

兴证期货·研发中心

2019年6月25日星期二

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

**1. 受北方环保影响，国内氧化铝过剩压力有所缓解，但并未扭转。**5月国内氧化铝环保督查力度加大，使得氧化铝厂检修或停产，主要集中在山西、广西、河南等地区，涉及约950万吨产能，造成短期内国内氧化铝供需出现缺口。然而，当前山西氧化铝厂赤泥库的影响在逐渐淡化，前期停产的工厂逐步复产，据SMM估计，6月复产的氧化铝产能或达到300万吨。海外方面，海德鲁氧化铝厂生产禁令被解除，EGA旗下氧化铝项目开始投产，国内进口窗口已开启，但二季度进口增量有限，海外供应释放量或在下半年传导至国内，远期氧化铝过剩预期并未得到扭转。

**2. 国内电解铝新增及复产产能释放较慢，铝材出口和汽车或拖累下半年铝消费。**由于氧化铝涨价，电解铝厂利润出现萎缩，以及部分地区电价尚未完全谈妥，在当前的利润水平下，企业复产及投产新增产能的意向均不强。上半年铝锭去库速度较快，但进入6月消费换挡期，铝锭去库速度有所放缓，铝棒库存甚至出现拐点。从需求端来看，汽车产销量大幅下滑拖累工业型材和铝合金消费，开工率同比环比均下降，国六新规的发布亦影响订单增长。另一方面，铝材出口高增长也难以维持，过去加工厂为了降低关税成本，往往倾向于将出口前置，以牺牲了未来一段时间的客户需求为代价。但随着沪伦比值的持续抬升，企业优先选择海外订单的积极性在弱化，预计下半年的出口订单会出现回落。

**3. 海外经济形势整体表现不佳，基本面呈现供需双弱。**2019年1-4月海外电解铝累计产量为931.8万吨，累计同比下降2.6%，几家电解铝龙头企业下调产量预期。国外制造业PMI数据表现低迷，欧元区、日本5月制造业PMI跌破荣枯线，美国制造业PMI数据延续下滑至

52.1。从国外现货升贴水来看，欧洲弗利辛恩和日本港口现货升贴水在旺季下有所回暖，但未超过往年同期；二季度，美国解除对俄铝制裁以及宣布取消加拿大钢铝关税，两个因素叠加，预计未来美国地区升贴水会面临回调。

综上所述，国内电解铝供应端释放速度弱于预期，全年库存延续下降，去库幅度或在 60-70 万吨。在当前需求转弱及成本下行的背景下，铝价弱势难改，建议投资者尝试逢高沽空。仅供参考。

## ● 风险提示

国内需求超预期增长；中美贸易摩擦不确定性；海外突发事件扰动风险。

## 目录

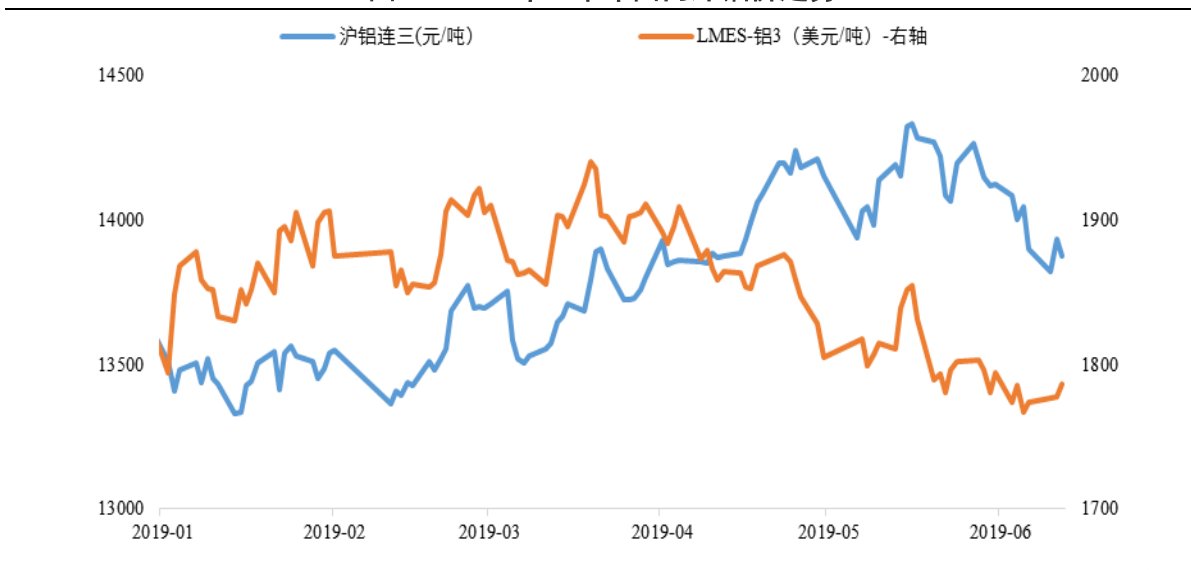
1. 行情回顾：2019 年上半年国内铝价稳步上行，伦铝价格盘整后出现回落.....	4
2. 成本端：北方环保再度发力，海德鲁氧化铝厂复产影响下半年或传导至国内.....	5
2.1 受北方环保影响，国内氧化铝过剩压力有所缓解，但并未扭转.....	5
2.2 国内铝土矿价格上涨，铝土矿进口量维持高位增长.....	7
2.3 国外氧化铝厂复产，供应释放或在下半年传导至国内.....	8
3. 国内基本面：铝锭持续去库，但需求有边际转弱迹象.....	9
3.1 2019 年 1-5 月国内电解铝增速为负，复产及新增产能投放步伐趋缓.....	9
3.2 国内铝锭去库速度放慢，铝棒加工费走低.....	12
3.3 铝材开工率季节性回暖，6 月换档期预计订单会转弱.....	13
3.4 地产对铝消费拉动有限，汽车用铝进一步下滑.....	15
4. 海外基本面：呈现供需双弱的局面.....	16
4.1 国外电解铝企业下调产量预期.....	16
4.2 海外经济形势整体表现不佳，现货升贴水不及往年.....	17
4.3 中美贸易摩擦进一步升级，铝材出口高增长难以维持.....	18
5. 后市展望及策略建议.....	19
6. 风险提示.....	20

## 1. 行情回顾：2019 年上半年国内铝价稳步上行，伦铝价格盘整后出现回落

2019 年上半年国内外铝价走势出现明显分化，沪铝价格企稳回升，而伦铝价格盘整后出现回落。年初至春节，国内铝下游消费表现低迷，沪铝在 13500 元/吨左右震荡。春节后消费逐渐回暖，宏观氛围转好叠加此前铝厂大规模减产，沪铝呈现低位企稳反弹。进入二季度，需求继续回暖背景下铝锭去库速度加快，铝价重心进一步抬升，站上 14000 元/吨。5 月初，中美贸易摩擦进一步升级，宏观氛围紧张拖累铝价，但是山西环保消息频出，交口、孝义赤泥库扬尘和泄露问题一再扩大，消息逐渐引起市场重视，对氧化铝供应担忧情绪升级，夯实电解铝成本端支撑。

反观伦铝，一季度基本处于盘整状态，原因在于国外需求无明显起色，而步入二季度，国外几起“黑天鹅事件”陆续迎来结尾，均对伦铝有一定利空影响：（1）4 月初，美国财政部宣布解除俄铝制裁，俄铝对外称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；（2）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，市场预期将有多达 30 万吨的铝锭被交付；（3）5 月，巴西当地法院宣布海德鲁旗下 Alunorte 氧化铝厂生产禁令被解除，预计将会在两个月内恢复至 75-85% 左右生产；（4）5 月下旬，美国宣布取消加拿大 10% 铝关税，同时海外制造业 PMI 数据表现不佳，对铝的需求拉动放缓，对伦铝价格造成打压。

图 1：2019 年上半年国内外铝价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

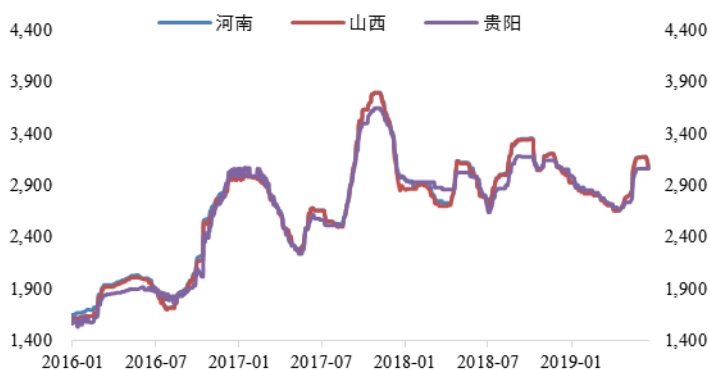
## 2. 成本端：北方环保再度发力，海德鲁氧化铝厂复产影响下半年或传导至国内

### 2.1 受北方环保影响，国内氧化铝过剩压力有所缓解，但并未扭转

5月初，国内氧化铝环保督查力度加大，使得氧化铝厂检修或停产，主要集中在山西、广西、河南等地区，涉及约950万吨产能。尤其是山西环保消息频出，交口、孝义赤泥库扬尘和泄露问题一再扩大，消息逐渐引起市场重视，对氧化铝供应担忧情绪升级，国内氧化铝价格上涨突破3000元/吨关口，最高达到3170元/吨，氧化铝厂利润也得到了快速修复。

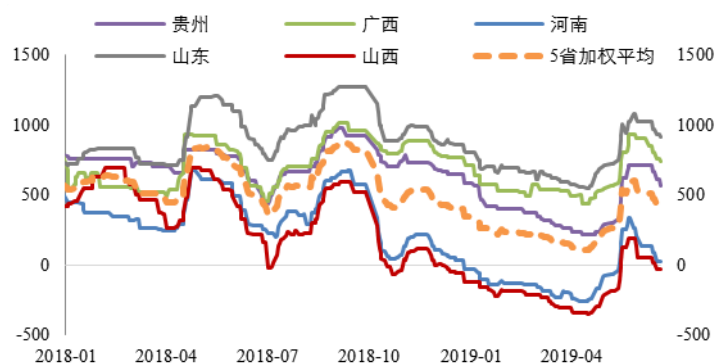
山西环保事件造成短期内国内氧化铝供需出现缺口。2019年一季度，国内氧化铝供应过剩约109.4万吨，2月份过剩程度最高达到49.4万吨。而随着环保事件的发酵，5月份氧化铝过剩程度得到缓解，6月份或出现小幅缺口。

图2：国内氧化铝价格（单位：元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图3：国内氧化铝厂现金利润（单位：元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

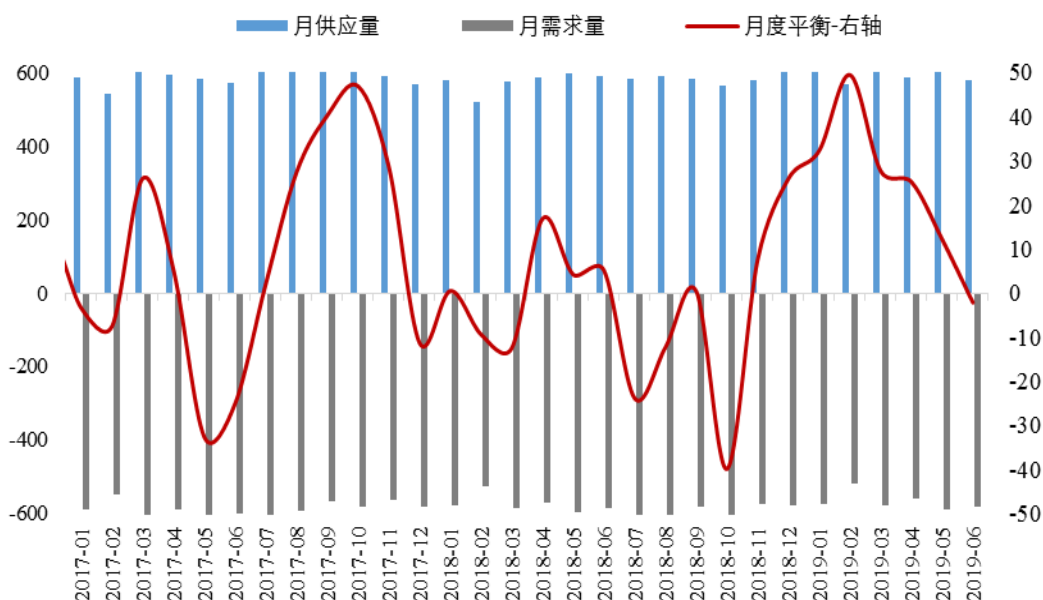
表1：国内氧化铝企业减产情况（单位：万吨）

企业	原因	涉及产能
河南汇源	环保限产50%，当前运行40万吨。	40
中铝山西	亏损和矿石紧缺，当前运行210-220。	50
中铝华兴	超低排放改造和矿石紧缺减产120万，5-6月逐步复产	120
中铝矿业	由于亏损减产100万吨，当前运行100-120万吨	100
广西信发	5月减产一条60万，当前运行180-190万吨	60
三门峡希望	运行产能降至210万吨左右	60
晋中希望	因矿石紧缺，低温技改停产一条线，当前运行220万吨	80

兴华科技	由于矿石持续供应不足，运行产能自 55 万降至 35 万； <b>近期基本复产</b>	55
兴安化工	兴安化工近期停产一台焙烧炉，影响约四分之一的产能。	70
交口信发	建成产能 260 万吨（实际可达 280 万），赤泥污染被勒令全停	280
华庆	45 万吨暂时停产整顿（35 万冶金级）	35
<b>总计</b>	-	<b>950</b>

数据来源：SMM、兴证期货研发部

图 4：国内氧化铝供需平衡（单位：万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

然而，当前山西氧化铝厂赤泥库的影响在逐渐淡化，前期停产的工厂逐步复产：山东鲁渝博创（原名齐星）50 万吨产能已经复产，兴华科技逐步恢复满产，中铝华兴、中铝矿业、三门峡希望、广西信发（基本满产）等氧化铝厂运行产能均有所回升。据 SMM 估计，6 月复产的氧化铝产能或达到 300 万吨，氧化铝价格也回落至 3000 元/吨以下。

上半年几乎无氧化铝新增产能投产，大部分项目被延后至下半年。国电投金元 100 万吨产能预计 6 月投产，8 月稳定出料，靖西天桂 80 万吨产能预计延后至 Q3。2019 年全年新增投产产能约 570 万吨，远期氧化铝过剩预期并未得到扭转。

表 2：国内氧化铝新增产能（单位：万吨）

公司	省份	城市	原有产能	新建产能	开始时间	当前进度
齐星氧化铝项目	山东	滨州	50	90	2019 年	原 50 万吨产能 3 月下旬出料，新产能延后

靖西天桂	广西	百色	0	80	2019 年	延后至 Q3
靖西天桂 2	广西	百色	80	90	2019 年	延后至年末
广铝	贵州	贵阳	60	70	2019 年 5 月	延后至四季度
博赛南川氧化铝	重庆	重庆	0	80	2019 年 3 月	4 月出料, 5 月稳定出料
国电投金元	贵州	遵义	0	100	2018 年 12 月	延后至 6 月
其亚铝业	西南	贵州	0	60	2019 年末	12 月 17 日政府和其亚签订项目协议
合计				570		

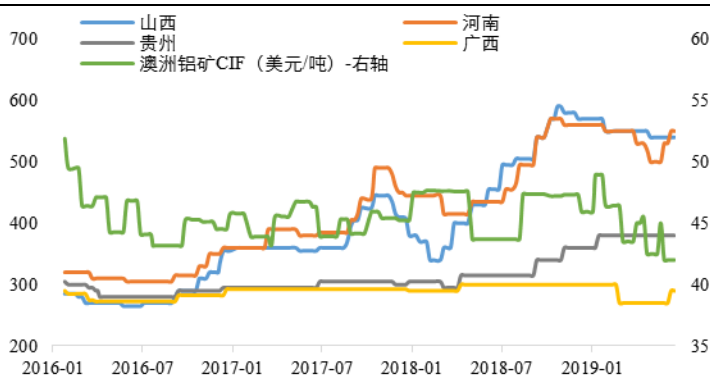
数据来源：SMM、兴证期货研发部

## 2.2 国内铝土矿价格上涨，铝土矿进口量维持高位增长

整体来看，受环保影响，北方地区矿石价格保持上涨趋势，至今未跌下高位。近期环保督查组再度进驻河南，铝土矿供给量收缩明显，河南当地铝土矿价格上涨 20-40 元/吨不等，高品位矿价格上涨至 550 元/吨。山西地区虽然当地有氧化铝厂减产，但同时复产产能亦较快，当地矿石供需格局仍然紧张，高品位矿价格在 540 元/吨左右。贵州、广西矿石价格相对稳定，但据 SMM 了解 6 月广西环保督查非常严格，有破碎厂和民营矿山关停的情况，当地矿石有涨价迹象。

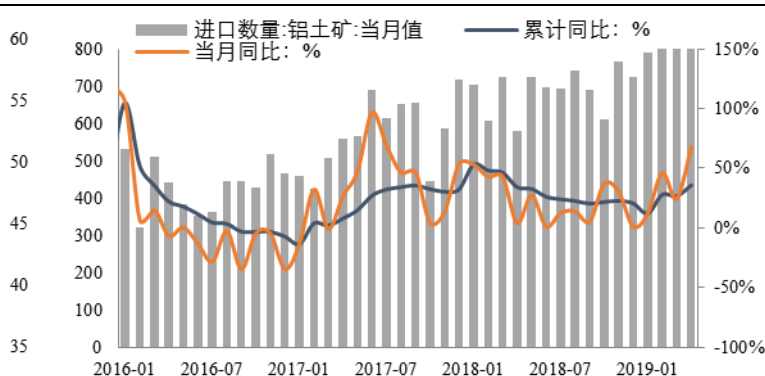
由于环保督查、矿山整顿等因素的存在，即使国内铝土矿储量丰富，但仍有部分矿山无法开采，不得不外购矿石用于生产，我国进口铝土矿市场已表现出“供应稳定化、相对集中化、价格持稳化”等特点。2018 年中国进口铝土矿总计 8262.37 万吨，2019 年 1-4 月累计进口铝土矿 3557.76 万吨。山东地区所有氧化铝厂都使用进口铝土矿作为原料，山西和河南地区也在不断改进自己的生产线：中铝中州分公司、洛阳香江万基铝业、以及东方希望（三门峡）铝业均已转型使用一定量的进口矿，当前河南每月使用进口矿石量在 40-50 万吨附近；山西地区如晋中希望、国电投山西也在使用进口矿，山西每月使用进口矿石量在 60-70 万吨附近。

图 5：铝土矿价格（单位：元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 6：铝土矿进口量（单位：万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 3：国内使用进口矿及国产矿氧化铝企业产能对比（单位：万吨）

省份	使用进口铝土矿产能	使用国产铝土矿产能
山东	2910	0
山西	220	2365
河南	380	755
广西	80	840
贵州	50	410
重庆	50	130
云南	0	180
<b>合计</b>	<b>3690</b>	<b>4680</b>

数据来源：百川资讯、兴证期货研发部

### 2.3 国外氧化铝厂复产，供应释放或在下半年传导至国内

2019 年 5 月，巴西法院通过刑事訴訟解除了海德鲁旗下 Alunorte 氧化铝厂生产禁令，允许 Alunorte 氧化铝厂从一半产能恢复至正常生产。海德鲁官方称，Alunorte 氧化铝厂年产能 640 万吨，复产后可在 2 个月内恢复至 75-85% 的开工率。新的压滤机或将在 2019 年 3 季度投入运行，届时可进一步加大产量。

2018-2021 年海外氧化铝预计新增产能约 1120 万吨，未来供需紧平衡格局或被打破。EGA 阿联酋铝业氧化铝项目也于 2019 年 4 月开始投产，该项目产能为 200 万吨，预计今年产量在 80 万吨左右。澳大利亚氧化铝 FOB 价格跟涨国内氧化铝价格一段时间后出现回调，至 338 美元/吨，国内进口窗口已开启，但二季度进口增量有限，据 SMM 估算 7-8 月约有 18 万左右新增进口量，海外供应释放量或在下半年传导至国内。

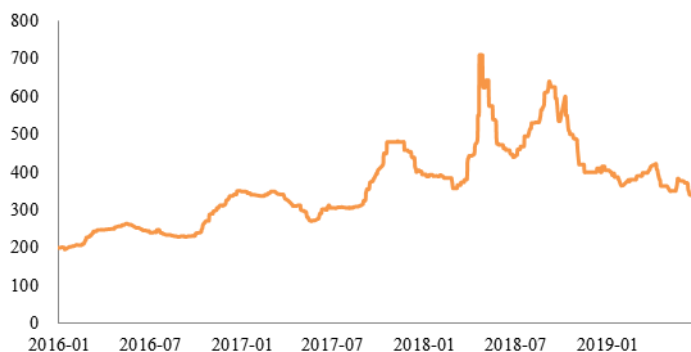
表 4：海外氧化铝新增产能（单位：万吨）

Refinery	地区	国家	集团	建成产能	新增产能	投产时间
Friguia(restart)	非洲	几内亚	俄铝	0	65	2018 年 6 月
Shaheen	亚洲	阿联酋	EGA 阿联酋	0	200	2019 年 3-4 月
Alunorte(restart)	南美洲	巴西	海德鲁	320	320	2019 年 Q2
Alpart	非洲	牙买加	酒钢	100	65	2019 年
Kendawangan	亚洲	印尼	魏桥	100	100	2020 年
Utkal	亚洲	印度	印度铝业	150	150	2020 年
Sarab	亚洲	伊朗	IMIRO	20	2020	
Damanjodi	亚洲	印度	印度国家铝业	127.5	100	2021 年
Mempawah	亚洲	印尼	PT Antam	0	100	2021 年
	<b>合计</b>				<b>1120</b>	

数据来源：SMM、兴证期货研发部

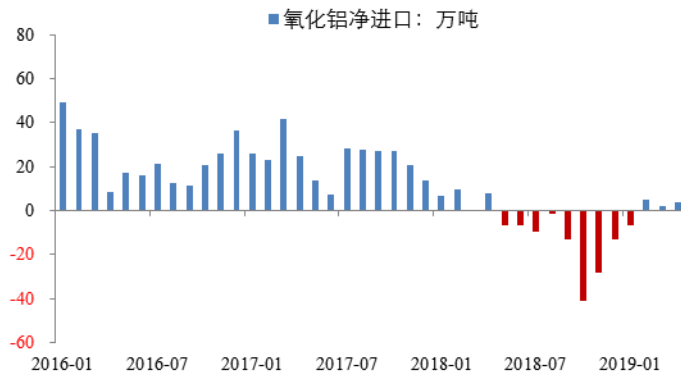


图 7: 澳大利亚氧化铝 FOB 价格 (单位: 美元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 8: 氧化铝净进口数量 (单位: 万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3. 国内基本面: 铝锭持续去库, 但需求有边际转弱迹象

#### 3.1 2019 年 1-5 月国内电解铝增速为负, 复产及新增产能投放步伐趋缓

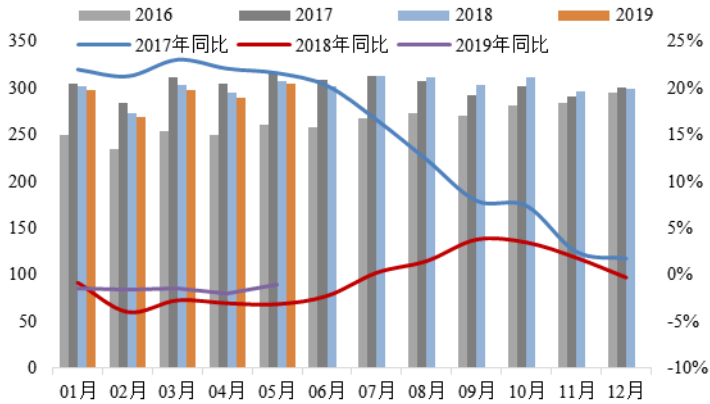
##### 趋缓

2019 年 1-5 月, 国内电解铝累计产量为 1456.4 万吨, 累计同比为-1.5%。从产能来看, 年初至今在产产能先减后增, 截止到 5 月国内电解铝在产产能达到 3580.53 万吨, 主因在于 2018 年底及 2019 年初企业集中减产, 随着铝价回升, 企业利润逐渐修复并开始复产, 但复产进度仍然较慢, 目前西部水电复产 5 万吨完毕, 云铝本部检修后复产, 东兴复产极慢, 魏桥暂停, 其余均待定。

另一方面, 新增产能也在缓慢释放。据 SMM 估计, 2019 年新增投产产能预计为 306.5 万吨, 主要集中在内蒙古、广西、云南、贵州等地。截至到 2019 年 4 月, 实际投产的产能仅 121.5 万吨, 主要原因还是在于 5 月氧化铝涨价, 电解铝厂利润出现萎缩, 以及部分地区 (如贵州) 电价尚未完全谈妥, 在当前的利润水平下, 企业复产及投产新增产能的意向均不强。

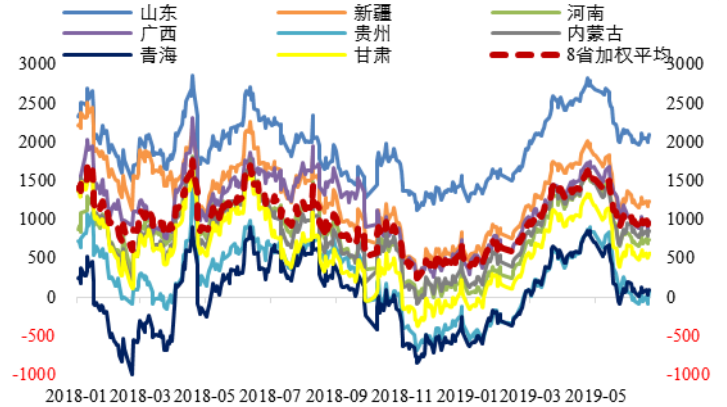
截至 6 月 20 日, 根据现金成本测算, 山东利润为 2093.1 元/吨, 新疆利润 1233.0 元/吨, 河南利润为 742.7 元/吨, 广西利润为 970.0 元/吨, 贵州利润为 70.9 元/吨, 内蒙古利润为 847.0 元/吨, 青海利润为 89.2 元/吨, 甘肃利润为 563.0 元/吨, 8 省加权平均利润为 1000.4 元/吨。

图 9：国内电解铝产量（单位：万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10：国内电解铝厂现金利润（单位：元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

表 5：2018-2019 年电解铝减产产能（单位：万吨）

企业名称	地区	运行年产能/万吨	2018年-2019年 减产产能/万吨	减产时间	备注
中铝贵州分公司	贵州	0	17	1-2月	产能指标置换给贵州华仁
陕西铜川铝业	陕西	0	23	6-8月	产能指标待定，剩余电力供给陕西美鑫
河南神火集团	河南	21	21	7月，11月，5月	产能指标预期转换至云南，5月生产事故，全停
山东邹平铝业	山东	0	6	7月	产能指标置换给内蒙古创源
新疆东方希望	新疆	80	20	7-8月	完成前期遗留产能关停
中铝连城分公司	甘肃	15	39	7-8月，11-12月	成本原因关停，当前运行14万吨。建成53.5万吨，15.5万产能已置换。
山西兆丰铝业	山西	16.5	4.5	9月	成本原因关停，剩余部分供电或转为固网运行
甘肃中瑞铝业	甘肃	0	10	9月	成本原因关停
林州市林丰铝电	河南	0	20	10月	产能转移
河南中孚实业	河南	25	25	10-11月，2月	产能置换到四川广元绿色铝材项目
河南永登铝业	河南	0	8	10月，12-2月	成本原因减产，电厂检修倒逼关停
太原东铝铝材	山西	0	8	10月-11月	成本原因关停
青海西部水电	青海	25	15	11月-12月	成本原因关停，视市场价格逐步减产
青海鑫恒铝业	青海	0	15	11月	已完成减产
东兴铝业陇西分公司	甘肃	25	12	11月	检修，逐步减产
云铝曲靖清鑫铝业及昆明本部	云南	68	10	11月-12月	大修并成本原因，规模有扩大可能
山东魏桥集团	山东	615	50	11月-12月	检修及取暖季限产政策影响

山西华圣铝业	山西	13	22	11月-12月,1-3月,5月	当前运行15万,减产被地方政府叫停,5月7日减产至全停
山东华宇合金材料	山东	0	22	11月-1月	集团战略要求,1.26全部关停
重庆国丰实业	重庆	8	2	12月	大修
四川广元启明星	四川	10	3	12月	大修
陕县恒康铝业	河南	0	20	12月-1月	产能转移
内蒙古通顺铝业	内蒙古	0	11.5	12月-2月	产能转移,2.28全部关停。
青铜峡铝业	宁夏	42	5	2019年1月	弹性生产
中铝山西	山西	38	4	2019年1-2月	弹性生产
福建省南平铝业	福建	11	4	2019年2月	停产68台电解槽,在和政府谈电价
焦作万方铝业	河南	36	7	2019年3月	该部分产能成本过高,保留自备电对应产能,于3月6日完成停产
<b>合计</b>		<b>1049</b>	<b>404</b>		

数据来源: SMM、兴证期货研发部

表 2: 电解铝新增产能 (单位: 万吨)

企业名称	开始投产时间	预计完成投产时间	2018年已投产产能	2019年1-4月投产产能	2019年投产产能	2020年投产产能	2021年投产产能	备注
内蒙古华云	2017年6月	2018年10月	10	0	0	0	0	78万吨满产
广西华磊	2018年7月	2018年10月	28	12	0	0	0	40万吨满产
贵州华仁	2017年10月	2018年10月	48	2	0	0	0	50万吨满产
来宾银海	2017年12月	2018年4月	20	0	0	0	0	完成投产
内蒙古创源1	2018年1月	2018年10月	12	28	35	0	0	当前运行40万,产能置换
百矿苏源	2018年2月	2018年12月	0	7	10	0	0	已投放7万吨,剩余3万吨将于6月投产完毕
贵州登高	2018年2月	2018年11月	13	0	13	0	0	在投产,有指标
内蒙古蒙泰	2018年3月	2018年8月	18	0	0	0	0	8月投产完毕
百矿田林	2018年5月	2018年10月	10	0	20	0	0	延后至Q3
百矿德保	2018年4月	2018年10月	10	10	20	0	0	2.25通电二段10万吨,已达产

云铝昭通	2018年7月	2018年10月	11	12	22	0	0	3.1 通电二段约 11 万, 5.30 通电 3 段 11 万
甘肃中瑞	2018年5月	2018年7月	10	0	0	0	0	完成投产, 近期因为亏损再度停产
山西中润	2018年5月	2018年12月	12.5	4.5	30.5	0	0	4.22 二段 12.5 万 92 台电解槽开始通电投产, 计划先启动 40 台, 6 月中下旬将启动剩余 52 台槽子。
内蒙古固阳	2018年8月	2018年11月	24	1	25	0	0	已投 25 万吨, 产能置换项目
营口鑫泰	2018年9月	2019年3月	35	0	11	0	0	预计 9 月投产
美鑫铝业	2018年12月	2019年6月	1	24	30	0	0	在建, 有指标
云铝鹤庆	2018年11月	2018年12月	0	21	21	0	0	3.1 通电 1 段 10 万吨, 二段 11 万; 4.21 通电二段, 已达产
百矿隆林	2018年9月	2018年12月	0	0	20	0	0	在建, 有指标, 预计下半年投产
包头华鑫隆	2019年6月	2019年8月	0	0	9	0	0	在建, 有指标
内蒙古白音华	2019年10月	2020年6月	0	0	10	30	0	在建, 有指标
云铝文山	2019年10月	2020年5月	0	0	10	40	0	在建, 利润刺激下, 可能提前至 2020 年初
云南神火	2019年11月	2020年6月	0	0	10	35	0	在建, 有指标, 产能置换
云南其亚	2019年12月	2020年6月	0	0	5	25	0	在建, 有指标, 产能置换
广元中孚	2019年12月	2020年12月	0	0	5	45	0	在建, 产能置换, 来自林丰铝电和中孚巩义厂各 25 万吨指标。
内蒙古创源 2	2020年	2020年	0	0	0	40	0	-
霍煤鸿骏 2	2020年	2021年	0	0	0	20	23	在建, 有指标
云铝昭通 2	2020年	2021年	0	0	0	30	5	拟建, 有指标
内蒙古华云 2	2020年	2021年	0	0	0	5	75	拟建, 无指标
<b>产能合计</b>			<b>262</b>	<b>121.5</b>	<b>306</b>	<b>270</b>	<b>103</b>	

数据来源: SMM、兴证期货研发部

### 3.2 国内铝锭去库速度放慢, 铝棒加工费走低

库存方面, 年初至今上海有色网铝锭社会库存先增后降, 最终下降约 20 万吨至 108.1 万吨; 铝棒库存则同样延续下降趋势, 至 7.17 万吨。而进入 6 月消费换挡期, 铝锭去库速度有所放慢, 铝棒库存甚至出现拐点。

铝棒加工费从4月下旬开始就出现高位回落，最开始是由于铝基价上涨较快，铝棒、铝杆生产商及贸易商为了出货，调低加工费，且消费增长热度难以跟上铝价上涨幅度。随着近期铝价有所回落，铝棒加工费却进一步走低，原因在于下游消费出现边际转弱。

铝杆加工费却快速走高，原因在于河南焦作马村区环保局下发文件《焦作市污染防治攻坚战领导小组办公室关于进一步强化6月份大气污染防治管控的通知》，要求焦作万方铝业自2019年6月至2019年9月底，同时停止向所有外协第三方涉及VOCs限制类企业每日8时—20时提供铝水，向豁免类企业提供铝水需有审批备案材料。本次环保事件将会影响焦作万方下游的3家铝杆企业合计7条铝杆生产线，其生产量预计减半，折算成产量约300吨/天或1万吨/月，据SMM估算约占全国供应量的4%，供应端有挺价意愿。

图 11: SMM 社会库存 (单位: 万吨)



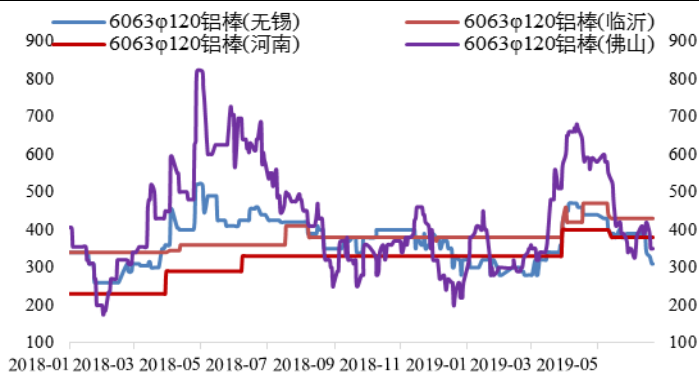
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: 铝棒库存 (单位: 万吨)



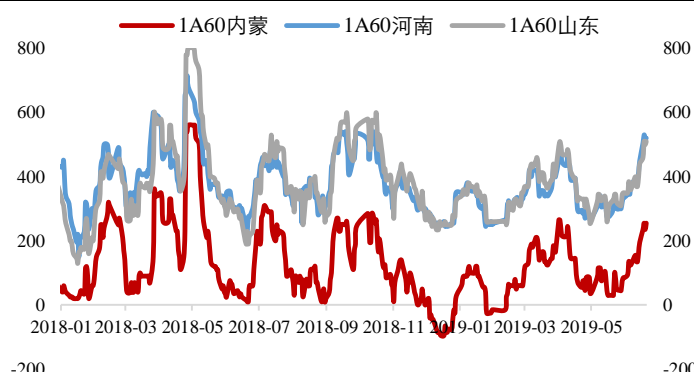
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 13: φ120 铝棒加工费 (单位: 元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 14: 1A60 铝杆加工费 (单位: 元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

### 3.3 铝材开工率季节性回暖, 6月换档期预计订单会转弱

通过不同的工艺, 电解铝被加工成不同的铝材, 如: 铝型材、铝板带、铝合金、铝线缆和铝箔, 占比分别为 43%、23%、16%、10%和 8%, 其中铝型材又可以分为建筑型材和工业型材。

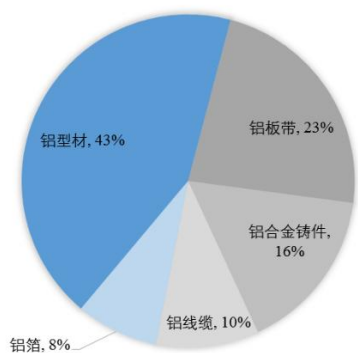
3月-5月为铝材传统消费旺季, 下游需求有所回暖, 各铝材开工率表现不一: 5月份铝板

带箔开工率表现好于往年同期，其中铝板带行业开工率 74.4%，同比上升近 5 个百分点；铝箔企业开工率 88.68%，环比 4 月小涨 1.02%，空调箔仍贡献较大增量。

铝线缆行业平均开工率 52.7%，环比同比均明显提高。由于去年行情不好，线缆企业今年开工较晚，随着天气转暖和电力工程的进展，华东及北方地区交货量增加，预计开工率会进一步回升。

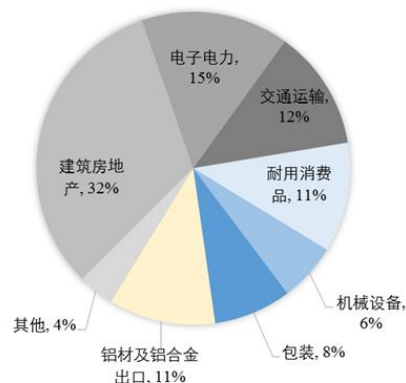
铝型材中，建筑型材表现好于工业型材。5 月份随着房地产及其他工地工程施工的逐步开展，建材订单较 4 月份稳步增长，开工率为 62.7%，部分型材企业表示 5 月底、6 月初新接订单量开始明显减少，6 月生产经营状况或将弱于 5 月。而工业型材受挫明显，降至 58.9%，原因在于 5 月汽车铝型材市场遇冷，国六新规的发布亦影响订单增长，不少做这类产品的企业均表示 5 月订单环比 4 月有明显减少，且 6 月相关订单或将进一步减少，大概率将拖累工业型材企业整体开工率的提高。同样，铝合金有大部分用于汽车轮毂和发动机，开工率依旧表现低迷。

图 15: 国内铝材产量占比



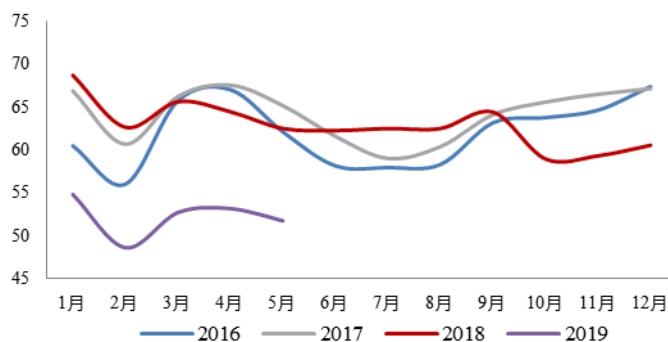
数据来源：阿拉丁，兴证期货研发部

图 16: 中国铝消费结构



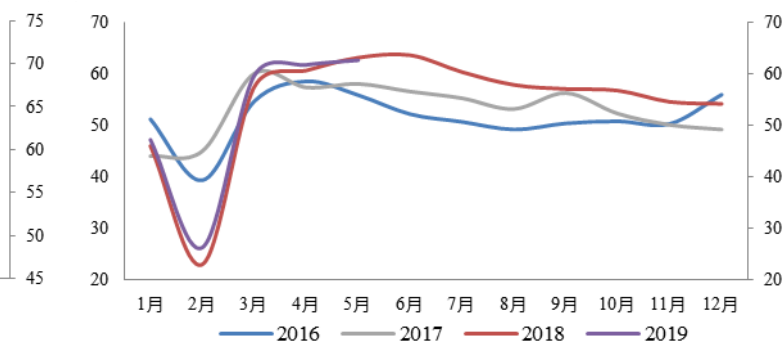
数据来源：阿拉丁，兴证期货研发部

图 17: 铝合金开工率：%



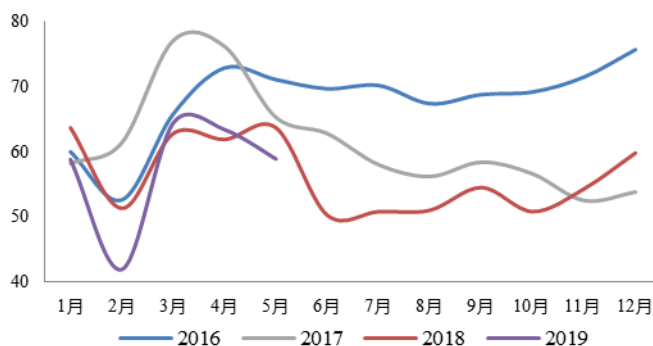
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 18: 建筑型材开工率：%



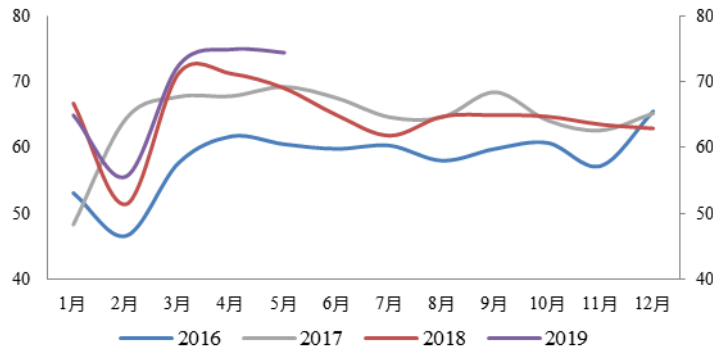
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 19: 工业型材开工率: %



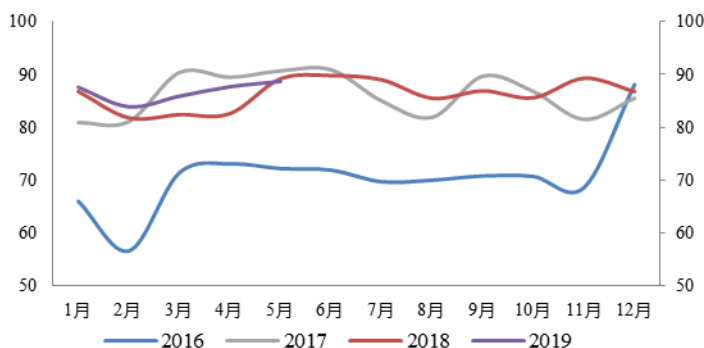
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 20: 铝板带开工率: %



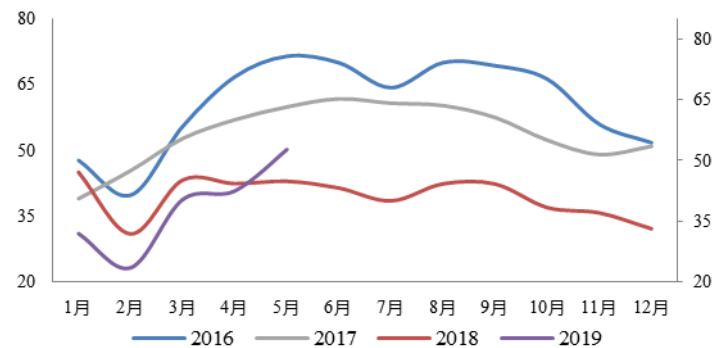
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 21: 铝箔开工率: %



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 22: 铝线缆开工率: %



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

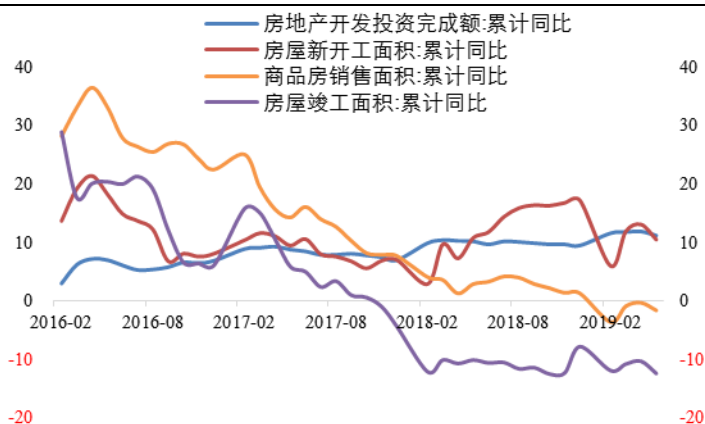
### 3.4 地产对铝消费拉动有限，汽车用铝进一步下滑

2019 年 5 月，房屋新开工面积累计同比增长 10.5%，房屋竣工面积累计同比下降 12.4%，商品房销售面积累计同比下降 1.6%，房地产开发投资完成额累计同比增长 11.2%。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 5 月电网基本建设投资完成额为 1157 亿元，累计同比为-18.20%。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 1023.70 万吨，累计销量 1026.59 万吨，同比分别下降 13.01%、12.95%。新能源汽车累计产量 48.0 万吨，累计销量 46.4 万吨，同比分别增长 46.34%、41.46%。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 23: 建筑房地产情况 (单位: %)



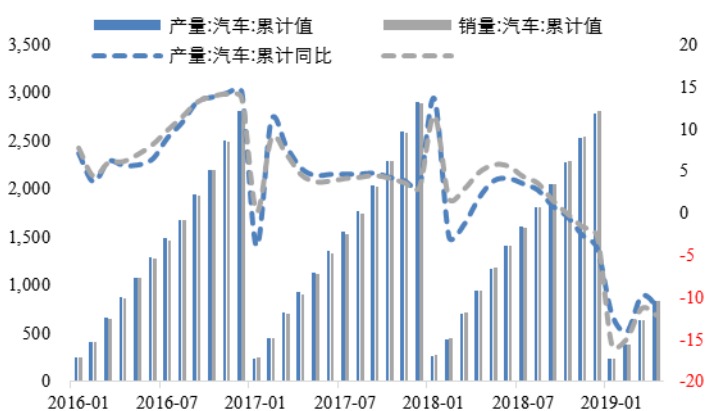
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 24: 电网基本建设投资情况 (单位: 亿元, %)



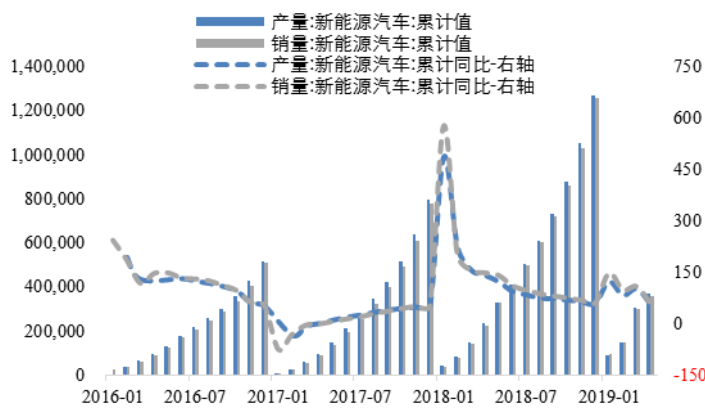
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 25: 汽车产销情况 (单位: 万辆, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 26: 新能源汽车产销情况 (单位: 万辆, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

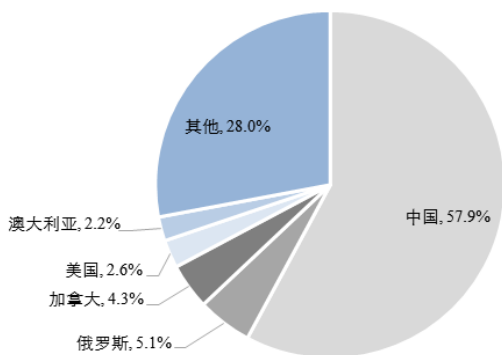
## 4. 海外基本面: 呈现供需双弱的局面

### 4.1 国外电解铝企业下调产量预期

国内外电解铝市场属于相对割裂的两个市场, 原因在于 15% 出口关税的存在, 电解铝的进出口受阻。全球电解铝产能分布, 中国占比一半以上, 约 58%。2019 年 1-4 月海外电解铝累计产量为 931.8 万吨, 累计同比下降 2.6%。海外三家电解铝生产商公布了 2019 年产量预期, 其中美铝和力拓均下调了 2019 年全年产量预期, 分别较 2018 年下降约 30 万吨, South32 基本持平, 2018 年这三家的实际产量基本上是在预期范围内。

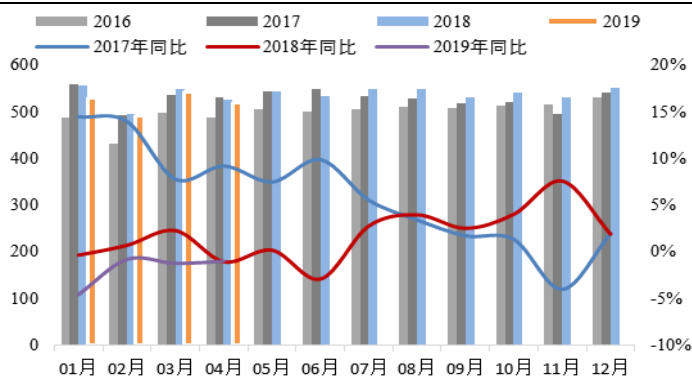


图 27: 全球电解铝产能分布



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 28: 全球电解铝产量 (单位: 万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

表 6: 2019 年 Q1 海外电解铝生产商供应情况(单位: 万吨)

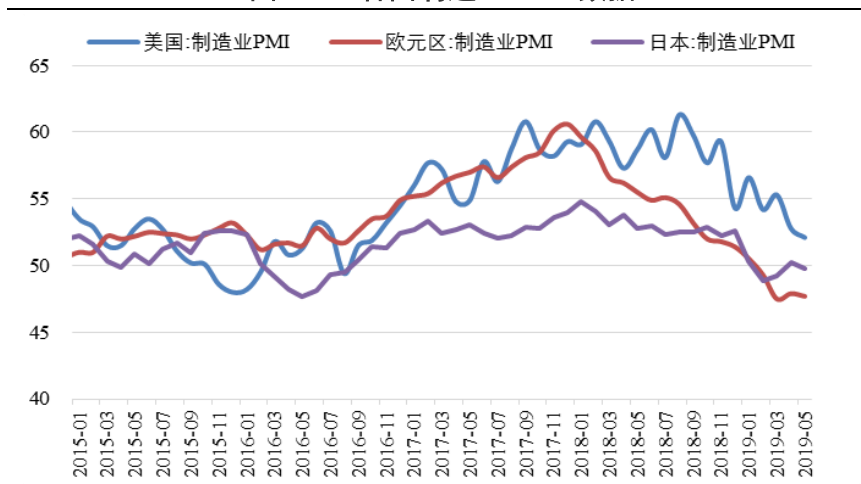
	2019 年 Q1 产量	环比	同比	2019 年 E	2018 年产量
力拓	79.60	-3.0%	0.0%	320-340	346
美国铝业	53.70	-6.3%	-3.1%	280-290(shipments)	226
South 32	24.20	-2.0%	0.0%	99	99

数据来源: 公司公告、兴证期货研发部

## 4.2 海外经济形势整体表现不佳, 现货升贴水不及往年

从制造业 PMI 数据来看, 欧元区表现依旧惨淡, 5 月制造业 PMI 终值为 47.7, 连续第四个月位于 50 荣枯线下方; 日本制造业 PMI 终值为 49.8, 在荣枯线边缘徘徊; 美国制造业 PMI 数据下滑至 52.10, 创 2016 年 10 月以来的新低。海外经济形势整体表现不佳。

图 29: 各国制造业 PMI 数据



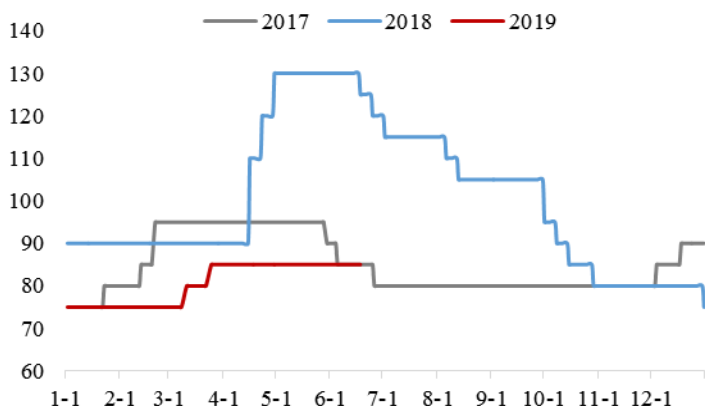
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

从国外现货升贴水来看，2018年4月美国财政部制裁俄罗斯铝业，国外现货升贴水飙升，但是制裁真正实施的日期一直往后拖延，俄铝的铝锭实际上仍在市场流通的，因此欧洲、日本的升贴水又快速回落。而美国则是从制裁宣布开始就不再进口俄铝的产品，造成现货短缺，刺激美国当地升贴水，美国现货升贴水近一年来都维持高位。

然而，2019年初美国宣布解除俄铝制裁，4月初俄铝对外宣布公司所有出口市场的供货量正在努力恢复到美国制裁前的水平，5月美国宣布取消加拿大钢铝关税，两个因素叠加，预计未来美国地区升贴水会面临回调。欧洲弗利辛恩和日本港口现货升贴水在旺季下有所回暖，但未超过往年同期。

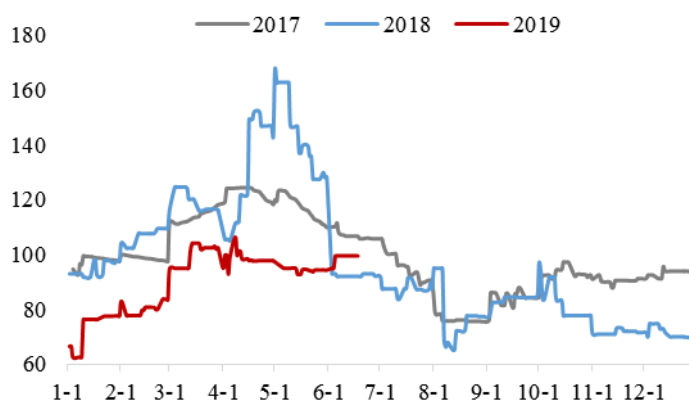
再对比历年国外铝锭去库情况，2019年初至今，LME 铝库存处于下降通道，但是降速和往年比有所放缓。综上，国外基本面目前呈现供需双弱的情况。

图 30: 弗利辛恩现货升贴水 (单位: 美元/吨)



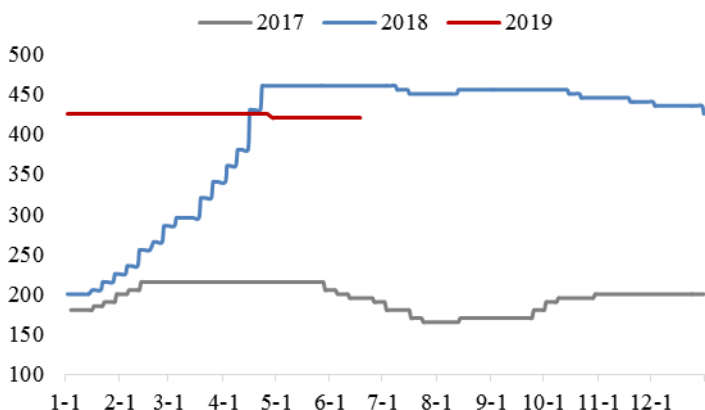
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 31: 日本港口现货升贴水 (单位: 美元/吨)



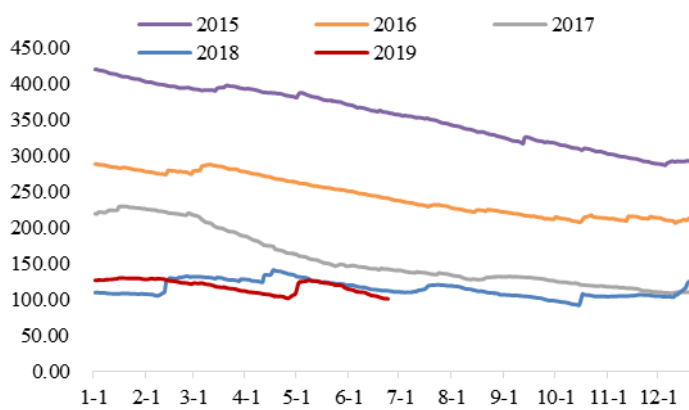
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 32: 美国底特律现货升贴水 (单位: 美元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 33: LME 历年库存 (单位: 万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

### 4.3 中美贸易摩擦进一步升级，铝材出口高增长难以维持

所谓沪伦比值，是指沪铝连三与 LME 铝 03 价格之比，可以反映国内外铝价的相对高低，2016 年初至今运行在 5.5-8.5 之间，2018 年 4 月沪伦比值触及最低点，原因是美国制裁俄铝所引发的伦铝价格飙升。正常情况下沪伦比值在 7.0 上下，然而 2019 年上半年沪伦比开始快速上升，截止到 2019 年 6 月 12 日，铝沪伦比达到 7.766。

5 月初，中美贸易摩擦进一步升级，美方已将 2000 亿美元中国输美商品的关税从 10% 上调至 25%，中方对此深表遗憾，将不得不采取必要反制措施。受此影响，人民币出现连续贬值。2018 年，中国未锻造铝及铝材出口总量约为 580 万吨，出口至美国的数量占出口总量约为 9%，而铝材出口总量占国内铝消费量比重约为 16%，据此估计，出口至美国的铝材占全国铝消费的比重约为 1.44%，(9%\*16%)，贸易摩擦对国内铝材出口难有较大影响。但是下游厂商为降低关税成本，往往倾向于将出口前置，这种“抢出口”行为以牺牲了未来一段时间的客户需求为代价。

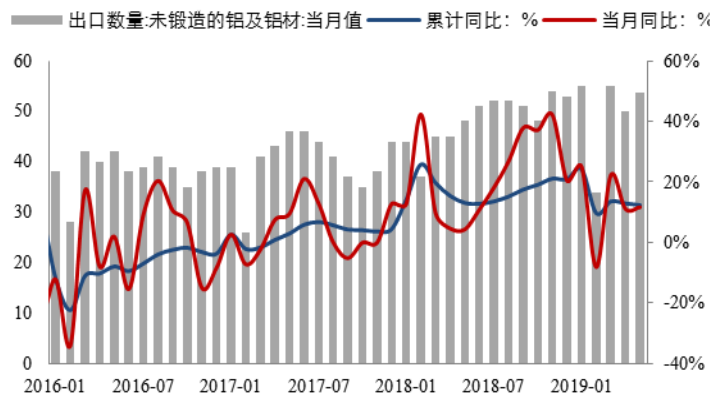
2019 年 5 月，未锻造铝及铝材出口数量为 53.6 万吨，环比增长 7.2%，同比增长 11.7%；1-5 月累计出口数量为 247.6 万吨，累计同比为 12.4%。但随着沪伦比值的持续抬升，企业优先选择海外订单的积极性在弱化，出口订单的回落只是时间问题，大概率在下半年的出口数据会有反馈，据 SMM 估计，全年出口量预计同比小幅下滑 20-30 万吨。

图 34：沪伦比值



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 35：铝材出口数量（单位：万吨，%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 5. 后市展望及策略建议

**1. 受北方环保影响，国内氧化铝过剩压力有所缓解，但并未扭转。**5 月国内氧化铝环保督查力度加大，使得氧化铝厂检修或停产，主要集中在山西、广西、河南等地区，涉及约 950 万吨产能，造成短期内国内氧化铝供需出现缺口。然而，当前山西氧化铝厂赤泥库的影响在逐渐淡化，前期停产的工厂逐步复产，据 SMM 估计，6 月复产的氧化铝产能或达到 300 万吨。海外方面，海德鲁氧化铝厂生产禁令被解除，EGA 旗下氧化铝项目开始投产，国内进口窗口已开启，但二季度进口增量有限，海外供应释放量或在下半年传导至国内，远期氧化铝过剩预期并未得到扭转。

**2. 国内电解铝新增及复产产能释放较慢，铝材出口和汽车或拖累下半年铝消费。**由于氧化

铝涨价，电解铝厂利润出现萎缩，以及部分地区电价尚未完全谈妥，在当前的利润水平下，企业复产及投产新增产能的意向均不强。上半年铝锭去库速度较快，但进入6月消费换挡期，铝锭去库速度有所放缓，铝棒库存甚至出现拐点。从需求端来看，汽车产销量大幅下滑拖累工业型材和铝合金消费，开工率同比环比均下降，国六新规的发布亦影响订单增长。另一方面，铝材出口高增长也难以维持，过去加工厂为了降低关税成本，往往倾向于将出口前置，以牺牲了未来一段时间的客户需求为代价。但随着比值的继续提升，企业优先选择海外订单的积极性在弱化，预计下半年的出口订单会出现回落。

**3. 海外经济形势整体表现不佳，基本面呈现供需双弱。**2019年1-4月海外电解铝累计产量为931.8万吨，累计同比下降2.6%，几家电解铝龙头企业下调产量预期。国外制造业PMI数据表现低迷，欧元区、日本5月PMI跌破荣枯线，美国PMI数据延续下滑至52.1。从国外现货升贴水来看，欧洲弗利辛恩和日本港口现货升贴水在旺季下有所回暖，但未超过往年同期；二季度，美国解除对俄铝制裁以及宣布取消加拿大钢铝关税，两个因素叠加，预计未来美国地区升贴水会面临回调。

综上所述，国内电解铝供应端释放速度弱于预期，全年库存延续下降，去库幅度或在60-70万吨。在当前需求转弱及成本下行的背景下，铝价弱势难改，建议投资者尝试逢高沽空。仅供参考。

表7：国内电解铝供需平衡表（单位：万吨）

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019E
中国原铝产量	2,495	2,772	3,058	3,180	3,630	3,609	3,690
中国原铝净进口量	25.5	17.1	12	17.2	10.2	7	18
中国原铝表观需求量	2,520	2,789	3,070	3,197	3,640	3,615	3,708
中国原铝库存差	8	21	75	-33	114	-49	-66
中国原铝消费量	2,513	2,768	2,995	3,232	3,526	3,664	3,774

数据来源：SMM、兴证期货研发部

## 6.风险提示

国内需求超预期增长；中美贸易摩擦不确定性；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。