

品种：铝

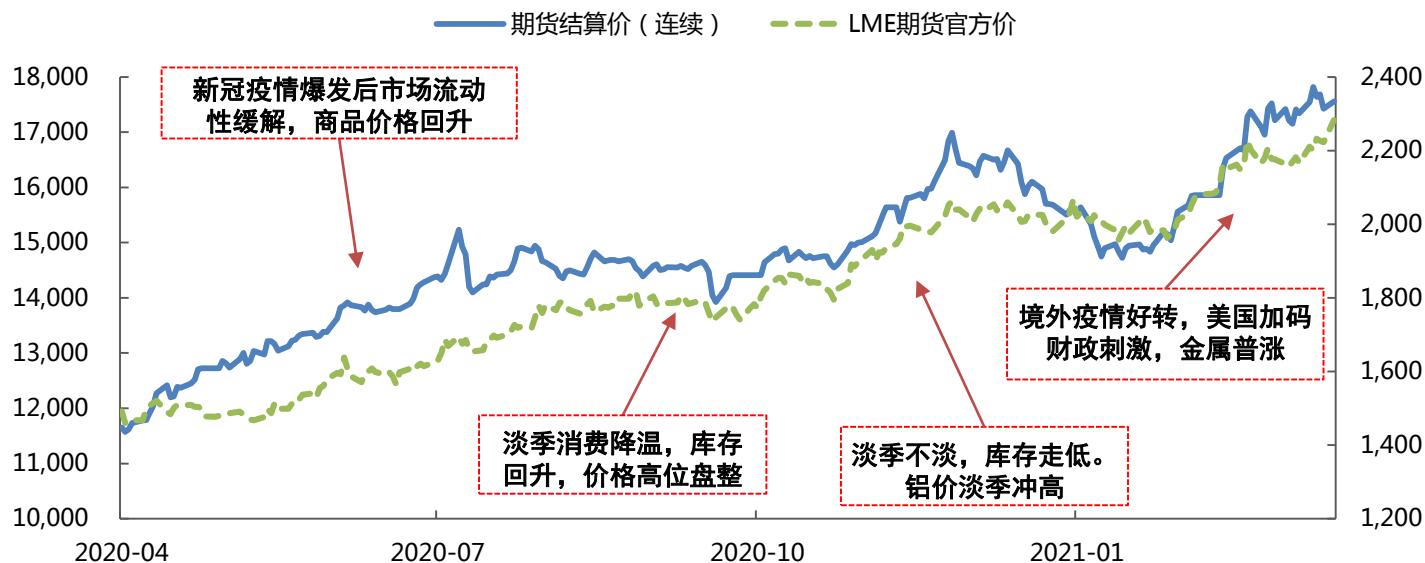
# 供应趋势性放缓，基本面持续改善

——2021年二季度铝投资策略展望

- 主要驱动因素：电解铝产能产量预计趋势性放缓，下游消费平稳回升。
- 供求角度：2021年二季度铝期货价格预计维持上涨。主要的上涨原因在于产量释放预计难以赶上需求增速。从消费的季节性上看，2021年二季度国内铝价预计在消费季节性走强的推动下上行。利润方面，二季度预计电解铝利润维持高位，主要受到供需失衡的影响。二季度主要关注房地产、汽车等消费领域的增长以及出口情况。操作中坚持买入为主。
- 预计价格主要运行区间：LME铝2000-2700美元，上期所铝16000-20000元。

# 铝行情回顾

电解铝走势回顾（元/吨，美元/吨）

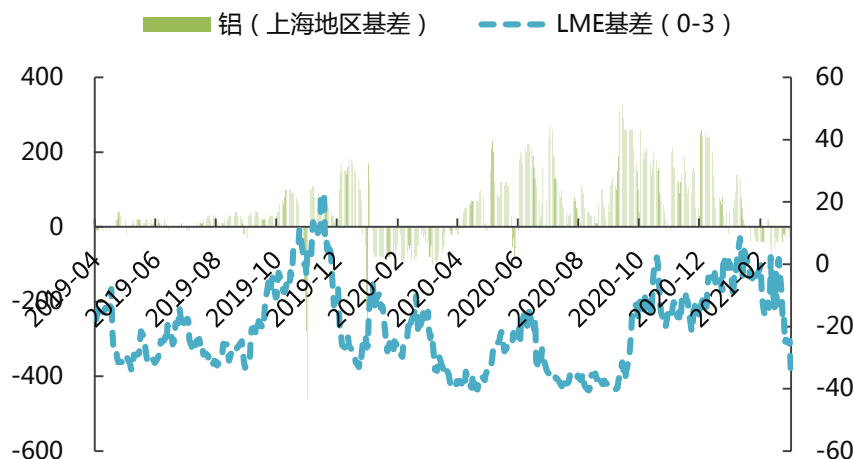


2020年疫情爆发后商品价格在央行的干预下快速触底反弹，全年基本延续上涨态势。2021年一季度，国内铝锭先跌后涨，继续亮眼表现，价格上涨受品种供需和市场整体气氛综合作用。

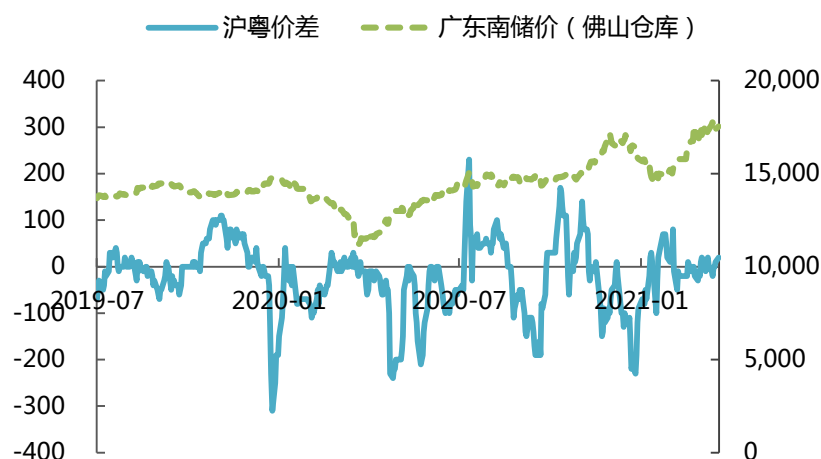
春节期间国内铝锭累库不及往年，引爆了市场看多的情绪，尽管节后价格有所调整，但截至3月26日当周国内铝锭社会库存累库较往年明显放缓，显示当前供需对比往年处于较好水平，二季度消费预计随着旺季进一步恢复，铝供需可能随时转变为缺口。

# 内外现货走弱，沪粤价差收窄

基差（元/吨，美元/吨）

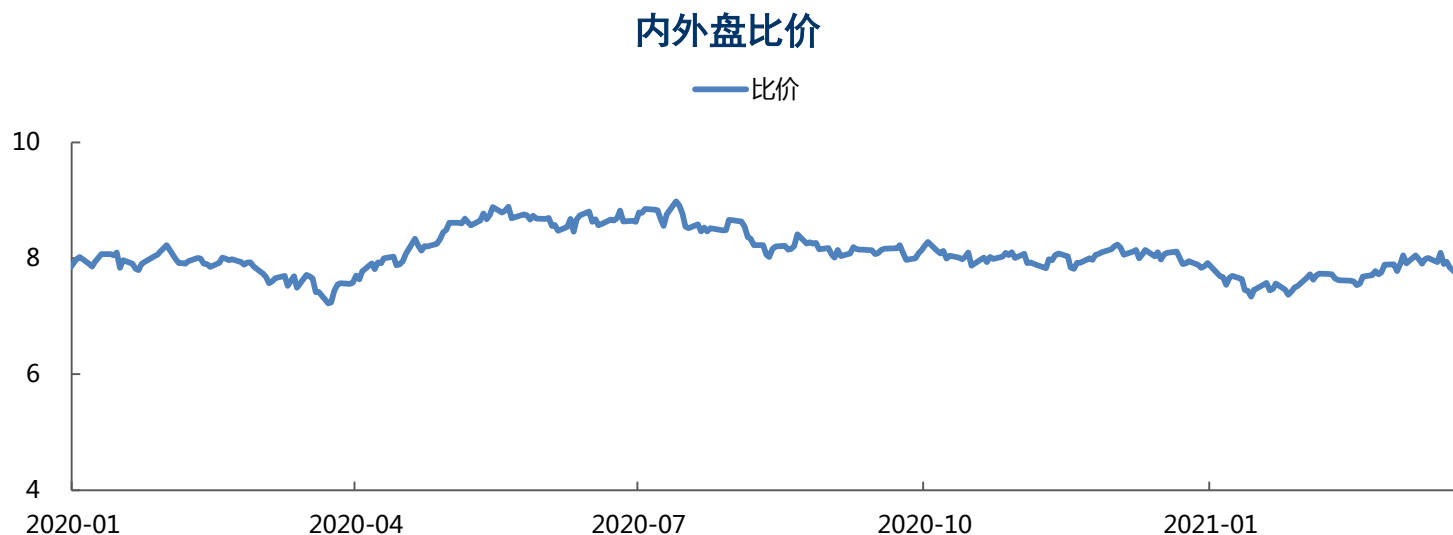


广东现货&地区价差（元/吨）



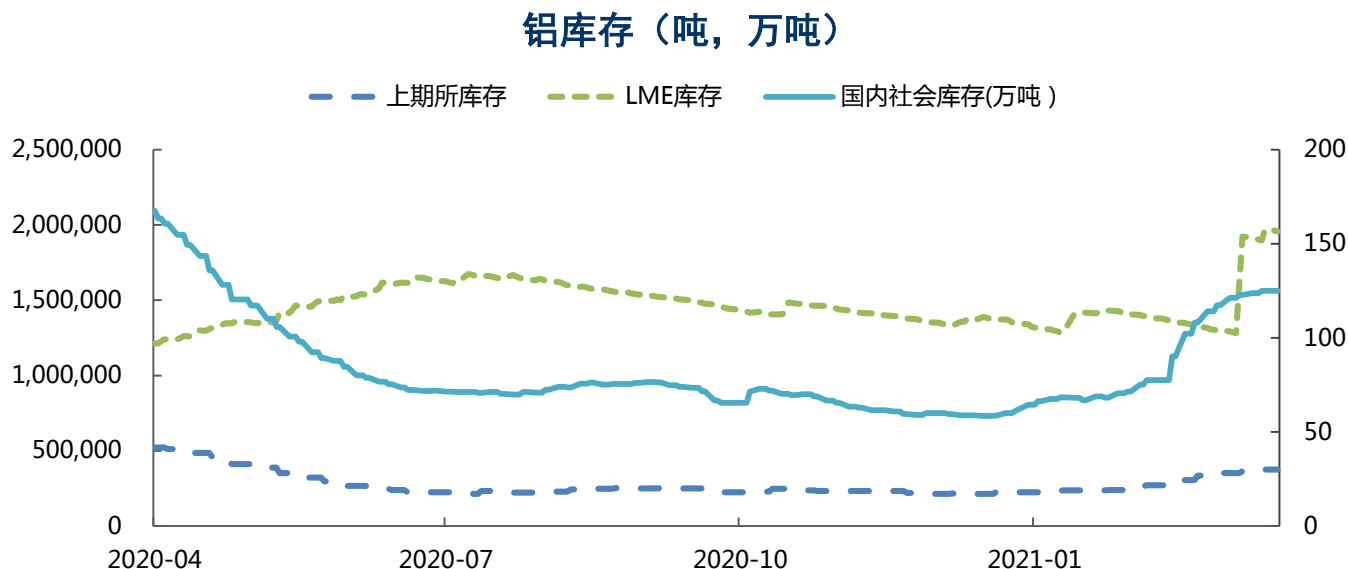
- 2021年一季度受春节影响，国内现货铝锭基差大幅回落，基本维持小幅贴水。国外铝锭现货一季度基差有所回升，但3月中旬受库存连续大增影响快速回落。未来国内现货预计恢复偏紧，二季度旺季铝供需缺口或达到全年峰值。境外方面，短期现货基差回落，但随着境外疫情复苏以及美国财政刺激的逐步释放，境外需求预计逐步增加，供应趋稳的背景下境外现货预计同样趋势性改善。
- 沪粤价差方面，一季度沪粤地区铝锭价差波幅收窄，未来除了季节性轮动以外，随着国内地产的调控增加，沪粤价差重心可能有所上移。

# 消费预计恢复，比价或将上行



- 一季度沪铝/LME03的比价整体呈现震荡走势，整体在7.3-8区间徘徊，截至3月23日再次回落至7.7附近，与1月初时的水平相当。汇率方面，一季度人民币兑美元汇率先跌后涨，整体变化不大，汇率对比价影响不甚显著。去除汇率因素影响后，一季度比价同样以波动为主，整体看目前的比价水平处于历史偏高水平。
- 电解铝比价自国内期货上市以来去除汇率的因素基本都在0.95-1.31区间运行，截至3月24日盘中比价为1.18左右。进口利润目前仍为负值，大约在-770元/吨。二季度国内消费恢复预计加快，比价存在一定的上行风险。

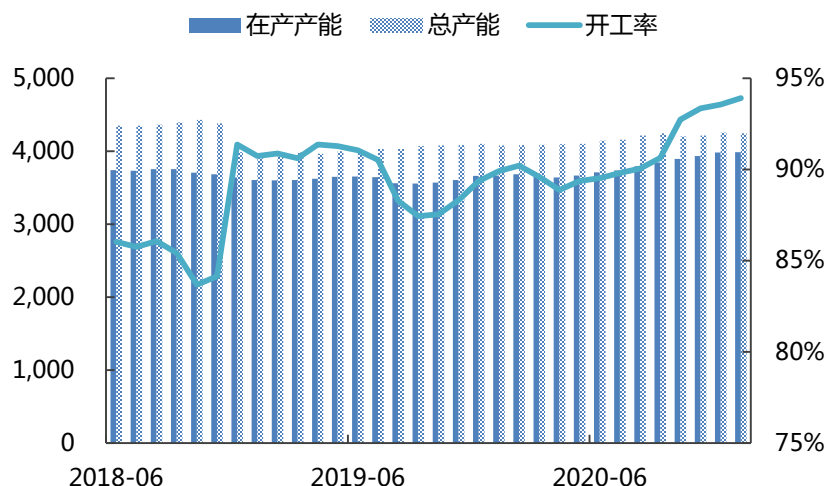
# 国内累库放缓，库存预计改善



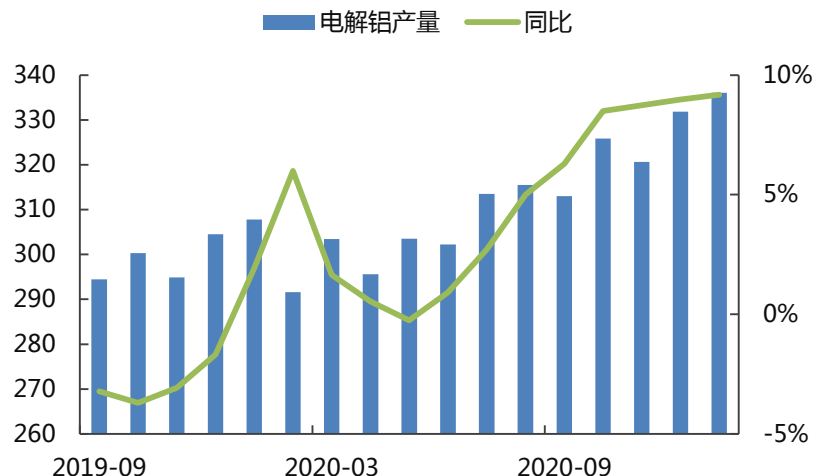
- 库存方面，截至3月中旬境内交易所库存37.56万吨，社会库存125万吨，境外LME电解铝库存196.7万吨。一季度国内铝锭社会库存季节性增长。自年初的60万吨增长至3月下旬的超过120万吨。但境内库存水平明显较境外偏低，且目前社会库存累库明显放缓，预计未来下降速度整体高于境外。
- 境外方面，库存快速增加后近期有消息称LME铝锭提货增加，市场对长期供应不足的担忧可能加剧，关注境外现货基差变动情况。

# 存量增产潜力不足，产量增速预计放缓

## 电解铝产能变化（万吨）



## 国内电解铝产量（万吨，%）



- 随着2020年下半年国内受疫情影响关停或延后投产的产能逐步释放，截至2021年1月国内电解铝产能的整体开工率已经攀升至接近93.92%，为2010年底有统计至今的最高值。此前最高的开工率是在2019年初的91%左右。高开工自然伴随高利润，从现金成本看国内的高成本部分预计也存在4000元/吨以上的毛利，按照电解铝产能的增减周期来看，半年的时间基本上已经足够释放潜在产能。
- 数据上看，2021年1月国内电解铝产量同比增长9.18%，增幅继续扩大，但是增速放缓。1月国内电解铝产量环比较2020年12月增加4.16万吨，增幅1.25%。无论从近期产量的增长曲线还是开工情况分析，存量电解铝产能进一步释放的空间已然不大。

# 2021年电解铝产量实际增速预计有限

2021年电解铝投产计划					
省份	企业	Q1	Q2	Q3	Q4
内蒙	霍煤鸿骏	0	0	0	0
	白音华	0	0	0	0
	创源	0	14.4	0	0
	华云	0	0	0	0
广西	百矿田林	0	0	0	10
	百矿隆林	0	0	0	15
	百矿德保	0	0	0	10
四川	广元中孚	8.3	0	0	0
山西	中铝华润	0	12.5	0	0
云南	昭通海鑫	5	15	0	0
	云南神火	15	0	15	15
	云南其亚	0	10	17	0
	云南宏泰	10	20	20	20
合计		38.3	71.9	52	70

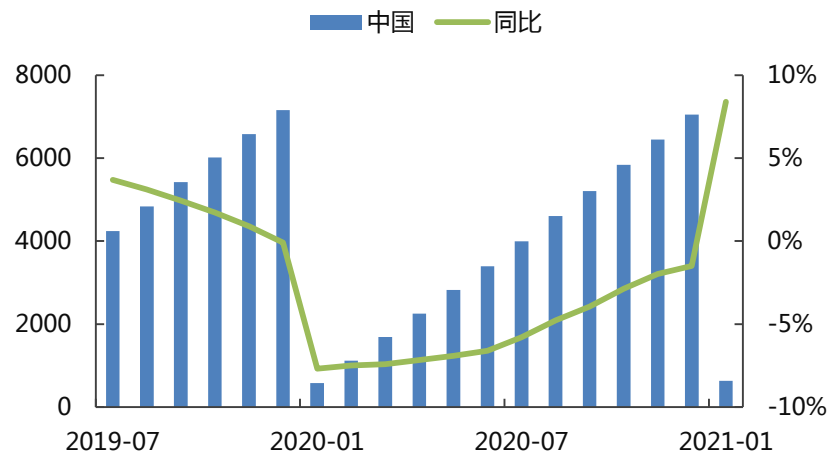
- 据相关机构统计，2021年国内电解铝预计建设232.2万吨左右，较2020年10月增加约5.5%。按照产能投产的时间和达产进度估算，预计2021年全年电解铝产量较2020年增加约100-130万吨左右，增速在3%附近。
- 新增方面，受限于供给侧改革的影响，国内电解铝产能总量上限已经确定为4553万吨。截至2021年1月国内电解铝总产能4244万吨，也即是说未来国内电解铝的潜在增量总共还有309万吨。



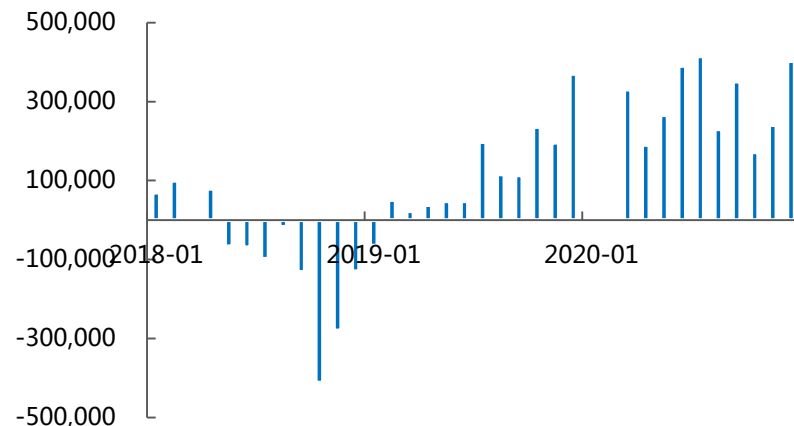
# 氧化铝供应维持宽松

- 2020年国内氧化铝产量同比呈现下滑态势，数据显示：2020年1-12月国内氧化铝产量7047.5万吨，较2019年减少106.6万吨。
- 2020年受境外海德鲁氧化铝供应恢复，国内氧化铝进口再次转为净进口，据统计2020年国内净进口氧化铝299万吨，较2019年增加约161万吨。
- 库存方面，港口氧化铝期末库存与年初几乎无变化。
- 2020年国内氧化铝供应整体约7347万吨，超过2017年电解铝3724万吨的需求，过剩量大约在160万吨左右。

氧化铝产量（万吨）



氧化铝净进口（吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

# 氧化铝供应维持宽松

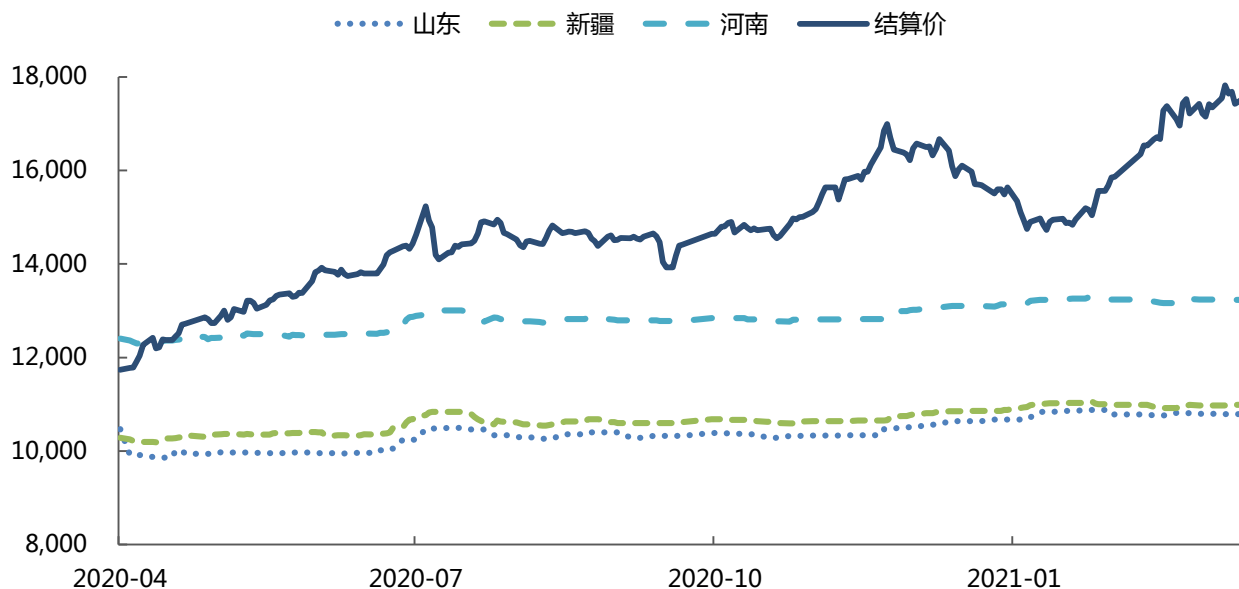
- 供应方面，2021年氧化铝供应预计依然宽松。首先看开工情况，截至2021年1月国内氧化铝开工率85.4%，处于历史中位水平。2015年至今的最高开工率接近94%，最低开工率2020年3月在76%左右。2021年氧化铝存量产能仍有较大释放空间。
- 新增方面，国内氧化铝规划产能数量依然巨大。据机构统计2021年、2020年分别存在约720万吨的产能待投。相比2021年和之后的电解铝产能预计增长规模，氧化铝过剩的态势很难改变，预计价格仍会维持低位徘徊。

氧化铝产能规划（万吨）

公司	省份	新建产能	2021年投产	2022年投产
靖西天桂二期	广西	90	90	0
中铝防城港二期		200	200	0
锦江龙州氧化铝		100	100	0
广铝二期	贵州	30	30	0
其亚铝业		60	0	60
重庆龙州氧化铝	重庆	360	100	100
锦国投	内蒙	650	0	260
河北文丰新材料	河北	450	200	200
魏桥	山东	100	0	100
合计		2040	720	720

# 电解铝利润预计延续高位

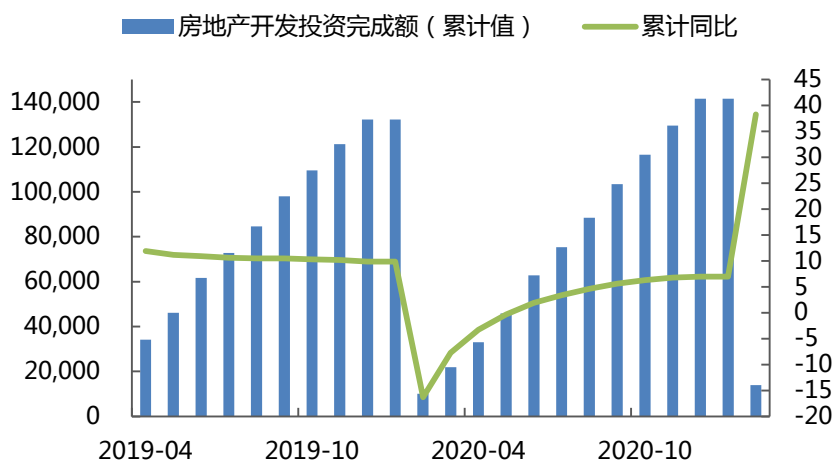
主产区电解铝C1成本曲线（元/吨）



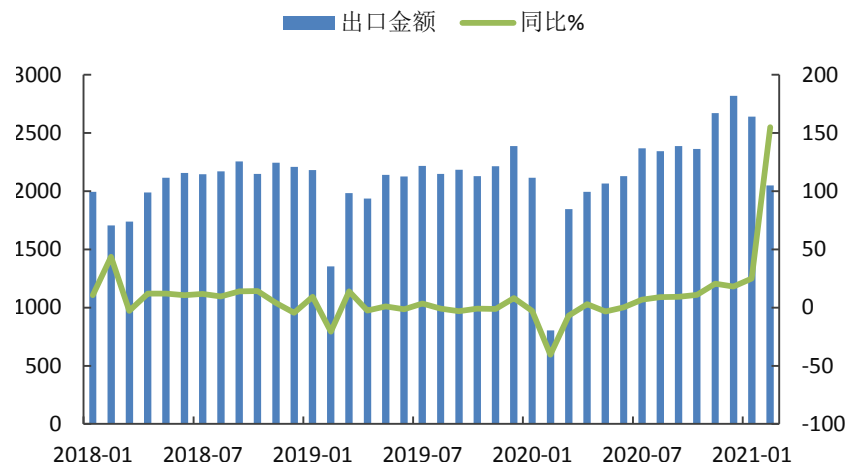
- 从电解铝供给侧改革总量出发，扣除2021年投产产能，2022年如果全部产能投产，预计将再增加产能约77万吨，产量最多增加40-60万吨左右，如果算上2021年逐步达产的量，2022年产量预计增速在3-4%，相比之下氧化铝供应未来仍有巨大压力。
- 由于氧化铝原料供应居高不下，电解铝自去年疫情以来利润持续攀升，截至3月底已经攀升至历史高位。考虑到未来电解铝和氧化铝供应的持续失衡，电解铝冶炼利润或维持高位。

# 消费：房地产快速回升，出口表现强劲

## 房地产开发投资完成额（亿元，%）



## 出口金额&增速（亿美元，%）

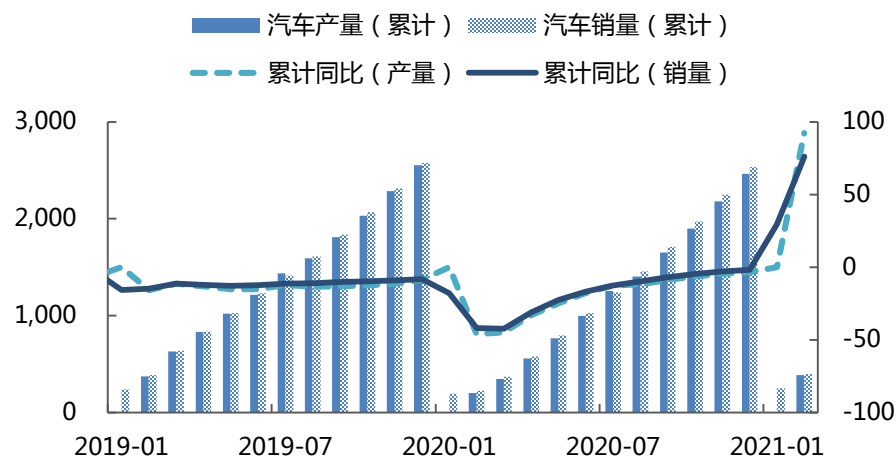


- 地产方面，受疫情影响2020年上半年国内房地产投资销售均呈现下滑，但自6月起快速攀升。数据显示1-5月国内房地产开发投资完成额整体相对低迷，除了3月呈现较高增长外均为不同程度的下降。而自6月起这一数据快速回升，6月同比大增50%，9-12月维持较高增速，2020较2019年同比增长7%，12月增速全年最高。2021年1-2月由于去年低基数影响，投资大增38.3%。
- 出口方面，国内出口金额2020年疫情后同样持续增加，2020年四季度出口同比增速已经攀升至超过10%，11、12月分别出口2670和2819亿美元，同比增速20.57%和18.14%；2021年1、2月出口金额分别为2649、2049亿美元，同比增速24.8%和154.9%。从一月数据看，即使相比疫情爆发前出口仍有明显增长，二季度旺季甚至全年出口预计维持强劲。

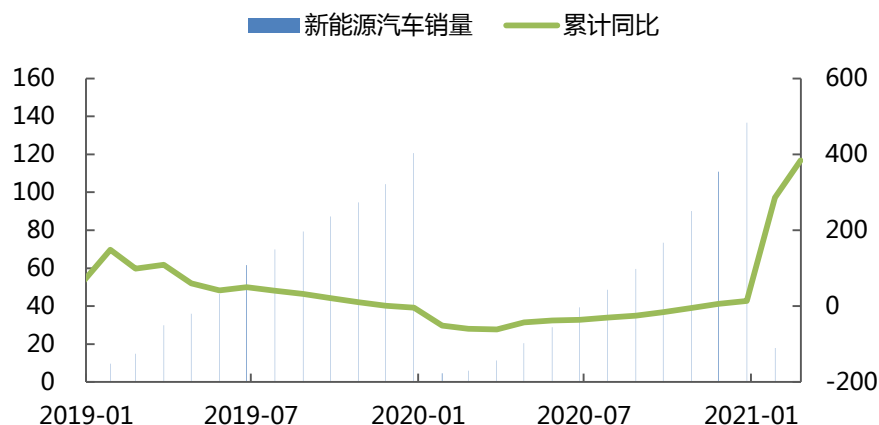
# 消费：汽车产销快速回升

- 汽车方面，2021年年初国内汽车产销快速回升。数据显示：2021年1-2月，国内汽车累计生产385.5万辆，同比增长92.27%。1-2月全国汽车累计销售395.8万辆，同比增长76.2%。
- 新能源车销售在2021年同样迎来开门红，1、2月销售数据强势增长。数据显示：1-2月国内新能源车累计销售28.89万辆，累计同比增长383.8%，销售量占汽车总销售比率上升至7.3%，自2020年初的2.4%持续稳定攀升。
- 2021年随着新能源车销售的持续增加，利好铝锭消费，预计汽车产业对铝锭消费支持加大。

## 中国汽车产销量（万辆，%）



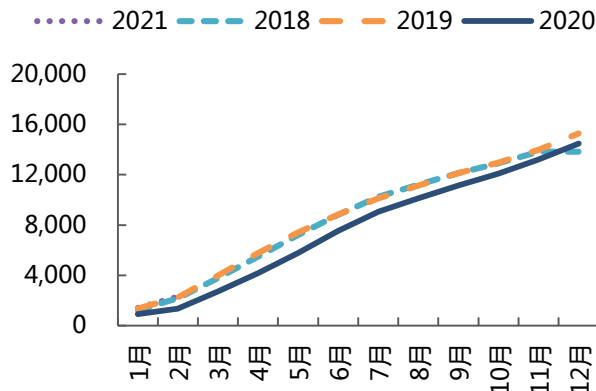
## 新能源车销售（万辆，%）



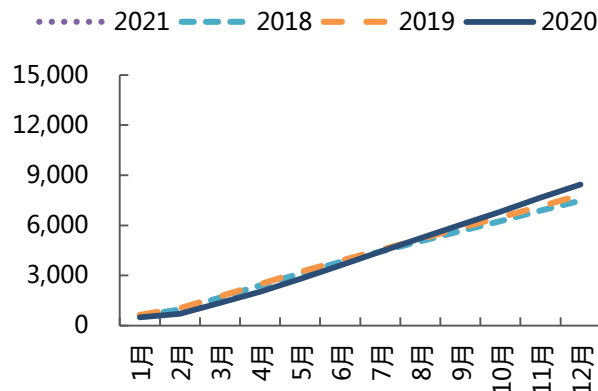
# 消费：家电生产整体稳定

- 2021年国内一季度家电生产普遍较去年快速恢复。
- 数据显示：2021年1月国内家用空调、冰箱和洗衣机的累计产量分别为1427.5、803.3和637.9万台。同比去年增速分别为57%、61%和14%，同比大幅改善。
- 库存方面，截至2021年1月空调库存持续攀升，冰箱、洗衣机整体小幅走高。
- 2021年家电生产预计稳中有升。

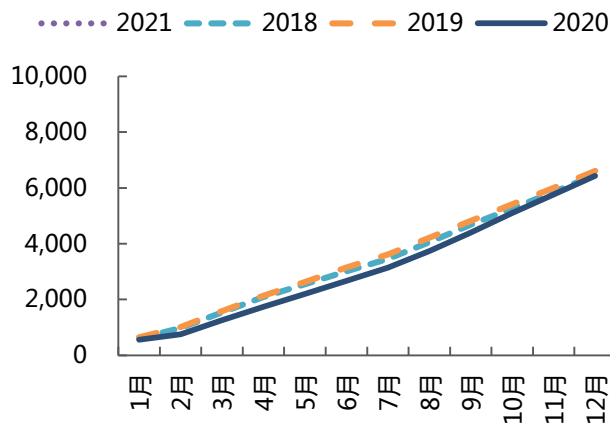
## 中国家用空调产量（万台）



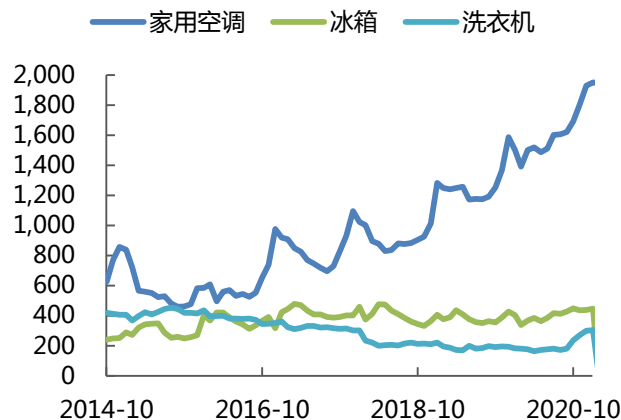
## 中国冰箱产量（万台）



## 中国洗衣机产量（万台）

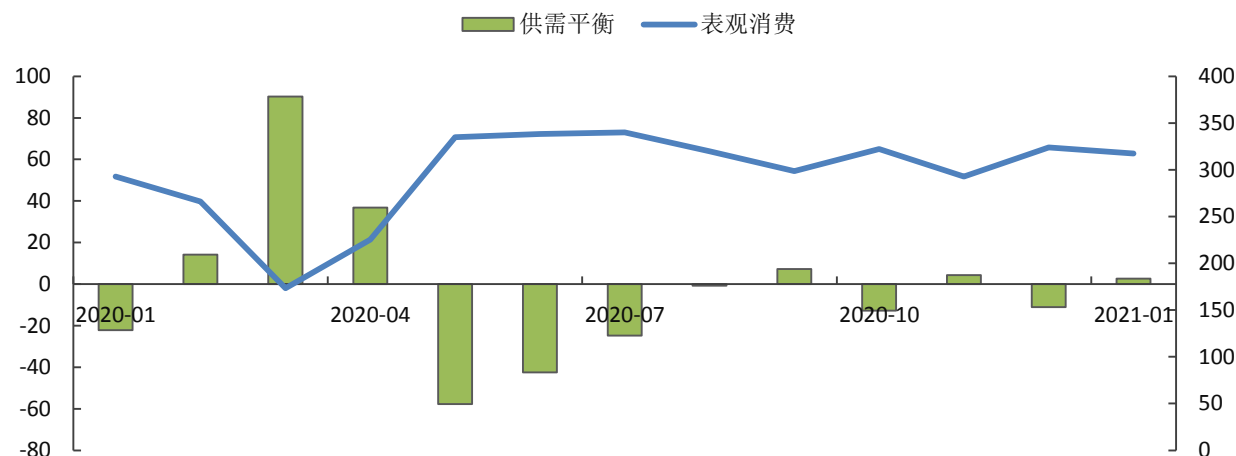


## 中国家电库存（万台）



# 2021年二季度铝预计呈现缺口

中国电解铝平衡表（万吨）



- 2020年疫情后国内表观消费快速回升。从图中可以清楚的看到国内原铝的表观消费自2020年3月起回升，5月达全年峰值后在高位延续。2020年的电解铝表观消费仍然呈现明显的季节性，但全年表现平稳，较2019年同比增长约10%，大幅好于供应增速。
- 2021年以来全球经济随着疫情情况逐步改善，预计需求端的表现应该呈现持稳回升的态势。尤其是在美国1.9万亿美元财政刺激的影响下，原铝的消费预计稳中有升。数据显示，1月国内原铝表观消费较2020年同期增长8.4%，考虑到2020年1月疫情尚未爆发，因此该增长具有一定的预测意义，因此我们认为今年的消费增速即使不及去年，也大概率会维持较高水平，二季度旺季消费预计会有明显恢复。

# 2021年二季度铝期货行情展望

- 2021年，电解铝供应端上限确定，尽管产量有所增加，但相比消费增速或继续落后。从季节性上看，二季度消费季节性走强。从目前的库存走势看，二季度消费强度或超预期，国内电解铝大概率回归供不应求的状态，铝价或将再度上涨。
- 利润方面，2021年二季度甚至全年电解铝利润预计仍会维持高位，主要受到供需失衡的影响。
- 价格方面，预计二季度铝价上涨为主。强支撑区间预计在16000元/吨一线；铝价上方空间预计在18000-20000元/吨，建议关注房地产和汽车等主要消费领域的增长情况以及利润变化。建议二季度企业在操作中坚持逢低买入为主。

## ■ 宏观关注：

美国政府财政政策  
中国财政货币政策

## ■ 供应关注：

电解铝新产能投产进度  
铝锭进口

## ■ 需求关注：

房地产投资  
出口情况  
电动车消费

## ■ 库存：

国内社会库存  
上期所库存  
LME库存



# 2021年二季度铝期货操作建议

波段操作

❖ 16000元/吨一线逢低买入为主。

对冲操作

❖ 反套为主；逢低做多电解铝利润。

套保操作

❖ 逢低买入主力合约保值。

**品种： 镍&不锈钢**

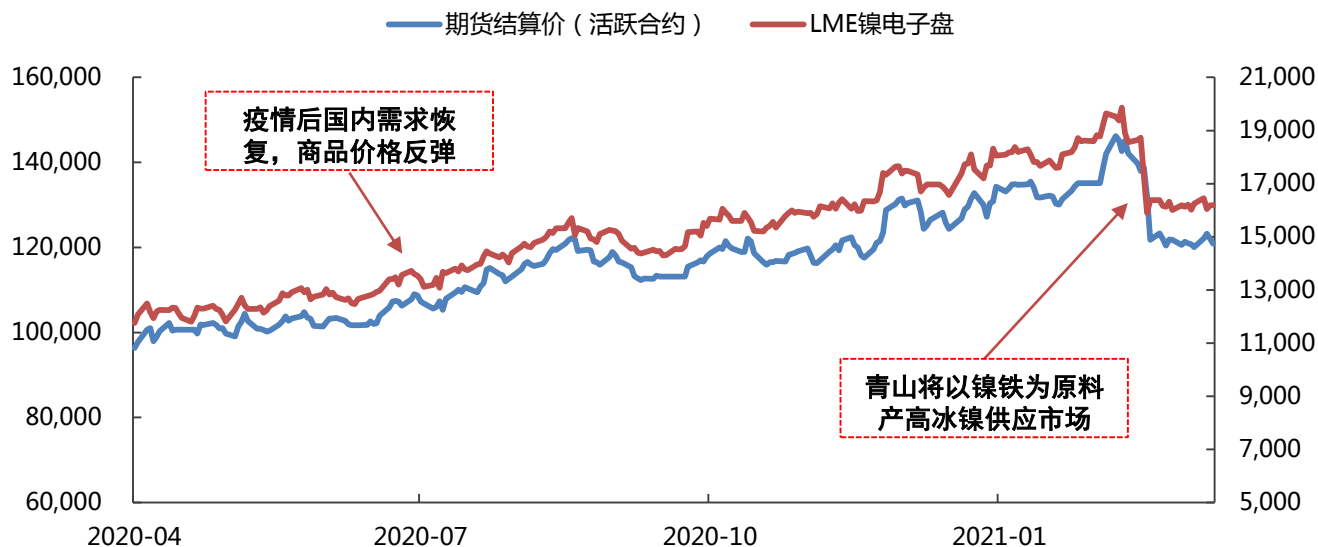
# 镍价或迎反弹，不锈钢偏强震荡

## ——2021年二季度镍&不锈钢投资策略展望

- 主要驱动因素：纯镍供应短期偏紧，不锈钢消费季节性改善
- 供求角度：2021年二季度镍及不锈钢价格走势预计整体偏强，其中镍价预计反弹幅度较高。2021年二季度国内镍矿&镍铁供应预计继续增长，印尼禁矿的影响依然延续，菲律宾发货预计增加，镍铁供应预计小幅改善。目前国内外的电解镍供应充足，但国内交易所库存较低，需警惕出现挤仓的可能。未来继续关注印尼镍铁&不锈钢的投产以及国内外不锈钢的产能运行情况，尤其关注不锈钢二季度消费情况，预计短期价格有回升的可能性。
- 预计价格主要运行区间：沪镍120000-160000元/吨，上期所不锈钢13000-15000元/吨。

# 镍行情回顾

镍期货价格走势（元/吨，美元/吨）

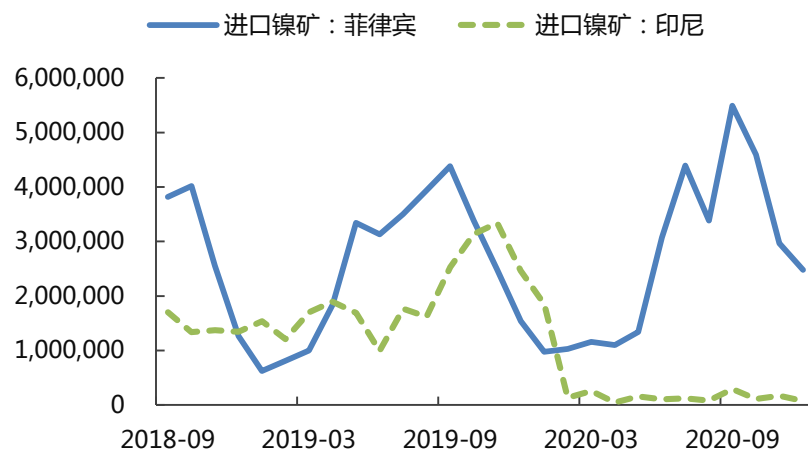


- 2020年以来镍价走势同样受到宏观因素主导先跌后涨，整体表现强势。前期镍价在美元弱势周期和本身供需的作用下维持偏强运行。3月受青山将供应镍铁产高冰镍影响，市场担忧纯镍市场被挤占，镍价大幅下行后进入震荡。
- 消费端，镍铁下游不锈钢利润回升，终端消费有所改善，但供应压力依然较大。2021年镍金属消费预计分化，电解镍下游受新能源等领域带动更多增长，镍铁下游增速有限。

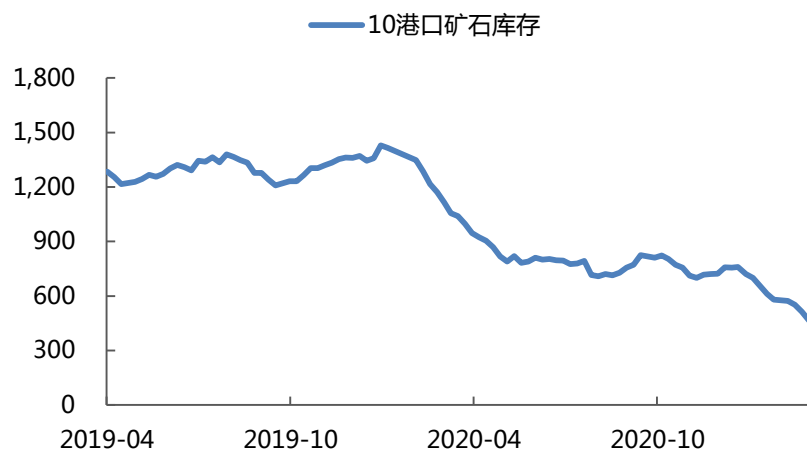
# 淡季矿石进口减少，港口库存继续走低

- 受印尼政府禁矿的政策影响，国内自印尼进口镍矿数量快速下滑，基本完全停滞。菲律宾方面，年底至一季度为菲律宾矿山发货淡季，矿石出口快速回落。二季度预计随着雨季结束发货逐步增加。
- 库存方面，港口镍矿石库存一季度快速回落，自期初的750万吨左右下降至三月中旬的460万吨附近，按照中高镍矿比例20-25%测算，预计存量中高镍矿库存100万吨左右。

中国镍矿进口（吨）



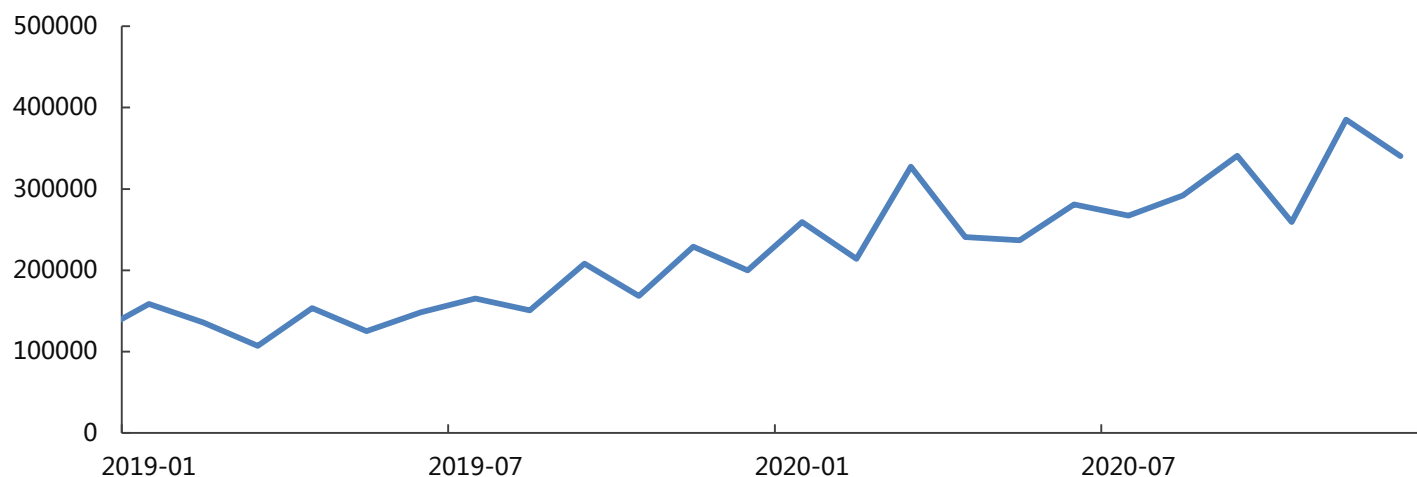
主要港口镍矿库存（万吨）



# 镍铁进口增加，价格波动加剧

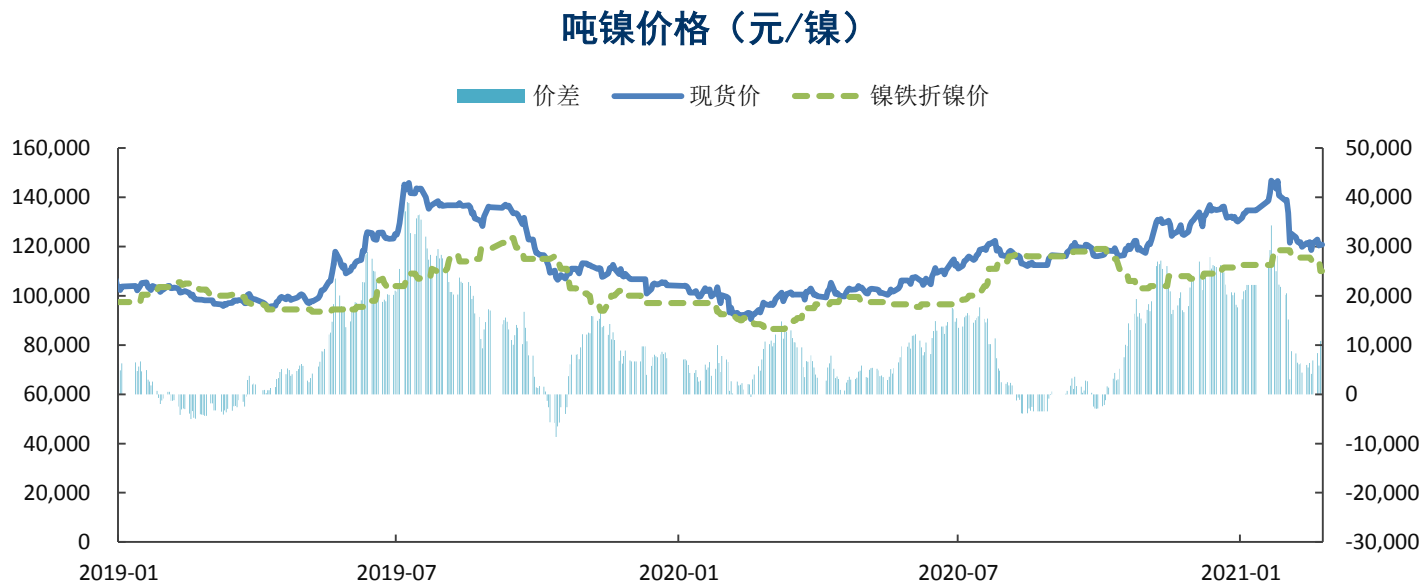
- 进口方面，受境外镍铁持续投产影响，2020年国内镍铁进口数量大幅增加。据统计，1-12月我国累计进口镍铁344万吨，较去年的195万吨增加149万吨，同比增幅76.7%，金属量约35万吨左右。
- 2021年一季度受青山未来供应镍铁产高冰镍消息影响，国内镍金属价格大幅波动，纯镍价格快速下跌后进入盘整，从目前的各产品镍金属的价格关系看，预计未来镍价存在反弹需求。

镍铁进口数量（吨）



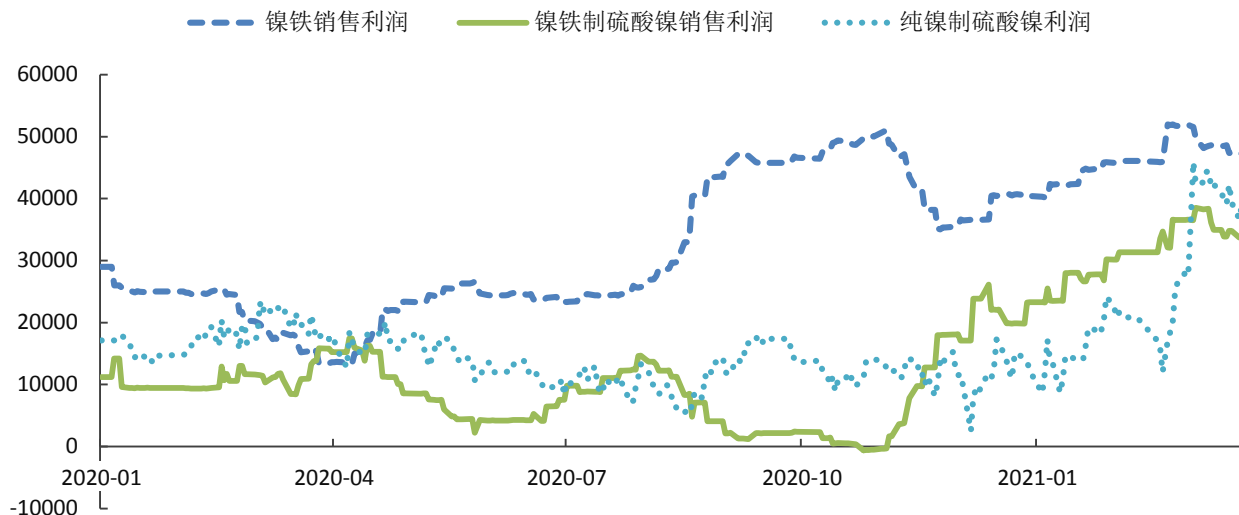
# 镍铁转产高冰镍，纯镍价格承压

- 镍铁和纯镍（镍板镍豆）在生产中主要针对的下游分别是不锈钢和硫酸镍等，随着下游产业的消费态势分化，镍铁和镍板、镍豆价格差在今年波动加大。受到新能源汽车需求的加成，纯镍此前相对于镍铁维持较为明显的溢价，价差的高位在20000-30000元/吨的区间。
- 青山供应高冰镍预示着价差将会在未来明显回落，纯镍相对于镍铁的价差将受到原料互通的影响回归一个更低的区间。



# 加工利润趋紧，原料竞争加剧

下游加工利润（元/吨）



- 从加工利润上看，镍铁转产高冰镍进而生产硫酸镍需要一定的利润空间，如果镍铁转产后的销售利润增幅不及成本增幅，则转产动力不复存在。
- 按照目前的成本计算，镍铁销售利润依然处于高位，尽管随着境外矿石价格的抬升，未来的镍铁销售利润可能下降。此外近期变动较大的是纯镍价格大幅下跌后其加工硫酸镍的利润显著回升，截至3月25日收盘纯镍加工利润仍略高于镍铁，目前镍铁仍以直接销售为主，下游不锈钢消费对于镍价的支撑作用越发凸显。



# 电解镍供应稳定，关注消费变化

- 2020年国内精炼镍产量整体受疫情影响有限。据SMM统计：2020年国内精炼镍产量约17万吨，同比较去年增加约1.3万吨镍，增幅8.4%。
- 电解镍此前受高价格影响，产能开工较好，未来国内增长潜力有限，2021年产量预计在18万吨左右。
- 海外方面，全球主要镍生产商近几年投产计划不多，2020年整体预计较2019年减少，2021年则可能较2020年增加约2.5万吨电解镍产量，国内外电解镍整体增量预计同样有限。

全球主要镍生产商产量情况（万吨）								
年份	嘉能可	诺里尔斯克	必和必拓	淡水河谷	英美资源	埃赫曼	谢里特	住友
2015	9.62	26.64	7.85	29.06	3.03	5.34	8.1	10.18
2016	11.51	23.57	8.43	31.1	4.45	5.52	7.5	8.88
2017	10.91	21.71	8.94	28.82	4.38	5.92	6.7	8.73
2018	11.9	21.5	9.2	25	4.4	5.8	6.1	8.1
2019	9.64	22.87	6.6	10.47	2.3	0.67	6.68	5.88
2020	9.3	23.1	7.1	9.9	1.6	0.64	3.3	5.95

# 电解镍库存稳定，警惕国内挤仓

- 电解镍库存方面，2020年国内外电解镍库存整体回升，主要得益于境外库存的大幅增加。现阶段LME镍库存超过26万吨，库存水平充足；上海期货交易所库存截至3月26日在1.07万吨。二季度库存预计整体或有回落。
- 尽管目前内外整体库存水平较充裕，但是国内库存水平偏低值得警惕。考虑到国内电解镍产能利用率高、增量不足，不具备快速增产的可能性，2021年需要警惕可能低库存下可能出现的逼仓行情。

LME镍库存（吨）



上期所镍库存（吨）



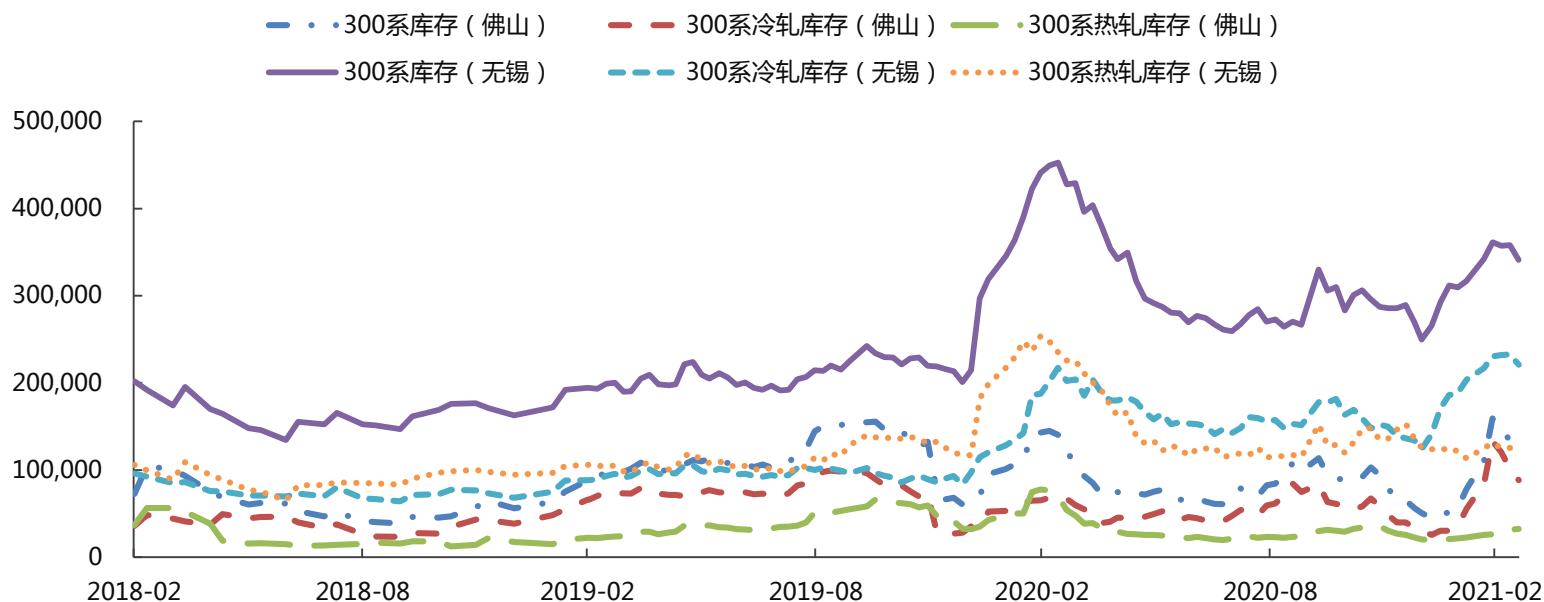
# 300系不锈钢产量放缓，供应增长

- 据Mysteel调研：2021年1月份国内32家不锈钢厂粗钢产量276.86万吨，环比2020年12月份略减0.99%，同比增35.68%；300系119.20万吨，环比减3.34%，同比增28.38%。其中1月300系产量中304产量101.82万吨，环比减6.02%，在300系占比85.42%。
- 1月国内不锈钢粗钢总产量较12月略有减少，其中300系继续下降，主要为北部湾新材减产。2021年2月份国内32家不锈钢厂粗钢排产预计257.33万吨，其中300系110.48万吨，预计环比减7.32%，300系中产量中304产量95.90万吨，预计环比减5.81%，国内钢厂2月份虽有集中检修减产，但较往年同期减量有限。
- 印尼方面，2021年1月份印尼不锈钢粗钢产量28.9万吨（300系），环比增1.40%，同比增99.31%。2021年2月份印尼不锈钢粗钢排产30.5万吨（300系），预计环比增5.54%，同比增69.44%。
- 进口方面，2020年12月中国不锈钢进口量21.72万吨，环比减少2.56万吨，降幅10.54%；同比增加12.16万吨，增幅127.20%。2020年1-12月中国不锈钢进口总量180.50万吨，同比增加61.25%。2020年12月中国不锈钢出口量37.98万吨，环比增加3.19万吨，增幅9.17%；同比增加5.82万吨，增幅18.10%。2020年1-12月中国不锈钢出口总量341.69万吨，同比减少6.58%。
- 总体看，国内不锈钢产量短期放缓，但整体供应受进口影响仍有增加的趋势。

# 社会库存回落，需求有望改善

- 2021年一季度无锡、佛山两地铬镍系不锈钢板库存整体上行。截至3月19日两地不锈钢库存46.17万吨，较年初增长超过16万吨；但节后至今不锈钢累库有限，目前已经出现下降的趋势。二季度随着消费的复苏不锈钢库存或有望出现回落。

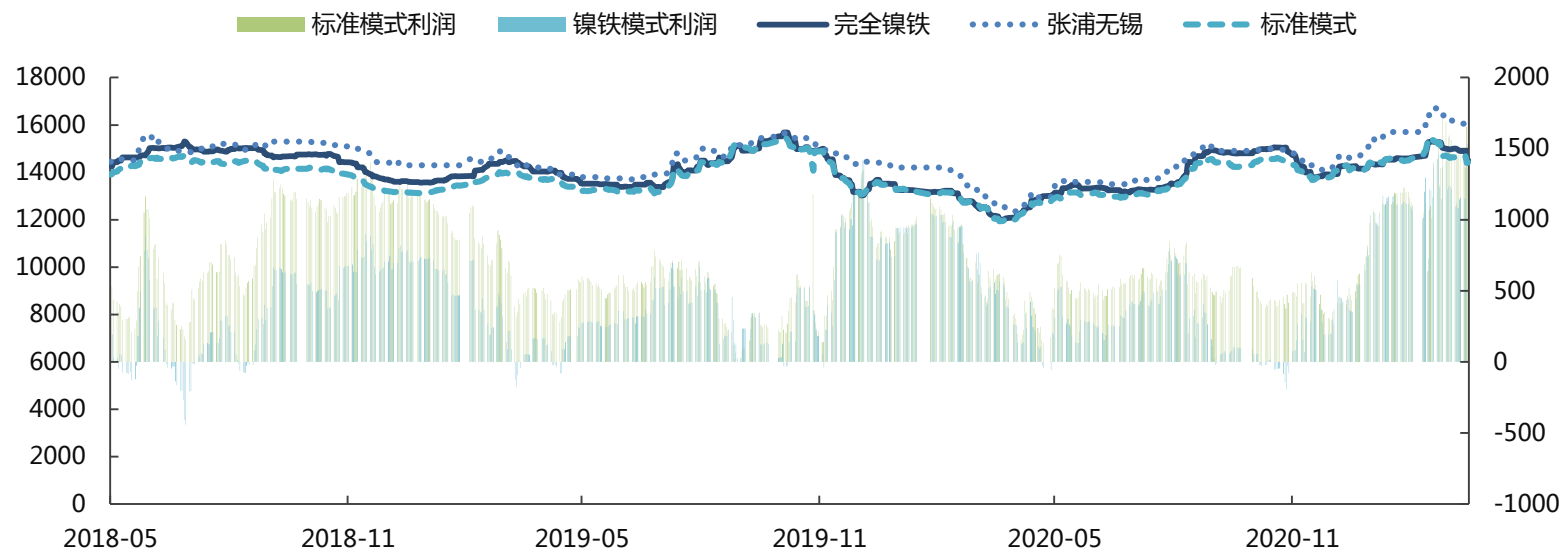
300系不锈钢库存（吨）



# 镍价下行毛利增加，不锈钢供应预计增长

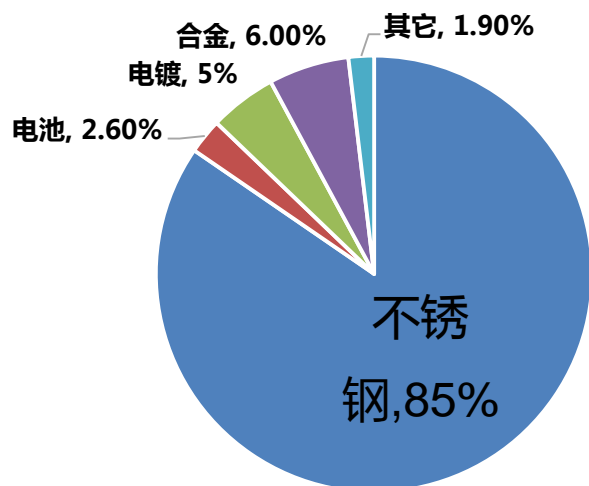
- 2021年一季度不锈钢加工毛利整体较好，据测算国内不锈钢的加工毛利自年初起持续回升，三月镍价下行后达到高位后回落，目前仍处于近些年来的较好水平。2021年二季度镍矿供应预计增加，加上境外镍铁的回流，预计不锈钢利润能维持在相对较好的水平。后期下游消费对价格的支撑作用值得关注，预计二季度不锈钢能维持目前的回升态势。

不锈钢价格&加工利润（元/吨）

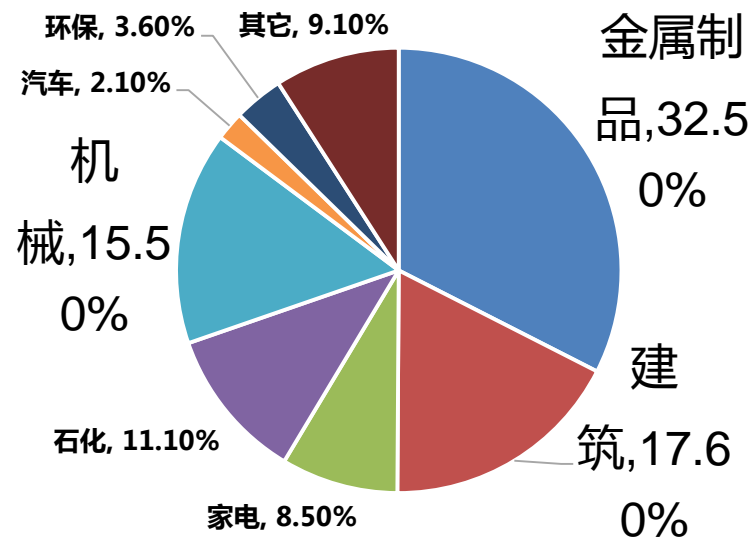


# 不锈钢占比仍高，镍价下方支撑有望

中国镍下游消费分类



不锈钢下游消费分类



- 目前镍金属的下游市场主流是不锈钢消费，原料以镍铁为主。公开资料显示，截至2019年数据不锈钢依旧是镍的最大下游，在全球及中国镍的消费占比分别达到68%和80%；合金及铸造是全球第二大镍的下游，消费占比为18%，在我国4%。目前电池日益受到关注，包括镍氢、镍镉电池、动力锂离子电池在内，电池在中国及全球镍的消费占比分别为8%和7%。据推算随着全球新能源汽车普及，预计到2040年全球镍资源31%将用于动力锂电池。尽管如此，在相当长一段时间内不锈钢仍将是镍资源第一大下游需求。

- 二季度预计不锈钢消费或带动镍价出现一定程度回升，且纯镍的价格可能存在对前期下跌修正的可能性。

# 2021年二季度镍&不锈钢期货行情展望

- 2021年二季度镍及不锈钢价格走势可能会整体回升，目前纯镍价格跌幅较大，未来存在比较明显的反弹需求，此外短期纯镍供应实际不受青山供应影响，考虑到今年新能源汽车消费大幅增长，预计三季度前纯镍消费存在较好支撑。此外库存方面，目前国内交易所库存明显偏低，不排除出现挤仓的可能，预计镍价前景较好。
- 镍铁方面，价格走势受下游不锈钢价格限制，主要看下游不锈钢二季度消费情况；二季度不锈钢价格弹性预计增加，镍铁价格或随之上涨。
- 价格方面，预计上海期镍价格整体波动区间在120000-160000元/吨左右。上海期货不锈钢价格在13000-15000元/吨区间运行。

❖ 宏观关注：  
中美贸易摩擦  
中国财政货币政策

❖ 供应关注：  
不锈钢进口增加  
镍铁产能增加

❖ 需求关注：  
国内不锈钢减产  
印尼不锈钢冷轧投产  
电动车增速

❖ 库存：  
LME库存  
上期所库存变化

# 2021年二季度镍&不锈钢期货操作建议

## 波段操作

- ❖ 镍价偏强运行，逢低买入，运行区间120000-160000元/吨。

## 套保操作

- ❖ 镍原料建议逢低买入保值为主。不锈钢期货低位买入保值，开仓区间13000-13500元/吨。



# 免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本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所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，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，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。