



华泰期货
HUATAI FUTURES

期货研究报告|有色专题报告 2025-08-07

多重变量交织难改氧化铝过剩实质

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

✉ wangyuwu@htfc.com

从业资格号: F03114162

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

报告摘要

结论和核心观点:

- 1、几内亚矿权扰动更多来源于利益博弈而非限制出口,对中国出口量难有实质性影响。预计全年进口铝土矿供给增量达到3500-4000万吨,叠加国产矿增量,预计中国铝土矿供给增量可达到4500万吨左右。全年铝土矿从2024年紧缺1600万吨转变为2025年过剩800-1000万吨。
- 2、氧化铝仓单风险在环比减弱,2508合约对2509合约处于几乎平水状态,根据不全面的市场了解,2509合约可注册仓单10-20万吨,从预估仓单注册量方面,2509合约挤仓风险进一步降低。但当前运费上涨,汽运价格高企,铁路运输时效性下滑,因此预估量最终能否实际变成有效仓单仍需关注。
- 3、电解铝厂内氧化铝库存绝对值相较历史水平仍处于低位,且不同电解铝厂间差异化存在明显,现货市场仍存在刚性采购需求,短期对现货价格形成一定支撑,需要静态过剩量从量变到质变的转化。
- 4、从6月开始氧化铝静态供需平衡转为过剩26万吨,但下半年氧化铝将持续维持过剩局面,预估单月过剩量可扩大至50万吨,随着过剩的累计现货市场供需关系将会发生质的改变。
- 5、冬储对市场供需的影响越来越小,冬储量难以消耗静态过剩量,因此在冬储前现货市场也难以形成供应偏紧的局面。此外每年11月开始进入新一年长单签订的谈判期,在氧化铝预期过剩的背景下,谈判过程中电解铝厂的议价能力将有望有所体现,将会对现货市场价格形成打压。

策略

单边:逢高卖出保值

风险

- 1、几内亚矿端超预期扰动
- 2、氧化铝供给端政策干扰

目录

报告摘要	1
几内亚矿权争夺不影响中国过剩局面	3
仓单问题在边际性减弱	5
氧化铝过剩的矛盾累计可能在年底爆发	6
结论	7

图表

图 1:铝土矿总库存 单位: 万吨	4
图 2:港口进口矿库存 单位: 万吨	4
图 3:样本氧化铝厂铝土矿库存 单位: 万吨	4
图 4:进口铝土矿价格 单位: 美元/吨	4
图 5:铝土矿运费 单位: 美元/吨	4
图 6:铝土矿供需平衡预测 单位: 万吨	4
图 7:氧化铝总库存 单位: 万吨	5
图 8:电解铝厂内氧化铝库存 单位: 万吨	5
图 9:仓单库存 单位: 万吨	6
图 10:站台及在途库存 单位: 万吨	6
图 11: 2507-2508 合约价差	6
图 12:2508-2509 合约价差	6
图 13:氧化铝供需平衡预测 单位: 万吨	7
图 14:氧化铝净进口 单位: 万吨	7
图 15:氧化铝进口盈亏 单位: 元/吨	7
图 16:氧化铝出口俄罗斯量 单位: 万吨	7

几内亚矿权争夺不影响中国过剩局面

2025 年 5 月，几内亚撤销多家矿业公司开采许可证，大多为未开采铝土矿，其中 Axis 矿被强制停工，Axis 矿由顺达、中水十一局等企业以租赁的形式开采。

2025 年 7 月，几内亚矿业部长布纳·西拉将被撤销的采矿许可证 100% 授予顺达矿业。

2025 年 8 月，几内亚当局已宣布废除矿业部长布纳·西拉与中国顺达矿业公司签署的谅解备忘录，该备忘录原本拟将此前被撤销的 Axis 开采许可证授予顺达矿业。

2025 年 8 月，几内亚成立一新矿山公司 N.M.C，接管 EGA-GAC 的采矿权，为期 25 年。

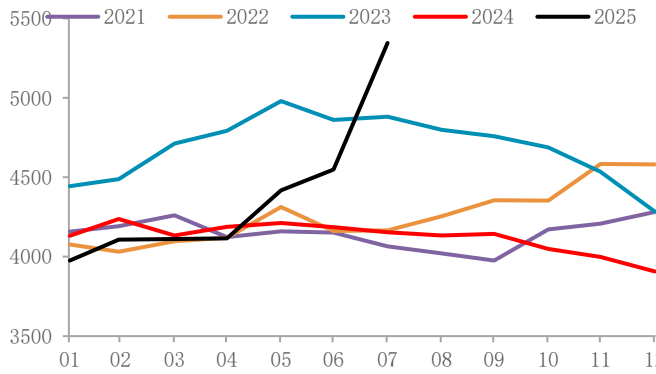
Axis 矿 2024 年发运铝土矿 2320 万吨，2025 年截至 5 月份发运量 1530 万吨，根据钢联统计，矿山财政许可被取消后仍通过其他矿区小矿山开采，保持每月 5 船左右的发运量，即假设后期发运量被完全限制，预计 2025 年发运量也可达到 1800-2000 万吨，Axis 矿山造成的极限减量仅有 300-500 万吨。此外，几内亚已终止同 GAC 的合作，造成减量 1000 万吨（包含发往阿联酋铝业用量，实际预计对中国的影响造成的减量 300-500 万吨），阿联酋铝业已将铝土矿资源着眼于加纳。

几内亚矿权扰动问题对中国铝土矿进口影响的极限值为 1000 万吨，而增量方面，SMB、中铝、俄铝、天山、国电投等预计贡献 4000 万吨左右增量，非主流矿区包括塞拉利昂、圭亚那土耳其等贡献 500 万吨左右增量，预计全年进口铝土矿供给增量达到 3500-4000 万吨，叠加国产矿增量，预计中国铝土矿供给增量可达到 4500 万吨左右。

需求方面，计算冶金级与非冶金级别氧化铝产量评估累计铝土矿消费增量 2000 万吨左右，即全年铝土矿从 2024 年紧缺 1600 万吨转变为 2025 年过剩 800-1000 万吨。

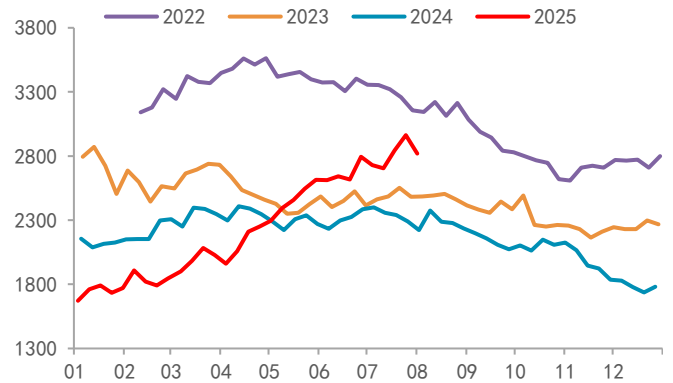
几内亚已经进入季节性雨季，雨季 8-10 月中国几内亚进口矿量将会减少，但高库存及全年过剩的背景下，季节性因素只能对价格形成支撑难以对价格形成上涨驱动。目前散货市场依赖于海漂量和港口库存，高品位矿相对存有溢价。

图 1: 铝土矿总库存 | 单位: 万吨



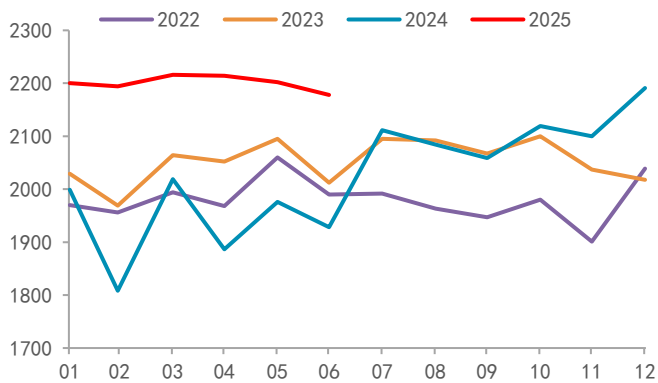
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 2: 港口进口矿库存 | 单位: 万吨



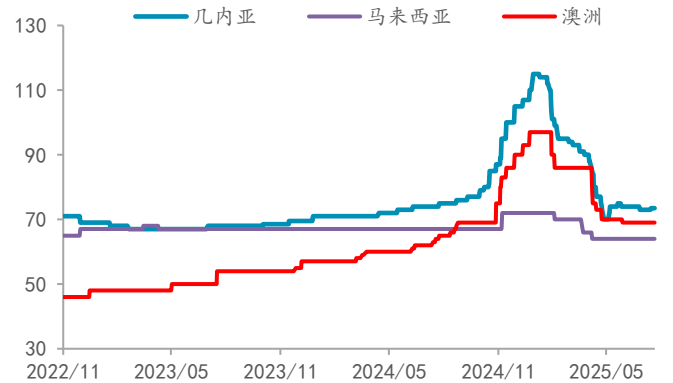
数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 3: 样本氧化铝厂铝土矿库存 | 单位: 万吨



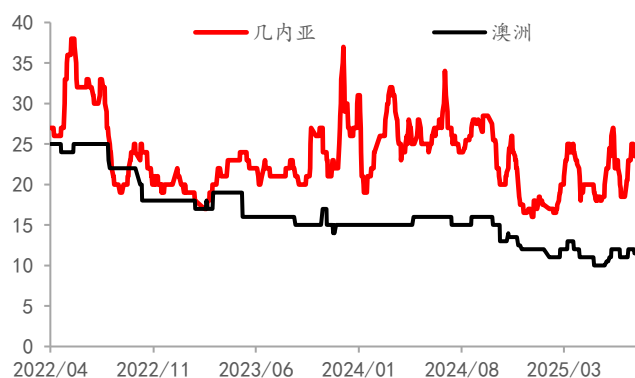
数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 4: 进口铝土矿价格 | 单位: 美元/吨



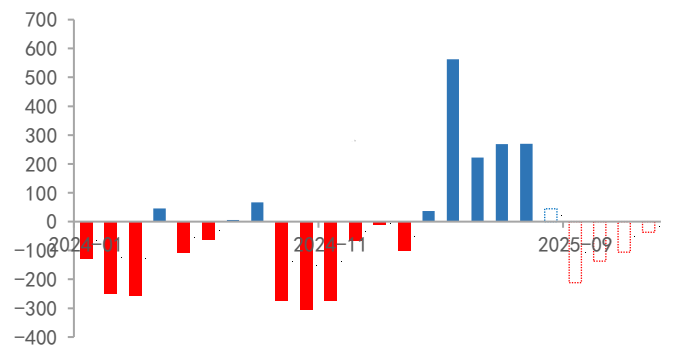
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 5: 铝土矿运费 | 单位: 美元/吨



数据来源: ALD 华泰期货研究院

图 6: 铝土矿供需平衡预测 | 单位: 万吨



数据来源: 华泰期货研究院

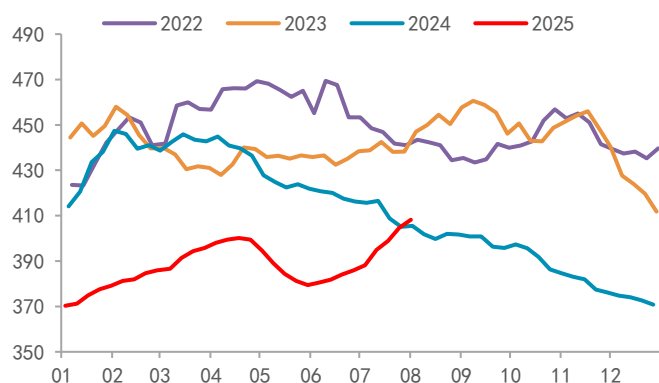
仓单问题在边际性减弱

因为仓单扰动 2507 合约在交割前对 2508 合约升水最高达到 176 元/吨，截至 8 月 6 日氧化铝仓单 1.3 万吨，2508 合约持仓 4.35 万吨，从静态数据来看仓单仍存风险。但考虑 07 合约经历挤仓后，08 合约在前期氧化铝价格快速下跌期间并未呈现明显的减仓态势，因此推测目前 08 合约的空头持仓已有仓单准备，且当前已进入临近交割期，2508 合约对 2509 合约处于几乎平水状态，因此评估 2508 合约挤仓风险较 2507 合约有所减小。

根据钢联数据统计，截至 8 月 1 日，氧化铝总库存较 5 月底最低点增加了 29 万吨，其中站台及在途库存增加 17 万吨，而近日总库存增加量主要来源于站台及在途库存。根据不全面的市场了解，2509 合约可注册仓单 10-20 万吨，从预估仓单注册量方面，2509 合约挤仓风险进一步降低。但当前运费上涨，汽运价格高企，铁路运输时效性下滑，因此预估量最终能否实际变成有效仓单仍需关注。

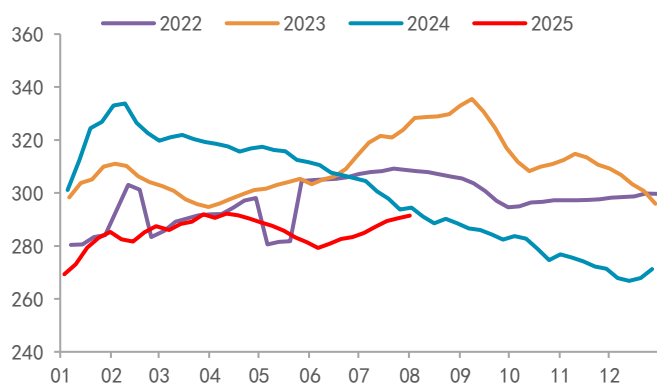
电解铝厂内氧化铝库存较前期最低点增加 12 万吨，但绝对值相较历史水平仍处于低位，且不同电解铝厂间差异化存在明显，现货市场仍存在刚性采购需求，短期对现货价格形成一定支撑，需要静态过剩量从量变到质变的转化。

图 7: 氧化铝总库存 | 单位: 万吨



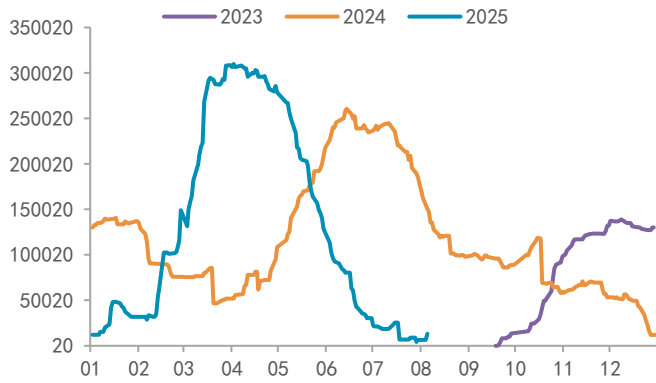
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 电解铝厂内氧化铝库存 | 单位: 万吨



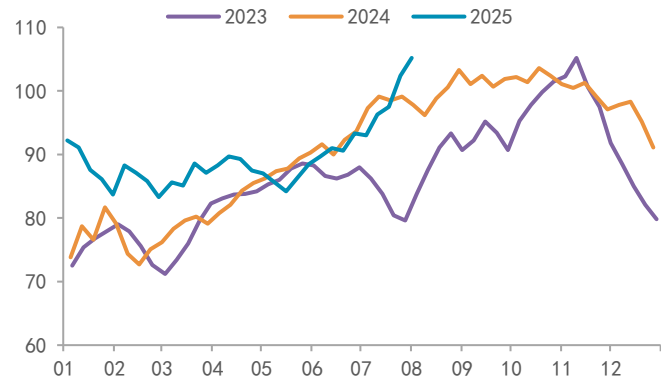
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 仓单库存 | 单位: 万吨



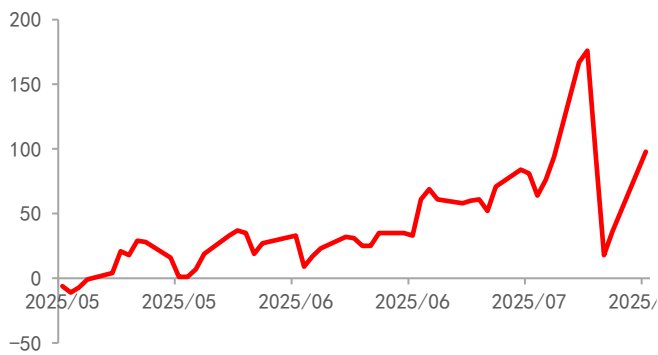
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 站台及在途库存 | 单位: 万吨



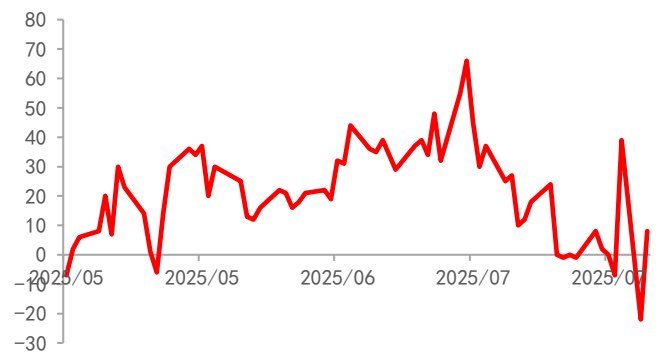
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 2507-2508 合约价差



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 2508-2509 合约价差



数据来源: Wind 华泰期货研究院

氧化铝过剩的矛盾累计可能在年底爆发

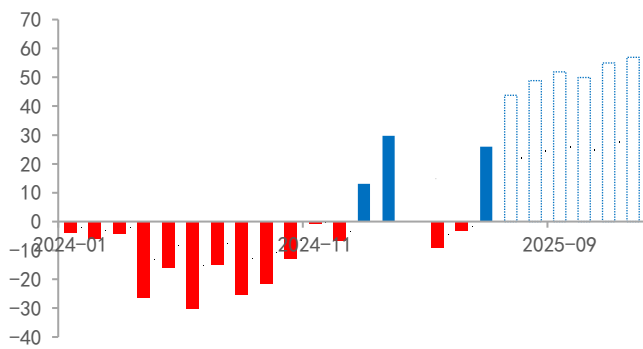
2025 年随着矿端问题解决, 氧化铝紧缺的局面在 2024 年年底结束, 氧化铝价格高位快速回落并击穿企业生产成本, 叠加 2024 年长期高负荷生产以及原料矿仍为高价库存矿, 氧化铝企业进行了较为集中的规模性检修, 使得 3-5 月份氧化铝再次进入供应偏紧的局面。

从 6 月份开始氧化铝供应从偏紧再次转为过剩, 现货市场供应情况虽然环比有宽松的表现, 但由于氧化铝厂交付前期所欠长单需求, 造成实际现货市场并未呈现过剩的态势, 且呈现北松南紧的结构性问题。此外, 相较于月产量 700 万吨的量级, 月过剩量 20 万吨也难以实质性影响价格, 价格的涨跌更多反馈资金行为。随着时间的推移, 氧化铝过剩量将会累计, 即使存在在途库存、仓单、冬储等蓄水池的帮助, 但现货市场也会明显体现出过剩格局。

氧化铝净出口方面，氧化铝进口亏损快速收窄，随着海外氧化铝新增产能的释放，国内氧化铝价格相较海外难有优势。即使中国氧化铝出口俄罗斯保持月 15 万吨左右的高额出口量，6 月氧化铝净出口仅有 6.87 万吨，即若不考虑俄罗斯特殊情况影响，中国氧化铝已经呈现净进口局面，进出口格局的改变也将冲击国内的氧化铝市场供应。

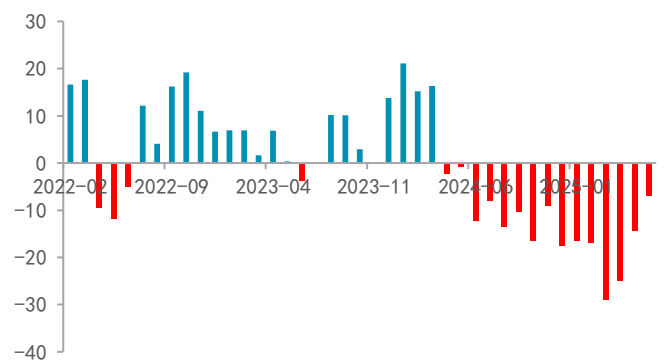
随着运输时效性的提高，以及长单比例较高，冬储对市场供需的影响越来越小，冬储量难以消耗静态过剩量，因此在冬储前现货市场也难以形成供应偏紧的局面。此外每年 11 月开始进入新一年长单签订的谈判期，在氧化铝预期过剩的背景下，谈判过程中电解铝厂的议价能力将有望有所体现，将会对现货市场价格形成打压。

图 13: 氧化铝供需平衡预测 | 单位: 万吨



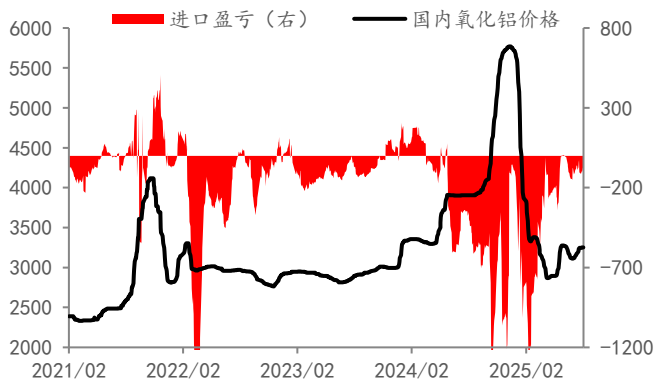
数据来源: 华泰期货研究院

图 14: 氧化铝净进口 | 单位: 万吨



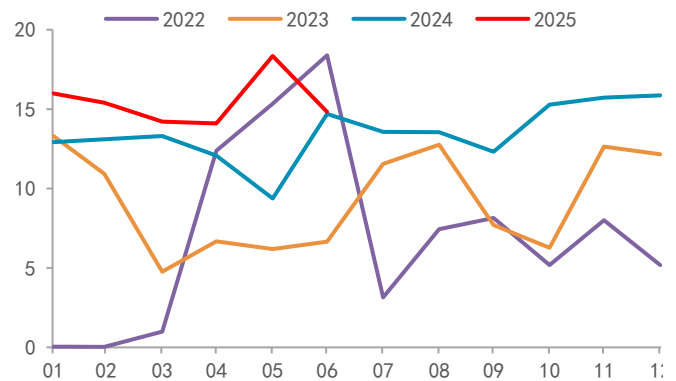
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 15: 氧化铝进口盈亏 | 单位: 元/吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 16: 氧化铝出口俄罗斯量 | 单位: 万吨



数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

结论

6、几内亚矿权扰动更多来源于利益博弈而非限制出口，对中国出口量难有实质性影响。Axis 和 GAC 矿对中国铝土矿进口影响的极限值为 1000 万吨，而增量方面，

几内亚预计贡献 4000 万吨左右增量，非主流矿区贡献 500 万吨左右增量，预计全年进口铝土矿供给增量达到 3500-4000 万吨，叠加国产矿增量，预计中国铝土矿供给增量可达到 4500 万吨左右。全年铝土矿从 2024 年紧缺 1600 万吨转变为 2025 年过剩 800-1000 万吨。

- 7、氧化铝仓单风险在环比减弱，2508 合约对 2509 合约处于几乎平水状态，根据不全面的市场了解，2509 合约可注册仓单 10-20 万吨，从预估仓单注册量方面，2509 合约挤仓风险进一步降低。但当前运费上涨，汽运价格高企，铁路运输时效性下滑，因此预估量最终能否实际变成有效仓单仍需关注。
- 8、电解铝厂内氧化铝库存绝对值相较历史水平仍处于低位，且不同电解铝厂间差异化存在明显，现货市场仍存在刚性采购需求，短期对现货价格形成一定支撑，需要静态过剩量从量变到质变的转化。
- 9、从 6 月开始氧化铝静态供需平衡转为过剩 26 万吨，但相较 700 万吨量级的月度产量，过剩量尚未使得现货市场转变为过剩格局。但下半年氧化铝将持续维持过剩局面，预估单月过剩量可扩大至 50 万吨，随着过剩的累计现货市场供需关系将会发生质的改变。
- 10、冬储对市场供需的影响越来越小，冬储量难以消耗静态过剩量，因此在冬储前现货市场也难以形成供应偏紧的局面。此外每年 11 月开始进入新一年长单签订的谈判期，在氧化铝预期过剩的背景下，谈判过程中电解铝厂的议价能力将有望有所体现，将会对现货市场价格形成打压。

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