



华泰期货  
HUATAI FUTURES

# 几内亚矿复产，氧化铝再平衡下价格推演

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

蔺一杭

☎ 021-60827969

✉ linyihang@htfc.com

从业资格号: F03149704

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

## 报告摘要

几内亚政权趋向稳定政策端发生风险事件概率降低，Axis 矿山的部分恢复开采作为信号，表明当前几内亚仍需以资源出口为主要目标。在不考虑成本问题造成矿山减产的情况下，几内亚矿 2026 年发运量可达到 18000 万吨左右，甚至更多。假设国内氧化铝不出现减产的情况下，2026 年全年进口矿消耗量 2.15 亿吨，叠加其他国家矿供应小幅增长，铝土矿预期供应依旧过剩。

条件 1: 铝土矿价格降至 65 美元/吨，边际最高现金成本 2650 元/吨，按照当前盘面价格推算，氧化铝企业不会面临亏损而减产。即使几内亚亏损矿山全部关停，铝土矿进口量降至 2 亿吨，在消耗 1500 万吨库存后仍有 4000 万吨左右库存，依旧处于安全水平。

条件 2: 铝土矿价格降至 60 美元/吨，几内亚亏损产能 6700 万吨全部停产，中国铝土矿进口量降至 1.65 亿吨，对应氧化铝产量 8700 万吨左右，氧化铝供应依旧全年过剩 200 万吨。

条件 3: 假设因多方面因素影响氧化铝减产至供需平衡，即全年氧化铝产量降至 8500 万吨左右，进口矿的需求量降至 1.5 亿吨，几内亚铝土矿发运量降至 1 亿吨，几内亚铝土矿价格将会降至 55 美元/吨甚至更低，氧化铝盘面的对应价格为 2250-2300 元/吨。

## 风险

- 1、几内亚政策风险
- 2、国内环保等政策风险
- 3、多变贸易环境造成的供应链风险

## 目录

报告摘要 .....	1
几内亚事件梳理—Axis 矿复产为政策导向信号 .....	3
几内亚矿发运量预期 .....	3
中国铝土矿消费分析 .....	4
总结: .....	7

## 图表

图 1: 中国铝土矿消耗 单位: 万吨、% .....	6
图 2: 国产矿产量 单位: 万吨.....	6
图 3: 边际最高现金成本利润 单位: 万吨.....	6
图 4: 锌精矿进口盈亏 单位: 元/吨 .....	6
图 5: 铝土矿总库存 单位: 万吨.....	6
图 6: 港口进口铝土矿库存 单位: 万吨.....	6

## 几内亚事件梳理—Axis 矿复产为政策导向信号

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。

2025 年 9 月，几内亚新成立的宁巴矿业公司 (Nimba Mining SA) 复产预期正持续强化。该公司基于原几内亚氧化铝公司 (GAC) 重组成立，其基础设施完备，码头现货储备充裕，铝土矿库存超百万吨，年产能 1400 万吨以上。近期，该公司迎来新任总经理帕特里斯·勒伊耶 (Patrice L'huilier)，可能是复产的前奏，有消息称其正在寻找下游买家，出售码头库存，而矿山真正重启可能在 10 月份。

2025 年 9 月，几内亚一矿企工会正式提交罢工预告，预告期为 9.15-9.26 日。动因为矿山与采石业集体协议谈判陷入僵局，若预告期间双方未能达成协议，将会实施罢工。

2025 年 11 月，几内亚宁巴矿业 (NMC) 启动铝土矿驳船装运作业，发运此前 GAC 留存的 150 万吨库存

2025 年 12 月，GIC 获准恢复自 2025 年 5 月以来被暂停的运营活动，只要 1.25 亿美元划入几内亚国库，GIC 即可开启采矿活动。

2025 年 12 月，宁巴矿业公司计划本月恢复铝土矿开采，2026 年铝土矿出口目标 1000 万吨，最终增至 1400 万吨。

Axis 矿山的部分恢复开采作为信号，表明当前几内亚仍需以资源出口为主要目标。

## 几内亚矿发运量预期

根据商务部公布数据，2024 年几内亚各矿山总计发运量 14586 万吨，根据海关数据统计 2024 年中国自几内亚进口铝土矿 11020 万吨，占几内亚铝土矿发运量 75%。2025 年在诸多事情干扰下，预计几内亚矿山发运量可达到 16000 万吨，中国进口量占

比达到 90%。

2026 年在不考虑成本问题干扰下，几内亚主流矿山供应同比增量来源于 Axis 和原 GAC 矿山。根据目前情况分析，GAC 矿山一年发运量可达到 1400 万吨，目前由宁巴矿业公司已经开始发运 150 万吨原有库存，矿山开采尚未开始。Axis 矿山全年可发运量达到 4000 万吨，目前消息仅有 GIC 或可即将开始矿山开采活动，而顺达矿业尚未达成协议，虽然消息指引方向倾向于恢复正常开采，预期 Axis 矿 2026 年矿山发运量 2500 万吨。即在不考虑成本问题造成矿山减产的情况下，几内亚矿 2026 年发运量可达到 18000 万吨左右。

表 1: 几内亚矿发运量 | 单位: 万吨

	2023	2024	2025	2026
赢联盟 (SMB)	4879	5505	7100	7500
河南国际	929	1012	950	950
美铝 (CBG)	1690	1575	1800	1800
俄铝 (CBK)		293	380	380
俄铝 (COBAD)		470	650	650
英铝 Alufer (BAM)		209	200	200
阿铝 (GAC) /宁巴	1404	1081	20	1200
中铝	1258	1445	1800	1800
顺达 (AGB2A/SDM)		1970	1600	1800
AGB2A/GIC		351	550	550
国家电投		307	400	400
印度阿夏普拉 (ASHAPURA Boffa Bauxite)		263	300	300
志诚矿业 (Zhicheng Guinée Ming/GBT)		35	100	100
动力矿业 (DYNAMIC MINING)		70	150	200
天山 (Elitie)			50	200
	12659	14586	16000	17830

资料来源: ALD Mysteel 公开数据整理 华泰期货研究院

## 中国铝土矿消费分析

2025 年 1-10 月中国铝土矿进口累计值 1.71 亿吨，其中自几内亚进口 1.27 亿吨，占比 74.2%，预计全年进口量 2 亿吨，其中几内亚 1.45 亿吨，自其他国家进口累计值 5500 万吨，而 25 年预计中国进口铝土矿消耗量 1.8 亿吨，进口铝土矿供应过剩 11.7%。2026 年预计乐观情况下预计自几内亚进口量约 1.7 亿吨，圭亚那和塞拉利昂等其他地区贡献增量 300-500 万吨，即全年进口量可达到 2.3 亿吨左右。

根据阿拉丁数据统计，目前中国铝土矿单月消耗量 2100-2200 万吨左右，其中进口铝土矿消耗量占比 74.7%约 1650 万吨，折算年化铝土矿消耗量约 2 亿吨，2025 年进口铝土矿使用占比持续抬升。据统计 2026 年有 860 万吨氧化铝新增产能计划全部使用进口铝土矿，假设国内氧化铝不出现减产的情况下，2026 年全年进口矿消耗量 2.15 亿吨，铝土矿供应依旧处于过剩状态。

根据阿拉丁成本测算，当 CIF 价格降至 65 美元/吨，几内亚将有 3000 万吨产能面临亏损，当 CIF 价格降至 60 美元/吨亏损产能将扩大至 6700 万吨。

条件 1：铝土矿价格降至 65 美元/吨，边际最高现金成本 2650 元/吨，按照当前盘面价格推算，氧化铝企业不会面临亏损而减产。即使几内亚亏损矿山全部关停，铝土矿进口量降至 2 亿吨，在消耗 1500 万吨库存后仍有 4000 万吨左右库存，依旧处于安全水平，当前氧化铝过剩格局依旧无法改变。

条件 2：铝土矿价格降至 60 美元/吨，几内亚亏损产能 6700 万吨全部停产，中国铝土矿进口量降至 1.65 亿吨，国产矿消耗量保持不变，对应氧化铝产量 8700 万吨左右，氧化铝供应依旧全年过剩 200 万吨。而氧化铝生产边际最高成本降至 2550 元/吨，而由于进口铝土矿供应减少，理应由新增低成本产能投放，而边际高成本地区减产，按照山东地区现金盈亏平衡，广西沿海新增产能存利润，内陆高成本地区呈现减产的局面预估氧化铝现货价格需降至 2450 元/吨，折算盘面价格将降至 2400 元/吨。

条件 3：极端情况假，假设因多方面因素影响氧化铝减产至供需平衡，即全年氧化铝产量降至 8500 万吨左右，进口矿的需求量降至 1.5 亿吨，几内亚铝土矿发运量降至 1 亿吨，几内亚铝土矿价格将会降至 55 美元/吨甚至更低，氧化铝盘面对应价格为 2250-2300 元/吨。

注：1、不同机构对国产矿统计差距较大，在边际变化数据推算方面以 ALD 数据做依据。

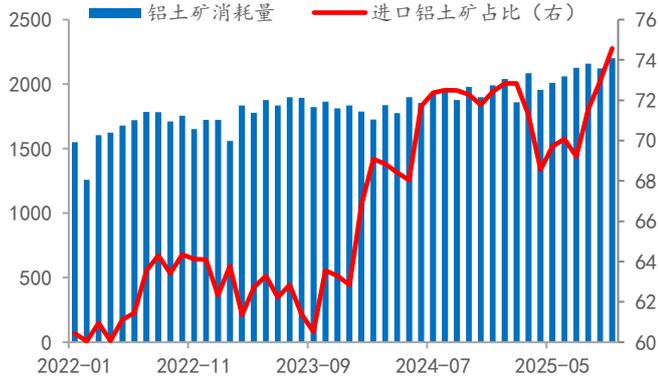
2、假设国产矿消耗量不变，国产矿价格会跟随进口矿价格同步下滑，内陆地区使用国产矿生产成本永远低于进口矿。

3、氧化铝产量的边际变化只考虑沿海低成本进口矿生产产能取代内陆高成本进口矿生产产能，不考虑环保、赤泥、政策等其他因素干扰。

4、进口铝土矿的变量仅考虑几内亚。

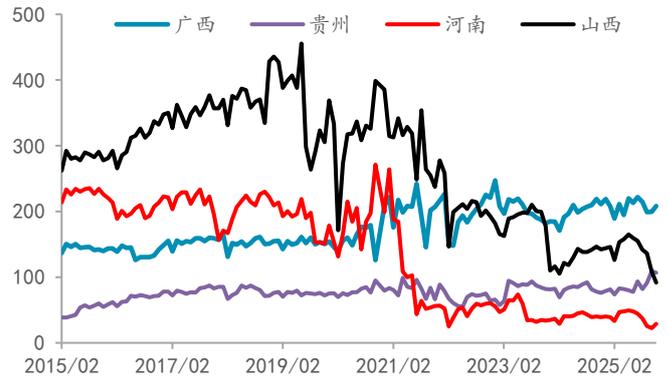
5、海运费长协情况下保持当前情况不变。

图 1：中国铝土矿消耗|单位：万吨、%



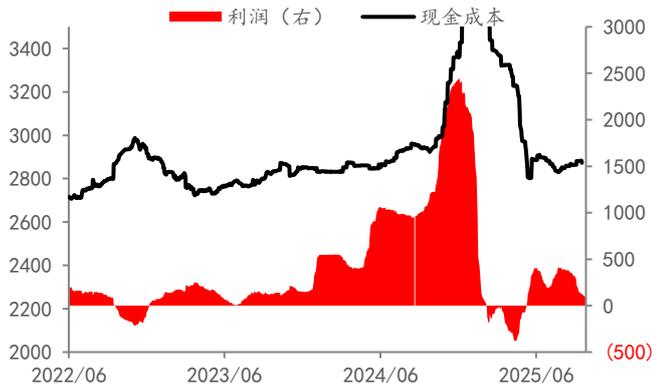
数据来源：ALD 华泰期货研究院

图 2：国产矿产量|单位：万吨



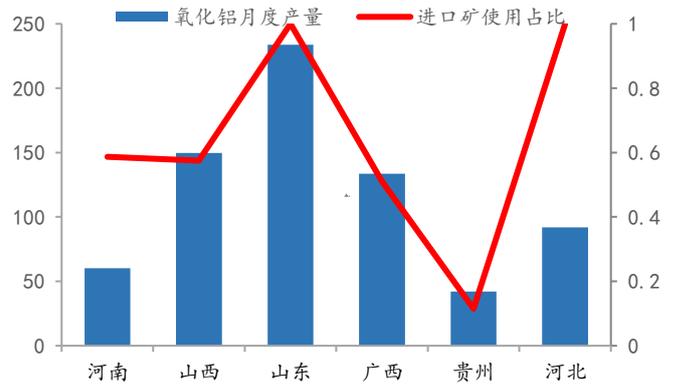
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 3：边际最高现金成本利润|单位：万吨



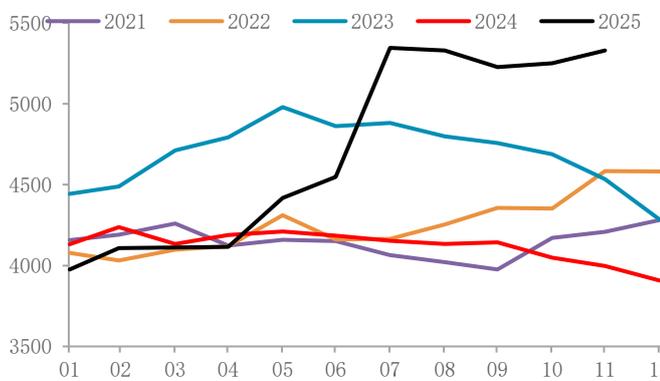
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 4：锌精矿进口盈亏|单位：元/吨



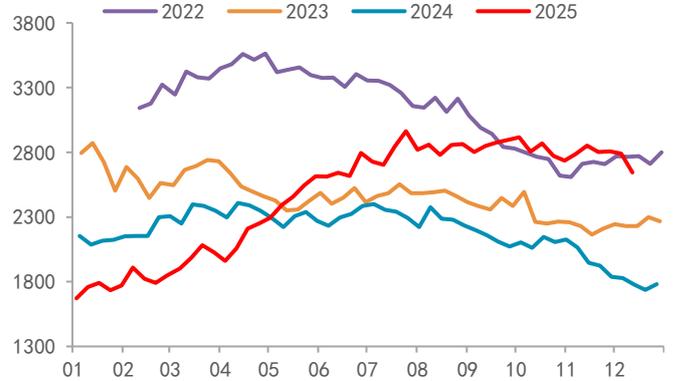
数据来源：SMM ALD 华泰期货研究院

图 5：铝土矿总库存|单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 6：港口进口铝土矿库存|单位：万吨



数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

## 总结：

几内亚政权趋向稳定政策端发生风险事件概率降低，Axis 矿山的部分恢复开采作为信号，表明当前几内亚仍需以资源出口为主要目标，即使发展方向倾向于印尼方式，几内亚想形成国内工业化延申仍需要时间。

氧化铝供应过剩的现实和预期不改，在铝土矿供应过剩的情况下，氧化铝价格回落挤压冶炼厂利润后，压力将会继续向上传导至压低铝土矿价格，直至铝土矿减产。铝土矿减产仍需氧化铝价格回落继续挤压氧化铝企业的生产空间，直至氧化铝减产并扭转过剩格局。

关于上述铝土矿价格对应的几内亚亏损产能为理论值，并不意味着亏损即减产，同样实时海运费的波动也难以及时表现在实际成本的变化中。

## 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](http://www.htfc.com)