

2024 年 3 月 1 日星期五

摘要

成本：2 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，整体成本微幅增加。

供应：2 月运行产能持稳于 4200 万吨附近，云南电力供应好转传出可能复产消息暂未兑现，二次减产可能性降低。预计 2 月电解铝产量 333 万吨左右，同比增长 7.9%；2 月进口窗口多数关闭。

需求：2 月适逢春节假期，下游加工企业进入假期模式，行业开工回落，3 月逐步进入需求旺季，预计下游开工逐步改善。终端汽车产销向好，地产政策利好提升信心。

库存：2 月 LME 和 SHFE 库存增加。国内铝锭社会库存处于累库周期，不过铝锭绝对值仍低位，库存拐点或逐步出现在 3 月中下旬。

观点：2 月以来伴随着联储议息会议和美国经济数据公布，降息预期持续延后，内外铝价承压，节后在欧美对俄制裁事件影响下短暂冲高后回落，整体震荡偏弱，伦铝表现弱于沪铝。基本面上矛盾并不突出，2 月处于季节性累库周期，但库存绝对值仍低，下游需求待验证。3 月份市场关注点有两个，一是下游消费旺季表现，二是云南地区是否提前复产。目前看云南水电有好转，但仍处枯水期企业复产积极性不高，若消费如期恢复累库高度不及预期或去库流畅，铝价或有向上动能，关注需求兑现情况和云南复产节奏，谨防预期差出现。另外 3 月份需要关注国内重要会议的相关政策和对市场情绪的影响。

氧化铝方面，短期矿端偏紧暂未改，产能恢复缓慢，但盘面仍有仓单注销压力，3 月中旬左右国内矿山生产政策或将明确，矿石供给预计会有一定缓解，利于氧化铝产能复产，盘面利润偏高下维持逢高空思路，3300 附近建议企业可卖出保值锁定利润，关注矿山和云南复

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。

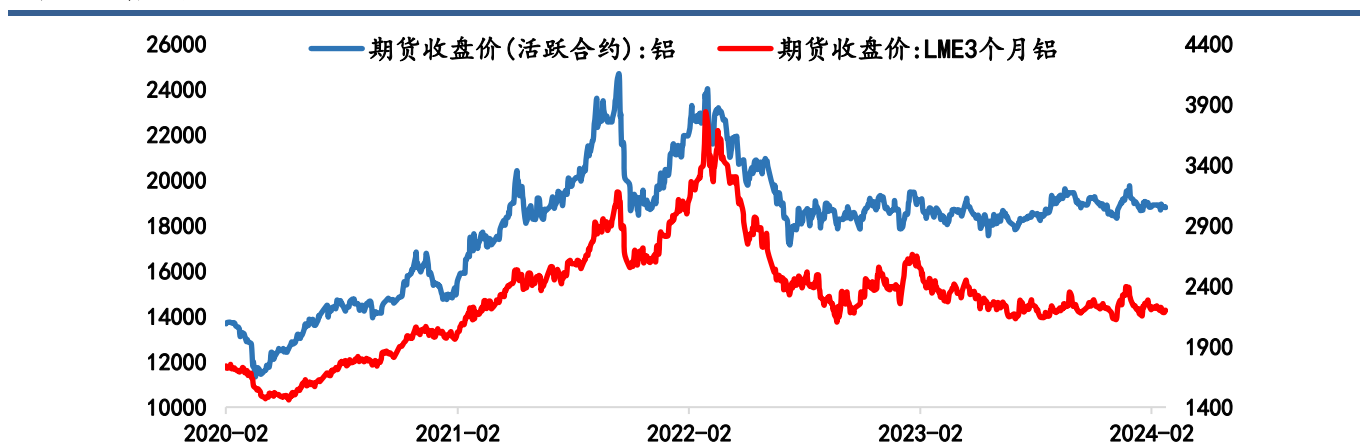
产情况。

风险提示：累库超预期；需求坍塌；云南提前复产

一、行情回顾

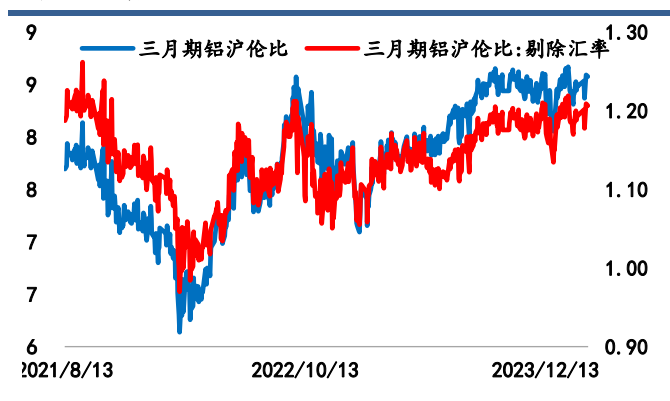
2月以来受宏观情绪和事件影响主导铝价，月内联储议息会议后降息预期回落，叠加美国经济数据超预期，降息开启时间预期持续延后，内外铝价承压，节后在欧美对俄制裁事件影响下短暂冲高后回落，整体震荡偏弱，伦铝弱于沪铝。基本上矛盾并不突出，2月处于季节性累库周期，但库存绝对值仍低，而下游需求仍需验证。截至2月28日收盘，沪铝主力2404收于18790元/吨，月度跌220元/吨，跌幅1.16%。截至27日LME铝月度跌85美元至2200美元/吨，跌幅3.72%，沪伦比值（剔除汇率）为1.20，较1月回升0.03。月间价差小幅走扩，截至2月28日连一-连二合约价差涨30元至25元/吨，连二-连三价差涨40至70元/吨。

图：沪伦期铝价格



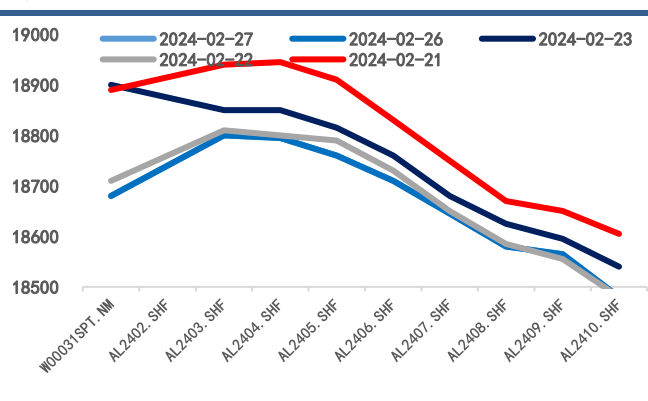
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：沪伦期铝比价



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

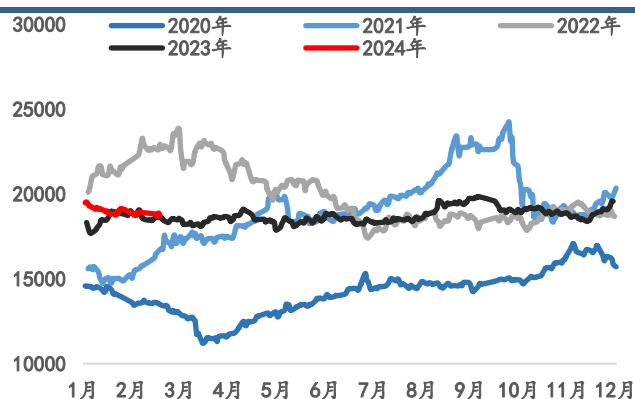
图：沪铝价差结构



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

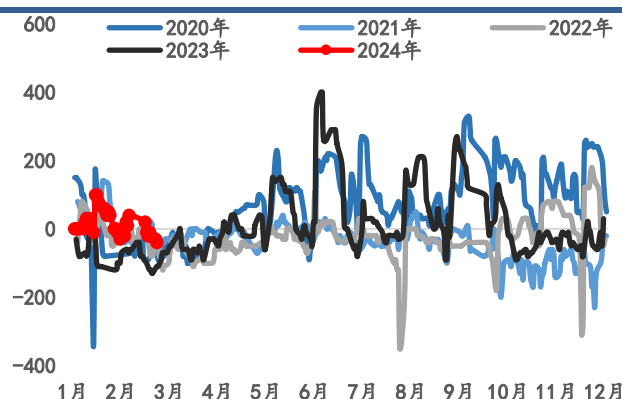
现货方面，截至2月27日上海有色A00铝锭价格为18810元/吨，较上月下跌160元/吨，跌幅0.84%；现货维持贴水状态，上海物贸升贴水较上月回落30元至贴水40元/吨。海外方面，截至2月26日LME升贴水（0-3）贴水较上月回落8.93美元至贴水47.58美元/吨。

图：上海有色A00铝价格 单位：元/吨



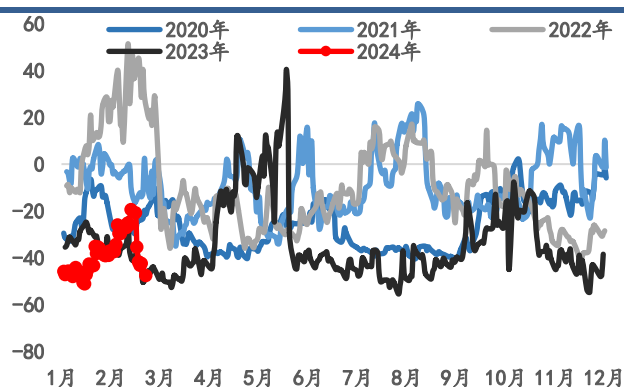
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：上海物贸升贴水 单位：元/吨



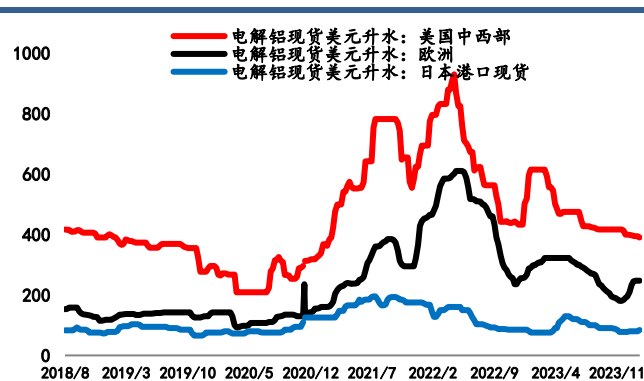
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

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、国产矿石价格持稳，进口延续高位

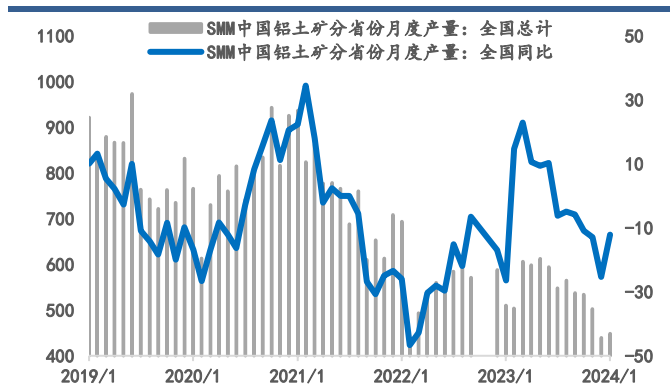
2月以来国内铝土矿价格稳中有涨，截至2月29日河南、山西、贵州低品矿均价持平于520、515、380元/吨，高品位矿均价持平于620、620、475元/吨。几内亚和澳洲CIF均价分别持平于70、56美元/吨。产量方面，1月我国铝土矿产量448.23万吨，环比增加2%，同比下降12.17%，1月产量仍维持低位。晋豫地区停产的矿山维持停产状态，环保、安全督察和复垦等问题导致矿山供应偏紧。2月5日山西省安全生产委员会发布《全省矿山安全生产集中排查整治行动方案》，全省矿山安全生产集中排查整治行动将从即日起至2024年12月底结束。节后矿山复工稍晚，山西坑采矿复产时间尚未确定，三门峡地区矿山仍未复产，3月中旬后矿山复产政策或逐步明朗，国内矿石供应预计将有一定缓解。

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

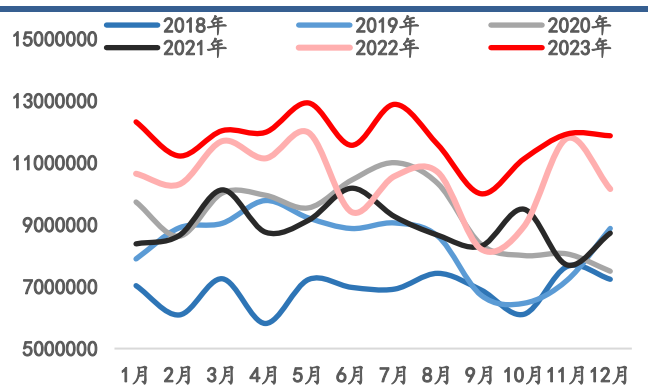
单位：万吨



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、氧化铝现货坚挺，节后基差收敛

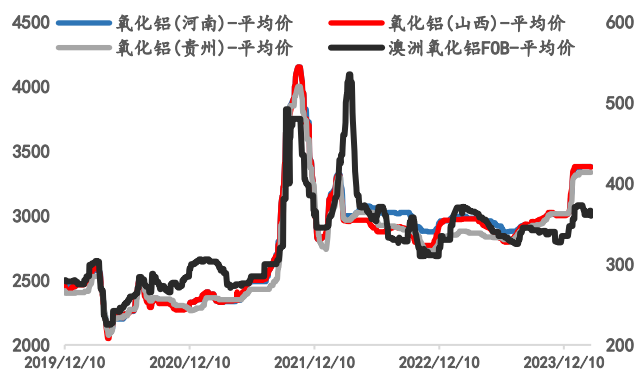
2月氧化铝现货价格整体仍较坚挺，主因矿山供应及节后雨雪天气影响运输等因素影响，部分地区零星下跌。截至2月27日国内河南、广西、贵州氧化铝均价分别持平于3380、3370、3335元/吨，山东、山西地区均价较上月小幅降10元、5元至3265、3375元/吨。2月份氧化铝期货价格年前震荡偏弱，年后在海外几内亚罢工消息刺激下出现反弹，整体在3100-3300区间震荡。

产量方面，据SMM 1月（31天）中国冶金级氧化铝产量672万吨，同比增加5.5%，环比减少1.1%，日均产量环比减少0.98万吨至21.68万吨。截至1月末中国氧化铝建成产能10000万吨，运行产能7914万吨，全国开工率79.1%，较上月跌0.9%。2月以来供应端仍是主要矛盾，2月初山西出台文件继续强调矿山安全，河南、山西地区停产的矿山暂无复产，矿山偏紧或仍将限制部分产能。另外供应扰动仍存，据Mysteel重庆某大型氧化铝企业计划2月22日至3月3日例行检修，期间一台焙烧炉停产，与此同时海外几内亚传出可能从2024年2月26日星期一开始在全国范围内进行无限大罢工消息，不过从历史看实际对铝土矿发运影响或有限。预计2月运行产能为7934万吨左右，同比上涨0.25%。后续随着环保限产影响逐步消退，且两会后3月中旬左右国内矿山生产政策或将明确，矿石供给预计会有一定缓解，或利于氧化铝供应恢复。

进口方面，进口窗口维持打开，海外澳洲氧化铝FOB价格较上月跌13美元至360美元/吨，进口盈亏较上月走扩100.3元至盈利177.35元/吨。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%；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%。

图：国内氧化铝价格

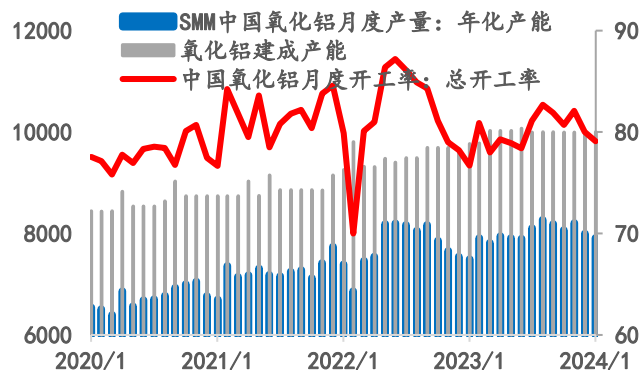
单位：元/吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：国内氧化铝产量

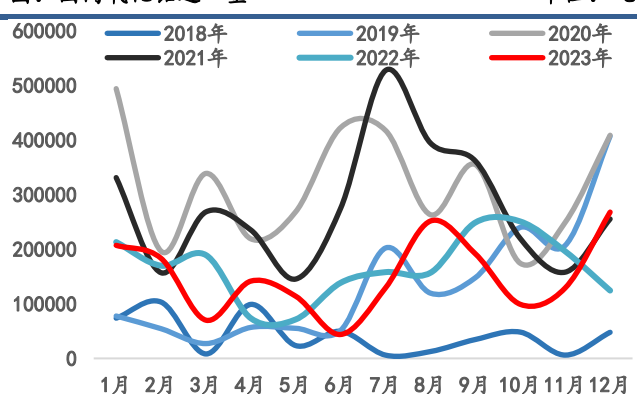
单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：国内氧化铝进口量

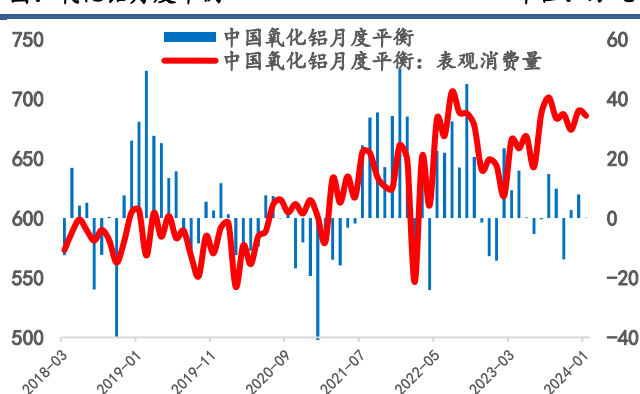
单位：吨



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



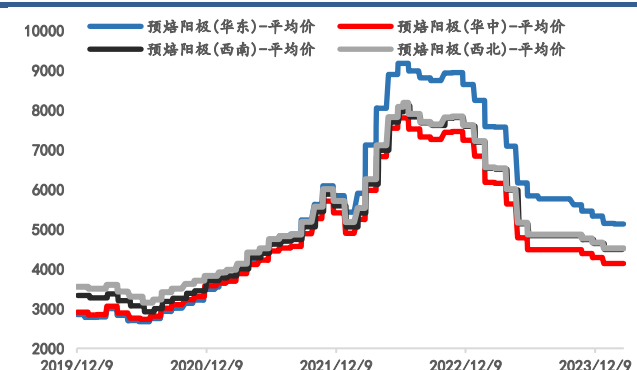
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

3. 辅料价格小幅下降

2月辅料价格小幅下降。截止2月29日各地区预焙阳极价格在4135.5-5129元/吨，较上月下降15元/吨，冰晶石价格较上月降50元至7000元/吨，氟化铝较上月降200元至8950元/吨。节后阳极供需持稳，原料表现尚可，下游订单平稳，预计其价格偏稳运行为主。

图：预焙阳极价格

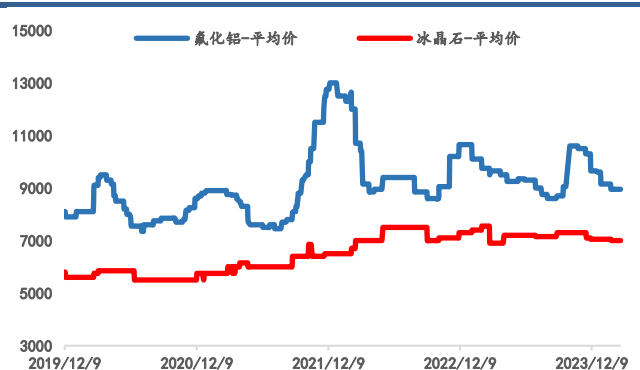
单位：元/吨



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

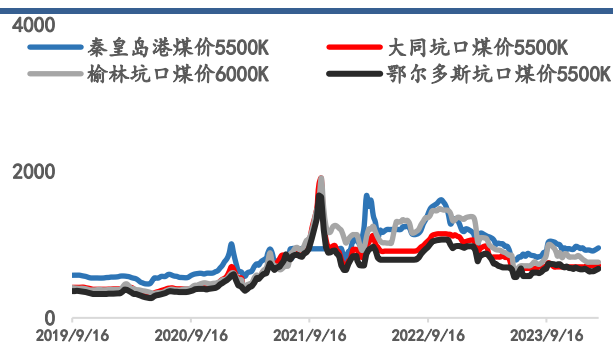
4. 电力成本持稳

2月以来煤价偏稳叠加枯水期影响，电力价格维持稳定，截至2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。3月份采暖季逐步结束，煤价

或有回落，预计电力成本或有一定走弱。

图：动力煤价格

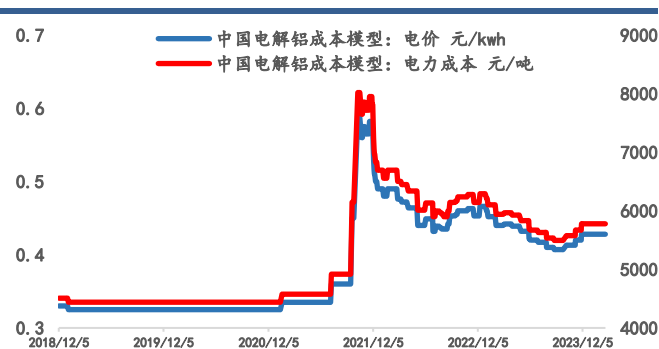
单位：元/吨



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

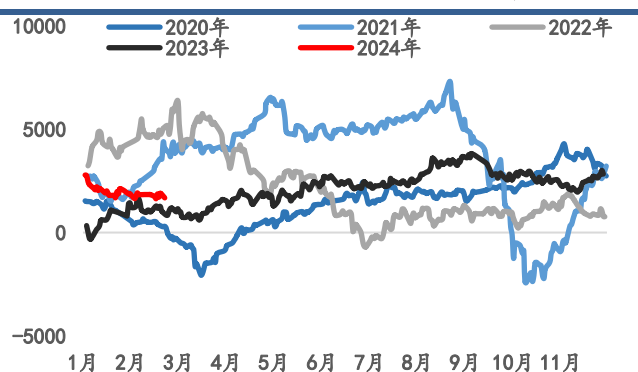
1、运行产能持稳，云南地区提前复产可能性增加

2月铝冶炼成本小幅上涨，截至2月26日测算电解铝完全成本约为17002元/吨，吨铝利润回落240元至约1678元/吨。产量方面，据SMM2024年1月（31天）国内电解铝产量356.2万吨，同比增长4.2%，日均产量持稳于11.49万吨。截至1月底国内电解铝建成产能4519万吨，运行产能约4198万吨附近，冶炼开工率92.9%，环比持平，同比回升3.9%。铝水比例环比下降3.7%至70.36%，主要因下游初加工企业开工回落及铝棒等产量下降影响。2月以来国内电解铝运行产能持稳，云南地区电力供应略有好转，市场传出可能复产消息，不过云南仍处枯水期，目前仍暂未兑现，当地企业多等待电力部门更明确的复产通知，预计云南二次减产可能性逐步消退，复产可能性增加。其他地区内蒙古华云三期等新增产能预计今年二季度附近才能有投产预期，预计2月份运行产能稳定在4200万吨附近，2月电解铝产量333万吨左右，同比增长7.9%。

海外方面，据IAI数据2024年1月全球原铝产量603.9万吨，环比减少0.03万吨，同比增2.35%；其中海外（除中国以外）电解铝产量247.7万吨，环比基本持平，同比增1.7%，海外供应压力整体不大。

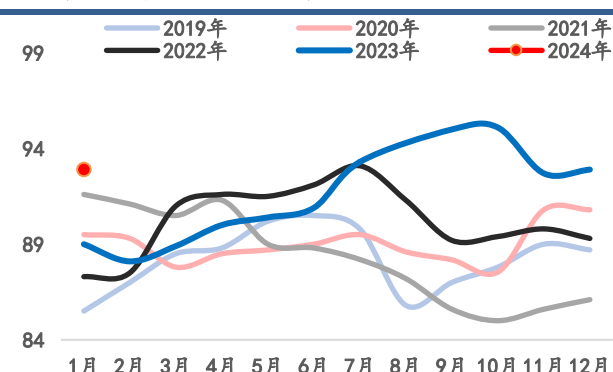
图：吨铝理论利润

单位：元/吨



数据来源：IFIND、SMM、海通期货投资咨询部

图：中国电解铝月度总开工率

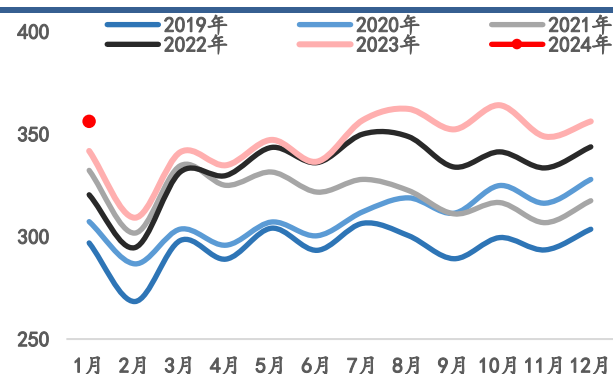


数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：电解铝月度产量

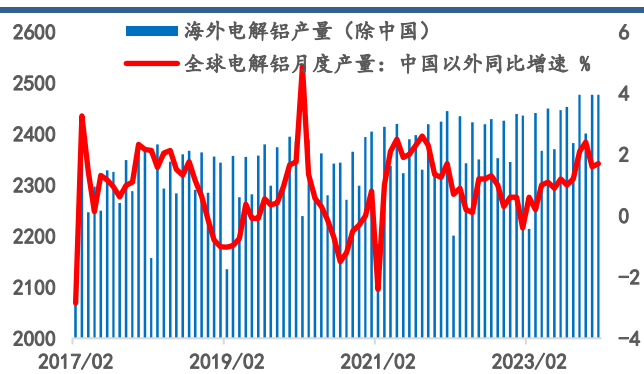
单位：万吨



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

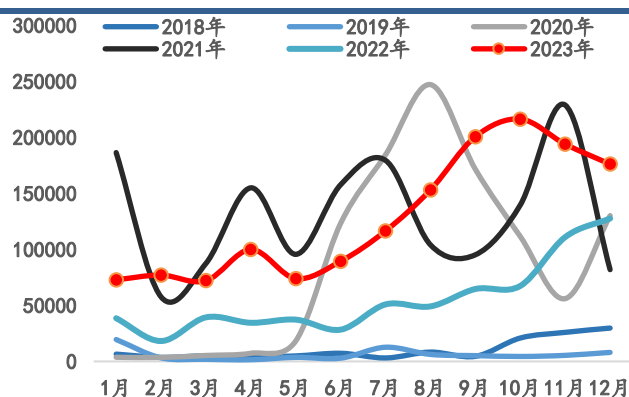


2、去年进口增速维持高位，2月进口窗口关闭为主

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%。2 月以来进口窗口多数处于关闭状态，预计进口量所有回落。

图：中国电解铝月度进口量

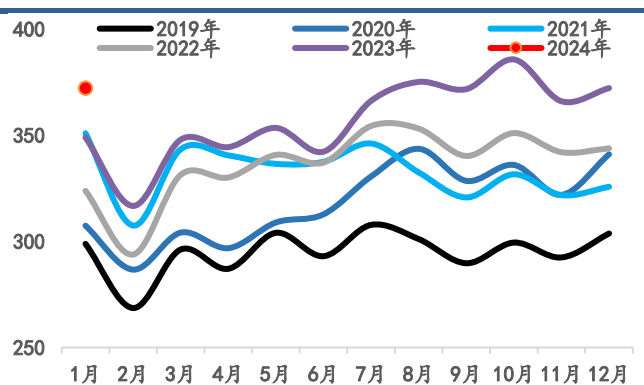
单位：吨



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



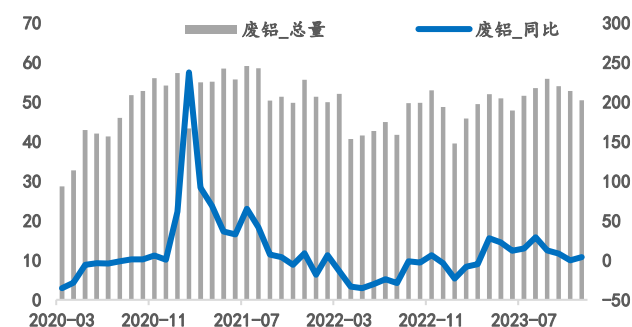
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

3. 废铝供应偏紧

2 月适逢春节假期，国内废铝供应商停工放假，废铝供应流通偏低，节后下游元宵节过后逐步恢复采购，支撑废铝价格，精废价差有所收窄。截止 2 月 23 日佛山破碎生铝精废价差 1474 元/吨，较上月收窄 10 元/吨；上海型材铝精废价差较上月收窄 100 元/吨至 1657 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%。

图：国内废铝产量

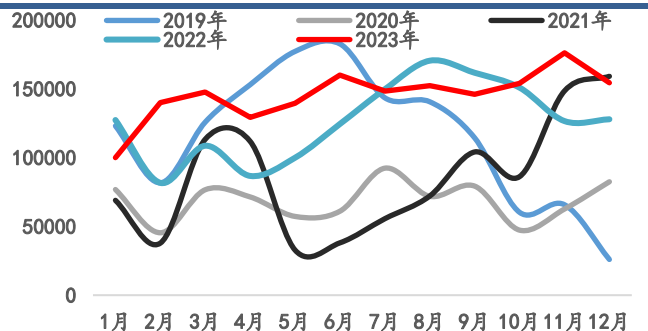
单位：万吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：国内废铝进口

单位：吨



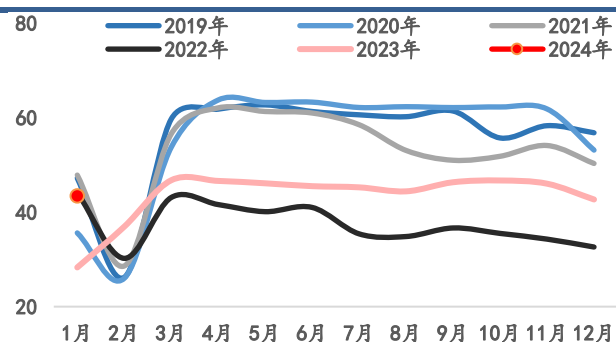
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

四、需求端

1、行业铝材开工呈现淡季特征

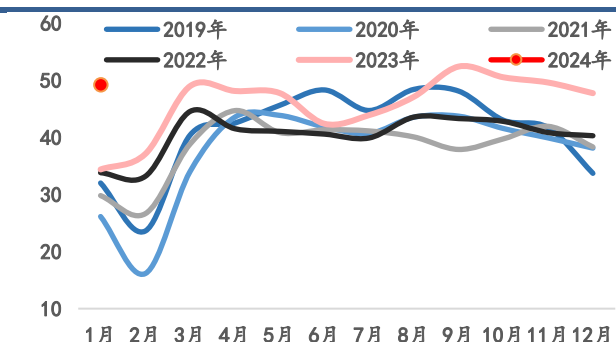
2月适逢国内春节假期，整体需求较弱。下游加工企业基本进入假期模式，行业开工维持低迷，节后初十左右随着多数企业逐步复工，行业开工也有所回升。从周度数据看截至2月23日铝材开工率57%，环比上月回落2.7%，同比去年回落4.8%。分项看，型材开工率较上月回落5.8%至42%，建筑型材订单仍较低。铝线缆和再生铝合金开工率分别较上月回落6.4%、5.6%至58%、42.5%，其余板块波动较小。3月逐步进入需求旺季，预计下游开工逐步改善，不过仍需关注是否会出现旺季不旺预期差。适逢假期且仍处淡季，预计开工维持低位，节后或逐步改善。

图：建筑铝型材月度开工率



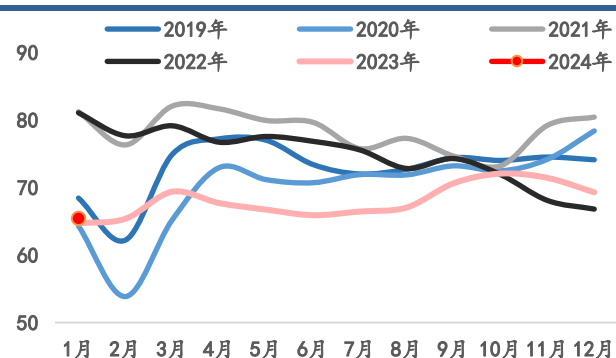
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：铝线缆月度开工率



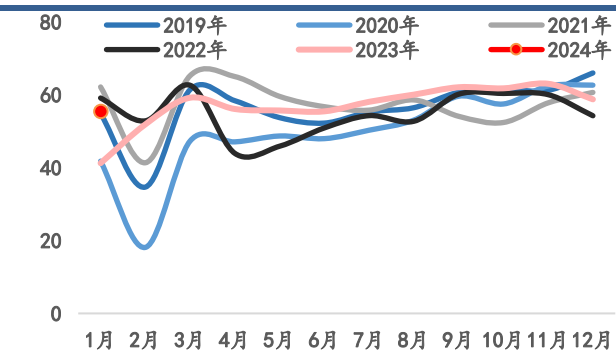
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：铝板带箔月度开工率



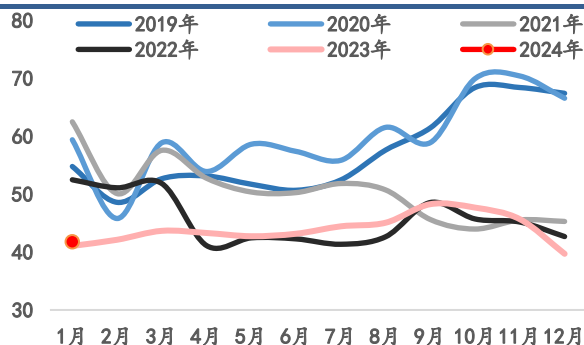
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：再生铝月度开工率



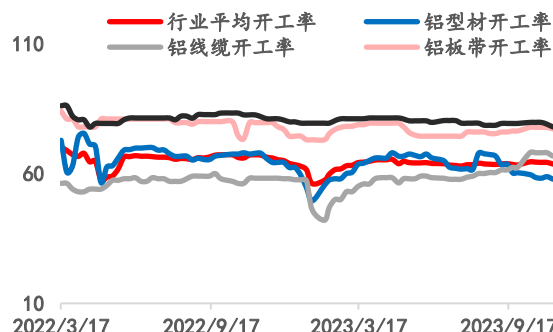
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

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

地产方面，12月地产投资降幅继续扩大。据统计局数据，1月70大中城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比下降的城市分别达到56个和68个，较上月减少6个和2个；1月33个大中城市新建商品成交量同比下降2.74%，整体仍处偏低迷状态。春节前后多地相继出台地产利好政策，如深圳放松限购、宁德发放购房补贴等。各地地产融资协调机制加快建立，五大国有银行披露其对接的房地产融资白名单项目已累计超过8000个。另外央行于2月20日再次下调5年期以上LPR 25个基点至3.95%，地产供需两端政策均持续落地，稳定市场信心。当前地产竣工用铝仍较稳定，但后续随着增速放缓用铝需求难有明显增加。

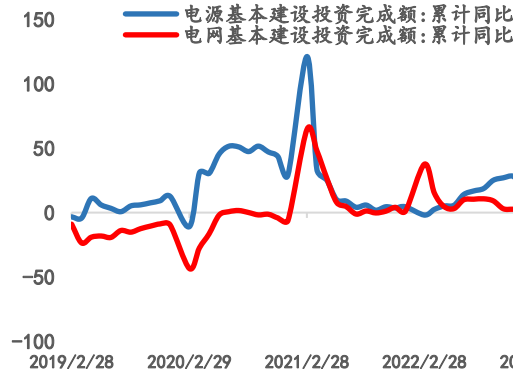
图：地产开工竣工同比



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

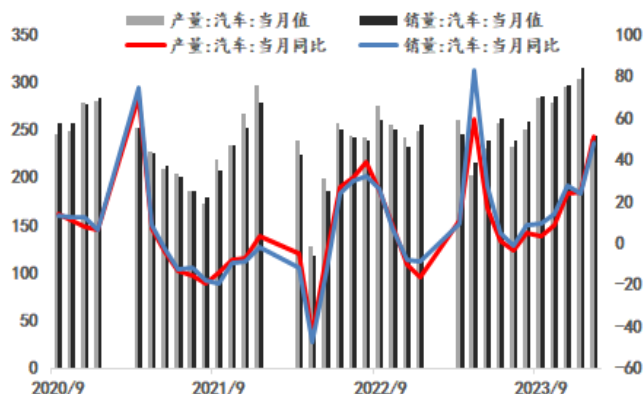
光伏方面，新增装机同比仍维持较高增速。12月国内光伏新增装机53GW，同比增长144.24%；1-12月累计新增装机216.88GW，同比增长约148.12%；年底光伏新增装机放量，超出此前光伏行业协会预测上限。

1月汽车产销同比快速增长，环比回落，主因受到去年1月适逢春节工作日较短，同期基数较低影响。据中汽协数据，1月车产销分别完成241万辆和243.9万辆，环比分别下降21.7%和22.7%，同比分别增长51.2%和47.9%。新能源汽车产销同比高速增长，1月新能源汽车产销分别完成78.7万辆和72.9万辆，环比分别下降32.9%和38.8%，同比分别增长85.3%和78.8%，市场占有率达

29.9%。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

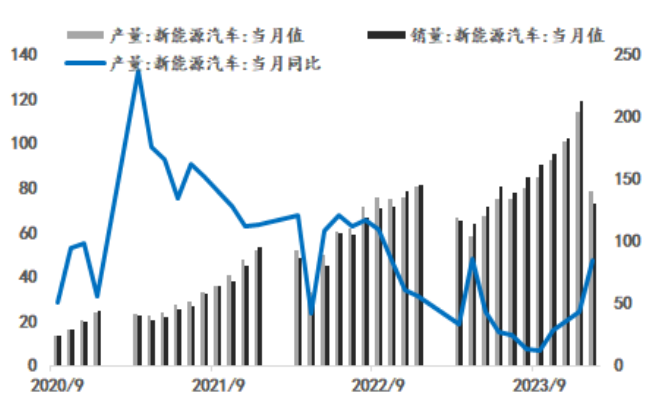
单位：万辆



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



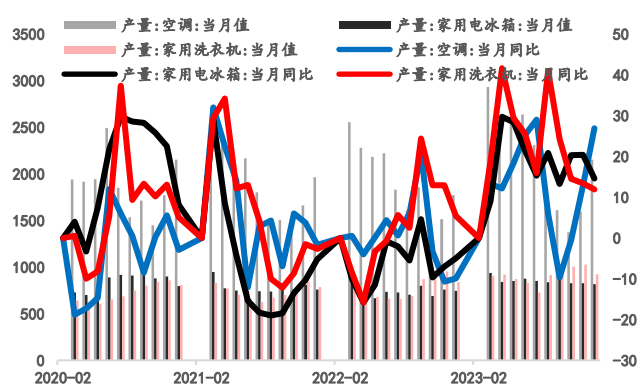
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

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

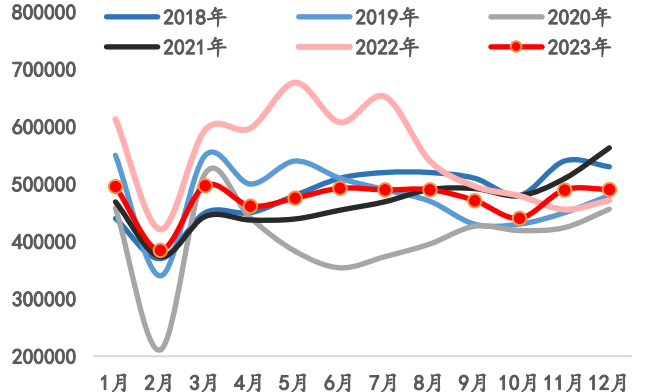
单位：万台



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



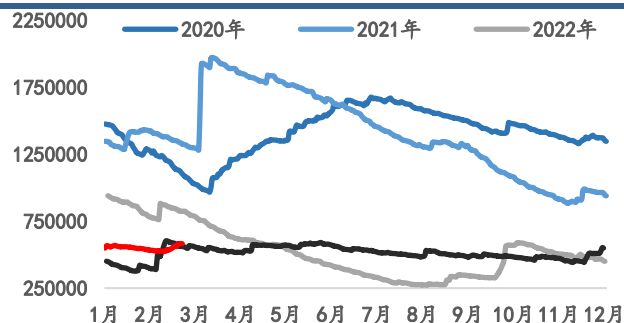
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

五、库存

2月LME和SHFE库存增加为主。截至2月26日，LME铝库存环比上月增加4.42万吨至58.18万吨，增幅8.23%，注销仓单占比较上月降7%至34%；上期所库存环比增加6.73万吨至17.35万吨，增幅63.4%，其中交易所仓单较上月增加3.51万吨至5.99万吨。2月以来国内铝锭社会库存处于累库周期，截至2月26日国内电解铝锭社会库存74.8万吨，较上月增加28.1万吨，较去年同期下降52万吨，绝对值仍处历史低位。不过天气对到货有一定干扰，新疆站台存在部分挤压且

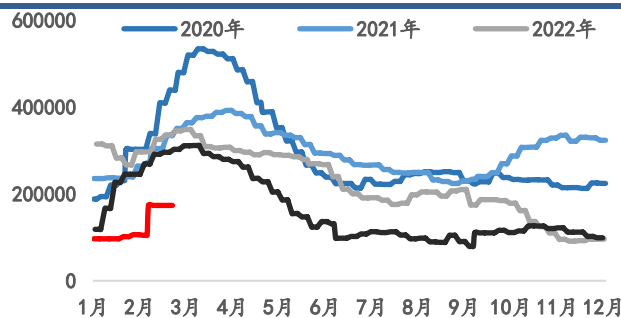
企业存在一定厂内库存,需关注后续库存变化。整体上预计今年春节期间累库量难超往年同期水平,节后库存高点将在 90 万吨附近。不过受铝水比例高位和下游建筑型材复工偏晚影响,铝棒库存则增幅较大,截至 26 日整体较上月增加 14.87 万吨至 27.64 万吨,增幅 116.4%,已经处于历年高位水平。根据历史表现,累库时间或持续 5 周左右,随着消费逐步回暖,库存拐点可能会逐步出现在 3 月中下旬左右,后续随着旺季需求回暖,铝库存有望进入去库状态。

图: LME 库存 单位: 吨



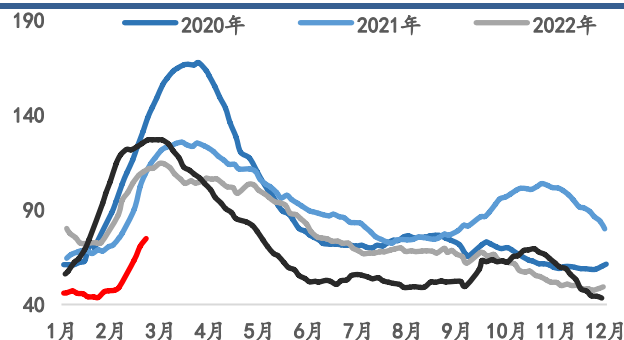
数据来源: IFIND、海通期货投资咨询部

图: SHFE 库存 单位: 吨



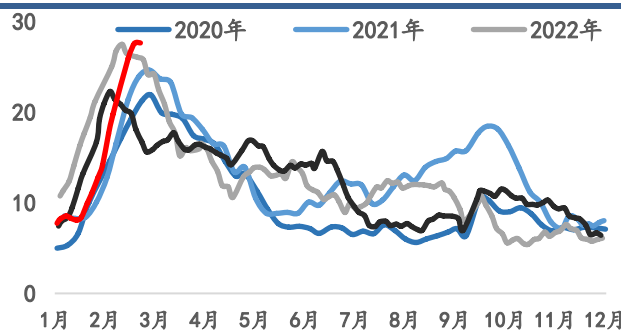
数据来源: IFIND、海通期货投资咨询部

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

2 月以来伴随着联储议息会议和美国经济数据公布,降息预期持续延后,内外铝价承压,节后在欧美对俄制裁事件影响下短暂冲高后回落,整体震荡偏弱,伦铝表现弱于沪铝。基本上矛盾并不突出,2 月处于季节性累库周期,但库存绝对值仍低,而下游需求仍需验证。3 月份市场关注点有两个,一是下游消费旺季表现,二是云南地区是否提前复产。目前看云南水电有好转,但仍处枯水期企业复产积极性不高,若消费如期恢复累库高度不及预期或去库流畅,铝价或有向上动能,关注需求兑现情况和云南复产节奏,谨防预期差出现。另外 3 月份需要关注国内重要会议的相关政策和对市场情绪的影响。

氧化铝方面,短期矿端偏紧暂未改,产能恢复缓慢,但盘面仍有仓单注销压力。另外两会之后 3 月中旬左右国内矿山生产政策或将明确,矿石供给预计会有一定缓解,盘面利润偏高下,仍倾向

于逢高空思路，3300 附近建议企业可卖出保值锁定利润，不过需关注云南复产情况。

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。