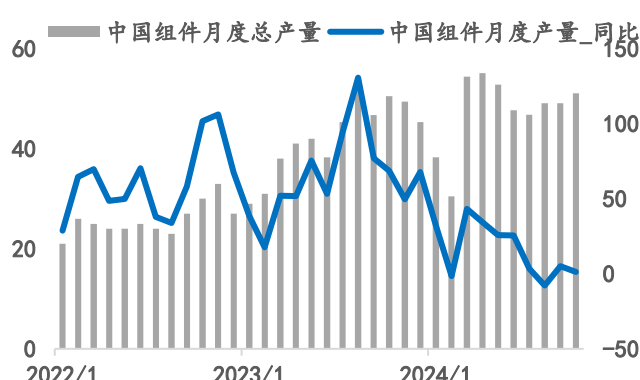
单位: GW



数据来源: iFinD、海通期货研究所

图 44: 光伏组件产量

单位: GW



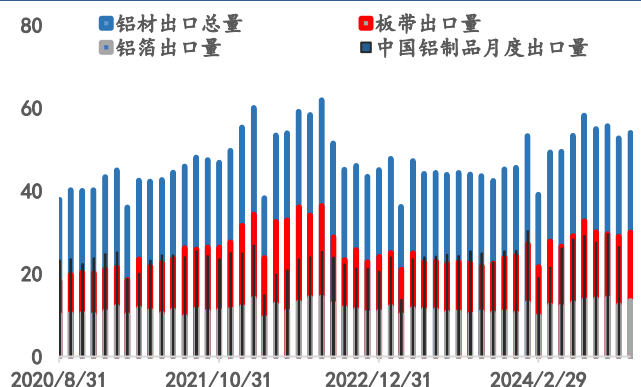
数据来源: SMM、海通期货研究所

#### 5.2.4 铝材出口保持较高增速, 2025 年或有下滑

出口方面, 2024 年我国铝材出口保持较高增速, 主因低基数以及海外需求存在韧性, 内外比价利于出口。据海关数据, 10 月国内未锻轧铝及铝材出口 57.7 万吨, 同比增长 31.1%, 环比增长 2.7%; 1-10 月累计出口 549 万吨, 累计同比增长 16.9%。2024 年 11 月 15 日, 我国财政部、税务总局发布《关于调整出口退税政策的公告》, 称将于 2024 年 12 月 1 日起取消铝材、铜材等产品出口退税。取消出口退税的涉铝编码共计 24 个, 几乎涵盖了国内主要铝型材、铝板带箔、铝制条杆等铝材产品。该政策一定程度上或将增加铝材加工出口企业的出口成本, 抑制企业的出口积极性, 中长期看铝材出口税收成本的增加将部分逐步转嫁至海外下游企业, 同时也能够促进铝行业向高附加值产品出口方向发展。预计 2025 年我国铝材出口量将有所下滑。

图 45: 铝材出口量

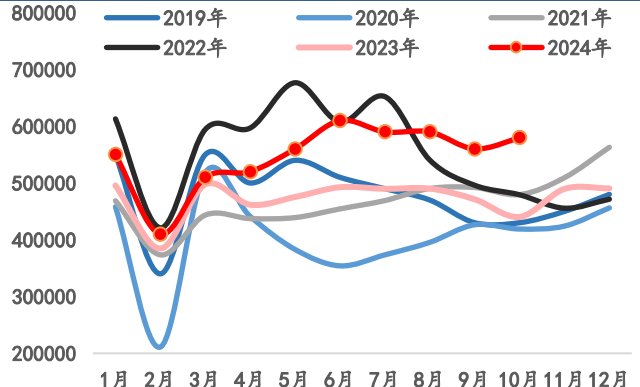
单位: 万吨



数据来源: SMM、海通期货研究所

图 46: 未锻轧铝及铝材出口量

单位: 吨



数据来源: iFinD、海通期货研究所

整体上 2024 年新能源板块用铝需求表现较好, 特高压电网需求持稳, 叠加出口抬升共同对冲了建筑用铝需求的下滑。据测算, 预计 2024 年中国电解铝需求量达 4497.2 万吨, 同比增速约 4.7%。2025 年地产竣工跌幅或有一定收窄但仍低迷, 新型需求仍将贡献增量但增速或有收敛, 另外出口受政策影响亦有回落, 整体上预计 2025 年我国电解铝需求量 4556 万吨, 增速下滑至 1.3% 左右。



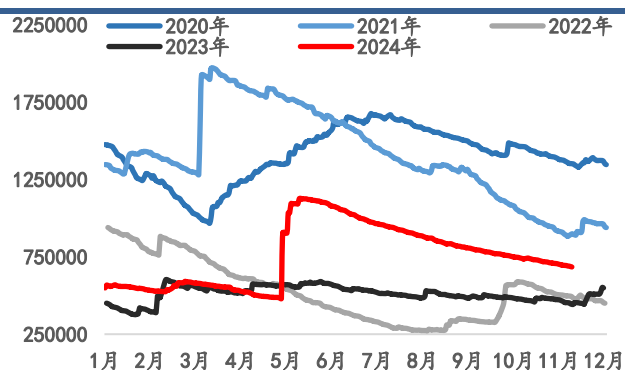
## 六、库存

2024 年 LME 铝库存在 5 月份大量隐形库存显性化之后开始持续去库，目前处于近几年中位偏低位置，库存的持续回落与俄罗斯金属交割受限有关；国内 SHFE 库存和仓单库存以增长为主。截至 12 月 6 日，LME 铝库存较去年底增加 13.55 万吨至 68.46 万吨，增幅 24.69%。上期所铝库存 22.44 万吨，较去年底增加 12.53 万吨，增幅 126.58%；其中交易所仓单较去年增加 5.63 万吨至 9.56 万吨。

2024 年国内铝锭社会库存在 3 月底开始去化，但整体去库斜率远低于预期，二季度末则开始出现了持续的累库，库存升至近几年历史高位，主因云南复产供应增加以及高铝价对于下游存在抑制影响，铝锭出库持续处于低位。进入金九银十后，下游需求有所好转，叠加西北地区运力受阻到货不畅，铝锭库存转为去库。截止 12 月 5 日国内电解铝社会库存 54.7 万吨，较去年底增加 11.3 万吨，增幅 26.04%。截止 12 月 6 日国内铝锭库存消费比较上年度增加 0.79 至 4.42 天，增幅 21.76%。同时可以看到铝水比例的提高增加了铝棒库存压力，铝棒库存全年维持在略偏高的位置。

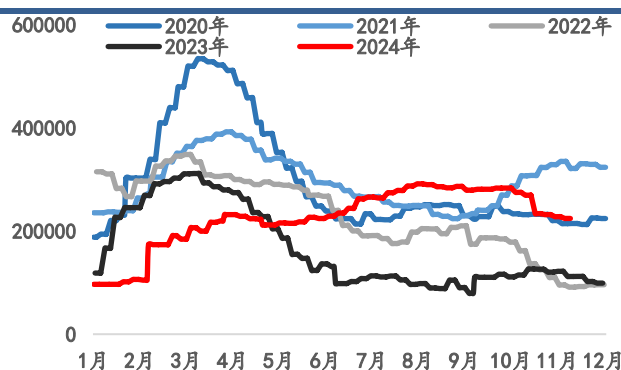
2025 年考虑到一方面国内供需收紧，另一方面国务院《2024-2025 年节能降碳行动方案》方案要求，到 2025 年底铝水直接合金化比例提高至 90%，铝水转换率和铝水直接合金化比例的提升将导致铸锭量减少，铝锭库存或仍维持低位。全年看节奏上一季度或呈现累库，而后逐步季节性去库为主。

图 47: LME 库存 单位: 吨



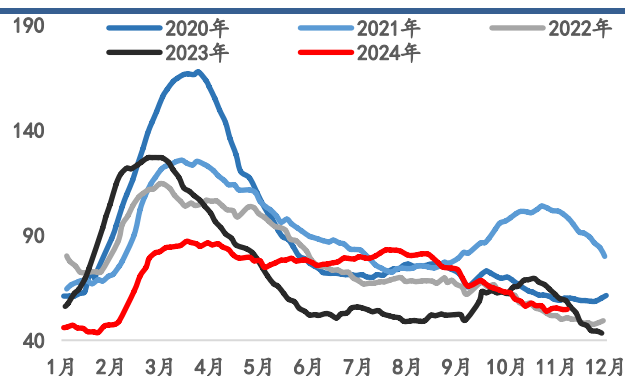
数据来源: iFinD、海通期货研究所

图 48: SHFE 库存 单位: 吨



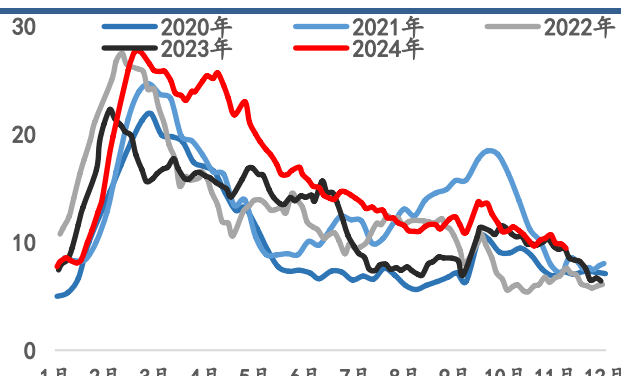
数据来源: iFinD、海通期货研究所

图 49: 国内铝锭社会库存 单位: 万吨



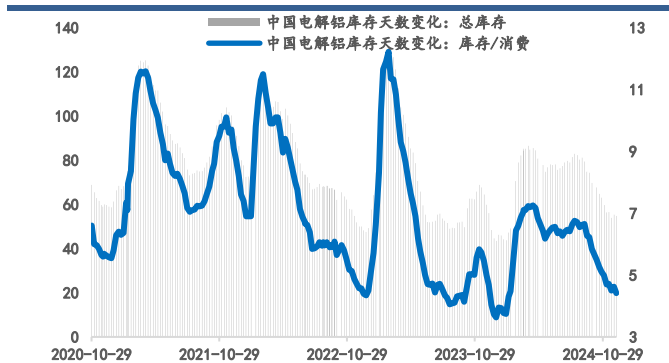
数据来源: SMM、海通期货研究所

图 50: 铝棒库存 单位: 万吨



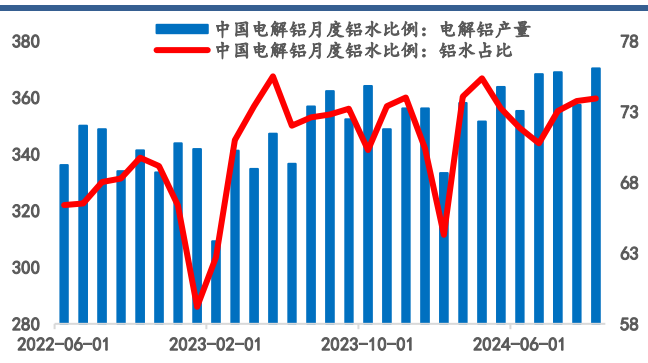
数据来源: SMM、海通期货研究所

图 51：国内铝锭库存/消费比 单位：万吨，天



数据来源：SMM、海通期货研究所

图 52：铝水比例 单位：%

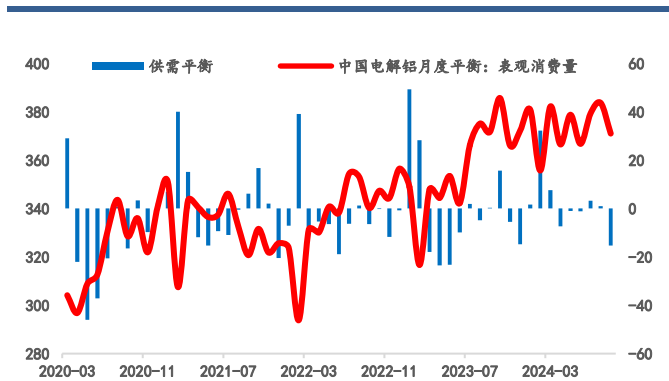


数据来源：SMM、海通期货研究所

## 七、供需平衡

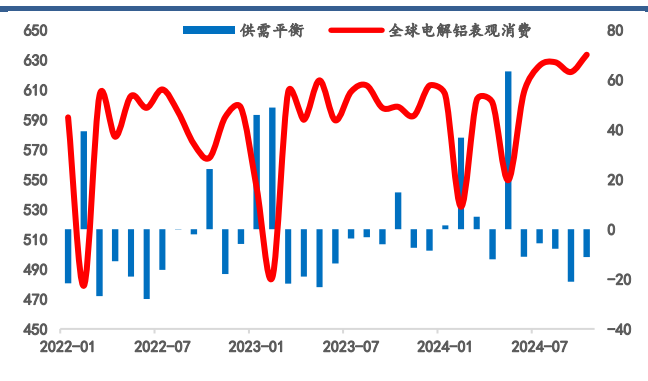
供需平衡看，2024 年 1-10 月全球电解铝供应 6047.2 万吨，同比增速 3.04%，需求量 5850.15 万吨，同比增速 2.72%，供需小幅过剩 37.16 万吨。2024 年我国电解铝供需整体较去年略有转松，预估 2024 年国内电解铝供需小幅过剩 18.5 万吨。2025 年国内外消费增速均较 2024 年有回落，而内外新增产能亦较有限，整体或延续小幅过剩。预期 2025 年国内电解铝产量 4398 万吨，同比增长 2%左右；需求量 4556 万吨，同比增长 1.3%左右，进口量 160 万吨，供需收窄至微幅过剩 2 万吨左右，整体仍呈现紧平衡状态。

图 53：国内表现及供需平衡 单位：万吨



数据来源：SMM、iFinD、海通期货研究所

图 54：国内表现消费 单位：万吨



数据来源：SMM、iFinD、海通期货研究所

## 八、总结与展望

### 8.1 电解铝

2024 年电解铝供需较去年略有转松，供应端运行产能持续增长至高位，主因西南复产提前且枯水期并未如期减产，同时进口维持高增速。需求端新能源板块用铝需求表现较好，特高压电网需求持稳，叠加出口抬升共同对冲了建筑用铝需求的下滑。

2025 年预期电解铝供需维持偏紧平衡。供应端天花板约束下国内新增产能极为有限，预计 2025 年电解铝产量达 4398 万吨，同比增速放缓至 2% 左右；海外产能将有所提升。需求端建筑用铝延续拖累，新能源需求维持增量但增速或有放缓，另外出口受退税政策取消和贸易摩擦等影响或有下降，预计 2025 年电解铝需求达 4556 万吨，同比增速收敛至 1.3%，整体供需过剩幅度较今年收窄至 2 万吨左右。高铝水比例格局下库存和低仓单或将成为常态。

整体上基本面仍给予铝价一定支撑，2025 年铝价谨慎乐观。节奏上，年初供需两弱，不过基于成本支撑铝价回调空间有限。一季度末需求逐步进入旺季，而成本端氧化铝价格预期转松，铝价和冶炼利润或以回升为主。二季度末逐步进入淡季，铝价承压回调，而步入到金九银十仍有上行可能。整体上预期铝价全年宽幅震荡且重心将有所上移，预计运行区间 19000-24000 元/吨，LME 运行区间 2300-2800 美元/吨。操作上单边以逢低多思路为主，结构性机会可基于季节性去库和价格偏低时机布局正套；跨品种方面，考虑到冶炼利润修复，可关注多 AL 空 AO 套利机会。风险点：宏观利空；供应扰动、成本坍塌；需求断崖

## 8.2 氧化铝

2024 年供需矛盾不断加剧叠加资金情绪共同推动氧化铝价格持续强势。内矿偏紧和外矿扰动不断，氧化铝产能恢复缓慢。而需求端稳中有增韧性明显，供需偏紧下库存低位，现货持续强势给予价格较强支撑。时至年终仍未看到供需拐点出现，强现实逻辑得以延续。

2025 年看，国产矿供应难有明显改善，不过进口矿供应预期充足，整体矿端供应有望增加。氧化铝产能投产计划较多，主要集中在一季度和下半年，而需求端电解铝产能已接近天花板，增量较为有限，氧化铝供需将逐步改善并于二季度转为过剩，整体呈现前紧后松的状态。据此预计 2025 年氧化铝价格重心或有下移，高利润亦将逐步回归。

节奏上，年初氧化铝供需拐点仍难以看到，现货偏紧支撑价格高位；一季度末至二季度随着投产预期逐步落地期价或将开始承压下行，而三、四季度存在几内亚雨季和国内采暖季集中检修扰动的可能，价格或有阶段性反弹，不过新投产能的释放仍将对其上方形成压力，全年重心略有下移，运行区间 3500-6000 元/吨，操作上可配合现货和库存拐点轻仓逢高沽空远月合约，结构上仍可关注正套机会。风险点在于矿端扰动以及产能投产不及预期。

**法律声明：**

本报告仅供海通期货股份有限公司(以下简称“本公司”)客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货交易咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

**郑重声明：**

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货研究所并获得许可，并须注明出处为海通期货研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。