

供应扰动支撑铝价，宏观与需求仍存压力

2021 年 10 月 10 日星期一

摘要

成本：三季度矿石供应偏紧，氧化铝价格供需小幅过剩走势偏弱，但电力成本受煤炭价格影响有所抬升，四季度成本端以稳为主。

供应：三季度减复产并存，目前国内运行产能回落至 4040 万吨附近，云南地区仍有减产可能且四川复产缓慢，四季度供应压力明显缓解，不过进口窗口阶段性打开进口或有小幅增加；海外能源问题未解决仍存减产可能。

需求：三季度在淡季叠加限电和疫情影响，需求表现疲软，但传统旺季存在环比改善预期。终端地产仍处筑底阶段，汽车、电力和光伏提供支撑，出口维持高位但有走低迹象。

库存：三季度全球电解铝显性库存仍处低位，LME 库存拐点出现，国内社会库存受减产影响降至历年低位。

观点：三季度以来电解铝供应端减产干扰不断，而微观需求未有明显改善且宏观层面美联储鹰派加息，市场情绪偏悲观，整体铝市呈现供需双弱。四季度看，海内外供应端干扰仍将继续，在四季度初需求端仍存旺季环比修复预期，累库预期持续收窄叠加成本刚性，预计铝价底部抬升，表现相对坚挺。但宏观环境仍有压力，若后续随着供应复产逐步增加和进入 11-12 月淡季，叠加出口走弱，铝价可能会再次承压。整体上四季度价格或呈现先强后弱，重心略有上移。结构上，减产和低库存仍支撑跨期正套逻辑；考虑到国内减产后供应压力减小，而海外在加息背景下需求面临较大下行压力，预计呈现内强外弱格局。关注投复产进度、消费旺季表现，海外关注能源问题及加息节奏。

风险提示：减产超预期；消费明显改善；加息节奏放缓

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294 号

投资咨询部 有色金属组

胡畔

有色金属研究员

hupan@htfutures.com

从业资格号：F3021849

投资咨询号：Z0014160

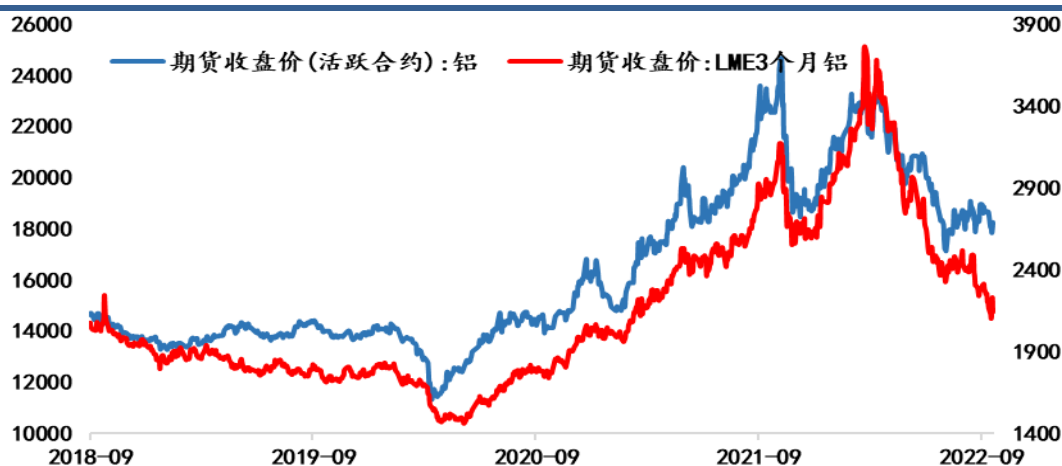
分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

一、行情回顾

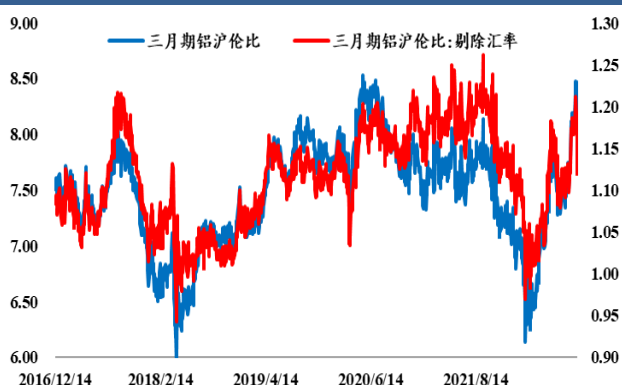
三季度宏观层面偏空和产业端供应干扰持续博弈，内外铝价走势分化。7月初市场在美联储超预期加息后交易衰退预期，铝价持续下跌。8月份海外因能源问题和高温导致减产，国内四川、云南地区也因缺电导致产能减产和压负荷，供应端干扰驱动铝价向上反弹，但微观需求未见明显改善，同时宏观层面通胀压力仍高，9月在美联储延续大幅加息和美元持续走强背景下，铝价再次承压运行；而伦铝受加息和俄铝大幅交仓预期走势明显弱于沪铝。截至9月30日，沪铝主力2211收于18270元/吨，季度跌幅为4.14%；LME铝收于2142.00美元/吨，季度跌幅为12.36%。沪伦比值（剔除汇率）为1.19，较上季度上涨0.03，进口窗口有所打开。沪铝月间价差结构近端维持小幅Back形态，远端较为平缓。

图：沪伦期铝价格



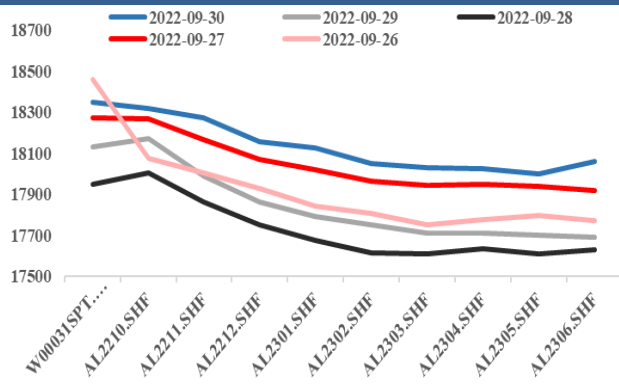
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：沪伦期铝比价



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：沪铝价差结构



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

现货方面，三季度铝锭现货价格小幅回落，现货维持贴水状态。截至9月30日长江有色A00铝锭价格为18350元/吨，较上季度回落880元/吨，跌幅4.58%。上海物贸升贴水-40，较上季度走弱10元/吨，市场情绪偏谨慎以按需采购为主，同时仓库质押事件后流通缓解货物增加使得现货持续维持贴水状态。海外方面，截至9月30日LME升贴水（0-3）贴水较上季度收窄12.25美元/吨至贴水7.25美元/吨；LME（3-15）贴水较上季度扩大79美元至贴水104美元/吨。港口现

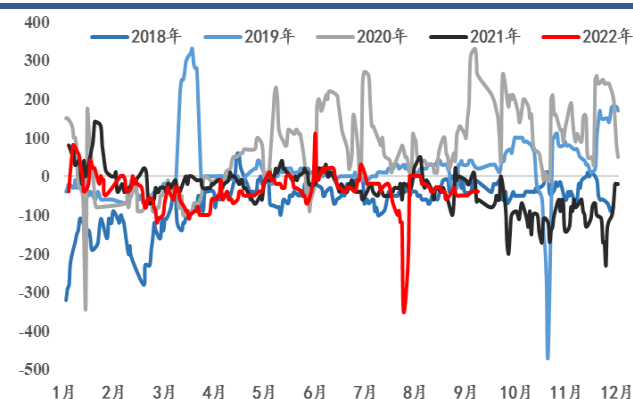
货升水持续下降，美国中西部、欧洲、日本港口现货升水分别下降 138.7、127、57.5 美元至 562.6、460、92.5 美元/吨。

图：长江有色 A00 铝价格 单位：元/吨



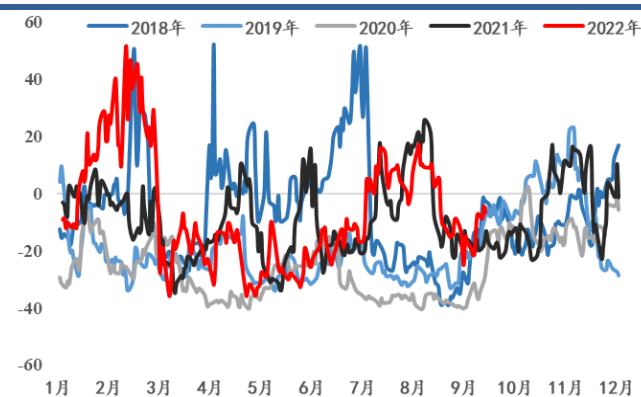
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：上海物贸升贴水 单位：元/吨



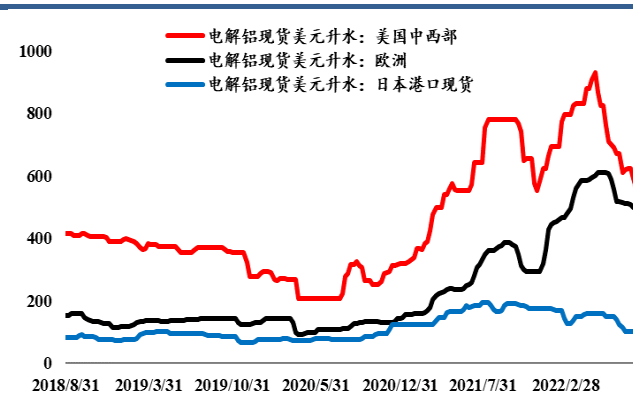
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：LME 铝升贴水(0-3) 单位：元/吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：海外港口现货升贴水 单位：美元/吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

二、成本端

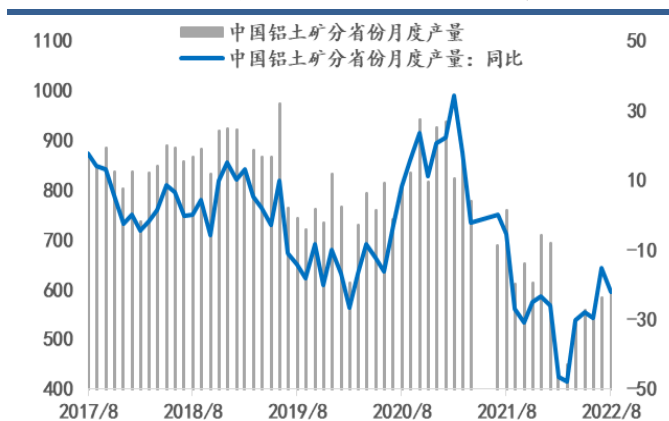
1、国产矿石供应偏紧，进口依存度提升

三季度铝土矿价格持稳为主。截止 9 月 30 日，河南、山西、贵州地区高品矿均价持平于上季度的 580、580、475 元/吨，山西低品位矿较上季度小幅降 10 元至 440 元/吨，河南、贵州两地低品矿均价持平于上季度的 457.5、347.5 元/吨。三季度国产矿石供给未有明显增量，供给紧张、矿石品位下降等问题短期难解，同时近期北方出现暴雨天气，对于矿石的开采和运输有所影响，矿石采购的难度继续加深。据 SMM，1-8 月我国铝土矿产量 4399 万吨，累积同比下滑 29.5%；8 月单月铝土矿产量 593 万吨，环比小幅增加 1.5%，同比降 22%。进口方面，海运费上涨带动进口铝土矿价格上涨，截至 8 月 31 日，几内亚、澳大利亚和印尼三水矿进口价分别较二季度上涨 24.61、15.5 和 4.03 美元至 67.12、61.21 和 46.17 美元/吨。国内矿石供应偏紧导致进口需求继续增加，据海关数据，2022 年 1-8 月中国共进口铝土矿 8654.92 万吨，累计同比增速 18.33%；8 月中国进口铝

土矿 1074.76 万吨，环比增加 1.48%，同比增加 23.53%，进口依存度不断提升。

图：国内铝土矿月度产量

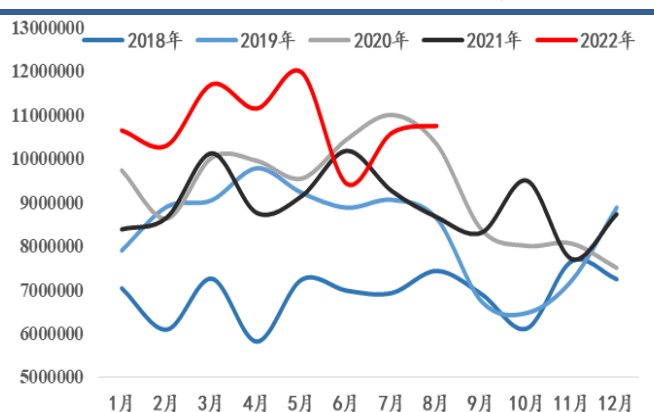
单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：铝土矿进口量

单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

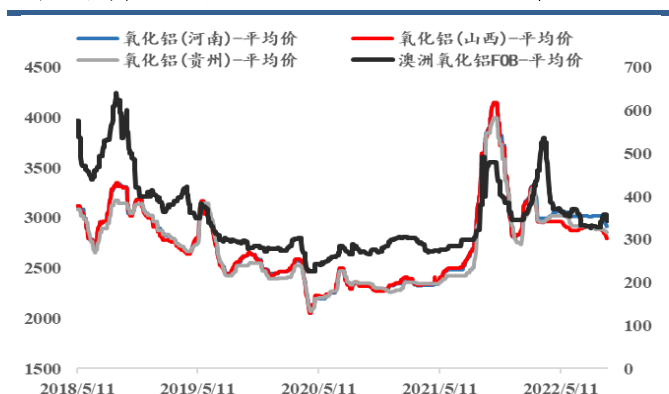
2、三季度国内氧化铝震荡走弱，维持小幅过剩格局

三季度国内氧化铝以震荡走弱为主，主因西南四川和云南地区限电导致电解铝减产，氧化铝需求有所下降。截止9月30日，山西氧化铝均价2795元/吨，河南均价2935元/吨，贵州均价2925元/吨，分别较上季度下跌80、100和120元/吨。海外澳洲氧化铝FOB价格较上季度下降25美元至343美元/吨，氧化铝进口亏损收窄128.54元至263.61元/吨，进口窗口基本持续关闭。

产能方面，据SMM8月（31天）中国冶金级氧化铝产量684.4万吨，冶金级日均产量22.08万吨，环比上月减少1.4%，同比增长11.16%；1-8月国内冶金级氧化铝产量4150.4万吨，同比增长7.6%。截至8月底国内氧化铝运行产能8058.3万吨，建成产能9491.5万吨，产能开工率达84.9%。考虑进口窗口关闭，1-8月氧化铝整体小幅过剩87.8万吨。同时9月受实际天数较少和二十大召开影响，北方氧化铝开工率有下滑可能，预计9月氧化铝产量较8月小幅下滑至673.9万吨附近。产能投放方面，虽然三季度存在因高成本和高温限电影响导致的部分减产，但量级较小，投产速度仍较快，截至目前已投产850万吨，年内仍有300万吨产能包括鲁渝博创二期（100万吨）、鲁北化工二期（100万吨）和田东锦鑫二期（100万吨）待投产，预计今年新投产产能将达1150万吨，整体上长期基本面仍趋于过剩。

图：国内氧化铝价格

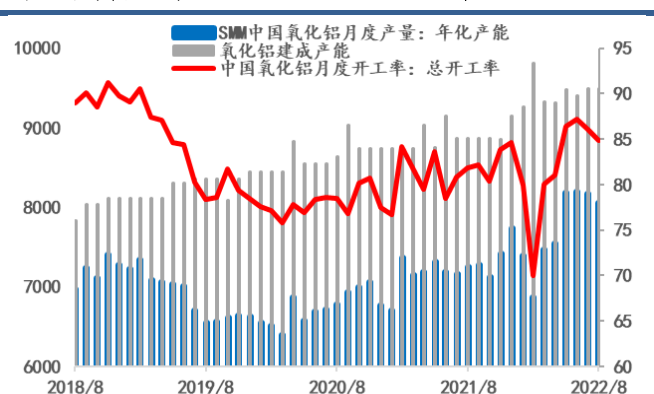
单位：元/吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：国内氧化铝产量

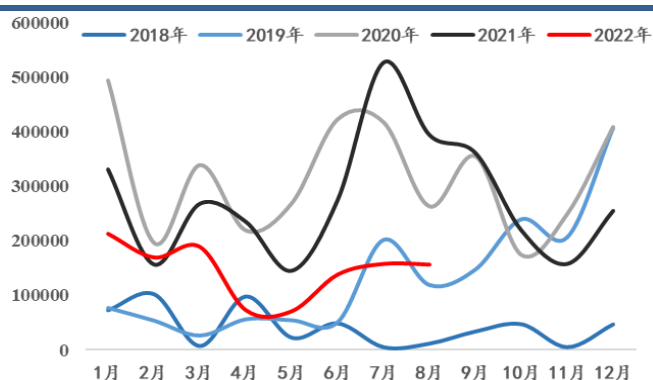
单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：国内氧化铝进口量

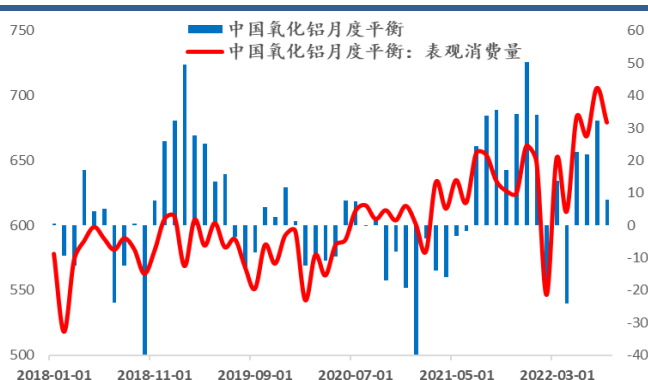
单位：万吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：氧化铝月度平衡

单位：万吨

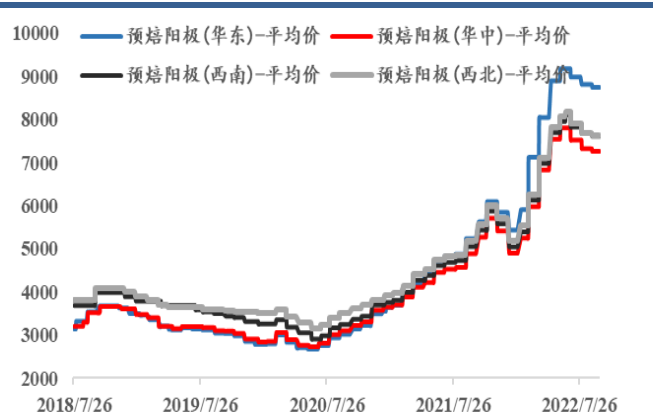


数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

三季度电解铝辅料价格均出现不同程度下行，其中截止 9 月 30 日各地区预焙阳极价格在 7257.5-8740 元/吨，较上季度下降 432.5-545 元/吨。据爱择咨询，10 月山东某大型铝厂阳极招标价涨 180 元/吨，现汇价 7180 元/吨，承兑价 7215 元/吨，预计预焙阳极行情暂时持稳，后续关注原料价格变化。冰晶石价格下降 500 元至 7000 元/吨，氟化铝跌 800 元至 8600 元/吨。

图：预焙阳极价格

单位：元/吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：冰晶石、氟化铝价格

单位：元/吨



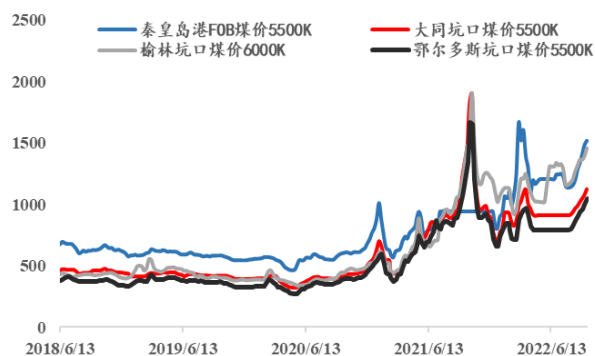
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

3. 电力成本有所抬升

三季度 7、8 月份以来因持续高温干旱天气，居民用电量明显增长，同时 8 月煤炭主产区出现疫情，供需偏紧格局下煤炭价格持续上涨，抬高自备电厂冶炼成本。截至 9 月 23 日据 SMM 统计加权电价较上季度末小幅增加 0.006 元/kwh 至 0.455 元/kwh，电力成本较上季度增加 268.6 元/吨至 6169.8 元/吨。四季度面临大型会议召开产量预计将受到影响，同时冬季取暖需求增加，预计煤炭和电力价格难以下跌。

图：动力煤价格

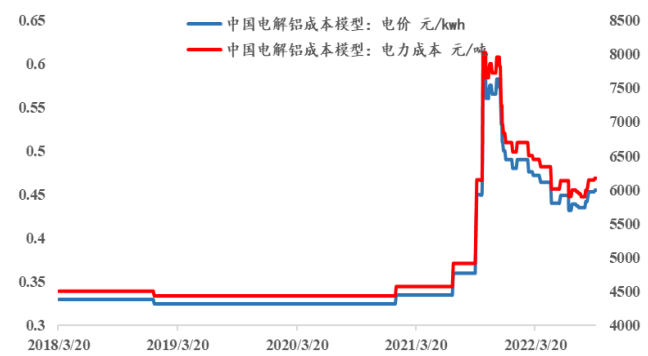
单位：元/吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：电力成本

单位：元/kwh, 元/吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

三、供应端

1、海内外减产干扰，供应压力阶段性缓解

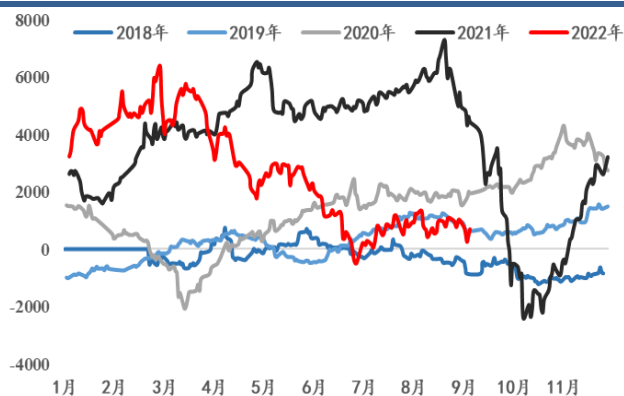
三季度电解铝冶炼利润震荡小幅走弱，截至9月30日测算吨铝利润为719.4元/吨，较上季度降501.6元/吨。产量方面，2022年8月（31天）中国电解铝产量348.8万吨，同比增加8.16%，日均产量环比小幅降至11.25万吨；1-8月国内累计电解铝产量达2654.7万吨，累计同比增加2.2%。

三季度以来，国内电解铝运行产能增减并存，一方面甘肃连城、广投百色银海、广西百矿等企业均有复产增加，其中甘肃连城38万吨产能月内复产启槽完成，甘肃中瑞新增产能投产完毕。另一方面，西南地区因电力不足导致电解铝厂减产和压负荷。其中川渝地区受持续高温干旱影响引发电力紧张，导致区域内电解铝企业基本完全停产，涉及产能约105万吨，虽然8月底9月初开始逐步安排复产，但电解铝槽需陆续开启，完全达产需将近2个月时间，复产周期预计至11月初左右。云南地区紧随其后，因来水不足电力紧张导致电解铝厂减产规模逐步扩大，预估减产幅度为20%-30%，且减产预计持续至明年丰水期5月底。云南省内电解铝建成产能561万吨，8月运行产能521.8万吨，省内电解铝产量约为44.2万吨，占8月总产量的12.7%。截至9月底，云南宏泰、神火、其亚减产幅度已达20%，云铝减产也已经超过20%，预计后期云南总减产规模或达130-150万吨左右。目前国内电解铝运行产能回落至4040万吨附近，供应压力明显缓解。四季度看，据SMM统计仍有部分复产和新增电解铝产能释放，贵州元豪、贵州登高、广元中孚和内蒙古白音华等新增的电解铝产能总计68万吨，预计2022年可释放46万吨左右，而前期停产的产能也将逐渐恢复。

海外方面，三季度以来海外能源问题持续发酵，欧洲和美国铝企陆续出现减产，包括海德鲁旗下挪威Sunndal铝厂、美铝旗下Mosjøen铝厂、德国Neuss铝冶炼厂等，截至目前欧洲地区减产产能达154万吨，且仍有15万吨的产能存在减产预期，但目前尚未确定减产时间，后续需关注欧洲能源问题是否会导致进一步减产。

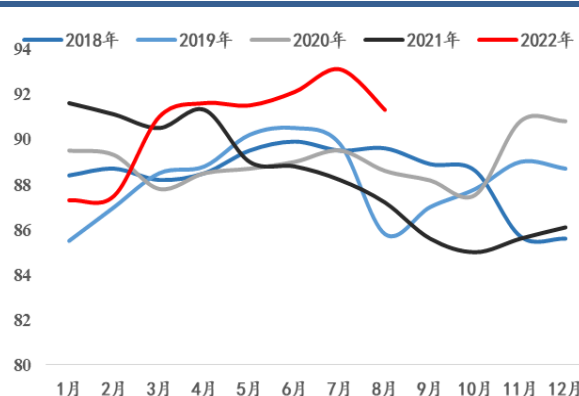
图：吨铝理论利润

单位：元/吨



数据来源：IFIND、SMM、海通期货投资咨询部

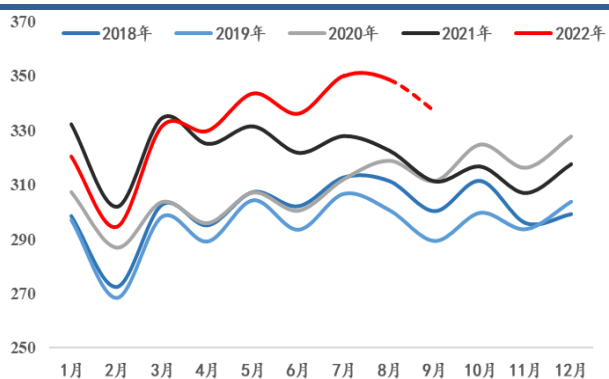
图：中国电解铝月度总开工率



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：电解铝月度产量

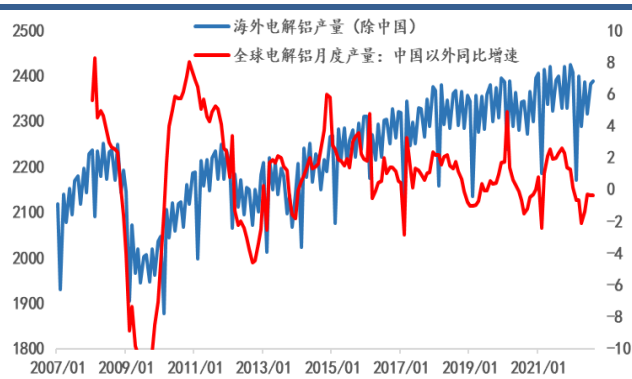
单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：海外电解铝产量

单位：千吨



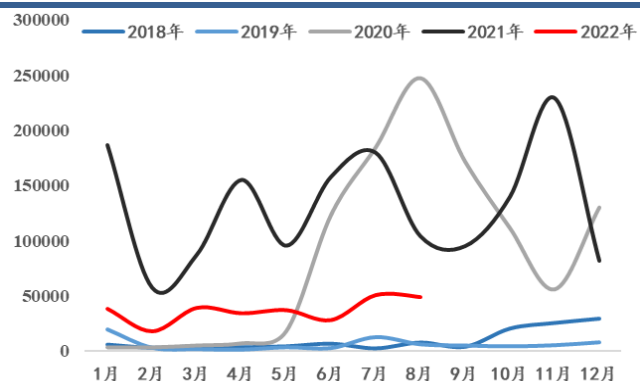
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

2、四季度进口或环比增加

进口方面，据海关数据 8 月我国原铝进口量 4.91 万吨，环比下降 3.58%，同比减少 52.81%，净进口 4.39 万吨；1-8 月我国原铝累计进口 29.76 万吨，同比减少 71.1%；1-8 月净进口 10.72 万吨，同比减少 89.6%。三季度国内原铝进口有所回升，主因国内供应减产而海外受加息和衰退预期压制，沪伦比值修复，进口窗口在 9 月底时有打开。四季度看，进口窗口仍有阶段性打开可能，电解铝进口或有小幅增加。

图：中国电解铝月度进口量

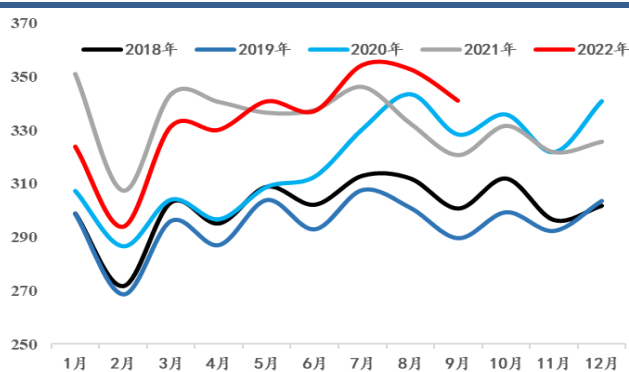
单位：吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：中国电解铝表观消费

单位：万吨



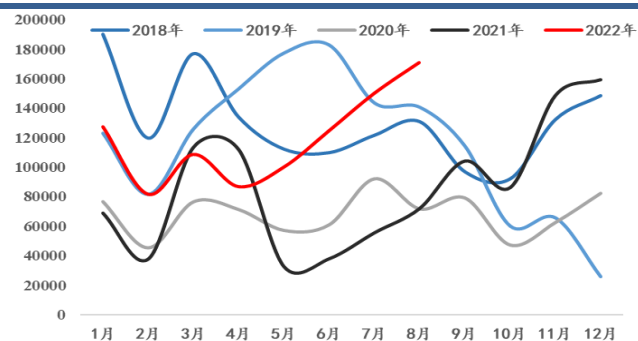
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

4. 废铝进口大幅增加

三季度精废价差震荡小幅收窄，截止9月30日，佛山破碎生铝精废价差2458元/吨，较上季度收窄329元/吨；上海型材铝精废价差1509元/吨，收窄38元/吨，整体铝精废价差处于中位水平。据海关数据，中国8月废铝（铝废碎料）进口量170747.95吨，环比增13.96%，同比增136.96%，其中马来西亚是最大供应国。

图：国内废铝进口

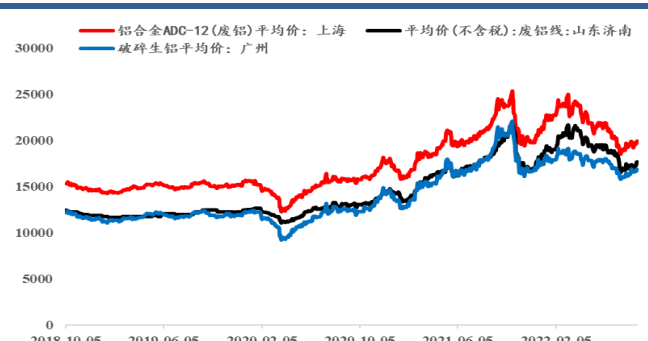
单位：吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：废铝价格走势

单位：元/吨



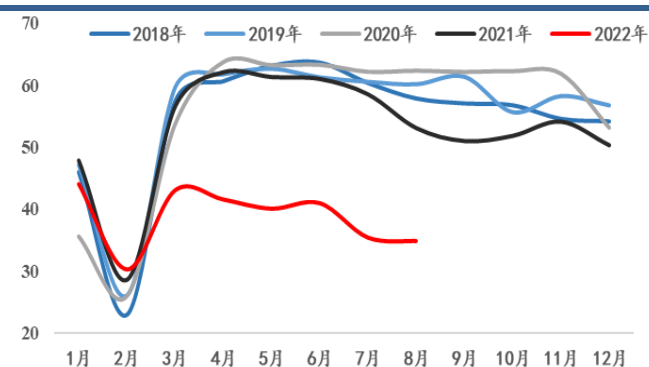
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

四、需求端

1、下游开工环比回落，低位运行

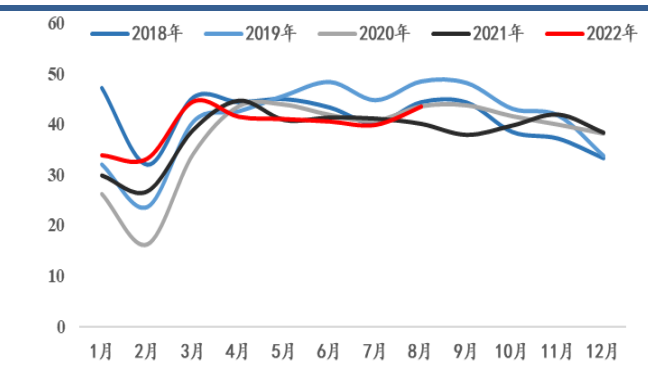
三季度铝下游企业开工维持低位震荡，主因淡季和高温限电影响。从周度数据看，截至9月30日铝材开工率67.2%，环比上季度小幅回升0.5%，仍处低位。其中铝型材开工表现较差，较上季度回落3%至67%，主因受地产下行、消费淡季及高温等因素拖累，订单增量不足。四季度随着消费环比改善，预计10月开工或有小幅上涨。

图：建筑铝型材月度开工率



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

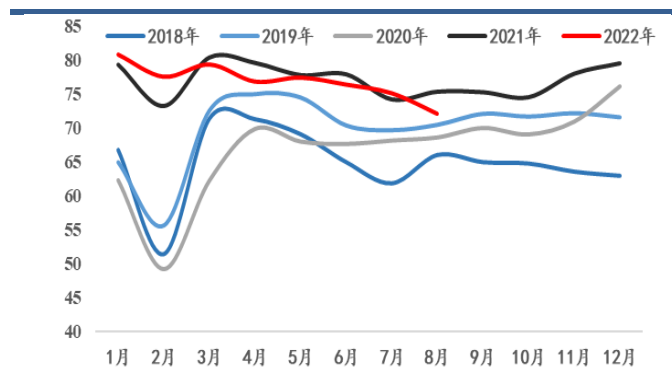
图：铝线缆月度开工率



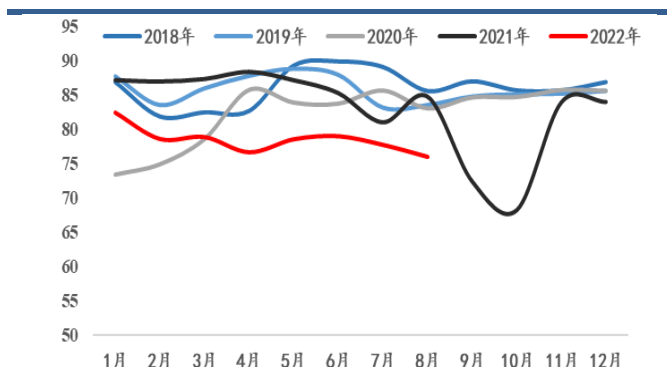
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：铝板带月度开工率

图：铝箔月度开工率

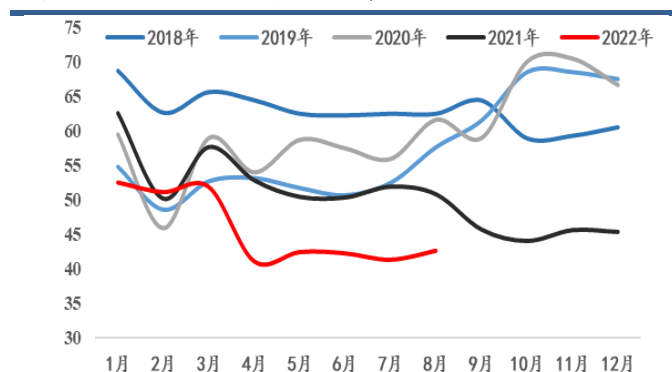


数据来源：SMM、海通期货投资咨询部



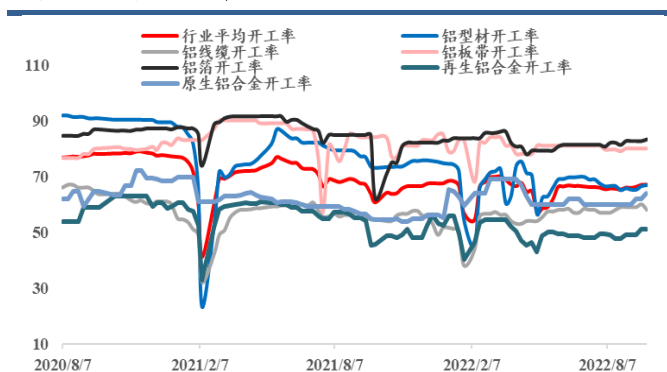
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：原生 A365 铝合金月度开工率



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：铝材周度开工率



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

2、终端消费

2022 年 1-8 月全国房地产开发投资 90809 亿元，同比下降 7.4%。1-8 月房屋新开工面积 85062 万平方米，同比下降 37.2%；房屋施工面积 868649 万平方米，同比下降 4.5%；房屋竣工面积 36861 万平方米，同比降 21.1%。1-8 月房地产开发企业土地购置面积同比下降 49.7%。1-8 月商品房销售面积 87890 万平方米，同比下降 23.0%；商品房销售额 85870 亿元，同比下降 27.9%。1-8 月房地产开发企业到位资金 100817 亿元，同比下降 25.0%；7 月房地产开发景气指数为 95.07，较上月继续下降 0.19。三季度以来多地疫情爆发和持续高温影响工地施工，使得新开工、施工回升难度较大，对钢铁、有色等大宗商品需求形成较大负面影响。但政府采用降低 LPR 利率等措施刺激购房需求，同时出台大量地产保交楼、纾困政策，其中住建部、财政部、人民银行等有关部门均于 8 月出台措施，完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付，提振市场信心。从数据看，拿地和新开工数据仍较差，销售面积略有改善但仍较差，市场信心修复仍需时间。地产施工和竣工略微反弹，但大幅改善仍需看到保交楼政策的实际落实。

电力方面，2022 年国家电网计划投资金额达 5012 亿元，首次突破 5000 亿元且创历史新高，同比增长 8.84%。8 月电网投资 428 亿元，同比增长 13%，环比增长 28.14%；1-8 月电网基本建设投资完成额累计 2667 亿元，累计同比增 10.7%；电源投资累积完成额 3209 亿元，累计同比增 18.7%。电网投资增速较 7 月有所回升。目前电网投资完成额占比 53.2%，预计四季度将进一步加快投资速

度建设电网，电力板块订单或将环比增长，带动线缆企业开工回升，电力用铝仍将维持增长。

图：地产开工竣工同比



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：电网投资完成额

单位：亿元



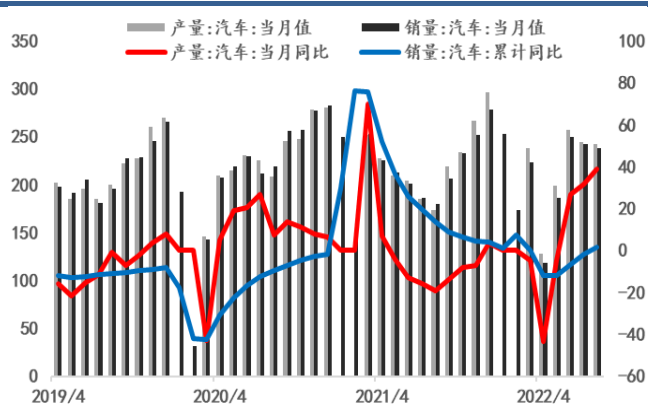
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

光伏方面，8月光伏新增装机环比略有下降，同比仍远高于去年同期。据国家能源局数据，8月光伏新增装机6.74GW，同比增长64%，环比下降1.6%，主要受淡季高温和原材料多晶硅价格上涨的影响；1-8月光伏累计新增装机44.47GW，同比增长101.7%。今年以来国内光伏项目开工招标积极推进，中国光伏行业协会乐观预计光伏市场或将开启加速模式，并将今年新增装机预测由年初的60-75GW调高至85-100GW，预计全球新增装机205-250GW，四季度光伏装机仍将贡献铝需求增量。

三季度截至到8月份汽车板块出现了首次产销双增长。2022年1-8月汽车产销分别完成1696.7万辆和1686万辆，同比分别增长4.8%和1.7%；8月汽车产销分别完成239.5万辆和238.3万辆，环比分别下降2.4%和1.5%，同比分别增长38.3%和32.1%。新能源汽车产销延续增长，8月新能源汽车产销分别完成71.4万辆和66.62万辆，同比增长1.1倍以上；1-8月新能源汽车产销分别完成397万辆和386万辆，同比增长1.1倍和1.57倍，新能源车销售渗透率升至23%，今年以来各地出台不同的新能源汽车补贴政策带动销量。据中汽协预测，我国新能源汽车2022年全年销量有望达到550万辆，同比增长56%以上。

图：国内汽车月度产销

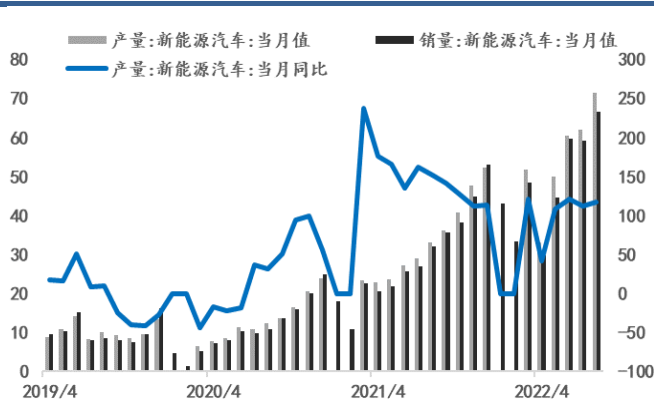
单位：万辆



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：国内新能源汽车月度产销

单位：万辆



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

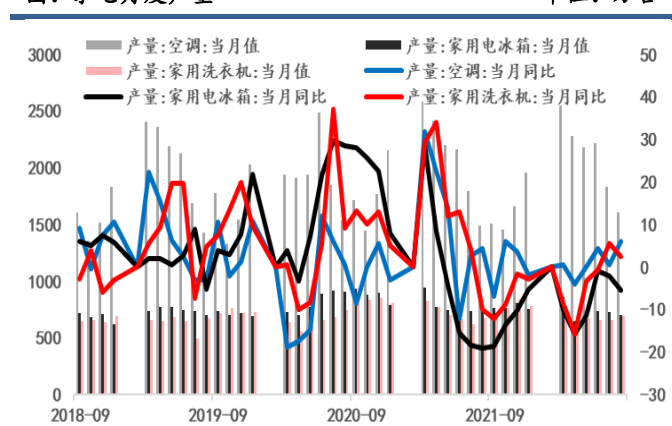
三季度家电消费整体维持偏弱，但8月有改善迹象，空调产量表现较好。1-8月空调累计产量15722.1万台，同比增长1.9%；洗衣机累计产量5460.5万台，同比下降2.3%；冰箱累计产量5591

万台，同比下降 5.7%。7 月空调出口 197 万台，同比下降 16.5%，环比下降 35.2%；冰箱出口 449 万台，同比减少 23.3%；洗衣机出口 185 万台，同比增加 8.1%。9 月空调企业排产计划约生产 977 万台，环比减少 5%，同比减少 14.9%，其中出口排产 336 万台，外销占比 34.4%。四季度看国内房地产仍面临下行压力，叠加海外需求有走弱预期，家电消费整体上难以摆脱低增长局面。

出口方面，三季度以来铝及铝材出口高位回落。据海关数据，2022 年 8 月末锻轧铝及铝材出口量约 54.04 万吨，同比增长 10.2%，环比大幅下降 17.13%；1-8 月末锻轧铝及铝材出口量 470.11 万吨，同比去年增长 31.5%。目前沪伦比值逐步修复，铝材出口利润已经高位大幅回落，且四季度预计海外流动性收紧下外需仍有走弱可能，预计出口也有走低的可能性，出口对需求支撑或逐步减弱。

图：家电月度产量

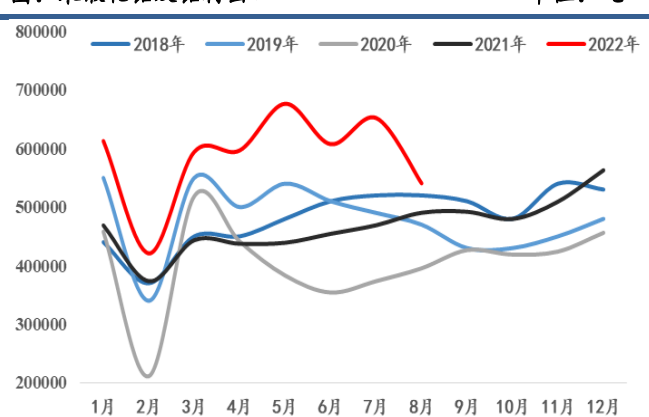
单位：万台



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：未锻轧铝及铝材出口

单位：吨



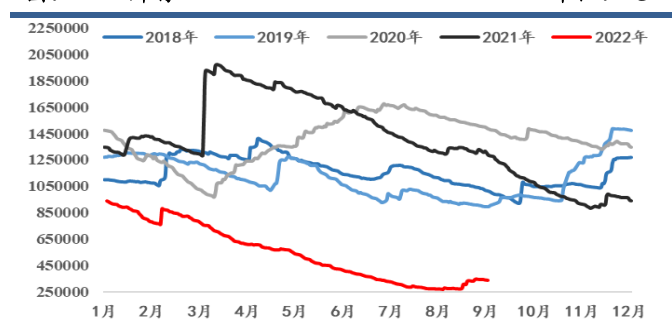
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

五、库存

三季度全球库存仍处低位，不过 9 月份后 LME 库存拐点出现，由去库转变为累库，截至 9 月 30 日，LME 铝库存 33.2 万吨，环比上季度下降 4.11 万吨，注销仓单较上季度大幅下滑 36%至 21%。上期所铝库存 174511 吨，较上季度降 65242 吨，其中交易所仓单减少 18982 吨至 76262 吨。国内社会库存维持低位去库状态，主要受到供应端减产影响。据 SMM 统计，截止 9 月 29 日国内电解铝社会库存 61.9 万吨，较上季度下降 11.5 万吨。四季度看，10 月受假期影响或有累库，但云南地区仍存在进一步减产可能，四季度累库预期持续收窄。

图：LME 库存

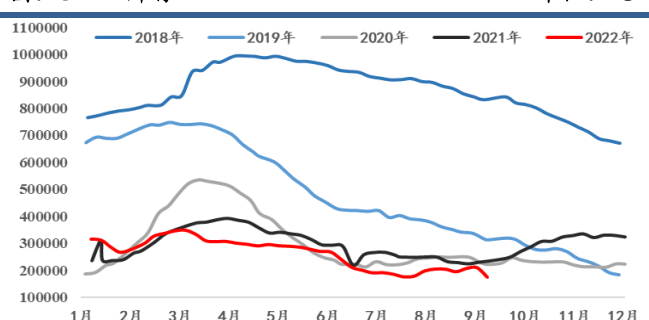
单位：吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：SHFE 库存

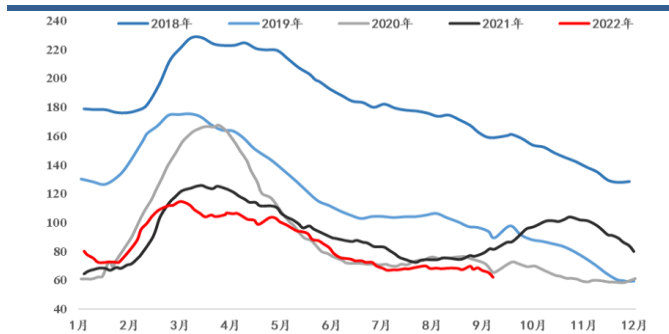
单位：吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：国内铝锭社会库存

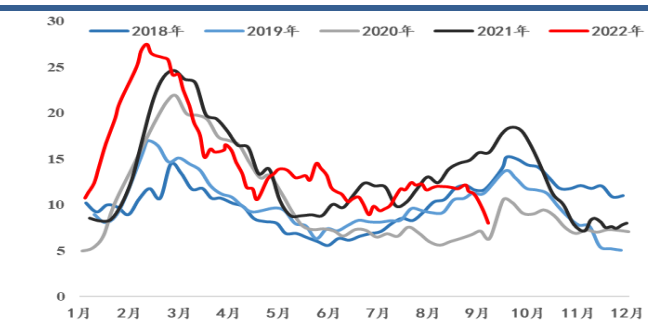
单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：铝棒库存

单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

六、总结与展望

三季度以来电解铝供应端减产干扰不断，而微观需求未有明显改善且宏观层面美联储鹰派加息，市场情绪偏悲观，整体铝市呈现供需双弱。四季度看，海内外供应端干扰仍将继续，在四季度初需求端仍存旺季环比修复预期，累库预期持续收窄叠加成本刚性，预计铝价底部抬升，表现相对坚挺。但宏观环境仍有压力，若后续随着供应复产逐步增加和进入11-12月淡季，叠加出口走弱，铝价可能会再次承压。整体上四季度价格或呈现先强后弱，重心略有上移。结构上，减产和低库存仍支撑跨期正套逻辑；考虑到国内减产后供应压力减小，而海外在加息背景下需求面临较大下行压力，预计呈现内强外弱格局。关注投复产进度、消费旺季表现，海外关注能源问题及加息节奏。

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货投资咨询部并获得许可，并须注明出处为海通期货投资咨询部，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。