



2024年12月15日

风高浪急

攻守兼备

核心观点及策略

- 氧化铝方面，2025年以几内亚为主的矿石主产区产量有较强增加预期，支持国内外氧化铝计划新增产能如期投放，届时全球氧化铝供应偏紧格局改善价格将相应回落。价格节奏我们看好同步国内外新增产能投放节奏，即：2025年一季度氧化铝供应逐步宽松，价格开始缓慢回落；二季度产能投放增加，平衡转向过剩，氧化铝价格加速下行，下半年探底震荡。不过几内亚政局不确定性较高需要及时关注铝土矿动向，对氧化铝平衡判断做实时调整。
- 电解铝方面，国内电解铝产能已基本达峰，2025年新增产能及其有限，预计全球产量增速约2.5%。另外贸易战影响下进口窗口难开，除了俄铝长单之外其他地区铝锭流入国内减少。消费端仍是新能源消费增长弥补传统行业用铝减量的一年，但预计整体消费增速预计略有放缓，供需平衡看好略紧缺。价格走势需注意，铝产量稳定但铝水比例不断提升，铝锭供应相应减少，库存预计常年维持的同期低位水平，容易发生阶段性铝锭紧缺带来价格上行行情。
- 2025年氧化铝运行3500-5000元/吨；沪铝主体运行18500-23500元/吨；伦铝主体运行区间在2400-3000美元/吨。
- 策略建议：电解铝低多思路为主；
氧化铝一季度之后逢高空为主
- 风险因素：欧美陷入衰退、国内政策落地低于预期

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】
84号

李婷

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F031122984

投资咨询号：Z00210404

目录

一、行情回顾：疯狂的氧化铝	5
二、宏观	6
1、海外	6
2、国内	7
三、氧化铝供需格局预计下半年转向	9
1、2024 年供应紧造就强价格	9
2、2025 上半年内外氧化铝产能集中释放，供应转向过剩	10
3、氧化铝预期产能能否达成的关键是矿端释放情况	11
4、氧化铝前高后低，价格低点或有矿石价格支撑	12
四、国内外电解铝供应增量有限	16
1、国内产能接近达峰	16
2、未来几年新增产能都看海外，但投产速度慢	17
五、新能源继续拉动消费，外需增长强于内需	18
1、2025 年铝材出口有一定挑战	18
2、国内终端新能源消费增长弥补传统消费减量	19
3、海外消费富韧性	20
六、2025 年全球铝供需趋紧	23
七、行情展望	23

图表目录

图表 1 沪铝和 LME 走势	5
图表 2 沪伦铝比.....	5
图表 3 LME 升贴水	6
图表 4 氧化铝期货价格.....	6
图表 5 欧、美 GDP 增速.....	8
图表 6 中国 GDP 增速	8
图表 7 美国非农就业人数.....	8
图表 8 欧美 CPI 当月同比.....	8
图表 9 欧美基准利率.....	9
图表 10 中国社零总额.....	9
图表 11 中国固定资产投资	9
图表 12 中国出口累计同比.....	9
图表 13 全球铝土矿储量分布	12
图表 14 海外铝土矿产量.....	12
图表 15 海外铝土矿产量分布	13
图表 16 中国铝土矿产量	13
图表 17 中国铝土矿进口来源分布	13
图表 18 中国铝土矿历年进口	13
图表 19 中国铝土矿进口自澳大利亚.....	13
图表 20 中国铝土矿进口自几内亚.....	13
图表 21 国内氧化铝产能产量.....	14
图表 22 海外氧化铝产量及增速.....	14
图表 23 中国氧化铝进口.....	14
图表 24 中国氧化铝出口.....	14
图表 25 国内各主要省氧化铝成本线.....	14
图表 26 氧化铝平均利润成本利润.....	14
图表 27 国内氧化铝新增产能计划（万吨）	15
图表 28 海外氧化铝新增产能计划（万吨）	15

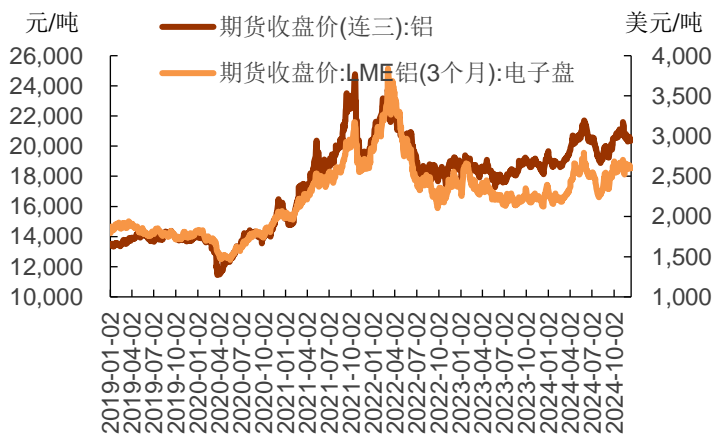
图表 29 几内亚铝土矿产量及预计（万吨）	15
图表 30 国内铝土矿平衡预期（万吨）	16
图表 31 电解铝未来产能增量（万吨）	17
图表 32 海外电解铝新增计划（万吨）	17
图表 33 中国电解铝产量.....	18
图表 34 海外电解铝产量.....	18
图表 35 中国近年铝锭进口量.....	18
图表 36 进口俄铝所占比例.....	18
图表 37 中国铝材出口.....	21
图表 38 房地产施工、竣工面积.....	21
图表 39 中国汽车产量.....	21
图表 40 中国新能源车销量.....	21
图表 41 中国新能源车渗透率.....	22
图表 42 中国电网投资完成额.....	22
图表 43 中国光伏装机量.....	22
图表 44 欧、美、印度近年光伏装机.....	22
图表 45 美国汽车销量.....	22
图表 46 美国新能源车销量.....	22
图表 47 欧洲新能源车销量.....	23
图表 48 新兴国家 GDP 增速.....	23
图表 49 2023-2024 年中国电解铝供需平衡表（万吨）	23
图表 50 近年全球电解铝供需平衡表（万吨）	23

一、行情回顾：疯狂的氧化铝

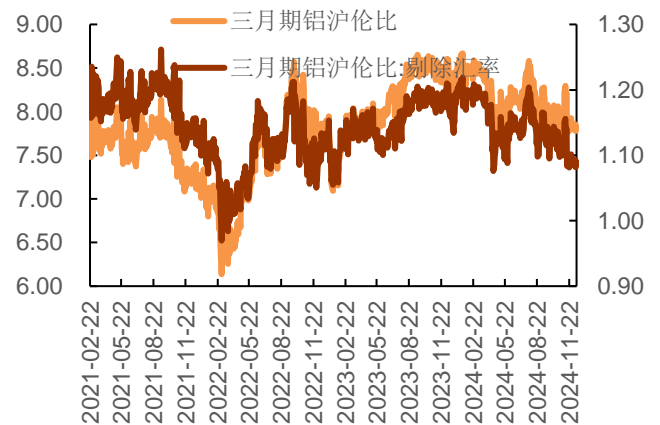
2024 年铝价走出震荡区间并创造了两拨高点，首先年初铝价在 18500 元/吨做震荡之后，伴随美联储降息预期升温，消费逐步回暖，氧化铝价格抬升成本支撑走强等因素共同助推，铝价接连突破压力，高点至 22073 元/吨。虽然其后，七八月伴随宏观预期退潮，季节性消费淡季来临铝价重心又再度回落，但回落后的低点仍然较去年而言有所抬升，在 18781 元/吨。下半年国内众多超预期政策接连出台，宏观情绪再度卷土重来，铝价二度冲刺，至 21767 元/吨，年末保持高位震荡。海外 LME 铝价上半年较国内相对偏弱，重心上移至 2799 美元/吨止步，但下半年特朗普当选，对华铝制品增加关税，及国内铝材出口 13%退税取消的影响下，海外供应紧缺预期走强，伦铝价格一度大幅飙涨，其后亦较国内价格抗跌，下半年持续震荡在 2600 美元/吨一线。

氧化铝方面，国内预计 3 月份将复产的国产矿迟迟未见动静，矿端紧缺国内产能持续受限，同时海外亦接连传出氧化铝供应扰动消息，包括美铝旗下 170 万吨产能、力拓旗下 120 万吨产能、Nalco 旗下 50 万吨产能先后减产，国内和海外氧化铝同时紧张，共同推升氧化铝价格不断新高。下半年氧化铝供应紧张状况非但未能缓解，甚至几内亚矿山再度连续传出扰动消息，加上国内电解铝产能高位运行及冬储需求，氧化铝供应缺口放大，期价又再度蓄力上冲至 5238 元/吨高点，同时氧化铝现货亦涨至 5700 元/吨上方的历史高点。在这样疯狂上涨的局面下市场亦吸引不少投机资金，直至年底，氧化铝期货加权价格始终在 4600 元/吨上方的高价区间做震荡。

图表 1 沪铝和 LME 走势

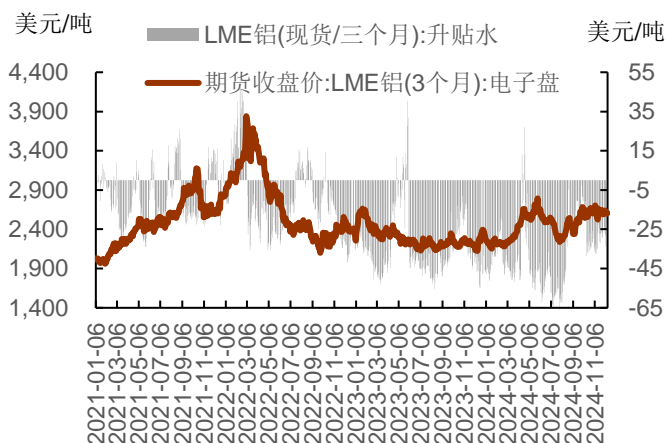


图表 2 沪伦铝比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 LME 升贴水



图表 4 氧化铝期货价格



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、宏观

1、海外

2024年9月美联储在议息会议上宣布，将联邦基金利率目标区间下调50个基点，这是自2020年3月以来的首次降息。随后，在11月初的会议上，美联储又进一步降息25个基点。预计12月还会有一次降息。2024年美联储已经进行了多次货币政策调整，并在降息周期中迈出了重要步伐。对于2025年的降息预期，存在较多不确定性，但市场普遍预期美联储将继续采取宽松政策以应对通胀压力和经济增长情况。

通胀表现上，年5-7月核心CPI环比通胀率大幅下降之后，8-10月的数据稳定在0.28%以上，体现了美国通胀的高粘性。不过在美联储公开表示劳动力市场已经不是通胀主要来源的情况下，支持通胀韧性的动力似乎只剩下房租CPI。考虑到房价和房租的滞后关系，该项目接下来仍将下行一段时间。

就业表现上，从9-11月的美联储会议声明来看，在考虑降息决议中，考虑重点已经从通胀转向就业。10月就业数据剔除场外因素依然下滑意味着就业市场仍在走弱中。

经济表现上，美国GDP环比折年率在今年一季度跌至1.6%后，二三季度迅速回升至3.0%左右的较高增速。前三季度的平均GDP环比折年率仍高达2.5%，仅略低于2023年的2.9%全年经济增速。

2025年美国经济与降息速度，特朗普政策关税等政策实施速度有较大关系。如果2025年美国通胀温和下行、特朗普关税政策不会在2025年全面兑现，美国经济软着陆概率更高。如果美联储接下来降息行动过于迟缓，并未及时抵御就业市场的走弱，那么美国经济也可能走向硬着陆。

欧元区方面，到2024年12月12日，欧元区共进行了4次降息，调整后，欧元区存款机制利率降至3.00%，主要再融资利率降至3.15%，边际借贷利率降至3.40%。通胀数据看，

欧元区 10 月 CPI 环比初值录得 0.3%，预期 0.2%，前值-0.1%；CPI 同比初值录得 2%，预期 1.9%，前值 1.7%；核心 CPI 同比初值录得 2.7%，预期 2.6%，前值 2.7%。总体欧洲通胀回落但仍有粘性，对于通胀率，欧洲央行预计 2024 年总体通胀率为 2.4%，2025 年为 2.1%，2026 年为 1.9%，2027 年为 2.1%。剔除能源和食品后的核心通胀率预计也将逐渐下降。经济表现看，2024 年欧洲经济在多重挑战下仍然实现了温和增长，欧洲央行预计欧元区 2024 年的 GDP 增长率为 0.7%，预计欧元区 2025 年的 GDP 增长率为 1.1%。2025 年，尽管经济增长预期有所上升，但总体经济形势偏弱，且保护主义势力有所上升。

2、国内

2024 年经济总体回升向好。今年前三季度，在面临复杂严峻的国际形势背景下，我国 GDP 同比增长 4.8%，其中三季度环比增长 0.9%，实现环比增速连续九个季度正增长，9 月下旬以来，一揽子逆周期调节政策相继出台、力度空前，政策重心聚焦经济发展，围绕地方政府债务、房地产、股市、消费等重点领域加快布局，积极因素持续积累，市场信心明显改善。

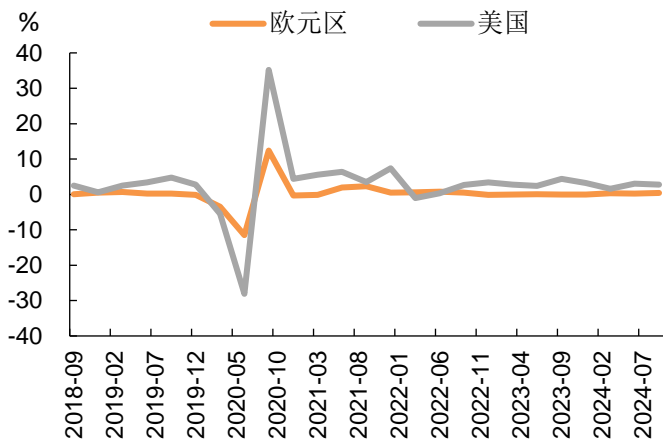
消费方面，“以旧换新”效果明显，1-10 月，社零累计同比增长 3.5%，较 1-9 月提高 0.2 个百分点。服务消费较快增长。1-10 月，餐饮收入同比增长 5.9%，服务零售额同比增长 6.5%，分别高出商品零售 2.7、3.3 个百分点。1-10 月，新能源汽车销量累计同比增长 33.9%，市场占有率达到 39.6%，连续四个月国内零售渗透率超过 50%。投资方面，属于平稳增长。1-10 月，全国固定资产投资同比增长 3.4%，连续三个月保持稳定增长。制造业投资快速增长，1-10 月制造业投资同比增长 9.3%，较 1-9 月份上升 0.1 个百分点，高出全部固定资产投资 5.9 个百分点。出口表现亮眼，受极端天气等影响，9 月出口同比增速降至今年目前为止次低点 1.6%。但在全球贸易增速放缓背景下，10 月我国出口增速仍回升至 11.2%，比上月加快 9.6 个百分点，远超市场预期。

政策方面，财政政策上，11 月 8 日，十四届全国人大常委会批准新增 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。货币政策方面，11 月 11 日，国务院关于金融工作情况的报告提出，下一步将加大货币政策逆周期调节力度，为经济稳定增长和高质量发展营造良好的货币金融环境。坚持支持性的货币政策立场，加大货币政策调控的强度，提高货币政策调控的精准性有效落实存量政策，加力推动增量政策落地见效。降息方面，截至 2024 年 11 月，央行共进行了 3 次降息操作，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别累计调降 35 和 60 个基点，还降低了存量房贷利率平均 0.5 个百分点左右；降准方面，央行分别于 2 月和 9 月下调金融机构存款准备金率，年内共调降 1 个百分点，释放流动性约 2 万亿元，央行此前表示年内还将视市场流动性情况，择机降准 0.25-0.5 个百分点。此外，今年以来我国货币政策框架也在不断优化，比如 7 天期逆回购利率替代 MLF 成为主要政策利率、增加午后临时隔夜正、逆回购操作、开展公开市场国债买卖、买断式逆回购等。

2025 年一揽子政策持续释放之下，国内经济预计回稳向上趋势延续，但考虑到外部冲

击的不确定性，要达到经济增速 5%左右的目标还需要政策配合支持。逆周期调节的政策组合认为将是扩张型刺激与风险防控。2025 年，财政政策将更加给力，较 2024 年进一步上调的可能性较大。2025 年预计继续降准，目前国内物价仍处于低位，明年降息仍有可能。

图表 5 欧、美 GDP 增速

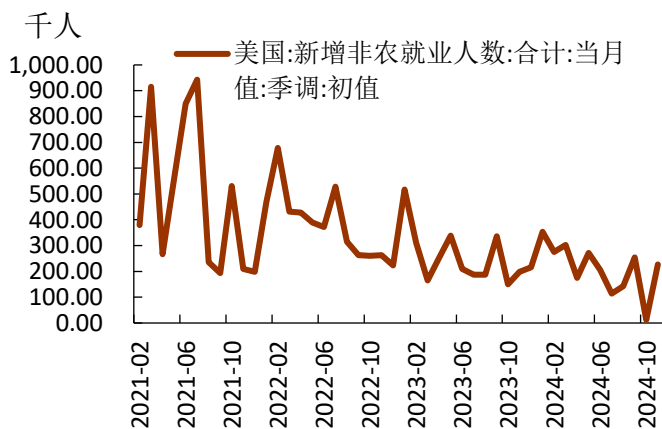


图表 6 中国 GDP 增速

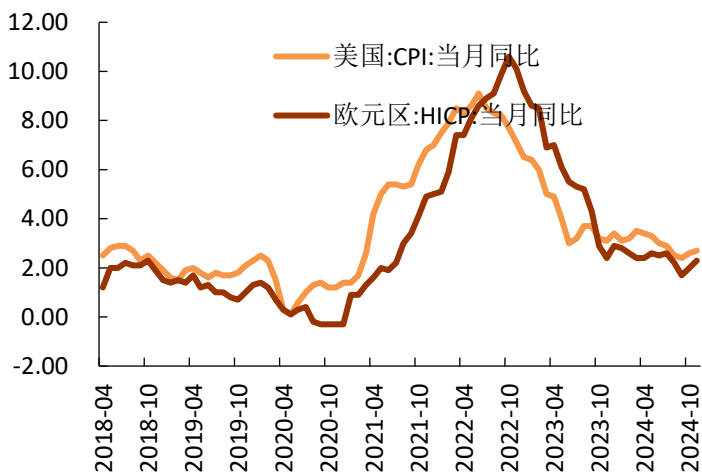


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 7 美国非农就业人数

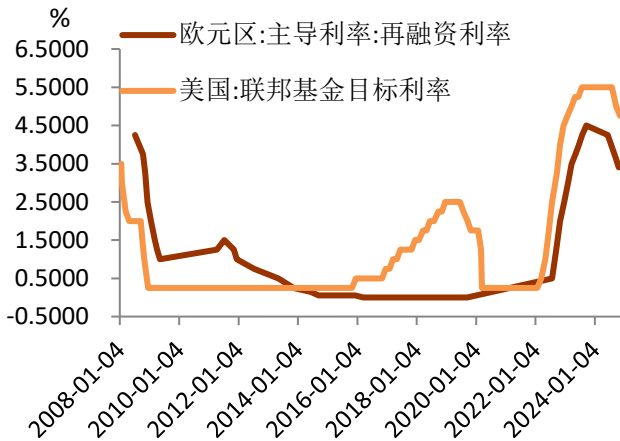


图表 8 欧美 CPI 当月同比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 欧美基准利率

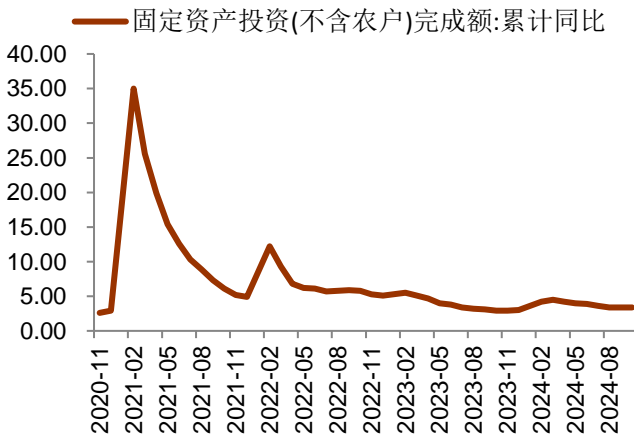


图表 10 中国社零总额

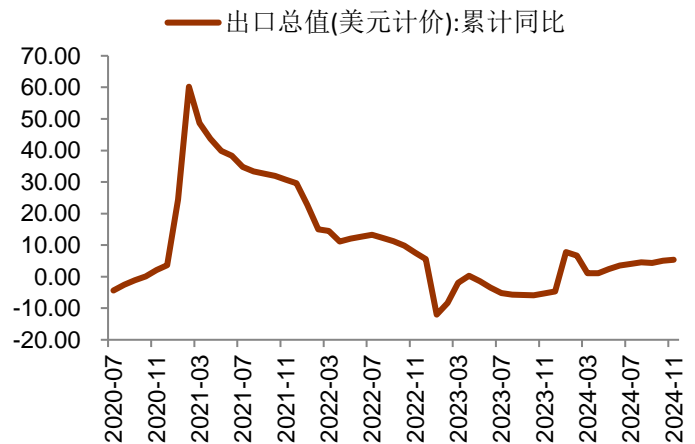


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 中国固定资产投资



图表 12 中国出口累计同比



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

三、氧化铝供需格局预计下半年转向

1、2024 年供应紧造就强价格

2025 年氧化铝一路飞涨, 国内现货价格甚至超越 2018 年“海德鲁事件”时期的价格, 创下历史新高, 且高价时间较此前任何一次价格暴涨都持续的更长。价格如此强势主要因为国内矿石短缺, 氧化铝产能无法全部开启, 到 2024 年 10 月底我国氧化铝建成产能 10402 万吨, 开工产能 8815 万吨, 且 1-9 月份我国开工产能基本都维持在这个水平, 限制产能共 1600 万吨, 其中有一半产能通过补充矿石可以开启。

国内铝土矿紧缺并不是今年才开始, 矿石储量已经连续几年不断下滑, 从 2016 到 2025 年铝土矿储量年复合增长率预计为-3%。矿端平衡也自 2022 年, 中国铝土矿供应由过剩转为短缺。国产矿储量下滑过程中, 国家对铝土矿开采相关的政策逐步收紧, 对国产铝土矿

生产影响是最直接的，2006 年开始国产矿政策不断收紧，直至现在预计未来国产矿也难有放松。根据有色网数据 2024 年 1-10 月国产铝土矿产量 4802.28 万吨，同比减少 14.39%。

国产铝土矿不断减少之下，国内对进口矿用量不断提升，2024 年我国铝土矿对外依存度 73.3%，这个依存度数字在 2023 年是 68.3%，一年时间提升了 5 个百分点，预计 2025 年这一数字还将继续上升 1%左右。根据海关数据，2024 年 1-10 月，我国进口铝土矿总量 13182.27 万吨，同比增加 11.89%。我国进口铝土矿来源国非常集中，70%来源于几内亚，22.2%来源于澳大利亚，剩下 7.8%来源于土耳其、马来西亚、黑山等。

2024 年进口矿增幅已经较大的情况下，矿石仍然不足，原因主要是国内不同氧化铝企业的采购策略各异，导致矿石储备出现分化。以中铝桂桥为例，其通常在年初签订长期合同，矿石供应相对稳定；而一些氧化铝企业则依赖国产矿，进口矿的采购则是根据需求临时决定，这使得在进口矿发运减少时，供应保障受到影响。而几内亚铝土矿开采又受到季节性雨季影响明显，每年 5-9 月产量发运受阻，无法短时间快速提升供应。同时使用国产矿及进口矿存在技术差异，氧化铝厂需要技改才能改变矿石用料，三者因素共同制约之下，2024 年矿石整体都显得较为紧缺。

国内矿端紧缺至氧化铝强势的同时，海外矿石和氧化铝产能端的供应干扰也不断。回顾 2024 年海外发生的供应事件：2024 年 1 月，由于矿石品位下滑及设备老旧成本高企等问题，美铝宣布二季度开始全面削减其在澳大利亚的氧化铝厂 Kwinana，影响达 170 万~180 万吨产能；2024 年 3 月，澳大利亚昆士兰州天然气管道发生火灾，工业用气受到影响，力拓旗下两家氧化铝厂 Yarwun、Queensland 被迫减产 120 万吨，计划复产时间从最初 6 月推迟到年底；2024 年 4 月，Nalco 旗下位于印度的 Damanjodi 氧化铝厂焙烧产能受限，影响 50 万吨左右产能；2024 年 7 月，牙买加世纪铝业遭受飓风影响，企业生产正常但发运受到限制；2024 年 9 月，印度暴雨导致韦丹塔氧化铝厂的赤泥库泄漏而遭到当地村民抗议，企业表示目前生产正常，但市场对后续表示担忧；2024 年 10 月，EGA 在几内亚矿山 GAC 出口受阻，若短期未能顺利解决，则中东地区的氧化铝厂 Al Taweelah 存在减产风险，加重了市场对后续供应紧张的担忧。增量方面，2024 年海外仅有韦丹塔 4 月份投产 150 万吨，且实际投产进度远不及市场预期，海外氧化铝价格一路狂飙至 800 美元/吨附近。尤其 9 月份以后，由于国外氧化铝价格加速上行，出口窗口打开，国内氧化铝开始出口。到 10 月份累计看，国内氧化铝变为净出口国，这是继 2018 年“海德鲁事件”之后第二次国内氧化铝进出口。根据海关数据显示，2024 年 1-10 月累计净出口 10.07 万吨。

2、2025 上半年内外氧化铝产能集中释放，供应转向过剩

国内矿石资源枯竭，后续国内新投产能几乎都向沿海港口便利地点转移。且前文我们提过，由于国内矿石与进口矿石在铝硅比上的差异，导致了生产工艺的不同，外矿资源并不能完全替代内矿，国内生产线的前期却国产矿的产能预计依然受限。

2025 年国内氧化铝计划新投产能共 1320 万吨。其中广西华昇二期剩余的 100 万吨产能

计划 1 月投产；魏桥沾化计划 400 万吨，有 100 万吨于 2024 年 10 月份投产，2025 年 1 月预期产出；防城港中丝路于 2023 年底动工，预计 2025 年中期投产；广投北海环评通过，一期 200 万吨于 2023 年 2 月 10 日开始动工，计划于 2025 年二季度投产；广西东方希望一期 240 万吨于 2023 年 7 月 12 日开始动工，计划于 2025 年 10 月投产；河北文丰项目总规划产能 480 万吨，目前已在建设当中，计划分别于 2025 年上半年及下半年各投产 120 万吨；山东创源的 100 万吨新增产能计划于 2025 年二季度投产。

与国内增长格局相似，海外力拓澳大利亚氧化铝厂减产产能 11 月底宣布取消不可抗力，预计 2025 年初恢复正常，印尼曼帕瓦 SGAR 项目一期 100 万吨 2024 年 9 月进入试生产阶段，预计明年一季度末正式投产运行，锦江集团印尼 BAP 项目 100 万吨预计明年上半年投产，韦丹塔扩产 150 万吨产能尚未达到预期，且后续还有 150 万吨扩建项目待投。

总体，2025 年国内外新增氧化铝产能约 1845 万吨。其中，一季度国内（200 万）+ 国外（复产及新增合计 220 万）共 420 万产能增量，二季度国内（660 万）+ 国外（复产及新增 100 万）共 760 万产能增量。全球氧化铝计划产能增量绝大部分集中在上半年，因此供应增量预计从一季度开始释放，届时氧化铝供应紧张情况将得到缓解，而到二季度氧化铝供应逐步重新转向过剩。

3、氧化铝预期产能能否达成的关键是矿端释放情况

氧化铝的供应瓶颈主要来自于矿端紧缺，2025 年新增产能虽多，但也需要矿石供应配合才可以解决氧化铝供应瓶颈问题，所以矿端供应宽松与否是老产能能否延续开工，新产能能否如期投放关键。

从全球储量及产量来看，铝土并不紧缺，据美国地质调查局数据，全球铝土矿储量在 300 亿吨，基础资源保有年限接近 100 年，从 2024 年全球铝土矿供需平衡数据上看，因中国是铝土矿消费大国，海外是生产大国，仅看海外矿端供应过剩 19656.67 万吨，加上中国之后的全球矿端平衡 2023 年为过剩 3167.67 万吨。

2025 年海外铝土矿产量预计 39473 万吨，增幅 8.6%。海外铝土矿主要产区集中在几内亚和澳大利亚，占比都在 32%。澳大利亚矿石相对稳定，近几年几内亚建厂增加，当地矿产增幅剧烈，根据 2025 年新增矿山项目和老矿山释放增量合计几内亚铝土矿产量约 16900 万湿吨，增量在 2400 万湿吨，出口量有望增 1500 万吨。

2024 年 1-10 月国内矿石供应较去年减量 807.45 万吨，预计 2024 年全年减量约 860 万吨至 5690 万吨。国产矿新增审批仍非常严格，2025 年仅有少量新增矿山项目，合计产能 480 万吨，其他原本停产矿山能否重开仍未可知，按照环保政策依然偏紧预期，2025 年国内矿石产量微增，供应总量预计在 5900 万吨。

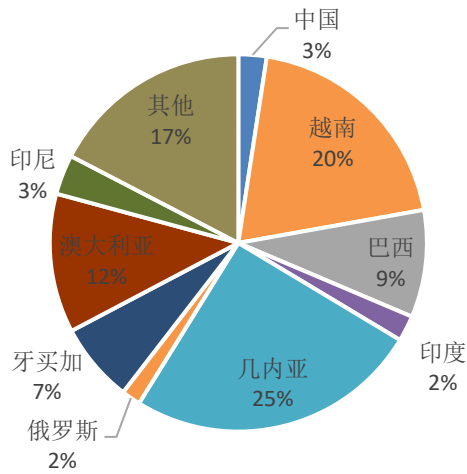
按照 2025 年氧化铝产能预期，国内氧化铝产量约 8600 万吨，海外氧化铝产量约 5994 万吨。矿石需求在 41000 万吨，而全球铝土矿供应约 45373 万吨，铝土矿供应匹配上来说是过剩的。理论上能够支持氧化铝计划产能顺利投产。

但需要关注到供应增量过于集中带来的当地政策的不确定性增强。2024年10月GAC铝土矿停产事件引发了市场的广泛关注，背后是几内亚政府对该矿的强硬措施。目前GAC与几内亚政府的谈判陷入僵局，政府可能在未来几周或几个月内收回采矿许可证。如果许可证被取消，GAC的1000万吨减量将成为长期问题。所以供应增量及平衡预期虽然尚好，供应预期也比较过生，但不确定因素较多，平衡容易受实时政策影响。因为有了政策的不确定，矿端的平衡既过剩又脆弱。

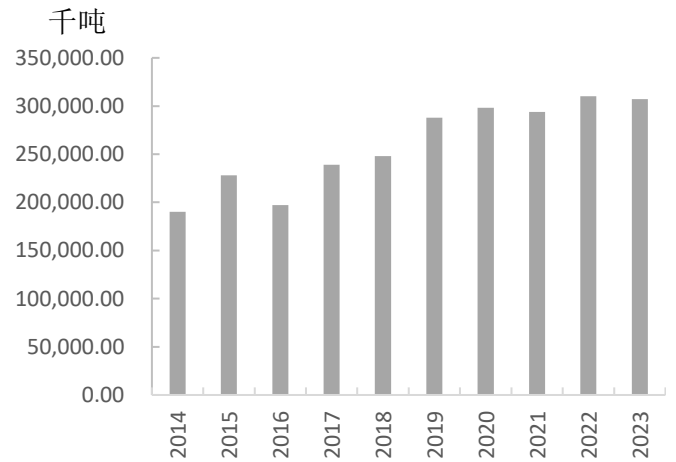
4、氧化铝前高后低，价格低点或有矿石价格支撑

基于前文我们对氧化铝供应预期为一季度供应紧张缓解，二季度逐步转为过剩的情况，预计氧化铝价格前高后低，走势趋势为，一季度仍在高位震荡于4500-5500元/吨，二季度逐步走弱并在年终探底，全年价格低点需要关注新投产进度，如果全员如期顺利投产，过剩剧烈，价格向下探幅度较深，关注山西地区成本线。如果一半投产，氧化铝紧张情况缓解，则会给到氧化铝行业部分利润，参考2024年氧化铝3-9月的利润500-1000元的利润空间，预计氧化铝价格将在3500-4000元/吨。

图表 13 全球铝土矿储量分布

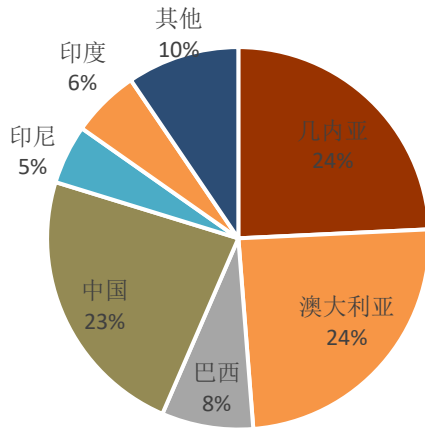


图表 14 海外铝土矿产量

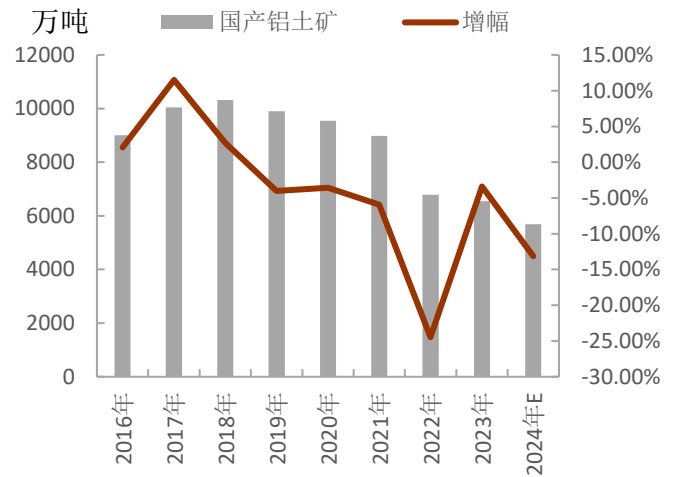


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 15 海外铝土矿产量分布

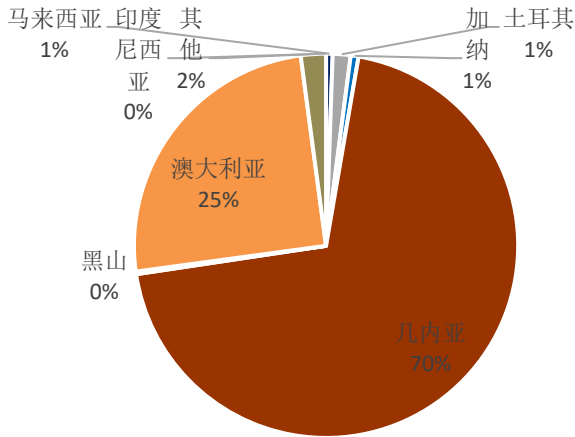


图表 16 中国铝土矿产量

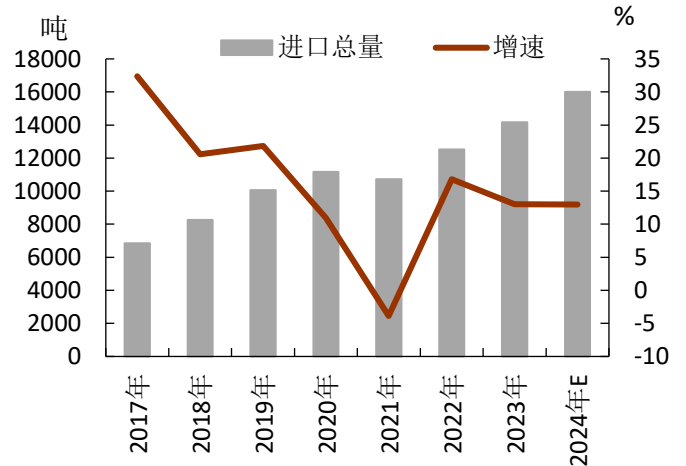


资料来源：iFinD, SMM, 铜冠金源期货

图表 17 中国铝土矿进口来源分布

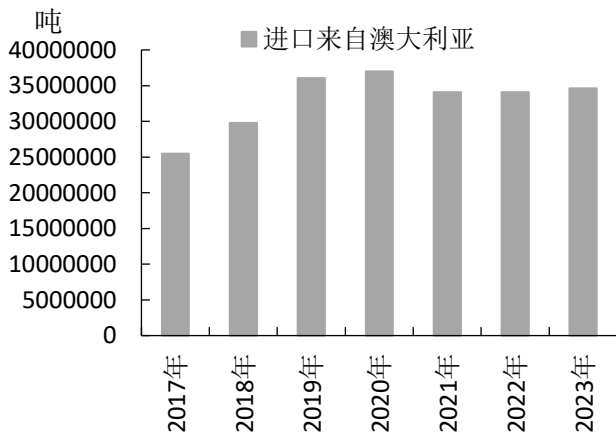


图表 18 中国铝土矿历年进口

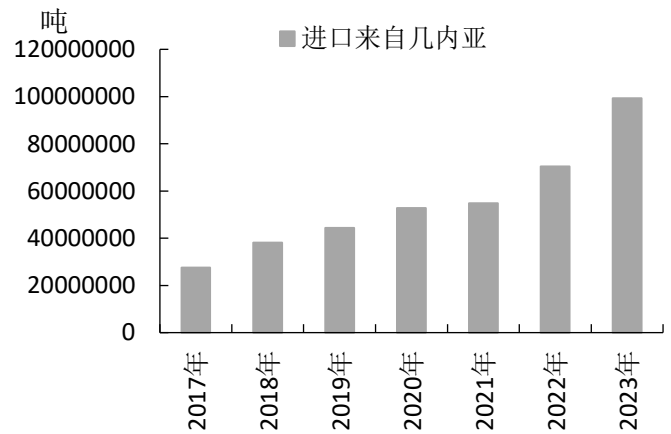


资料来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表 19 中国铝土矿进口自澳大利亚

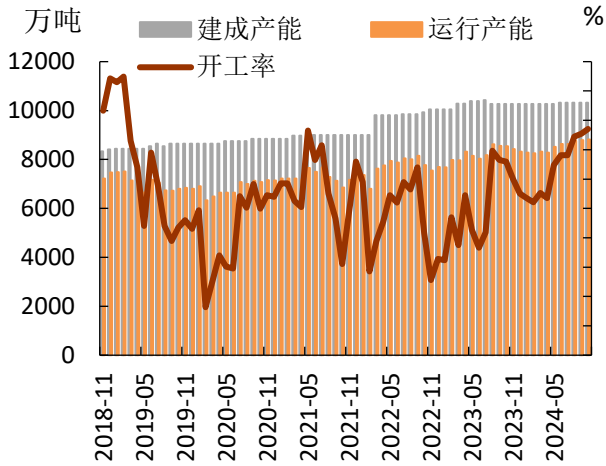


图表 20 中国铝土矿进口自几内亚

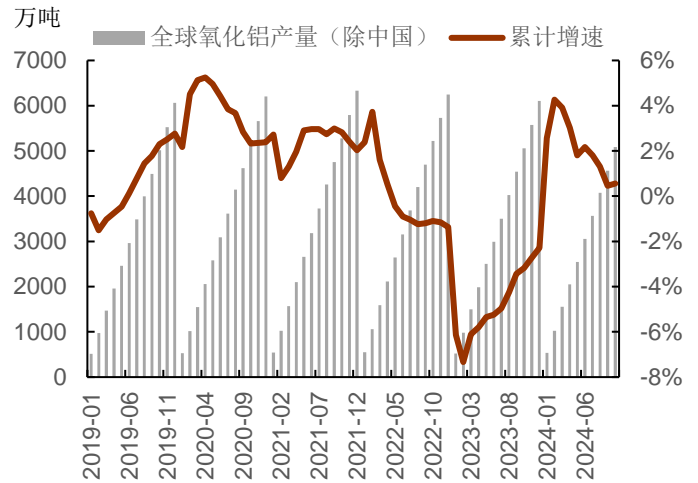


资料来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表 21 国内氧化铝产能产量

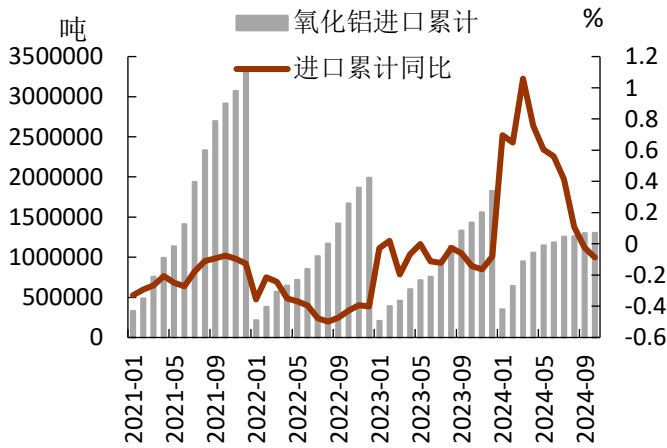


图表 22 海外氧化铝产量及增速

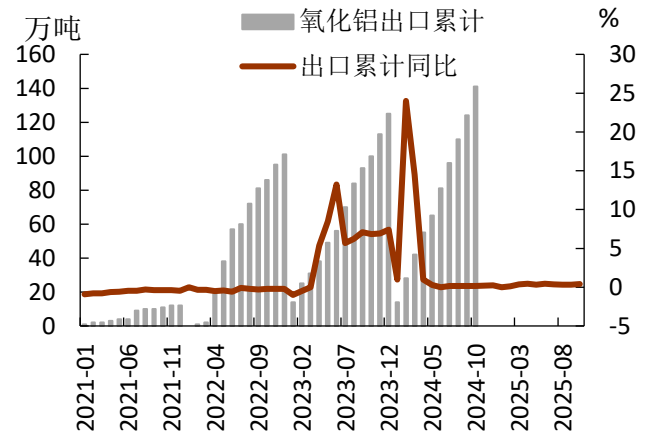


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 中国氧化铝进口

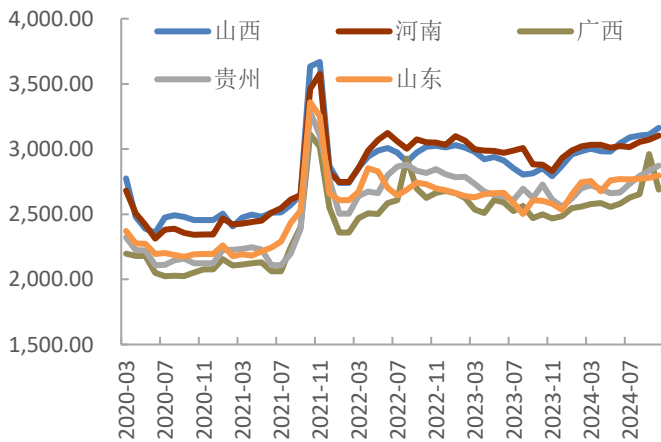


图表 24 中国氧化铝出口

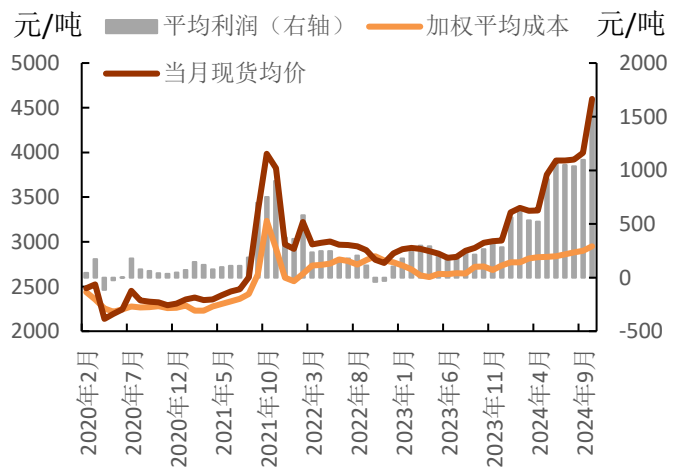


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 25 国内各主要省氧化铝成本线



图表 26 氧化铝平均利润成本利润



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 27 国内氧化铝新增产能计划（万吨）

企业名称	计划新建	2024 年	2025 年			2026 年及远期
			一季度	二季度	下半年	
博赛九龙万博	60	60				
广西 华晟新材料	200	100	100			
广投北海绿色生态铝项目	400			200		200
防城港中丝路新材料	240			240		
广西东方希望	480				240	240
河北文丰新材料	480			120	120	240
魏桥集团沾化	400	100	100		200	
山东创源新材料	100			100		
合计		260	1420			680

资料来源：SMM，安泰科，百川盈孚，铜冠金源期货

图表 28 海外氧化铝新增产能计划（万吨）

国家	企业名称	计划新建产能	2024 年投产	2025 年投产	2026 年及远期
印度	韦丹塔	300	150	150	
印尼	曼帕瓦 SGAR	200		100	100
印尼	晋江集团 BAP	450		100	350
印度	Hindalco	200			200
越南	林同	75		75	
印尼	天山	200			200
印尼	南山二期	200			200
俄罗斯	俄铝	240			240
合计		1865	150	425	1290

资料来源：SMM，铜冠金源期货

图表 29 几内亚铝土矿产量及预计（万吨）

	2022 年	2023 年	2024 年 E	2025 年 E
矿山 A	1828	1689	1500	1600
矿山 B	83	278	300	300
矿山 C	323	208	400	300
矿山 D	1552	1397	1400	1400
矿山 E	0	305	200	300
矿山 F	998	929	1000	1200
矿山 G	3638	4879	5300	6000
矿山 I	313	315	300	300
矿山 J	0	35	300	1000
矿山 K	97	818	1800	2000
矿山 L	1355	1278	1400	1400
矿山 M	166	444	400	500
矿山 N	0	38	0	0
矿山 O	0	15	0	0
矿山 P	0	10	0	0
矿山 Q	0	0	0	0

矿山 R	0	0	100	200
矿山 S	0	0	50	300
矿山 T	0	0	50	100
合计	10353	12638	14500	16900
增量		2103	1862	2400

资料来源：SMM，铜冠金源期货

图表 30 国内铝土矿平衡预期（万吨）

	氧化铝产量	矿石需求量	国产矿供应	进口矿供应	矿石总供应量	平衡
2020 年	6831.14	17760.96	9544.81	11159.35	20704.16	2943.20
2021 年	7328.60	19054.36	8976.83	10727.06	19703.89	649.53
2022 年	7757.30	20168.98	6780.56	12528.98	19309.54	(859.44)
2023 年	8107.20	21078.72	6551.63	14161.33	20712.96	(365.76)
2024 年 E	8472.00	22027.20	5690.00	16000.00	21690.00	(337.20)
2025 年 E	8700.00	22620.00	5900.00	17500.00	23400.00	780.00

资料来源：SMM，百川盈孚，铜冠金源期货

四、国内外电解铝供应增量有限

1、国内产能接近达峰

2024 年中国电解铝供应增速并不低，因为从 4 月开始云南复产之后，电解铝产能基本维持高位运行。1-11 月电解铝产量累计 3939.5 万吨，同比增加 4.36%。2024 年全年预计在 4310 万吨，比去年增加 4.2%。

当年电解铝运行产能超 4350 万吨，距离天花板产能不到 150 万吨，未来三年电解铝产能计划增量在 76 万吨。根据安泰科统计，2025 年出去置换产能，真正的新增产能只有 10 万吨，我们照此测算，2025 年产量预计 4394 万吨，增幅 2%。同时也需要注意近几年铝水比例不断走高，2024 年供应增速高的同时铝水比例也处高位。近几年行业铝水比例复合增长率在 2.02% 左右，尤其 2023 年开始铝水比例明显提升。按照 2024 年铝水比例测算，铸锭量大约在 1000 万吨以下，这是 2024 年铝锭库存一直较低的重要原因之一。2022 年工信部提出要求，铝行业 2025 年铝水比例要达到 90%，照此未来铝铸锭量会进一步减少。但因此又将派生出比较多问题，例如可交割量减少，容易发生逼仓事件，铸锭量少，利润也容易集中在电解端。

进口方面，俄铝长单流入加上 2024 年铝锭进口窗口上半年较长时间打开，1-10 月份国内原铝净进口约为 173.5 万吨，增幅 64%，预计 204 年全年净进口 200 万吨左右。2025 年我们预计净进口减少至 150 万吨。主要因为贸易战海外价格将表现强势，同时美指强势人民币贬值，进口窗口难再打开。

照以上产能产量及进口推算，2025 年国内供应（产量+净进口）4544 万吨，增速预计 0.8% 左右。加上铝水比例高位，或者继续走高，铝锭库存量预计长时间将处于同期历史低位附近。

2、未来几年新增产能都看海外，但投产速度慢

2024 年国外产能减多增少，新增产能仅华青的 25 万吨，新西兰 NZAS 及马来西亚铝厂皆有 35 万吨和 10 万吨产能减产，所以整体海外产量较前增幅有限，2024 年 1-10 月除中国以外的电解铝产量 2443.8 万吨，增幅 1.2%。

2025 年海外电解铝预计将增产 110 万吨。其中 75 万吨集中在印尼，占比 67%。远期，820 万吨产能中的 450 万吨将在印尼投产，占比 55%。但是印尼的地域特点多岛屿运输不便和文化以及工业发展速度较慢，都限制其电解铝发展速度。其他比较合适的资源禀赋较好的中亚、中东、北非等地区因为工业化较慢，冲突较多无法顺利进行建厂投产，因素全球电解铝供应大规模增长还需时日。

对 2025 年海外产量预期大约在 3040 万吨，增速 3.3%。

2025 年全球电解铝供应总量在 7434 万吨，增速 2.5%，增速有限。

图表 31 电解铝未来产能增量（万吨）

	2025 年	2026 年	2030 年	是否需要产能置换
中铝青海	10			是
鸿骏二期		35		否
海源绿能			11	否
天山铝业			20	否
合计	10	35	31	

资料来源：安泰科，铜冠金源期货

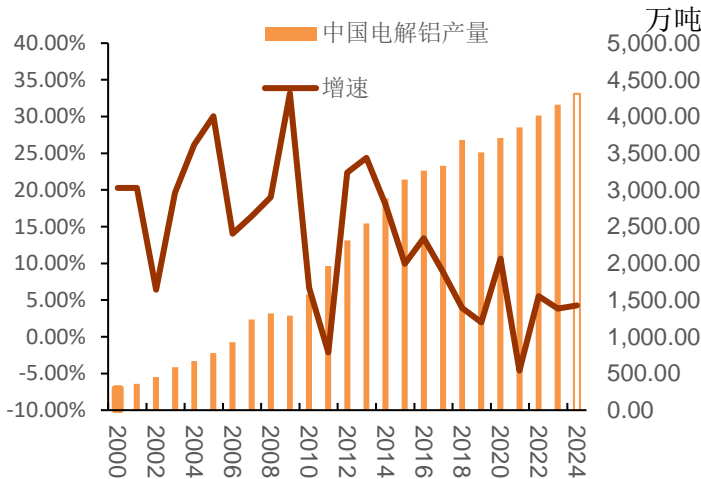
图表 32 海外电解铝新增计划（万吨）

年份	地区	企业	产能	合计
2024 年	俄罗斯	俄铝	13	28
	印尼	华青	15	
2025 年	印尼	力勤魏桥	25	111.5
		华青	25	
		阿萨汉	25	
	西班牙	美铝	21.5	
		陈红泉	15	
远期规划	印尼	华青	125	819
		力勤魏桥	125	
		南山	100	
		天山	100	
	俄罗斯	俄铝	33	
	伊朗	加迪尔	70	
	埃及	埃及铝业	25	
	印度	韦丹塔	41	
	巴林	阿尔巴	54	

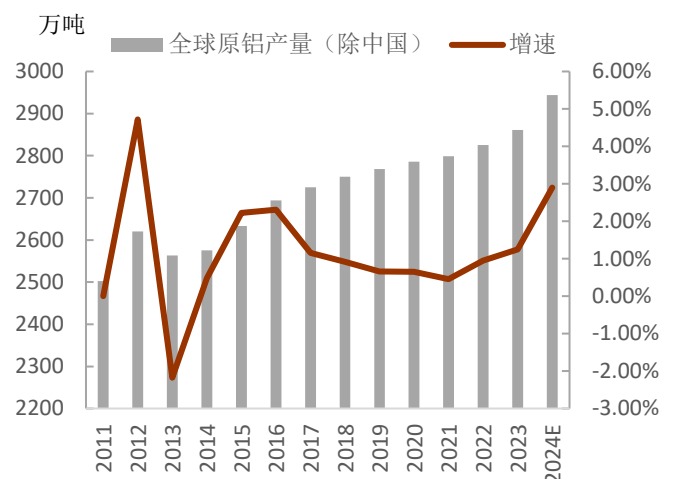
	加拿大	力拓	16
	越南	陈红泉	30
	马来西亚	博赛	100

资料来源：SMM，安泰科，百川盈孚，上海钢联，铜冠金源期货

图表 33 中国电解铝产量

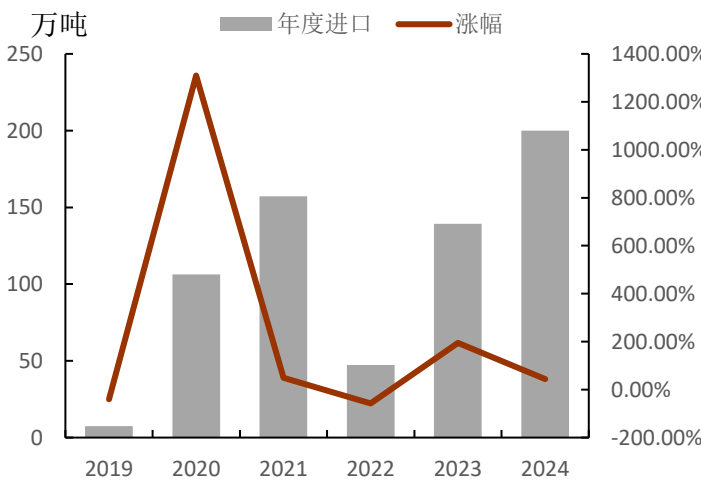


图表 34 海外电解铝产量

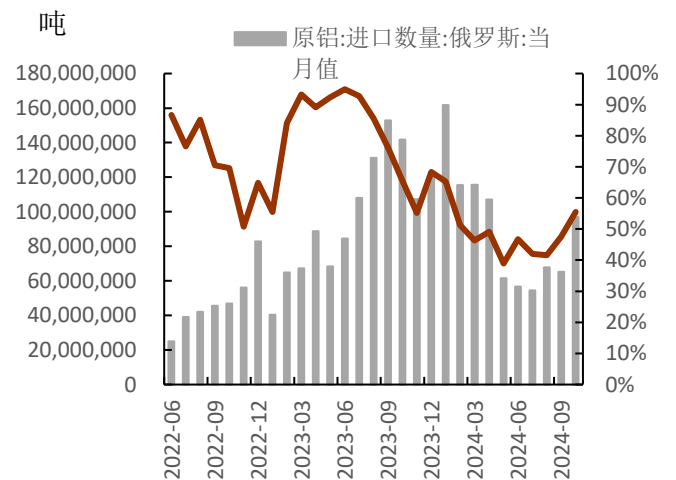


资料来源：百川盈孚，iFinD，铜冠金源期货

图表 35 中国近年铝锭进口量



图表 36 进口俄铝所占比例



资料来源：百川盈孚，iFinD，铜冠金源期货

五、新能源继续拉动消费，外需增长强于内需

1、2025 年铝材出口有一定挑战

2024 年 1-10 月我国铝材出口量尚可在 549 万吨，增速 16.9%。2025 年铝材出口有一定挑战：13%出口退税取消，美国加关税。首先取消铝材的出口退税，对净利率仅为 10%左右的企业压力较大。短时间出口会有一定影响，但海外供应偏紧，国内外价差拉开之后，国内铝材优势回归，出口仍会达到新平衡，除非海外消费明年负增长。美国对华铝材增加关

税方面，2017 年美国是中国铝材出口第一大目的国，历年双反调查等贸易战博弈之后，2023 年，中国向美国出口铝材 23.6 万吨，仅占中国出口总量的 4.5%。美国对华铝材加关税的影响有限。但需要关注美国是中国铝制品第一大进口国，其占中国出口总量的比重基本在 15%-20%之间。虽然目前美国尚未对中国铝制品设置贸易壁垒，但需要警惕。另外，欧洲占比在 25%左右。欧洲对中国铝材出口所设置的障碍也不遑多让。总体看，短时间的中国铝材出口会受到一定影响，但中国仍是全球第一大铝生产国和消费国。中国生产全球近 60%的原铝，在海外供应受限的情况下，中国铝及相关制品是海外市场的必然选择，只是贸易流向的重新塑造过程需要一定时间，铝材出口 2025 年可能前低后高逐步上升。

2、国内终端新能源消费增长弥补传统消费减量

2024 年国内铝消费增长仍集中在新能源行业，全球光伏装机和新能源汽车渗透率逐年增长，带动电力和交通板块用铝量上行，弥补传统行业用铝减量，2024 年国内电力及交通板块总用铝量同比增长 7.5%，占国内总用铝量的 46.3%。2025 年这两部分用铝总量看好继续增长约 4%，建筑板块用铝占比则继续下降将近 1 个百分点。

2024 年以来销售、新开工、资金来源及投资等多维度指标均保持低位运行，地产需求明显下行，根据爱择调研测算 2024 年房地产用铝量下降 9.93%至 1110 万吨。不过国家 5 月 15 日推出包括降低首付比例下限、取消首套和二套房贷利率下限、降低公积金贷款利率、设立 3000 亿元保障性住房再贷款支持各地收购房企已建成未出售的商品房等政策之后，又在 9 月底再度推出系列新政：9.24 “央行新政”、9.26 政治局会议“止跌回稳”的导向、9.30 一线城市限制性政策优化调整等，地产新政带来一定好转迹象，但市场尚未摆脱颓势。向后看，2025 年，在美国降息之后，国内财政、货币政策转向、政府购买存量房已被提上日程，后续的政策尚未出尽，仍有优化空间，将对房地产市场新房销售“止跌回稳”起到重要作用，不过稳楼市政策由销售传导至投资本身即需时间，再结合 2024 年房企进一步收缩的拿地数据来看，2025 年新开工将维持在偏低水平并对竣工面积及施工面积同比形成拖累，房地产用铝明年或进一步收缩。

汽车板块 2024 年 1-10 月，我国汽车产销分别完成 2466 万辆和 2462 万辆，同比分别增长 4.22%和 2.74%，增速同比下降，但仍然保持增长态势。但新能源汽车销量仍继续快速增长，2024 年 1-10 月，新能源汽车产销累计完成 977.9 万辆和 975 万辆，同比分别增长 33%和 33.9%。到 2024 年 10 月，新能源车渗透率达 52.3%。预计 2025 年将继续出台促进汽车消费和技术创新的政策，中国财政部已明确表示将在 2025 年投入高达 98.85 亿元的资金用于支持新能源汽车产业的持续发展。置换补贴政策可能延续，但考虑到新能源车渗透率已经超过 50%，也可能将会是补贴的最后一年。另外出口方面欧美对中国新能源车的制裁，是一个挑战，但影响相对有限，一是出口至欧美市场的新能源汽车本就较少；二是中国的新能源具备技术与成本双重优势，并不能被其他经济体所取代；三是随着“一带一路”的扩张，亚洲、中东、非洲等新兴市场也必然将在未来被开拓，成为需求增长的亮点。我们

认为 2025 年国内汽车销量将保持稳定增长。尽管增速可能有所放缓，但总体销量仍将维持在较高水平。其中新能源车增长在 15%至 20%左右。

光伏板块，国内风光大基地建设逐步实施，分布式光伏并网资源紧缺的背景下，2024 年国内光伏市场需求增速有所放缓。具体数据来看，2024 年 1-10 月，国内新增光伏装机 181GW，同比增长 17.17%，相对于 2023 年近 140%增速已明显放缓。展望 2025 年，国家发展改革委、国家能源局发布的《以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地规划布局方案》提出到 2030 年，以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风光基地总装机容量达到 4.55 亿千瓦。其中，“十四五”期间，2 亿千瓦的风光大基地项目并网投产，“十五五”2.55 亿风光大基地项目陆续投产。目前第一批大基地项目已陆续投产，第二批大基地项目已陆续开工建设，第三批基地项目清单已正式印发实施，2025 年风光大基地二三期项目进程有望继续落地。需要关注到，去年我们提过的，分布式光伏发电受限于低压承载能力有限，配电网介入空间被压缩，多地区处于红线区域，影响分布式装机进程。未来随着电网改造、特高压线路建设以及储能配套设施和制度完善，新能源装机潜力可能打开。预计 2025 年国内新增光伏装机量在 270.99GW-287.87GW，增幅 9%-15%，增幅或有下降，但保值正增长。

电力板块，据新华网，为加快构建新型电力系统，促进新能源高质量发展，推动大规模设备更新改造，国家电网 2024 年电网投资将首次超过 6000 亿元，同比新增 711 亿元。近两年来，电网工程投资额稳中有增，近两年投资力度增长较快，主网建设的高景气度有望延续；同时《关于做好新能源消纳工作保障新能源高质量发展的通知》明确提出要加快推进新能源配套电网项目建设，2025 年预计开工的藏东南-粤港澳、巴丹吉林-四川、疆电-川渝项目均采用柔性直流输电技术。伴随柔直技术进入大规模应用阶段，价值量显著提升的柔直换流阀等环节有望更加受益。

3、海外消费富韧性

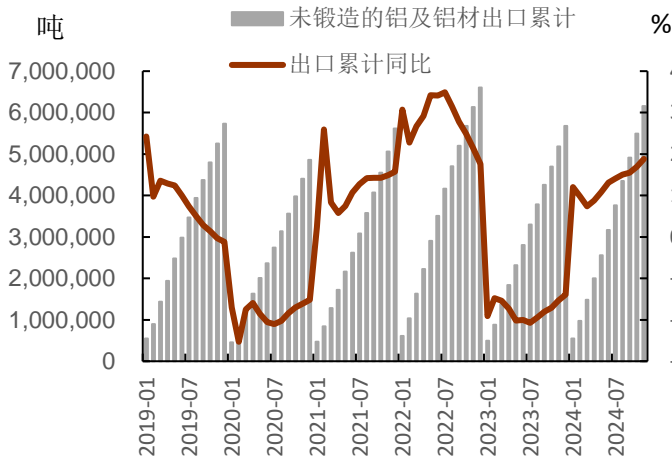
海外 2025 年我们相对看好的是电力板块消费。新能源装机增加、电网老旧更换需求以及新兴市场渗透率提升，全球电网建设发展势头强劲。同时，海外数据中心带动高用能需求增长，用能质量要求显著提升，叠加海外制造业投资回暖，拉动配用电投资需求高增。

据 IEA 测算，为满足清洁能源发展需求，到 2030 年电网投资年均增速有望进一步提升至 11%（2020-2023 年全球电网年均增速约 7%）。美欧及拉美电网投资增速领跑，从区域上看，发达国家与中国电网投资占全球电网投资的比例达 80%。其中，北美/中国/欧洲/亚太（不包含中国）/拉美 2020-2023 年电网投资 CAGR 分别为 8%/4%/11%/4%/26%。美国 2023 年电网投资 1000 亿美元，大部分投向增强电网可靠性、老旧设备更新改造等领域。欧盟 2023 年电网投资 600 亿美元。据欧盟电网行动计划，接下来 6 年，电网总投资预计超 6000 亿美元，投资进一步提速，主要投向电力互联等领域。新兴市场和发展中经济体（EMDE）2023 年，新兴市场和发展中经济体（EMDE，除中国外）电网投资 800 亿美元，同比增长 15%。

新能源车方面，2024 年来欧洲新能源车市场销量有所波动，2024 年 1-9 月，欧洲新能源乘用车销量为 205 万台，较去年同期下降了 3%。北美市场新能源车销量持续增长。据统计，2024 年 1-9 月，北美新能源乘用车销量达到了 125 万台，同比增长 8%。美国新能源车市场渗透率为 9.5%，显示出北美市场在新能源汽车普及方面的潜力。2025 年看，美国方面，特朗普上台后已确认取消 IRA 补贴，我们电车需求表现走弱，考虑特斯拉紧凑型车或将在 25 年亮相，若能在 Q3 附近交付，仍将形成增量，预计美国 2025 年电车销量在 180 万辆增加 20 万辆。欧洲方面，按照目前欧洲法国、英国、德国三大市场的政治动态和经济形势，我们预计 25 年欧洲经济仍将表现疲软，预计 25 年欧洲车市将维持疲软，并影响电车需求，但从政策交付角度看，碳排放指标政策 25 年阶段性到期，将刺激欧洲电车销量重新出现一定增长，预计 2025 年欧洲电车销量共计 310 万辆，增加 35 万辆。

不分新兴国家城镇化、工业化发展显著提速，对化工品、金属、能源电力、机械装备等需求有较好增长预期，从 GDP 增速上看，近年俄罗斯、印度都有较好的经济复苏效果。

图表 37 中国铝材出口

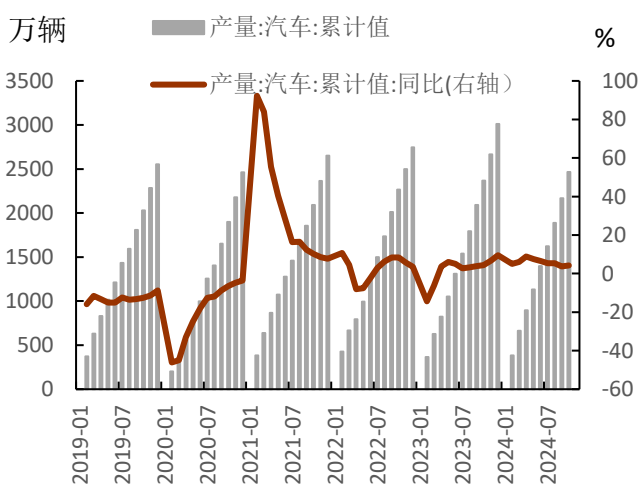


图表 38 房地产施工、竣工面积

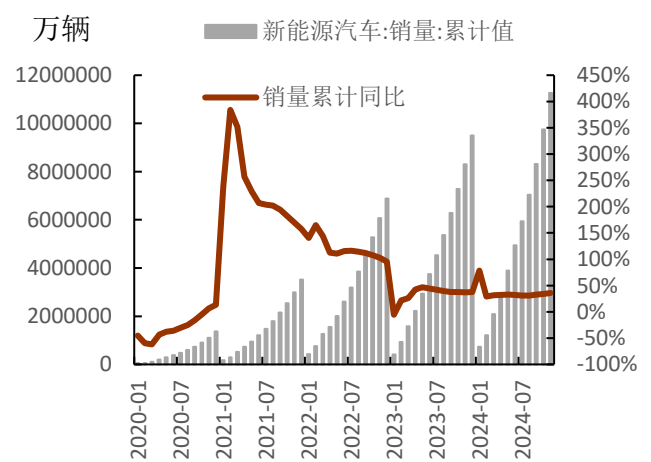


资料来源：我的有色，iFinD，铜冠金源期货

图表 39 中国汽车产量

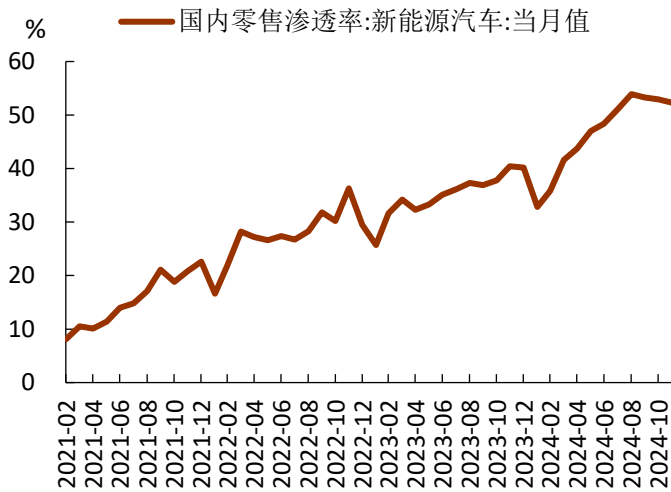


图表 40 中国新能源车销量



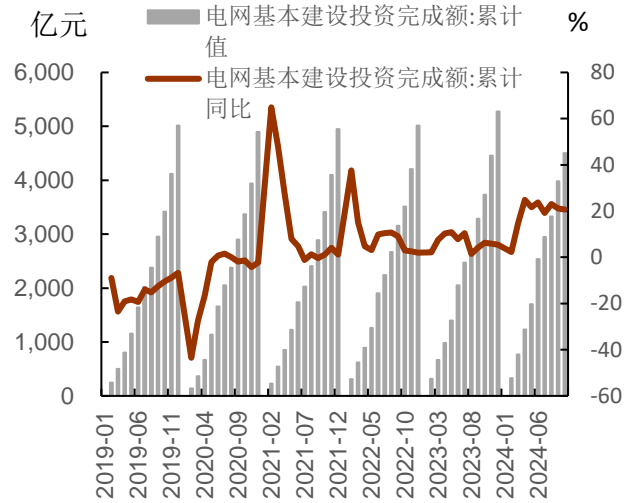
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 41 中国新能源车渗透率

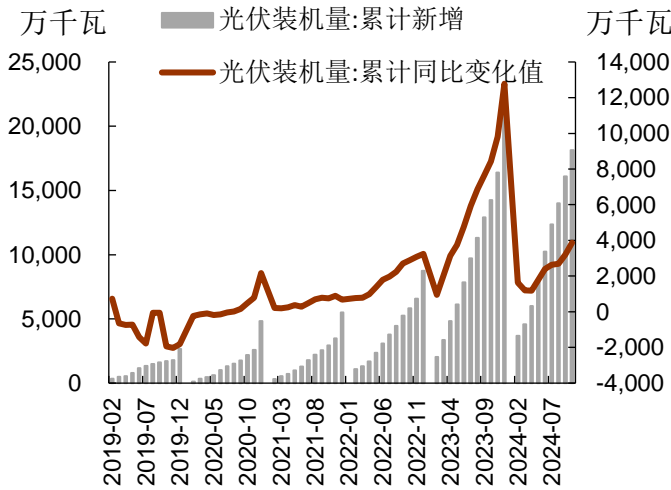


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 42 中国电网投资完成额

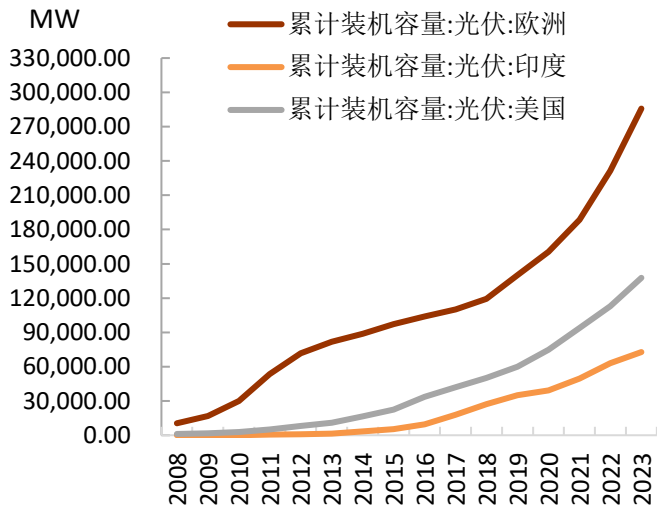


图表 43 中国光伏装机量

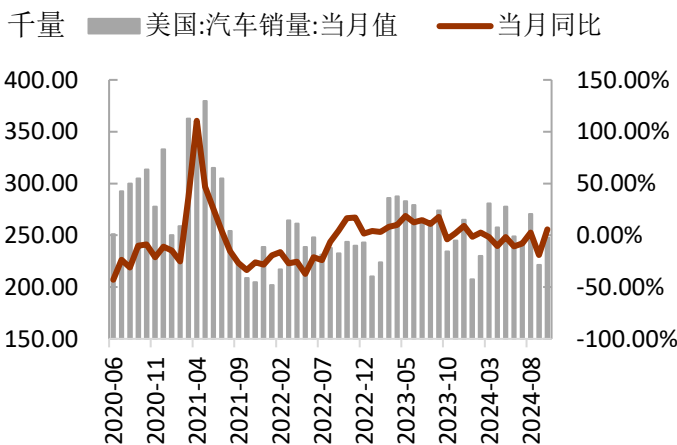


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 44 欧、美、印度近年光伏装机

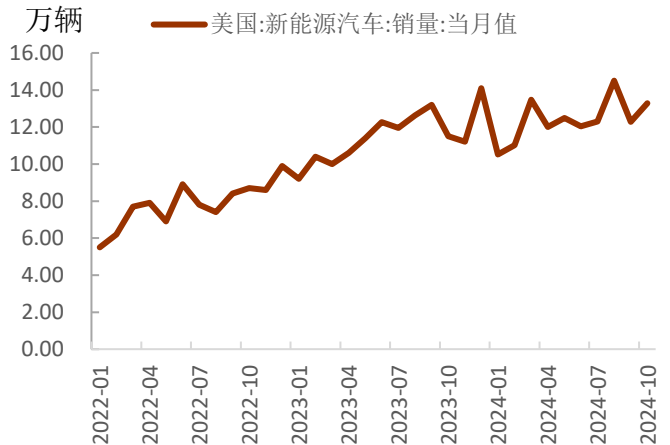


图表 45 美国汽车销量

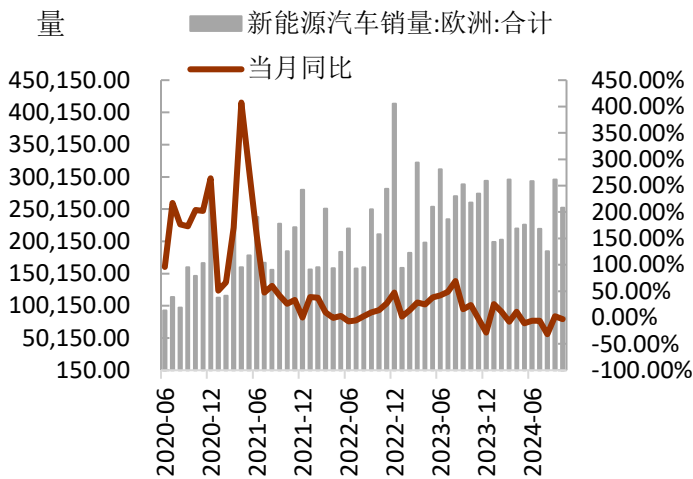


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

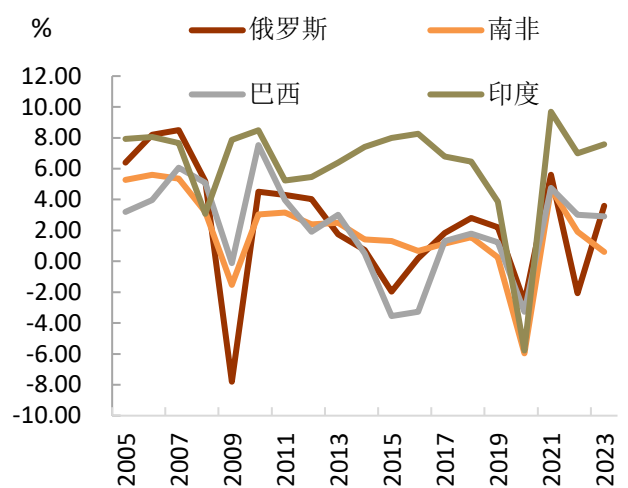
图表 46 美国新能源车销量



图表 47 欧洲新能源车销量



图表 48 新兴国家 GDP 增速



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

六、2025 年全球铝供需趋紧

国内电解铝产能已近达峰，海外新增产能有限且速度较慢，2025 年全球铝锭供应增速约 2.49%，消费增速 2.47%，供应小幅缺口。

图表 49 2023-2024 年中国电解铝供需平衡表（万吨）

2025 年国内供需平衡预期							
日期	Q1	Q2	Q3	Q4E	2024 合计	2025 合计	2025 年增速
运行产能	4365	4390	4410	4410		4410	
产量	1091	1098	1103	1103	4310	4394	1.94%
净进口	72	40	32	36	200	150	-25.00%
总供给	1163	1138	1135	1139	4510	4544	0.75%
消费	1063	1185	1132	1170	4550	4650	2.20%

资料来源：铜冠金源期货

图表 50 近年全球电解铝供需平衡表（万吨）

近年全球供需平衡预期								
时间	2022 年	2023 年	2024 年 E	2025 年 E	2022 年 增速	2023 年 增速	2024 年 E 增速	2025 年 E 增速
产量	6784.6	7026.2	7253.0	7434	-0.21%	3.56%	3.23%	2.49%
消费	6852.0	7036.0	7280.0	7460	0.00%	2.69%	3.47%	2.47%
过剩量	-67.4	-9.8	-27.0	-26.2				

资料来源：铜冠金源期货

七、行情展望

氧化铝方面，2025 年以几内亚为主的矿石主产区产量有较强增加预期，支持国内外氧化铝计划新增产能如期投放，届时全球氧化铝供应偏紧格局改善价格将相应回落。价格节

奏我们看好同步国内外新增产能投放节奏，即：2025 年一季度氧化铝供应逐步宽松，价格开始缓慢回落；二季度产能投放增加，平衡转向过剩，氧化铝价格加速下行，下半年探底震荡。不过几内亚政局不确定性较高需要及时关注铝土矿动向，对氧化铝平衡判断做实时调整。

电解铝方面，国内电解铝产能已基本达峰，2025 年新增产能及其有限，预计全球产量增速约 2.5%。另外贸易战影响下进口窗口难开，除了俄铝长单之外其他地区铝锭流入国内减少。消费端仍是新能源消费增长弥补传统行业用铝减量的一年，但预计整体消费增速预计略有放缓，供需平衡看好略紧缺。价格走势需注意，铝产量稳定但铝水比例不断提升，铝锭供应相应减少，库存预计常年维持的同期低位水平，较容易发生阶段性铝锭紧缺带来价格上行行情。

2025 年氧化铝运行 3500-5000 元/吨；沪铝主体运行 18500-23500 元/吨；伦铝主体运行区间在 2400-3000 美元/吨。

风险点：欧美超预期陷入衰退、国内政策落地低于预期

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，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。