

消费逐步复苏，铝价震荡偏强



走势评级:

铝:震荡

报告日期:

2019年2月28日

★电解铝厂减停产增多，供给端压力不大:

一季度国内新增电解铝产能预计为79万吨，减停产能预计为64万吨抵消了大部分增量，国内原铝供应依然维持低的增速。目前尽管铝价有所上行，但行业的利润情况仍不足以导致供应端的显著提速。此外，铝锭春季累库速度基本在市场预期之内，略低于去年同期水平。

★消费复苏支撑铝价，成本下移是风险:

在原铝供应端较为稳定的背景下，影响3月铝价走势的核心变量是消费。目前下游消费正处于合理复苏水平。3月铝锭累库速度会逐渐放缓，考虑到目前供应增速在低位，不排除3月出现小幅去库的可能。3月总计有130万吨的新增氧化铝产能预计能够出产品，因此氧化铝供应压力增大，价格面临下跌压力，电解铝成本端有下移风险。不过考虑到目前北方氧化铝价格已经接近了部分企业的完全成本线，因此3月份价格进一步下跌的空间不会太大。

★投资建议:

铝价已经反弹至18年3月份水平(18年全年低点)，贸易摩擦的影响逐渐缓和，铝价走势将更多的取决于基本面因素。当前铝价仍接近电解铝企业现金成本曲线80分位处，成本的压力导致原铝供应增速仍维持在较低水平，3月份消费端季节性的走强会缓解铝锭库存的上升压力，甚至可能出现小幅去库，铝价预计将具备一定的上涨动能。风险点在于成本端有一定下行压力，因此建议投资者采取稳健的逢低买入策略，沪铝主力合约目标价格为14000元/吨。

★风险提示:

中美贸易摩擦升级，消费复苏不及预期。

曹洋 高级分析师(有色金属)

从业资格号: F3012297

投资咨询号: Z0013048

Tel: 8621-63325888-3904

Email: yang.cao@orientfutures.com

联系人:

孙伟东 高级分析师(有色金属)

从业资格号: F3035243

Tel: 8621-63325888-2523

Email: weidong.sun@orientfutures.com

主力合约行情走势图(铝)

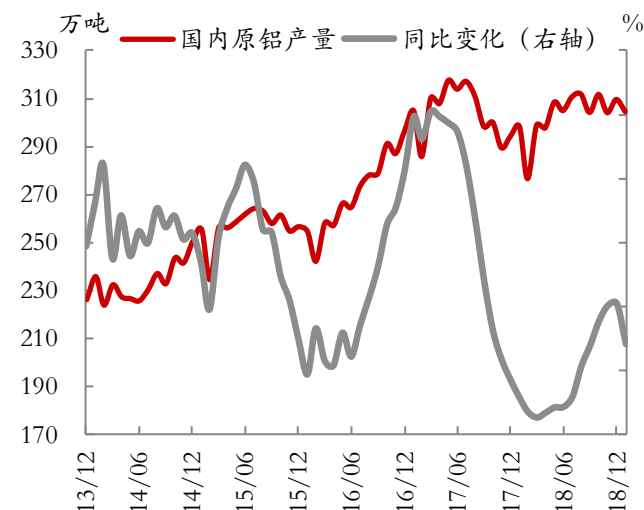


1、电解铝厂减停产增多，供给端压力不大

2月随着宏观利多的集中释放（包括社融数据超预期，以及中美谈判取得积极进展）有色金属价格集体反弹。抛开宏观因素不谈，铝行业基本面也支持铝价上涨。逻辑如下：

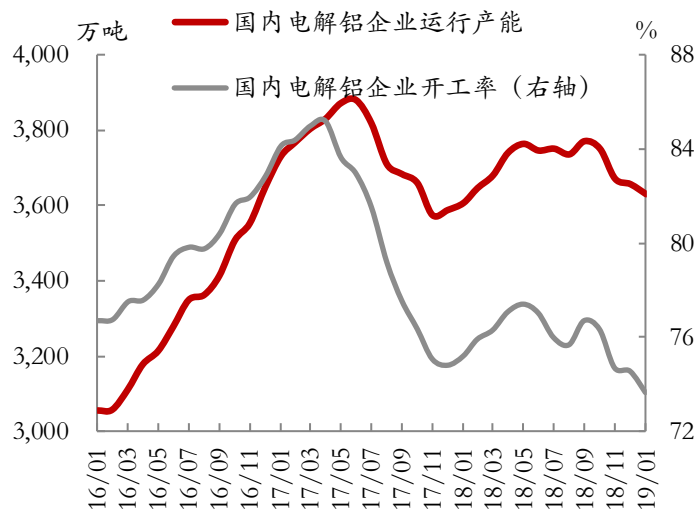
原铝供应压力较小：根据我的有色网数据，国内19年1月电解铝企业运行产能为3630.5万吨，环比降低26.5万吨，开工率为73.6%，环比降低0.9%。1月原铝产量为304.62万吨，同比增加1.2%，环比增加0.3%。尽管1、2月国内有不少新增电解铝产能投产，但减停产能的数量同样不小，抵消了大部分增量，国内原铝供应依然维持低的增速。目前尽管铝价有所上行，但行业的利润情况仍不足以导致供应的显著提速。

图表 1：国内原铝供应压力不大



资料来源：ALD，东证衍生品研究院

图表 2：国内电解铝运行产能持续降低



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

图表 3：一季度电解铝新增产能投产情况

企业名称	新增产能	投产时间	备注
陕西美鑫	9	1月	已投
内蒙古创源	30	1月	已投
百矿德保	10	2月	已投
云铝昭通	10	2月底3月初	待投
云铝鹤庆	10	2月底3月初	待投
广西苏源	10	3月	待投
总计（万吨）	79	-	-

资料来源：百川资讯，爱择咨询，东证衍生品研究院

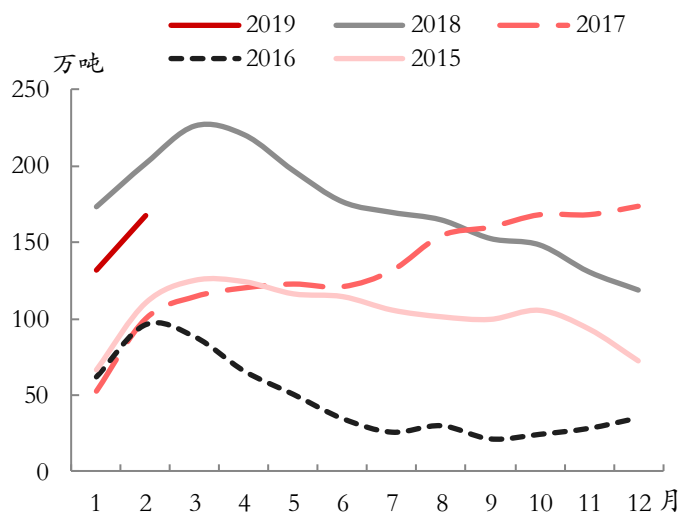
图表 4：一季度国内电解铝企业减停产情况

企业名称	停产产能	停产时间	备注
华圣铝业	4	1 月	已停
恒康铝业	12	1 月	已停
中铝山西新材料	4	1 月	已停
华宇新材料	11	1 月	已停
西部水电	5	1 月	已停
河南永登	5.5	2 月	已停
内蒙古通顺	11.5	2 月	已停
华圣铝业	11	3 月	待停
总计（万吨）	64	-	-

资料来源：百川资讯，爱择咨询，东证衍生品研究院

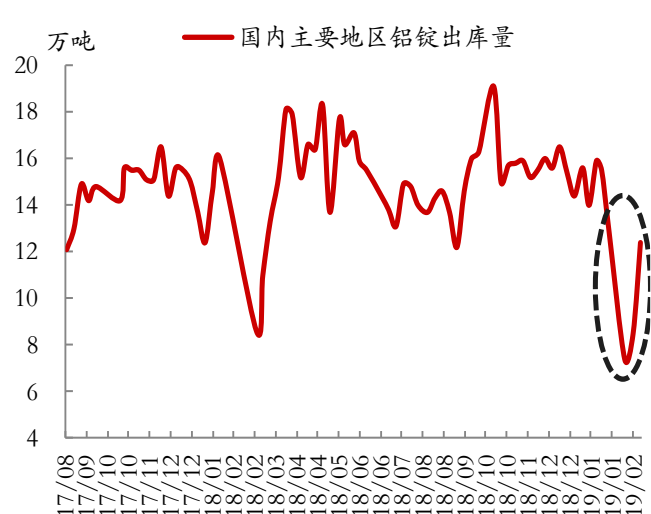
铝锭累库速度低于去年同期：根据我的有色网公布的库存数据，截至 2 月 25 日国内铝锭社会库存为 167.4 万吨，同比去年降低了 34.3 万吨。我们统计了今年春节前一周至春节后两周的铝锭库存增幅为 39.9 万吨，去年同期为 47.1 万吨，今年累库速度基本在市场预期之内，且略低于去年同期。

图表 5：国内铝锭春节累库速度符合预期



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

图表 6：铝锭出库量逐步回升



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

2、消费复苏支撑铝价，成本下移是风险

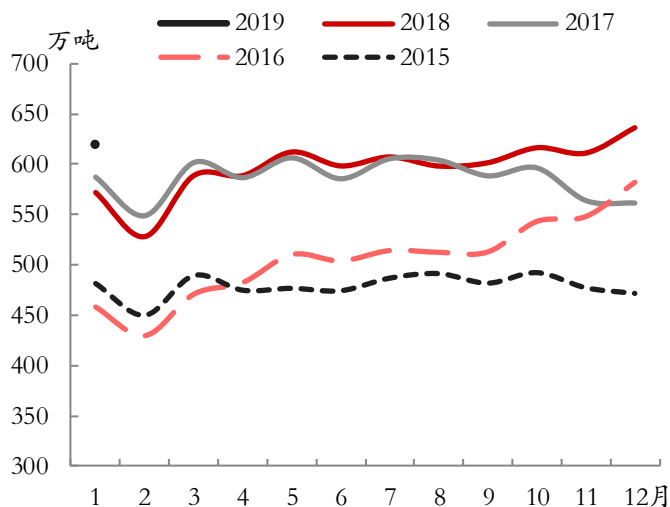
在原铝供应端较为稳定的背景下，影响3月铝价走势的核心变量是消费。2月26日，我的有色网公布的铝锭出库量为12.4万吨，环比增加3.7万吨，同比增加3.8万吨。目前下游消费正处于合理复苏水平。参照往年情况春季累库一般在3月见顶，预计今年3月铝锭累库速度会逐渐放缓，考虑到目前供应增速在低位，消费复苏正常，不排除3月份出现小幅去库的可能。

图表 7：历年3月铝锭库存变动情况

单位：万吨	2018	2017	2016	2015
2月末库存	173.4	52.8	61.9	66.4
3月末库存	201.7	100	95.9	110.3
库存变化	24.6	14.4	-8	14.8

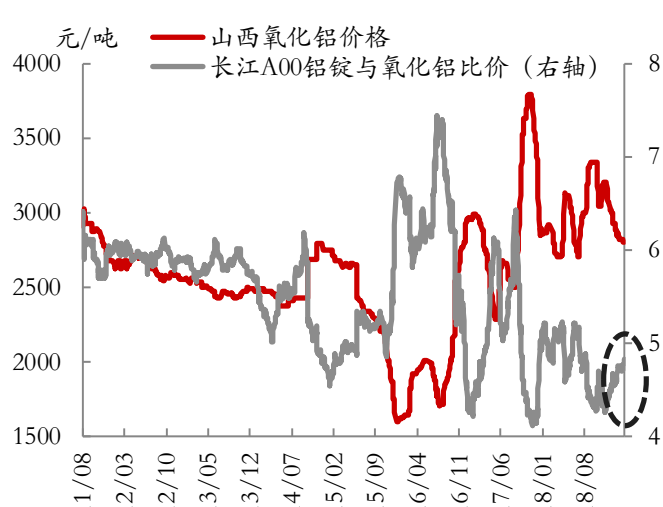
资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

图表 8：氧化铝供应维持高位



资料来源：ALD，东证衍生品研究院

图表 9：氧化铝价格回落利润被压缩



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 10：国内一季度氧化铝新投产产能安排

省份	企业名称	产能（万吨）	投产时间
重庆	中铝重庆	80	3月份出产品
山东	无棣齐星	50	3月份出产品

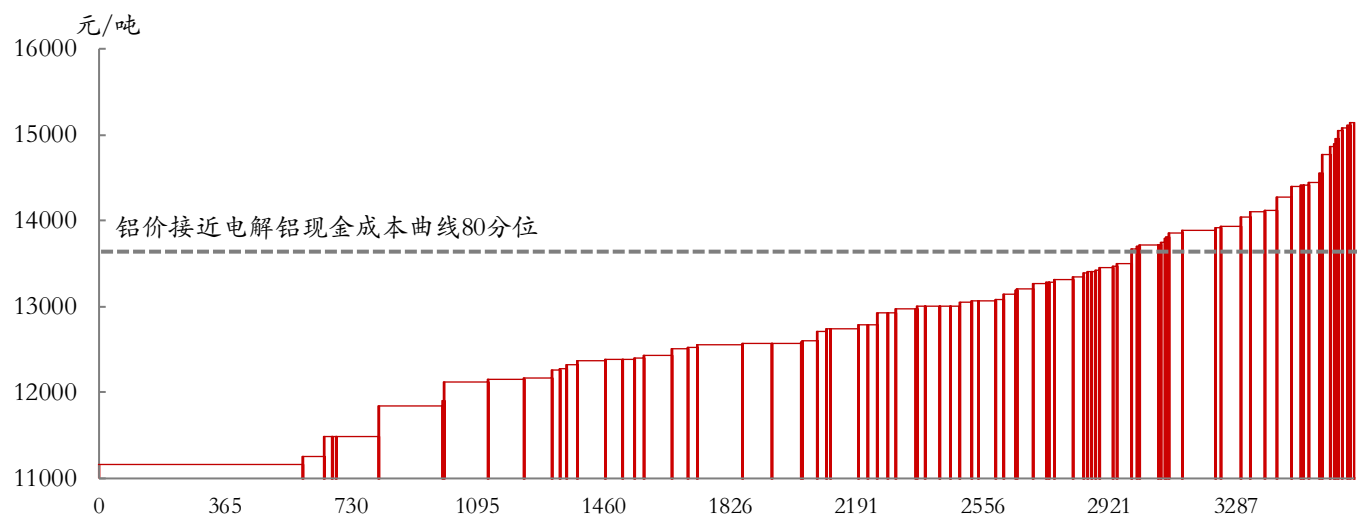
资料来源：爱择资讯，东证衍生品研究院

三月铝价最大的下行风险点在于氧化铝。氧化铝价格自 19 年年初以来延续了小幅下跌的走势，主要原因是国内氧化铝的供应呈现一定过剩：国内 1 月氧化铝产量为 595.35 万吨，环比降低 0.1%，同比 1.1%；运行产能为 7240 万吨，对比国内电解铝运行产能过剩 162.2 万吨。截至 2 月 15 日，国内氧化铝主产区、主要场站即时存货总量为 219.4 万吨，国内氧化铝库存已经回归正常水平。3 月份有总计 130 万吨的新增氧化铝产能预计能够出产品，因此氧化铝供应压力会进一步增大，价格面临进一步下行风险。不过考虑到目前北方氧化铝价格已经接近了部分企业的完全成本线，因此 3 月份进一步下跌的空间不会太大。

3、投资建议

铝价已经反弹至 18 年 3 月份水平（18 年全年低点），贸易摩擦的影响逐渐缓和，铝价走势将更多的取决于基本面因素。当前铝价接近电解铝企业现金成本曲线 80 分位处，成本的压力导致原铝供应增速仍维持在较低水平，3 月份消费季节性的走强会缓解铝锭库存的上升压力，甚至可能出现小幅去库，铝价预计将具备一定的上涨动能。风险点在于成本端有一定下行压力，因此建议投资者采取稳健的逢低买入策略，沪铝主力合约目标价格为 14000 元/吨。

图表 11：电解铝企业现金成本曲线



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院（注：铝锭现货价格为 2 月 28 日长江价）

4、风险提示

中美贸易摩擦升级，消费复苏不及预期。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于2008年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司,注册资本金20亿元人民币,员工近500人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司和上海东祺投资管理有限公司两家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地,在大连、北京、太原、郑州、青岛、常州、上海、长沙、广州、宁波、深圳、杭州、西安、成都、厦门、东营、天津、哈尔滨、重庆等地共设有31家营业部,并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有108个证券IB分支网点,未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自2008年成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持市场化、国际化、集团化的发展道路,打造以衍生品风险管理为核心,具有研究和技术两大核心竞争力,为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

曹洋、孙伟东

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，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

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼22楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com