



供需格局错配，铝结构性机会探讨（下篇）

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。

2020 年铝行业三大结构性机会：供需错配+库存去化+估值修复？

价格驱动一：部分企业产能转移过程将造成产量损失

价格驱动二：电力供应不足或成为电解铝增产的瓶颈

价格驱动三：水力发电电力供应或不稳定

价格驱动四：需求不乏亮点，增速或回归至常规水平

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

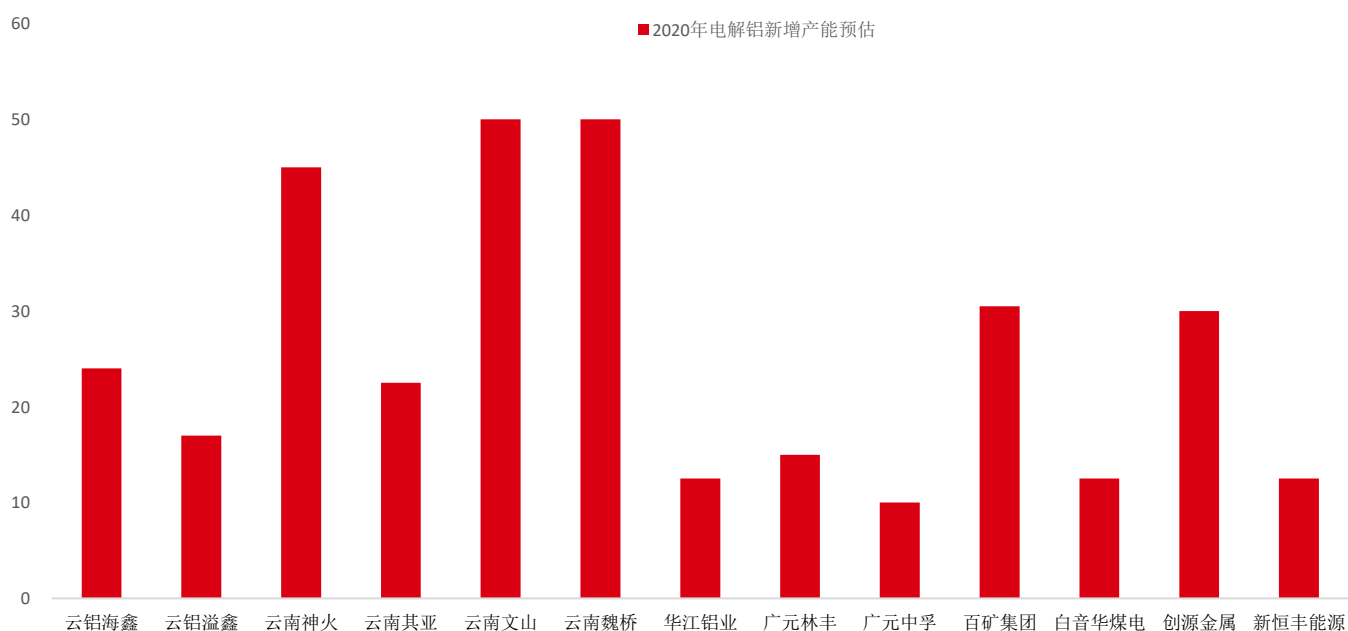
2019-04-29

铝或出现供需错配下的上涨机会

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，可以看出当前市场预期下的 2020 年全年新增投产产能总量较大，全年投产预期可达到 300 余万吨。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。而产能释放进程、以及产能是否能够如期释放加之下游需求端的回暖程度均为市场提供了可交易的预期差。

图 1：2020 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

价格驱动一：部分企业产能转移过程将造成产量损失

根据山东省工信厅网站 11 月 27 日发布的山东魏桥铝电有限公司产能退出公示信息显示，魏桥铝电旗下位于滨州的 203 万吨电解铝产能将退出，根据云南宏泰新型材料有限公司置换项目建设进度分步实施，拆除时间为云南置换项目建成投产前。山东魏桥为全球最大铝企，其电解铝产能指标为 646 万吨。

根据我们此前分析，目前市场上可供交易的外部购买指标并不充足，而且大量购买指标会无形之中增加魏桥投资成本，因此可以推断另外购买指标的可能性较小（不排除少量购买指标），而在供给侧改革的政策限制之下，魏桥产能转移 203 万吨产能大部分为合规产能，其中据了解这部分合规产能此前洪涝灾害导致魏桥 105 万吨减产产能中的 51 万吨产能（其中 54 万吨已经复产）。

其次，根据云南宏泰新型材料有限公司置换项目建设进度分步实施，拆除时间为云南置换项目建成投产前。根据中国宏桥于 10 月 16 日发布的公告，魏桥集团计划将原有一些生产设备（先进电解槽及钢结构）拆解至云南园区，从而降低投资费用。而拆解时间在云南置换项目建成投产之前，也就是说在拆解过程将会致此前合规产能 2-3 个月产量的损失，预计在这个过程中将损失产量 30-50 万吨，因此魏桥产能何时开始转移对市场的供需平衡有着关键性的影响，根据我们目前掌握的信息来说，预期最快魏桥将在明年的三季度开始投产。

价格驱动二：电力供应不足或成为电解铝增产的瓶颈

根据市场公开数据显示，云南绿色能源丰富，水电资源可开发量居全国第三位，风光资源突出。经过多年发展，到 2017 年底，全省电力装机 8550 万千瓦时，在全国排第 6 位。其中，水电 6076 万千瓦时，风电 819 万千瓦时，光伏 233 万千瓦时，绿色能源装机占比达 83%，绿色电力发电量占比 92%。2017 年 10 月，省政府印发《关于推动水电铝材一体化发展的实施意见》，提出到 2020 年，在全省打造 5 个左右水电铝材一体化重点产业园，水电铝产能力争达到 600 万吨，铝产品加工比例达到 60% 以上，力争每年消纳电力 1000 亿千瓦时。

按每吨电解铝消耗电量 13200 千瓦时计算，按照 600 万吨的电解铝规划产能，如果不包括氧化铝、铝型材的电量消耗量，需每年消耗电量 792 亿千瓦时，因此用电量可能超过 1000 亿千瓦时每年可消耗的总用电量。

价格驱动三：水力发电电力供应或不稳定

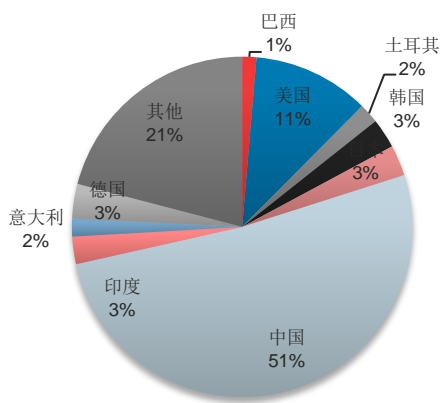
根据有关统计，云南丰水期（每年 6 至 11 月）水电发电量可占全年水电发电量高达 64%。也就是说，在每年 12 月至次年 5 月的半年期间，水电发电量仅占全年发电量的 36% 左右。这就意味着，枯期时必须补充其他电源（通常指火电）来平衡负荷用电，满足用电需求平稳、持续的清洁载能产业用电，而根据经验，电解铝一经运行，需要平稳供电生产，电解槽调产余地很小。一旦在枯水期缺电停槽，重启产量将损失惨重。

价格驱动四：需求不乏亮点，增速或回归至合理水平

再谈需求端，2020 年经济下行的压力虽然大，但也不乏亮点。从中国铝消费的分项占比情况来看，建筑仍是电解铝消费的大头，占比 32.4%，其次是交通运输业和电力电子。从中国消费需求结构来看，原铝及铝材净出口仅占 10%，国内生产的电解铝外需占比较小，主要还是在中国市场进行消费，其中以房地产、交通运输消费占比为首。首先是明年开发商竣工量的快速增长能带来整个房地产后产业链的发展。从月度数据来看，拐点已经来临。竣工面积在今年三季度同比上升 2.3%，10 月份更是跃升到 19.2%。本轮房地产行业兴起的高周转模式拉长了整个从销售到竣工的周期，但竣工只会迟到，不会缺席。此外，乘用车销售已经连续两年负增长，形成较低基数，加上部分限牌城市放松牌照管理，汽车销售量明年再度下行的可能性大大减小。

图 2：全球铝消费分布

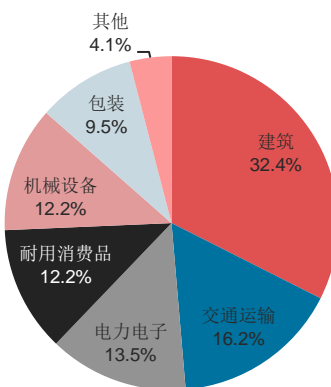
单位：%



数据来源：Wind 有色金属协会 华泰期货研究所

图 3：中国铝消费结构

单位：%



数据来源：ALD 华泰期货研究所

房屋竣工面积

根据分析房屋竣工与国内的铝材产量有较高的相关性，这主要取决于房地产用铝有关。房地产用铝主要体现在三大地方：新建房屋门窗，铝模板以及幕墙装饰。展望 2020 年房屋竣工方面，销售到交房存在合同约定，而交房的前提条件是工程竣工，因此理论上销售面积与竣工面积有较强的相关性。而且本轮周期以来，房地产市场整体量价齐升，烂尾房的情况非常少，开工的房屋绝大多数都会正常竣工交付，这也是预期竣工转正的最主要逻辑。从过往数据上看，二者确实有较好的相关性。整体看，预计 2020 年房屋竣工持续改善，在合同约定下后期或仍有提升空间。

交通运输业

交通运输为铝行业第二大消费主力，占比 13.5%，交通运输用铝主要体现在汽车行业以及轨道交通用铝。综合考虑宏观不确定性、换购需求结构变化所带来的潜在负面影响，以及中低端需求逐步恢复、产业库存负增长的正面信号，我们对 2019 年和 2020 年行业终端需求以及批发销量预期持乐观预期。

大方向上，2020 年积极财政政策要大力提质增效，财政赤字率或适当上调，地方专项债额度或提高到 3 万亿元，基建投资增速有望回升，尤其中西部地区增长潜力较大。但全球宏观经济环境偏弱且中美贸易战的不确定性或至铝的需求预期不及 2018 年实际消费增速，但或好于 2019 年，因此预估铝需求增速在 3.5% 左右，高于此前在上篇中的消费预估。

上半年铝价或触碰全年高点

考虑到今年春节较去年提前近一个月，预估明年平衡表如下（电解铝投产进度或随着利润好坏以及产能转移情况出现提前或延后），根据分析，预计 2020 年春节前后一个月库存累计量为 29 万吨左右，接近历史最低春节期间累库水平，预计上半年库存水平整体低于下半年，全年国内电解铝将过剩 38 万吨。如果魏桥按计划于 2020 年二季度转产云南，拆解过程中对铝产量影响较大，甚至改变全年铝的供需平衡，因此如果在需求端边际转暖或魏桥转产云南前期的拆解过程以及云南电力不稳定等因素均对铝价有着较强的向上驱动力，我们预估上半年铝价或突破 2019 年铝价格震荡区间并上探至 15000 元/吨，而随着价格的上行，下半年产能释放预期仍大，铝厂在丰厚利润下或加速投产，并加大空头保值力度，远月供给抬升预期或使铝价再度承压，并挤压行业冶炼利润。

电解铝月度供需平衡表（万吨）

	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	65.3	299.8	6.07
2020-02	287.3	88.8	263.8	23.5
2020-03	308.6	72.9	324.5	-15.9

数据来源：SMM 华泰期货研究院

	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	2,931.0	-0.3	-0.1
中国	3,666.0	3,591.0	3,679.0	-2.0	2.5
原铝平衡表	-177.0	-112.0	53.0		
其他	-130.0	-66.0	15.0		
中国	-47.0	-46.0	38.0		

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