

摘要

成本：1 月矿端偏紧，氧化铝现货仍坚挺，电力价格持稳，预备阳极小幅回落，整体成本小幅回升。

供应：1 月运行产能持稳于 4200 万吨附近，暂未发生大规模减复产，预计 1 月电解铝产量 356 万吨左右，同比增长 4.2%；进口窗口维持打开。

需求：1 月下游铝材开工维持淡季表现，不过仍有韧性。终端汽车产销向好，地产仍处调整期，电网和光伏新增装机维持增长，出口小幅回暖。

库存：1 月铝价下跌刺激节前备库增加，叠加铝水比例仍维持高位，库存表现超预期，绝对值维持低位。

观点：1 月以来降息预期降温叠加成本驱动消退，铝价在低库存支撑下抵抗式下跌，下旬以来在欧盟计划制裁俄铝刺激和国内降准利好提振下内外铝价有所反弹，但上方仍有淡季累库压力，反弹空间有限。2 月份宏观环境仍将是影响铝价的重要因素，产业上预期供需矛盾仍不大，供应端或将持稳为主，进口维持增量，需求仍处偏淡状态，但库存绝对值历史低位，虚实比偏高对多头偏有力，年后市场或逐步交易季节性累库是否兑现，若累库不及预期铝价或有上涨可能，关注库存变化和宏观情绪。

氧化铝方面，2 月初预计矿石紧张、重污染天气预警等供应扰动仍存，氧化铝短期产能大幅增加概率偏小，但节后晋豫矿山存在复产预期，另外仓单也有即将到期的出货压力，预计氧化铝价格重心有所回落，关注节后矿山复产动向。

风险提示：累库超预期；需求坍塌

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

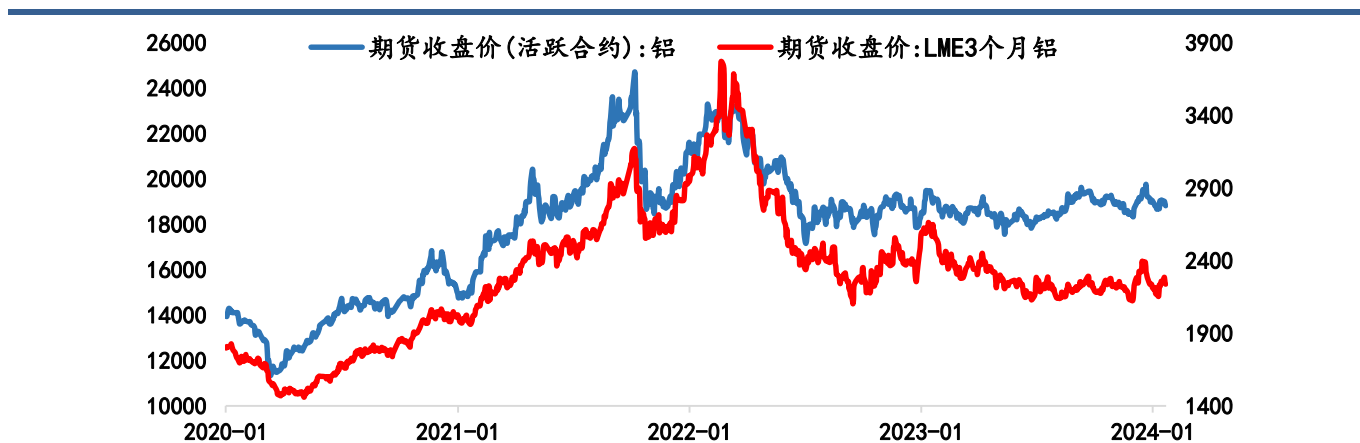
分析师承诺：

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

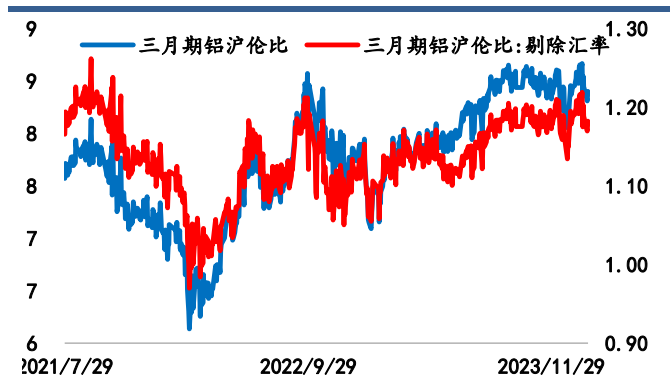
1月以来降息预期降温，成本驱动消退，铝价在低库存支撑下抵抗式下跌，下旬以来在欧盟可能计划制裁俄铝情绪刺激和国内降准利好提振下内外铝价有所反弹，但整体上方仍有淡季累库压力，反弹空间有限。截至1月31日收盘，沪铝主力2403收于19010元/吨，月度跌455元/吨，跌幅2.34%。LME铝亦先抑后扬，月度跌102.5美元至2285美元/吨，跌幅4.29%。截止1月31日沪伦比值（剔除汇率）为1.17，较12月回升0.02。月间价差收窄，截至1月31日近月-连一合约价差跌115元至30元/吨，连一-连二价差跌50至-5元/吨。

图：沪伦期铝价格



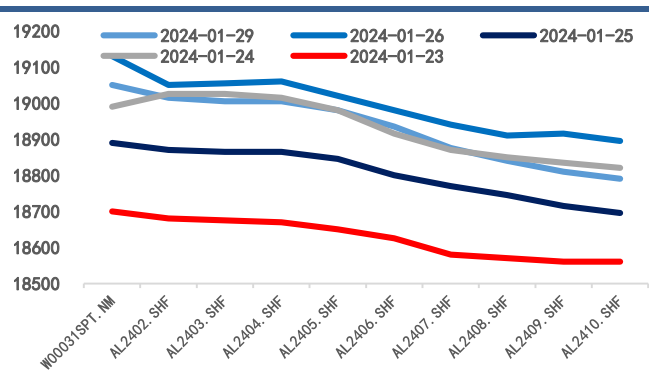
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：沪伦期铝比价



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

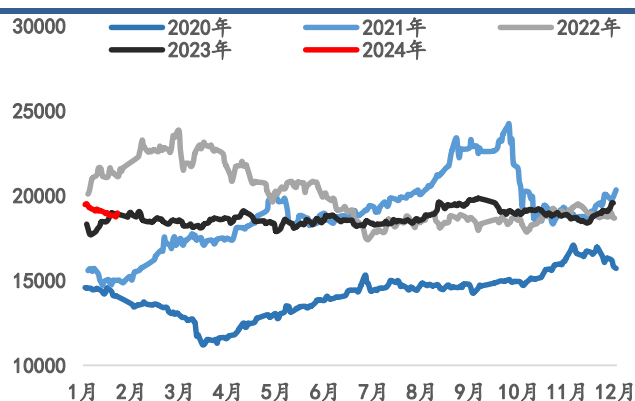
图：沪铝价差结构



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

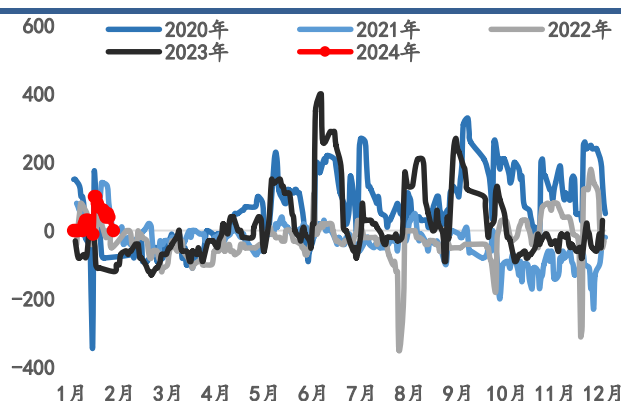
现货方面，截至1月29日上海有色A00铝锭价格为19090元/吨，较上月下跌480元/吨，跌幅2.45%；现货维持贴水状态，上海物贸升贴水较上月回落30元至平水附近。海外方面，截至1月26日LME升贴水（0-3）贴水较上月回升2.36美元至贴水36.1美元/吨。

图：上海有色 A00 铝价格 单位：元/吨



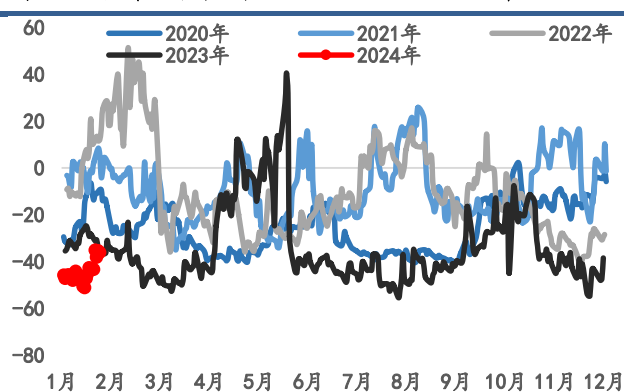
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：上海物贸升贴水 单位：元/吨



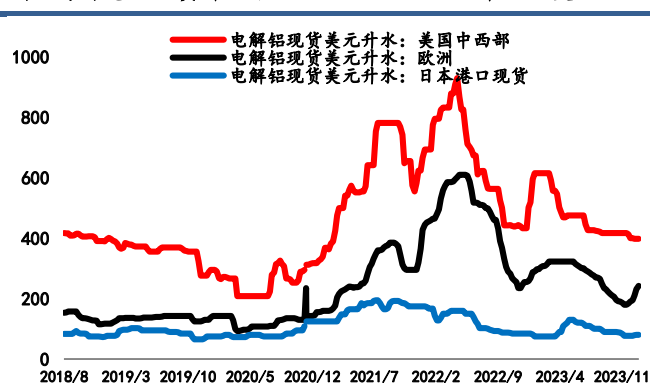
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

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

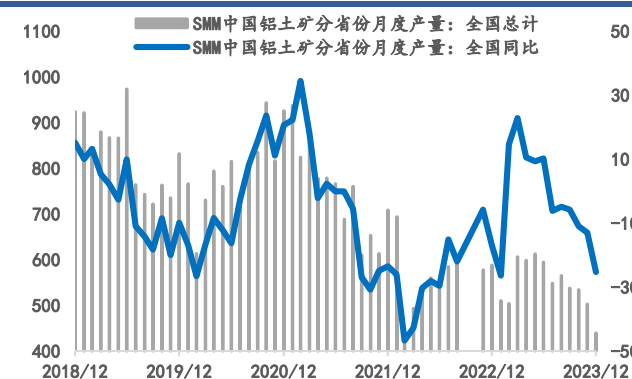
二、成本端

1、国产矿石价格上涨，进口延续高位

1 月以来国内铝土矿价格稳中有涨，截至 1 月 31 日河南、山西低品矿均价持平于 520、515 元/吨，贵州低品矿均价涨 10 元至 380 元/吨，河南、山西、贵州高品位矿均价持平于 620、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 56 美元/吨。产量方面，12 月我国铝土矿产量 439.24 万吨，环比下降 12.62%，同比下降 25.3%；1-12 月铝土矿累计产量 6551.59 万吨，累计同比下降 3.38%，主因北方环保、安全督察和复垦等问题导致矿山供应偏紧。短期内矿山复产时间暂未明确，且 1 月临近年底部分矿山提前放假，预计矿石产量仍维持低位。进口方面，据海关数据 12 月我国铝土矿进口 1187 万吨，环比减少 0.5%，同比增加 17.5%，1-12 月铝矿砂及其精矿累计进口 14138 万吨，同比增加 12.9%。主要来源国看，全年几内亚进口占比 70.12%，澳大利亚占比 24.44%。1 月份几内亚已修复部分管道，并逐步有效恢复油气罐供应，事件影响有限，但增量难有明显增长，另外澳大利亚 11 月至次年 4 月处于雨季增量或也较有限，整体预计 1 月份或一季度进口矿增幅或有受限。

图：国内铝土矿月度产量

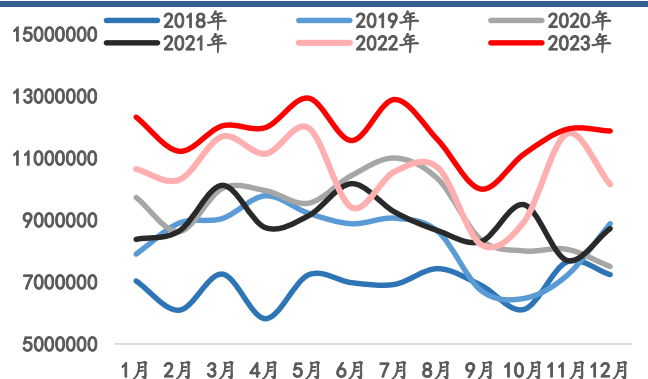
单位：万吨



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

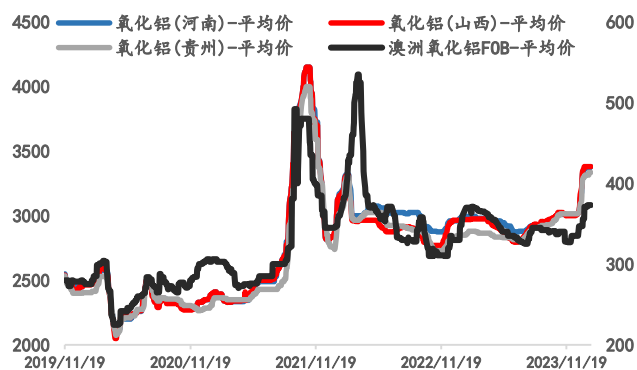
2、海外事件和国内环保压力缓解，氧化铝震荡回落

1月氧化铝现货价格上涨，主因矿山供应及环保等因素影响。截至1月29日国内河南、山西、广西、贵州、山东氧化铝均价分别较上月涨250、215、260、245、210元至3380元/吨、3380元/吨、3370元/吨、3335元/吨和3260元/吨。海外澳洲氧化铝FOB价格较上月涨26美元至373美元/吨，进口盈亏较上月走弱14.6元至盈利73.6元/吨。产量方面，据SMM 12月（31天）中国冶金级氧化铝产量679.5万吨，同比增加5.7%，环比增加0.7%，1-12月中国氧化铝累计产量7980.4万吨，同比增长2.7%，截至12月末中国氧化铝建成产能10000万吨，运行产能8004万吨，全国开工率80%，较上月跌2.1%。1月以来海外几内亚油库爆炸事件对矿山生产和发运影响暂较有限，国内方面在环保压力缓解后，北方地区部分受限于环保政策的焙烧产能已于1月上旬恢复正常生产，现货偏紧局面略有缓解。不过矿山供应偏紧问题仍存，山西、河南地区处于停产状态的矿山短期复产难度较大，且临近年底部分矿山提前放假，短期氧化铝产能仍受制于矿山供应，同时年底北方地区重污染天气频发，不排除再度限产预期，预计2024年1月运行产能8050万吨左右，同比上涨7.3%。

进出口方面，据海关数据，12月进口氧化铝26.79万吨，环比增107.67%，同比增115.67%，主因进口窗口维持打开；1-12月累计进口182.71万吨，同比减少8.17%；1-12月累计净进口56.27万吨，同比下降4.45%。进口来源中澳大利亚、印尼和越南占据前三，分别占比46.03%、33.28%与11.97%。综合看全年国内氧化铝小幅过剩50.6万吨左右。

图：国内氧化铝价格

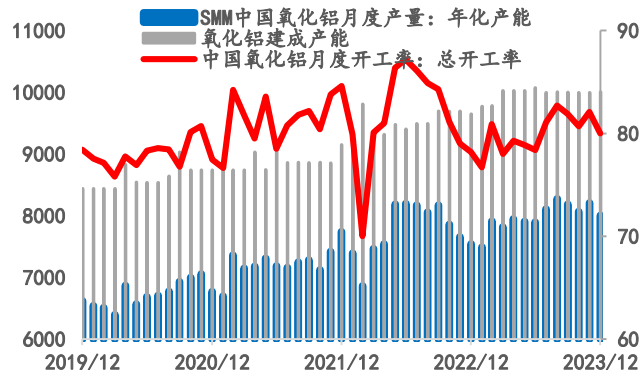
单位：元/吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：国内氧化铝产量

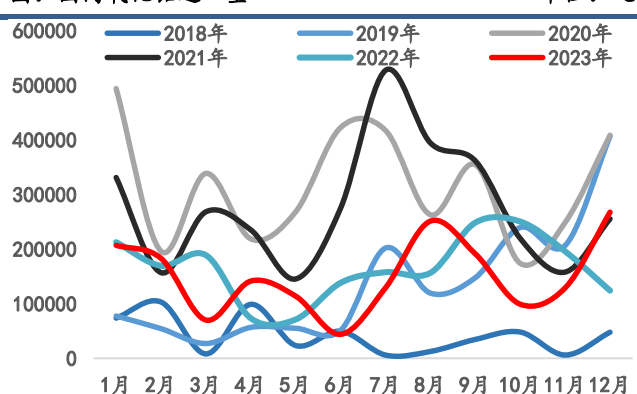
单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：国内氧化铝进口量

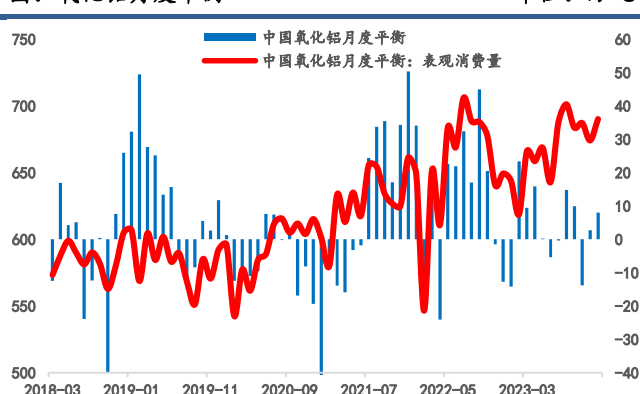
单位：吨



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



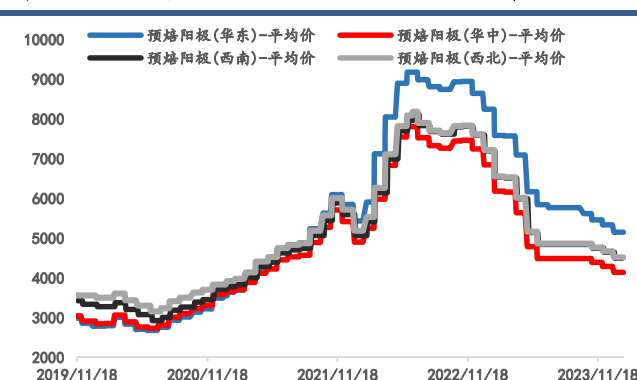
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

3. 辅料价格小幅下降

1月辅料价格小幅下降。截止1月31日各地区预焙阳极价格在4135.5-5144元/吨，较上月下降150-185元/吨，冰晶石价格较上月持平于7050元/吨，氟化铝较上月降450元至9150元/吨。目前石油焦市场整体供应仍显充裕，预焙阳极需求持稳，据钢联山东大型电解铝企业2月预焙阳极采购基准价格环比1月持平于3878元/吨，预计其价格偏稳运行为主。

图：预焙阳极价格

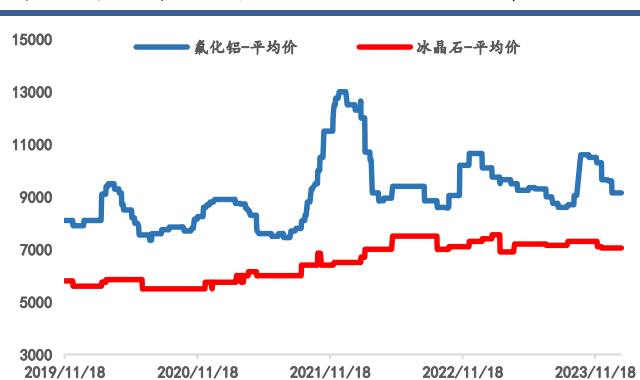
单位：元/吨



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



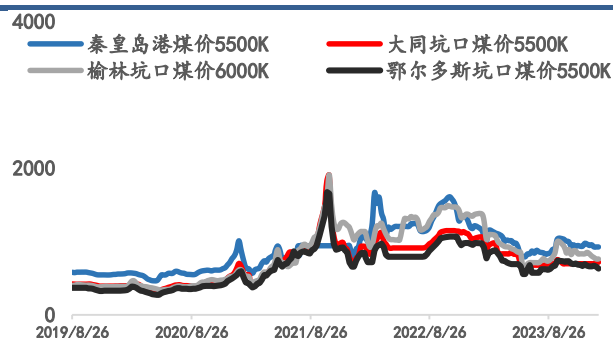
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

4. 电力成本持稳

1月以来煤价偏稳叠加枯水期影响，电力价格维持稳定，截至1月29日据SMM统计加权电价较上月持平于0.428元/kwh，电力成本较上月持平于5778元/吨附近。预计1月电力成本仍易升难降。

图：动力煤价格

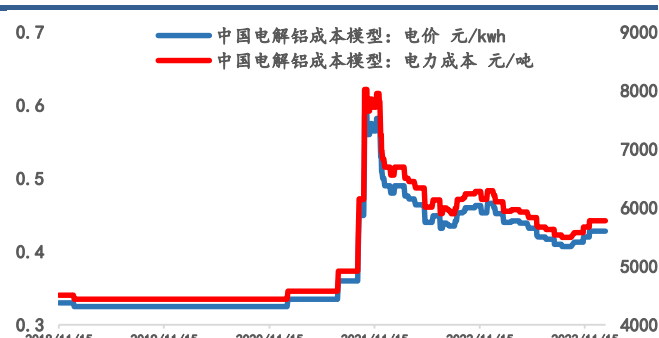
单位：元/吨



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

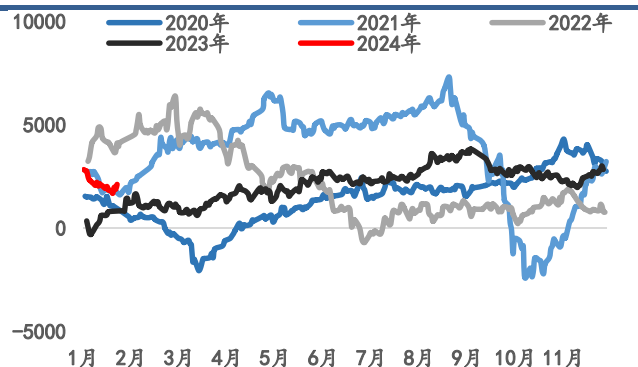
1、运行产能持稳

1月受氧化铝价格回升影响，铝冶炼成本有所回升，截至1月29日测算电解铝完全成本约为16876元/吨，吨铝利润回落1105元至约2034元/吨。产量方面，据SMM 12月（31天）国内电解铝产量356.2万吨，同比增长3.6%，日均产量环比下滑0.38万吨至11.49万吨。全年1-12月累计产量4151.3万吨，同比增长3.6%。12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4198万吨附近，冶炼开工率92.9%，环比涨0.2%；铝水比例维持高位，环比增长0.7%至74.1%，仅有内蒙古、青海地区铝厂铝合金比例小幅下降。1月以来云南地区电力供需暂未出现较大矛盾，电解铝运行产能持稳，预计1月份运行产能或稳定在4200万吨附近，预计1月电解铝产量356万吨左右，同比增长4.2%。

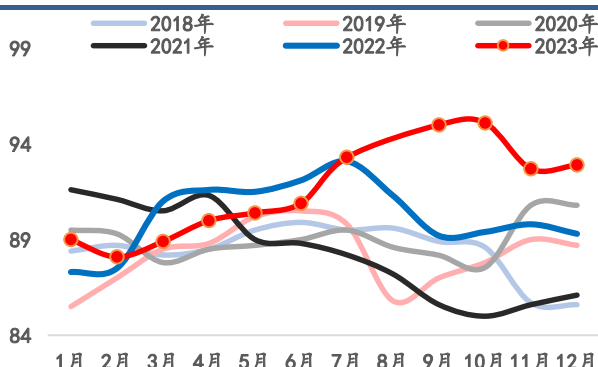
海外方面，据IAI数据全球12月原铝产量604.1万吨，环比增3.2%，同比增2.1%；其中海外（除中国以外）电解铝产量247.6万吨，同比增1.52%；1-12月全球累计产量7059.3万吨，累计同比增长2.25%，海外供应压力整体不大。

图：吨铝理论利润

单位：元/吨



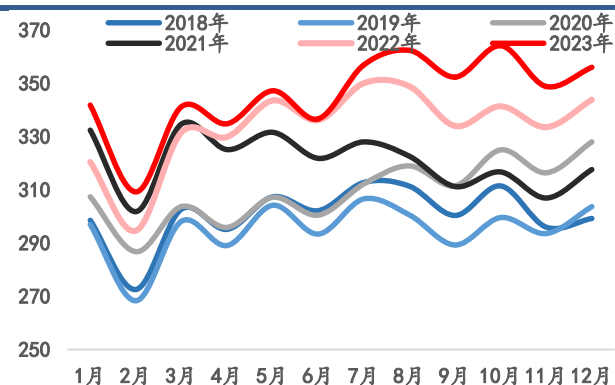
图：中国电解铝月度总开工率



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

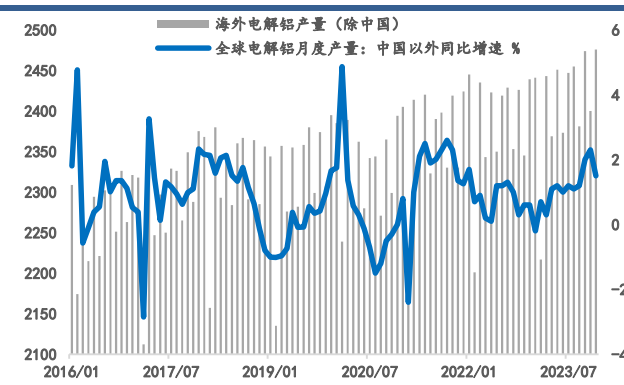
图：电解铝月度产量 单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

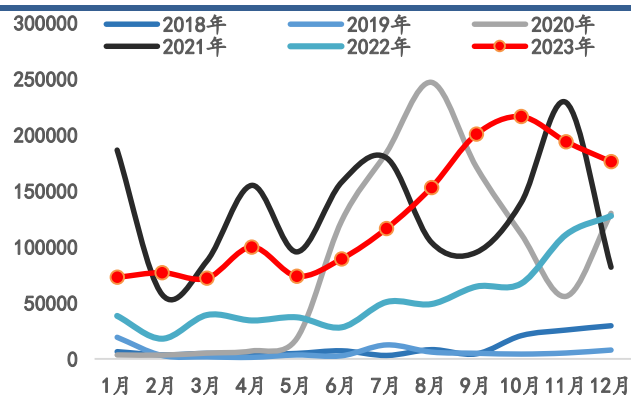
图：海外电解铝产量 单位：千吨



2、进口增速维持高位

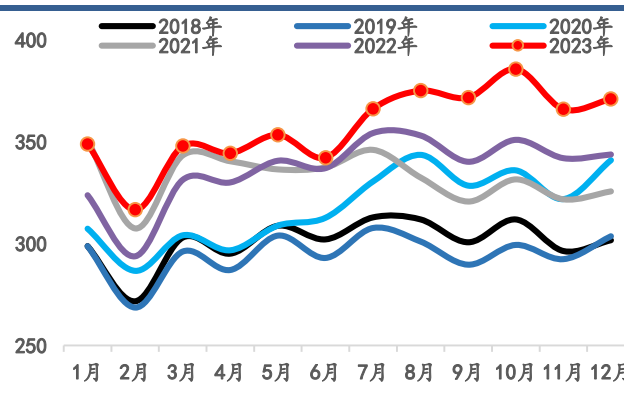
进口方面，据海关数据 12 月我国原铝进口量 17.5 万吨，同比增长 37.2%，环比减少 9.9% 全年原铝累计进口 154.2 万吨，累计同比增加 130.8%；1-12 月累计净进口 139.2 吨，同比增长 195%。进口主要来源国仍为俄罗斯、印度、印尼、澳大利亚等，其中全年自俄罗斯进口 117.57 万吨，同比增长 154.5%。1 月以来进口窗口再度打开，预计进口量仍将维持高位。

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



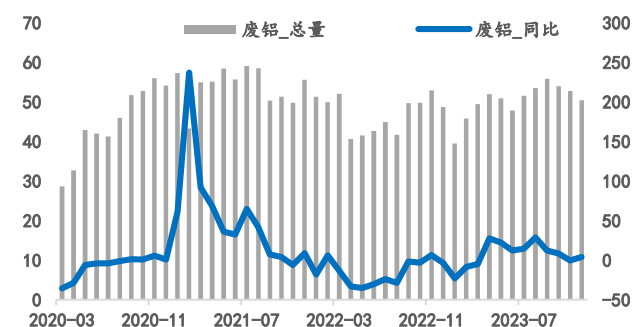
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

3. 废铝供应偏紧

1 月以来下游部分大中型再生铝加工企业仍有备货需求，废铝价格存在支撑，精废价差小幅收窄，截止 1 月 26 日佛山破碎生铝精废价差 1515 元/吨，较上月收窄 345 元/吨；上海型材铝精废价差较上月收窄 40 元/吨至 1770 元/吨。产量方面，12 月我国废铝产量 50.4 万吨，同比增 4%，1-12 月累计产量 603.46 万吨，同比增 6.64%。进口方面，据海关数据我国 12 月废铝进口 15.45 万吨，同比增加 15.38%；1-12 月累计进口 175.2 万吨，同比增长 16%。预计节前废铝供应延续偏紧态势。

图：国内废铝进口

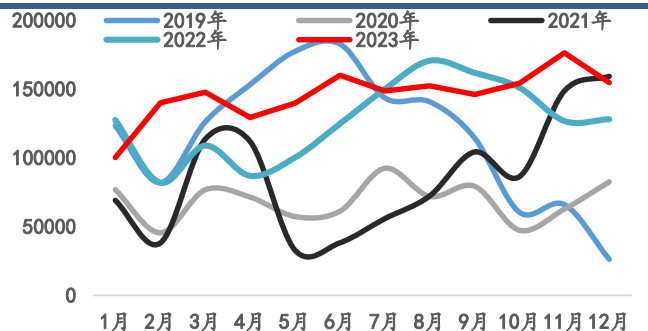
单位：吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：国内废铝进口

单位：吨



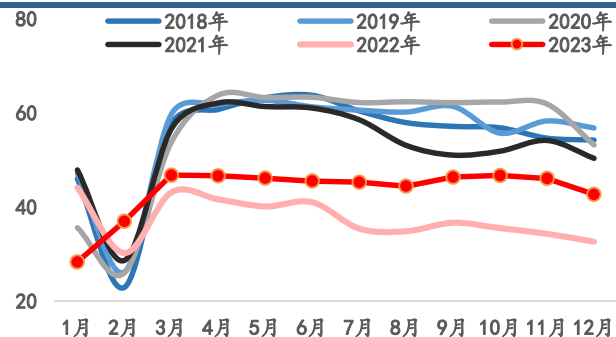
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

四、需求端

1、行业铝材开工下滑

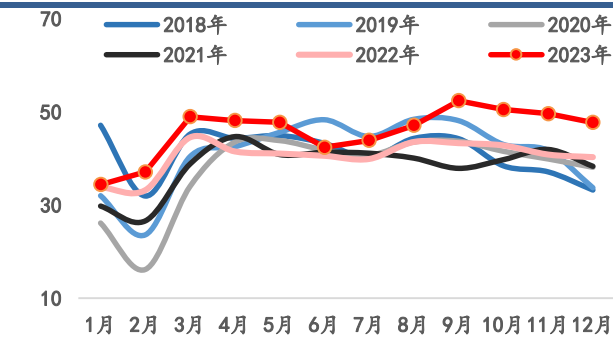
1月上半月铝价回落刺激部分节前备货订单赶工，不过临近放假企业陆续放假，整体下游铝材开工延续淡季表现，从周度数据看截至1月26日铝材开工率59.7%，环比上月回落0.5%，同比去年回升3.6%。分项看，型材开工率较上月回落7%至47.8%，建筑型材订单仍较低。铝板带板块开工在河南环保限产影响退去后回升5.6%至73.4%，其余板块基本持稳或小幅走弱。2月适逢假期且仍处淡季，预计开工维持低位，节后或逐步改善。

图：建筑铝型材月度开工率



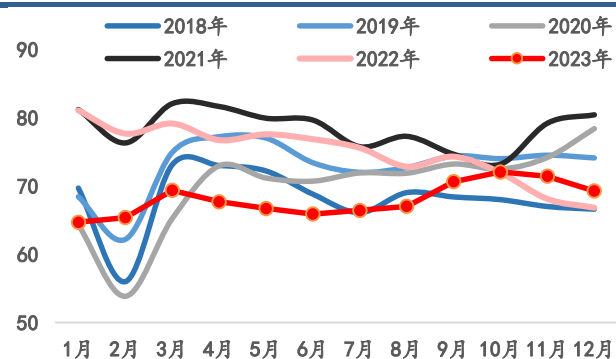
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：铝线缆月度开工率



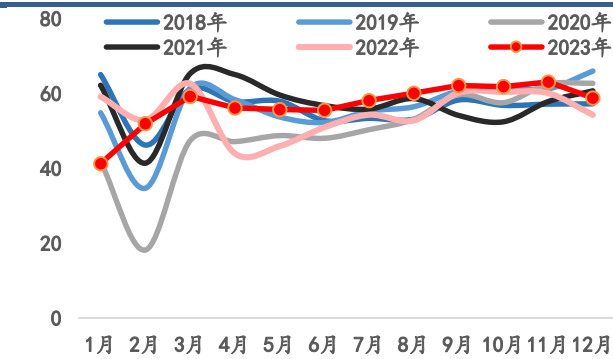
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：铝板带箔月度开工率



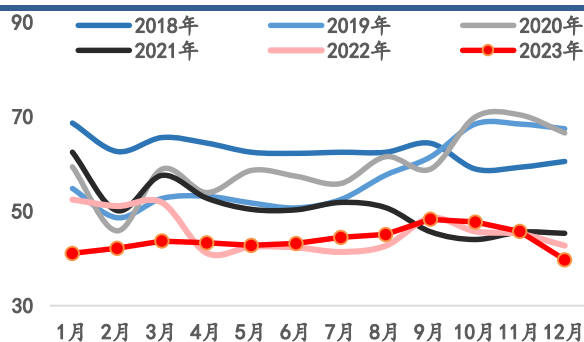
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：再生铝月度开工率



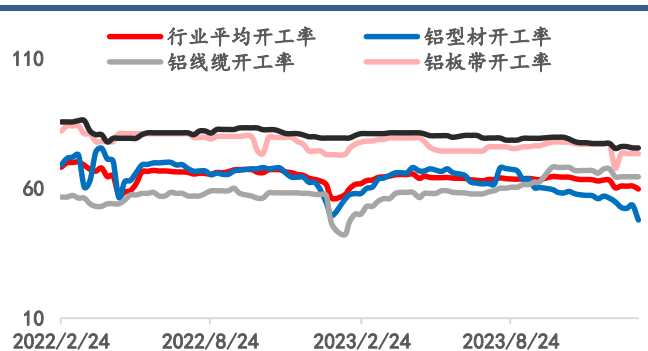
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

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

12月地产投资降幅继续扩大。1-12月全国房地产开发投资110913亿元，同比下降9.6%，较前值回落0.2%。1-12月房屋新开工面积95376万平方米，同比下降20.4%；房屋施工面积838364万平方米，同比下降7.2%；房屋竣工面积99831万平方米，增长17%。1-12月商品房销售面积111735万平方米，同比下降8.5%；销售额116622亿元，同比下降6.5%。1-12月房地产开发企业到位资金127459亿元，同比下降13.6%。11月房地产开发景气指数93.36，较上月回落0.06。数据上看，地产销售降幅继续扩大，对前端投资形成拖累；新开工降幅小幅收窄，施工稳定，竣工增长态势继续放缓，后续竣工持续性存疑。整体地产市场仍处底部区间，景气度继续回落，利好政策托底作用仍需观察。

电力方面，12月电源和电网完成投资维持增长。12月电网投资817亿元，同比增长2%；1-12月国内电网基本建设投资完成额5275亿元，同期增长5.4%。12月电源投资1962亿元，同比增长17%；1-12月电源基本建设投资完成额9675亿元，同比增速30.1%。据国家电网预计2024年全年电网投资总额仍有望超5000亿，特高压项目仍处于建设高峰期继续带动铝线缆订单需求。

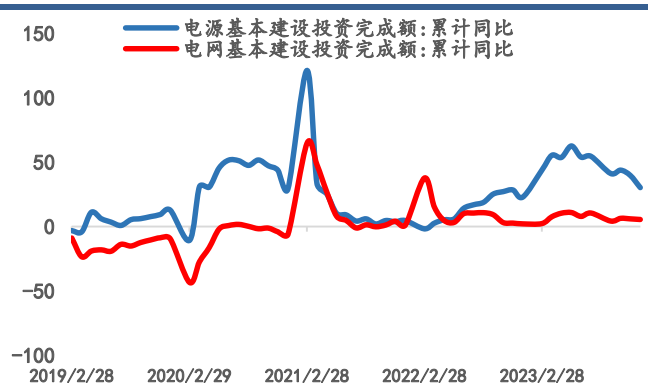
图：地产开工竣工同比



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



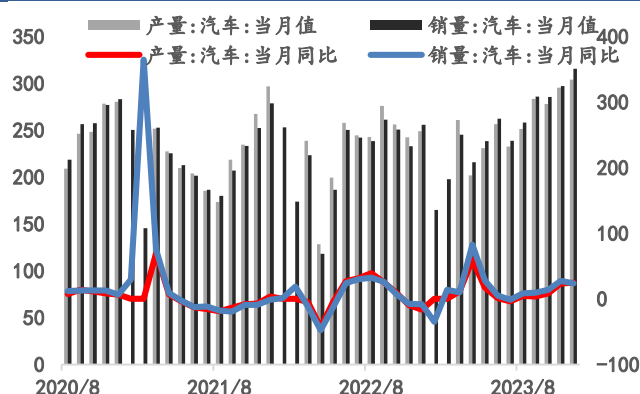
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

光伏方面，新增装机同比仍维持较高增速。12月国内光伏新增装机53GW，同比增长144.24%；1-12月累计新增装机216.88GW，同比增长约148.12%；年底光伏新增装机放量，超出此前光伏行业协会预测上限。

12月汽车销量创历史新高，全年产销均突破3000万辆。据中汽协数据，12月车产销分别完成307.9万辆和315.6万辆，产量环比下降0.5%，销量环比增长6.3%，同比分别增长29.2%和23.5%。1-12月汽车产销分别完成3016.1万辆和3009.4万辆，同比分别增长11.6%和12%。新能源汽车产销进一步提高，12月新能源产销分别完成117.2万辆和119.1万辆，同比分别增长47.5%和46.4%；1-12月新能源汽车产销分别完成958.7万辆和949.5万辆，同比分别增长35.8%和37.9%，市场占有率达到31.6%。中汽协预计2024年国内汽车产销有望超过3100万辆，同比增长3%以上，其中新能源汽车销量1150万辆，同比增速21.1%。

图：国内汽车月度产销

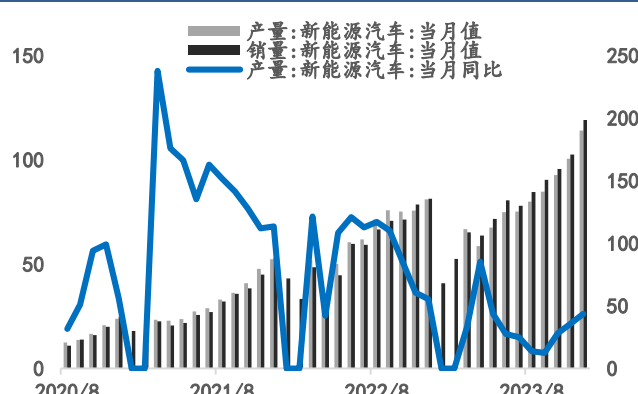
单位：万辆



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



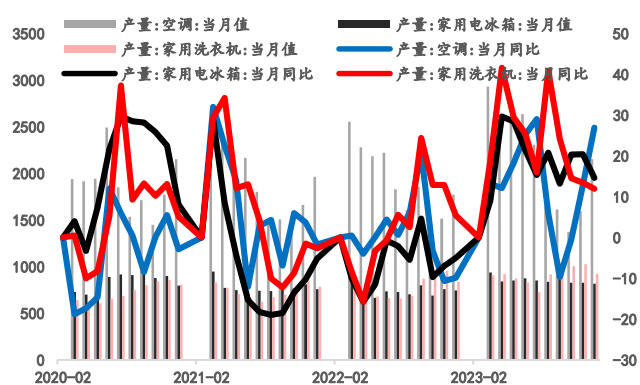
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

12月空调产量增速延续回升，出口继续回落。12月空调产量2152.9万台，同比增长26.9%；洗衣机产量923.4万台，同比增长11.9%；冰箱产量817.3万台，同比增14.6%。12月空调出口增速同比下降，其中空调出口363万台，同比增长14.9%；冰箱出口575万台，同比增加67.9%；洗衣机出口238万台，同比增加33.3%。

出口增速小幅回升。据海关数据12月国内未锻轧铝及铝材出口49.05万吨，同比增长4%，环比增长0.18%；1-12月累计出口567.5万吨，累计同比下降13.9%。受年底海外铝材需求节前备货影响，铝材出口量季节性回暖。

图：家电月度产量

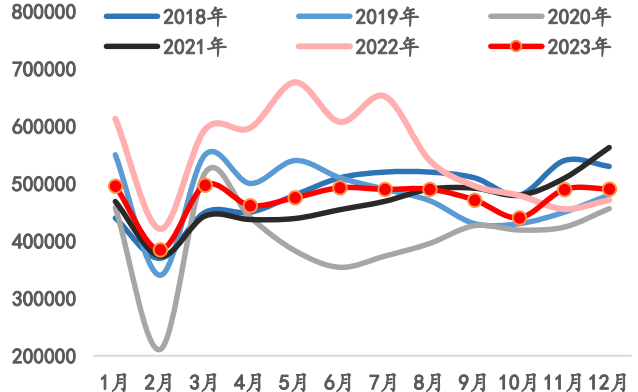
单位：万台



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

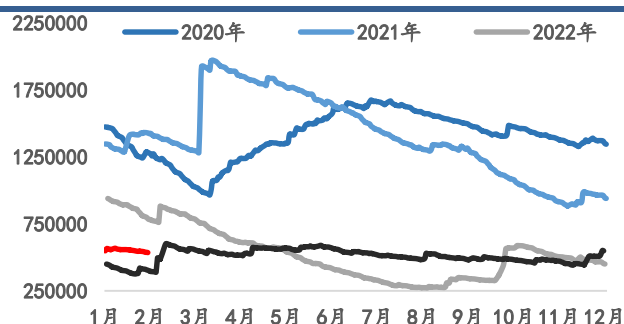


数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

五、库存

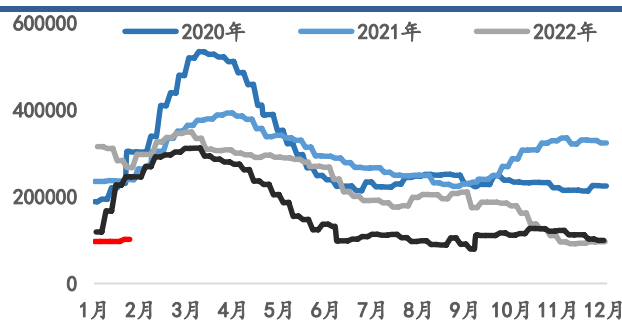
1月LME和SHFE库存小幅分化,整体变化较小。截至1月26日,LME铝库存环比上月减少0.28万吨至54.63万吨,降幅0.51%,注销仓单占比较上月增2%至37%;上期所库存环比增加2.53%至10.15万吨,其中交易所仓单较上月减少1.44万吨至2.49万吨。1月以来国内电解铝社会库存表现超预期,持续低位去化,直到月末才出现累库,截至1月29日国内电解铝锭社会库存46.7万吨,较上月增加3.31万吨,较去年同期下降51.89万吨,仍处历史低位;铝棒库存较上月增加6.36万吨至12.77万吨。1月以来迟迟未有明显累库,主因一方面前期铝价下跌刺激节前备库增加,出库转好,另外铝水比例仍维持高位铸锭量偏低。随着备货结束,预计后续仍将逐步进入季节性累库,不过库存绝对值低位,预计累库后库存绝对高位或不及预期。

图: LME 库存 单位: 吨



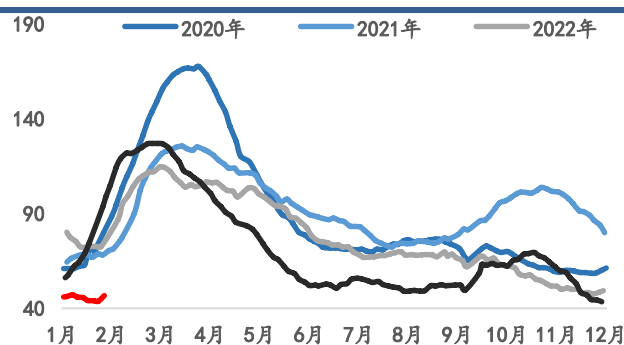
数据来源: IFIND、海通期货投资咨询部

图: SHFE 库存 单位: 吨



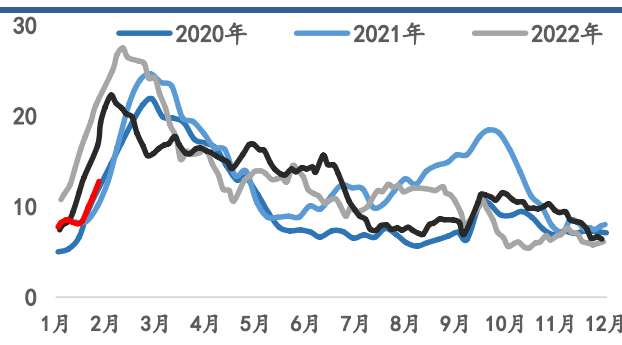
数据来源: IFIND、海通期货投资咨询部

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

1月以来降息预期降温叠加成本驱动消退,铝价在低库存支撑下抵抗式下跌,下旬以来在欧盟计划制裁俄铝刺激和国内降准利好提振下内外铝价有所反弹,但整体上方仍有淡季累库压力,上涨空间有限。2月份宏观环境仍将是影响铝价的重要因素,产业上预期供需矛盾仍不大,供应端或将

持稳为主,进口维持增量,需求仍处偏淡状态,但库存绝对值历史低位,虚实比偏高对多头偏有力,年后市场或逐步交易季节性累库是否兑现,若累库不及预期铝价或有上涨可能,关注库存变化和宏观情绪。

氧化铝方面,1月以来海外事件和国内环保压力缓解,氧化铝震荡回落,不过矿石供应偏紧仍有支撑。2月初预计矿石紧张、重污染天气预警等供应扰动仍存,氧化铝短期产能大幅增加概率偏小,但节后晋豫矿山存在复产预期,另外仓单也有即将到期的出货压力,预计氧化铝价格重心有所回落,关注节后矿山复产动向。

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。