

成本端扰动支撑，关注淡季累库压力

2024 年 1 月 4 日星期四

摘要

成本：12 月矿端扰动较大，矿及氧化铝价格上涨，电力枯水期定价回升，预焙阳极小幅回落，整体成本小幅回升。

供应：12 月在云南减产完成后电解铝产能运行稳定，内蒙白音华 20 万吨顺利达产，基本以铝水形式消化。预计 12 月国内电解铝产量 356 万吨左右，同比增长 3.5%。

需求：12 月下游铝材开工稳中偏弱，整体韧性明显。终端地产仍处调整期，竣工存在韧性，电网维持增长，汽车产销继续向好，光伏新增装机年底放量，出口季节性回暖。

库存：12 月国内电解铝社会库存因减产、叠加天气运输不畅和低价刚需备货等因素呈现超预期去化，预计年内库存水平或维持 40-45 万吨附近。

观点：12 月以来铝价的强势反弹主要基于宏观情绪的改善和基本面上供应扰动以及低库存支撑的共振。往后看，成本端几内亚事件短期影响暂未扩大，但风险未完全解除，铝土矿和氧化铝价格仍将维持高位。1 月电解铝产能存在部分减产可能，供应压力不大，而需求仍处淡季，去库趋势或有放缓。整体上 1 月在降息逻辑、成本支撑以及低库存仍支撑铝价，但 1 月淡季库存存在累库预期，上方高度仍受制于需求表现，关注库存变动及矿端表现。

氧化铝方面，1 月份供应扰动仍是关注重点，海外几内亚事件风险仍未完全解除，国内供应则仍将受制于矿石供应短缺和环保等影响，产能增量或有限，需求偏稳下预计氧化铝上涨后维持高位震荡，关注几内亚事件进展和产能变动。

风险提示：需求坍塌；累库超预期；突发事件发酵

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

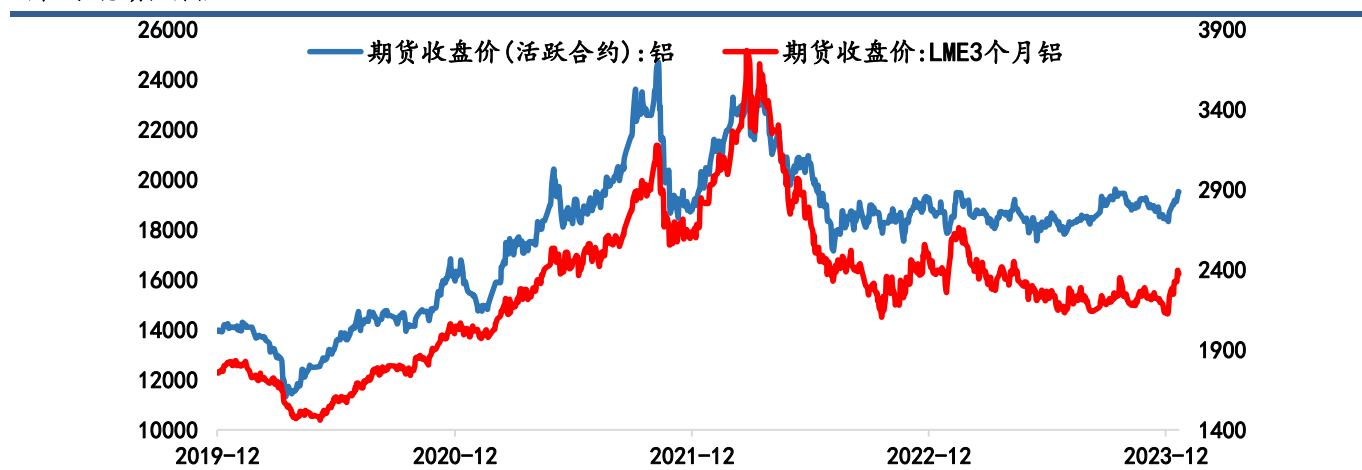
分析师承诺：

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

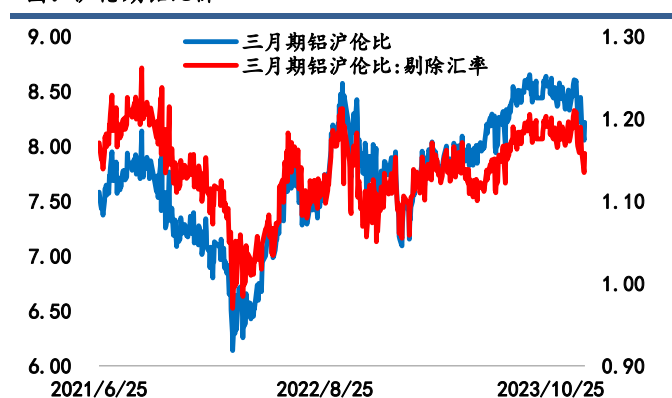
12月铝价先抑后扬，主力2402在中旬触及三个月低点18160元/吨后走出一波强势反弹。主要驱动在于一方面海外联储议息会议鸽派落地，宏观情绪和风险偏好回升，另一方面国内铝锭社会库存在消费淡季超预期去化，另外月末几内亚油库发生爆炸引发市场对于原料供应的担忧，整体上内外铝价均大幅上涨。截至12月29日收盘，沪铝主力2402收于19505元/吨，月度涨935元/吨，涨幅5.04%。LME铝表现亦强势，月度涨193.5美元至2387.5美元/吨，涨幅8.82%。截止12月29日沪伦比值（剔除汇率）为1.15，较11月下降0.04。本月以来库存的超预期下降月间价差维持back结构，截至12月29日近月-连一合约价差涨95元至145元/吨，连一-连二价差涨10至40元/吨。

图：沪伦期铝价格



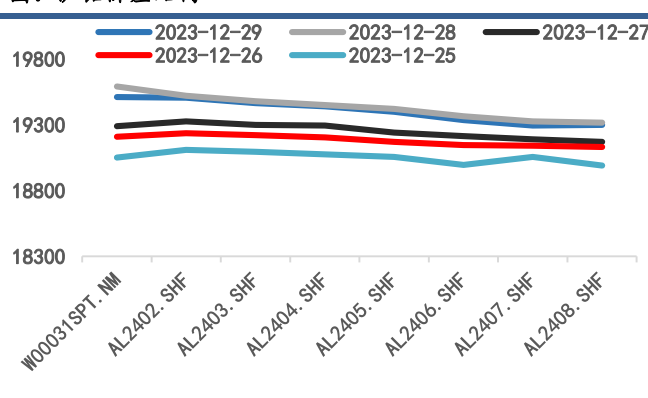
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：沪伦期铝比价



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

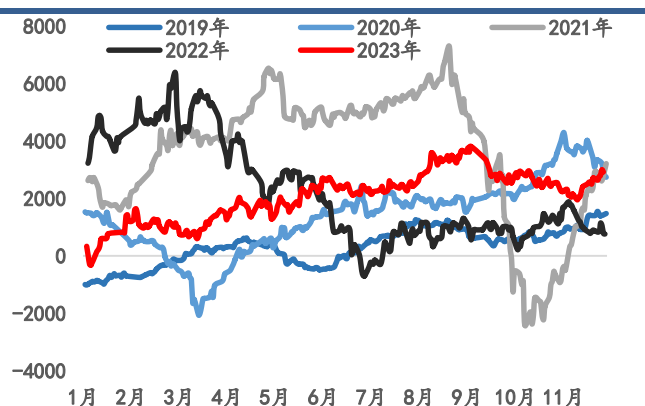
图：沪铝价差结构



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

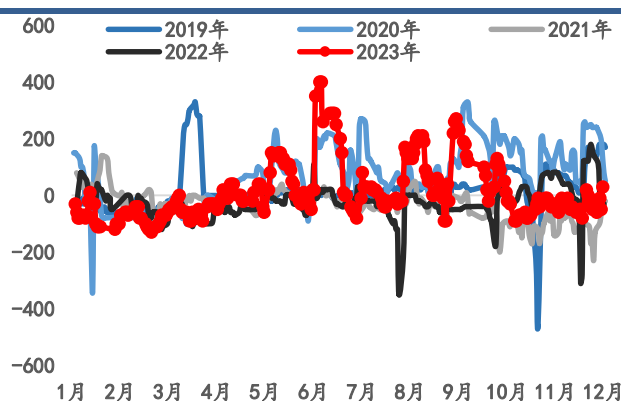
现货方面，截至12月28日上海有色A00铝锭价格为19570元/吨，较上月大幅涨940元/吨，涨幅5.05%；现货维持贴水状态，上海物贸升贴水较上月回升40元至贴水50元/吨。海外方面，截至12月27日LME升贴水（0-3）贴水较上月回落10.76美元至贴水48美元/吨。

图：上海有色 A00 铝价格 单位：元/吨



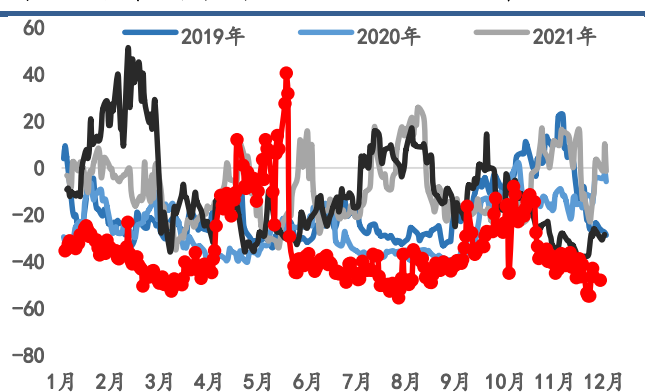
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：上海物贸升贴水 单位：元/吨



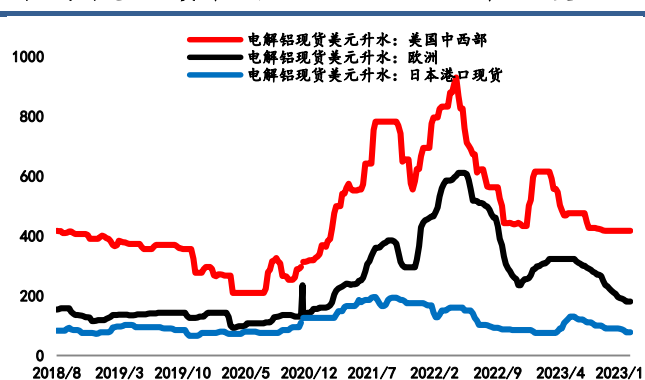
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

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

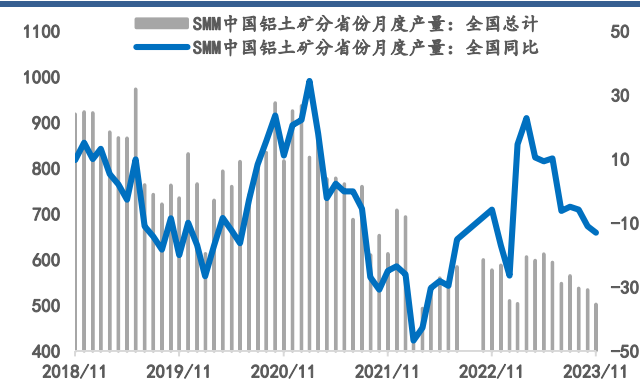
1、国产矿石价格上涨，进口延续高位

12月以来国内铝土矿价格小幅上涨，截至12月28日，河南、山西、贵州地区低品矿均价均涨10元至520、515、370元/吨，山西高品位矿涨5元至620元/吨，河南、贵州持平于620、475元/吨。几内亚CIF均价持平于70美元/吨，澳洲CIF涨2美元至54美元/吨。产量方面，11月我国铝土矿产量502.66万吨，环比下降5.89%，同比下降12.98%；1-11月铝土矿累计产量611.24万吨，累计同比下降1.29%。主因11月山西吕梁自煤矿安全事件后部分铝土矿陆续停产，河南三门峡矿山仍未复产，晋豫矿石供应依旧偏紧。

进口方面，12月2024年进口矿长单正在洽谈中。据海关数据11月我国铝土矿进口1192.76万吨，环比增加7.19%，同比增加1.17%；1-11月铝土矿进口总量12977.9万吨，累计同比增加12.32%。主要来源国几内亚占比70.2%，澳大利亚占比24.23%，预计12月进口维持高位。另外，12月18日几内亚石油公司科纳克里油气库发生特大爆炸，引发市场对于铝土矿生产发运的担忧，不过该国政府快速恢复了汽油分销和柴油供应，短期看对铝土矿生产发运影响较有限，但长期仍需关注后续油库重建和矿山生产情况。

图：国内铝土矿月度产量

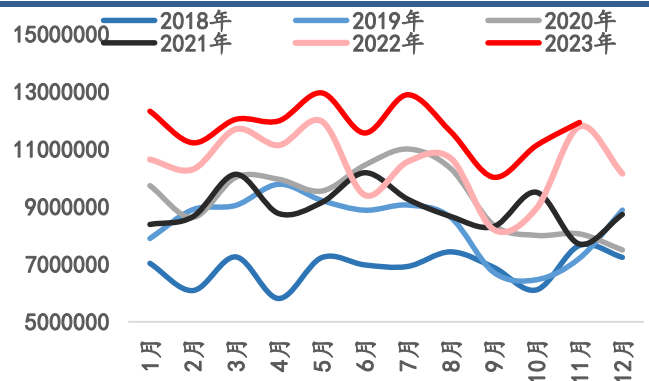
单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：铝土矿进口量

单位：吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

2、内外供应扰动共振，氧化铝期货价格偏强

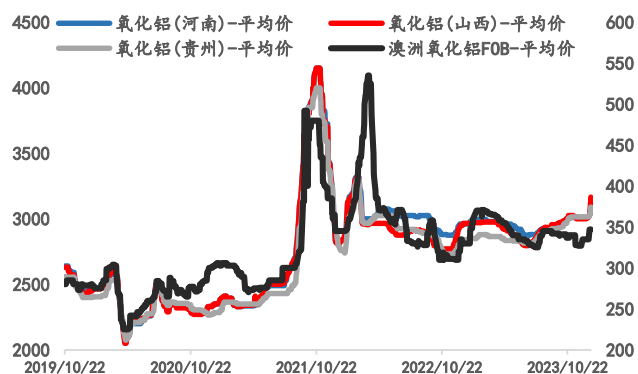
12月氧化铝现货价格上涨，主因矿山供应和检修导致现货偏紧。截至12月28日国内河南氧化铝均价较上月涨70元至305元/吨，山西均价较上月涨100元至3110元/吨，贵州均价较上月涨40元至3055元/吨。海外澳洲氧化铝FOB价格较上月涨20美元至347美元/吨，进口盈亏较上月走弱67.1元至盈利33.83元/吨。

产量方面，据SMM 11月（30天）中国冶金级氧化铝产量674.5万吨，同比增加7.2%，环比减少1.4%，1-11月中国氧化铝累计产量达7300.9万吨，同比增长3.0%，主因北方河北、山西地区因设备检修或矿山供应问题减产。截至11月末中国氧化铝建成产能10000万吨，运行产能8207万吨，全国开工率82.1，较上月涨1.4%。12月以来氧化铝供应端扰动加大，一方面几内亚油库爆炸事件引发市场对矿端供应担忧，另一方面国内北方地区产能仍受制于矿石供应和环保等问题。其中山西吕梁自煤矿事件后部分矿山陆续停产，河南三门峡地区矿山仍未复产，山东地区某大型氧化铝厂焙烧炉计划检修等，整体开工维持较低水平。据悉截至12月末氧化铝运行产能降至8000万吨附近，开工率不足80%。另外北方多地开始执行重污染天气橙色预警应急减排，滨州地区于12月21日发布《关于启动重污染天气Ⅱ级应急响应的通知》，预计于2023年12月22日至2024年1月4日期间当地氧化铝厂焙烧炉减产运行，涉及产能约750万吨/年，供应存在规模性减产预期。

进出口方面，据海关数据，11月进口氧化铝12.9万吨，环比增30.3%，主因进口窗口打开，同比下降34.21%；1-11月累计进口155.96万吨，同比减少17.78%；1-11月累计净进口42.43万吨，同比下降55.19%。进口来源中澳大利亚、印尼和印度占据前三，分别占比49%、25%与24%。综合看1-11月氧化铝小幅过剩42.6万吨左右。

图：国内氧化铝价格

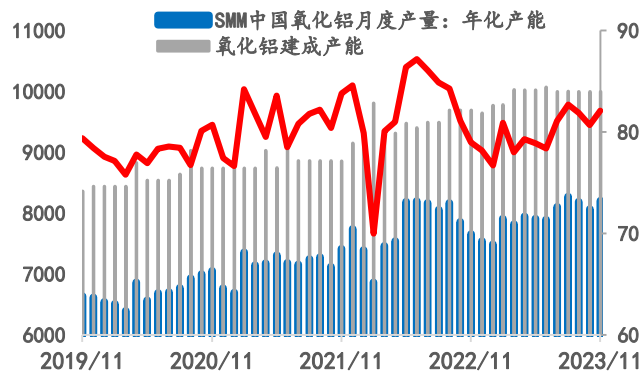
单位：元/吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：国内氧化铝产量

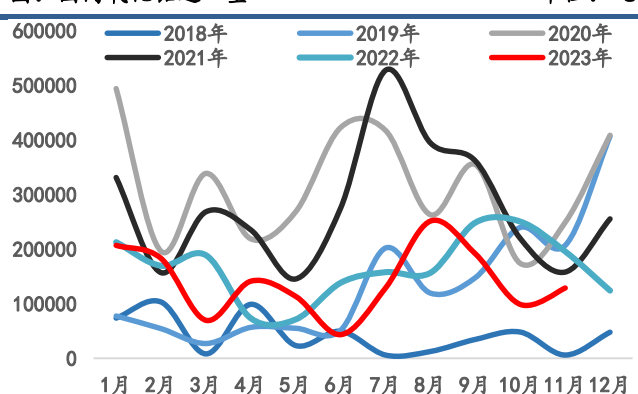
单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：国内氧化铝进口量

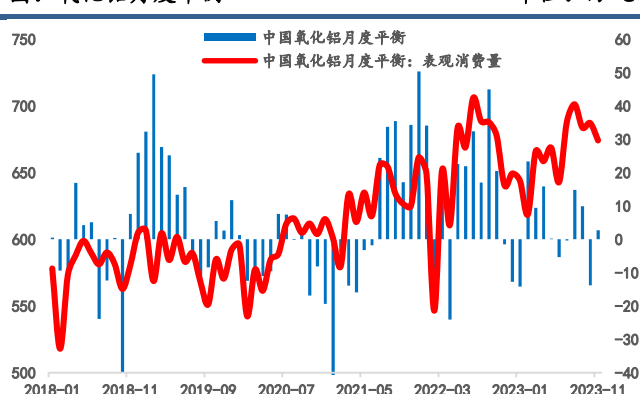
单位：吨



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



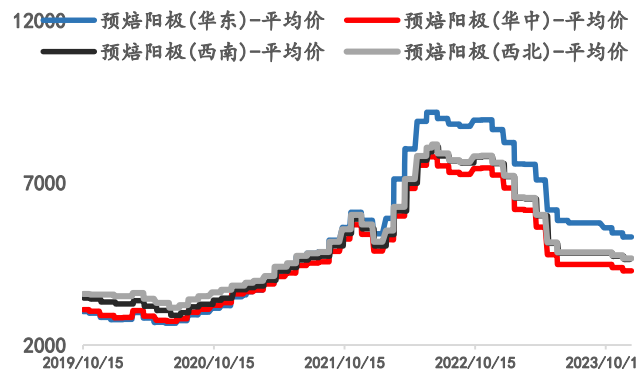
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

3. 辅料价格小幅下降

12月辅料价格小幅下降。截止12月28日各地区预焙阳极价格在4285.5-5329元/吨，较上月下降100-125元/吨，冰晶石价格较上月下降50元至7050元/吨，氟化铝较上月降700元至9600元/吨。目前石油焦市场供应充裕，预焙阳极需求偏弱，预计其价格弱势运行为主。

图：预焙阳极价格

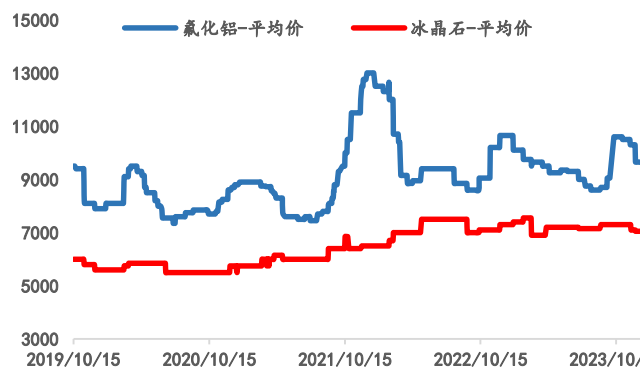
单位：元/吨



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



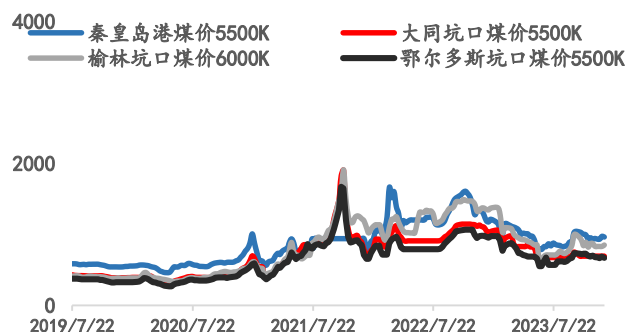
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

4. 电力成本小幅回升

12月以来煤价有一定上涨叠加枯水期影响，电力价格较上月小幅回升，截至12月25日据SMM

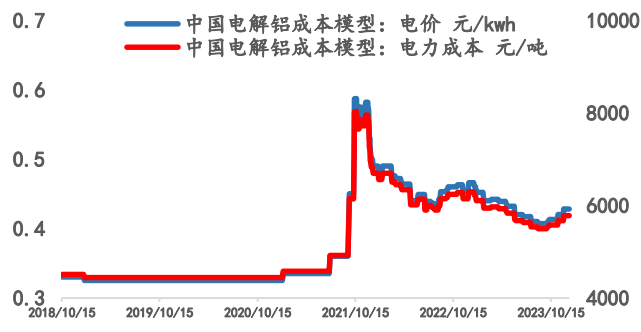
统计加权电价较上月末小幅上涨 0.008 元/kwh 至 0.428 元/kwh，电力成本较上月增加 108 元/吨至 5778 元/吨。预计 1 月电力成本仍易升难降。

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

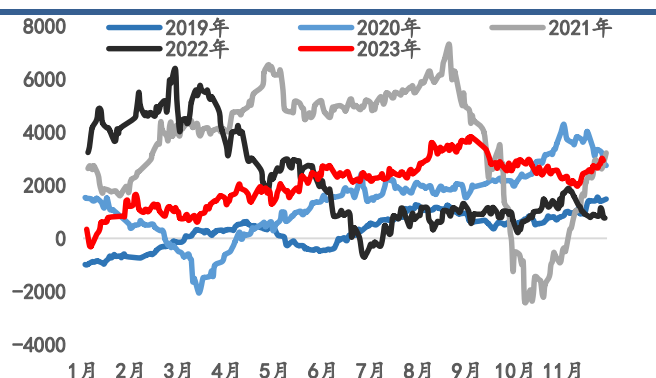
三、供应端

1、减产告一段落，产能运行平稳

12 月氧化铝、电力成本回升，不过铝价上涨，整体冶炼利润也有回升。截至 12 月 25 日测算电解铝完全成本约为 16410 元/吨，吨铝利润回升 380 元至约 2639 元/吨。产量方面，据 SMM 11 月（31 天）国内电解铝产量 348.8 万吨，同比增长 4.6%，日均产量环比下滑 0.12 万吨至 11.63 万吨。1-11 月累计产量 3794.6 万吨，同比增长 3.6%。11 月国内电解铝建成产能至 4519 万吨（含已建成未投产的产能），运行产能降至 4189 万吨附近，冶炼开工率 92.7%，环比下降 2.4%；铝水比例环比增长 3%至 73.4%。12 月以来云南减产基本完成，涉及产能约 117 万吨，其余产能持稳运行，内蒙白音华 20 万吨于 12 月中旬投产，基本以铝水形式消化。预计 12 月（31 天）国内电解铝产量 356 万吨左右，同比增长 3.5%；2023 年全年电解铝产量预计达 4150 万吨，同比增长 3.6%。

海外方面，据 IAI 数据全球 11 月原铝产量 589.3 万吨，环比下降 3.7%，同比增 2.72%；其中海外（除中国以外）电解铝产量 239.3 吨，同比增 4.1%；1-11 月全球累计产量 6448.5 万吨，累计同比增长 2.21%，海外供应压力整体不大。

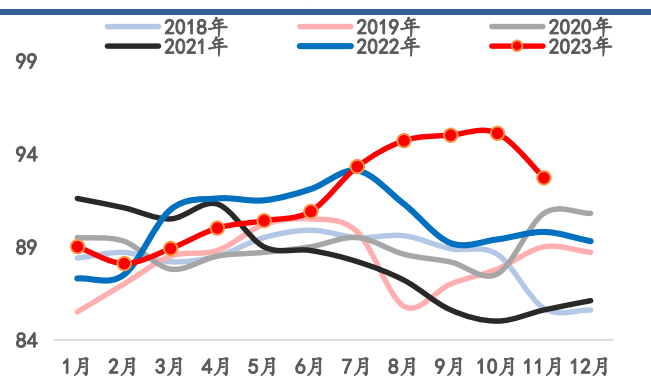
图：吨铝理论利润 单位：元/吨



数据来源：IFIND、SMM、海通期货投资咨询部

数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

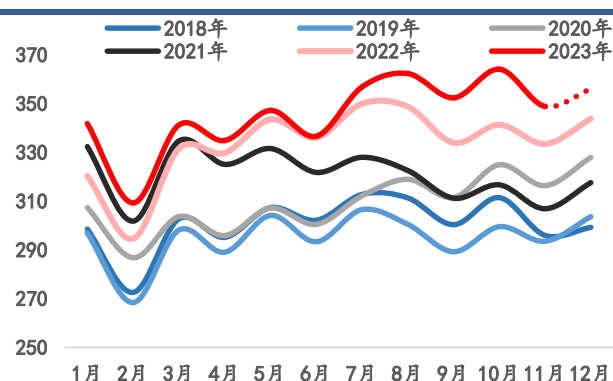
图：中国电解铝月度总开工率



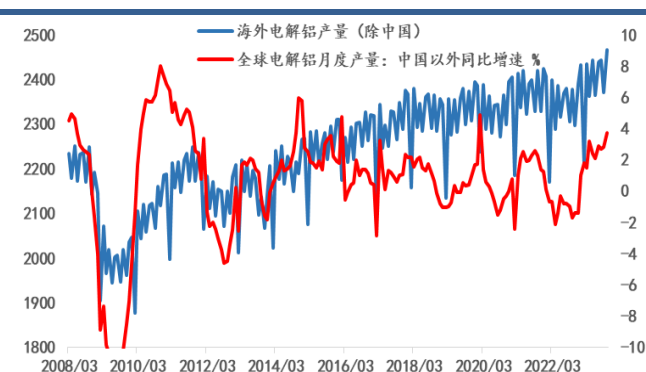
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

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



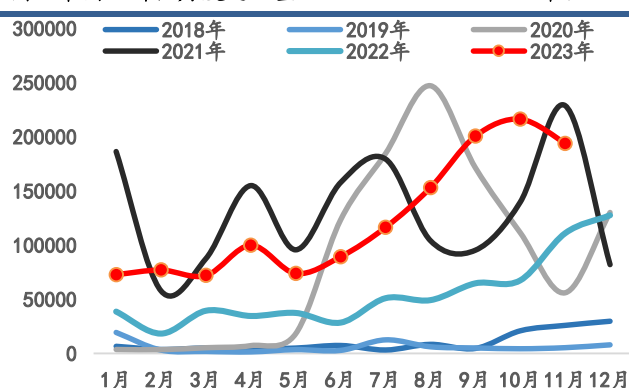
图：海外电解铝产量 单位：千吨



2、进口增速维持高位

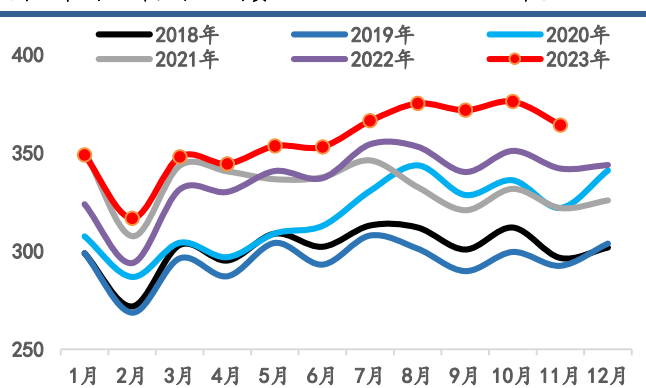
进口方面，据海关数据 11 月我国原铝进口量 19.4 万吨，同比增长 75.6%，环比减少 10.3%；1-11 月我国原铝累计进口 136.7 万吨，累计同比增加 153%；1-11 月累计净进口 123.2 吨，同比增长 257%。进口主要来源国仍为俄罗斯联邦、印度、澳大利亚等。12 月以来进口窗口多数维持打开，预计进口仍将维持较高增速。

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

3. 废铝供应偏紧

12 月以来废铝拆解效率降低且雨雪天气影响运输，同时月初铝价下跌废铝持货商出货意愿降低，诸多因素导致废铝供应偏紧。不过随着铝价大幅上涨，精废价差小幅走扩，截止 12 月 22 日佛山破碎生铝精废价差 1688 元/吨，较上月扩大 126 元/吨；上海型材铝精废价差较上月扩大 53 元/吨至 1770 元/吨。产量方面，11 月我国废铝产量 56.52 万吨，同比增 6.8%，1-11 月累计产量 556.78 万吨，同比增 7.67%。进口方面，据海关数据我国 11 月废铝进口 17.62 万吨，同比增加 38.46%；1-11 月累计进口 160 万吨，同比增长 15.1%。预计春节前废铝供应延续偏紧态势。

图：国内废铝进口

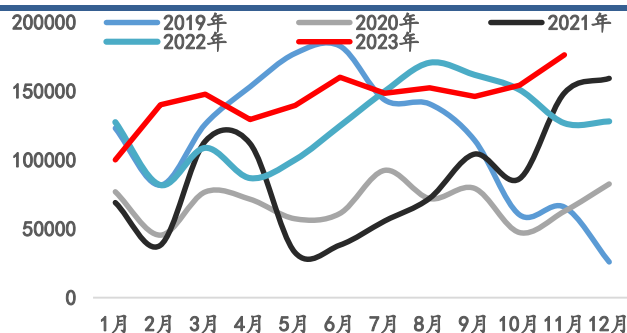
单位：吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：国内废铝进口

单位：吨



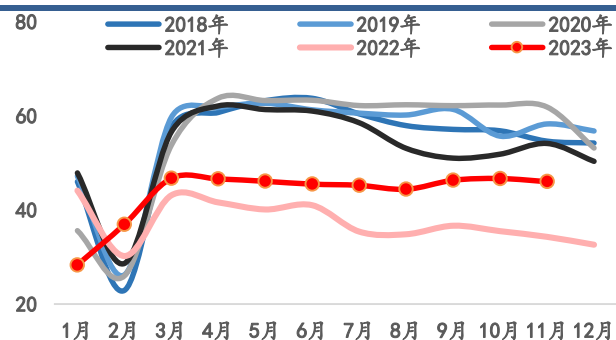
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

四、需求端

1、行业开工稳中偏弱

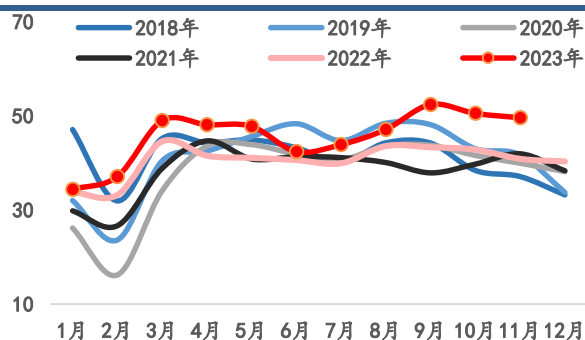
12月下游铝材开工延续淡季表现，从周度数据看截至12月29日铝材开工率60.2%，环比上月回落3.2个百分点，同比去年回落3.2个百分点。分项看，型材开工率较上月回落2.5%至54.8%，建筑型材订单仍较低。铝线缆板块受电力需求提振订单表现较好，而铝板带受河南地区重污染环保限产影响大幅下滑至67.8%，铝箔、再生和原生合金开工均有小幅回落。1月仍处淡季，预计开工延续稳中偏弱。

图：建筑铝型材月度开工率



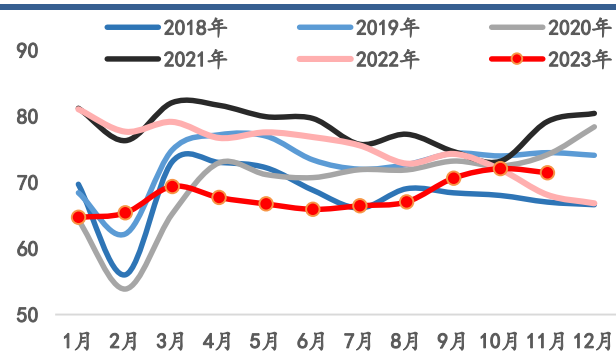
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：铝线缆月度开工率



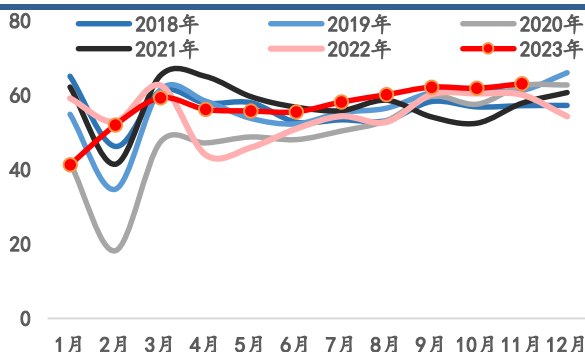
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：铝板带箔月度开工率



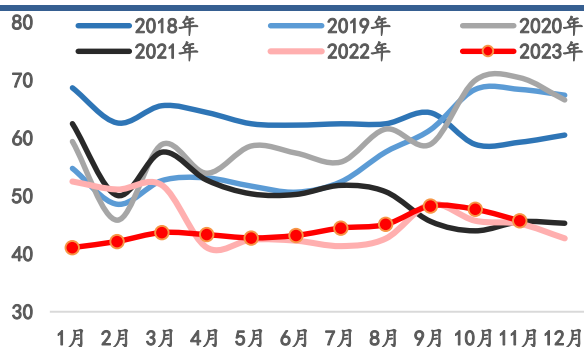
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：再生铝月度开工率



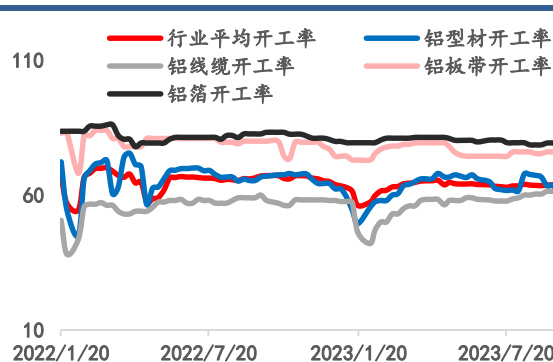
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

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

11 月地产投资降幅继续扩大。1-11 月全国房地产开发投资 104045 亿元，同比下降 9.4%，较前值回落 0.1%。1-11 月房屋新开工面积 87456 万平方米，同比下降 21.2%；房屋施工面积 831345 万平方米，同比下降 7.2%；房屋竣工面积 65237 万平方米，增长 17.9%。1-11 月商品房销售面积 100509 万平方米，同比下降 8%；销售额 105318 亿元，同比下降 5.2%。1-11 月房地产开发企业到位资金 117044 亿元，同比下降 13.4%。11 月房地产开发景气指数 93.42，较上月回升 0.02。数据上看，地产销售降幅继续扩大，对前端投资形成拖累；新开工和施工降幅有所收窄，竣工增长态势继续放缓，后续竣工持续性存疑。整体地产市场仍处调整期，不过利好政策持续释放仍存在一定托底作用。

电力方面，11 月电源和电网完成投资维持增长，累计增速略有回落。11 月电网投资 727 亿元，同比增长 4.15%；1-11 月国内电网基本建设投资完成额 4458 亿元，同期增长 5.9%。9 月电源投资 1092 亿元，同比增长 18.95%；1-11 月电源基本建设投资完成额 7713 亿元，同比增速 39.6%。预计 2023 年全年电网投资总额有望超 5200 亿，特高压项目仍处于建设高峰期继续带动铝线缆订单需求。

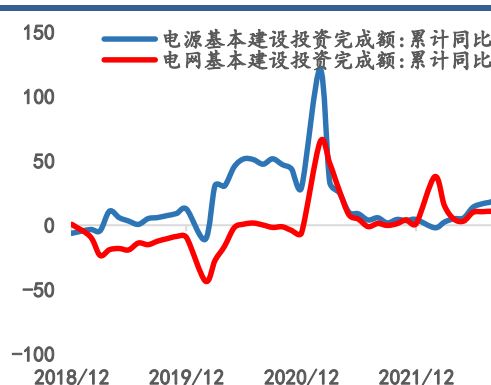
图：地产开工竣工同比



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



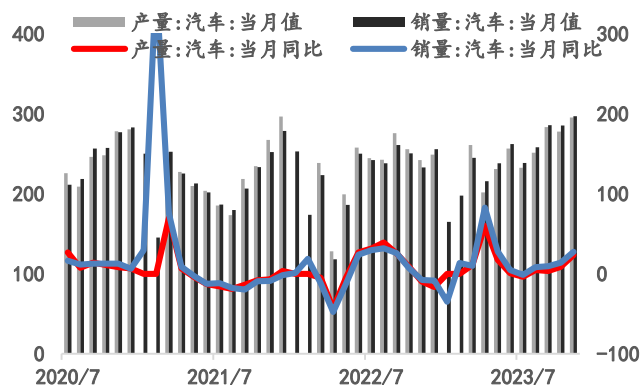
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

光伏方面，新增装机同比仍维持较高增速。1-11 月国内光伏累计新增装机 163.88GW，同比增长约 116.95%；11 月单月新增装机 21.32GW，同比增长 185.27%。年底光伏新增装机放量，目前已超出此前光伏行业协会预测上限，预计光伏需求仍将继续贡献铝需求增量。

11月汽车产量创历史同期新高,产销增速均有回升。据中汽协数据,11月车产销分别完成309.3万辆和297万辆,同比分别增长29.7%和27.4%。1-11月汽车产销分别完成2711.1万辆和2693.8万辆,同比分别增长10%和10.8%。新能源汽车产销维持增长,11月新能源产销分别完成107.4万辆和102.6万辆,同比分别增长39.2%和30%;1-11月新能源汽车产销分别完成842.6万辆和830.4万辆,同比分别增长34.5%和36.7%,市场占有率达到34.5%。中汽协预计2023年国内汽车产销有望创造历史新高,超预期完成全年预测目标。

图：国内汽车月度产销

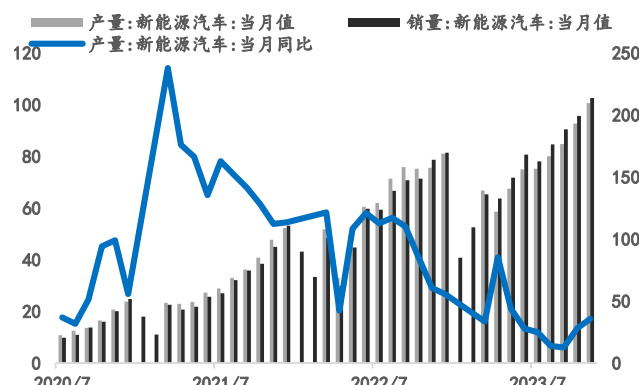
单位：万辆



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



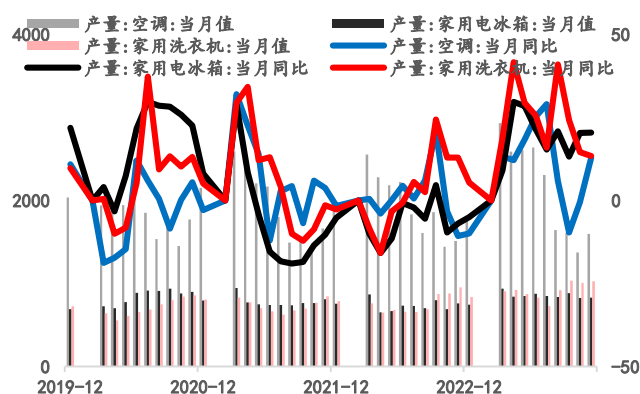
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

11月空调产量增速明显回升。11月空调产量1595万台，同比增长12.8%；洗衣机产量1025.3万台，同比增长13.4%；冰箱产量828.6万台，同比增20.4%。11月空调出口增速同比下降，其中空调出口265万台，同比增长17.1%；冰箱出口590万台，同比增加65.8%；洗衣机出口274万台，同比增加42.4%。

出口增速回升。据海关数据11月国内未锻轧铝及铝材出口48.96万吨，同比增长7.46%，环比增长11.20%；1-11月累计出口518.52万吨，累计同比下降15.3%。11月受年底海外铝材需求节前备货影响，铝材出口量有所回暖，预计12月铝材出口量将延续回暖态势。

图：家电月度产量

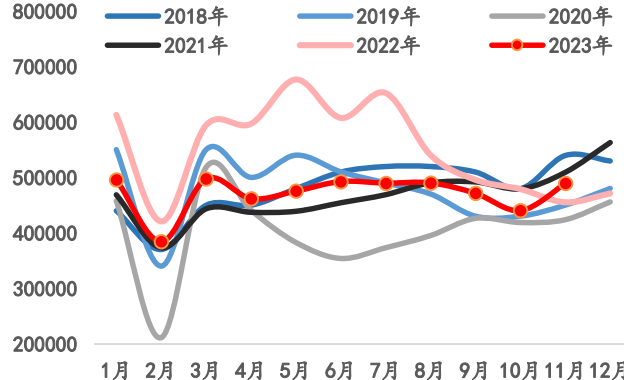
单位：万台



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

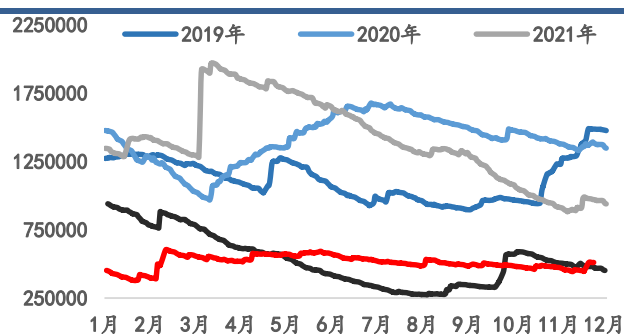


数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

五、库存

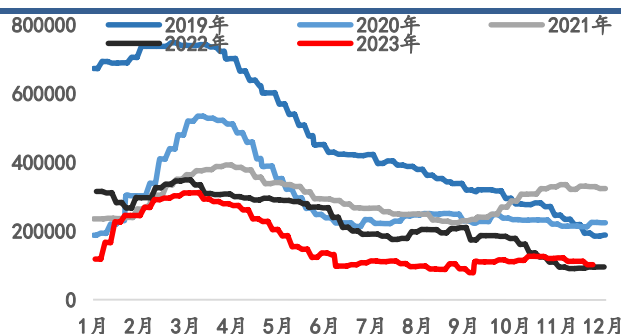
11月国内外交易所库存表现分化，LME库存大幅增加而SHFE下降。截至12月29日，LME铝库存环比上月增加8.97万吨至54.91万吨，增幅19.52%，注销仓单占比较上月降22%至35%；上期所库存环比下降18.75%至9.9万吨，其中交易所仓单较上月减少0.26万吨至3.93万吨。12月以来国内电解铝社会库存超预期去化，截至12月28日国内电解铝锭社会库存43.4万吨，较上月下降16.4万吨，较去年同期下降5.9万吨，创历年新低；铝棒库存较上月下降2.93万吨至6.41万吨。12月以来的超预期去库，主因一方面铝水比例高位叠加云南减产铸锭增量少，北方雨雪天气运输不畅到货减少，另外前期铝价下跌后刺激年底刚需备货等，不过临近月末随着铝价上涨去化幅度有所放缓，预计年内库存水平或维持40-45万吨附近，1月看淡季仍有季节性累库可能。

图：LME 库存 单位：吨



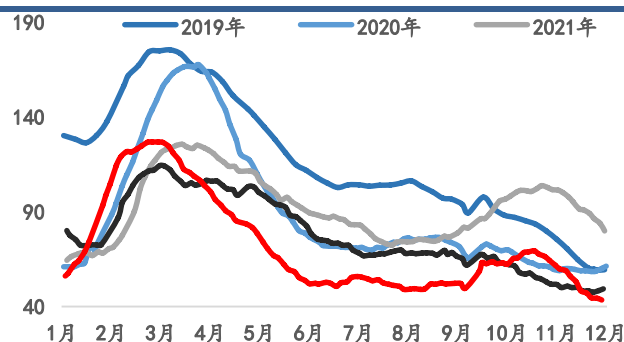
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：SHFE 库存 单位：吨



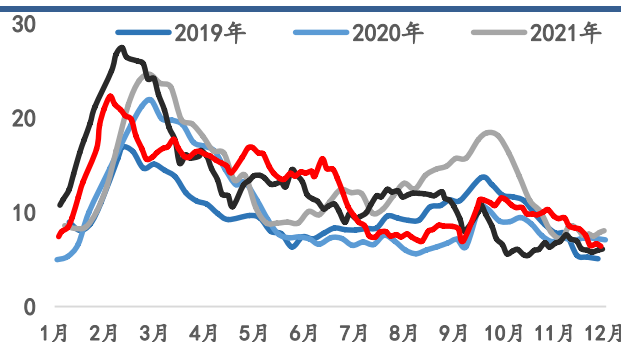
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

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

12月以来铝价的强势反弹主要基于宏观情绪的改善和基本面上供应扰动以及低库存支撑的共振。往后看，成本端几内亚事件短期影响暂未扩大，但风险未完全解除，铝土矿和氧化铝价格仍将维持偏强给予铝价支撑。1月电解铝运行产能仍有减产可能，供应压力不大，而临近春节需求仍处淡季，去库趋势或有放缓。预计1月在降息逻辑、成本支撑以及低库存支撑下仍将有偏强表现，上方高度受制于需求表现。

氧化铝方面，1 月份供应扰动仍是关注重点，海外几内亚事件风险仍未完全解除，国内供应则仍将受制于矿石供应短缺和环保等影响，产能增量或有限，需求偏稳下预计氧化铝回归理性后维持高位震荡，关注几内亚事件进展和产能变动。

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。