

国信期货有色（铝、氧化铝）二季报

铝、氧化铝

矿石供应影响氧化铝复产节奏 电解铝价格重心上移

2023年3月24日

● 主要结论

展望后市，预计氧化铝宽幅震荡，关注矿石的供应问题何时得以有明显缓解，生产企业锁定利润，下游企业注意原料保供，单边可逢高试空。预计沪铝将呈现易涨难跌的态势，价格重心逐渐上移，同时需要防范预期差风险，警惕铝价冲高回落。

基本面上，氧化铝方面，成本端，考虑到矿石使用情况，地区间成本差异或有所扩大，行业目前处于较高利润水平，对成本抬升有一定接受度，若后续成本再度有明显上涨，挤压利润空间，或阻碍部分氧化铝厂的生产、复产积极性，成本的抬升也将使氧化铝价格的底部支撑有所抬升。供应端，随着集中检修季和采暖季结束，氧化铝供应端干扰因素减少，产能复产速度也将进一步提升，国内矿山的复产情况将影响氧化铝的复产空间，仍需持续关注，海外矿石供应预计维持稳定。总体来说，二季度氧化铝供应预期增加，增量更多取决于国内矿山的复产情况。二季度仍有进口氧化铝逐渐到港，对供应形成补充，但在国内氧化铝预期增加的情况下，二季度市场对于进口氧化铝的采购意愿或有下降。需求端预期走强，云南一轮复产约30-50万吨于4月中旬完成，此外仍有约65万吨的复产空间，共计对应氧化铝需求增量达到230万吨左右。乐观情况下，未来1-2个月内氧化铝或有300万吨产能复产空间，面对下游复产带来的需求增量压力不大，关注矿石供应及矿山复产对复产节奏的影响，以及电解铝复产加快带来的压力。预计氧化铝宽幅震荡，生产企业锁定利润，下游企业注意原料保供。

分析师助理：张嘉艺
从业资格号：F03109217
电话：021-55007766-6619
邮箱：15691@guosen.com.cn

分析师：顾冯达
从业资格号：F0262502
投资咨询号：Z0002252
电话：021-55007766-6618
邮箱：15068@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

电解铝方面，成本端，短期内电解铝成本在氧化铝价格走低以及水电成本下降的影响下有一定下降空间，但中至长期面临氧化铝供应以及电力市场改革的不确定性，成本有抬升可能。而成本的抬升或将推升铝价，将压力传导至下游。供应端，根据调研，云南实际复产规模或不及预期，仅能达到30-50万吨附近，产量增量预计体现在4-5月。短至中期，供应端增长有限，云南复产节奏具有不确定性，更大规模的复产或于5月进入丰水期才会开启。二季度云南电解铝产能运行率将显著提升，整体供应预计有明显增加。需求端而言，旺季效应在4-5月将有所延续，在旺季以及政策面对于家电、汽车等终端支持下，需求回暖预期将是铝价的重要支撑力，进入6月后，需求端或再度显出疲态。另外，考虑到近几年呈现出的“旺季不旺，淡季不淡”的特点，谨慎看待下游需求恢复程度，谨防预期差风险。二季度，铝锭有望在旺季结束前迎来库存拐点，将成为铝价上涨的重要动力。后期，随着旺季结束，去库速度或有趋缓，但考虑到铝水比提升，铝锭库存或仍将维持历史同期的较低水平，库存端仍将给予铝价支撑。整体来说，在供应刚性以及需求的支撑下，预计沪铝将呈现易涨难跌的态势，价格重心逐渐上移，同时需要防范预期差风险，警惕铝价冲高回落。风险提示：宏观金融风险；极端天气；矿端突发事件。

一、行情回顾

2024 年一季度，沪铝宽幅震荡，截至 3 月 22 日，沪铝主力合约收于 19400 元/吨，与 2023 年 12 月 29 日收盘价相比，涨幅为 0，较 2024 年 2 月上涨 2.73%。

宏观面来看，一季度前期，市场开始交易美联储降息预期，市场风险偏好转好，但随着后续美国通胀数据的公布，以及美联储官员的发言，降息预期逐渐被修正，宏观利好情绪也有所降温，市场对海外降息的乐观预期逐渐回归现实。国内方面，一季度，北京、上海等一线城市相继出台各类房地产相关的利好政策后开始执行，LPR 下调至历史新低，3 月“两会”顺利召开，提出 2024 年 GDP 预期目标增长 5.0% 左右，也再次为未来消费等多方面指明发展方向，给予政策支持，宏观利多情绪阶段性出现，给予铝价支撑。

基本面来看，1-2 月铝供应基本维持稳定，云南复产的消息自春节前开始流传，最终于 3 月中旬明确一轮复产计划达到 52 万吨，并将于 4 月中旬完成。2-3 月期间，因内蒙古铝厂出现意外事故，以及四川某铝厂技改停产，造成供应有小幅收紧，此消彼长之下，整体一季度供应稳中小增。需求端则经历了由传统消费淡季至旺季的转变，1-2 月铝水比降低，铝锭铸锭量有所增加，而铝锭库存始终处于历史同期低位，使得累库对于价格的压制有限，低库存及节后旺季需求回暖预期成为春节后铝价逐渐走强的重要支撑力。

整体来看，一季度沪铝宽幅震荡，在宏观情绪的波动以及基本面逐渐获得支撑下，铝价从高位回落至 18800 元/吨一线震荡，后价格重心逐渐上移。

图：沪铝主力合约日 K 线图



数据来源：博易云 国信期货

外盘伦铝也从高位回落后呈现震荡走势，截至 3 月 22 日，伦铝收于 2309 美元/吨，较 2023 年 12 月 29 日下跌 3.29%。

图：伦铝（电子盘）日 K 线图



数据来源：博易云 国信期货

国内现货价格震荡走低，截至 2023 年 3 月 21 日，长江有色市场 A00 铝锭均价为 19340 元/吨。

一季度，供应扰动集中爆发带来的担忧情绪在 1 月初有所延续，随后市场逐渐回归理性，高位回调，2024 年开年首周，氧化铝上演了涨停到跌停的“过山车”式行情。2 月-3 月上旬，氧化铝期货价格主要于 3100 元/吨-3300 元/吨区间震荡。期间经历春节假期，现货市场活跃度明显降温，节后也因执行长单为主及下游备货需求不足，市场活跃度难以回暖，节后几内亚罢工事件一度引发铝土矿供应担忧，使得氧化铝在短期内出现偏强走势，随着事态发展影响有限，价格回落。3 月中旬，云南电解铝复产落地，需求预期走强下，氧化铝价格中枢上移至 3300 元/吨以上，再度回调后呈现震荡走势。

截至 3 月 22 日，氧化铝主力合约收于 3335 元/吨，较 2023 年 12 月 29 日上涨 1.06%。

图：氧化铝主力合约日 K 线图



数据来源：博易云 国信期货

二、宏观热点追踪

1. 市场降息预期逐渐修正 美联储3月维持利率不变

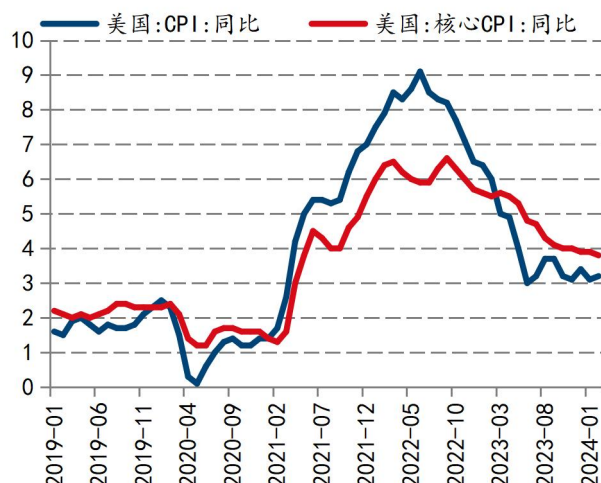
一季度前期，市场开始交易美联储降息预期，市场风险偏好转好，但随着后续美国通胀数据的公布，以及美联储官员的发言，降息预期逐渐被修正，宏观利好情绪也有所降温，市场对海外降息的乐观预期逐渐回归现实。

北京时间3月21日凌晨2点，美联储公布3月议息决议，如期维持利率不变，符合市场预期。点阵图来看，维持2024年降息75bp的预期，此外，美联储官员预计在今年年底前降息三次，但并未提供具体时间表。2024Q4实际GDP同比预测从1.4%上调至2.1%，2024Q4 PCE通胀预测维持2.4%不变，核心PCE通胀预测从2.4%上调至2.6%。鲍威尔强调，近期的数据并未改变通胀整体的发展方向，即价格增速正在放缓，尽管有些曲折。与此同时，他表示，这些数据也支持了美联储对首次降息采取的谨慎态度，决策者仍在寻找更多证据证明通胀正在朝着目标迈进。对于5-6月是否会降息的问题，鲍威尔仅表示降息可能会“在今年的某个时候”，并未作出正面回答。市场认为此次会议整体基调偏鸽，降息已较为确定，受此影响，市场风险偏好或有所修复。

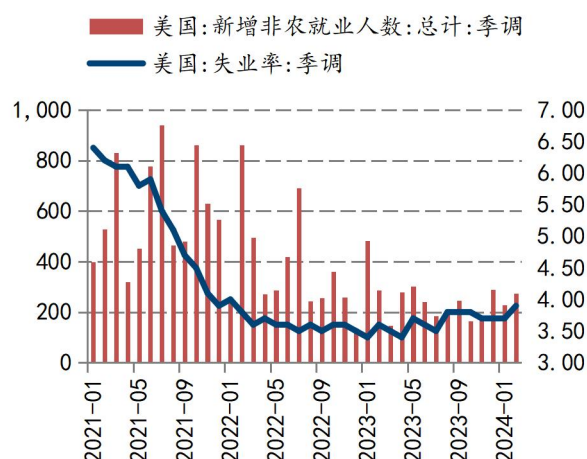
数据方面，据美国劳工部3月12日报告，2月美国消费者价格指数（CPI）同比增长3.2%，高于前值和预期（3.1%），环比涨幅从1月份的0.3%上升至0.4%；剔除波动较大的食品和能源价格后，核心CPI同比增长3.8%，环比涨幅与前值持平（0.4%）。美国通胀整体呈现下降趋势，但顽固性仍然存在。

图：美国CPI、核心CPI及PPI当月同比（%）

图：美国新增非农就业人数（千人）及失业率（%）

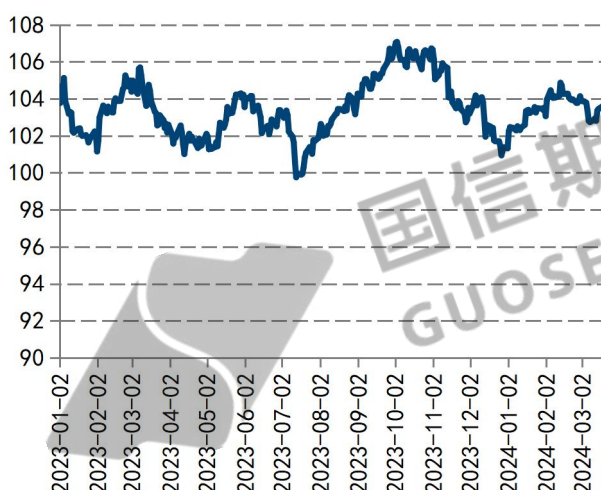


数据来源: Wind 国信期货



数据来源: Wind 国信期货

图: 近月美元走势变化



数据来源: Wind 国信期货

2. 国民经济持续向好发展

国内数据来看, 根据国家统计局数据, 1月官方制造业 PMI 为 49.2%, 相比于去年 12 月的 49.0% 回升 0.2 个百分点。2 月 1 日, 1 月财新的非官方制造业 PMI 为 50.8%, 与去年 12 月持平。2 月份, 官方制造业 PMI 为 49.1%, 比上月下降 0.1 个百分点, 综合 PMI 产出指数为 50.9%, 与上月持平, 我国经济总体延续扩张态势。

根据国家统计局数据, 2024 年 1 月 CPI 同比下降 0.8%, 环比上涨 0.3%; 1 月核心 CPI 同比上涨 0.4%, 保持相对稳定; 1 月 PPI 同比下降 2.5%, 1 月环比为下降 0.2%。物价环比有所好转, 主要是受到春节消费以及冰冻雨雪天气的影响, 而物价同比数据仍表现欠佳。2 月 CPI 同比重回正增长。国家统计局公布数据显示, 2 月份, 全国 CPI 环比上涨 1%, 涨幅比上月扩大 0.7 个百分点; 同比由上月下降 0.8% 转为上涨 0.7%,

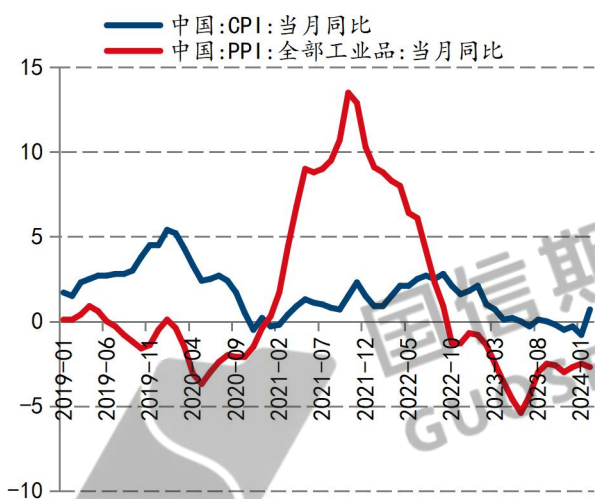
自 2023 年 9 月以来首次正增长，且涨幅超出市场预期的 0.4%。

据国家统计局数据，中国 1-2 月规模以上工业增加值年率 7%，前值 6.8%。其中，有色金属冶炼和压延加工业增长 12.5%，十种有色金属产量 1277 万吨，增长 5.7%。1—2 月份，规上工业发电量 14870 亿千瓦时，同比增长 8.3%，增速比上年 12 月份加快 0.3 个百分点；日均发电 247.8 亿千瓦时。其中，1—2 月份，规上工业火电增速加快，水电、风电、太阳能发电增速放缓，核电由降转升。

1—2 月份，社会消费品零售总额 81307 亿元，同比增长 5.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 74194 亿元，增长 5.2%。

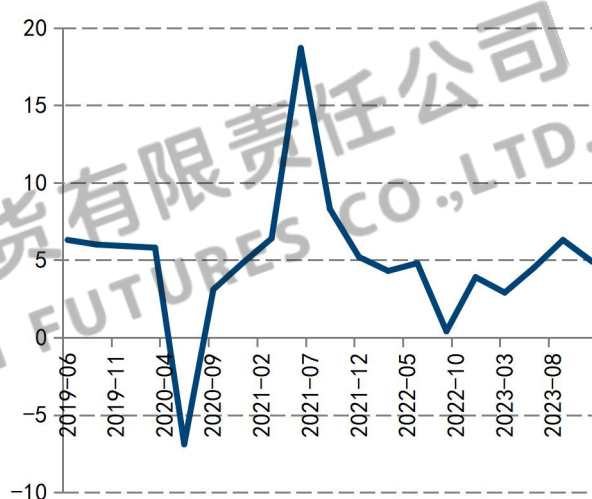
国家统计局表示，总体来说，1-2 月份，随着各项宏观政策发力显效，国民经济持续回升向好。但也要看到，外部环境复杂性、严峻性、不确定性上升，国内有效需求不足问题犹存，经济持续回升向好基础还需巩固。

图：中国 CPI 及 PPI 当月同比变化 (%)



数据来源：Wind 国信期货

图：中国 GDP 当季同比 (%)



数据来源：Wind 国信期货

根据中国人民银行数据，2024 年 1 月末，广义货币（M2）余额同比增长 8.7%；狭义货币（M1）余额同比增长 5.9%；流通中货币（M0）余额同比增长 5.9%。2024 年 1 月末社会融资规模存量同比增长 9.5%；1 月社会融资规模增量 6.5 万亿元，比上年同期多 5061 亿元。其中，新增人民币贷款录得 4.84 万亿元，仅次于 2023 年 1 月的 4.93 万亿元。从金融机构新增人民币贷款分项来看，1 月短期贷款为 8395 亿元，1 月中长期贷款表现较好，为 3.94 万亿元。2 月末，广义货币（M2）同比增长 8.7%，狭义货币（M1）同比增长 1.2%，流通中货币（M0）同比增长 12.5%。2 月末，社会融资规模存量同比增长 9.0%；2024 年前两个月社会融资规模增量（简称“社融增量”）累计为 8.06 万亿元，比上年同期少 1.1 万亿元。

截至 2 月，2023 年 1 万亿元增发国债项目全部下达完毕。本次增发国债资金主要用于华北地区等灾后恢复重建和提升防灾减灾能力，包括自然灾害应急能力提升工程、重点自然灾害综合防治体系建设工程以及甘肃、青海等地的灾后恢复重建等领域。将对提振实体经济，释放消费潜力有一定积极作用。

据海关统计，今年 1-2 月，我国货物贸易（下同）进出口总值 6.61 万亿元人民币，同比（下同）增

长 8.7%。其中，出口 3.75 万亿元，增长 10.3%；进口 2.86 万亿元，增长 6.7%；贸易顺差 8908.7 亿元，扩大 23.6%。按美元计价，前 2 个月，我国进出口总值 9308.6 亿美元，增长 5.5%。其中，出口 5280.1 亿美元，增长 7.1%；进口 4028.5 亿美元，增长 3.5%；贸易顺差 1251.6 亿美元，扩大 20.5%。2024 年前 2 个月，我国货物贸易延续去年四季度以来的向好态势，连续 5 个月同比增长，进出口规模创历史同期新高。

3. 2024 年“两会”顺利召开

2024 年 3 月，“两会”顺利召开。根据 2024 年政府工作报告，2024 年国内生产总值（GDP）预期目标增长 5.0% 左右。报告也指出，今年政策偏扩张，中央加杠杆、稳信心、稳地产是关键，强产业、防风险促改革主线延续。

房地产方面，住建部发布通知，各地继续加码松地产，包括继续发放购房补贴、购房送消费券、公积金贷款优惠等。另外，今年全国将再改造 5 万个城镇老旧小区，建设一批完整社区。此外，还将再改造 10 万公里以上城市地下管网，再启动 100 个城市、1000 个以上易涝点的整治。

消费方面，商务部表示今年促消费要做两个重点工作：一是推动汽车、家电、家装厨卫等消费品以旧换新。二是扩大服务消费。发改委也提出三个重点：实施工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等 7 个领域的设备更新，实施汽车、家电、家居等耐用消费品以旧换新，实施回收循环利用行动。未来，预期将有刺激房地产及各方消费的政策出台，也将带动铝相关领域的消费需求。

另外，2024 年政府工作报告重申：“强化能源资源安全保障，加大油气、战略性矿产资源勘探开发力度。”在 2024 年“两会”上，矿产资源相关的问题也再次被重视和讨论。各方建议包括：增储上产，提高矿产资源保障能力，从紧缺性矿产资源入手，加速开展地质勘查；绿色发展，促进矿产资源高效利用，矿产企业需对矿石进行高效选矿，精矿才能对外销售，以最大限度减少资源浪费和矿产资源加工过程中的消耗，从源头减少固体废物的产生量；转型升级，推动矿业高质量发展等。

对标至铝产业链的重要矿产资源铝土矿来看，当前我国面临自有铝土矿品位下降，铝土矿资源对外依赖度过高的难题，在国家方针政策的指引下，未来或有进一步加大勘察我国优质铝土矿资源的可能，以提高抵御风险的能力。而已经开采，甚至过度开采的矿山，则需要注意其后续的高质量发展，加大研发力度，开采的同时处理好赤泥等污染物，提高回收利用能力。

此前，河南、山西的铝土矿山曾分别因复垦和安全生产的问题被迫停止开采，未来，如何使矿山更加“优质”开采，以稳定矿石的供应将是重要议题。

4. 欧美延长对俄罗斯制裁

2023 年 12 月，欧盟通过了对俄的第 12 套制裁方案，其中包括对铝线、铝箔、铝管的进口禁令。但据欧洲铝业协会称，这一措施仅涵盖了欧盟自俄进口铝产品总量的 12% 左右，仍有近 90% 的俄罗斯铝产品未受到影响。另外，据欧盟外交部人士透露，欧盟成员国正考虑在第 13 套反俄制裁方案中对俄罗斯铝实施禁运，力求在 2 月 24 日俄乌冲突爆发两周年之际批准这一禁令。消息传出后，外盘铝价也一度大幅上涨。

此后，当地时间 2024 年 2 月 20 日，欧盟官方公报网站发布文件，欧盟理事会通过决定，将对俄罗斯的制裁延长一年，至 2025 年 2 月 24 日。文件称，维持欧盟迄今为止对俄罗斯采取的所有制裁措施。2022

年乌克兰危机爆发后，欧盟对俄罗斯实施了大量制裁，迄今已通过了 12 轮制裁措施。塔斯社称，2024 年 1 月中旬起，欧盟开始讨论针对俄罗斯的第 13 轮制裁方案，欧盟希望在 2024 年 2 月 24 日前通过该方案。彭博社此前援引消息人士称，新一轮制裁中可能包括扩大制裁名单、实施更多贸易限制、打击俄罗斯规避制裁的措施等。美国总统拜登 2 月 20 日表示，美国计划于 2 月 23 日公布对俄罗斯的一揽子“重大”制裁方案。拜登没有具体透露哪些行业将成为制裁目标。白宫国家安全顾问杰克·沙利文（Jake Sullivan）表示，对俄罗斯的最新制裁将针对一系列项目，包括该国的国防和工业基地以及经济收入来源。这意味着，俄乌冲突的影响仍在延续，欧美国家对俄罗斯的制裁或进一步加深，在此情况之下，全球铝产业链贸易流向或进一步发生变化。

伦敦金属交易所 (LME) 数据显示，1 月份，LME 仓库中俄罗斯铝注册仓单占比持稳，为 90%。LME 注册仓单中，俄铝占比明显偏高，但在欧美的制裁之下，市场消费有意回避俄铝等俄罗斯金属，在这样的情况下，外盘铝价存在上涨的炒作热点和驱动力。同时，无法进行交割的俄铝也将通过其他渠道流向市场，造成贸易格局的变化，或使得我国原铝进口增加，整体供应量增加，从而逐渐对国内铝价形成压制，使得铝价的沪铝比值有所回落。

俄乌冲突的影响仍在延续，在此情况之下，全球铝产业链贸易流向或进一步发生变化，持续关注国际局势的变化，谨防风险。

三、铝市分析

（一）氧化铝

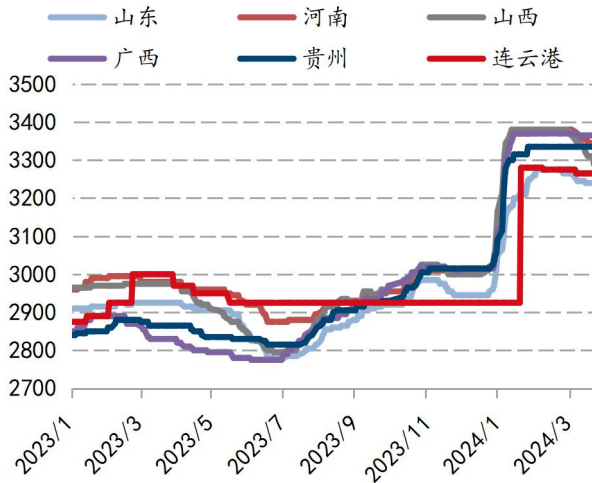
1. 氧化铝供应有所修复 矿石仍是最大限制因素

在行业高利润的驱使，以及矿石供应偏紧的限制下，一季度氧化铝产能开工率艰难爬升，小幅增加。二季度，供应干扰因素减少，氧化铝供应预期增加，增量更多取决于国内矿山的复产情况。

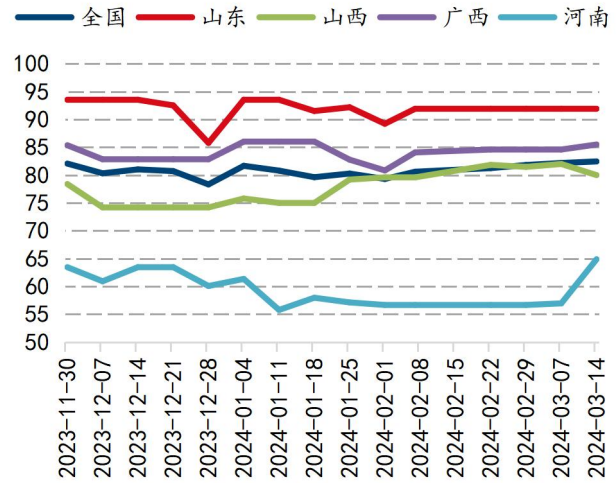
对于氧化铝供应端来说，一季度 1-2 月整体延续了 2023 年四季度以来的“易减难增”状态，2 月春节前后，随着高利润驱使下氧化铝厂积极复产，以及采暖季渐近尾声，北方环保限制减少，各地开工率有小幅提升，据 SMM 数据，截至 3 月 14 日，全国氧化铝周度开工率为 82.46%。

图：不同地区氧化铝价格走势（单位：元/吨）

图：氧化铝产能开工率变化（单位：%）



数据来源：SMM 国信期货



数据来源：SMM 国信期货

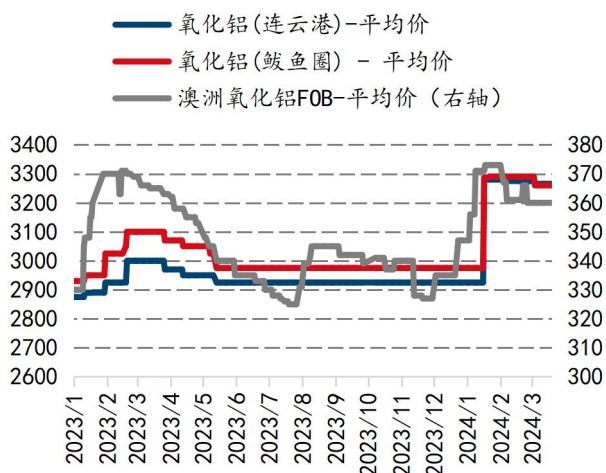
矿石供应偏紧难以缓解仍是氧化铝产能复产的最大制约因素。国内矿石方面，河南、山西矿山一季度内维持停产，市场曾推测两会后或许会出现复产迹象，但2月中至3月，河南、山西两地再次进行环保督察及安全督察，矿石复产迟迟未有消息。山西省安全生产委员会办公室转发国务院安委办督导组发布了第二阶段督导发现的山西主要问题及矿山，根据相关文件要求，山西各市安委会、各有关单位对督导组移送的检查发现的各类矿山重大事故隐患清单，严格执行挂牌督办制度，同时要指定专人负责，加强跟踪督办。中央第二生态环境保护督察组于2024年2月27日向河南省委、省政府反馈和通报第三轮生态环境保护督察情况。其中涉铝内容为三门峡市矿山开采破坏生态问题突出，且在全面排查整治中工作不严不实，部分矿山越界开采被处罚却未被纳入整治台账。郑州荥阳市张沟铝土矿擅自将地下开采改为露天开采，破坏山体。考虑到前期河南因环保问题陷入停产，而山西矿山是因为安全生产问题被迫停产，未来山西矿山的复产推进或更为畅通。

海外矿石方面，几内亚燃料库爆炸事件一定程度上影响了矿石的发运水平，数据显示，2024年1-2月，几内亚铝土矿发往中国的数量同比有下跌，后期逐渐恢复，整体长单发运稳定，散货有限。另外，爆炸事件也限制了部分几内亚矿山的原计划增量，“红海事件”影响持续，使得全球海运运费有不同程度上涨，影响了土耳其等非主流铝土矿出口国的发运。油库爆炸事件的后续影响仍在延续，2月下旬至3月初，几内亚再现罢工活动，但活动持续时间较短，并未影响铝土矿的开采和运输，但罢工消息激发的原料供应担忧情绪，使得氧化铝期价一度上扬，随着事件平息，期价也快速回落。整体来看，海外矿石供应较为稳定，以维持长单发运为主，散货少，难以通过进口海外矿石弥补国内矿山停产带来的缺口。另一方面，考虑到矿石的运输成本、运输时间，以及氧化铝价格的波动，内陆缺乏矿石的地区也不愿选择使用进口矿进行生产。一季度内外矿石供应偏紧，使得氧化铝厂即使在高利润下复产心态积极，也难以实现大规模复产。

目前来看，市场对国内矿山短期内复产的态度较为悲观，二季度以后开启复产的可能性更大。据Mysteel调研了解，在二季度之后，几内亚有4家新投矿山将陆续出矿，另外，几内亚现有矿山中也有个别矿山在2024年有扩产的计划。如果进展顺利，供应端累计将有超过1000万吨/年的新增产能释放。总体来说，二季度整体矿石供应增量预计有限，需要持续关注国内矿山的复产情况，将影响氧化铝供应增量空间。

图：澳洲氧化铝 FOB 平均价（单位：美元/吨）

图：氧化铝进口盈亏（单位：元/吨）



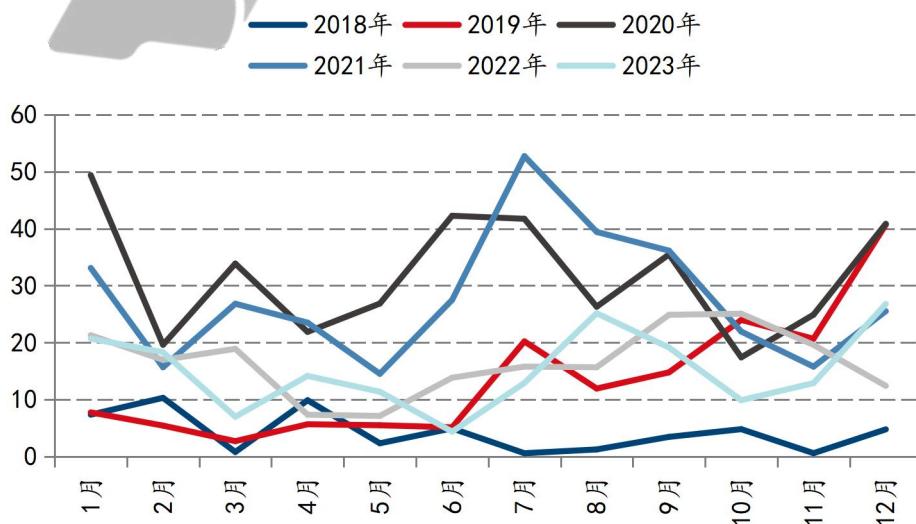
数据来源：SMM 国信期货



数据来源：SMM 国信期货

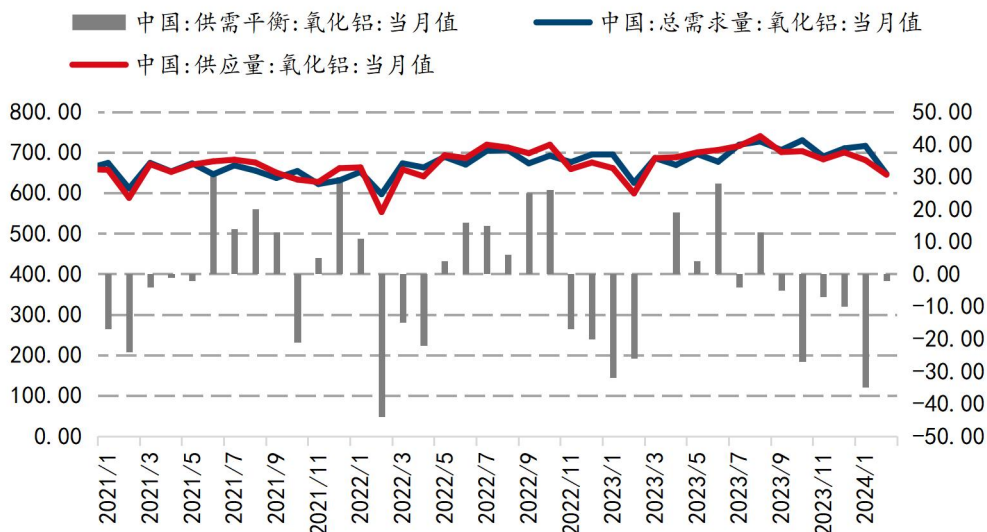
受国内氧化铝价格大幅走高影响，一季度氧化铝进口窗口多数处于打开状态。季度内，多出现海外氧化铝成交消息。据 SMM 数据，截至 3 月 21 日，西澳氧化铝 FOB 价格为 360 美元/吨，一季度内进口盈利水平基本处于 50 元/吨以上。就目前成交情况来看，二季度仍将有一定量的进口氧化铝到港。此外，3 月上旬，海外力拓的某一氧化铝厂因其输送天然气的主要管道之一发生火灾生产运营受到一定影响。事件对我国氧化铝供应影响有限，但需关注其后续影响，是否会影响整体氧化铝贸易流向，从而扰动国内氧化铝供应及价格。

图：氧化铝进口量季节性变化（单位：万吨/月）



数据来源：wind 国信期货

图：氧化铝供需平衡（单位：万吨/月）



数据来源: wind 国信期货

整体而言,二季度,随着集中检修季和采暖季结束,氧化铝供应端干扰因素减少,叠加目前行业高利润状态,氧化铝产能复产速度将进一步提升,而国内矿山的复产情况将影响氧化铝的复产空间,仍需持续关注,海外矿石供应预计维持稳定。总体来说,二季度氧化铝供应预期增加,增量更多取决于国内矿山的复产情况。

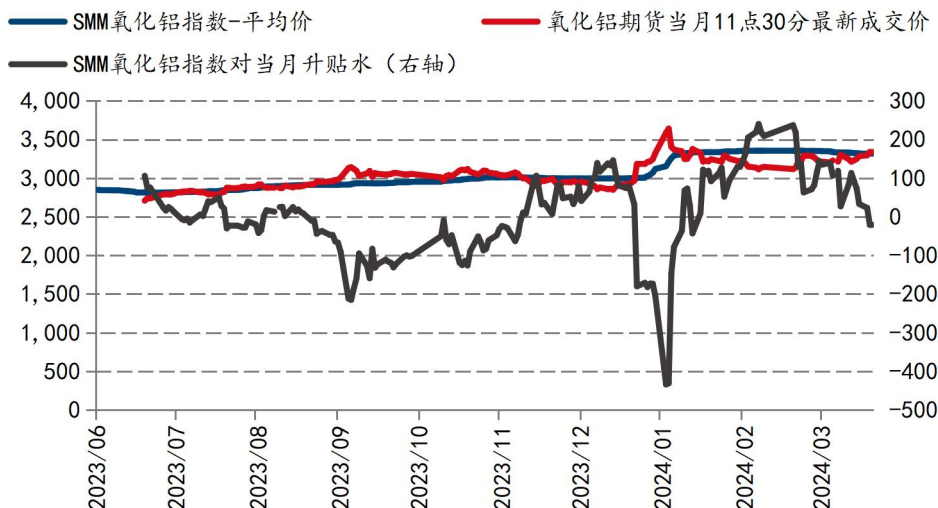
2. 现货价格先涨后跌 节后南北市场有所分化

现货端来看,氧化铝现货价格自1月末起涨势趋缓,2月价格仍有小幅上涨,但速度进一步放缓,现货升水仍处于较高水平,2月中下旬后进入下跌通道,跌势相对缓慢。据SMM数据,截至3月21日,氧化铝现货均价为3318元/吨,较2月22日(3354元/吨)下跌36元/吨。

一季度内,现货市场情绪也经历了一定的转变。随着价格涨至高位,市场对高价接受度有限,观望情绪浓厚,叠加春节前北方雨雪天气造成的运输效率下降、运输成本上涨,现货市场活跃度至年前逐渐降低,现货价格在3354元/吨企稳。年后,现货流通仍然偏紧,以执行长单为主,随着补库需求渐起,市场逐渐回暖,成交带动现货价格开始变动,随着北方氧化铝供应增加预期走强,北方市场现货价格逐渐进入下跌通道,而西南地区氧化铝价格在云南复产预期下,价格得到支撑。

整体来看,一季度氧化铝现货价格经历了上涨再回落的过程,未来,在氧化铝复产节奏或快于电解铝复产的情况下,整体供需进一步趋紧有限,西南地区现货价格受需求支撑,北方因为近期复产稍有过剩,价格承压,不过考虑到北方成本及运费,北货南运实际上还没有大规模形成。预计氧化铝现货价格震荡偏弱运行,下跌存在一定阻力。

图:氧化铝期现价格走势(单位:元/吨)

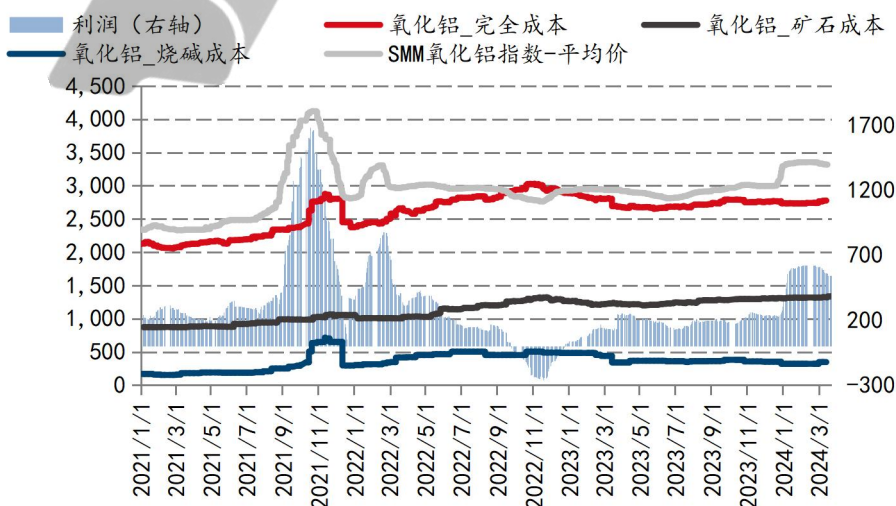


数据来源：SMM 国信期货

3. 用矿石成本抬升 行业维持高利润水平

一季度，氧化铝平均成本整体有所下降，而价格在高位企稳，行业利润自1月初的约500元/吨走扩至600元/吨以上，随着季度末现货价格回落，行业利润也有所收窄。就二季度而言，矿石成本预计继续维持坚挺，关注汇率及海运费变动对使用进口矿带来的成本变动，随着动力煤需求淡季到来，能源成本或有降低，预计整体成本位于2700元/吨附近。

图：氧化铝成本及利润（单位：元/吨）



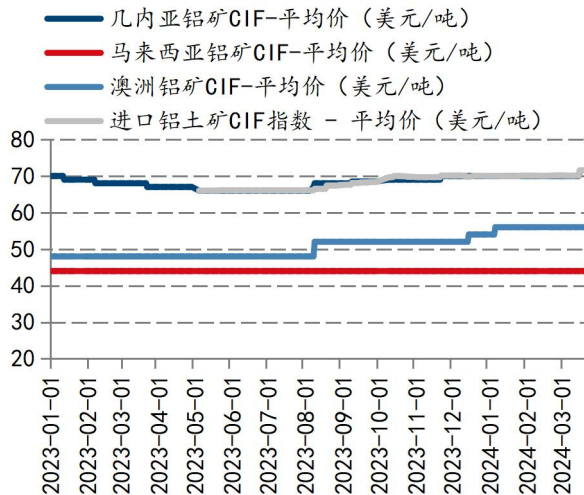
数据来源：SMM 国信期货

据SMM数据，截至3月20日，氧化铝3月加权平均完全成本约为2759元/吨，较2月（2735）上涨约24元/吨。截至3月20日，行业月内平均利润约为567，较2月（617元/吨）下降约40元/吨，利润再度走扩。

具体来看，一季度氧化铝成本先跌后涨，各项成本涨跌互现。其中，铝土矿成本总体呈现上涨，据 SMM 数据，至 3 月 20 日，3 月铝土矿加权平均成本为 1325 元/吨，较 2 月上涨 8 元/吨。

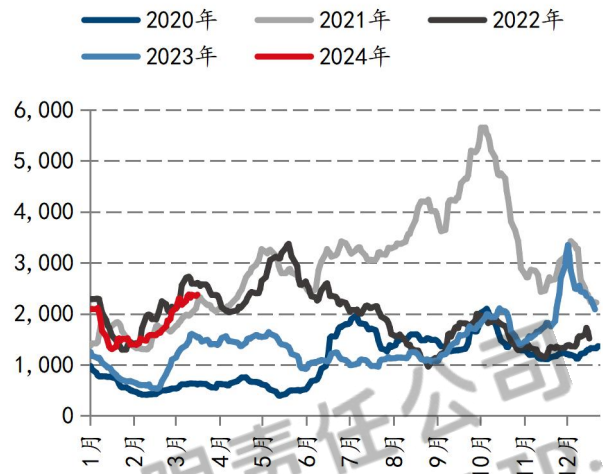
一季度，能源成本及烧碱成本均呈现出先跌后涨的态势，截至 3 月 20 日，3 月能源加权平均成本为 586 元/吨，3 月烧碱加权平均成本为 338 元/吨。

图：进口矿石价格



数据来源：SMM 国信期货

图：波罗的海运费指数季节性变化



数据来源：Wind 国信期货

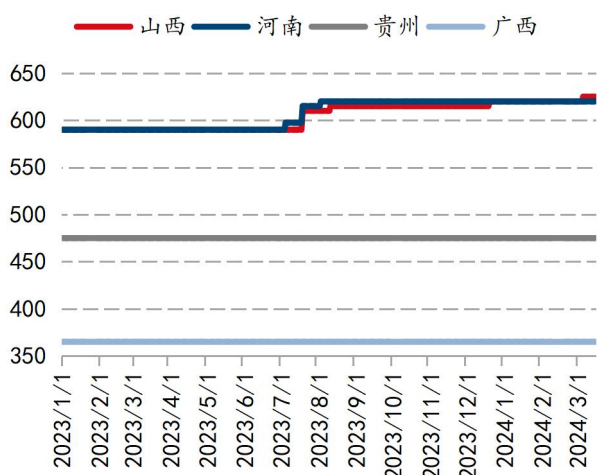
一季度，澳大利亚及几内亚铝土矿 CIF 价格基本维持稳定，至 3 月末，几内亚铝土矿 CIF 价格稍有上扬。据 SMM 数据，一季度几内亚铝土矿 CIF 均价为 70 美元/吨，澳大利亚铝土矿 CIF 均价为 56 美元/吨。国内铝土矿价格方面，除山西铝土矿价格在 3 月末有所上涨，其他主要产区价格同样维持稳定。

在铝土矿价格持稳的情况下，造成用矿成本上涨的原因主要是运输费用及汇率变化造成的。一季度，海运费处于季节性上涨阶段，另外，受到“红海事件”的影响，全球海运费均有不同程度上涨，非主流国家的铝土矿也因此承受了运输成本上涨，贸易受阻的压力，限制了非主流国家铝土矿的供应补给能力。

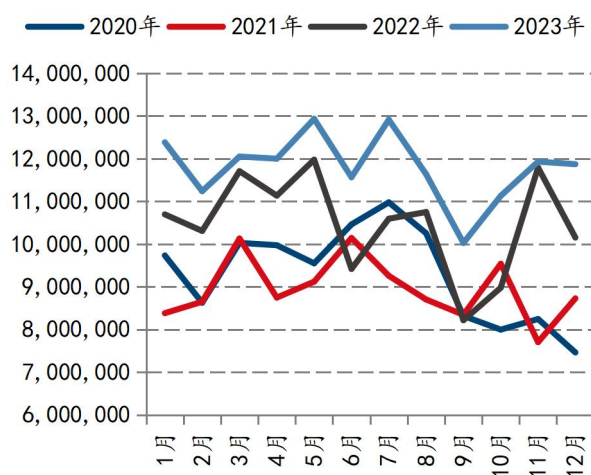
就未来而言，几内亚铝土矿已逐渐恢复正常发运量，而扩产的新增量预期增加在二季度以后，非主流国家铝土矿出口量则还需要视海运费的变化而定，整体海外供应量预计稳中小增。国内矿石来看，此前我们预计河南及山西矿山复产将于 3 月“两会”会逐渐开启，而截至 3 月中下旬，仍未有复产消息，矿山复产情况或不及预期，谨慎看待国内铝土矿供应增量。预计二季度内外铝土矿价格将继续维持在高位，部分使用进口矿石替代生产的内陆氧化铝企业的用矿成本或有抬升，从而抬升行业平均用矿成本。

烧碱成本方面，3 月中下旬，因库存偏低、负荷下降以及看涨情绪烘托下，多地烧碱价格上调。随着未来氧化铝产能复产推进，烧碱需求预计走强，但由于后期也存在产能投产，供应增加的预期，因而烧碱价格或将有小幅增长。前期煤价整体弱势运行，采暖季结束后，需求或有下降，同时需要关注山西预期减产，以及政策面动向对煤价的影响。

图：国产矿石平均价格（单位：元/吨）



图：中国铝土矿进口量季节性变化（单位：吨/月）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

二季度，氧化铝成本的变动空间需要关注国内矿山复产情况以及海运费及汇率变化，预计二季度行业平均成本在 2700-2800 元/吨一线震荡，部分地区或因使用进口矿石，成本抬升至 3000 元/吨以上。

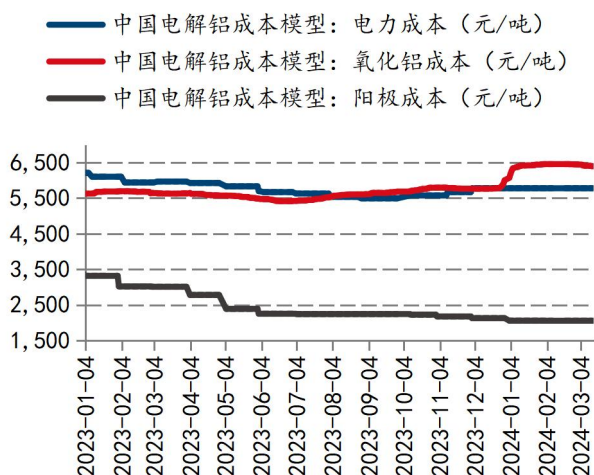
展望二季度，成本方面，考虑到矿石使用情况，地区间成本差异或有所扩大，行业目前处于较高利润水平，对成本抬升有一定接受度，若后续成本再度有明显上涨，挤压利润空间，或阻碍部分氧化铝厂的生产、复产积极性，成本的抬升也将成本价格的底部支撑。供应端，随着集中检修季和采暖季结束，氧化铝供应端干扰因素减少，产能复产速度也将进一步提升，国内矿山的复产情况将影响氧化铝的复产空间，仍需持续关注，海外矿石供应预计维持稳定。总体来说，二季度氧化铝供应预期增加，增量更多取决于国内矿山的复产情况。二季度仍有进口氧化铝逐渐到港，对供应形成补充，但在国内氧化铝预期增加的情况下，二季度市场对于进口氧化铝的采购意愿或有下降。需求端预期走强，云南一轮复产约 50 万吨于 4 月中旬完成，此外仍有约 65 万吨的复产空间，共计对应氧化铝需求增量达到 230 万吨左右。乐观情况下，未来 1-2 个月内氧化铝或有 300 万吨产能复产空间，面对下游复产带来的需求增量压力不大，关注矿石供应及矿山复产对复产节奏的影响，以及电解铝复产加快带来的压力。预计氧化铝宽幅震荡，生产企业锁定利润，下游企业注意原料保供。

（二） 铝

1. 电解铝成本稍有下跌 铝行业利润有所修复

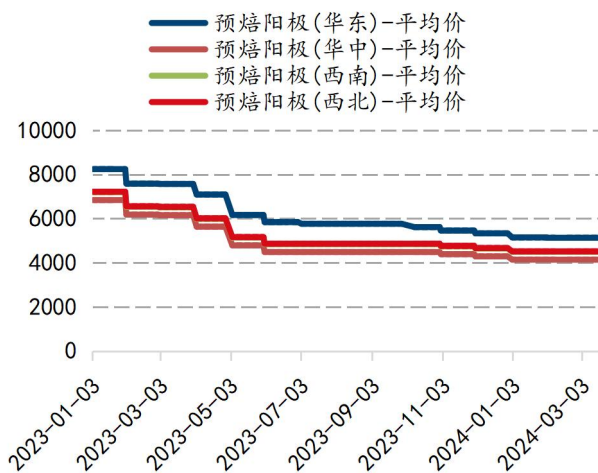
成本端，一季度电解铝成本较 2023 年 12 月明显走高，1-3 月，电解铝行业平均成本先涨后跌。二季度氧化铝供应预期增加，对价格形成压制，水电成本下降较为明确，关注煤矿企业减产情况以及电力市场改革对电力成本的影响。预计二季度电解铝成本有一定下跌空间，行业利润空间得到修复。

图：电解铝成本模型（单位：元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：预焙阳极市场价（含税）走势（单位：元/吨）



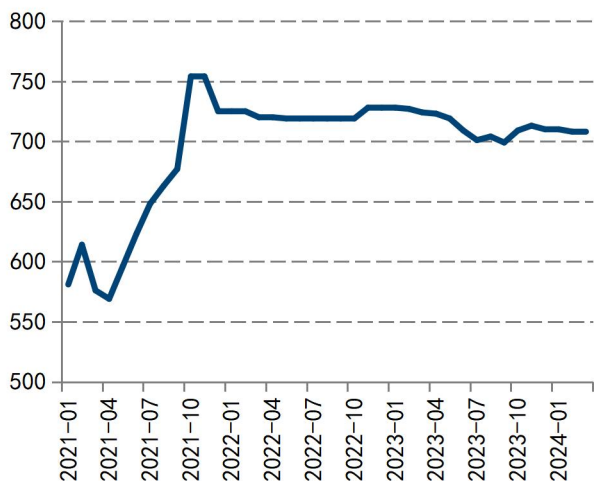
数据来源：SMM 国信期货



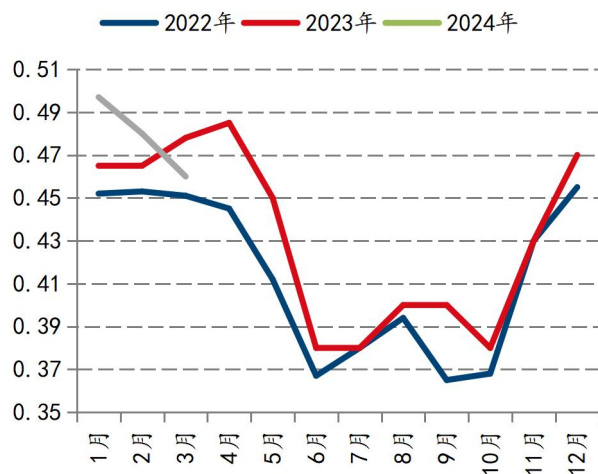
国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

图：年度长协价:CCTD 秦皇岛动力煤(Q5500)（单位：元/吨）

图：云南基准电价（含税）季节性变化（单位：元/度）



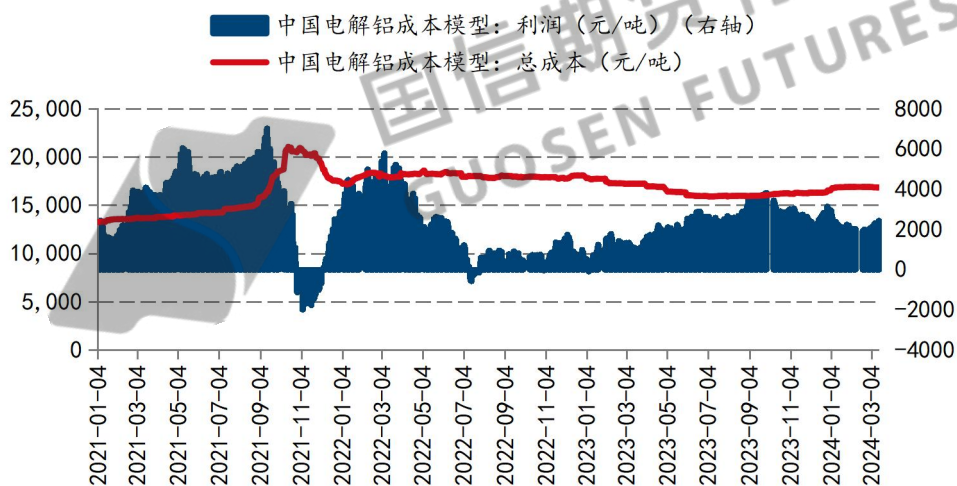
数据来源: Wind 国信期货



数据来源: 南方电网 国信期货

据 SMM 数据,截至 3 月 14 日,3 月电解铝行业加权平均成本为 16846 元/吨,较 2 月下降 36 元/吨,较 2023 年 12 月上涨 531 元/吨。3 月铝价重心逐渐上移,而成本有所降低,行业利润修复至 2000 元/吨附近。据 SMM 数据,截至 3 月 14 日,3 月电解铝行业平均利润为 2225 元/吨,较 2 月上涨 288 元/吨。

图: 电解铝成本及利润变化



数据来源: SMM 国信期货

具体来看,一季度电解铝成本变动主要是氧化铝成本的影响。2024 年 1-3 月,氧化铝在各方干扰因素下,供应阶段性收紧,造成现货流通偏紧,供需错配,价格也不断上涨。至 2 月,氧化铝价格逐渐在 3300 元/吨一线企稳,并维持至春节后一周。此期间,受氧化铝价格上涨影响,电解铝成本抬升明显。节后第二周,氧化铝价格开始松动,北方逐渐出现贴水成交,氧化铝价格出现下跌迹象,在供应预期增加之下,氧化铝现货价格呈现偏弱态势。随着氧化铝价格的回落,电解铝冶炼成本也有所下跌。二季度,氧化铝来自检修及环保方面的干扰因素都将显著减少,供应有一定增加,国内矿山复产情况将是牵制供应增量和价格走势的重要因素。若矿山复产不畅,将限制氧化铝供应增量空间,叠加云南复产的需求增量,使得氧化铝供需维持在紧平衡状态,阻碍价格下跌。因而,二季度而言,氧化铝成本变化或呈现震荡偏弱的态势,矿山的复产情况及下游需求增加将限制氧化铝价格的跌幅。

电力成本方面，据 SMM 数据，3 月行业平均电价成本为 0.428 元/度，继续持平于 1 月及 2 月。据南方电网数据，3 月云南水电价格较 2 月再有下降，4 月将进入平水期，随后 5 月将正式进入丰水期，云南水电成本预计将持续走低。火电方面，从基本面来看，采暖季结束后，动力煤需求或有降温，煤价回落将使得电力成本下降。但一方面，政策端存在一定不确定性因素。春节后第一周，应山西省发改委要求，多个煤矿企业将执行减产，总减产产量达到约 2900 万吨，各矿已签订的 24 年长协保供任务量 2823 万吨不变，预计后期向市场销售量会有所减少。这意味着未来煤炭供应将有收紧，未来或抬升煤价，使得氧化铝能源成本及电解铝电力成本有所抬升。国家统计局数据显示 2024 年 1-2 月原煤产量同比下滑 4.2%，日均产量录得 1175.5 万吨，较去年的日均 1290 万吨有显著的下滑。其次，电力市场化改革的推进动向或使得电价、煤价格受到政策面的影响而有所变化。总体而言，从电力供需状况来看，电解铝电力成本在采暖季结束以及云南进入丰水期之后，有一定走弱预期，关注政策面变化对电力成本的影响。

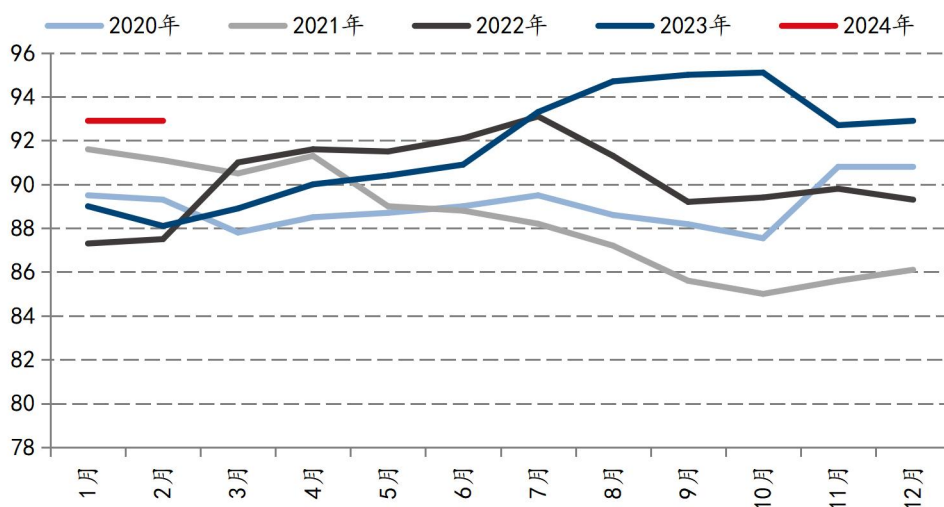
总体来看，二季度氧化铝供应预期增加，价格将有一定下跌，水电成本下降较为明确，关注煤矿企业减产情况以及电力市场改革对电力成本的影响。预计二季度电解铝成本有一定下跌空间，行业利润空间得到修复。

2. 云南一轮复产开启 二季度供应逐渐走强

2024 年 1-2 月，铝产量基本维持稳定，3 月受意外事故、产能技改以及云南复产的影响，供应端出现小幅增长。二季度，云南一轮复产逐步到位，后期二轮复产最早或于 5 月丰水期到来时开始释放，整体来说，二季度云南电解铝产能运行率将显著提升，供应预计有明显增加。

2 月内蒙古某铝厂发生动力闪燃事故，最终导致企业 46 台槽子产量运行不稳定需要检修，涉及少量停槽，折算影响产能 4.5 万吨/年，影响到 3 月的产量，出现小幅下降。3 月中旬，四川某铝厂因设备技改停产，将持续至 2024 年 7-9 月，预计影响产能 6.5 万吨/年。至 3 月中下旬，云南一轮复产基本确定，计划至 4 月中旬复产产能达到 52 万吨。

图：电解铝开工率季节性变化（单位：%）

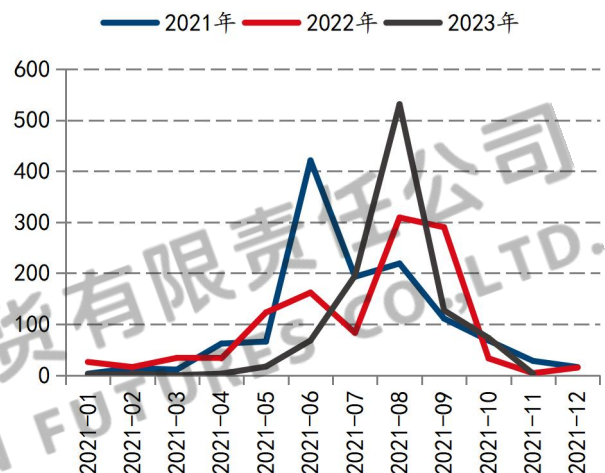
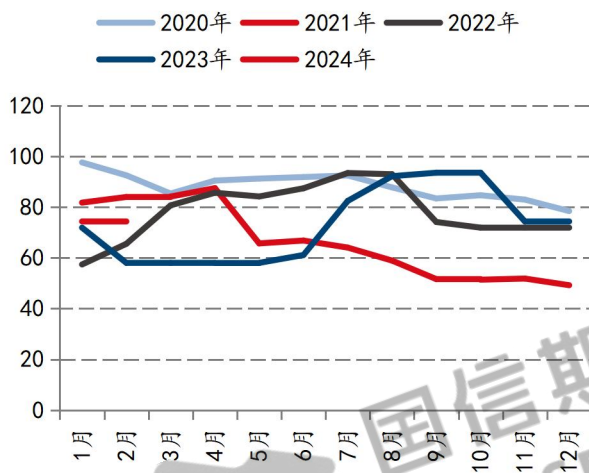


数据来源：SMM 国信期货

由于 2024 年降水优于 2023 年同期，云南省内电力供需格局有所趋缓，自 2024 年春节前，市场上开始流传关于云南电解铝产能复产的消息。然而直到 3 月中下旬，暂未有明确复产消息，也无铝企出台复产计划。根据昆明电力交易中心 2 月发布的《云南电力市场 2023 年运行总结及 2024 年预测分析报告》，2023 年 8-12 月，澜沧江、金沙江来水有所好转，澜沧江上游来水较多年平均基本持平，金沙江来水较多年平均偏丰 1-2 成，但未能扭转全年来水偏枯的形势，2024 年汛前枯期电力供应压力明显，这也是云南电解铝复产消息迭出，但迟迟未出现明确复产计划的原因。另外，报告中指出，2024 年预计云南电力电量“双缺”局面仍将持续，叠加火电电煤供应保障、新能源投产、大工业用户用电需求等诸多不确定因素，电力供需形势更加复杂多变。预计全年电量缺口约 270 亿千瓦时，最大电力缺口达 750 万千瓦。对于市场未来需要

图：云南电解铝产能开工率季节性变化（单位：%）

图：云南昆明降水量季节性变化（单位：毫米）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

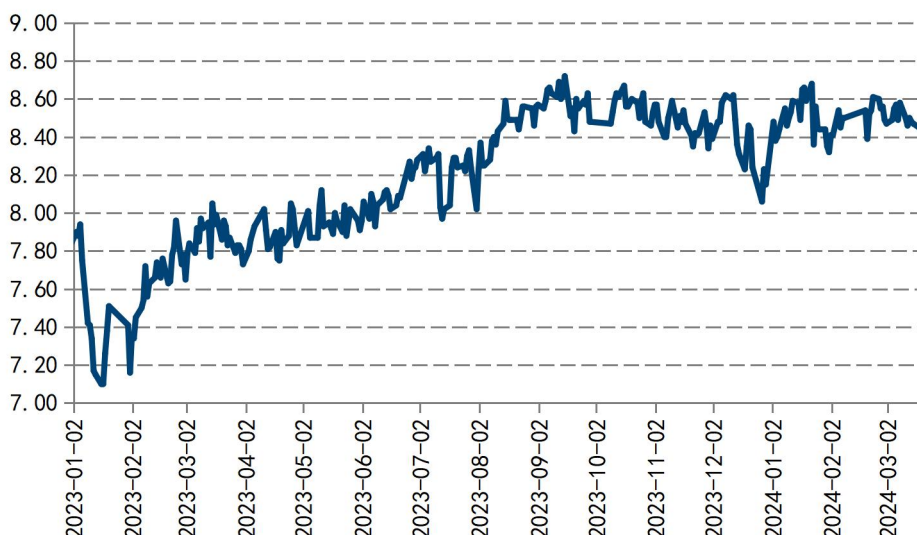
关注的问题上，发电侧，新能源大规模投产背景下，电力供应的不确定性持续增大。与铝相关的水电及火电也都会因来水情况及电煤产能供应的不确定性，使得云南电解铝产能运行存在潜在威胁。

至 3 月中下旬，云南省外送电力量有所下降，且省内风、光等电力补充较好，省内电力出现富余，云南省政府及相关部门鼓励工业用电，经过省内专班会议决定，省内将释放 80 万千瓦负荷电力用于省内电解铝企业复产，折合电解铝年化产能 52 万吨左右，并计划于 4 月中旬完成复产。至此，电解铝复产早于 2023 年同期。2023 年 11 月云南电解铝共减产约 115 五万吨，后续仍将有约 60 万吨产能待复产，预计将于二季度后期逐渐释放。

对于电解铝供应端来说，一季度市场经历从提防二轮减产到等待云南明确复产消息的转变。但由于下游需求端处于淡季以及淡旺季的过渡期，整体供需矛盾不大，因而整体来看供应端的增减对铝价造成的波动影响较为有限。

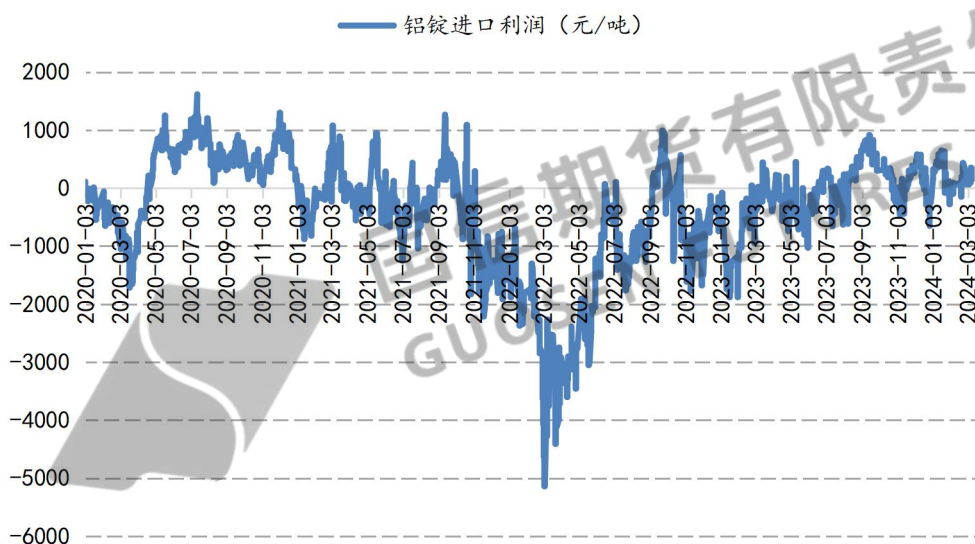
一季度，伦铝宽幅震荡，铝价沪伦比维持在 8.4 上下，进口盈利有所收窄。

图：铝价沪伦比值走势



数据来源: SMM 国信期货

图: 铝锭进口利润



数据来源: SMM 国信期货

总体来说,二季度,云南一轮复产逐步到位,后期二轮复产最早或于5月丰水期到来时开始释放,二季度云南电解铝产能运行率将显著提升,整体供应预计有明显增加。

3. 铝锭维持低库存状态 给予价格支撑

一季度是铝消费的传统淡季,铝锭及铝棒均于2月前进入累库期,其中,铝棒先于铝锭累库,节后也

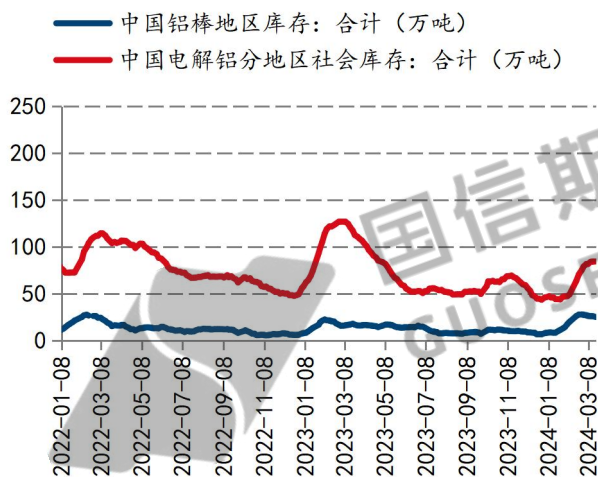
先于铝锭进入去库期。二季度将再次经历旺季至淡季的过渡，铝库存在进入去库后，随着需求回落以及云南复产带来的铝供应增加，后期去库速度或将放缓。

受春节假期影响，2月铝水开工率及铝棒产量均有下降。据SMM月度调研数据，2024年2月（29天）全国铝水棒总产量116.2万吨，环比2024年1月（31天）下降10.6万吨，降幅为8.4%。同比去年同期（28天）月产量增加8.5万吨，增幅为7.9%。国内2月铝水棒开工率为58.0%，环比下降5.3%，同比下降1.1%。据SMM数据，节日期间铝锭累库14.9万吨，累库幅度高于2023年春节，但库存仍处于历史同期低位，使得累库的状况并未对铝价形成强力压制。

3月，铝锭仍呈现累库状态，但累库速度明显放缓，市场开始期待铝锭库存拐点的到来，铝棒则维持去库，去库速度也有所放缓。据SMM数据，截至3月21日，铝锭库存为85.1万吨，较2月29日增加6.24万吨。截至3月21日，铝棒库存为23.81万吨，较2月29日减少3.24万吨。

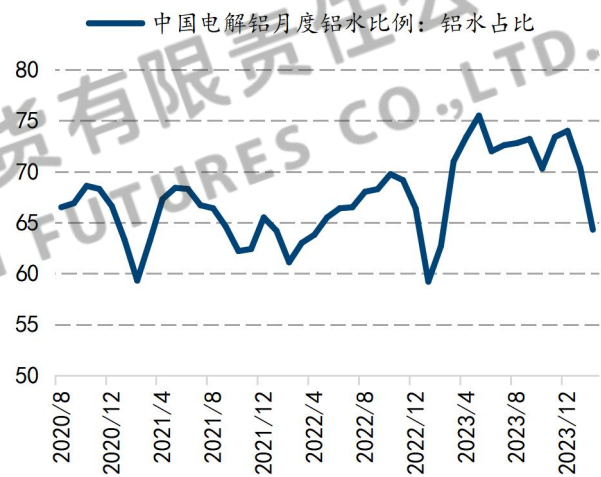
从铝锭出库量来看，节后出库量整体呈现回升态势，其中，无锡、巩义及佛山地区铝锭出库回暖较为明显。

图：中国电解铝及铝棒社会库存



数据来源：SMM 国信期货

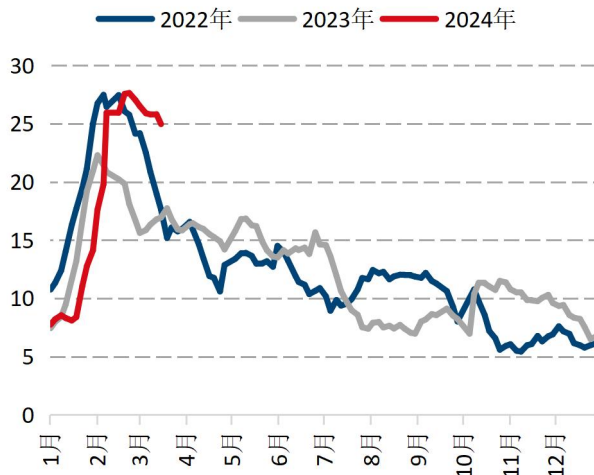
图：行业铝水比变化（单位：%）



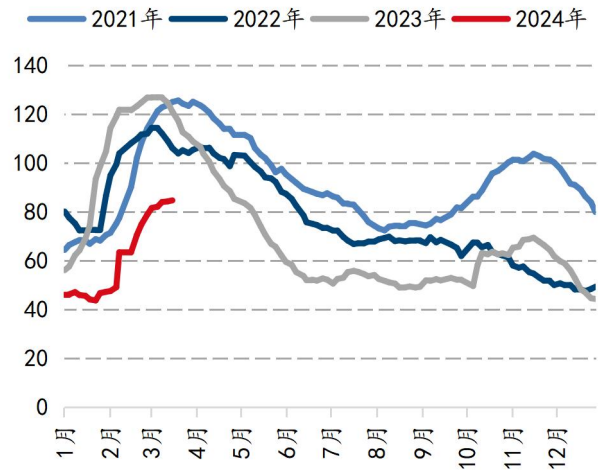
数据来源：SMM 国信期货

图：铝棒库存季节性变化（单位：万吨）

图：铝锭库存季节性变化（单位：万吨）

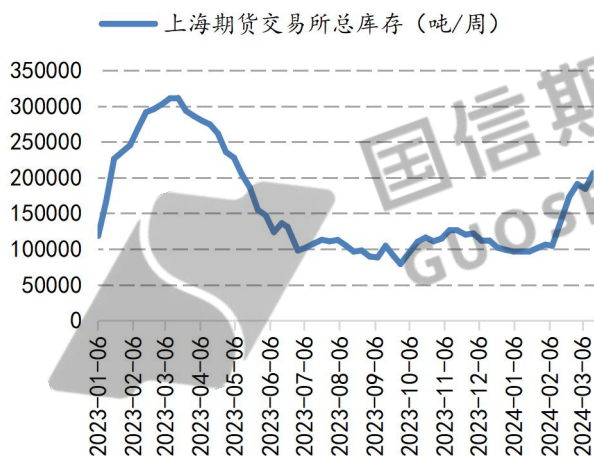


数据来源：SMM 国信期货



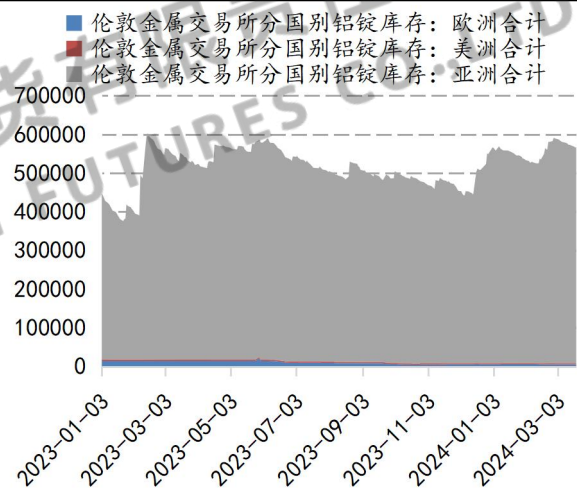
数据来源：SMM 国信期货

图：上海期货交易所库存变化（单位：吨/周）



数据来源：SMM 国信期货

图：LME 库存变化（单位：吨/日）



数据来源：SMM 国信期货

二季度，铝锭有望在旺季结束前迎来库存拐点，将成为铝价上涨的重要动力。后期，随着旺季结束，去库速度或有趋缓，但考虑到铝锭库存或仍将维持历史同期的较低水平，库存端仍将给予铝价支撑。

4. 节后需求回暖 谨防需求端预期差风险

1-2 月为传统消费淡季，3 月逐渐过渡至旺季。二季度，旺季效应将有延续，后期将再度进入淡季，消费端将呈现出前强后弱的态势。

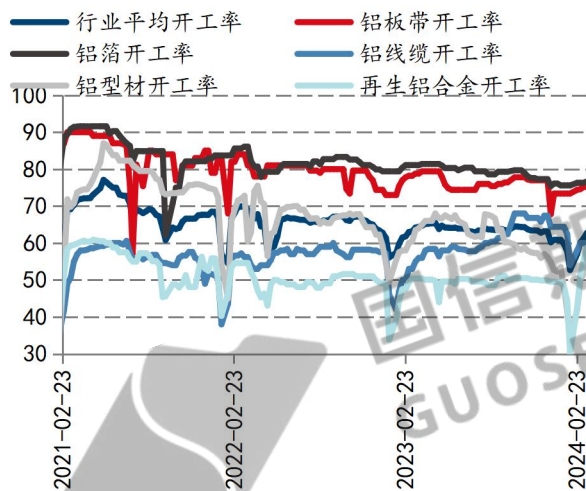
据 SMM 数据，节前 2 月 8 日，国内铝下游加工龙头企业开工率为 52.7%，较 1 月 26 日下降 7%，截至

3月22日，国内铝下游加工龙头企业开工率为64.1%，与去年同期相比下滑0.3个百分点，基本达到去年同期开工水平。春节后，下游开工率持续回升。

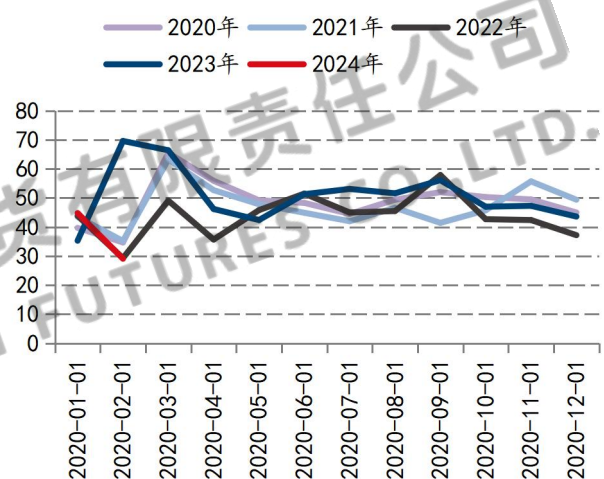
分板块来看，节后，铝型材、铝线缆及再生铝合金板块开工率回升幅度相对较大。具体而言，铝线缆板块呈现出明显的“旺季不旺”特征，主要是因为新增订单较少，不足以支撑开工率回升，线缆企业多以生产往年积压订单为主。据SMM，2024年输变电项目第一次线路装置性材料招标采购中标名单公示，共计17.47万吨成品线缆订单落地，主要交付期限集中在4-6月，4月交付2.36万吨，5月交付7.6万吨，6月交付3.3万吨，未来有一定增产预期，关注订单落地情况。铝型材方面，节后工业型材需求的回升优于建筑型材，主要受到新能源汽车及光伏板块需求的支撑，房地产复苏缓慢，限制了建筑型材的需求。由于春节期间多数铝板带箔企业维持正常生产，该板块节后开工率上涨空间相对有限。3月部分铝箔企业反馈其海外订单较此前数月出现较大幅度增长，或可为未来行业开工率给予更多支撑，旺季需求也带动空调箔、包装箔等原料的采购。而受地产建筑及装饰装修行业不景气的影响，幕墙、天花吊顶等板带材料的需求持续低迷。

图：铝下游加工各板块开工率（单位：%）

图：中国铝加工行业月度PMI（综合）季节性变化



数据来源：SMM 国信期货



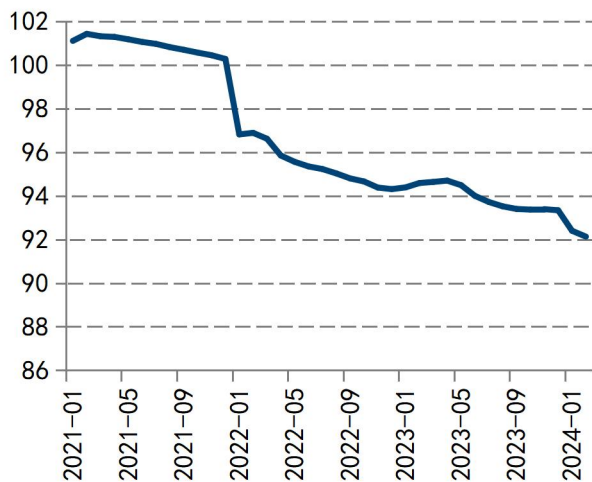
数据来源：SMM 国信期货

终端而言，房地产方面，2月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为92.13，较1月下降0.27。国家统计局数据显示，1—2月份，房地产开发企业到位资金16193亿元，同比下降24.1%。其中，国内贷款3144亿元，下降10.3%；利用外资5亿元，增长7.4%；自筹资金5374亿元，下降15.2%；定金及预收款4630亿元，下降34.8%；个人按揭贷款2214亿元，下降36.6%。1—2月份，全国房地产开发投资11842亿元，同比下降9.0%；其中，住宅投资8823亿元，下降9.7%。1—2月份，房地产开发企业房屋施工面积666902万平方米，同比下降11.0%。其中，住宅施工面积466636万平方米，下降11.4%。房屋新开工面积9429万平方米，下降29.7%。其中，住宅新开工面积6796万平方米，下降30.6%。房屋竣工面积10395万平方米，下降20.2%。其中，住宅竣工面积7694万平方米，下降20.2%。1—2月份，新建商品房销售面积11369万平方米，同比下降20.5%，其中住宅销售面积下降24.8%。新建商品房销售额10566亿元，下降29.3%，其中住宅销售额下降32.7%。2月末，商品房待售面积75969万平方米，同比增长15.9%。其中，住宅待售面积增长23.8%。

从宏观及政策方面来看，2023年12月末起，北京、上海、广州等一线城市相继出台各类房地产相关的利好政策，春节前，深圳也放松限购政策，市场询价积极，氛围有所回暖。另外，工商银行、农业银行、

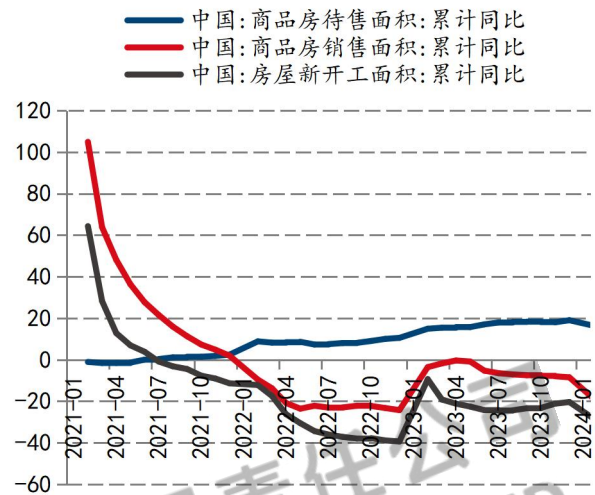
中国银行、建设银行、交通银行五大国有银行最新披露，其对接的房地产融资“白名单”项目累计超过 8000 个，多地多个项目贷款已经敲定。长期来看，市场对房地产的信心以及购房积极性或逐渐回暖，未来，房地产的提振仍将依靠地产及各项宏观政策。就地产端而言，当前竣工端仍能维持一定的用铝需求，但较难对铝需求有明显带动，短期内建筑用铝需求难有明显增量。

图：中国房地产景气指数



数据来源：Wind 国信期货

图：中国房地产缓慢恢复 (%)

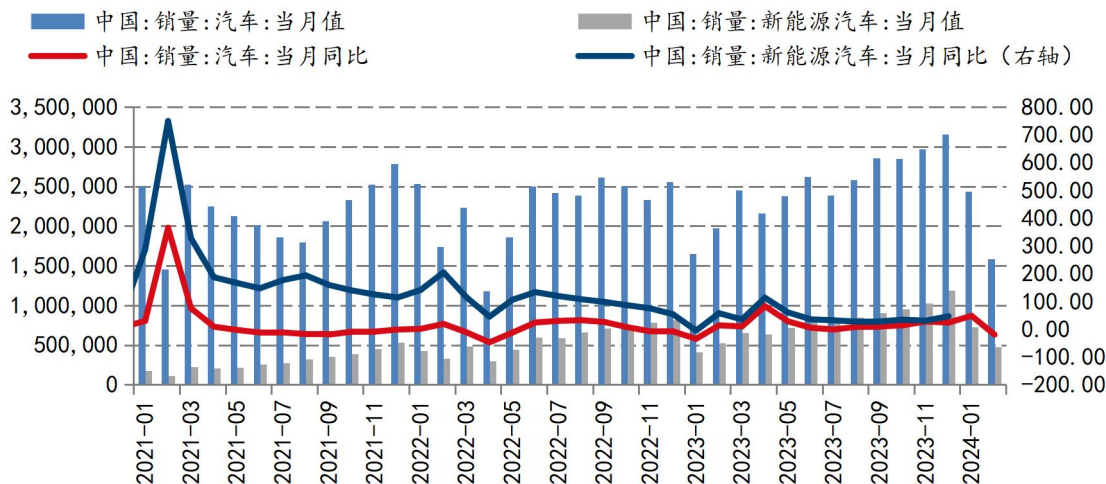


数据来源：Wind 国信期货

汽车方面，据中汽协数据显示，2月汽车产销分别完成 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%。2月新能源汽车产销量分别为 46.4 万辆和 47.7 万辆，环比分别下降 41.1% 和 34.6%，同比分别下降 16% 和 9.2%，市场占有率为 30.1%。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%。据国家统计局数据，2024 年 1-2 月，汽车制造业增加值同比增长 9.8%，汽车产量 383.5 万辆，增长 4.4%，其中新能源汽车 118.9 万辆，增长 25.6%。

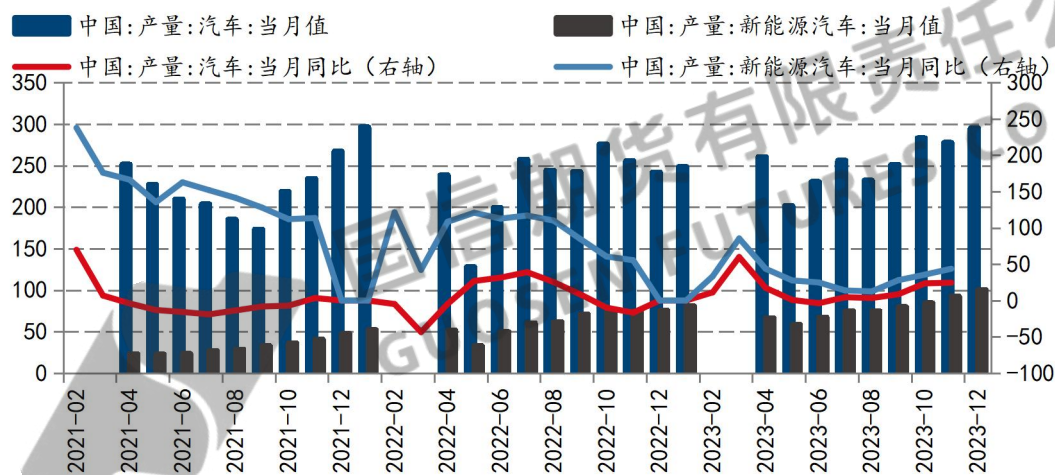
另外，据中汽协预测，今年我国汽车总销量将超过 3100 万辆，同比增长在 3% 以上；其中乘用车销量达 2680 万辆，同比增长 3%；商用车销量达 420 万辆，新能源车销量有望达 1150 万辆，总体汽车出口量有望达到 550 万辆。2024 年汽车消费仍将是铝消费的强有力支撑。

图：中国汽车销量变化（单位：万辆/月，%）



数据来源：Wind 国信期货

图：中国汽车产量变化（单位：万辆/月，%）



数据来源：Wind 国信期货

光伏板块，3月，国家发展和改革委员会发布关于2023年国民经济和社会发展计划执行情况与2024年国民经济和社会发展计划草案的报告，报告中指出，“加快推进大型风电光伏基地建设和主要流域水风光一体化开发建设；推动分布式能源开发利用；积极发展户用分布式光伏”等。可以看到，从政策支持的角度，光伏发电仍有进一步发展的潜力和空间。据中国光协会数据，2023年全国新增光伏并网装机容量216.88GW。累计光伏并网装机容量超过600GW，新增和累计装机容量均为全球第一。预计2024年光伏新增装机量将超过200GW，累计装机有望超过810GW。但整体增速预计不及2023年。

当下来看，据SMM数据，2024年2月国内光伏组件产量或将低于30GW，环比1月下降20%左右。而2024年1月，国内光伏组件的产量约为35.5GW，环比2023年12月已经减少21.6%。长线来看，国家能源局要求2024年将持续优化调整能源结构，大力提升新能源安全可靠替代水平，加快推进能源绿色低碳转型。其中，要求全年全国风电光伏新增装机2亿千瓦左右，较去年目标提升了25%。铝在光伏行业中的应用主要是用作光伏支架以及光伏组件中的边框。结合上市公司数据及行业测算，每GW光伏组件的耗铝量为0.6-1.1万吨，每GW光伏电站所需光伏支架的用铝量约为1.9万吨。2024年光伏新增

装机需求仍将带动铝需求增长。

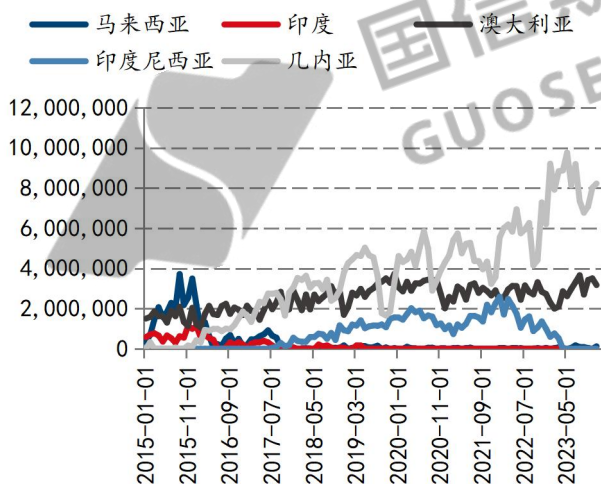
整体而言，旺季效应在4-5月将有所延续，在旺季以及政策面对于家电、汽车等终端支持下，需求回暖预期将是铝价的重要支撑力，进入6月后，需求端或再度显出疲态。另外，考虑到近几年呈现出的“旺季不旺，淡季不淡”的特点，谨慎看待下游需求恢复程度，谨防预期差风险。

5. 铝产业链进出口情况

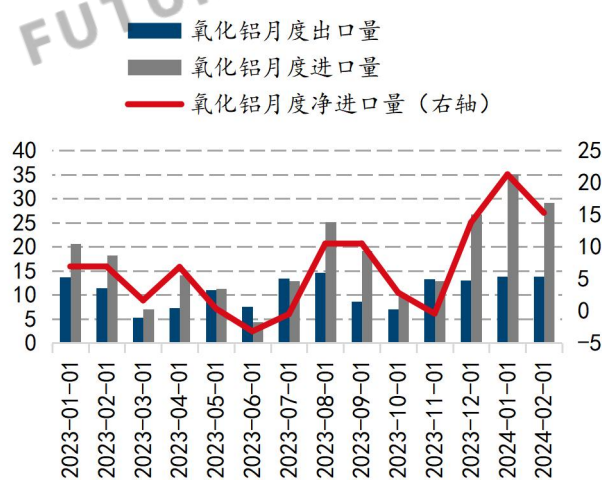
铝产业链的进出口数据而言，据海关总署公布数据显示：2024年1月，中国铝矿砂及其精矿进口量为1,320万吨，同比增长7.1%。2月，中国铝矿砂及其精矿进口量为1,128万吨，同比增长0.5%；1-2月进口量为2,448万吨，同比增长4.0%。2月中国进口铝矿砂及其精矿1128万吨，同比增长0.5%；1-2月累计进口铝矿砂及其精矿2448万吨，同比增长4.0%。

2024年1月中国出口氧化铝13.83万吨；2024年1月中国进口氧化铝35.13万吨，环比增加31.13%，同比增加69.71%；1月氧化铝净进口21.3万吨。2024年2月中国出口氧化铝13.92万吨，2024年1-2月累计出口27.75万吨；2024年2月进口29.22万吨，环比减少16.82%，同比增加59.50%。2024年1-2月累计进口64.35万吨，同比增加64.92%；2月氧化铝净进口15.3万吨，2024年1-2月累计净进口36.6万吨。

图：铝土矿进口量（单位：吨/月）



图：氧化铝进出口量变化（单位：万吨/月）



数据来源：Wind 国信期货

数据来源：Wind 国信期货

2024年1-2月份国内原铝进口总量47.2万吨，同比增长214.7%，1-2月份国内原铝出口总量985吨，同比下降73%，1-2月份净进口总量47.1万吨左右，同比增长221.9%。从原铝进口来源国上来看，1-2月份来自俄罗斯的原铝进口总量约为27.7万吨，占总进口量的58.7%。来自印度原铝进口量约为6.4万吨，占进口总量13.7%。

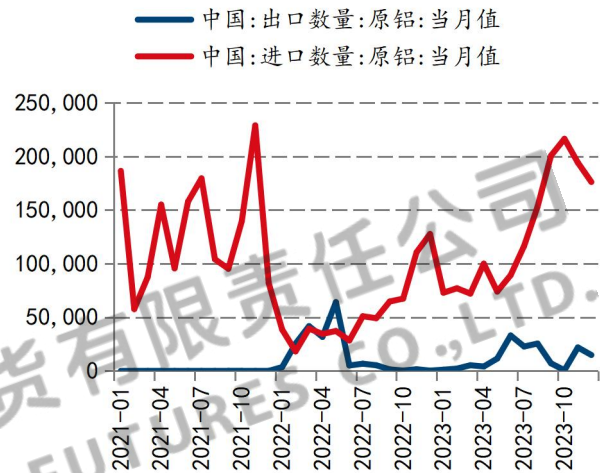
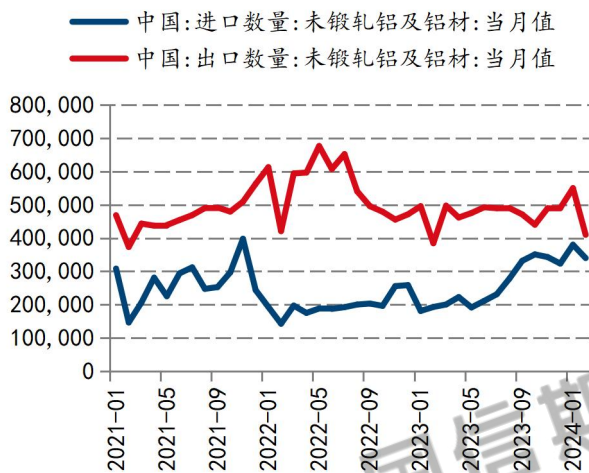
2024年2月，中国出口未锻轧铝及铝材41万吨，同比增长7.0%；2024年1-2月中国出口未锻轧铝及

铝材 96.6 万吨，同比增长 9.8%。2 月末锻轧铝及铝材进口 34 万吨，同比增长 77.3%；1-2 月累计进口未锻轧铝及铝材 72 万吨，同比增长 93.6%。

据海关数据显示，2024 年 1 月末锻轧铝合金进口量 10.48 万吨，同比增加 29.4%，环比减少 7.2%。2024 年 1 月末锻轧铝合金出口量 2.08 万吨，同比增加 27.1%，环比增加 5.5%。2024 年 2 月进口量 8.87 万吨，同比增加 0.9%，环比减少 15.4%，2024 年 1-2 月累计进口 19.35 万吨，同比增加 14.6%。2024 年 2 月末锻轧铝合金出口量 2.01 万吨，同比减少 4.1%，环比减少 3.3%，1-2 月累计出口 4.09 吨，同比增加 9.6%。

图：中国未锻轧铝及铝材进出口数量（单位：吨/月）

图：中国原铝进出口数量（单位：吨/月）



数据来源：Wind 国信期货

数据来源：Wind 国信期货

四、后市展望

展望后市，预计氧化铝宽幅震荡，关注矿石的供应问题何时得以有明显缓解，生产企业锁定利润，下游企业注意原料保供，单边可逢高试空。预计沪铝将呈现易涨难跌的态势，价格重心逐渐上移，同时需要防范预期差风险，警惕铝价冲高回落。

宏观方面，海外来看，美联储降息时点将是关注焦点，另外，地缘政治争端下，全球铝产业链的贸易流向，以及海运费成本的变化等，将对电解铝成本及定价产生影响。国内方面，二季度将进入政策出台及落地期，或阶段性出现政策支持带来的利多情绪，谨防情绪回落风险。

基本上，氧化铝方面，成本端，考虑到矿石使用情况，地区间成本差异或有所扩大，行业目前处于较高利润水平，对成本抬升有一定接受度，若后续成本再度有明显上涨，挤压利润空间，或阻碍部分氧化铝厂的生产、复产积极性，成本的抬升也将使氧化铝价格的底部支撑有所抬升。供应端，随着集中检修季和采暖季结束，氧化铝供应端干扰因素减少，产能复产速度也将进一步提升，国内矿山的复产情况将影响氧化铝的复产空间，仍需持续关注，海外矿石供应预计维持稳定。总体来说，二季度氧化铝供应预期增加，

增量更多取决于国内矿山的复产情况。二季度仍有进口氧化铝逐渐到港，对供应形成补充，但在国内氧化铝预期增加的情况下，二季度市场对于进口氧化铝的采购意愿或有下降。需求端预期走强，云南一轮复产约 30-50 万吨于 4 月中旬完成，此外仍有约 65 万吨的复产空间，共计对应氧化铝需求增量达到 230 万吨左右。乐观情况下，未来 1-2 个月内氧化铝或有 300 万吨产能复产空间，面对下游复产带来的需求增量压力不大，关注矿石供应及矿山复产对复产节奏的影响，以及电解铝复产加快带来的压力。预计氧化铝宽幅震荡，生产企业锁定利润，下游企业注意原料保供。

电解铝方面，成本端，短期内电解铝成本在氧化铝价格走低以及水电成本下降的影响下有一定下降空间，但中至长期面临氧化铝供应以及电力市场改革的不确定性，成本有抬升可能。而成本的抬升或将推升铝价，将压力传导至下游。供应端，根据调研，云南实际复产规模或不及预期，仅能达到 30-50 万吨附近，产量增量预计体现在 4-5 月。短至中期，供应端增长有限，云南复产节奏具有不确定性，更大规模的复产或于 5 月进入丰水期才会开启。二季度云南电解铝产能运行率将显著提升，整体供应预计有明显增加。需求端而言，旺季效应在 4-5 月将有所延续，在旺季以及政策面对于家电、汽车等终端支持下，需求回暖预期将是铝价的重要支撑力，进入 6 月后，需求端或再度显出疲态。另外，考虑到近几年呈现出的“旺季不旺，淡季不淡”的特点，谨慎看待下游需求恢复程度，谨防预期差风险。二季度，铝锭有望在旺季结束前迎来库存拐点，将成为铝价上涨的重要动力。后期，随着旺季结束，去库速度或有趋缓，但考虑到铝水比提升，铝锭库存或仍将维持历史同期的较低水平，库存端仍将给予铝价支撑。整体来说，在供应刚性以及需求的支撑下，预计沪铝将呈现易涨难跌的态势，价格重心逐渐上移，同时需要防范预期差风险，警惕铝价冲高回落。

风险提示：宏观金融风险；极端天气；矿端突发事件。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。