

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

郑景阳

投资咨询从业资格号：

Z0014143

0571-89727544

zhengjingyang@nawaa.com

王仍坚

0571-89727544

wangrengjian@nawaa.com

去库可期，震荡上行

摘要

供应端，在供给侧去产能政策初见成效的情况下，电解铝产能天花板已经确定；由于电解铝企业利润长期亏损，铝企减停产增加、新增产能投放进程受限，因此，二季度供应端对铝价压力有限，这给铝价反弹提供了条件。

成本端，一方面原料上氧化铝价格持续下行，加上预焙阳极震荡偏弱，电解铝成本下移；另一方面，伴随着2月之后铝价重心提升，铝企利润得到了较大的改善。

需求端，房地产用铝将是铝锭去库存的中坚力量、电网用铝有望成为二季度铝消费的亮点，虽然汽车产销疲软拖累用铝需求，但是铝材出口将成为铝需求的边际改善变量。总体而言，我们认为在二季度铝锭去库存值得期待。

综合来看，我们认为在供应端压力有限、旺季需求推动铝库存去库的情况下，铝价将震荡上行。二季度核心交易逻辑集中在需求，需求走强将推升铝价上行，而实际需求将决定铝价的反弹高度。

目录

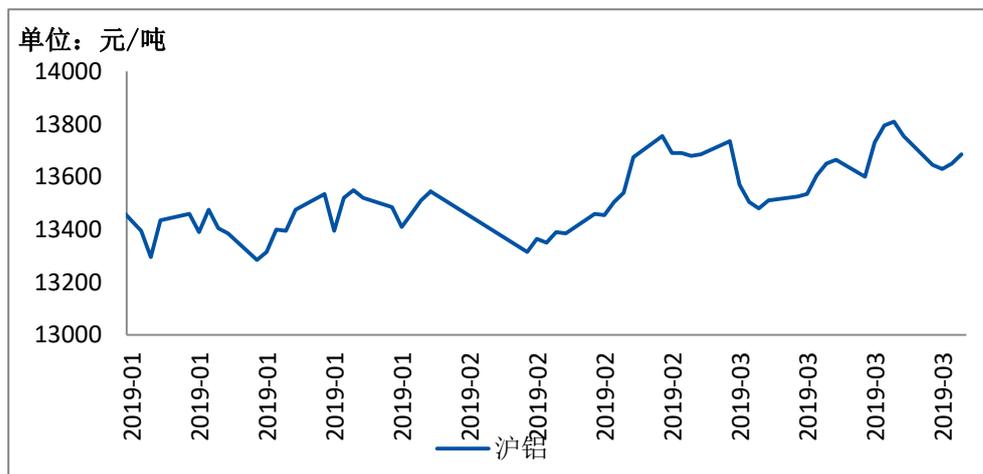
第 1 章	2019 年一季度铝价回顾	4
第 2 章	供应端：国内外短期供应压力有限	5
2.1.	国内供应情况	5
2.1.1.	去产能政策初见成效	5
2.1.2.	国内一季度供应继续维持低位	6
2.2.	海外供应情况	9
第 3 章	成本端：成本下行，利润改善	10
3.1.	氧化铝价格仍有下行空间	10
3.2.	预焙阳极价格震荡偏弱	14
3.3.	电解铝企业利润改善	15
第 4 章	需求端：政策利好下，旺季去库仍可期	16
4.1.	政策超预期	16
4.2.	房地产仍是二季度去库主力	16
4.3.	电网有望成为二季度铝消费亮点	19
4.4.	汽车疲软拖累二季度用铝需求	20
4.5.	铝材出口是二季度铝需求边际变量	21
第 5 章	电解铝库存分析	22
第 6 章	2019 年二季度铝价展望	24
	免责声明	27

图表目录

图 1: 沪铝指数价格走势	4
图 2: 伦铝价格走势	4
图 3: 2014-2018 年国内原铝产量及增速	6
图 4: 2019 年国内新增电解铝产能	7
图 5: 国内原铝产量	8
图 6: 2014-2018 年海外原铝产量及增速	9
图 7: 氧化铝开工率	10
图 8: 氧化铝价格	11
图 9: 氧化铝成本及利润情况	11
图 10: 预焙阳极价格	14
图 11: 电解铝成本及利润情况	15
图 12: 全球及中国电解铝消费结构	16
图 13: 中国房地产开发投资完成额及累计同比	17
图 14: 房地产新屋开工面积及竣工面积	17
图 15: 国内铝型材开工率	18
图 16: 电网基本建设投资完成额及电力电缆累计产量	19
图 17: 国内铝线缆开工率	19
图 18: 中国汽车产量	20
图 19: 铝合金开工率	20
图 20: 中国未锻造铝及铝材月度出口量 (吨)	21
图 21: 上期所铝库存	22
图 22: LME 铝库存	23
图 23: 电解铝社会库存	23
表 1: 2018 年国内电解铝企业减停产情况	6
表 2: 2019 年一季度国内电解铝新增产能投产情况	7
表 3: 2019 年一季度国内电解铝企业减停产情况	8
表 4: 中国以外氧化铝新增产能企业列表 2018-2021E (万吨/年)	12
表 5: 2018 年已经投产的预焙阳极企业名单 (万吨)	14
表 6: 电解铝供需平衡表	24

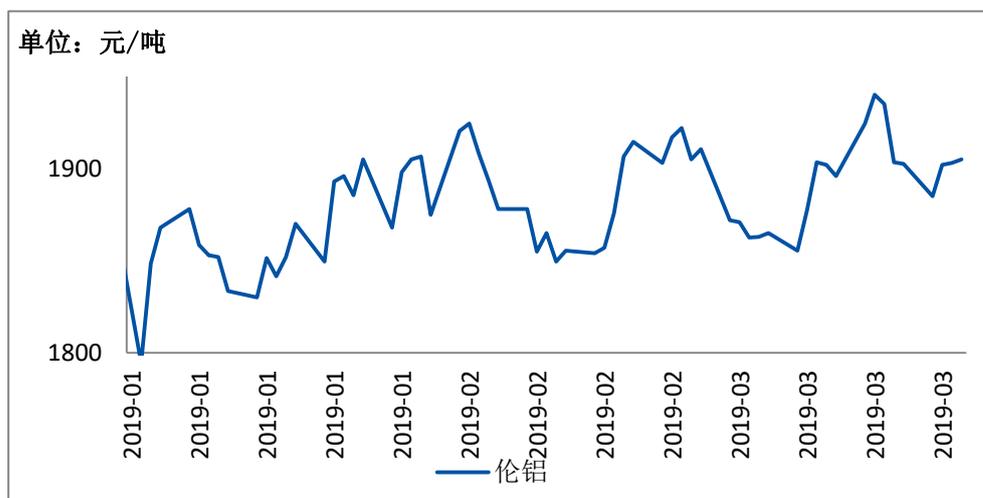
第1章 2019 年一季度铝价回顾

图 1：沪铝指数价格走势



资料来源：Wind 南华研究

图 2：伦铝价格走势



资料来源：Wind 南华研究

2019 年一季度沪铝整体上是重心震荡上移的走势。2019 年 1 月，在国内央行降准和中美贸易进展良好等诸多宏观利好消息的带动下，其他有色金属纷纷大幅上扬。沪铝走势最弱，仅仅是止跌企稳，1 月下旬少许上扬。1 月下旬基本围绕 13500 元/吨中枢做偏强震荡。

进入到 2 月，在春节假期结束之后的第一个交易日，沪铝便迎来了一根中阴线，下跌幅度超过 1%。主要是由于春节铝下游加工企业放假，铝锭季节性累库，节后 2 月 11 日 SMM 公布的电解铝社会库存增加了 18.4 万吨。之后，美联储公布了 1 月货币政策会议纪要偏鸽派，美元指数承压回落，有色金属普遍上行；叠加中美双方贸易战谈判取得了实质性进展，带动了市场的宏观乐观情绪，铝价逐级上行，最高接近 13800 元/吨的位置。

3 月份走势呈“W”型，3 月初下游陆续开工，虽有旺季预期，但电解铝库存还在继续累库，沪铝相继有所回落至 13500 元/吨一线，此后，国内两会召开，国内政策利好不断，增值税改革，中美贸易关系预期缓和，因此市场情绪整体偏乐观，加上电解铝库存 3 月 21 日下降 2.1 万吨，拐点出现，沪铝乘势一举突破 13800 元/吨的位置，接着小幅回落，边继续上行，目前处于震荡上行的趋势中。

伦铝走势与沪铝整体相似，2019 年一季度整体震荡、重心缓慢抬升。与沪铝节奏也比较一致，只是整体来看，伦铝走势要弱于沪铝。

第2章 供应端：国内外短期供应压力有限

2.1. 国内供应情况

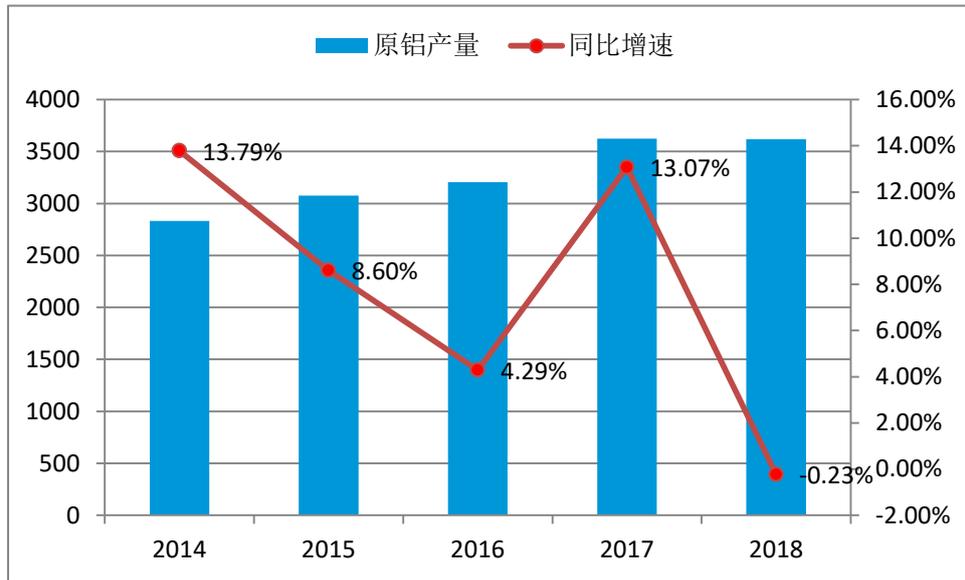
2.1.1. 去产能政策初见成效

自 2017 年供给侧改革以来，我国电解铝产能和产量得到了有效控制，供给侧改革清除魏桥、信发、东方希望等企业违规产能约 380 万吨，大量违规在建产能停产。在当前政策环境下，无序产能扩张已被严格禁止，行业产能的增量只有产能置换和合规产能指标。

对于产能置换，2018 年 1 月，工信部发布关于《电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》，表示将在“一段时间”继续坚持严格严控新增产能，实施产能等量或减量置换，以避免电解铝产能过剩风险再次显现，实现电解铝控制总量、优化产量、供需动态平衡的目标。而根据当前的情况来看，单吨电解铝指标的价格较高，且随着出让、置换完成，指标将会显得越来越稀缺，预计电解铝新的产能投产难度也将有所增加。

供给侧改革初见成效，2018 年建成的产能也迟迟未开工，在建的项目都很缓慢。2018 年电解铝产量增速相较于前几年大幅下降，特别是 2017 年电解铝行业在价格与需求的刺激下疯狂生产，产量增速大幅上升至 13.07%，后期由于环保检查力度加剧、违规产能清除等，产量增速明显放缓，2018 年铝市在下半年遭遇寒冬，企业亏损严重，资金吃紧，致使计划中的投产项目纷纷放缓脚步，部分推至 2019 年甚至更久，辽宁氧化铝投资受阻也一定程度阻碍了北方地区的电解铝增幅。所以 2018 年原铝产量首次出现负增长为-0.23%。

图 3：2014-2018 年国内原铝产量及增速



数据来源：CRU 南华研究

2.1.2. 国内一季度供应继续维持低位

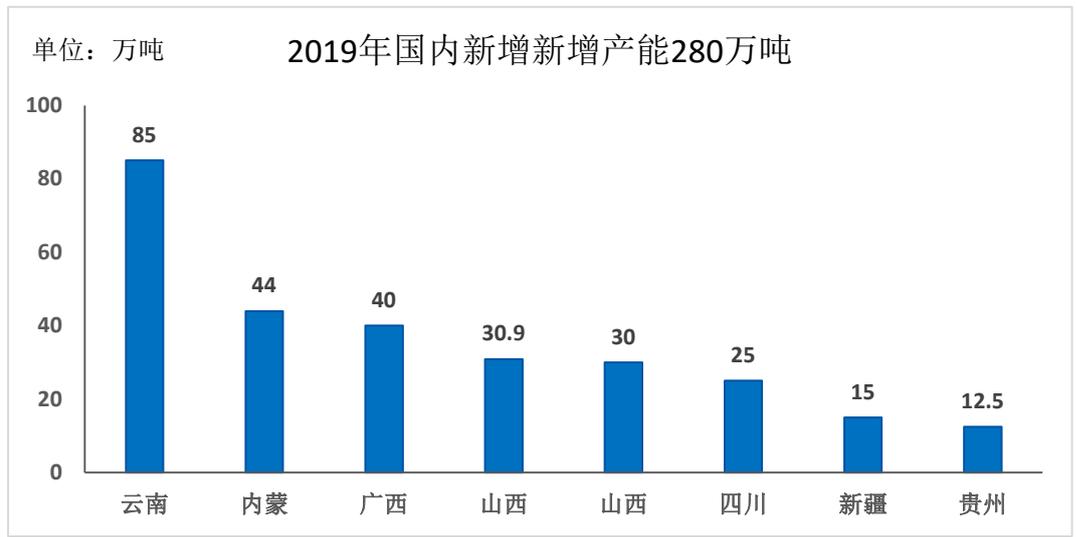
表 1：2018 年国内电解铝企业减停产情况

企业	地区	数量	企业	地区	数量
中铝贵州	贵州	17	永登铝业	河南	3
铜川铝业	陕西	23	太原东铝	山西	8
神火铝业	河南	11	西部水电	青海	15
邹平铝业	山东	6	青海鑫恒	青海	15
东方希望	新疆	20	云铝	云南	12
中铝连城	甘肃	37	华宇铝电	山东	6
兆丰铝业	山西	5	甘肃东兴	甘肃	25
中瑞铝业	甘肃	10	魏桥铝电	山东	33
林丰铝电	河南	20	华圣铝业	山西	3
中孚实业	河南	3	合计（单位：万吨）		272

资料来源：公开资料整理 南华研究

2018 年 7 月之后，电解铝企业逐渐开始亏损，而且随着铝价的走低和氧化铝价格的上涨，亏损幅度逐渐加大，根据测算的全国加权平均完全成本，最大亏损幅度达到 1300 元/吨，这导致了很大一部分电解铝成本高于行业平均水平以及企业本身融资压力大的企业相继减产停产。减产规模较大的有：陕西铜川铝业有限公司减产了 23 万吨的产能，河南林丰铝电有限责任公司停产 20 万吨产能，甘肃东兴铝业有限公司关停了 25 万吨的产能。这些减产的产能，即时在电解铝利润改善甚至有所盈利的条件下，短期难以马上复产，关停的产能，像林丰铝业关停的 20 万吨产能将置换到四川广元，这个在 2 年之内都很难投产。

图 4：2019 年国内新增电解铝产能



数据来源：公开资料整理 南华研究

表 2：2019 年一季度国内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	3 月-4 月	待投，据了解目前成本不理想
云铝鹤庆	10	3 月-4 月	待投，据了解目前成本不理想
广西苏源	10	4 月	待投
总计（万吨）	79	-	-

资料来源：百川资讯 南华研究

2019 年国内电解铝新增计划产能合计 280 万吨，主要集中在云南、内蒙和广西，新增产能分别是 85 万吨、44 万吨和 40 万吨。然而由于一季度铝价低迷，电解铝企业大面积亏损，新增投产意愿不足，其中云铝昭通和鹤庆项目电价已经和地方谈好，但是由于考虑到目前的电解铝成本不甚理想，云铝考虑将这两个项目往后推迟投产，从总的新增来看，一季度合计投产计划有 79 万吨，实际投产的只有 49 万吨，因此铝价在目前位置，企业新增投产意愿不足，因此，我们认为第二季度的供应增量有限。

由一季度减产方面，铝企利润不佳，一季度国内仍有将近 64 万吨的停产产能，其中 1 月份停产的保康了华圣铝业、恒康铝业华宇新材料等停产的合计 31 万吨的产能；2 月份包括了河南永登铝业和内蒙古通顺铝业停产的 17 万吨。但是目前的情况，2 月中旬以来随着铝价反弹和氧化铝价格下行，电解铝企业利润显著改善，因此，我们认为二季度进一步出现批量的减产和停产情况偏小。

综合来看，我们认为二季度在新增供应有限，供应端对铝价压力有限，这给二季度铝价的反弹提供了条件。

表 3：2019 年一季度国内电解铝企业减产停产情况

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 南华研究

图 5：国内原铝产量

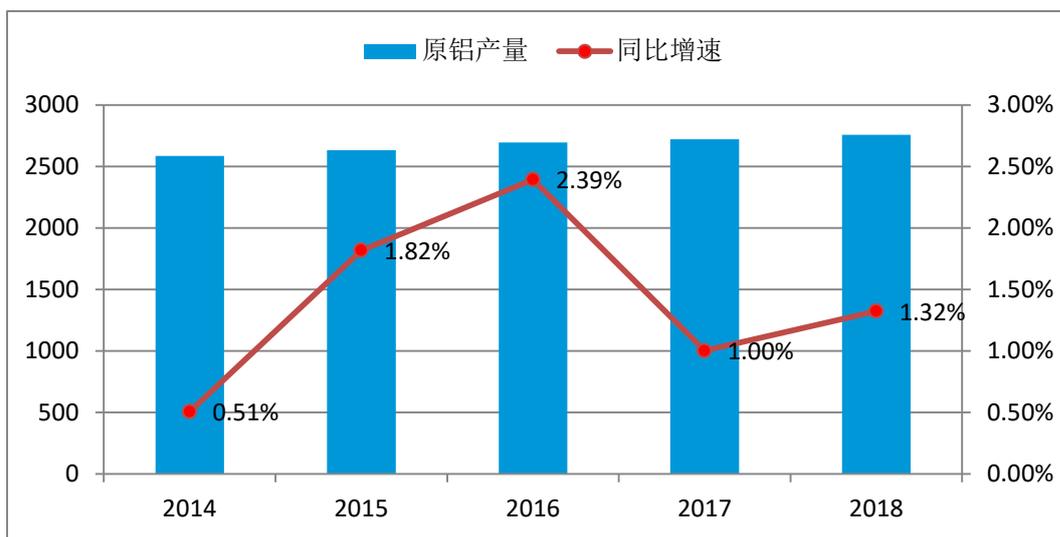


数据来源：wind 南华研究

进入到一季度之后，受到 1-2 月包括陕县恒康、山东华宇、山西华圣、山西华泽、焦作万方、通顺铝业等电解铝企业减产，以及同期内蒙古创源、内蒙古固阳等新增产能综合影响，实际运行产能规模维持低位，1-2 月国内原铝产量 569 万吨。国内电解铝企业在 2018 年减产和停产的电解铝产能很少有复产。

2.2. 海外供应情况

图 6：2014-2018 年海外原铝产量及增速



数据来源：CRU 南华研究

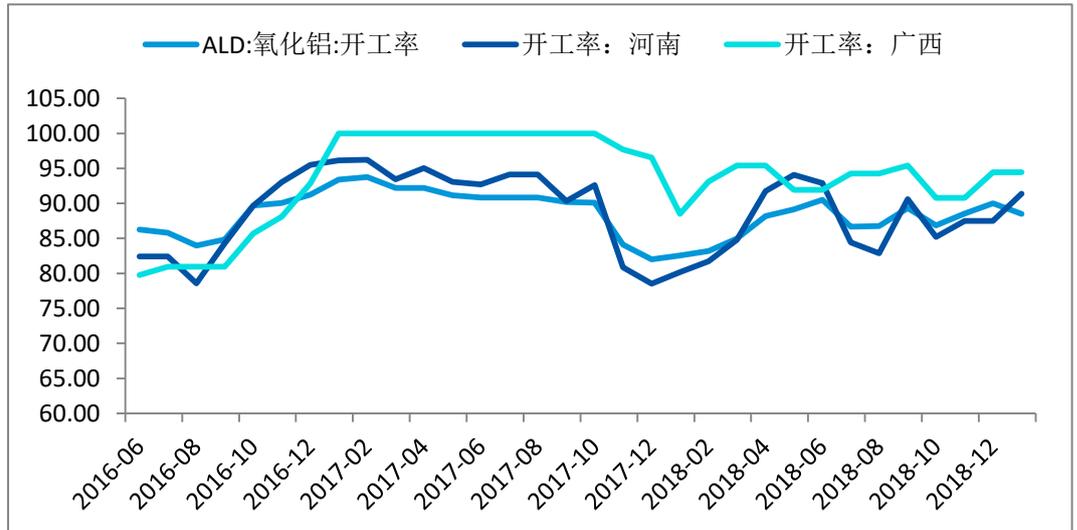
2014 年-2018 年以来，海外电解铝产量一直维持低速增长，根据 CRU 数据，2014 年海外原铝产量 2585 万吨，2018 年原铝产量 2758 万吨，其中，产量增速 2016 年相对较高，为 2.39%，其他年份在 1% 左右。2018 年产量增速 1.32%，新增产能在印度、中东、俄罗斯等仍然正常投放。但由于氧化铝价格暴涨，境外冶炼利润表现回落，相对抑制了新投产能的释放。随着境外氧化铝价格恢复正常，境外铝冶炼利润逐渐好转，境外铝供应投放将恢复正常。

国际铝业协会(IAI)的数据显示，2019 年 1 月全球原铝产量 218.5 万吨，较上一月减少 2.3 万吨，日均产量下滑至 70.48 万吨的低位；2019 年 2 月 2 月全球原铝产量 199 万吨，由于 2 月只有 28 天日均产量低位反弹至 71.1 万吨，相对量还是处于低位。二季度海外供应预计仍将维持低速增长。

第3章 成本端：成本下行，利润改善

3.1. 氧化铝价格仍有下行空间

图 7：氧化铝开工率

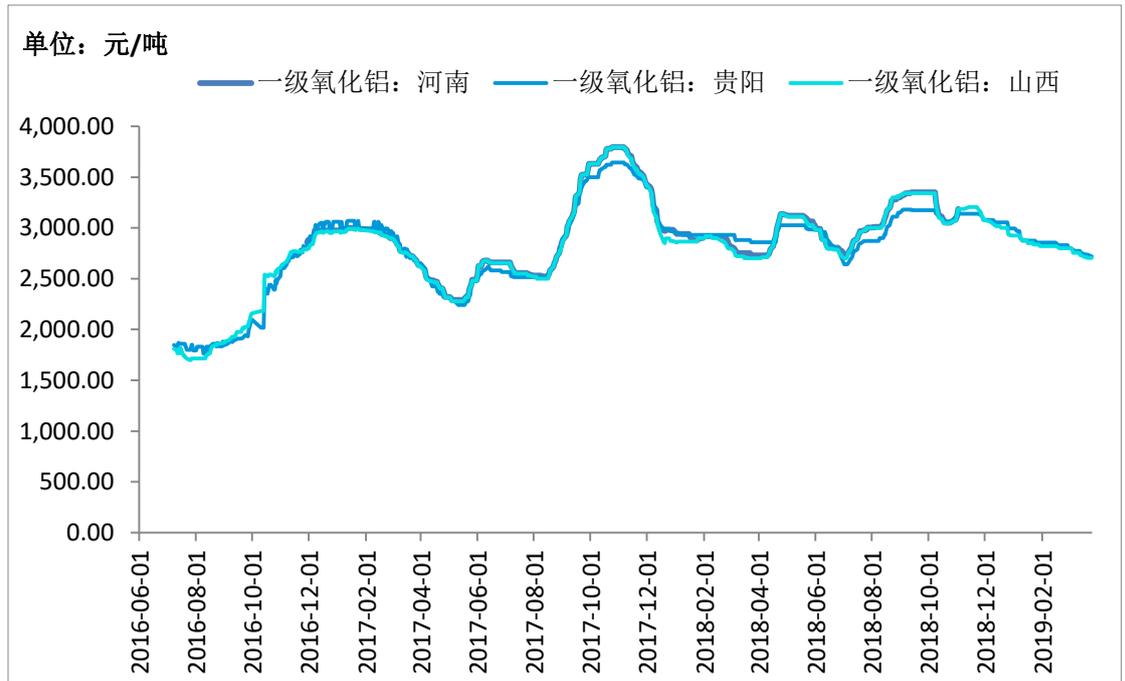


资料来源：Wind 南华研究

上图给出的是阿拉丁统计的从 2016 年 6 月以来的氧化铝开工率情况，从整体开工率来看，2017 年 12 月开工率是下降到 82% 的低位，这期间的原因主要是由于 2017 年四季度环保限产落空，铝价大幅下跌，挤压氧化铝价格，进而挤压氧化铝企业利润，从而使得氧化铝开工率偏低。此后由于氧化铝价格回升，氧化铝开工率从低位回升至 2018 年 6 月的 90.51%。期间伴随着是氧化铝价格的下跌，氧化铝开工率短暂下滑。进入到 2018 年 6 月之后，由于国内环保督查严格铝土矿的开采推升铝土矿价格，海德鲁停产一般氧化铝产能，海外氧化铝供应异常紧缺，氧化铝价格一路上涨。期间氧化铝开工率一直维持在相对高位，氧化铝价格 2018 年 10 月开始下跌。氧化铝企业由于方便弹性生产，开工率有所回落。整体来说，氧化铝开工率跟随氧化铝价格和氧化铝企业的利润而变动。

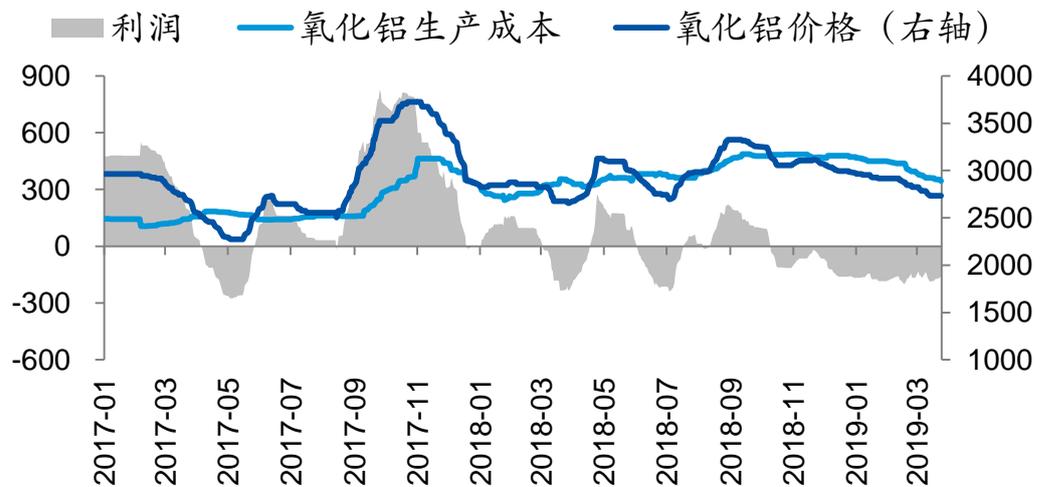
2018 年由于海外氧化铝维持紧缺格局，并推动海外氧化铝价格持续走高，进一步导致内外氧化铝供需面强弱分化，推动国内氧化铝出口窗口打开。国内氧化铝企业的利润一度维持在 300 元/吨以上，这使得国内的氧化铝新增产能持续跟进，现有的氧化铝企业开足马力维持高开工率，从而使得国内的氧化铝供应迅速跟随，一旦出口窗口打开国内氧化铝即变为过剩。因此，氧化铝价格自从 2018 年 10 月之后，一路震荡下行，而且根据我们监控的氧化铝企业利润，自 2018 年 10 月之后，国内氧化铝企业加权完全成本一直处于亏损状态。国内一度是在高成本氧化铝产能淘汰和低成本氧化铝产能释放的博弈中，在 11 月之后由于国内电解铝企业不抵低价下的严重亏损纷纷减产停产，国内氧化铝需求大幅下降，进而使得氧化铝的供需平衡扭转。氧化铝价格在供需过剩中逐渐震荡下行。2019 年 3 月 27 日氧化铝价格：河南一级氧化铝报价 2715 元/吨，贵阳一级氧化铝报价 2720 元/吨，山西一级氧化铝报价 2705 元/吨。

图 8：氧化铝价格



资料来源：Wind 南华研究

图 9：氧化铝成本及利润情况



资料来源：南华研究

根据我们的测算，2018 年 10 月以来，国内的氧化铝加权完全成本一直处于亏损，3 月 26 日的氧化铝加权完全平均成本 2891 元/吨，当天的氧化铝现货价格 2735 元/吨，利润情况亏损 156 元/吨。氧化铝企业亏损使得高成本产能逐步退出，氧化铝价格虽然仍将下行，但是下行空间恐有限。

表 4：中国以外氧化铝新增产能企业列表 2018-2021E(万吨/年)

Reinery	地区	国家	集团	Group	建成产能	新增产能	投产时间
Friguia(resta rt)	非洲	几内亚	俄铝	UC Rusal	0	65	2018 年 6 月
Shaheen	亚洲	阿联酋	阿联酋铝业公司	Emirates Global Aluminium	0	200	2019 年 3-4 月
Alunore(rest art)	南美洲	巴西	海德鲁	Hydro	320	320	2019 年 Q1
Alpart	非洲	牙买加	酒钢	Jiuquan Iron & Steel	100	65	2019 年
Kendawangan	亚洲	印尼	魏桥	China Hongqiao Group	100	100	2020 年
Utkal	亚洲	印度	印度铝业	Hindalco(Biria Group)	150	150	2020 年
Sarab	亚洲	伊朗	IMIRO	IMIRO		20	2020 年
Damanjodi	亚洲	印尼	印度国家铝业	National Aluminium Company	127.5	100	2021 年
Menpowah	亚洲	印尼	PT Antam	PT Antam		100	2021 年
合计						1120	

数据来源:SMM 南华研究

表 3.2：2018-2019 年氧化铝拟建产能进程(万吨/年)

公司	地区	省份	城市	原有产能	新建产能	开始时间	当前进度
泰兴铝镁	华北	山西	吕梁	10	30	2018 年 1 月	投产结束
田园化工	华北	山西	吕梁	35	5	2018 年 2 月	投产结束
华庆铝业	华北	山西	吕梁	7	28	2018 年 5 月	投产
山西信发	华北	山西	吕梁	200	100	2018 年 9 月	延迟至 9 月投产
魏桥 2	华东	山东	滨州	1600	100	2018 年 9 月	预计 9 月份投产
靖西天桂	华南	广西	百色	0	80	2018 年 11 月	工程因 8 月雨季有所延迟
中电投金元	西南	贵州	遵义	0	100	2018 年 12 月	在建
山西同德	华北	山西	忻州	0	100	2018 年 12 月	
内蒙古鑫旺	华北	内蒙古	鄂尔多斯	50	50	2018 年	建成待投
晋中化工	华北	山西	晋中	180	100	2019 年	延迟, 因为矿石因素
兴安化工	华北	山西	吕梁	280	40	2019 年	延迟
广铝	西南	贵州	贵阳	60	70	2019 年	

靖西天桂	华南	广西	百色	80	90	2019 年	
魏桥印尼项目	印尼			100	100	2019 年	延迟至 2019 年
山西复晟	华北	山西	运城	80	80	2019 年	停滞，2018 年恐难建成
博赛南川氧化铝	西南	重庆	重庆	0	80	2019 年	租赁中铝设备
中铝防城港	华南	广西	防城港	0	200	2019 年	目前停建
锦江龙州项目	华南	广西	崇左	0	100	2020 年	目前停滞
靖西天桂	华南	广西	百色	170	80	2020 年	
山西其亚	华北	山西	临汾	0	100	2020 年	延迟，总共 200 万吨/年
贵州广铝铝业	西南	贵州	贵阳	130	120	2022 年	
2017 新增总量					845		
2018 新增总量					593		
2019 新增总量					760		

数据来源:SMM 南华研究

根据统计，2019 年国内新增氧化铝产能 760 万吨，我们预计 2019 年国内全年氧化铝产量 7859.2 万吨；海外氧化铝产能，新增方面有阿联酋铝业公司的 200 万吨、海德鲁的 320 万吨等合计 585 万吨产能，其中，海德鲁氧化铝厂由于受到巴西淡水河谷溃坝事故的影响，我们预计复产之路比较坎坷，因此海德鲁复产对于氧化铝价格的打压，短期不会明显，然而俄铝和美铝澳洲等不正常生产及供应链事件的市场影响消弱，因此我们预计 2019 年海外氧化铝供应将会比较充裕，国内氧化铝出口将减少至 20 万吨。由于受到铝价持续低迷，电解铝新增、复产缓慢，原有电解铝产能开工率维持低位，我们预计国内氧化铝消费量 737.5 万吨。整体上，国内氧化铝将由 2018 年的短缺转为 2019 年的过剩，过剩大约 101 万吨。

具体到二季度来看，采暖季在 3 月 15 日结束，河南山西等地受影响的氧化铝产能将恢复生产。同时重庆水江和鲁渝博创的复产产量也将在 3 月末体现。氧化铝供应将继续增加。同时氧化铝出口窗口已基本关闭，氧化铝市场将呈现宽松状态。但在当前的氧化铝价格下，河南和山西地区部分氧化铝企业依然亏损，随着时间的积累，预计将有企业开始主动减产。未来高成本产能的退出和低成本产能的投放将同时并存。我们预计 2019 年二季度氧化铝的价格会在震荡中逐步下行，氧化铝价格将会在 2550—2700 元/吨波动。

3.2. 预焙阳极价格震荡偏弱

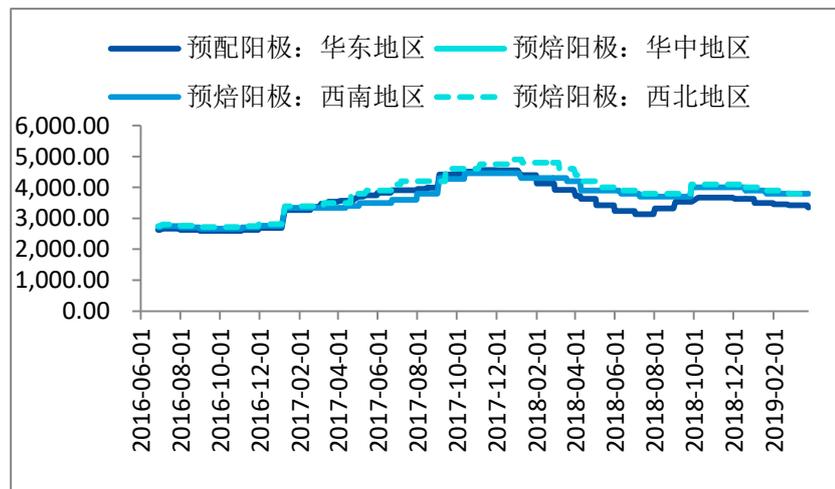
表 5：2018 年已经投产的预焙阳极企业名单 (万吨)

企业名称	2018 年
营口忠旺铝业有限公司	27
包头市新恒丰能源有限公司	25
中铝山西新材料有限公司	28
山西华圣铝业有限公司	4
新疆其亚铝电有限公司	10
阜康市天龙矿业股份有限公司	5.1
云南铝业股份有限公司	15
中铝广西分公司	5
抚顺铝业有限公司	35
广西强强碳素股份有限公司	20
山东创新炭材料有限公司	60
山东银旺碳素科技有限公司	10
索通齐力炭材料有限公司	30
新疆新天瑞炭素制品有限公司	20
合计	294.1

数据来源:百川资讯 南华研究

根据百川资讯的统计，2018 年，中国预焙阳极新投产能 294.1 万吨，其中配套产能增加 154.1 万吨，商业增加 140 万吨。

图 10：预焙阳极价格



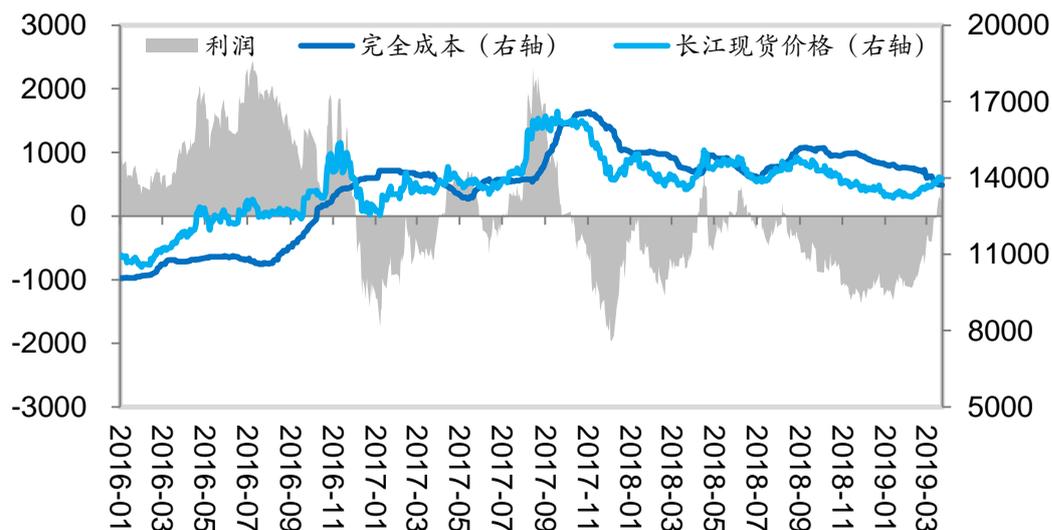
资料来源: Wind 南华研究

近几年预焙阳极作为高污染行业，生产一直受到环保的影响。历经环保治理，主产区企业基本达到超低排放标准，根据国家政策要求，达到超低排放要求可不予限产。2018 年进入采暖季，河南郑州地区因为地区环保要求影响，行业进入停产状态；2018 年全年预焙阳极市场开工率一直维持在 66.76% 左右。

2019 年铝用预焙阳极的市场将面临更大的挑战，随着市场不断扩张，预焙阳极市场产能逐年增加，容量急速扩充。2019 年一季度预焙阳极市场将继续维持弱势过剩状态运行，市场价格将继续延续弱势状态运行，原材料价格难形成有利支撑；第二季度，河南郑州地区企业能否完全复产，仍是一个问题，但 2018 年新投企业产能释放，市场供应依然高位。预计 2019 年二季度中国预焙阳极市场主流成交价在预计 3000-3800 元/吨之间波动。

3.3. 电解铝企业利润改善

图 11：电解铝成本及利润情况



资料来源：南华研究

根据我们对电解铝企业生产成本的跟踪，2018 年 7 月以来，一方面由于氧化铝价格上涨，另一方面由于铝价的低迷，特别进入到 10 月之后，铝价处于一个长期跌势当中；国内电解铝企业一直处于亏损状态，最大的亏损幅度曾达到了 1300 元/吨。特别是 2018 年 11 月之后，部分高成本的铝企由于扛不住亏损，出现了一批减产停产潮。然而进入到 3 月之后，一方面由于氧化铝价格的下跌，另一方面是现货铝价的上涨，铝价转亏为盈。3 月 26 日铝企利润盈利 238 元/吨。

长期来看，在氧化铝价格和预焙阳极价格仍处下行通道，消费旺季下，需求将指引铝价二季度走势，因此，电解铝价格仍存上行驱动，在此情况下，电解企业在铝企利润存在进一步改善的可能。在电解铝利润改善的情况下，电解铝供应将会逐渐增加，后期电解铝供应压力或将逐渐显现。

第4章 需求端：政策利好下，旺季去库仍可期

4.1. 政策超预期

继 1 月降准至，国家降税幅度超预期：3 月 5 日，十三届全国人大二次会议在人民大会堂开幕，国务院总理李克强作 2019 年政府工作报告时提出，深化增值税改革，将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%，确保主要行业税负明显降低。

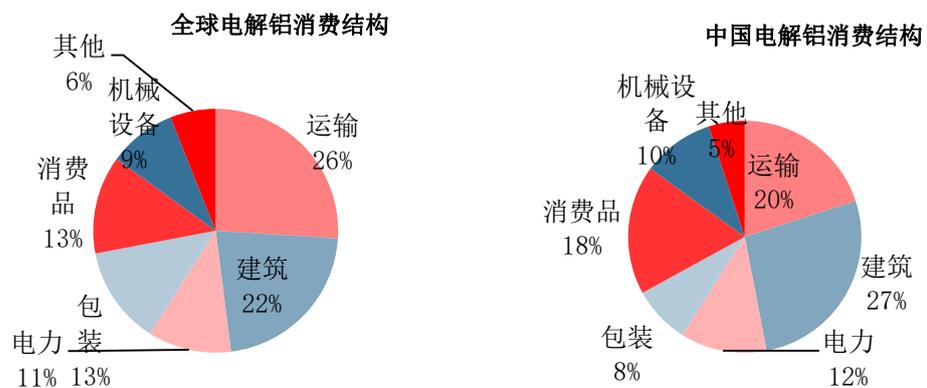
降税时间超预期：3 月 15 日，国务院总理李克强回答中外记者提问时表示：今年下决心要进行更大规模的减税降费。把增值税和单位社保缴费率降下来，减税降费红利近两万亿元。4 月 1 日就要减增值税，5 月 1 日就要降社保费率，全面推开。该措施将会刺激消费，也将提升制造企业的利润，带动其核心竞争力，对国内的经济有较大提振作用。

降税影响：短期来看，增值税调降措施实质出台后，有色金属行业的增值税税率将由 16% 调降至 13%，此外，调降税率有利于提升企业利润，冶炼厂等持货商可能为了获得税率优惠而控制出货速度，导致惜售情绪高企，造成短期市场供不应求的状况，一方面促使现货以及近月合约价格走高，另一方面远期供应增加的预期将使远月合约承压，也有利于近远月合约价差的走阔。

从产业链的角度来看，由于增值税减税是价外变动，与利润没有直接关系，“减税红利”的具体落地取决于产业链上中下游的议价能力。本质上来说，降税的好处将会在产业链上中下游中共享。议价能力强的企业将获得较多的“减税红利”。就有色金属产业链来说，一般上游原材料供应企业议价能力较强，其次是中游加工企业，最后才是下游消费企业。因此，增值税降低带来的收益多数可能分配到上游企业中。但是总体来说，增值税率的下调降低了企业的税率负担及成本，从而为企业的转型升级提供支持，整体利好行业的中长期发展。

4.2. 房地产仍是二季度去库主力

图 12：全球及中国电解铝消费结构



资料来源：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，因此，华南地区的铝消费情况将是旺季铝锭去库存的主要

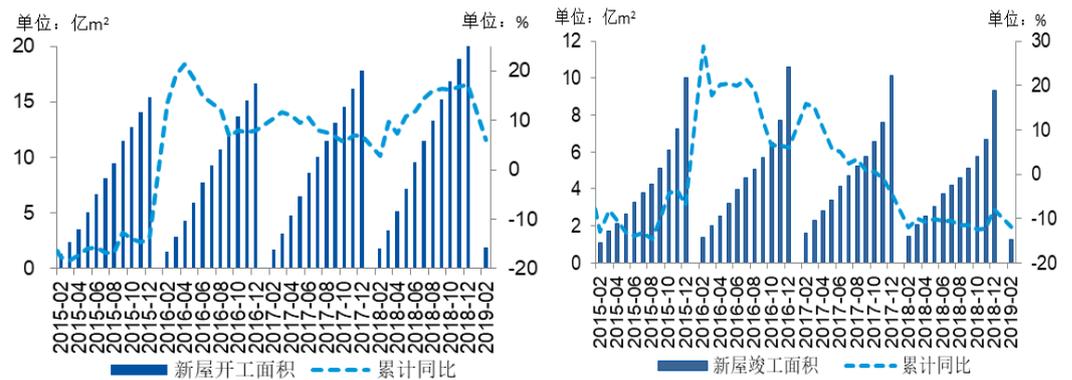
力量，该地区的铝型材企业开工率将是旺季去库存的一个重要风向标，我们在实际中可以密切关注这块消费的情况，进而研判旺季铝价反弹的高度。

图 13：中国房地产开发投资完成额及累计同比



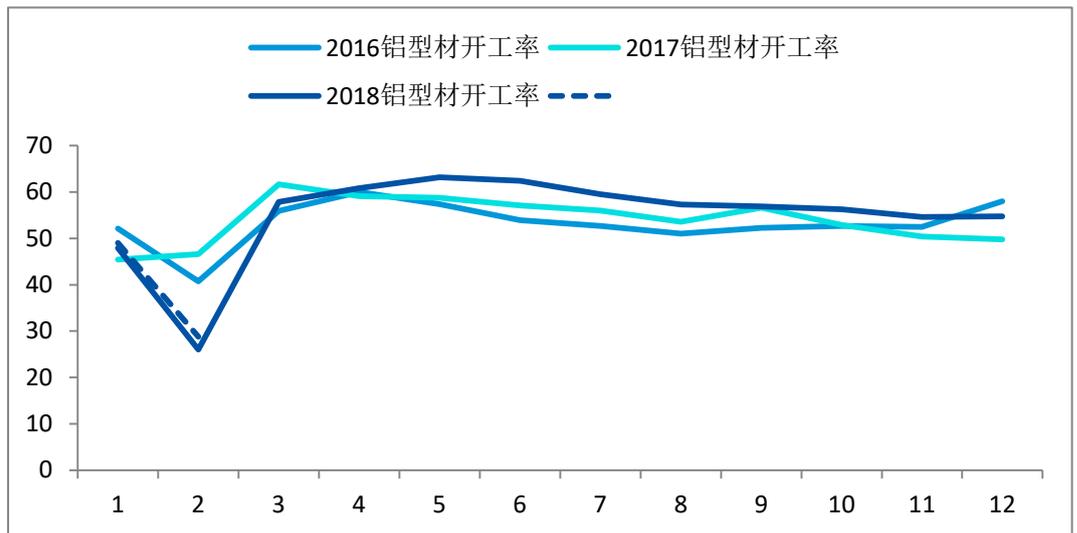
资料来源：Wind 南华研究

图 14：房地产新屋开工面积及竣工面积



资料来源：Wind 南华研究

图 15：国内铝型材开工率



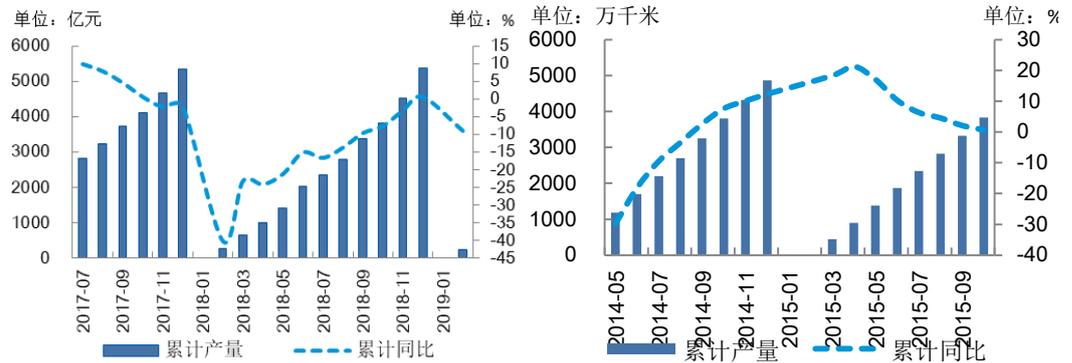
资料来源：SMM 南华研究

从房地产开发投资额来看，2018 年 1-12 月开发投资额 120263.51 亿元，累计同比增速 17.20%；2019 年 1-2 月开发投资额 12089.84 亿元，累计同比增速 11.6%，短期来看房地产投资还是比较好的，但是长期来看，房地产下行周期比较确定，但是从数据来看，中国房地产韧性还是十足的。

从新屋开工面积和新屋竣工面积来看，2019 年 1-2 月新屋开工面积 18813.78 万平方米，累计同比增速出现了较大下滑至 6%。但是 2018 年 6 月以来的新开工面积累计同比增速都是在 10% 以上，9 月-12 月更是维持在 15% 以上的高开工率。虽然从新屋竣工面积来看，2018 年 6 月以来，竣工面积累计同比增速均在 -10% 以下，但是前期新开工的面积，后期还是会竣工，在二季度存在竣工面积回升，进而拉动房地产用铝需求的可能性。结合铝型材历年开工率曲线，我们可以看到，进入到 3 月之后，铝型材开工率将大幅回升至一年中的高位，因此，我们认为房地产是二季度铝锭去库的主力，竣工面积的实际情况将是影响二季度铝消费和去库效果。

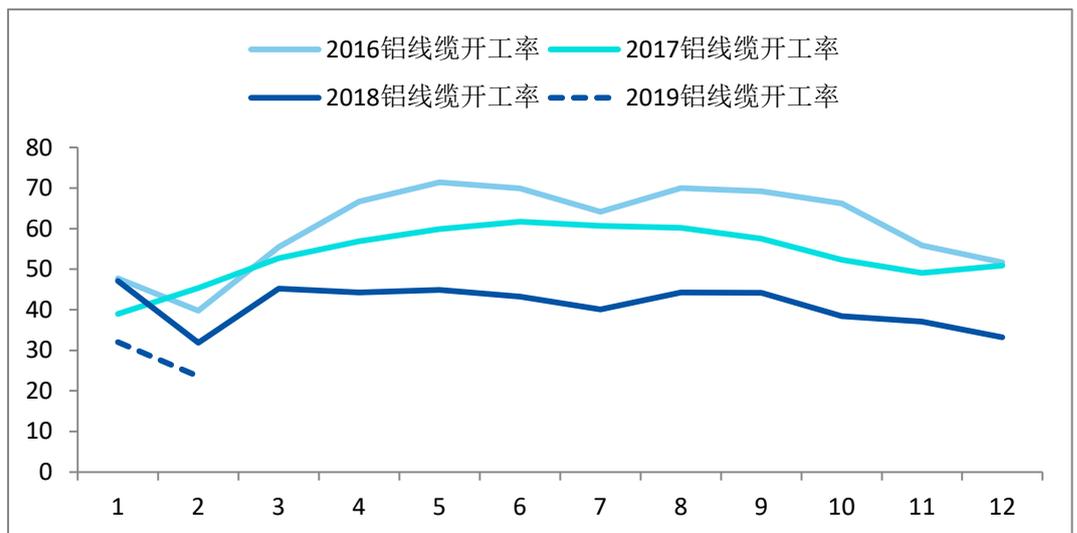
4.3. 电网有望成为二季度铝消费亮点

图 16: 电网基本建设投资完成额及电力电缆累计产量



资料来源: Wind 南华研究

图 17: 国内铝线缆开工率



资料来源: SMM 南华研究

占据铝消费领域 12% 的电力需求, 主要集中在铝电缆, 绝大部分在特高压建设方面的钢芯铝绞线上。2018 年 1-12 月电网投资完成额 5373 亿元, 同比增加 0.60%, 累计同比增速小幅转正, 其中, 2018 年 1 月-7 月电网投资完成额 2347 亿元, 同比下滑 16.60%, 表明 2018 年下半年电网投资增速明显, 国网完成了新一轮的招标, 电网投资增速已经有明显的回升。而且近些年电网投资主要集中在特高压领域, 这对铝线缆的消费形成直接支撑。2018 年 9 月 7 日国家能源局核准了 5 条特高压直流线路和 7 条特高压交流线路建设项目, SMM 根据历史工程的招标量估算出, 如果规划中的 9 条线路建设完成, 将会拉动约 68 万吨用铝量, 这将为铝消费提供增量。根据日杜更新的国网招标数据来看, 目前 9 项工程中张北—雄安一线已经启动招标, 2018 年 12 月份合计招标铝合金绞线 1.53 万吨, 钢芯铝绞线 15.4 万

吨。表现在二季度，3 月份以后将迎来铝线缆密集交工期，这会大幅拉动铝的需求，电网用铝将成为二季度铝需求亮点。

从铝线缆开工率来看，2018 年全年都是在 40%左右的低开工率水平，2019 年 1 月开工率 32%，2 月开工率 23.6%，依然是处于比较低的水平。结合近期铝 3 月之后铝线缆开工率也将有一个明显的上升趋势。因此，后期铝线缆企业开工率水平作为监控旺季电网用铝需求是否好转的一个指标。

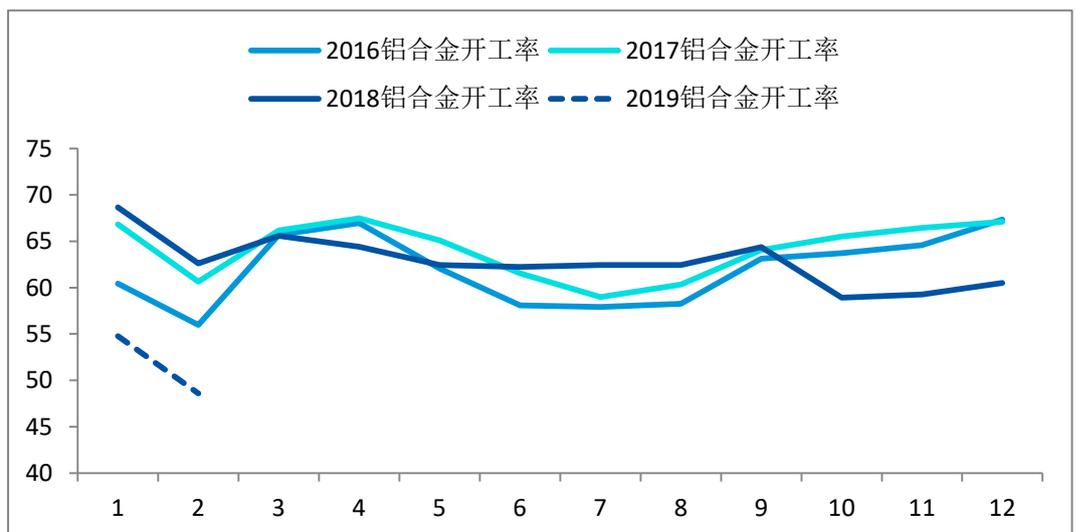
4.4. 汽车疲软拖累二季度用铝需求

图 18：中国汽车产量



资料来源：Wind 南华研究

图 19：铝合金开工率



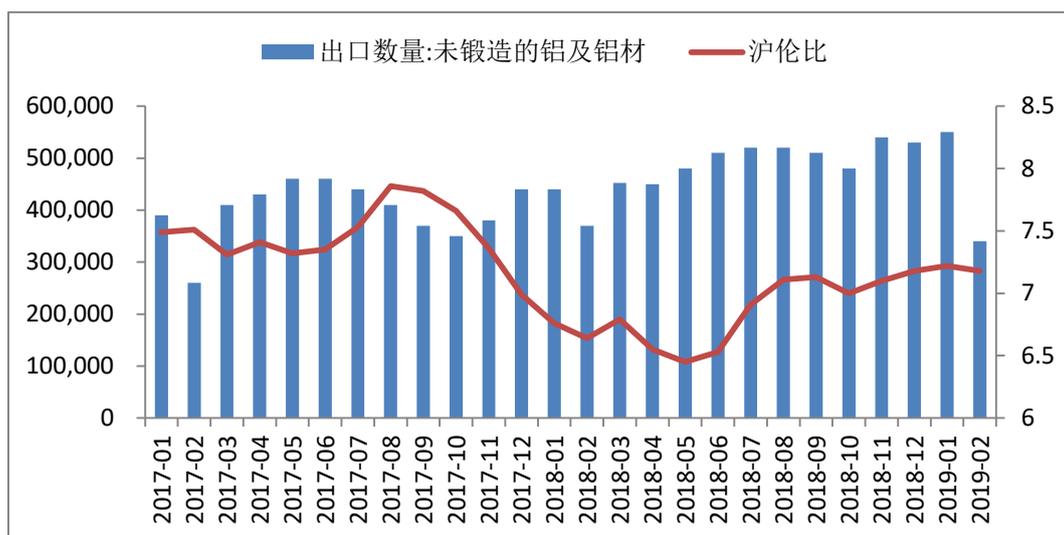
资料来源：SMM 南华研究

由于汽车购置税优惠从 2018 年 1 月 1 日起被取消，2017 年有提前透支了一部分汽车消费需求，导致了 2018 年汽车需求整体疲软，尤其是在 2018 年 4 月之后，汽车产量当月同比一路下降，2018 年全年累计汽车产量 2776 万辆，比 2017 年产量下滑了 4.5%。2019 年 1 月汽车产量 236.52 万辆，同比下滑 12.05%；2 月汽车产量 140.97 万辆，同比下滑了 17.37%。

虽然新能源汽车产量增速较快，但是基数仍然较低，难以弥补传统汽车大幅下滑造成的用铝减少，叠加新能源汽车补贴退补，短期新能源汽车产销量预计都将受到一定程度的影响，综合而言，汽车疲软将拖累第二季度的用铝需求。

4.5 铝材出口是二季度铝需求边际变量

图 20：中国未锻造铝及铝材月度出口量（吨）



资料来源：Wind 南华研究

2018 年国内铝材出口数据亮眼，全年未锻造铝及铝材出口累计共 580.2 万吨，同比 2017 年增长 20.87%。铝材出口大幅增加，一方面由于沪铝比值处于比较低的位置，自 2018 年 1 月以来到 7 月份，沪伦比值一直位于 7 以下，使得出口有较好的利润；另一方面，由于贸易摩擦频繁导致了未来出口不确定性增大，很多下游加工企业存在变相出口和“抢出口”，使得出口数量大增。2018 年铝材出口对于铝消费贡献较大。

进入到 2019 年，1 月铝材出口 55 万吨，创了 5 年来的新高。然而 2 月铝材出口相比 1 月大幅下滑了 38% 至 34 万吨。铝材出口下滑可能是由于春节因素，基于中美贸易谈判相对乐观，我们对铝材出口相对乐观，认为这是二季度铝需求的边际变量。

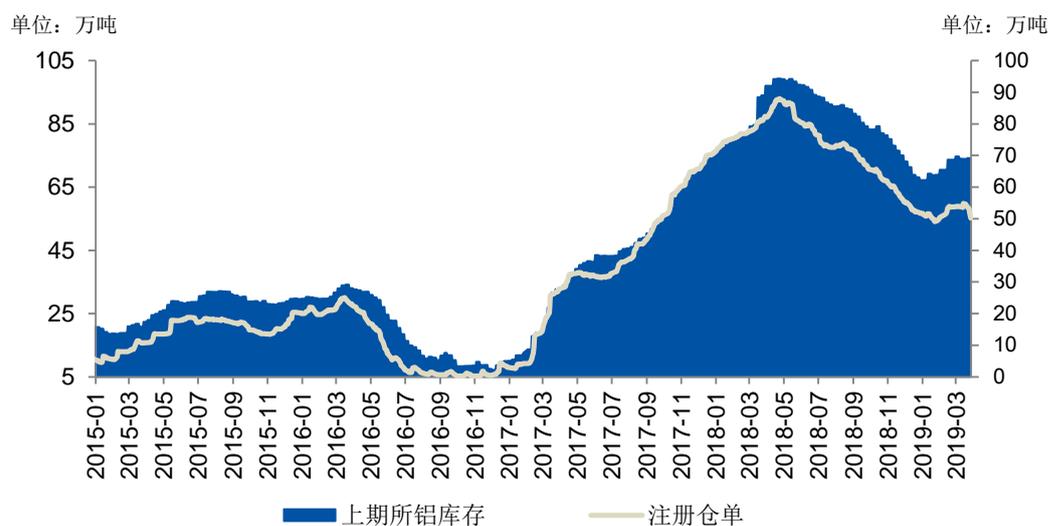
整体而言，在降税超预期利好的情况下，虽然汽车产销下滑拖累用铝需求，但是房地产用铝是二季度铝锭去库存的中坚力量；电网提速，且主要集中于特高压，这使得电网用铝有望成为二季度需求亮点，叠加中美贸易谈判向好，铝材出口将成为用铝需求改善的边际变量。总体而言，我们认为二季度在旺季需求下，铝锭去库存值得期待。

第5章 电解铝库存分析

目前国内的电解铝社会库存自春节累库之后已经出现了拐点，节后库存高点 175.5 万吨，3 月 28 日 SMM 公布的电解铝社会库存 167.8 万吨，相比库存高点下降了 7.7 万吨。

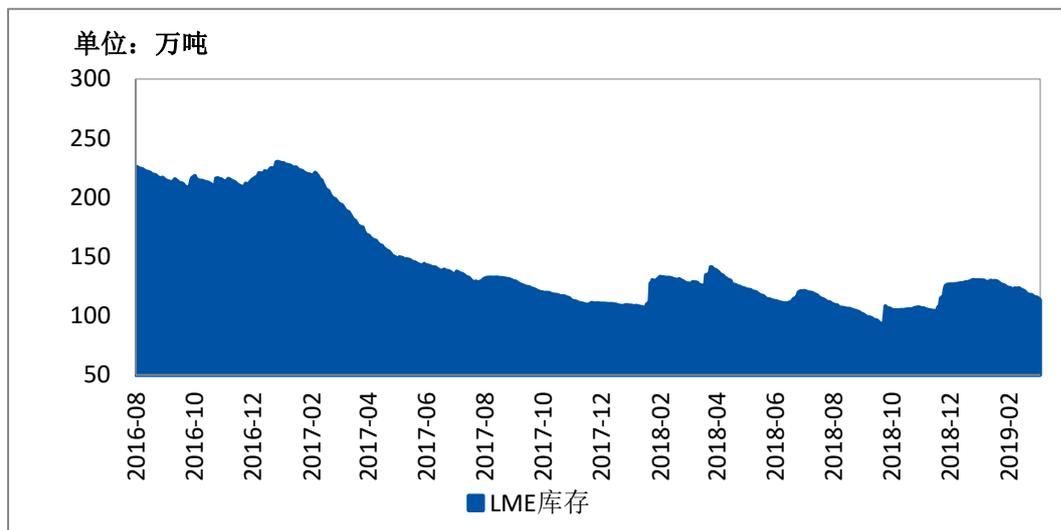
LME 库存则是从 2019 年 1 月 16 日 130.32 万吨以来开始下降，3 月 28 日的 LME 库存 113.50 万吨，相比 1 月 16 日下降了 16.82 万吨。这与 2018 年的库存变化规律类似，2018 年 LME 库存从 2 月 23 日的 133.08 万吨大幅下降 44.47 万吨到 10 月 15 日的 92.61 万吨，因此，我们预计海外自 2 月起开启的降库将持具有一定的持续性。

图 21：上期所铝库存



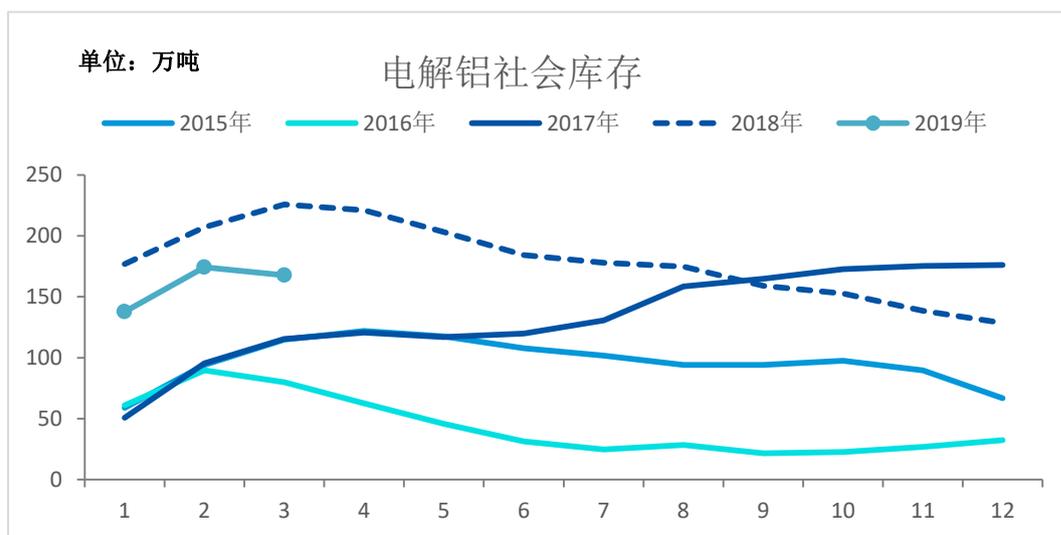
资料来源：Wind 南华研究

图 22: LME 铝库存



资料来源: Wind 南华研究

图 23: 电解铝社会库存



资料来源: Wind 南华研究

第6章 2019 年二季度铝价展望

供应端，在供给侧去产能政策初见成效的情况下，电解铝产能天花板已经确定；由于电解铝企业利润长期亏损，铝企减停产增加、新增产能投放进程受限，因此，二季度供应端对铝价压力有限，这给铝价反弹提供了条件。

成本端，一方面原料上氧化铝价格持续下行，加上预焙阳极震荡偏弱，电解铝成本下移；另一方面，伴随着 2 月之后铝价重心提升，铝企利润得到了较大的改善。

需求端，房地产用铝将是铝锭去库存的中坚力量、电网用铝有望成为二季度铝消费的亮点，虽然汽车产销疲软拖累用铝需求，但是铝材出口将成为铝需求的边际改善变量。总体而言，我们认为在二季度铝锭去库存值得期待。

综合来看，我们认为在供应端压力有限、旺季需求推动铝库存去库的情况下，铝价将震荡上行。二季度核心交易逻辑集中在需求，需求走强将推升铝价上行，而实际需求将决定铝价的反弹高度。

表 6：电解铝供需平衡表

单位：万吨	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
中国						
产量	869.5	906.1	928.2	913.9	890.9	910.8
消费	807.6	957.4	922.8	887.8	806.0	986.1
净出口	11.7	15.3	20.3	12.2	15.0	19.0
供需平衡	50.2	-66.5	-14.9	13.9	69.9	-94.3
海外						
产量	681.9	685.5	694.9	695.4	684.0	702.3
消费	730.8	764.3	744.2	749.8	741.0	772.6
净出口	-11.7	-15.3	-20.3	-12.2	-15.0	-19.0
供需平衡	-37.3	-63.6	-29.0	-42.2	-42.1	-51.4
全球						
产量	1551.4	1591.6	1623.1	1609.3	1574.9	1613.0
消费	1538.5	1721.7	1666.9	1637.6	1547.1	1758.7
供需平衡	12.9	-130.1	-43.9	-28.3	27.8	-145.7

数据来源： CRU 南华研究

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道193号定安名都2、3层
客服热线：400 8888 910

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区B地块新地中心二期808室
电话：025-86209875

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路1155号801、802单元
电话：021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路663号1楼、7楼
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路1155号8层803、804单元
电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第3-8间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二钻石海岸B栋1903单元
电话：0592-2120291

南通营业部

南通市崇川区崇文路1号启瑞广场20层2308、2309室
电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道68号2008房，2009房
电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦A座1003
电话：022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室
电话：0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路103号星光华庭商铺112、212号房复式
电话：0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号8层805室
电话：0351-2118001

浙江分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902
电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室、104室
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室
电话：0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区越发大厦905-906室
电话：0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801室
电话：0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号
电话：028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心3幢1801室
电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼
电话：0574-63925104

宁波营业部

浙江省宁波市江北区大闸南路500号24幢1706室
电话：0574-87274729

济南营业部

济南市历下区泺源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505
电话: 0531-80998121

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话: 0573-83378538

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611588

合肥营业部

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302
电话: 0551-62586688

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 416 号中浪国际大厦 C 座 5 层 503 室
电话: 0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话: 0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼 1405 室 (第 14 层)
电话: 0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A502 室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A501 室
电话: 010-63161286

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88539900

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话: 024-22566699

大连营业部

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
期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-39048000

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798978

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话: 0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话: 0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话: 0451-58896600

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话: 0755-82777909

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话: 0755-82777909

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“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net