



铝：顶部将现 抛空为主

研究报告·月报

摘要

报告作者

作者：蒋一星

E-mail: jiangyixing@glqh.com

从业资格号：F3025454

投资咨询号：Z0013829

摘要：

- 1、氧化铝供应压力依旧，上行之路艰难
- 2、电解铝利润维持高位，产量持续增加
- 3、国内铝库存始终偏低，关注季节性累库力度
- 4、铝材国内需求整体依旧较好

后市展望

国内铝库存持续下降来到低位，各国未来应对新冠疫情而持续放水，导致铝价一路上涨。目前新冠疫苗已经开始推广，数量有限，全球疫情仍未得到控制，因此欧美的经济刺激大概率还会进行，但随着疫苗普及，未来经济刺激必将收缩。另外，电解铝累库或将开始，一旦库存明显回升，那么支持铝价上行的重要利多因素也将消失。笔者预计：当前铝价正在筑顶，关注累库后的抛空机会。

另外，在春季累库过后，如果库存季节性回落，再度来到较低水平，那么沪铝正向套利机会或将再度显现。

独立申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

一、行情回顾

图 1 沪铝指数周线图



数据来源：文华财经 国联期货

从走势上看，今年沪铝走势一共可以分为五个阶段：

1月至3月，春节前后，新冠肺炎在国内蔓延，包括铝在内的有色金属开始走弱。随后海外各地同样出现新冠肺炎疫情，市场恐慌情绪加剧，铝价继续走弱。

3月至7月，为了应对疫情带来的冲击，各国出台了一系列经济刺激措施，货币大幅宽松。同时，国内疫情控制较好，企业复产较快，需求明显回升。受此影响，铝价触底反弹。

7月至11月，海外新冠疫情继续肆虐。美国财政及货币政策未进一步加码，美元指数陷入震荡。铝价因此也进入震荡阶段。

11月至12月，疫苗频频传出利好消息，同时铝库存不断下降，导致铝价再度冲高。

12月至现在，海外发生新冠病毒变异，市场恐慌情绪再度升温，同时，铝价已经处于高位，下行压力增加。

二、原因分析

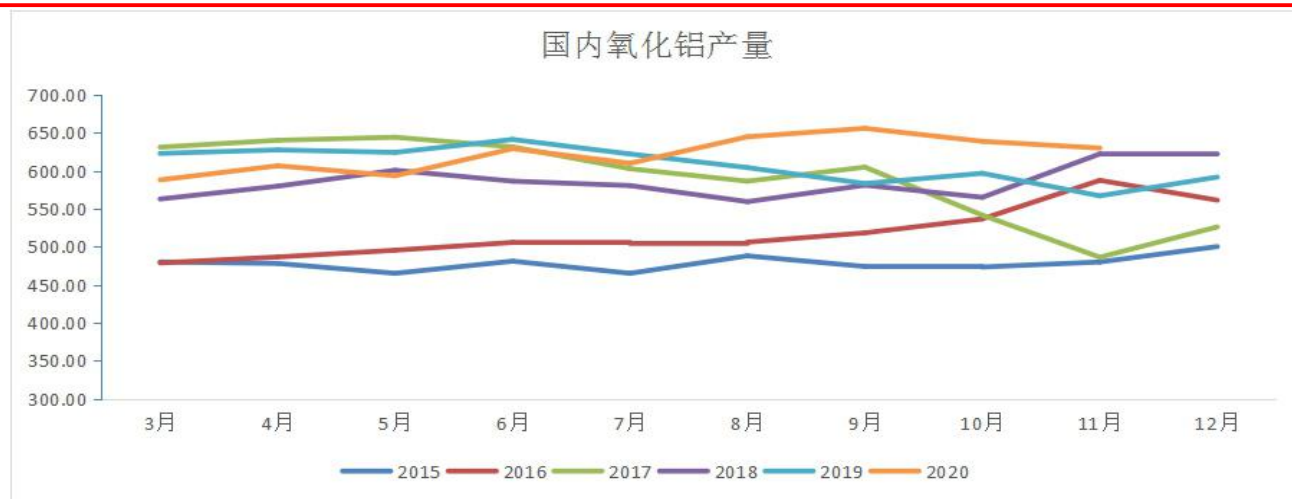
2.1 氧化铝供应压力依旧，上行之路艰难

据阿拉丁统计，截止至2020年10月，国内氧化铝总产能为8812万吨，在产产能为7200万吨，产能利用率为81.7%。自今年下半年以来，国内氧化铝产能利用率有所回升，但依旧处于较低水平，这主要是因为氧化铝价格处于低位，企业生产利润低，投复产意愿弱。

当前，国内氧化铝平均价基本维持在2200元~2400元内波动，处于历史低位，但并未跟随电解铝价格上涨，这主要是因为国内氧化铝本就供应过剩，同时海外氧化铝价格偏低，存在进口利润，今年氧化铝始终处于净进口状态，并且进口量较大。

今年前 11 个月，我国氧化铝累计产量为 6704.0 万吨，同比增加 0.5%，年初时受新冠疫情影响，产能受限，直到年中时，产能开始大幅增加。据了解，明后两年氧化铝投复产产能较大，预计分别将新增 550 万吨和 1450 万吨产能，折合产量约为 290 万吨和 1050 万吨。

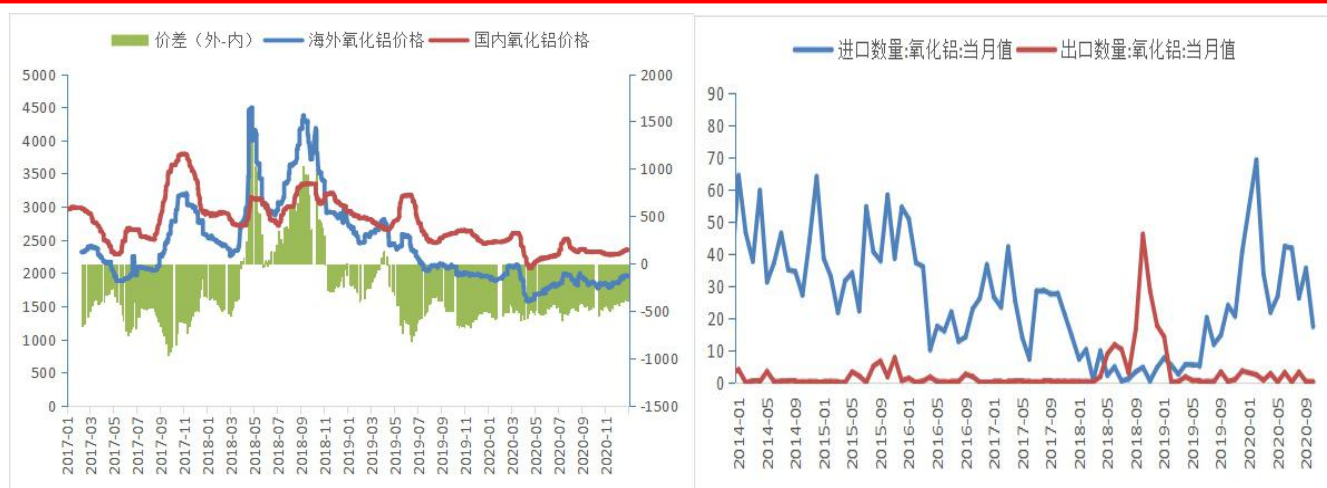
图 2 国内氧化铝产量



数据来源：Wind 国联期货

据了解，巴西海德鲁氧化铝厂已经逐步恢复至满产，海外氧化铝供应偏紧的局面因此得到缓解。今年西澳氧化铝 fob 价格持续低于国产氧化铝价格约 500 元/吨，导致今年我国氧化铝进口量一直处于高位。在前期供应较为紧张的情况下，海外氧化铝价格也未出现明显上涨，而现在这一利多因素也已经消失，由此推测，未来氧化铝价格的上行之路将较为艰难。

图 3 氧化铝内外盘价差与进出口情况



数据来源：Wind 国联期货

2.2 电解铝利润维持高位，产量持续增加

2017 年，我国进行了一轮供给侧改革。电解铝行业属于产能过剩行业，政府要求新增电解铝产能必须要有指标批文，而新批文的获得十分艰难，因此，近几年新增电解铝产能几乎都是以旧产能置

换而来，这意味着电解铝行业的产能天花板基本确定。

在4月份国内新冠肺炎疫情得到控制后，铝需求迅速回升，这导致铝价不断走高，冶炼利润也来到历史高位。在如此高的利润下，电解铝新增运行产能的投产力度却并不强，电解铝供需始终处于偏紧的状态，这使得电解铝冶炼利润能够长期处于高位。

图4 电解铝冶炼利润

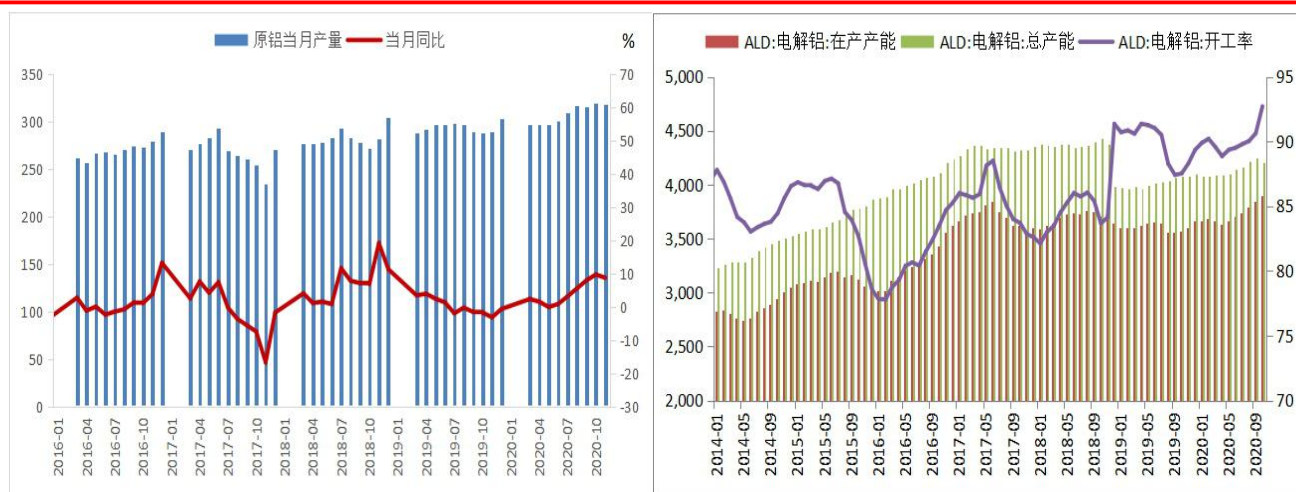


数据来源：Wind 国联期货

今年前11个月，国内电解铝累计产量为3381.7万吨，同比增加4.0%。从月度数据上看，电解铝产量增加主要集中在7、8两月。据阿拉丁数据显示，截至今年10月，国内电解铝建成产能4202万吨，在产产能3896.6万吨，产能利用率为92.7%，已经处于历史高位，这意味着未来想要继续提高电解铝产量，只能依靠新增产能投放。

据百川资讯统计，预计2020年和2021年电解铝产能分别增长278.5万吨和241.5万吨，增长率处于5%~7%之间。

图5 原铝（电解铝）产量和进口量



数据来源：Wind 国联期货

2.3 国内铝库存始终偏低，关注季节性累库力度

截至12月28日，国内电解铝社会库存合计58万吨，处于历史低位。上期所铝库存合计22.5万吨，同样处于历史低位。从往年库存规律来看，电解铝社会库存变化并没有太强的周期性规律，但是库存的变化趋势是比较流畅的：一旦开始上涨或下跌，往往会持续数月。而电解铝期货库存在每年一季度上涨的概率是比较高的。

为了节约加工成本，电解铝生产企业与下游加工企业往往建造得很近，这样铝厂可以直接给下游加工企业提供铝水，免去了铸锭再熔融的成本。因此，在下游需求较好时，铝厂生产的铝锭数量并不多，电解铝库存自然难以持续增加。

对于任何大宗商品，一般而言，只要库存处于低位，那么价格都是易涨难跌的。

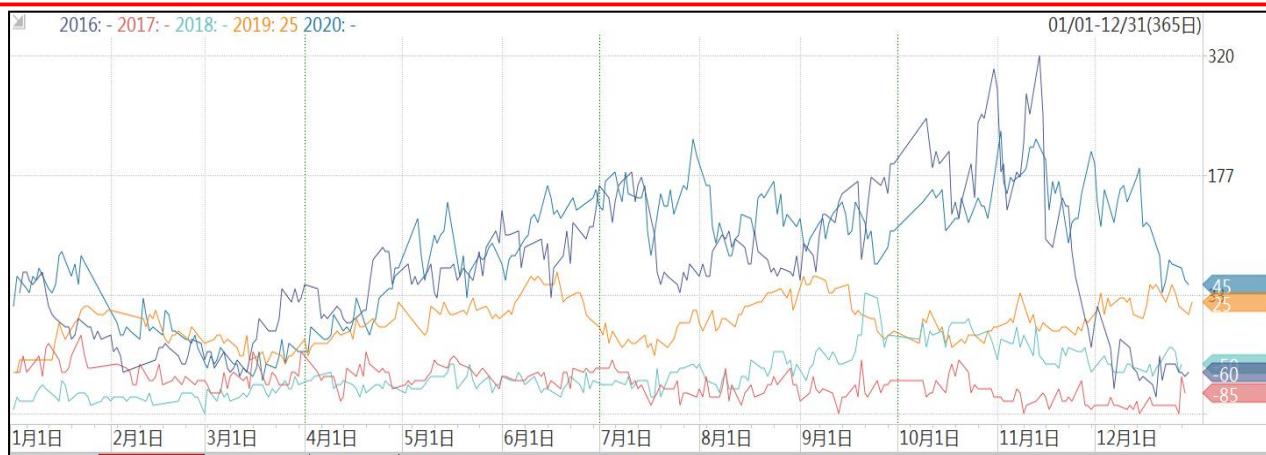
图6 电解铝库存



数据来源：Wind 国联期货

由于国内电解铝库存长期属于历史低位，这使得沪铝期货合约一直维持着back结构，并且价差明显高于往年。近期临近年末，下游需求放缓，部分套利头寸离场，导致沪铝合约间价差回落。但如果明年春节开工后，国内铝库存仍处于低位，那么正向套利头寸极有可能会再度进入。

图7 沪铝期货连二和连三价差



数据来源：Wind 国联期货

2.4 铝材国内需求整体依旧较好

今年前 11 个月，国内铝材累计产量为 5131.2 万吨，同比增加 7.8%。整体而言，今年铝材产量高于去年同期，这表明下游需求确实表现不错。目前，国内已经进入传统消费淡季，据了解，部分加工企业订单已开始小幅下滑，但由于前期订单积压，目前生产的持续性暂时没有太大问题。

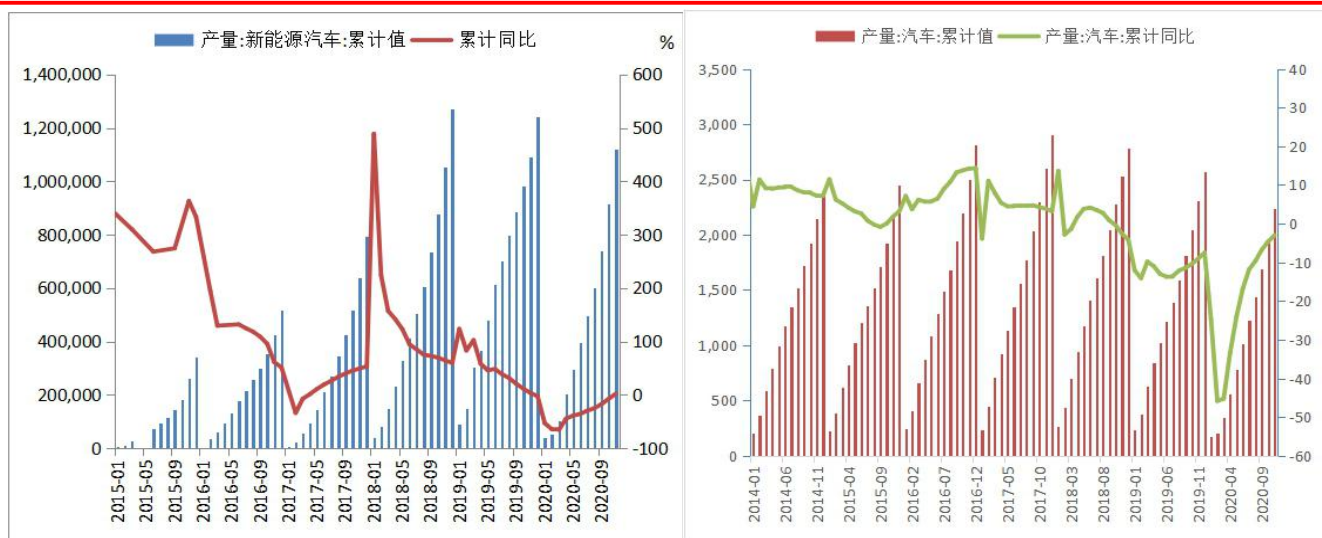
图 8 国内铝材产量以及出口量



数据来源: Wind 国联期货

终端需求方面，预计 2021 年新能源汽车行业将有较为亮眼的表现。今年 11 月，国务院办公厅印发了《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》，此规划提出目标：到 2025 年，我国新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右，到 2035 年，新能源汽车销量占到总体销量的 50% 以上。而目前，新能源汽车产量约占传统汽车产量的 5%。

图 9 传统汽车及新能源汽车产量



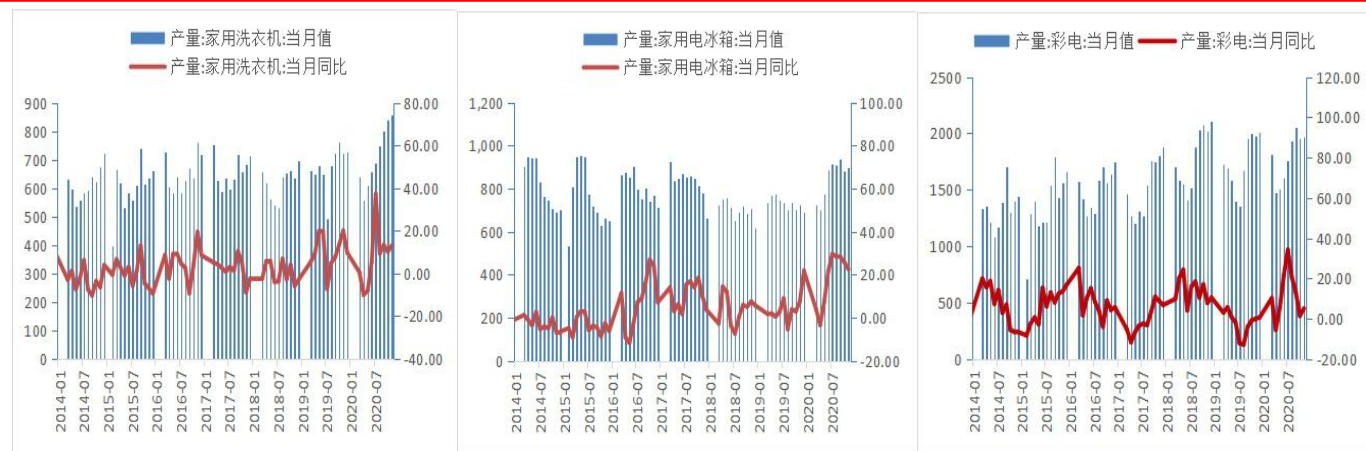
数据来源: Wind 国联期货

今年前 11 个月，新能源汽车累计产量为 111.9 万辆，同比增加 2.4%，增速持续回升；传统汽车

累计产量为 2237.2 万辆，同比减少 3.0%。笔者认为：未来新能源汽车行业大概率将处于实质性快速发展阶段，与前几年只停留在炒作阶段不同，因为当前新能源汽车价格已来到较低水平，同时电池技术也有明显改善，新能源汽车的接受程度大幅改善。

家用电器产量大幅增加，同比增速处于高位。今年前 11 个月，家用洗衣机累计产量为 7228.5 万台，同比增加 3.6%；家用电冰箱累计产量为 8260.5 万台，同比增加 6.3%；彩电累计产量为 17967.8 万台，同比增加 5.8%；上半年受疫情拖累，家电产量出现下滑，而下半年开始，家电生产提速，同比增速大幅上涨。明年，在高基数下，家电产量的高增速恐难以持续。

图 10 家电产量



数据来源：Wind 国联期货

三、总结与后市展望

3.1 总结

氧化铝价格始终处于低位，未来供应压力依旧较大，价格上行之路艰难。电解铝利润维持高位，产量持续增加，但当前产量增速并不及市场预期，预计今明两年电解铝产能增速都将维持在 5%~7% 之间。下游需求整体表现较好，家电产量维持高增长，但到明年，在高基数下，家电产量的高增速恐难以持续。新能源汽车或将是未来需求亮点。电解铝社会库存始终处于低位，对铝价形成支撑，但春季补库或将开始。

3.2 后市展望

国内铝库存持续下降来到低位，各国为了应对新冠疫情而持续放水，导致铝价一路上涨。目前新冠疫苗已经开始推广，但数量有限，全球疫情仍未得到控制，因此欧美的经济刺激大概率还会进行。之后随着疫苗普及，未来欧美乃至中国的经济刺激必将收缩。另外，电解铝累库或将要开始，一旦库存明显回升，那么支持铝价上行的重要利多因素也将消失。笔者预计：当前铝价正在筑顶，关注累库

后的抛空机会。

另外，在春季累库过后，如果库存季节性回落，再度来到较低水平，那么沪铝正向套利机会或将再度显现。

联系方式

国联期货

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

E-mail: jiangyixing@glqh.com

免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎