



短期反弹不改过剩下跌趋势

2025年3月30日

氧化铝月度报告

报告要点:

盘面连续增仓下跌后，短暂出现一周的反弹，但过剩格局仍未改变的情况下，盘面再度迎来了空头增仓回调，回到3000元/吨关口，现货方面，国内仍在下跌但跌速放缓，海外跌幅加速，近两日东澳两笔成交FOB价格分别在368、413美元/吨，较3月12日上笔分别下跌52、45美元/吨，但测算进口窗口尚未开启；

近期氧化铝盘面反弹原因有二，①部分Q2矿石长单价定在93-94美金/吨，并未如期下跌，引发估值修复，但上下游针对矿价的博弈仍在继续，下游压价心里强烈，后续随着负反馈加大，后续矿价预计易跌难涨；②供应端亏损负反馈规模有扩大，近期新增山西某厂30万吨、贵州某厂30万吨，目前负反馈合计影响产量约25-30万吨；而另一边新增产能仍在陆续推进中，本月底文丰一线160万吨预计投料，华昇双线均实现投产，未来一月内处于爬产阶段，氧化铝周产短期出现下滑，但运行产能中期仍在上行通道，过剩格局仍未改变，盘面为反弹而非反转，交易逻辑仍然是产能出清去解决过剩的矛盾，继续反弹空配，但下方空间压缩赔率，建议轻仓，趋势扭转信号主要仍在减产体量是否扩大至明显改善过剩格局，仅供参考。

关注点：减产动态、进口矿价

创元研究

创元研究有色组

研究员：李玉芬

邮箱：liyf@cyqh.com.cn

投资咨询号：Z0021370

从业资格号：F03105791

目录

目录	2
一、月度行情回顾	3
1.1 盘面：小幅反弹，但趋势不改	3
1.2 现货：国内跌幅放缓，海外加速下跌.....	4
二、原料及成本	5
2.1 铝土矿：进口量创新高，但矿价博弈加剧.....	5
2.2 成本利润情况	6
三、供应端	7
3.1 国内：压产检修规模扩大，新产能投放顺利.....	7
3.2 海外也在投产阶段，我国出口窗口关闭.....	8
四、需求端：西南铝厂复产，但难改过剩格局.....	8
五、库存：过剩兑现累库，仓单压力较大.....	9

一、月度行情回顾

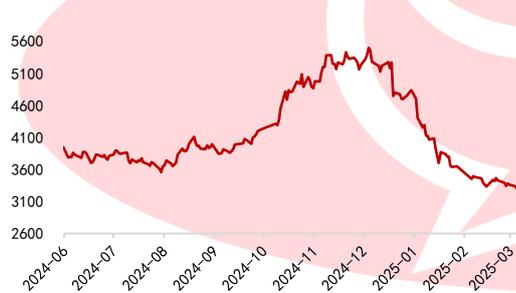
1.1 盘面：小幅反弹，但趋势不改

年后氧化铝空头持续增仓，盘面呈现流畅跌势，2505 合约最低跌至 2959 元/吨，近期盘中出现连续反弹，主要驱动在于两方面，①随着亏损压力加大，国内氧化铝厂减产迹象也在扩大，山西、河南、贵州、重庆地区陆续出现压产或检修，部分空头减仓止盈带动反弹；②二季度部分进口铝土矿长单敲定价格在 93-94 美元/吨，并未如市场预期大幅下跌，盘面存在成本估值修复驱动；而随着新投产能如期推进，中长期过剩格局并未改变，关于矿价的上下游博弈加剧，后续易跌难涨，盘面再度下跌至 3000 元/吨关口。

基差来看，盘面较现货维持贴水，近一周反弹至 3120 元/吨触发期现套利窗口，继续上行压力加大，暂未突破。

结构方面，期限仍然呈现 contango 结构，但随着供应负反馈增多，月差有小幅改善趋势。

图：氧化铝主力期货价格（元/吨）



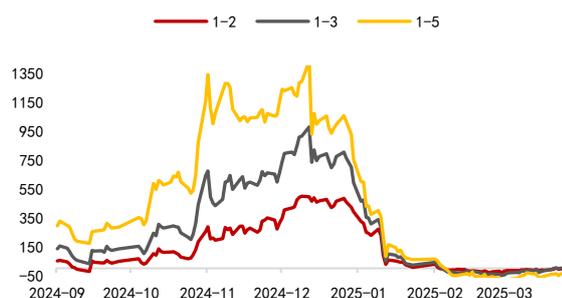
资料来源：ifind、创元研究

图：氧化铝指数持仓量（手）

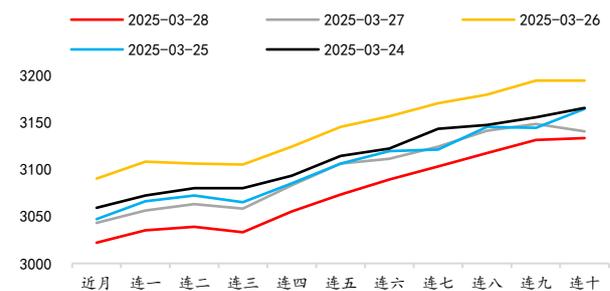


资料来源：ifind、创元研究

图：氧化铝期货合约月差（元/吨）



图：期限结构（元/吨）



资料来源：ifind、创元研究

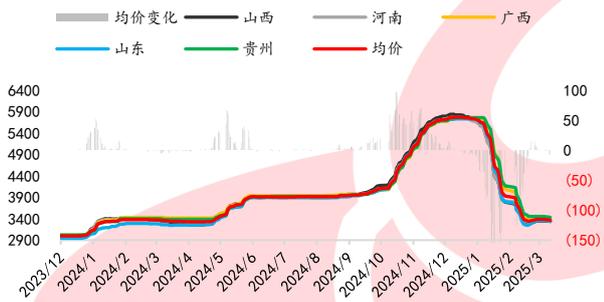
资料来源：ifind、创元研究

1.2 现货：国内跌幅放缓，海外加速下跌

国内现货价格仍在下跌通道，但价格已经跌破产能的边际成本线，跌幅开始放缓，截止3月28日，国内现货价格情况为山西3071元/吨，河南3096元/吨，山东3061元/吨，广西3099元/吨，贵州3200元/吨，均价3105元/吨；

海外现货价格跌幅加速，截止3月28日，SMM澳洲氧化铝FOB报价跌至377美元/吨，3月26日最新成交价格，东澳报两笔3万吨、5月上旬船期的成交，FOB成交价分别跌至368美元/吨、375美元/吨，测算进口亏损已大幅收窄，但窗口仍尚未打开。

图：国内氧化铝现货三网价（元/吨）



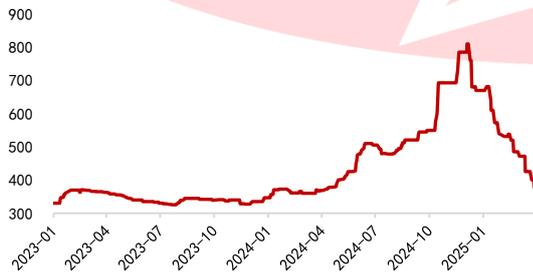
资料来源：创元研究

图：盘面较现货升贴水（元/吨）



资料来源：ifind、创元研究

图：澳洲氧化铝 FOB（美元/吨）



资料来源：SMM、创元研究

图：氧化铝进口利润（元/吨）



资料来源：SMM、创元研究

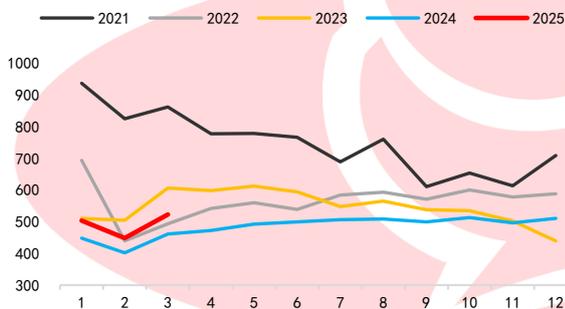
二、原料及成本

2.1 铝土矿：进口量创新高，但矿价博弈加剧

山西河南大多数停产矿山仍在受到环保及资源整合等政策的限制，规模复产仍需等待，SMM数据，2025年3月国产矿产量522.6万吨，同比+13%，但由于氧化铝厂亏损加剧、压价心理加重，近期国内矿石价格再度下跌，山西主流矿价再度下调30元/吨，后续预计继续承压。

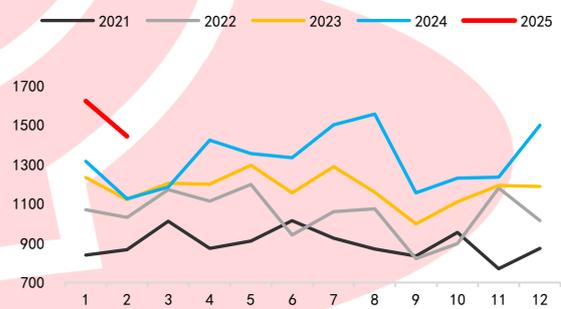
进口方面，从量而言不断创下新高，2025年1-2月我国铝土矿进口3062.3万吨，累计同比增长25.5%，突破历史新高，从周度发运量来看同比去年增量较为明显，矿石供应明显转宽松，但从价而言，海外矿企集中度较高，上下游博弈较国内更加剧烈，部分大型矿企二季度矿石长单价格签订在93-94美元/吨，虽然较一季度最高点已下降近20美元/吨，但不及市场预期，当前市场缺乏散单成交指引，后续矿价走势预计仍然承压，但博弈心理加重拉长了传导周期。

图：中国铝土矿产量（万吨）



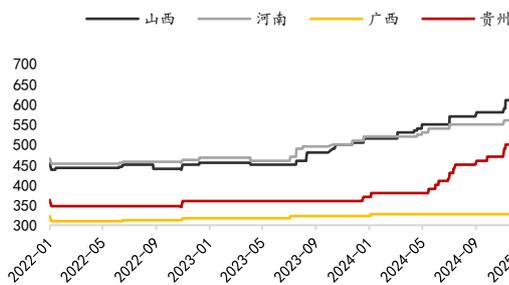
资料来源：SMM、创元研究

图：铝土矿进口量（万吨）



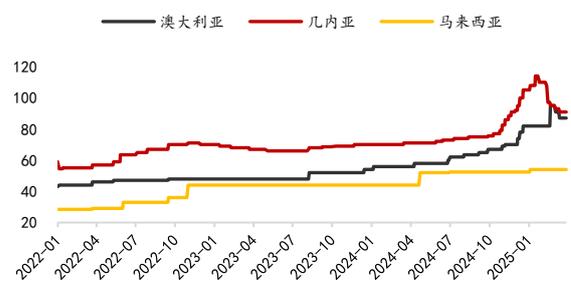
资料来源：SMM、创元研究

图：国内低品位铝土矿价格（元/吨）



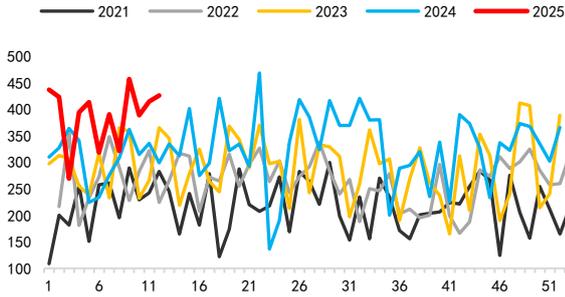
资料来源：SMM、创元研究

图：进口铝土矿价格 CIF（美元/吨）



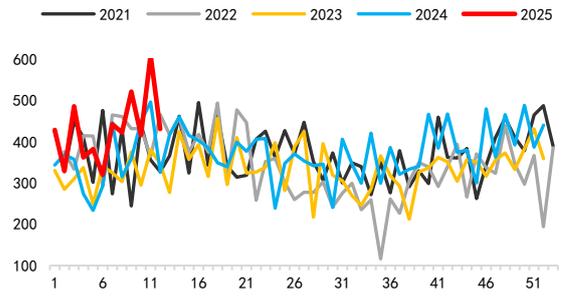
资料来源：SMM、创元研究

图：进口铝土矿周度到港量（万吨）



资料来源：SMM、创元研究

图：主要港口铝土矿出港量（万吨）



资料来源：SMM、创元研究

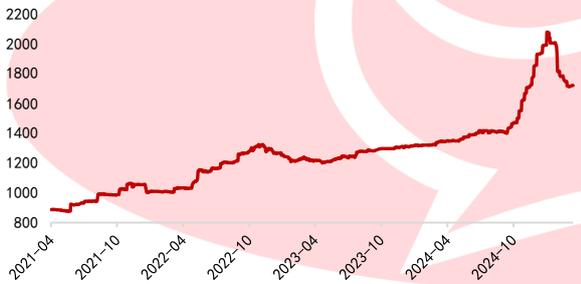
资料来源：钢联、创元研究

资料来源：钢联、创元研究

2.2 成本利润情况

当前氧化铝整体生产现金成本约 3053 元/吨，矿石、能源成本项目跌幅明显，而目前现货价格已经跌至 3100 元/吨关口，测算行业现金利润仅 57 元/吨，成本曲线来看，当前边际成本在 3150-3200 元/吨，目前多地已经出现亏损，山西、河南、贵州、重庆地区陆续出现压产或检修情况。

图：铝土矿成本（元/吨）



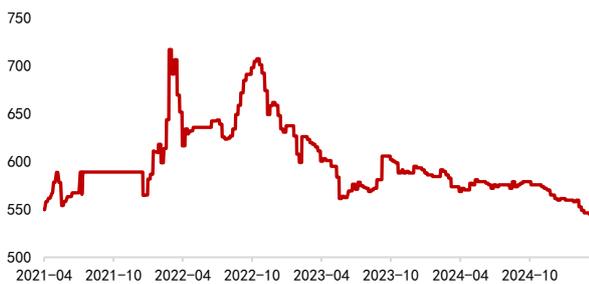
资料来源：SMM、创元研究

图：烧碱成本（元/吨）



资料来源：SMM、创元研究

图：能源成本（元/吨）



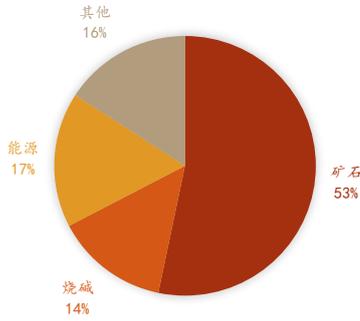
图：氧化铝成本利润（元/吨）



资料来源：SMM、创元研究

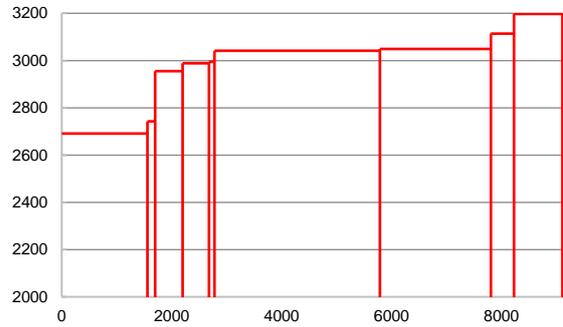
资料来源：SMM、创元研究

图：氧化铝成本构成



资料来源：SMM、创元研究

图：氧化铝成本曲线（元/吨、万吨）



资料来源：MS、创元研究

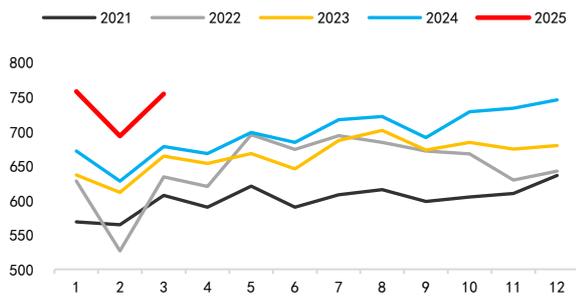
三、供应端

3.1 国内：压产检修规模扩大，新产能投放顺利

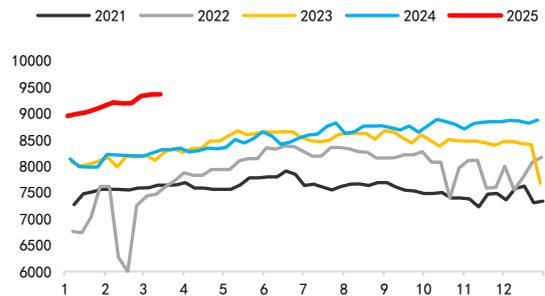
利润压缩严重、部分产能亏损下，多地陆续出现降负荷压产以及检修等行为，根据统计，目前包括山西、河南、山东、重庆、贵州五地都出现了压减产行为，多数以短期影响来评估，则预计影响产量约 25-30 万吨，导致短期出现周产量下降情况，而新产能投放进展较为顺利，中铝华昇二期二线 100 万吨已投产且即将陆续出产品，河北文丰一线 160 万吨也即将进入投料阶段，投产节奏与市场预期差异不大，经过 1 个月左右爬产期将贡献产量增长；

根据 ALD 数据，本周国内氧化铝运行产能 9130 万吨，较上一周下降 160 万吨，而建成产能增长至 10922 万吨（中铝华昇二期二线 100 万吨贡献增量），短期产量有负反馈影响，但中长期仍在增长通道。

图：国内氧化铝产量（万吨）



图：国内氧化铝周度运行产能（万吨）



资料来源：钢联、创元研究

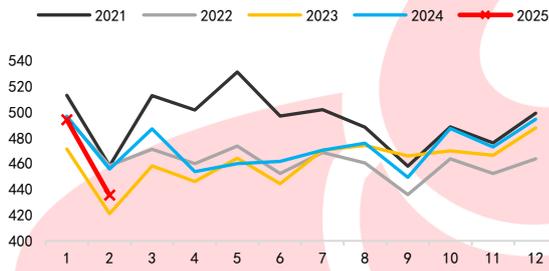
资料来源：ALD、创元研究

3.2 海外也在投产阶段，我国出口窗口关闭

海外也处在投产落地阶段中，2024年12月30日印尼曼帕瓦100万吨氧化铝项目正式投产，预计2025年2-3月产出贡献增量，二期100万吨也即将开工建设；印尼锦江100万吨项目近期实现投产，后续还有印度韋丹塔300万吨及印尼南山100万吨项目待投产，关注其进度；根据IAI数据，2025年1-2月海外氧化铝产量929.2万吨，同比-2.41%，预计后续产量将实现同比增长。

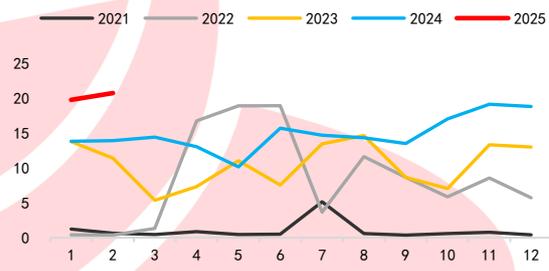
2025年1-2月，我国氧化铝出口40.5万吨，同比+46%，1-2月出口大增主要原因在于出口窗口的开启，但3月窗口已关闭，预计出口量将出现明显下滑。

图：海外氧化铝产量（万吨）



资料来源：IAI、创元研究

图：氧化铝出口量（万吨）



资料来源：海关总署、创元研究

图：氧化铝进口利润（元/吨）



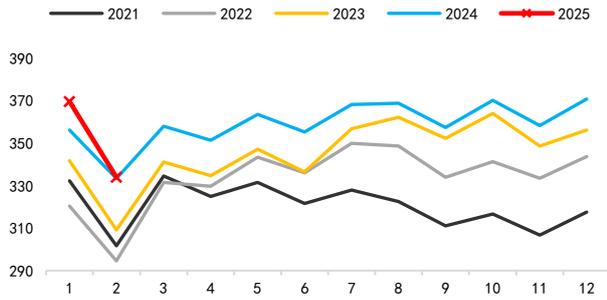
资料来源：SMM、创元研究

四、需求端：西南铝厂复产，但难改过剩格局

随着氧化铝大跌带动电解铝生产成本下降，叠加2025年开年铝价表现偏强势，铝厂利润得到快速修复，2024年12月行业平均利润最低点-1800元/

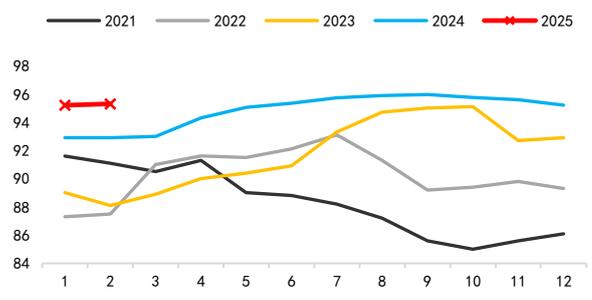
吨，而到当前行业利润修复至 3851 元/吨，广西、四川地区多家铝厂复产贡献近期产能增量，但相对中长期的天花板而言，其增量十分有限，根据钢联数据，本周电解铝产量 83.7 万吨，环比+0.03 万吨；对氧化铝而言，需求难有增量，而供应增量仍在投放，过剩格局并未改变。

图：国内电解铝月度产量（万吨）



资料来源：SMM、创元研究

图：国内电解铝开工率（%）



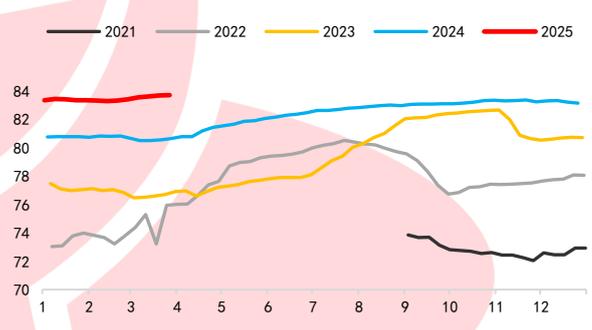
资料来源：SMM、创元研究

图：电解铝成本利润情况（元/吨）



资料来源：钢联、创元研究

图：电解铝周度产量（万吨）

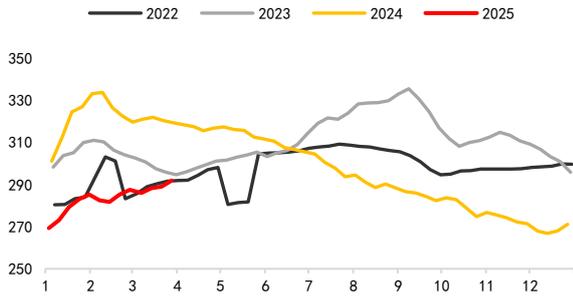


资料来源：钢联、创元研究

五、库存：过剩兑现累库，仓单压力较大

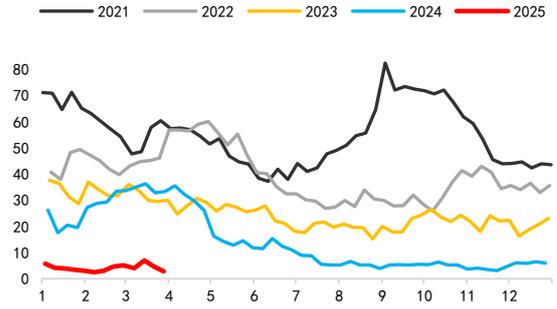
根据平衡测算，2025 年 3 月我国氧化铝供需过剩 27.3 万吨，目前库存正在兑现过剩逻辑，根据钢联数据，3 月氧化铝全口径显性库存累库 10 万吨左右，其中氧化铝及电解铝厂内库存增幅较快，电解铝厂自身并无较强的备库意愿，当前供需矛盾以及运输条件都已较去年四季度明显改善，因此过剩压力主要兑现在氧化铝厂及流转阶段，截止目前上期所仓单量已大幅累库至 30.8 万吨，降持续拖累盘面。

图：电解铝厂氧化铝库存（万吨）



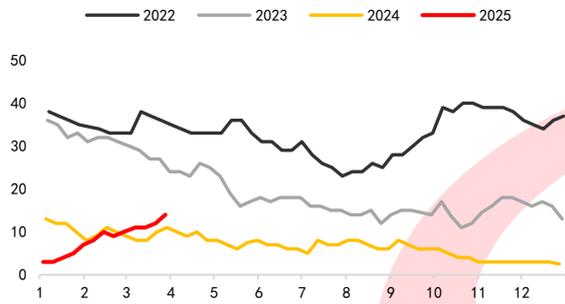
资料来源：钢联、创元研究

图：氧化铝港口库存（万吨）



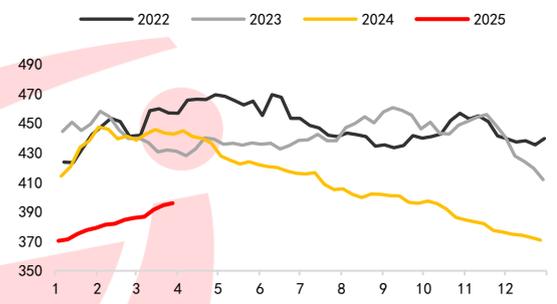
资料来源：钢联、创元研究

图：氧化铝厂库存（万吨）



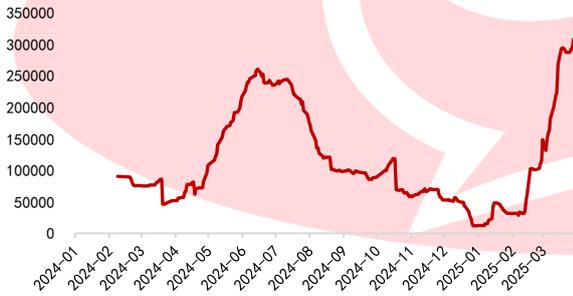
资料来源：ifind、创元研究

图：氧化铝合计库存（含仓单）（万吨）



资料来源：ifind、钢联、创元研究

图：氧化铝仓单量（吨）



资料来源：上期所、创元研究

图：氧化铝供需平衡（万吨）



资料来源：创元研究

创元研究团队介绍：

许红萍，创元期货研究院院长，10年以上期货研究经验，5年以上专业的大宗商品、资产配置和研究团队投研一体化运营经验。擅长有色金属研究，曾在有色金属报、期货日报、文华财经、商报网等刊物上发表了大量研究论文、调研报告及评论文章；选获2013年上海期货交易所铝优秀分析师、2014年上海期货交易所有色金属优秀分析师（团队）。（从业资格号：F03102278）

廉超，创元期货研究院联席院长，经济学硕士，郑州商品交易所高级分析师，十几年期货市场研究和交易经验，多次穿越期货市场牛熊市。（从业资格号：F03094491；投资咨询证号：Z0017395）

创元宏观金融组：

刘钊含，股指期货研究员，英国利物浦大学金融数学硕士，拥有多年券商从业经验。专注于股指期货的研究，善于从宏观基本面出发对股指进行大势研判，把握行业和风格轮动。（从业资格号：F3050233；投资咨询证号：Z0015686）

金芸立，国债期货研究员，墨尔本大学管理金融学硕士，获期货日报“最佳宏观金融期货分析师”。专注宏观与利率债研究，善于把握阶段性行情逻辑。（从业资格号：F3077205；投资咨询证号：Z0019187）

何焱，贵金属期货研究员，中国地质大学（北京）矿产普查与勘探专业硕士，专注贵金属的大势逻辑判断，聚焦多方因素对贵金属行情进行综合分析。（从业资格号：F03110267；投资咨询证号：Z0021628）

崔宇昂，美国东北大学金融学硕士，专注集运上下游产业链的基本面分析。（从业资格号：F03131197）

创元有色金属组：

夏鹏，三年产业龙头企业现货背景，多年国内大型期货公司及国内头部私募投资公司任职经验，善于从产业基本面和买方交易逻辑角度寻找投资机会。（从业资格号：F03111706）

李玉芬，致力于铝、氧化铝、锡品种的上下游分析，注重基本面判断，善于发掘产业链的主要矛盾。（从业资格号：F03105791；投资咨询证号：Z0021370）

吴开来，中国地震局工程力学研究所结构工程专业硕士，本科清华大学土木工程专业，从事铅锌产业链基本面分析。（从业资格号：F03124136）

余烁，中国科学技术大学管理科学与工程专业硕士，专注于上游锂资源和中下游新能源产业链，从基本面出发，解读碳酸锂市场的供需关系、价格波动及影响因素。（从业资格号：F03124512）

创元黑色建材组：

陶锐，黑色建材组组长、黑色产业链研究员，重庆大学数量经济学硕士，曾任职于某大型期货公司黑色主管，荣获“最佳工业品期货分析师”、“2024年度最佳黑色产业期货研究团队”。（从业资格号：F03103785；投资咨询证号：Z0018217）

韩涵，奥克兰大学专业会计硕士，专注纯碱玻璃上下游分析和基本面逻辑判断，获期货日报“2024年度最佳黑色产业期货研究团队”（从业资格号：F03101643）

安帅澎，伦敦大学玛丽女王学院金融专业硕士，专注钢材上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03115418）

创元能源化工组：

高 赵，能源化工组组长、原油期货研究员，伦敦国王学院银行与金融专业硕士。获期货日报“最佳能源化工产业期货研究团队”、“最佳工业品期货分析师”。（从业资格号：F3056463；投资咨询证号：

Z0016216）

白 虎，从事能源化工品行业研究多年，熟悉从原油到化工品种产业上下游情况，对能源化工行业发展有深刻的认识，擅长通过分析品种基本面强弱、边际变化等，进行月间套利、强弱对冲。曾任职于大型资讯公司及国内知名投资公司。（从业资格号：F03099545）

常 城，PX-PTA 期货研究员，东南大学硕士，致力于 PX-PTA 产业链基本面研究。荣获郑商所“石油化工类高级分析师”、期货日报“最佳工业品分析师”。（从业资格号：F3077076；投资咨询证号：Z0018117）

杨依纯，四年以上商品研究经验，深耕硅铁锰硅、涉猎工业硅，并致力于开拓氯碱产业链中的烧碱分析，注重基本面研究。（从业资格号：F3066708）

母贵煜，同济大学管理学硕士，专注甲醇、尿素上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03122114）

创元农副产品组：

张琳静，农副产品组组长、油脂期货研究员，期货日报最佳农副产品分析师，有 10 年多期货研究交易经验，专注于油脂产业链上下游分析和行情研究。（从业资格号：F3074635；投资咨询证号：Z0016616）

陈仁涛，苏州大学金融专业硕士，专注玉米、生猪上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03105803；投资咨询证号：Z0021372）

赵玉，澳国立大学金融专业硕士，专注大豆上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03114695）

张英鸿，复旦大学金融专业硕士，专注原木和纸浆上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03138748）

创元期货股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备期货投资咨询业务资格，核准批文：苏证监期货字[2013]99号。

免责声明：

本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分支机构名称	服务与投诉电话	详细地址(邮编)
总部市场一部	0512-68296092	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场二部	0512-68363021	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
机构事业部	15013598120	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
营销管理总部	0512-68293392	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
北京分公司	010-65181858	北京市朝阳区建国门外大街丙 12 号楼 16 层 1601 内 1802 室 (100022)
上海分公司	021-68409339	上海市浦东新区福山路 500 号/浦电路 380 号城建国际中心 17 楼 04-05 单元 (200120)
上海第二分公司	021-39550131	中国(上海)自由贸易试验区源深路 1088 号 7 层(名义楼层, 实际楼层 6 层) 701-03 单元 (200122)
广州分公司	020-85279903	广州市天河区华夏路 30 号 3404 室 (510620)
深圳分公司	0755-23987651	深圳市福田区福田街道福山社区卓越世纪中心、皇岗商务中心 4 号楼 901 (518000)
浙江分公司	0571-82865398	浙江省杭州市萧山区盈丰街道峪龙路 26 号山水时代大厦 2 幢 705 室 (311200)
杭州分公司	0571-88077993	浙江省杭州市西湖区天目山路 198 号财通双冠大厦东楼 1905 室 (310063)
大连分公司	0411-84990496	大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2806 号房间 (116023)
重庆分公司	023-88754494-8002	重庆市渝北区新溉大道 101 号中渝香茶公馆 7 幢 20-办公 4 (401147)
南京分公司	025-85512205	南京市建邺区江东中路 229 号 1 幢 605-606 室 (210019)
河南分公司	0371-86561338	河南省郑州市金水区未来路街道未来路 69 号未来大厦 1510 (450008)
山东分公司	0531-88755581	中国(山东)自由贸易试验区济南片区草山岭南路 975 号金城万科中心 A 座 1001 室 (250101)
烟台分公司	0535-2151414	山东省烟台市芝罘区南大街 11 号 25A03, 25A05 号 (264001)
新疆分公司	0991-3741886	新疆乌鲁木齐高新区(新市区)南纬路街道北京南路 895 号豪威大厦 17 楼 1703 室 (830000)
南宁分公司	0771-3101686	南宁市青秀区金浦路 22 号名都苑 1 号楼 1413 号 (530022)
四川分公司	028-85196103	中国(四川)自由贸易试验区成都高新区天府大道北段 28 号 1 栋 1 单元 33 楼 3308 号 (610041)
淄博营业部	0533-2280929	山东省淄博市张店区房镇镇北京路与华光路交叉口西南角鼎成大厦 25 层 2506 室 (255090)
日照营业部	0633-5511888	日照市东港区海曲东路南绿舟路东兴业喜来登广场 006 幢 02 单元 11 层 1106 号 (276800)
郑州营业部	0371-65611863	郑州市未来大道 69 号未来公寓 303、316 号 (450008)
合肥营业部	0551-63658167	安徽省合肥市蜀山区潜山路 888 号百利商务中心 1 号楼 06 层 11 室 (246300)
徐州营业部	0516-83109555	徐州市和平路帝都大厦 1#-1-1805 (221000)
南通营业部	0513-89070101	南通市崇川路 58 号 5 号楼 1802 室 (226001)
常州营业部	0519-89965816	常州市新北区太湖东路常发商业广场 5-2502、5-2503、5-2504、5-2505 部分室 (213002)
无锡营业部	0510-82620089	无锡市梁溪路 51-1501 (214000)
张家港营业部	0512-35006552	张家港市杨舍镇城北路 178 号华芳国际大厦 B1118-19 室 (215600)
常熟营业部	0512-52868915	常熟市金沙江路 18 号星海凯尔顿广场 6 幢 104 (215505)
吴江营业部	0512-63803977	苏州市吴江区开平路 4088 号东太湖商务中心 1 幢 108-602 (215299)