

氧化铝：供给紧缩触发价格飙升，经济企稳支撑高位震荡

分析师

唐大千 CPA, CFA
+86 (10) 5663 3873
darius.tang@fitchbohua.com

媒体联系人

李林
+86 (10) 5957 0964
jack.li@thefitchgroup.com

矿产量萎缩恰逢进口冲击，企业原料缺乏扩产乏术是当前氧化铝价格飙升的导火索

2024 年，中国氧化铝价格上行动能充沛，10 月以来更是录得强劲攀升，新高记录屡被打破。至 10 月 28 日，氧化铝（一级）市场平均价与期货收盘价已分别飙升至 4,168 元/吨、5,153 元/吨，较年初各上涨 28.2%、56.6%。惠誉博华认为，本轮氧化铝价格的高景气行情主要由供给愈加收紧、库存低位去化的基本面驱动。

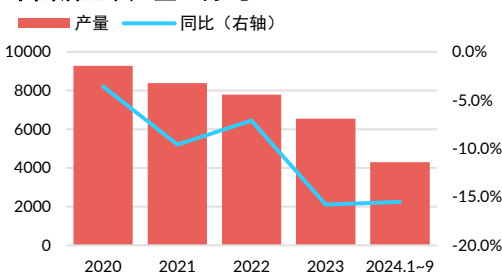
供给收紧主要源于国内铝土矿产量萎缩叠加进口冲击。中国铝土矿主要分布于广西、河南、贵州、山西四省，四省铝土矿产量占全国总产量的九成以上。然而，受储产比失调影响，国内矿区普遍面临资源枯竭与矿石品位下降的挑战。叠加安监趋严与环保限产（北方采暖季的河南、山西矿区尤甚）等政策性制约，2020 年以来中国铝土矿产量逐年下滑且降幅趋势性走阔。2024 年前三季度，中国实现铝土矿产量 4,289 万吨，同比回落 15.5%，奠定了矿端供给持续收缩的基调。由于国内产量难以满足下游加工需求，铝土矿进口依赖严重。2023 年与 2024 年 1~9 月，中国分别录得铝土矿进口量 14,138 万吨、11,939 万吨，同比分别增长 12.7%、12.1%。不仅进口增速趋势与国内产量大相径庭，进口量与同期产量的比值更高达 2.2x、2.8x。高进口依存度使得中国铝土矿供给极易受到矿产来源国发运状况等非自主可控因素影响。2024 年 10 月，占据中国铝土矿进口量近七成的几内亚宣布拟加收河道运输费并暂停部分铝土矿出口权限，成为氧化铝价格飙升的导火索。市场担忧铝土矿供给在国内矿产萎缩情境下再遭进口冲击而雪上加霜，氧化铝企业因原料缺乏难为无米之炊而扩产乏术。该担忧在 2024 年氧化铝产能利用率数据中已得到部分佐证：尽管价格一路上扬，氧化铝装置产能利用率却匍匐于近年来中低位区间而上行乏力。

中国氧化铝价格走势（元/吨）



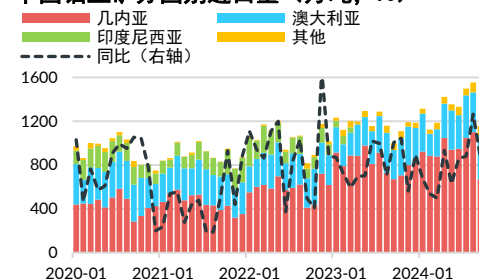
来源：安泰科，Wind，惠誉博华

中国铝土矿产量（万吨）



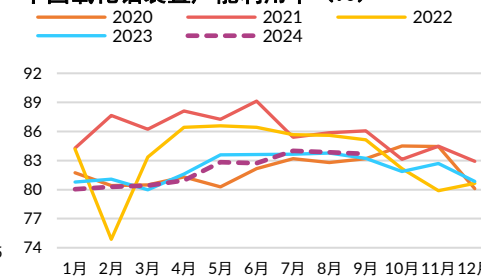
来源：SMM，惠誉博华

中国铝土矿分国别进口量（万吨，%）



来源：Wind，惠誉博华

中国氧化铝装置产能利用率（%）

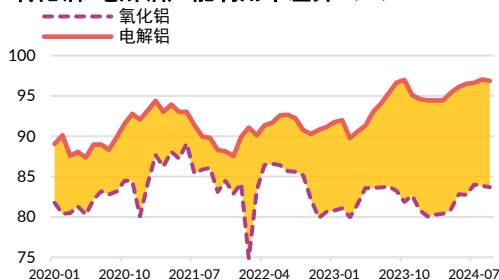


来源：北京阿拉丁，Wind，惠誉博华

下游电解铝维持高开工、库存快速低位去化使得氧化铝供需矛盾更为凸显，助长其价格腾飞

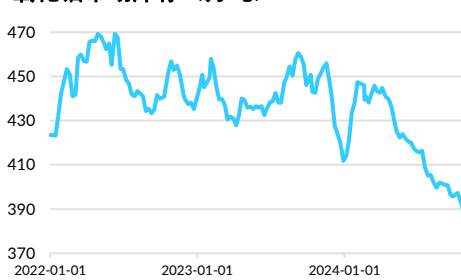
下游电解铝维持高开工助长了氧化铝价格的腾飞。电解铝终端应用场景多元，地产建筑与交通运输各占据约 25% 的需求权重，电力、机械、消费品及其他部门则均分剩余 50% 的需求场景。汽车（特别是新能源汽车）轻量化制造与电力系统转型对铝及其合金的增量需求对因地产部门深陷低迷引发的建筑部门减量需求形成了有效对冲。叠加冶炼利润相对较高及核心产区电力保供情况较往年乐观，2024 年 1~9 月，中国电解铝月度产能利用率持续居于自 2020 年以来同期高位水平，并在不低于 94% 的高景气区间趋势性爬升，其与（氧化铝）原料间产能利用率的差距被不断拉大，这使得氧化铝供需矛盾更为凸显。与此同时，中国央行于 9 月末出台的超预期货币政策与财政部已提交审议的较大规模财政刺激工具相得益彰，叠加促地产止跌回稳一揽子举措，市场对中国宏观经济企稳回升的信心明显增强，为铝产品终端需求提速做出背书。氧化铝快速低位去库亦印证了供不应求的格局。2024 年二季度以来，氧化铝市场库存规模快速回落，至 10 月 25 日录得 386.3 万吨，较 2024 年初与 2022 年高点分别下滑 6.7%、17.7%，库存表现同样支持市场对氧化铝价格坚定看多的主流倾向。

氧化铝/电解铝产能利用率差异 (%)



来源: Wind, 惠誉博华

氧化铝市场库存 (万吨)



来源: SMM, 惠誉博华

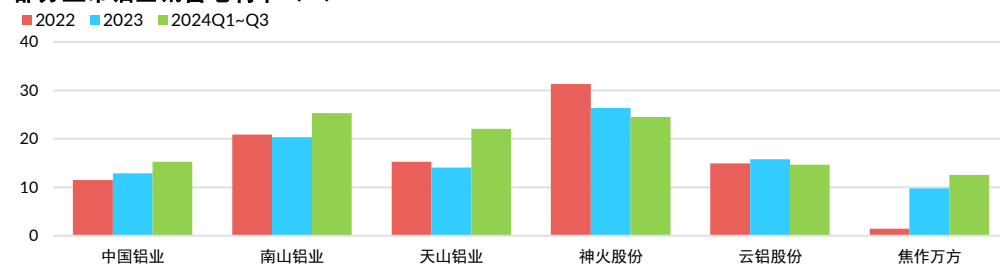
氧化铝价格短期内或冲高回落，但基本面对其高位震荡形成支撑。产业链完整的一体化冶炼企业在多变市场环境中的业绩表现优于同业

惠誉博华认为，本轮氧化铝价格飙升除具备基本面支持外，亦存在市场情绪助推，待非理性情绪逐步消散，价格料将有所回调。10月30日，氧化铝期货主力合约盘中跌逾4%，最低跌至4,751元/吨，创近一周以来低位便是这一价格趋势于交易端的体现。2024年三季度以来，电解铝产能利用率已步入96%~97%的高位区间，进一步提升将面临较大阻力。基于Mysteel统计，截至2024年9月末，中国电解铝建成产能初值录得4,529万吨，在运产能约4,349万吨，较4,500万吨的政策性产能天花板仅存近150万吨的空间。叠加广西、云南两省枯水季到来，电解铝限电预期增加，其高开工率对氧化铝价格的支撑效能恐后劲不足，进而加剧其回调风险。

然而，即使面临回调，氧化铝价格于短期内仍具备在高位区间震荡的基础。一是基于我们对供给端紧缩格局尚未改变的判断。除非发生突破性探矿进展，中国铝土矿开采所面临的结构性挑战难以逆转，产业链依然受制于矿料缺乏自主的困境。随着采暖季与春节假期临近，因环保与安监引发的政策性限产（无论对铝土矿开采抑或下游氧化铝企业）均将有增无减，这使得氧化铝产能释放潜力被严重削弱。二是宏观经济在中国政府密集出台的一揽子超预期政策刺激下企稳回升预期强烈。我们已从近期发布的高频数据中发现了政策起效的端倪：10月以来，上海、深圳等一线城市新房和（或）二手房成交量快速回暖；10月1~27日，乘用车市场零售量同比增长9%；10月官方制造业PMI录得50.1，重返扩张区间。宏观经济的触底回升，将对包括氧化铝在内的铝产品需求形成有效托举，有利于氧化铝价格高位震荡盘面的形成。当然，我们也意识到，若几内亚铝土矿禁令出现转机或节后氧化铝企业在高利润吸引下加快排产/新增产线导致供给增长，氧化铝价格也将迎来回调。惠誉博华认为，以中国铝业、天山铝业、南山铝业为代表的产业链完整的一体化冶炼企业，在多变的市场环境中既可对原料成本（如氧化铝）进行有效控制，又具备灵活产品组合以充分发掘优势产品的价格潜力，进而使其盈利与偿债指标表现优于同业。2024年前三季度，

前述企业销售毛利率均逾15%且较2022年水平录得增长。在行业偿债指标整体改善的大背景下，其指标优化幅度亦强于其他同业。

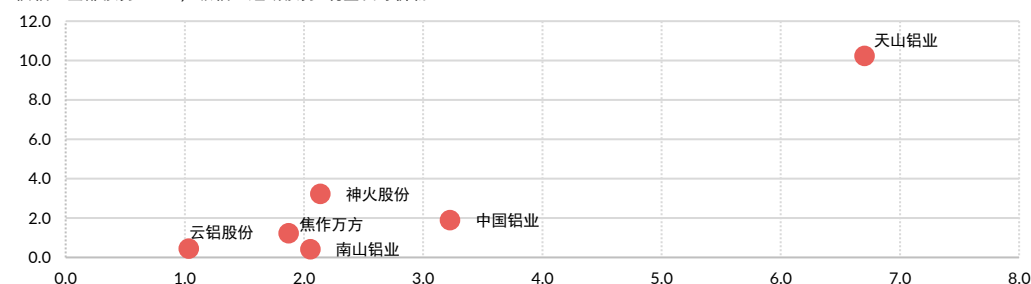
部分上市铝企销售毛利率 (%)



来源: Wind, 惠誉博华

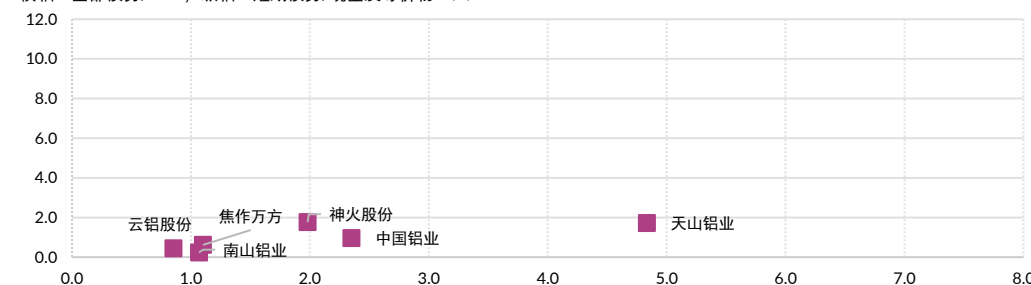
部分上市铝企偿债指标表现 (2023)

横轴: 全部债务/CFO, 纵轴: 短期债务/现金及等价物 (x)



部分上市铝企偿债指标表现 (2024Q3)

横轴: 全部债务/CFO, 纵轴: 短期债务/现金及等价物 (x)



注: 1. 受公开资料披露限制, 2024Q3 债务与现金等价物数据未经调整。2. 2024Q3 CFO 包含最近 12 个月 CFO。

来源: 各公司年报与三季报, Wind, 惠誉博华

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。