



金瑞期货®
JINRUI FUTURES

金瑞期货半年报——

低库存 VS 小幅过剩，铝价高位震荡

2020 年 7 月 21 日

金瑞网站: www.jrqh.com.cn



金瑞期货研究所

撰写人:

高维鸿 (F3061309)

电 话:

0755-82914915

邮 箱:

gaoweihong@jqqh.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分

核心观点:

- **疫情后需求恢复超预期，铝价深“V”反弹：**疫情袭来造成铝需求断崖式下降，导致铝价暴跌，全行业亏损状态促使冶炼减产。而国内疫情得控后需求复苏迅速，内需超预期修复带动铝价持续反弹，形成深“V”之势。
- **内需韧性十足贡献增速，出口仍是拖累：**下半年，地产竣工将处于修复周期，对铝消费带动作用较强，汽车则在政策推动下环比改善，但同比压力仍大，新基建带动下，特高压开工项目同比增加，同时电网采购的回暖将带动线缆方面的消费，整体内需消费将表现出较强的韧性，下半年内需增速预计在 5% 左右。但出口方面，由于海外疫情干扰不断，经济重启之路坎坷，内外比值高位难下，预计同比降幅仍有 20% 左右。综合内外需求，下半年表观需求增速预计在 1.6%，全年表现-0.9%。
- **国内新投提速，进口流入持续：**铝价反弹后带动冶炼利润不断修复且回到近年来的高水平，下半年新建产能预计可按计划进行投产，新增产能预计为 224.5 万吨，而高利润水平同时也促使前期停产产能有复产预期，预计下半年产量可达 1904 万吨，同比增加 104 万吨，全年供应增速为 3.7%。此外海外复苏缓慢下内外比值高企，同样带动原铝进口窗口持续开启，预计该部分将对国内形成 30-50 万吨的冲击。
- **低库存支持仍存：**尽管供需边际走弱带动下半年铝锭库存呈现累积，但整体累库水平有限，尤其在消费旺季来临后，库存或再次去库，因此低库存逻辑仍在，对铝价形成支撑。
- **价格及节奏展望：**下半年供需边际走弱下，铝价存在下行压力，但低库存的支撑较强，预计铝价将维持高位震荡，运行区间为 13500-15000 元/吨。节奏方面，三季度因累库有限且存在旺季开启预期，铝价整体偏强，进入四季度后半段，产量集中释放叠加需求进入淡季，铝价将承压下行。
- **操作建议：**单边建议三季度逢低做多，待四季度累库确立后建立空头；跨期套利方面：消费旺季前提前介入 borrow 头寸；跨市套利耐心等待疫情对海外经济体影响趋弱，复苏信号迹象明确后再介入内外正套。

目录

一、铝价回顾及下半年展望	4
1.1 铝市回顾——疫情造就深“V”之势，反弹速度远超预期	4
1.2 下半年铝市展望	5
二、内需韧性十足贡献增速，出口仍是拖累	6
2.1 内需韧性十足贡献增速	6
2.1.1 地产竣工姗姗来迟，下半年仍具有带动作用	6
2.1.2 汽车行业弱复苏，环比改善但同比压力仍大	7
2.1.3 特高压新项目增加，对铝消费具备一定带动作用	8
2.2 内外比值虽有修复预期，但出口仍是拖累	9
三、国内新投提速，进口流入持续	10
3.1 上半年稳中有增，下半年增长放量	10
3.2 盈利窗口开启，进口冲击持续	11
四、产业利润向上修复，成本重心抬升	15
4.1 氧化铝供需矛盾钝化，价格强反弹缺乏动力	15
4.2 电力成本稳定，辅料价格存在修复空间	16
五、低库存的支撑仍将维持	18
六、总结与展望	19

图表目录

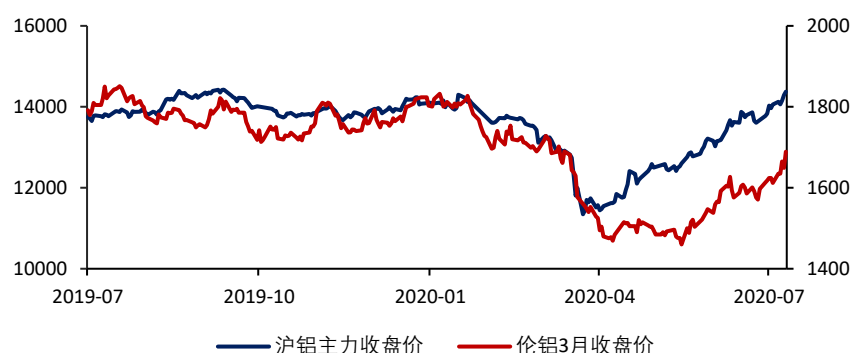
图表 1: 疫情导致铝价走出深“V”反弹	4
图表 2: 竣工与新开工背离开始修复	6
图表 3: 建筑型材开工率维持高位	6
图表 4: 疫情后期汽车产销迅速回暖	7
图表 5: 汽车制造产成品库存存在补库需求	7
图表 6: 特高项目开工情况	8
图表 7: 铝线缆开工率正处于历史低位	8
图表 8: 未锻造铝及铝材出口持续下滑	9
图表 9: 内外比值持续高位	9
图表 10: 原铝进口窗口罕见持续性打开	12
图表 11: 2007 年以来我国原铝净进口情况	12
图表 12: 月度原铝净进口量与内外比值关联较强	13
图表 13: 2007 年以来我国原铝净进口情况	13
图表 14: 沪伦比值与内外 PMI 的走势相契合	13
图表 15: 主要产地氧化铝及进口氧化铝价格走势	15
图表 16: 国内氧化铝运行产能持续低位	15
图表 17: 进口氧化铝持续涌入	16
图表 18: 海外氧化铝月度过剩量扩大(kt)	16
图表 19: 氧化铝存在利润修复诉求	16
图表 20: 国内铝土矿价格止跌企稳	16
图表 21: 电解铝加权电力成本稳定	17
图表 22: 预焙阳极生产利润存在修复空间	17
图表 23: 库存下降且处于低位带动基差表现强劲	18
图表 24: 今年以来次月对隔月价差持续高位	18
 表格 1 2020 年以来中央及地方政府陆续出台汽车消费刺激政策	 7
表格 2 2020 年上半年国内减产产能情况	10
表格 3 2020 年下半年新增产能计划 (估)	11
表格 4 铝季度供需平衡表	20

一、铝价回顾及下半年展望

1.1 铝市回顾——疫情造就深“V”之势，反弹速度远超预期

回顾 2020 年上半年铝价走势，首先疫情爆发前，即春节前期，由于国内进入淡季，在面对即将走弱的消费以及不断提升的产能下，铝价正处于震荡走弱的格局。然而假期期间国内新冠肺炎爆发，为了控制这次百年一遇的特殊疫情，我国采取了严格的管控，春节假期延后一周，各地复产、复工也随之推迟，直接影响了国内节后的需求的恢复，出于对中国经济的担忧，外盘先行走弱，国内开盘后补跌，随后进入弱势震荡。但随着疫情在海外的快速扩散，短时间内便侵袭北半球各大洲，欧美及日韩发达国家经济严重受损，金融市场恐慌情绪极具上升，铝价随股市、大宗商品等各类金融资产价格急速跳水，甚至国内出现跌停的罕见现象，短短一个月时间，铝价跌幅近 20%。

图表 1：疫情导致铝价走出深“V”反弹



数据来源：Wind，金瑞期货

就在海外各国仍为疫情被迫防控时，我国以果断、高效的手段在一个月左右时间将疫情控制住，在 2 月底便开始复工复产，3 月底除湖北以外多数地区制造业、工业、交通运输等领域变恢复正常，带动需求的恢复，而且是快速地修复。在铝价暴跌后，国内冶炼厂普遍进入现金亏损状态，3-4 月部分炼厂被迫检修或停产，于是在供需边际不断改善的情况下，铝价走上反弹之路。与此同时，各国央行及政府为托底各自经济，采取了前所未有的大规模货币政策和财政政策刺激，给市场注入了信心以及庞大的流动性，宏观政策的加码和基本面的不断改善形成共振，带动铝价持续且超预期的反弹，在 6 月底已回到疫情前的高位。短短 4 个多月的时间，沪铝上下波动均接近 20%，形成了深“V”之势。而海外由于疫情防控不及

国内，各国复苏进度步伐也分化严重，因此直到5月中旬，欧美进入复工复产阶段后，伦铝才走上反弹之路。

1.2 下半年铝市展望

进入下半年，疫情对国内经济与生产的直接干扰已经淡化，基本面内需方面，建筑地产板块仍是拉动消费的主力，前期长达两年左右新开工与竣工的背离使得下半年修复逻辑仍然成立；汽车在国内复苏以及政策的刺激下环比将继续改善，但考虑到疫情对收入影响的修复仍需时间，预计汽车产销整体处于弱复苏；电力板块的特高压建设方面，在国家推进新基建的大背景下，特高压是重要组成部分，今年新开工项目也是同比增加，该板块将贡献消费动力，因此内需方面下半年将维持正增长。出口方面仍是拖累，海外疫情发展的长尾严重影响了主要经济体的复苏进程，内外比值回归速度较缓，预计四季度环比三季度将有改善，但同比仍表现拖累。预计全年铝消费增速为-0.9%，其中内需贡献增速可达3.6%，而出口将形成-29%的拖累。

供应端增长局势明朗，随着铝价的反弹，电解铝冶炼利润快速修复且回到高水平，高利润水平保证下半年新建项目可按计划投产，主要仍以云南地区为主，包括云铝海鑫、文山铝业、云南神火、云南宏泰等项目，预计下半年可投项目合计产能为224.5万吨，带动产量同比增加104万吨，全年产量增速达到3.7%。此外基于内外比值修复较慢的预期，进口窗口仍将持续开启，预计带动进口量可达30-50万吨，对国内供应造成冲击。

综合来看，供需双双呈现增长局面，但受出口拖累，需求增速不及供应增速，下半年整体将表现为累库，电解铝冶炼高利润难以维持。但考虑近两年低库存对价格的影响十分显著，通过对下半年供需平衡测算来看，铝锭社会库存在三季度乃至四季度旺季期间都难以回到100万吨以上，因此低库存仍对铝价有较强的支撑，预计下半年沪铝主力运行区间在13500-15000元/吨。

二、内需韧性十足贡献增速，出口仍是拖累

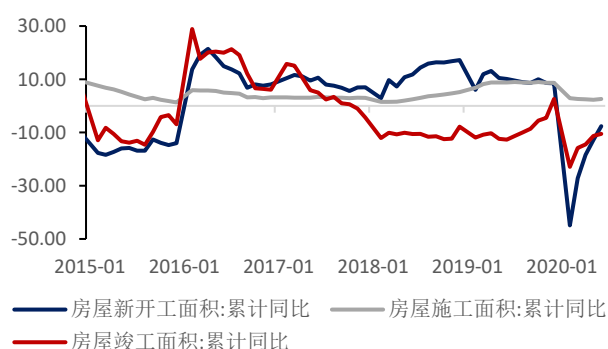
2.1 内需韧性十足贡献增速

尽管疫情来袭，但二季度我国经济复苏迅速，带动铝内需消费迅速回暖，经测算，1-6月内需消费累计同比增速为 2.3%。展望下半年，地产竣工将处于修复周期，对铝消费带动作用较强，汽车则在政策推动下环比改善，但同比压力仍大，新基建带动下，特高压开工项目同比增加，同时电网采购的回暖将带动线缆方面的消费，整体内需消费将表现出较强的韧性。

2.1.1 地产竣工姗姗来迟，下半年仍具有带动作用

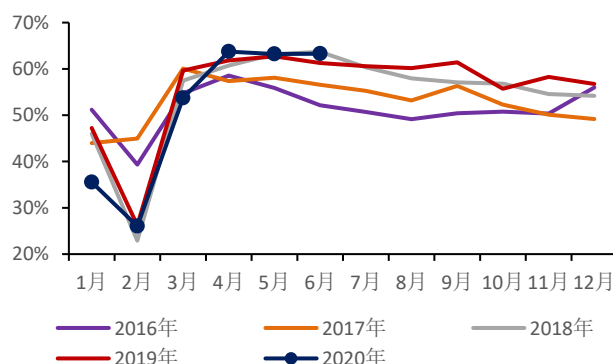
作为铝消费占比最大的板块—建筑及地产行业是近十几年支撑中国铝消费不断提高的重要动力，由于铝型材主要应用于地产建设周期的后端，即贴近竣工时间。从房屋建设周期角度出发，房屋新开工面积一般领先房屋竣工 2-2.5 年，因此可以从新开工面积向后推算来预估该板块铝消费。然而自从 2017 年年中起，我国房屋竣工数据便与新开工形成了长达两年左右的背离，期间房屋新开工面积持续保持同比正增速，而竣工则进入下滑通道且持续处于负增速区间，直到 2019 年 6 月开始，竣工数据逐步回暖，并于年底实现竣工面积累计同比增长 2.6%，两年后重新录得正增速，新开工—竣工的传导周期开始修复。

图表 2：竣工与新开工背离开始修复



数据来源：Wind，金瑞期货

图表 3：建筑型材开工率维持高位



数据来源：SMM，金瑞期货

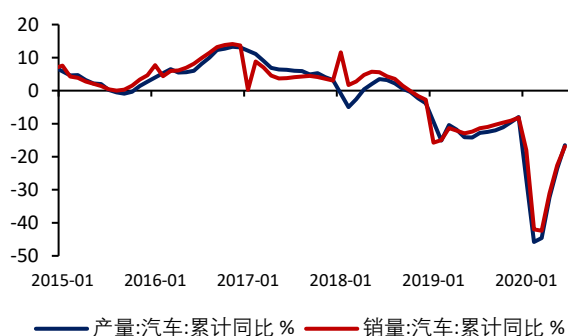
突如其来的疫情打乱了持续复苏的竣工步伐，全国各地房地产施工直到 3 月底至 4 月初才开始大面积复工复产，少数疫情严重地区更是有所推后，直到 5 月房屋竣工面积当月同比录得 6.2%，重回增长区间。微观层面上，也可以看到自从 4 月起，建筑型材的开工便快速回到高位，且二季度持续处于高位之中，为近五年开工率最高水平。展望下半年，房地产

行业仍将处于竣工修复周期中，带动铝消费，除贴近竣工端外，当前铝模板在房屋施工中的应用仍在发展，在房屋施工面积稳步增长的情况下，该部分铝消费同样保持增长。预计 2020 年下半年竣工同比增 5.3%。

2.1.2 汽车行业弱复苏，环比改善但同比压力仍大

被疫情阻碍行业复苏节奏的还包括汽车行业，在 2019 年年底，汽车销售开始好转，叠加汽车低库存的情况，我们预计 2020 年汽车行业将开启复苏之路。但疫情的干扰同样十分明显，一季度汽车产销活动几乎停滞，汽车产销同比降幅高达 40% 以上，但随着疫情的控制以及经济的不断复苏，汽车销量快速修复，根据汽车工业协会统计，5 月及 6 月汽车产量当月同比增速分别为 18.2% 和 22.48%，销量当月同比增速分别为 14.48% 和 11.62%。

图表 4：疫情后期汽车产销迅速回暖



数据来源：Wind，金瑞期货

图表 5：汽车制造产成品库存存在补库需求



数据来源：SMM，金瑞期货

对于下半年中国车市，一方面政府的刺激政策将带动汽车消费继续回暖，此前受疫情冲击，汽车业面临了巨大的压力，从国务院、各部委到地方政府纷纷出台促消费政策，通过一线城市对限牌限购的松绑、部分城市采取消费补贴等多种措施进行支持，政策面有利于汽车消费复苏。而另一方面，尽管疫情后时期中国经济复苏较快，但疫情对经济带来的负面影响仍未消退，尤其是对就业带来的影响，当前我国失业率处于近年来最高的水平，高位的失业率代表着收入水平的整体下降，对于汽车等非必需消费品均有较大的负面作用。综合来看，下半年汽车行业将处于弱复苏格局，环比上半年将明显改善，但同比来看产销同期相比仅维持低增速。

表格 1 2020 年以来中央及地方政府陆续出台汽车消费刺激政策

发布机构	时间	政策内容
------	----	------

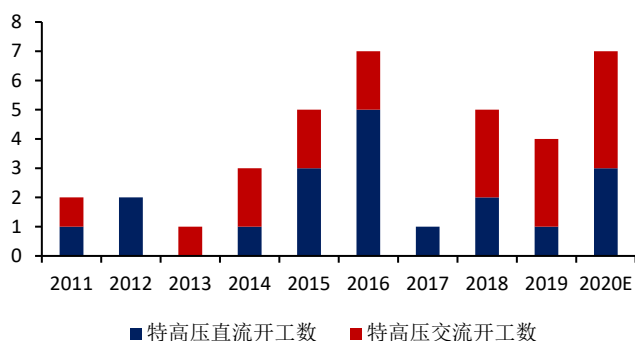
商务部	2020.2	鼓励各地根据形势变化，因地制宜出台促进新能源汽车消费、增加传统汽车限购指标和开展汽车以旧换新等举措
发改委、财政部、商务部等	2020.3	促进汽车限购向引导使用政策转变，鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌限额。
国务院	2020.3	新能源汽车购置税补贴和免购置税政策延长2年
广东省	2020.2	推动有条件的地市出台老旧汽车报废更新补贴政策，鼓励广州、深圳进一步放宽汽车摇号和竞拍指标
浙江省	2020.3	1) 加快老旧高排放车辆淘汰更新；2) 释放城乡汽车消费潜力；3) 大力推广新能源汽车和清洁能源汽车；4) 规范二手车流通与扩大出口；5) 优化汽车消费发展环境。
海南省	2020.4	2020年内计划在海南省推广1万辆新能源汽车，购买新能源汽车享受综合补贴1万元/辆。
山西省	2020.4	轿车、SUV及MPV等乘用车型，每辆奖励6000元；3.5米以下微型客车及其他商用车，每辆奖励4000元。

数据来源：公开信息整理、国务院、商务部等部委及省政府官网，金瑞期货

2.1.3 特高压新项目增加，对铝消费具备一定带动作用

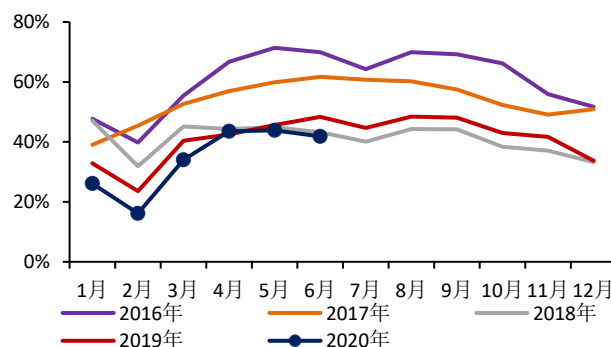
自2018年下半年，国家能源局印发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》，我国迎来了新一轮特高压建设的时期。进入2020年，特高压的建设也成为新基建中重要的组成部分，根据国家电网公开数据统计，2020年预计特高压交流和直流开工项目共计7条，项目数追平上一轮特高压集中建设期的2016年，因此预计今年特高压对铝消费将有带动作用。而由于疫情的原因，上半年国网对特高压钢芯铝绞线招标量有限，导致国内铝线缆开工率处于近年来低位。随着三季度电网采购开始恢复，预计特高压线缆的需求也将回暖，带动铝线缆消费的回升。

图表 6：特高项目开工情况



数据来源：国家电网，金瑞期货

图表 7：铝线缆开工率正处于历史低位



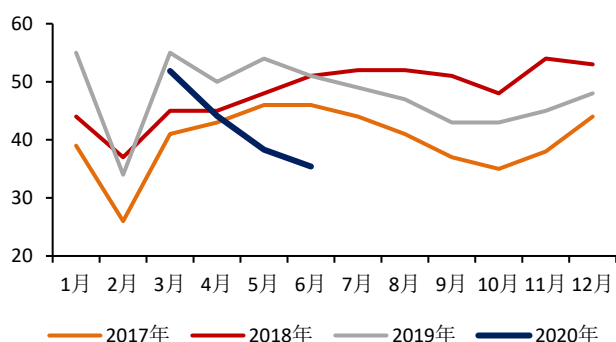
数据来源：SMM，金瑞期货

2.2 内外比值虽有修复预期，但出口仍是拖累

上半年由于中国与海外疫情复苏步调不一，中国疫情防控得当率先海外进行复工复产，铝需求快速回暖带动国内铝价回升，反观海外，疫情影响时间较国内严重延长，欧美经济重启时间较晚，导致伦铝反弹滞后国内，内外的复工时间差导致内外比值不断攀升且到了近年来最高的水平。可以说上半年海外需求处于持续低迷中，从未锻造铝及铝材出口数据来看，1-6月累计出口量为236.6万吨，较去年同期相比下滑了20%左右。从单月表现来看，从3月份起便处于持续下滑的过程。

随着欧美经济重启，伦铝近期有所反弹，比值略有回落。但由于海外疫情并未得到控制，复苏进度较缓，尤其是美国出现疫情二次反弹后，超半数州被迫宣布暂停或延迟下一阶段经济复苏计划，对经济复苏形成较大干扰，因此短期内外比价仍难以回落。当然乐观预期下，美国疫情在三季度能够得到控制，四季度经济持续复苏，那么内外比值将有所修复，带动出口量的回暖，但整体下半年出口同比预计仍表现为负增长，预计降幅仍达到20%，出口对于表观需求将形成明显拖累。

图表 8: 未锻造铝及铝材出口持续下滑



数据来源: Wind, 金瑞期货

图表 9: 内外比值持续高位



数据来源: SMM, 金瑞期货

三、国内新投提速，进口流入持续

3.1 上半年稳中有增，下半年增长放量

疫情发生后，铝价历经深“V”走势下坡路时，一度造成国内冶炼产能接近 100%处于现金成本亏损，因此在二月底便传出冶炼厂减产消息，3-4 月份进入集中减产期，减产产能主要集中在青海、甘肃、四川、重庆、辽宁等高成本地区，但此次减产的方式主要以检修停产为主，仅部分产能完全关停。据统计，上半年国内停产产能约为 87.5 万吨，其中检修式停产产能为 34.7 万吨，因亏损关停产能 30.2 万吨，因意外事故引发减产产能为 22.6 万吨。

表格 2 2020 年上半年国内减产产能情况

地区	企业	减产产能/万吨	减产时间	减产方式
山西	朔州能源铝硅合金	2.6	Feb-20	检修
贵州	六盘水双元铝业	3.5	Mar-20	检修
甘肃	东兴铝业嘉峪关&陇西分公司	10.2	Mar-20	检修
重庆	旗能电铝	2.9	Mar-20	检修
宁夏	宁创新材料	2	Mar-20	检修
四川	启明星铝业	0.8	Apr-20	检修
河南	万基铝业	1	Apr-20	检修
贵州	华仁新材料	0.3	Apr-20	检修
青海	百河铝业	1	Apr-20	检修
云南	云铝	3	Apr-20	检修
内蒙古	锦联铝材	3	Apr-20	检修
广西	来宾银海铝业	1.4	Apr-20	检修
青海	黄河鑫业	3	Apr-20	检修
山西	中铝山西新材料	7	Mar-20	减产
甘肃	连城铝业	0.27	Mar-20	减产
辽宁	营口鑫泰	23	Apr-20	减产
重庆	国丰实业	7.2	Mar-20	意外事故
重庆	天泰铝业	7.9	May-20	意外事故
广西	翔吉有色金属	7.5	Jun-20	意外事故
总计/万吨		87.57		

数据来源：百川，SMM，金瑞期货

进入 4 月，铝价便走上持续反弹之路，在价格不断改善的情况下，电解铝冶炼利润不断修复并随后进入丰厚的盈利阶段，产能具备复产动力，除上述因疫情亏损导致停产的产能外，

还包括此前因其他原因停产的产能，根据机构统计，上半年复产产能合计在 84 万吨左右。与此同时，今年是电解铝新建产能投放之年，尽管经历波折，但上半年投产计划完成度较高，尤其是西南地区的重点项目，包括云南神火一期、云铝鹤庆、文山铝业一期以及广元中孚一期均有增量贡献。综合新投、复产以及减产，上半年国内电解铝运行产能仍处于增长区间，根据阿拉丁统计，截至 6 月底，我国运行产能为 3720 万吨，较 2019 年年底 3660 万吨提高了 60 万吨。产量方面，1-6 月累计产量预计为 1812.3 万吨，同比增幅 1.5%。

展望下半年，国内新建产能投放预期仍十分充足，且较上半年增量提高。分区域来看，西南地区仍是下半年新建产能投放的重中之重，包括云南地区的文山铝业、云南神火、云铝海鑫以及宏泰铝业，以及四川地区的广元中孚二期和广西地区的吉利百矿，北方地区同样有新投预期，主要是山西地区的中铝华润以及内蒙的创源金属和白音华。综合预计下半年新增产能投放量为 224.5 万吨，其中西南地区及内蒙创源金属产能按计划投放较为确定，百矿、中铝华润以及白音华存在一定不确定性。此外从投产节奏来看，三季度是产能投放集中期，三季度后半段及四季度产量增量将更为明显。预计下半年电解铝产量将达到 1904 万吨，同比增加 104 万吨，全年电解铝产量预计为 3717 万吨，同比增加 3.7%。

表格 3 2020 年下半年新增产能计划（估）

地区	企业	新增产能/万吨	预计投产时间
云南	文山铝业	35	5 月已投，下半年继续
云南	云铝海鑫	35	7 月
云南	云南神火	30	下半年继续投
云南	宏泰铝业	30	8 月
四川	广元中孚	25	7 月
山西	中铝华润	12.5	8 月
内蒙古	创源金属	32	8 月
内蒙古	白音华煤电	10	Q4
广西	百矿铝业	15	待定
合计		224.5	

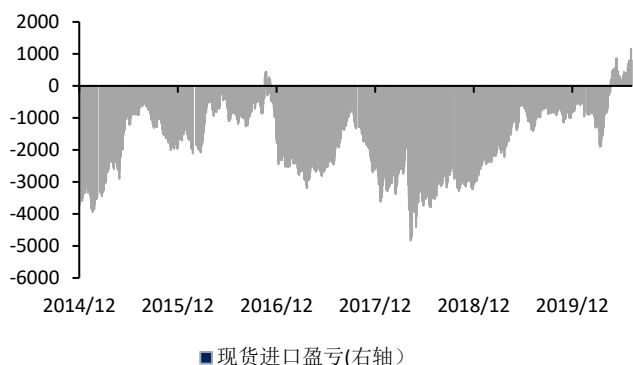
数据来源：百川，ALD，金瑞期货

3.2 盈利窗口开启，进口冲击持续

疫情的发生不仅带来了罕见的深“V”反弹，还罕见地打开了的原铝进口窗口，经过我们测算，原铝现货进口窗口于 5 月初开启并一直持续到现在。随着窗口的持续开启，市场有关原铝进口的传闻不断，对原铝进口冲击国内市场较为担忧，从最初的 10 万吨到 30 万吨，

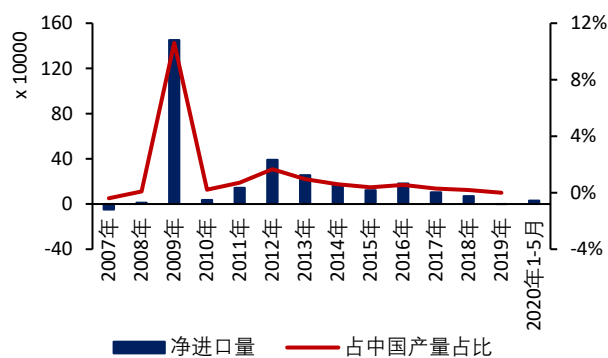
甚至一度传出 50 万吨进口量级的消息，但事实证明进口量远不及预期，从 5 月海关数据来看，当月原铝进口量 1.83 万吨，虽然同比和环比均明显提高，但显然不及传言的量级。

图表 10: 原铝进口窗口罕见持续性打开



数据来源: Wind, 金瑞期货

图表 11: 2007 年以来我国原铝净进口情况



数据来源: 海关总署, IAI, 金瑞期货

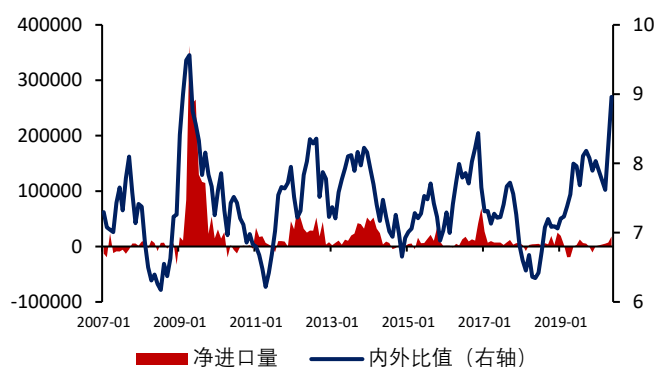
那么对于下半年原铝进口又该如何判断呢？我们试图追溯历史数据来寻找思路。从近十几年来看，我国大部分年份处于原铝净进口状态，但量级基本没有超过 40 万吨，从比例上来看，净进口量占我国原铝产量的比重也很少超过 2%，那么唯一一次例外就是 2009 年，在金融危机发生后，我国原铝净进口量创纪录的达到了 145 万吨，约为当年中国原铝产量的 10% 左右。那么今年进口窗口的开启是否能够再现历史呢？我们从空间和时间两个维度进行分析。

空间维度，主要指利润空间，我们以沪伦现货比值作为参考，内外比值越高，说明原铝进口的相对利润越高。从月度净进口量和沪伦比值来看，两者相关性极高，尤其在比值发生较大变化时，净进口量都发生显著变化。今年自三月起，沪伦比值便迅速拉升，5 月便来到 9 附近，是近十几年来仅此于 2009 年的高位，目前依然维持在这一水平附近。因此有理由相信今年的进口量将会显著提高。

第二个维度是时间，即大量进口的情况能够维持多久，内外比价背后实际代表了国内和海外两个市场的强弱，而 PMI 被认为是经济运行的领先指标，通过将长周期中国以及海外主要经济体 PMI 走势以及内外比值进行对比，可以看到在中国经济运行明显好于海外时（尤其是美国），内外比价通常处于高位，反之亦然。回顾 2009 年，在经历金融危机后，我国经济先行复苏，制造业从低位迅速回暖，而德国和欧洲相对落后于我国，滞后中国几个月 PMI 回到荣枯线以上，在此期间，内外比价不断攀升；对比今年情形，疫情发生后，我国最先恢复正常生产，经济在 4 月便进入全面复苏状态，反观欧美正历经低谷，内外比价迅速拉升，

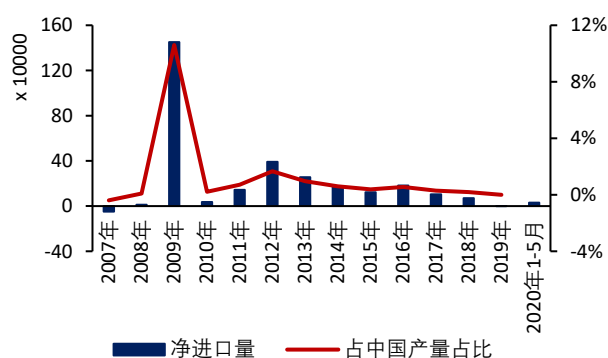
不过随着海外进入复工复产阶段，可以看到 6 月欧美 PMI 指标同样快速回升，导致比价略有回调。对于下半年内外走势，我们认为中国内部经济基本上摆脱疫情干扰，在货币政策宽松且财政政策兜底的情况下，经济将稳步回升；对于海外，尤其是美国，在疫情尚未得到管控后便重启经济，虽然 6 月表现强劲复苏迹象，但二次反弹的情况无疑为其经济复苏的持续性蒙上阴影，因此预计下半年进口窗口仍将开启。

图表 12: 月度原铝净进口量与内外比值关联较强



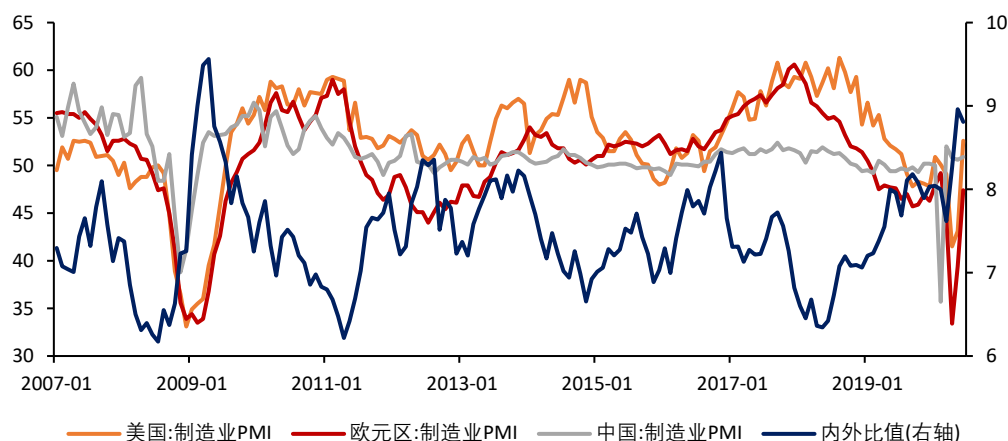
数据来源: Wind, 金瑞期货

图表 13: 2007 年以来我国原铝净进口情况



数据来源: 海关总署, IAI, 金瑞期货

图表 14: 沪伦比值与内外 PMI 的走势相契合



数据来源: Wind, 金瑞期货

综上，空间上今年内外比价高度不及 2009 年，因此单月进口量难达 20-30 万吨的水平，但 5-10 万吨可期；时间上，受累于疫情长尾，美国近期强劲势头受阻，但整体回暖的趋势

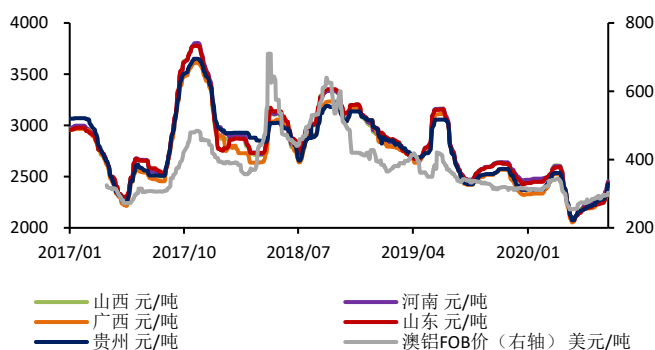
仍可维持，因此大量进口的窗口期相比 2009 年也明显缩短，预计下半年原铝净进口量可达 30-50 万吨的水平，进口货源对国内市场造成一定冲击。

四、产业利润向上修复，成本重心抬升

4.1 氧化铝供需矛盾钝化，价格强反弹缺乏动力

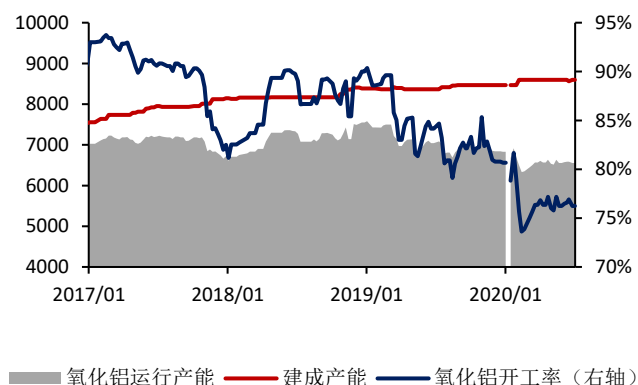
同为铝产业链的一环，氧化铝上半年同样经历了迅速下跌的过程，不同的是，价格复苏的过程却远比电解铝来的艰辛，主要抑制因素仍来自于供应端——国内产能高存量下仍有新投以及海外货源的持续流入。从国内来看，疫情初期，由于交通管制原因，山西、河南两地氧化铝生产原料出现阶段性短缺，导致超 300 万吨氧化铝产能被迫减、停产，氧化铝价格持续走高。但随着铝价暴跌后，3-4 月的集中减产使得氧化铝需求下降，同时供应端国内产能修复、海外进口不断，短缺格局明显改善，价格步入下跌通道。目前在电解铝价格持续反弹以及中铝旗下两家氧化铝厂弹性生产的影响开始反弹，但仍未回到疫情前价格水平。

图表 15: 主要产地氧化铝及进口氧化铝价格走势



数据来源：安泰科，阿拉丁，百川，金瑞期货

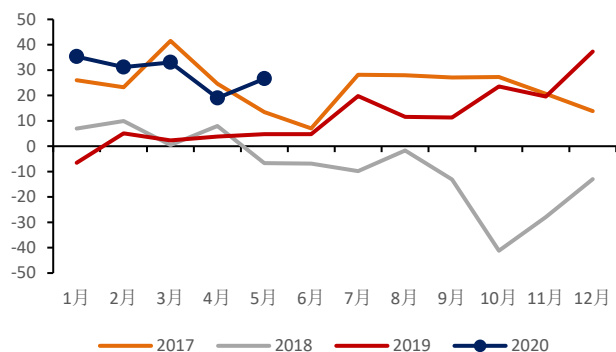
图表 16: 国内氧化铝运行产能持续低位



数据来源：ALD，金瑞期货

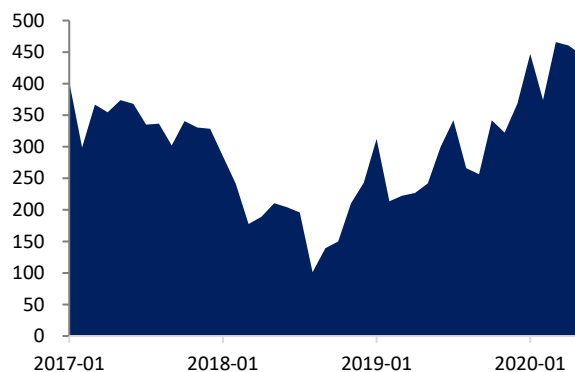
对于下半年氧化铝市场而言，压在这上面的两座大山仍难以撼动。第一座大山是国内产能高存量，根据阿拉丁统计，截至 2020 年 6 月底，我国氧化铝建成产能为 8562 万吨，较 2019 年年底提高了 95 万吨。上半年产能增量主要来源于国电投遵义，而下半年尽管投产预期低于此前，但中铝华晟 200 万吨项目投产概率较大，因此建成产能将进一步提高，对价格施压。第二座大山是进口货源持续涌入，其实上半年国内氧化铝运行产能处于主动或被动因素影响整体处于低水平，截至 6 月底，运行产能仅为 6575 万吨，较去年年底下降了 265 万吨，降幅可观，国内供需实际处于紧缺格局，但由于海外价格暴跌后，进口货源不断涌入国内且月度净进口量维持较高水平，根据海关数据统计，1-5 月我国氧化铝累计净进口量为 145 万吨，对国内缺口形成有效补充。而当前海外需求持续疲软，进口氧化铝价格实际由国内需求所带动反弹，因此进口的大山也难以撼动。

图表 17: 进口氧化铝持续涌入



数据来源: 海关总署, 金瑞期货

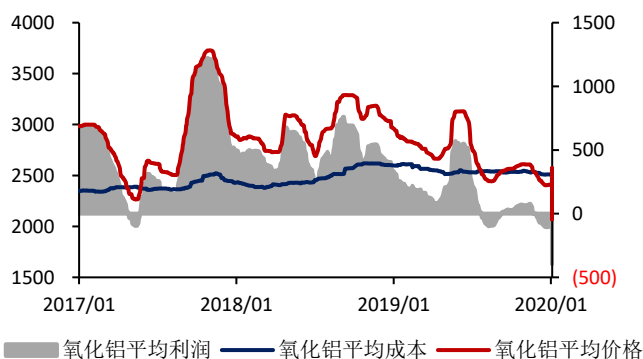
图表 18: 海外氧化铝月度过剩量扩大(kt)



数据来源: IAI, 金瑞期货

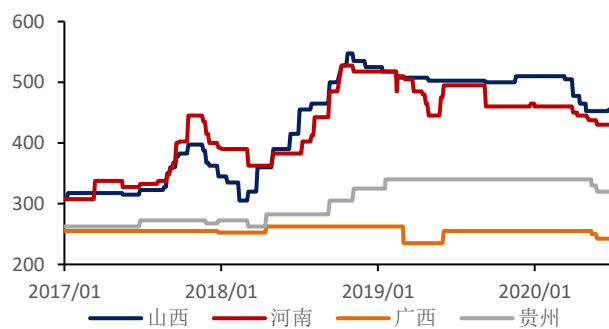
而需求端则对于氧化铝偏利好, 正如前文所述, 下半年电解铝产能将继续增长且释放量级大于上半年, 对氧化铝的需求将持续改善, 氧化铝行业利润将得以修复来刺激产能提升。同时成本端, 国内铝土矿价格也逐步企稳, 且山西地区有反弹迹象, 成本端也将对氧化铝形成支撑。整体来看, 下半年氧化铝价格将受需求端推动反弹, 但国内高存量以及持续进口仍将抑制反弹告诉, 预计整体运行区间在 2400—2700 元/吨。

图表 19: 氧化铝存在利润修复诉求



数据来源: SMM, 金瑞期货

图表 20: 国内铝土矿价格止跌企稳



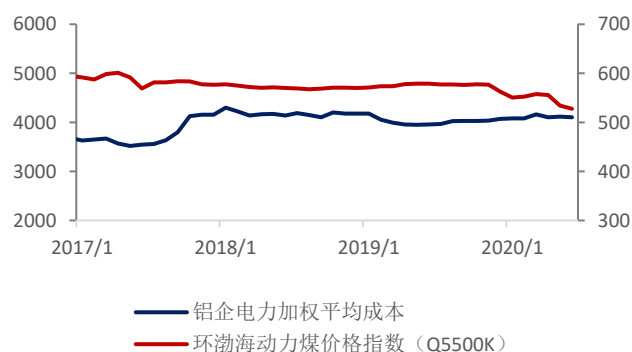
数据来源: SMM, 金瑞期货

4.2 电力成本稳定, 辅料价格存在修复空间

电力成本方面, 根据阿拉丁统计, 6 月份全国电解铝产能加权平均成本为 4104 元, 较环比小幅下滑, 但上半年依旧保持平稳之势。虽然 5 月份起动力煤价格有所下降, 带动自备电部分成本下滑, 但考虑网电成本多与铝价挂钩, 彼时铝价持续反弹, 网电价格有所提高,

此消彼长，整体维持稳定。对于下半年动力煤有反弹的预期，上行空间也较为有限，电力成本预计小幅波动，整体仍较稳定。

图表 21: 电解铝加权电力成本稳定



数据来源：海关总署，金瑞期货

图表 22: 预焙阳极生产利润存在修复空间



数据来源：IAI，金瑞期货

辅料方面，上半年随着铝价暴跌后，电解铝厂采购预焙阳极价格也不断下降，以魏桥采购价为例，6月采购价为2500元/吨，较去年年底下调了170元/吨，虽然成本端石油焦和煤沥青随原油价格下跌而下跌，但预焙阳极生产仍维持亏损状态。随着下半年原油价格的回暖，成本将支撑阳极价格反弹。

综合来看，当前电解铝成本端处于低水平，随着电解铝产能的提高，氧化铝及预焙阳极的需求改善，存在利润修复动力，而电力成本仍保持稳定，当然两者供应高存量的基本面未变，反弹高度有限，电解铝成本重心将抬升。

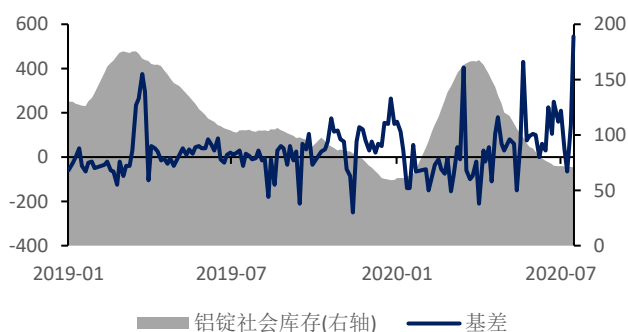
五、低库存的支撑仍将维持

通过上述对供需两端的具体分析可以看出，下半年供需两端呈现双增长局面，而需求在出口拖累下增速不及供应增速，导致下半年整体将呈现累库局面。但是累库是否意味着铝价将顺畅下跌，从近两年铝行业的发展以及价格的走势来看，下半年铝价下行空间较为有限，主要的支撑在于低库存。

从 2019 年下半年以来，国内社会铝锭库存经历了两轮低库存，库存水平均下降至 100 万吨以下，第一轮是在 2019 年下半年的旺季开始，国内库存持续走低，仓单数量也不断下降，造成了仓单量与交割月当月持仓不匹配的局面，现货价差以及当月与次月合约价差快速拉大，市场多头利用该优势进行逼仓。第二轮则是在上半年，国内需求复苏后，库存快速下降，库存水平再度回到 100 万吨以下，且仓单数量同步下降，市场再度呈现对多头有利的局面，同时国内沪铝的强 back 结构使得市场滚动做 borrow 头寸，造成除当月与次月价差持续高位外，次月与隔月（1-2）以及隔月和三月（2-3）价差同样处于较高水平。

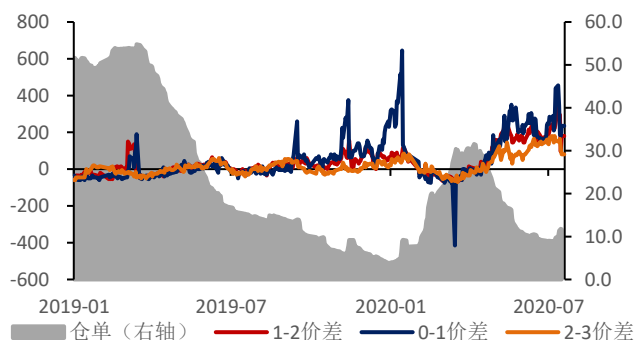
进入下半年，尽管供需边际将向累库转变，但根据我们测算累库幅度并不明显，三季度乃至四季度旺季铝锭库存仍处于 100 万吨以下水平，低库存的支撑将持续存在，因此铝价下行或难以顺畅。

图表 23: 库存下降且处于低位带动基差表现强劲



数据来源：海关总署，金瑞期货

图表 24: 今年以来次月对隔月价差持续高位



数据来源：IAI，金瑞期货

六、总结与展望

下半年供应端将在云南、四川、广西、内蒙等地新建产能投放的计划中呈现持续上升的趋势，而冶炼高利润水平同样刺激前期停产产能进行复产，国内电解铝年产量将达到 3717 万吨，同比提高 3.7%。此外疫情干扰下海外复苏进度缓慢，原铝进口窗口或持续开启，带动海外进口量对国内形成 30-50 万吨的冲击。需求方面，内需仍是带动表观需求改善的重要动力，尤其是建筑地产板块竣工修复预期较强，汽车和特高压环比均表现增长，同比则仍较弱，预计下半年内需增速将达到 5%，但海外需求复苏缓慢不仅带动原铝进口，同时对铝材出口造成严重影响，出口量仍处于低位，下半年出口方面将形成 20% 以上的降速拖累，全年表观需求同比将下滑 0.9%，下半年预计将累库 24 万吨。

基于供需边际由去库转向累库的趋势看，当前铝价高利润难以持续，铝价将承压下行，但考虑到近两年低库存对价格的持续干扰，下半年整体处于累库节奏，但消费旺季下仍大概率表现去库且三季度累库量有限，因此下半年低库存支撑的逻辑仍难破解，铝价下行难以顺畅。整体来看，下半年铝价将处于区间震荡，运行范围在 13500-15000 元/吨。

价格波动节奏方面，三季度前期因累库将小幅下行，但下行空间有限，进入季节性需求旺季后，库存将重新下降，带动铝价具有上涨动力，待四季度后期电解铝产量大量释放叠加需求走弱，铝价将承压下行，因此单边操作上建议三季度逢低做多，待四季度累库信号明确后高位沽空。

套利方面：跨期上建议在旺季前提前布局 borrow 头寸；跨市方面，耐心等待疫情对海外经济体影响趋弱，复苏信号迹象明确后再介入内外正套。

风险提示：国内需求超预期疲软，供应增量不及预期，宏观政策以及政治干扰加大

表格 4 铝季度供需平衡表

供需平衡表										
万吨	2019					2020				
	Q1	Q2	Q3	Q4	Year	Q1	Q2E	Q3E	Q4E	Year
中国产量	889	900	898	903	3589	909	904	932	973	3717
同比/%	1.1%	-1.4%	-3.2%	-2.2%	-1.5%	2.2%	0.4%	3.8%	7.8%	3.6%
净出口	132	141	123	113	509	89	87	90	96	362
同比/%	16.8%	8.4%	-12.2%	-17.4%	-2.1%	-32.8%	-38.6%	-26.9%	-14.9%	-29.0%
中国消费量	717	823	788	826	3154	627	947	835	859	3268
同比/%	0.0%	-0.2%	-2.5%	1.1%	-0.4%	-12.5%	15.0%	6.0%	4.0%	3.6%
供需平衡	40	-65	-13	-36	-75	193	-131	7	18	87
全球产量	1605	1603	1583	1602	6394	1619	1617	1662	1701	6599
同比/%	-0.7%	-1.6%	-1.8%	1.1%	-0.7%	0.9%	0.9%	5.0%	6.2%	3.2%
全球消费量	1528	1703	1619	1613	6463	1397	1468	1590	1681	6136
同比/%	3.5%	1.1%	-3.2%	-6.2%	-1.4%	-8.6%	-13.8%	-1.8%	4.2%	-5.1%
供需平衡	77	-100	-36	-11	-70	222	149	72	20	462.6

分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人受到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市彩田路东方新天地广场 A 座 32 层

电话：400-888-8208