



【鑫期汇】氧化铝专题：过剩格局未改，成本支撑渐显

——产业链利润重构下的区间博弈

一、核心观点

1. 中长期供需：国内建成产能约1.24亿吨/年，下游电解铝折算需求不足9000万吨，产能过剩约三成；8月下旬山西复产叠加9月新投预期，过剩基调未改，价格上行空间受限。
2. 短期交易：几内亚铁路脱轨与出口管控预期、俄铝拟封存产能并暂停出口、海运费上行等海外扰动集中发酵，期货自2600元附近反弹，9月4日AO2610合约收于2757元/吨，但宽松现实压制反弹高度。
3. 估值判断：价格较2024年11月峰值5516元/吨已腰斩约51%，现货2676元贴近山西现金流成本，估值处历史低位、成本支撑显著——上有顶、下有底。
4. 操作参考：主力合约参考区间2600—2900元/吨，2850元上方逢高试空、2650元下方分批止盈；套利关注“多电解铝、空氧化铝”利润再分配逻辑。

二、行情回顾：从“过山车”到“贴地磨底”

氧化铝期货2024年11月上市后一度冲高5516元/吨，随后在产能扩张与需求触顶双重压制下进入下行通道，2026年跌破3000元后于2600—2900元区间磨底。现货端，8月31日SMM全国现货均价报2676.8元/吨后止跌回升；按钢联（Mysteel）口径，9月4日氧化铝分地区价格区间为2660—2715元/吨（西南2660、重庆2660、内蒙古2715、新疆2975），全国均价约2680元附近企稳。9月第一周几内亚扰动与俄铝减产消息发酵，9月4日AO2610合约收于2757元/吨，较现货升水80-90元。

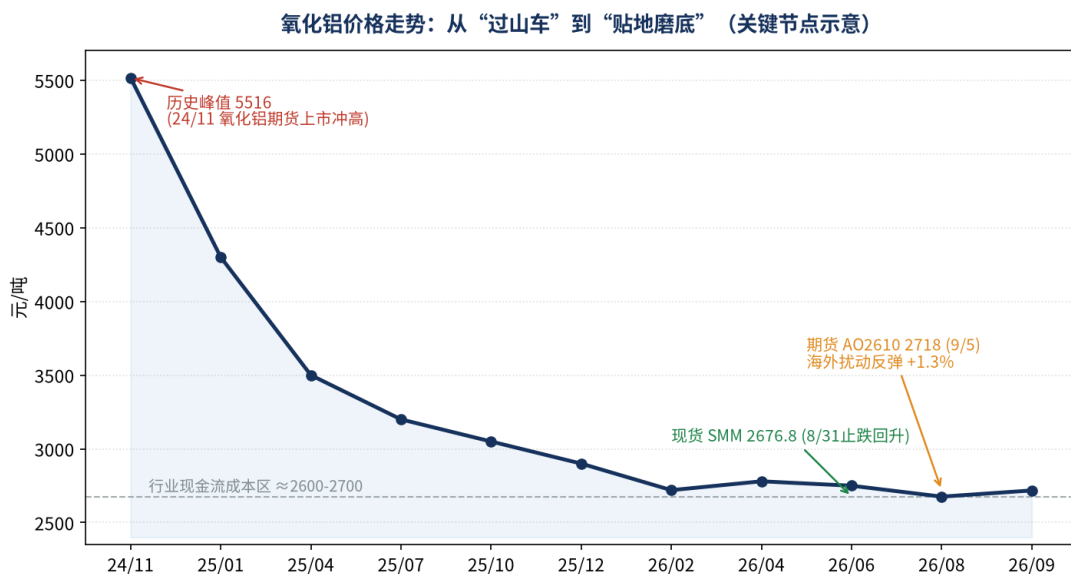


图1 氧化铝价格走势：从“过山车”到“贴地磨底”（关键节点示意，元/吨）

三、产业链上下游分析

3.1 上游：几内亚扰动再起，矿端成本托底

铝土矿是氧化铝第一成本项。几内亚CBG公司8月下旬巴黎会议推进精炼厂项目（力争2026年底开工），铁路脱轨叠加出口管控预期令矿端供应不确定性升温；8月31日印尼FOB氧化铝成交379美元/吨（10月船期），折算到岸成本高于国内现货，进口窗口关闭反向支撑国内价格。此外，俄铝宣布封存部分产能并暂停氧化铝出口，海外供应收缩预期进一步强化，对国内价格形成情绪提振。矿价坚挺形成成本托底——这是价格贴近现金流成本后仍能企稳反弹的底层原因。

3.2 中游：高开工与复产并存，利润被压缩

按钢联（Mysteel）口径，截至9月4日全国氧化铝产能利用率为82.4%，随山西复产持续回升（山西73.8%、山东87.6%），9月仍有新投预期。现货已跌至山西等地现金流成本附近，行业由“全行业盈利”转入“边际产能亏损”阶段；高成本产能多集中于内陆，能源与运输成本刚性，价格下行周期中率先承压，其减产兑现进度是决定供需再平衡的关键变量。

3.3 下游：电解铝高利润与旺季去库

电解铝是氧化铝唯一直接下游，按钢联（Mysteel）口径，2026年7月电解铝单吨利润约7339元/吨、年内峰值一度达8948元，处历史高位，具备充分让利空间，但铝厂招标价仍在下跌，压价意愿明确。9月3日电解铝社会库存降至78.9万吨、周度去库2万吨，铝水比例维持高位压缩铸锭产量，“金九银十”旺季下若订单回暖，去库斜率有望延续。产业链呈“冰火两重天”：上游矿端涨价、中游微利甚至亏损、下游电解铝暴利。

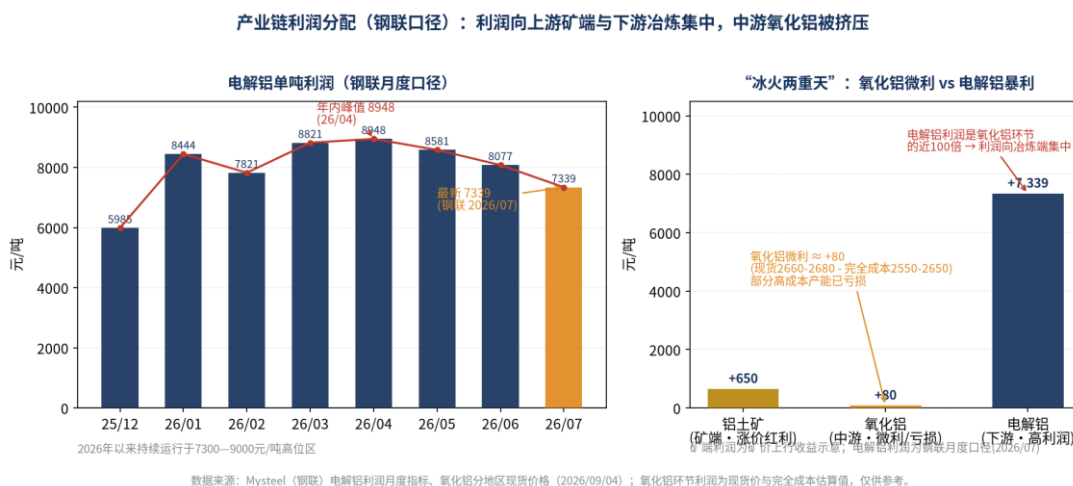


图2 产业链利润分配（钢联口径）：中游氧化铝微利亏损、下游电解铝高利润

四、供需分析：过剩基调未改，边际变量在海外

供应端，国内运行产能高位，复产带动产能利用率回升至82.4%（钢联9/4），9月仍有新投释放；海外俄铝拟封存产能并暂停出口、几内亚发运受阻构成边际减量。需求端，电解铝受4500万吨政策天花板约束，对氧化铝需求近零增长，增量仅来自非铝领域。综合测算，2026年国内过剩量预计扩大至200万吨以上，供需平衡表偏宽松。

本轮反弹本质是“海外扰动+成本支撑”驱动的估值修复而非格局逆转：国内复产弹性大、需求增速低，决定反弹高度有限；真正改变过剩格局的是高成本产能实质性减产，目前尚未大规模兑现。



表1 氧化铝供需关键指标一览

项目	数值/状态	含义
建成产能	约1.24亿吨/年	产能过剩约三成
产能利用率	82.4%（钢联9/4）	山西复产，环比回升
消费需求	折合不足9000万吨	电解铝天花板约束，近零增长
2026年过剩量	200万吨以上（测算）	供需平衡表偏宽松
海外边际	俄铝停产+几内亚扰动	短期供应担忧升温
国内边际	9月复产与新投预期	压制反弹高度

五、库存分析：高位累库未止，仓单压力仍存

按钢联（Mysteel）周度口径，截至9月4日氧化铝全国库存666.1万吨，自6月下旬以来连续累库约42万吨，绝对水平偏高且累库未止；结构上，电解铝厂内库存402.7万吨、占全国约六成，港口库存66.6万吨（自8月高点71.5万吨回落）——长单锁量特征明显，现货流通盘有限。上期所仓单25.08万吨（9月4日，交易所口径）仍处偏高水平，构成盘面现实压力。与之对照，下游电解铝社会库存仅78.9万吨且处去库通道——“氧化铝累库”与“电解铝去库”的背离，直观反映产业链利润向矿端与冶炼端集中。后续需重点跟踪厂库与港口库存的边际变化，累库斜率放缓往往是价格企稳的前兆；氧化铝停止累库，将是供需再平衡最核心的确认信号。

氧化铝库存：全国高位累库未止 · 结构性库存集中于电解铝厂

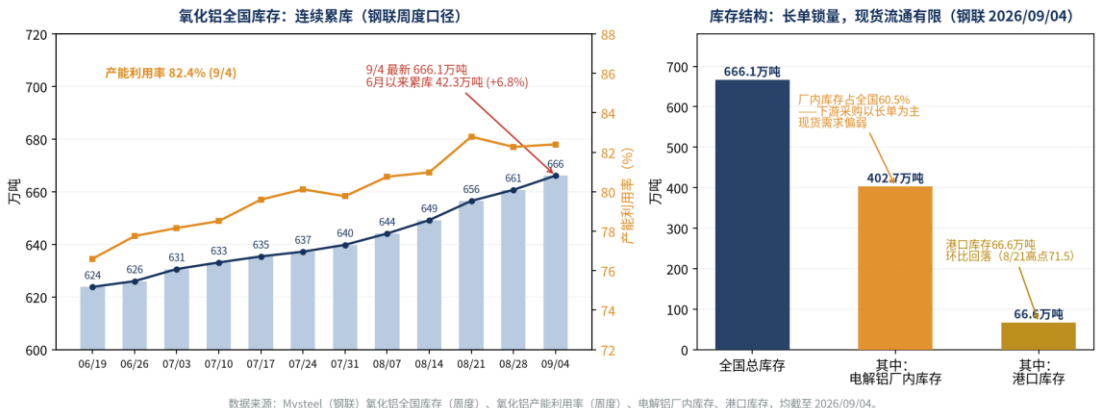


图3 氧化铝全国库存连续累库（钢联口径）+ 结构性库存分布（2026/09/04）

六、估值分析：历史低位区，成本支撑强化

纵向看，当前期现货价格（2676—2718元/吨）较峰值5516元回落约51%，处上市以来约20%分位的历史低位区。成本看，山西完全成本约2550—2650元/吨，现货已贴近甚至跌破部分高成本产能现金流成本线，亏损面扩大意味着下方空间有限。比价看，氧化铝/电解铝比价运行于历史均值下方，在电解铝高利润背景下存在向均值回归的动能。综合判断：价格已进入“估值底部+成本支撑”区域，主流参考区间2600—2800元/吨。

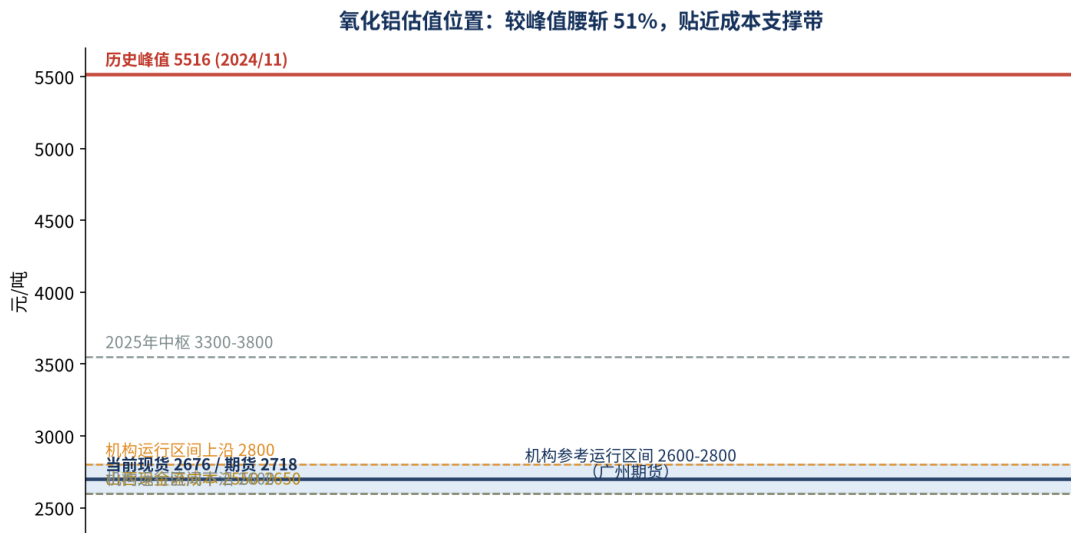


图4 氧化铝估值位置：较峰值腰斩51%，贴近成本支撑带

七、后市展望

短期（1—2周）：海外扰动与海运费上行支撑价格偏强，但国内复产、现货贴水与仓单压力限制上行，预计AO2610在2650—2800元/吨宽幅震荡，反弹而非反转。

中期（1—3个月）：方向取决于三个变量——高成本产能是否实质减产、几内亚政策与发运恢复节奏、旺季需求承接力度。若减产兑现，过剩格局边际改善，价格中枢有望上移至2800—3000元/吨；若复产放量而减产证伪，将重新测试2550—2650元成本支撑。

策略上单边以区间思路为主：2850元上方逢高试空、2650元下方分批止盈，突破区间上下沿50元止损；套利关注“多电解铝、空氧化铝”利润再分配。产业客户可利用期货升水锁定远期售价，并结合库存周期管理采购节奏，规避阴跌风险。

表2 氧化铝后市情景推演

情景	触发条件	价格方向	策略
偏强	几内亚出口收紧+减产落地	上探2800-2900	回调低吸，谨慎追多
震荡（基准）	扰动与宽松现实博弈	2600-2800区间	区间操作，高抛低吸
偏弱	复产放量+减产证伪	下探2550-2650	逢高试空，成本附近止盈

七、风险提示

几内亚矿业政策超预期变化、海外宏观与美联储政策反复、下游超预期减产、国内复产节奏超预期等。



注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“见微知著 臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

章孜海

期货从业资格：F03117293

投资咨询资格：Z0019353

邮箱：zhangzh@shhxqh.com

华鑫期货有限公司研究所

地址：上海市徐汇区云锦路277号9F、10F（电梯楼层10F、11F）

邮编：200000

电话：400-186-8822