

去库节奏开启，二季度铝价或先扬后抑

2024 年 4 月 2 日 星期二

摘要

成本：一季度矿石未有复产延续偏紧，氧化铝价格上涨，电力持稳，辅料小幅回落，则整体成本小幅上升。

供应：一季度以来电解铝运行产能基本持稳，3 月底云南小幅复产，截至季度末运行产能预计 4209 万吨附近；进口维持高位。

需求：一季度适逢假期，下游企业开工先跌后逐步回升。终端地产仍处底部区间，汽车产销和电网需求受季节性影响放缓但仍维持增长，出口改善。

库存：一季度全球库存以增加为主；国内电解铝社会库存处于累库周期，累库节奏中性但绝对值维持历史低位，并于 3 月底出现拐点。

观点： 一季度以来在宏观情绪扰动和基本面库存低位支撑下，铝价先抑后扬，价格重心上移。二季度看，整体上供应预期逐步增加，需求或呈现先强后弱的状态，供需关系或前紧后松，支撑价格前高后低。节奏上，二季度初宏观氛围仍然偏多，产业上供应增量短期有限，下游仍处传统旺季叠加出口预期好转，需求回暖将带动铝锭库存维持去库状态给予铝价支撑，短期仍处偏多氛围，以回调低多为主，核心变量在于旺季需求能否顺利兑现，谨防预期差风险。5、6 月份随着云南复产推进和放量，供应压力较前期增大，而需求也预期逐步转淡，铝价或有承压，不过海外美联储届时也有望开启降息，市场可能去交易流动性宽松的逻辑。预期铝价二季度核心运行区间 19000-20500 元/吨，结构性机会以正套为主。

氧化铝方面，短期主要支撑因素是下游电解铝复产逐步落地而供应端矿山复产迟迟未兑现。二季度云南电解铝复产仍有支撑，不过干旱扰动下存在不确定性。市场关注焦点在于 4 月国内矿山能否如期复产，

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。

若复产不及预期，氧化铝价格底部或有抬升，若复产顺利，则其价格有承压回落可能，整体或宽幅震荡运行，生产企业建议卖出保值为主，关注下游和矿山复产情况。

风险提示：云南复产超预期；需求坍塌；去库不畅；宏观风险

二季度铝价整体重心上移，节奏上或前高后低

一、行情回顾

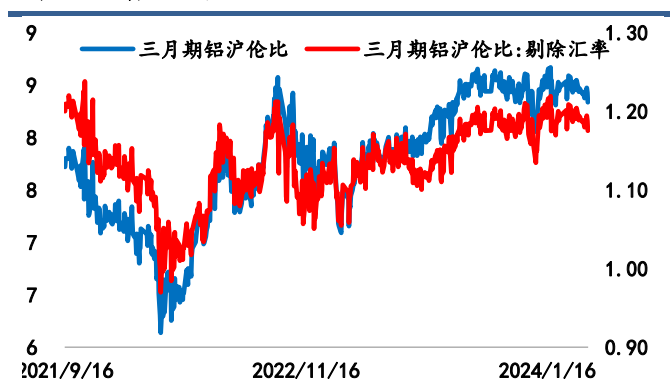
一季度铝价先抑后扬，整体呈现W走势。一季度初铝价受宏观和事件主导，1月美联储降息预期降温叠加成本驱动走弱，铝价在低库存支撑下抵抗式下跌，下旬在欧美可能制裁俄铝事件刺激和国内降准利好提振下有所反弹。2月以来降息预期持续延后，叠加淡季消费不佳，内外铝价承压。进入3月，库存累库但绝对值历史低位，且宏观政策积极市场预期需求向好，铝价持续走高，不过上方受到供应提前复产的压力。截至3月29日收盘，沪铝主力2405收于19710元/吨，较上季度涨310元/吨，涨幅1.6%。截至28日LME铝季度跌52.5美元至2335美元/吨，跌幅2.2%，沪伦比值（剔除汇率）为1.17，较上季度回升0.02。月间价差小幅震荡，截至3月29日连一-连二合约价差跌25元至15元/吨，连二-连三价差涨10元至35元/吨。

图：沪伦期铝价格



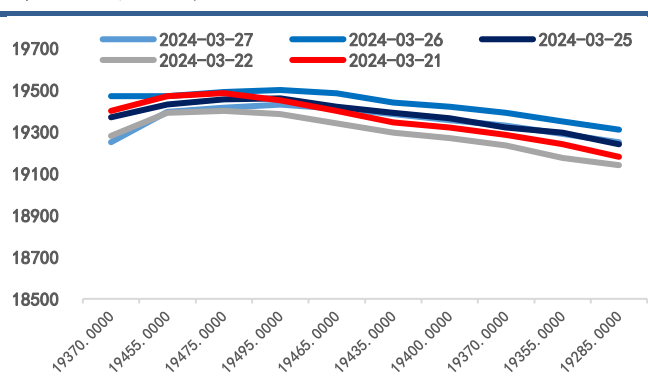
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：沪伦期铝比价



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

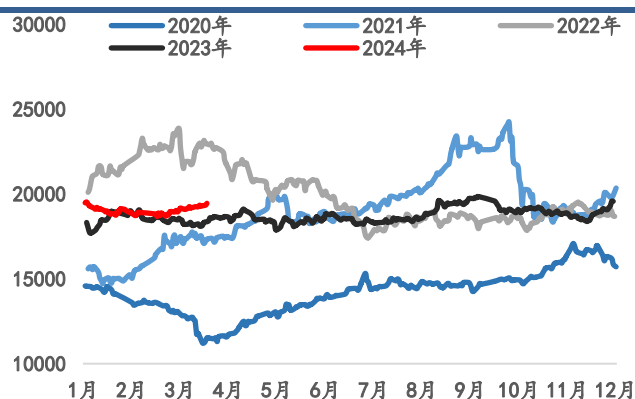
图：沪铝价差结构



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

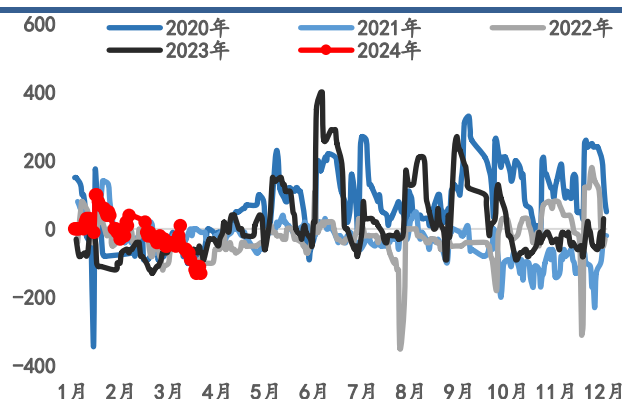
现货方面，截至3月29日上海有色A00铝锭价格为19470元/吨，较上季度跌100元/吨，跌幅0.51%；现货维持贴水状态，上海物贸升贴水较上季度回落160元至贴水130元/吨。海外方面，截至3月28日LME升贴水（0-3）贴水较上月回落3.41美元至贴水41.91美元/吨。

图：上海有色A00铝价格 单位：元/吨



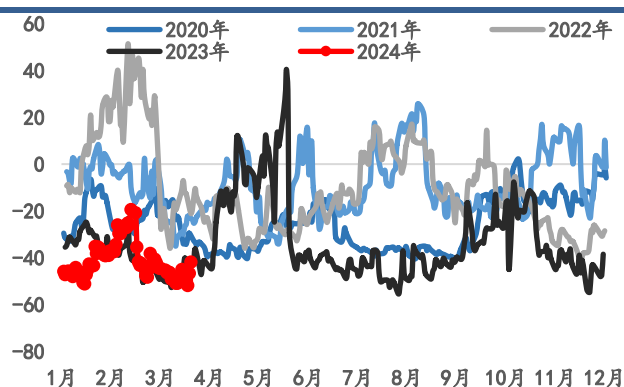
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：上海物贸升贴水 单位：元/吨



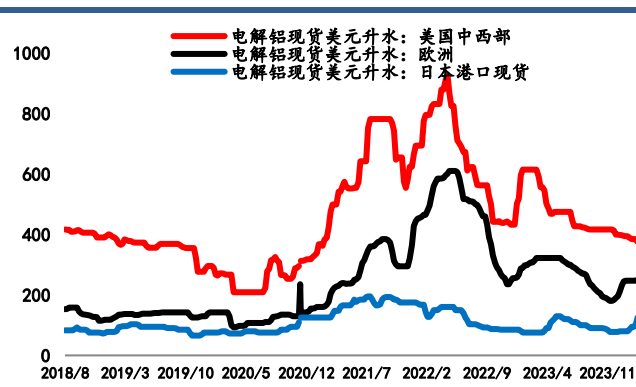
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

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、国产矿石价格稳中有涨，进口延续高位

一季度以来国内铝土矿价格稳中有涨，国内矿山未有复产，矿石供应维持偏紧。截至3月29日，河南地区高品矿和低品矿分别涨5、15元/吨至620、530元/吨，山西地区高品矿和低品矿持稳于620、520元/吨，贵州地区高品矿持稳于475元/吨，低品矿涨10元至380元/吨。几内亚和澳洲铝矿CIF均价较上季度涨1、2美元至71、54美元/吨。

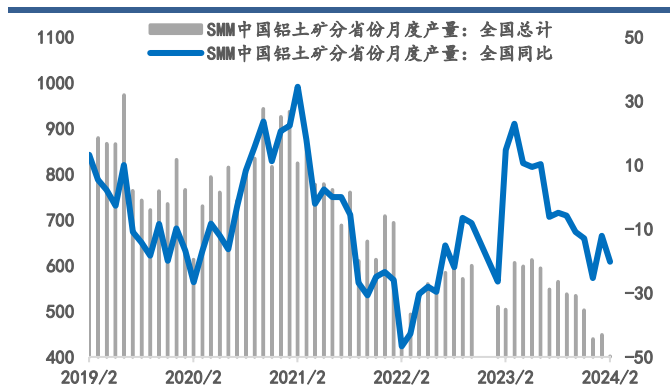
产量方面，一季度国内矿山受春节假期影响产量偏低，1-2月我国铝土矿累计产量850.06万吨，累计同比下降16.19%；2月我国铝土矿产量401.83万吨，环比下降10.35%，同比下降20.27%。一季度晋豫地区矿山暂未有复产落地，山西突发煤矿事故增加了复产阻力，河南某厂开始督导复产提产，矿山复产预期仍然存在，预计二季度矿山供应或有增加。

进口方面，国产矿石不足使得进口矿补充增加，据海关数据2月我国铝矿砂及其精矿进口1128

万吨，同比增加 0.5%；1-2 月铝土矿进口总量 2448 万吨，同比增加 4%。主要来源国看，几内亚油库爆炸和罢工事件对铝土矿进口并未造成明显影响，其中 1-2 月几内亚进口量占比为 74.2%。

图：国内铝土矿月度产量

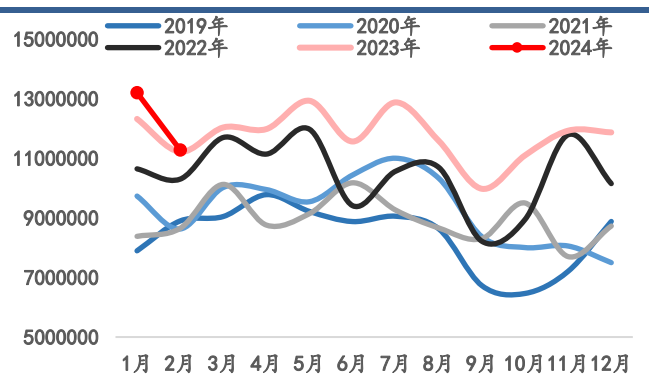
单位：万吨



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、下游需求修复而矿山复产暂未兑现，支撑氧化铝价格高位

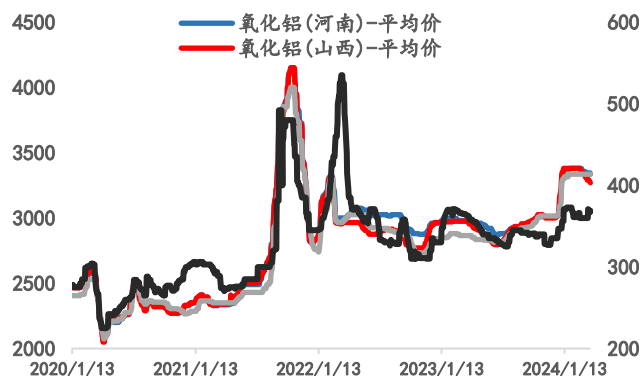
一季度以来氧化铝期价先抑后扬，1 月几内亚油库爆炸事件炒作消退，在矿山节后复产预期和仓单到期压力下震荡下跌，2 月几内亚罢工刺激氧化铝价格反弹，3 月矿山复产不及预期且下游电解铝复产开始落地，价格逐步抬升。一季度现货价格维持高位，3 月以来逐步走弱，截至 3 月 29 日河南、山西、山东广西氧化铝均价分别较上季度涨 205、105、195、255 元至 3335、3270、3245、3365 元/吨。

产量方面，一季度氧化铝产量环比减少，同比维持增长态势。据 SMM 2 月（29 天）中国冶金级氧化铝产量 626.2 万吨，同比增加 2.4%，环比减少 6.8%，日均产量环比减少 0.09 万吨至 21.59 万吨。截至 2 月末中国氧化铝建成产能 10000 万吨，运行产能 7882 万吨，全国开工率 78.8%，较上月跌 0.3%。一季度以来需求端电解铝产能运行平稳，供应端仍是主要矛盾，1、2 月份持续受制于矿山供应不足和环保检修影响，行业利润水平虽高但产能增量有限。3 月以来晋豫矿山暂未复产，山西地区煤矿事故增加复产阻力。不过从氧化铝产能上看河南地区补充进口矿以维持产能开工，叠加广西以及贵州氧化铝厂逐步复产，截止 3 月 29 日产能开工率逐步升至 82.99%，运行产能达 8300 万吨附近。二季度下游电解铝复产逐步分阶段落地，给予价格支撑。不过整体上供需维持相对平衡状态，市场在交易完复产影响后关注点可能会再次回到供应端的复产上。

进口方面，一季度进口窗口持续打开，至 3 月末才出现亏损，截至 3 月 29 日澳洲氧化铝 FOB 价格较上季度涨跌 22 美元至 369 美元/吨，进口盈亏较上季度回落 125.42 元至亏损 37.17 元/吨。据海关数据，2 月进口氧化铝 29.22 万吨，环比降 16.82%，同比增 59.52%；1-2 月累计进口 64.35 万吨，同比增加 64.92%；1-2 月累计净进口 36.6 万吨，同比增 164.45%。综合测算 1-2 月氧化铝供需小幅过剩 9.4 万吨左右，基本处于偏平衡状态。

图：国内氧化铝价格

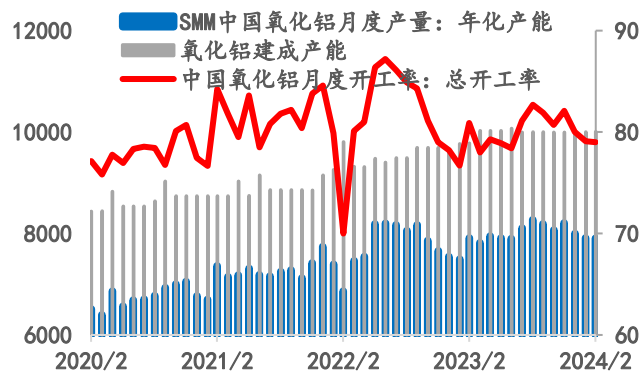
单位：元/吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：国内氧化铝产量

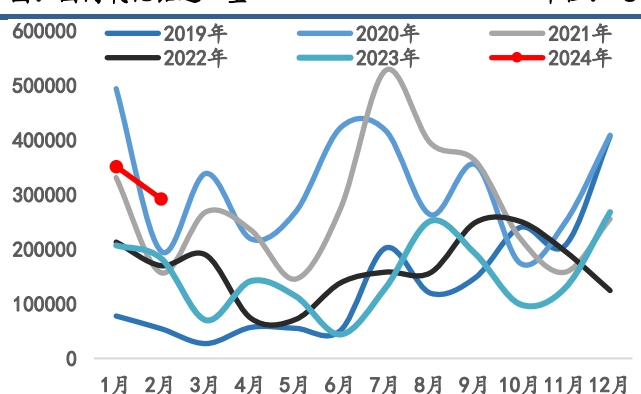
单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：国内氧化铝进口量

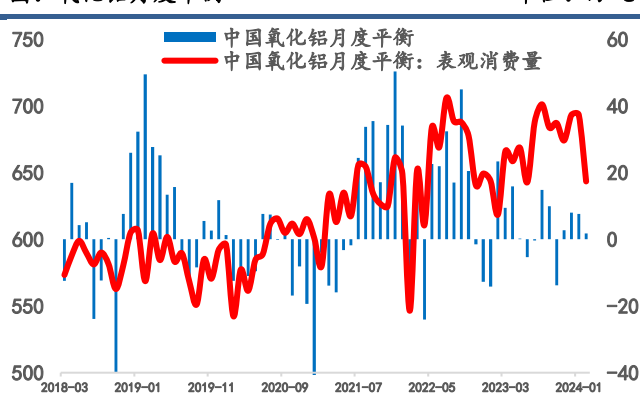
单位：吨



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



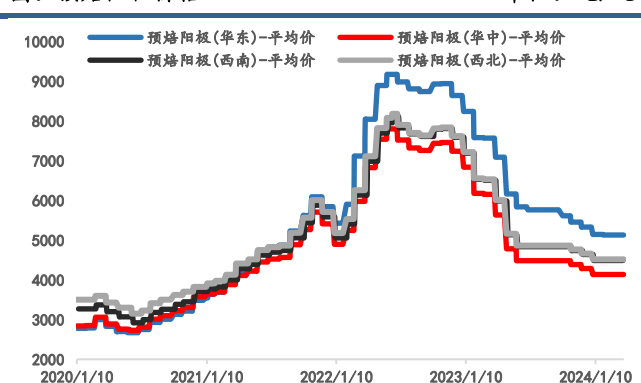
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

3. 辅料价格小幅下降

一季度辅料价格小幅下降。截止3月29日各地区预焙阳极价格在4135.5-5129元/吨，较上季度下降150-200元/吨，冰晶石价格较上季度降50元至7000元/吨，氟化铝较上季度降450元至9150元/吨。据悉国内大型预焙阳极4月销售定价环比上涨57元/吨，预计后续价格持稳为主。

图：预焙阳极价格

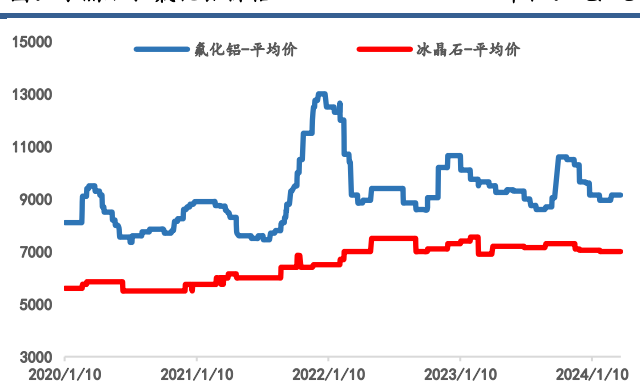
单位：元/吨



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

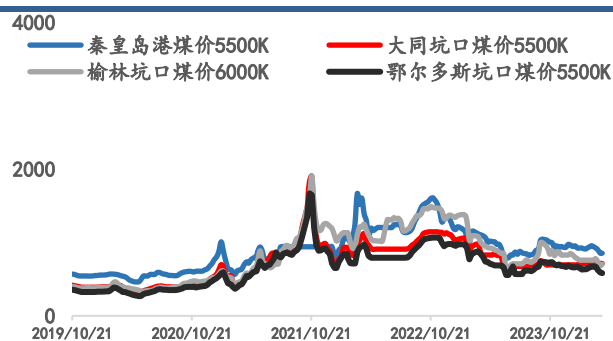
4. 电力成本持稳

一季度以来煤价震荡叠加枯水期影响，电力价格维持稳定，截至3月29日据SMM统计加权电价较上月持平于0.428元/kwh，电力成本较上季度持平于5778元/吨附近。二季度采暖季逐步结束

且西南逐步进入丰水期，电力成本存走弱预期。

图：动力煤价格

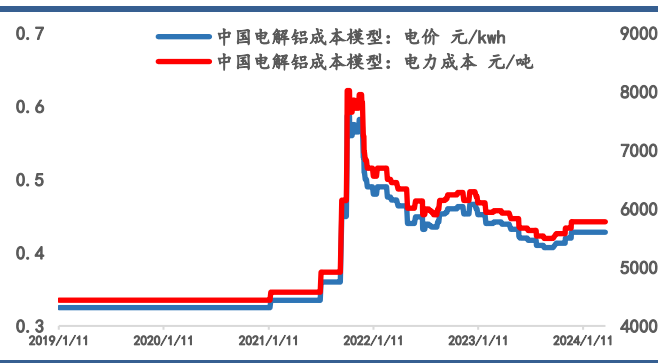
单位：元/吨



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

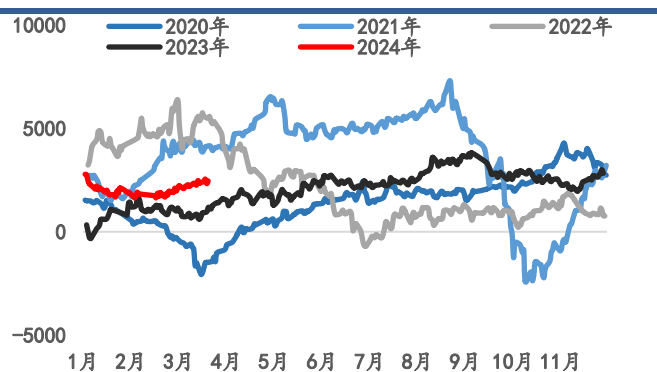
1、运行产能持稳，云南复产逐步落地

一季度氧化铝价格上涨，电解铝成本略有回升，冶炼利润小幅下调但仍维持高位，截至3月29日测算吨铝利润回落251.8元至约2578.9元/吨附近。一季度以来电解铝运行产能基本持稳，存在小幅扰动，其中2月底蒙古某铝厂突发停电导致铝厂停运，目前部分槽子仍需检修。另外四川某铝厂于三月中旬停槽技改，预计影响产能6.5万吨/年。据SMM2024年2月国内电解铝产量333.3万吨，同比增长7.81%，日均产量持稳于11.49万吨。截至2月底国内电解铝建成产能4519万吨，运行产能约4199万吨附近，冶炼开工率维持在92.9%附近。铝水比例环比下降6.1%至64.29%，主因受春节影响下游加工企业普遍停产使得铸锭量增加。3月以来云南提前复产消息逐步落地，3月18日消息该省将于近期首批释放80万千瓦负荷电力用于电解铝企业复产，折合电解铝年化产能52万吨左右。后续市场关注焦点仍在于云南复产节奏，考虑到目前仍处枯水期且西南地区仍有干旱扰动，产量放量或在4月底或5月份，第一批复产对3月产量影响或有限，预计3月底运行产能在4209万吨附近，3月国内电解铝产量或达356万吨左右，同比增长4%，铝水比例或回升至70%附近。随着云南地区阶段性的复产，二季度末国内电解铝产能或达4300万吨，关注二季度供应压力的增大。

海外方面，据IAI数据，全球2月原铝产量554.4万吨，同比增加3.9%；1-2月原铝产量1160.6万吨，同比增速3.31%。其中海外（除中国以外）电解铝2月产量244.4万吨，同比增速4.2%；1-2月累计产量478.4万吨，同比增2.88%。

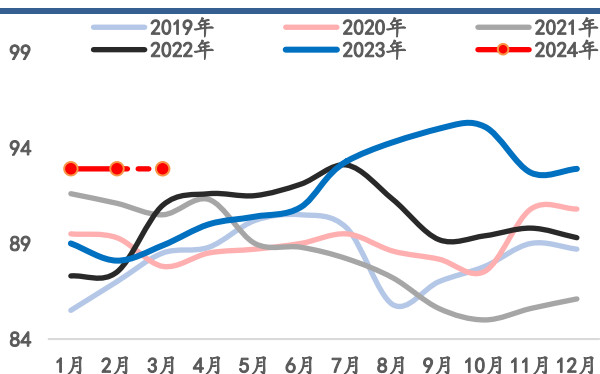
图：吨铝理论利润

单位：元/吨



数据来源：IFIND、SMM、海通期货投资咨询部

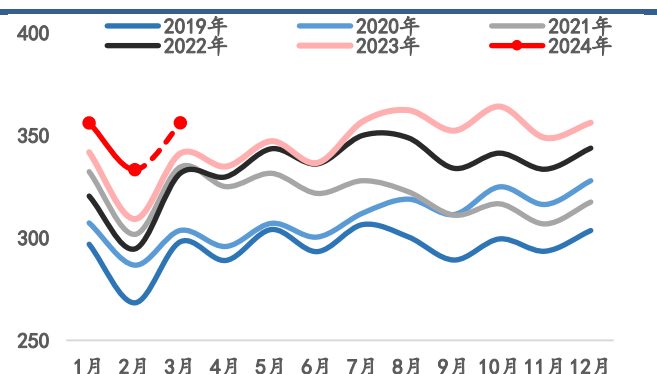
图：中国电解铝月度总开工率



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：电解铝月度产量

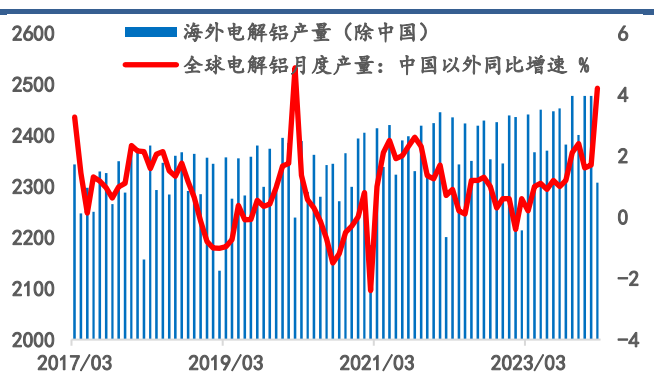
单位：万吨



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



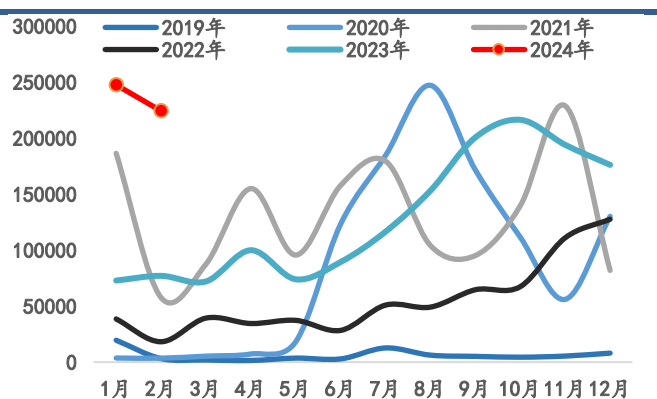
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

2、进口维持高位

一季度进口维持高位，据海关数据 2 月我国原铝进口量 22.42 万吨，同比增 191.01%，环比减少 9.4%；1-2 月我国原铝进口量 47.2 万吨，同比增长 214.7%。1-2 月累计净进口 47.08 吨，同比增长 220.9%。进口主要来源国仍为俄罗斯、印度、印尼、澳大利亚等，其中自俄罗斯进口 27.7 万吨，占进口总量的 58.72%。今年 1-2 月以来进口窗口持续打开，进口维持高位，3 月以来进口窗口阶段性关闭，预计进口量环比小幅回落，二季度进口或仍维持高位。

图：中国电解铝月度进口量

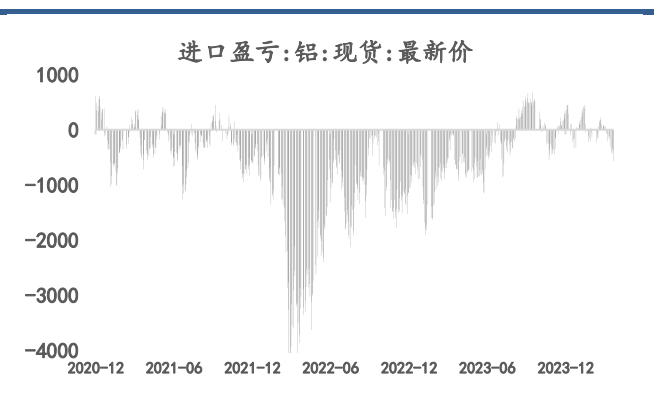
单位：吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：现货进口盈亏

单位：万吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

3. 废铝一季度供需双弱

一季度国内废铝市场因长假、北方雨雪天气等影响供应较少，下游需求也表现偏淡，整体供需双弱，废铝围绕铝价窄幅波动。截止3月28日佛山破碎生铝精废价差1674元/吨，较上季度回落186元/吨；上海型材铝精废价差较上季度回落130元/吨至1680元/吨。产量方面，2月我国废铝产量50.31万吨，同比增9.9%，1-2月累计产量101.43万吨，同比增4.66%。进口方面，据海关数据我国2月废铝进口11.79万吨，同比下降16.09%；1-2月累计进口28.86万吨，同比增长19.26%。

图：国内废铝产量

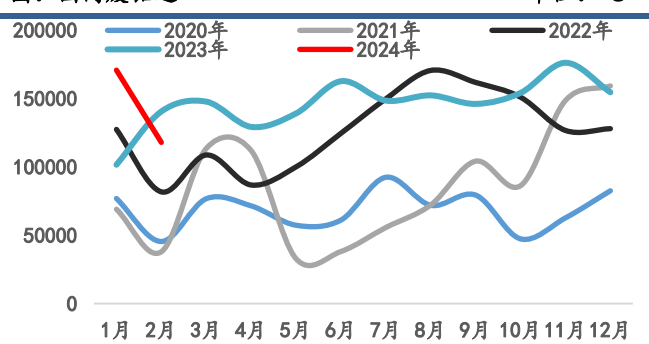
单位：万吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：国内废铝进口

单位：吨



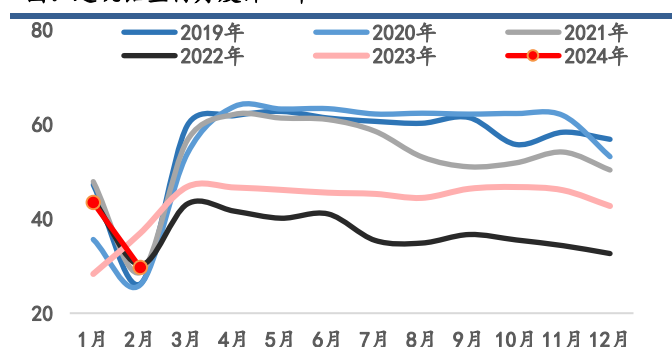
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

四、需求端

1、行业铝材开工回升至去年同期水平

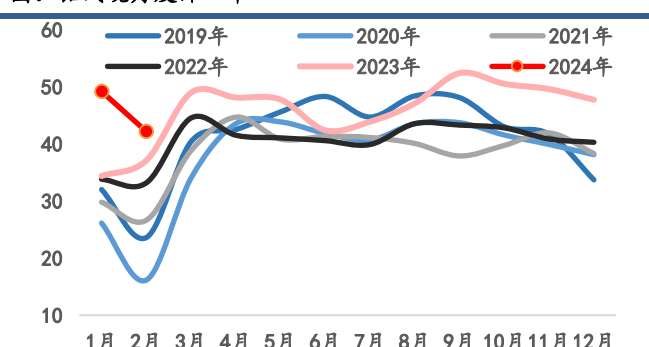
一季度适逢国内春节假期，节前需求较弱，节后行业开工逐步回升，目前基本回到去年同期水平。从周度数据看截至3月22日铝材开工率64.1%，较上季度回升3.9%。其中型材开工率回升6.7%至61.5%，主要是工业型材订单较好带动，建筑型材订单仍较低迷。铝线缆板块开工回落4.4%至60%，后续在国网订单的交付压力下行业提货量将有增加，铝线缆开工或有回升。其余板块小幅上涨为主，整体上二季度预计下游开工稳中有增。

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

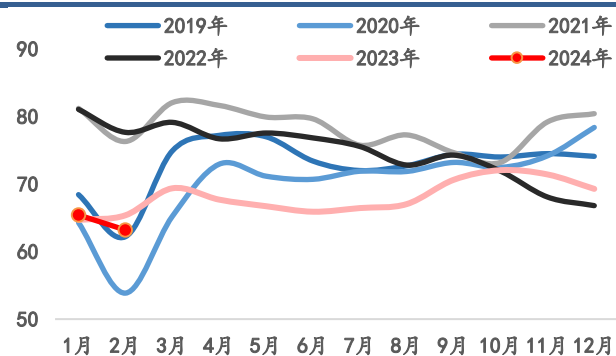
图：铝线缆月度开工率



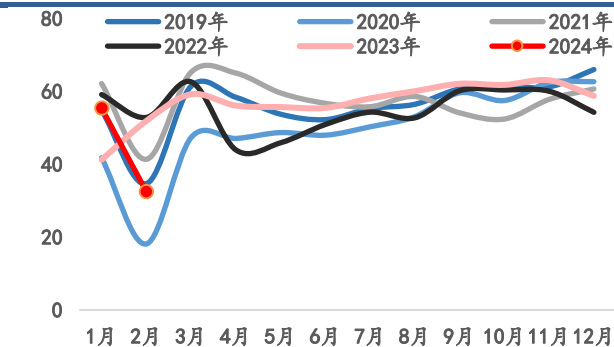
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：铝板带箔月度开工率

图：再生铝月度开工率

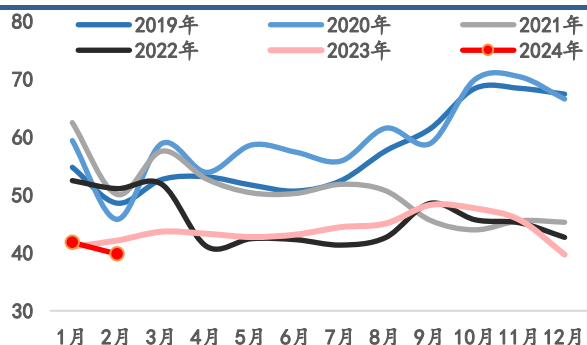


数据来源：SMM、海通期货投资咨询部



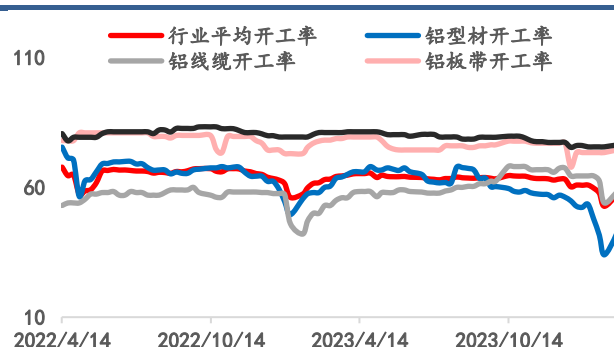
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

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

一季度地产投未有明显改观。1-2月全国房地产开发投资11842亿元，同比下降9%，较前值回升0.6%。1-2月房屋新开工面积9429万平方米，同比下降29.7%；房屋施工面积666902万平方米，同比下降11%；房屋竣工面积10395万平方米，同比增长20.2%。1-2月商品房销售面积11369万平方米，同比下降20.5%；销售额10566亿元，同比下降29.3%。1-2月房地产开发企业到位资金16193亿元，同比下降24.1%。2月房地产开发景气指数92.13，较上月回落0.27。地产投资与分项数据的背离，主要是考虑城中村改造、保障房建设和财务支出统计方式的影响，我们看到地产销售大幅回落，新开工、施工和竣工增速也普遍回落，地产市场仍处底部区间，地产景气度进一步探底，利好政策托底作用仍需观察。

电力方面，一季度电源和电网完成投资维持增长，其中1-2月电网投资327亿元，同比增长2.3%；1-2月电源基本建设投资完成额761亿元，同比增速8.3%。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。

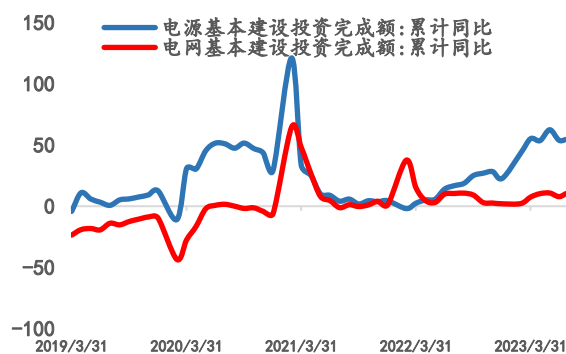
图：地产开工竣工同比



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



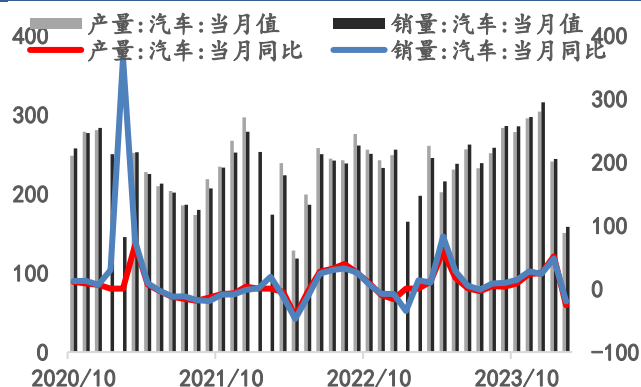
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

光伏方面，一季度光伏新增装机同比仍维持较高增速。1-2月国内光伏新增装机36.72GW，同比增长80%。据光伏协会预测2024年全球光伏新增装机预计在390-430GW，我国光伏新增装机预计在190-220GW，用铝增量或有放缓。

一季度汽车产销波动较大，其中1月份同比增速较高，2月产销增速明显回落，主因春节假期有效工作日减少叠加部分购车需求已在春节前得到释放。据中汽协数据，2月车产销分别完成150.6万辆和158.4万辆，环比分别下降37.5%和35.1%，同比分别下降25.9%和19.9%；1-2月汽车产销分别完成391.9万辆和402.6万辆，同比分别增长8.1%和11.1%。新能源汽车产销增速也有放缓，2月新能源汽车产销分别完成46.4万辆和47.7万辆，同比分别下降16%和9.2%；1-2月新能源汽车产销分别完成125.2万辆和120.7万辆，同比分别增长28.2%和29.4%，市场占有率达到30%。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%，另外国家推出以旧换新政策，预计二季度汽车产销增速好转，对于铝需求仍有拉动。

图：国内汽车月度产销

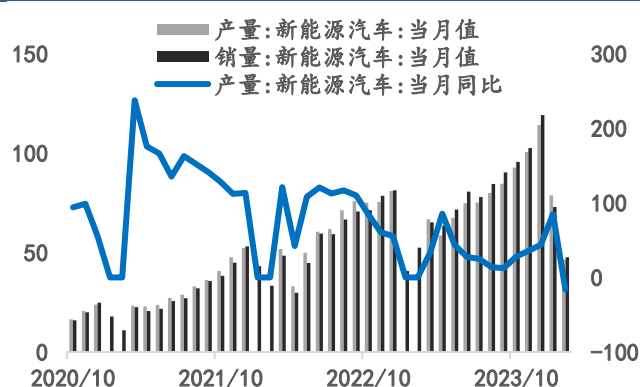
单位：万辆



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



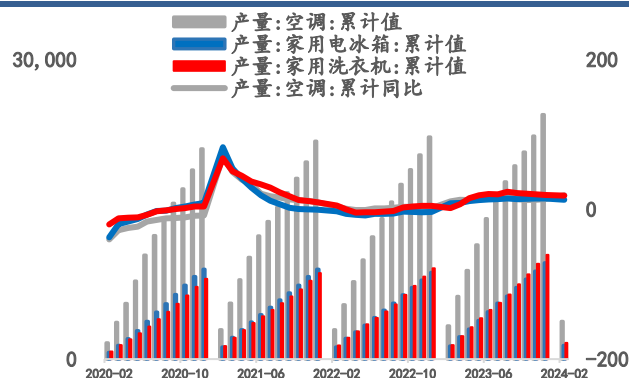
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

一季度家电产量持稳，出口增速放缓。1-2月空调累计产量3763.6万台，同比增长18.8%；洗衣机累计产量1622.5万台，同比增长18.5%；冰箱累计产量1374.4万台，同比增12.8%。1-2月空调累计出口1196万台，同比增长17.2%；冰箱累计出口1131万台，同比增41.9%；洗衣机出口531万台，同比增加40%。

出口方面，一季度铝及铝材出口有所改善。据海关数据 1-2 月末锻轧铝及铝材出口量约 96.6 万吨，同比增加 9.8%；2 月末锻轧铝及铝材出口 41 万吨，同比增长 7.0%。一季度累计出口好转，主因一方面受海外节前备货拉动出口量回升，另一方面也存在去年低基数的因素。随着海外降息的逐步打开，预计二季度出口增速继续改善。

图：家电月度产量

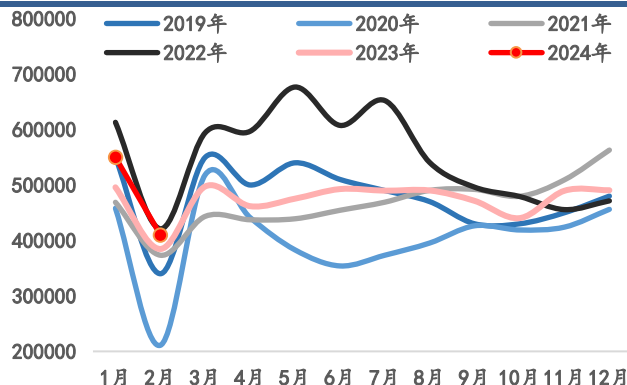
单位：万台



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



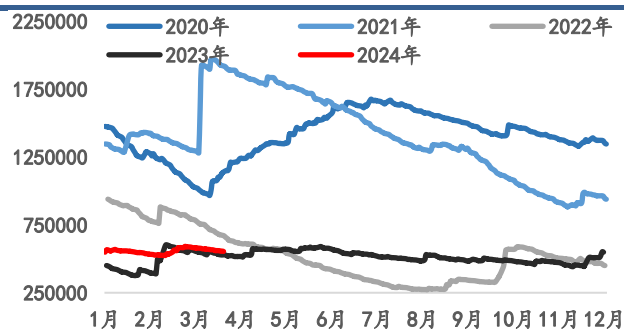
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

五、库存

一季度 LME 和 SHFE 库存增加为主，不过仍处低位。截至 3 月 29 日，LME 铝库存环比上季度增加 0.54 万吨至 55.45 万吨，增幅 0.99%，注销仓单占比较上月增 3%至 38%；上期所库存环比增加 11.78 万吨至 21.68 万吨，增幅 118.97%，其中交易所仓单较上月增加 6.2 万吨至 10.13 万吨。一季度国内铝锭社会库存处于累库周期，整体上累库节奏中性。3 月上旬之前累库速度较快，下旬随着下游开工回暖累库逐步放缓，并于 3 月底出现拐点。截至 3 月 28 日国内电解铝锭社会库存 86.5 万吨，较上季度增加 43.4 万吨，较去年同期下降 22.3 万吨，较周内前值下降 0.5 万吨，绝对值仍处历史低位。铝棒累库幅度较大，也先于铝锭去库，截止 3 月 28 日铝棒库存 23.13 万吨，较上季度累库 16.72 万吨。二季度初需求旺季，铝锭或逐步去库，进入 5、6 月份需求逐步回落，叠加云南复产带来供应增加，后续去库速度或将放缓甚至再次转为累库。不过考虑铝水比例提升，预计铝锭库存仍将维持历史低位给予铝价支撑。

图：LME 库存

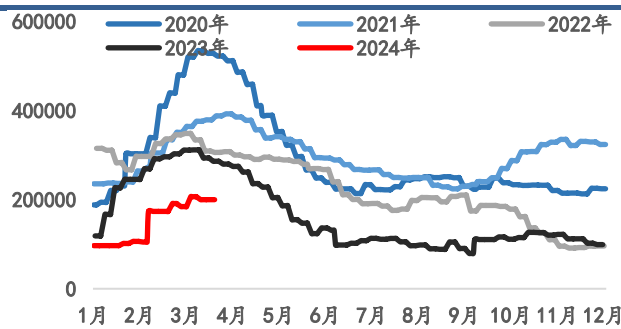
单位：吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：SHFE 库存

单位：吨



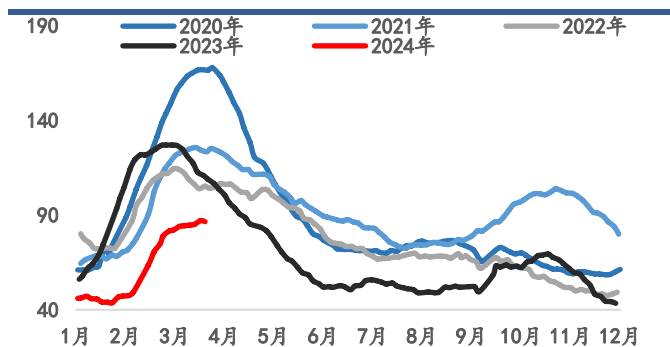
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：国内铝锭社会库存

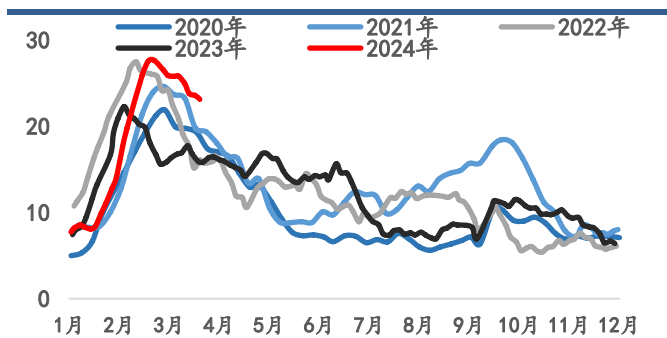
单位：万吨

图：铝棒库存

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

六、总结与展望

一季度以来在宏观情绪扰动和基本面库存低位支撑下，铝价先抑后扬，价格重心上移。二季度看，整体上供应预期逐步增加，需求或呈现先强后弱的状态，供需关系或前紧后松，支撑价格前高后低。节奏上，二季度初宏观氛围仍然偏多，产业上供应增量短期有限，下游仍处传统旺季叠加出口预期好转，需求回暖将带动铝锭库存维持去库状态给予铝价支撑，短期仍处偏多氛围，以回调低多为主，核心变量在于旺季需求能否顺利兑现，谨防预期差风险。5、6月份随着云南复产推进和放量，供应压力较前期增大，而需求也预期逐步转淡，铝价或有承压，不过海外美联储届时也有望开启降息，市场可能去交易流动性宽松的逻辑。预期铝价二季度核心运行区间 19000-20500 元/吨，结构性机会以正套为主。

氧化铝方面，短期主要支撑因素是下游电解铝复产逐步落地而供应端矿山复产迟迟未兑现。二季度云南电解铝复产仍有支撑，不过干旱扰动下存在不确定性。市场关注焦点在于4月国内矿山能否如期复产，若复产不及预期，氧化铝价格底部或有抬升，若复产顺利，则其价格有承压回落可能，整体或宽幅震荡运行，生产企业建议卖出保值为主，关注下游和矿山复产情况。

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。