

沪铝 定价逻辑大概率重回基本面

可趁回调做多

■ 余菲菲

3月起,尽管处于季节性累库阶段,铝价仍然走出单边上涨行情,4月中旬沪铝主力合约一度攀升至21345元/吨,刷新2023年以来的高点,较3月初上涨约13%。而近日,铝价回落至20700元/吨一线,持仓量也有所减少。后续市场是否还有上行空间?交易上又该如何操作?



A 供应量预计较2023年增加

5月下旬云南将进入全面复产阶段

3月中旬,云南外送电量有所下降,加之风电、光电等补充较好,省内电力出现富余,当地政府及相关部门鼓励工业用电,计划释放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。由于电解铝价格处于相对高位,企业复产积极性颇高。根据相关调研反馈,消息公布当周,就有企业启槽复产。不过,之后西南地区干旱加剧,导致复产进度放缓,部分项目4月底才重新投产。

按照云南的季节性特征和电力供需趋势分析,其电解铝市场有望在5月下旬进入全面复产阶段,预计二季度末国内电解铝运行产能会突破4300万吨。

放长时间线至四季度枯水期,有以下两种情形:

情形一,四季度枯水期再度减产。该部分产能对全年运行产能的影响基本与2023年一致,2024年云南电解铝运行产能将较2023年高出90万吨。

情形二,四季度枯水期意外不减产。这势必增加供应端压力,2024年云南电解铝运行产能将较2023年高出120万吨。

此外,目前国内待复产产能主要分布在辽宁、云南、贵州、四川等地,年产能合计129万吨,但大部分不具备快速复产的条件。

当前电解铝行业盈利可观,企业多稳定生产,短期并无主动减产意愿。

2024年国内电解铝新增产能预计有131万吨,集中在内蒙古和青海,但多数属于产能置换,净增量仅38

万吨。

整体考虑,2024年国内电解铝产量将增加至4230万—4260万吨,同比增速为1.9%,略低于2023年。

我国已签订俄铝采购长单

中国海关总署的数据显示,2024年一季度国内累计进口原铝72.1万吨,同比增长225%。一季度铝市呈现内强外弱格局,根据实时数据测算,国内原铝进口窗口较长时间处于开启状态,仅1月就高达16个交易日,现货进口盈利最高超过500元/吨。

4月12日,美英宣布对俄罗斯铝、铜和镍实施新的交易限制,禁止LME和CME接受俄罗斯新生产的金属。4月15日,伦铝盘中大幅上涨9.38%,至2928美元/吨,创下1987年以来的最大涨幅。内强外弱格局扭

转,国内进口陷入亏损,进口热情减弱。

不过,2023年年底我国签订了每月超过10万吨的俄铝采购长单,且不受进口窗口的影响,预计后续俄铝仍是我国原铝进口的主力军。此外,未来无法在LME市场注册的俄铝大概率将流入我国。2024年国内铝锭进口总量可能超过2023年。

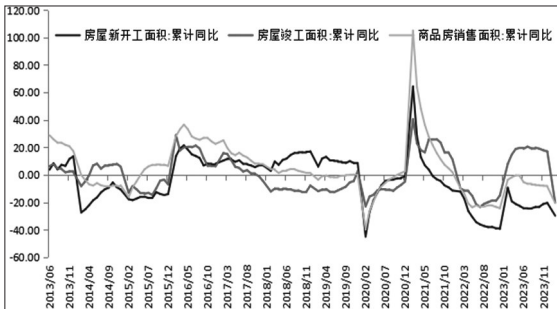
| 省份 | 企业 | 建成产能(万吨) | 当前运行产能(万吨) | 拟复产产能(万吨) |
|----|----|----------|------------|-----------|
| 云南 | A | 305 | 244 | 26 |
| | B | 148 | 133 | 15 |
| | C | 90 | 54 | 10 |
| | D | 35 | 17 | — |
| 合计 | | 578 | 448 | 51 |

表为2024年3月云南省第一轮复产情况

B 新能源领域韧性较强

地产端关注焦点转至存量改造

地产领域是铝终端需求不可忽视的环节。数据显示,2024年一季度,全国房屋施工面积为67.9亿平方米,同比下降11.1%;房屋新开工面积为1.7亿平方米,同比下降27.9%;房屋竣工面积为1.5亿平方米,同比下降20.7%。地产优化调整政策效果有待进一步显现。



图为国内房屋新开工面积、竣工面积及商品房销售面积变化

地产行业用铝主要集中在房屋竣工阶段,涉及新建房屋门窗、铝模板、幕墙装饰等。过去受益于“保交楼”,竣工数据表现突出,支撑地产行业用铝需求。然而,2024年,铝需求关注焦点从“保交楼”切换至城中村改造等一系列存量改造。

梳理政策可以看出,未来城中村改造、老旧小区改造、城市更新将遵循由“最旧”到“次旧”,由住宅到公共

建筑和工业建筑再到城市建设全领域的改造顺序,城市存量改造需求有望加速释放,改造类项目将成为基建投资的重点发力环节。存量改造依然能够拉动建筑用铝需求。

3月新增光伏装机量罕见下降

光伏组件中的边框和分布式光伏电站中的支架需要用铝。2023年,我国光伏发电装机保持高速增长趋势,同比增速超过150%。2024年一季度,光伏装机量为45.74GW,同比增长36%,但3月单月,新增仅9.02GW,首度出现下降,降幅为32%。2024年,行业利润下滑将导致下半年新增装机减少,全年新增装机增速预计低于2023年。乐观情形下,2024年新增光伏装机量280GW,可拉动原铝需求166.32万吨,原铝需求增量为37.49万吨,低于的2023年77.71万吨。

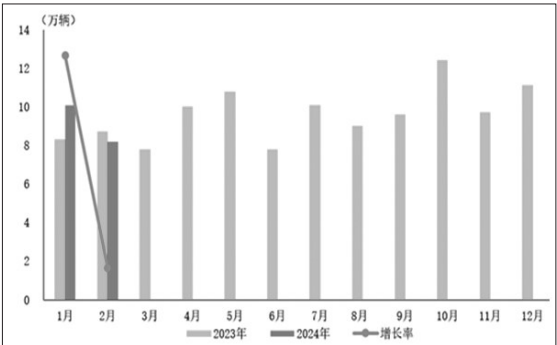
| | 单位 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024E |
|----------------|----|--------|--------|--------|--------|--------|
| 中国光伏装机量 | GW | 253.43 | 306.56 | 392.61 | 609.49 | 889.49 |
| 中国光伏新增装机量 | GW | 53.13 | 86.05 | 216.88 | 280.00 | |
| 单位GW装机耗铝量(全铝) | 万吨 | 1.00 | 1.00 | 0.90 | 0.90 | 0.90 |
| 中国光伏装机总耗铝量(全铝) | 万吨 | 53.13 | 77.45 | 195.19 | 252.00 | |
| 耗原铝量 | 万吨 | 35.07 | 51.11 | 128.83 | 166.32 | |
| 耗原铝增量 | 万吨 | | | 16.05 | 77.71 | 37.49 |

表为我国光伏装机用铝情况

新能源汽车进入市场化驱动阶段

年初以来,新能源汽车无论在用户体验、实用性以及补能效率方面都有明显提升。一方面,以小鹏、华为

为代表的新能源车企积极推进无图城市NOA方案;另一方面,全域800V高压快充车型密集发布,通过搭载4C+电池,30%—80%SOC充电时长有望压缩在10分钟以内。

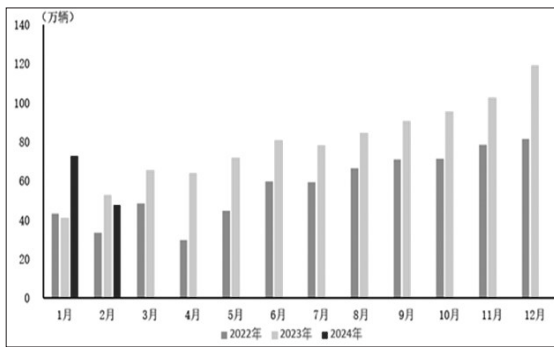


图为我国新能源汽车出口情况

尽管补贴政策全面退坡,但受益于新能源汽车性能提升以及低溢价策略,供应端新品持续释放有望加速燃油车替代,进而支撑新能源汽车渗透率进一步攀升。参考中汽协的数据,预计2024年国内新能源汽车销量将达到1150万辆,同比增长20%—25%。

在轻量化趋势下,我国汽车单车用铝量持续增长。根据国际铝业协会2019年发布的《中国汽车工业用铝评估报告(2016—2030)》,到2025年,我国传统燃油汽车、纯电动汽车、混合动力汽车的单车用铝量将分别

达到179.8kg、226.8kg、238.3kg,较2018年分别增长51%、77%、33%,汽车单车用铝量仍有空间。



图为我国新能源汽车月度销售情况

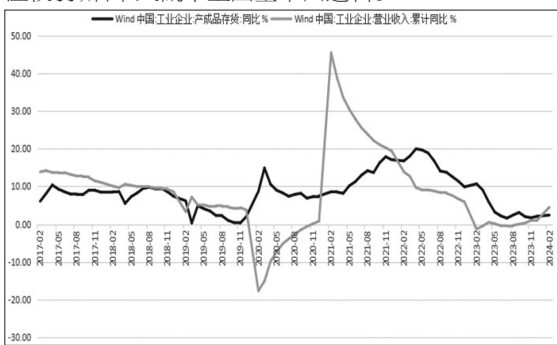
据此推算,2024年国内新能源汽车用铝量可以达到241.5万吨,拉动原铝需求120.75万吨。

| | 单位 | 2021 | 2022 | 增速 | 2023 | 增速 | 2024E | 增速 |
|----------------|------|-------|--------|--------|--------|-----|--------|--------|
| 国内新能源汽车产量 | 万辆 | 352 | 705.8 | 96.90% | 930 | 32% | 1150 | 23.66% |
| 国内单车用铝量 | Kg/辆 | 178 | 191 | — | 204 | — | 210 | — |
| 海外单车用铝量 | Kg/辆 | 214 | 230 | — | 245 | — | 260 | — |
| 国内新能源汽车用铝量(全铝) | 万吨 | 62.66 | 134.81 | — | 189.72 | — | 241.5 | — |
| 耗原铝量 | 万吨 | 31.33 | 67.40 | — | 94.86 | — | 120.75 | — |
| 耗原铝增量 | 万吨 | | 36.08 | | 27.46 | | 25.89 | |

表为国内新能源汽车用铝情况

C 中美共振补库最快二季度末到来

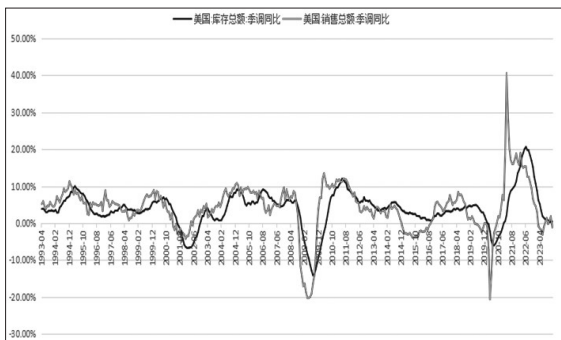
近期宏观因素主导有色市场。考虑到铝的金融属性较弱,后市大概率重回基本面逻辑。



图为国内库存变化

2024年铝价走势还需要关注中美两国库存周期的

变化。



图为美国库存变动

国内本轮库存周期始于2023年3月,彼时工业企业产成品库存同比下降,但主营收入累计同比出现触

底迹象。2024年3月,工业企业利润同比下降3.5%,较1—2月增速下滑13.7个百分点,表明主动补库时点仍未到来。主动补库周期的开启要有需求增长带动企业利润修复、市场需求放量促使企业生产和补库的配合,单靠库存处于低位并不能判断进入补库周期。结合库存结构来看,最新数据显示,工业部门中45.7%的库存来自制造业中游、31.3%的库存来自制造业上游,二者合计达到76.9%;结合利润率来看,2024年一季度,制造业上游、中游的利润率仍然偏低,限制其后续的补库力度。

美国方面,2023年6月正式进入被动去库阶段,此后尽管销售总额同比数据连续数月出现回升,但库存总额同比始终维持下降趋势。不过,2024年2月,销售总额同比回升0.96%,库存总额同比也回升1.03%,难言拐点已至。根据历史统计,每一轮库存周期中,PPI见

底时间平均领先于库存低点5—6个月。美国PPI阶段性低点0.40%出现于2023年5月,迄今仍在低位反复,趋势性信号不明,需要时间确认。

结合上述分析以及市场主流观点,预计中美制造业最快在二季度末进入主动补库的共振阶段。届时,将对有色(包括铝)需求形成有效提振。

综合而言,供应端,二季度进入丰水期,云南复产预期增强,内蒙古华云三期项目也将于5月中旬正式投产,后续电解铝供应边际增长较为确定,但市场暂未对此充分交易,需要保持警惕;需求端,一季度多板块表现好于预期,皆因此前市场相对看淡的光伏及新能源汽车领域表现出较强韧性,但“金三银四”传统旺季已经结束,中美补库周期尚未到来,短期内需求增量有限。操作上,建议逢回调做多,支撑位关注19000元/吨。(作者单位:建信期货)