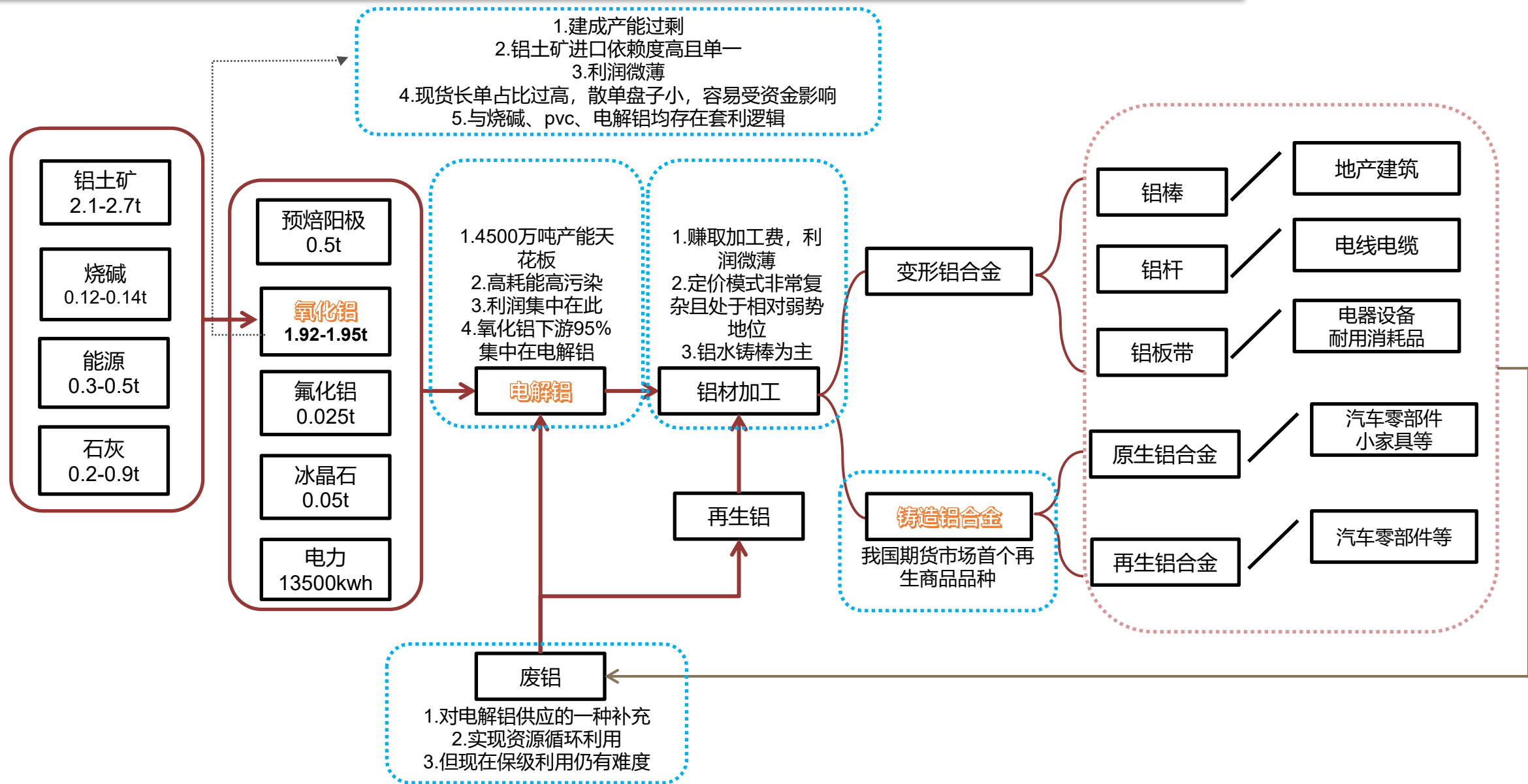


铝产业链套利 周报



兴证期货研究咨询部

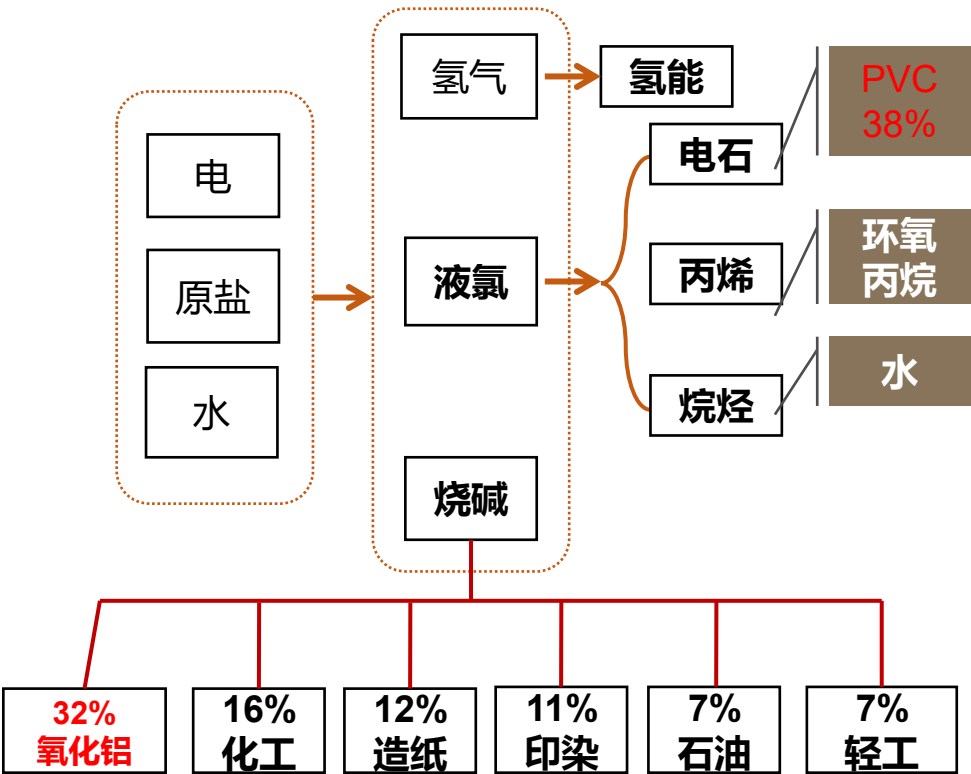
2025年11月21日



套利策略	2025.11.14	2025.11.21	下周观点	风险因素提示
氧化铝-烧碱（元/吨）	495	477	走强	氧化铝再度投产、烧碱减产
电解铝/氧化铝	7.74	7.87	走强	再度交易美联储12月份不降息
电解铝-铸造铝合金（元/吨）	745	745	观望	
沪铝连续-连三（元/吨）	-95	-85	观望	



烧碱-氧化铝



● 烧碱与液氯：氯碱平衡

烧碱与液氯之间存在着氯碱平衡的原理，一般情况下，生产一吨烧碱会产生0.88吨的液氯，而PVC是消耗液氯的最大下游。

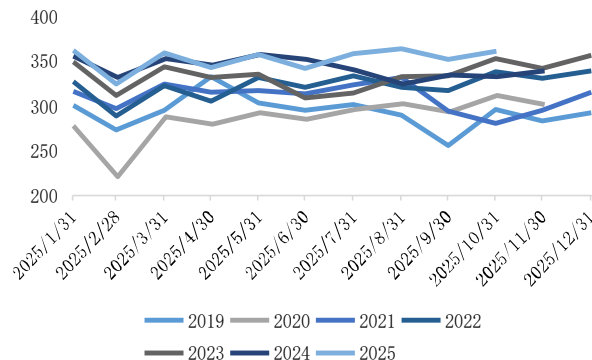
- ✓ 如果PVC下游需求转好，产量上升，对液氯需求上升，倒逼烧碱抬产，烧碱价格下跌，氧化铝成本下降，利空氧化铝，形成PVC相对偏强，而氧化铝相对偏弱的格局。
- ✓ 如果氧化铝抬产，提升对烧碱的需求，烧碱价格上涨进而提升产量，液氯产量增加，若下游未能及时匹配耗氯需求，则液氯价格下跌，若液氯出现胀库，则又倒逼烧碱减产，回归氯碱平衡。

● 烧碱&氧化铝（成本-利润）

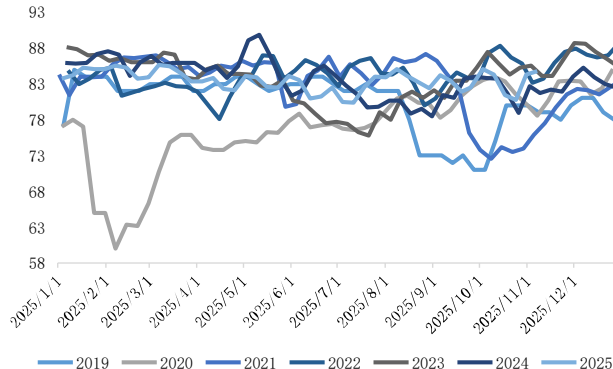
烧碱是氧化铝的生产原料，当氧化铝产量抬升时，带动烧碱需求，形成氧化铝逻辑走弱而烧碱逻辑走强的格局。当氧化铝减产时，烧碱下游需求转弱，形成氧化铝逻辑走强而烧碱逻辑转弱的格局。

烧碱：高库存+高产量+弱需求，烧碱价格弱势

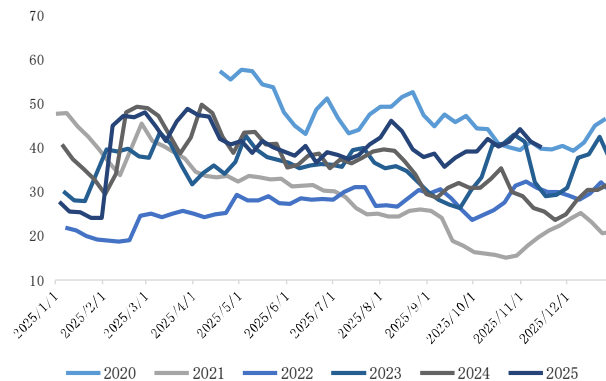
图表：烧碱月度产量季节图



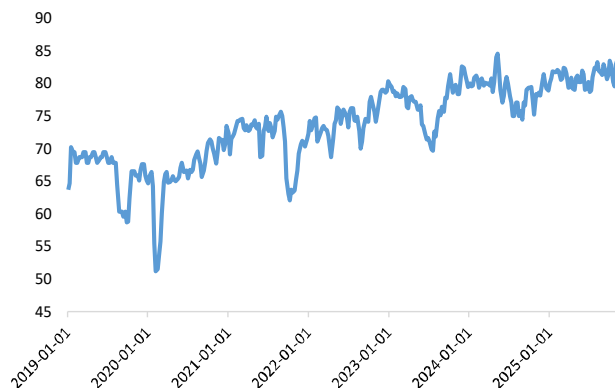
图表：烧碱周度产能利用率



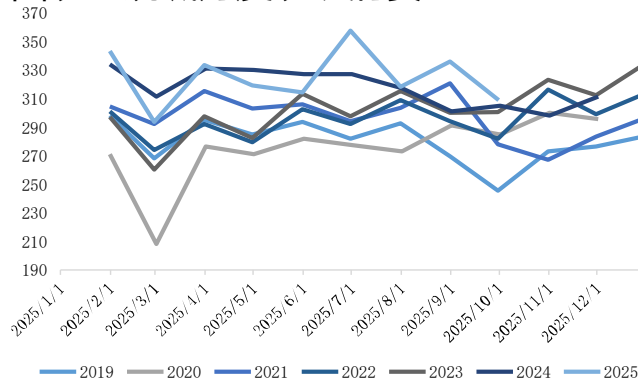
图表：液碱厂内库存



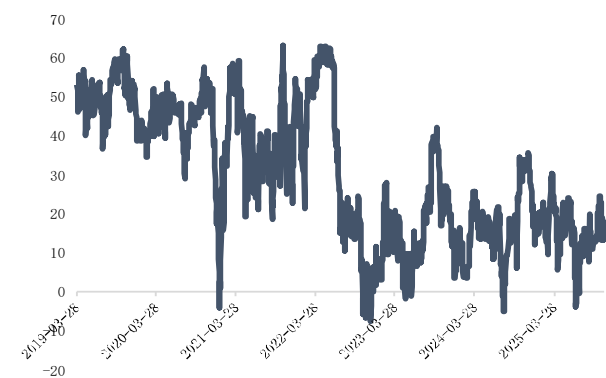
图表：烧碱周度产量



图表：烧碱月度表观消费量



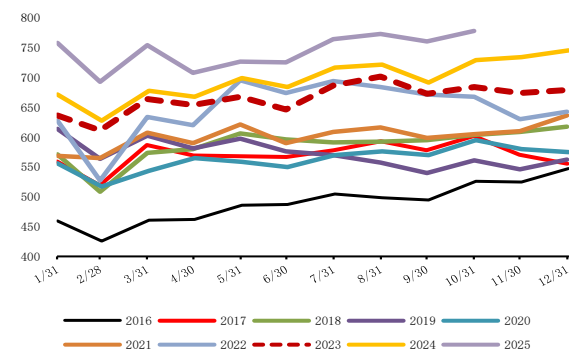
图表：氯碱：生产毛利：山东



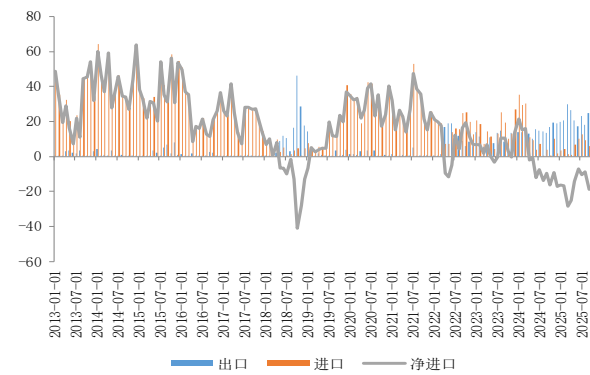
氧化铝：短期底部盘整，或有小反弹，长期过剩局面难改



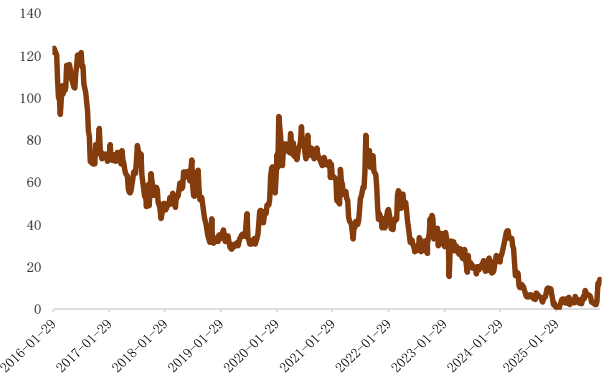
图表：氧化铝产量季节图



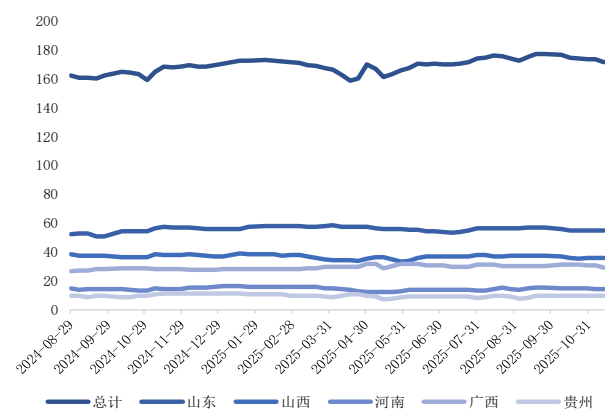
图表：氧化铝月度进出口数据



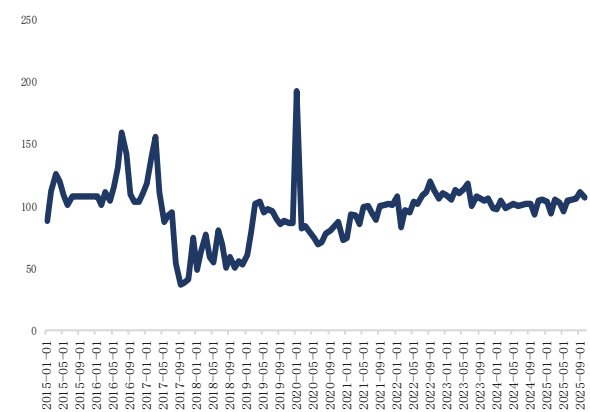
图表：氧化铝海外港口库存



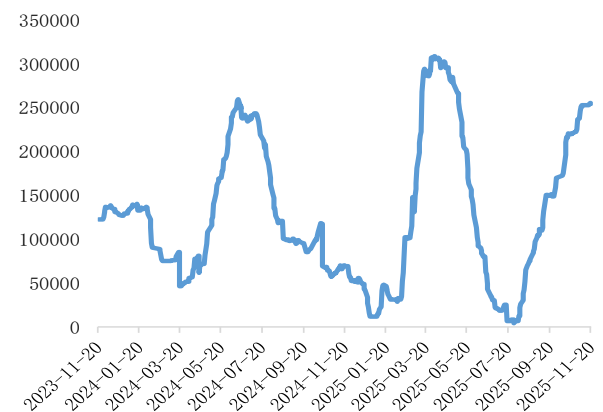
图表：氧化铝周度产量



图表：氧化铝厂内库存



图表：氧化铝仓单库存



烧碱-氧化铝周度策略分析

图表：氧化铝-烧碱价差



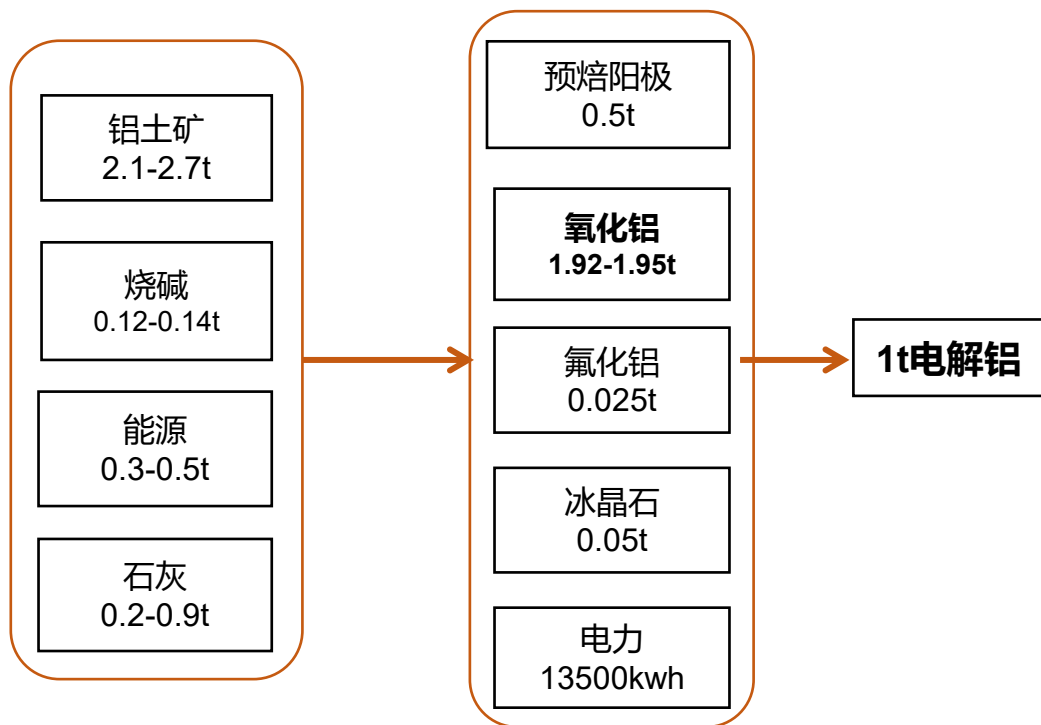
➤ 单边：AO筑底盘整；SH弱运行
➤ 跨品种：有望偏强运行

✓ 风险因素：氧化铝投产落地、烧碱减产

消息面	利多因素	11月18日，海外成交氧化铝3万吨，成交价格 \$318/mt FOB 东澳，12月船期。 11月19日，海外成交氧化铝3万吨，成交价格 \$320/mt FOB 西澳，1月船期。
	利多因素	外电11月18日消息，印尼PT Alamtri Minerals Indonesia确认，其位于北加里曼丹的新铝厂计划于今年12月中旬启动试运行，该项目是印尼推动资源本地化加工战略的旗舰工程，旨在将丰富的铝土矿资源转化为更高附加值的铝产品。公司董事Wito Krisnahadi表示，新厂将在12月开始运行，产能爬坡将持续到明年。公司规划在2026年10月实现年产50万吨的满负荷生产。更长期的计划则是将北加里曼丹基地扩建至年产150万吨，从而成为东南亚最大的铝生产中心之一。
	消息面分析	1.海外氧化铝成交价筑底小幅回弹，表明当前出口需求基本见底，利于氧化铝价格筑底盘整； 2.印尼新铝厂电解铝产能落地，海外采购氧化铝需求小幅走强。
烧碱观点	利多因素	暂无
	利空因素	氧化铝近7周产量持续下滑，烧碱铝链端的消费走弱+氧化铝厂接近现金成本线，投产积极性下滑，利空烧碱消费预期+烧碱高产量+高库存
	周度观点	高库存+高产量+需求承压，基本面弱势使烧碱价格承压
氧化铝观点	利多因素	北方环保督致使国产矿趋紧+企业检修减产，周度产量连续7周下滑+大部分地区现货价企稳+阶段性“反内卷”情绪
	利空因素	进口矿宽松+库存仍在高位累库+需求端电解铝产量见顶，后续可能回落
	周度观点	当前库存累积压力仍然较大，但产量下滑叠加现货止跌，氧化铝价格接近现金成本线，氧化铝厂年内抬产积极性较低，氧化铝预计当前位置筑底盘整，关注阶段性小幅反弹机会



氧化铝-电解铝



● 行业性质，氧化铝容易过剩，电解铝紧平衡

氧化铝产能暂未受限，建成产能严重过剩，而下游需求端电解铝生产受到4500万吨产能天花板限制，氧化铝供应增量空间大，而需求空间小，基本面偏弱。电解铝供应受限，需求横跨传统和新能源两大板块，基本面韧性较强。

● 氧化铝是生产电解铝的主要原料，近95%的氧化铝用于生产电解铝

生产电解铝的主要原材料是氧化铝，生产一吨电解铝大约需要1.95吨氧化铝，当前电解铝价格大约为20000左右，氧化铝价格为3100左右，生产一吨电解铝的原料成本大约为6045元，占总成本的比例为35%左右。

对于氧化铝而言，主要就是用于生产电解铝，所以消费端主要就看电解铝的生产情况。当电解铝因枯水期、高温限电等减产时，利好电解铝，但利空氧化铝；当电解铝持续扩产时，利空电解铝，利好氧化铝（但现在电解铝已处于4500万吨产能天花板下沿，扩产空间十分有限）。

● 终端需求提振电解铝，但难以传导给氧化铝

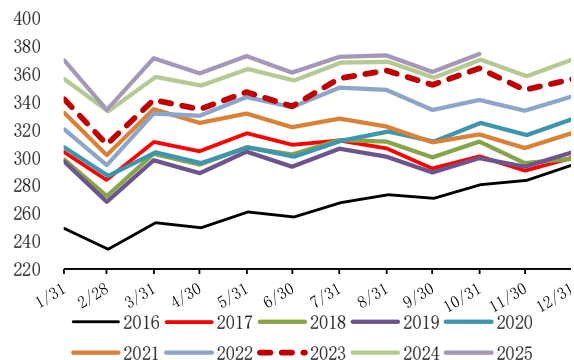
电解铝终端应用于电力、地产、汽车、家电、新能源等各行各业，所以消费具有较强的潜力，如果消费增长，直接驱动铝价。但因电解铝有产能天花板，且现在已经十分接近天花板，电解铝厂扩产空间有限，很难传导至氧化铝。

● 铝土矿扰动多，氧化铝波动大，电解铝跟随成本波动

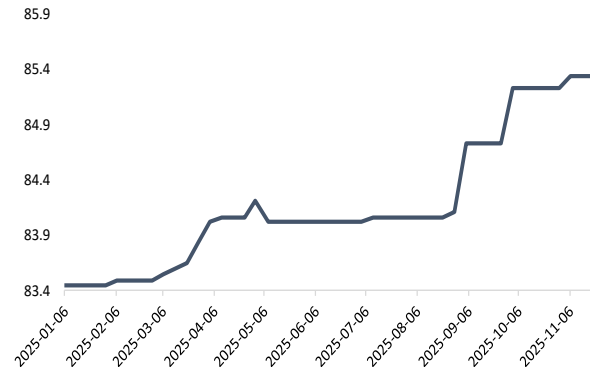
中国铝土矿主要依赖从几内亚进口，而几内亚政策常出变化，导致铝土矿供应扰动，氧化铝价格容易出现拉涨。对于电解铝而言，受成本波动而波动，且成本占比仅35%，涨幅相对较小。

电解铝逻辑：基本面强势，但短期交易宏观悲观情绪

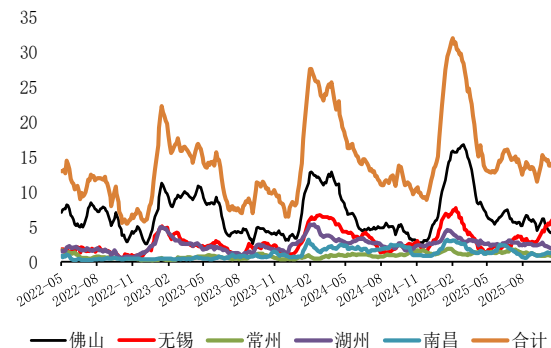
图表：电解铝产量季节图



图表：电解铝周度产量



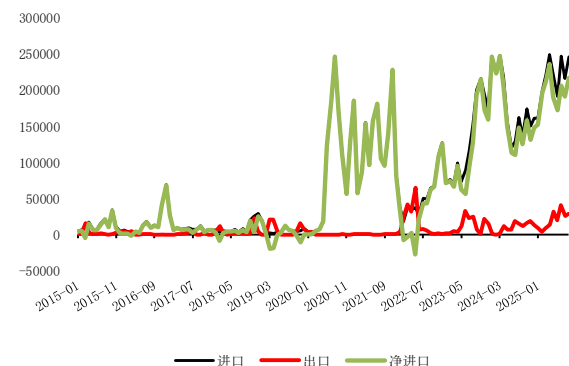
图表：铝棒周度库存



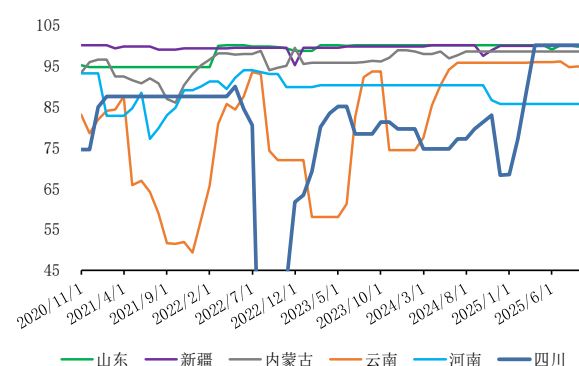
图表：电解铝行业利润



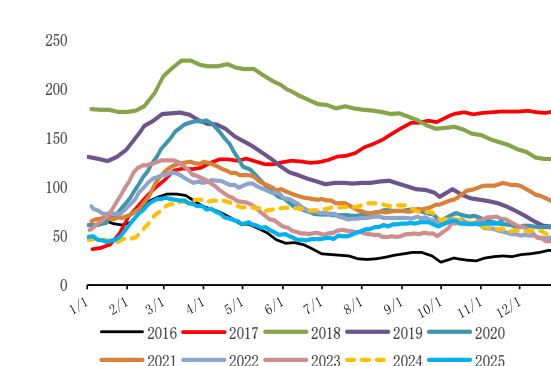
图表：电解铝进出口表现



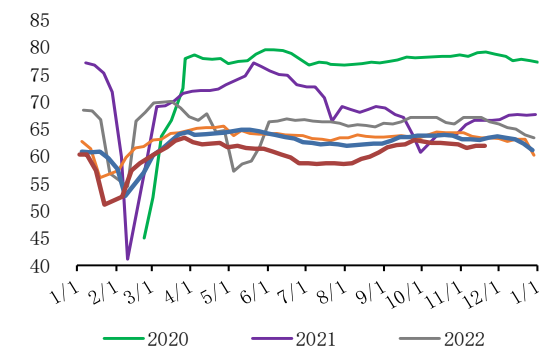
图表：主要地区电解铝开工率



图表：铝锭社会库存季节图



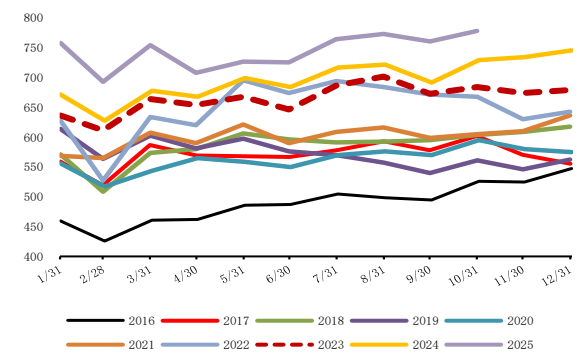
图表：铝材行业平均开工率



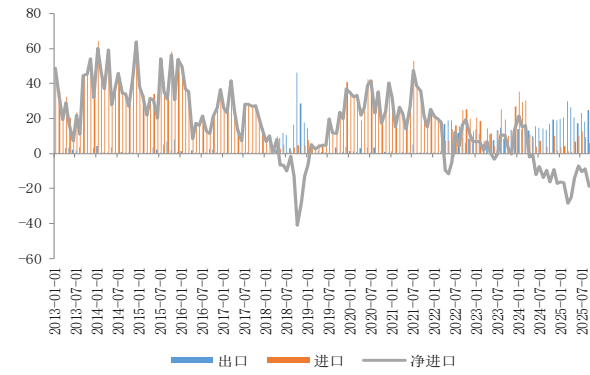
氧化铝：短期底部盘整，或有小反弹，长期过剩局面难改



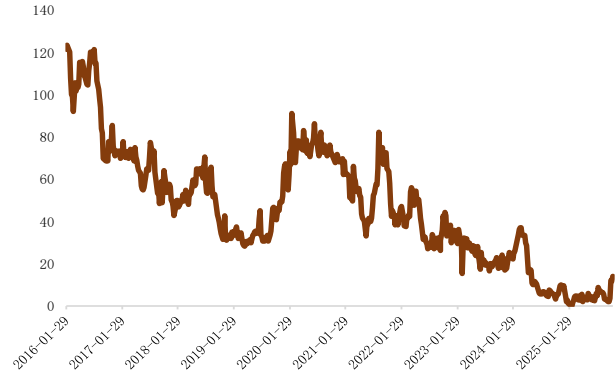
图表：氧化铝产量季节图



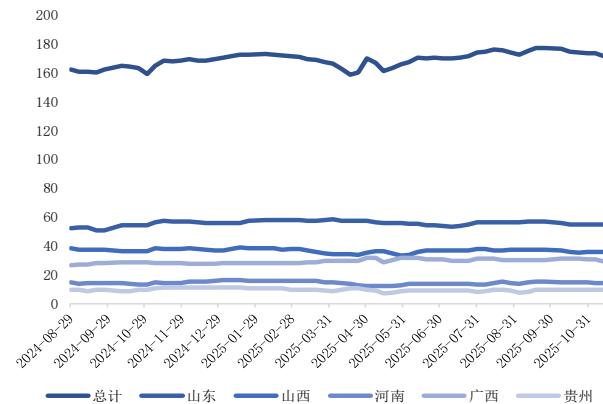
图表：氧化铝月度进出口数据



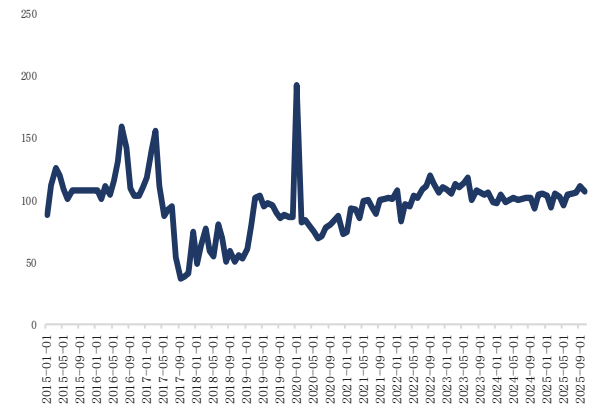
图表：氧化铝海外港口库存



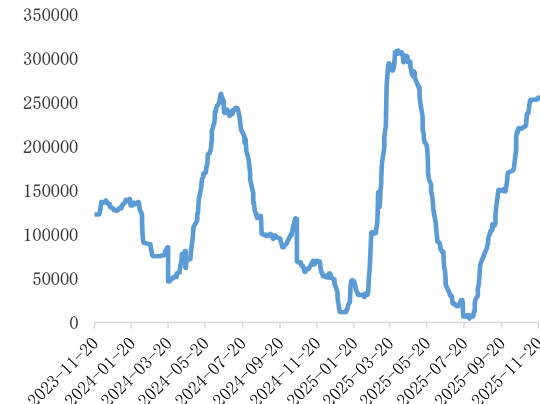
图表：氧化铝周度产量



图表：氧化铝厂内库存

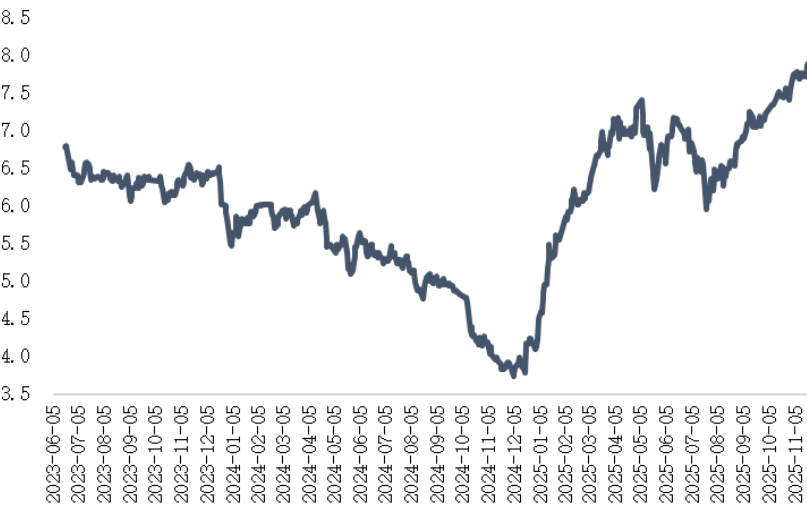


图表：氧化铝仓单库存



氧化铝-电解铝周度策略分析

图表：沪铝/氧化铝比价



➤ 单边：AL短期震荡调整，中期易涨难跌；AO筑底盘整

➤ 跨品种：有望偏强

➤ 风险因素：再度交易美联储12月份不降息

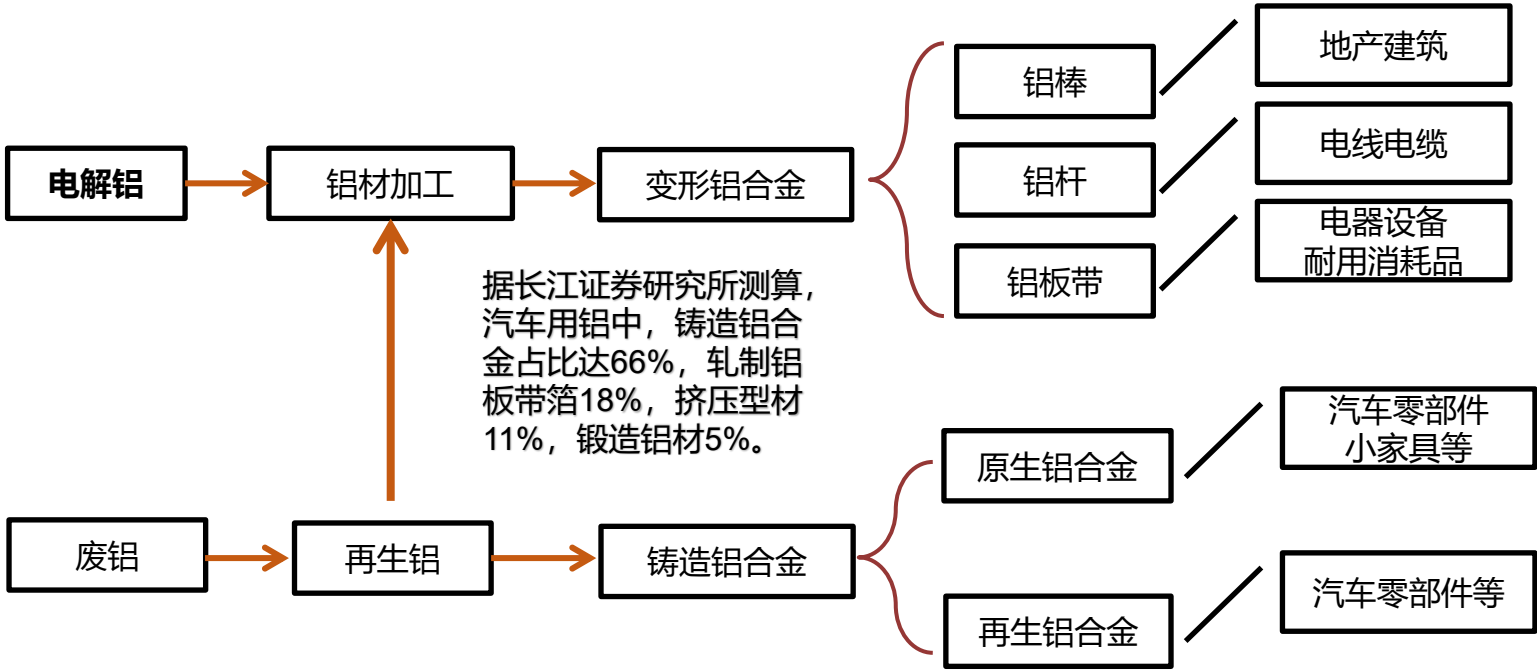
消息面	利空因素	外电11月18日消息，印尼PT Alamtri Minerals Indonesia确认，其位于北加里曼丹的新铝厂计划于今年12月中旬启动试运行，该项目是印尼推动资源本地化加工战略的旗舰工程，旨在将丰富的铝土矿资源转化为更高附加值的铝产品。公司董事Wito Krisnahadi表示，新厂将在12月开始运行，产能爬坡将持续到明年。公司规划在2026年10月实现年产50万吨的满负荷生产。更长期的计划则是将北加里曼丹基地扩建至年产150万吨，从而成为东南亚最大的铝生产中心之一。
	利空因素	SHMET11月20日讯，美国劳工统计局称，7月份非农新增就业人数从增加7.9万人下修7000人至增加7.2万人；8月份非农新增就业人数从增加2.2万人下修2.6万至减少0.4万人。修正后，7月和8月新增就业人数合计较修正前低3.3万人。
	消息面分析	1.印尼电解铝产能投产，一定程度缓解海外电解铝供应压力。 2.美国非农就业数据公布，9月季调后非农就业人口 11.9万人，预期5万人，非农数据大超预期使得美联储12月降息预期进一步下滑，美元强势，板块阶段性承压，利空电解铝，对氧化铝相对较小。
电解铝观点	利多因素	国内产能触及天花板，暂时见顶+铜铝比处于高位，产业端铝线缆替代需求较好，线缆开工率回升
	利空因素	美国非农就业数据大超预期，美联储持续释放鹰派信号，12月份降息预期降至低位，美元指数冲高；印尼电解铝产能投产
	周度观点	供需结构仍较强+但短期交易宏观悲观情绪，沪铝短期调整，中长期易涨难跌
氧化铝观点	利多因素	北方环保督致使国产矿趋紧+企业检修减产，周度产量连续7周下滑+大部分地区现货价企稳+阶段性“反内卷”情绪
	利空因素	进口矿宽松+库存仍在高位累库+需求端电解铝产量见顶，后续可能回落
	周度观点	当前库存累积压力仍然较大，但产量下滑叠加现货止跌，氧化铝价格接近现金成本线，氧化铝厂年内抬产积极性较低，氧化铝预计当前位置筑底盘整，关注阶段性小幅反弹机会



电解铝-铝合金

● 铸造铝合金可在一定程度上补充电解铝供应不足的问题

电解铝供应存在4500产能天花板，而消费遍布电力、地产、汽车、家电、新能源各行各业，目前已出现供需紧平衡的问题，未来或面临供应不足的困境。而各类旧家电、报废汽车等终端消费中可以拆解出废铝，废铝可生产出再生铝，进而生产出铸造铝合金，但铸造铝合金主要应用于汽车零部件和小家具等消费，还比较难应用于电子、线缆、芯片等领域，主因拆解出来的废铝杂质较多，无法做到保级应用。



● 铸造铝合金消费单一，电解铝消费多样化

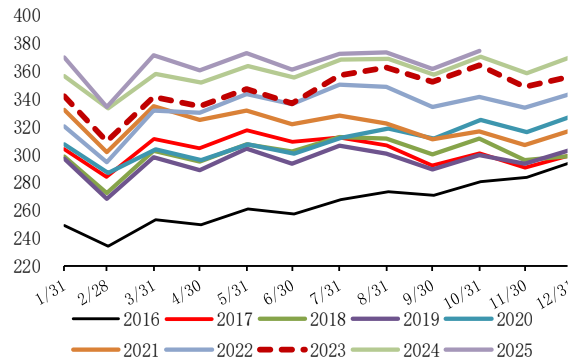
铸造铝合金下游主要消费是汽车行业，若汽车行业生产高峰期过后，对于铸造铝合金是显著利空。而电解铝下游消费主要集中在电力、家电、汽车、电子等各行各业，受到汽车消费冲击的幅度相对较小，可能形成铸造铝合金跌幅大于电解铝的现象。

● 电解铝与铸造铝合金成本逻辑分化

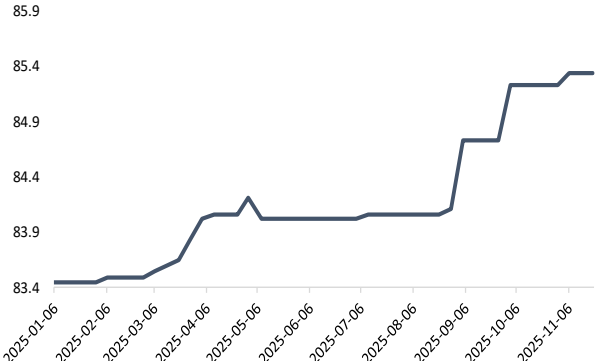
铸造铝合金和电解铝的主要原料及原料来源不一样。铸造铝合金的原料是废铝，通过终端拆解而来，或通过向日本、马来西亚、美国等国家进口而来。电解铝原料主要是氧化铝，通过上游铝土矿生产而来。所以，两个品种成本逻辑有区别，很容易形成逻辑分化。比如2024年，海外铝土矿供应受阻，氧化铝价格大涨，对电解铝形成支撑，而对铸造铝合金影响极其有限。

电解铝逻辑：基本面强势，但短期交易宏观悲观情绪

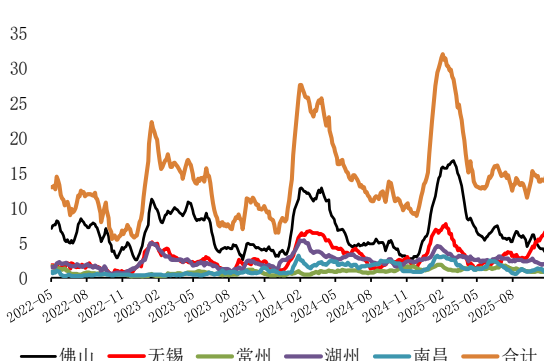
图表：电解铝产量季节图



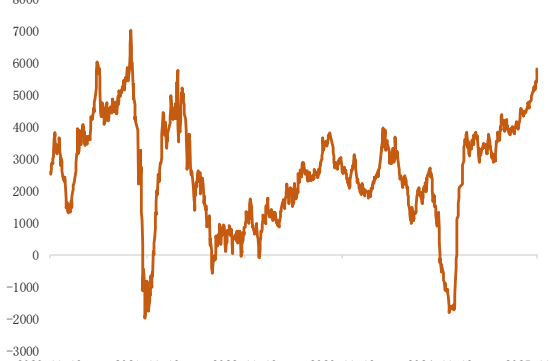
图表：电解铝周度产量



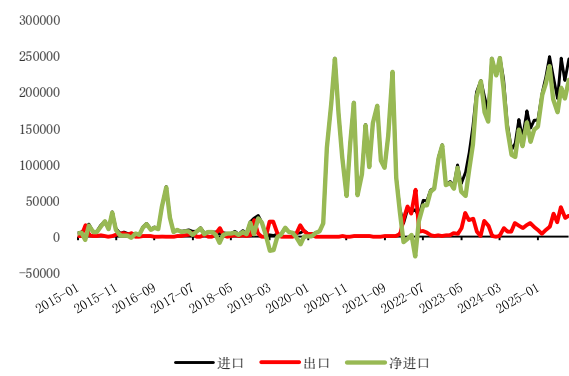
图表：铝棒周度库存



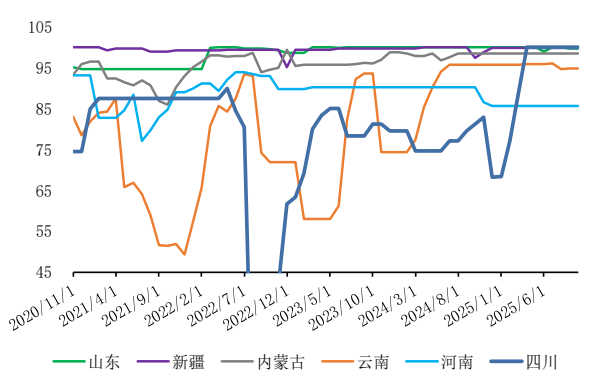
图表：电解铝利润



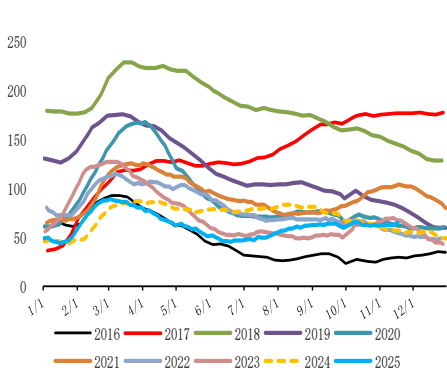
图表：电解铝进出口表现



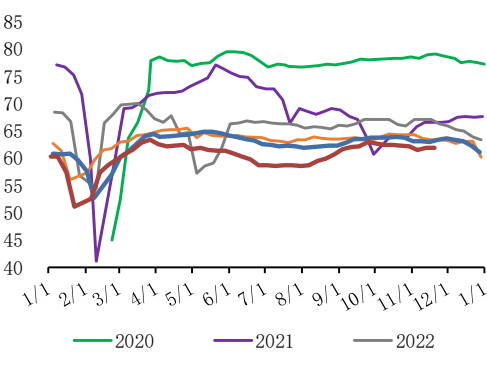
图表：主要地区电解铝开工率



图表：铝锭社会库存季节图

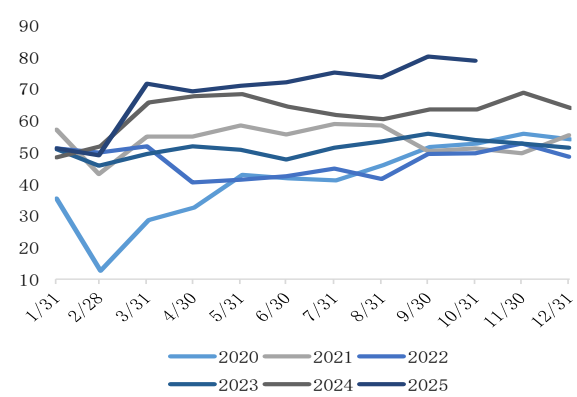


图表：铝材行业平均开工率

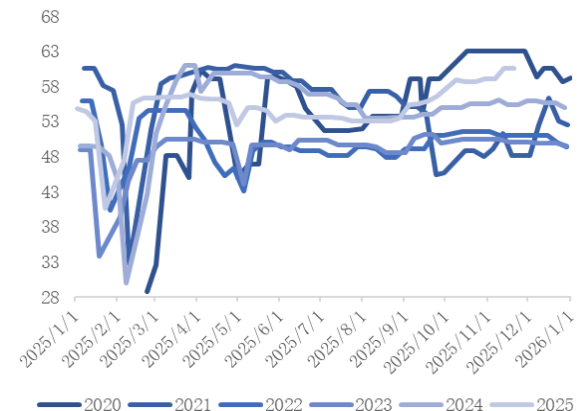


铝合金：基本面偏强，但短期在交易宏观悲观情绪

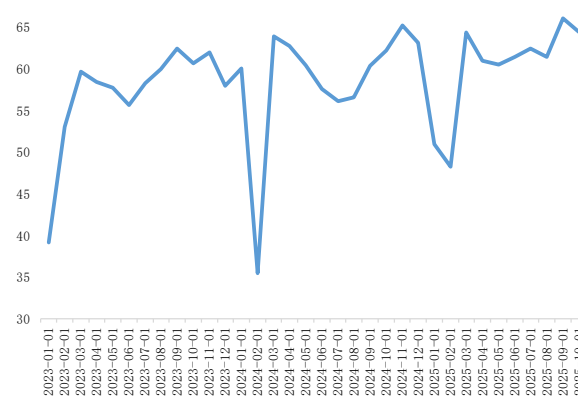
图表：废铝产量季节图



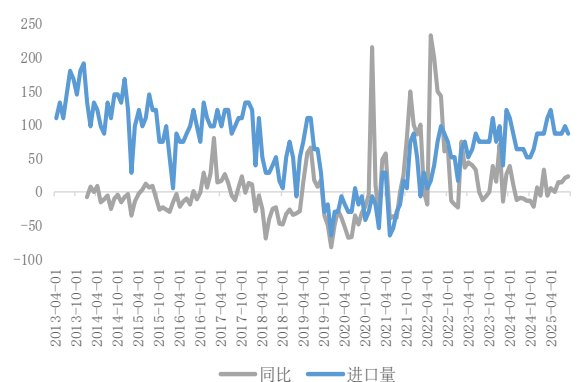
图表：再生铝合金周度开工率



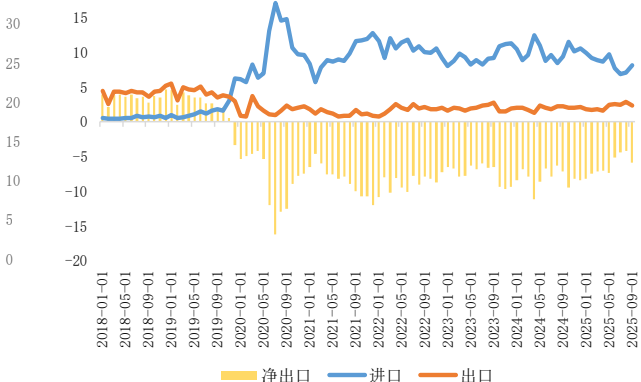
图表：再生铝合金月度产量



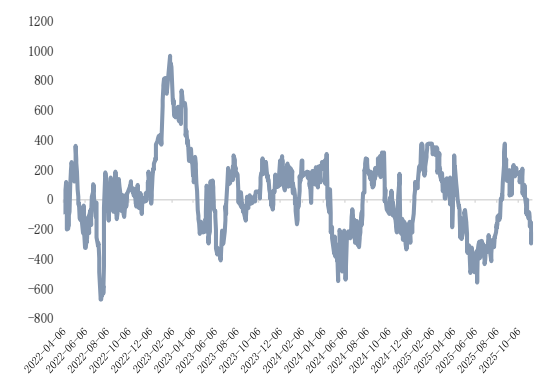
图表：废铝进口表现



图表：中国未锻轧铝合金进出口数据

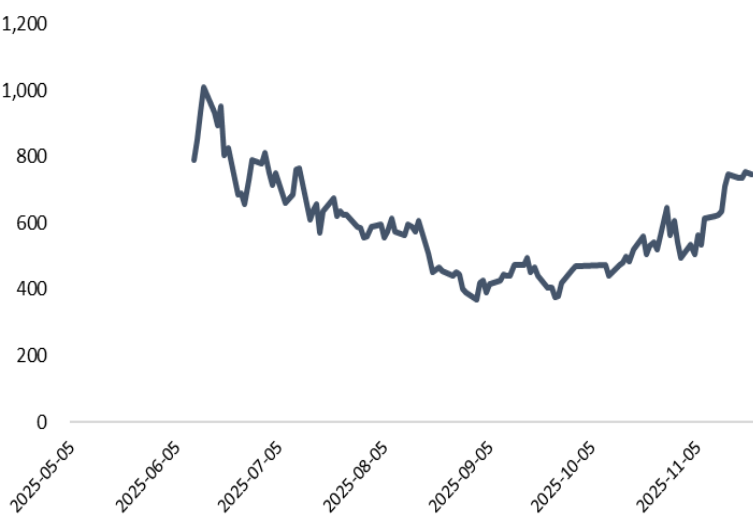


图表：ADC12理论利润



电解铝-铝合金周度策略分析

图表：沪铝-铸造铝合金价差



➤ 单边：Ad震荡盘整；Al震荡盘整

➤ 跨品种：暂时观望

	利多因素	外电11月18日消息，欧盟贸易专员塞夫科维奇(Maros Sefcovic)在布鲁塞尔举行的欧洲铝业会议上表示，欧盟委员会计划对欧盟废铝出口实施限制，以防止其大量外流，避免行业缺乏脱碳所需的原料。据欧洲铝业协会（European Aluminium）称，欧盟废铝出口量在2024年达到创纪录的126万吨，较五年前高出约50%，其中大部分出口到亚洲。欧盟业界表示，由于美国对铝征收50%的进口关税，但对废料只征收15%的关税，目前情况已经恶化。欧盟委员会于7月开始监测出口，并表示将评估是否有必要采取行动。
	利空因素	SHMET11月20日讯，美国劳工统计局称，7月份非农新增就业人数从增加7.9万人下修7000人至增加7.2万人；8月份非农新增就业人数从增加2.2万人下修2.6万至减少0.4万人。修正后，7月和8月新增就业人数合计较修正前低3.3万人。
	消息面分析	1.如果欧洲真的限制废铝出口，直接影响我国废铝供应，在电解铝产能接近天花板的形势下，铝的整体供应压力加大，直接利好铝合金，间接利好电解铝。 2.美国非农就业数据公布，9月季调后非农就业人口11.9万人，预期5万人，非农数据大超预期使得美联储12月降息预期进一步下滑，美元强势，板块阶段性承压，利空电解铝和铝合金。
电解铝观点	利多因素	国内产能触及天花板，暂时见顶+铜铝比处于高位，产业端铝线缆替代需求较好，线缆开工率回升
	利空因素	美国非农就业数据大超预期，美联储持续释放鹰派信号，12月份降息预期降至低位，美元指数冲高；印尼电解铝产能投产
	周度观点	供需结构仍较强+但短期交易宏观悲观情绪，沪铝短期调整，中长期易涨难跌
铸造铝观点	利多因素	废铝偏紧+欧洲废铝出口限制预期+轻量化需求
	利空因素	非农就业大超预期，美联储持续释放鹰派信号，12月份暂时不降息预期上调，美元指数冲高
	周度观点	宏观情绪悲观，铝合金跟随板块承压，但基本面偏强，中长期易涨难跌

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

THE END

感谢聆听

兴证期货·研究咨询部

有色金属研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

李艳婷

从业资格编号: F03146166

投资咨询编号: Z0022609

邮箱: liyanting@xzfutures.com