



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

供应增量明显，谨防高位回落 — 2022年二季度铝投资策略展望

分析师：侯亚辉（F3085017，Z0016370）

2022. 3. 30

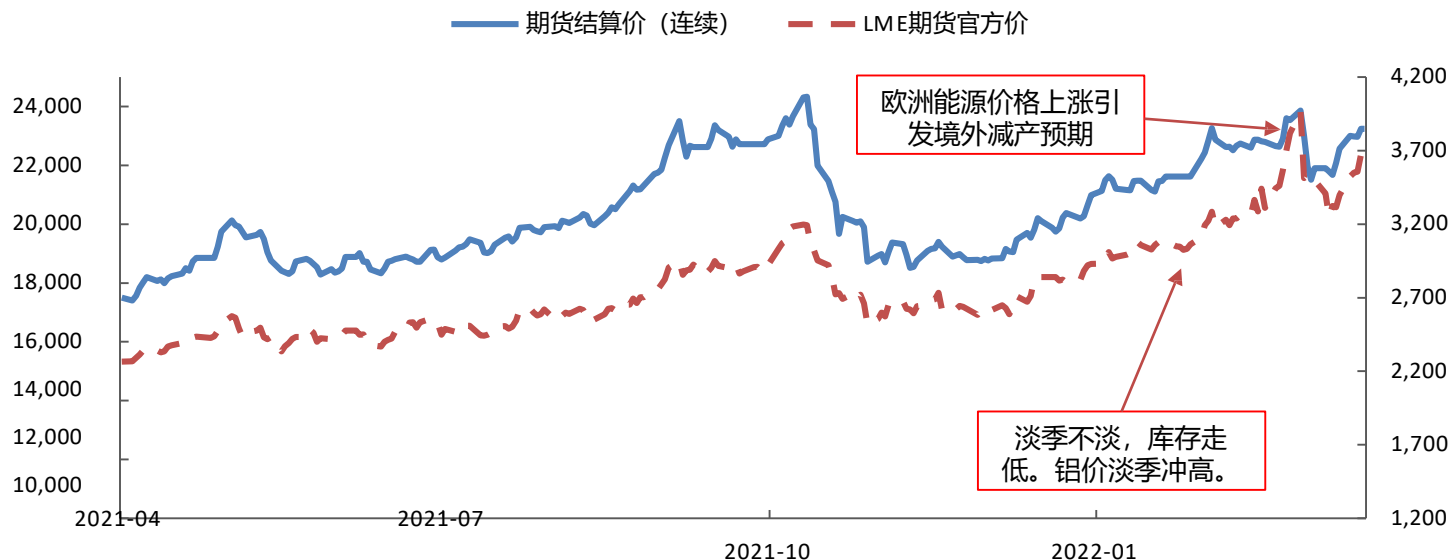
供应增量明显，谨防高位回落

——2022年二季度铝投资策略展望

- 主要驱动因素：电解铝供应增加，消费或有回落。
- 供求角度：2022年二季度国内电解铝产能产量在高利润的支持下预计继续增长。2022年二季度国内电力供应或较去年明显放松，在云南水电不出现大幅走低的情况下国内电力供应问题预计不大。
- 消费方面，随着俄乌局势的升级，境外消费预计趋弱，供应受能源价格影响预计趋强，对国内铝材出口形成拉动。但考虑到供需的失衡不能长久，需非常警惕能源价格持续高位的背景下境外存在消费断崖式下跌的风险。
- 预计价格主要运行区间：LME铝3000-4000美元，上期所铝20000-25000元。

2022年一季度铝行情回顾

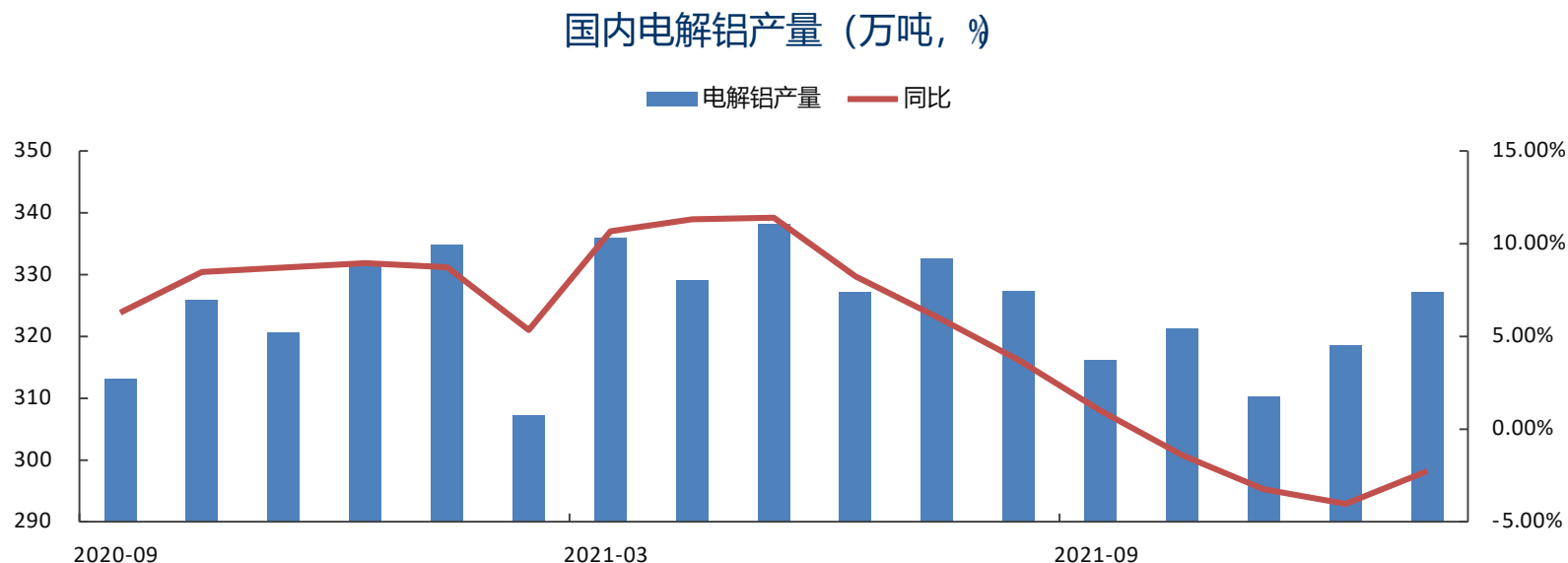
电解铝走势回顾（元/吨，美元/吨）



2022年一季度国内铝价一波三折，1月以来铝价受节前补库等因素影响价格持续走高，2月境外能源价格上涨、国内氧化铝限产导致铝价进一步冲高。3月初受LME镍等交易性因素影响铝价快速回落，3月中旬快速调整后再度回升，截至3月25日呈现高位震荡走势。4月国内铝锭消费延续旺季，产量预计仍有持续增量；相比之下欧洲铝受能源影响预计偏紧，境外消费则受政治因素影响预计不及年初判断，铝价整体矛盾不突出，预计高位震荡运行。

资料来源：Wind，申万期货研究所

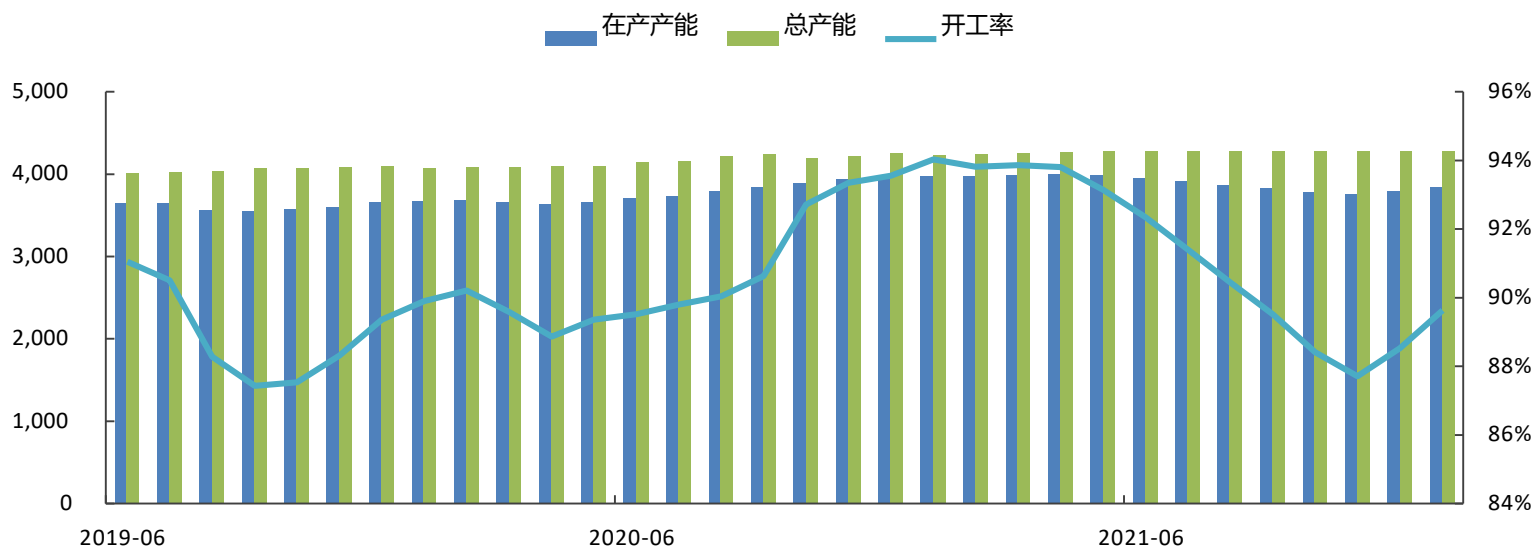
供应：供应持续回升



- 预期：年内主要投产预计在云南、广西、内蒙。
- 国家统计局最新数据显示，2022年1-2月，中国1-2月电解铝产量632.7万吨，同比降1.4%，1、2月产量预计分别在327、305万吨，同比下降2.1% 0.7%。
- 环比看2022年1月产量已经回升至327万吨/月，与2021年8月持平，不考虑新增的情况下因能耗双控和冬季供电自2021年9月起减产产能已经完全恢复。

供应：供应持续回升

电解铝产能变化 (万吨)



- 据相关机构统计，截至2022年1月底国内电解铝总产能4287万吨，较2021年底增长4万吨/年，同比增长1.42 %。在产产能3843万吨，开工率89.64%，在产产能同比下降3.32 % 降幅较2021年底收窄。

供应：供应持续回升

电解铝产量 (万吨)

	中国	山东	新疆	河南	内蒙	甘肃	青海	云南	宁夏	贵州	广西
2022-01-31	327.1986	68.8620	51.3700	16.7410	49.7470	20.6892	22.3250	25.0447	10.1660	10.6334	17.5460
2021-12-31	318.5079	68.4450	51.5730	17.0802	49.2830	19.8929	21.8749	20.7920	9.7780	10.2804	16.2513
2021-11-30	310.2980	65.8140	49.6850	16.2119	47.8251	19.3858	21.6920	21.3850	9.3870	9.8260	16.5200
2021-10-31	321.2670	68.0810	51.1350	15.3902	48.8849	19.1586	22.2830	23.2983	10.1770	10.4015	18.4184
2021-09-30	316.1593	66.1410	49.7710	14.0712	47.9690	19.5277	21.5862	24.0982	9.7741	10.4520	19.8296
2021-08-31	327.2379	68.6970	53.0327	13.0977	48.9962	20.1170	22.0215	25.3162	10.0780	11.0145	20.6985

- 具体来看：截至1月主要省份当中内蒙、河南较去年9月限产前实现了增产，增产规模在0.8、3.7万吨/月；山东、甘肃、青海、云南、宁夏基本恢复至2021年8月产量水平；新疆、贵州、广西仍未恢复到减产前水平，较减产前产量分别下降1.7、0.4、2.9万吨/月。
- 综合看来，截至2022年1月主要省份电解铝产量基本持平，主要增量贡献在河南省，去年四季度减产较多的新疆、贵州、广西仍有至少5万吨/月产量可能恢复。其中广西、贵州近期恢复速度预计较快，新疆排除超产情况不排除继续维持在50万吨/月上下水平。

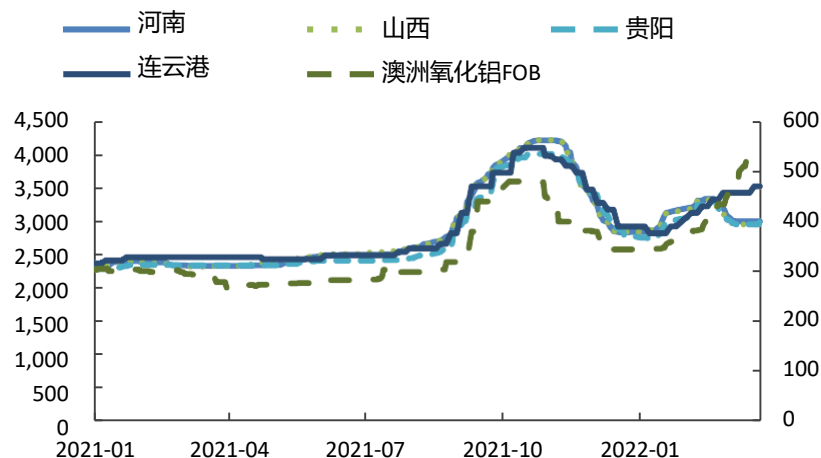
供应：供应持续回升

省份	企业	2021投产	待投	时间	2021关停
云南	云南宏泰	30	57	总计203万吨， 预计2022年8月 完成投产	关停8万吨/年
	云南神火	15	15	合计90万吨， 剩余可投，但 受政策影响未 定	20万吨/年
	云铝海鑫	0	38	海鑫合计70万 吨，待投，投 完后云铝产能 升至315万吨	2021年减产约 40万吨，产能 规模在83万吨/ 年
	云南其亚	0	22	建成13万吨， 剩余待投	4.5万吨/年
贵州	兴仁登高	0	25	在产25万吨， 待投25万吨， 规划130万吨	截至11月关停 25万吨/年
	元豪铝业	0	10	煤电铝一体化 项目，并网后 承担黔西南80% 负荷。项目总 体33万吨合金， 投产待定	
广西	德保百矿	13	0	已投产	
	田林百矿	10	0	30万吨完成投 产	
	华昇新材料	0	25		
内蒙	白音华	0	38		
合计		68	230		

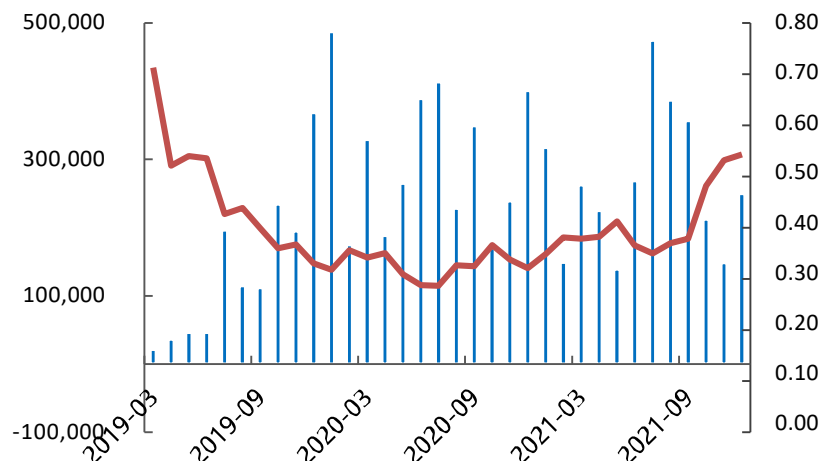
- 产能方面，根据统计局数据截至2022年1月国内电解铝产能 4287万吨，仅较2021 年四季度小幅增长。 距离供给侧改革上限 的4553 万吨还有266 万吨。
- 截至2021年底国内建成待投产产能约230万吨/年。主要集中在云南、贵州、广西、内蒙。
- 2022年主要省份仍有较高的增产潜力。

成本：氧化铝价格内外分化

氧化铝价格（元/吨）



氧化铝净进口&价格（吨，美元/千克）



- 原料方面，国内氧化铝价格年初经历了一轮限产后的上涨后有所回落，从具体的地区价格看，北方和南方地区价格逐步趋同，截至3月下旬在3000元/吨附近。
- 与此同时，进口氧化铝的价格2月后持续走高。截至三月下旬澳洲氧化铝FOB价格已经上涨至525美元/吨，连云港地区进口氧化铝价格已经超过3500元/吨。
- 从进口情况看，截至2021年12月我国氧化铝净进口仍位于相对高位，但随着国内外价格的倒挂预计未来氧化铝进口有所减少，价格整体受境外供应影响存在较好支撑。

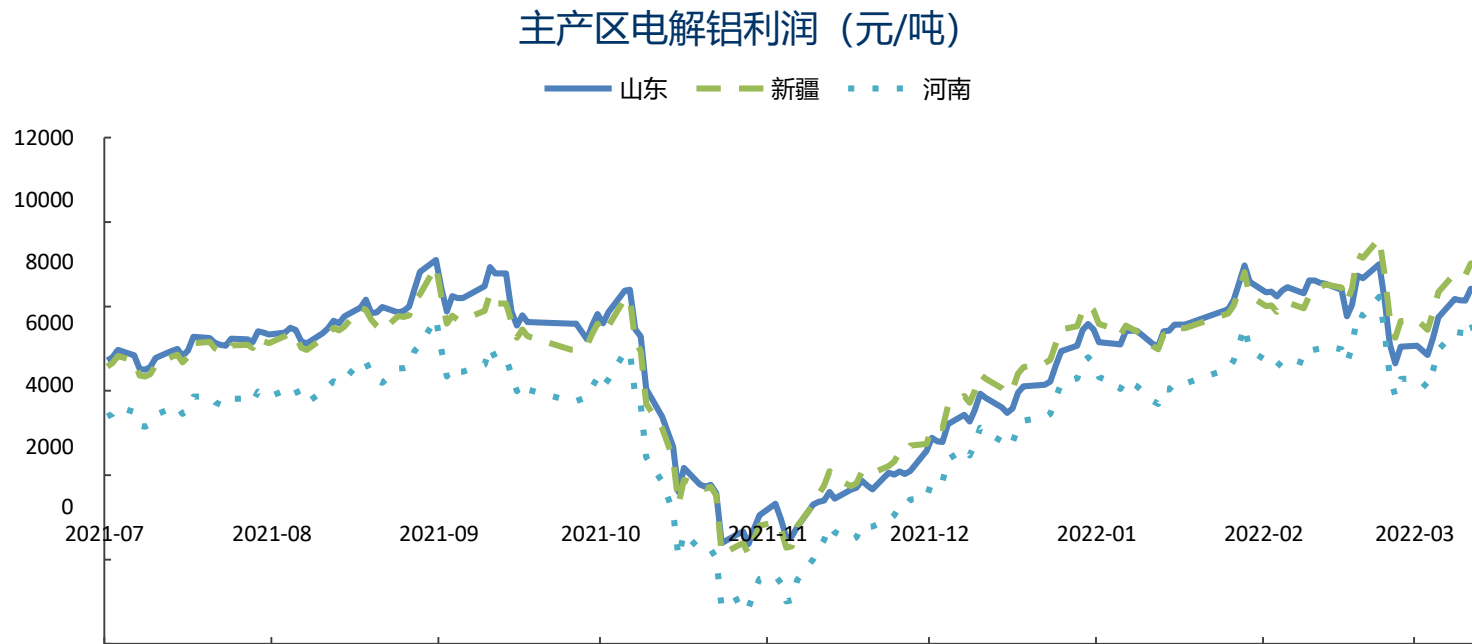
成本：氧化铝产能长期充裕

- 氧化铝长期供应预计依然宽松。首先看开工情况，截至2022年1月国内氧化铝开工率84% 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。2022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，相比电解铝产能潜在增长规模，氧化铝过剩的态势很难改变。因此从原料-冶炼利润考虑氧化铝在二季度甚至2022年全年都很难出现长期挤压电解铝利润的情况。

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

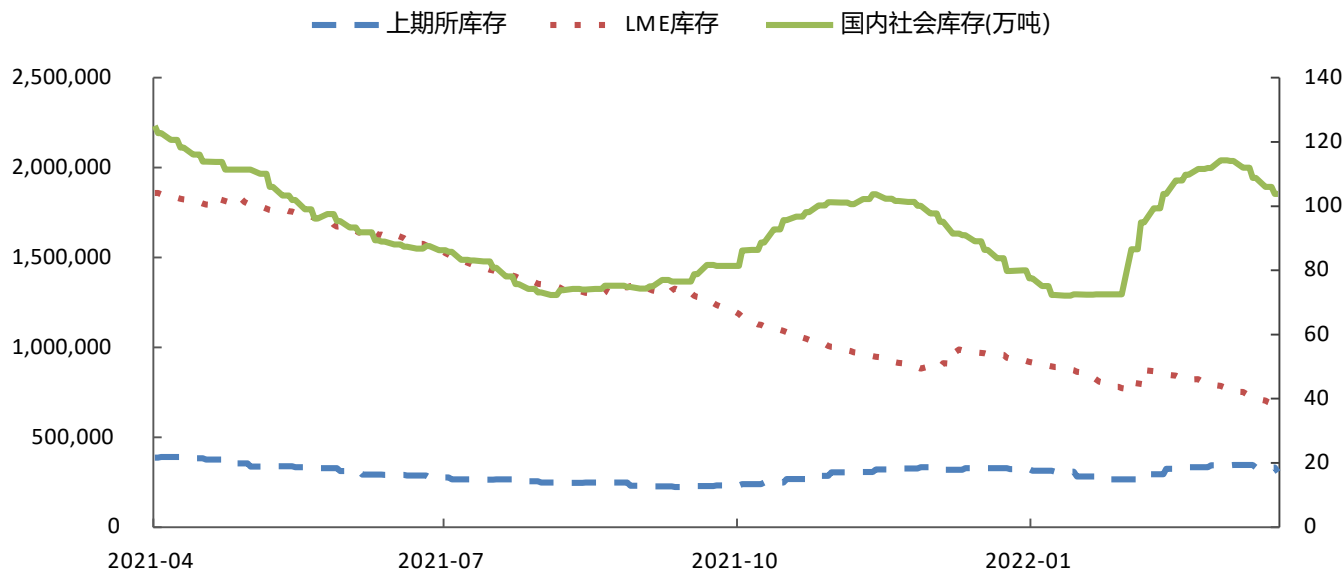
高利润支持产量增长



- 利润方面，随着铝价的大幅波动，氧化铝和国内能源价格相对稳定，尽管存在一定程度的波动，但预计未来铝价本身仍是主导利润的核心因素。
- 截至3月下旬，国内主要产区铝厂利润位于高位，主要受境外能源价格上涨以及国内消费旺季对铝价的支撑。在现有的价格水平下，国内电解铝供应预计存在较大的增长动力。

库存：整体回落

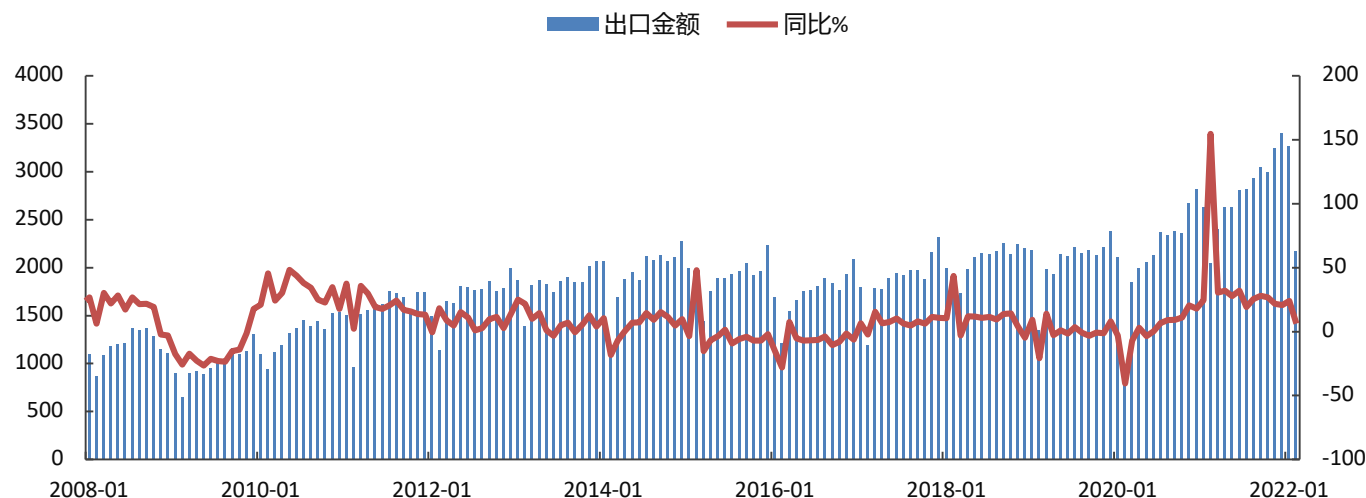
铝库存（吨，万吨）



- 库存方面，截至3月24日国内铝锭社会库存103.9万吨，呈现明显的旺季回落态势。国内社会库存在2022年3月中旬开始季节性回落，并未受到增产的影响。
- 交易所库存方面，上海期货交易所库存3月中旬以来同样回落，截至3月25日当周在30.89万吨，较前一周大幅减少约3万吨。同期LME铝锭库存持续回落，整体水平中性。

需求：出口存在回落风险

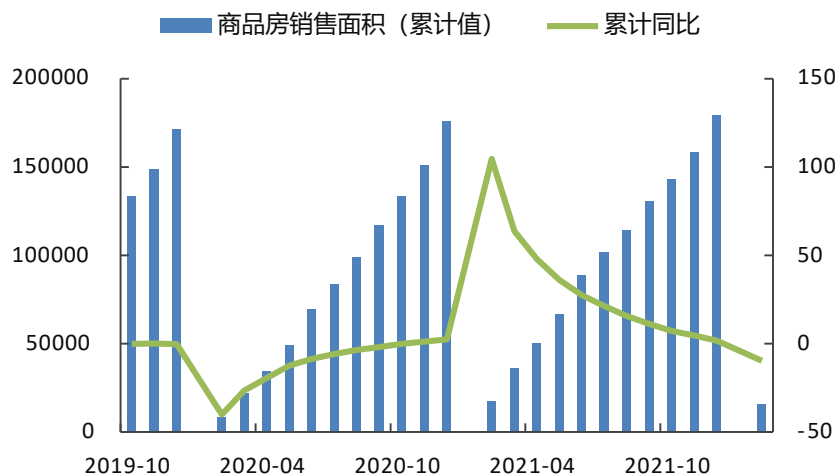
出口金额&增速（亿美元，%）



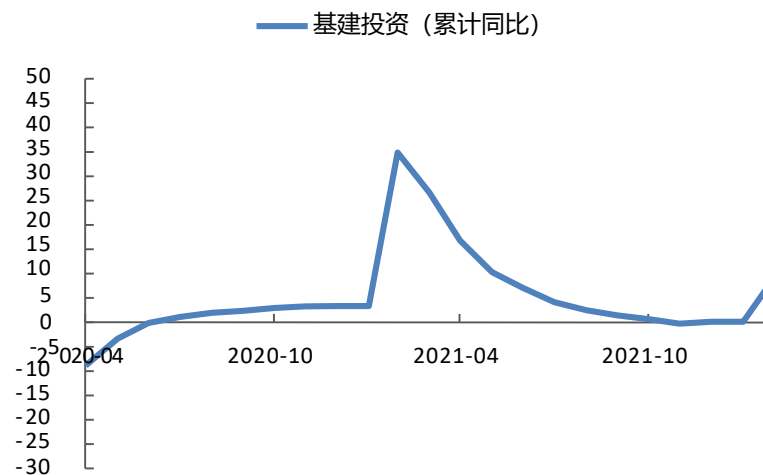
- 出口方面，国内出口金额2020年疫情后持续增加，2020年四季度出口同比增速已经攀升至超过10%。11、12月分别出口2670和2819亿美元，同比增速20.57%和18.14%；2021年受疫情管控有力影响，国内出口金额同比延续高增速，截至12月在20，全年出口增速29.86%。值得注意的是，2022年2月我国出口数据快速下滑，出口金额2174亿美元。同比增长6.2%。
- 2月为传统出口淡季，但增速的大幅下降值得警惕，包括俄乌冲突带来的能源成本提升以及制裁引发的贸易问题可能会对境外需求形成较大冲击。

需求：基建地产出现分化

房地产开发投资完成额（亿元，%）



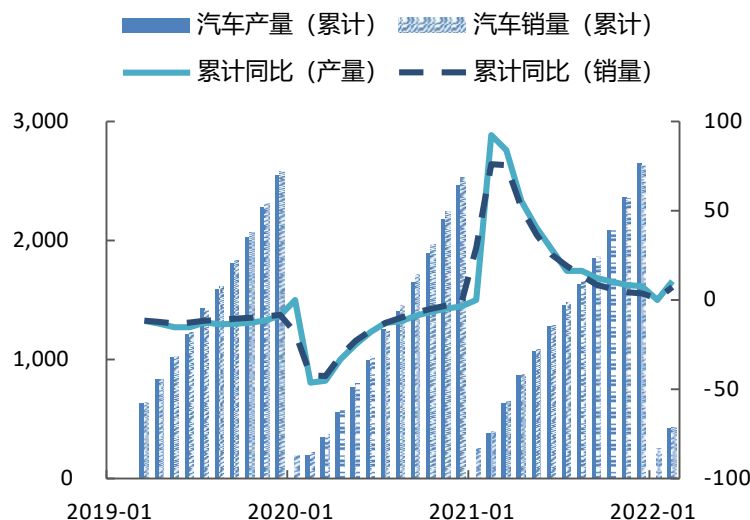
基建投资增速（%）



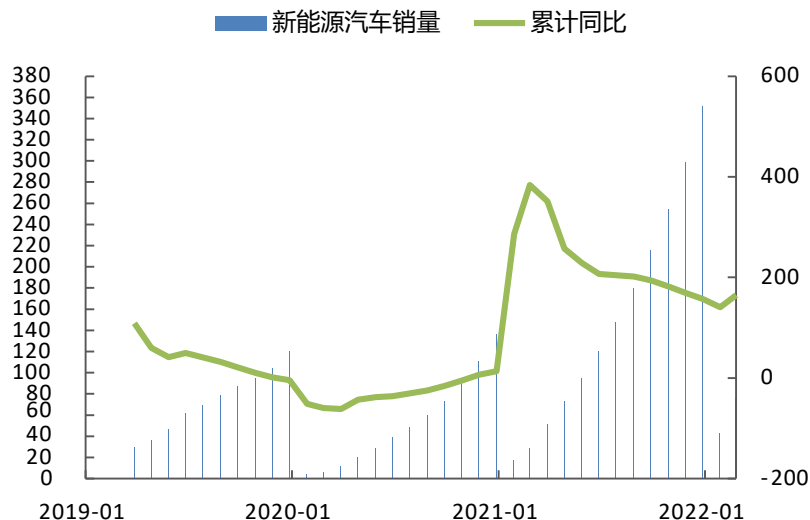
- 投资方面，尽管2022年的财政力度明显增长，对地产的限制也有所放松，但截至2月数据显示房地产开发投资完成额再度出现同比回落，2月较去年同期下降9.6% 此前预期的地产托底政策从数据上看并未出现。
- 相比之下2022年的基建投资增速出现了季节性增长，一季度通常来说是基建投资增长最快的时间，后期强度仍有待进一步观察。
- 此外全社会固定资产投资完成额2月同样出现明显的抬升，考虑到同期房地产投资的回落，预计2022年的投资增长或仍以政府支出为主。

需求：汽车生产有所回升

汽车产销量 (万辆, %)

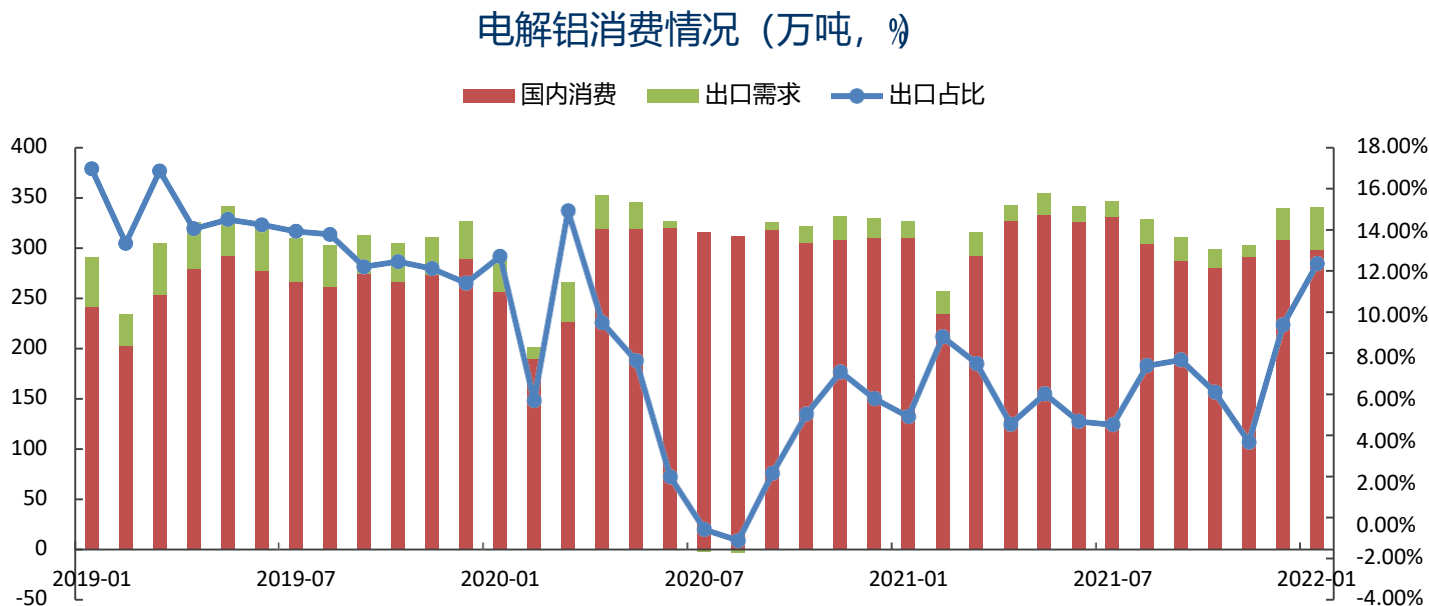


新能源汽车产销 (万辆, %)



- 汽车方面，2021年汽车产量增长较快，截至12月国内累计生产汽车2652.8万辆，同比增长7.73 % 新能源汽车方面，2022年一季度同样有明显增加。
- 据测算，每辆新能源汽车较传统汽车用铝量约增加约85kg。从2021年国内新能源车的生产情况看，2021年1-9月国内累计销售新能源汽车352.05万辆，较2020年同期增长157 % 较2020年增加产量216万辆，对应铝消费量约18万吨。短期看新能源汽车的铝消费量依然偏低，对市场产生影响仍需时间。

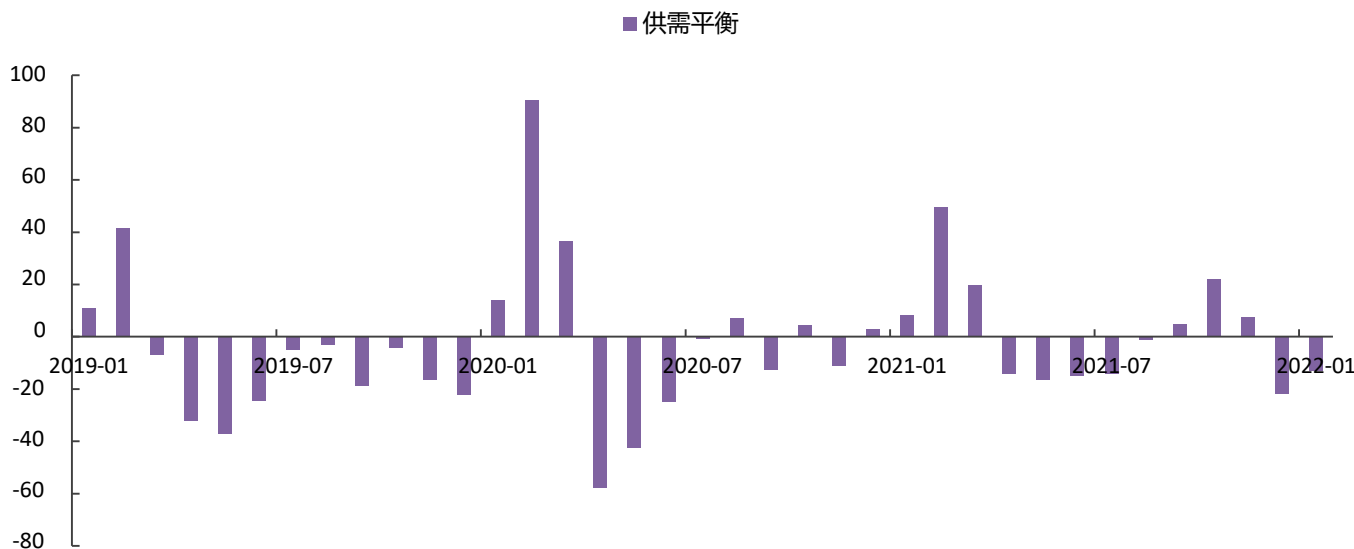
需求：短期消费较好，存在下行风险



- 消费方面，2022年1月国内消费整体维持高水平，主要值得关注的在于出口占总体需求的比例增加。主要受到境内外比价快速滑落的影响。
- 从截至3月底的沪铝&LME期铝比价来看，2022年二季度铝材预计出口将维持相对高位。一方面受到境外俄乌冲突影响，欧洲铝厂延续亏损；其次受疫情影响人民币汇率近期中止了此前的升值趋势，有利于出口的增长。

总结：供需边际走弱，二季度警惕过剩

电解铝供需平衡（万吨）



- 供需平衡方面，2022年一季度铝市场预计整体呈现缺口，主要受到旺季消费以及出口增加的影响。
- 二季度我们认为铝价压力会逐步增加，供应端主要是国内主要产区产量增长势头不减，包括云南、广西、贵州等主要产区仍有供应释放的空间。需求端未来预计走弱，主要在于疫情对国内需求的影响以及俄乌局势对境外需求的打压会在二季度逐步体现。

2022年二季度铝期货行情展望

- 2022年二季度国内电解铝供应预计增长。主要增量贡献在河南省，去年四季度减产较多的新疆、贵州、广西仍有至少5万吨/月产量可能恢复。其中广西、贵州近期恢复速度预计较快，新疆排除超产情况不排除继续维持在50万吨/月上下水平。
- 需求端，二季度国内需求主基调是稳定，境外铝锭减产造成的需求对国内存在一定利好。但从中长期角度看，境外需求在加息和能源价格上涨的背景下存在较大的回落风险。
- 价格方面，预计2022年二季度铝价整体走势延续高位。在境外能源价格上涨的背景下不排除短期继续冲高的可能性，主要压力区间或在24000-25000元/吨，但仍存在较大的下行风险，因此操作上可以考虑买入看跌期权或者逢高卖出的保值思路为主。

■ 宏观关注：

欧洲铝锭需求
俄乌局势
美国加息影响

■ 供应关注：

电解铝投产、复产情况
云南枯水期发电情况

■ 需求关注：

房地产投资增长
中国出口数据
发电对下游的影响

■ 库存：

国内社会库存
上期所库存
LME库存

2022年二季度铝期货操作建议

波段操作

❖ 24000-25000元/吨逢高卖出为主。

对冲操作

❖ 沪铝正套为主。

套保操作

❖ 逢高卖出主力合约保值。



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

多空博弈之下，高位偏强运行 — 2022年二季度镍投资策略展望

分析师：侯亚辉（F3085017，Z0016370）

2022. 3. 30

多空博弈之下，高位偏强运行

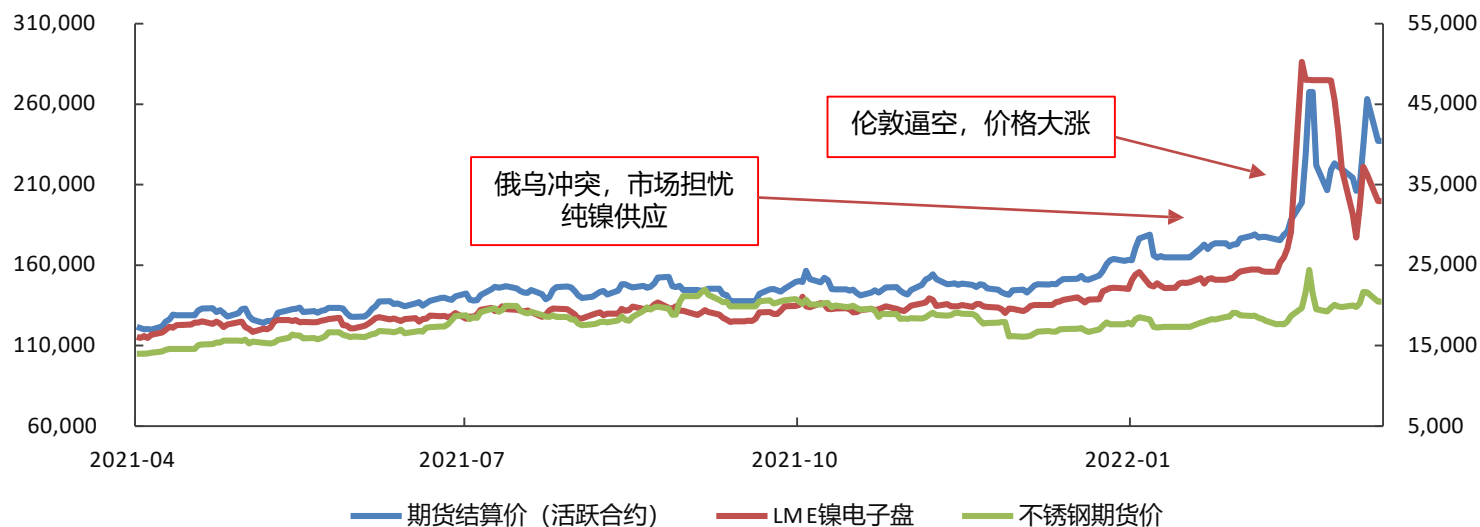
——2022年二季度镍&不锈钢投资策略展望

- 主要驱动因素：纯镍交割库存低位、不锈钢产量可能增长、硫酸镍持续偏强。
- 供求角度：2022年二季度镍&不锈钢市场多空交织。镍方面，尽管LME增加了涨跌停板和延迟交割等制度，但无法解决纯镍交割品不足的问题，青山的空头头寸相对金川、俄镍等主要生产商来说过大，短期几乎没有完成交割的可能，纯镍价格支撑较强。镍铁方面，产量的扩大造成镍铁价格难以大涨，但新能源对纯镍的需求同样会拉动镍铁价格，随着高冰镍产能的扩大未来更多的可能是镍铁将纯镍价格拉至相近水平而非通过镍铁价格的上涨实现回归，短时间内纯镍-镍铁价差会依然存在。不锈钢方面，二季度产量存在增长的可能，消费旺季可能带动进一步去库，价格短期预计偏强。
- 预计价格主要运行区间：LME镍25000-40000美元，上期所镍180000-270000元，上期所不锈钢18000-23000元。

2022年一季度电解镍&不锈钢行情回顾

回顾

电解镍价格走势（元/吨，美元/吨）



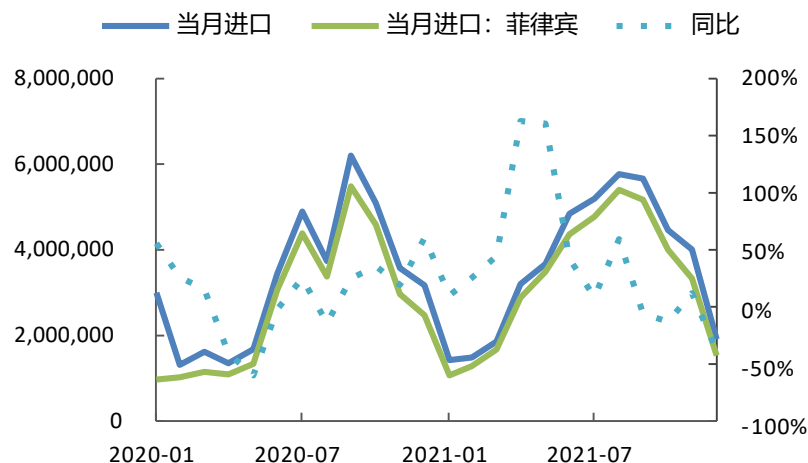
- 2021年前三季度镍及不锈钢价格走势受一季度大跌影响整体呈现先跌后涨。在青山供应高冰镍挤压纯镍需求预期下，市场对电解镍恐慌抛售，后回归供需基本面并受下游不锈钢消费回暖带动，价格整体上行。
- 下游方面，2021年前三季度国内304不锈钢价格利润整体走高，二、三季度毛利一度超过1500元/吨，主要受下游消费回暖以及不锈钢产能限制影响。四季度硫酸镍和镍铁价格支撑，下游不锈钢走势偏弱，镍价整体震荡运行。

资料来源：Wind，申万期货研究所

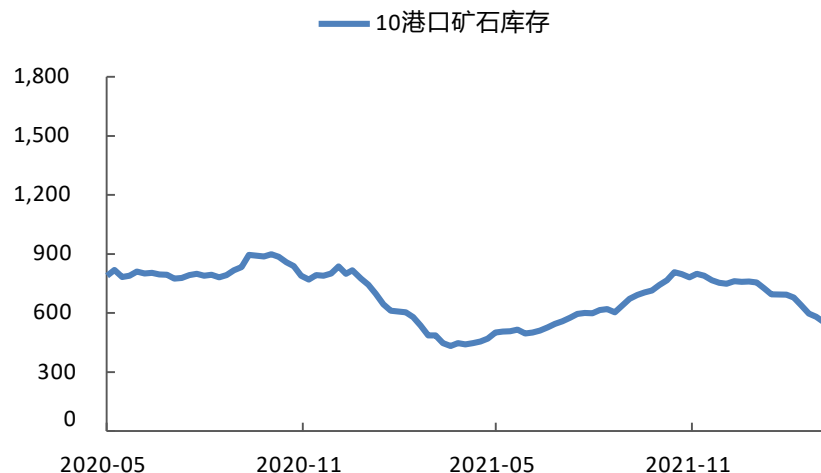
原料：矿石进口继续增长，港口库存季节性回落

- 2021年国内镍矿进口继续增长，1-12月自菲律宾进口镍矿石累计3905万吨，较2020年增加约707万吨，同比增速22%。
- 库存方面，港口矿石库存2022年一季度季节性回落，二季度矿石供应预计逐步增加。

中国镍矿进口（吨）



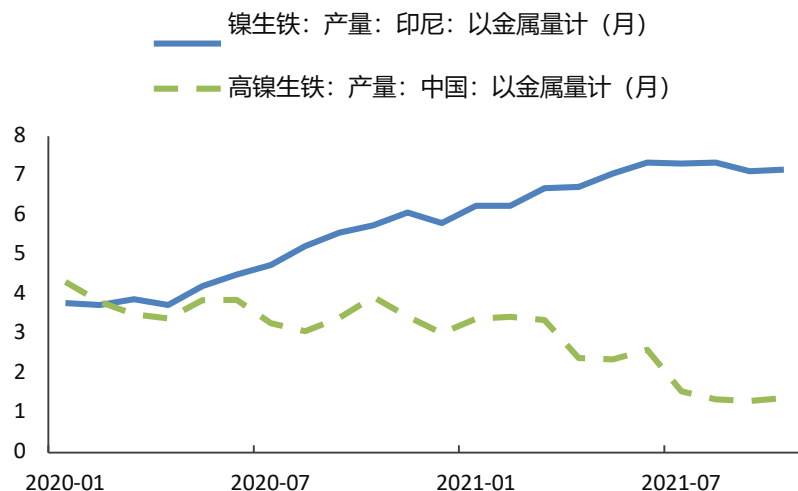
港口镍库存（万吨）



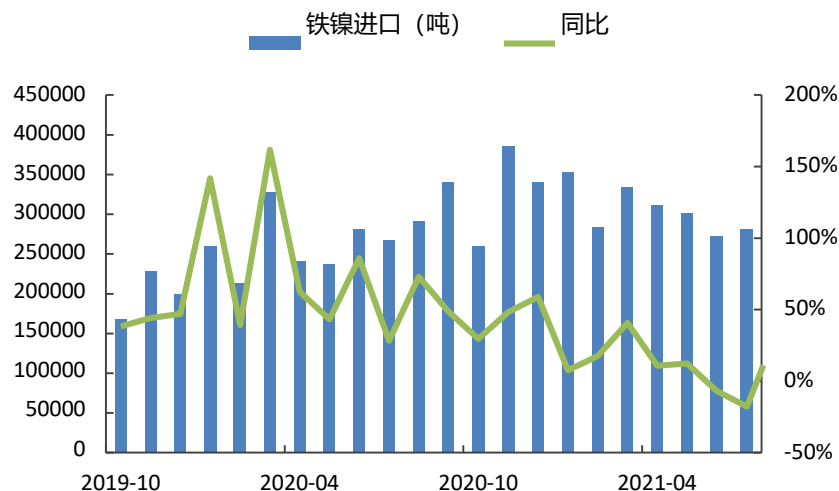
原料：镍铁产量减少，进口持续增加

- 从产量上看，由于原料供应和成本问题，国内镍铁产量不断下降。2021年1-10月国内镍铁产量23.2万金属吨，较去年同期的36.5万金属吨大幅下降。印尼镍铁产量增速三季度放缓，2021年10月产量为7.16万金属吨。经济性的角度考虑，国内镍铁产量预计继续萎缩，进口原料占比持续抬升。
- 进口方面，2021年以来国内镍铁进口持续回落，增速在6、7月出现负增长，8月大幅回升后9月再次回落12月出现回升。2021年国内累计进口镍铁370万实物吨，环比2020年同期增加26万实物吨（约2.1万金属吨），同比增长7.5 %

镍铁产量（万金属吨）

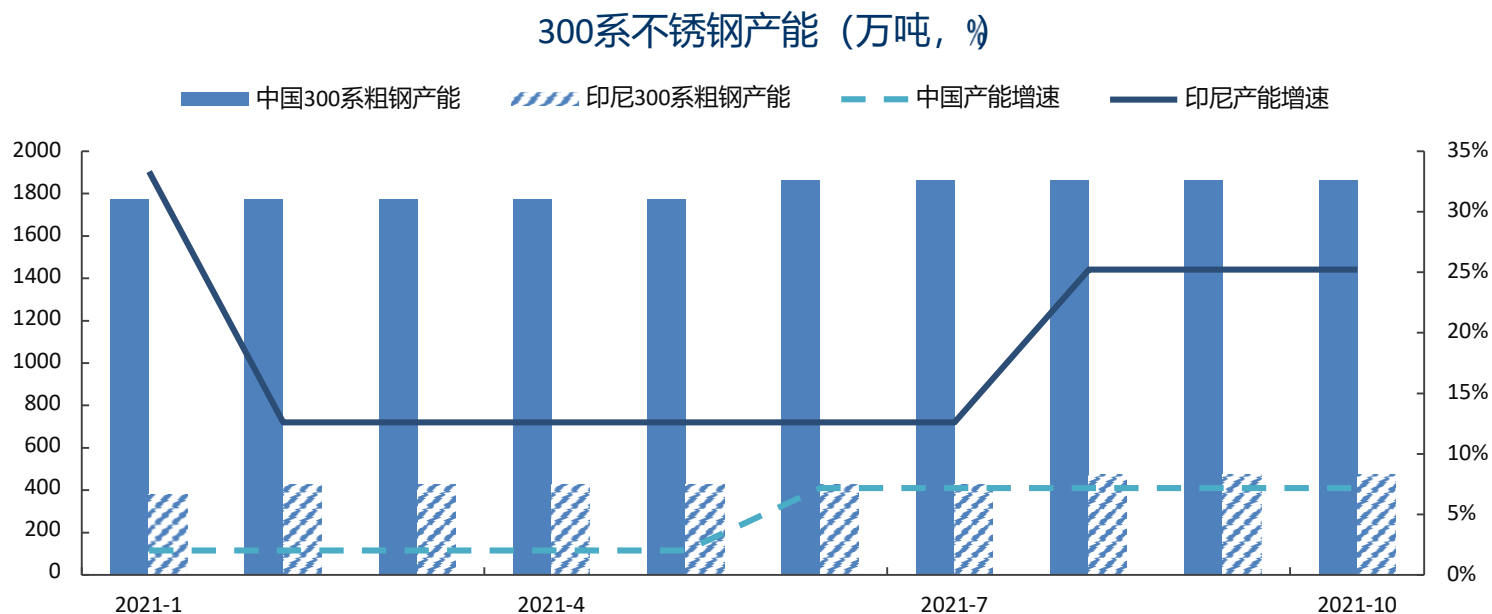


镍铁进口（吨，%）



不锈钢产能：内外产能持续增加

- 2021年，国内外不锈钢粗钢产能持续增长，但受原料供应影响，国内不锈钢产能增速明显不及印尼。据钢联数据和申万研究所估算：截至2021年10月国内300系不锈钢粗钢产能或超过1800万吨/年，印尼产能接近500万吨/年，相比2020年同期分别增长7.18%、25.23%。
- 从国内粗钢产能情况看，2021年较2020年环比增长约90万吨/年，需镍金属量超过7万吨。考虑到镍铁产量的下降以及2021年300系不锈钢的利润情况，2021年国内300系开工整体偏低。



不锈钢产能：内外温差明显，政策扰动持续

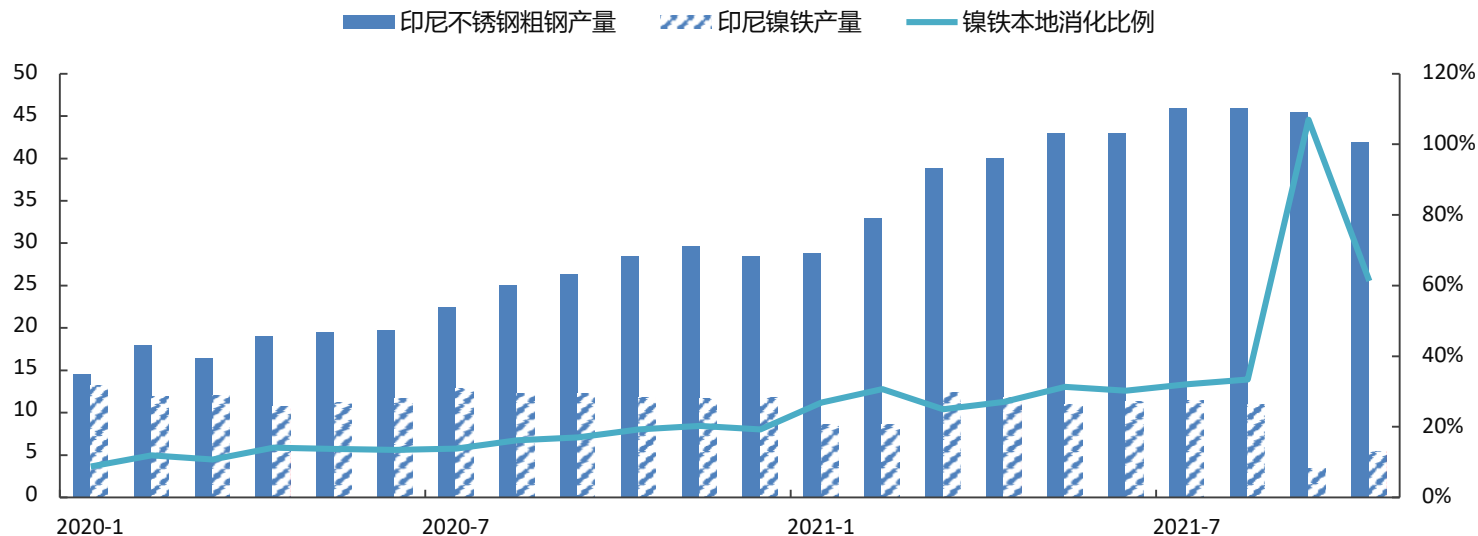
单位（万吨）	不锈钢产能	同比	环比新增
2021	3903	7.31%	336
2022E	5767	47.7%	1864

- 据上海有色网的统计，2021年中国境内规划新增不锈钢产能336万吨，其中超过250万吨为300系不锈钢。2022年规划新增1864万吨产能，其中300系规划产能超过600万吨。2021、2022年的300系不锈钢产能预计增速分别在14% 28 %
- 尽管规划数量较多，但考虑到国内镍铁供应问题2021年以后的产能增长将受到境外原料的制约，此外能耗双控以及限产对不锈钢存量的影响也较大，三季度不锈钢排产下降，未来随着能耗双控的持续以及成本的变化，实际产能产量增长预计无法达到预期。
- 力勤计划在印尼建设300万吨不锈钢项目，目前湿法冶炼工程已于2021年5月顺利投产，火法冶炼工程预计2022年1月投产。
- 考虑新兴铸管、印尼金川、印尼义联、印尼新华联和印尼振石东方等一批镍铁生产企业产业链延伸带来的不锈钢潜在新增产能，未来印尼将成为全球不锈钢产量的新增长点。

不锈钢产量：印尼产量持续增长

- 数据显示：2021年印尼不锈钢产量持续增长，2021年1-10月印尼不锈钢粗钢产量406.2万吨，相比2020年同期209.4万吨产量涨幅接近94 %
- 对比印尼300系粗钢产能来看，印尼不锈钢产量持续高于300系粗钢产能，印尼不锈钢维持高开工率。考虑到印尼原料价格极具成本优势，未来预计增产趋势不变。

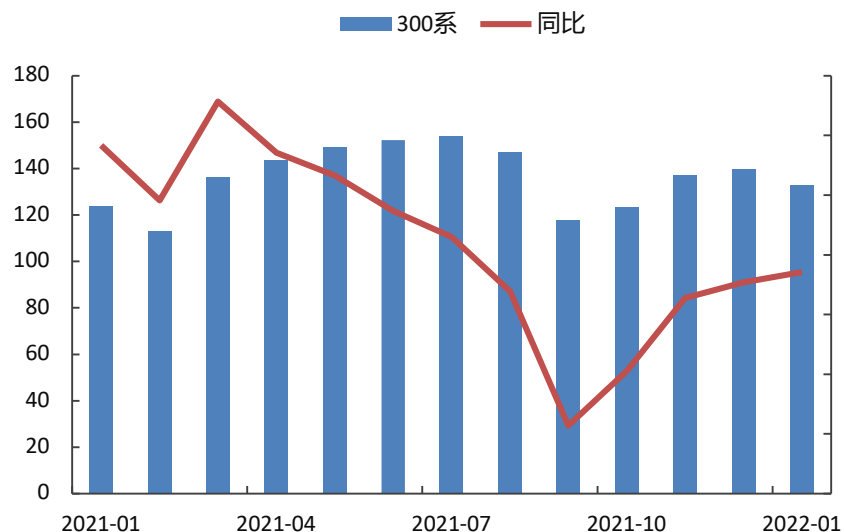
印尼不锈钢产量（万吨，%）



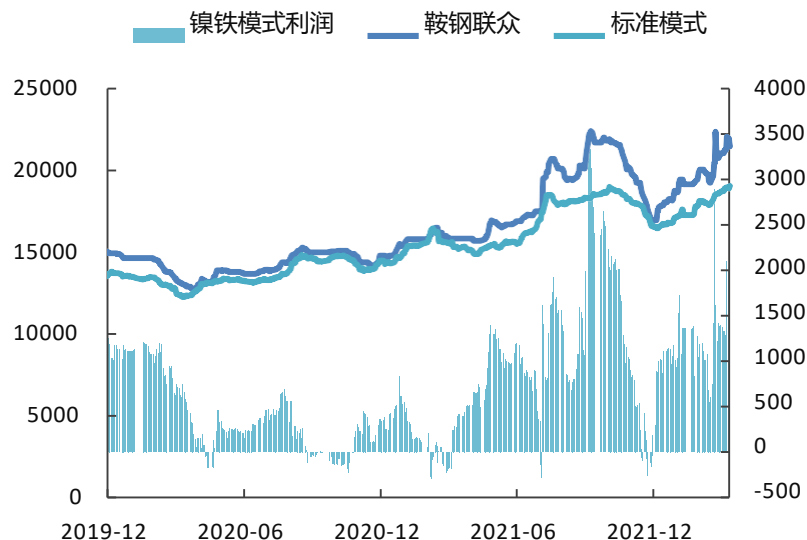
不锈钢产量：印尼产量持续增长

- 数据显示：2021年国内不锈钢产量持续提升，300系不锈钢2021年产量达到1638.9万吨，环比2020年增长约150万吨，同比增长10.65 %
- 从利润上看，尽管一季度镍价大幅上涨，但纯镍目前在不锈钢生产中占比较低，主料镍铁价格并未出现过度上涨。而随着不锈钢利润回归正常水平，2022年不锈钢产量或继续增长。

国内不锈钢产量（万吨，%）



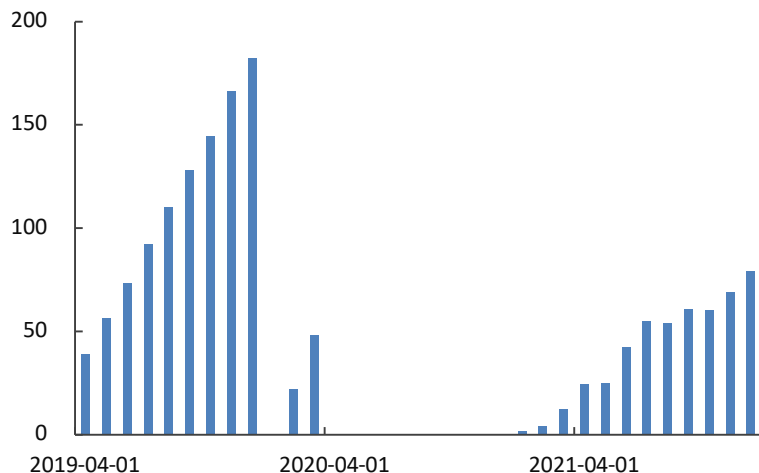
不锈钢价格&加工利润（元/吨，元/吨）



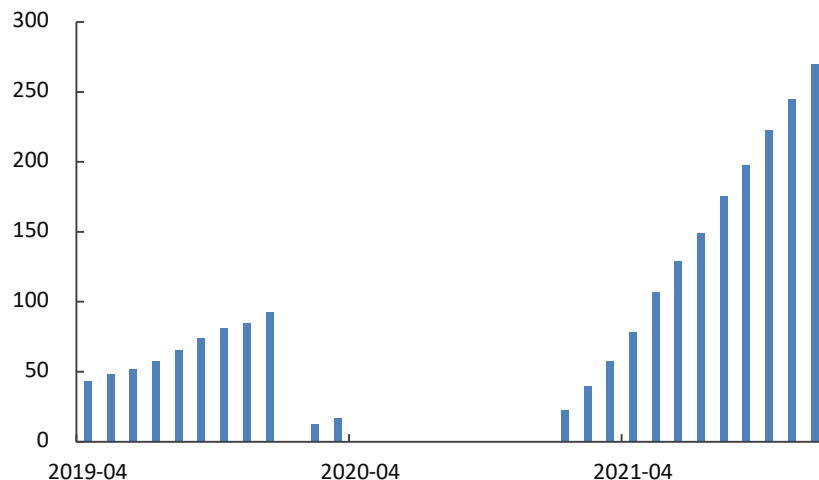
不锈钢净出口：持续走低

- 随着进口的增加，中国不锈钢对外出口的绝对数量在快速下降。根据海关数据，2021年我国主要不锈钢产品净出口较2019年同期下降约57%。2021年我国主要不锈钢产品净出口较2019年同期减少约104万吨。
- 同期我国主要不锈钢产品进口增幅约190% 2021年进口较2019年同期增加约170万吨。
- 对比来看，净出口的减少主要不是出口的下降，而是进口的大幅增长。

不锈钢累计净出口（吨）

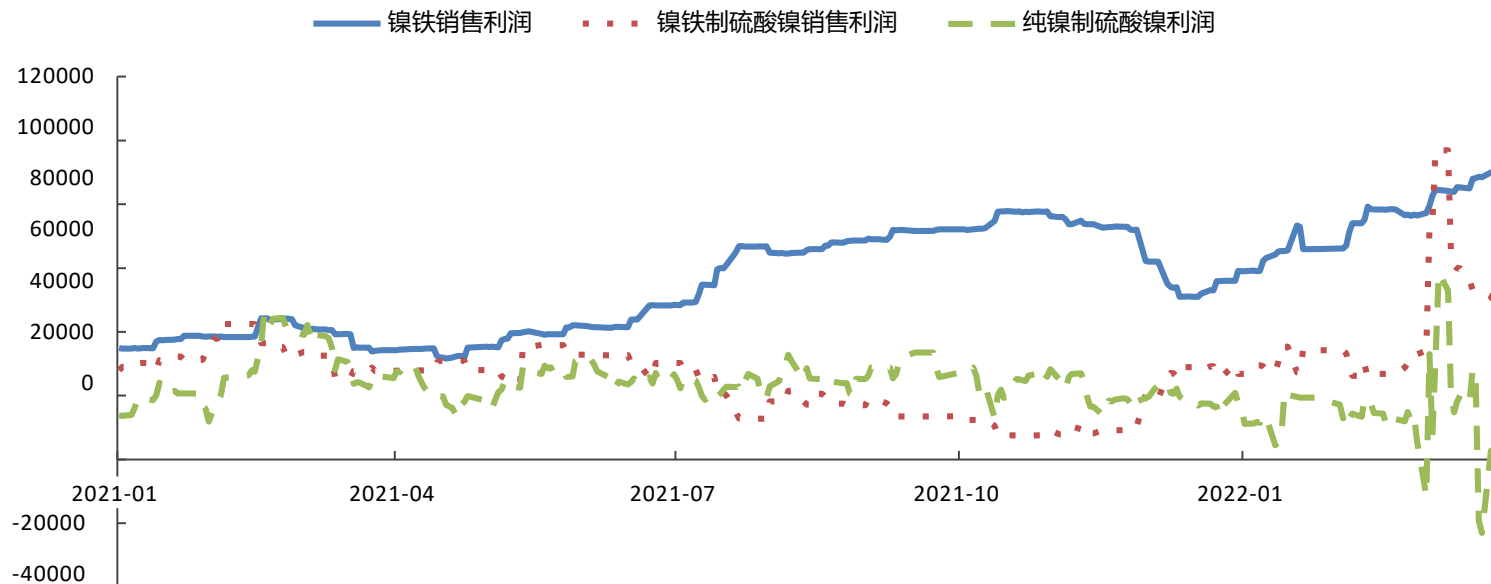


不锈钢累计进口（吨）



镍铁利润高位，纯镍仍有支撑

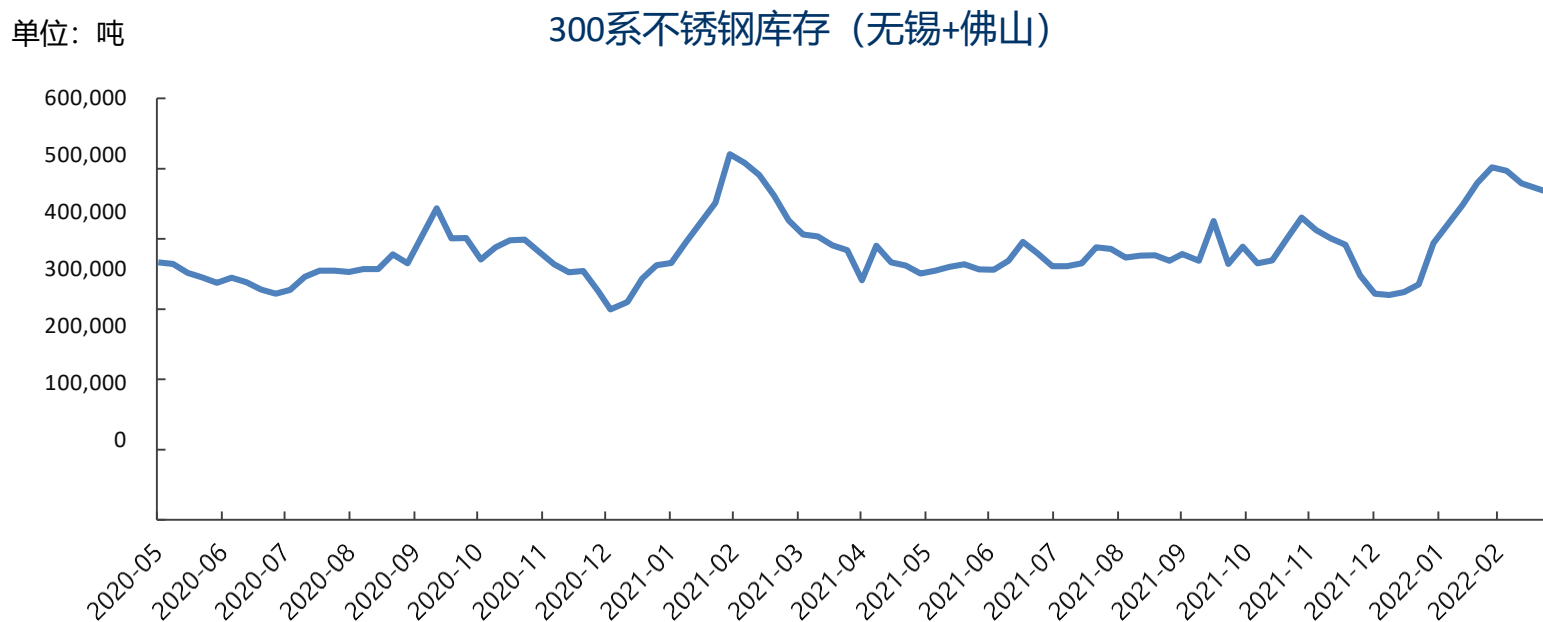
镍产业利润情况（元/金属吨）



- 从目前镍产品的利润情况看：得益于纯镍价格上涨带动，境外镍铁的销售毛利润再创高位；新能源链条上，纯镍加工硫酸镍的利润一季度在LME逼仓影响下大幅波动，截至三月底纯镍加工硫酸镍利润仍在负现金流。相比之下，镍铁制高冰镍-硫酸镍利润位于高位，实体产业对纯镍的需求进一步减少，但考虑到目前高冰镍的产能情况，纯镍价格可能在一段时间内仍有支撑。

库存：社会库存季节性回落，300系不锈钢整体平衡

- 目前国内300系不锈钢的库存在季节性累库后逐步回落，整体水平处于历史中位水平，并不存在明显的短缺。从绝对数量上看，目前无锡、佛山两地300系不锈钢库存约在46.5万吨，二季度预计逐步回落。



2022年二季度镍&不锈钢期货行情展望

- 2022年二季度镍&不锈钢市场多空交织。镍方面，尽管LME增加了涨跌停板和延迟交割等制度，但无法解决纯镍交割品不足的问题，青山的空头头寸相对金川、俄镍等主要生产商来说过大，短期几乎没有完成交割的可能，纯镍价格支撑较强。
- 镍铁方面，产量的扩大造成镍铁价格难以大涨，但新能源对纯镍的需求同样会拉动镍铁价格，随着高冰镍产能的扩大未来更多的可能是镍铁将纯镍价格拉至相近水平而非通过镍铁价格的上涨实现回归，短时间内纯镍-镍铁价差会依然存在。
- 不锈钢方面，二季度产量存在增长的可能，消费旺季可能带动进一步去库，价格短期预计偏强。

❖ 宏观关注：
美国加息进度
中国财政政策

❖ 供应关注：
国内不锈钢产能 境外镍铁&高冰镍产能
印尼镍铁出口政策

❖ 需求关注：
国内不锈钢需求

❖ 库存：
LME库存
上期所库存变化
不锈钢社会库存

2022年二季度镍&不锈钢期货操作建议

波段操作

- ❖ 镍预计高位运行，运行区间180000-270000元/吨。
- ❖ 不锈钢期货预计延续高位，运行区间18000-23000元/吨。

套保操作

- ❖ 镍、不锈钢期货买入保值，买入看跌期权为主。

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。