



## 供需格局错配，铝结构性机会探讨（上篇）

### 报告摘要

本文主要分为两部分，上篇是在当下看电解铝的库存展望及静态位置，下篇是分析驱动电解铝库存变动的因素以及预期差。

### 2019 年铝库存持续走低的原因分析

- (1) “产能天花板”已经形成
- (2) 新增和复产产能进程缓慢
- (3) 电解铝减停产规模远超市场预期
- (4) 2019 年铝供需缺口进一步扩大

### 2020 年电解铝累库预期较大

- (1) 氧化铝价格中枢下行，铝厂利润高企
- (2) 2020 年电解铝新增产能的绝对量较大
- (3) 全球宏观经济环境偏弱铝需求增速回暖仍持疑
- (4) 铝去库速度或因投产进程的加速而减缓甚至出现累库

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 有色金属组

研究员

李苏横

☎ 0755-23614607

✉ lisuheng@htfc.com

从业资格号：F3027812

投资咨询号：Z0014051

### 相关研究：

避险情绪蔓延锌价承压，铝市供给释放速度缓慢

2019-05-13

锌矿加工费高位维稳，氧化铝呈阶段性反弹

2019-04-29

## 2019 年铝库存持续走低的原因

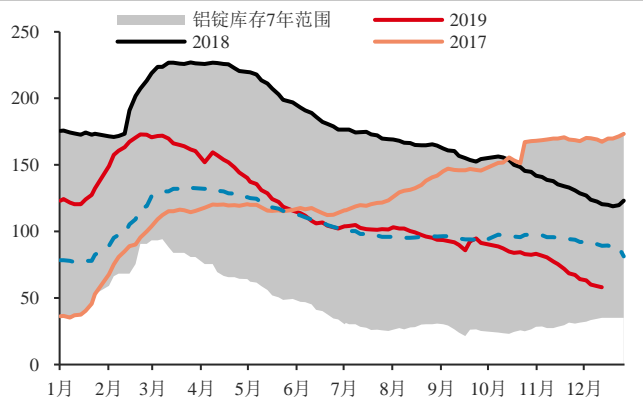
今年春节期间电解铝库存季节性回升，并在 3 月上旬达到今年峰值 170 万吨，之后便经历长达 39 周的去库周期，库存在 7 月中旬出现拐点，电解铝库存迎来近 4 个月以来的首次增长，但依然在去库周期。据我的有色最新统计，12 月 26 日国内电解铝社会库存续减至 60 万吨下方，触及自 2017 年 3 月以来的低点，去库速度远超出市场预期。

图 1：国内电解铝社会库存 单位：万吨



数据来源：我的有色 华泰期货研究院

图 2：国内电解铝社会库存 单位：万吨



数据来源：我的有色 华泰期货研究院

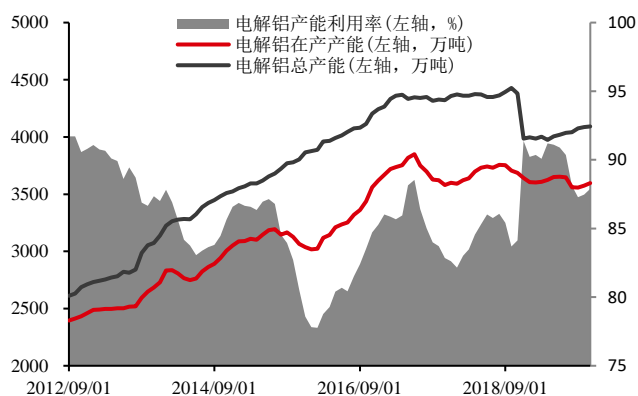
### (1) “产能天花板”已经形成

自《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动方案》(656 号文)及《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》环大气[2017]29 号，可以说由于这两项政策的出台，电解铝行业在 2017 年迎来了历史上最严厉的调控，全球对电解铝市场的关注达到了前所未有的程度，而随着政策的执行逐渐兑现市场预期的背景之下，电解铝也基本摆脱前几年生产经营的困境。其中政府以大力度启动了清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动，强化环境整治，落实产能置换指标，有效改善了市场供给，中国电解铝合规产能“天花板”已经形成。

此前工业和信息化部于 2018 年 1 月发布的《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》是我国关于电解铝产能置换的最近的文件，《通知》要求“2011 年至 2017 年关停并列入淘汰公告的电解铝产能指标须在 2018 年 12 月 31 日前完成产能置换，逾期将不得用于置换。”同时，关于本《通知》的有效期是自 2018 年 1 月 1 日起执行，但未明确截止日期，可见在没有新的产能置换政策出台之前，2018 年及以后宣布淘汰的电解铝产能指标仍可继续进行置换或者集团内部转移。据安泰科，截至 2019 年 10 月，全国产能指标置换 763 万吨/年，其中淘汰落后产能占比 31%；淘汰非落后产能占比

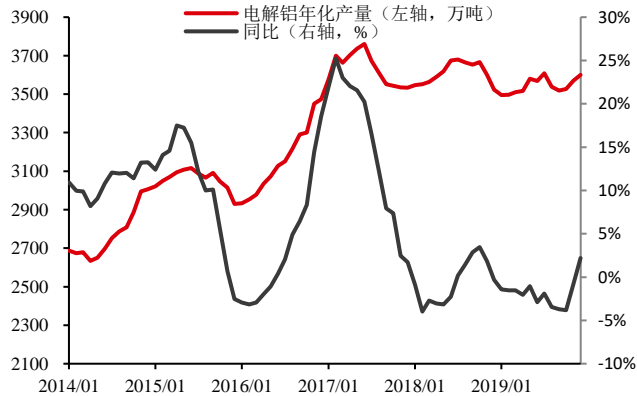
69%。行业内可交易指标量已不多，后期将以集团内部置换为主，2022 年产能置换基本结束。

图 3：电解铝产能&产能利用率 单位：万吨



数据来源：阿拉丁 华泰期货研究院

图 4：电解铝年化产量 单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

## （2）新增和复产产能进程缓慢

由于国家大规模环保以及对限制自备电随意建设，部分新增产能的投产遭遇了一定困难，此外电解铝亏损严重的市场状态，也导致新增产能投放进程出现放缓，2019 年初大多数机构预估今年合规产能投放量高达 300 余万吨，而实际投产量仅有 208 万吨，远远不及市场预期。

表 1 2019 年中国电解铝新增产能企业（预估投产）（单位：万吨）

地区	企业	2019 年新增产能预估	2019H1	2019H2	投产进程
内蒙古	霍煤鸿骏	10	0	0	在建，有指标
	华云新材料	15	0	0	待通电
	创源金属	40	28	10	一期 40 万吨已经投完，二期 40 万吨预计年内还可投产 10 万吨
	包头市新恒丰能源有限公司	25	0	25	继续投产
	蒙泰铝业	25	6	19	继续投产
陕西	美鑫投资	27	19	8	预计 5 月末全部达产
广西	百矿德保	20	10	10	2 月 25 日二系列开始启动，进程缓慢
	百矿田林	23	0	23	继续投产
	百矿隆林	10	0	5	在建，预计 2019 年下半年建成投产
	百矿苏源	10	9	2	3 月 20 日开始通电
	华磊新材料	10	8	2	
云南	云铝海鑫	23	16	7	一段 3 月 5 日开始投产，4 月初基本完成，二段剩余 5 月 30 日开始通电
	云铝溢鑫	21	10	11	一段 3 月 5 日开始投产，4 月初基本完成，二段 6 月 5 日投完
	云南神火	10	0	10	预计 9 月投产
	云南其亚	10	0	10	预计四季度投产
	中铝华润	25	3	8	二阶段 19 年继续投产，取决于电价
贵州	登高铝业	15	2	13	电量问题目前延缓投产
四川	豫联能源广元项目	20	0	0	在建
辽宁	忠旺铝业	5	5	0	在建
合计		344	115	162	

资料来源：华泰期货研究院

表 2 2019 年中国电解铝新增产能企业（实际投产）（单位：万吨）

地区	企业	2019 年新增产能已投产
内蒙古	创源金属	28
	包头市新恒丰能源有限公司	25
	蒙泰铝业	25
陕西	美鑫投资	27
广西	百矿德保	10
	百矿田林	10
	百矿隆林	0
	百矿苏源	10
	华磊新材料	10
云南	云铝海鑫	20
	云铝溢鑫	20
	云南神火	0
	云南其亚	0
山西	中铝华润	10
贵州	登高铝业	13
合计		208

数据来源：华泰期货研究院

表 3 2019 年中国电解铝复产产能企业列表（单位：万吨）

地区	企业名称	2019 已复产产能	复产时间	备注
云南	云铝曲靖消鑫铝业及昆明本部	10	1 月	大修结束后就恢复满产
山东	山东魏桥集团	54	3 月-5 月	已完成复产
甘肃	甘肃东兴铝业有限公司	19	2019 年 8 月	已完成复产
	甘肃连城铝业有限公司	0	待定	取决于电价
青海	青海百河铝业有限公司	6	2019 年 11 月	11 月末开始通电复产，预计 12 月末复产完成
	青海西部水电有限公司	10	3.28-至今	已完成复产
新疆	新疆信发	11	9 月	逐步复产
四川	阿坝铝厂	2	10 月	10 月末开始复产，预计 12 月末完成
总计		110		

资料来源：百川 华泰期货研究院

### (3) 电解铝减停产规模远超市场预期

由于产能置换政策促使企业主动关停并向低成本地区进行指标置换，因此 2019 年 1-7 月产能关停较多，此外由于铝价不断回落，部分企业因亏损弹性生产。7 月开始利润逐渐回

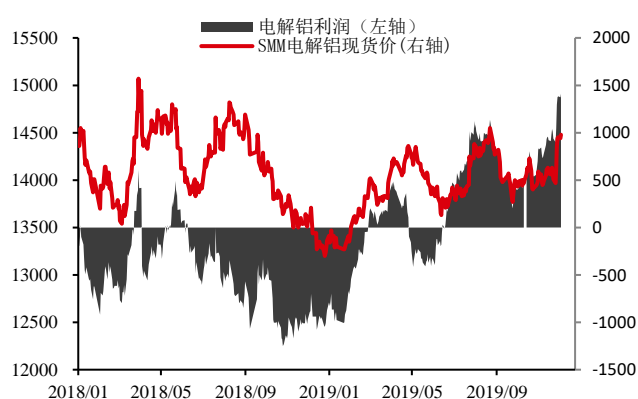
暖，电解铝库存迎来近4个月以来的首次增长，但2019年8月中旬又意外出现了非市场化因素导致的减产，两大规模型企业相继突发意外停产部分产能，产量影响已经显现出来，并且后面几个月影响仍在持续。

表4 2019年中国电解铝减产产能企业列表（单位：万吨）

地区	企业名称	2019年减产产能	减产时间	备注
内蒙古	内蒙古通顺铝业股份有限公司	12	12月-2月	产能转移，2.28全部关停。
	霍林河铝业	11		
宁夏	国电投宁夏能源青铜峡铝业	5	2019年1月	弹性生产
山西	中铝山西新材料有限公司（华泽）	8	2019年1-2月	弹性生产
	华圣铝业	19	2019年1月	因亏损减产
福建	福建省南平铝业有限公司	8	2019年2月	停产68台电解槽，在和政府谈电价
河南	焦作万方铝业股份有限公司	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
	陕县恒康铝业有限公司	20	12月-1月	产能转移
	中孚实业	12		
	河南神火集团	21	2019年5月	5月26日突发火灾，暂时全停
	永登铝业	5	2019年2月	因亏损全部关停
	河南万基铝业	4	2019年11月	采暖季限产
广西	广西信发铝电有限公司	3	2019年6月	开关短路
辽宁	营口忠旺铝业有限公司	43	2019年7月	
山东	山东华宇铝业有限公司	9	2019年1月	亏损减产
	山东魏桥集团	105	2019年8月	洪涝灾害
新疆	新疆信发	50	2019年8月	生产事故停产
四川	阿坝铝厂	2	2019年8月	暴雨停产
合计		344		

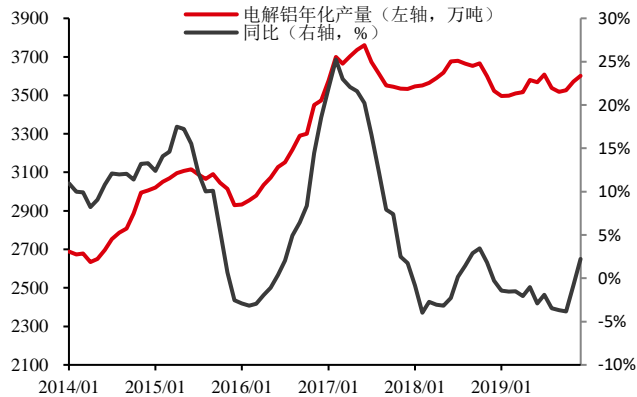
数据来源：华泰期货研究院

图 5：电解铝生产成本&利润曲线 单位：元/吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 6：电解铝年化产量 单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

#### (4) 2019 年铝供需缺口进一步扩大

由于新增复产的不及预期，并且减产产能远大于产能的增加，而后来的某两大铝厂意外减产导致铝锭库存拐点再次延后，电解铝供应缺口在8月份之后急剧扩大，最终导致期现结构至今始终延续back结构。根据推算，2019年全年电解铝产能负增长，考虑到实际运行产能利用率难以达到100%，因此根据机构统计全年实际产量较去年缩减1.85%至3545万吨，而2019年铝实际消费的降幅为1%，下降幅度略小于产能收缩幅度，2019年缺口扩大至71万吨。

表 4 电解铝供需平衡表 (2016-2019 年)

	2016	2017	2018	2019E	2019E/2018 (%)
电解铝月产量	3175	3632	3612	3545	-1.85
月净进口量	17	10	7	2	-78
月表观消费量	3191	3642	3619	3546	-2
实际消费量	3243	3498	3666	3617	-1
供需平衡	-53	144	-48	-71	

数据来源：华泰期货研究院

#### 2020 年电解铝投产进程或加快

成本端，根据2020年报分析，2020年氧化铝供应仍偏过剩，氧化铝价格依旧承压，我们预估明年氧化铝产能将过剩。政策面，2019年环保政策对氧化铝的影响有所放松，环保政

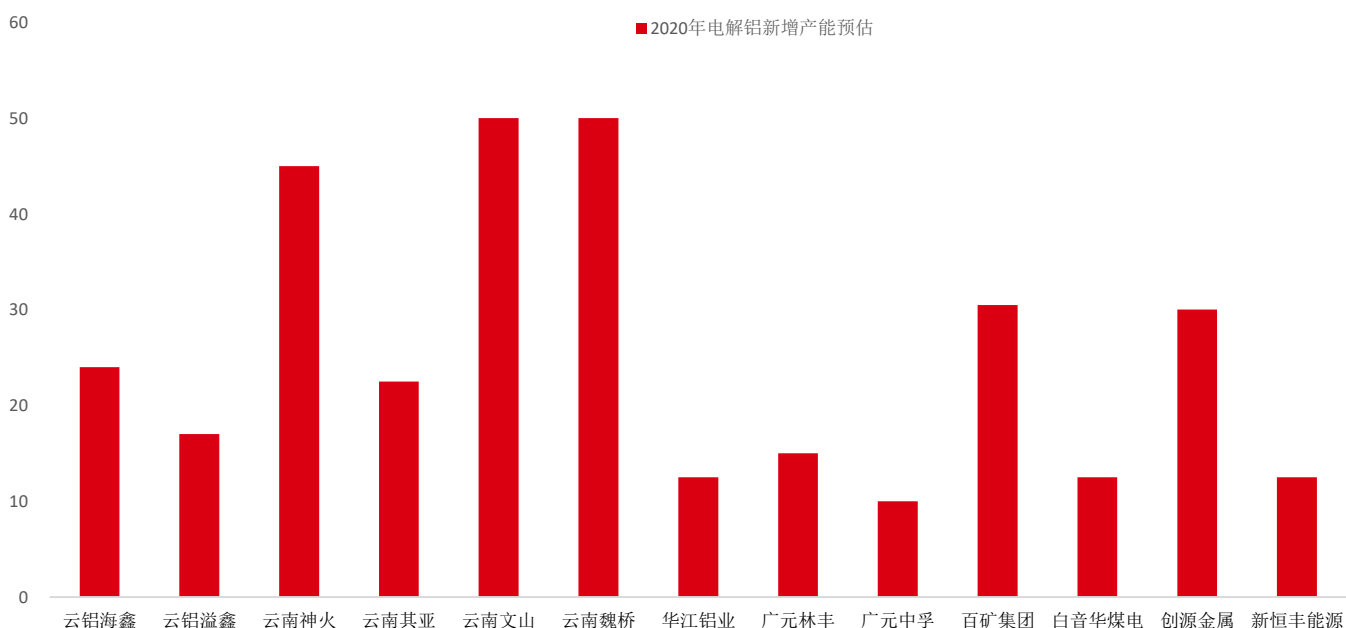
策将转向根据氧化铝厂的环评情况具体要求。预计由之前的环保“一刀切”政策转为各地区政府根据采暖季情况来进行环保要求，整体来看，政策面对氧化铝开工情况的影响逐渐减弱。从市场整体供需情况来看，氧化铝、电解铝开工情况较为匹配，氧化铝并不短缺；其次是新投产企业产品或将于 2019 年四季度以及 2020 年陆续产出。

氧化铝生产弹性较高，下方空间较为有限。当跌破现金成本时，高成本的减停产对于价格的支撑已经多次验证，当前价格跌至 2500 元/吨附近时，氧化铝厂边际产能在持续性亏损现金流后减产动作将会再度出现，氧化铝企业的高产能集中度对氧化铝价或构成托底，但一旦价格有所反弹，压产产能将很快恢复生产，另外成本下移也将带动部分企业具备逐渐恢复压产产能的愿望。预计届时供需格局下，边际产能的减产将对价格仅起支撑作用，难言刺激大幅反弹，氧化铝作为电解铝最大的成本项对电解铝的支撑力度或将边际转弱。

2020 年新增产能主要体现在内蒙、广西、云南等地，特别是西南地区的增量较为显著。即将进入 2020 年，企业计划新增和复产产能投产较 11 月份更为明朗，因此我们对此前年报的产能变动有所修正，并在当前的利润水平之下，给出了最新 2020 年可能投产的项目。根据最新消息，云南神火铝业一期 500KA×330 台，45 万吨产能车间将于 2019 年 12 月 31 日正式通电，先通电焙烧启动一系列 110 台电解槽，折合产能 15 万吨。三月下旬启动二系列 15 万吨，2020 年 6 月底之前计划将 45 万吨全部启动。

图 7：2020 年国内电解铝新增项目预估

单位：万吨



数据来源：华泰期货研究院



## 静态供需分析&价格展望

2020 年电解铝厂将在有利润的状况下正加速投产进程，且因亏损减产产能扩张量较为有限，铝锭供给压力较大，同时在高利润模式之下铝厂或增加保值头寸，对价格亦有向下的压力。

短周期来看，考虑到今年春节较去年提前近一个月，预估春节前后四周的累库量约为 37 万吨，虽然去年同期水平，但累库幅度在历史上不算最低位，因此铝价或难以出现单边上涨的行情。

宏观经济环境偏弱导致终端需求预期较弱。综合考虑，铝去库速度或因投产进程的加速而减缓甚至出现累库，而由于电解铝产能集中度与日俱增，因此预计成本对价格仍有一定支撑，因此从静态角度来说，预计电解铝价格中枢或将下行，全年均价或下滑至 13600-13800 元/吨的强支撑区域。

表 4 电解铝月度供需平衡表

	月度供应量	期末库存	月度消费量	库存变化
2019-01	305.8	137.8	289.6	9.20
2019-02	287.4	174.4	232.7	36.60
2019-03	308.7	167.8	302.8	-6.60
2019-04	300.1	147.0	307.9	-20.80
2019-05	311.3	121.2	329.8	-25.80
2019-06	302.4	105.1	309.7	-16.10
2019-07	313.6	103.5	309.4	-1.60
2019-08	316.4	103.3	301.3	-0.20
2019-09	308.8	93.9	299.1	-9.40
2019-10	321.8	87.0	306.3	-6.90
2019-11	314.3	75.5	305.0	-11.50
2019-12	327.8	59.2	322.0	-16.30
2020-01	305.8	69.6	295.4	10.42
2020-02	287.3	97.0	260.0	27.3
2020-03	308.6	85.8	319.8	-11.2

数据来源：SMM 华泰期货研究院

表 5 电解铝年度供需平衡表

单位 (万吨)

	2018	2019E	2020E	2019E 同比(%)	2020E 同比(%)
原铝供应	6,433.0	6,413.0	6,663.0	-0.3	3.9
其他	2,814.0	2,868.0	2,946.0	1.9	
中国	3,619.0	3,545.0	3,717.0	-2.0	4.9
原铝需求	6,610.0	6,525.0	6,610.0	-1.3	1.3
其他	2,944.0	2,934.0	2,943.2	-0.3	0.3
中国	3,666.0	3,591.0	3,666.8	-2.0	2.1
原铝平衡表	-177.0	-112.0	53.0		
其他	-130.0	-66.0	2.8		
中国	-47.0	-46.0	50.2		

数据来源: SMM Bloomberg 华泰期货研究院

## ● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司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。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2019版权所有。保留一切权利。

## ● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com