



# 电解铝：利润修复的征途，沪铝踏寻底之路

联系人：樊丙婷

从业资格编号：F3046207

E-mail: fanbt@cifutures.com.cn

Tel：021-80220261

( 本研报仅供参考，投资有风险，入市需谨慎 )

- **美元有望上行但空间有限**：2018年的美元令所有人大跌眼镜，强势美元对非美经济体造成了显著的冲击，我们认为，2019年美国失业率大概率触底，但薪资结构将产生变化，仍将对未来通胀有一定支撑，在失业率仍处低位、通胀仍有支撑的前提下，当前市场对于美联储未来加息路径的预期过于鸽派，更加数据依赖的美联储的加息次数有较大概率超预期，这仍将对美元产生提振，但日元的强势也有望延续至2019年，叠加处于繁荣周期后半程的美国经济动能的逐渐减弱，美元上方空间也将有限。
- **全球经济增速放缓**：2018年全球外贸活动放缓，主要经济体GDP增速及制造业PMI显著下滑，且在贸金融市场波动显著、美联储加息政策下，新兴经济体的经济增速受到威胁，IMF和OECD等机构亦纷纷下调2019年全球经济增长预期。
- **需求难有亮眼表现**：因全球经济增速放缓，中国经济增速亦承压，拖累包括汽车及家电等终端需求。
- **利润修复过程中，产能将缓慢释放**：电解铝生产原料价格下移，有利于产业利润再平衡。生产成本的下降缓解了铝企生产压力，一方面电解铝企业联合减产的可能性降低，另一方面，新增产能或缓慢释放，这无疑增加了2019年电解铝的供应压力。
- **综合看**：2019年供应压力将逐渐显现，且全球经济增速放缓拖累终端需求，库存去化难度增加，因此我们认为铝价重心将下移。但因铝企利润修复过程较为缓慢，不排除铝企通过扩大减产规模以加快实现利润修复，因此铝价不宜过分看空。料运行区间12500-14500。

# 引言：2018年铝价走势回顾



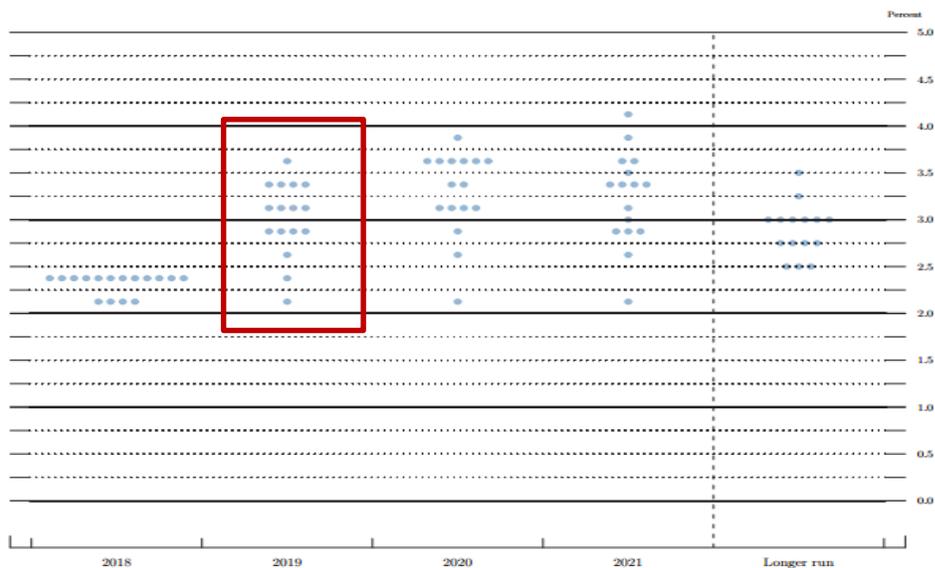
01

## 2019年国际宏观展望

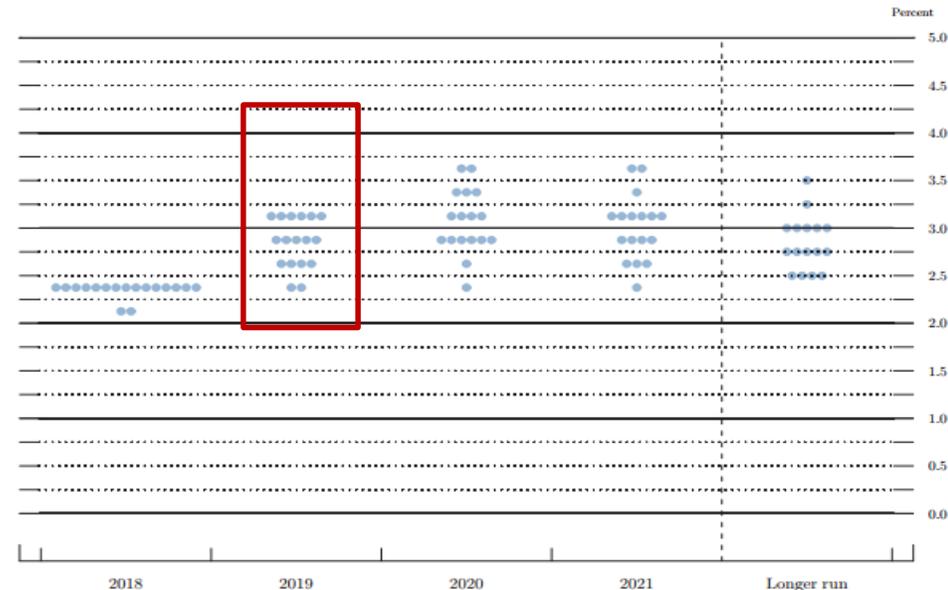
## 1.1 2018的最后一次加息释放出的信号：点阵图

- 2018年12月19日，美联储如期加息，但本次会议上释放出的信号与9月份相比，出现了耐人寻味的鸽派转变，首先是从最直接的点阵图可以看出，12月委员们对于2019年的中性利率区间预期显著下移，本次会议预期中值为2.9%，即还有两次加息空间，而在9月，委员们的2019年政策利率预期则是3.1%，约3-4次加息次数；
- 这在一定程度上证实了市场普遍的美联储转向的鸽派预期，但市场所预期的利率区间似乎与美联储有一定分歧。

2018年9月对2019年加息路径预期



2018年12月对2019年加息路径预期



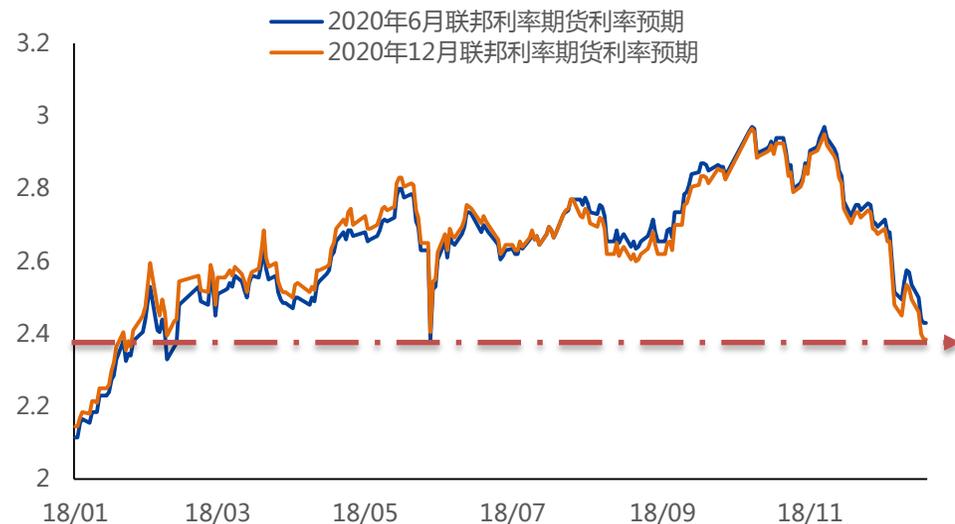
## 1.2 市场对于接下来两年的利率预期

- 美联储加息后，市场给出了反映，也给出了自身的预期，截止12月20日，联邦利率期货显示市场预期2019年底利率将维持在2.5%附近水平，而到2020年末，市场对于利率的预期则在2.4%附近，而美联储的最新预测则在3.1%，两者相比，投资者已经开始在Price-In 2020年美联储将会有至少3次降息的预期；
- 显然，市场给出的预计更加鸽派，而驱动投资者的最大理由，便是美国经济大概率将在2019年陷入衰退，美联储将不得不降息救市。

2019年底利率将维持在2.5%附近水平



2020年底利率将维持在2.4%附近水平



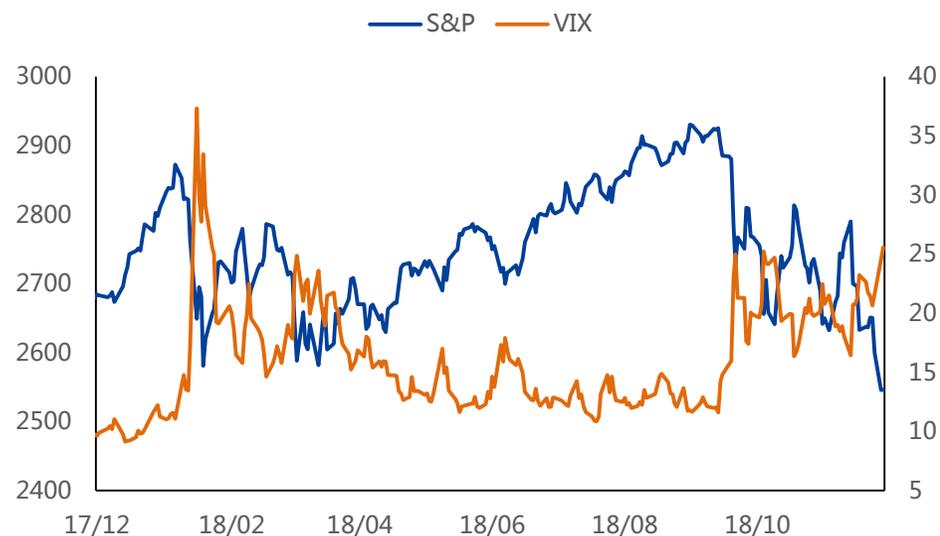
## 1.3 2019失业率大势：触底

- 从历史上看，美国非农失业率分别在2000年初、2006年末触底至3.8%与4.4%，随后美国经济则分别由于互联网泡沫、次贷危机陷入衰退；2018年11月，美国非农失业率降至3.7%，是1969年以来的最低水平；
- 当前外部有贸易战的宏观风险，内部有美联储持续收紧导致的美股进入熊市，历史并不必然重复，但历史总是重复，而美国企业的负债与盈利都早已到达历史最高，利率的抬升正在不断加大企业偿债压力，侵蚀企业利润，向失业率上升的传导将仅会是时间问题，2019年，美国失业率大概率触底，后续企业盈利的表现将决定失业率回升的高度。

美国非农失业率大概率触底



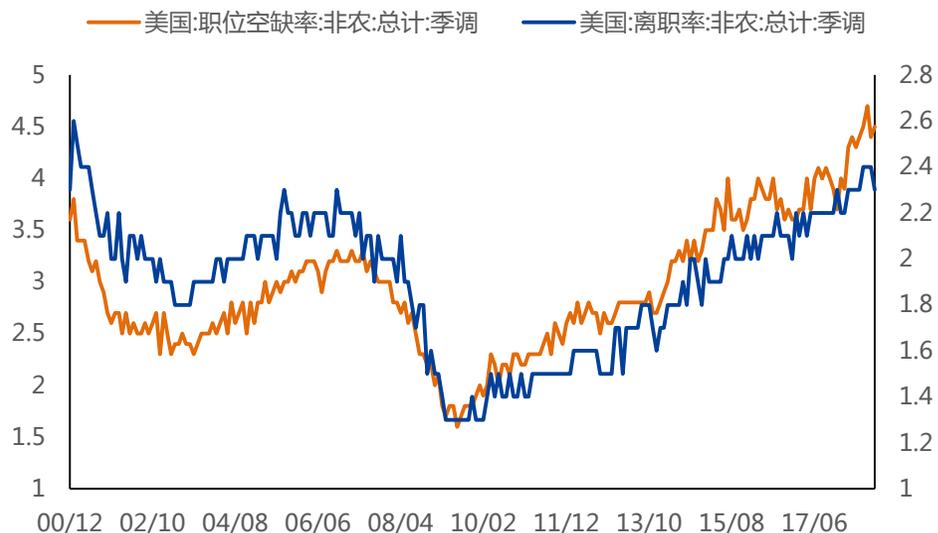
美股进入熊市



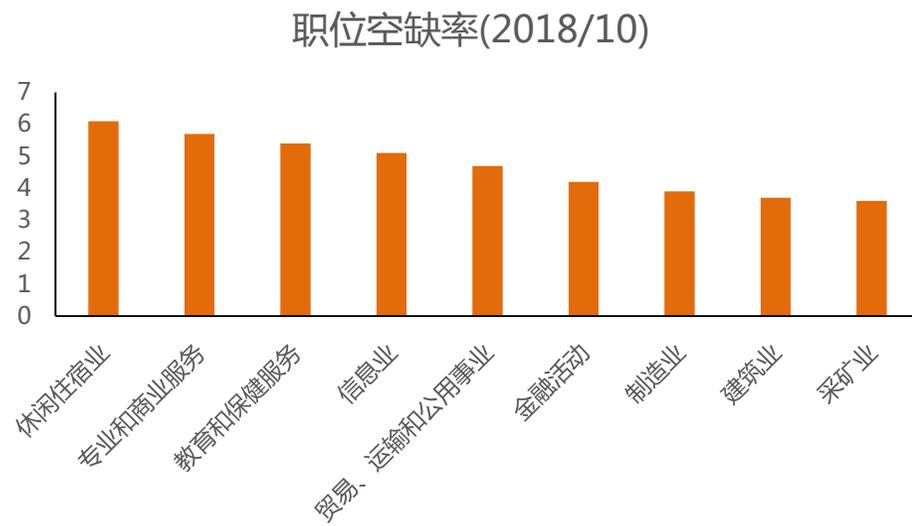
## 1.4 2019就业结构：重心由制造业转向服务业

- 当前美国职位空缺率与离职率都是历史高位，分项来看，在特朗普“America First”的思想，以及财政刺激的举措下，制造业快速扩张，也令相对廉价的劳动力大量涌入，这也是失业率持续下滑，但平均薪资未有显著提高的主因；
- 而制造业劳动力的涌入令服务业相关的职位空缺率较制造业等显著提高，而这些行业平均薪资也要高于制造业，在财政赤字大幅抬升、减税等举措利好基本消化等前提下，制造业扩张或告一段落，我们维持失业率触底大势判断不变，2019年的就业市场结构或出现服务业就业上升、制造业就业下降、整体薪资水平上升的局面。

美国职位空缺率、离职率处历史高位



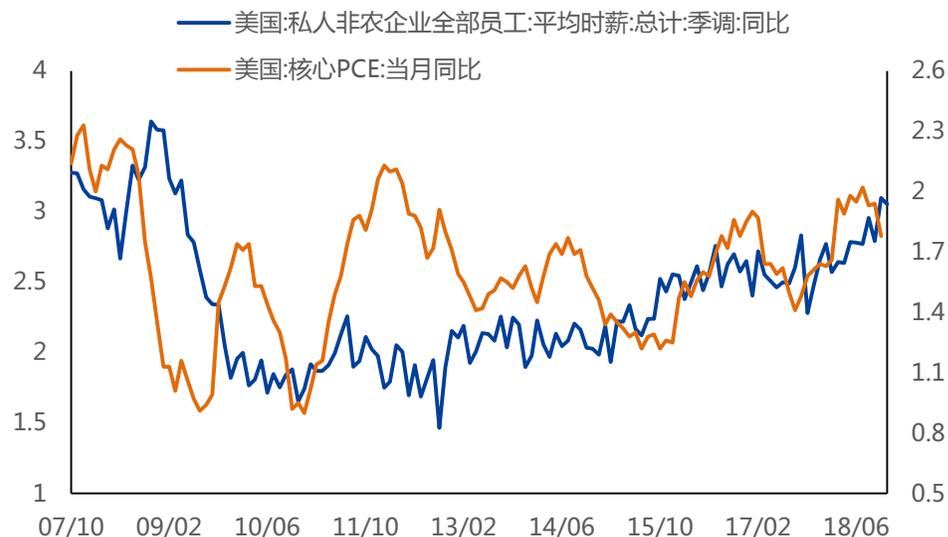
预计2019年制造业就业下降



## 1.5 预期差：将给予2019年的美元阶段性提振

- 预期2019年薪资增速将不会出现显著回落，其对于未来通胀的支撑也将继续存在，失业率大势触底、通胀仍有支撑的前提下，断言美联储2019年将大幅放缓加息，甚至停滞显然是有过度预期之嫌，预计更加数据依赖的美联储加息次数将在2-3次左右；
- 目前过度price-in美联储放缓加息步伐的市场预期，与美联储的仍处收紧周期的预期存在差异，这样的差异将反映在2019年，给予美元阶段性的提振，但来自外部的压力也将令美元难以“更上层楼”。

未来通胀仍有支撑



2019年美联储预计加息2-3次



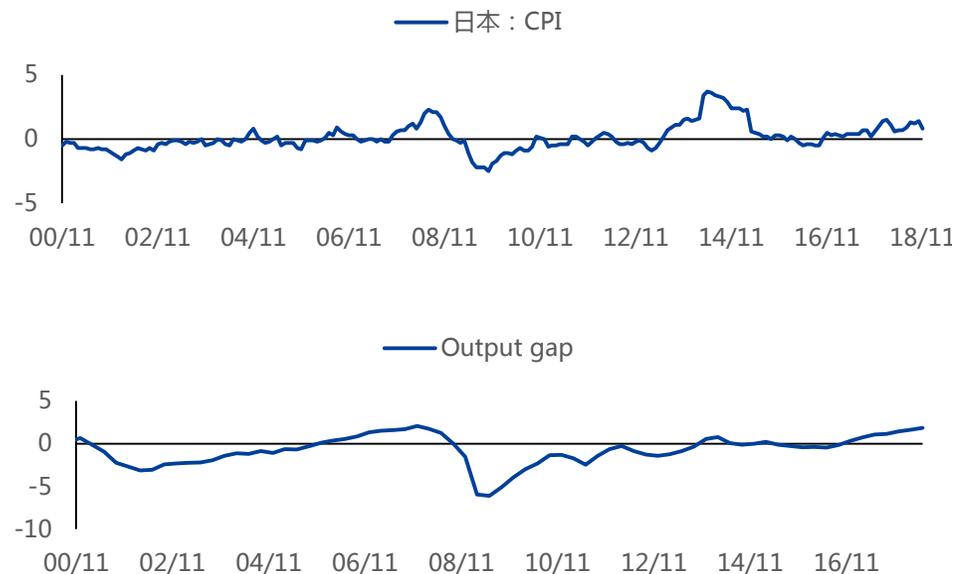
## 1.6 日元：或在2019年间接施压美元

- 无论是9月份GPIF所表态的即使央行所持日债已到达区间下限，且不会再为了保持在区间内而将到期的开放式基金份额转化为国债头寸，还是黑田东彦再度强调的“灵活的”国债操作策略，都表明了日央行将逐渐释放日本国债泡沫、减少国债购买的决心，这有望令未来日本国债收益率上限提高，从而对日元产生正向推动作用；
- 而从产出缺口、通胀的角度看，正值扩张的日本产出缺口对通胀滞后的、正向的作用将逐渐地体现在通胀未来的上行中，综合而言，日元有望在2019年再度成为表现相对最佳的货币之一，且避险驱动也将在2019年继续驱动日元。

日本国债收益率上限预计提高



日本产出缺口扩张或驱动通胀上行



# 1.7 接近扩张周期末端的美国经济限制美元上方空间

失业率触底往往是衰退前的征兆



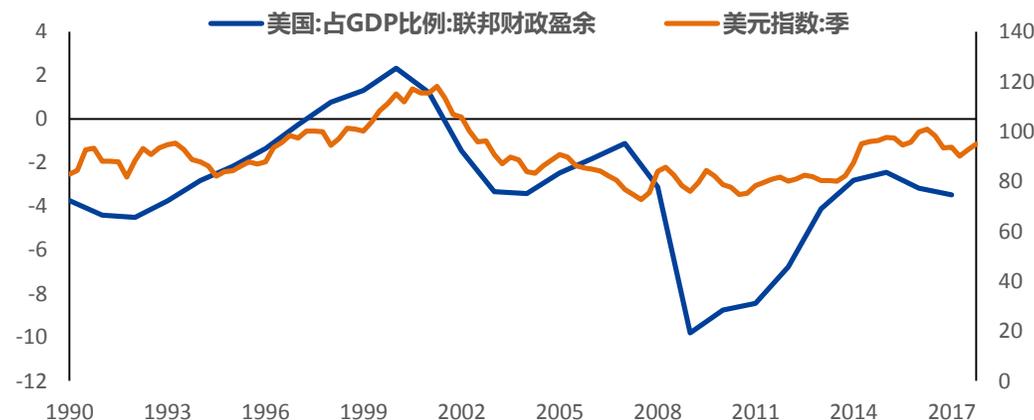
收益率倒挂往往领先衰退一年左右



美国信用利差也在抬头，大幅抬升企业融资成本，预兆经济扩张末期



财政赤字也是悬挂在美元上的利刃，这往往领先美元走势一年左右



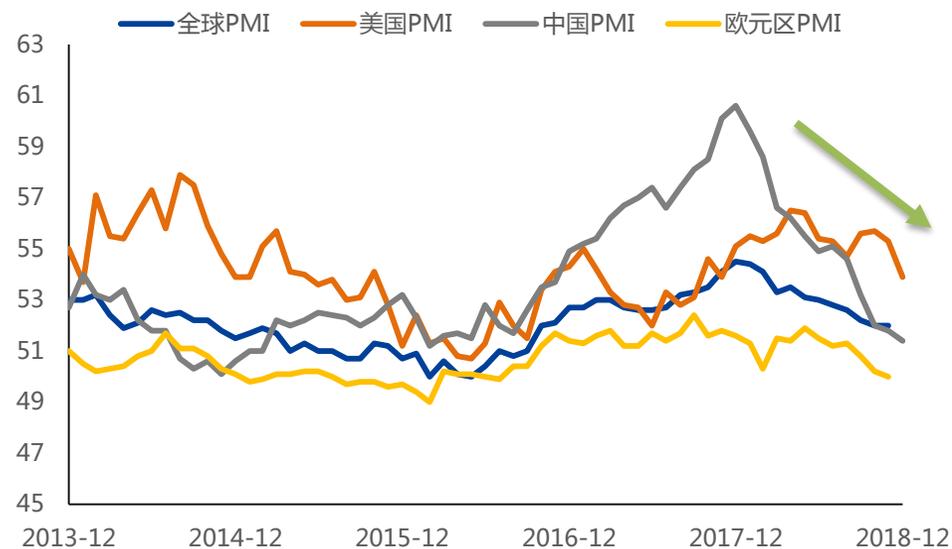
## 1.8 全球经济增速放缓

- 全球主要经济体GDP增速出现严重下滑，制造业PMI也出现下降，且在贸易摩擦升级、金融市场波动显著、美联储加息政策下，新兴经济体的经济增速受到威胁。市场普遍预期全球经济增速放缓，IMF和OECD等机构亦纷纷下调2019年全球经济增长预期。

### IMF下调主要经济体的增速

	美国	欧元区	中国	日本
2018年4月	2.9	2.4	6.6	1.2
2018年10月	2.9	2	6.6	1.1
2019年4月	2.7 	2 	6.4 	0.9 
2019年10月	2.5	1.9	6.2	0.9

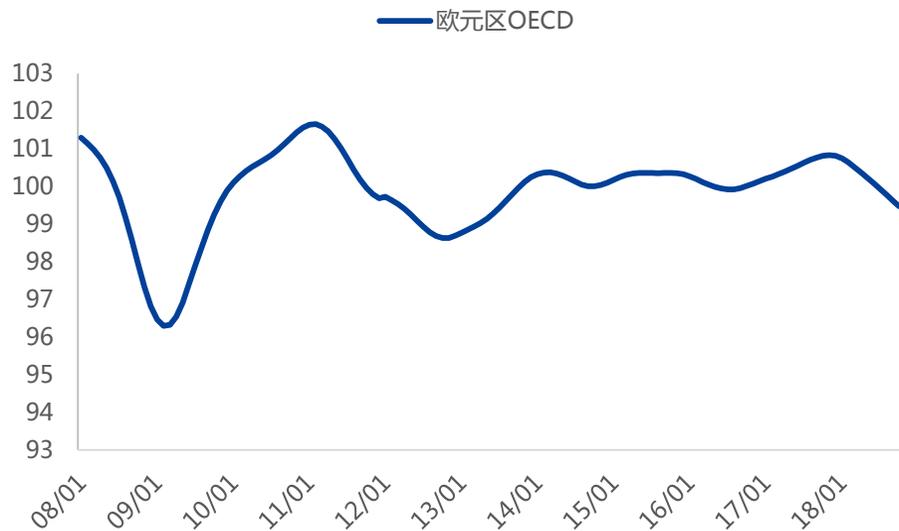
### 全球制造业PMI下滑



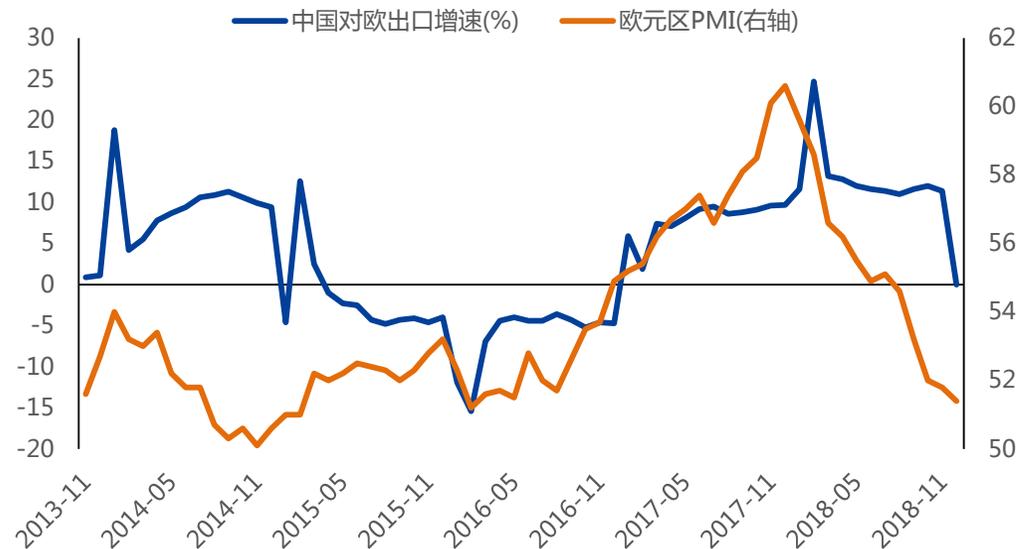
## 1.9 欧元区经济放缓拖累对欧出口

- 2018年受全球外贸活动放缓影响，欧元区OECD综合领先指标表现为持续走弱，且暂无企稳迹象，预计2019年欧元区经济将延续走弱迹象，并滞后带动对欧出口放缓。

欧元区OECD领先指标持续走弱



欧元区经济下滑令对欧出口放缓



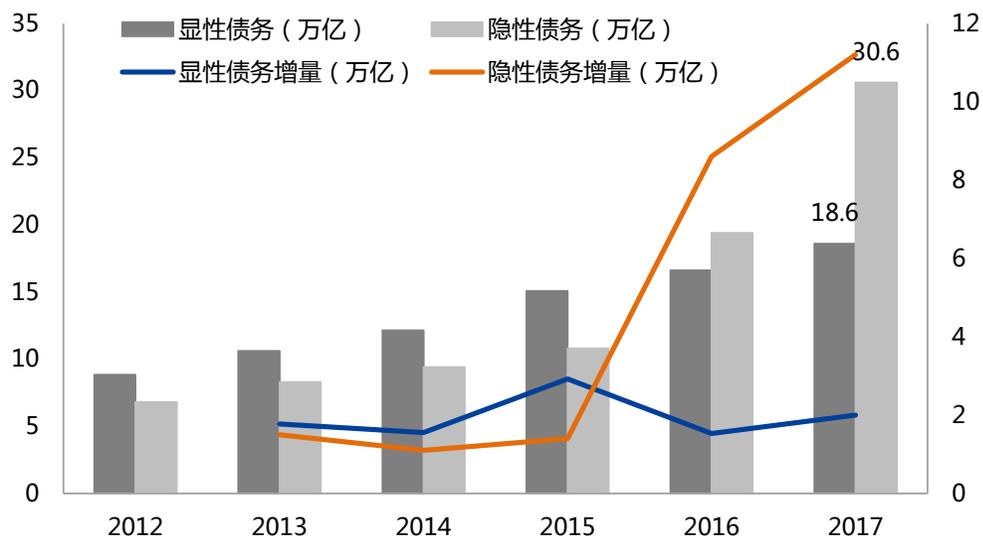
02

需求：难有亮眼表现

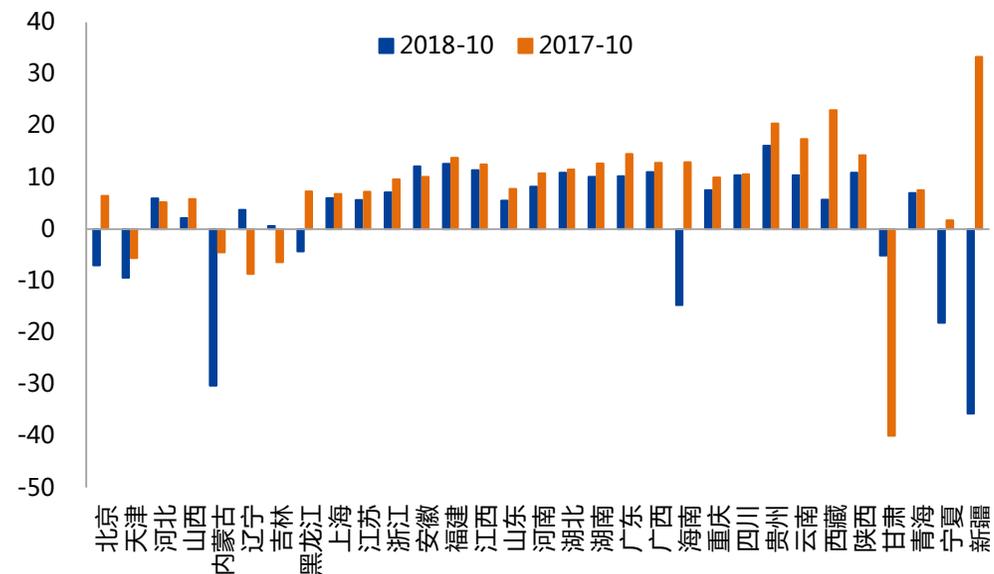
## 2.1 基建增速回升空间有限

- 发行地方债逐渐成为地方政府唯一的合法外部融资途径，但在监管趋严、地方债务绝对规模巨大，以及投向受限的情况下，其实际到位资金有较大难度，另在“终身追责制”下，地方政府主动投资意愿较以往将明显谨慎，这将直接制约基建投资增速的回升空间。

### 地方债务绝对规模巨大



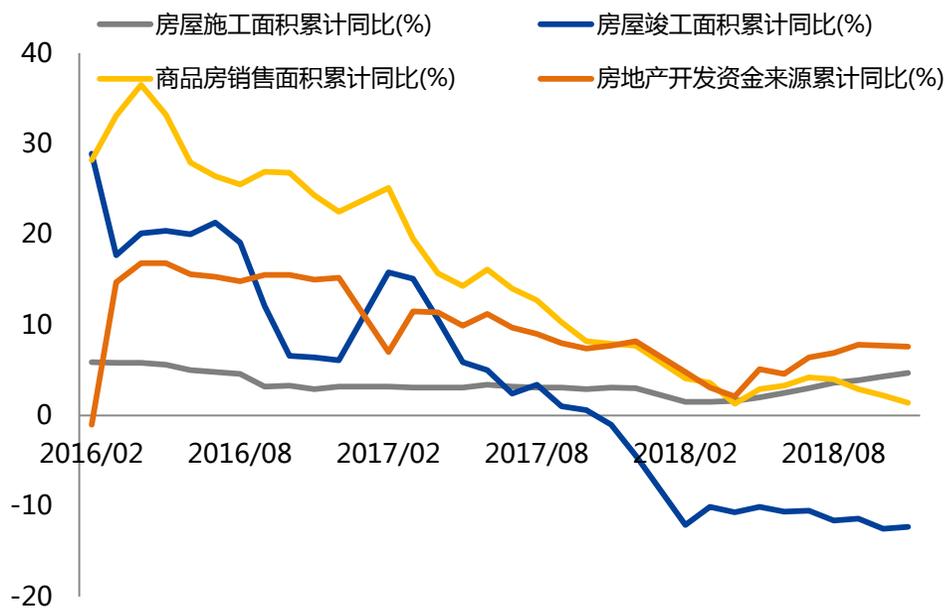
### 多数地区固定资产投资增速低于去年同期



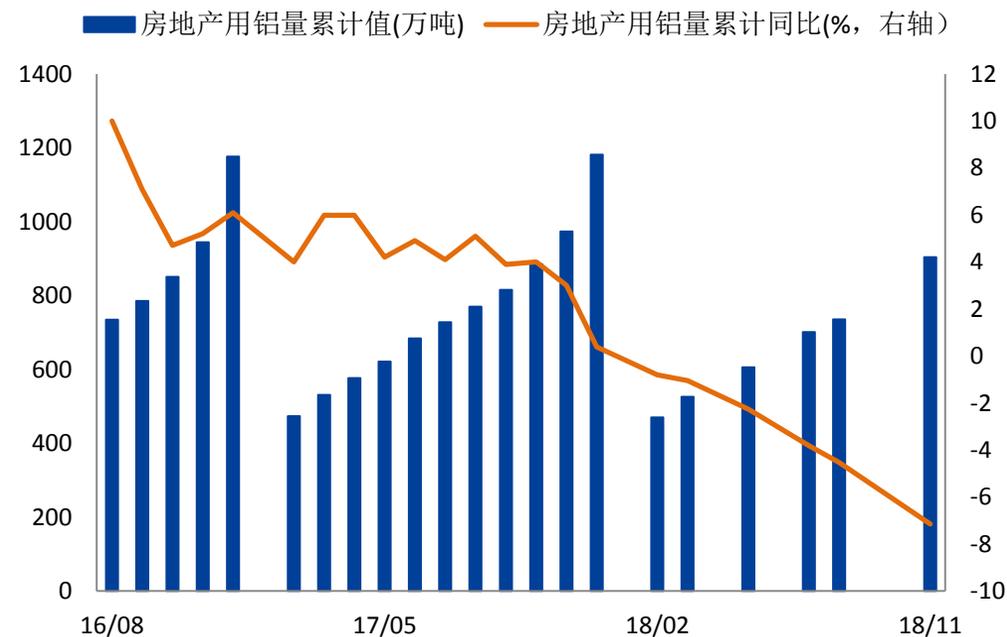
## 2.2 房地产用铝量下降

- 2018年下半年以来，新增货币化棚改力度大幅减弱以及去杠杆的大背景下，商品房销售面积同比增速由正转负，预计2019年房地产基本面整体下行压力较大；在中央经济会议中，对未来房地产的要求更多的是以维稳为主，房地产政策可因城施策，分类指导。综合看，我们认为2019年房地产表现不至于过度悲观，但也难有明显回暖，因此房地产用铝量难有明显反弹。

房地产未来表现存隐忧

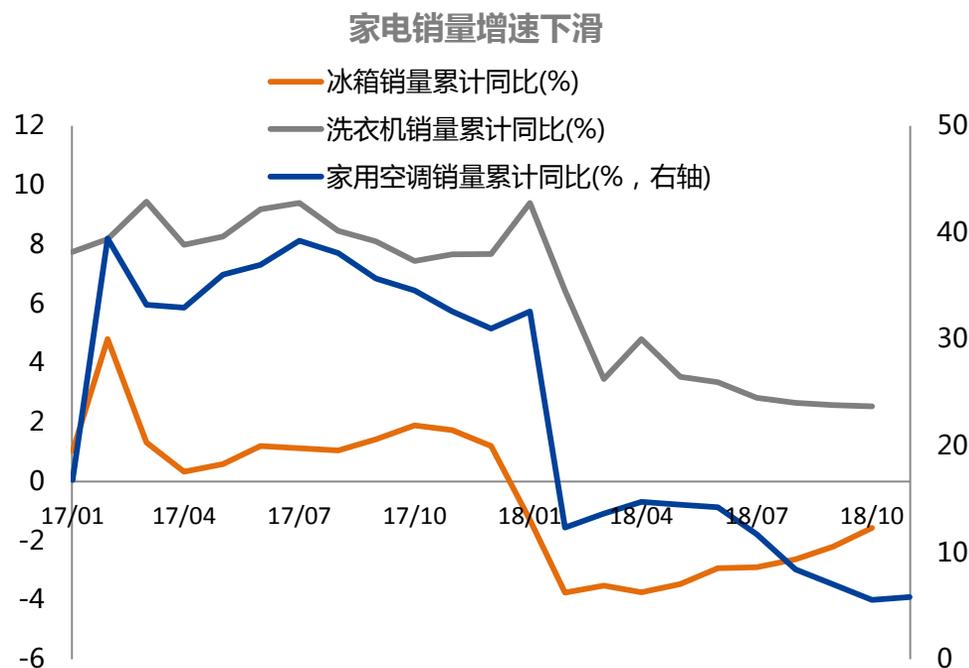


2018年房地产用铝量明显下降



## 2.3 房地产红利退去，拖累家电内需

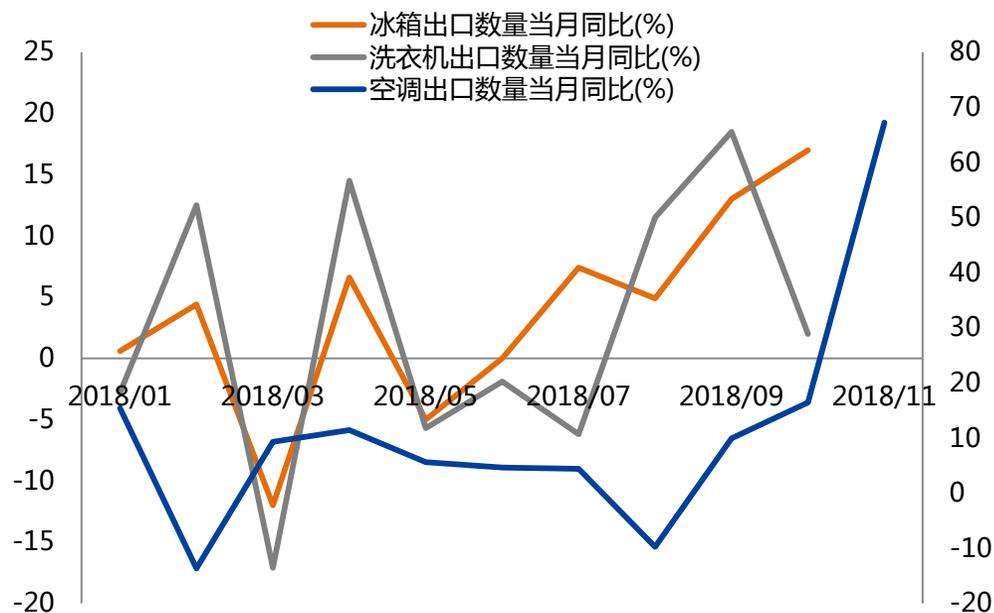
- 棚改红利消退，且“防范金融风险”导向下、房地产调控放松力度有限，房地产销售的下滑对家电内销形成拖累。另外家电作为可选消费，房贷的挤出效应也间接影响家电需求。



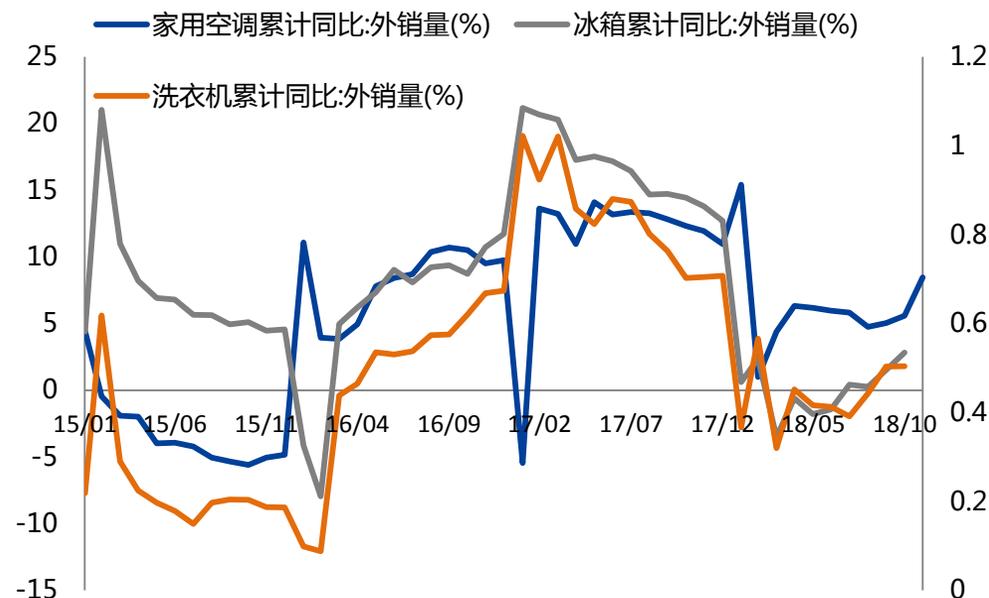
## 2.4 抢出口后，出口增速将回落

- 全球主要经济体GDP增速出现严重下滑，美国通货膨胀率也出现下降。且在贸易摩擦升级、金融市场波动显著、美联储加息政策下，新兴经济体的经济增速受到威胁。市场普遍预期全球经济增速放缓，IMF和OECD等机构亦纷纷下调2019年全球经济增长预期。
- 美国对中国进口家电征收10%关税，为避免美国进一步提升税率，家电企业提前出货。但“抢出口”红利终将期近尾声，因此明年的外需表现亦难言乐观。

### 家电抢出口



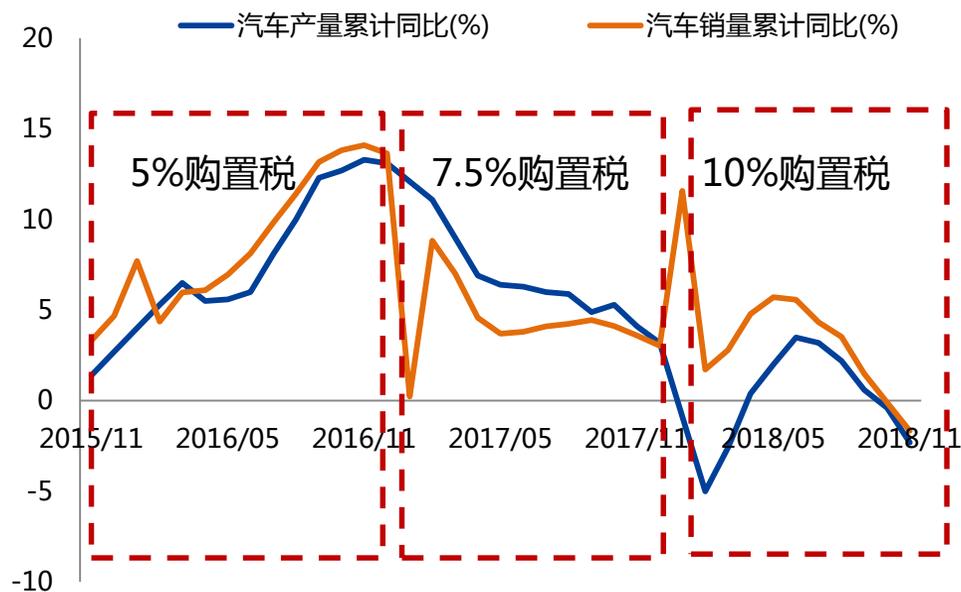
### 抢出口红利退去后，外销增速将回落



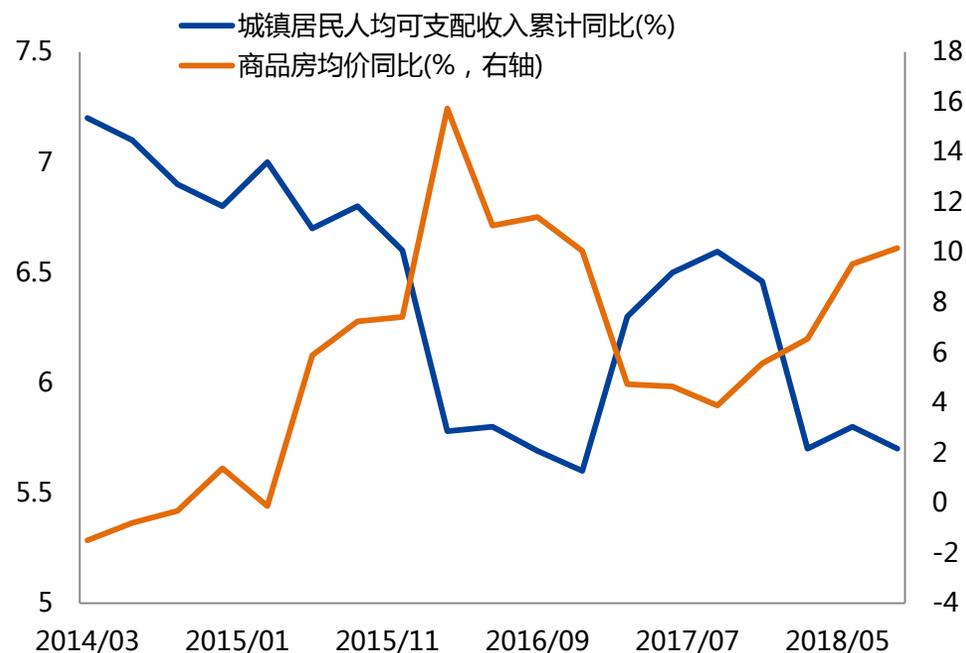
## 2.5 购置税优惠提高前期基数，经济下行拖累未来增速

- 2018年汽车行业产销压力明显。一方面汽车作为耐用消费品，经历了2016-2017年的购置税减征优惠政策，2018年透支效应显现，且因前期基数较高，压缩了汽车产销增速上涨空间。另一方面，2018年我国季度经济增速逐步回落，叠加中美贸易摩擦反复，经济下行压力较大，消费者收入预期亦不乐观，这意味着高房价对汽车消费的挤出效应将凸显。

购置税优惠政策透支未来消费



高房价对汽车消费的挤出效应将凸显



## 2.6 车市扩大开放是大势所趋

- 2018年，汽车行业开放水平不断提高。其一，合资车企股比放开政策正式实施，股比放开后，外资企业更倾向于以独资的方式加入市场竞争。其二，2018年7月1日非美汽车整车进口关税税率分别由25%、20%降至15%，但同时为反制美国对中国加征关税，2018年7月6日中国对美汽车关税从15%上调至40%。而2019年1月1日至2019年3月31日关税对美进口关税恢复至15%。

合资车企股比继续放开



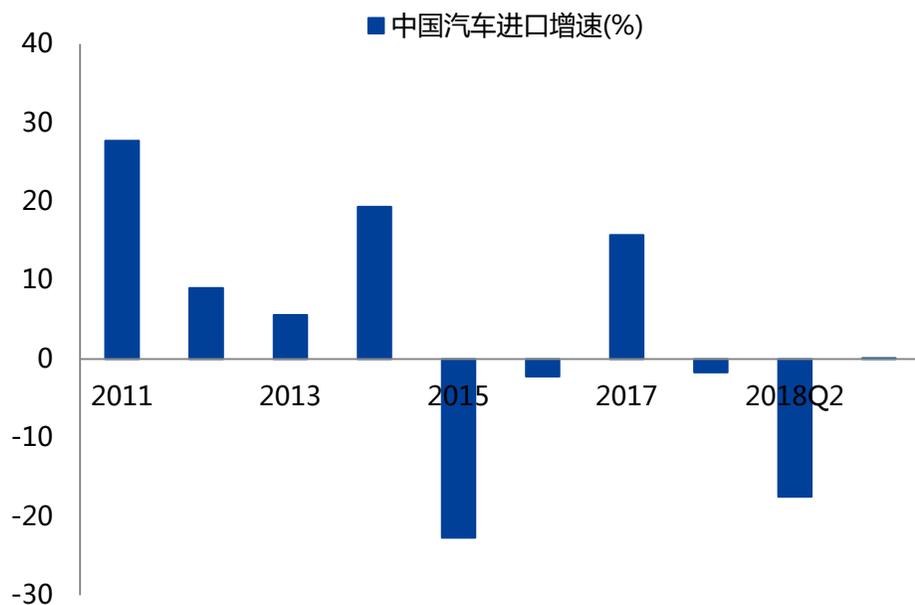
进口汽车进口关税调整后价格变动

乘用车排量	消费税率	非美汽车关税下调前后变化 (25%→15%)		美汽车关税下调前后变化 (40%→15%)	
		原进口总税率	调税后进口总税率	原进口总税率	调税后进口总税率
1-1.0L	1%	47.73%	35.91%	77.27%	47.72%
1.0L-1.5L	3%	50.77%	38.71%	80.93%	50.77%
1.5L-2.0L	5%	53.95%	41.63%	84.74%	53.95%
2.0L-2.5L	9%	60.71%	47.86%	92.86%	60.71%
2.5L-3.0L	12%	66.19%	52.90%	99.43%	66.19%
3.0L-4.0L	25%	95%	79%	134%	95%
4.0L以上	40%	143.75%	124.25%	192.50%	143.75%
算数均值		74%	60%	109%	74%

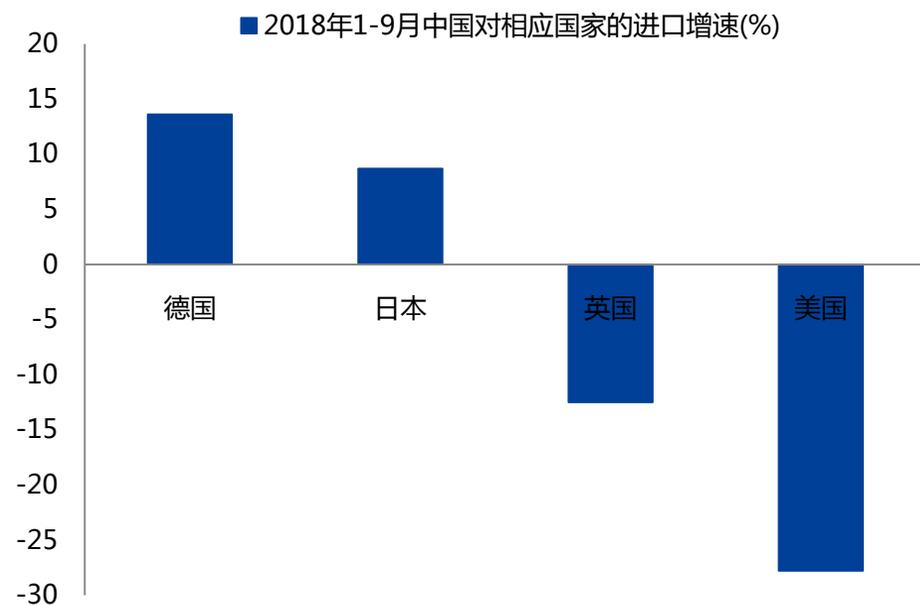
## 2.7 关税调整增加汽车进口，国内车市竞争格局激烈

- 2018年二季度因对三季度关税下调存在预期，汽车进口增速大幅下滑，至7月份后受益于对非美国国家关税下调，进口增速回暖。但对美汽车加征关税，致使自美国进口汽车的增速下降明显。可见汽车关税的调整对进口增速确实存在影响。而后期下调对美汽车进口关税，将进一步增加对国内车市的冲击。

2018年三季度进口增速回暖



对美汽车加增关税致相应进口增速明显下滑



## 2.8 积分政策拖底新能源汽车

- 补贴政策延续以往引导新能源汽车往高能量密度和高续航里程发展的思路，2019年补贴退坡预计在30%-40%之间，2020年补贴政策完全退出已在市场预期之内，届时预计市场已有充分准备消化退坡；
- 另一方面，新能源汽车双积分管理办法从2019年开始正式考核，规定2019年新能源积分占比10%，2020年积分占比12%。双积分政策将接力补贴政策将为新能源汽车销量拖底，替代补贴政策成为其长期发展的动力。

新能源汽车积分规则

车辆类型	标准车型积分
纯电动乘用车	$0.12 \times R + 0.8$
插电式混合动力乘用车	2
燃料电池乘用车	$0.16 \times P$

注：(1)R为纯电动模式下综合工况续驶里程，单位为km；  
 (2)P为燃料电池系统额定功率，单位为kW；  
 (3)标准车型积分上限为5分；  
 (4)积分四舍五入保留两位小数

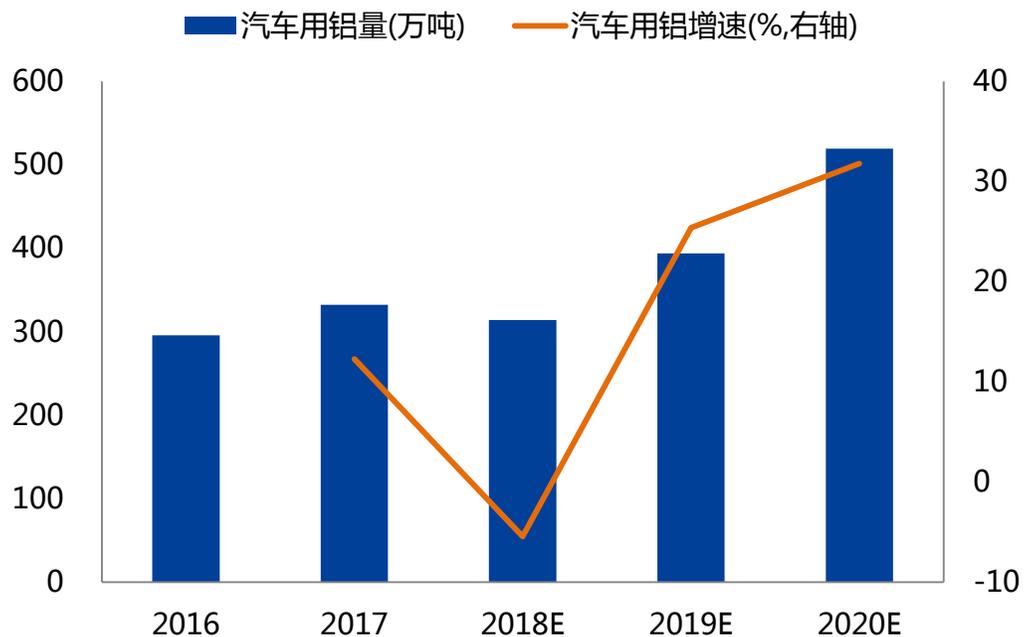
2019年新能源汽车销量预计达149万辆

	2018E	2019E	2020E
新能源汽车积分比例	8%	10%	12%
新能源汽车积分	200	250	300
燃油负积分	84	147	242
积分合计	284	397	542
对应新能源汽车销量(万辆)	113	149	200

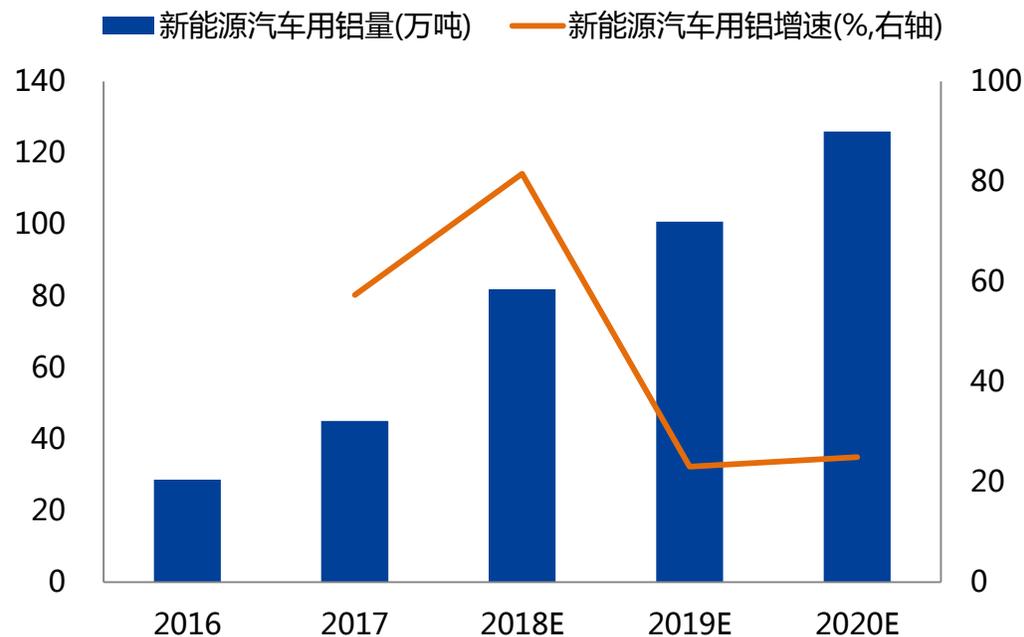
## 2.9 轻量化助力铝消费

- 目前我国汽车平均单车用铝量为111kg/辆，新能源汽车用铝量 630Kg /辆。根据《节能与新能源汽车技术路线图》中2020年汽车轻量化目标计划2020年汽车单车用铝目标达到190kg，则单车用铝量年复合增长率为30.8%

汽车轻量化提振铝需求



新能源汽车用铝量高速增长



## 2.10 特高压建设提速提振用铝量

- 2018年1-11月全国电网基本建设工程投资完成额4511亿元，同比下降3.2%，今年以来电网投资完成额同比持续处于负增长状态。但今年9月新一轮特高压项目已然启动，预计将会带动2019年电网投资规模增长。因特高压以钢芯铝绞线为主，因此特高压建设提速是铝需求的潜在增长点。

电网投资规模将扩大



电网投资增量主要在于特高压

项目名称	电压等级	输电容量	核准时间
青海-河南驻马店	±800kV	800万千瓦时	2018年Q4
陕北-湖北武汉	±800kV	800万千瓦时	2018年Q4
张北-雄安	1000kV	600万千瓦时	2018年Q4
雅中-江西南昌	±800kV	800万千瓦时	2018年Q4
白鹤滩-江苏	±800kV	800万千瓦时	2019年
白鹤滩-浙江	±800kV	800万千瓦时	2019年
南阳-荆门-长沙	1000kV	600万千瓦时	2019年
云贵联网	±500kV	300万千瓦时	2019年
闽粤联网	—	200万千瓦时	2019年
合计		5700万千瓦时	

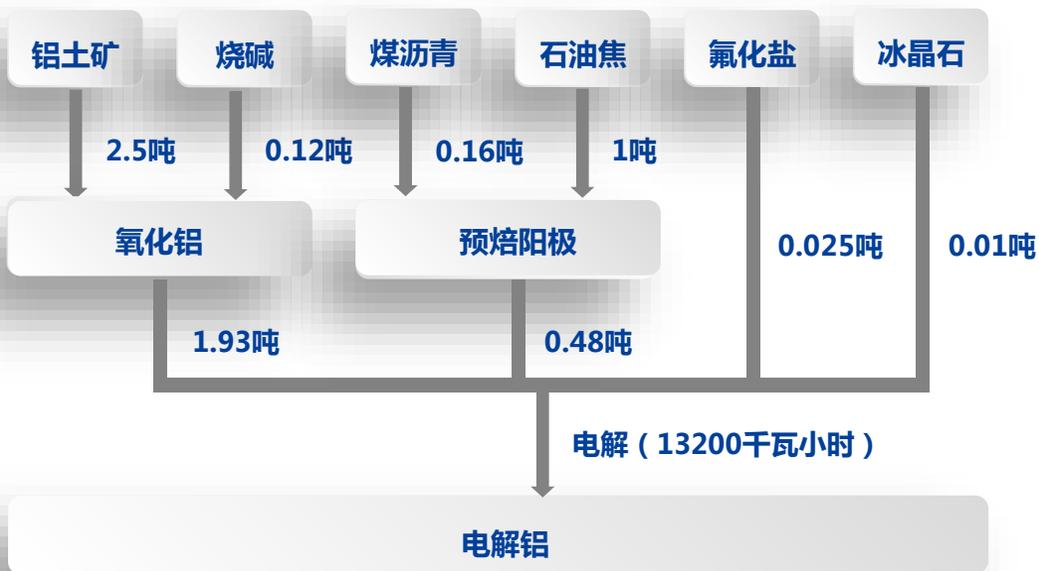
03

成本：成本下降，利润修复

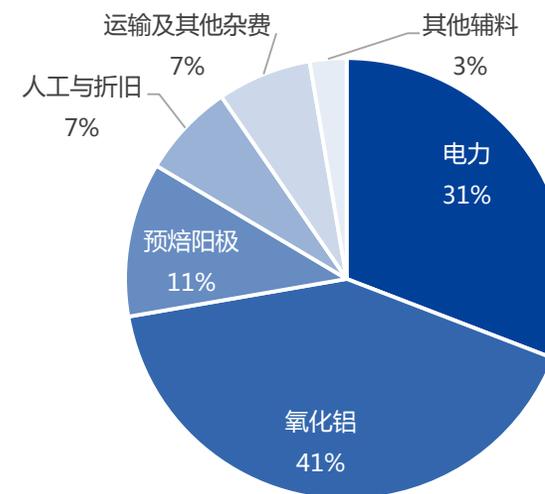
### 3.1 氧化铝和电力是电解铝的主要生产成本

➤ 在电解铝的生产成本中，氧化铝和电力成本约占72%，分别为41%和31%。

电解铝生产流程



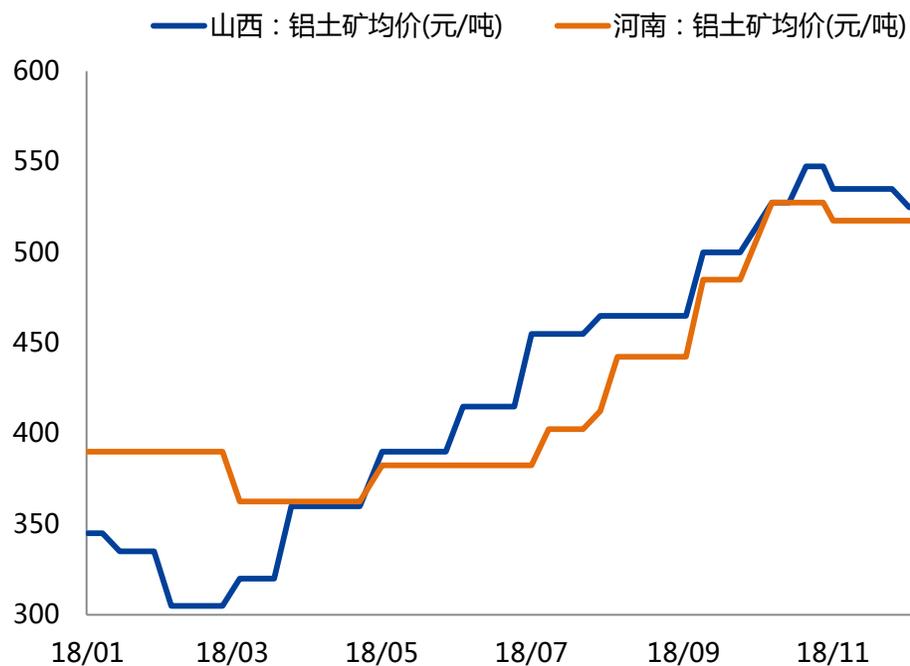
电解铝成本构成



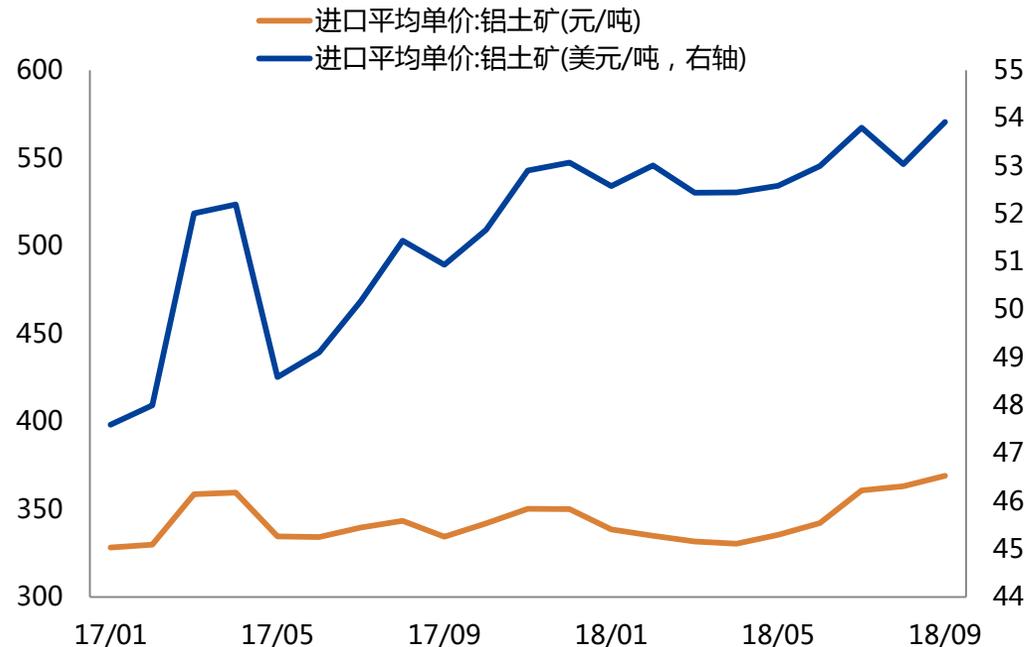
## 3.2 国内矿石供应紧张将边际缓解

- 2018年政府对环境整治决心不改，河南、山西等地铝土矿整改治理效果显著。期间大量的违法违规矿山关停，矿企生产受到严重打击，矿石供应减少致使价格从年初至今上涨约53%。经过此次严格整改，后期矿山生产将有序进行，获得采矿权的企业可以正常开采。
- 环保压力下铝土矿的供应紧张蔓延至氧化铝端，部分氧化铝企业为从生产及成本考虑，不得不从海外进口矿石，因海内外矿使用的生产工艺存在差异，氧化铝企业需进行生产工艺的改造。短期看，将增加企业的生产成本；长远来看，因国内矿产资源的匮乏，对海外矿的使用增加是必然的，因此生产工艺的改造是不可避免的。

料国内矿石价格见顶，但供应紧张局势支撑矿价



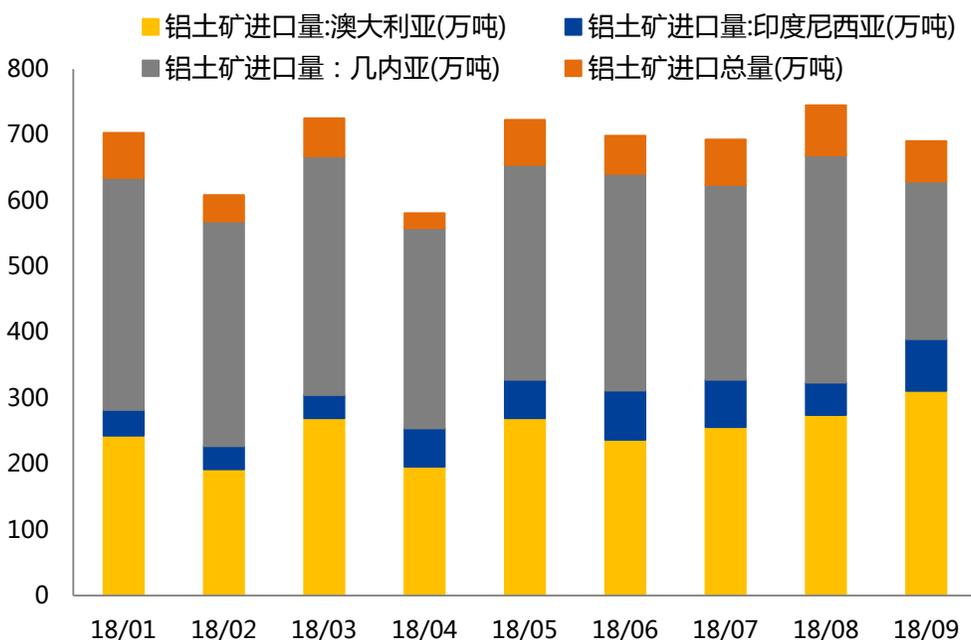
进口矿具有价格优势



## 3.2 国内矿石供应紧张将边际缓解

- 2018年1-9月铝土矿进口同比增速达21%。海外矿石供应宽松，其相对于国内矿石更具价格优势，因此国内氧化铝企业多通过进口以满足自身生产，中国铝土矿进口依存度也随着增加，而海外矿资源多由跨国企业垄断，因此中国将受到定价权由国外主导的威胁。
- 为提升矿石定价能力及矿产资源保障程度，大型企业加快海外市场的开拓。因几内亚铝土矿储量丰富，无疑成为铝土矿项目投资的首选。
- 综合看，国内矿石生产回归正常，海外项目加快布局，矿石供应紧张局势将得到边际缓解。

澳大利亚及几内亚为铝土矿主要进口国

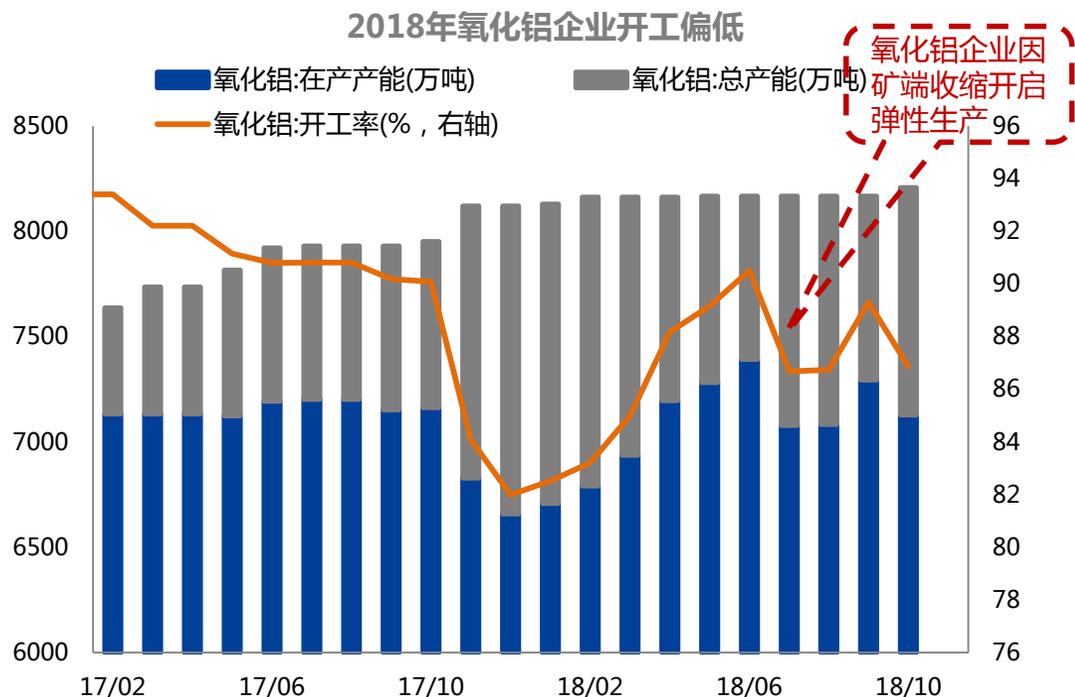


2018年国内企业铝土矿投资项目

国内企业	海外项目	规模(万吨/年)	合作达成时间	投产时间
特变电工	几内亚铝土矿	2019年1000万吨; 2020年3000万吨	2018年5月15日	2019年
中国铝业	几内亚(Boffa)铝土矿项目	1200	2018年5月18日	2018年底
淄博润迪铝业	几内亚铝土矿	第一年出矿500万吨; 第二年出矿1000万吨	2018年11月19日	-
中国水电集团	加纳铝土矿	100	2018年11月21日	-
河南国际合作集团有限公司				
伊电控股集团有限公司	几内亚铝土矿	600	2018年11月22日	2018年
辽宁忠旺集团有限公司				
澳大利亚联合矿业公司(AMC) 百色百矿	几内亚铝土矿	1000	2018年11月23日	2020年

### 3.3 氧化铝企业弹性生产以应对矿端收缩

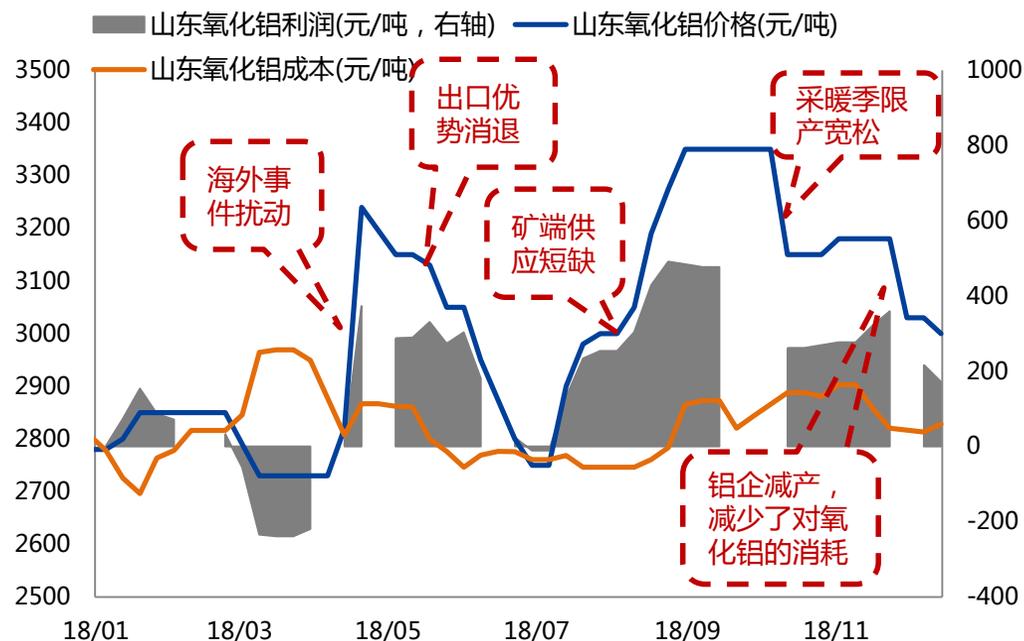
➤ 2018年国内氧化铝市场亦不平静，其经历了：海德鲁限产50%、美国制裁俄铝等海外事件扰动，以及2017-2018年及2018-2019年的采暖季限产均不及预期、铝土矿供应收紧迫使氧化铝企业弹性生产等国内环保政策干预。因此国内氧化铝企业开工率在17年大幅下降后的回升道路并不顺畅。而到11月，氧化铝企业终见曙光。前期氧化铝企业虽然利润可观，但矿石供应不足及矿石价格高昂都制约了其生产积极性。但随着海外矿使用增加，及国内矿石整改边际影响减弱，氧化铝企业的矿石供应环比得到改善。由于氧化铝企业生产弹性较大，因此11月产量环比增加10%。



### 3.4 利润驱动氧化铝产能扩张

➤ 此外，在利润的驱使下，2019年计划新建氧化铝产能规模达530万吨/年，即氧化铝企业更倾向于加快生产以及时变现，实现利润回笼。这意味着明年氧化铝端的供应压力将显现。

氧化铝企业生产利润可观

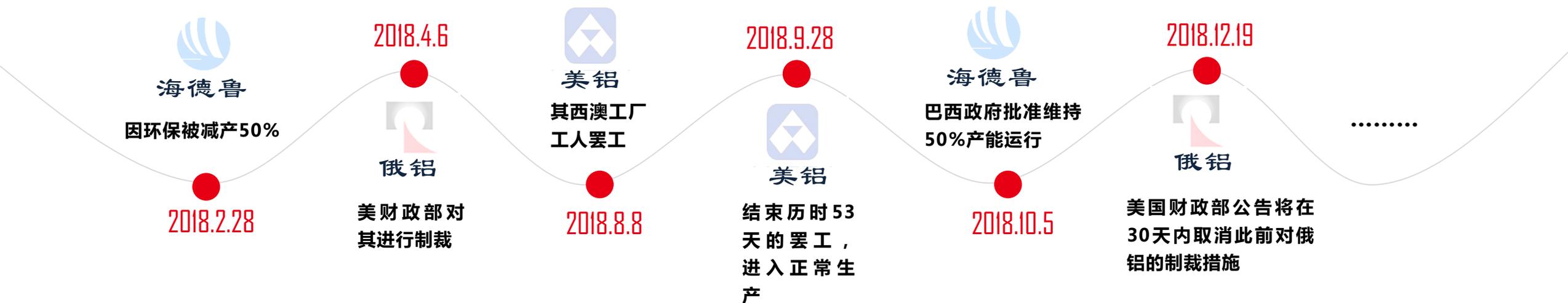


2019年国内新建产能规模达530万吨，供应端压力将显现

企业	地区	原有产能	新建产能	开始时间	当前进度
晋中化工	山西晋中	180	100	2019年	延迟，因为矿石因素
兴安化工	山西吕梁	280	40	2019年	-
广铝	贵州贵阳	60	70	2019年	-
靖西天桂	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	山西运城	80	80	2019年	停滞
博赛南川	重庆	0	80	2019年	租赁中铝设备
博赛齐星	山东无棣	50	90	2019年	技改扩建
中铝防城港	广西防城港	0	200	2019年	重启建设工程
锦江龙州项目	广西崇左	0	100	2020年	停滞
山西其亚	山西临汾	0	100	2020年	延迟，总共200万吨/年，分两期
广铝	贵州贵阳	130	120	2022年	-
2019年合计				850	

### 3.5 海外扰动因素于明年平息

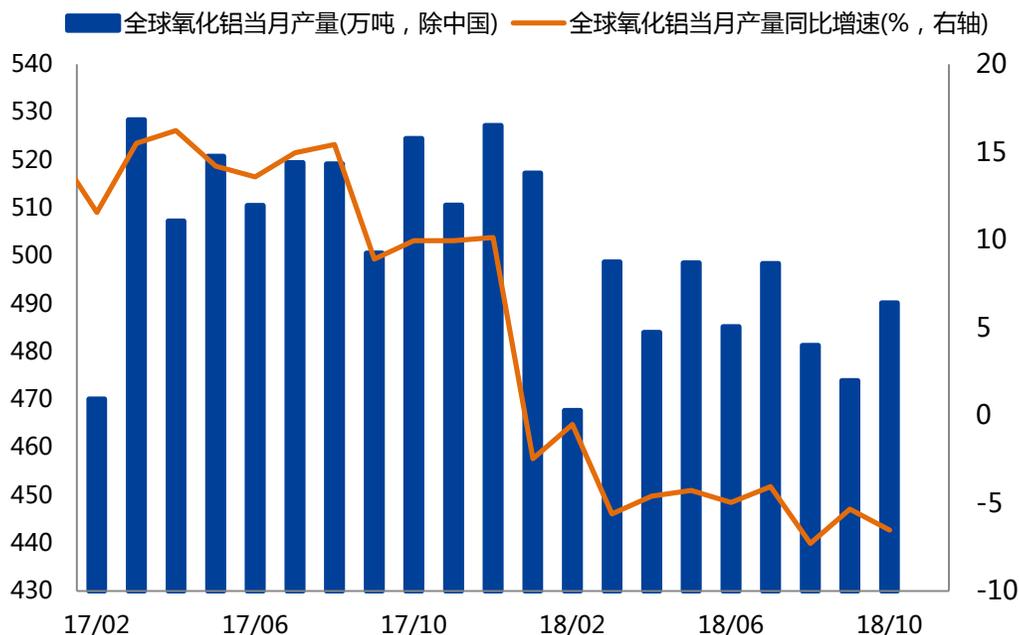
- 2018年2月底，海德鲁旗下Alunorte氧化铝冶炼厂因发生泄漏事故受到调查，巴西政府要求海德鲁在采取措施确保其运营安全之前维持50%的产量。Alunorte是全球最大的氧化铝冶炼厂，其产量约占全球除中国外供给量的10%左右。若维持50%产能生产，意味着全球氧化铝将缺失320万吨/年的供应量，目前海德鲁仍维持50%产能运行，剩余50%产能有望于明年复产。
- 2018年4月俄铝制裁事件突发，作为全球最大的氧化铝供应商，制裁消息叠加海德鲁减产加剧了对氧化铝供应收紧的担忧。俄铝经过一系列的努力后，美国财政部将在2019年1月中下旬取消对俄铝制裁。
- 2018年8月，美铝西澳工厂突发罢工，此次受罢工影响的三个氧化铝冶炼厂产能930万吨，占全球氧化铝产能的8%左右。因此次罢工历时仅53天，未对供应造成明显冲击。



## 3.6 海外氧化铝供应将增加

- 海德鲁及俄铝均为全球重要的氧化铝和电解铝供应商，其中海德鲁为全球最大的氧化铝冶炼厂，俄铝的氧化铝产量居全球第六位。因此2018年的风险事件突发使得海外供应端收缩，全球（除中国）的氧化铝产量快速下滑。2018年1-10月产量同比去年下滑4.6%至4895万吨。
- 2019年海外氧化铝新建项目较多，合计产能规模达585万吨/年，这将改善海外氧化铝供应紧张格局。

2018年海外氧化铝供应大幅收缩



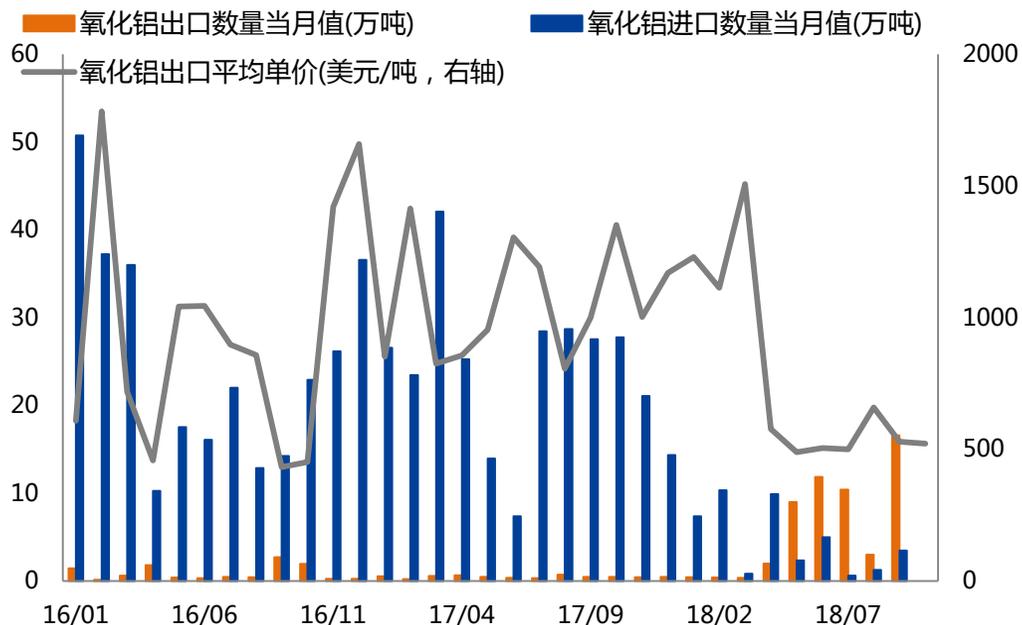
2019-2021年海外氧化铝新增产能

冶炼厂	企业	国家	建成产能	新增产能	投产时间
Shaheen	阿联酋铝业	阿联酋	0	200	2019年3-4月
Alunorte	海德鲁	巴西	320	320	2019年二季度
Alpart	酒钢	牙买加	100	65	2019年
Kendawangan	魏桥	印尼	100	100	2019 年底-2020 年初
Utkal	印度铝业	印度	150	150	2020年
Sarab	IMIRO	伊朗	-	20	2020年
Damanjodi	印度国家铝业	印度	127.5	100	2021年
Mempawah	PT Antam	印尼	0	100	2021年
2019年合计				585	

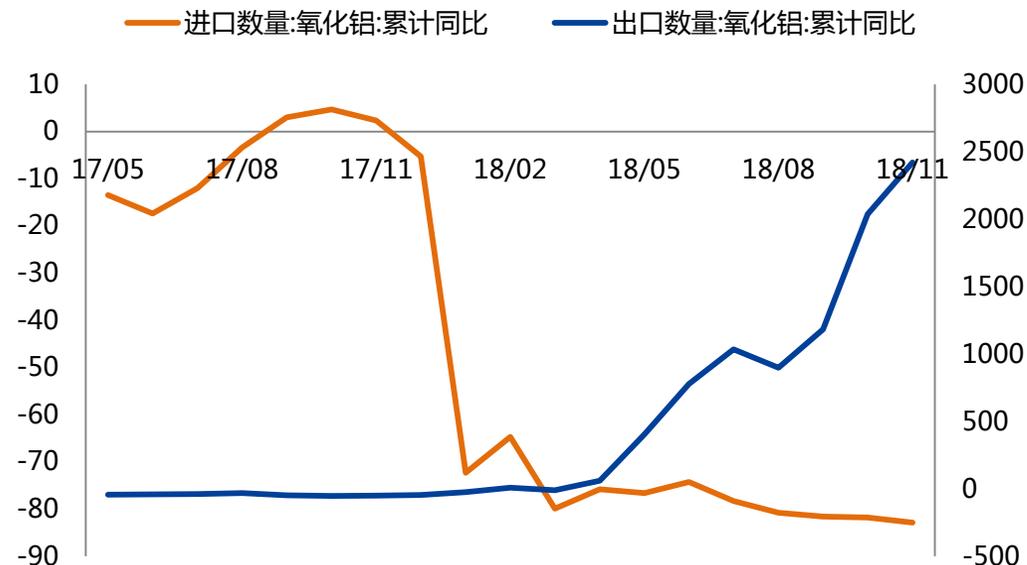
## 3.7 料2019年氧化铝出口增速回落

- 在2018年之前，中国主要是氧化铝的进口国。但在海外突发事件的扰动下，海外氧化铝价格曾猛涨至720美元/吨的高位，国内外价差走扩给中国氧化铝市场提供了出口良机，2018年的氧化铝出口出现前所未有的高增速。2018年1-11月累计出口达128.46万吨，同比增加2420%。但预计2019年海外扰动因素基本上都得到解决，海外氧化铝供应恢复将使得海外氧化铝价格进一步下移，国内外价差收敛致使出口利润消失，最终导致氧化铝出口量出现明显下滑。而这又将导致氧化铝出口部分回流，加重国内供应压力。11月氧化铝出口28.57万吨，环比10月下滑37.89%，出口压力显现。

2018年氧化铝出口量大增



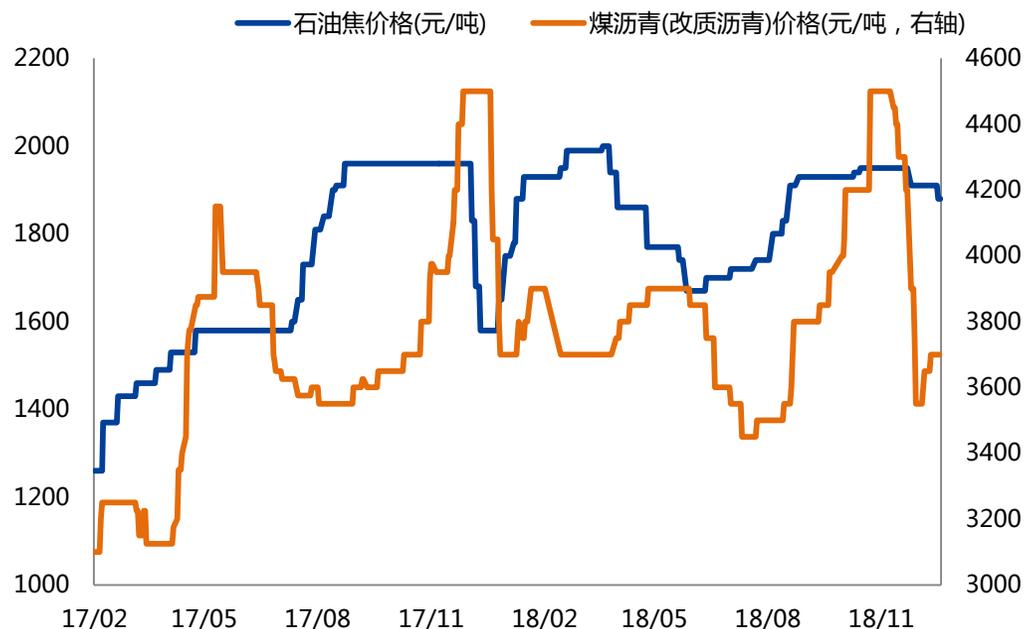
料2019年氧化铝出口增速下滑



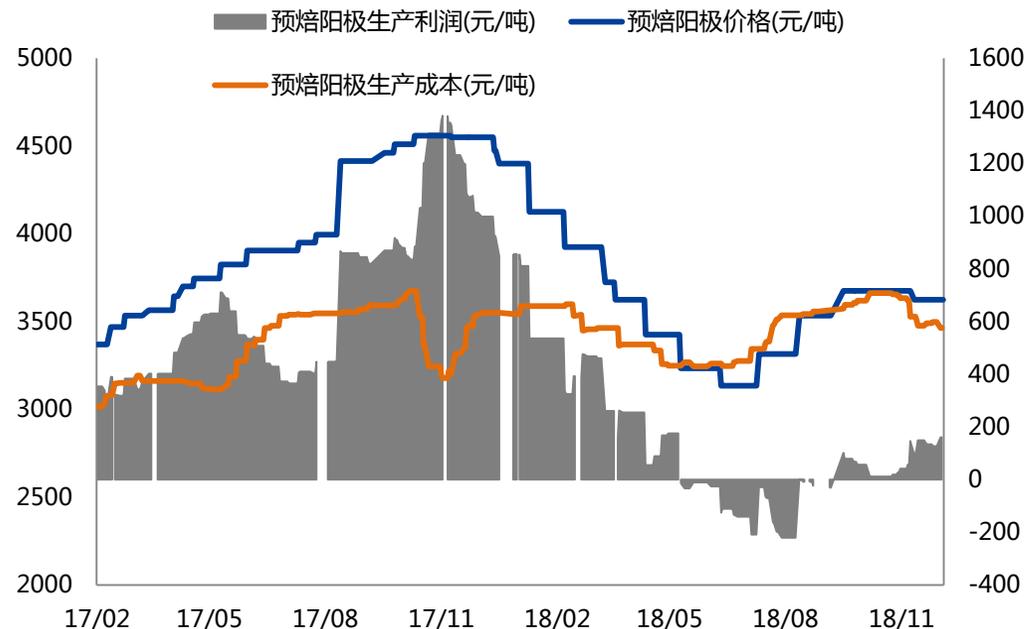
## 3.8 预焙阳极价格存回落风险

- 2018年3月采暖季结束，阳极企业在利润的驱动下积极复产并扩张产能，据统计，2018年新建预焙阳极产能近450万吨。阳极供应的增加致使上半年阳极价格持续走弱。而下半年，石油焦及煤沥青等阳极生产原料价格上涨，抬升了生产成本，对阳极价格有一定的提振作用。而后阳极生产企业经过利润修复后于10月份开始扭亏为盈，产能扩张步伐将继续挺近，2019年仍有400多万吨新增产能。我们认为2019年预焙阳极价格将在供应压力下存在回落风险。

### 石油焦及煤沥青价格



### 利润驱动阳极产能扩张



### 3.9 电力成本加重企业生产压力

- 2018年3月，史上最严自备电厂整治方案意见稿出台。此次意见稿对严控新建燃煤自备电厂、全面清理违规自备电厂、补缴政府性基金及附加、执行交叉补贴和电网安全调峰等提出更高要求。8月1日吉林省物价局提出自7月1日起，企业燃煤自备电厂每月要按自发自用电量缴纳政策性交叉补贴，征收标准为0.15元/千瓦时。打响了自备电缴纳政策性交叉补贴第一枪。
- 自备电政策的出台提高了企业的生产成本，这无疑给铝企沉重一击，尤其是山东地区的企业，其自备电的成本优势消失。

各地区自备电产能占比

省份	产能占比(%)	
	网电	自备电
山东	0	100
河南	3	97
新疆	5	95
陕西	20	80
内蒙古	25	75
宁夏	28	72
广西	36	67
重庆	35	65
甘肃	51	49
山西	57	43
贵州	79	21
青海	100	0
云南	100	0
四川	100	0

部分地区燃煤自备电厂征收标准

地区	政府性基金及附加 (元/千瓦时)	交叉补贴(元/千 瓦时)	吨铝成本增 加(元)	备注
吉林	0.0282	0.15	2352.24	
四川	0.0301	0.15	2377.32	
山东	0.0291	0.05	1044.12	2018年7月1日-2019 年12月31
	0.0291	0.1016	1725.24	2020年以后
山西	0.0471		621.72	
内蒙	0.0443		584.76	
新疆	0.0281		370.92	
广西	0.053		699.6	
河南	0.0321		423.72	
云南	0.0655		864.6	

### 3.10 铝企利润修复路漫漫

- 2018年12月21日，电解铝骨干企业齐聚广西南宁，就氧化铝价格高企抬升生产成本商议应对之策。据了解，与会参加的企业就联合再减产80万吨达成共识，但未公布具体减产细节。
- 但我们认为：1、此次减产力度不及2015年底(10%)，且当时乘上供给侧改革的快车，减产效果显著，而2018年供给侧改革的边际影响减弱。2、此次实际减产情况存疑。因市场普遍预期氧化铝价格将承压回落，成本有望下降将改善铝企业经营情况，这也大大降低了铝企减产意愿。



04

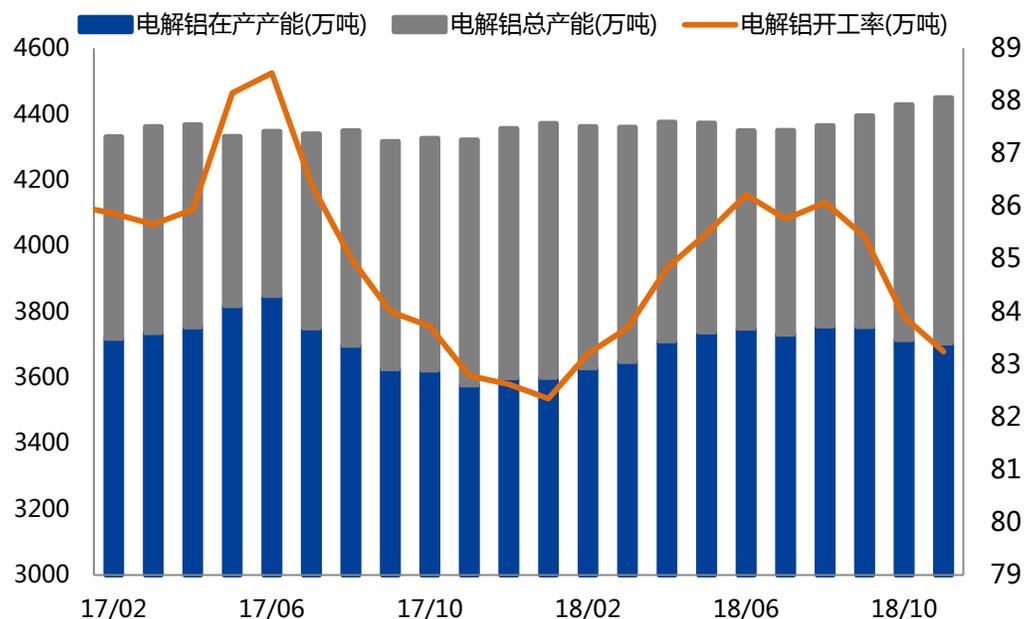
## 供应：产能释放增加供应压力

2019年有300万吨产能待释放

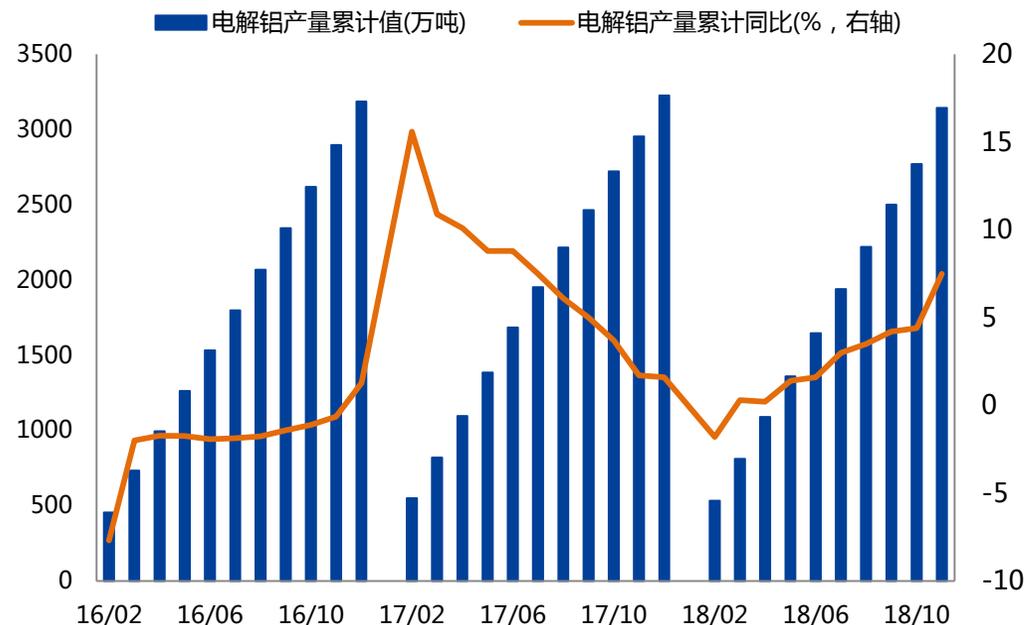
## 4.1 成本高企制约产能释放

- 截止2018年11月，电解铝总产能为4450万吨，在产产能为3704万吨，在产产能较2017年底增加104万吨，而铝企减产产能达168万吨。其中75万吨是由成本原因关停，另外一部分是因产能指标置换造成的。

长期亏损至电解铝开工率不佳



产量增速有望回升



## 4.2 采暖季严禁“一刀切”，限产力度不及预期

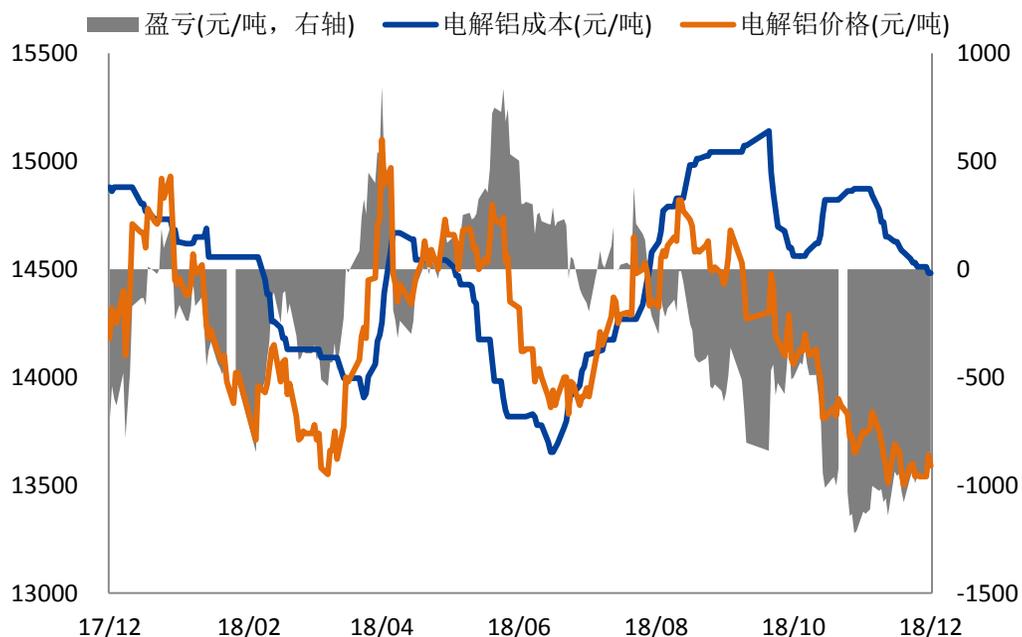
- 2018年7月3日，国务院发布《关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》，通知中将重点区域在“2+26”的基础上增加长三角及汾渭平原两大区域。重点区域涵盖了氧化铝及电解铝主产区，若该计划最终能够落实，将影响到全国77%的氧化铝产能以及35%的电解铝产能。但严禁采取“一刀切”方式，使得各地限产因地制宜。对于符合标准的企业可以不进行限产，对于铝行业而言，多数企业已经达到方案要求。因此采暖季限产对铝行业的影响更多的是约束，而不会造成铝行业大幅减产。

文件	实施时间	涉铝内容
《汾渭平原2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	2018年10月1日-2019年3月31日	加强采暖期工业企业生产调控，实行差异化错峰生产。2018年10月底前完成伊电集团、新电集团等5家电解铝企业炉窑废气特别排放限值提标治理。2018年12月底前美鑫30万吨铝镁合金投产后，淘汰关闭铜川铝厂16万吨电解铝生产线。
《河南省2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案的通知》	2018年10月1日-2019年3月31日	重点对全省钢铁，焦化，铸造，建材，有色，医药（农药）等行业实施差异化错峰生产，对符合错峰生产和面条件的，原则上免于错峰，严禁采取“一刀切”方式。对电解铝企业实施限产，以电解槽数量计；对氧化铝企业实施限产，以生产线计；对铝用碳素企业实施停限产，以生产线计；对有色金属再生企业的熔铸工序实施停限产，以生产线计。
《山东省关于组织实施2018-2019年度重点行业秋冬季差异化错峰生产通知》	2018年11月15日-2019年3月15日	对行业污染排放绩效水平明显好于同行业其他企业的环保标杆企业，可不予限产，包括：电解铝、铝用碳素企业稳定达到超低排放（颗粒物、二氧化硫排放浓度分别不高于10/35毫克/立方米）的，氧化铝企业稳定达到特别排放限值的。
《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	2018年10月1日-2019年3月31日	对行业污染排放绩效水平明显好于同行业其他企业的环保标杆企业，可不予限产，包括：电解铝、铝用碳素企业稳定达到超低排放（颗粒物、二氧化硫排放浓度分别不高于10、35毫克/立方米）的，氧化铝企业稳定达到特别排放限值的。

## 4.3 2019年新增产能约300万吨

- 在供给侧改革的大背景下，产业利润向上游聚集。电解铝行业因价格低迷及原料端价格上涨，自8月以来铝企生产维持亏损状态，这打击铝企新增产能的投放。据统计，150万吨原计划于2018年投放的产能将在2019年投放。因此加上2019年原计划产能投放，合计共有300万吨的新增产能投放。而11月铝业生产出现改善，即原料端价格出现回调，成本的下降缓解了其生产压力。
- 综合看，2019年产能的投放进度仍需关注铝企利润修复情况。

铝企维持亏损生产



2019年电解铝新增产能统计

企业	地区	投产产能
广西华磊	广西	10
百矿田林	广西	20
百矿德保	广西	20
百矿隆林	广西	15
贵州登高	贵州	13
营口鑫泰	辽宁	26
内蒙古创源	内蒙古	20
内蒙古固阳	内蒙古	10
包头华鑫隆	内蒙古	9
内蒙古白音华	内蒙古	20
山西中润	山西	31
美鑫铝业	陕西	28
云铝昭通	云南	18
云铝鹤庆	云南	25
云南其亚	云南	15
云铝文山	云南	10
云南神火	云南	10
合计		300

05

## 2019铝价展望

价格重心下移

## 5.1 电解铝供需平衡表

### 全球铝供需平衡表

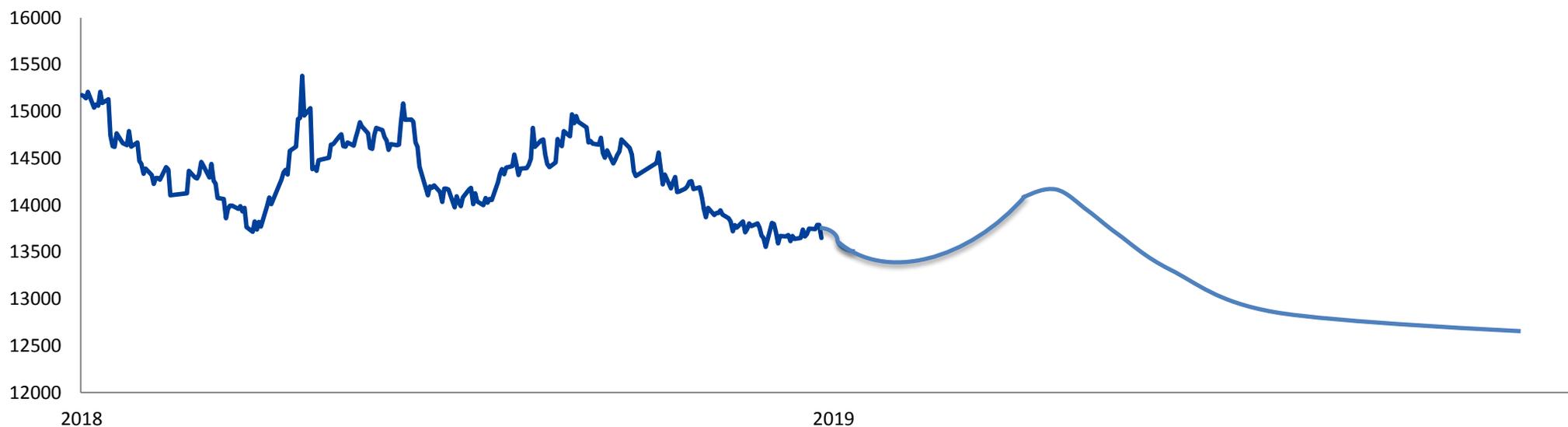
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
全球电解铝产量(万吨)	5791	5845	5876	5923	5982
增长速度		1%	1%	1%	1%
全球电解铝需求量(万吨)	5868	5986	5896	5778	5663
增长速度		2%	-2%	-2%	-2%
供需平衡(万吨)	-77	-142	-20	145	320

### 中国铝供需平衡表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
中国电解铝供应(万吨)	3187	3219	3267	3300	3333
增长速度		1%	1.5%	1%	1%
中国电解铝净进口(万吨)	12	8	3	3	3
增长速度		-33%	-63%	0%	0%
中国电解铝需求量(万吨)	3270	3466	3397	3295	3229
增长速度		6%	-2%	-3%	-2%
供需平衡(万吨)	-71	-239	-127	8	107

## 5.2 2019年铝价重心下移

- **综合考虑**，2018年电解铝虽有300多万吨减产，但新增产能的投放抵消了减产的影响，因此实际在产产能同比去年不降反增。在高成本压制下，原先计划于2018年投产的产能或将推迟至2019年，这无疑增加了2019年的供应压力。此外2019年铝土矿供应的边际宽松，利润驱动氧化铝及预焙阳极产能扩张，原料价格将承压下降，这在一定程度上降低了铝企生产压力，铝企利润进入缓慢修复过程中，后期减产规模扩大的可能性降低。2019年经济下行压力较大，消费端的下滑将加大电解铝去库难度。因此我们认为2019年铝价重心下移。但因铝企利润修复过程较为缓慢，不排除铝企通过扩大减产规模以加快实现利润修复，因此铝价不宜过分看空。料运行区间12500-14500。



负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本报告的信息均来源于公开资料，我对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版。复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

# Thank you!



## 兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城中路68号时代金融中心31楼 邮编：200120

网：[www.cifutures.com.cn](http://www.cifutures.com.cn)

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building , No.796 Zhongshan East Road , Ningbo ,  
315040 , China

Tel : 400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386