



几内亚矿山扰动过后，氧化铝不改过剩预期

研究院 新能源&有色组

研究员

陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号：F3080232

投资咨询号：Z0016047

师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号：F3046665

投资咨询号：Z0014806

封帆

☎ 021-60827969

✉ fengfan@htfc.com

从业资格号：F03139777

投资咨询号：Z0021579

联系人

王育武

☎ 021-60827969

✉ wangyuuwu@htfc.com

从业资格号：F03114162

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

核心观点

1、**铝土矿**：根据海关数据统计，2025-04 铝土矿进口量 2,068.40 万吨，全年累计进口量 6,770.11 万吨，同比增长 34.2%，其中几内亚进口量 5,305.28 万吨，同比增长 42.0%。由于船期影响，Axis 矿山停工对 8 月份之前中国铝土矿到港量不会造成影响。

根据钢联数据统计，截至 2025-05-30 日，港口进口矿库存 2615 万吨，港口进口库存持续增加。截至 2025-04 月，样本氧化铝厂内铝土矿总库存 1753 万吨，随着冶炼利润修复冶炼厂积极的复产，厂内库存出现回落。但整体矿供应并未出现紧缺的情况。

现货市场方面，随着 Axis 事件影响，进口铝土矿价格止跌反弹，从 68 美元/吨上涨至 74 美元/吨，虽然矿山矿贸持续挺价，但目前铝土矿供应并未出现短缺的情况，冶炼厂高价采购意愿不强。国产矿受复产供给增加的因素影响，矿价仍以稳中偏弱走势为主。

根据 SMM 统计，2025 年 5 月中国铝土矿产量 536.64 万吨，同比增长 8.9%，环比日均产量增加 0.4 万吨，山西矿山复产缓解国产矿供应压力，但需要警惕广西督导组入驻后是否会影响到当地矿山的开采。

2、**氧化铝**：根据 SMM 统计，2025 年 5 月中国氧化铝产量 727.21 万吨，产量同比增加 4.06%。随着铝土矿价格回落，低价矿到厂，冶炼利润修复，5 月份从下半月开始呈现集中复产供给恢复的趋势，5 月份日均产量较 4 月份仅小幅下滑 0.1 万吨，6 月份产量将会明显修复。根据海关数据统计，2025 年 4 月中国氧化铝净出口 24.9 万吨，1-4 月中国氧化铝累计净出口 86 万吨。

现货市场价格方面，5 月份中国氧化铝山西现货价格从 2850 元/吨上涨至 3290 元/吨，海外依旧存在产能已投产但产量难释放的情况，价格从 350 美元/吨上调至 370 美元/吨。受前期集中检修社会库存下滑以及几内亚 Axis 的扰动，氧化铝现货价格触底明显反弹，目前西南市场最高成交价格达到 3350 元/吨，但随着氧化铝厂的复产，和卖交割优势的体现，预计当前氧化铝现货价格已触顶。

成本方面，按照 74 美元/吨进口矿价格计算，中国氧化铝边际生产最高成本、即山西地区用进口矿生产完全成本为 2850 元/吨左右，用国产矿生产完全成本接近 2900 元/吨。

库存方面，社会总库存 379.4 万吨，周度降幅 1.9 万吨，降幅明显放缓，6 月有望呈现累库走势。电解铝厂内原料库存 281.4 万吨，仓单库存 12.8 万吨，月度环比
请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

减少 15 万吨，当前盘面价格贴水现货，需要警惕仓单下滑对盘面价格形成的扰动。

电解铝：根据 SMM 统计，2025 年 5 月中国电解铝产量 372.9 万吨，同比增长 2.7%。2025 年 4 月中国电解铝净进口 23.7 万吨，1-4 月电解铝累计净进口 80 万吨，累计同比下滑 13.7%，进口窗口持续关闭影响进口量，但俄罗斯进口量明显增加，下半年预计进口量将恢复正增长。

库存方面，截至 2025-05-29 日，电解铝社会库存 51.1 万吨，铝棒社会库存 12.83 万吨，中美关税对消费的实际影响尚未显现，且造成国内出现抢出口的情况下，消费表现得到保障。

现货市场价格方面，由于库存持续下滑，现货升水持续走高，华东地区从贴水 20 元/吨变为升水 110 元/吨，相较华南市场，华东现货市场表现强势。

成本方面，电解铝行业目前加权成本 17200 元/吨，利润 3100 元/吨左右，行业边际最高成本 18700 元/吨。

3、**消费端：**5 月下旬，线缆开工率 64.8%，铝板开工率 67.6%，铝箔开工率 71.1%，铝水比例回升至 75.53%，已达到去年高点。铝棒周度产量 35.4 万吨，铝板带箔周度产量 37.9 万吨，消费方面 5 月尚未呈现走弱迹象，但铝棒和铝板带箔周度产量表现出触顶迹象，需要警惕 6 月份消费淡季的来临。

2025 年 4 月中国铝材净出口 45.7 万吨，同比减少 0.2%，1-4 月累计净出口 165 万吨，累计同比下滑 7%，铝材出口略好于市场预期的下滑 10%。

结论：在复产和新增产能释放的情况下，氧化铝供应端在 5 月中旬已经开始增长，6 月份计划仍有 200 万吨新增产能有望投料，预计社会库存 6 月份将会止跌反弹，现货市场价格有望触顶。Axis 矿山问题并不会造成 25 年铝土矿供应短缺，但随着雨季到货量减少以及氧化铝的复产投产，铝土矿价格有望坚挺，因为船期较长，8 月份之前将会维持高到港量，但是需要警惕几内亚矿山影响范围扩大。按照 74 美元/吨矿价定价氧化铝盘面价格为 2700 元/吨，目前盘面大幅度贴水现货，仓单库存快速下滑，若短期现货价格不回落需要警惕盘面收基差的扰动。长线在供应过剩预期不改的情况下，氧化铝价格仍将面临较大压力。

电解铝基本面角度依旧无利空因素，中美关税扰动对消费暂无影响，且呈现抢出口的情况，强现实尚未被证伪，社会库存仍在快速下滑，虽然铝棒铝板带箔产量环比呈现触顶回落的迹象，但社会库存持续下滑的情况下，现货升水维持高位，铝价回调动力不足。6 月份是密切关注消费韧性的关键时期，美国对铝和钢材关税从 25% 调整到

50%将引起市场悲观情绪，但基本面仍需关注库存变化。

■ 策略

单边：电解铝：中性 氧化铝：中性

套利：跨期正套

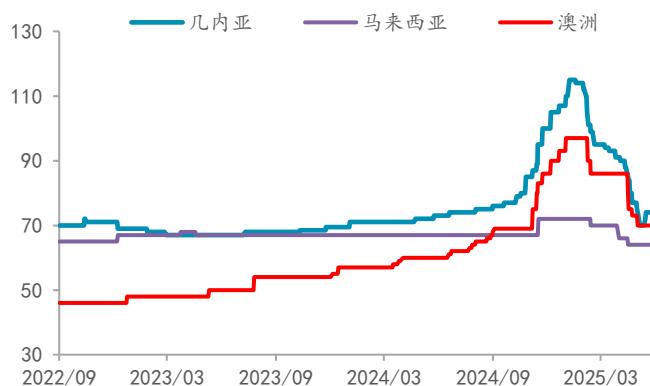
■ 风险

- 1、几内亚政局不稳定干扰
- 2、旺季需求不及预期
- 3、海外流动性收紧

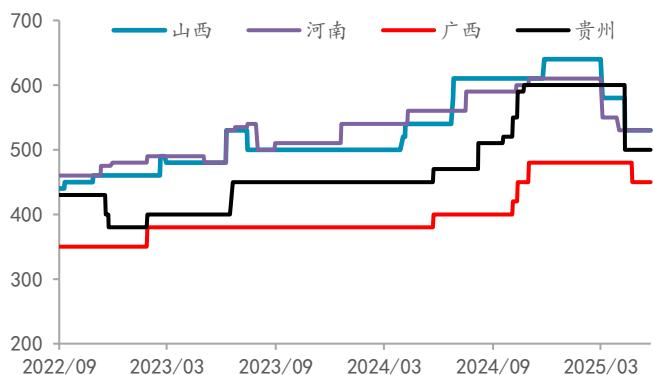
图表

图 1: 进口铝土矿价格 单位: 美元/吨	6
图 2: 国产铝土矿价格 单位: 元/吨	6
图 3: 国产铝土矿产量 单位: 万吨	6
图 4: 铝土矿进口量 单位: 万吨	6
图 5: 进口铝土矿港口库存 单位: 万吨	6
图 6: 43 家氧化铝厂原料库存 单位: 万吨	6
图 7: 氧化铝价格 单位: 美元/吨、元/吨	7
图 8: 氧化铝对主力合约基差 元/吨	7
图 9: 氧化铝日均产量 单位: 万吨	7
图 10: 氧化铝净进口量 单位: 万吨	7
图 11: 山西进口矿生产成本利润 单位: 万吨	7
图 12: 山西国产矿生产成本利润 单位: 万吨	7
图 13: 氧化铝总库存 单位: 万吨	8
图 14: 电解铝厂内氧化铝库存 单位: 万吨	8
图 15: 氧化铝仓单库存 单位: 万吨	8
图 16: 氧化铝港口库存 单位: 万吨	8
图 17: 氧化铝进口盈亏 单位: 元/吨	8
图 18: 电解铝国内升水 单位: 元/吨	8
图 19: LME 升贴水 单位: 美元/吨	9
图 20: 电解铝周度产量 单位: 万吨	9
图 21: 电解铝产量 单位: 万吨、%	9
图 22: 铝水比例 单位: %	9
图 23: 电解铝净进口 单位: 万吨	9
图 24: 电解铝进口盈亏 单位: 元/吨	9
图 25: 电解铝生产利润 单位: 元/吨	10
图 26: 电解铝社会库存 单位: 万吨	10
图 27: LME 库存 单位: 万吨	10
图 28: 铝锭国内交易所库存 单位: 万吨	10
图 29: 铝棒库存 单位: 万吨	10
图 30: 铝材开工率 单位%	10
图 31: 龙头板带开工率 单位: 万吨	11
图 32: 龙头铝箔开工率 单位: 万吨	11
图 33: 龙头铝线缆开工率 单位: 万吨	11
图 34: 家电产量累计同比 单位: %	11
图 35: 汽车产量 单位: 万辆、%	11
图 36: 汽车产量 单位: 万辆、%	11
图 37: 组件产量 单位: GW、%	12

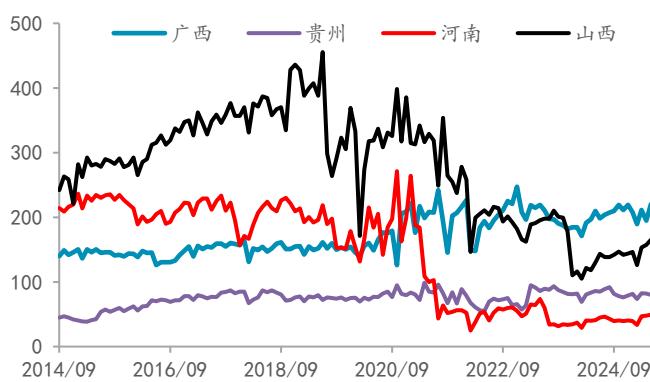
图 38: 光伏新增装机量 单位: GW.....	12
图 39: 电力投资累计同比 单位: %.....	12
图 40: 地产投资累计同比 单位: %.....	12
图 41: 地产相关数据累计同比 单位: %.....	12
图 42: 地产库存 单位: 万平方米	12

图 1：进口铝土矿价格 | 单位：美元/吨


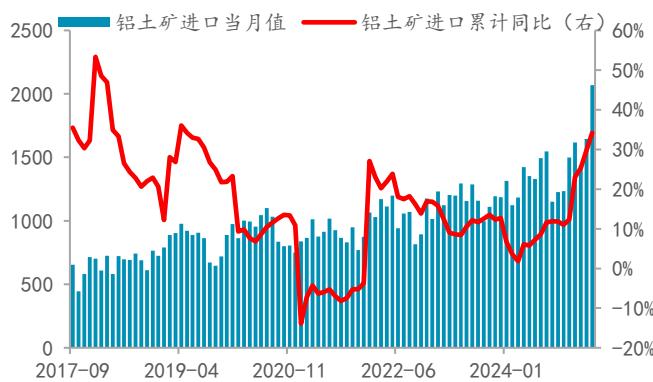
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 2：国产铝土矿价格 | 单位：元/吨


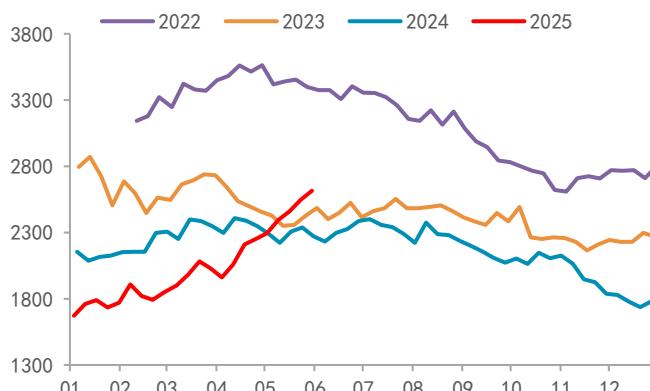
数据来源: SMM WIND 华泰期货研究院

图 3：国产铝土矿产量 | 单位：万吨


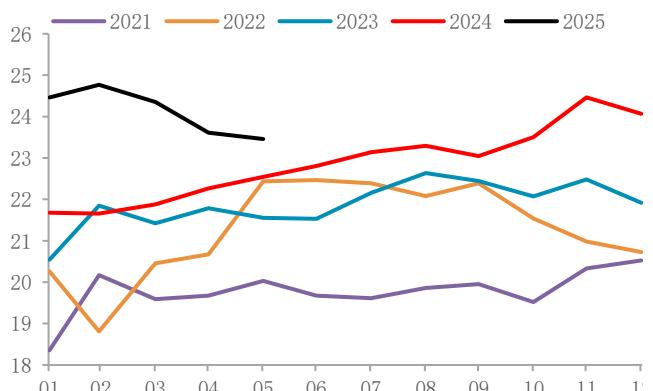
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 4：铝土矿进口量 | 单位：万吨


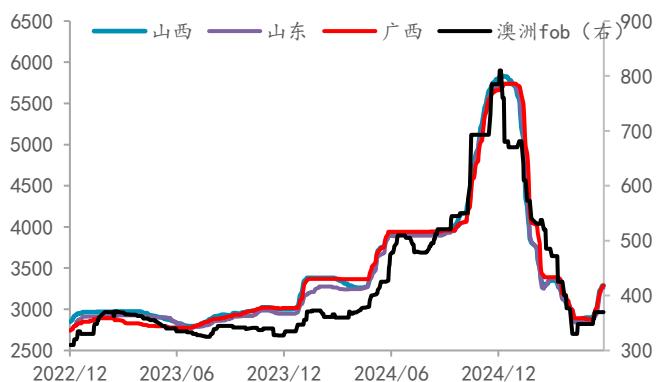
数据来源: SMM WIND 华泰期货研究院

图 5：进口铝土矿港口库存 | 单位：万吨


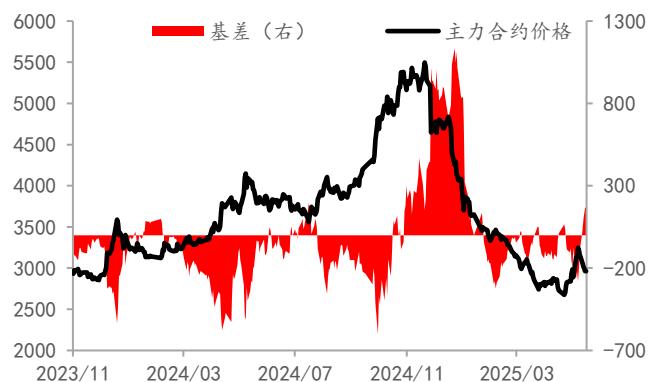
数据来源: Myteel 华泰期货研究院

图 6：43家氧化铝厂原料库存 | 单位：万吨


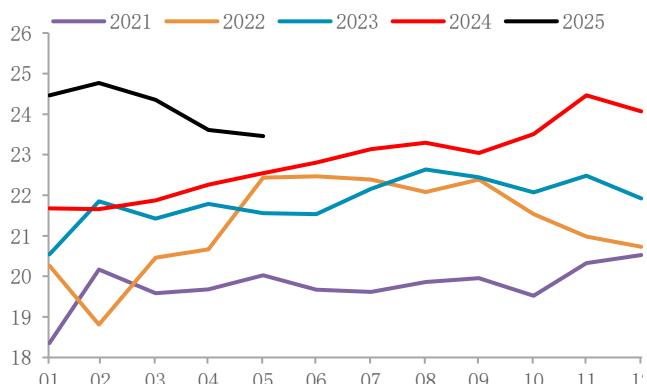
数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 7: 氧化铝价格|单位: 美元/吨、元/吨


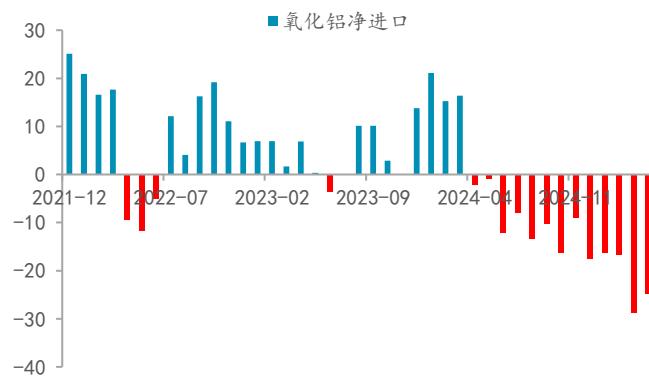
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 8: 氧化铝对主力合约基差|元/吨


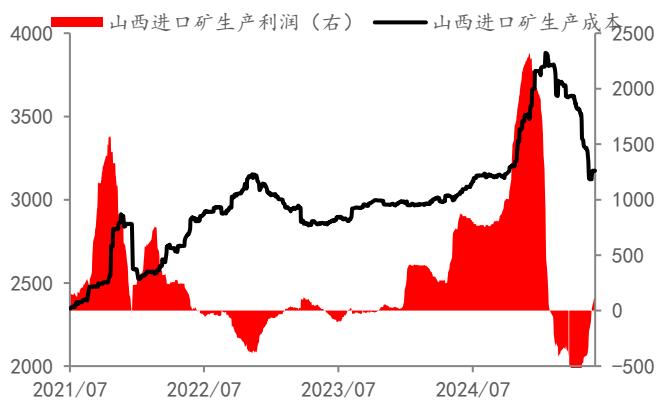
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 9: 氧化铝日均产量|单位: 万吨


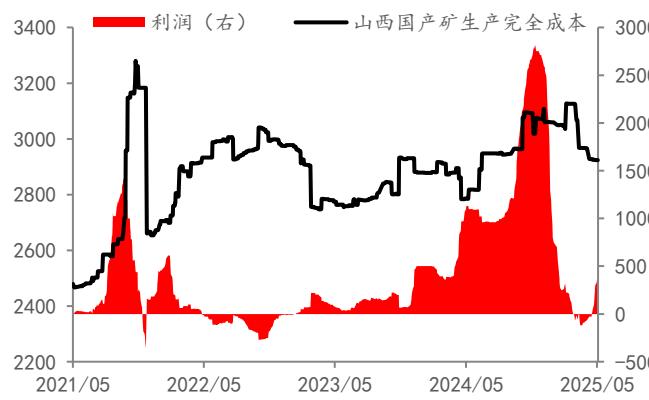
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 10: 氧化铝净进口量|单位: 万吨


数据来源: SMM 华泰期货研究院

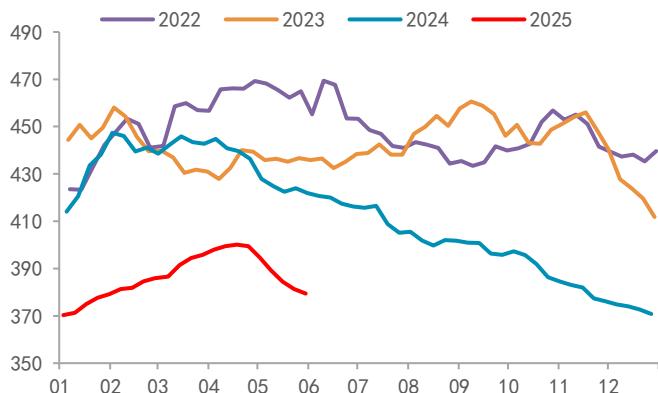
图 11: 山西进口矿生产成本利润|单位: 万吨


数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 12: 山西国产矿生产成本利润|单位: 万吨


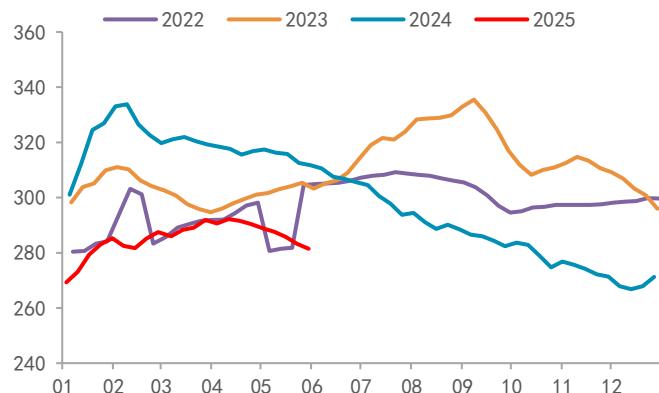
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 13：氧化铝总库存 | 单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 14：电解铝厂内氧化铝库存 | 单位：万吨



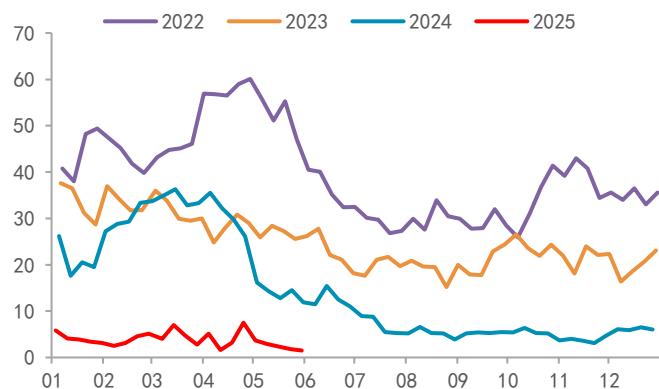
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 15：氧化铝仓单库存 | 单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 16：氧化铝港口库存 | 单位：万吨



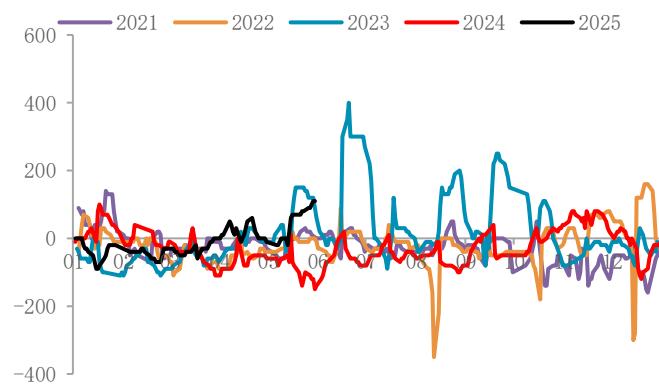
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 17：氧化铝进口盈亏 | 单位：元/吨

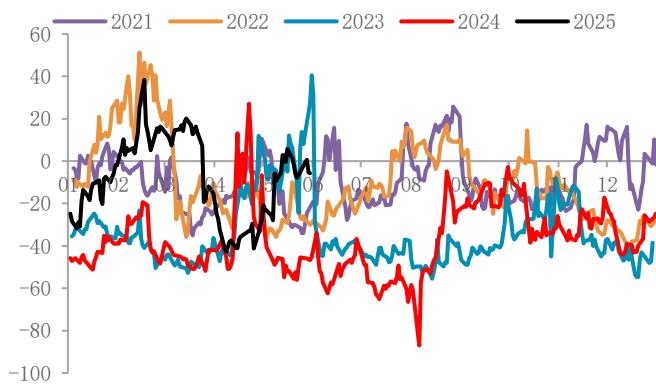


数据来源：SMM 华泰期货研究院

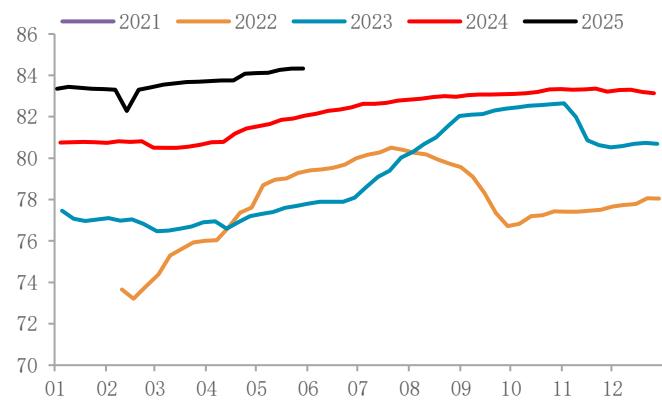
图 18：电解铝国内升水 | 单位：元/吨



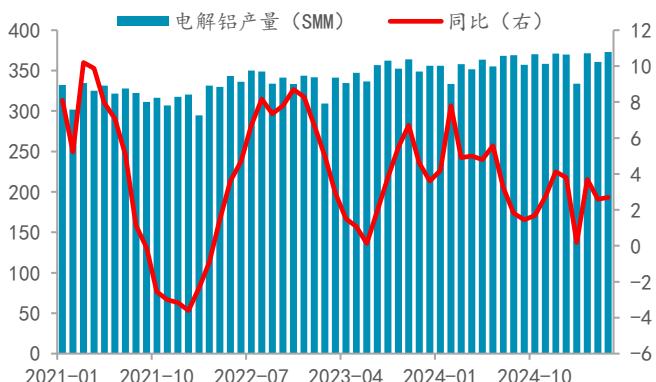
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 19: LME 升贴水 | 单位: 美元/吨


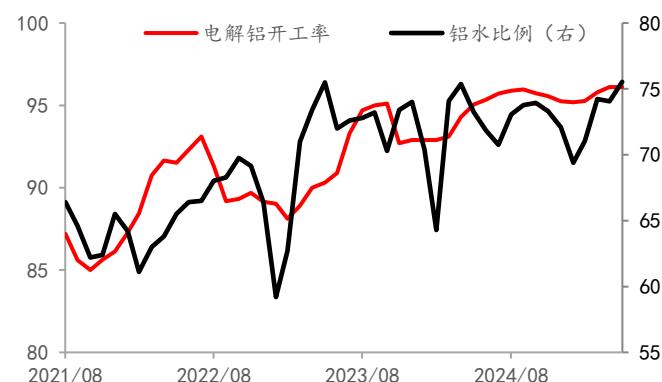
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 20: 电解铝周度产量 | 单位: 万吨


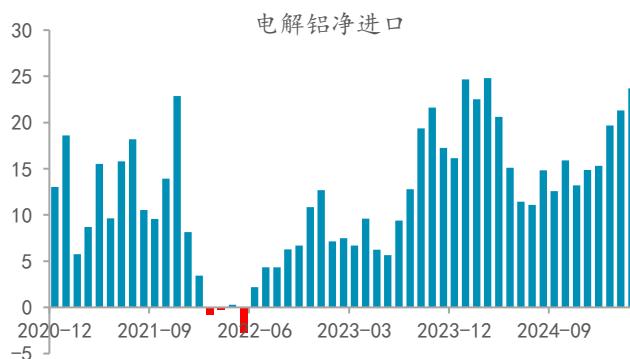
数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 21: 电解铝产量 | 单位: 万吨、%


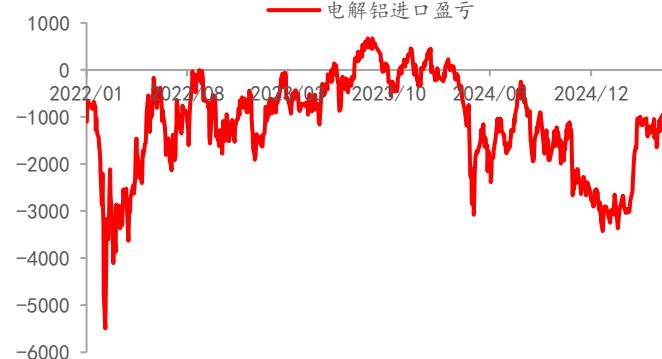
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 22: 铝水比例 | 单位: %


数据来源: SMM 华泰期货研究院

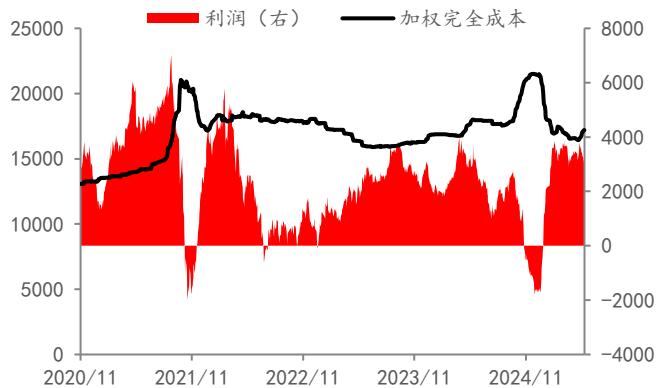
图 23: 电解铝净进口 | 单位: 万吨


数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 24: 电解铝进口盈亏 | 单位: 元/吨


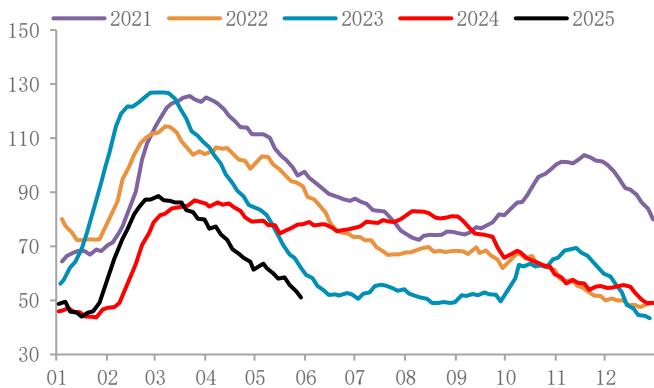
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 25：电解铝生产利润|单位：元/吨



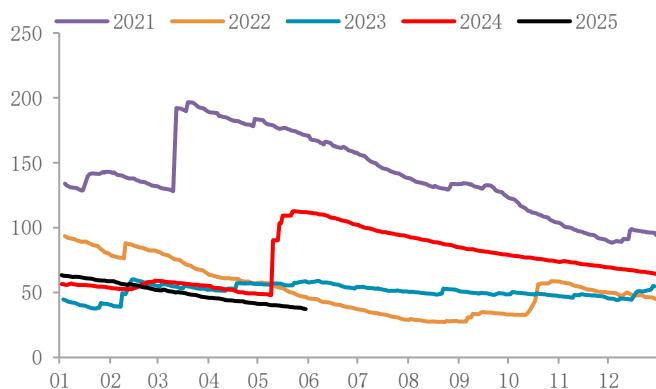
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 26：电解铝社会库存|单位：万吨



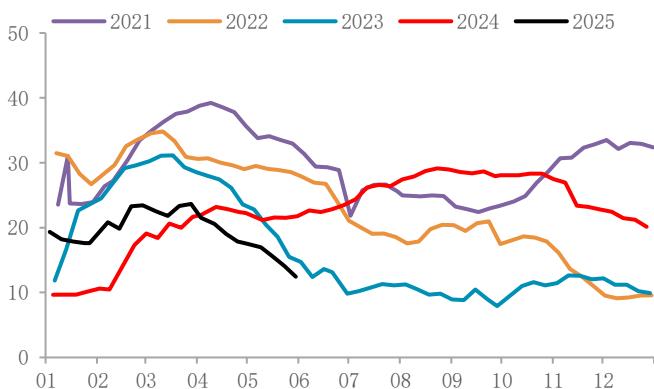
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 27：LME 库存|单位：万吨



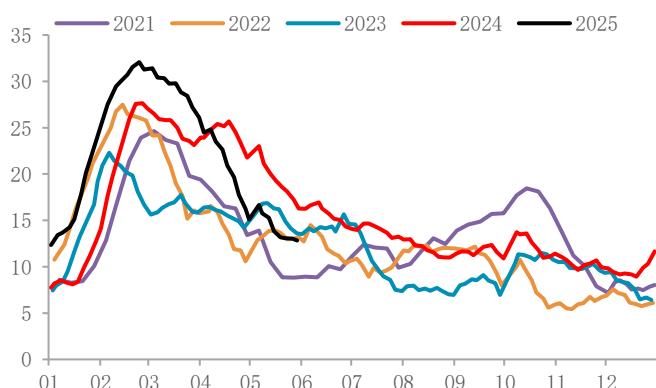
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 28：铝锭国内交易所库存|单位：万吨



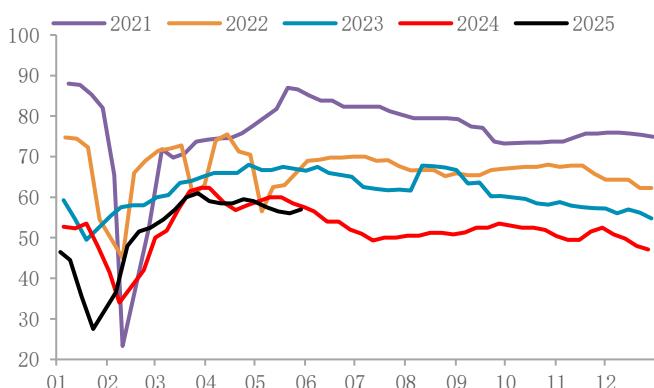
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 29：铝棒库存|单位：万吨

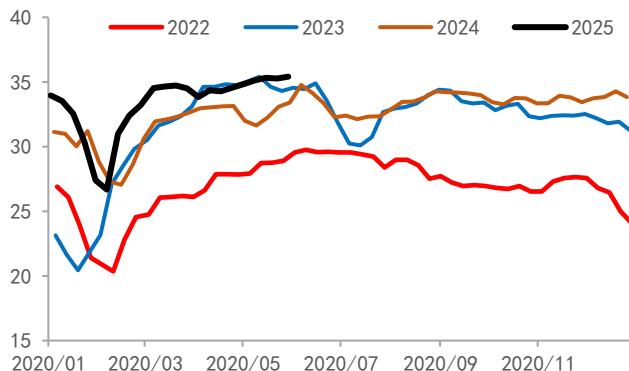


数据来源：SMM 华泰期货研究院

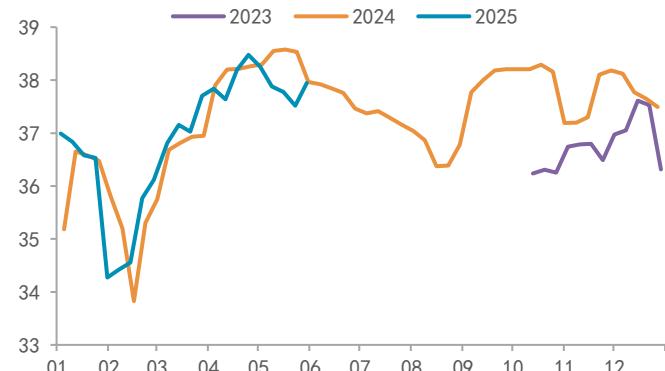
图 30：铝材开工率|单位%



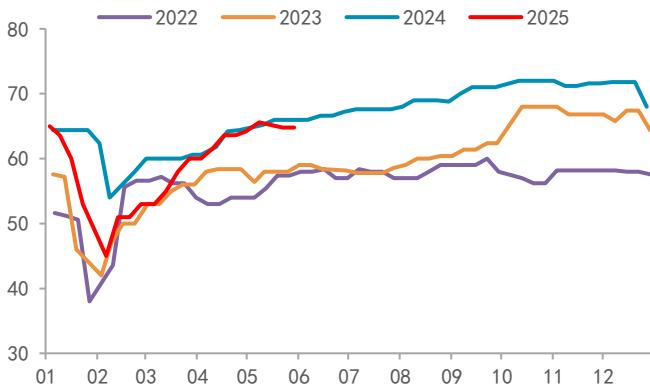
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 31：铝棒产量|单位：万吨


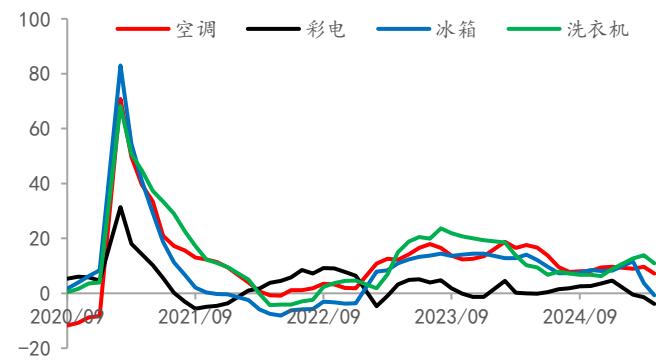
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 32：铝板带箔产量|单位：万吨


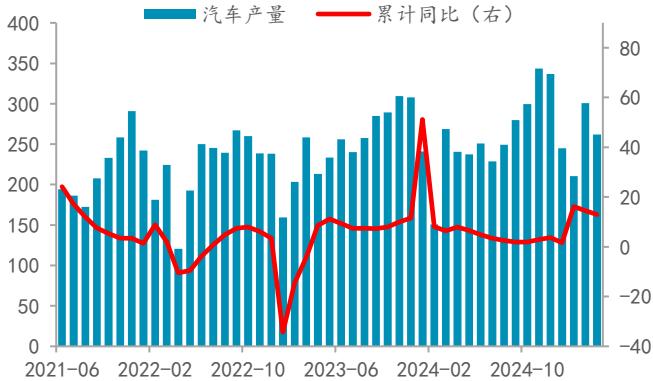
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 33：龙头铝线缆开工率|单位：万吨


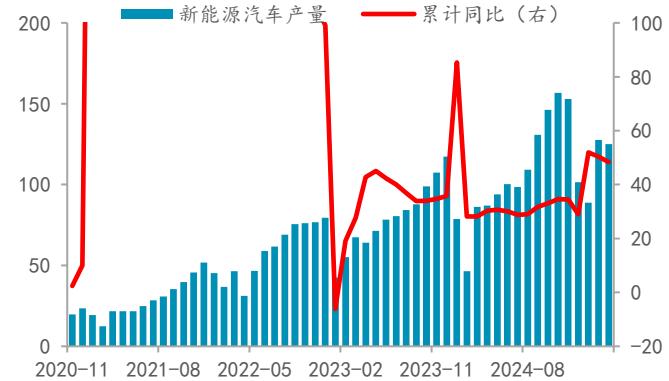
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 34：家电产量累计同比|单位：%


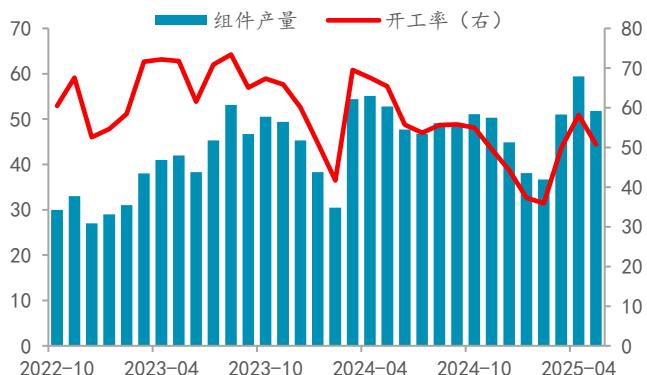
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 35：汽车产量|单位：万辆、%


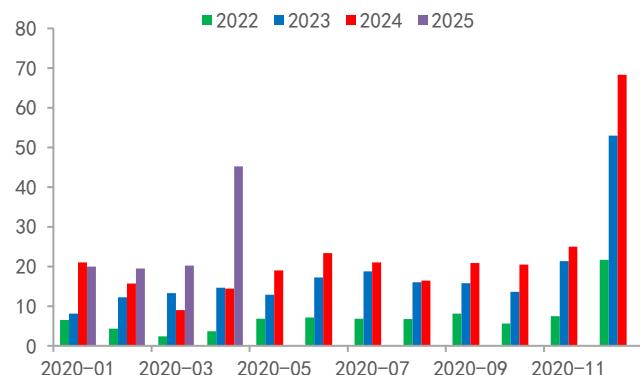
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 36：汽车产量|单位：万辆、%


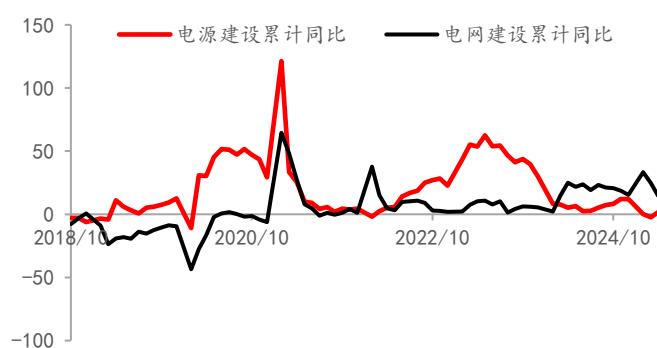
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 37：组件产量|单位：GW、%


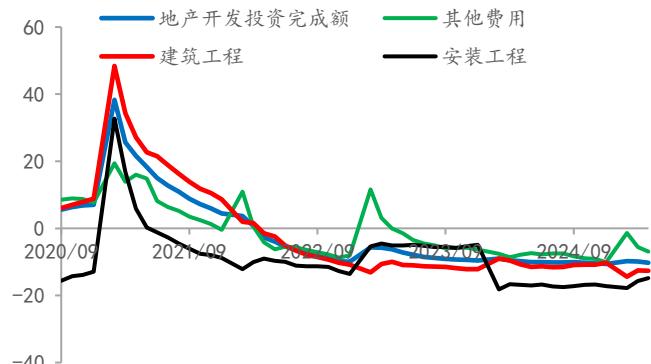
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 38：光伏新增装机量|单位：GW


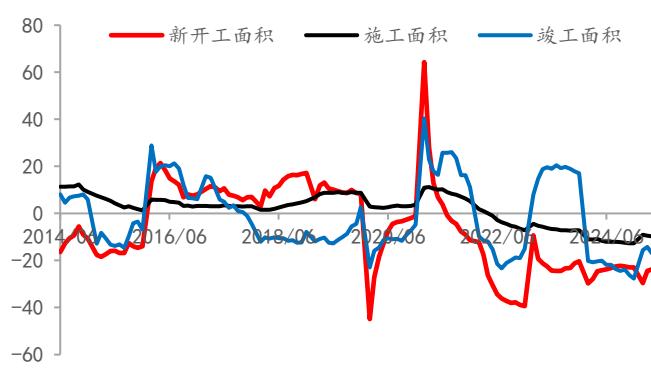
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 39：电力投资累计同比|单位：%


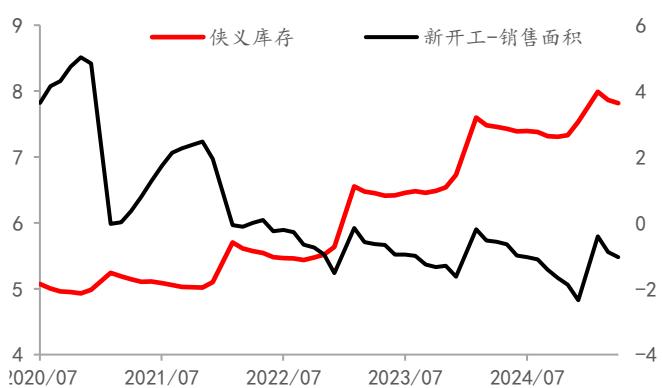
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 40：地产投资累计同比|单位：%


数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 41：地产相关数据累计同比|单位：%


数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 42：地产库存|单位：万平方米


数据来源：WIND 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com