

去库周期支撑下二季度铝价或前高后低

2023 年 4 月 6 日星期四

摘要

成本：一季度矿石供应外松内紧价格维持高位，但氧化铝小幅过剩格局不改，电力成本受煤炭价格影响有所回落，预焙阳极等辅料也持续走低，整体成本重心下移。

供应：一季度国内云南地区减产落地，而贵州、四川及广西等地逐步复产部分对冲减产影响，截至季度末运行产能达 4020 万吨附近，预计 3 月产量同比增速较前期放缓至 2.2%；进口量则同比增加明显。

需求：一季度铝材开工下跌后逐步回暖，整体仍低于往年同期水平。终端地产数据改善，汽车消费恢复相对滞后，光伏装机维持高增速；铝材出口同比下降。

库存：一季度全球库存以累增为主，不过绝对水平仍偏低。国内电解铝社会库存处于传统累库阶段，截至 3 月中旬库存拐点确认后开启去库趋势。

观点：二季度宏观环境仍面临外紧内稳局面，海外向下趋势不改。产业上供应端贵州、广西等地继续逐步复产，但预计在汛期来临之前西南水电问题难以缓解，云南地区复产压力不大。而二季度处于传统消费旺季，叠加国内经济处于修复阶段，预计下游需求环比改善。整体或呈现供需均缓慢增长的格局，库存去化趋势或持续至四月底。节奏上，4 月份预计在库存持续去化的支撑下表现偏强，但上方受制于消费表现。5 月底至 6 月随着汛期来临，复产压力或有增加，同时逐步进入消费淡季，铝价或有回落可能，需观察丰水期降水和产能释放情况。预计二季度铝价前高后低，以区间操作为主，跨期套利方面建议以正套为主。

风险提示：消费不及预期、海外流动性持续收紧

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

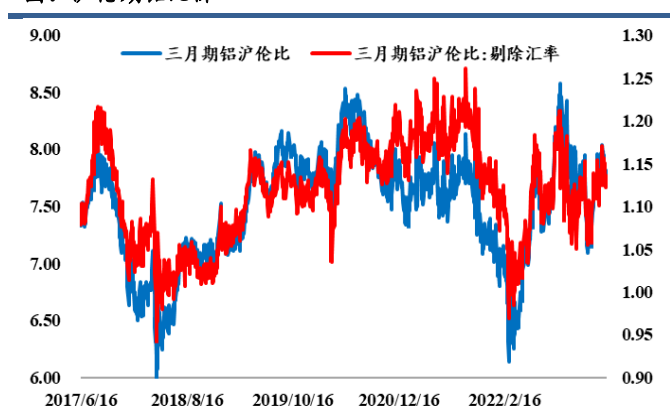
一季度受宏观扰动影响，铝价呈现 N 型宽幅震荡走势。1 月份海外加息预期放缓，国内疫情政策调整需求好转预期增强，叠加贵州地区减产加码，内外铝价无视累库周期持续反弹。2 月宏观和产业持续博弈，云南限电减产预期支撑，但成本端预焙阳极和煤炭价格松动，同时库存持续大幅累积和 LME 频频交仓，叠加宏观层面美联储紧缩预期再起美元走强，铝价承压震荡下行。3 月以来海外风险事件推升避险情绪和衰退预期继续施压铝价，不过铝锭进入去库阶段支撑明显，铝价运行至区间下沿后随着宏观情绪企稳而低位反弹。截至 3 月 31 日收盘，沪铝主力 2305 收于 18715 元/吨，季度涨幅为 0.43%；LME 铝收于 2399.48 美元/吨，季度涨幅为 0.46%。沪伦比值（剔除汇率）为 1.12，较上季度持平。沪铝月间价差结构近端和远端分化，近端表现为 contango，远月维持 Back 形态。

图：沪伦期铝价格



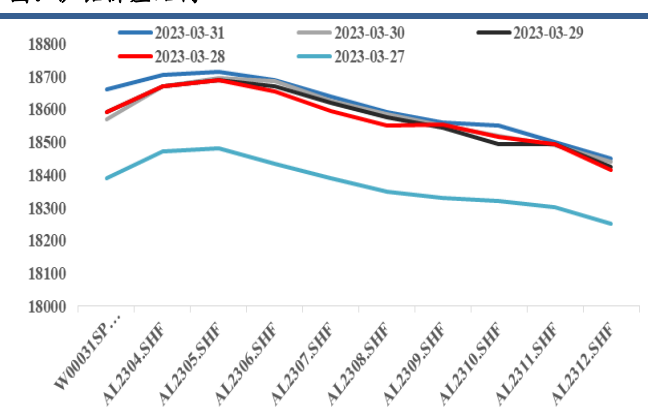
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

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



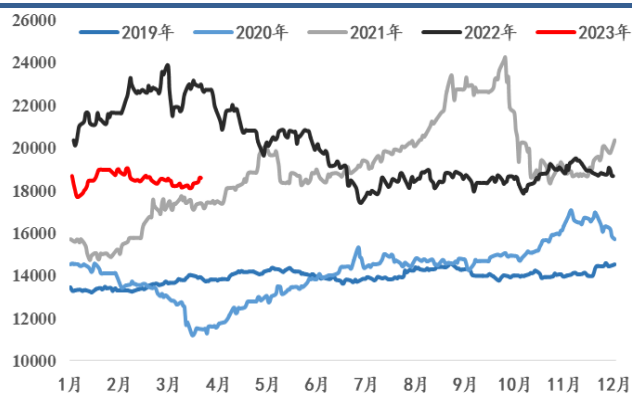
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

现货方面，一季度铝锭现货价格震荡小幅回落，现货维持贴水状态。截至 3 月 29 日长江有色 A00 铝锭价格为 18590 元/吨，较上季度回落 90 元/吨，跌幅 0.48%。上海物贸升贴水-50，较上季度走弱 20 元/吨，需求淡季叠加宏观扰动，下游情绪谨慎刚需采购为主，现货贴水一度扩大至贴水 130 元/吨，临近 3 月底现货升贴水有所收窄。海外方面，截至 3 月 28 日 LME 升贴水（0-3）贴

水较上季度扩大 15.01 美元/吨至贴水 43.5 美元/吨；LME（3-15）贴水较上季度扩大 33 美元至贴水 139 美元/吨。美国中西部、欧洲港口现货升水分别上涨 181.9、67.5 美元/吨至 614.4、322.5 美元/吨，日本港口现货升水下降 10 美元至 75 美元/吨。

图：长江有色 A00 铝价格

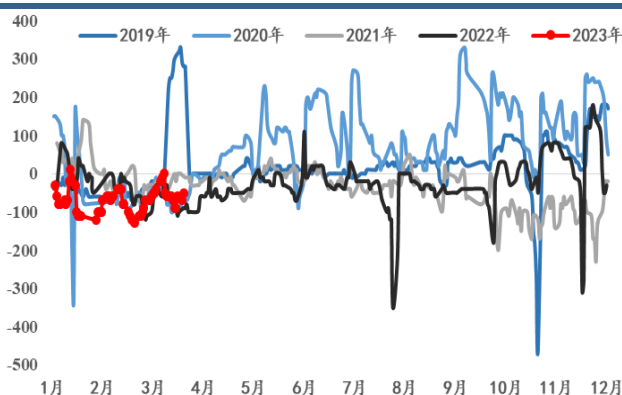
单位：元/吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：上海物贸升贴水

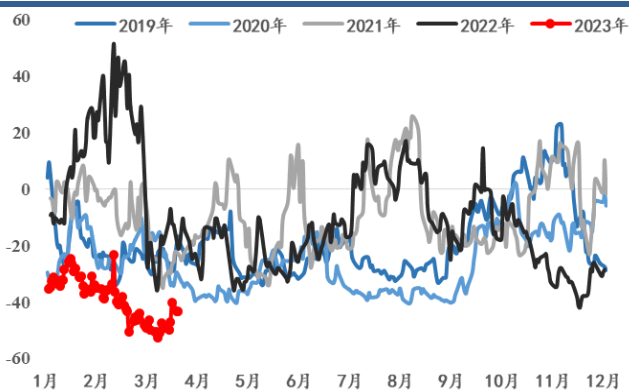
单位：元/吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：LME 铝升贴水(0-3)

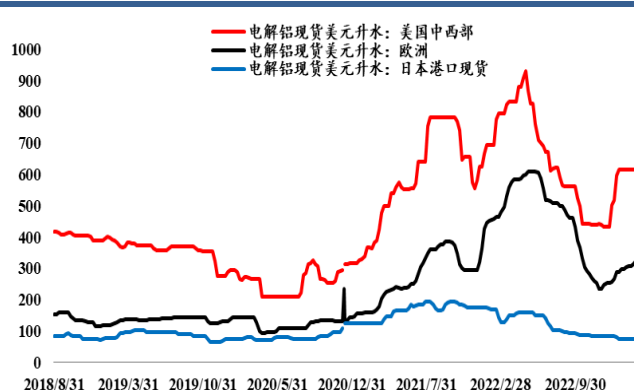
单位：元/吨



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，进口同比维持高增速

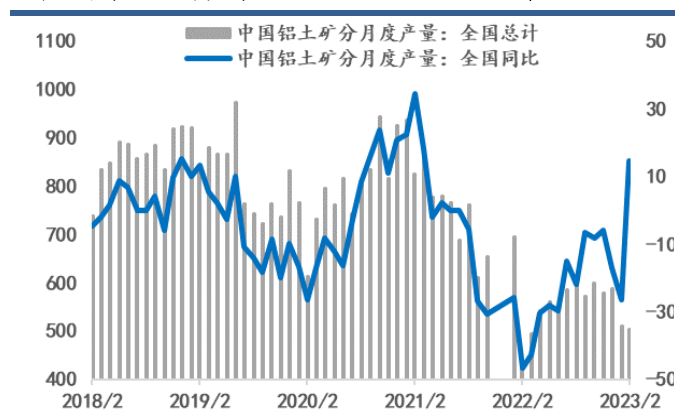
一季度铝土矿价格持稳为主。截止 3 月 31 日，河南、山西、贵州地区高品矿均价持平于去年四季度的 590、590、475 元/吨，河南、山西、贵州地区低品位矿均价持平于上季度的 455、467.5、360 元/吨。一季度国产矿石陆续复工复产，不过矿石交易多以月度长单为主，另外北方烧碱价格下调后当地氧化铝厂开始加大国产矿的采购和储备力度，支撑矿石价格。据 SMM，1-2 月我国铝土矿产量 1014.32 万吨，累计同比下滑 10.48%；2 月单月铝土矿产量 503.96 吨，环比下降 1.3%，同比增长 14.67%。

进口方面，据海关数据，2023 年 1-2 月我国共进口铝土矿 2361.7 万吨，累计同比增长 12.8%；2 月我国进口铝土矿 1123.62 万吨，同比增长 9.09%。一季度海运费价格走弱带动进口铝土矿价格

略有回落，截至 2 月 28 日，几内亚和印尼三水矿进口价分别较去年回落 1.32、5.58 美元至 64.88 美元/吨和 63.74 美元/吨；澳大利亚进口价基本持平于上季度。虽然进口矿成本走弱，但成交整体较为清淡，一方面因沿海大型氧化铝厂矿石库存充足采购需求略有降低，另一方面印尼将在 6 月禁止铝土矿出口，市场观望印尼禁矿实施力度和强度。

图：国内铝土矿月度产量

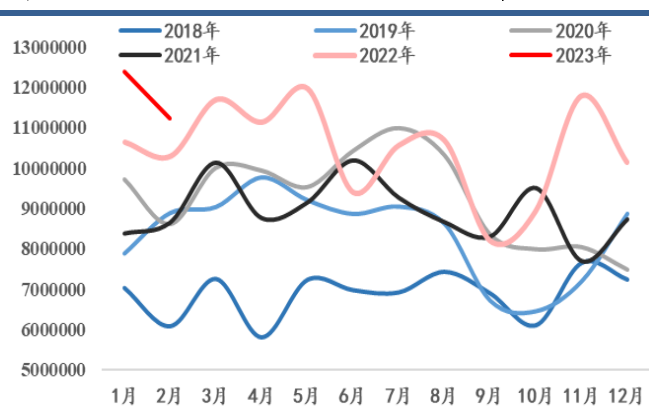
单位：万吨



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

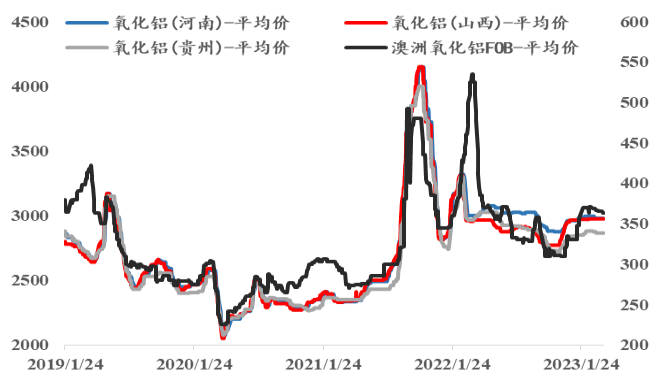
2、一季度国内氧化铝小幅上涨，小幅过剩格局不改

一季度国内氧化铝小幅上涨。截止 3 月 31 日，山西氧化铝均价 2975 元/吨，河南均价 2980 元/吨，贵州均价 2865 元/吨，分别较上季度涨 10、20 和 25 元/吨。海外澳洲氧化铝 FOB 价格较上季度上涨 32 美元至 363 美元/吨，氧化铝进口亏损扩大 188 元至亏损 166.59 元/吨，进口窗口基本持续关闭。

产能方面，据 SMM2 月（28 天）中国冶金级氧化铝产量 611.7 万吨，环比 1 月减少 3.9%，同比去年 2 月增 16.1%，主因去年 2 月因环保和突发疫情导致减产；冶金级日均产量环比增加 1.3 万吨/天至 21.9 万吨/天。1-2 月国内冶金级氧化铝产量 1248.5 万吨，同比增长 8.11%。截至 2 月末中国氧化铝建成产能约 9775 万吨，运行产能 7914 万吨，产能开工率为 80.9%。进口方面，1-2 月净进口氧化铝合计 13.84 万吨，整体上 1-2 月国内氧化铝小幅过剩 9.14 万吨左右。3 月份山西、山东地区液碱价格下调一定程度修复当地氧化铝厂利润，加之博赛、广铝、国电投吴川氧化铝厂的复产，另外田东锦鑫二期 120 万吨已经建成随时会释放产量，预计 3 月（31 天）国内冶金级氧化铝总产量为 651 万吨。供应增加，而云南地区电解铝减产使氧化铝需求下降，西南地区氧化铝价格承压为主。海外方面，1 月初美铝宣布旗下位于澳大利亚的 Kwinana 氧化铝厂，因天然气供应短缺减产 30%，影响产能约 70 万吨/年，目前该厂依旧处于减产状态，复产时间未知。一季度截至 1 月份海外氧化铝表观消费 508.7 万吨，同比下滑 4.83%。

图：国内氧化铝价格

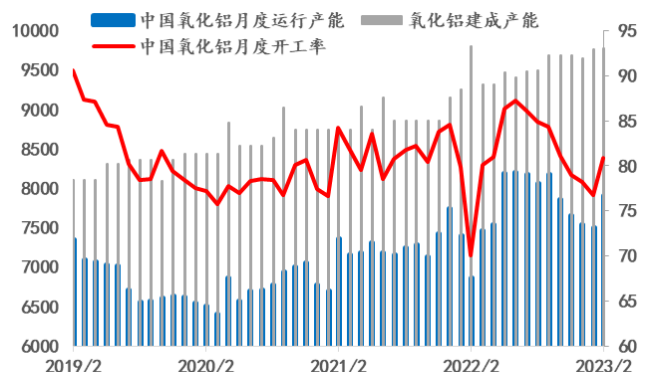
单位：元/吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：国内氧化铝产量

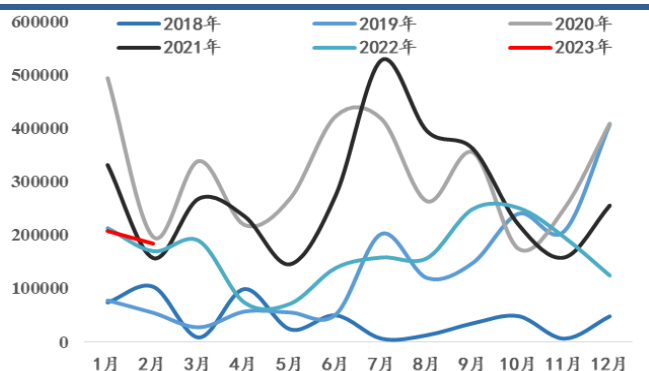
单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：国内氧化铝进口量

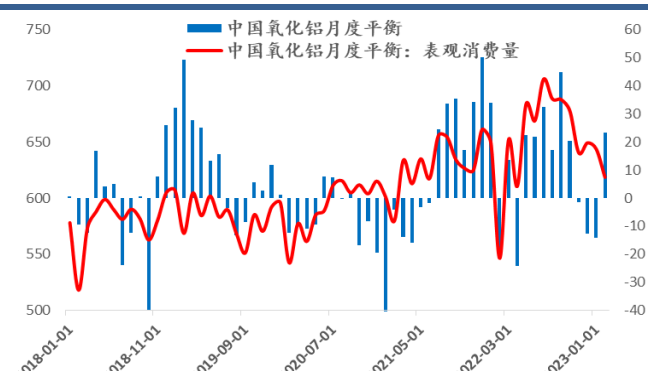
单位：万吨



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

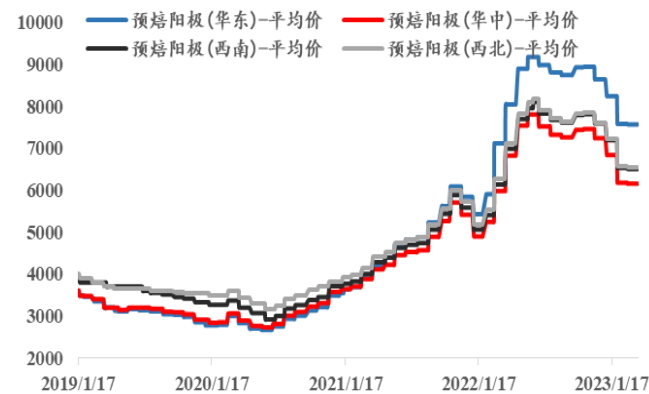


数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

一季度电解铝辅料价格以下行为主，其中截止3月30日各地区预焙阳极价格在6152.5-7567.5元/吨，较上季度下降1072.5-1085元/吨，主因成本端石油焦供应充足支撑松动。据悉4月份山东大型铝厂预焙阳极招标价格再次下调520元/吨，现货执行价格为5375元/吨，承兑价格执行5410元/吨，同比下降18.4%。冰晶石价格下降400元至6900元/吨，氟化铝跌1000元至9650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. 电力成本小幅回落

一季度动力煤表现整体弱势，带动电力价格回落，2月底煤价有所企稳。截至3月24日据SMM

统计加权电价较上季度末下降 0.024 元/kwh 至 0.442 元/kwh，电力成本较上季度下降 324 元/吨至 5967 元/吨。二季度随着采暖需求回落预计煤炭价格仍有下行。

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

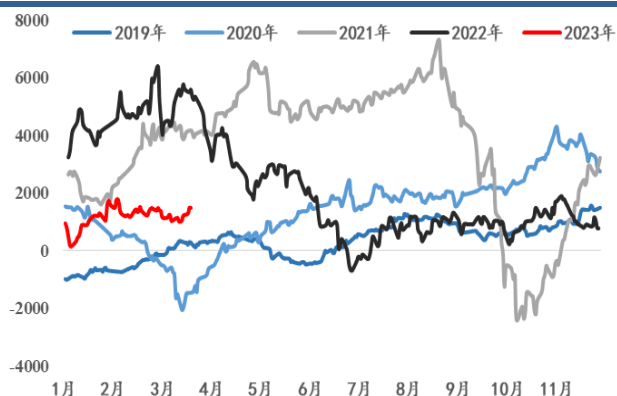
1、国内存减产扰动，产能小幅累增

一季度电解铝冶炼利润震荡小幅上涨，截至 3 月 30 日测算吨铝利润为 1476.2 元/吨，较上季度增 536.1 元/吨。一季度供应端存在减产扰动，2 月初云南地区因水电不足当地电解铝企业减产降负荷消息，并于 2 月末基本完成此次集中减产，限电比例均以总建成产能的 40%-42% 为标准进行负荷减压，涉及产能规模约达 78 万吨，但因企业集中抽铝水铸锭，2 月产量暂未出现快速下降。复产主要集中在贵州、广西和四川地区，2 月合计复产规模达 20 万吨；新增产能包括甘肃中瑞二期达产、贵州兴仁登高及白音华新增产能均有所释放，合计新增产能达 16 万吨左右。据 SMM 统计 2023 年 2 月份（28 天）国内电解铝产量 309.2 万吨，同比增长 4.8%。截止 3 月初国内电解铝建成产能至 4526 万吨（包含已建成未投产的产能），运行产能回落至 3987.7 万吨，冶炼开工率约为 88.1%。3 月份云南地区减产影响逐步体现，而贵州、四川等地逐步复产，截止月底运行产能逐步修复至约 4020 万吨，预计 3 月产量（31 天）或在 339 万吨附近，同比增长 2.2%。二季度看 5 月底至 6 月将进入西南地区丰水期，复产存在提速可能，云南地区或也有部分产能复产，需要关注西南来水情况。

海外方面，据国际铝业协会 (IAI) 数据 1-2 月全球原铝产量同比增长 2.9% 至 654 万吨，其中海外除中国外电解铝供应 456 万吨，同比增速回升至 0.2%。3 月，美国铝业澳大利亚子公司称旗下波特兰冶炼厂将铝产量减少至每年 35.8 万吨，德国铝生产商斯佩拉成因能源价格高企也将于 2023 年下半年关闭旗下 Rheinwerk 铝冶炼厂，整体上虽然海外能源危机有所缓和，但铝生产耗能高居不下，海外企业利润承压下供应增速或维持偏低。

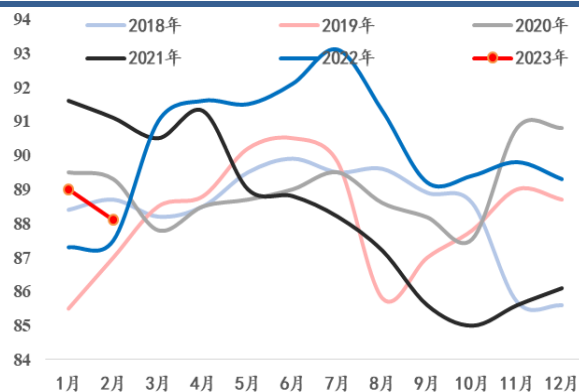
图：吨铝理论利润

单位：元/吨



数据来源：IFIND、SMM、海通期货投资咨询部

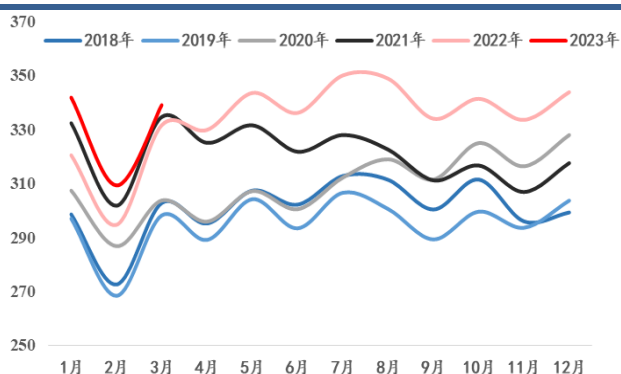
图：中国电解铝月度总开工率



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：电解铝月度产量

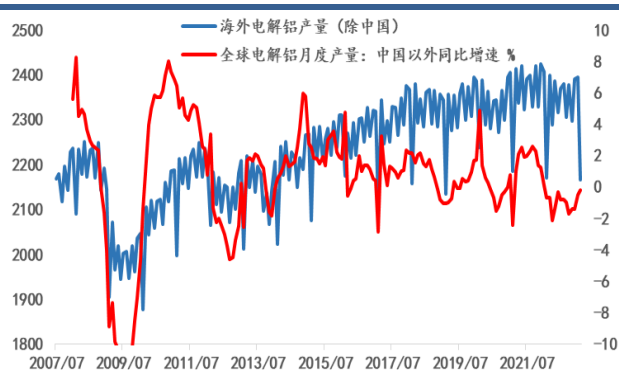
单位：万吨



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



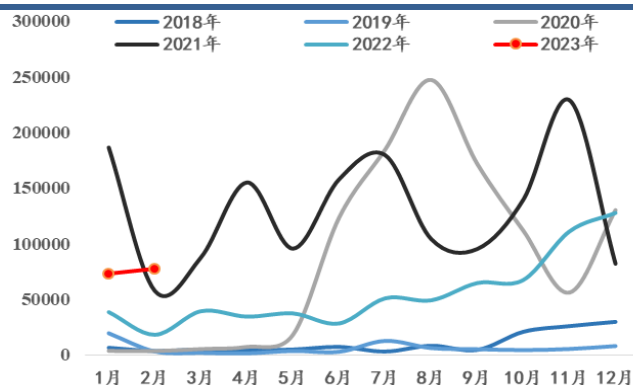
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

2、一季度原铝进口同比增加

进口方面，据海关数据 1-2 月我国原铝进口量 14.99 万吨，同比增加 162.6%。其中来源国为俄罗斯联邦的原铝总量达 10.53 万吨，占总进口量的 70.2%，同比增长 266.2%，主因海外地缘政治和美国计划从 3 月 10 日起对进口自俄罗斯的铝和铝制品征收 200% 的进口关税等事件，导致俄罗斯铝金属的海外贸易结构发生变化，俄铝流入国内的量明显增加，预计后续国内原铝进口仍以俄罗斯铝为主。同时一季度以来海外需求疲软，伦铝弱于沪铝，进口亏损持续收窄，后期若窗口打开进口或仍有增加可能。

图：中国电解铝月度进口量

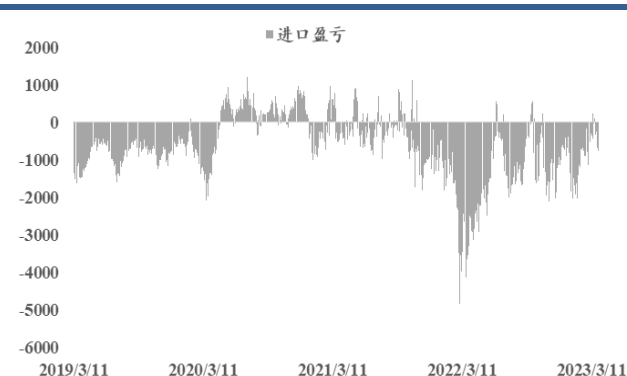
单位：吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：中国电解铝进口盈亏

单位：元/吨



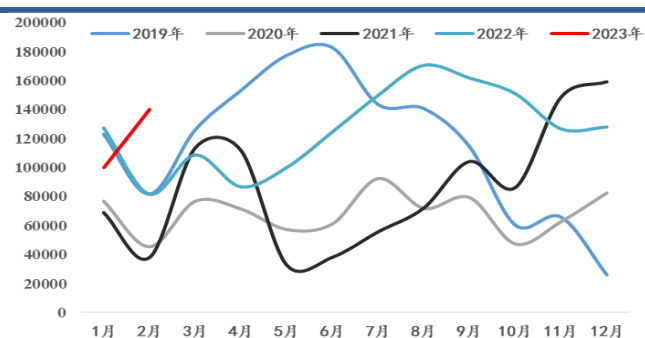
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

4. 废铝进口大幅增加

一季度精废价差震荡收窄，截止3月31日，佛山破碎生铝精废价差2625元/吨，较上季度收窄481元/吨；上海型材铝精废价差1320元/吨，收窄202元/吨，整体铝精废价差处于中位水平。一季度废铝市场因价格波动惜售情绪明显，导致废铝供应偏紧，而下游再生铝企业开工率回升对于废铝的需求逐步回升，因此进口量有所增加。据海关数据，我国2月废铝（铝废碎料）进口量14.05万吨，环比增38.45%，同比增71.7%；1-2月累计进口废铝21.21万吨，同比增长15.7%，其中马来西亚仍是我国最主要的废铝进口源国。

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



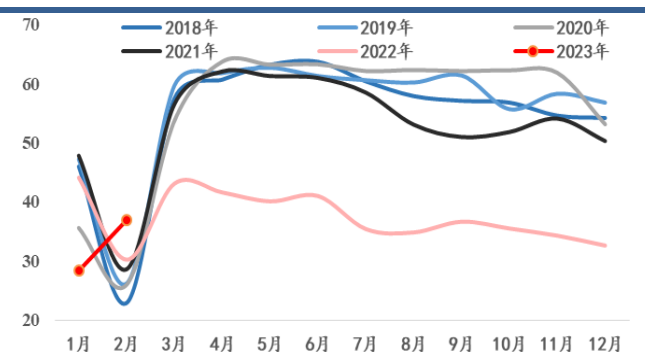
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

四、需求端

1、下游开工持续改善，但仍较往年同期偏低

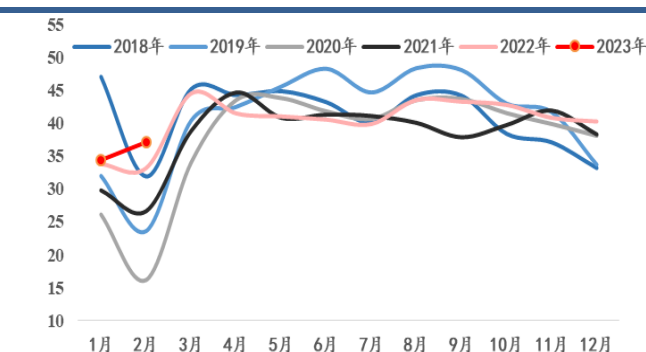
一季度铝下游企业开工先跌后回暖，其中1月份受疫情和节日影响明显回落，2月以来下游消费呈现回暖趋势，不过整体仍低于往年同期水平。从周度数据看，截至3月31日铝材开工率64.7%，环比上季度回升1.3%。其中铝型材开工受光伏相关订单提振表现较好，较上季度回升2.7%至65%。二季度处于传统消费旺季，预计铝材行业开工率将持续回升。

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

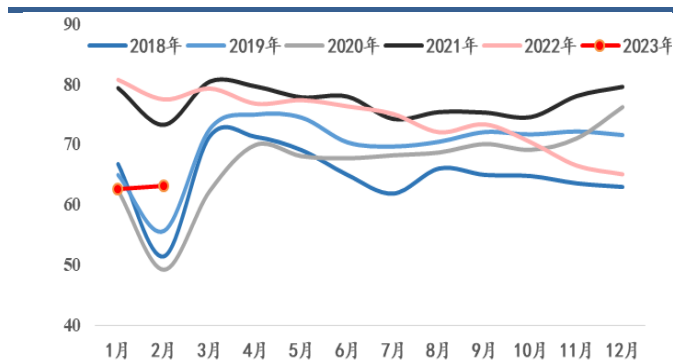
图：铝线缆月度开工率



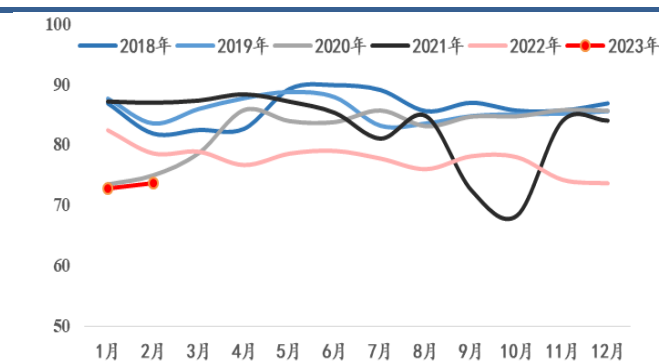
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：铝板带月度开工率

图：铝箔月度开工率

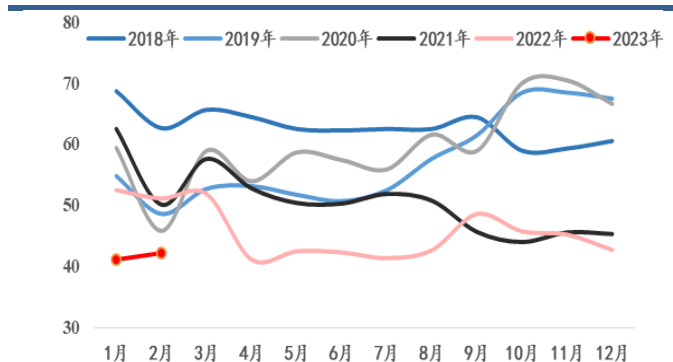


数据来源：SMM、海通期货投资咨询部



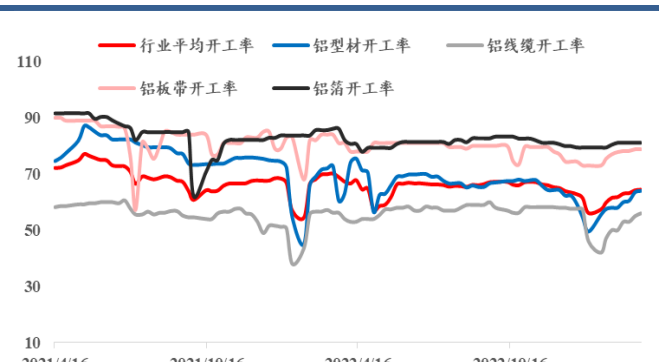
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

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

一季度地产数据有所修复。2023 年 1-2 月全国房地产开发投资 13669 亿元，同比下降 5.7%。1-2 月房屋新开工面积 13567 万平方米，同比下降 9.4%；房屋施工面积 750240 万平方米，同比下降 4.4%；房屋竣工面积 13178 万平方米，增长 8.0%。1-2 月商品房销售面积 15133 万平方米，同比下降 3.6%；15449 亿元，下降 0.1%。1-2 月房地产开发企业到位资金 21331 亿元，同比下降 15.2%。2 月房地产开发景气指数 94.67，较上月小幅回升。从数据看地产各项数据均有不同程度改善，其中竣工面积同比增速由负转正，地产销售降幅明显收窄。从去年年底至今房地产支持政策不断出台，房企融资环境在救市“三支箭”的发力下得以改善，保交楼政策持续推行，地产边际改善预期加强，预计在去年低基数和政策逐步落地作用下地产数据将企稳改善。

电力方面，2023 年预计国家电网投资将超过 5200 亿元，再创历史新高。1-2 月国内电网基本建设投资完成额 319 亿元，较去年同期增长 2.2%；1-2 月电源基本建设投资完成额 676 亿元，同比增速高达 43.6%。十四五期间国家电网规划建设 24 条交流、14 条直流特高压，总投资 3800 亿元，预计今年特高压项目仍处于建设高峰期继续带动铝线缆订单需求。

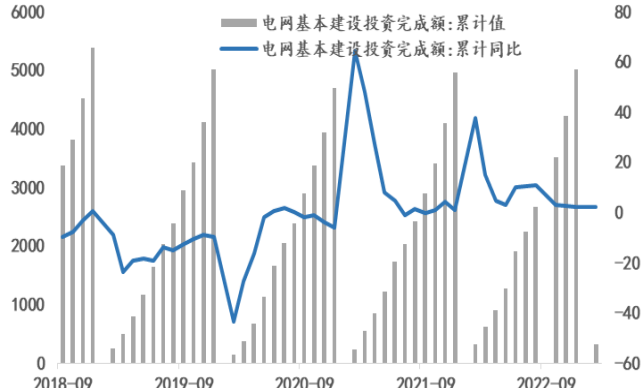
图：地产开工竣工同比



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



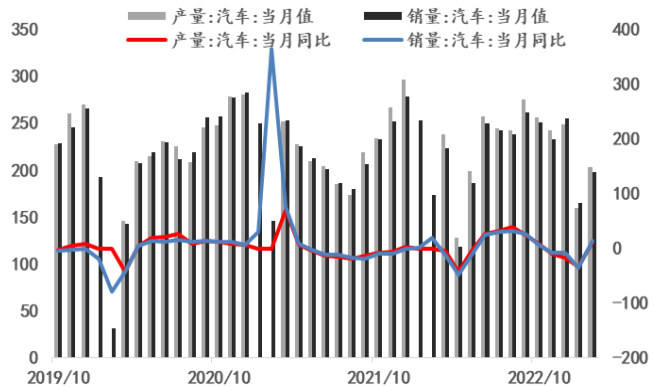
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

光伏方面，一季度光伏装机仍维持高速增长。据国网数据，2023年2月国网区域内光伏装机6.1GW，同比增246%，其中分布式装机3.5GW，同比增195%，集中式装机2.6GW，同比增352%。1-2月国内光伏累计新增装机20.37GW左右，同比增长约87.6%，已接近2022年1-5月累计装机容量。据中国光伏行业协会预测，2023年国内光伏新增装机将达95-120GW，全球新增装机280-330GW，光伏新增装机快速增长继续贡献铝需求增量。

一季度汽车累计产销同比明显回落，其中1月受春节假期和燃油车购置税优惠退出的影响大幅下滑，2月份各地陆续出台汽车促消费和车企降价促销政策，叠加去年2月为春节基数相对较低，汽车产销同比明显增长。2月汽车产销分别完成203.2万辆和197.6万辆，环比分别增长27.5%和19.8%，同比分别增长11.9%和13.5%；1-2月汽车产销分别完成362.6万辆和362.5万辆，同比分别下降14.5%和15.2%。新能源汽车方面维持增长态势，2月新能源汽车产销分别完成55.2万辆和52.5万辆，同比分别增长48.8%和55.9%，市场占有率达到26.6%；1-2月新能源汽车产销分别完成97.7万辆和93.3万辆，同比分别增长18.1%和20.8%，市场占有率达到25.7%。整体看一季度我国汽车消费恢复相对滞后，3月中旬汽车迎来降价潮，预计后续汽车销量或将增加。

图：国内汽车月度产销

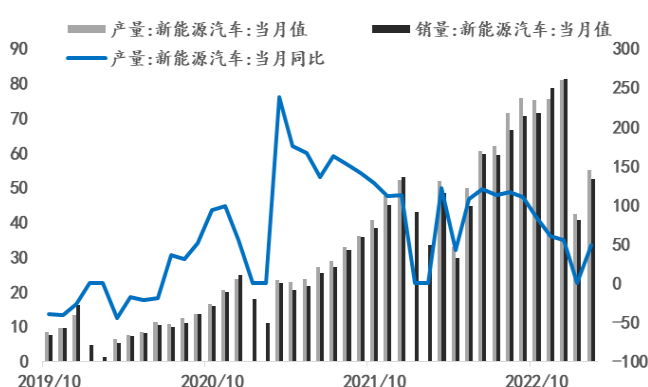
单位：万辆



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

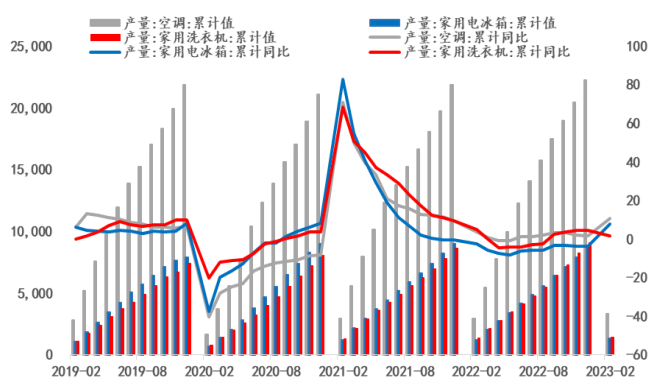
一季度国内家电消费有所回暖，出口受海外需求带动表现低迷。1-2月空调累计产量3330.5万台，同比增长13.8%；洗衣机累计产量1408万台，同比增长2%；冰箱累计产量1321万台，同比增

长 10.6%。2 月空调出口 489 万台，同比下降 13.8%；冰箱出口 338 万台，同比减少 20.8%；洗衣机出口 173 万台，同比增加 17.7%。3 月空调企业排产计划约生产 1723 万台，环比回升 35%，同比减少 0.7%，其中出口排产 788 万台，外销占比 45.7%。

出口方面，一季度铝及铝材出口同比下降。据海关数据，2023 年 1-2 月末锻轧铝及铝材出口量约 88.04 万吨，同比减少 14.8%，主因 1-2 月国内春节企业开工季节性走弱，另外显示出海外需求仍处萎缩状态，订单量存在减少的情况。二季度国内铝加工企业开工回暖，预计铝材出口订单环比将出现增长，但总量仍受海外需求和出口利润下降的影响。

图：家电月度产量

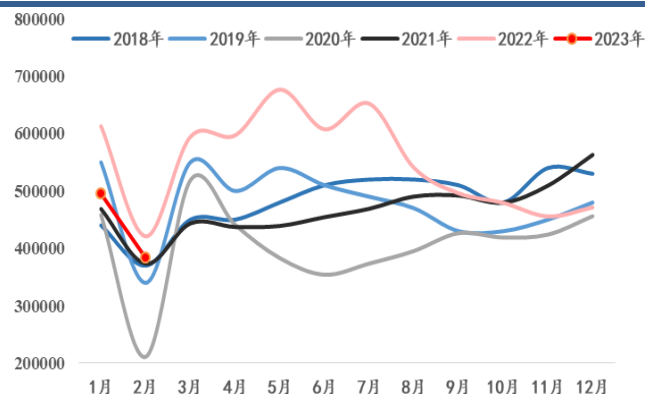
单位：万台



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



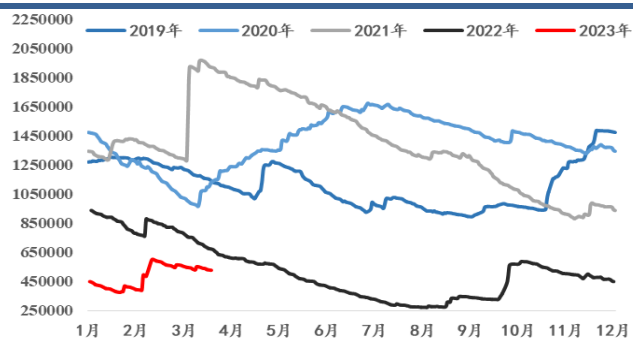
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

五、库存

一季度全球库存以累增为主，不过绝对水平仍初历年低位。截至 3 月 27 日，LME 铝库存 52.09 万吨，环比上季度增加 7.06 万吨，增幅 15.68%；注销仓单较上季度大幅下滑 38%至 18%。上期所铝库存 28.59 万吨，较上季度大幅增 19.01 万吨，其中交易所仓单增加 17.42 万吨至 20.69 万吨。一季度国内电解铝社会库存处于传统累库周期，库存持续累积至 126.9 万吨的高位。自 2 月底开始累库幅度明显放缓，并于 3 月中旬确认库存拐点，据 SMM 统计截止 3 月 30 日国内电解铝社会库存 110.8 万吨，较上季度累积 59.5 万吨，较 2022 年 3 月历史同期增加 4.6 万吨，较 3 月初库存月度累计下降 18.1 万吨。二季度供应压力不大需求环比修复作用下预计将延续去库趋势。

图：LME 库存

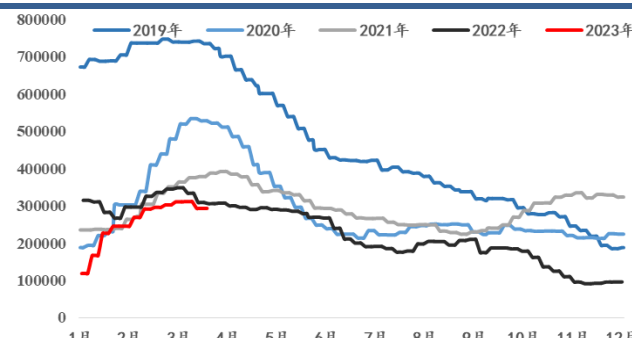
单位：吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：SHFE 库存

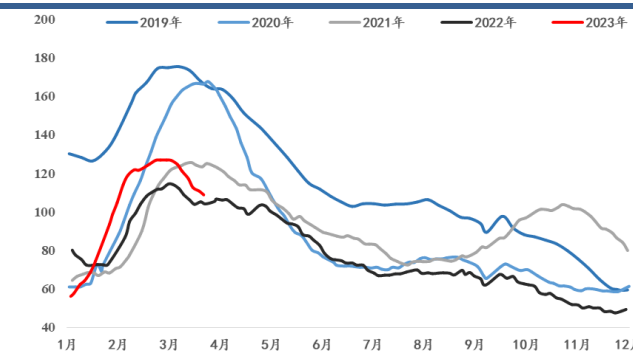
单位：吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：国内铝锭社会库存

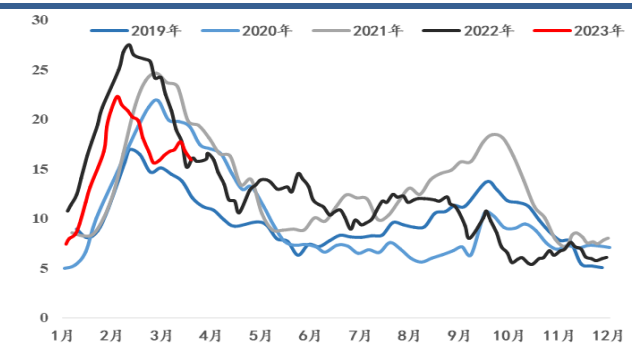
单位：万吨



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

一季度以来宏观扰动频繁，电解铝产业节奏和宏观并未产生共振，铝价在多空交织中宽幅震荡。二季度看，宏观环境仍然面临外紧内稳局面，海外向下趋势不改。产业上供应端贵州、广西等地继续逐步复产，但预计在汛期来临之前西南水电问题难以缓解，云南地区复产压力不大。而需求端二季度处于传统消费旺季，叠加国内经济处于修复阶段，预计下游需求环比改善。整体或呈现供给和需求均缓慢增长的格局，库存去化趋势或持续至四月底。节奏上，4月份预计在库存持续去化的支撑下表现偏强，但上方受制于消费表现。5月底至6月随着汛期来临，复产压力或有增加，同时逐步进入消费淡季，铝价或有回落可能，需观察丰水期降水和产能释放情况。整体上二季度预计铝价先涨后震荡走弱，以区间操作为主，跨期套利方面建议以正套为主。风险点：消费不及预期、海外流动性持续收紧。

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。