

供应释放加速，高利润难以持久

走势评级：铝：震荡
报告日期：2020年7月6日



孙伟东 高级分析师（有色金属）
从业资格号：F3035243
投资咨询号：Z0014605
Tel: 8621-63325888-2523
Email: weidong.sun@orientfutures.com

★成本：成本底部确认，但反弹空间受限

随着消费的增加，氧化铝价格反弹概率较大，但受制于新增及复产产能的压力以及进口氧化铝的潜在冲击，下半年氧化铝价格反弹高度相对有限，预计在 2200-2500 元/吨之间运行。总体来看电解铝成本下半年将会出现反弹，但幅度预计有限。

★供应：供应瓶颈打破，下半年原铝供应压力加大

目前电解铝行业利润处于历史高位，增复产能预计加速释放，按照投产节奏进行预测，20 年全年电解铝产量预计为 3743 万吨，同比增速为 3.5%。其中 7 月以后新增产能投产节奏明显加速，四季度原铝供应端的压力会明显加大。

★消费：国内消费底部回升，下半年有望继续改善

下半年地产竣工周期依然会作为主要力量来拉动原铝消费，汽车和电缆受政策端影响下半年表现会好于上半年，半年度环比来看下游主要消费领域的复苏将给下半年国内电解铝消费增速提供支撑。此外，由于铝除汇比处于历史高位，铝材出口利润下滑严重，因此下半年铝材出口面临较大压力，月均出口量预计会维持在 40 万吨以下。综合来看，全年原铝消费增速预计为-0.3%。

★投资建议：

短期：随着铝价逐步回到万四附近，行业的利润已经上升至历史高位，从估值或者盈亏比的角度追多并不合适。

中期：7 月尽管供应压力会增大，但在库存处于历史相对低位的情况下无疑会令做空存在较大风险，建议以观望为宜。8 月以后供应压力会明显增加，此时可以结合铝锭库存以及现货升贴水的变化来找到基本面走弱的迹象，从而进行空单的布局。预计下半年沪铝主力合约价格运行区间为（13000，14500）元/吨。

★风险提示：

全球疫情二次爆发。

上期所铝主力合约走势



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、成本底部确认，但反弹空间受限.....	5
2、供应瓶颈打破，下半年原铝供应压力加大.....	10
3、消费底部回升，下半年有望继续好转.....	13
4、出口利润下行，铝材出口形势严峻.....	19
5、投资建议.....	21
6、风险提示.....	22

图表目录

图表 1: 国内铝土矿进口数量和价格	5
图表 2: 国内铝土矿价格回落	5
图表 3: 海外氧化铝价格低迷	6
图表 4: 上半年全球氧化铝产量与去年持平	6
图表 5: 下半年海外氧化铝增复产产能投产情况	6
图表 6: 国内氧化铝供给略低于去年	7
图表 7: 国内氧化铝开工率情况	7
图表 8: 氧化铝社会库存	7
图表 9: 氧化铝进口数量	7
图表 10: 国内氧化铝价格低迷	8
图表 11: 国内烧碱价格大幅下滑	8
图表 12: 上半年国内氧化铝企业减产情况	8
图表 13: 下半年国内氧化铝新增产能投产情况	9
图表 14: 国内氧化铝供需平衡表	9
图表 15: 海外氧化铝供需平衡表	9
图表 16: 氟化铝价格处于低位	10
图表 17: 烧碱价格处于低位	10
图表 18: 原铝供给释放仍然缓慢	11
图表 19: 电解铝企业产能及开工率	11
图表 20: 国内电解铝企业利润情况	11
图表 21: 上半年国内电解铝企业减产统计	12
图表 22: 20 年下半年电解铝新增产能安排	12
图表 23: 20 年下半年电解铝复产产能安排	13
图表 24: 主要发达经济体 GDP 同比	14
图表 25: 主要发达经济体制造业 PMI	14
图表 26: 国内制造业 PMI 走势	14
图表 27: 房屋新开工和竣工面积走势	14
图表 28: 土地购置面积增速	15
图表 29: 30 个大中城市商品房成交情况	15
图表 30: 房地产销售面积增速	15
图表 31: 房地产开发资金状况	15
图表 32: 汽车产销上半年下滑明显	16
图表 33: 汽车用铝下半年表现通常好于上半年	16

图表 34: 220 千伏及以上电缆增速维持负增长.....	16
图表 35: 20 年上半年铝材产量超预期.....	16
图表 36: 铝型材企业开工率.....	17
图表 37: 铝板带箔材企业开工率.....	17
图表 38: 电工圆铝杆企业开工率.....	18
图表 39: 再生铝合金锭企业开工率.....	18
图表 40: 铝型材企业原料库存情况.....	18
图表 41: 铝型材企业成品库存情况.....	18
图表 42: 上半年铝材出口数量下滑.....	19
图表 43: 沪伦比走势.....	19
图表 44: LME 库存上升.....	20
图表 45: 铝板带出口利润下滑.....	20
图表 46: 近年来除汇比与铝材出口关系.....	20
图表 47: 下半年海外电解铝新增及复产产能安排.....	20
图表 48: 电解铝社会库存偏低.....	21
图表 49: 6063 铝棒库存回落.....	21
图表 50: 国内铝棒 (6063) 加工费回落.....	22
图表 51: 铝锭出库量维持在较高水平.....	22
图表 52: 国内电解铝供需平衡表.....	22
图表 53: 全球电解铝供需平衡表.....	22

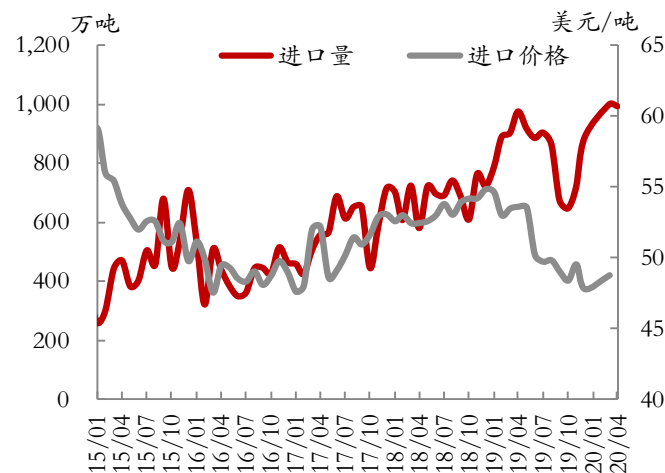
1、成本底部确认，但反弹空间受限

铝土矿：今年1-4月国内进口铝土矿总计3835万吨，同比19年增加7.8%。前三大进口国为几内亚、澳大利亚以及印度尼西亚，进口数量分别为926.7万吨、622.2万吨及374.7万吨，合计占总进口比例为96.4%，比去年同期提高4个百分点。铝土矿进口量高于去年同期主要是由于国内需求的增加以及海运费的降低。

1-4月进口铝土矿均价为48.4美元/吨，低于去年的53.7美元/吨。进口矿石价格下调主要由国际原油下跌引发海运费下调引起。进口矿石价格不断下调导致其与国产矿相比成本优势更为明显，即便拥有矿权的氧化铝企业也开始掺配使用进口矿以降低成本。无论从短期成本角度考虑，还是内陆氧化铝企业进口矿引进的长期趋势，预计下半年进口矿数量将继续增加。由于国内氧化铝消费不佳企业亏损严重，倒逼矿山压价让渡利润，上半年国产矿价格也持续走弱，截至6月初山西国产矿价格已经降低至290元/吨附近，同比去年降低140元/吨。

由于目前原油价格已经逐渐企稳反弹，海运费预计也会逐渐修复，进口矿石价格预计会逐渐企稳回升至50美元/吨附近。国产矿经历大跌之后已经弥补了相较进口矿石的劣势，再考虑到下半年氧化铝消费总体也会有一定回暖，因此下半年国产矿价格预计小幅走高，山西矿石价格预计回升至350元/吨左右。

图表 1：国内铝土矿进口数量和价格



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2：国内铝土矿价格回落



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

氧化铝：IAI公布的20年1至4月份全球氧化铝产量为3924.1万吨，同比增加0.7%。自从去年俄铝制裁解除以及海德鲁恢复生产之后，海外氧化铝开始进入过剩周期。澳大利亚氧化铝FOB价格自18年下半年开始便一路下行，至今年4月达到最低点225美元/吨。

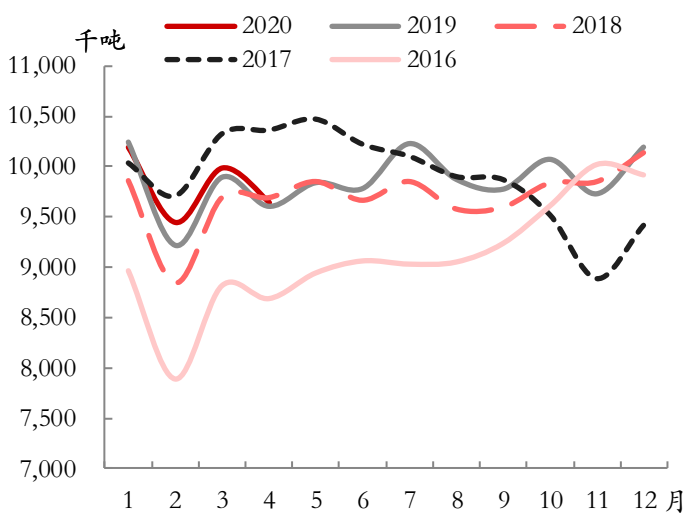
近期随着海外电解铝价格的好转，氧化铝价格也随之企稳并小幅反弹，但今年下半年海外氧化铝新投产产能计划仍有 370 万吨，因此仍面临过剩的局面，总体来看价格小幅修复概率较大，但不具备大幅反弹的动能。下半年澳大利亚氧化铝 FOB 价格运行区间预计为 (250, 300) 元/吨。

图表 3：海外氧化铝价格低迷



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

图表 4：上半年全球氧化铝产量与去年持平



资料来源：IAI，东证衍生品研究院

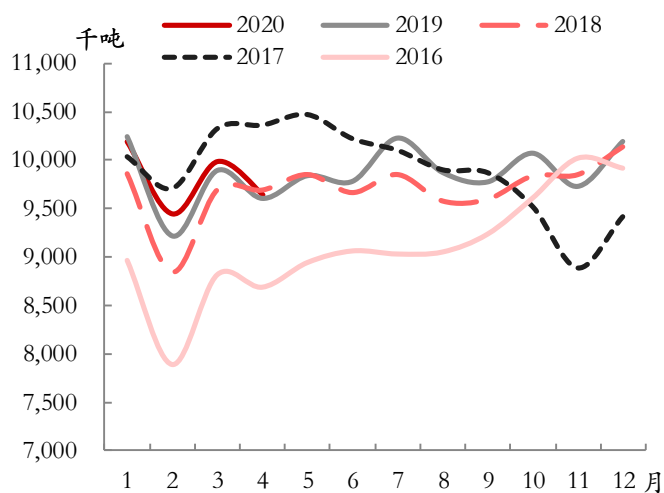
图表 5：下半年海外氧化铝增复产产能投产情况

氧化铝厂	地区	国家	集团	新建产能	投产时间
PT Well Harvest Winning	亚洲	印尼	魏桥	100	2020
PT Bintan	亚洲	印尼	南山	100	2020
Utkal	亚洲	印度	印度铝业	150	2020
Sarab	亚洲	伊朗	IMIRO	20	2020
合计 (单位: 万吨)				370	

资料来源：SMM，东证衍生品研究院

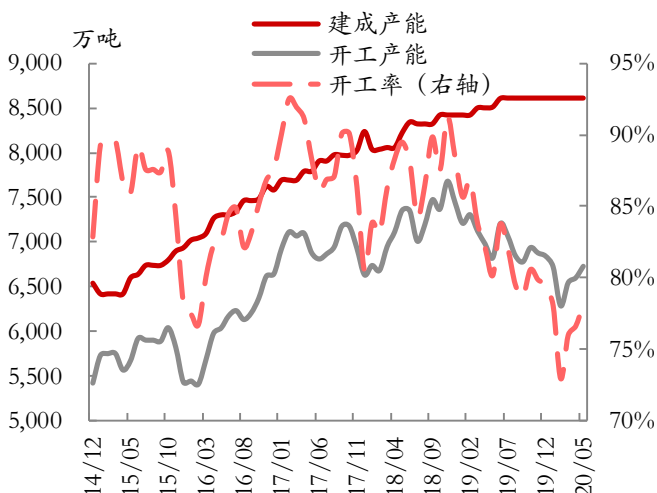
百川资讯公布的今年国内 1 至 5 月份氧化铝产量为 2724.9 万吨，累计同比降低 5.8%。氧化铝企业开工率 5 月为 78.1%，较 2 月低点有所反弹，但仍处于近 5 年低位。海关总署数据显示，1 至 4 月中国氧化铝进口量为 55.8 万吨，同比去年增加 158%。

图表 6: 国内氧化铝供给略低于去年



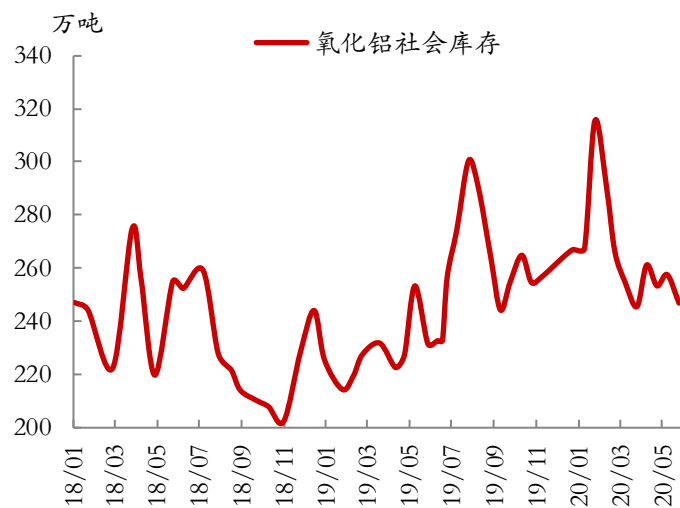
资料来源：阿拉丁，东证衍生品研究院

图表 7: 国内氧化铝开工率情况



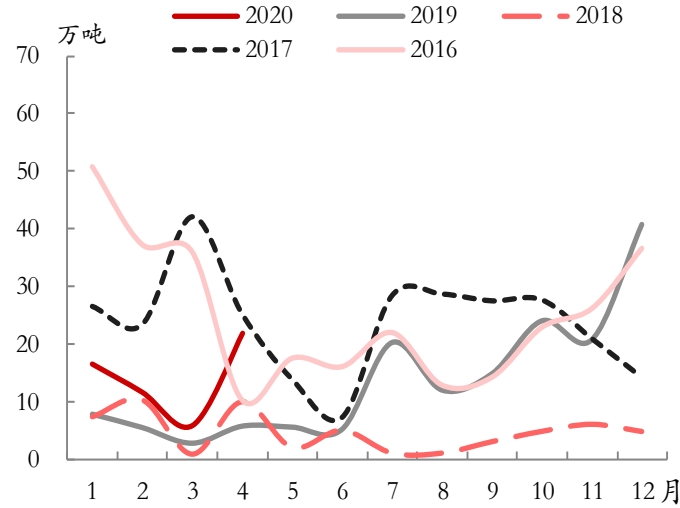
资料来源：百川资讯，东证衍生品研究院

图表 8: 氧化铝社会库存



资料来源：百川资讯，东证衍生品研究院

图表 9: 氧化铝进口数量



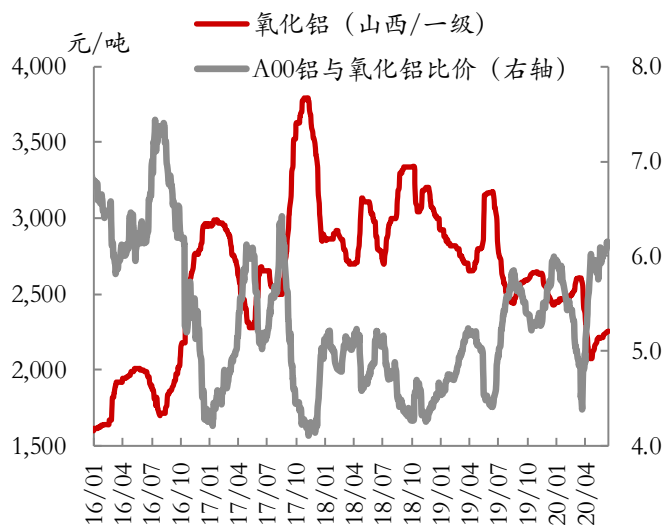
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

国内氧化铝节后由于矿石运输等问题导致供应出现压减，山西氧化铝价格一度上涨至2600元/吨附近，但随着海外疫情的爆发，海外氧化铝价格暴跌导致进口窗口打开，国内价格也受到明显冲击，于4月中旬最低跌至2000元/吨左右。随着国内电解铝价格的迅速反弹以及氧化铝运行产能的压缩，氧化铝价格近期出现小幅反弹。

从运行产能角度来看，氧化铝匹配电解铝产能短缺380万吨，即静态来看氧化铝供应存

在缺口，这点从氧化铝社会库存持续降低也可以印证。目前北方地区氧化铝成本约2300-2400元/吨，全国除广西地区微利之外，其余地区均亏损较为严重。下半年电解铝供应增量较多，国内氧化铝消费会逐渐好转，因此这会氧化铝价格带来提振。不过考虑到下半年氧化铝至少有300万吨新增产能释放，并且有1200万吨减产产能能够在利润合适的情况下启动，因此国内氧化铝长期产能过剩的格局仍未明显好转，再考虑到海外氧化铝产能仍处于投产周期，进口窗口的打开对国内价格形成抑制，总体我们认为下半年国内氧化铝价格有望反弹，但不具备很高的反弹空间，预计山西地区氧化铝价格运行区间为（2200-2500）元/吨。

图表 10：国内氧化铝价格低迷



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 11：国内烧碱价格大幅下滑



资料来源：隆众化工，东证衍生品研究院

图表 12：上半年国内氧化铝企业减产情况

时间	企业	地区	产能
2020 年 2 月	孝义兴安化工	山西	140
2020 年 2 月	山西信发化工	山西	120
2020 年 2 月	云铝文山	云南	30
2020 年 3 月	河南中美	河南	20
2020 年 4 月	中铝山西新材料	山西	40
2020 年 4 月	国电投山西	山西	50
2020 年 4 月	香江万基	河南	40
2020 年 4 月	重庆水江	重庆	80
总计		520	

资料来源：百川资讯，东证衍生品研究院

图表 13：下半年国内氧化铝新增产能投产情况

省份	企业	产能	投产时间
贵州	国电投遵义	100	预计 6 月底出产品
广西	广西华晟	200	7 月投产
贵州	贵州广铝	30	12 月投产
广西	靖西天桂	80	12 月投产
广西	龙州新翔	100	12 月投产
总计		510	

资料来源：百川资讯，东证衍生品研究院

图表 14：国内氧化铝供需平衡表

单位：万吨	2020E	2019	2018	2017
国内氧化铝供给量	6975	7068	7156	7036
供给同比增速	-1.31%	3.60%	1.71%	16.01%
国内氧化铝需求量	7185.9	6942.9	7027.2	7031.04
需求同比增速	3.50%	-0.97%	4.60%	8.90%

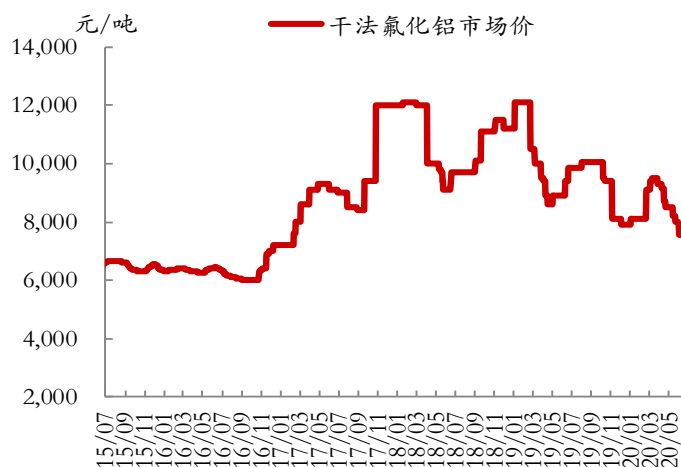
资料来源：SMM，我的有色网，东证衍生品研究院

图表 15：海外氧化铝供需平衡表

单位：万吨	2020E	2019	2018	2017
海外氧化铝供给量	5653	5328	4869	4866
供给同比增速	6.10%	9.40%	0.10%	1.60%
海外氧化铝需求量	4888	4933	5018	4934
需求同比增速	-0.90%	-1.70%	1.70%	1.00%

资料来源：CRU，我的有色网，东证衍生品研究院

图表 16: 氟化铝价格处于低位



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 17: 烧碱价格处于低位



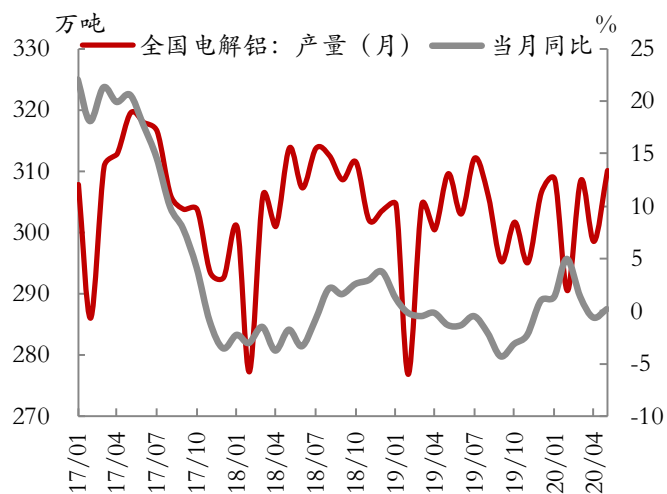
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

综合来看, 电解铝成本端氧化铝、阳极以及氟化氯等辅料价格均处于底部区间, 且行业亏损较为严重, 价格进一步下行空间较为有限。随着消费的增加, 氧化铝价格反弹概率较大, 但受制于新增及复产产能的压力以及进口氧化铝的潜在冲击, 下半年氧化铝价格反弹高度相对有限, 预计在 2200-2500 元/吨之间运行。总体来看电解铝成本下半年将会出现反弹, 但幅度预计不算太高。

2、供应瓶颈打破, 下半年原铝供应压力加大

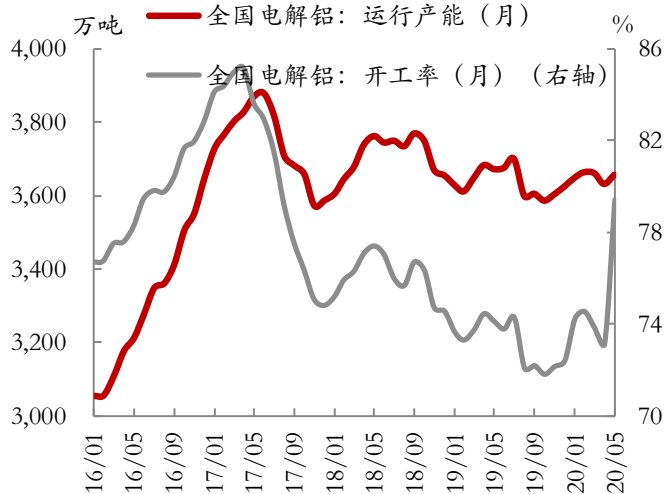
根据我的有色网数据显示, 20 年 5 月国内电解铝产量为 310.2 万吨, 同比去年增加 0.17%, 1 至 5 月国内电解铝产量累计 1516.6 万吨, 同比去年增加 1.4%。截止 20 年 5 月, 全国电解铝建成产能 4608 万吨, 产能开工率 79.4%。IAI 数据显示, 20 年海外 1-5 月原铝产量为 1083.9 万吨, 同比去年增加 0.9%。疫情期间海外电解铝供应影响不大。

图表 18: 原铝供给释放仍然缓慢



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

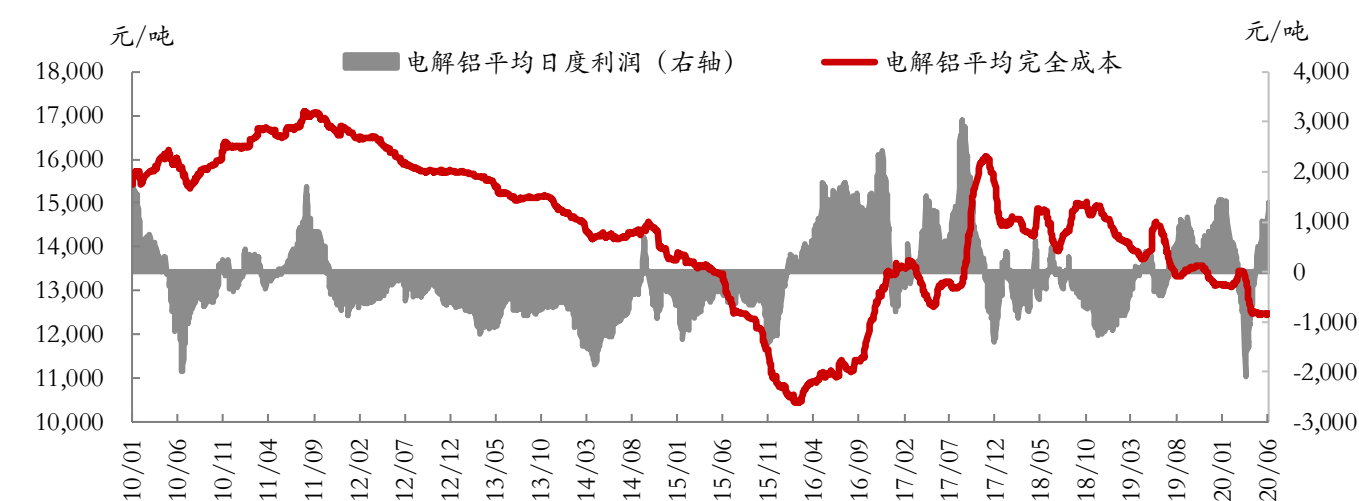
图表 19: 电解铝企业产能及开工率



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

自从17年供给侧改革之后国内电解铝供应增速始终维持在0附近。今年年初市场普遍预期今年供应压力较大，然而由于疫情的原因，国内上半年电解铝减产总计70万吨，并且新投产产能多数推迟，总体来看今年上半年供应依然偏紧。

图表 20: 国内电解铝企业利润情况



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 21：上半年国内电解铝企业减产统计

地区	已减产	确定待减产	未确定今年待减产
重庆	10.6	0	6
云南	8	0	7
四川	0.8	1	2
山西	9.6	0	0
青海	3.6	0	3
宁夏	1.3	0.7	0
内蒙古	3	0	0
辽宁	16	7	0
河南	1	0	0
贵州	3.8	0	0
广西	1.4	0	0
甘肃	10.47	0	8
总计（万吨）	69.57	8.7	26

资料来源：百川资讯，东证衍生品研究院

由于供应偏紧，因此国内疫情得到控制后，电解铝企业利润迅速修复，截至6月国内电解铝企业产能加权平均成本约12300元/吨，行业利润超过1500元/吨，从利润水平来看已经处于历史相对高位，电解铝供应释放的动力大幅增加。下半年电解铝供给量增量主要来自两部分：

第一，新增产能释放量。截止6月，今年新增产能投产累计46万吨。年内待投产产能为225万吨。

第二，待复产产能。截止6月，今年复产产能累计投产97.7万吨，年内待复产产能为46万吨。

按照投产节奏进行预测，20年全年电解铝产量预计为3743万吨，同比增速为3.5%。其中9月以后新增产能投产节奏明显加速，考虑到电解槽的正常出水需要一个月的时间，因此四季度原铝供应端的压力会明显加大。

图表 22：20年下半年电解铝新增产能安排

省份	企业	产能	投产时间
云南	云南溢鑫	3.5	6月
云南	云南神火	30	6月起投
云南	云南其亚	10	9月起投
云南	云铝海鑫	35	7月起投
云南	文山华江	14.5	6月起投

云南	魏桥铝电	35	9月起投
四川	广元林丰	11.5	6月
四川	广元中孚	12.5	8月起投
山西	山西华润	12.5	6月起投
内蒙古	白音华铝业	30	10月起投
内蒙古	创源金属	20	9月起投
广西	百矿德保	10	9月起投
总计（万吨）		225	

资料来源：爱择咨询，东证衍生品研究院

图表 23：20 年下半年电解铝复产产能安排

省份	企业	产能	投产时间
四川	博元铝业	4	6月起复产
内蒙古	锦联铝材	4	6月复产
新疆	新疆信发	20	6月起复产
河南	豫港龙泉	5	6月复产
重庆	国丰铝业	5	6月起复产
总计（万吨）		38	

资料来源：爱择咨询，东证衍生品研究院

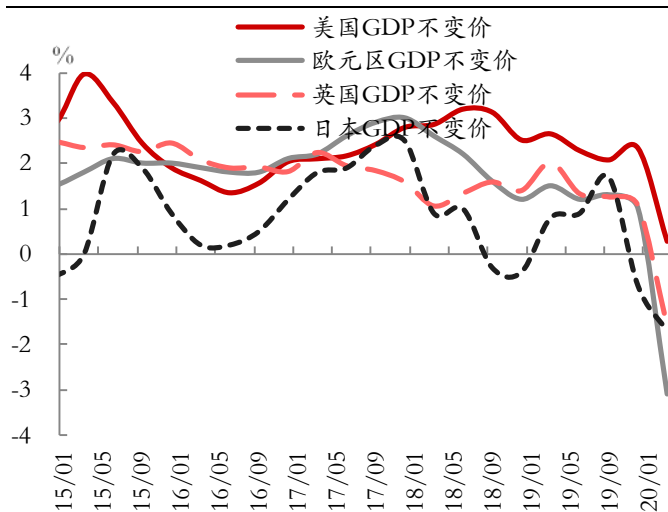
3、国内消费底部回升，下半年有望继续好转

上半年受到新冠疫情的影响，全球经济重挫。主要发达经济体经济数据屡创新低，不过4月份随着疫情逐步得到控制，美国及欧洲经济率先出现见底迹象。尽管下半年疫情存在较大不确定性，但大概率全球经济最差的时候已经过去。

国内经济受疫情影响同样经历大幅下滑，2月制造业 PMI 跌至 40 以下。但得益于全国的有效应对，3月 PMI 便迅速反弹，并且从4月份开始制造业基本恢复至疫情前水平。建筑、交通运输和电力是国内铝下游主要需求领域，分别占比 30%、20%以及 15%。三大行业下半年需求状况分析如下：

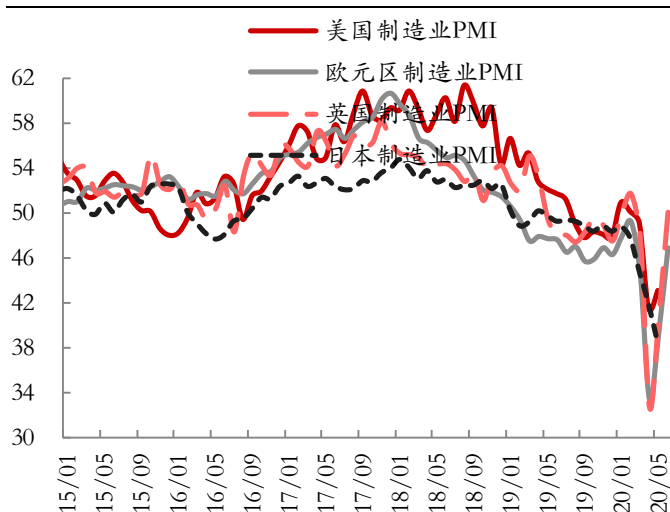
建筑：作为铝行业最大消费领域，19年下半年地产端消费开始出现起色。这主要得益于竣工修复逻辑的兑现。作为地产后周期的铝行业来说，竣工面积的低增速与新开工面积自16年开始背离，这主要是由于我国期房销售面积在2016-2018期间快速上涨，由于期房销售有2年-3年的交付期，因此理论上2019年竣工面积会逐渐提高。竣工加速的逻辑在19年年底开始兑现，并拉动铝消费出现较快速度增长。从长周期来看在目前房住不炒的政策思路下，地产调控很难放松，这点可以从地产销售、成交增速维持基本稳定来证明。未来地产端对于铝行业来说依然走的是竣工和新开工劈叉修复逻辑，**尽管受制于政策和资金端影响，竣工面积的增速可能存在不确定性，但趋势性预计是向好的，这对铝行业消费带来较强的支撑。**

图表 24: 主要发达经济体 GDP 同比



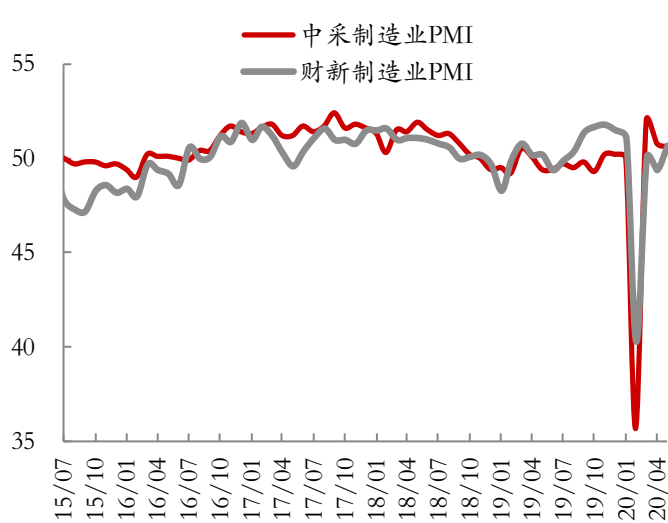
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 25: 主要发达经济体制造业 PMI



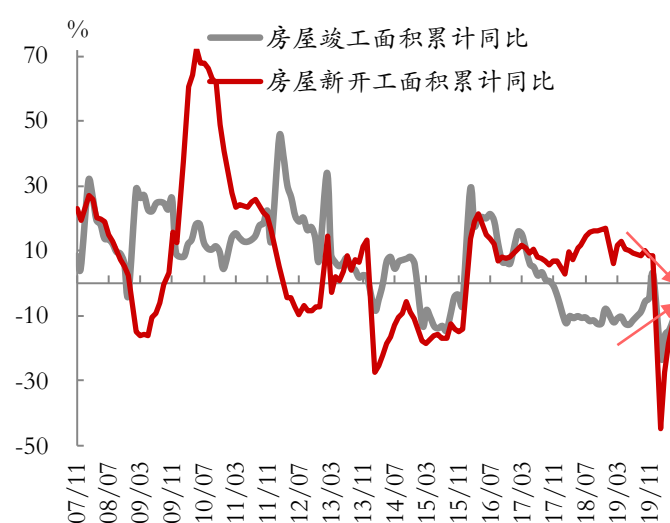
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 26: 国内制造业 PMI 走势



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 27: 房屋新开工和竣工面积走势



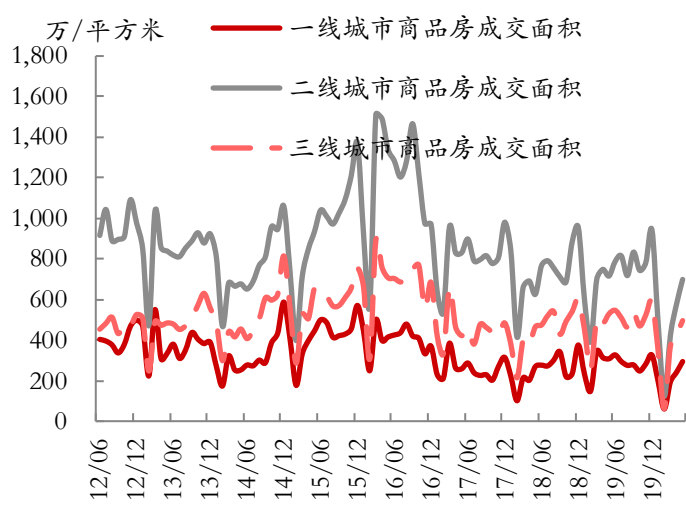
资料来源: 国家统计局, 东证衍生品研究院

图表 28: 土地购置面积增速



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 29: 30 个大中城市商品房成交情况



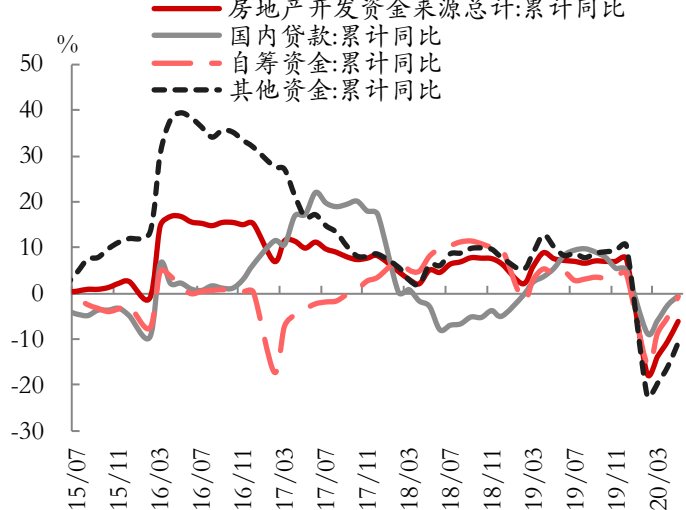
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 30: 房地产销售面积增速



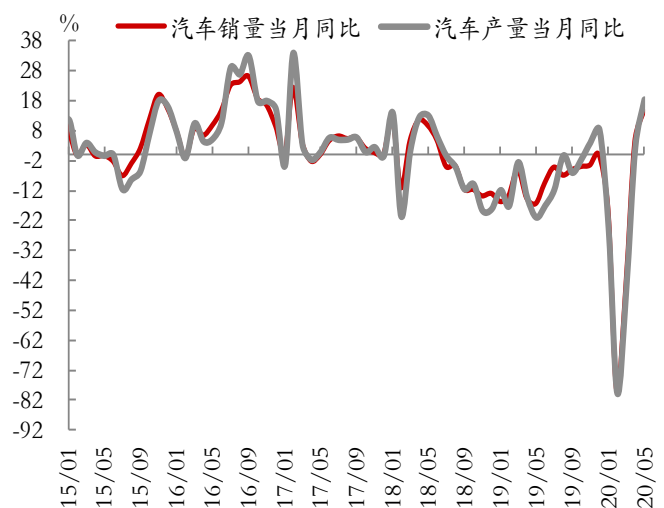
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 31: 房地产开发资金状况



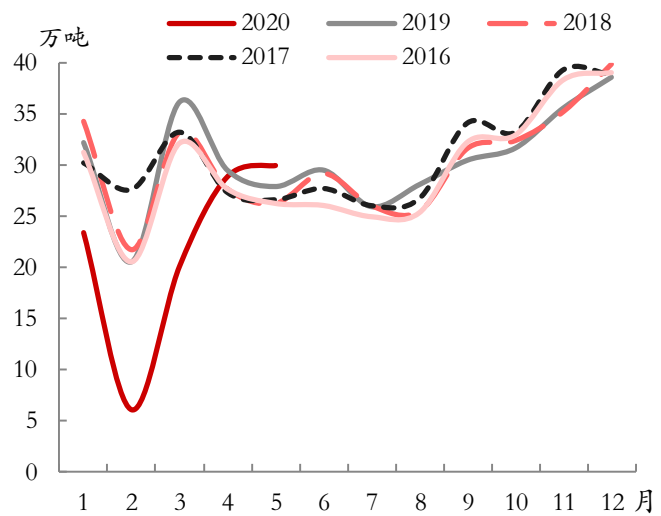
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 32: 汽车产销上半年下滑明显



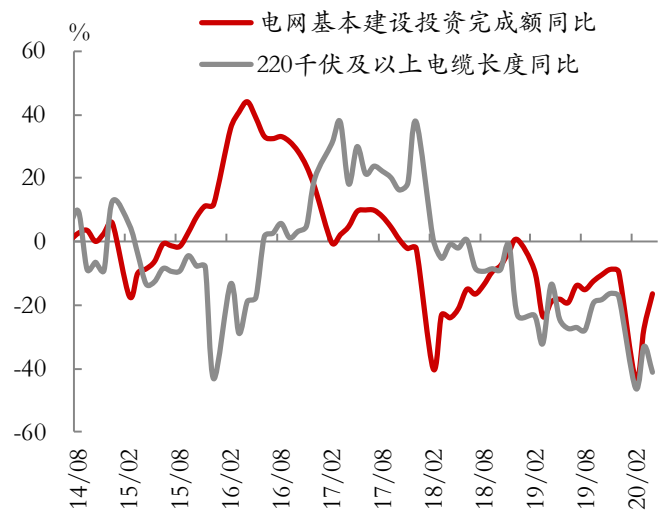
资料来源: 中汽协, 东证衍生品研究院

图表 33: 汽车用铝下半年表现通常好于上半年



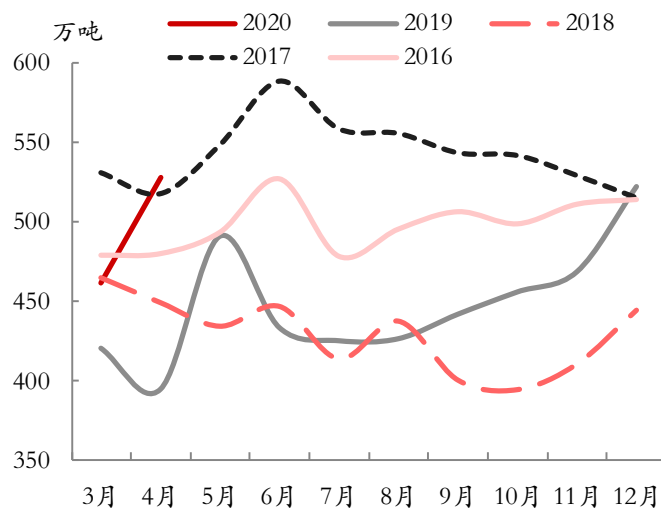
资料来源: 卓创资讯, 东证衍生品研究院

图表 34: 220 千伏及以上电缆增速维持负增长



资料来源: 国家统计局, 东证衍生品研究院

图表 35: 20 年上半年铝材产量超预期

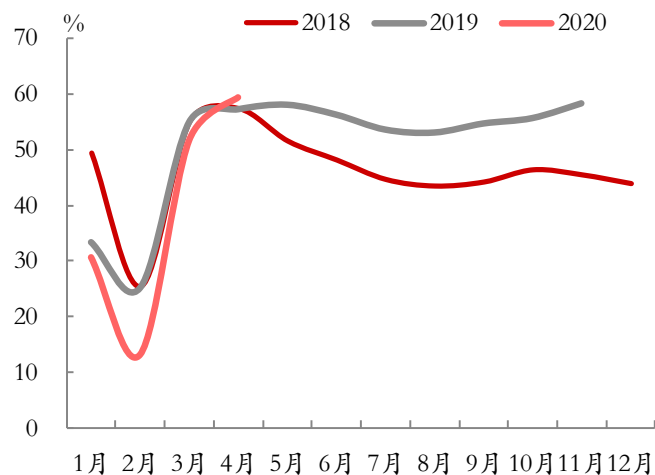


资料来源: 国家统计局, 东证衍生品研究院

交通运输：20 年 1-5 月份，我国汽车累计销量为 793.1 万辆，产量 776.2 万辆，同比 19 年分别降低 23%和 24.1%。上半年汽车用铝消费增速低迷，1-5 月份国内汽车用铝累计数量为 108.5 万吨，同比降低 25.8%，其中新能源汽车 1-5 月产量同比下滑 46%，对相应应用铝形成明显拖累。展望下半年，从今年 3 月开始，汽车消费开始出现明显反弹，到 5 月同比产量增速同比达到 18%，为了刺激市场各大车企纷纷推出较大优惠力度提振消费，另外下半年政策发力值得期待，尤其是国内补贴延长有利于新能源产销的增长，此外欧洲也出台了刺激政策加大了对电动车的补贴。**再考虑到下半年从季节性角度汽车用铝表现也超过上半年，总体来看我们认为下半年汽车用铝消费将出现一定反弹。**

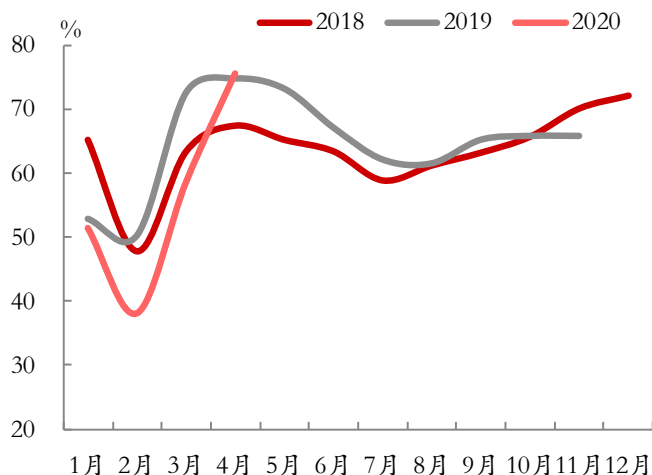
电力：20 年 4 月电网基本建设投资完成额累计同比增速为-16.5%，从增速趋势来看同去年基本持平。今年值得期待的是特高压建设，特高压电网项目的输电电缆主要采用的是钢芯铝绞线，根据钢联统计测算 2020 年的项目能够推动 125 万吨的铝消费，当然由于电网项目最终订单的落实存在较大不确定性，因此实际对于铝电缆消费的影响可能低于该值。今年国网订单交货集中于 7-9 月，**总体来看我们预计下半年电缆用铝消费会延续较好表现，消费增速将好于上半年。**

图表 36：铝型材企业开工率



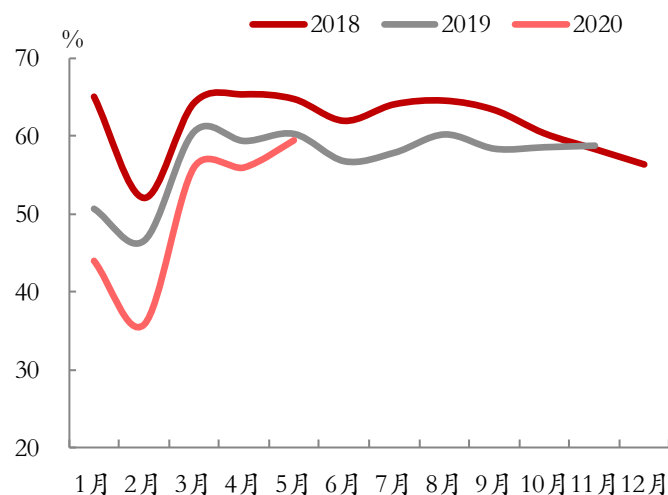
资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

图表 37：铝板带箔材企业开工率



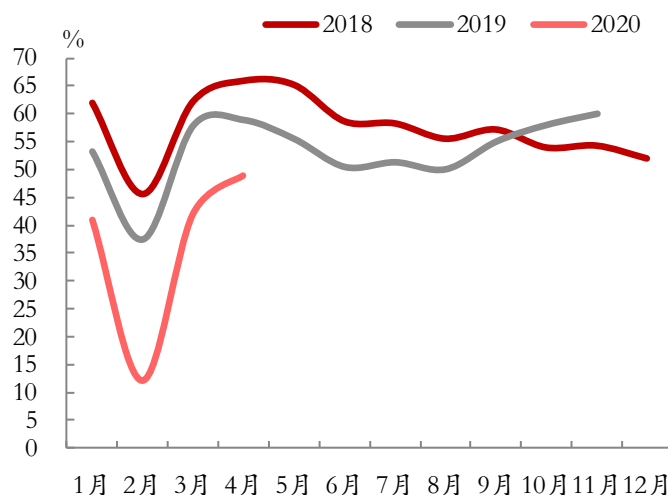
资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

图表 38: 电工圆铝杆企业开工率



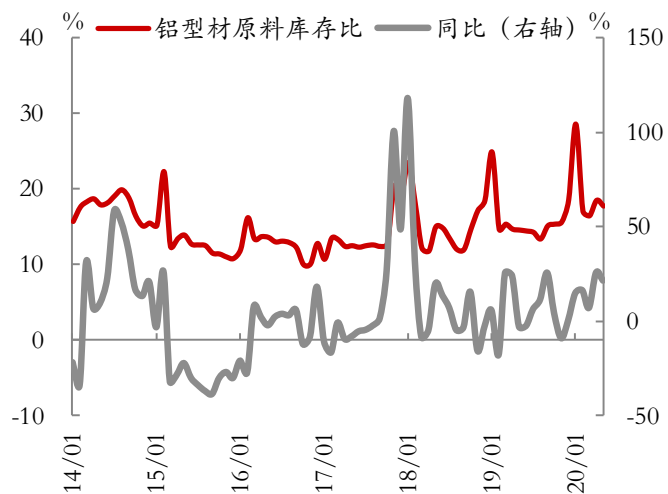
资料来源: 我的有色网, 东证衍生品研究院

图表 39: 再生铝合金锭企业开工率



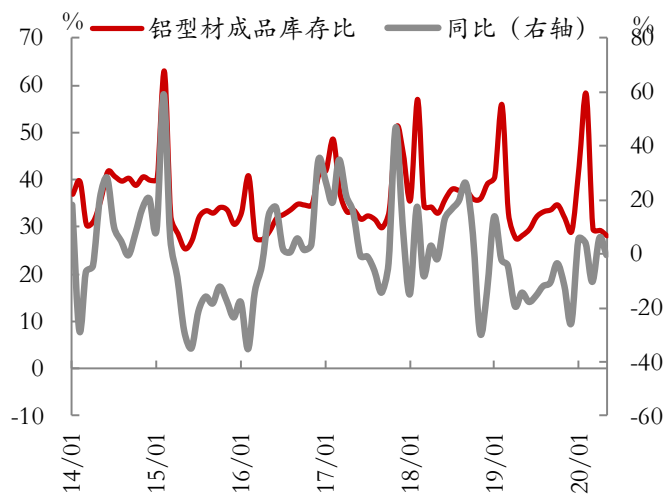
资料来源: 我的有色网, 东证衍生品研究院

图表 40: 铝型材企业原料库存情况



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 41: 铝型材企业成品库存情况



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

从国家统计局的数据来看,今年1-4月份铝材产量为989.9万吨,比去年同期增加21.5%。具体来看,型材和板带箔企业开工率与去年同期相当,4月份甚至略高于往年同期,而铝杆和合金锭的开工率略低于去年同期。铝材产量整体要超出市场预期并且好于过去两年,这其中最主要的因素我们认为有两点,第一地产竣工周期带来的铝消费增量,这点可以从型材开工率来印证,第二是产业链的大面积囤货,由于今年疫情的原因导致铝价

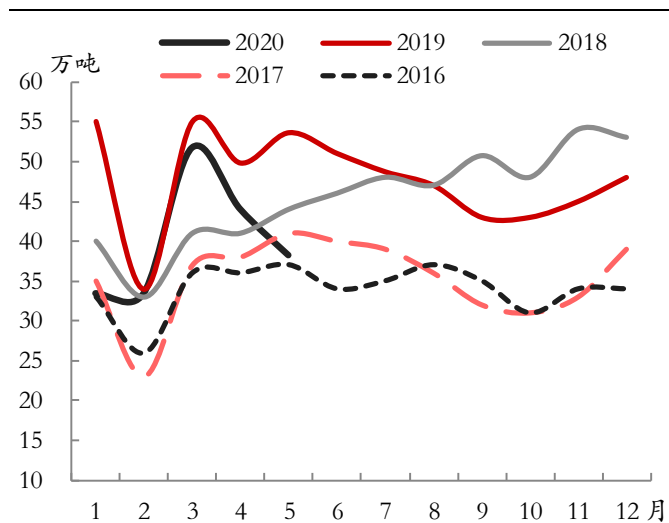
一度跌至 11000 元/吨附近，随着国内疫情的好转下游出现爆发性消费复苏，同时引发了整个产业链的囤货现象。根据 SMM 的数据，铝型材企业 4、5 月份的原料库存同比增幅都超过 20%。这种囤货行为无疑会对下半年的消费造成一定程度的透支，在市场看涨情绪浓厚的时候不会产生太多负面影响，但如果供需基本面出现转弱，则产业链会出现集中抛货的情形，在四季度要警惕这种现象的发生。当然囤货行为应当被当做本轮反弹的次要因素，核心原因还是终端消费的复苏走强，铝型材成品库存与去年基本持平，这证明了下游需求的强劲。

综合来看，我们认为地产竣工周期依然会作为主要力量来拉动原铝消费，汽车和电缆受政策端影响下半年表现会好于上半年，当然从 17 年以后国内原铝消费已经告别了高速增长时代，环比来看下游主要消费领域的复苏将给下半年电解铝消费增速提供支撑。

4、出口利润下行，铝材出口形势严峻

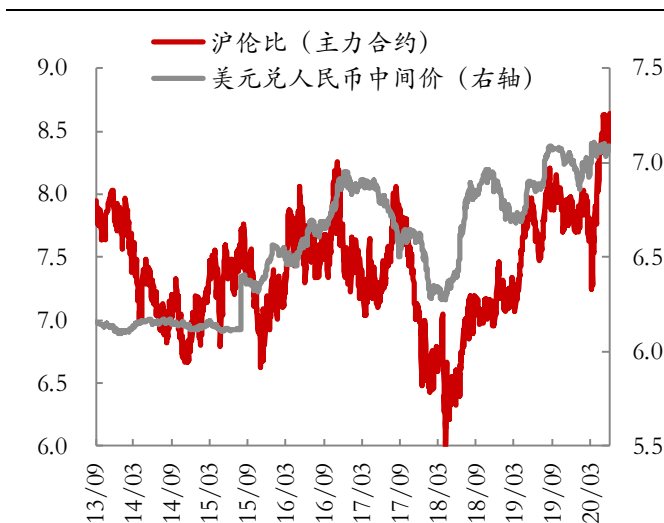
据海关数据显示，我国 2020 年 1-5 月份铝材出口数量为 201.2 万吨，同比降低 18.7%。我们在年初曾提示过今年铝材出口增速下行的风险，但上半年下滑幅度还是比较超预期的。这主要是由于海外疫情控制速度慢于国内导致海外持续累库，而国内库存持续消化，沪伦比值已经攀升至历史高位，出口利润不断下滑。

图表 42：上半年铝材出口数量下滑



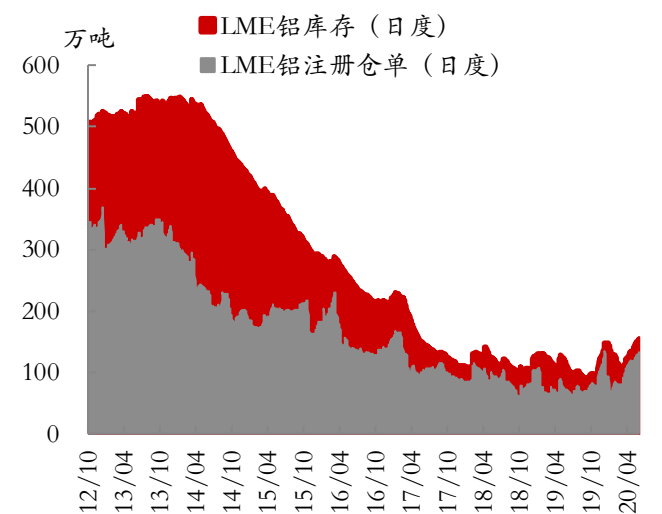
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 43：沪伦比走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 44: LME 库存上升



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 45: 铝板带出口利润下滑



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 46: 近年来除汇比与铝材出口关系

单位: 万吨	2019	2018	2017	2016	2015	2014
出口月均值	49.5	45.5	35.3	34.0	35.0	30.6
除汇比均值	1.11	1.02	1.1	1.14	1.16	1.17

资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院

下半年海外疫情大概率较上半年是要改善的, 国内出口订单预计会有所好转, 但由于海外库存仍在累积, 其原因是疫情的好转相对缓慢, 因此出口订单即便好转也相对缓慢。此外如果拉长维度来看, 1.1 以上的除汇比是难以支撑 40 万吨以上的月均出口值的, 19 年出口超预期很大程度是受到贸易战的影响, 截至 6 月除汇比已经超过 1.2, 因此总体来看下半年铝材出口依然面临较大压力, 月均出口量预计会维持在 40 万吨以下。

图表 47: 下半年海外电解铝新增及复产产能安排

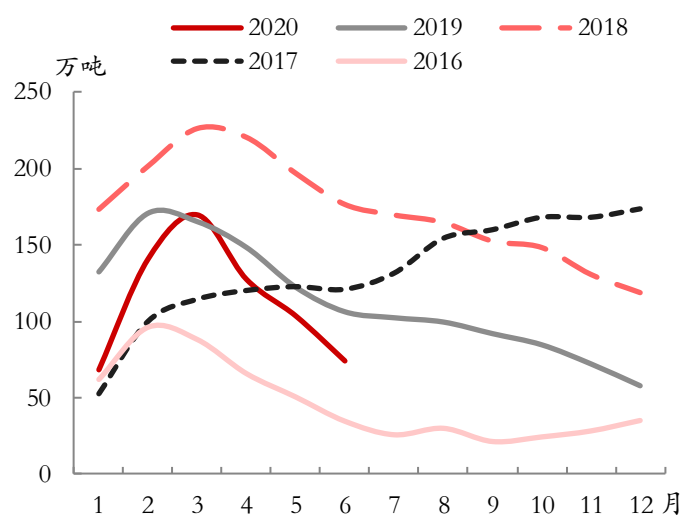
国家	铝厂	产能
挪威	Hydro-Husnes	9.5
马来西亚	Press Metal	10
加拿大	Alcoa-Becancour	13.5
美国	Century-Hawesville	2
伊朗	IRALCO-Jajarm	3
伊朗	Ghadir-Salco	9
合计 (万吨)		47

资料来源: 爱择咨询, 东证衍生品研究院

5、投资建议

上半年国内电解铝铝价经历了V型反弹，3月跌幅较大是因为供应弹性较差，即供应量的调整显著落后于价格的下跌。而3月之后的快速反弹，一方面同样归因于供应的低弹性，但更为主要的原因我们认为是消费的超预期。地产竣工周期对铝消费尽管难以形成爆发性增长的拉动，但在供应低位的情况下轻微的消费好转也被放大。另外，由于去年开始铝锭库存便逐步回落至相对低位，因此低价+消费回暖所引发的全产业链囤货也进一步放大了终端的消费增长。

图表 48：电解铝社会库存偏低



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

图表 49：6063 铝棒库存回落



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

单边建议：随着铝价逐步回到万四附近，行业的利润已经上升至历史高位，从估值或者盈亏的角度追多并不合适。从平衡表来看，7月尽管供应压力会增大，但也不会出现明显累库的情况，这就意味着如果市场大户调整采购节奏或者贸易商进行囤货操作便会令库存出现超出预期的调整，而在库存处于历史相对低位的情况下无疑会令做空存在较大风险，因此我们建议7月前有多单底仓的投资者可以继续持有，否则建议以观望为宜。目前的利润情况使得增复产的投产进度大概率会加快，8月以后供应压力会明显增加，库存的拐点预计将会出现，上半年的囤货商可能会在累库出现时进行集中抛货进一步造成价格的快速回调，因此可以结合铝锭库存以及现货升贴水的变化来找到基本面走弱的迹象，从而进行空单的布局。预计下半年沪铝主力合约价格运行区间为（13000，14500）元/吨。

跨期套利建议：在低库存的背景下，正套比反套的胜率更高并且也有更好的安全边际，因此下半年套利的策略总体思路还是以正套思路为主，而反套则要寻求更高的安全边际。第三季度铝锭库存压力不大，因此以正套操作思路为主。第四季度由于供应的明显增加，则可以在库存压力出现的时候进行反套操作，但注意预留充分的安全边际。

跨市套利建议：今年4月底开始沪伦比值处于历史相对高位，因此市场很多投资者尝试做内外正套，但由于内外基本面始终没有朝正套方向发展并且跨期结构也不适合移仓，因此正套的效果较差。目前这种状况依然没有改变，国内铝锭库存持续降低而海外累库压力依然很大，所以我们不建议左侧布局正套头寸，建议等待国内库存放缓或海外库存拐点出现之后再行头寸的建立。

图表 50：国内铝棒（6063）加工费回落



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

图表 51：铝锭出库量维持在较高水平



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 52：国内电解铝供需平衡表

单位：万吨	2020E	2019	2018	2017
国内原铝供给量	3743	3616	3660	3662
供给同比增速	3.5%	-1.2%	-0.1%	12.0%
国内原铝需求量	3661	3672	3708	3545
需求同比增速	-0.3%	-1.0%	4.6%	8.9%

资料来源：SMM，我的有色网，WBMS，东证衍生品研究院

图表 53：全球电解铝供需平衡表

单位：万吨	2020E	2019	2018	2017
全球原铝供给量	6447	6345	6435	6340
供给同比增速	1.6%	-1.4%	1.5%	5.9%
全球原铝需求量	6601	6678	6602	6500
需求同比增速	-1.2%	1.2%	1.6%	5.6%

资料来源：SMM，我的有色网，WBMS，东证衍生品研究院

6、风险提示

全球疫情二次爆发。

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 600 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，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 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

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。本报告清晰准确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