

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

供给矛盾突出，消费旺季铝价可期

封帆 李金涛

一德研究院



## 李金涛

有色金属分析师  
期货从业资格号：  
F3015806  
投资咨询从业证书号：  
Z0013195  
[lgt00@163.com](mailto:lgt00@163.com)

## 封帆

有色金属分析师  
期货从业资格号：  
F3036024  
投资咨询从业证书号：  
TZ010907

一德研究院 有色金属研究中心

电话：(022) 28130235  
网址：[www.ydqh.com.cn](http://www.ydqh.com.cn)  
地址：天津市和平区徐州道12号万通中心802-804  
邮编：300051

### ■ 内容摘要

- 截止6月底，全国电解铝加权平均生产成本在13200元/吨左右，估算国内铝冶炼行业平均盈利在500元/吨左右，氧化铝及电解铝整体行业利润不容乐观。目前电解铝生产原料中阳极价格接近成本，氧化铝利润空间已经大幅下降，预计三季度氧化铝和电解铝板块还有少部分的利润压缩空间，但空间已不大。
- 国内延续打击非法采矿行动，导致国内铝土矿供应紧张价格稳步上涨，但还没有到影响氧化铝企业正常生产的地步。也有部分国内企业将目标转向海外投资矿山，海外建厂，海外矿及电解铝厂区国内矿库存量均有增加。
- 氧化铝全年处于供应过剩局面，预计国产氧化铝全年新增产能400万吨左右，进口氧化铝新增产能500万吨，复产产能150万吨，全球均处于过剩局面。氧化铝出口窗口已经关闭，进口量稳步增加，预计氧化铝将围绕成本线波动，特殊时期受资金扰动影响，全年价格区间2500-2900元/吨。
- 2018年1-6月份中国电解铝产量1787万吨，同比减少6万吨。受利润因素等影响，今年电解铝投复产增速不及预期，甚至有电解铝企业因亏损退出电解铝行业，预计全年供给端维持小幅负增长。
- 目前铝需求端相较预期增速缓慢，上半年消费增速仅有1.3%，预计全年增速1.5%，远低于年初预期4%。但铝锭库存依旧维持快速下滑，主要由于供给端矛盾突出，消费淡季尚未出现累库迹象，预计全年去库存108万吨，下游能否有亮眼表现还需政策支持。

### ■ 核心观点

铝市场供需矛盾为2019年的主要逻辑，氧化铝价格波动导致的成本变化为短期扰动因素。给予行业基本面看，我们对下半年的铝价尤其传统消费淡季时期保持乐观态度。上半年电解铝产能收到行业利润的压制，新增产能投放缓慢，采暖季限产的复产工作延后，产能转移置换存在时间错配，产量几无增速，消费端基本符合年初预期，供需矛盾的凸显使得铝锭现货库存下滑明显，推动铝价重心上移。氧化铝价格为短期扰动因素，但在氧化铝及电解铝行业整体利润空间均被压缩的情况下，多头有较好安全边际。

国家托底经济的宏观政策或在下半年拉动基建方面，需求端上不悲观，传统金九银十的消费旺季，社会库存进一步下滑。

策略上，以逢低布局多单为主，相对安全边际为铝价及氧化铝利润均被压缩，暂看价格波动区间为13500-15000元/吨，内外正套可继续持有。

# 目录

1. 行情回顾及主要观点 .....	3
2. 国内铝供需平衡 .....	3
3. 电解铝成本分析 .....	4
4. 产业链分析 .....	6
4.1 铝土矿供应平稳.....	6
4.2 氧化铝持续供大于求.....	6
4.3 行业利润压缩 产量不及预期.....	8
4.4 供小于求状态下去库持续化.....	9
4.5 铝棒另角度展现消费.....	9
4.6 下游需求寻支撑.....	10
免责声明 .....	13

## 1. 行情回顾及主要观点

2019 年上半年，国际多边贸易摩擦对铝价尚未造成实质性影响，铝材出口维持乐观态势，国内市场消费未见疲态与年初预期基本相符，供给端却低于预期，氧化铝行业及电解铝行业双层利润的打压导致新增产能投放速度放缓，采暖季过后的复产未能如期进行，西北地区个别电解铝企业因亏损被迫减产或退出，河南地区事故及利润影响使得产能转移存在时间错配，上半年供需矛盾明显，社会库存大幅度走低。氧化铝价格在国内环保压力下出现被迫减产，叠加巴西海德鲁氧化铝厂尚未复产的时机，氧化铝价格从 4 月末开始走出单边行情涨幅达到 15%，对铝价形成推波助澜的行情，高点摸至接近 14500 元/吨。随着现货市场升水情况弱化，消费淡季的预期凸显，以及国内外氧化铝复产造成氧化铝价格下滑，铝价出现高位回落。

下半年我们对铝市维持乐观的观点，主要逻辑在于：首先，铝市供需矛盾尚未解决，全行业利润没有好转迹象，电解铝复产及新项目的投产没有提速迹象或将继续推迟，铝锭社会库存在消费淡季尚未形成累库的趋势；其次，国家出手托底经济的宏观策略较为明确，下半年或迎来基建的小高潮，汽车行业持续的刺激政策或缓解目前的羸弱的现状，房地产竣工数据的好转或许只是时间问题；最后，自 5 月份以来中美贸易摩擦的加剧或为短期的峰值，G20 峰会出现缓和情况，国际宏观形势或走向缓慢趋好的态势。

铝价在目前消费淡季时期，叠加氧化铝价格的下滑走势，出现在此探底行情，但目前氧化铝及电解铝行业利润均较为有限，铝价下滑空间不大，暂看 13500 元/吨有较强支撑，很难探至今年低点 13300/吨，单边操作策略仍以逢低布多为主。在汇率及贸易摩擦的影响下，铝材出口或出现放缓情况，海外汽车行业及其他消费已较长时间维持弱势，需求或已触底等待反弹，LME 库存稳中有降，而国内正处于传统消费淡季的时期，前期内外正套可继续持有，目标沪伦除汇比 1.07。

## 2. 国内铝供需平衡

表 2.1 中国铝供需平衡表

中国（万吨）	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
电解铝产量	888	899	915	930
铝材出口	144	160	152	150
表观内需	705	802	815	812
电解铝供需平衡	39	-63	-52	-32

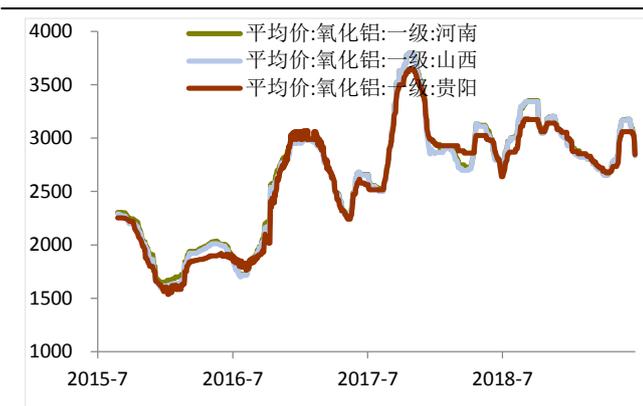
数据来源：阿拉丁、国家统计局、一德研究院

预计全年电解铝产量 3632 万吨，同比减少 14 万吨，2019 年电解铝依旧维持小幅负增长，远小于年初

预期共计全年 3% 的增速。全年表观消费增速暂看 1.5%，亦低于年初预期 4%，能否有亮眼表现需关注国家政策对基建等消费的政策推动，全年去库 108 万吨，其中铝材出口增速维持正增长 4.5%。

### 3. 电解铝成本分析

图 3.1：国内氧化铝价格



数据来源：wind、一德研究院

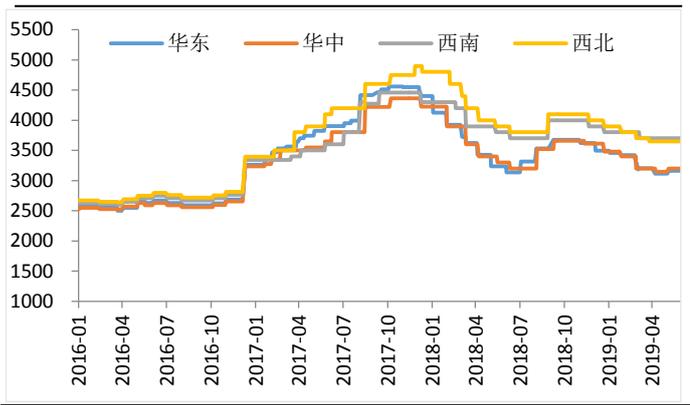
图 3.2：动力煤价格走势



数据来源：wind、一德研究院

2018 年上半年，电解铝供应及新增产能释放有限，且伴有采暖季限产，铝企因亏损而主动减产，产能置换转移提前停产现象。国内氧化铝供应面临过剩局面，随着海外阿联酋铝业及海德鲁铝业的复产，全球氧化铝均面临过剩局面，国内氧化铝出口量减少进口量激增，氧化铝价格长期围绕成本线 2700 元/吨窄幅波动。5 月份山西地区突发赤泥污染事件遭到当地居民举报，氧化铝企业面临较大规模的停产改造，氧化铝价格在事件及资金的联合拉动下涨至高点 3100 元/吨。但实则氧化铝减产事件有限，且供大于求的局面未有实质性的改变，氧化铝价格在经历短期创高后迅速回落，目前已经降至 2700 元/吨，海外氧化铝价格从 420 美元/吨降至 320 美元/吨。2019 年氧化铝全年供应过剩局面依旧，氧化铝价格维持围绕成本线的窄幅波动，唯有电解铝企业的利润空间放大方可拉动氧化铝价格的抬升，预计下半年波动区间为 2500-2900 元/吨。

图 3.3：预焙阳极价格



数据来源：wind、一德研究院

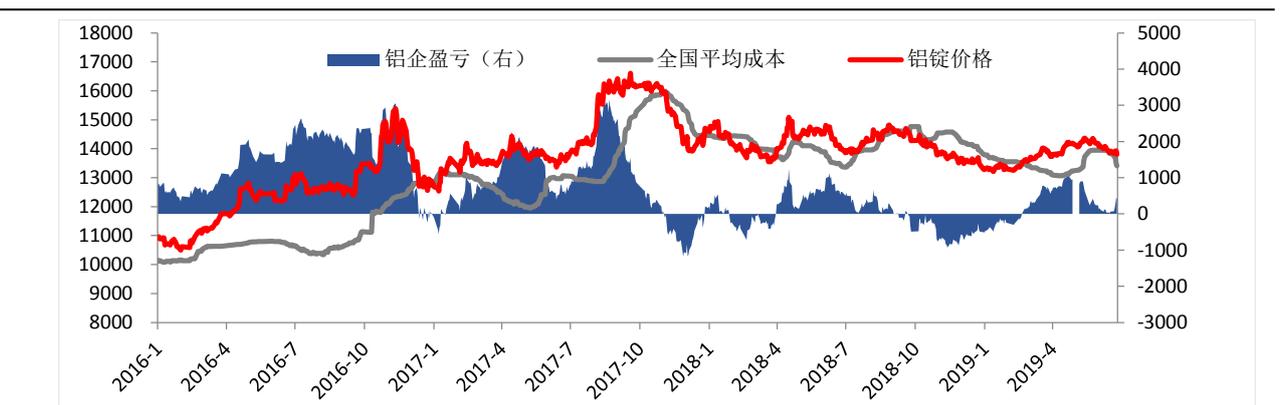
今年阳极持续为供应过剩，采暖季的错峰生产对供需平衡影响不大，阳极价格长期维持弱势走势，阳极价格从 3600-4000 元/吨降至 3100-3500 元/吨，跌幅达到 13%。电解铝企业话语权较重，压价力度较大，阳极价格仅能在成本端的支撑下争取少量的加工费。

图 3.4：电解铝二季度末平均生产成本

原材料	吨铝消耗	单价	金额	备注
氧化铝	1.93	2700	5211	
阳极炭块	0.48	3650	1752	
氟化铝	0.02	9850	197	
冰晶石	0.01	6400	64	
电力成本	13500	0.29	3915	自备电、网电加权
其它经营成本			2000	
<b>综合生产成本</b>			<b>13139</b>	全国成本加权

数据来源：一德研究院

图 3.5：国内铝企加权成本及平均盈利



数据来源：一德研究院

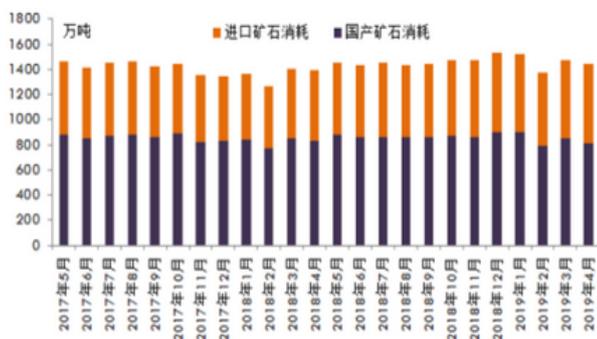
根据我们试算截止 6 月底，全国电解铝加权平均生产成本在 13200 元/吨左右，按 6 月现货价 13700 元/吨的价格，估算国内铝冶炼行业平均盈利在 500 元/吨左右。目前电解铝生产原料中阳极价格接近成本下滑空间或有限，氧化铝目前价格尚有 100 元/吨的利润，虽仍有下滑空间，但电解铝行业整体利润空间有限，加上资金紧

张等问题，电解铝新增产能及复产产能投放速度较缓，电解铝全年处于供小于求状态，下半年继续去库化。

## 4. 产业链分析

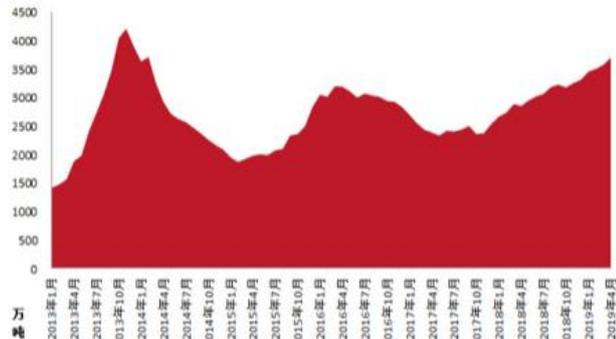
### 4.1 铝土矿供应平稳

图 4.1.1：铝土矿消耗统计



数据来源：wind、一德研究院

图 4.1.2 主要企业进口铝土矿库存

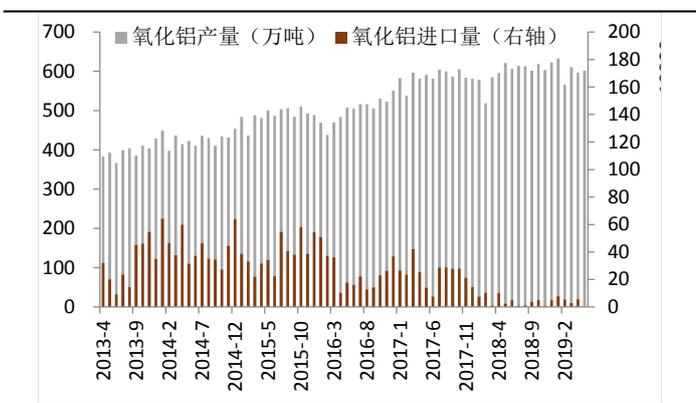


数据来源：海关总署

国内延续打击非法采矿行动，山西河南间断性的进行专项整顿行动，导致国内铝土矿供应紧张，铝土矿价格稳步上涨，铝硅比 5 的国产铝土矿到厂不带票价格涨至 500 元/吨左右，氧化铝企业进行工艺改造试用进口矿的范围有所扩大，铝土矿进口量屡创新高。进口铝土矿库存持续增加至 3700 万吨，试用国产铝土矿的氧化铝企业库存量已恢复至 20-30 天，铝土矿供应平稳不会影响到国内氧化铝企业的生产情况。

### 4.2 氧化铝持续供大于求

图 4.2.1：氧化铝月产量及进口量



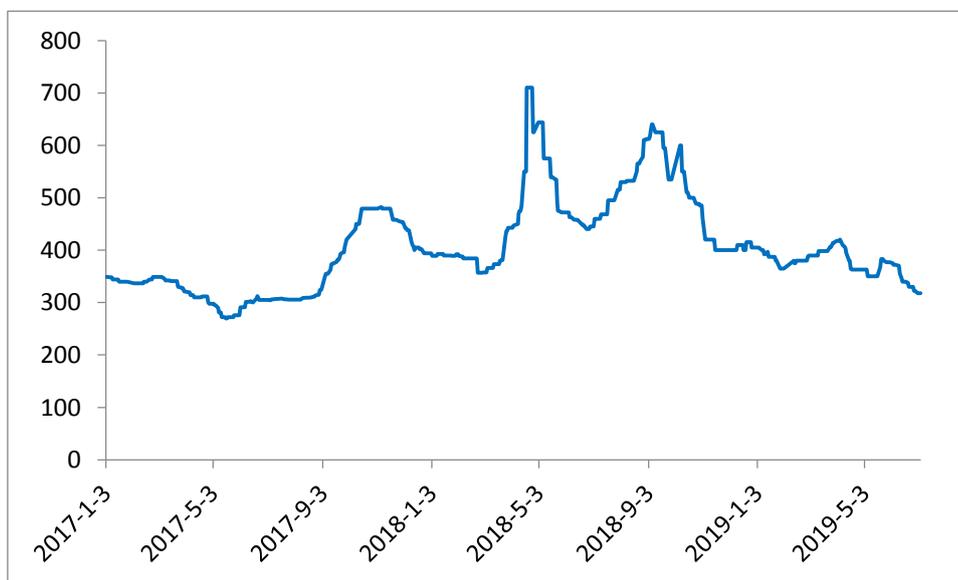
数据来源：wind、一德研究院

表 4. 2. 1 氧化铝供需平衡表

(万吨)	氧化铝供应	氧化铝需求	供需平衡
2019-05	610	620	-10
2019-04	602	598	4
2019-03	613	612	1
2019-02	571	554	17
2019-01	626	614	12
2018-12	610	623	-3
2018-11	575	598	-24
2018-10	578	615	-37
2018-9	589	603	-14
2018-8	611	621	-10
2018-7	604	622	-18
2018-6	600	610	-9

据国际铝业协会数据显示，今年 1-5 月全球氧化铝（包括中国）产量为 5473 万吨，同比增加 390 万吨，主要贡献源于中国地区，一方面中国全年预计新增产能 400 万吨，且采暖季期间同比去年限产即为有限；此外 2019 年海外氧化铝将面临较为集中的投复产情况，据统计全年海外氧化铝新增产能 510 万吨，复产产能 150 万吨。国内氧化铝供应情况从 2018 年的偏紧转为过剩局面，氧化铝出口窗口彻底关闭，进口量逐步增加，海内外氧化铝价格压力较大，在排除资金短期扰动的情况下，国内氧化铝价格或在成本线附近波动，预计波动区间 2500-2900 元/吨。

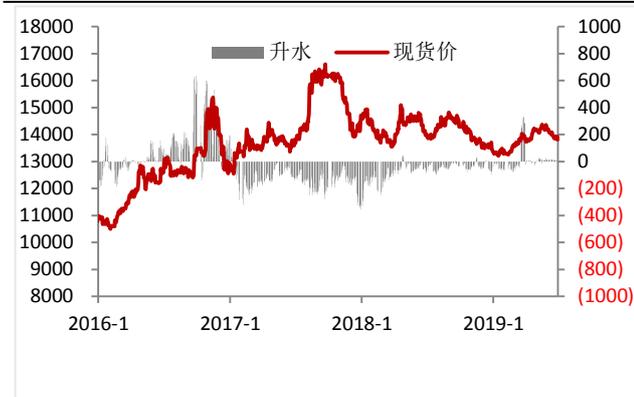
图 4. 4. 4 进口氧化铝 FOB 价格



进出口方面，2019 年 1-5 月份进口总量 27 万吨，出口总量 17 万吨，净进口量 10 万吨。随着海外氧化铝项目的陆续投复产，氧化铝 FOB 价格持续走低，进口量呈现递增的趋势，国内出口窗口的关闭加之进口量的增加使得国内氧化铝供应压力进一步增加。

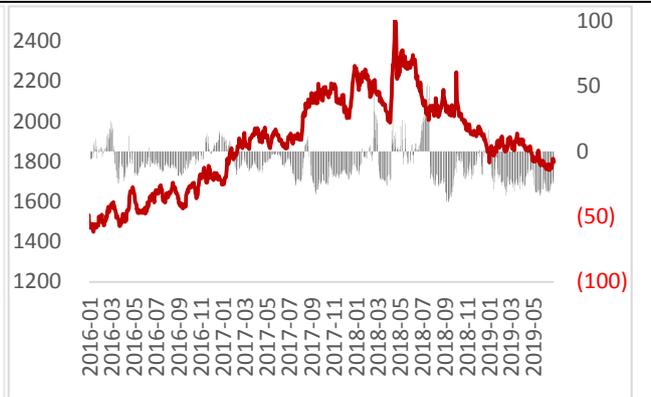
### 4.3 行业利润压缩 产量不及预期

图 4.3.1：沪铝现货价及升贴水



数据来源：wind、一德研究院

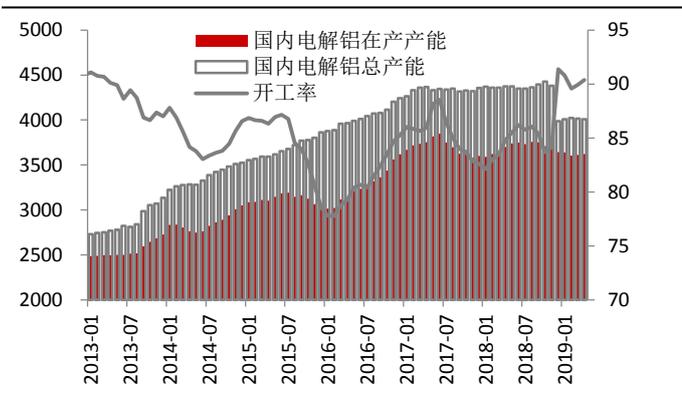
图 4.3.2：伦铝现货价及升贴水



数据来源：wind、一德研究院

上半年在春节累库至 170 万吨，传统消费淡季铝价达到低点 13300 元/吨，电解铝及氧化铝行业利润均被压缩至低点。随着采暖季限产和产能转移的时间错配情况，以及对消费的良好预期，铝价触底反弹。在去库超预期和铝材出口量超预期以及氧化铝涨价的共同刺激下，铝价顺势涨到 14400 元/吨，转而走消费淡季的回调趋势。

图 4.3.3：国内电解铝产能产量

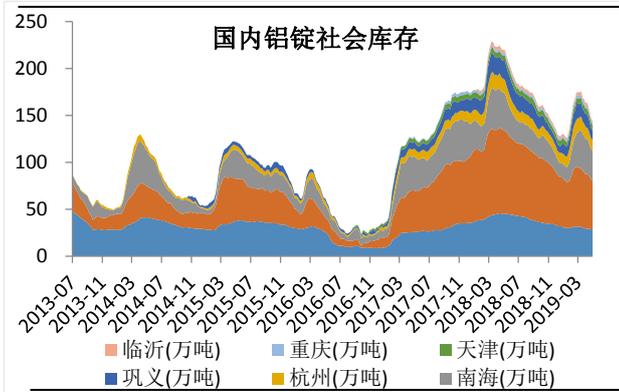


数据来源：阿拉丁、一德研究院

据国际铝业协会统计，2019 年 1-5 月份全球电解铝产量 2640 万吨，同比减少 3 万吨，据阿拉丁数据统计，中国 2019 年 1-6 月电解铝产量 1787 万吨，同比减少 6 万吨。受氧化铝及电解铝整体行业利润压缩的影响，电解铝企业利润空间有限且资金紧张，原计划的新增产能虽在释放，但释放速度较缓，铝价的上涨难以刺激新增产能投放；其次西北地区个别电解铝企业因长期亏损且电价难以下压被迫减产甚至推出电解铝行业，加之采暖季的政策限产，铝价上涨仍未刺激复产，复产产能寥寥；最后河南地区当地政府不再支持电解铝行业，电价居高不下，加之意外爆炸事故的综合影响，产能置换转移形成时间错配，年初早早停产而新产能的投放却要等到 4 季度。

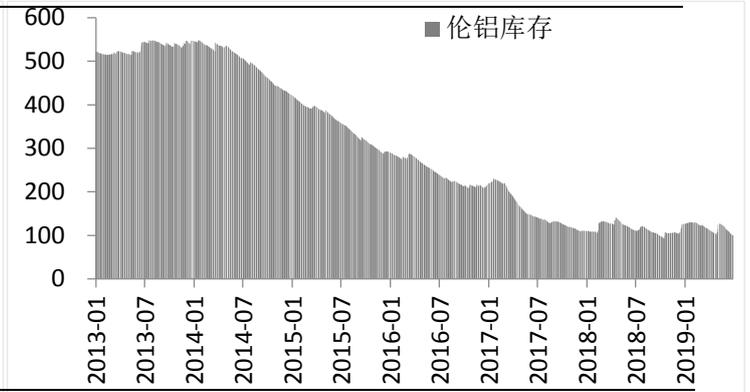
#### 4.4 供小于求状态下去库持续化

图 4.4.1: 铝锭社会库存



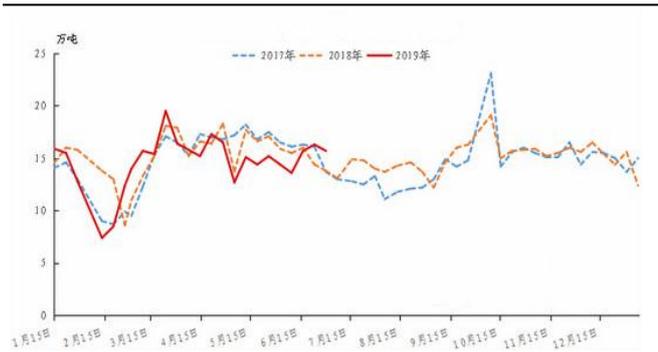
数据来源: wind、一德研究院

图 4.4.2: 伦铝库存



数据来源: Wind、一德研究院

图 4.4.3: 铝锭出库量



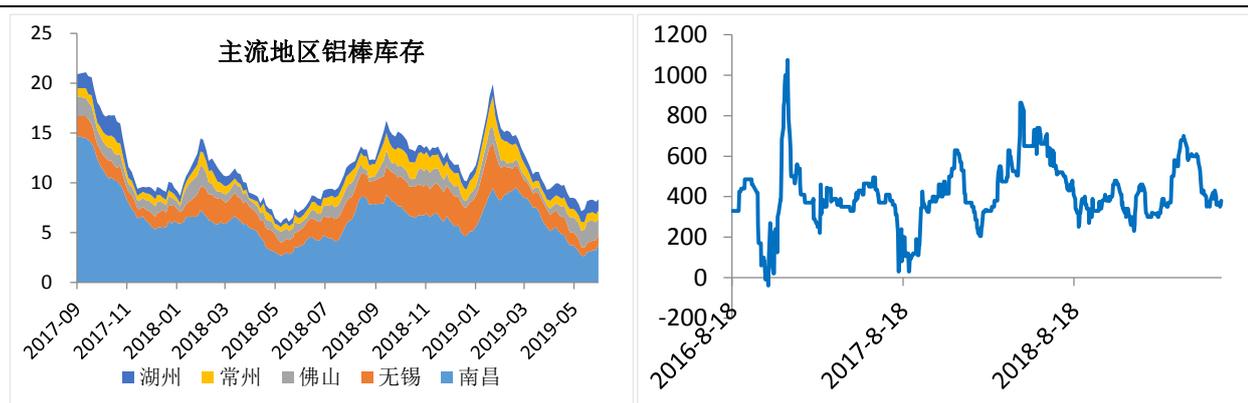
数据来源: 我的有色网

铝锭出库量表现中规中矩而铝锭社会库存明显去库有两方面原因，一是铝水直接生产成铝棒厂对厂供应下游，省去了铝棒或者铝锭进入社会库存的环节，二是市场供需矛盾较为突出，供小于求导致被动去库，春节后随着下游需求复苏去库开始。截止2019年6月底，铝锭社会库存约105万吨，从3月中旬库存最高175万吨算起，库存下降了70万吨，下降幅度约40%，高于去年同期15个百分点，且高于2014-2017年同期去库存平均值16个百分点。目前行业利润难见明显恢复迹象，供应端未见加速供给的动力，导致电解铝供应难有增速，铝锭库存被动去库，此现象或将持续，加之政策对基建等下游消费的刺激，下半年铝锭持续去库化过程。LME铝库存整体保持下滑态势，目前已跌破100万吨库存。

#### 4.5 铝棒另角度展现消费

图 4.5.2: 铝棒库存

图 4.5.3 铝棒加工费 (广东地区  $\phi 90$ )

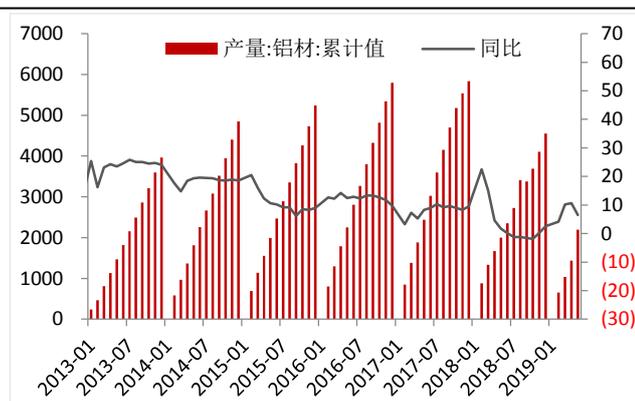


数据来源：wind、一德研究院

随着铝棒逐渐成为社会的主流产品，铝棒的库存情况及加工费情况及可从另一方面体现社会的消费情况及供需关系。经历春节的季节性累库后，铝棒库存持续走下滑阶段，在 6 月份开始的传统消费淡季，铝棒库存并没有出现累库现象且并没有向铝锭库存转移。从铝棒加工费的走势来看完美演绎了消费淡旺季的情况，结合铝锭及铝棒库存情况，虽确实处于消费淡季，但市场依旧处于供小于求的状态中，成品降价即暂不存在销售和库存积压等问题。

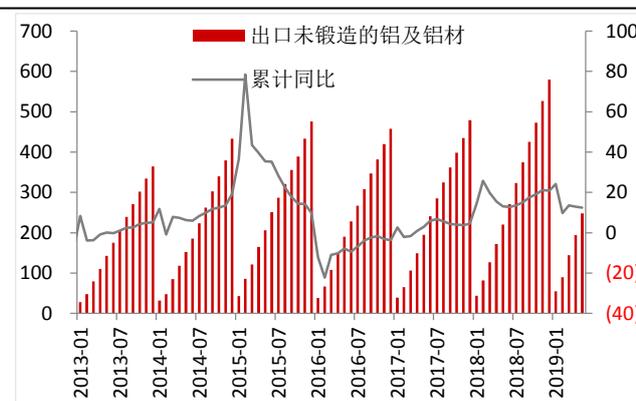
#### 4.6 下游需求寻支撑

图 5.6.1：国内铝材产量



数据来源：wind、一德研究院

图 5.6.2：未锻造的铝及铝材出口



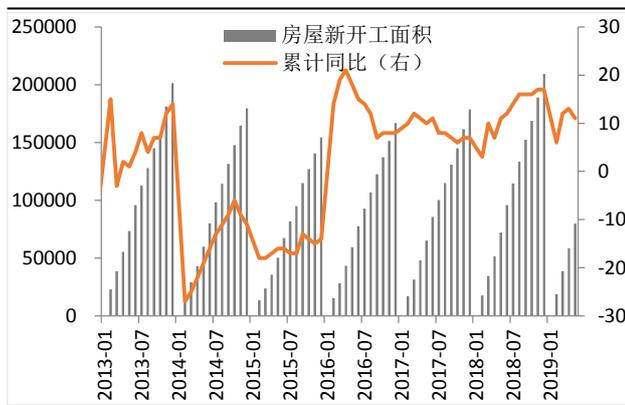
数据来源：wind、一德研究院

从下游消费量来看，国内 2019 年 1-5 月铝材累计产量 2198 万吨，同比增加 6.5%，增幅较为明显，暂看远高于预期铝产业全年消费增速。环比看上半年铝材产量也处于上升阶段，虽广东市场普遍反映春节后当地建筑型材开工率不及往年，或因回款账期较长以及高压环保的因素，导致当地小型建筑型材加工企业订单被迫向大厂转移，小厂开工率出现较为明显的回落，大厂开工率维持较高运行水平，总体建筑型材水平相较往年处于弱势。北方地区工业型材受政策对特高压项目的刺激订单从 2018 年 11 月份开始明显增加，并且北方地区仍在积极投资建

设下游加工厂。

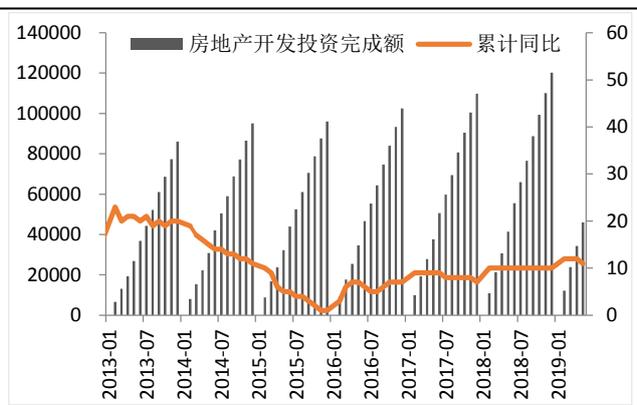
出口方面，经过一年的制裁及加关税影响，中国适应并且开辟了新的市场，对美铝材出口量逐步下滑，但整体出口量继续呈现增长态势。中国海关总署公布的数据显示，中国 5 月未锻轧铝及铝材出口量为 54 万吨，同比依然维持 10.9% 的高增长速度。1-5 月未锻轧铝及铝材出口量为 248 万吨，累计同比增加 12.4%。目前人民币贬值随有利出口，但沪伦除汇比值的持续上涨已是铝材出口难以盈利，截止 4 月份去年出口长单基本执行完毕，料三季度铝材出口量或有所回落。全年来看，伦铝库存仍处于稳步下滑阶段，铝价的长期低位徘徊是海外供给端难以释放，沪伦比值或得到修复，全年铝材出口依旧维持乐观正增长预期。

图 4. 6. 3: 新屋开工面积累计和同比



数据来源：wind、一德研究院

图 4. 6. 4: 房地产开发投资完成额和同比

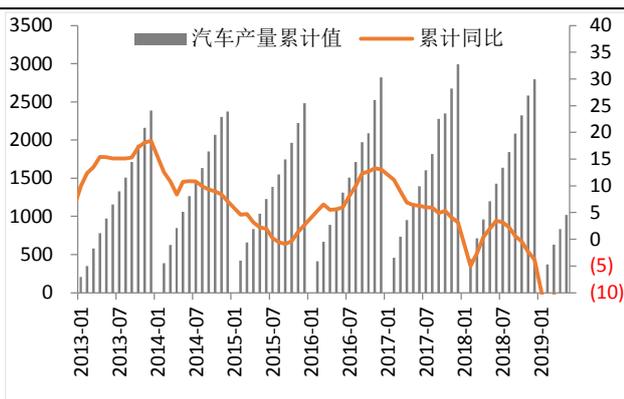


数据来源：wind、一德研究院

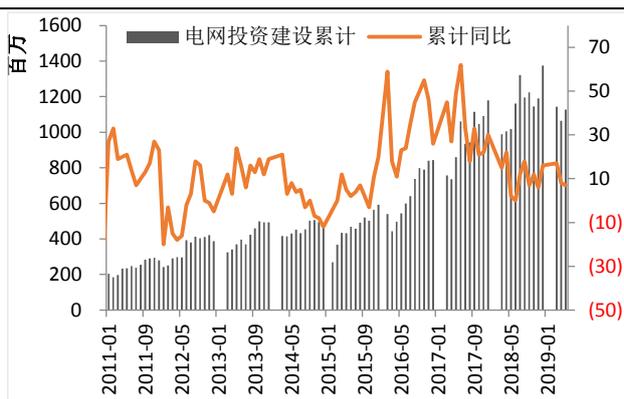
建筑仍然是铝消费的最重要部分。统计局数据显示，2019 年 1-5 月份，全国房地产开发投资 46075 亿元，同比名义增 11.2%，房屋新开工面积 79784 万平方米，增长 11%，新开工数据的长期利好已经在黑色品种的持续高位上涨过程中得到了验证。其中住宅新开工面积同比增长 11.4%，房屋竣工面积下降 12.4%，其中住宅竣工面积下降 10.9%。从表面数据上看，房地产开工及竣工数据劈叉两年，2019 年在棚改项目规划减半的基础上，竣工数据降幅数据较为平稳，或可从侧面表明实际情况未有预期差。此外房地产报竣工后需缴税，延报竣工情况正常交房以推迟缴费已成为普遍情况，即使后期补保竣工情况也很难再次体现在房地产竣工数据情况上，因此长期以来竣工数据羸弱并不能全面真实反映消费差。此外加上基建汽车等刺激政策，铝消费维持正增长，但迫于整体经济环境的压制，增速相较年初预期有所下调。

图 4. 6. 5: 汽车产量累计和同比

图 4. 6. 6: 电网投资建设累计和同比



数据来源：wind、一德研究院



数据来源：wind、一德研究院

汽车方面，中国汽车工业协会数据，1-5月中国汽车产销分别完成1023.7万辆和1026.6万辆，产销量比上年同期分别减少13%和12.9%，1-5月，我国新能源汽车产销完成47.98万辆和46.45万辆，比上年同期增长46%和41.51%。新能源汽车依旧维持增速，但由于基数较低影响有限。汽车行业持续疲软，汽车厂商纷纷下调全年生产规划，国家被迫出台刺激政策，汽车下乡以及放款限购条件，将在未来刺激汽车消费，汽车行业或以进入筑底阶段。

电网投资方面，中电联的数据显示，1-5月份，全国电网工程完成投资1157亿元，同比下降18.2%。今年以来电网投资建设明显放缓，电网投资对铝的消费本身占比不高，对整体铝下游需求影响不大，而特高压项目将会推动铝用消费。

因此，由于全年GDP增速目标从6.7%降至6%，严峻的国内经济形势以及紧张的国际多边贸易环境使得生产制造业承压，增速出现较为明显的下滑。铝作为较为高端品种，消费依旧维持正增长，在国家的刺激政策下，维持相对乐观的态度。

## 免责声明

- ▶ 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- ▶ 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292  
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111  
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层  
邮编：300042

**一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013**

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703  
Tel：010-8831 2088

**一德期货有限公司 上海营业部 200063**

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室  
Tel：021-6257 3180

**一德期货有限公司 天津营业部 300021**

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平  
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）  
Tel：022-2813 9206

**一德期货有限公司 滨海新区营业部 300457**

天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室  
Tel：022-5982 0932

**一德期货有限公司 郑州营业部 450008**

郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室  
Tel：0371-6561 2079

**一德期货有限公司 大连营业部 116023**

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期  
货大厦2303、2310号房间  
Tel：0411-8480 6701

**一德期货有限公司 淄博营业部 255000**

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间  
Tel：0533-3586 709

**一德期货有限公司 宁波营业部 315040**

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号  
Tel：0574-8795 1915

**一德期货有限公司 唐山营业部 063000**

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室  
Tel：0315-578 5511

**一德期货有限公司 烟台营业部 264006**

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室  
Tel：0535-2163353/2169678