

铝 05 月报

2023 年 4 月 28 日

成本塌陷 铝价重心或将下移

研究员：王颖颖

期货从业证号：

F3039600

投资咨询从业证号：

Z0014913

☎:021-65789219

✉:wangyingying_qh1@chinastock.com.cn

n

第一部分 交易逻辑与策略

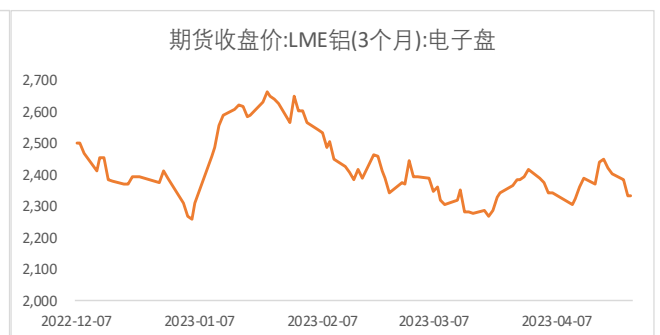
一、逻辑回顾

过去的四月份，上半旬沪铝大幅增仓上行，主要驱动在于对云南水电的担忧进一步升级，结合库存持续的大幅的去化，海外宏观氛围暂时企稳，国内公布的经济数据虽然有所分化，但是类似地产后端等数据有利于铝价上扬；但随后沪铝减仓大跌，跌回震荡中枢中间的位置，所谓“成也萧何败萧何”，五月份以后伴即将云南进入丰水期，供应端减产的逻辑逐渐消退，大幅去化的库存主要来自入库的减少，而出库数据持续下滑，反馈出当下需求开始走弱，而成本端因煤价和阳极价格大跌而塌陷，铝价格支撑下移；而此前银行业危机之后平稳的宏观环境再起波澜，国内经济复苏不及预期的担忧，海外衰退的逻辑因欧洲制造业 PMI 指数不佳，美国房地产量价齐跌，美国 GDP 一季度数据下滑，通胀维持高位等因素而再度发酵。

图1：沪铝走势图



图2：伦铝走势图



数据来源：银河期货、同花顺 IFIND

二、后市展望与策略

展望5月份，宏观情绪或将承压，国内方面消费处于季节性旺季的尾声，行业订单具有一定的韧性，但是海外美联储或将最后一次加息，欧美的经济数据显示其经济在不断的衰退，而高高在上的利率水平或将持续的抑制经济增长，4月底，市场开始担忧其地产与银行危机再现，海外的情绪偏空；

产业方面，基本面处于转折的前期，供应修复尚处于预期阶段，云南复产预计在6月份开始启动，需求虽然终端目前表现坚挺，4月份汽车消费、家电排产来看仍旧具有一定的韧性，但是中间板卷环节开始去库存；成本端因煤炭、阳极价格等持续下跌，氧化铝也有走弱的迹象，全行业加权平均成本在丰水期或将进入万五附近，一旦负反馈程度加深，价格的下沿支撑较远，风险不断累积；综合来看，基本面仍是强现实弱预期的格局，库存或将维持去化，等待中间加工环节进一步的去库存。

综上所述，5月份铝价或将偏弱震荡，价格重心下移，预计震荡区间【17000,19200】。

第二部分 基本面分析

一、成本重心下移

（一）氧化铝供应充足 价格承压

截至4月底，根据阿拉丁数据显示，氧化铝建成产能已经超过亿吨，运行产能8475万吨左右。4月中国国产氧化铝市场运行整体稳定，河南及山东略有波动，河北文丰新材料和田东锦鑫化工实现投料投产，运行产能小幅提高；

4月海外氧化铝市场冷清氛围仍未有明显好转，仅传出3笔新订单消息，分别为澳洲、西班牙、巴西氧化铝市场各一笔，共计成交氧化铝7.5万吨：4月4日澳洲成交3万吨氧化铝，FOB价格为357美元/吨；4月5日西班牙成交1.5万吨氧化铝，FOB价格为387美元/吨；4月13日巴西成交3万吨氧化铝，FOB价格为380美元/吨。截至4月25日，澳洲氧化铝FOB价格为355美元/吨；

4月中国国产氧化铝市场弱势局面未改，下游需求不佳且供应端仍存增加预期，预计5月市场国产氧化铝市场供应仍较充足，小幅过剩促使价格承压。

图3：国内氧化铝产量

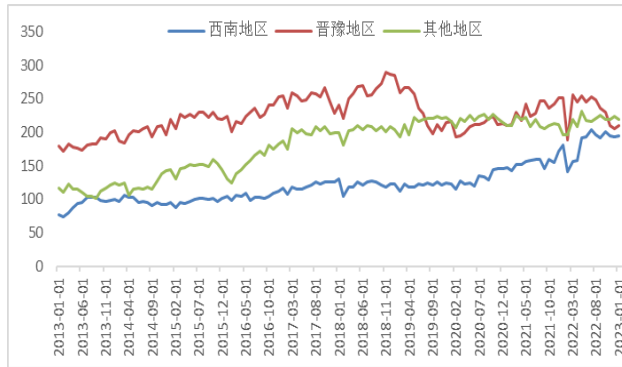
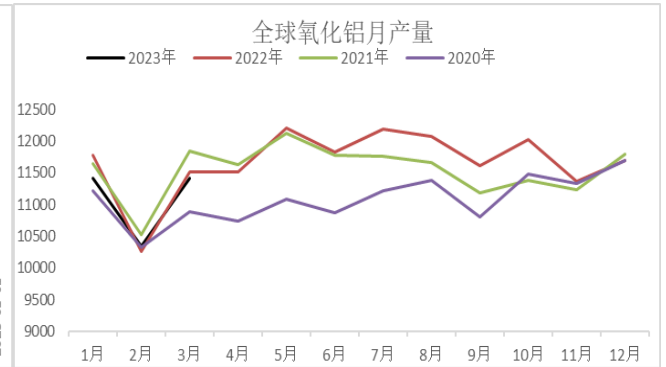


图4：全球氧化铝产量



数据来源：银河期货、SMM、IAI

图5：内外氧化铝价格

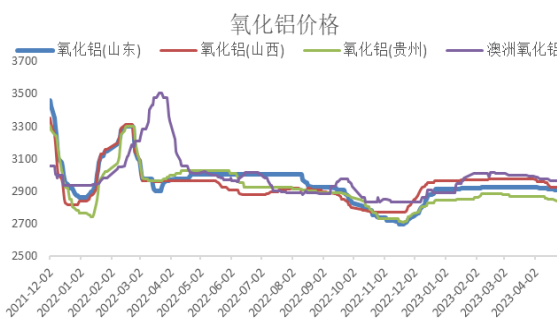


图6：氧化铝成本



数据来源：银河期货、百川

图7：氧化铝进出口利润

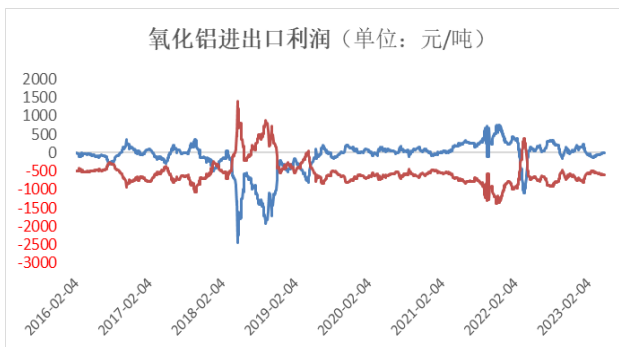
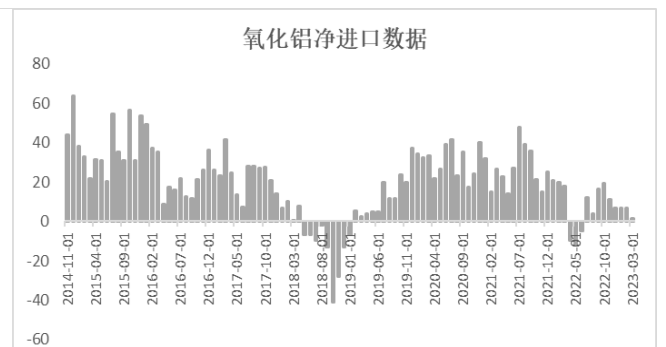


图8：氧化铝净进口量



数据来源：银河期货、SMM、WIND

(二) 煤价 5500K 跌破千元关口

23年5月份山东大厂自备电招标基准价在0.17元/卡，较4月份的0.196元/卡大幅下调，环比下跌13%，折算5500大卡约935元/吨，而同期港口煤价跌破千元关口；

图9：内外动力煤价格

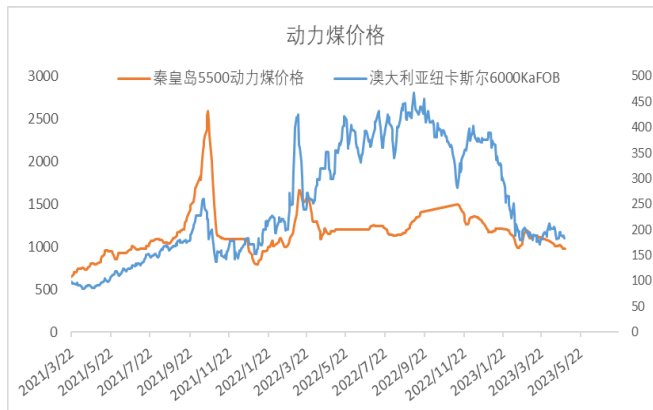


图10：山东铝厂煤炭采购价



数据来源：银河期货、彭博、公开信息整理

图11：云南溪洛渡水电站水位



图12：秦皇岛港口煤炭库存



数据来源：银河期货、Wind 资讯

(三) 阳极价格走势

预焙阳极价格因成本端石油焦价格下跌而价格下跌，4月份山东大厂招标采购价环比3月份下调520元/吨，基准价格降至5375元/吨，而4月份石油焦月均价较3月份仍然有下跌，而改质沥青在4月份大幅下跌，预焙阳极成本进一步下跌，5月份预焙阳极招标价格将会进一步大跌；

根据笔者预估，考虑到分项成本下跌，自备电部分成本跌幅较网电部分跌幅更大，5月份华东使用自备电冶炼的企业成本预计跌至15000~15500元/吨左右；而全国加权平均成本也跌至16000~16500元/吨附近。

图13: 石油焦价格

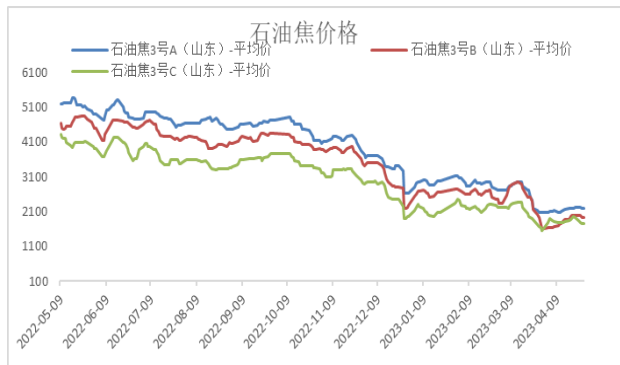


图14: 改质沥青价格



数据来源: 银河期货、SMM

图15: 预焙阳极价格

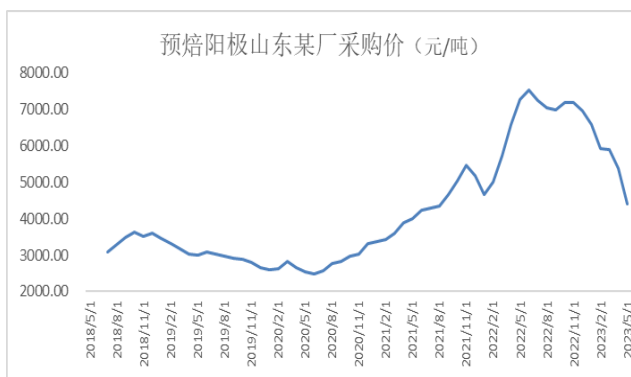
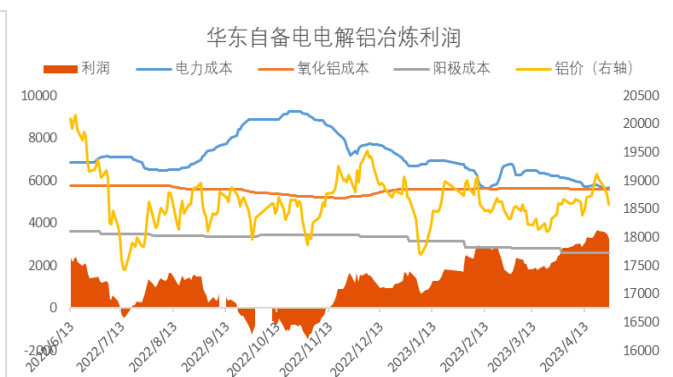


图16: 山东自备电企业冶炼利润情况



数据来源: 银河期货、WIND

二、供应端 5 月份平稳 但逐渐开始交易复产预期

(一) 国内产量平稳 但即将进入丰水期

供应方面，元旦之后贵州地区的减产和 3 月份云南地区的进一步减产使得西南地区的电解铝供应大幅减少，春节后在西南地区厂库集中发运后，铝锭的供应大幅减少，西南地区的入库明显下滑，从而助力库存的快速去化，使得南北价差放大，供应方面，目前仍处于此前减产的利多实现阶段，但是虽然 5 月份产能运行平稳，但是即将进入丰水期，开始交易后市供应修复的逻辑。

图17：西南地区电解铝开工率

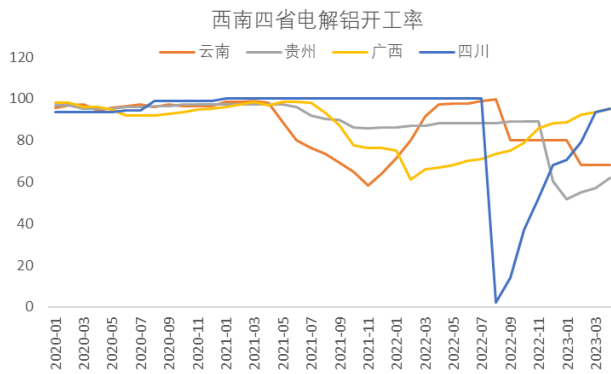
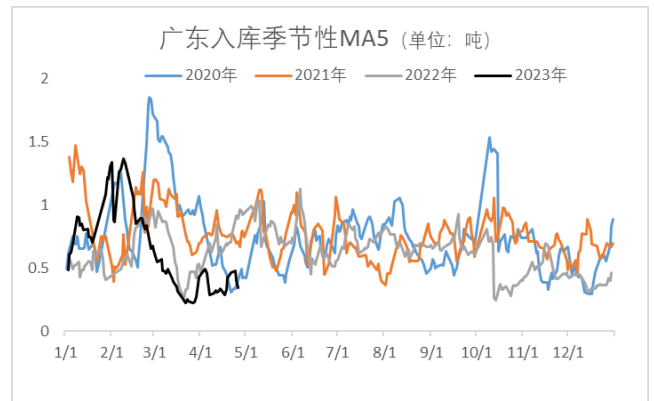


图18：西南仓库铝锭入库数据



数据来源：银河期货、SMM

但是，3月份开始伴随广西、贵州、四川地区的再度复产以及内蒙地区的投产，电解铝运行产能小幅增加，如果5月底6月初云南地区跟进复产，那么3季度的供应压力将会逐渐展现，二季度本身的压力较小。

图19 电解铝产能变动预估

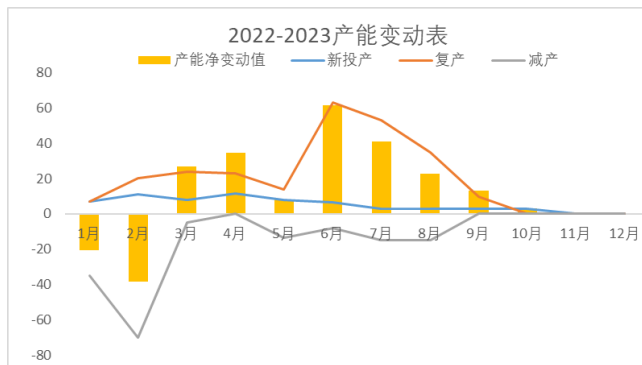
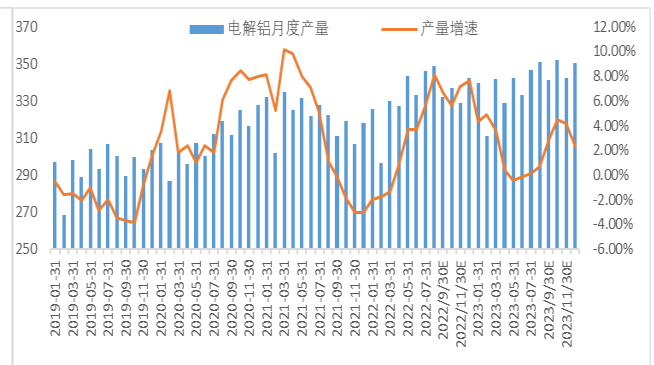


图20 电解铝产量及月同比增速



数据来源：银河期货、市场公开资源整理

(二) 海外小幅新投 复产尚未开始

截至3月底，华青铝业印尼50万吨电解铝项目投产，预计年内实现50万吨满产；但是其他地区电解铝目前尚未有投复产的项目可以落地，欧洲地区在2021年四季度减产约95万吨左右的产能，22年年3季度以来公告减产产能约55万吨左右，能源价格大幅回落，复产的可能性大增，但是目前尚未看到企业公告开始复产，预计欧洲地区的电解铝复产时间在24年左右；

图21: 海外电解铝产量当月同比

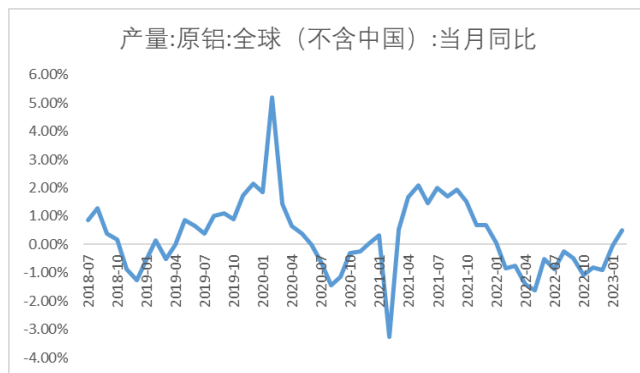
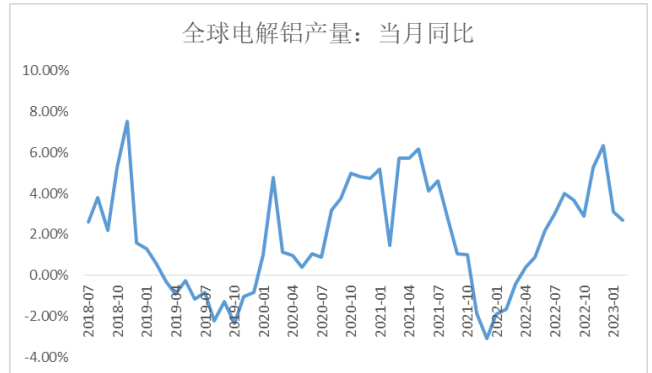


图22: 全球电解铝产量当月同比



数据来源: 银河期货、Wind 资讯、IAI

图23: 欧洲能源价格

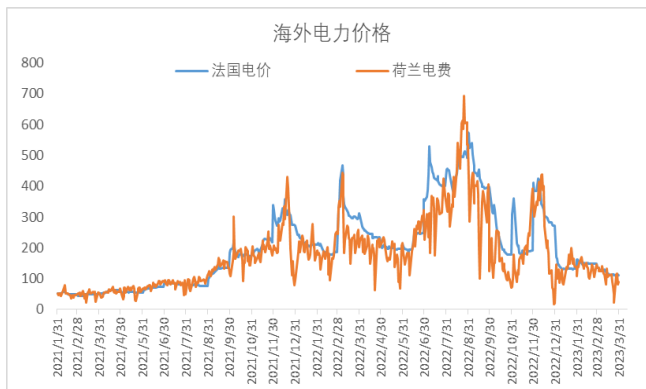
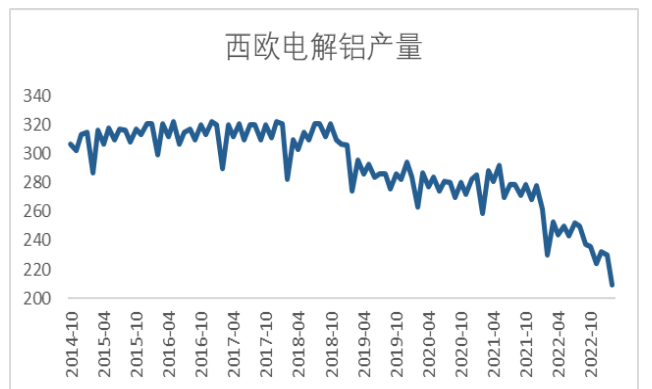


图24: 欧洲电解铝产量



数据来源: 银河期货、彭博

(三) 俄铝进口稳定增加

据海关数据显示,2023 年 3 月份国内原铝进口总量为 7.21 万吨,环比减少 6.4%,同比增长 82.8%, 3 月份原铝出口总量 5282 吨, 环比增加 149.2%, 同比减少 87.5%。3 月份国内原铝贸易表现为净进口 6.68 万吨, 去年同期国内原铝表现为净出口 2826 吨。2023 年一季度国内原铝净进口总量达 21.3 万吨, 同比增长 804%。

从进口来源国角度来看, 一季度国内原铝主要进口来源国为俄罗斯联邦、伊朗、巴林等国家, 其中一季度进口来源于俄罗斯联邦的铝金属总量达 17.25 万吨, 同比增长 185%。一季度伊朗铝进口总量达 1.6 万吨, 占进口总量的 7.2%, 但伊朗铝在三月份进入中国市场的量呈现较大的下降;

三、库存

(一) 国内库存快速去化

2023年3月份电解铝去库19.3万吨，预计4月份去库27.8万吨，而过去的两年里面，3、4月份去库的数值较低，21年分别为+15.2、-11.9万吨，22年分别为-7.9、-4.5万吨，今年远超同期水平，即便是2019年无疫情干扰的时期，3、4月份库存变动分别为-6.6、-20.8万吨。

库存快速去化的背后既有结构性的因素，例如铝水转化率提升，铸锭减少，也有电解铝原铝产量绝对值减少的因素，例如22年H2和23年Q1的数轮减产，使得电解铝原铝的供应被迫收敛；此外自年初至今，先后有铁路限装、检修、跨地区调运增加在途等因素干扰，现在也有部分库存变成中间加工品变成隐形库存的因素存在。

图25：全国铝锭库存

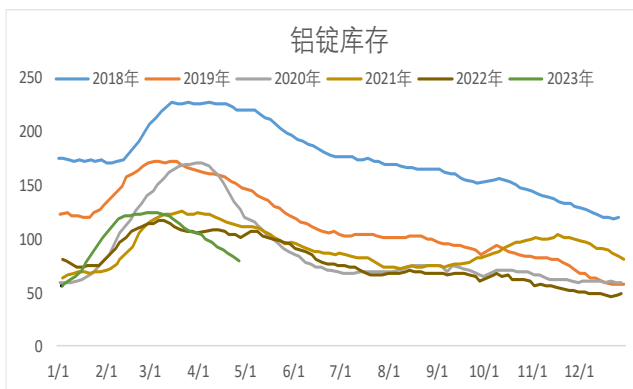
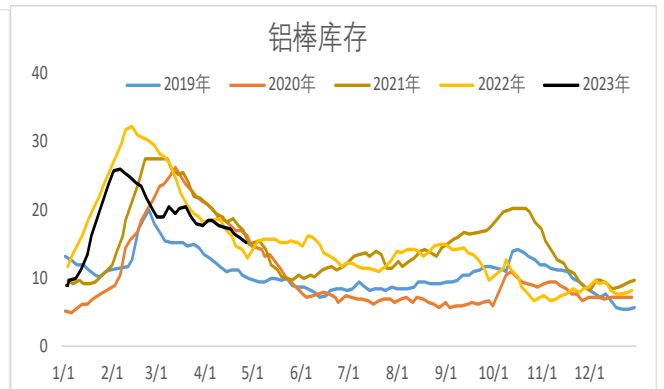


图26：全国铝棒库存



数据来源：银河期货、Wind 资讯、MS

图27：铝水转化率

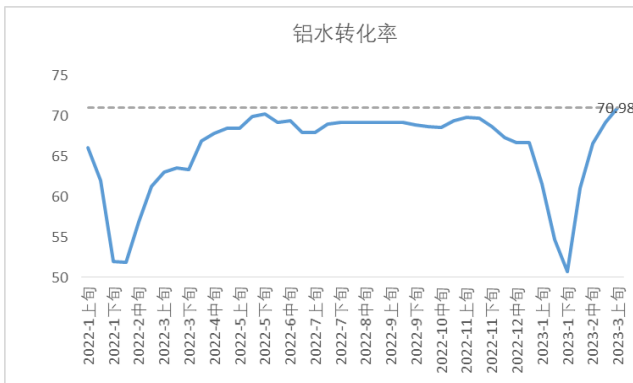
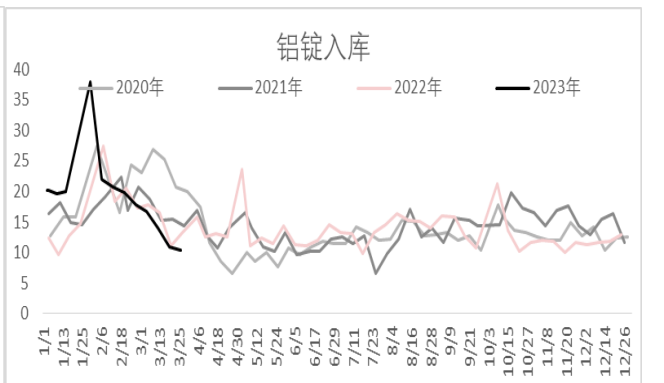


图28：入库数据



数据来源：银河期货、Wind 资讯、MS

根据 SMM 及阿拉丁的调研数据，3 月份铝水转化率在 72%左右，同比增加 12.7%，环比增加 13.24%，创近两年以来的新高；其中最大的消费板块是铝合金棒，一季度平均占原铝产量在 34.5%左右，27%左右以铸造合金、铸轧、铝杆为主，35.76%左右以铸造铝锭的方式流入市场；而进入 3 月份，铝水棒的产量明显增加，占铝液消费比例上滑至 41%，月度产量创历史新高，铸锭量 3 月份下滑至 28%左右。

铝水转化率提高的背后，主要有两个方面的驱动：

一方面，政策驱动；政府对于降低单位 GDP 能耗，提高产业链附加值，强链延链补链等方面的政策要求，多个省份前后发文鼓励或者要求企业拓延下游加工，增加产值来刺激经济增长或者实现经济转型；电解铝厂配套的铝加工、合作的第三方铝水需求单位等带动铝水的消费提升，例如国电投白音华电解铝项目投产后下游板带、合金等加工配套投产，东兴铝业 1 月份新增 2 条铸轧生产线，铝水转化率进一步新增等；

另一方面，利润驱动；铝水就地转化，不仅可以减少中间环节的熔铸成本，而且在部分使用废铝的铝水单位可以通过利用铝液余温，融化废铝从而节省加热成本等；

图29：全国铝锭、铝棒综合库存

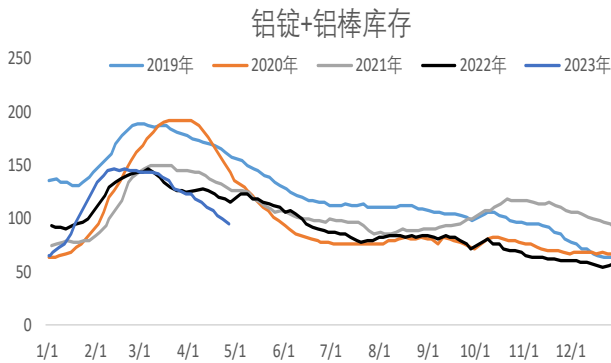
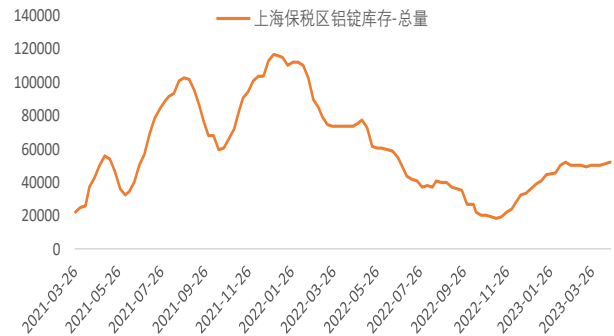


图30：保税区库存



数据来源：银河期货、Wind 资讯、SMM、MS

(二) 海外 LME 库存情况

图31: LME库存季节性

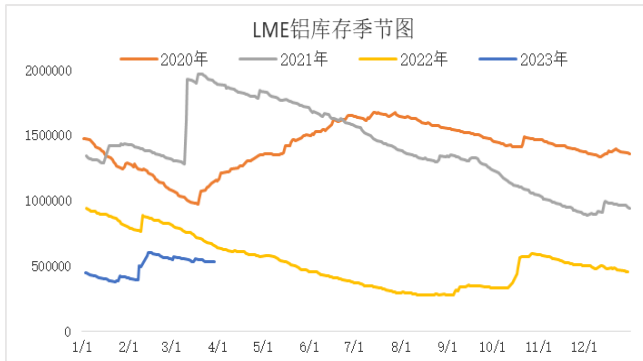
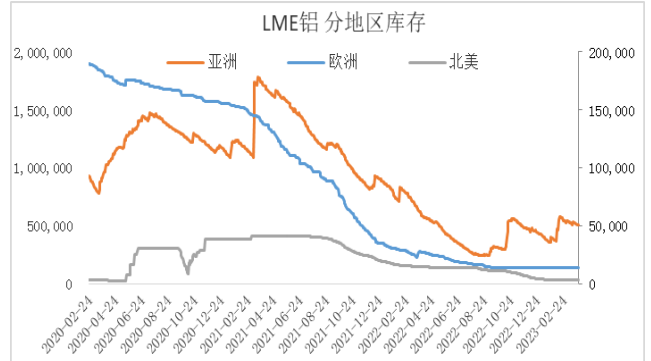


图32: LME分地区库存



数据来源: 银河期货、Wind 资讯

第三部分 需求及宏观分析

一、宏观市场分析

宏观方面,目前海外的经济仍旧较为疲软,4月份欧洲制造业 PMI 指数仍旧远低于 50 分位线,处于衰退的进程,美联储褐皮书指出美国经济增长陷入停滞,美国在连续的加息后,在 3 月份引爆了银行业流动性危机,虽短暂过渡,但是美国房地产市场下滑迅速,量价齐跌,引发市场的进一步担忧。而国内方面,房地产建设数据维持低迷,新开工、施工等维持负增长,销售数据仅一线城市表现尚可,整体经济复苏进度较为缓慢,宏观市场带来向下的压力。

图33: 制造业PMI指数与铝价

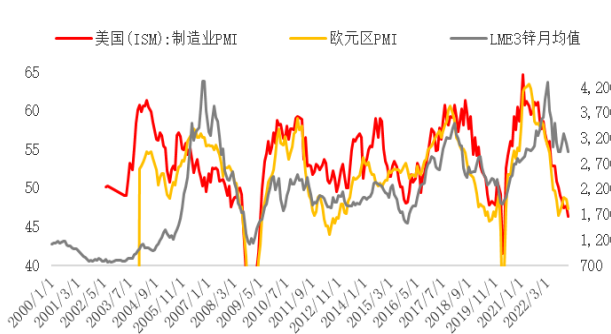


图34: M1-M2剪刀差显示信用扩张乏力



数据来源: 银河期货、Wind 资讯

二、中游需求分析

截止4月最后一周，据SMM反馈，铝下游加工龙头企业开工率环比上周小幅上涨0.2个百分点至于65.5%，同比去年上涨0.7个百分点。

分板块来看，周内仅铝型材板块开工水平走高，主因部分企业节前赶工、集中交付订单后进入假期，因此生产效率提升。本周再生铝合金板块则受到需求不足以及下游企业放假停产影响，开工率出现下滑。其余板块生产持稳为主，其中线缆板块受电网施工旺季提振，终端行业订货量较大，后续开工将保持高位运行；而铝板带及铝箔板块因新订单转弱及铝价连跌引发下游客户观望情绪，导致开工率上升乏力。五一假期临近，下游备库力度较弱，而后续新订单不足短期铝加工企业开工难以回升，节后存一定的下滑预期。

图35: LME升水情况

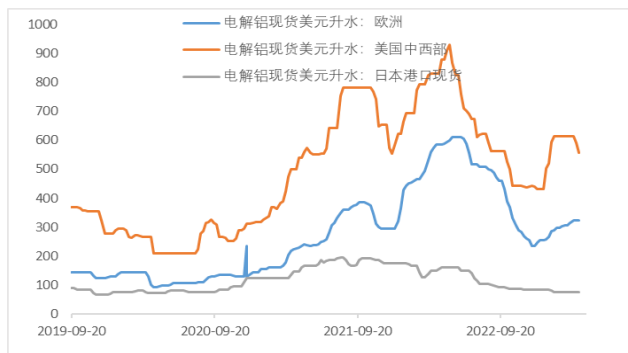
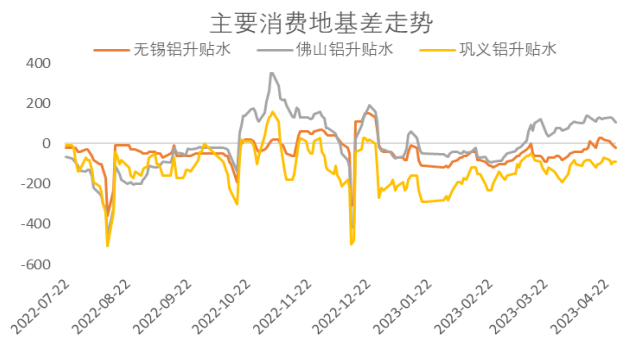


图36: 国内主流消费地升水情况



数据来源：银河期货、SMM

图37: 龙头企业开工率

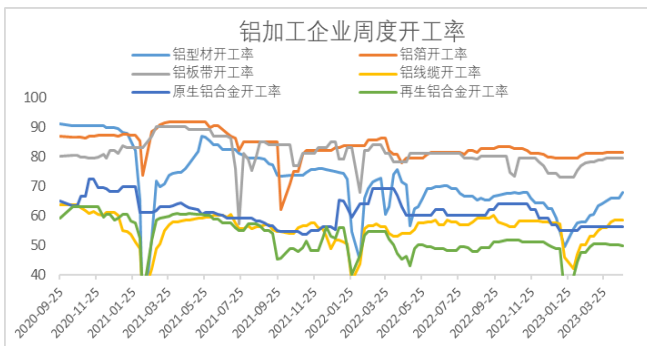


图38: 消费维持正增长



数据来源：银河期货、SMM

三、终端需求分析

(一) 房地产情况

一季度房地产市场交易活跃性有所上升，信贷环境延续宽松，另外节前因疫情积压的消费在节后集中释放，促使了一季度房屋成交市场，尤其是二手房市场的好转，但从新房交易数据来看，4月份以来全国较多城市相比3月份有明显下滑，尤其是三四线城市下行压力略大，市场复苏的可持续性仍待观察。易居研究院数据显示，2023年4月1-18日，全国50个重点城市新建商品住宅成交面积为1078万平方米，环比3月1-18日增速为-30%，全国50个城市中，有44个城市呈现了环比下降态势；目前地产领域市场压力仍旧较大。

图39: 房价走势

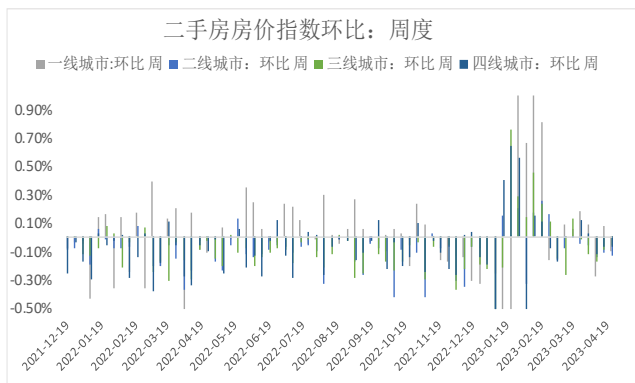
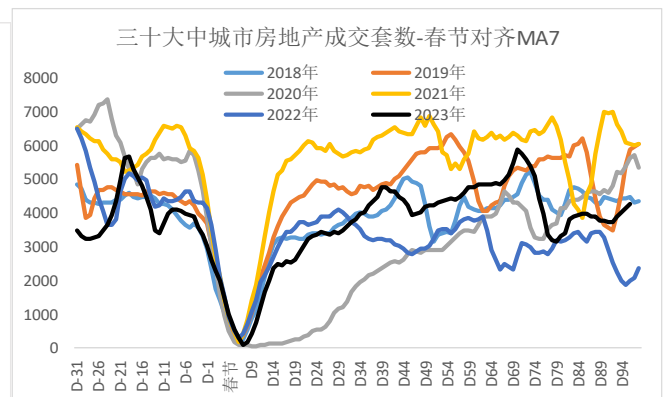


图40: 房屋销售情况



数据来源: 银河期货、Wind 资讯

图41: 100城土地成交情况

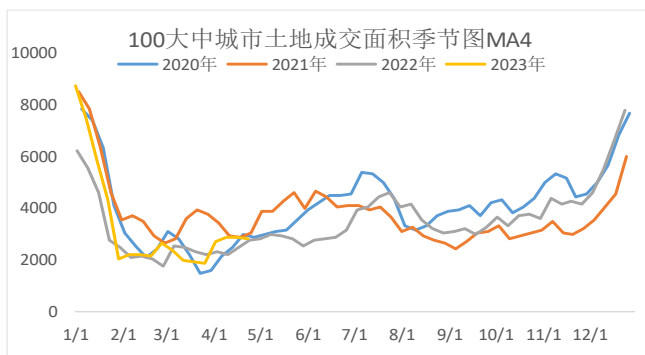
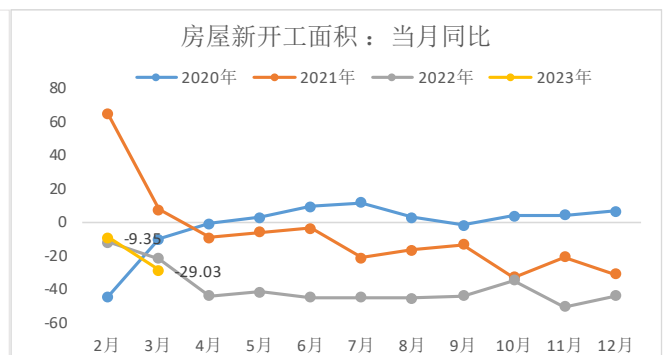


图42: 新开工情况



数据来源: 银河期货、Wind 资讯

图43: 施工情况

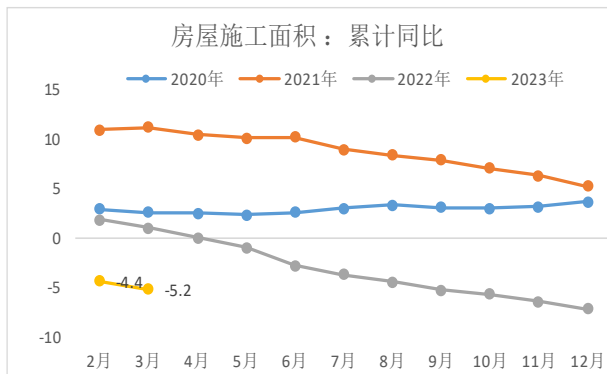
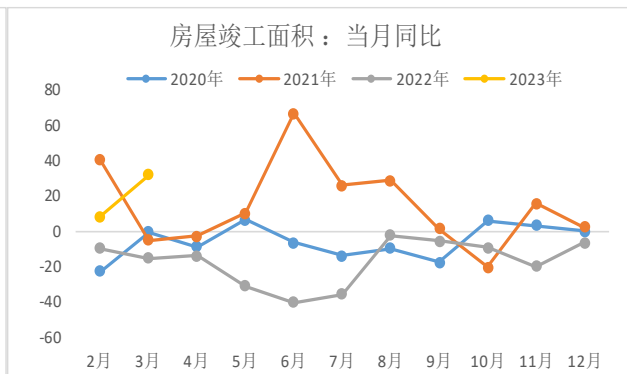


图44: 竣工情况



数据来源：银河期货、Wind 资讯

（二）耐消领域

根据统计局数据显示，3月份空调产量 2930.68 万台，同比增长 13.2%，冰箱、洗衣机分别同比增长 9%、18.8%，均呈现大幅增长的局面，市场消费表现积极，和一季度房地产成交火热有高度共振的关系，一季度二手房成交火热，带动家电更新换代消费好转；而根据奥维云网空调排产数据，5月空调企业内销排产 1128 万套，同比增长 25%，内需维持积极的局面，据奥维云网反馈，如果说 2-4 月的排产高增很大程度上有“补”库存逻辑，那么现在就是在“赌”高温，根据气象推测，今年夏天全球气温达到历史最高点的可能性较高，这是企业赌高温的根据也是强心剂。

图45: 空调排产计划

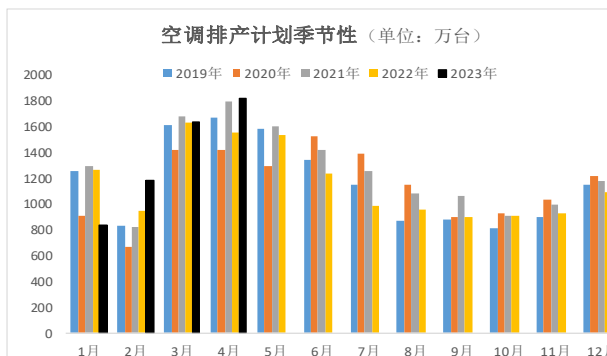
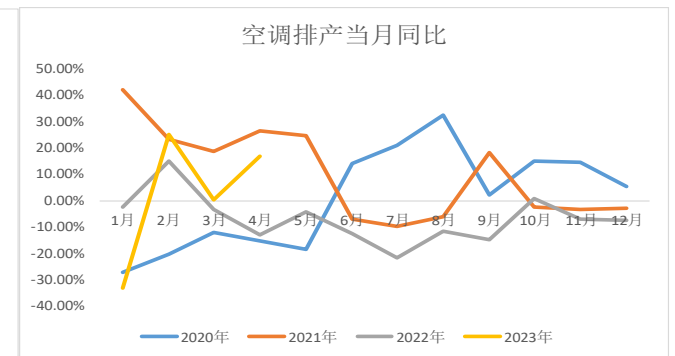


图46: 空调产量



数据来源：银河期货、Wind 资讯

（三）汽车领域

汽车板块在 23 年开年表现较好，尤其是新能源汽车消费和汽车出口支撑了汽车行

业的生产。中汽协数据显示 3 月份汽车产量 258.4 万辆，当月同比增加 15.3%，1-3 月累计产量 621 万辆，累计同比减少 4.3%，汽车产量在 3 月份发力，弥补了一月份的下滑；

根据乘联会高频数据显示，4 月 1-22 日,乘用车市场零售 100.7 万辆，同比去年同期增长 72%，较上月同期增长 20%；今年以来累计零售 529.3 万辆，同比下降 4%；全国乘用车厂商批发 90.9 万辆，同比去年同期增长 77%，较上月同期下降 1%；今年以来累计批发 597 万辆，同比增长 0%。

2023 年 1-3 月中国汽车出口 106.9 万辆，同比增长 54%，表现超强。尤其是 3 月中国汽车出口突破 38.7 万辆，出口增长超过 89%，3 月出口汽车创历史新高。2023 年汽车出口均价 2.0 万美元，同比 2022 年的 1.8 万美元，均价大幅提升。

图47：乘用车产量

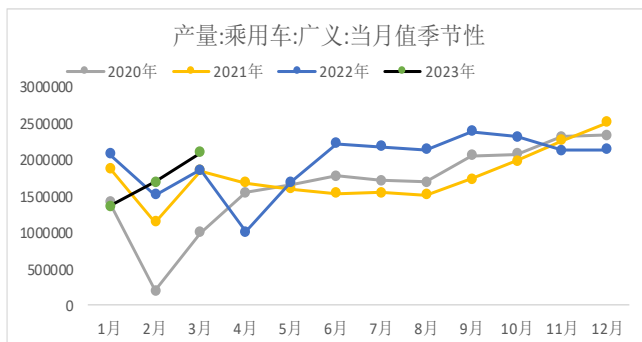
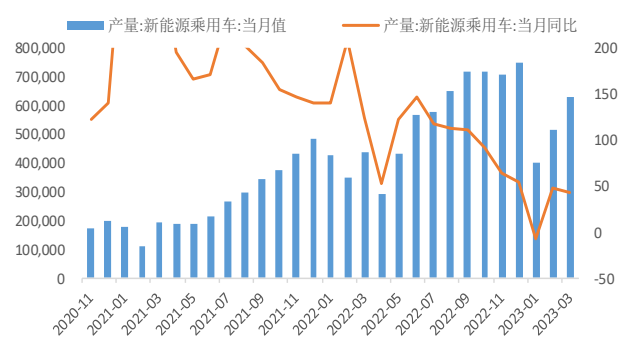


图48：新能源汽车产量



数据来源：银河期货、Wind 资讯

(四) 光伏新能源领域

光伏用铝主要是在铝边框及部分支架方面，2022 年国内装机 87GW，预计 2023 年增加至 100~120GW 左右，由于 22 年底硅料价格大跌，此前抑制的订单集中释放，组件产量大增，国内光伏装机也出现开门红的景象，1-3 月国内装机 33.66GW，累计同比增加 155%，一季度预计组件产量 140GW，累计同比增长 46%，预计 5 月份光伏装机仍旧维持乐观。

图49国内组件产量

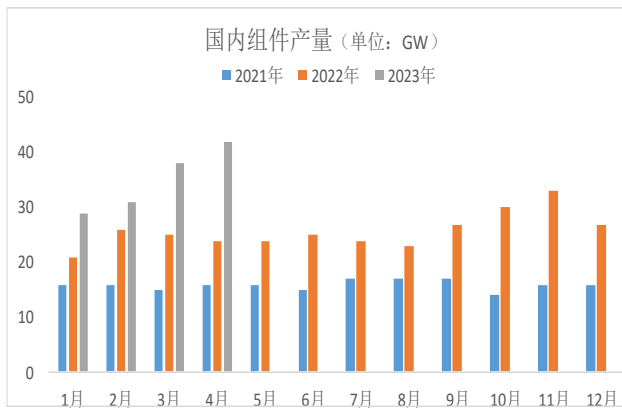
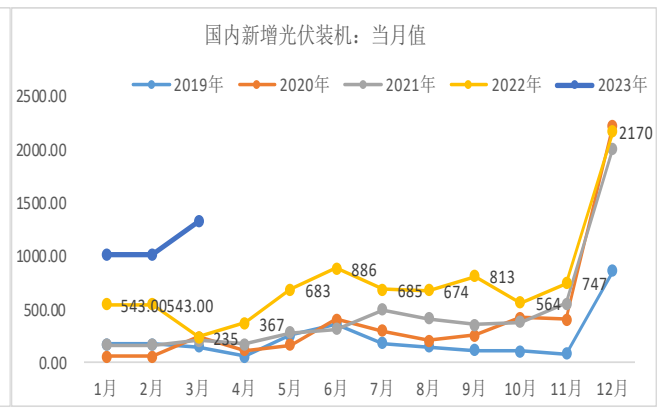


图50: 国内装机情况



数据来源: 银河期货、Wind 资讯

(五) 出口情况

一季度未锻轧铝及铝材出口累计 137.78 万吨, 季度同比-15.38%, 部分企业反馈出口订单一度腰斩, 被迫出口转内销; 3 月铝型材出口量 8.79 万吨, 同比上涨 33.2%, 环比上涨 127.1%, 较往年同期有较大提升。1-3 月累计出口铝型材 21.45 万吨, 同比增加 6.6%。

图51: 未锻轧铝及铝材出口情况

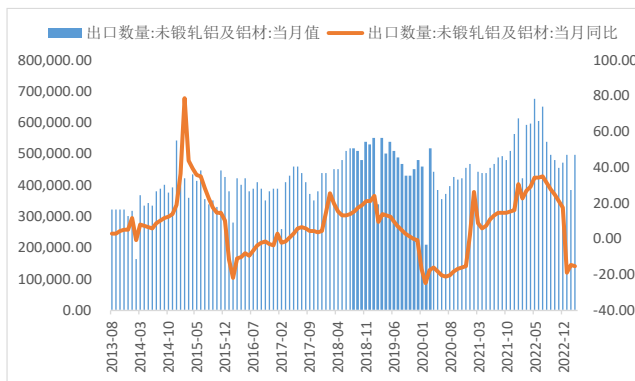


图52: 易拉罐及罐体出口



数据来源: 银河期货、WIND

(六) 基建情况

目前基建领域的订单正在缓慢的发力, 去年四季度因疫情导致的延迟以及 23 年一季度因大型会议延迟的项目在二季度大量释放, 社会融资规模和 M2 表现仍然较为宽松, 3 月份的社会融资规模为 5.38 万亿, 当月同比增速 15.54%;

图53: 社会融资规模

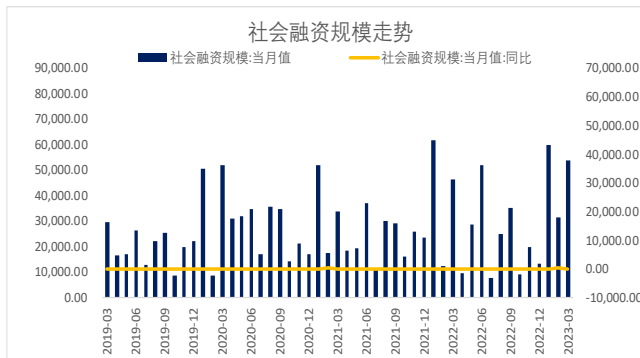
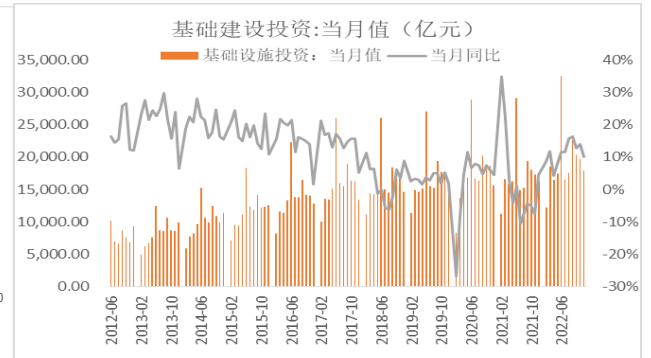


图54: 基础建设投资



数据来源: 银河期货、SMM

(六) 平衡表

表1: 月度平衡表

指标名称	电解铝月 度产量	产量增速	净进口量	抛储量	原铝供应 量	供需平衡值	月度铝锭 库存	实际消费 量	实际消费 增速
2021-12-31	318.00	-3.02%	8.30		326.30	-18.4	80.9	349.4	1.87%
2022-01-31	325.66	-2.00%	3.44		329.10	-5.3	75.6	331.0	-3.78%
2022-02-28	296.5	-1.73%	-0.81		295.66	38.5	114.1	257.1	-3.87%
2022-03-31	330.1	-1.35%	-0.29		329.79	-7.9	106.2	337.7	2.89%
2022-04-30	327.4	0.75%	0.28		327.71	-4.5	101.7	332.2	-5.73%
2022-05-31	343.7	3.67%	-2.69		340.97	-7.7	94.0	351.4	-1.41%
2022-06-30	333.4	3.65%	2.33		335.77	-18.9	75.1	352.3	1.57%
2022-07-31	346.2	5.58%	4.43		350.64	-6.8	68.3	353.0	-2.51%
2022-08-31	348.8	8.14%	4.39		353.14	0.3	68.6	348.5	1.80%
2022-09-30	332.0	6.70%	6.30		338.26	-7.4	61.2	339.4	5.55%
2022-10-31	336.9	5.63%	6.70		343.65	-0.50	60.70	337.4	5.56%
2022-11-30	328.8	7.15%	10.90		339.65	-8.70	52.00	337.5	2.18%
2022-12-31	342.4	7.66%	12.74		355.10	-3.00	49.00	345.4	-1.16%
2023-01-31	339.7	4.32%	7.17		346.89	52.50	101.50	294.39	-11.06%
2023-02-28	311.0	4.90%	7.49		318.49	23.60	125.10	294.89	14.69%
2023-03-31	342.0	3.61%	6.7		348.70	-19.30	105.80	368.00	8.98%
<u>2023-04-30</u>	<u>329.0</u>	<u>0.47%</u>	<u>7</u>		335.96	-26.00	<u>79.80</u>	<u>361.96</u>	8.95%
<u>2023-05-31</u>	<u>342.1</u>	<u>-0.44%</u>	<u>7</u>		349.13	-14.80	<u>65.00</u>	<u>363.93</u>	3.58%
<u>2023-06-30</u>	<u>332.9</u>	<u>-0.15%</u>	<u>7</u>		339.93	-10.00	<u>55.00</u>	<u>349.93</u>	-0.68%
<u>2023-07-31</u>	<u>346.7</u>	<u>0.13%</u>	<u>7</u>		353.66	-5.00	<u>50.00</u>	<u>358.66</u>	1.60%
<u>2023-08-31</u>	<u>351.2</u>	<u>0.70%</u>	<u>7</u>		358.21	5.00	<u>55.00</u>	<u>353.21</u>	1.36%
<u>2023-09-30</u>	<u>341.5</u>	<u>2.88%</u>	<u>7</u>		348.52	3.00	<u>58.00</u>	<u>345.52</u>	1.82%
<u>2023-10-31</u>	<u>352.0</u>	<u>4.46%</u>	<u>7</u>		358.99	2.33	<u>60.33</u>	<u>356.65</u>	5.69%
<u>2023-11-30</u>	<u>342.3</u>	<u>4.14%</u>	<u>7</u>		349.35	-5.33	<u>55.00</u>	<u>354.68</u>	5.11%
<u>2023-12-31</u>	<u>350.2</u>	<u>2.30%</u>	<u>7</u>		357.22	-5.00	<u>50.00</u>	<u>362.22</u>	4.88%
合计	4080.7		84.4		4165.05	1.0		4164.0	

数据来源：银河期货

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 银河有色

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：wangyingying_qh1@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799