

氧化铝价格新高，电解铝产业蛋糕如何切？

2024年11月6日

主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司

工商企业评级部

张睿婕

zhangrj@cspengyuan.com

游云星

youyx@cspengyuan.com

袁媛

yuany@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

11月5日，氧化铝近月期货盘中价格突破高点，现货市场氧化铝价格亦较年初上涨超2,100元/吨，直接将部分电解铝企业吨铝盈利逼至亏损边缘。但行业并非泥沙俱下，季报业绩看国内主要铝企盈利明显分化。

如何看待本轮氧化铝上涨行情？价格能否持续？

2024年云南电解铝复产综合内蒙古新投产产能投产，阶段性释放氧化铝需求，而国内外铝土矿供给扰动事件又压制了氧化铝供给弹性，阶段性供需弹性错配下，几内亚铝土矿供给“黑天鹅”事件直接引爆市场情绪。但电解铝存在产能天花板，而氧化铝存量闲置产能充足，长期氧化铝供给弹性高于需求弹性，高利润驱动下，氧化铝产量释放动力极强，只待铝土矿供给恢复。目前几内亚雨季已结束叠加印尼铝土矿出口禁令放松信号，预期2025年初，铝土矿发运将恢复，氧化铝或迅速转变为供给宽松态势，价格面临高位下跌风险。

铝企业绩分化怎么看？

上游价格波动凸显产业一体化优势。氧化铝系电解铝的重要原材料之一，每生产一吨电解铝约需要1.93-1.98吨氧化铝，2023年氧化铝均价为2,920元/吨，2024年上半年氧化铝均价约为3,409元/吨，吨铝成本上浮约944元-948元，部分铝厂吨铝毛利润已侵蚀过半，考虑到8月以来的氧化铝价格增幅，部分电解铝企业吨铝盈利恐已逼近亏损边缘。近年山东宏桥、天山铝业、中国铝业等不断完善铝土矿——氧化铝——电解铝一体化布局，上述企业成功转变了自身在产业链利益分配中的角色，从被动“分蛋糕”转变为主动“切蛋糕”，有效对冲氧化铝价格上涨带来的电解铝生产成本冲击，而那些未配备氧化铝产能的企业则面临利润下行压力。

11月5日，国内氧化铝期货近月2411合约盘中价格一度突破5,598元/吨，刷新历史高点，现货市场价格亦突破近十余年高点，阿拉丁（ALD）氧化铝国产加权指数至5,319元/吨，较年初上涨2,101元/吨。如何看待本轮氧化铝上涨行情？价格能否持续？同时，作为电解铝的重要原材料之一，本轮氧化铝价格飙涨严重挤压电解铝盈利空间，2023年氧化铝年均价为2,920元/吨，2024年上半年氧化铝年均价约为3,409元/吨，按1吨电解铝需要1.95吨氧化铝大致匡算，吨铝成本上浮约954元，部分铝厂吨铝毛利润已侵蚀过半，考虑到8月以来的氧化铝价格增幅，部分电解铝企业吨铝盈利恐已逼近亏损边缘。但行业并非泥沙俱下，三季度业绩看国内主要铝企盈利明显分化，山东宏桥、天山铝业、南山铝业、中国铝业的净利润同比增幅超50%；但神火股份、中孚实业等净利润同比降幅却在15%以上，何以至此？

表1 2023年主要上市/发债铝企吨铝盈利情况

公司名称	电解铝销量（万吨）	电解铝营业收入（亿元）	电解铝毛利润（亿元）	吨铝毛利润（元）
神火股份	152.73	252.94	60.37	3,953.02
中孚实业	43.52	71.66	15.78	3,625.42
天山铝业	112.07	185.42	38.53	3,437.63
中国宏桥	574.80	946.41	164.56	2,862.88
中国铝业	680	1,253.12	163.85	2,406.93
国家电投	267.50	445.09	41.95	1,568.06

注：吨铝毛利润=（电解铝营业收入-电解铝营业成本）/电解铝销量。

资料来源：各公司2023年度报告、公开募集说明书，中证鹏元整理

（一）如何看待本轮氧化铝上涨行情？价格能否持续？

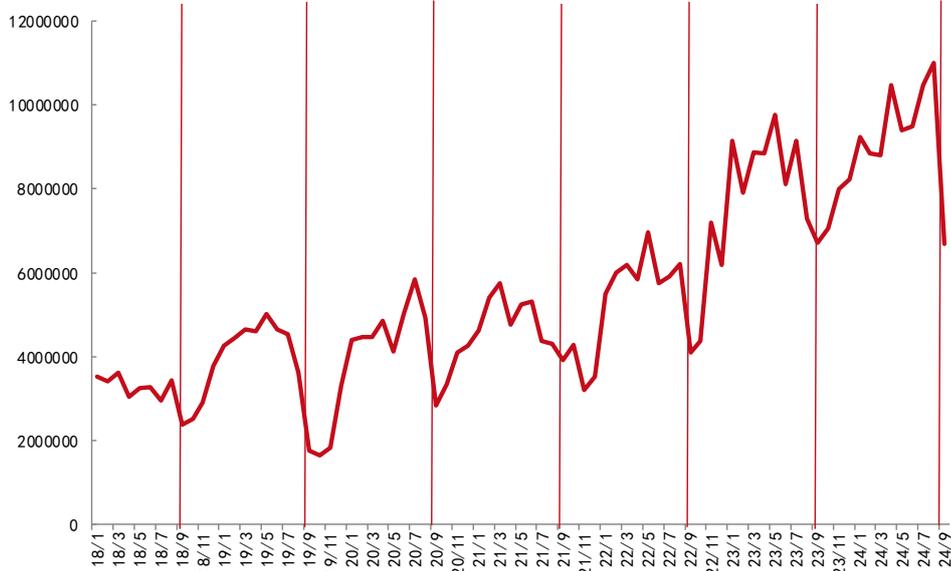
国内电解铝产能被框定在4,550万吨，按1吨电解铝需要1.95吨氧化铝测算，氧化铝平衡产能在8,873万吨，但2024年9月中国冶金级氧化铝的建成产能达10,420万吨/年，理论上供过于求的氧化铝缘何现货价快速上行，其后市价格又将如何演绎？

本轮行情上涨因素大致可总结为：**下游需求释放提升需求弹性，上游矿端供应偏紧压制供给弹性，阶段性供需弹性错配背景下短期扰动引爆市场情绪。**

从需求弹性来看，2024年云南来水充沛，前期因缺电而停产的电解铝产能陆续复产，加之内蒙古新投产产能释放，9月末国内电解铝行业开工率达95.96%，创2010年以来最高纪录，2024年1-9月氧化铝需求量（电解铝产量）同比增长4.6%。

从供给弹性来看，受上游铝土矿供给趋紧影响，短期氧化铝供给弹性受限。2024年1-9月氧化铝产量仅同比增长2.4%，增幅不及下游需求增幅。受环保、安监等因素影响，2023年以来河南、山西铝土矿开采受严格限制，2023年全国铝土矿产量同比下降3.4%，2024年1-9月继续下滑15.49%。国内供给受限推高我国铝土矿对外依存度，2023年我国86.1%的铝土矿来源于进口，其中几内亚占我国铝土矿进口量的70%。几内亚一般在每年7月全面进入雨季，按几内亚至国内70-80天船期推算，每年9月前后多为几内亚进口铝土矿到港低点。2024年几内亚雨季影响较往年更长，在此发运不畅的背景下，10月11日阿联酋环球铝业公司（EGA）子公司几内亚氧化铝公司（GAC）的铝土矿出口被海关暂停直接引爆氧化铝期货情绪。

图1 中国自几内亚进口铝土矿月进口数据（单位：吨）



资料来源：海关总署，中证鹏元整理

但电解铝产能天花板限制下，长期氧化铝供给弹性高于需求弹性，因此，中证鹏元认为，一旦铝土矿恢复供给，在高利润的驱动下，氧化铝存量产能的释放速度较快，氧化铝或迅速转变为供应宽松态势，价格面临高位下跌风险。

那么铝土矿供给恢复时点如何呢？中证鹏元预计2024年底-2025年初，铝土矿供给将恢复。从国内来看，目前国内矿山整治力度还在加码，晋豫两地铝土矿复苏进度屡次不及预期，2024年前五月山西、河南两地铝土矿产量分别同比下行34.93%和39.44%，短期内国内铝土矿供应难以突破环保限制大幅增产。但海外供给消息持续正反馈，11月几内亚雨季接近尾声，预计今年年底至明年年初，几内亚铝土矿到港情况将回升；同时，11月5日，印尼镍矿商协会(APNI)总秘书 Meidy Katrin 透露，印尼计划效仿此前的镍矿出口禁令，对钴、煤炭、铜、铝土矿、硅等12种矿产资源以及16种非矿产商品实施新的出口禁令，根据前期印

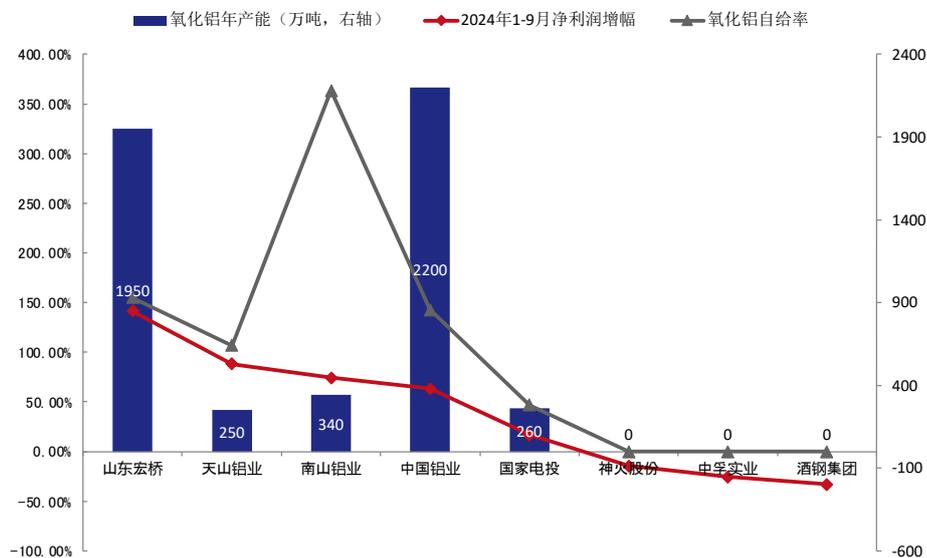
请务必阅读正文之后的免责声明

尼方释放出的信息，市场普遍认为此为印尼铝土矿出口禁令放松的信号。在 2023 年 6 月印尼执行铝土矿出口禁令之前，2022 年印尼铝土矿占我国进口铝土矿的 15.2%。虽然出口配额有限，印尼铝土矿进口量可能较难恢复至 2022 年水准，但随着禁令的放松叠加几内亚旱季到来发运恢复，我国氧化铝厂的原料供给压力将逐步缓解。

（二）电解铝企业业绩分化，何以至此？

电解铝行业分化差异即在于是否配备氧化铝产能，近年山东宏桥、天山铝业、中国铝业等不断完善铝土矿——氧化铝——电解铝一体化布局，分别在印尼、几内亚、广西等铝土矿资源富集地投建项目。一体化布局下，上述企业成功转变了自身在产业链利益分配中的角色，从被动“分蛋糕”转变为主动“切蛋糕”，有效对冲氧化铝价格上涨带来的电解铝生产成本冲击。目前从产能指标来看，中国铝业、山东宏桥、天山铝业的氧化铝自给率均超 100%，而氧化铝自给率低或无的企业相对较被动。南山铝业的风格则迥异，近年其陆续将业务重心向氧化铝转移，并处置了部分国内电解铝产能，后期氧化铝价格回落将对其盈利表现提出考验。

图2 2024 年 1-9 月主要上市/发债铝企净利润走势及氧化铝产能规模



注：（1）酒钢集团净利润同比降幅较高叠加了钢铁行业下行周期影响；（2）氧化铝自给率=氧化铝产能/（电解铝产能*1.95吨铝耗用氧化铝指标）。

资料来源：Wind、各公司年度报告、公开募集说明书，中证鹏元整理

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
（银座国际）三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

北京

地址：北京市朝阳区建
国路世茂大厦 C 座 23 层

电话：010-66216006

传真：010-66212002

上海

地址：上海市浦东新区民生
路 1299 号丁香国际西塔 903
室

总机：021-51035670

传真：021-51035670

湖南

地址：湖南省长沙市雨花
区湘府东路 200 号华坤时
代 2603

电话：0731-84285466

传真：0731-84285455

江苏

地址：南京市建邺区江
东中路 108 号万达西地
贰街区商务区 15 幢 610
室

电话：025-87781291

传真：025-87781295

四川

地址：成都市高新区天府大
道北段 869 号数字经济大厦 5
层 5006 号

电话：028-89102569

传真：-

山东

地址：山东省济南市历下
区经十路华润中心 SOHO
办公楼 4315 室

电话：0531-88813809

传真：0531-88813810

陕西

地址：陕西省西安市莲
湖区桃园南路 1 号丝路
国际金融中心 C 座 803

电话：029-88626679

传真：029-88626679

香港

地址：香港中环德辅道中
33 号 21 楼

电话：+852 36158342

传真：+852 35966140

重庆

地址：重庆市江北区金融街 3
号人保寿险大厦 7F

杭州

地址：浙江省杭州市上
城区民心路 280 号平安
金融中心 C 座 536 室

武汉

地址：湖北省武汉市武昌区
公正路 216 号平安金融科技
大厦 27 层 304