

## 铝锭去库是否进入尾声？

兴证期货 · 研究咨询部

2023 年 9 月 22 日星期五

有色研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

马志君

从业资格编号: F03114682

联系人:

马志君

电话: 021-68982784

邮箱:

mazj@xzfutures.com

### ● 核心观点

2023 年二至三季度，国内铝锭库存经历了一轮超预期的去库，低库存的格局一直维持到了金九银十的旺季，支撑铝价走出了一波反弹。

回顾这一轮去库，我们看到其核心还是来源于供应端。一方面，因为西南限电导致的减产减少了供应，另一方面，今年铸锭量同比大幅上升，铝水和直送比例的提升。这两者是去库超预期的主因。

展望 4 季度，随着国内冶炼端的复产完成，进口量也同比环比增加，供应端的增量较为可观。而需求侧预计维持不温不火的状态，政策提供改善预期能否落地尚未可知。因此今年的四季度可能会是一个累库周期，在经历的低库反弹行情之后，四季度铝价有一定回落压力。

目录

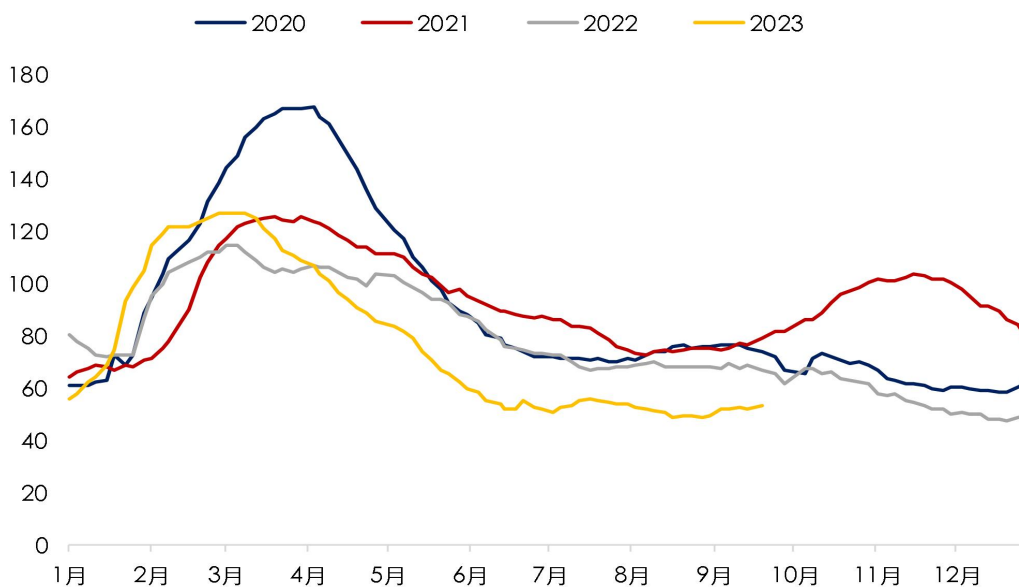
一. 二季度去库力度超预期 .....	3
1.1 供应增速整体低于预期 .....	4
1.2 铝厂铝水和直送比例增加 .....	4
1.3 消费情况好于表观感受 .....	5
二. 供应修复库存或已见底 .....	6
2.1 西南复产供应端修复 .....	6
2.2 三季度进口盈利窗口打开 .....	6
3.3 旺季消费成色不足 .....	7
分析师承诺 .....	9

截至 2023 年 9 月 18 日，SMM 统计国内电解铝锭社会库存 52.9 万吨，仍继续位于近五年同期低位，此前更是一度跌破 50 万吨的大关。在这样低库存的支撑下铝价在三季度走出了一波凌厉的反弹。在当前国内需求预期普遍悲观的环境下，持续去库的动能来源什么，以及国内铝锭库存是否能延续低库存。这些问题可能会成为四季度沪铝价格走势的关键。

## 一. 二季度去库力度超预期

回顾今年以来的国内铝锭社库走势，2023 年的春节周期累库幅度基本与 2021 年一致，略高于 2022 年，低于 2020 年疫情年。但是在二季度的去库幅度却远超 2021 和 2022 年，总量甚至高于 2020 年疫情解封导致的集中去库。3-6 月，国内铝锭库存去库幅度最高达到 75 万吨，2020-2022 年三年这一数据分别为 71 万吨、30 万吨和 41 万吨。那么今年持续且大量的去库的动能来源是什么，是高于预期的消费，还是供应端的限电减产，还是存在供需内部存在结构性的矛盾。

图 1: 中国铝锭社会库存 (万吨)

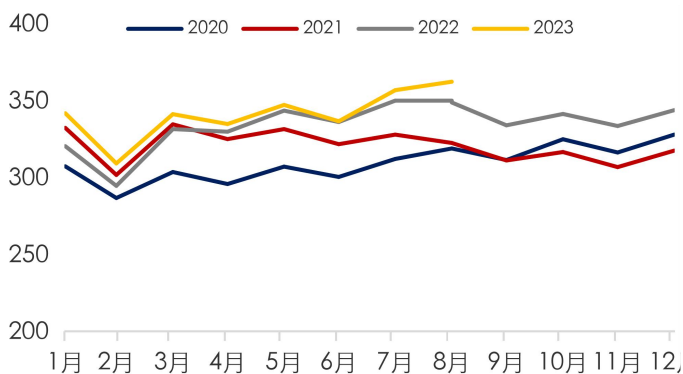


数据来源: SMM, 兴证期货

## 1.1 供应增速整体低于预期

根据 SMM 数据，2023 年 1-8 月国内电解铝累计产量 2729.9 万吨，同比增加 2.83%；其中二季度产量 1018.6 万吨，同比仅增加 0.91%。主要受到西南地区减产因素影响，全国自 2 月开始电解铝产能扩张的增速首次影响而放缓。二季度国内电解铝运行产能平均约为 4090 万吨，同比去年同期 4070 万吨仅增加 0.4%，整个季度的开工率也基本维持在 90%，低于去年同期 91%-92%。

图 2：中国电解铝产量（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货

图 3：中国电解铝产能（万吨）



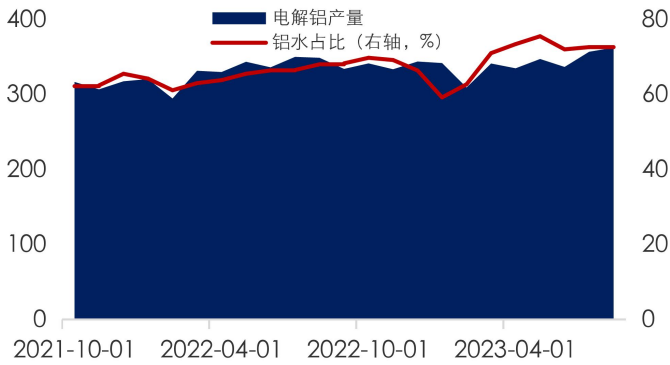
数据来源：SMM，兴证期货

## 1.2 铝厂铝水和直送比例增加

除了电解铝总体产量增速的不足，铝厂铝水和直送比例增加也时候导致铝锭库存下降的一个原因。根据 SMM 数据显示，2023 年国内铝水比例在二季度快速走高，此后一直维持在 70%-75%，同比去年 65%-70%增加了约 5%。基于此我们测算的 2023 年 1-8 月的铝锭产量为 818.41 万吨，同比去年下降 12.15%。去年同期在更少的电解铝产量情况下，产出了 931.58 万吨的铝锭。

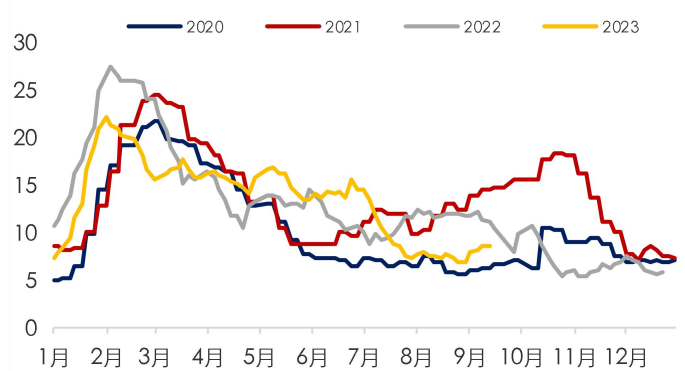
此外，今年随着铝锭汽运直接送厂的比例上升，以及合金化、铝水就地转化的推进，单一的铝锭库存难以直接反馈铝产品整体的供需变动。从铝棒的库存来看，2023 年铝棒库存去库和铝锭并不一致，在铝锭去库的高峰期二季度，铝棒去库并不激烈，且明显低于过去 3 年。相反在 7-8 月，铝棒社会库存快速去库，幅度达到了 6 万吨左右。

图 4：中国电解铝铝水比例（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货

图 5：中国铝棒社会库存（万吨）

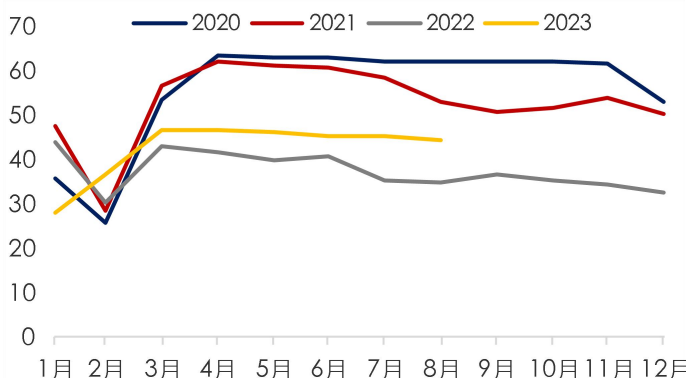


数据来源：SMM，兴证期货

### 1.3 消费情况好于表观感受

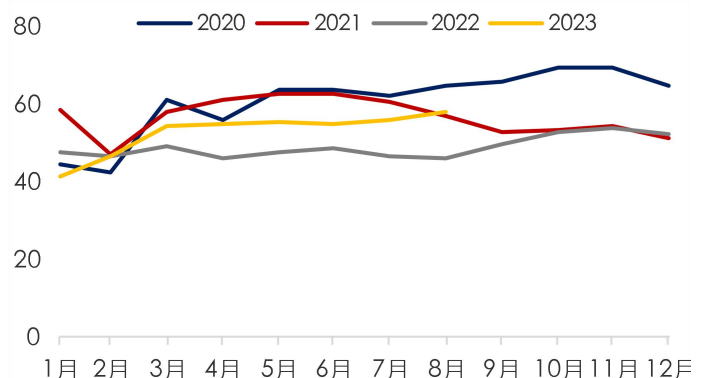
从消费端来看，根据 SMM 数据，截至 2023 年 9 月，国内主流消费地铝锭出库量 430 万吨，同比去年下降了 80 万吨，少于今年总铸锭量的下滑量 120 万吨。2023 年市场对需求的反馈整体偏悲观，但实际的消费情况可能要强于表观的感受。从总体的铝加工来看，2023 年国内铝初端加工加权平均开工率低于去年；其中占比最大的型材厂开工同比去年有所好转（但整体依旧低迷），工业型材受到光伏装机的大幅增长开工提升，建筑型材也在保交楼的支撑下同比去年回升。不过从整体上大型加工厂情况好于中小型加工厂的情况比较普遍，因此对月度开工数据我们要辩证的去看待它。

图 6：中国建筑铝型材材开工率（%）



数据来源：SMM，兴证期货

图 7：中国工业铝型材材开工率（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货

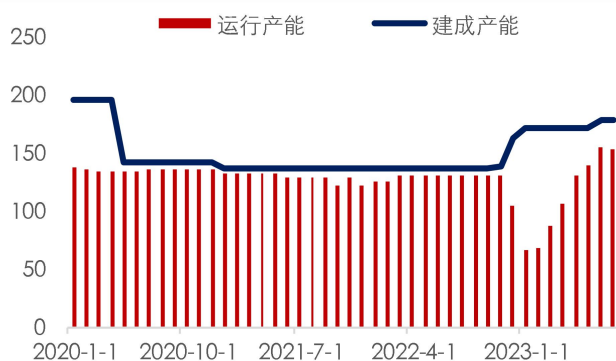
## 二. 供应修复库存或已见底

### 2.1 西南复产供应端修复

二季度末开始，随着西南地区的复产，国内电解铝产能逐步回升，截至8月底全国电解铝运行产能回升至4295万吨。其中云南和贵州地区运行产能分别为555万吨和153.8万吨，较今年的低点回升了229万吨和87.8万吨。可以说三季度国内电解铝产能基本恢复到了顶峰，8月的国内电解铝产量362.3万吨，同比上升3.87%，较今年二季度的低点回升了8.21%。预计四季度国内电解铝月均产量将维持350-360万吨。

图8：贵州电解铝产能（万吨）

图9：云南电解铝产能（万吨）



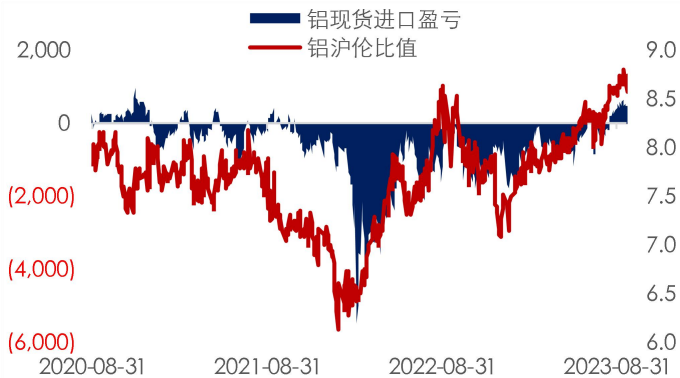
数据来源：Mysteel，兴证期货

数据来源：Mysteel，兴证期货

### 2.2 三季度进口盈利窗口打开

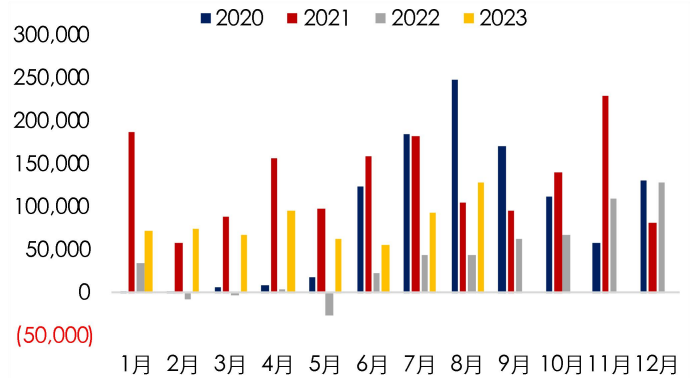
国内的连续去库得加政策支撑之下需求预期改善，导致内外比价逐步向内强外弱的格局演化。进入到8月中旬，电解铝进口的盈利窗口打开并一路走高至500元/吨徘徊，并一直维持至今。8月的铝锭净进口量12.78万吨，同比增加195%，环比增加36.21%，创下今年的最高纪录，预计9月铝锭进口量将继续上行，为国内供应贡献增量。

图 10: 中国电解铝进口盈亏 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 11: 中国电解铝净进口量 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

### 3.3 旺季消费成色不足

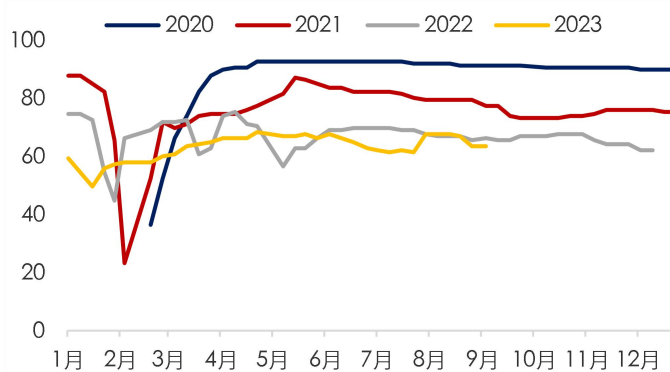
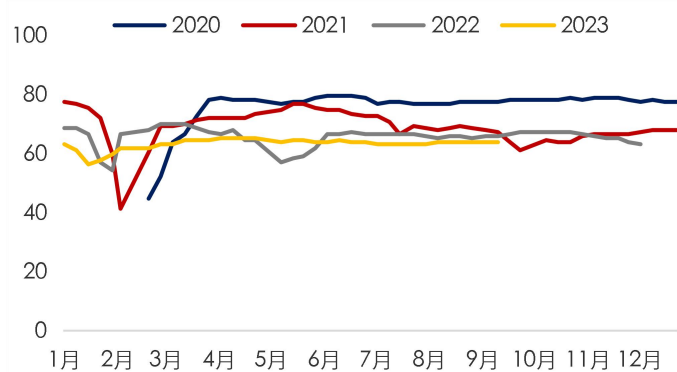
在供应端不断修复的同时,进入9月国内传统旺季的成色却略显不足。截至9月中,国内铝型材龙头企业开工率呈现小幅度上涨,环比上周上升0.25个百分点,至63.6%。

分板块来看,建筑型材板块整体依旧低靡,据SMM调研了解,本周山东、广东等地的建筑型材厂订单与开工情况尚未出现好转趋势,部分中小建筑型材加工企业截至目前暂未获得新增订单,已濒临停产,相关企业对未来市场的消极情绪显著。相较之下,安徽部分型材厂幕墙等建筑型材订单稍有回暖,但订单增量的可持续性 with 普遍性仍需进一步跟踪。

工业型材整体好于建筑型材,但又有所分化。其中,光伏型材增势放缓,一线加工企业开工率维持高位,但受铝价高位震荡,加工费内卷严重等因素影响,各家光伏型材加工厂的境遇各不相同,此外,汽车型材板块整体持稳运行,龙头加工企业开工率稳中向好,新增订单量有所增加,且疫情后国内新能源汽车发展迅猛,据SMM调研了解,原先出口占比加大的汽车型材加工企业产销格局发生变动,国内市场占比逐渐增大甚至反超。

图 12: 中国铝加工平均开工率 (%)

图 13: 中国铝型材周度开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货

数据来源: iFinD, 兴证期货



### 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，通过合理判断地得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因此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唯一因素。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。