



紫金天风期货

立足产业 研究驱动

# 既定的市场

## ——过剩难改

**氧化铝半年报2025/06/24**

作者：刘诗瑶

从业资格证号：F3041949

交易咨询证号：Z0019385

联系方式：jiaruibin@zjtfqh.com

我公司依法已获取期货交易咨询业务资格

联系人：陈晶敏

从业资格证号：F03137989

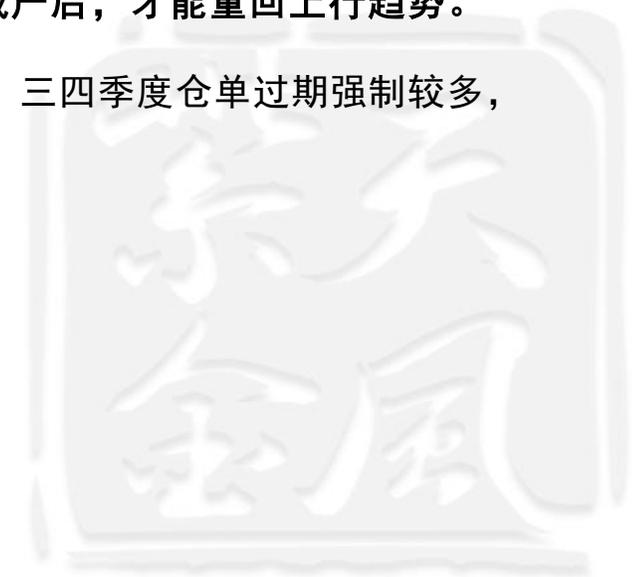
联系方式：chenjingmin@zjtfqh.com

审核：肖兰兰

交易咨询证号：Z0013951



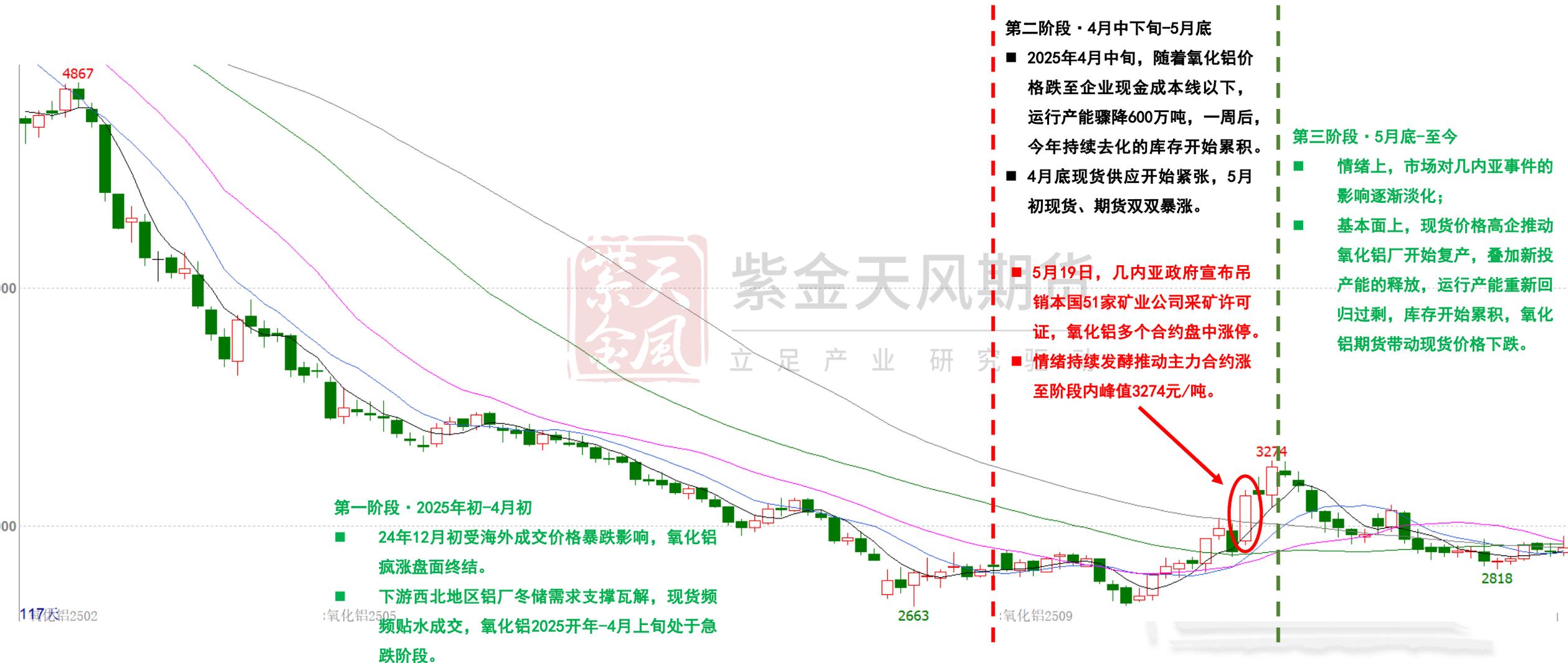
- 有几内亚撤销许可证及海运费上涨两大支撑，预期三季度海外铝土矿价格底部不低于H1；
- 今年厂商的投产节奏由对后期市场不利的预期所主导；
- 氧化铝作为典型的发散型蛛网市场，基本面在第二季度内已完整走完一个供需切换的轮回：过剩→紧缺→再过剩。当前市场正重现年初的循环逻辑：价格将坍塌至持续击穿企业现金成本位，触发行业大面积减产后，才能重回上行趋势。  
**【策略】** 1. 单边：供需改善前，维持逢高沽空思路；基本面反转后低吸布局多单； 2. 月间：三四季度仓单过期强制较多，推荐反套。
- **【风险提示】** 几内亚矿山黑天鹅事件；氧化铝超预期减产。



行情回顾

主题

[AO] 2024年12月25日-2025年06月27日氧化铝主力合约日线图 (元/吨)



# 铝土矿与氧化铝 价格走势

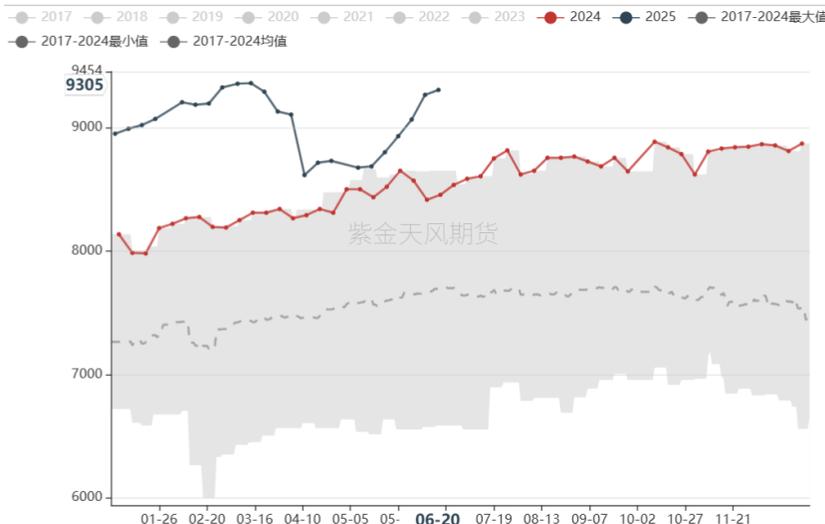
主题

# 用发散型蛛网模型推演氧化铝价格运行逻辑

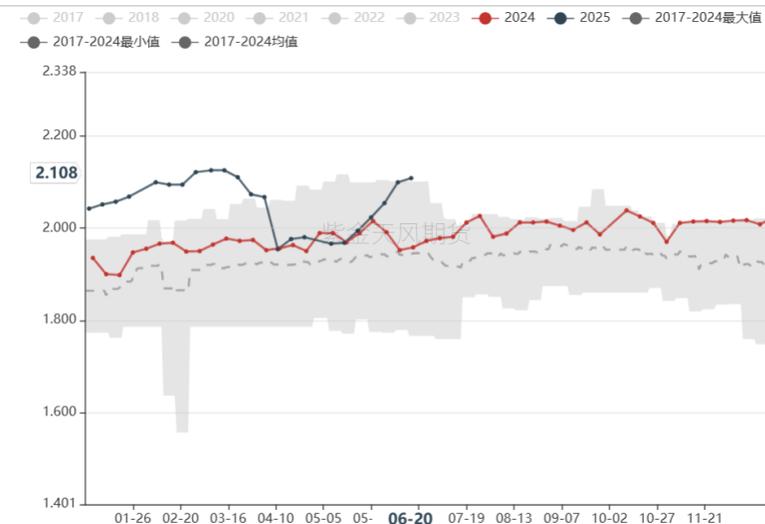
【AO】冶金级氧化铝周度过剩量（万吨）



【AO】阿拉丁氧化铝周度运行产能-季节性（万吨）



【AO】阿拉丁氧化铝-电解铝运行产能比值-季节性



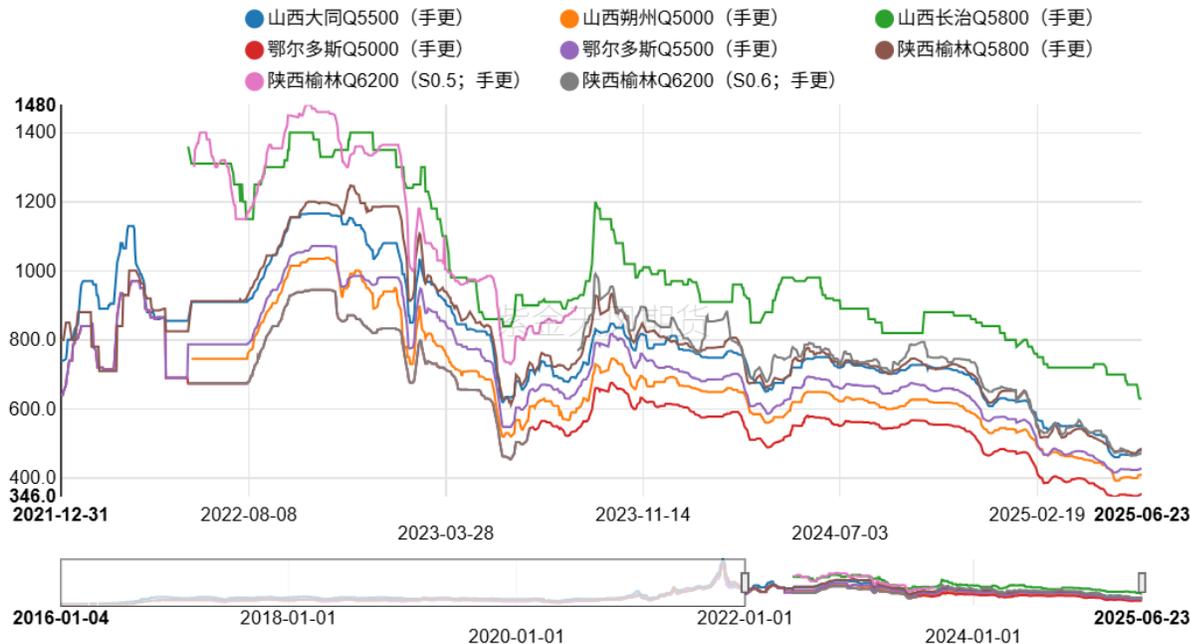
- **氧化铝是典型的发散型蛛网市场。这是其价格波动大，市场容易失控的本质原因。**
  - 需求弹性小。电解铝产能稳定且触及天花板，因此在铝业产能限制政策放开前，氧化铝下游需求持续稳定。
  - 供给弹性大。氧化铝厂启停成本低导致产能波动较大。
- 蛛网模型第一阶段（2024年Q3-2025年初）：2024年Q3供给紧张→价格飙升→企业抢高价窗口期扩产→2025年初过剩量空前。
- 蛛网模型第二阶段（2025年初-4月中旬）：价格暴跌→直至击穿现金成本→企业开启减产、检修周期，产能持续清退→直至供给短缺。
- 蛛网模型第三阶段（4月中-5月底），实际为第一阶段重演：价格开始上涨，→企业启动复产→供需基本面重回过剩。
- 蛛网模型第四阶段（5月底-预期），市场重回第二阶段：运行产能持续上升，现货市场缓解，价格开始下跌→**直至价格重新跌回现金成本位以下，企业开始减产→产能减少至基本面反转→价格重新上升。**（注：黑字为当前阶段，红字为预期）
- 氧化铝如若回归供需平衡，需要出清产能至9100万吨。预期Q3电解铝运行产能4425万吨，考虑出口、备库及非铝需求，折合氧化铝需求产能为9100万吨。而Q3考虑减产扩大及置换的氧化铝运行产能为9300-9400万吨。

# 绝对过剩下的成本定价“轨道”

【AO】 32%碱主流现货价格



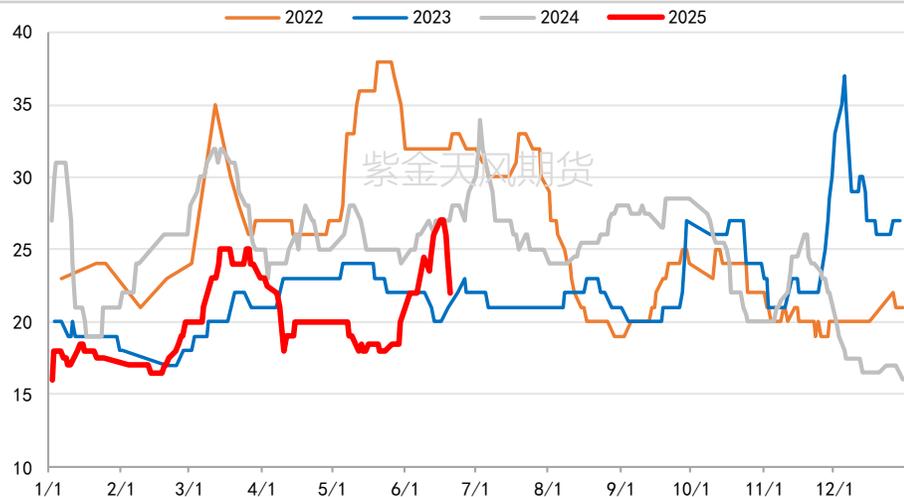
【AO】 氧化铝主产地煤价（元/吨）



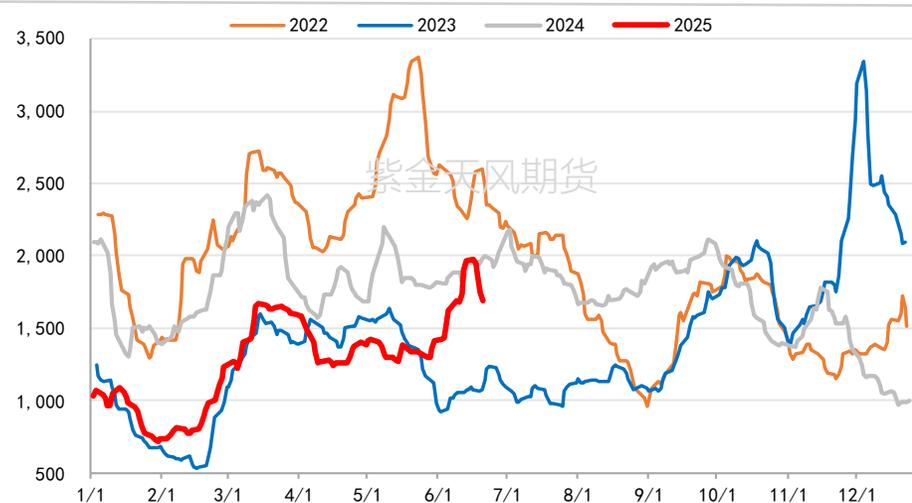
- 现金成本是企业减产决策的关键因素。考虑25年新投产能均为进口矿石产线，边际现金成本采用山西使用几内亚矿产的氧化铝含税现金成本。
- 铝土矿：如本报告前述，我们预期下半年矿山铝土矿价格仍有回落空间，假设Q3几内亚铝土矿CIF价格区间为70-80美元/吨。
- 烧碱：恢复成本定价机制后，烧碱价格成为定价的第二大影响因素。三季度，烧碱存量供应回归叠加新投产产能，需求端7-8月份传统淡季，烧碱价格承压。预计三季度末氯碱双弱将倒逼上游降负荷价格反弹。假设三季度32碱现货价格720-820（折百区间为2250-2562）。
- 动力煤：电厂慢慢开始拿货，预期旺季将会企稳，但反弹空间非常不具备想象空间。
- 考虑以上成本价格波动，我们预计25年三季度氧化铝使用几内亚铝土矿的含税现金成本的主要运行区间将在2600-2950元/吨。

# 不可忽略的海运费，支撑矿价的第二大因素

【AO】几内亚铝土矿海运费-季节性 (美元/吨)



【AO】波罗的海干散货指数-季节性 (美元/吨)



- 在过往矿价平稳运行的时间区间里，我们很少去讨论海运费。但今年海运费低位开局，却一路冲至历史同期峰值，波幅较大。
  - 2024年12月-2025年2月，几内亚铝土矿海运费运行在近3年的最低区间[16, 18]美元/吨，主因元旦及春节假期导致海运需求季节性疲软。
  - 2025年2月底-4月，海运费下降的同时矿价却在上涨，因此出口商扩大了铝土矿的发运量。随着国内进口需求强劲，叠加巴西铁矿石出货量的增加，市场需求进一步抬升，2月底海运费开始快速攀升，在3月中下旬达到阶段内峰值。
  - 5月中旬-6月中旬，几内亚政府吊销51个矿商的采矿许可证成为海运费新一轮抬价的导火索。宏观上又有地缘冲突带来的绕行、中美贸易谈判等影响，同时中期来看，新船交付低迷、环保限速等多重因素叠加，共同推动海运费冲高至近3年同期最高值27美元/吨。但是这轮短期上涨具有情绪续上的不可持续性，因此海运费一周内迅速回落。
- 预期三季度海运费刚性较强，存在反弹空间。因此接下来**即便铝土矿矿价达到一季度的低点，但叠加海运费后也难破新低**。需关注中美贸易协议落地情况和几内亚铝土矿出口节奏。
  - 6月-9月为几内亚雨季，发运量将面临季节性阻力，海运费有季节性的支撑。
  - 几内亚取消矿商许可证虽不改变供给相对过剩的格局，但使得发运的绝对数值减少。

海外市场

主题

海外铝土矿：过剩未改

主题

# 几内亚许可撤销证后缺矿吗？

【AO】2025年几内亚&澳大利亚铝土矿预期增量表（万千吨）

所属国家	矿区名称	所属公司名称	产能	24年产量	25年计划产量	25增量	截至5月初发运量
	SMB-Boke	SMB	8000	6000	8500	2500	2586
	Bel Air	英铝阿鲁法	400	200	300	100	38.5
	Bon Ami	动能矿业	400	100	400	300	
	Neiyabokai	河南国际	1000	1000	1500	500	
	Minechem	阿夏普拉 (Ashapura)	600	300	300	0	
	Santou	特变电工	3000	0	300	300	
	Boffa	高顶	1000	400	500	100	
几内亚	AGB1A/GIC	中水电十一局	1000	350	1000	650	430
	AGB2A/SDM	顺达矿业	2000	2000	2500	500	1160
	Zhguim	志诚矿业	100	35	100	65	
	Boffa	中铝	2000	1580	1800	220	780.5
	Elitemining	天山精英矿业	300	0	300	300	34.6
	Sangaredi	阿联酋环球铝业	1500	1200	0	-1200	
	Kimbo	金波	0	0	0	0	
	<b>Subtotal</b>		<b>20700</b>	<b>12865</b>	<b>17200</b>	<b>4335</b>	<b>5029.6</b>
澳大利亚	Hills	梅特罗	700	500	700	200	
	<b>Total</b>		<b>21400</b>	<b>13365</b>	<b>17900</b>	<b>4535</b>	<b>5029.6</b>

# 几内亚许可撤销证后缺矿吗？

- 我们详细梳理了海外矿山后，仍然维持《2025年氧化铝半年报：新投与减产的博弈》中的预期：**海外新增矿石产量满足海内外氧化铝投产需求。**
- 首先，我们需要考虑海外的氧化铝厂商们对这些铝土矿的需求是否挤占中国的部分。
  - 本报告后一章节《海外氧化铝》详列了25年海外氧化铝的新投产能和复产项目表，表中印尼和澳大利亚的新投、复产主要以消化当地的铝土矿为主。并且海外新投项目已基本结束，下半年产能运行较为平稳，无铝土矿的显著增量需求。
  - 因此2025年海外氧化铝厂商里，唯一可能对几内亚矿石有新增需求的项目是印度的韦丹塔复产，预期对铝土矿的新增需求不超过450万吨，需求量仅为中国的四分之一，几内亚铝土矿除去中国需求部分的新增量能够满足。
- 其次，我们统计出**今年几矿增量足够覆盖我国的新增需求。**
  - 对于上页的【2025年几内亚&澳大利亚铝土矿预期增量表】，我们再精细化地排除基本不发往中国的矿山，只统计主发中国的几内亚与澳大利亚铝土矿，推算出25年这些矿山增量或达3370万吨。
  - 考虑悲观预期，即GIC与顺达矿业主矿区全停，新增量仍然可以达到2420万吨。而25年国内氧化铝新增产线均为进口矿，根据最新投产预期，我们预期2025年新增产线对进口矿的需求量为1870万吨，叠加氧化铝厂备库需求，共计进口铝土矿需求量为2337万吨。
- 最后，以上为我们悲观情况下的预期，**今年几内亚铝土矿发往我国的实际新增量大于该预期**，原因在于以下两点：
  - 涉事矿山为表中标红的两家矿企，其中顺达矿业在几内亚共有两家矿山，本次暂停为主矿区，我们假设今年500万吨新增产量全部来自于该主矿区。
  - 从【截至5月初发运量】数据中可以看出，上半年两家矿区合计已发运了45%左右的年计划产量。即使完全停产，影响的产量为剩余的55%。而我们假设两矿区今年完全无增量的情况下，几矿仍然可以覆盖我国氧化铝新增需求。

**海外氧化铝：供应进入瓶颈**

**主题**

# 海外新投产能已基本落地，Q2迎来产能阶段性高峰

【AO】2025年海外氧化铝厂产能变动表（万吨）

类型	国家	集团	工厂	建成产能	2024运行产能	2025预期产能	2025变动产能	说明
新建	印度尼西亚	锦江	BAP	100	0	100	+100	24年12月底投料，3月正式出产品
新建	印度尼西亚	PT BAI	曼帕瓦(Mempawah) SGAR	100	0	100	+100	2月满产运行
新建	印度尼西亚	南山铝业	宾坦工业园	200	200	400	+200	第一条产线6月投料试运行，预计7月出料；第二条预计10月投料
复产	印度	印度韦丹塔集团(Vedanta)	Lanjigarh	350	210	350	+140	9月由于溃坝减产至210万吨，后逐步复产，直至12月底满产
复产	澳大利亚	力拓(Rio Tinto)	Queensland Alumina Limited	380	300	380	+80	运行产能320万吨，2024年5月因天然气管道火灾压产至300万吨，12月满产
复产	澳大利亚	力拓(Rio Tinto)	Yarwun	340	300	340	+40	情况与Queensland相同
关停	澳大利亚	力拓(Rio Tinto)	Kwinana	220	170	0	-220	2024年5月31日正式关停
停产	印度	Hindalco	Belgavi	38	25	0	-38	2024年9月8日上午11时左右，煤料斗倒塌，四名工人丧生，暂时停产。
合计				1728	1205	1670	402	

■ 2025年海外氧化铝新增产能共计660万吨（包括复产），其中新投产能400万吨。考虑去年停产，25年净增产能402万吨。具体而言：

- ◆ 1、新建：25年海外新建产能全部来自于印尼，总计400万吨，均已建成并出料。其中，印尼曼帕瓦SGAR工厂于2月已满产运行，其氧化铝产品部分在本国铝厂消化，剩余于4月开始运往海外；南山铝业的宾坦项目于6月底正式迈入试生产阶段。
- ◆ 2、复产：去年下半年，因客观因素干扰而暂时性减产的三大氧化铝厂均于24年12月底复产，并满负荷运行至今。
- ◆ 3、关停及停产：美国铝业在西澳大利亚的氧化铝厂Kwinana建成产能为220万吨，2022年和2023年的产量分别为192万吨和146万吨，于24年6月全面关停；印度Belgavi氧化铝厂原先运行产能25万吨，但因24年9月意外事故而暂时性停产至今。

# 海外已重回过剩，但下半年增速放缓

【AO】2025年海外氧化铝供需平衡表（万吨）

海外氧化铝	版本：2025/6/23					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
总供给量	5,115.57	5,218.67	5,099.45	4,945.58	5,037.18	5,428.60
冶金级氧化铝产量	5,480.70	5,539.30	5,200.80	5,003.10	5,000.60	5,300.60
非洲&亚洲（除中国）	1,209.70	1,282.70	1,344.10	1,301.40	1,385.90	1,728.40
北美洲	209.00	197.40	184.60	194.50	172.00	172.00
南美洲	1,121.80	1,141.50	1,064.90	1,111.20	1,124.00	1,124.00
欧洲（包括俄罗斯）	866.50	870.70	637.90	528.00	594.50	594.50
大洋洲	2,073.70	2,047.00	1,969.30	1,868.00	1,724.20	1,748.37
进口量	15.46	11.99	100.75	125.19	178.57	198.00
出口量	380.59	332.62	202.11	182.71	141.99	70.00
总消费量	4,997.11	5,077.57	5,034.45	5,093.55	5,216.17	5,318.93
电解铝产量	2,595.90	2,637.70	2,615.30	2,646.00	2,709.70	2,763.08
过剩量	118.46	141.09	65.00	-147.97	-178.99	176.34
产量同比	4.05%	1.07%	-6.11%	-3.80%	-0.05%	7.33%
消费同比	0.45%	0.95%	1.25%	1.55%	2.41%	1.97%

- 2025年1-4月，全球冶金级氧化铝累计产量录得4696.4万吨，同比4.98%。其中海外冶金级氧化铝累计产量1753.2万吨，同比4.75%。相应地，2025年1-4月，全球电解铝累计产量录得2415.8万吨，同比1.77%。其中海外冶金级氧化铝累计产量1201.4万吨，同比6.78%。
- 当前海外氧化铝已重回过剩局面。正如我们在《2025氧化铝一季报》中的预期：海外氧化铝将重回三年前的供需格局，并从Q2加剧过剩局面。
- 根据上页中的【2025年海外氧化铝厂产能变动表】，今年的供应增量主要来自于印尼、印度和澳大利亚三个国家，其他地区暂无明显的增产或检修。
- 考虑下游电解铝无显著增量预期，需求羸弱的加持下，今年新投产能已基本建成并运行，下半年新投仅余南山最后一条产线，且预期在Q3开始试运行。因此我们预期Q3将为海外氧化铝增速最缓和的一个季度，但总体过剩局面不改。

国内市场

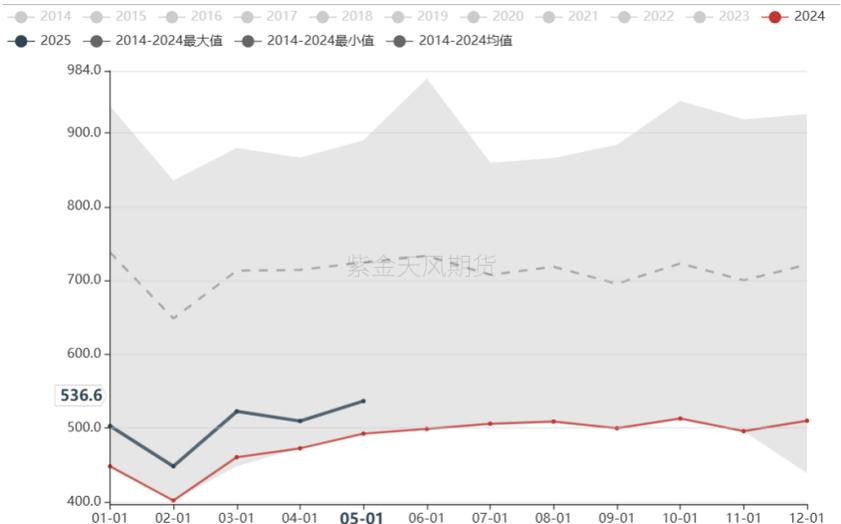
主题

**国产铝土矿：供应弹性有限**

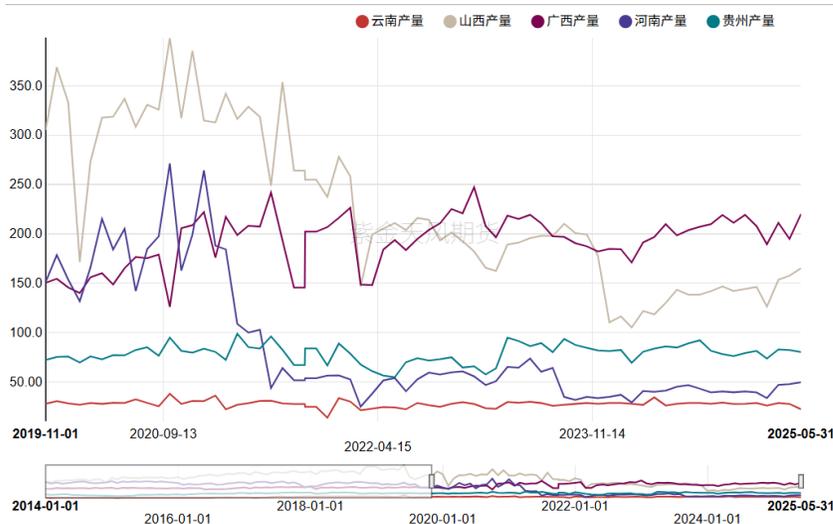
**主题**

# 国内矿石产量边际修复，区域分化明显，北增南减

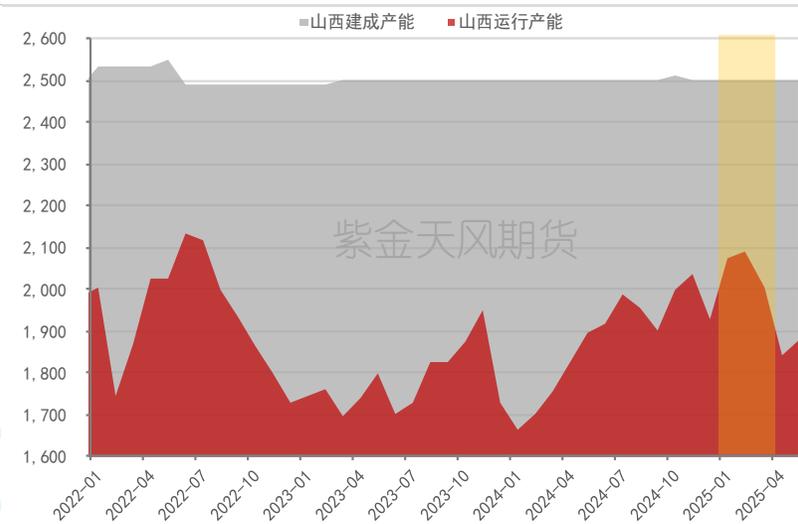
【AO】国产铝土矿月度产量-季节性 (万吨)



【AO】铝土矿分省产量 (万吨)



【AO】山西地区氧化铝建成与运行产能 (万吨)



- 纵向对比去年同期史低，H1国内铝土矿产量同比实现边际修复，但区域分化明显。
- 山西、河南两北方地区增量显著。2025年1-5月份，国内铝土矿累计产量录得2520万吨，同比增速10.73%；其中，山西地区以748.23万吨领涨，同比增幅26.55%；其次是河南地区，录得216.59万吨，同比增幅15.61%，均高于Q1同比增幅。符合我们3月发布《氧化铝二级报：新投与减产的博弈》中的预期：两会后晋豫矿山迎来复产爬坡期。
- 得益于铝土矿供应边际改善，Q1北方氧化铝厂复产至阶段性峰值，但Q2因成本压力中断。2025年2月山西、河南氧化铝运行产能随之分别上修380万吨、86万吨，同比增速分别为22.79%、12.81%。在两省无新增产能背景下，该部分增量完全依赖于闲置产能复产。但自3月下旬，氧化铝价格破位下穿晋豫现金成本线，使得两地氧化铝企业被动检修甚至关停。
- 内陆矿山的安监环保检查仍在持续，北方矿山绝对增量受限。
  - 4月中旬山西柳林森泽恢复2座自备矿山生产，但尚未完全复产；五一假期间检查组再次入驻山西地区，节后相关部门加强对矿山检查。
  - 6月中旬，河南省环保监管力度持续强化，对部分自备矿山影响有限，但总体区域矿石产能释放受到限制。

# 国内矿山政策未如期放宽，南方矿山有增量预期

【AO】2025年至今中央及山西、河南地方政府对于铝土矿或氧化铝的相关发文规定

公布日期	发文机关	文件名	关于铝土矿山的举措
2025. 3. 28	工业和信息化部等十部门	铝产业高质量发展实施方案（2025—2027年）	加强国内重点成矿区带内铝土矿资源调查与勘查，新增一批可供开发的铝土矿资源。积极开展现有矿山深部边部找矿，延长矿山服务年限，加强矿山污染防治和生态保护修复。支持山西、河南等地煤下铝高水平开发利用，力争打造1~2个煤铝共采示范性矿山。鼓励铝土矿开采企业贫富兼采，支持开展低品位铝土矿、高硫铝土矿开发利用技术攻关。 <b>到2027年，铝资源保障能力大幅提高，力争国内铝土矿资源量增长3%—5%，再生铝产量1500万吨以上。</b>
2025. 6. 3	中共中央办公厅、国务院办公厅	关于健全资源环境要素市场化配置体系的意见	将碳排放权、排污权等纳入市场化交易体系，要求高排放行业（包括煤矿、铝冶炼）参与全国碳市场。强调矿山企业需强化环境监测和数据披露，衔接排污许可制度
2025. 6. 4	山西省生态环境厅	关于开展重点行业企业碳排放管理体系试点建设的通知	在全省范围内组织火电、水泥、钢铁、铝冶炼等纳入全国碳市场温室气体排放报告管理的企业，开展碳排放管理体系试点工作，推动构建企业内部碳排放管理体系。

注：2023年-2024年的相关政策内容及发布时间详见我们2024年12月25日发布的《2024氧化铝年报：脱轨后的定价》。

- **矿山开采的相关政策在两会后未如期放宽，因此晋豫两地矿石价格仍有刚性支撑。**
  - 3月28日，工信部等联合发文《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027年）》支持晋豫两省开发铝土矿山资源，但同时**对矿山污染防治和开采的环保标准提出了更高要求。**
  - 二季度，政府层面再出两文件强调碳排放。
- **横向对比今年一季度，Q2南方铝土矿产量增速放缓，后续有增量预期，但短期警惕季节性扰动。**
  - 2025年1-5月份，广西地区铝土矿产量累计录得1023.05万吨，同比增幅7.35%，Q1增幅11.31%。贵州地区自3月份持续减产，累计录得399.60万吨，同比下跌0.43%，Q1增幅2.39%。**接下来南方地区6-9月雨季来临，产量存在进一步下行的风险。**
  - 5月底，广西信发竞得金龙镇一矿区铝土矿控制+推断资源量（含压覆）铝土矿净矿石量774.67万吨，一水铝土矿资源量达3000万吨以上。6月中旬，广西信发再次投资越南高平省铝土矿，计划于2025年9月启动开采作业，计划初期产量300Kt。
  - 贵州近期对区域内周刘彭矿山进行开采，企业矿石库存天数相较4月有增量。

**进口铝土矿：成本支撑强**

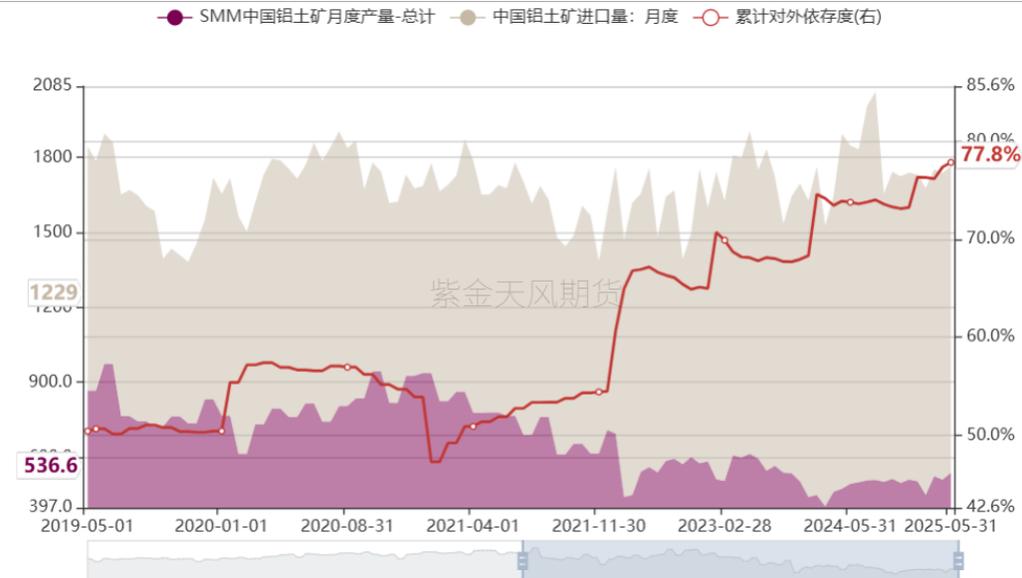
**主题**

# 海外矿石进口量创新高，非主流矿石替代弹性上升

【AO】铝土矿进口量-季节性 (吨)



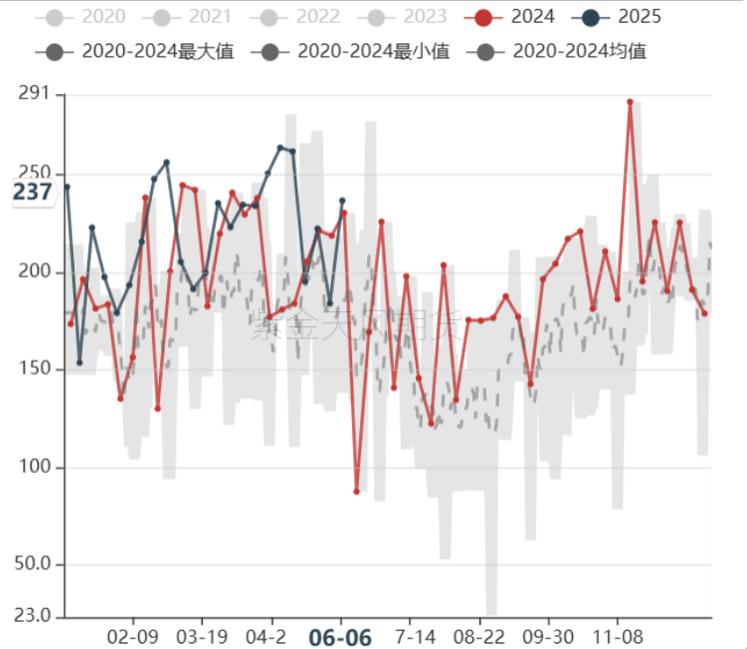
【AO】中国铝土矿月度供应量 (万吨) 及进口依存度



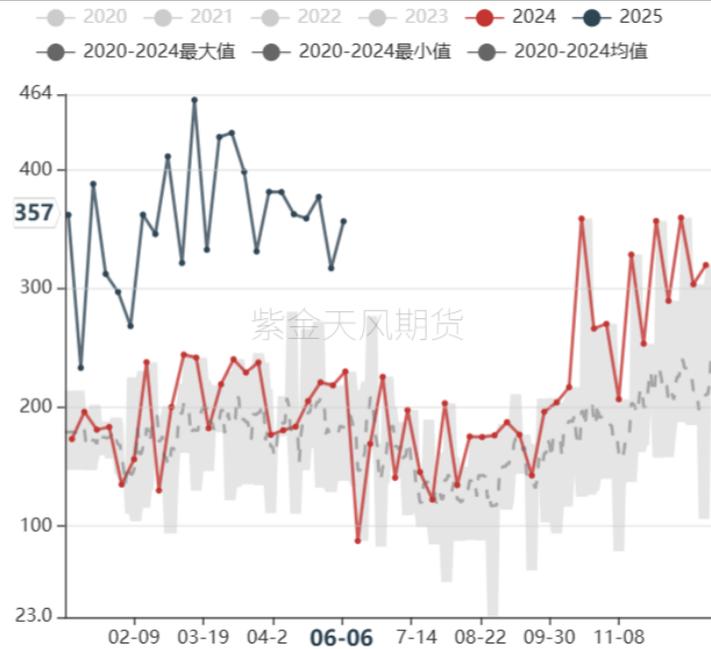
- 2025年4月，我国铝土矿进口量再度刷新历史峰值，单月进口量首度突破2000万吨大关，单月对外依存度也同步突破80%。尽管5月进口增速环比回落，但总体趋势不改。2025年1-5月累计进口量录得8528.27万吨，同比大幅增长33.31%；累计对外依存度攀升至77.19%，同比提升4.65%。
- 进口结构来看，非主流矿源（除几内亚、澳大利亚外）占比延续扩张趋势。2024年非主流矿源进口占比为5.46%；2025年1-5月，其累计进口量达548.22万吨，占比进一步抬升至6.46%。这一趋势印证了我们在《2024年氧化铝年报》的预期：2025年氧化铝生产对进口矿石的依赖度会继续提升，非主流矿石需求有望再破新高。
- 这一趋势的主要原因是**进口来源高度集中的脆弱性倒逼国内厂商“自救”**。2024年，尤其下半年几内亚GAC公司铝土矿内陆运输通道突发中断，加剧了当时全球矿石供应紧张的格局，国内氧化铝厂商也纷纷寻求替代品：**通过进口矿源多元化化解供应过于集中的风险**。
- 在几内亚又开始通过撤销许可证控制铝土矿供应的当下，我们对2025年三季度维持前期预判：**矿石来源多元化已成大势所趋，非主流矿源替代弹性将会进一步增强**。同时，我国矿石产量增幅有限的情况下，进口占比扩张趋势有望延续。

# Q3几内亚进口量或因雨季环比下行，警惕9月公投对矿山的可能影响

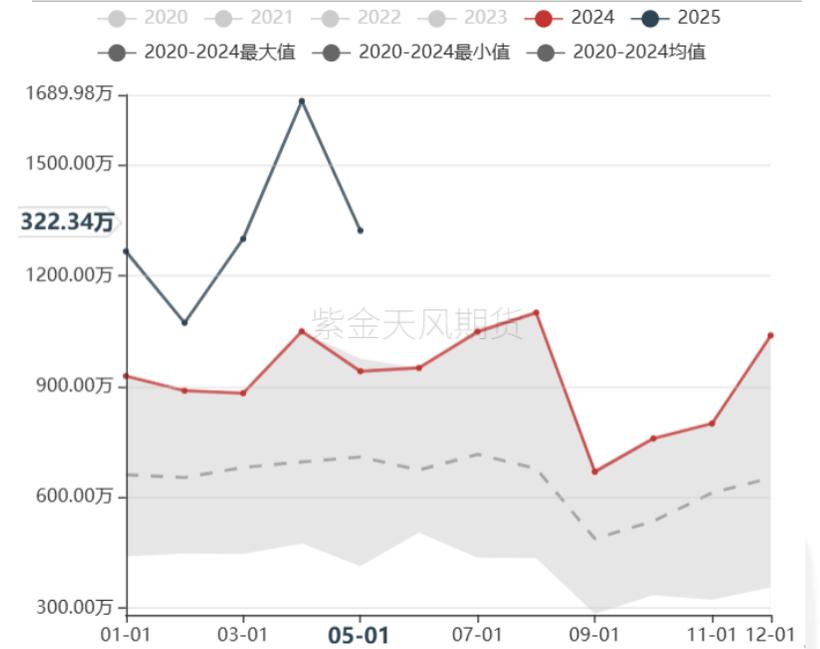
【AO】几内亚铝土矿周度出港量-季节性 (万吨)



【AO】几内亚铝土矿周度出港量 (含新增港口)-季节性 (万吨)



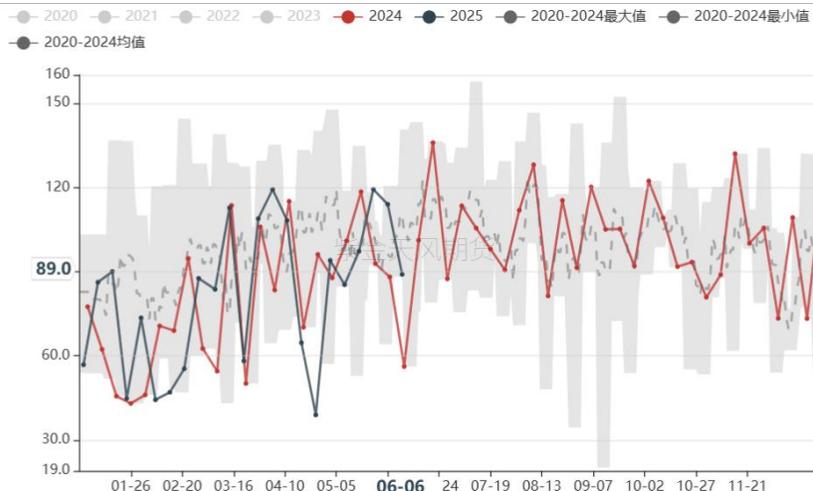
【AO】几内亚铝土矿月度进口量-季节性 (吨)



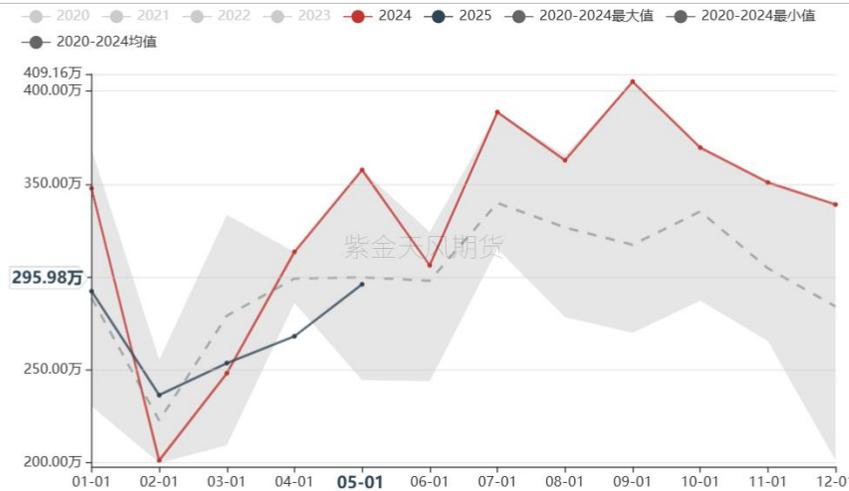
- 25年1-5月份，我国铝土矿两大核心来源国的进口增速呈现出明显的“剪刀差”：几内亚主导地位持续强化，澳大利亚占比下滑至史低。
- 我国对几内亚的进口依赖度进一步上升。2025年1-5月份，我国自几内亚累计进口量录得6634.45万吨，同比激增41.86%。进口占比于4月攀至历史新高78.38%；周度发运量运行区间中枢上移。这也验证了我们在《2024氧化铝年报》中的预期：我国对几内亚的依赖度会进一步攀升。
- 展望Q3，几内亚即将进入常规性的雨季，发运量将面临季节性收缩，进口环比增速或下行。应持续关注可能扰动几内亚供应的突发性风险事件，如生产安全事故、罢工事件、政局动荡等。
- 此外，几内亚政府将全民宪法公投推迟至今年的9月21日，应警惕公投前后的政治敏感期内矿端扰动事件发生的可能性。

# 澳矿因突发性飓风而供应收缩，后续有修复预期

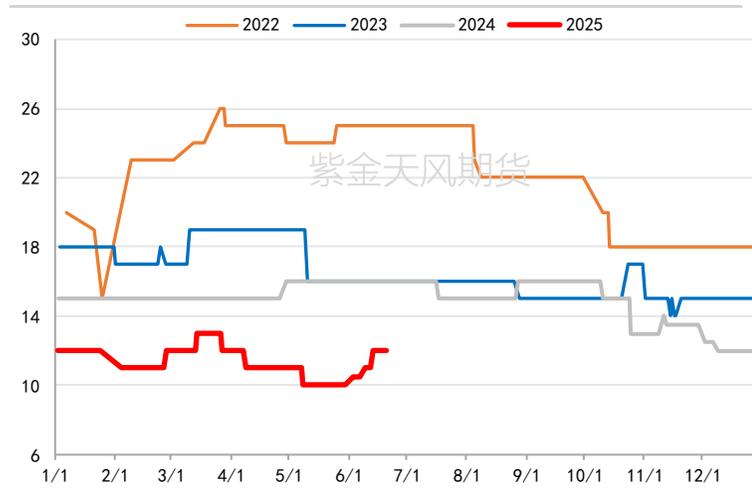
【AO】澳大利亚铝土矿周度出港量-季节性(万吨)



【AO】澳大利亚铝土矿月度进口量-季节性(吨)



【AO】几内亚铝土矿海运运费-季节性(美元/吨)



- 年初为澳大利亚传统雨季，产量与发运量面临季节性承压。但今年2月澳大利亚遭遇五十年一遇的飓风冲击，导致澳大利亚铝土矿的发运量及中国进口量同步显著下跌。
  - 产量方面，澳大利亚个别矿山因雨季自1月例行停产检修，3月中旬复产，因此后续仍有边际修复预期。
  - 飓风导致2月澳矿发运量同比骤降21.43%，随后逐步修复。2025年1-5月份，我国自澳大利亚累计进口铝土矿录得1346.05万吨，同比降幅自1月的-15.87%修复至-6.33%；在我国进口总量中仅占比15.78%，创近10年最低水平。
  - 因此供应紧缺支撑了2025年Q1澳矿维持价格刚性。
- 如前文《海外铝土矿》章节所述，澳大利亚在本年度存在确定的矿山增产预期，叠加雨季过后的季节性复产，接下来澳矿发运量及中国的进口量有爬坡预期。再考虑澳矿当前海运费也处于历史低位，因此我们预期澳矿价格后续仍有回落空间。

**供给：新投产能放缓**

**主题**

# 上半年投产超预期，下半年新投推迟

【AO】2025年氧化铝投产时间表（万吨）

类型	省份	企业	计划新增产能	2025Q1	2025Q2	2025Q3E	2025Q4E
新投	山东	山东创源新材料科技有限公司	100	100			
	河北	河北某有限公司	480		160*3 第一产线3.28投产 原预计第三产线Q4投		
	广西	广西华昇新材料有限公司	200	100	100 3月投料，4月出料		
	广西	广投北海临港循环经济产业园氧化铝项目	200			200 原预计Q2，现推至9月投产	
	重庆	重庆市九龙万博新材料科技有限公司	100				100 在建，原预计Q2， 现预计Q4投产，最晚2026H1
新投产小计			1080	200	580	200	100
置换	山东	魏桥集团（滨州沾化区）	350	200（置换） -150（淘汰） 另有100为24年底投料， 25年初出料	-100（淘汰） 原预计Q3结束置换， 现4月底老产能全部关停		
扩产	山东	山东鲁北海生生物有限公司	50				50 原预计25年Q4投产100W， 现最快25年Q4投产50W， 但不确定性较大， 进展不顺则于26年Q1投产
新增总计			1430	500	580	200	150
净增总计			1180	350	480	200	150

注：上表中，绿色数据表示已投产/关停，黑色数据表示代投产/代淘汰产能，红色数据表示年内累计产能，蓝色文字表示重要投产变动说明

# 今年供给端的本质是悲观预期主导的产能释放

- 2025年是氧化铝“投产大年”，预期全年氧化铝新增产能共计1430万吨。有意思的是，一季度厂商投产争先进，现在纷纷推迟。但厂商不论如何改变投产动作，不变的是“对未来的悲观预期”。即**今年供给端的本质是由悲观预期主导了产能的释放节奏**。具体说来：
  - 一季度厂商抢高价窗口期争先恐后的抛货并纷纷前置投产。
    - ◆ 新增产能方面，H1实际新增1080万吨，较年初预期上修470万吨。
    - ◆ 年初受采暖季环保限产、冬季重污染天气应急管控等季节性因素制约，氧化铝本应呈现产能及其利用率季节性回落的特征。
    - ◆ 然而价格极速下行叠加厂商未来悲观预期，厂商争抢高价窗口期抛货，产能超预期释放，比如山东魏桥新产线超预期全部完成。
  - 二季度氧化铝基本面由严重过剩转为紧缺，传导路径如下：
    - ◆ 3月中下旬，随着现货价格坍塌击穿边际成本，氧化铝厂开始逐步检修减产周期，并逐步大规模。
    - ◆ 4月11日，河南现货三网报价率先开始止跌反涨，但其他地区三网仍在下跌。
    - ◆ 4月23日，氧化铝现货市场由宽松转入紧缺，三网报价全线上涨，同时各地散单成交价格开始触底反弹并升水成交。
    - ◆ 当周，运行产能周度环比降幅创近3年最大记录，单周运行产能减少490万吨，库存开始去化拐点。
  - 从盘面看，基本面转强传导至期货又有一周多的滞后期，5月初氧化铝期货价格才开始跟涨。但随着氧化铝厂的新投产能如期释放叠加现货高位刺激下的复产，5月底氧化铝又重回过剩局面，盘面同步下跌。可见**悲观预期下利空定价效率远大于利多**。
  - 当前行情提振主要依赖消息驱动，但是这一交易特征只能暂时性地为下行趋势按下“暂停键”。例如6月18日和6月23日，期货市场受“河北某厂停产”的非标消息刺激拉涨，但当日随即回落，可见供给端扰动的消息难以扭转悲观预期，定价权仍站在远期悲观逻辑的那边。

净出口：边际衰减

主题

# 深度倒挂的进口盈亏显著收敛，净出口支撑边际衰减

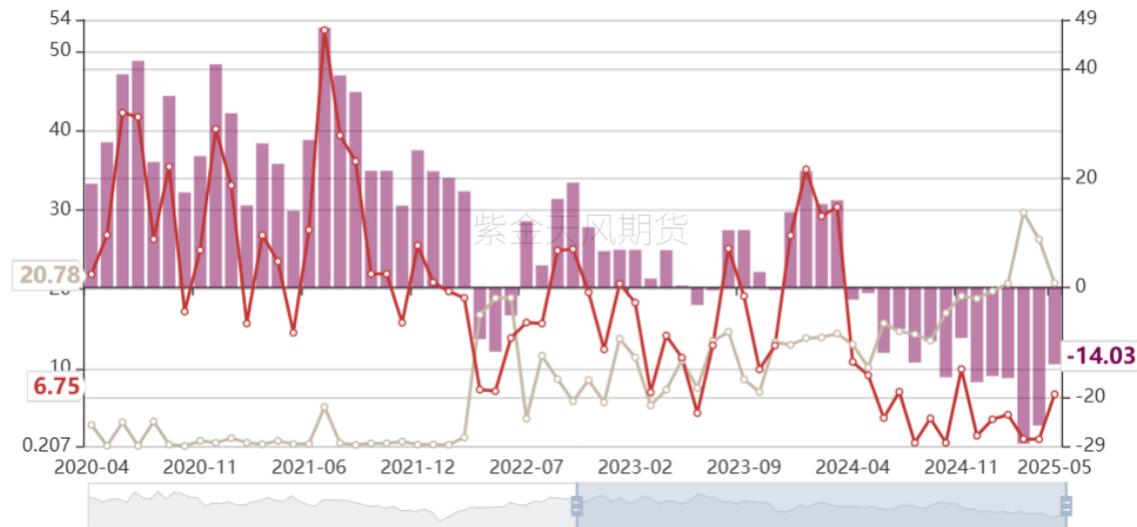
【AO】氧化铝海内外现货价格与进口盈亏（元/吨）

○ SMM氧化铝指数-均价 ● 氧化铝进口盈亏(右) ○ 西澳氧化铝CIF价格



【AO】中国氧化铝进出口情况（万吨）

■ 进出口--进出口--中国氧化铝月度进出口数据-净进口(右) ○ 进出口--进出口--中国氧化铝月度进出口数据-出口  
○ 进出口--进出口--中国氧化铝月度进出口数据-进口



- 2019年-2024年Q1，我国氧化铝持续5年呈现净进口格局。转折点在2024年4月，随着海内外供需双双逆转，我国氧化铝贸易正式切换为净出口，并延续至2025年当前。2025年1-5月，我国氧化铝累计进口量录得16.70万吨，同比下跌26.27%；累计出口量录得117.23万吨，同比暴涨104.68%；累计净出口规模录得100.53万吨，去年同期仅为1万吨。
- 正如我们在《2025年氧化铝半年报》中的研判：作为氧化铝开年需求的第二大支撑端，出口将在第二季度边际衰减。具体来看，年初深度倒挂的进口盈亏显著收敛：2月触及年内谷值-1287.22元/吨，5月底6月初回升至盈亏平衡点附近。相应的，净出口量于2025年3月触及年内峰值28.56万吨，创2018年11月以来单月新高，随后进入环比下跌通道。
- 基于本报告《海外氧化铝》和《供给》前两章节的分析，我们维持前期判断：预期海外市场供应过剩状态强于国内，故国内氧化铝市场净出口状态或延续。

下游电解铝：Q3增量疲软

主题

# 电解铝三季度新增有限，上半年主要来自西南地区

【AO】2025年国内电解铝产能变化时间表（万吨）

省份	项目	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	合计	折产量
四川	四川启明星	6.0				6.0	6.0
	广元中孚林	8.0	2.0			10.0	9.5
	广元弘昌晟	-1.0	2.0			1.0	0.5
	阿坝铝厂	4.0				4.0	4.0
贵州	安顺黄果树	2.0	3.0	3.0		8.0	5.8
	双元	4.0			4.5	8.5	5.1
重庆	旗能电铝	1.0				1.0	1.0
青海	中铝青海	10.0				10.0	10.0
云南	宏泰		25.0			25.0	18.8
	宏合			14.0		14.0	7.0
	鹤庆溢鑫		3.5			3.5	2.6
广西	翔吉有色		2.0			2.0	1.5
	百色银海			5.0	5.0	10.0	3.8
山东	山东魏桥		-19.0	-14.0		-33.0	-21.3
新疆	天龙矿业		1.5			1.5	1.1
内蒙古	内蒙古东山				7.0	7.0	1.8
	霍煤鸿骏				5.0	5.0	1.3
山西	朔州能源	-2.0				-2.0	-2.0
合计		32.0	20.0	8.0	21.5	81.5	56.4

- 由于云南降雨量情况好于往年，且当前水电站建设及光伏、电力发电愈发完备，因此自2024年下半年，我们不再做云南枯水季限产的假设。
- 2025年H1下游铝厂增量主要来自于西南地区。四川、云南、重庆三省合计贡献净增产能31万吨，其中包括四川广元弘昌晟的4万吨减产。2025年1-5月，电解铝累计产量达到1808.58万吨，同比增速2.59%。
- 当前电解铝运行产能在4415万吨左右。我们预计2025年Q3电解铝增量来自于云南、广西、贵州等南方地区的增产、复产，净增产能8万吨。

# 氧化铝基本面过剩局面难改

【AO】国内氧化铝季度供需平衡表（万吨）

氧化铝		版本：2025/6/24														
分项\时间	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
总供给	1847.21	1963.37	2082.51	1976.55	1928.19	1971.78	2082.41	2055.64	2030.83	2035.88	2099.59	2165.79	2145.41	2096.78	2171.76	2193.20
总产量	1789.00	1989.60	2050.10	1939.60	1912.70	1967.70	2061.80	2038.30	1978.26	2051.00	2130.70	2208.70	2206.70	2151.03	2213.26	2229.20
进口	60.31	28.34	56.36	57.10	46.01	29.90	57.21	49.59	94.73	23.77	11.40	12.08	8.88	12.82	9.50	9.00
出口	2.09	54.57	23.95	20.15	30.52	25.82	36.60	32.25	42.16	38.89	42.52	54.99	70.16	67.07	51.00	45.00
总消费	1822.01	1960.81	1960.81	1960.81	1909.99	1960.81	2062.45	2058.02	2016.82	2060.71	2107.11	2116.69	2069.53	2107.76	2135.94	2145.01
过剩量	25.20	10.98	19.97	-2.38	18.21	10.98	19.97	-2.38	14.01	-24.83	-7.52	49.10	75.88	-10.98	35.82	48.19
产量同比	2.76%	10.45%	12.49%	4.76%	6.91%	-1.10%	0.57%	5.09%	3.43%	4.23%	3.34%	8.36%	11.55%	4.88%	3.87%	0.93%
产量累计同比	2.76%	6.67%	8.65%	7.65%	6.91%	2.69%	1.95%	2.73%	3.43%	3.84%	3.66%	4.86%	11.55%	8.15%	6.67%	5.16%
消费同比	-2.28%	-2.28%	-2.28%	-2.28%	4.83%	-2.28%	-2.28%	-2.28%	5.59%	5.10%	2.17%	2.85%	2.61%	2.28%	1.37%	1.34%
消费累计同比	-2.28%	0.47%	2.76%	4.11%	4.83%	2.81%	3.13%	3.59%	5.59%	5.34%	4.24%	3.88%	2.61%	2.45%	2.08%	1.89%

- 经过Q2的“减产-复产”一轮循环，我们下修25年氧化铝预期产量至8800万吨左右，同比增速5.16%。具体说来：
  - 氧化铝二季度的供给缺口现被迅速修复，后续仍有新投项目及检修复产；
  - 反观下游需求电解铝，新投重心已在H1释放完毕，H2增速环比下行；
  - 再考虑下游第二支撑端净出口，净口亏损的极速收拢将导致下半年净出口环比边际减少；
  - 因此氧化铝后续过剩将逐渐加剧。但是考虑到氧化铝灵活开工的化工属性，我们不排除其基本面在下半年再次走一个“过剩-短缺-再过剩”轮回的可能性。
- 近期盘面时常被某厂停产的消息面所扰动，以上平衡表为假设某厂不停产的情况下，氧化铝将在四季度走向严重过剩。如果某厂全面停产，氧化铝全年产量将减少80万吨左右，仍然不改变过剩格局。

# 免责声明

本报告的著作权属于紫金天风期货股份有限公司。未经紫金天风期货股份有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为紫金天风期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于紫金天风期货股份有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但紫金天风期货股份有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且紫金天风期货股份有限公司不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，紫金天风期货股份有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与紫金天风期货股份有限公司及本报告作者无关。





紫金天风期货

立足产业 研究驱动

# 感谢!

THANKS FOR YOUR ATTENTION

---

