



Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290号

王仍坚

投资咨询证号：

Z0015803

## 旺季去库，铝市乐观

### 摘要

一季度，铝价大幅上涨。展望二季度，铝市基本面依然向好：供应端，受到碳中和政策影响，电解铝新增产能释放受阻；需求端，以地产和汽车为代表的铝基本盘需求良好，叠加海外需求复苏带来铝材出口的增长。目前库存处在相对低位，已经进入去库阶段，因此整体而言，二季度铝价运行方向向上。

但是，目前铝市存在的两个重要因素需要关注。一个是目前铝产业链的利润分配失衡，氧化铝在盈亏平衡线挣扎，下游加工利润也被高铝价侵蚀，铝厂成了利润中心。另一个是政策因素的影响，即抛储释放增量和碳中和政策带来减量之间的博弈。

综上所述，我们相对看好二季度铝价，交易逻辑将落脚于真实需求带来的去库，铝价上行将由基本面推动。二季度沪铝运行区间 17000—19000 元/吨，伦铝运行区间 2150—2600 美元/吨。

投资策略：建议逢低做多。套利上考虑买伦铝抛沪铝。

### 风险点：

1. 下需求不及预期。
2. 货币政策超预期收紧。

## 目录

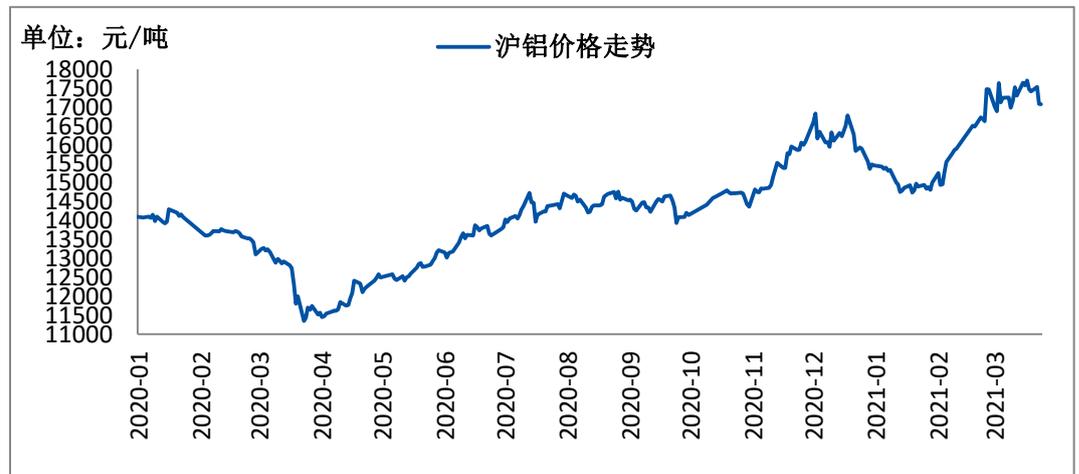
第 1 章	2021 年一季度铝价回顾.....	4
第 2 章	供应端：新增产能释放受阻 .....	5
2.1.	电解铝产量情况.....	5
2.2.	碳中和背景下新增产能释放受阻.....	6
2.3.	铝锭库存进入去库通道.....	7
第 3 章	成本端：氧化铝窄幅运行.....	8
3.1.	国内氧化铝现状.....	8
3.2.	氧化铝展望.....	10
第 4 章	需求端：进入传统旺季.....	10
4.1.	地产用铝需求稳定.....	10
4.2.	电网需求平稳.....	12
4.3.	汽车需求复苏.....	13
4.4.	铝材出口维持增长.....	14
第 5 章	2021 年二季度铝价展望.....	14
	免责声明.....	15

## 图表目录

图 1.1: 沪铝指数价格走势.....	4
图 1.2: 伦铝指数价格走势.....	4
图 2.1.1: 国内原铝产量.....	5
表 2.2.1: 2020-2021 年电解铝新增产能列表.....	7
图 2.3.1: 电解铝社会库存.....	7
图 2.3.2: 上期所铝库存.....	7
图 3.1.1: 国内氧化铝企业开工率.....	8
图 3.1.2: 国内氧化铝价格走势.....	8
图 3.1.3: 氧化铝成本及利润情况.....	9
表 3.1.1: 2020-2021 年氧化铝拟建产能进程(万吨/年).....	9
图 4.1.1: 全球及中国电解铝消费结构.....	10
图 4.1.2: 房地产新屋开工面积.....	11
图 4.1.3: 房地产新屋竣工面积.....	11
图 4.1.4: 国内铝型材开工率.....	11
图 4.2.1: 电网基本建设投资完成额.....	12
图 4.2.2: 国内铝线缆开工率.....	12
图 4.3.1: 中国汽车产量.....	13
图 4.3.2: 国内铝合金开工率.....	13
图 4.4.1: 国内未锻造铝及铝材月度出口量.....	14

## 第1章 2021 年一季度铝价回顾

图 1.1：沪铝指数价格走势



资料来源：Wind 南华研究

图 1.2：伦铝指数价格走势



资料来源：Wind 南华研究

2021 年一季度国内铝价整体呈现整体上涨的走势。国内铝价由于下游需求进入淡季，1 月基本延续之前的跌势，然后在 14700 附近企稳震荡。进入到 2 月受到资金提前布局旺季行情叠加宏观情绪在春节及节后持续累积并爆发至高点。铝价开启了单边快速上涨的行情，2 月铝价涨幅逾 2000 点。3 月铝价基本在 17000-18000 的箱体之间运行。由于铝价绝对价格偏高，下游接纳度不高，虽有包括内蒙减产的消息，但是整体价格始终没有触及 18000，尤其是在 3 月 23 日，关于国储抛储的传言更是让价格一度触及跌停。目前价格运行于 17000-17500 之间。

伦铝走势与相似，只是由于今年海外疫情的得到有效控制之后，海外经济复苏强劲，造成海外需求也随之快速恢复，进而反应到价格上，伦铝价格走势更为强势。

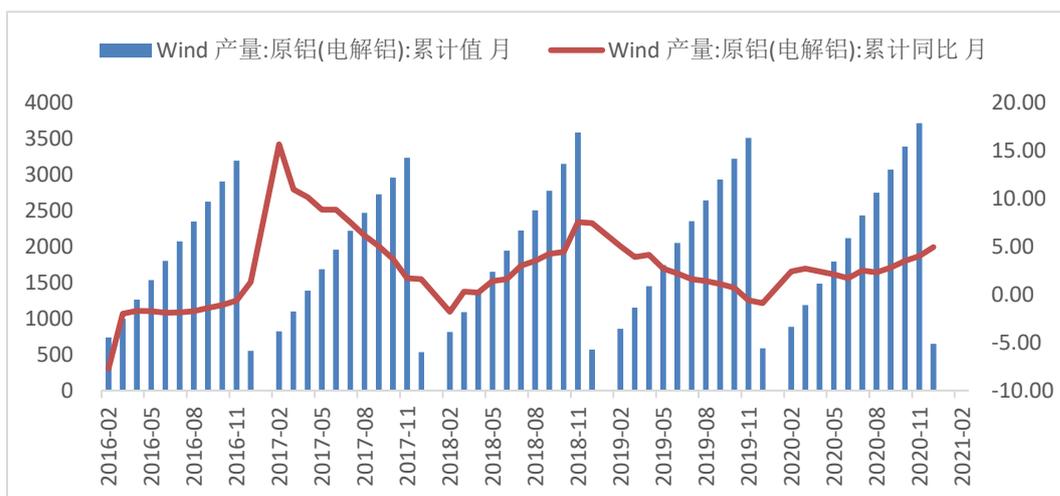
## 第2章 供应端：新增产能释放受阻

### 2.1. 电解铝产量情况

根据上海有色网数据，2021 年 2 月中国电解铝产量 301.7 万吨，同比增长 5.23%。截至 3 月初，全国电解铝运行产能达 3968 万吨，有效建成产能规模 4354 万吨/年，全国电解铝企业开工率 91.1%。2 月份云南神火、云南宏泰及内蒙古创源二期等新投产产能持续贡献边际增量，当月国内电解铝日均产量 10.77 万吨，环比小增 0.06 万吨。

进入 3 月，供给端看，此前国内新投产产能将持续放量，当月国内电解铝产量预计达 334.4 万吨，同时进口量因 2 月底进口窗口打开或能达 15 万吨左右；需求端，当前铝下游处于季节性回暖状态，整体来看国内电解铝社会库存至 3 月底或达 135 万吨左右水平，3 月底至 4 月初有望进入去库区间。需持续关注新增项目投放进度与下游需求复苏情况

图 2.1.1：国内原铝产量



资料来源：SMM

## 2.2. 碳中和背景下新增产能释放受阻

虽然目前铝厂利润高企的背景下,目前电解铝厂加权平均利润高达 3500 元/吨以上,新增产能投产意愿是有所增强的。不过由于今年国家大力倡导碳中和政策的背景下,供应释放恐受到限制。内蒙古由于能耗控制,部分铝企火电机组叫停,蒙东地区的锦联、霍煤等电解铝厂初步计划将以检修性质减产,整个蒙东地区影响年产能或在 10 万吨左右水平,后续可能继续减产,碳中和威力显现;据阿拉丁消息,周末包头传出能耗双控压减能耗文件,发布即日起至 3 月 31 日实施限产措施,按照压减能耗测算,需减产电解铝 2.2 万吨,全年影响 35 万吨。

同时,包括内蒙华云三期和霍煤鸿骏受到双控政策影响,年内投产基本无望。今年全年新增投产预计 150 万吨,但是内蒙影响的存了产能预计 58 万吨。因此全年净增量将不足 100 万吨。假如政策趋严的背景下,净增量还将进一步下降。

表 2.2.1: 2020-2021 年电解铝新增产能列表

省份	企业	新产能	备注
广西	广西苏源投资股份有限公司	10	
广西	广西德保百矿铝业有限公司	10	在建,预期四季度投产 5 万吨
广西	广西田林百矿铝业有限公司	10	在建,电量不足待解决
广西	广西隆林百矿铝业有限公司	15	在建,预计年底实现投产
贵州	兴仁登高新材料有限公司	25	2020 年末投产 10 万吨
内蒙古	内蒙古创源金属有限公司	30	8 月中旬开始投产 15 万吨,后期视市场情况而定
山西	山西中铝华润有限公司	25	一段 7 月开始投产,年内继续投产
云南	鹤庆溢鑫铝业有限公司	25	完成投产
云南	云南云铝海鑫铝业有限公司	35	2020 年 9 月 8 日开始通电
云南	云南其亚金属有限公司	40	在建,预期四季度投产
云南	云南文山铝业有限公司	25	6 月底完成一段 17 万吨投产
云南	云南神火铝业有限公司	90	一期 45 万吨已投产,二期 15 万吨 10 月投产
四川	四川广元中孚项目	40	2021 年预计投产 8 万吨
云南	云南宏泰	200	魏桥搬迁产能,分批投产预计投产 150 万吨
合计		580	

资料来源: SMM 公开资料整理 南华研究

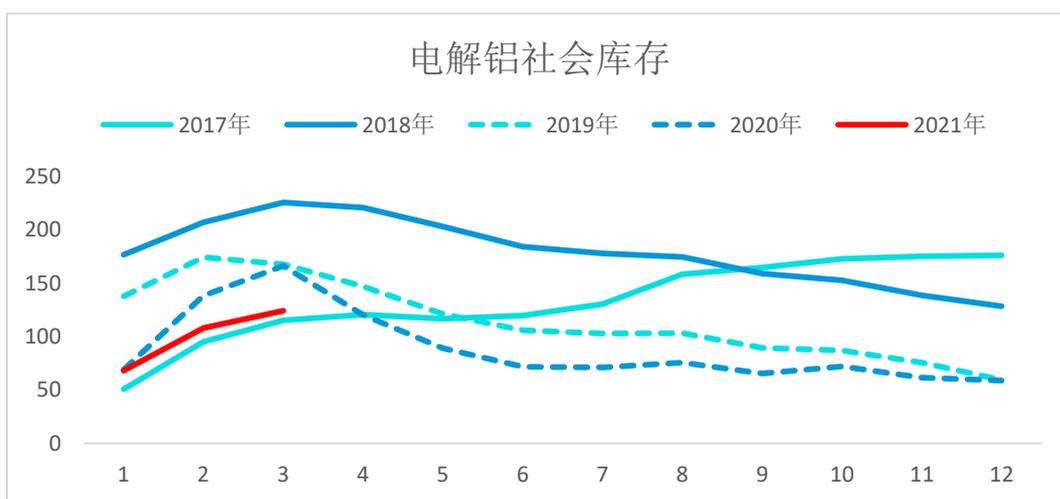
## 2.3. 铝锭库存进入去库通道

2021 年以来, 铝锭社会库存延续累库的状态库存自 2020 年 12 月 31 日的 61.3 万吨增加到 2021 年 3 月 25 日的 124.3 万吨。3 月 25 日的库存首次出现拐点, 库存周度去库幅度 0.7 万吨。预计后续铝锭进入去库通道, 关注后续库存变化。

上期所库存从 2020 年 12 月 31 日的 22.4 万吨增加至 2021 年 3 月 24 日的 37.5 万吨。仓单数量也是从 6.5 万吨增加至 16 万吨。整体来看, 受到春节因素, 下游放假停工, 上期所库存出现了累积。

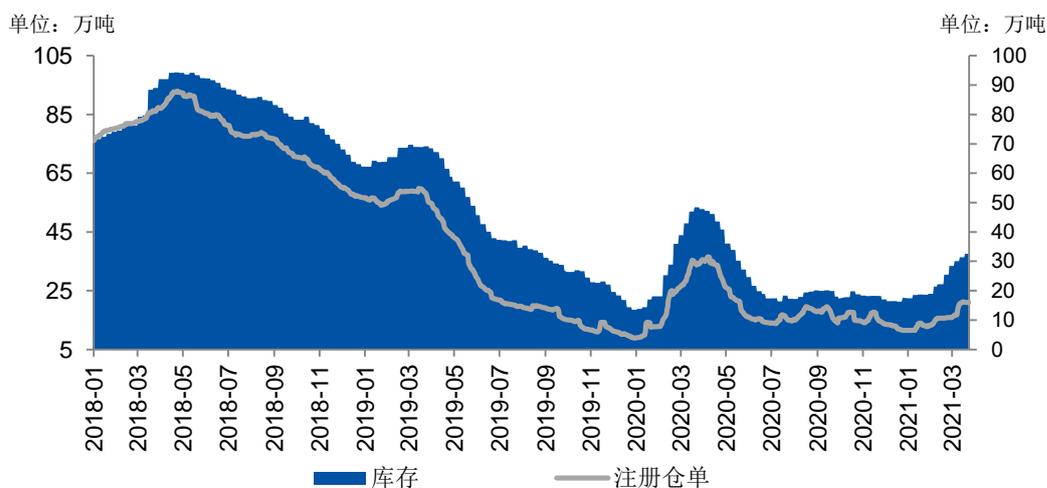
LME 库存则是从 2020 年 12 月 31 日的 134.5 万吨增加至 2021 年 3 月 24 日的 195.6 万吨, 增幅高达 61 万吨。

图 2.3.1: 电解铝社会库存



资料来源: SMM 南华研究

图 2.3.2: 上期所铝库存

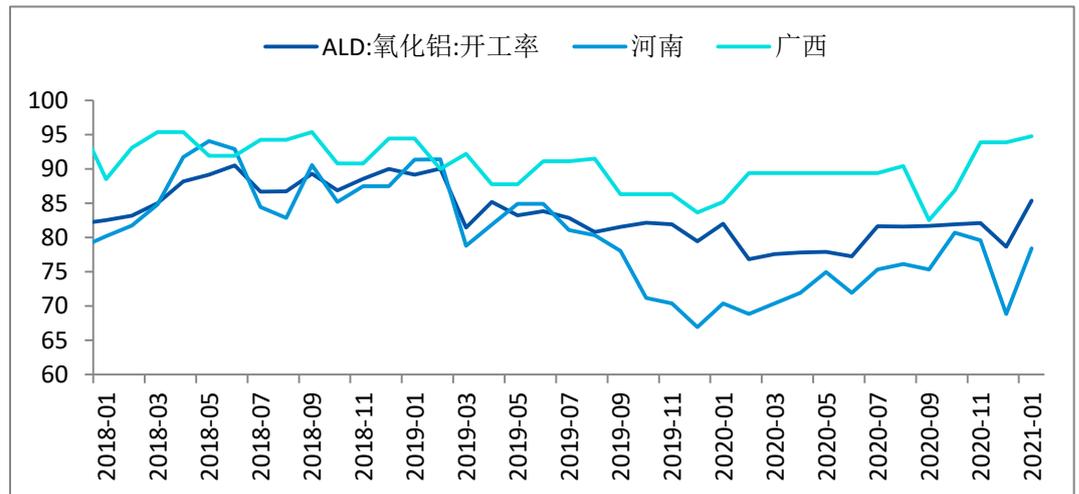


资料来源 Wind 南华研究

## 第3章 成本端：氧化铝窄幅运行

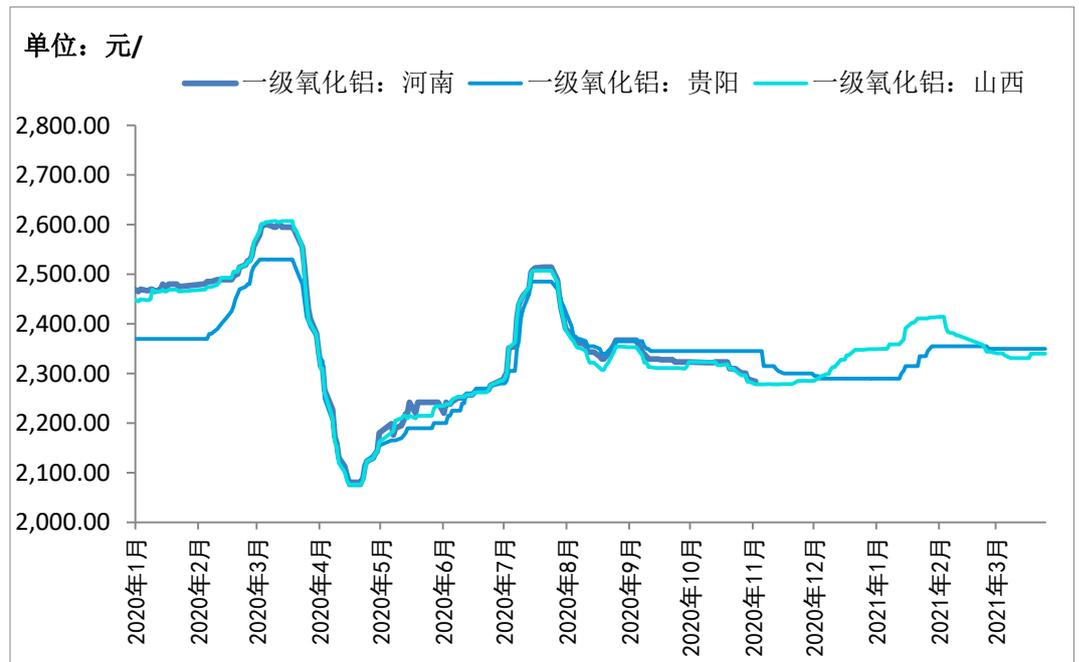
### 3.1. 国内氧化铝现状

图 3.1.1：国内氧化铝企业开工率



资料来源：Wind 南华研究

图 3.1.2：国内氧化铝价格走势



资料来源：Wind 南华研究

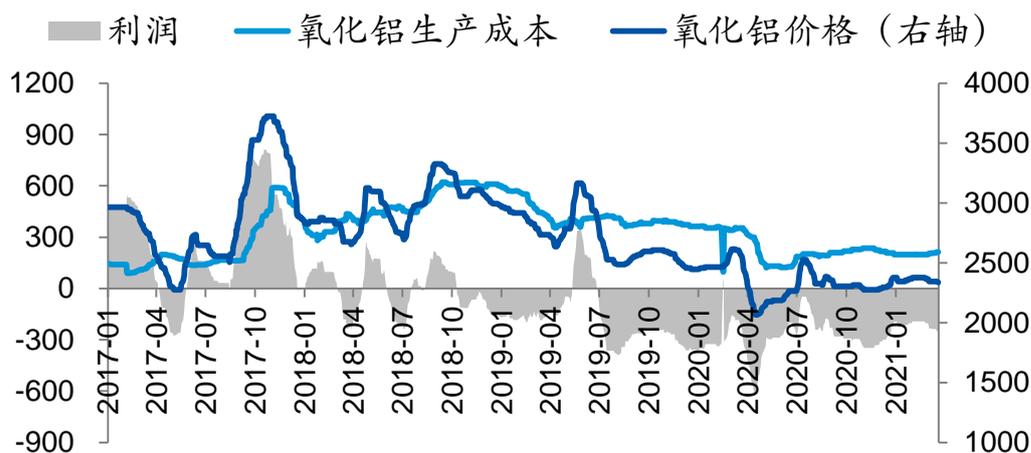
目前国内铝市场交投氛围依旧平平，对于国内氧化铝价格，我们维持此前观点不变，在整体供需保持紧平衡甚至趋于小幅过剩的背景下，价格难以出现大幅波动，预计二季度仍以震荡持稳为主。海外市场，目前西澳至中国主要港口运费已涨至 40 美元/吨水平，运费飙升。

从氧化铝开工率来看，目前总的开工率在 85.39%。其中，河南、山西开工率较去年底有所提升，目前开工率升在 78% 附近，其中山西地区开工率在 68%。广西地区开工率升至 95% 左右。整体而言，氧化铝开工率还有较大的上升空间。

上海有色网数据显示，2 月中国氧化铝产量 585.7 万吨，其中冶金级氧化铝 564.7 万吨，冶金级日均产量 20.17 万吨，环比增加 9.89%，同比增加 9.16%。2 月北方地区运行产能环比 1 月有所抬升，数家氧化铝厂在月内追补前期因焙烧受限而缺失的产量。

截至 3 月上旬，中国冶金级氧化铝运行年产能 7182 万吨，预计 3 月冶金级氧化铝产量 625 万吨左右，日均产量 20.15 万吨附近，环比 2 月基本持平，需持续关注北方地区高成本边际产能变动情况。

图 3.1.3: 氧化铝成本及利润情况



资料来源：Wind 南华研究

表 3.1.1: 2020-2021 年氧化铝新增产能进程(万吨/年)

省份	公司名称	现有产能	新产能	开始时间	目前进度
广西	中铝防城港	200	0	2020 年	全部投产
广西	龙州新翔铝业	0	100	2021 年	视一期投产进度而定
广西	靖西天桂 2	80	170	2021 年	视具体情况投产
山西	强联铝业	0	100	2021 年	
贵州	广铝	60	30	2021 年	预计 2021 年 4 月全部建成投产
合计		340	400		

资料来源：SMM 南华研究

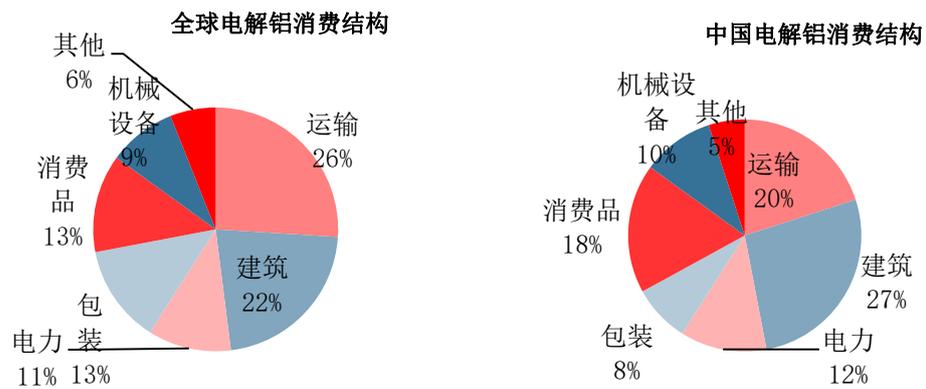
### 3.2. 氧化铝展望

整体来说，虽然一季度铝价大幅拉涨，但是由于全球氧化铝产能严重过剩，海外供应充足和国内氧化铝开工率低造成了价格难以上涨。二季度，由于电解铝新增产能有限，对氧化铝需求增长不足，同时氧化铝供应充足，因此，价格预计仍然维持窄幅运行态势。

## 第4章 需求端：进入传统旺季

### 4.1. 地产用铝需求稳定

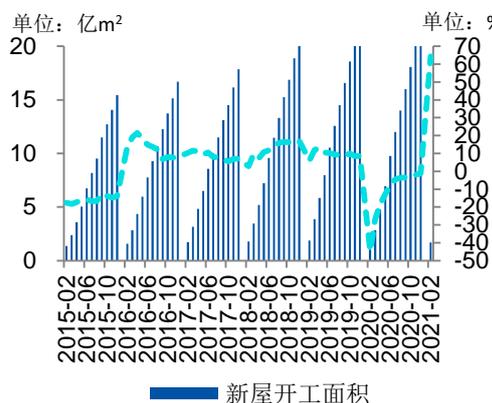
图 4.1.1：全球及中国电解铝消费结构



资料来源：国家统计局 Wind 南华研究

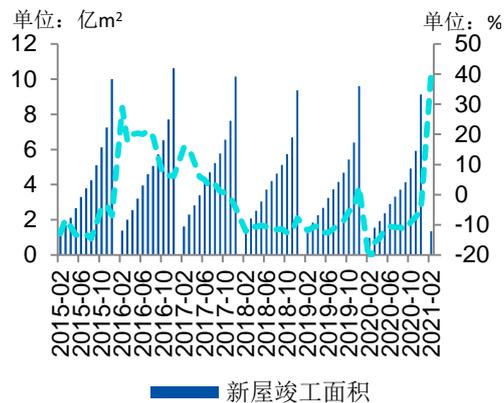
上图给出的是全球电解铝和中国电解铝消费结构。从中我们可以看到，中国建筑领域占比在 27%，交通运输领域占 20%，全球铝消费中，建筑领域占比只有 22%，交通运输领域占 26%。我们可以看到目前中国的铝消费中，建筑是占比最大的一块，需求主要集中在房地产中，而就地域分布来看，应用于建筑领域的铝型材企业集中在华南地区。今年可以说地产需求对铝的需求贡献非常大，一直是铝下游需求的中坚力量。

图 4.1.2: 房地产新屋开工面积



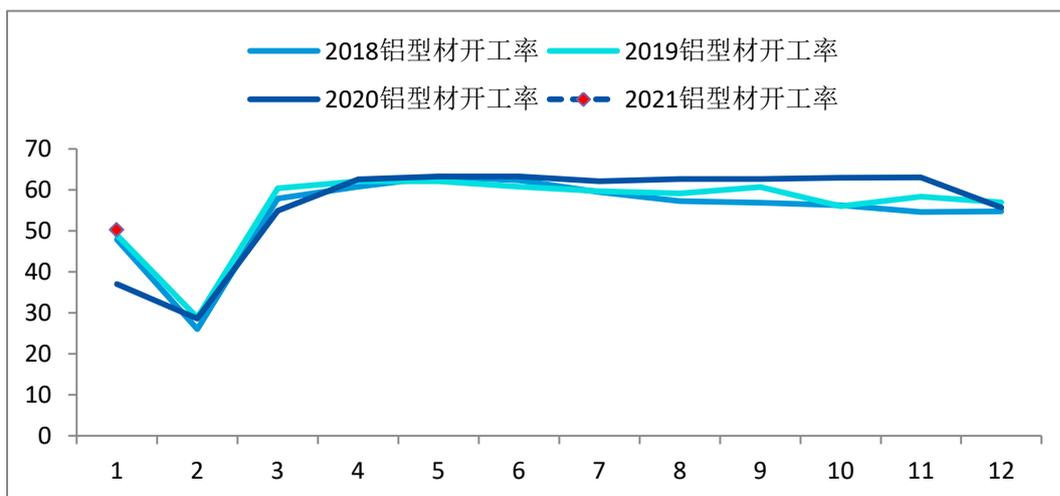
资料来源: Wind 南华研究

图 4.1.3: 房地产新屋竣工面积



资料来源: Wind 南华研究

图 4.1.4: 国内铝型材开工率



资料来源: SMM 南华研究

从新屋开工面积和新屋竣工面积来看,2020 年 1-12 月新屋开工面积 224433 万平方米,同比下降 1.2%,开工面积相比 1-6 月的同比下降 7.6%进一步改善。从新屋竣工面积来看,2020 年 1-12 月新屋竣工面积 91218 万平方米,同比下降 4.90%,相比 1-6 月同比下降 10.50%延续改善。

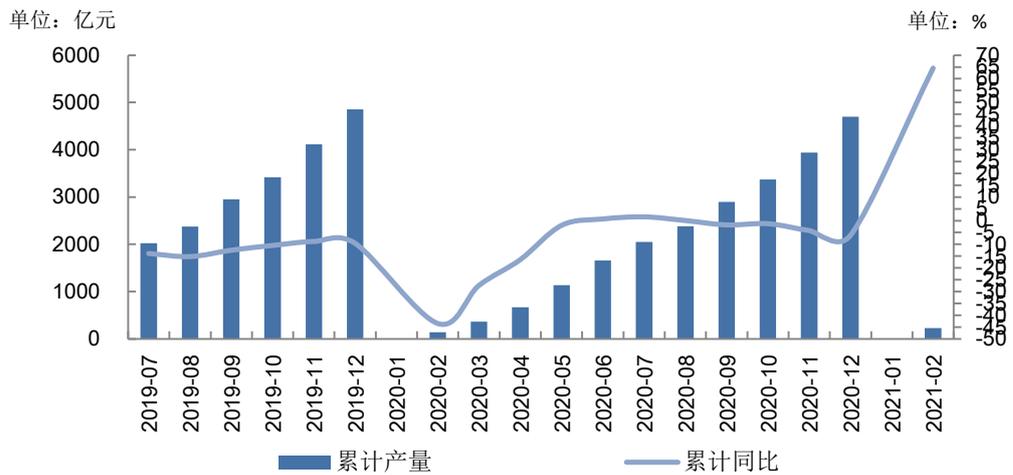
今年整体地产需求还是趋于稳健,其下游需求仍是铝锭去库的核心力量。目前进入了下游消费的需求旺季,一季度由于铝价大幅拉升之后,下游对于价格接纳度不高,随着抛储传言将价格打下来之后,下游备货明显增强。1 月铝型材开工率 50.3%,铝型材开工率并不是特别高。随着进入二季度,我们认为随着型材需求回归,将推升铝下游消费。

## 4.2. 电网需求平稳

目前国内电网需求并不突出，国内电缆企业开工率增幅显著，主要集中在河南地区，企业产量增幅较大，目前企业在手订单交货期临近，排产转好，但未来新增订单方面并不乐观，由于铝价居高不下，国网订单下单同比减少，海外订单出现倒挂情况，企业接海外订单积极性下降，线缆企业目前整体表现不景气。

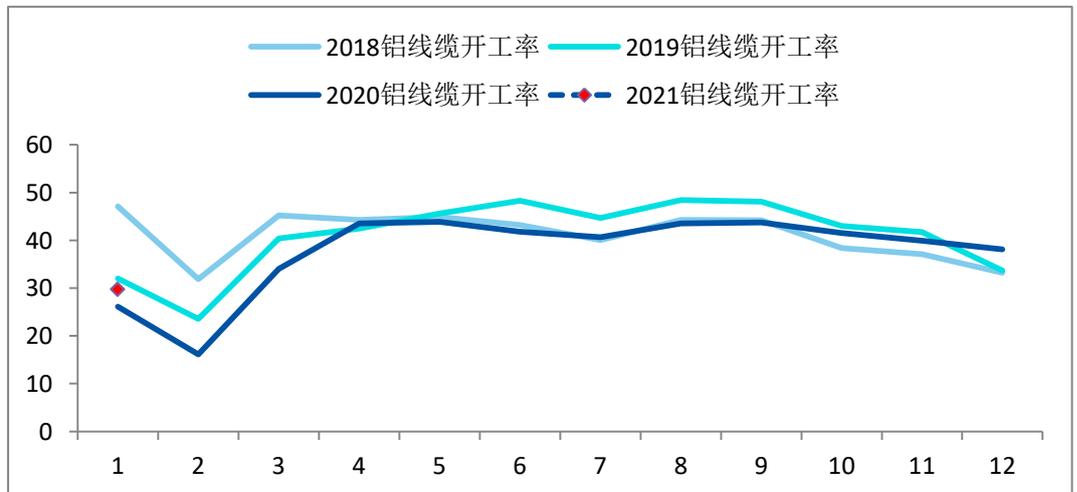
总的开工率上，目前仍处于低位，后续关注国网订单和企业接海外订单的意愿。

图 4.2.1：电网基本建设投资完成额



资料来源：Wind 南华研究

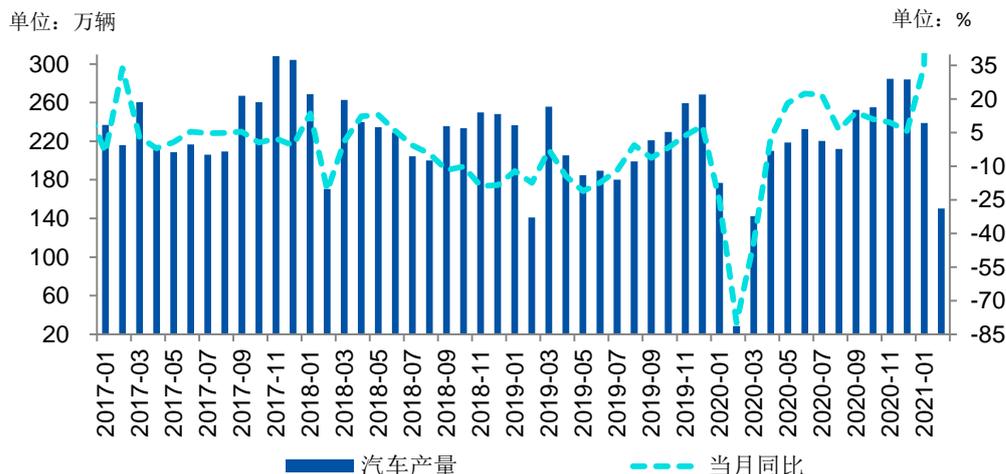
图 4.2.2：国内铝线缆开工率



资料来源：SMM 南华研究

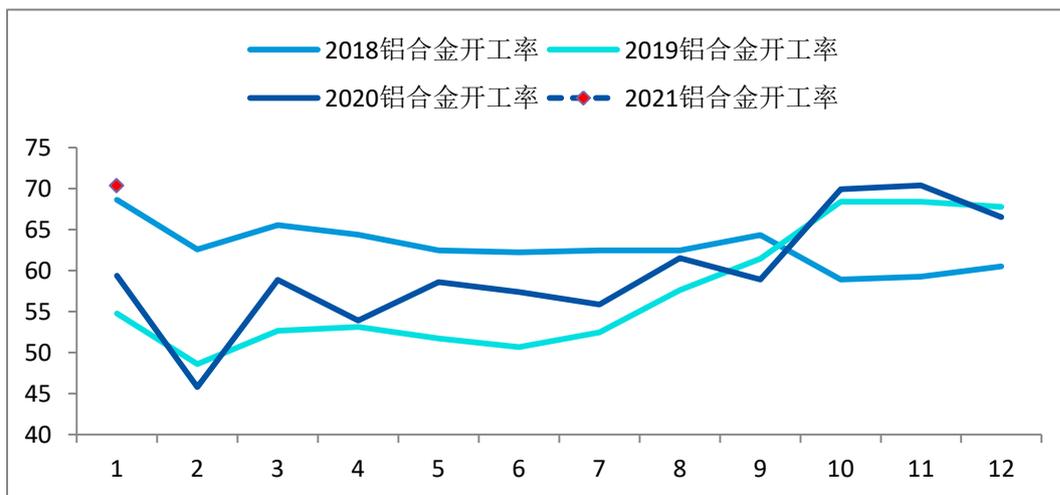
### 4.3. 汽车需求复苏

图 4.3.1: 中国汽车产量



资料来源：Wind 南华研究

图 4.3.2: 国内铝合金开工率



资料来源：SMM 南华研究

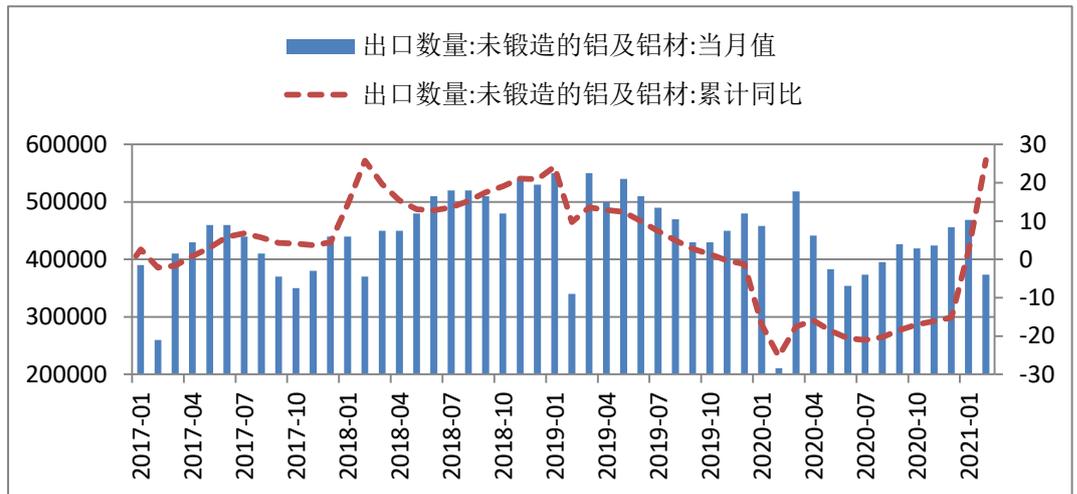
2021 年 2 月汽车产量 150.2 万辆，当月同比增长 418%。汽车销量方面，2 月汽车销量 145.5 万辆，同比增 364.8%。

全国及各地政府出台的鼓励汽车消费的各种政策随着时间逐渐发挥作用，今年全球经济恢复，汽车产销预计延续增长。在国家提出需求侧改革的背景下，针对汽车再次支持汽车下乡，同时包括广州、天津等地增加了摇号比例，对于汽车二季度增长预计向好。

铝合金开工率自 2020 年 7 月以来一直维持在较高水平，整体开工率在 65% 水平。今年 1 月开工率 70.39%。目前汽车消费整体仍然向好，因此汽车需求这块能给铝带来一定的增长。

## 4.4. 铝材出口维持增长

图 4.4.1: 国内未锻造铝及铝材月度出口量



资料来源: SMM 南华研究

2021 年 2 月未锻轧铝及铝材出口 37.33 万吨，累计同比增长 25.9%。2019 年全年铝材出口 570 万吨。2020 年全年未锻轧铝及铝材出口量 486 万吨，同比 2019 年下滑 14.73%。今年疫情得到有效控制，海外经济复苏下补库需求旺盛。因此，综合来看，今年铝材出口预计较去年会有较大增长。

综合来看，地产用铝是铝下游需求的中坚力量，汽车快速复苏，叠加海外需求持续恢复将拉动铝材出口。因此，二季度铝材需求维持乐观判断。

## 第5章 2021 年二季度铝价展望

一季度，铝价大幅上涨。展望二季度，铝市基本面依然向好：供应端，受到碳中和政策影响，电解铝新增产能释放受阻；需求端，以地产和汽车为代表的铝基本盘需求良好，叠加海外需求复苏带来铝材出口的增长。目前库存处在相对低位，已经进入去库阶段，因此整体而言，二季度铝价运行方向向上。

但是，目前铝市存在的两个重要因素需要关注。一个是目前铝产业链的利润分配失衡，氧化铝在盈亏平衡线挣扎，下游加工利润也被高铝价侵蚀，铝厂成了利润中心。另一个是政策因素的影响，即抛储释放增量和碳中和政策带来减量之间的博弈。

综上所述，我们相对看好二季度铝价，交易逻辑将落脚于真实需求带来的去库，铝价上行将由基本面推动。二季度沪铝运行区间 17000—19000 元/吨，伦铝运行区间 2150—2600 美元/吨。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点