

供给抑制消费渐起，铝价震荡偏强

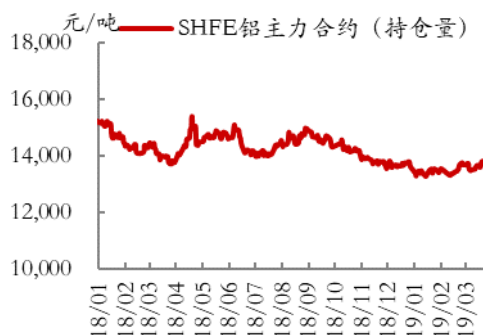
走势评级：铝：看涨
报告日期：2019年4月1日



曹洋 高级分析师（有色金属）
从业资格号：F3012297
投资咨询号：Z0013048
Tel: 8621-63325888-3904
Email: yang.cao@orientfutures.com

联系人：
孙伟东 高级分析师（有色金属）
从业资格号：F3035243
Tel: 8621-63325888-2523
Email: weidong.sun@orientfutures.com

上期所铝主力合约走势



★氧化铝供应依然过剩，电解铝成本仍有下跌风险：

氧化铝价格已经跌破行业完全平均成本线 100 元左右，行业亏损加剧导致 3 月北方不少企业传出减产的消息(总计约 200 多万吨)。不过考虑到 4 月份有 130 万吨的新产能能够出产品,行业供应过剩的局面难以扭转，预计氧化铝价格仍有一定下跌空间，预计 2600 元将会是二季度氧化铝价格底部。

★新增产能投放数量有限，电解铝供应维持低增速：

目前电解铝行业的产能加权平均利润约 200 元/吨，该利润水平并不足以刺激新增产能以及闲置产能加速投产，二季度预计有约 60 万吨新增产能投放。按照投产节奏测算上半年电解铝供应同比增速为-0.6%。电解铝供应端增速依然维持低位。

★内外需求不振，消费缓慢复苏：

在地产与基建仍未见起色的背景下，二季度国内需求仍难言乐观。沪伦比值已经修复至历史均值 7.2 水平附近，叠加海外主要发达经济体 PMI 集体走弱，预计二季度铝材出口增速将维持低位。综合来看，二季度铝下游需求同比增速面临一定下滑压力。不过考虑到二季度是国内消费旺季，环比来看原铝消费端预计将温和增长。

★投资建议：

19 年铝市预计将逐渐从 18 年的成本驱动，过渡到消费驱动。短期和中期投资逻辑为，短期：降税政策导致需求前置，四月现货抛售压力较大。并且氧化铝价格仍有下跌空间，因此成本端仍会走弱。建议短期以波段操作或逢高沽空为主。中期：在电解铝供应维持低位的情况下，随着消费端的季节性复苏，6 月底铝锭库存会降低至 120-130 万吨水平。铝价有望重回 14000 元关口，建议投资者以谨慎的逢低买入操作为宜。

★风险提示：

中美贸易摩擦加剧，国内经济增速大幅下滑。

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、氧化铝供应依然过剩，电解铝成本仍有下跌风险	4
2、新增产能投放数量有限，原铝供应维持低增速	7
3、内外需求不振，消费缓慢复苏	9
4、投资建议	11
5、风险提示	13

图表目录

图表 1: 国内铝土矿进口数量持续攀升.....	4
图表 2: 国内铝土矿均价小幅回落.....	4
图表 3: 二季度海外氧化铝新增产能安排.....	5
图表 4: 全球氧化铝产量月度对比.....	5
图表 5: 国内氧化铝供应充裕.....	5
图表 6: 国内氧化铝企业开工情况.....	6
图表 7: 氧化铝港口库存同比明显降低.....	6
图表 8: 氧化铝出口数量降低至 0.....	6
图表 9: 氧化铝利润已经充分挤压.....	6
图表 10: 一季度国内氧化铝产能减产情况.....	7
图表 11: 二季度国内氧化铝新增产能安排.....	7
图表 12: 原铝供给增速仍然缓慢.....	7
图表 13: 电解铝企业开工率持续下行.....	7
图表 14: 国内上半年电解铝产能减产情况.....	8
图表 15: 国内上半年电解铝投产产能安排.....	8
图表 16: 房屋竣工面积未见起色.....	9
图表 17: 汽车产销依旧疲弱.....	9
图表 18: 高压电缆长度增速再次转负.....	9
图表 19: 铝材企业开工率同比出现下滑.....	9
图表 20: 国内铝材出口高位回落.....	10
图表 21: 沪伦比回升至历史均值水平.....	10
图表 22: LME 库存维持稳定.....	10
图表 23: 海外主要发达经济体 PMI 集体回落.....	10
图表 24: 3 月铝锭超预期去库.....	11
图表 25: 6063 铝棒库存降低.....	11
图表 26: 国内铝棒 (6063) 加工费大幅反弹.....	12
图表 27: 电解铝出库量反弹至历史高位.....	12
图表 28: 电解铝企业现金成本曲线.....	12

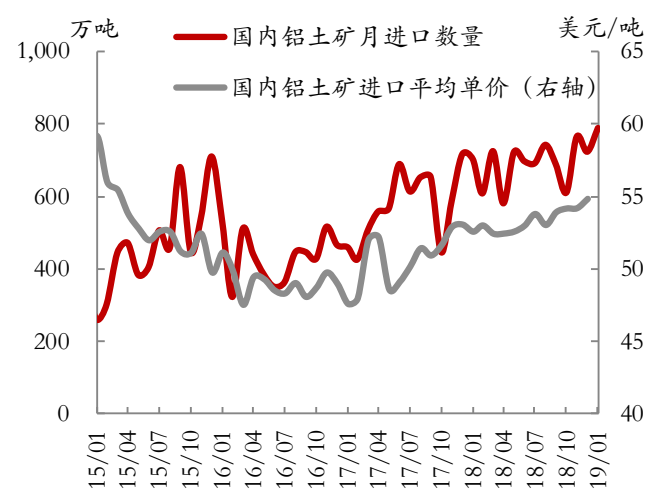
1、氧化铝供应依然过剩，电解铝成本仍有下跌风险

中国海关总署公布的数据显示，2019 年 2 月中国铝土矿进口数量为 889.2 万吨，同比增长 46.1%，环比增加 12.7%；1-2 月铝土矿累计进口数量为 1678.5 万吨，同比增长 25.8%。几内亚仍是国内铝土矿进口主要来源国，其矿石经“赢联盟”流入中国，未来几内亚矿石占比会持续上升。随着南方矿石品位的降低，国内氧化铝厂开始采样进口铝土矿。预计二季度国内铝土矿进口数量将继续增加，从而对矿价形成一定冲击。

一季度国内矿石价格出现一定程度的回落，价格回落的原因有三点：第一，去年对矿石影响较大的环保问题已经得到明显缓解，矿石供应较为充足；第二，由于氧化铝价格的走弱，氧化铝厂试图通过减产等措施打压矿石价格；第三，进口矿流入增加，洛阳香江万基将 100 万吨的产能由高温拜耳法改造为低温拜耳法。

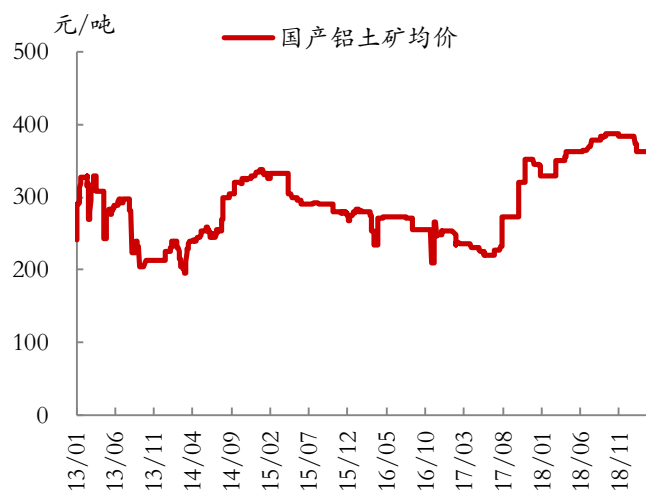
预计随着进口矿石的持续流入，叠加国内供应充裕氧化铝厂矿石库存较为理想，预计二季度矿石价格仍有小幅下行空间。

图表 1：国内铝土矿进口数量持续攀升



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 2：国内铝土矿均价小幅回落



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

IAI 公布的 2019 年 1 月份全球氧化铝（冶金级）产量为 9985 千吨，同比增加 1.3%。一季度，海外氧化铝供应压力不大。几起事件将海外价格从年初低点 378 美元/吨推升至 406 美元/吨（澳大利亚氧化铝 FOB）：第一，巴西淡水河谷（Vale）的一座尾矿坝发生事故，从而引发了巴西全范围的一轮检查，海德鲁复产计划实施受此影响或许将延期 6 个月以上，预计海德鲁复产或延迟至三季度以后；第二，韦丹塔氧化铝厂反抗者与警察发生冲突，影响了约 190 万吨的氧化铝产能的生产；第三，市场传言巴西出台上游尾矿坝禁令。消息面引发了市场对于国内外上游原材料供应短缺的担忧。

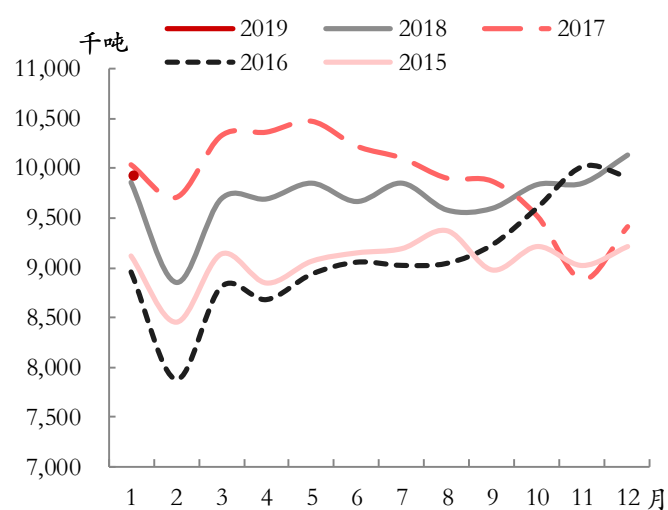
目前海外氧化铝供应相对偏紧，二季度理论上能够投产的有两家企业，分别是 Shaheen 和 Anrak 的 200 万以及 150 万吨，但投产概率均不大，大概率出产品是在今年下半年。预计二季度海外氧化铝价格将在 400 美元/吨附近偏强运行。

图表 3：二季度海外氧化铝新增产能安排

冶炼厂	地区	新增产能（万吨）	投产时间
Shaheen	阿联酋	200	2019 年 3-4 月
Anrak	亚洲	150	2019 年 4 月

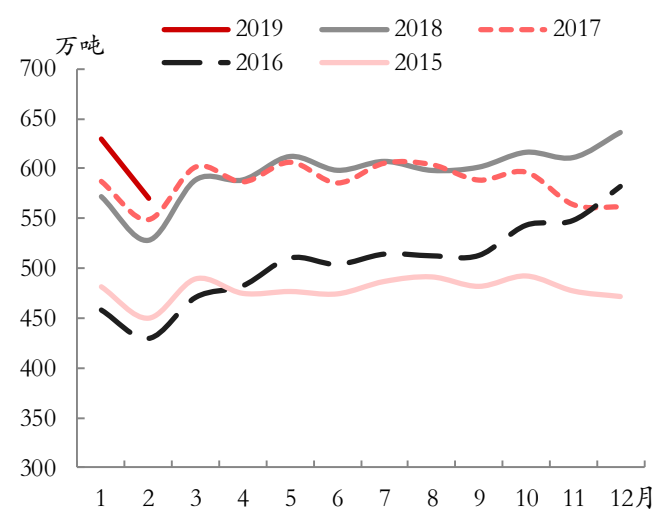
资料来源：我的有色网，爱择咨询，东证衍生品研究院

图表 4：全球氧化铝产量月度对比



资料来源：IAI，东证衍生品研究院

图表 5：国内氧化铝供应充裕



资料来源：阿拉丁，东证衍生品研究院

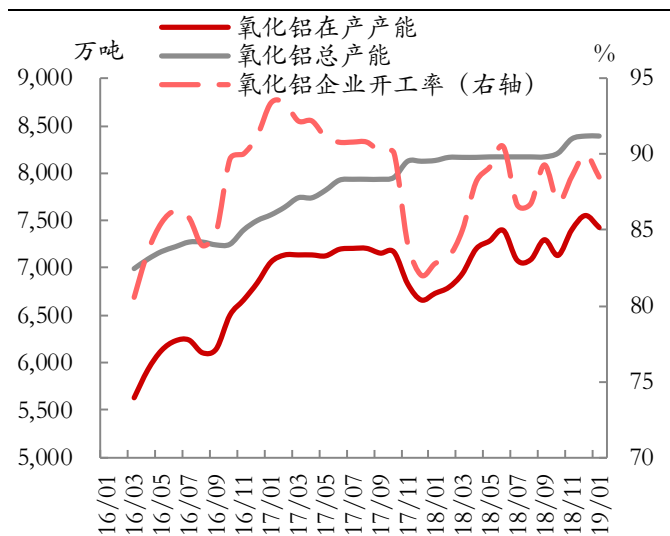
百川资讯公布的国内 2019 年 2 月份氧化铝产量为 570.1 万吨，同比增加 7.7%，1 至 2 月累计产量为 1165.5 万吨，同比增加 4.3%。截止 2 月底，国内氧化铝总产能为 8425 万吨，运行产能为 7310 万吨，2 月开工率为 86.8%，同比去年降低 4.1%，环比增加 1.1%。国内氧化铝供应充裕，氧化铝开工产能对比电解铝过剩约 100 万吨。国内国内主要氧化铝生产企业及主要站台库存持续上升，最近已经回升至 18 年 7 月的水平。

海关数据显示 2 月氧化铝出口量为 0.3 万吨，进口量为 5.4 万吨。随着海外氧化铝价格的回落，国内氧化铝重归净进口状态，不过从目前的价格来看进出口套利的窗口并未打开。

展望二季度，目前氧化铝价格已经跌破行业完全平均成本线 100 块左右，行业亏损加剧导致 3 月下旬北方不少企业传出减产消息（总计约 200 多万吨）。不过考虑到 4 月份有 130 万吨的新产能能够出产品，因此预计氧化铝价格仍有一定下跌空间，考虑到行业成

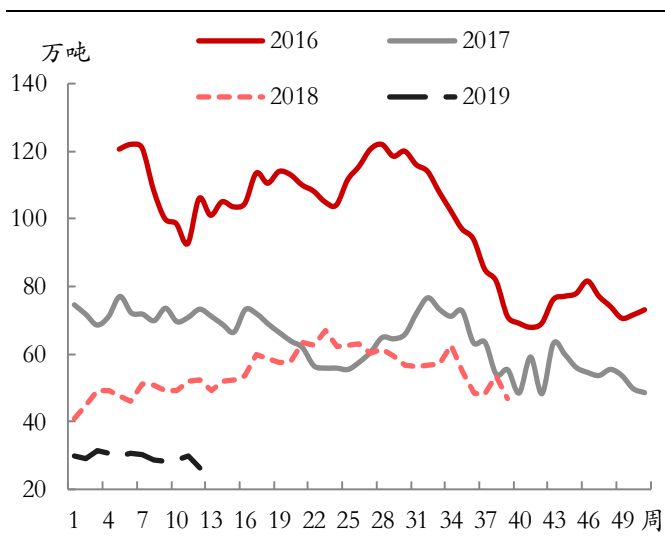
本压力较大，预计 2600 元将会是二季度氧化铝价格底部。

图表 6：国内氧化铝企业开工情况



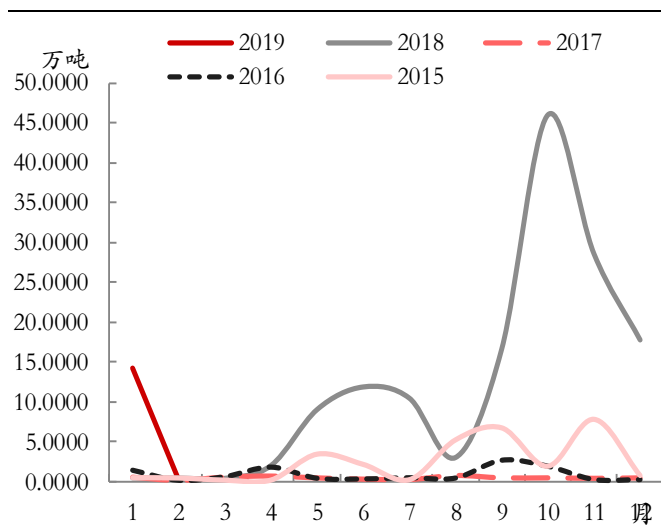
资料来源：阿拉丁，东证衍生品研究院

图表 7：氧化铝港口库存同比明显降低



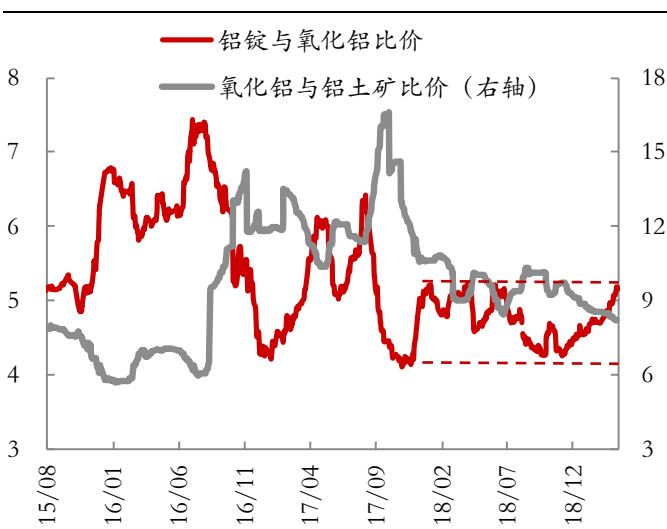
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 8：氧化铝出口数量降低至 0



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 9：氧化铝利润已经充分挤压



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 10：一季度国内氧化铝产能减产情况

企业	地区	减产产能	减产时间	原因
阳泉信发	山西	110	2月11日	矿石供应和燃料短缺
东方希望三门峡	河南	30	3月11日	检修
山西华兴	山西	50	3月27日	矿石供给和成本压力
中铝山西分	山西	40	3月27日	矿石供给和成本压力
总计(万吨)		230		

资料来源：百川资讯，爱择咨询，东证衍生品研究院

图表 11：二季度国内氧化铝新增产能安排

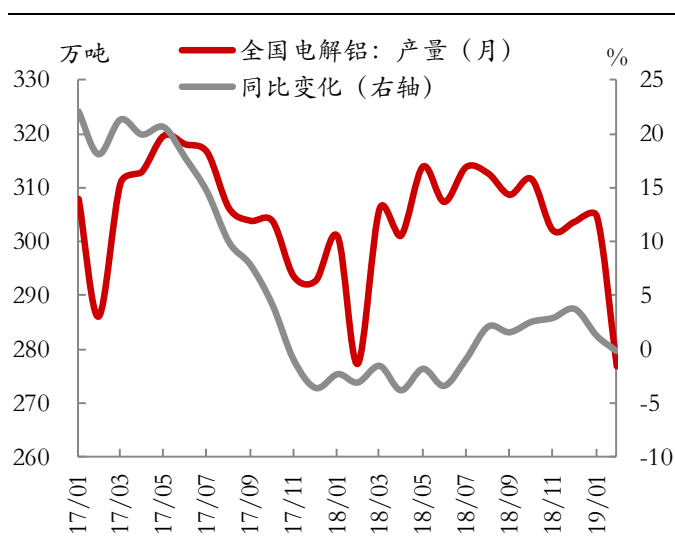
企业	地区	新增产能(万吨)	出产品时间
重庆水江	重庆	80	3月底
无棣齐星	山东	50	4月初
广西天桂	广西	80	下半年出产品
中电投遵义	贵州	100	7月份出产品

资料来源：我的有色网，爱择咨询，东证衍生品研究院

2、新增产能投放数量有限，原铝供应维持低增速

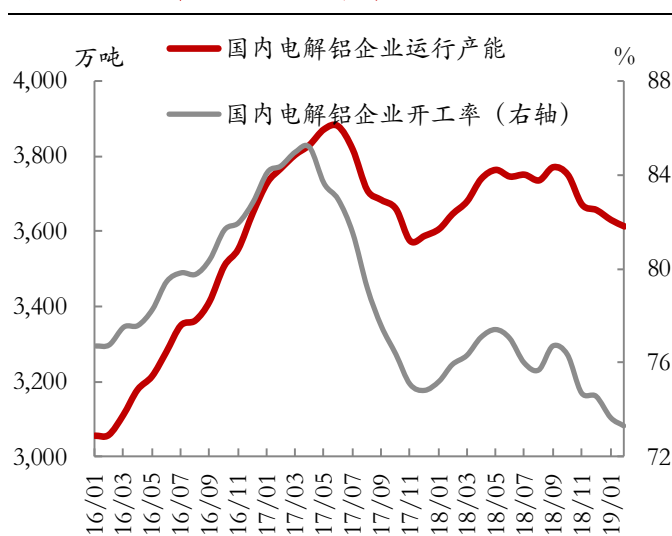
截至3月底，电解铝供给仍处于明显低位。Mymetal 公布的数据显示2019年2月国内电解铝产量为276.8万吨，同比降低0.2%，日均产量环比基本持平；1-2月电解铝累计产量为581.4万吨，同比增0.6%。2月电解铝行业建成产能为4930万吨，运行产能为3613.5万吨，开工率为73.3%。

图表 12：原铝供给增速仍然缓慢



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

图表 13：电解铝企业开工率持续下行



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

图表 14：国内上半年电解铝产能减产情况

企业	地区	减产产能	减产时间
恒康铝业	河南	12	1 月
中孚实业	河南	10	1 月
中铝山西新材料	山西	4	1 月
华宇新材料	山东	4	1 月
西部水电	青海	5	1 月
河南永登	河南	5.5	2 月
内蒙古通顺	内蒙古	11.5	2 月
南平铝业	福建	1.9	2 月
山西华圣	山西	5	3 月
焦作万方	河南	7	3 月
总计（万吨）		65.9	

资料来源：爱择咨询，百川资讯，东证衍生品研究院

图表 15：国内上半年电解铝投产产能安排

企业	地区	新增产能	出产品时间
陕西美鑫	山西	9	1 月
内蒙古创源金属	内蒙古	30	1 月
云铝昭通	云南	10	3 月
云铝鹤庆	云南	10	3 月
百矿德保	广西	10	3 月
广西苏源	广西	10	3 月
中铝华润	山西	12.5	二季度初
陕西美鑫	山西	10	5 月
百矿田林	广西	12.5	5 月
内蒙古固阳	内蒙古	14	二季度
云铝鹤庆	云南	11	二季度
总计		139	

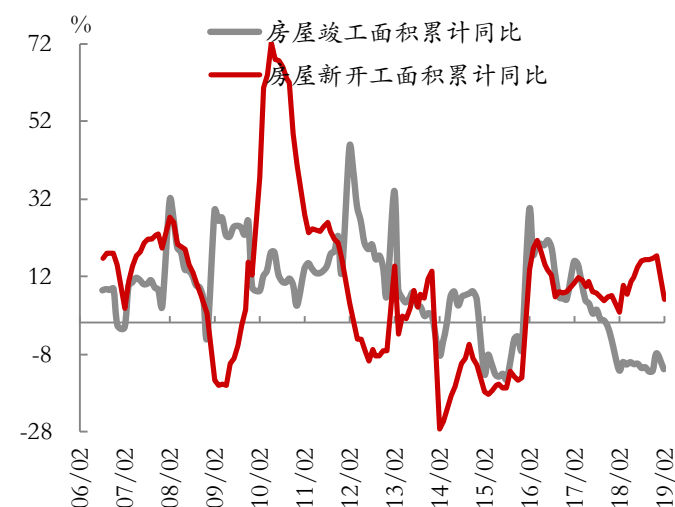
资料来源：爱择咨询，百川资讯，东证衍生品研究院

展望二季度，乐观估计预计有约 60 万吨新增电解铝产能投产。考虑到投产节奏我们预计上半年电解铝供应同比增速为-0.6%。

3、内外需求不振，消费缓慢复苏

据我们测算1至3月国内原铝表观消费量为842.4万吨，累计同比增长1.4%。以下分国内外两方面对消费端进行探讨。

图表 16：房屋竣工面积未见起色



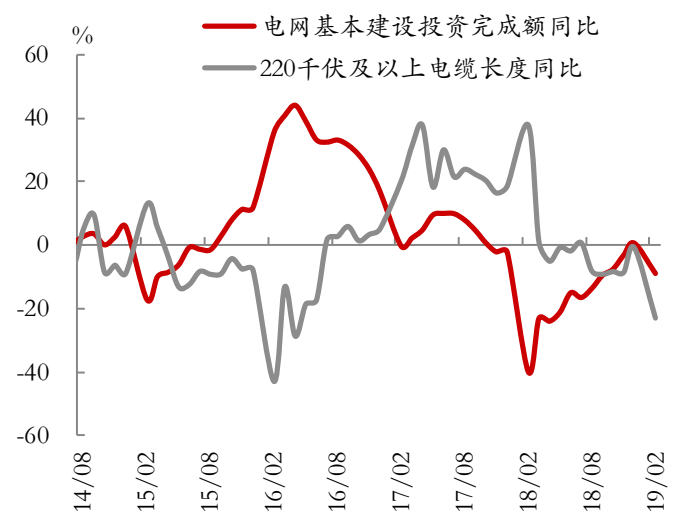
资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

图表 17：汽车产销依旧疲弱



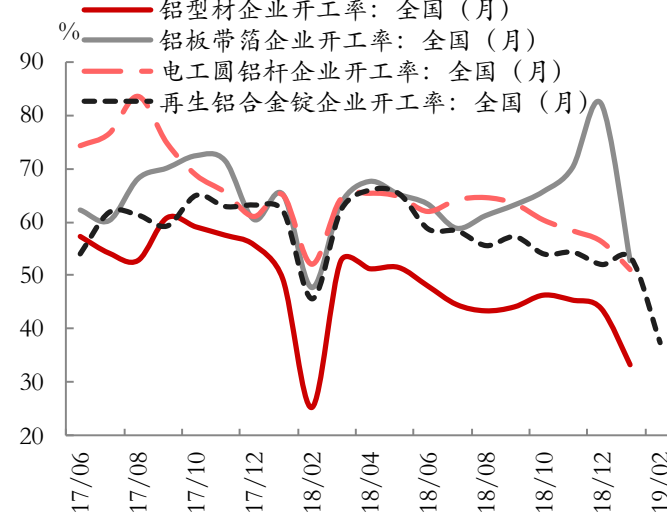
资料来源：中汽协，东证衍生品研究院

图表 18：高压电缆长度增速再次转负



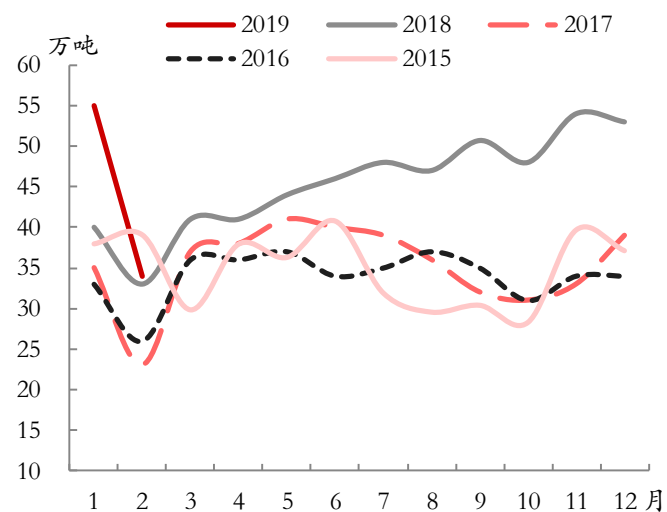
资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

图表 19：铝材企业开工率同比出现下滑



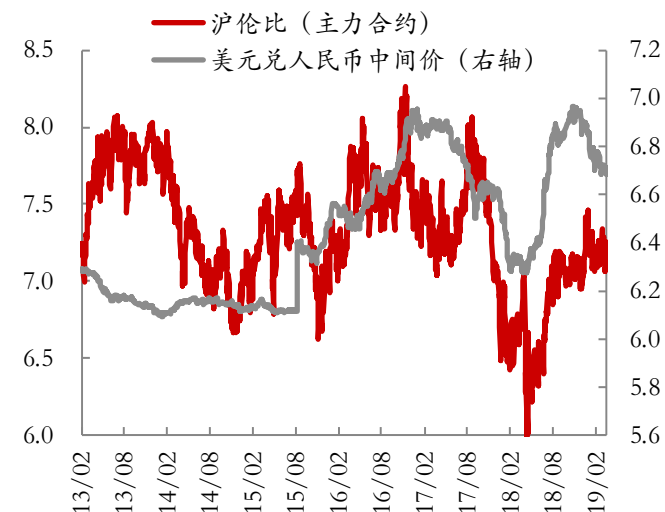
资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

图表 20: 国内铝材出口高位回落



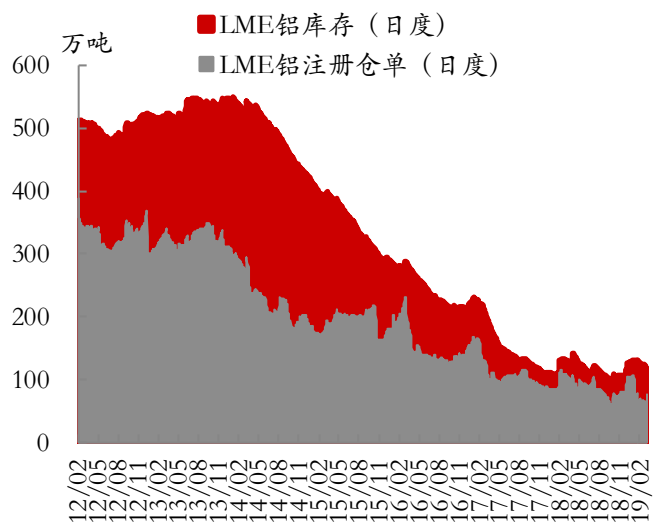
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 21: 沪伦比回升至历史均值水平



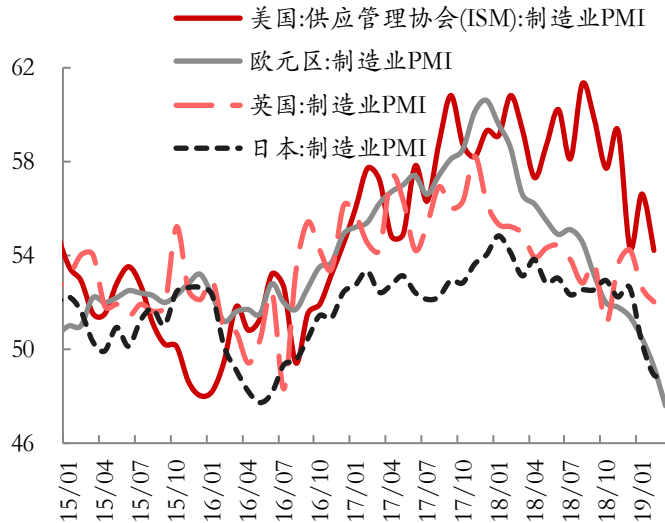
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 22: LME 库存维持稳定



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 23: 海外主要发达经济体 PMI 集体回落



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

内需：从终端需求角度来看，地产新开工、销售以及竣工面积增速均出现下滑；汽车产销增速继续负增长；电网投资以及高压电缆长度增速重新回到负增长区间。国内铝消费增速面临较大下行压力。对于直接下游即铝材企业来说，一季度企业开工率较去年同期出现较大幅度降低，节后下游企业复工情况较往年要晚一些。小厂生产萧条，大厂订单状况相对较好。在地产与基建仍未见起色的背景下，二季度国内需求仍难言乐观。不过由于二季度是铝下游消费旺季，预计国内消费将呈现缓慢增长的趋势。

外需：据海关数据显示，我国 2019 年 2 月份铝材出口数量为 34 万吨，同比增加 3.0%，1-2 月累计出口 89 万吨，同比增加 21.9%。企业抢出口的行为令 1 月份铝材出口仍保持高速增长，但 2 月的出口数据已经明显回落。目前沪伦比值已经修复至 7.2 水平附近（近五年均值为 7.2），叠加海外主要发达经济体 PMI 集体下滑，外需持续走弱，预计二季度铝材出口增速将维持低位。

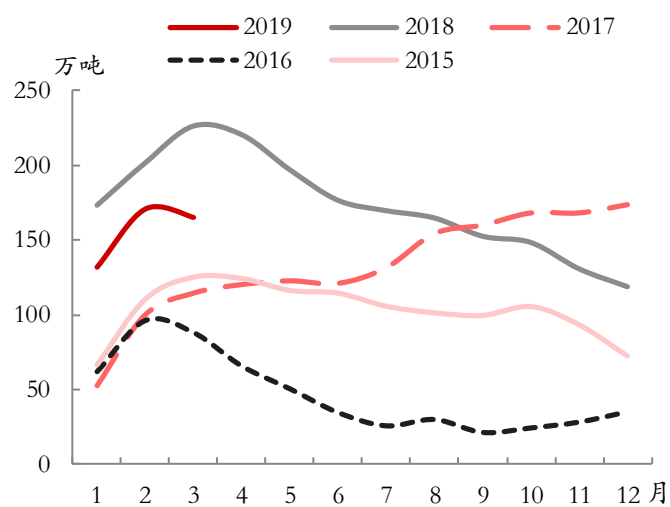
综合来看，在内外需不振的情况下，二季度铝下游需求增速面临一定下滑压力，不过考虑到二季度是国内消费旺季，环比来看原铝消费端预计将温和增长。

4、投资建议

在中美贸易谈判影响减弱背景下，由于原铝供给增速仍维持在很低的水平，19 年铝市预计将逐渐从 18 年的成本驱动，过渡到消费驱动。短期和中期投资建议如下：

短期：3 月铝锭库存超预期去库，较月初高点降低近 8 万吨，铝棒库存降低 7 万吨。其中一部分原因是由于消费复苏，这点从出库量数据、铝棒加工费数据能够印证，另一部分原因则是由于降税政策导致了需求前置。我们判断后者的影响可能更多，因此四月现货抛售压力较大。另外，从成本角度看，目前电解铝企业利润已经得到明显修复，铝锭现货价格已经上升至电解铝企业现金成本曲线 90 分位处，原铝供应端很难进一步缩减，由于氧化铝价格仍有下跌空间，因此成本端短期仍会走弱。建议短期以波段操作或逢高轻仓试空为主。

图表 24：3 月铝锭超预期去库



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

图表 25：6063 铝棒库存降低



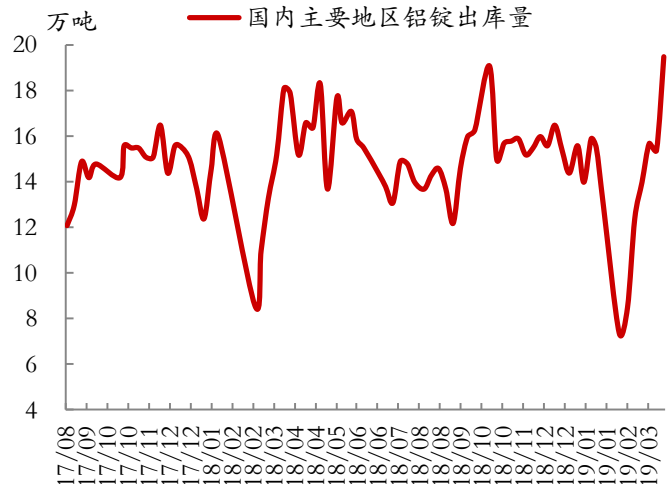
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 26: 国内铝棒 (6063) 加工费大幅反弹



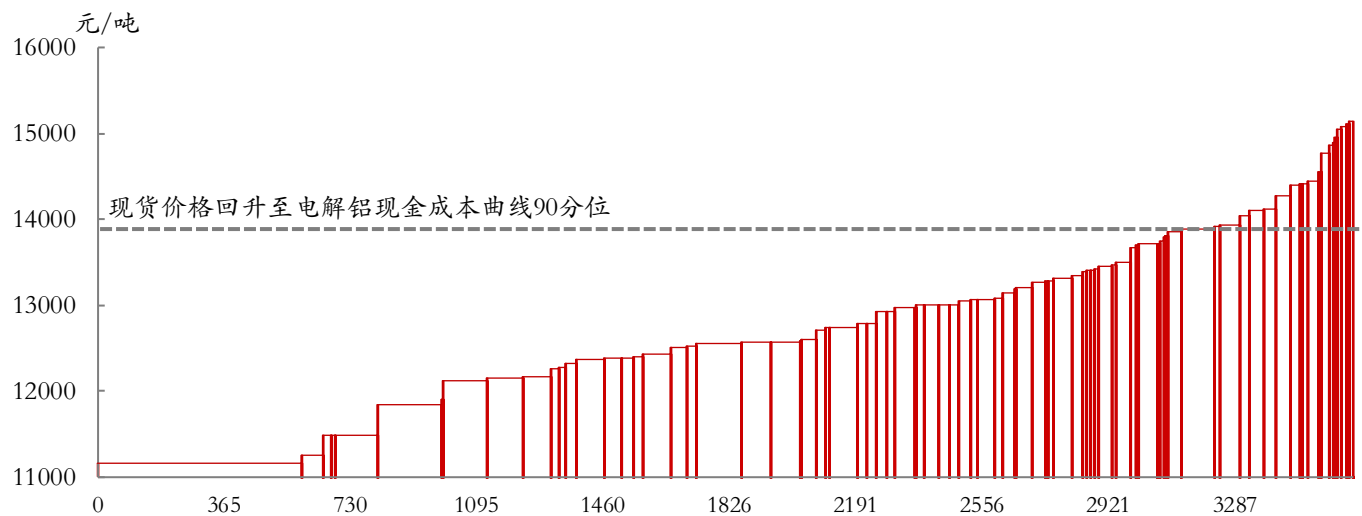
资料来源: 我的有色网, 东证衍生品研究院

图表 27: 电解铝出库量反弹至历史高位



资料来源: 我的有色网, 东证衍生品研究院

图表 28: 电解铝企业现金成本曲线



资料来源: 我的有色网, 东证衍生品研究院 (注: 铝锭现货价格为 3 月 29 日长江价)

中期: 如果不考虑降税因素, 目前行业的产能加权平均利润约 200 元/吨, 该利润水平并不足以刺激新增产能以及闲置产能加速投产, 我们测算 19 年上半年电解铝供应同比增速为 0%附近。如果保守假设上半年消费增速为同样为 0%, 则 6 月底铝锭库存会降低至 120-130 万吨水平。铝价有望重回 14000 元关口, 不过考虑到成本仍有下移风险, 因此建议投资者以谨慎的逢低买入操作为宜。

5、风险提示

中美贸易摩擦加剧，国内经济增速大幅下滑。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 23 亿元人民币，员工近 500 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司和上海东祺投资管理有限公司两家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、北京、太原、郑州、青岛、常州、上海、长沙、广州、宁波、深圳、杭州、西安、成都、厦门、东营、天津、哈尔滨、重庆等地共设有 31 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 108 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

曹洋、孙伟东

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼22楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com