

铝厂利润进一步修复，三季度供应端 或面临压力

兴证期货·研发中心

2019年5月6日星期一

有色研究团队

孙二春

期货从业资格编号：F3004203

投资咨询资格编号：Z0012934

胡佳纯

期货从业资格编号：F3048898

胡悦

期货从业资格编号：F3050247

联系人

胡佳纯

021-68982746

hujc@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2019年4月沪铝走强，稳健上行突破14000元/吨关口，最终收于14175元/吨。铝价走强的原因在于需求进一步回暖，国内去库加速，以及国内宏观氛围转好，3月制造业PMI指数、房地产数据及货币供应数据均超出市场预期，在一定程度上缓解了市场对于国内经济下行的忧虑。然而，伦铝走势却截然不同，4月伦铝呈现震荡下行，跌破1900美元/吨不止，最终收于1804.5美元/吨，原因在于海外经济放缓担忧加剧，制造业PMI数据表现不佳，对铝的需求拉动放缓，同时俄铝宣布解除制裁之后已经恢复向美国市场的铝供应，以重新夺回市场份额。

上游方面，魏桥预焙阳极采购价下调至3205元/吨，国内各地氧化铝价格先跌后企稳回升，原因在于氧化铝厂锁定库存，且有做势挺价行为，但供应过剩格局并未扭转，预计氧化铝价格上行空间有限。海外方面，阿联酋铝业Taweelah氧化铝项目正式投产，完全达产年产能约200万吨，预计今年产量在80万吨左右，澳大利亚氧化铝FOB价格下跌至363美元/吨。矿石端，山西高品位铝土矿价格有所松动，下跌10元/吨至540元/吨，河南铝土矿供应相对山西更为宽松，价格下滑至500元/吨。

● 后市展望及策略建议

五一期间LME铝库存暴增17.56万吨至125.03万吨，主因在于Access World仓库在马来西亚巴生港新增了25个LME注册仓库，4月29日这25个仓库被挂牌

生效，据市场传言将有多达 30 万吨的铝锭被交付，对伦铝价格走势造成打压。

反观国内，铝锭去库速度加快，5 月初 SMM 铝锭社会库存降至 145.2 万吨，一因有铝厂铸锭比例降低，二因下游消费逐渐复苏叠加五一节前备货，出库量增幅明显。供应端，青海西部水电有限公司重启一期 240KA 电解槽系列，此前于 2018 年 11 月~12 月因成本问题关停 15 万吨年产能，复产前运行年产能 25 万吨，此次复产产能将逐渐达 15 万吨/年；贵州华仁新材料项目 268 台电解槽全部投产完毕，实现系列满负荷生产，项目共计年产能 50 万吨。整体来看，二季度末电解铝新增叠加复产产能规模将在 110~120 万吨，随着产能的陆续释放，压力或将在三季度体现。成本端，目前氧化铝价格表现企稳回升，因氧化铝厂锁定库存，且有做势挺价行为，但供应过剩格局并未扭转，预计氧化铝价格上行空间有限。

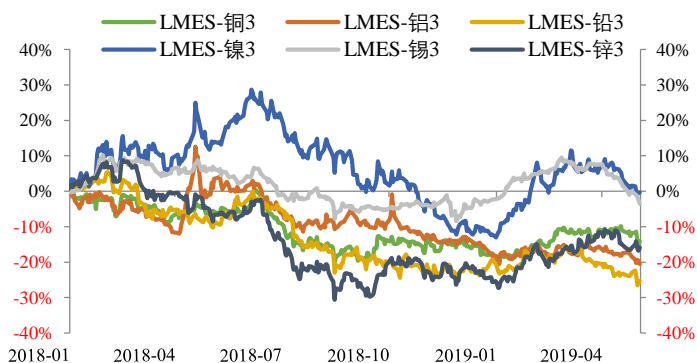
综上，尽管伦铝走低，但是在当前消费旺季背景下，国内铝价跌幅有限，预计节后沪铝会低开高走，远期沪铝上涨空间或受到供应端增长的压力抑制，投资者可关注沪伦比值变化，伺机布局内外正套，仅供参考。

1. 行情回顾

2019年4月沪铝走强，稳健上行突破14000元/吨关口，最终收于14175元/吨。铝价走强的原因在于需求进一步回暖，国内去库加速，以及国内宏观氛围转好，3月制造业PMI指数、房地产数据及货币供应数据均超出市场预期，在一定程度上缓解了市场对于国内经济下行的忧虑。然而，伦铝走势却截然不同，4月伦铝呈现震荡下行，跌破1900美元/吨不止，最终收于1804.5美元/吨，原因在于海外经济放缓担忧加剧，制造业PMI数据表现不佳，对铝的需求拉动放缓，同时俄铝宣布解除制裁之后已经恢复向美国市场的铝供应，以重新夺回市场份额。

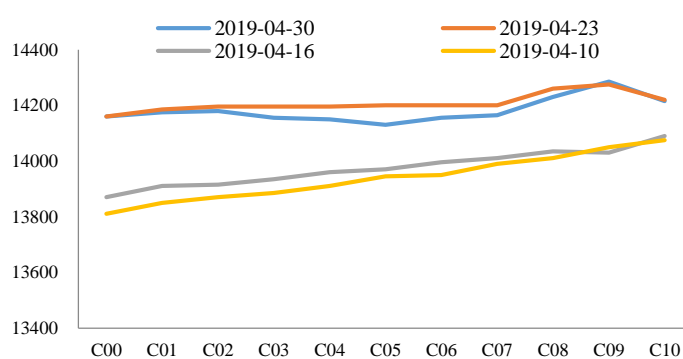
上游方面，魏桥预焙阳极采购价下调至3205元/吨，国内各地氧化铝价格先跌后企稳回升，原因在于氧化铝厂锁定库存，且有做势挺价行为，但供应过剩格局并未扭转，预计氧化铝价格上行空间有限。海外方面，阿联酋铝业Taweelah氧化铝项目正式投产，完全达产年产能约200万吨，预计今年产量在80万吨左右，澳大利亚氧化铝FOB价格下跌至363美元/吨。矿石端，山西高品位铝土矿价格有所松动，下跌10元/吨至540元/吨，河南铝土矿供应相对山西更为宽松，价格下滑至500元/吨。

图 1: LME 各品种 2018 年以来的涨幅



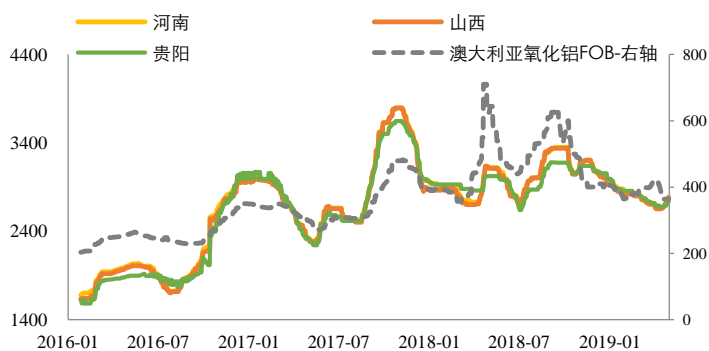
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 沪铝期限结构



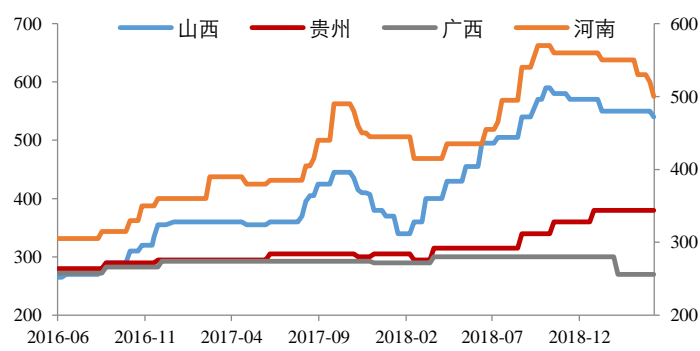
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 3: 国内外氧化铝价格: 元/吨、美元/吨



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: 国内高品位铝土矿价格: 元/吨



数据来源: Wind, SMM, 兴证期货研发部

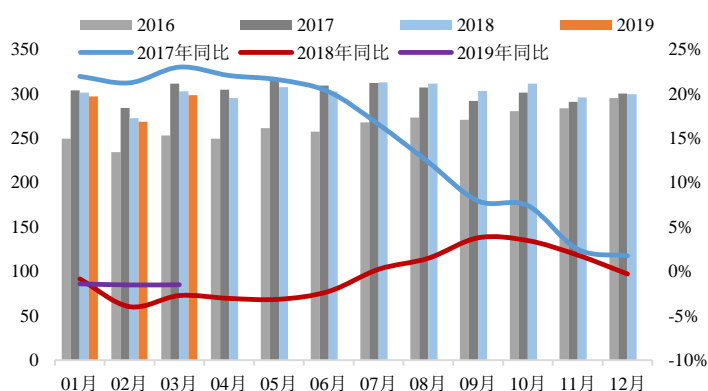
2. 市场基本面分析

2.1 2019 年国内电解铝新增产能有投放趋势，国外供应预期缩减

2019 年 3 月，国内电解铝产量为 298.1 万吨，环比上升 11.1%，同比下降 1.5%。尽管同比出现下降，但是 2019 年电解铝新增产能开始有投放趋势，除云铝、百合、西部水电、魏桥等已确定二季度复产，据 SMM 了解，中铝高层和山西省谈判有一定进展，若优惠电价落地，连城铝业亦有复产可能，整体来看，二季度末电解铝新增叠加复产产能规模将在 110~120 万吨，随着产能的陆续释放，压力或将在三季度体现。

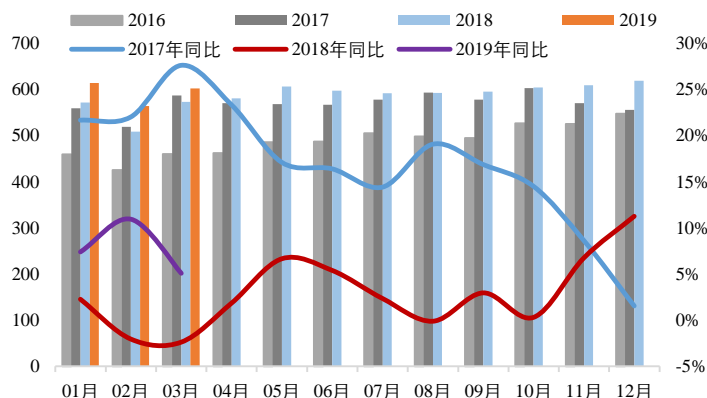
国内氧化铝产量为 601.9 万吨，环比上升 6.8%，同比回升 5.1%。4 月份氧化铝厂减产和检修消息频出，主要集中在山西地区，主因矿石紧缺和企业亏损。目前，随着下游电解铝开工率提高，氧化铝供应过剩有缓解趋势，但尚不足以扭转，而且氧化铝的新增产能仍在建设，SMM 预计 2019 年国内氧化铝厂将新增 440 万吨产能。

图 5：国内电解铝产量：万吨



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 6：国内氧化铝产量：万吨

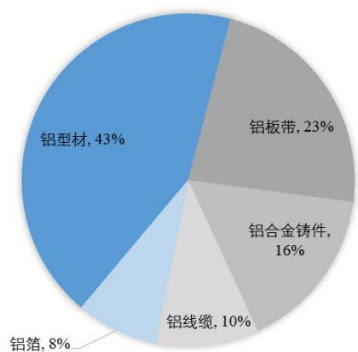


数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.2 三月铝材开工率有所好转，预计四月订单环比有增

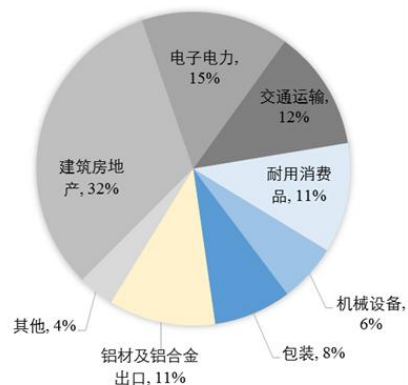
3 月-5 月为铝材传统消费旺季，下游需求有所回暖，各铝材开工率表现不一：原生合金方面因需求季节性恢复，开工率小幅回升，但远不及去年同期；铝型材 3 月开工率同比去年持平偏差，工业型材仍然好于建筑型材；铝板带箔表现较好，开工率同比环比均有回升；铝线缆开工率环比回暖，受益于特高压建设，预计 4 月份将被进一步推高。

图 7：国内铝材产量占比



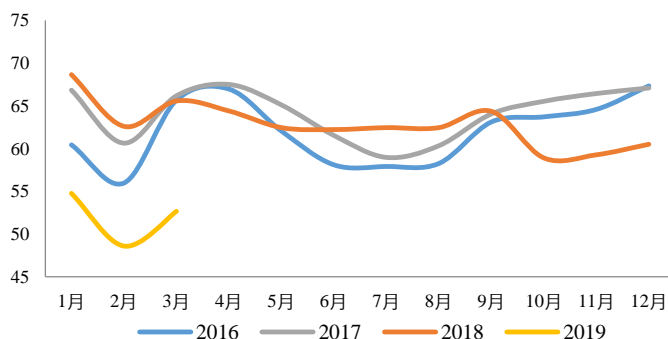
数据来源：阿拉丁，兴证期货研发部

图 8：中国铝消费结构



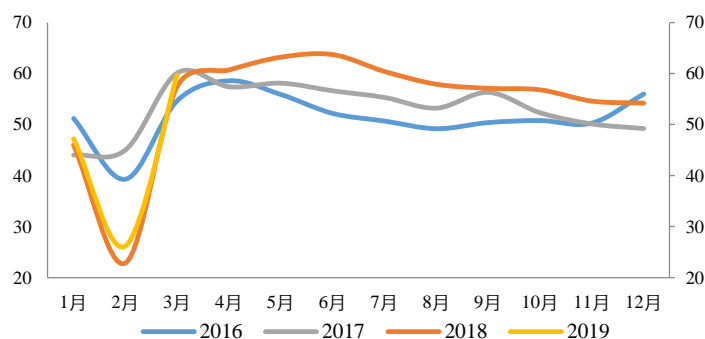
数据来源：阿拉丁，兴证期货研发部

图 9：铝合金开工率：%



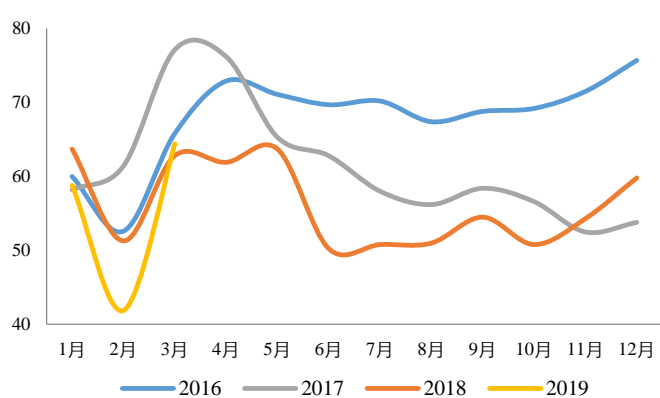
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10：建筑型材开工率：%



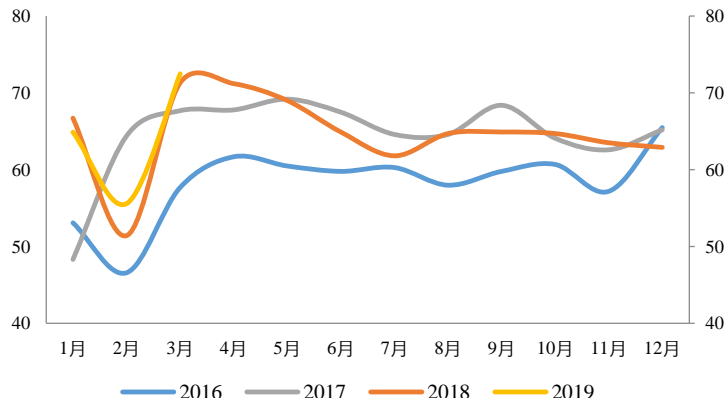
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 11：工业型材开工率：%



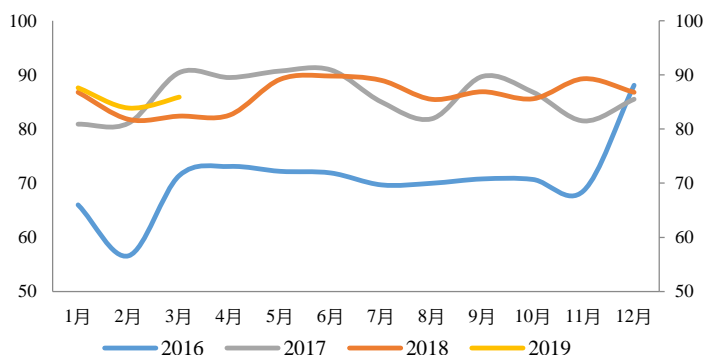
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 12：铝板带开工率：%



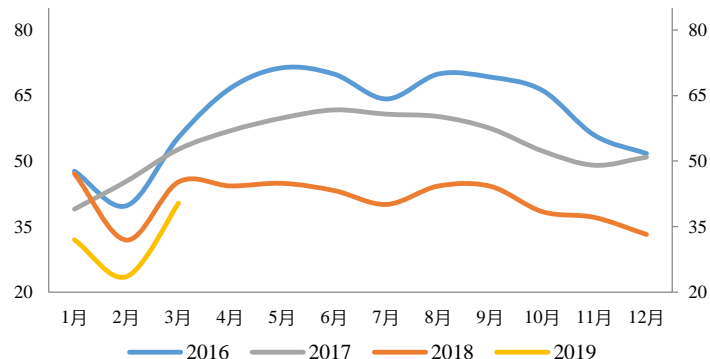
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 13: 铝箔开工率: %



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 14: 铝线缆开工率: %



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

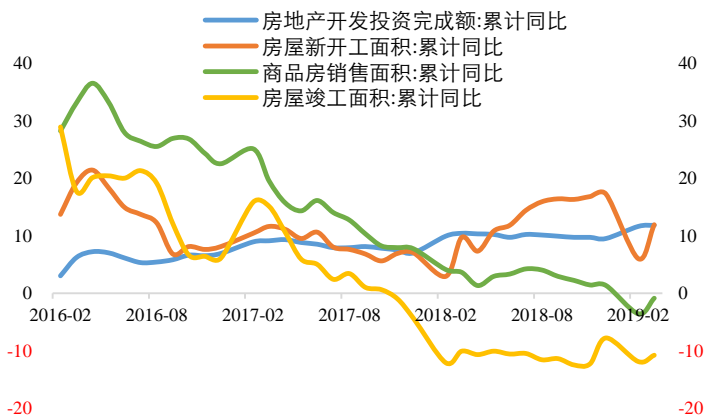
2.3 房地产用铝难有明显提振, 电力用铝进入新一轮增长周期

2019年3月, 房屋新开工面积累计同比增长11.90%, 房屋竣工面积累计同比下降10.8%, 商品房销售面积累计同比下降0.9%, 房地产开发投资完成额累计同比增长11.8%。虽然房地产新开工面积增长, 但是销售价格过高抑制需求和购买能力, 因此房地产商更大可能是以价换量, 实现资金流转。同时市场有刚需存在, 预计房地产市场销售量不会出现断崖式下跌, 但总体处于下降趋势。房地产市场总体表现趋弱, 对铝的需求难有明显提振, 预计保持平稳微降增速。

国家电网2019年计划电网投资额达5126亿元, 相较于2018年增长2.75%, 2019年3月电网基本建设投资完成额为502亿元, 累计同比为-23.59%。预计之后特高压放量将推动电网投资增长, 电力用铝进入新一轮增长周期。

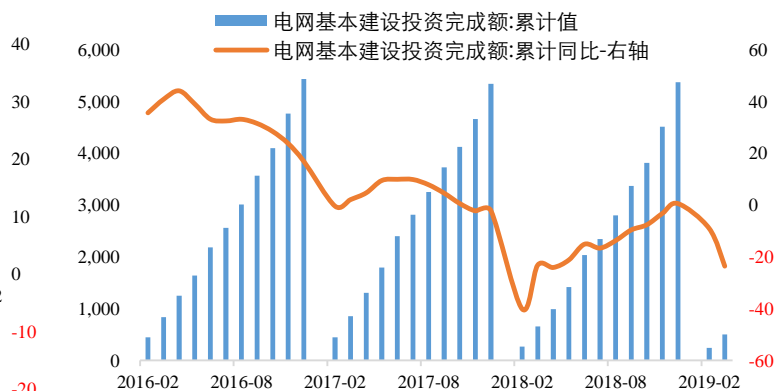
汽车累计产量633.57万吨, 累计销量637.24万吨, 同比分别下降9.81%、11.32%。新能源汽车累计产量30.40万吨, 累计销量29.89万吨, 同比分别增长102.68%、109.03%。汽车行业产量进入负增长区间, 前几年的消费放量导致后期增速难以为继, 但新能源汽车对铝合金消费仍有一定推动作用。

图 15: 建筑房地产情况: %



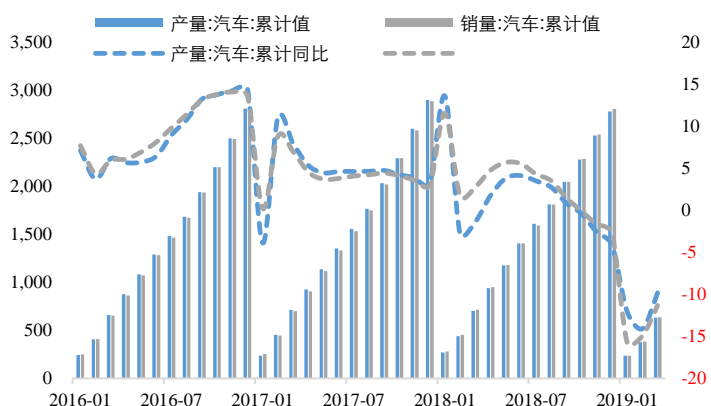
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 电网基本建设投资情况: 亿元, %



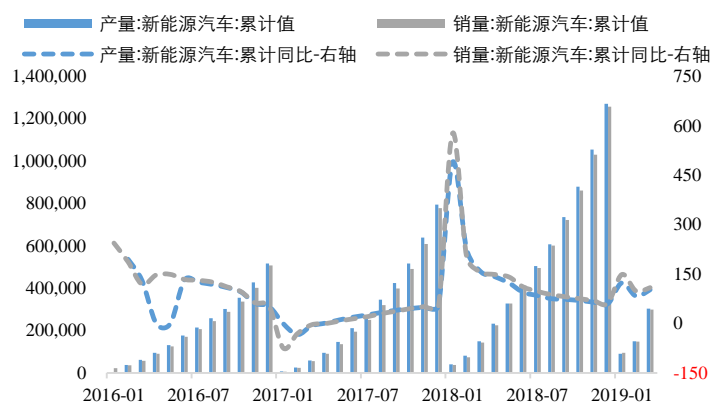
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 汽车产销情况: 万辆, %



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 新能源汽车产销情况: 万辆, %



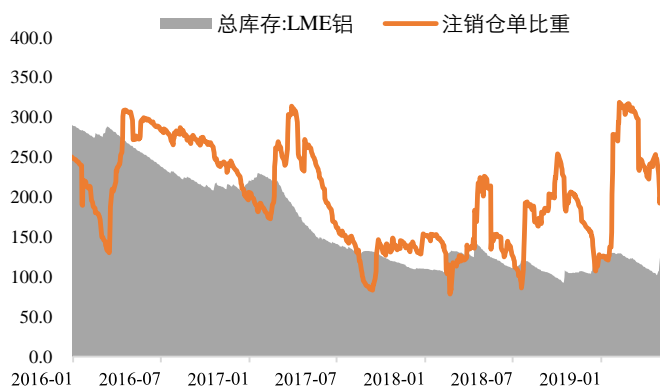
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 铝锭去库速度加快, 铝杆加工费明显高位回落

库存方面: 上海有色网铝锭社会库存下降速度加快, 最终下降 20.8 万吨至 147.0 万吨; 铝棒库存则同样延续下降趋势, 至 9.22 万吨; LME 铝库存降幅有所缩窄, 仅下降 6 万吨至 106.9 万吨。

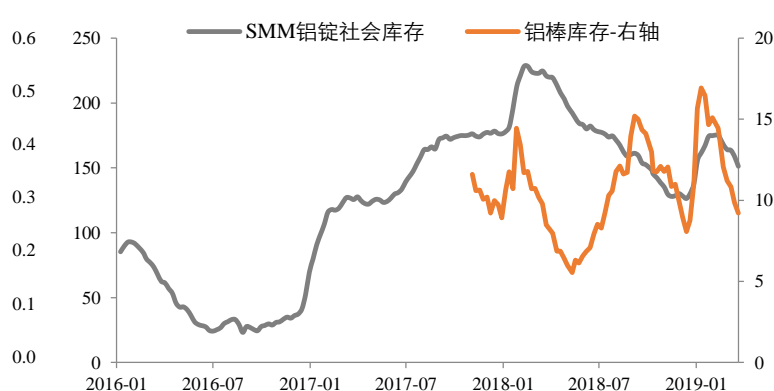
铝棒加工费稳中有降, 从最高点从高点 680 元/吨回落至 590 元/吨; 铝杆加工费则从高位明显回落, 原因在于 4 月份铝价走强, 下游企业观望情绪浓厚, 铝杆加工厂为了出货只能一定程度降低加工费, 即需求复苏带来的利润空间逐渐转移到电解铝端, 加工厂利润受到挤压。

图 19: LME 库存及注销仓单比重: 万吨



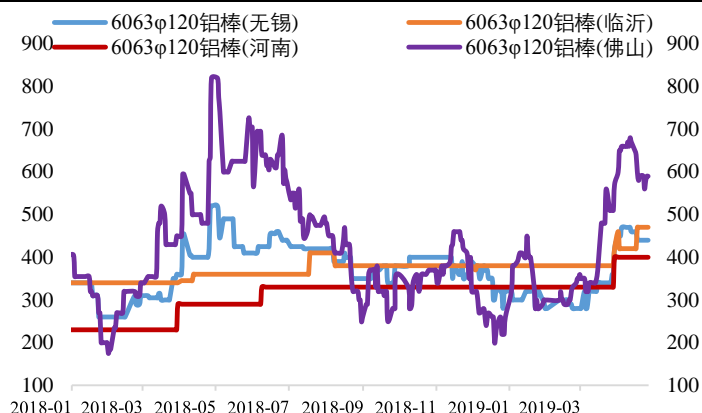
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: SMM 铝锭社会库存、铝棒库存: 万吨



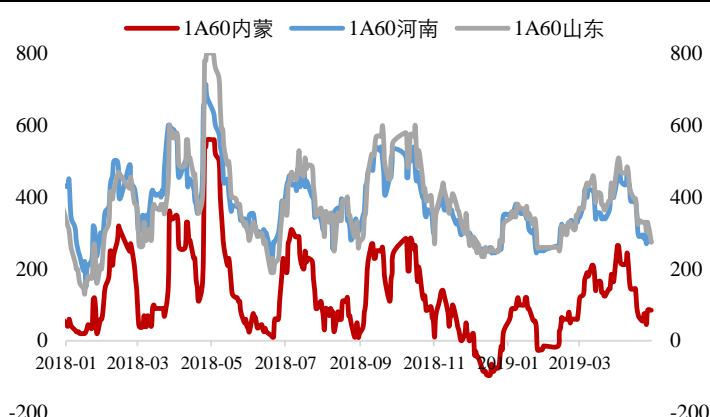
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 21: φ120 铝棒加工费 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 22: 1A60 铝杆加工费 (单位: 元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

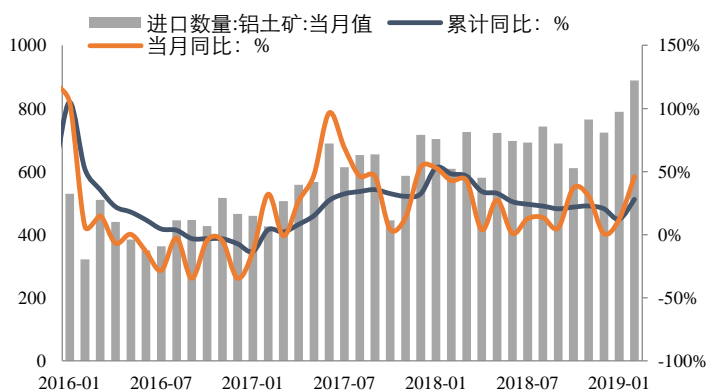
3. 贸易情况

铝土矿依然保持较高的对外依存度, 2019 年 2 月, 中国铝土矿进口 941.4 万吨, 环比增加 113.8 万吨, 增量主要由澳大利亚、印度尼西亚和几内亚贡献, 来自这三个国家的铝土矿环比增加 126.2 万吨。

3 月中国氧化铝净进口为 2.27 万吨: 中国氧化铝出口 4439 吨, 氧化铝进口 3 万吨。一季度累计净进口 0.85 万吨, 海外“黑天鹅”事件已逐渐平息, 外内价差恢复正常水平, 氧化铝出口窗口基本关闭。

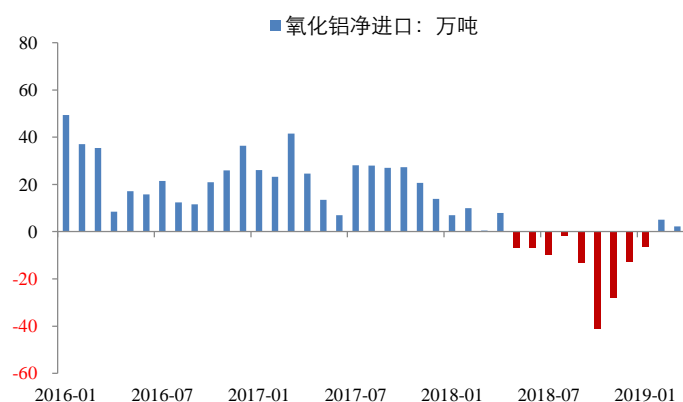
铝材出口方面, 3 月未锻轧铝及铝材累计出口 144 万吨, 同比为 13.6%, 出口高增长已难以维持, 原因在于 2018 年贸易摩擦立案特别多, 所以企业突击出口, 以消化了未来一段时间的客户需求为代价。随着沪伦比值的不断攀升, 铝材出口利润延续下滑, 下半年我国铝材出口量可能存在回落风险。

图 23: 铝土矿进口数量: 万吨



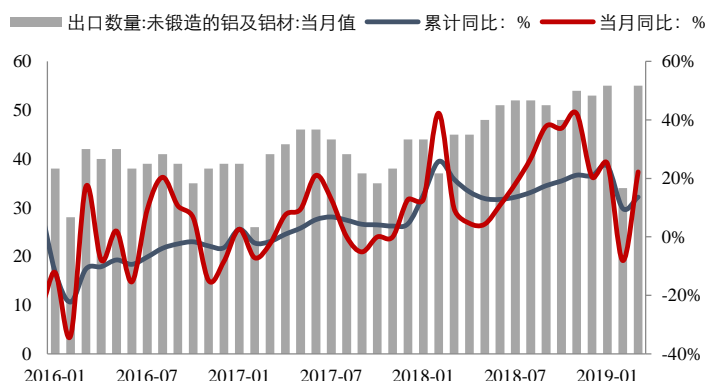
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 24: 氧化铝净进口数量: 万吨



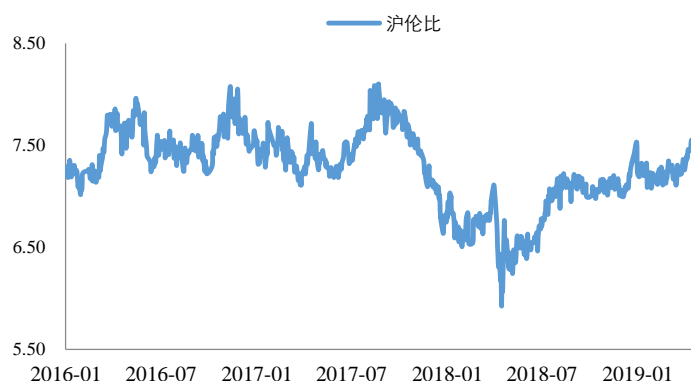
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 25: 铝材出口数量: 万吨



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 26: 沪伦比值



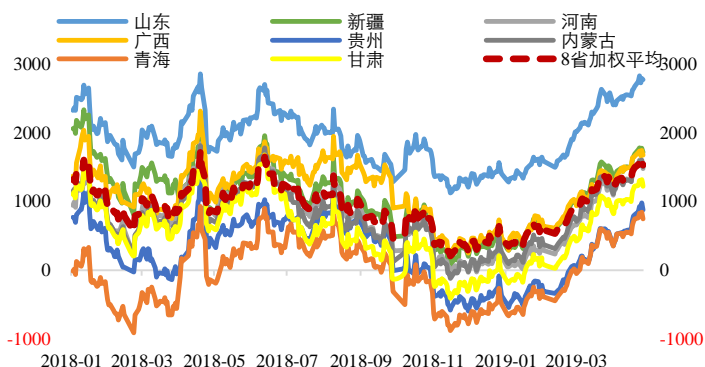
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

4. 电解铝、氧化铝现金利润

在消费转好的背景下, 电解铝价格走强, 叠加成本端预焙阳极和氧化铝价格偏弱, 各地电解铝厂利润进一步修复。截至 4 月底, 根据现金成本测算, 山东利润为 2771.1 元/吨, 新疆利润 1715.1 元/吨, 河南利润为 1474.5 元/吨, 广西利润为 1671.8 元/吨, 贵州利润为 878.9 元/吨, 内蒙古利润为 1502.7 元/吨, 青海利润为 744.8 元/吨, 甘肃利润为 1218.7 元/吨, 8 省加权平均利润为 1527.7 元/吨。

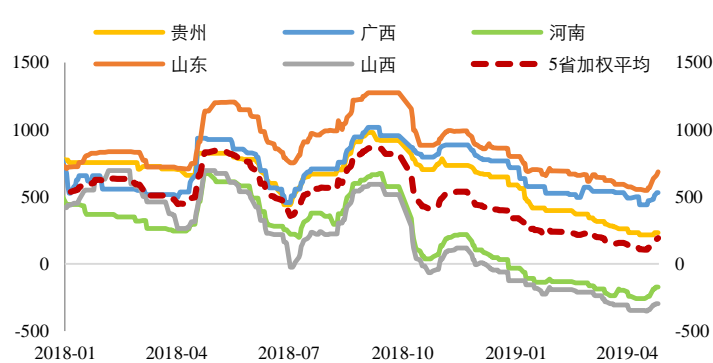
氧化铝价格先跌后企稳, 因氧化铝厂锁定库存, 且有做势挺价行为, 北方地区氧化铝厂亏损情况有所缓解。截至月底, 根据现金成本测算, 贵州利润为 232.4 元/吨, 广西利润 531.05 元/吨, 山西利润为 -295.0 元/吨, 河南利润为 -171.3 元/吨, 山东利润为 685.0 元/吨, 5 省加权平均利润为 192.4 元/吨。

图 27: 国内电解铝分地区利润测算: 元/吨



数据来源: Wind, SMM, 兴证期货研发部

图 28: 国内氧化铝分地区利润测算: 元/吨



数据来源: Wind, SMM, 兴证期货研发部

5.后市展望及策略建议

五一期间 LME 铝库存暴增 17.56 万吨至 125.03 万吨，主因在于 Access World 仓库在马来西亚巴生港新增了 25 个 LME 注册仓库，4 月 29 日这 25 个仓库被挂牌生效，据市场传言将有多达 30 万吨的铝锭被交付，对伦铝价格走势造成打压。

反观国内，铝锭去库速度加快，5 月初 SMM 铝锭社会库存降至 145.2 万吨，一因有铝厂铸锭比例降低，二因下游消费逐渐复苏叠加五一节前备货，出库量增幅明显。供应端，青海西部水电有限公司重启一期 240KA 电解槽系列，此前于 2018 年 11 月~12 月因成本问题关停 15 万吨年产能，复产前运行年产能 25 万吨，此次复产产能将逐渐达 15 万吨/年；贵州华仁新材料项目 268 台电解槽全部投产完毕，实现系列满负荷生产，项目共计年产能 50 万吨。整体来看，二季度末电解铝新增叠加复产产能规模将在 110~120 万吨，随着产能的陆续释放，压力或将在三季度体现。成本端，目前氧化铝价格表现企稳回升，因氧化铝厂锁定库存，且有做势挺价行为，但供应过剩格局并未扭转，预计氧化铝价格上行空间有限。

综上，尽管伦铝走低，但是在当前消费旺季背景下，国内铝价跌幅有限，预计节后沪铝会低开高走，远期沪铝上涨空间或受到供应端增长的压力抑制，投资者可关注沪伦比值变化，伺机布局内外正套，仅供参考。

6.风险提示

贸易摩擦不确定性；海外宏观经济下行风险；海外突发事件扰动风险。

分析师承诺

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，通过合理判断的得出结论，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。

免责声明

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，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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，兴证期货研究发展部不承担责任。

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发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。