

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

供给矛盾缓和，4 季度铝价或季节性回调

封帆

一德研究院



# 封帆

有色金属分析师  
期货从业资格号：  
F3036024  
投资咨询从业证书号：  
TZ010907

一德研究院 有色金属研究中心

电话：(022) 28130235  
网址：www.ydqh.com.cn  
地址：天津市和平区徐州道12号万通中心802-804  
邮编：300051

## ■ 内容摘要

- 截止9月底，全国电解铝加权平均生产成本在12900元/吨左右，估算国内铝冶炼行业平均盈利在1100元/吨左右。目前电解铝生产原料中阳极价格接近成本，氧化铝利润空间100元/吨，在宏观环境及对消费预期较差的市场氛围下，电解铝企业利润或季节性压缩。
- 国内氧化铝价格承压持续低位，3季度跌破北方地区生产成本，国产氧化铝的主动检修和阶段性环保以及进口铝土矿使用愈加广泛，使得国内铝土矿价格承压下滑，进口铝土矿价格较为平稳且攻击依旧充足，长期主要受海运费波动影响。
- 氧化铝预计全年产量6973万吨，同比减少1%，受利润压制氧化铝新增产能投放缓慢，且出现小面积主动检修情况，加之阶段性环保以及赤泥事故的影响，2019年氧化铝供应段出现小幅紧缩，但全年供应过剩局面不改，预计2019年过剩100万吨。氧化铝出口窗口已经关闭，进口量稳步增加，预计氧化铝将围绕成本线波动，特殊时期受资金扰动影响，全年价格区间2500-2900元/吨。
- 2018年1-9月份中国电解铝产量2649万吨，预计全年电解铝产量3560万吨，同比减少50万吨，2019年电解铝依旧维持小幅负增长1.4%。受利润修复因素影响，4季度电解铝投复产预期增加，积极性提高，但难以改变全年供给端负增长的事实。
- 目前铝表观消费增速持续下调，预计全年增速-0.5%，远低于年初预期4%。但铝锭库存依旧维持快速下滑，主要由于供给端矛盾突出，且我们预计实际消费好于表观消费，电解铝产业链较长，2019年为终端产品去库阶段，后期或迎来补库周期。预计2019年底社会库存降至70万吨。

## ■ 核心观点

铝市场供需矛盾为2019年的主要逻辑，氧化铝价格波动导致的成本变化为短期扰动因素。3季度，氧化铝触底反弹但上涨动力不足，电解铝价格拉涨直接带动铝企利润走高，市场投复产积极性增加，市场对后市供给预期增加，供需矛盾缓和。金九银十传统消费旺季去库不及预期，房地产等宏观数据走弱，消费预期进一步悲观。4季度在经历短暂的消费旺季尾端后，铝价或将迎来季节性回调，但供给端释放有限，社会去库或将缓慢持续进行，铝价下探空间有限。2020年供应段恢复正增长，消费端期待房地产基建的托底加上汽车行业的好转带动，供给及消费不宜过于悲观。

策略上，长线持续以逢低布局多单为主的逻辑不变，等待季节性价格低点，相对安全边际为13600-13800元/吨或铝企利润被压缩。4季度短期可逢高沽空，做季节性波动。暂看4季度价格波动区间为13600-14300元/吨，内外正套仍为长期主逻辑。

# 目录

1. 行情回顾及主要观点 .....	3
2. 国内铝供需平衡 .....	3
3. 电解铝成本分析 .....	4
4. 产业链分析 .....	6
4.1 国内铝土矿价格承压下滑 .....	6
4.2 氧化铝价格触底反弹乏力 .....	7
4.3 行业利润修复，投复产积极性增加 .....	8
4.4 去库持续但速度放缓 .....	9
4.5 铝棒另角度展现消费 .....	10
4.6 下游需求寻支撑 .....	11
免责声明 .....	13

## 1. 行情回顾及主要观点

二季度铝锭社会库存下滑超 60 万吨，市场供需缺口明显，加之第三季度的环保及台风洪水事等事故造成山东魏桥及新疆信发阶段性的停产，三季度铝价底部 13600 元/吨上涨高点冲至 14600 元/吨。但三季度市场消费不及预期，社会库存下滑仅 10 万吨，铝材出口月度环比回落，氧化铝价格底部回升阻力重重，铝企利润最高达到 1700 元/吨，限制产能复产积极，市场对后市供给端存在担忧，且宏观环境进一步悲观，事故造成电解铝企业短期大面积停产却未能造成供需紧张的局面进一步扩大，消费端乐观情绪遭到打压，市场多做空铝企盘面利润及保值单，铝价从 9 月中旬开始回落跌破 14000 元/吨。

2019 年上半年，国际多边贸易摩擦对铝价尚未造成实质性影响，铝材出口维持乐观态势，国内市场消费未见疲态与年初预期基本相符，供给端却低于预期。三季度但随着商品的普遍回调，股市的持续低迷，房地产开工率增速的下滑，汽车行业的持续低位运行，宏观环境尚未有好转趋势，市场避险情绪较浓，铝价短期难以在基本面的支撑下逆势上涨。传统金九银十消费旺季即将结束，4 季度铝价或出现季节性回调，但放眼 2020 年我们依旧维持较为乐观的态度。主要逻辑在于：首先，铝市供需矛盾目前尚未解决，新增产能处于建设投产周期中，能否提速仍待关注，复产产能较为零散且检修周期较长，难以短时间造成产量压力，成本端进一步压制氧化铝价格可能性低；其次，国家出手托底经济的宏观策略维持不变，房地产数据的高位回落，但为维持 GDP 的稳定增长国家或出手加快基建进程，汽车行业国六标准的落地实施意味着国五去库已基本完成，后续将进入补库周期，2019 年或为汽车行业的底部；最后，中美谈判仍在持续进行中。

铝价在传统消费旺季的回调过于明显，4 季度的季节性压力或较为平缓，短期 13800 元/吨的支撑较为有力，四季度铝价或走出先扬后抑的行情，价格低点或在传统春节累库期间前后出现。氧化铝价格虽上涨动力不足但继续下滑空间有限，4 季度将会造成铝企利润明显受到压缩，或可为 2020 年铝价带来更大的弹性。四季度铝价暂看 13600-14300 元/吨，单边可等待季节性价格低点再布局多单。在汇率及贸易摩擦的影响下，铝材出口或出现放缓情况，海外汽车行业及其他消费已较长时间维持弱势，需求或已触底等待反弹，LME 库存稳中有降，海外供需紧张的局面更为明确，内外正套为长期大趋势。

## 2. 国内铝供需平衡

表 2.1 中国铝供需平衡表

(万吨)	期初库存	本期产量	本期净进口量	本期供给量	本期消费量	本期供需平衡	期末库存
2018-07	184.4	312.7	0.5	313.2	319.5	-6.3	178.1

2018-08	178.1	311.3	0.23	311.53	314.93	-3.4	174.7
2018-09	174.7	300.3	0.61	300.91	316.61	-15.7	159
2018-10	159	311.4	0.39	311.79	318.29	-6.5	152.5
2018-11	152.5	295.9	1.91	297.81	311.71	-13.9	138.6
2018-12	138.6	299.2	0.32	299.52	309.52	-10	128.6
2019-01	128.6	296.9	2.5	299.4	290.2	9.2	137.8
2019-02	137.8	268.3	1.93	270.23	233.63	36.6	174.4
2019-03	174.4	298.1	0.3	298.4	306	-7.6	166.8
2019-04	166.8	289	-1.93	287.07	306.87	-19.8	147
2019-05	147	304.1	-1.91	302.19	327.99	-25.8	121.2
2019-06	121.2	293.3	-0.07	293.23	310.33	-17.1	104.1
2019-07	104.1	306.5	0.29	306.79	306.89	-0.1	104
2019-08	104	300.5	1.2	301.7	304.1	-2.4	101.6
2019-09	101.6	292	1	293	305		89.4
2019-10	89.4	303	1	304	314		80
2019-11	80	298	1	299	309		70
2019-12	70	310	1	311	310		71

数据来源：SMM、国家统计局、一德研究院

预计全年电解铝产量 3560 万吨，同比减少 50 万吨，2019 年电解铝依旧维持小幅负增长 1.4%，远小于年初预期共计全年 3%的增速，全年表观消费增速进一步下调至-0.5%。我们认为 2019 年实际消费强于表观消费，由于铝产业链较长，2019 年终端产品处于去库阶段，使得上游铝锭去库表现平平，2020 年终端逐渐步入补库阶段或拉动表观消费。

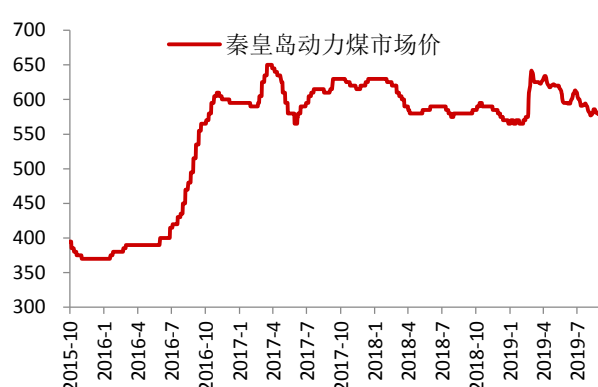
### 3. 电解铝成本分析

图 3.1：国内氧化铝价格



数据来源：wind、一德研究院

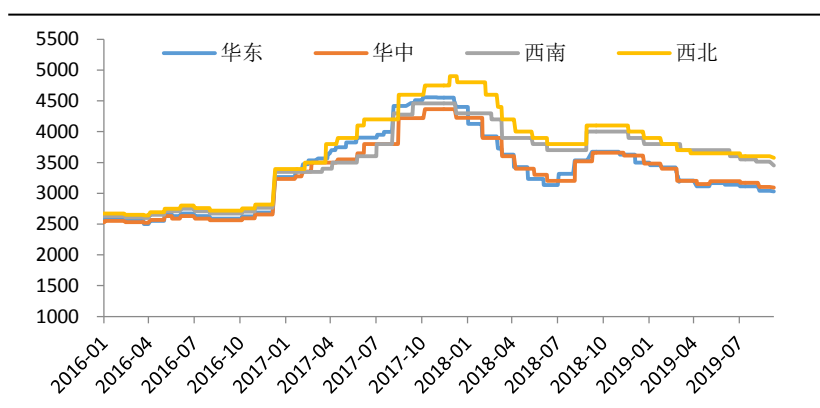
图 3.2：动力煤价格走势



数据来源：wind、一德研究院

2019 年前三季度氧化铝价格高点出现在 5 月份，山西地区突发赤泥污染事件遭到当地居民举报，氧化铝企业面临较大规模的停产改造，氧化铝价格在事件及资金的联合拉动下涨至高点 3100 元/吨。但实则氧化铝减产事件有限，且供大于求的局面未有实质性的改变，氧化铝价格在经历短期创高后迅速回落降至北方地区成本线附近 2450 元/吨，海外氧化铝价格从 420 美元/吨降至 300 美元/吨。三季度末，受铝价及铝企利润拉动以及氧化铝企业自主出现检修情况，加之源源不断的短期环保限制，氧化铝价格触底反弹至 2600 元/吨，短期难以改变的供求关系使得氧化铝价格上涨动力不足，四季度或在冬储的拉动下存在继续反弹上涨的可能，但难有大作为。2019 年氧化铝全年供应过剩局面依旧，氧化铝价格维持围绕成本线的窄幅波动，唯有电解铝企业的利润空间放大方可拉动氧化铝价格的抬升，预计四季度波动区间为 2500-2900 元/吨。2020 年以后氧化铝新增产能依旧源源不断，且远多于电解铝产能投放，虽市场传闻氧化铝指标改革，但尚未出现明确说法，暂看氧化铝价格将长期受供大于求现状压制。

图 3. 3: 预焙阳极价格



数据来源：wind、一德研究院

今年阳极持续为供应过剩，阳极价格长期维持弱势走势，从 3600-4100 元/吨降至 3000-3500 元/吨，跌幅达到 16%。电解铝企业话语权较重，压价力度较大，阳极价格仅能在成本端的支撑下争取少量的加工费。受成本支撑阳极继续下调幅度空间有限，3 季度阳极价格仅下调 3%，4 季度阳极价格维稳概率较大。

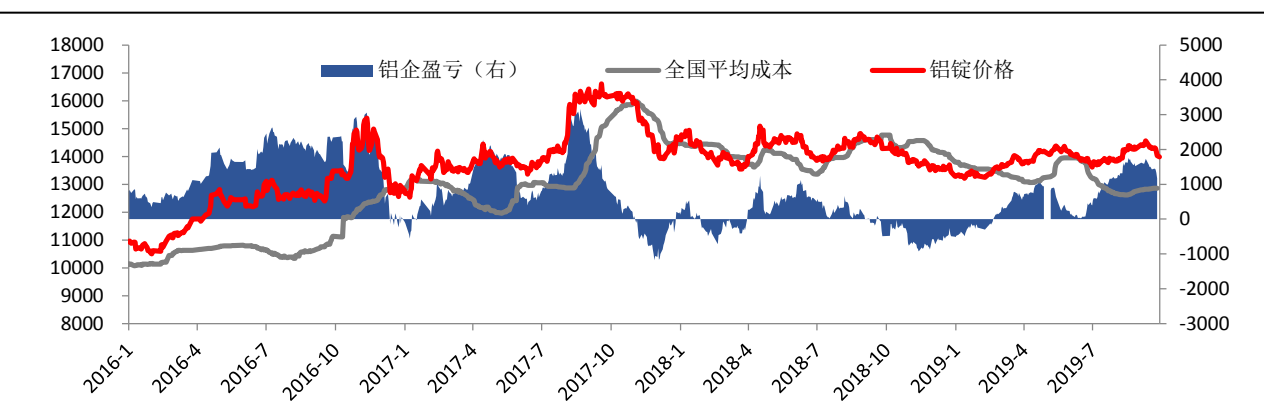
图 3. 4: 电解铝四季度末平均生产成本

原材料	吨铝消耗	单价	金额	备注
氧化铝	1.93	2593	5004	
阳极炭块	0.48	3600	1728	
氟化铝	0.02	10050	201	
冰晶石	0.01	6400	64	
电力成本	13500	0.29	3915	自备电、网电加权
其它经营成本			2000	
<b>综合生产成本</b>			<b>12912</b>	全国成本加权



数据来源：一德研究院

图 3.5：国内铝企加权成本及平均盈利



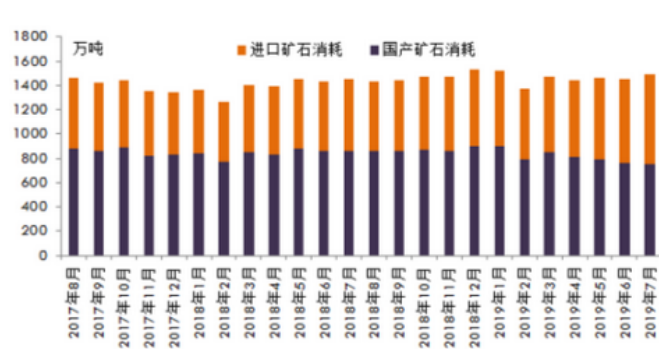
数据来源：一德研究院

根据我们试算截止 9 月底，全国电解铝加权平均生产成本在 12900 元/吨左右，按 9 月现货价 14000 元/吨的价格，估算国内铝冶炼行业平均盈利在 1100 元/吨左右，铝企利润高点 1700 元/吨。目前电解铝生产原料中阳极价格接近成本下滑空间或有限，氧化铝目前价格有 100 元/吨的利润，电解铝利润处于近两年的高位，4 季度在消费疲软以及较差的宏观预期下，铝企利润存在压缩空间，2020 年供小于求的局面弱持续，整体电解铝行业利润均有望良性发展。

## 4. 产业链分析

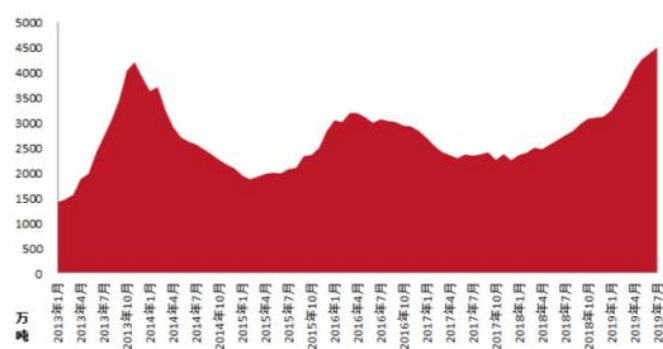
### 4.1 国内铝土矿价格承压下滑

图 4.1.1：铝土矿消耗统计



数据来源：wind、一德研究院

图 4.1.2 主要企业进口铝土矿库存



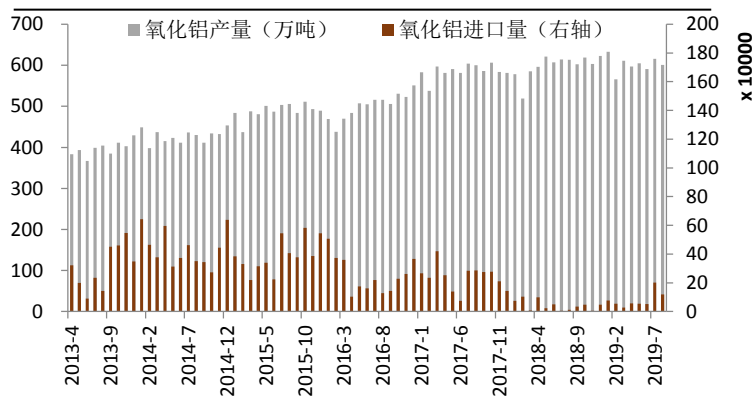
数据来源：海关总署

国内氧化铝价格承压持续低位，3 季度跌破北方地区生产成本，国产氧化铝的主动检修和阶段性环保以及

进口铝土矿使用愈加广泛，使得国内铝土矿价格承压下滑，3 季度主流铝土矿价格下滑 20-40 元/吨。进口铝土矿价格较为平稳且攻击依旧充足，长期主要受海运费波动影响。进口铝土矿库存持续增加至 4500 万吨。

## 4.2 氧化铝价格触底反弹乏力

图 4.2.1: 氧化铝月产量及进口量



数据来源：wind、一德研究院

表 4.2.1 氧化铝供需平衡表

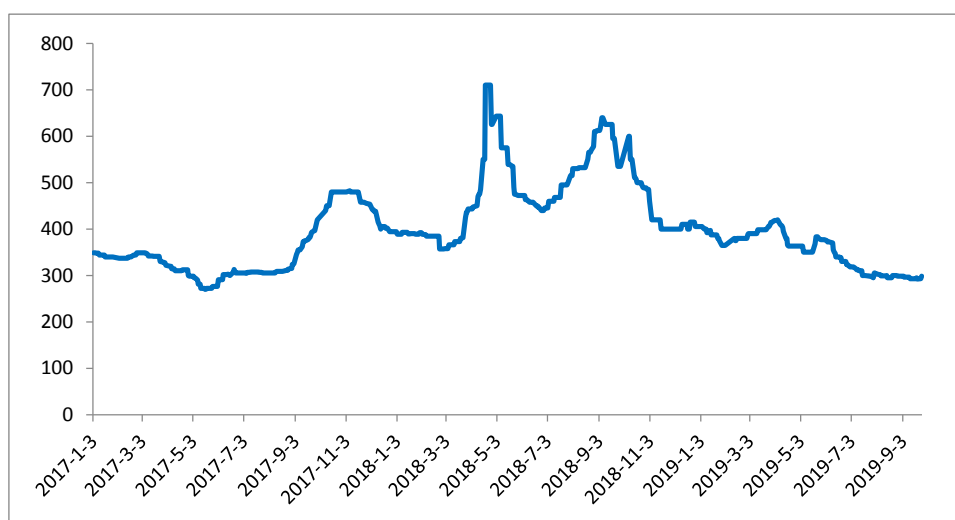
(万吨)	本期产量	本期净进口量	本期供给量	本期消费量	本期供需平衡
2018-07	591	-9.8	581.2	609.8	-28.6
2018-08	591.8	-1.7	590.1	607.0	-16.9
2018-09	594.7	-13.1	581.6	585.6	-4.0
2018-10	603.9	-41.2	562.7	607.2	-44.5
2018-11	608.2	-28	580.2	577.0	3.2
2018-12	617.9	-13	604.9	583.4	21.5
2019-01	613.3	-6.5	606.8	579.0	27.8
2019-02	563.5	5.1	568.6	523.2	45.4
2019-03	601.9	2.3	604.2	581.3	22.9
2019-04	580.6	3.8	584.4	563.6	20.8
2019-05	597.1	4.8	601.9	593.0	8.9
2019-06	576.2	4.8	581	571.9	9.1
2019-07	569.7	19.8	589.5	597.7	-8.2
2019-08	556.6	11.6	568.2	586.0	-17.8
2019-09	556	6	562	569.4	-7.4
2019-10	580	5	585	590.9	-5.9
2019-11	578	6	584	581.1	2.9
2019-12	600	3	603	604.5	-1.5

据国际铝业协会数据显示，今年 1-8 月全球氧化铝（包括中国）产量为 8937 万吨，同比增加 310 万吨。据



SMM 数据统计，中国氧化铝 1-8 月份产量 4659 万吨，我们预估全年氧化铝产量 6973 万吨，同比减少 1%。受氧化铝利润压制，2019 年氧化铝新增产能投放缓慢，且出现小面积的主动检修，阶段性的环保及赤泥事故造成短暂的停产影响今年产量。即使氧化铝供应端出现小幅下滑，但全年供应过剩的局面尚未改变，预计 2019 年氧化铝供应过剩 100 万吨。氧化铝出口窗口彻底关闭，进口量逐步增加，海内外氧化铝价格压力较大，在排除资金短期扰动的情况下，国内氧化铝价格或在成本线附近波动，预计四季度波动区间 2500-2900 元/吨。

图 4.4.4 进口氧化铝 FOB 价格



进出口方面，2019 年 1-8 月份进口总量 64 万吨，出口总量 18.9 万吨，净进口量 45 万吨。随着海外氧化铝项目的陆续投复产，氧化铝 FOB 价格持续走低，进口量呈现递增的趋势，国内出口窗口的关闭加之进口量的增加使得国内氧化铝供应压力进一步增加。

### 4.3 行业利润修复，投复产积极性增加

图 4.3.1: 沪铝现货价及升贴水

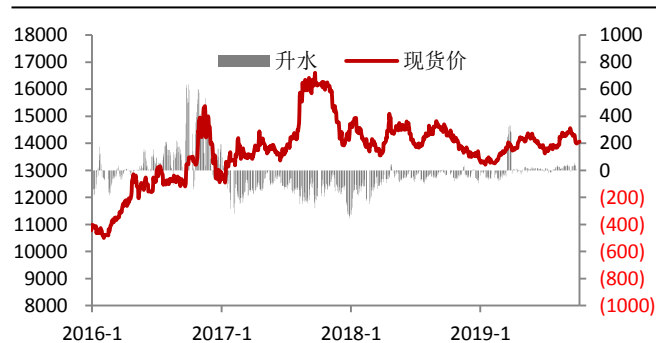
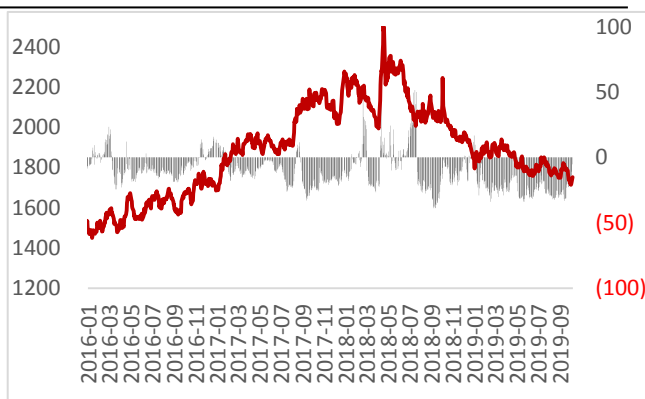


图 4.3.2: 伦铝现货价及升贴水

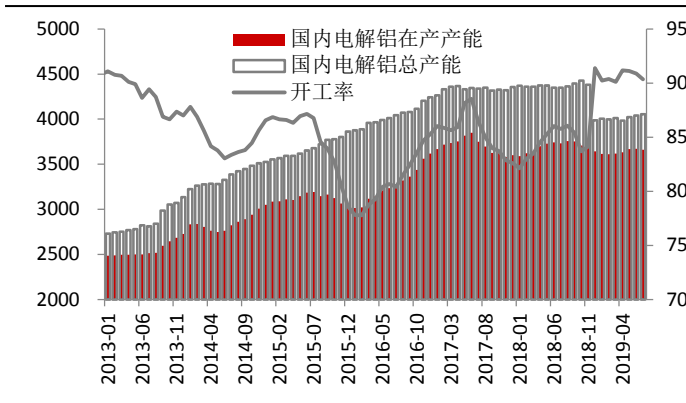


数据来源: wind、一德研究院

数据来源: wind、一德研究院

铝锭社会库存经历二季度的持续下滑跌破 100 万吨，铝价攀升至高点 14600 元/吨，铝企利润最高达到 1700 元/吨，即使 9 月份铝价回调铝企利润仍旧在 1100 元/吨，处于近两年高位水平。电解铝企业投复产积极性增加，短期受事故影响投放依旧受到抑制，但将在未来 1 年内陆续释放，尚未达到改变供需关系的水平，铝锭现货价格依旧维持高升水状态。

图 4.3.3: 国内电解铝产能产量



数据来源：阿拉丁、一德研究院

据国际铝业协会统计，2019 年 1-8 月份全球电解铝产量 4246 万吨，同比减少 26 万吨，据阿拉丁数据统计，中国 2019 年 1-9 月电解铝产量 2649 万吨，同比减少 53 万吨。前期受氧化铝及电解铝整体行业利润压缩的影响，电解铝企业利润空间有限且资金紧张，新增产能释放速度较缓，西北地区个别电解铝企业因长期亏损且电价难以下压被迫减产甚至推出电解铝行业，加之事故原因导致电解铝产量受到较大影响。随着铝企利润的修复并达到近年高位，限制产能复产积极性增加，4 季度开始计划的新增产能将会陆续投放，2020 年电解铝供给端将恢复正增长，但四季度难有实质性改变。

#### 4.4 去库持续但速度放缓

图 4.4.1: 铝锭社会库存

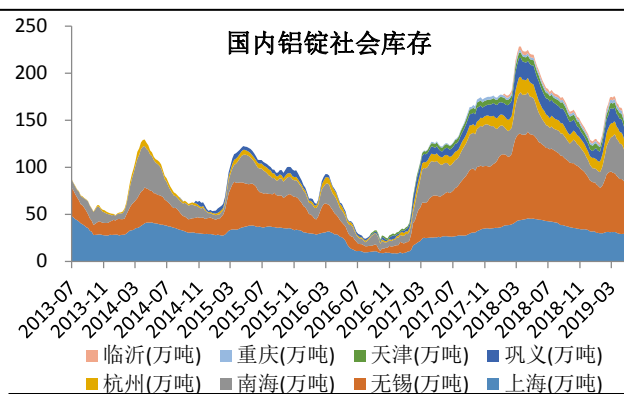
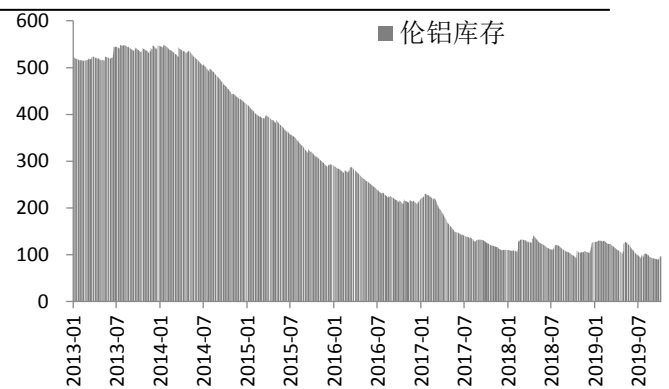


图 4.4.2: 伦铝库存



数据来源：wind、一德研究院

数据来源：Wind、一德研究院

图 4.4.3: 铝锭出库量



数据来源：我的有色网

三季度铝锭出库量较往年表现中规中矩，铝锭社会库存下滑较为平缓仅有 15 万吨，铝棒库存不降反增 1.65 万吨，铝水直接生产成铝棒厂对厂供应下游，省去了铝棒或者铝锭进入社会库存的环节，综合来看终端消费无亮眼表现。截止 2019 年 9 月底，铝锭社会库存约 89 万吨，从 3 月中旬库存最高 175 万吨算起，库存下降了 85 万吨，三季度库存下滑近 15 万吨。目前行业利润得到修复，供应端供给的动力增加，但目前供需矛盾依旧，期待政策对基建等下游消费的刺激，四季度维持弱去库预期。LME 铝库存整体保持下滑态势，目前已跌至 96.5 万吨库存。

#### 4.5 铝棒另角度展现消费

图 4.5.2: 铝棒库存

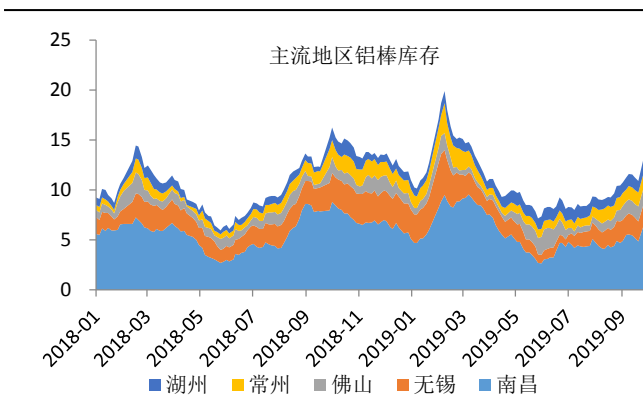
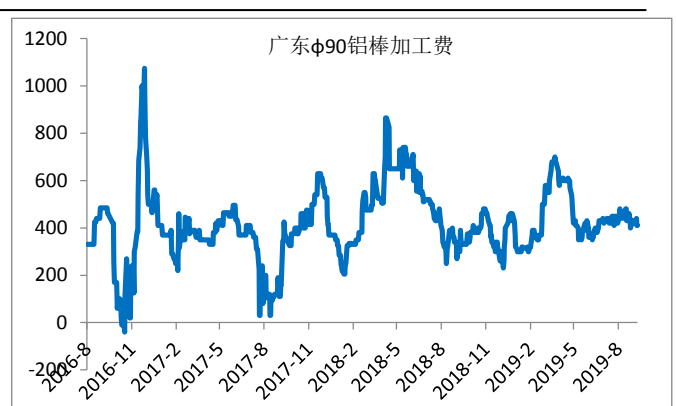


图 4.5.3 铝棒加工费（广东地区 φ90）



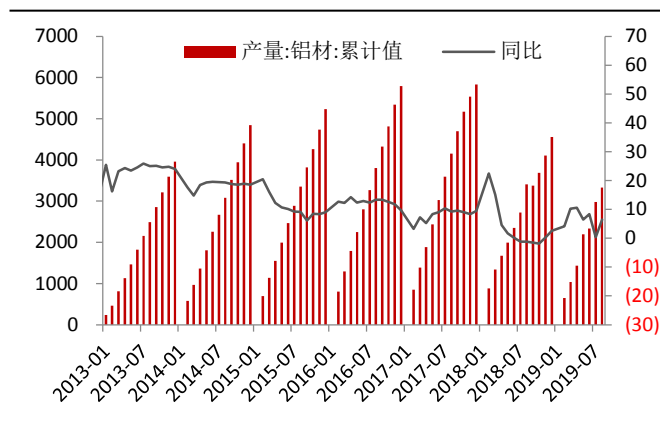
数据来源：wind、一德研究院

随着铝棒逐渐成为社会的主流产品，铝棒的库存情况及加工费情况及可从另一方面体现社会的消费情况及供

需关系。3 季度铝棒库存增加 1.65 万吨至 10.9 万吨，传统消费旺季铝棒加工费稳定在 400-450 元/吨缺乏上涨动力，侧面表明消费不及预期。

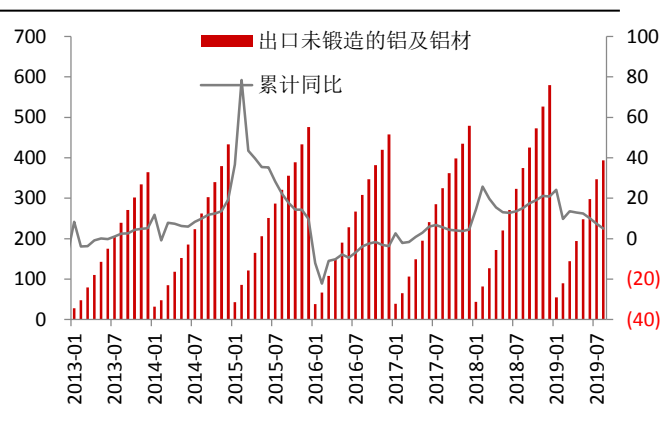
## 4.6 下游需求寻支撑

图 5.6.1: 国内铝材产量



数据来源: wind、一德研究院

图 5.6.2: 未锻造的铝及铝材出口



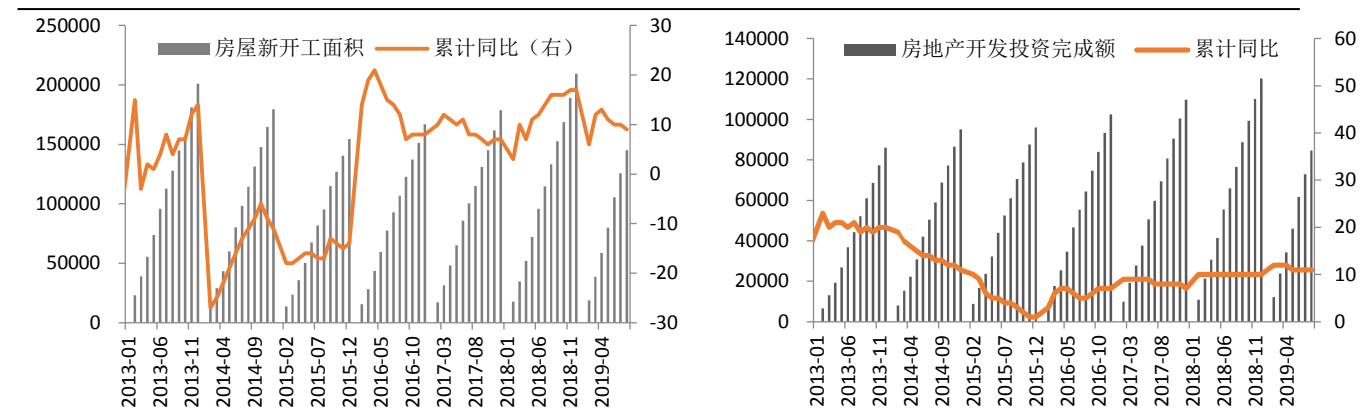
数据来源: wind、一德研究院

从下游消费量来看，国内 2019 年 1-5 月铝材累计产量 3332 万吨，同比增加 6.5%，增幅维持乐观态势，暂看远高于预期铝产业全年消费增速。环比看上半年铝材产量也处于上升阶段，虽广东市场普遍反映春节后当地建筑型材开工率不及往年，或因回款账期较长以及高压环保的因素，导致当地小型建筑型材加工企业订单被迫向大厂转移，小厂开工率出现较为明显的回落，大厂开工率维持较高运行水平，总体建筑型材水平相较往年处于弱势。北方地区工业型材受政策对特高压项目的刺激订单从 2018 年 11 月份开始明显增加，并且北方地区仍在积极投资建设下游加工厂。

出口方面，经过一年的制裁及加关税影响，中国适应并且开辟了新的市场，对美铝材出口量逐步下滑，但整体出口量继续呈现增长态势，但海外消费较弱及沪伦比值的原因导致增速有所下滑。中国海关总署公布的数据显示，中国 8 月未锻轧铝及铝材出口量为 47 万吨。1-8 月未锻轧铝及铝材出口量为 394 万吨，累计同比增加 5%。目前人民币贬值虽有利出口，但沪伦除汇比值的持续上涨已使得铝材出口难以盈利，出口量难创新高，但全年铝材出口依旧维持乐观正增长预期。

图 4.6.3: 新屋开工面积累计和同比

图 4.6.4: 房地产开发投资完成额和同比



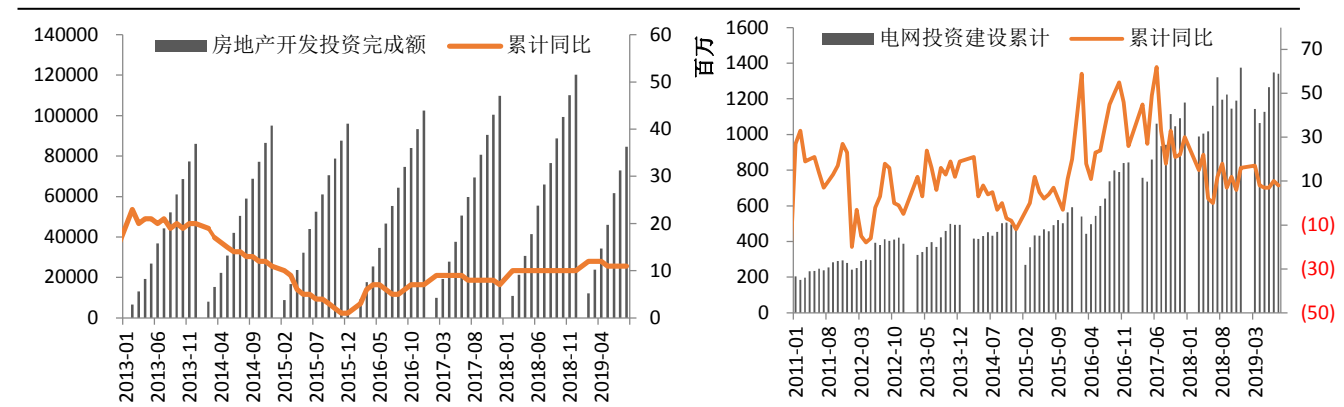
数据来源：wind、一德研究院

数据来源：wind、一德研究院

建筑仍然是铝消费的最重要部分。统计局数据显示，2019年1-8月份，全国房地产开发投资84589亿元，同比名义增10.5%，房屋新开工面积145133万平方米，增长9%，竣工面积累计同比增速-10%。销售面积增速环比提升，累计增速继续增长，随步入低基数区间，四季度销售增速有望稳中有升，开工、投资增速如期下降，预计四季度将继续回落，竣工单月回正，四季度望继续回升。

图 4.6.5: 汽车产量累计和同比

图 4.6.6: 电网投资建设累计和同比



数据来源：wind、一德研究院

数据来源：wind、一德研究院

汽车方面，中国汽车工业协会数据，1-8月中国汽车产销分别完成1593.9万辆和1610.4万辆，产销量比上年同期分别减少12.1%和11%，降幅收窄，1-5月，我国新能源汽车产销完成79.9万辆和79.3万辆，比上年同期增长31.6%和32%。新能源汽车依旧维持增速，但由于基数较低影响有限。国六标准落地意味着国五汽车去库基本完成，后续将迎来新一轮的补库阶段，汽车行业有望触底反弹，且2019年基数较低，2020年有正增长的可能。

电网投资方面，中电联的数据显示，1-8月份，全国电网工程完成投资2378亿元，同比下降15.2%，降幅收窄。今年以来电网投资建设明显放缓，电网投资对铝的消费本身占比不高，对整体铝下游需求影响不大，而特高压项目将会推动铝用消费。

因此，由于全年GDP增速目标从6.7%降至6-6.5%，严峻的国内经济形势以及紧张的国际多边贸易环境使得生产制造业承压，增速出现较为明显的下滑。铝作为较为高端品种，在国家的刺激政策下，维持相对乐观的态度。

## 免责声明

- ▶ 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德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引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- ▶ 一德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。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德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，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

### 北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703  
Tel: 010-8831 2088

### 上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室  
Tel: 021-6257 3180

### 天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）  
Tel: 022-2813 9206

### 天津滨海新区营业部 300457

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元  
Tel: 022-6622 5869

### 天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301  
Tel: 022-5822 0902

### 天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）  
Tel: 022-2330 3538

### 郑州营业部 450008

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室  
Tel: 0371-6561 2079

### 大连营业部 116023

辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2702号房间  
Tel: 0411-8480 6701

### 淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间  
Tel: 0533-358 6709

### 宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号  
Tel: 0574-8795 1915

### 唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室  
Tel: 0315-578 5511

### 烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室  
Tel: 0535-216 3353/216 9678

### 杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室  
Tel: 0571-8799 6673