

供需双弱宏观差 产业博弈角色换

——2019 年铝报告

摘 要

宏观方面：2018 年中国经济面临较大下行压力，海外除美国经济表现亮眼以外，其他发达国家差强人意，美元指数受美联储加息和美国经济表现强劲再度走强，打压商品价格，四季度美国经济下行担忧增加，美联储对 2019 年加息由 9 月份乐观转向了中性，预计 2019 年全球经济同步放缓的压力会增加，国内将积极推出更多财政政策托底经济。

政策及热点事件方面：俄铝事件已基本结束；自备电政策受经济下行压力暂未开始施行；产能置换受年初工信部《意见》要求，加速冲刺，截止当前基本完成了国内淘汰落后产能的置换工作；中美贸易摩擦全面升级，至年底又开始重启谈判，2019 年贸易摩擦的风险依然存在。

铝市基本面方面：电解铝成本要素价格正处于回落趋势，但幅度有限，特别是氧化铝受矿石供应限制，随着电解铝减产的扩大，降低原材料需求减少，原料供应紧张局面得到缓解，价格将有望下调的预期。电解铝方面，全行业陷入深度亏损，导致减产持续扩大，库存高速去化，供应缺口逐渐扩大。

2019 年铝市预测：预计 2019 年铝市一四季度有预期、二三季度有压力，一季度预测主要体现在成本支撑和经济托底政策预期；二三季度主要体现在经济下行压力打压商品价格；四季度供应缺口放大，基本面支撑价格回升。

正文目录

一、宏观及重大热点事件部分.....	4
（一）2018 年中国经济下行压力加大.....	4
（二）全球经济增长同步放缓迹象明显 美元指数上行原油价格暴跌.....	6
（三）中美贸易摩擦.....	7
（四）减税降负 共克时艰.....	9
（五）自备电.....	10
（六）俄铝制裁.....	11
（七）中国电解铝产能置换.....	12
二、铝产业部分.....	16
（一）阳极市场.....	16
1.1 价格回顾.....	16
1.2 供应及成本分析.....	16
1.3 2019 年阳极市场预测.....	18
（二）氧化铝市场.....	18
2.1 行情回顾.....	18
2.2 供应分析.....	19
2.3 2019 年全球氧化铝新增产能.....	20
2.4 氧化铝成本状况.....	22
2.5 2019 年氧化铝市场预测.....	23
（三）原铝市场.....	24
3.1 行情回顾.....	24
3.2 供应分析.....	25
3.3 产能变化.....	26

3.4 进出口分析.....	29
3.5 成本分析.....	29
(四) 下游消费.....	30
4.1 供需平衡.....	30
4.2 下游加工行业开工率.....	31
4.3 下游终端行业.....	33
(五) 2019 年铝市展望.....	35
5.1 全球经济同步放缓风险增加.....	35
5.2 2019 铝市预测：一四季度有预期 二三季度有压力.....	36

制造业投资增速连续八个月回升，同比增长 9.5%，房地产投资 9.5%，基建投资小幅回升，同比增长 3.7%，同比回落 0.5 个百分点，投资数据是为数不多的几个亮点，但基建稳增长的作用仍未显现。不过，持续多年高速增长的社会零售总额同比增长 8.1%，较上月回落 0.5 个百分点，汽车类、通讯器材类、化妆品类消费大幅回落，分别同比增长负 10%、负 5.9%、4.4%。主要消费领域出现负增长是拖累整个消费主要原因，居民负债率持续提高，房贷压力增加的状况下，大类消费品需求受到压缩，此外 4G 红利基本得到释放，手机换代需求下降。

进出口来看，2016 年以来进出口总值呈现出回升的态势，然而 2018 年高速增长的进出口开始明显回落，11 月进出口总值增长仅 4.3%，较上月回落 13.5 个百分点，进口增长 3% 下降 17.8%，出口 5.4% 下降 10.1%，除去中美贸易摩擦带来的提前出口效应以外，主要进口的大宗商品价格出现了较大的幅度下跌，如原油的价格，而出口方面反映了外需放缓正持续放缓，中长期看全球经济增速也在放缓、外需减弱，进口出口贸易面临下行压力。

图 5: CPI 与 PPI

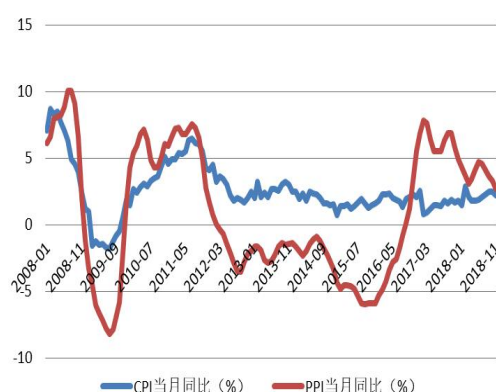
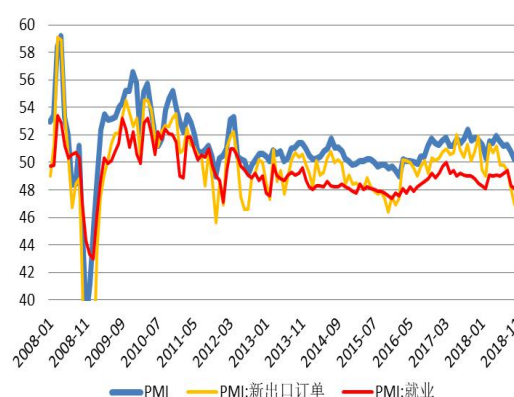


图 6: 进出口金额当月同比



来源: wind 鲁证期货有色金属事业部

价格指数方面，截止今年 10 月，CPI 同比上涨 2.2%，PPI 同比增长 2.7%，2018 年 PPI 整体呈下行态势，二季度反弹升高后继续下降，主要原因是原材料价格 2017 年基本达到峰值，高基数效应下 PPI 涨幅受限，当前原油价格暴跌，商品价格下跌状况下，价格指数仍有下行空间。

制造业指数方面，11 月 PMI50.0，为 2016 年 7 月以来新低，反映了经济生产下行压力加大，暗示着 2015 年经济触底以来扩张“新周期”结束，新出口订单指数仍低于景气线之下，仅 47，而内需下行速度也有所加快。值得注意的是新增就业指数虽然一直以来低于景气度，但 9 月以来呈现出大幅下降的态势，制造业就业增长压力显著。

信贷方面，11 月新增社融增量 1.5 万亿，分别叫上月和同期增加 7903 亿和减少 3948 亿元，环比有所改善，因 10 月是季度淡季，新增人民币贷款、企业债券净融资、表外收缩放缓是社融环比改善的主要原因，但表外仍在收缩、地方性专项债和非金融企业股票融资同比下降，导致社融数据同比大幅下降，2017 年底社融达到高峰后持续下降，去杠杆政策下社会融资需求持续下降。

M1 增速接近历史最低，同比增长 1.5%，M2 增速与上月持平，同比增长 8%。M1 增速暴跌，同比下降超 10 个百分点，直追 2014 年 1 月的 1.2%，反映了企业投资、支付需求减弱，企业对未来经济增长表现更为谨慎，表明市场信心极低，企业经营日趋保守。近期中央专门

开会研究民营企业贷款难的问题，着力从金融层面加大对民企金融支持，在宽货币向宽信用的政策引导下，金融对实体的支持力度提高。

图 7：M1 与 M2 增速

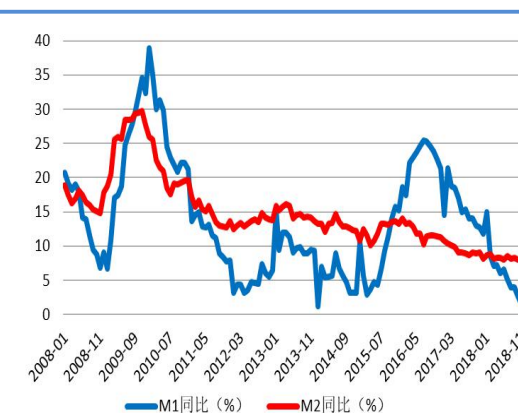
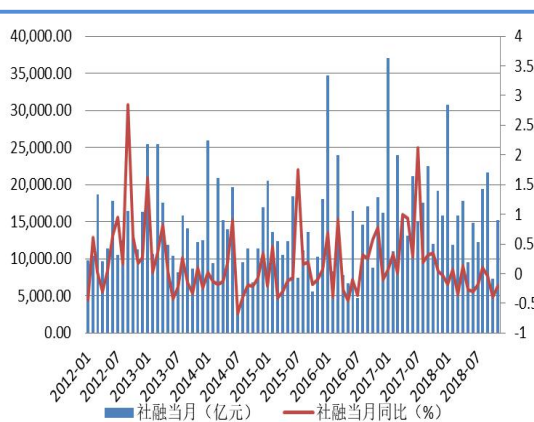


图 8：全社会融资总额



来源：wind 鲁证期货有色金属事业部

（二）全球经济增长同步放缓迹象明显 美元指数上行原油价格暴跌

2018 年全球经济增长自 2016 年全球经济复苏以来同步放缓迹象明显，受贸易保护主义、美元加息政策以及地缘政治风险上升等因素影响，全球经济预计 2018-2019 年将呈现出明显的增速回落。

国际货币基金组织 (IMF) 近期发布 2018 年 10 月《世界经济展望》报告中将 2018 年至 2019 年的全球增长率预期设定为 3.7%，比 4 月的预测低 0.2 个百分点，这是 IMF 自 2016 年以来首次下调全球增长前景预期。报告称，下调预期的主要原因集中在全球贸易问题及新兴市场风险，与此同时，经济扩张的均衡性已经下降，一些主要经济体的增长速度可能已经触顶，过去 6 个月里，全球增长的下行风险已经上升，增长快于预期的可能性已经下降。此外，世界银行在 2018 年 6 月最新一期的《全球经济展望》中表示，2018 年全球经济增长仍将保持 3.1% 的强劲势头，而在接下去两年，随着发达经济体增长放缓，出口大宗商品的主要新兴市场及发展中经济体复苏渐趋平缓，全球增长将逐渐放慢。

主要发达国家经济状况继续分化，美国经济在减税因素推动下保持强劲增长，通胀达到政策目标，失业率维持在 1969 年来最低，2018 年三季度美国实际 GDP 环比年率为 3.5%，该增速是 2015 年以来的最佳同期表现，高于预期的 3.3%，也大幅高于去年同期 2.8%，近期美国贸易逆差再度扩大，或拖累美国四季度经济增长。欧元区第三季度 GDP 增长 1.7%，低于第二季度的 2.2%。欧盟 28 国 GDP 同比增长 1.9%，低于第二季度的 2.1%，意大利经济在第三季度停滞不前，英国脱欧、法国“黄布衫运动”、意大利财政预算案等政治风险加剧。日本经济同样出现放缓，日本第三季度国内生产总值 (GDP) 萎缩，且远远低于预期。新兴经济体受美国持续加息缩表影响，资金从新兴经济体向美国回流，引发了货币贬值、市场动荡，部分新兴经济体被迫选择加息。印度经济保持较好增长态势，制造业景气复苏，服务业景气企稳，一、二季度 GDP 同比增速分别为 7.7% 和 8.2%，延续了 2017 年三季度以来的涨势，不过印度卢比货币贬值和通货膨胀，货币政策姿态由“中性”转向“适度收紧”。

图 9：全球经济经济增长

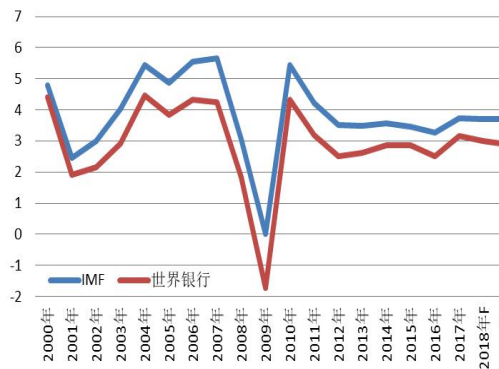


图 10：主要发达国家经济增长



来源：wind 鲁证期货有色金属事业部

国际油价方面，2018 年前三季度，全球经济复苏导致石油需求增长强劲、OPEC 与非 OPEC 产油国的减产协议超额落实，国际石油市场再平衡基本完成，推动油价不断上涨。四季度中东地缘局势紧张，沙特暗示解散 OPEC；油价回升令主要产油国超预期增产，原油供应量现显著增加，美国原油产量时隔 45 年再度回到全球第一，并实现净出口；同时，全球经济放缓迹象明显，供需矛盾等多重因素作用下，国际油价暴跌。

美元指数方面，2018 年美国经济在主要经济体中表现极为强劲，特别是特朗普减税政策推动美国二季度经济增长达到了 4.2%，推动美元大幅上涨；其次，美联储加息政策领先全球主要央行，持续提升利率，对经济扩张展望非常乐观；第三是地缘政治风险加剧，英国脱欧、意大利预算法案、中东紧张局势等地缘政治风险加剧，增加了美元避险需求。四季度美联储频频讲话暗示对 2019 年经济增长担忧风险上升，同时特朗普把股市暴跌归罪于 2019 年美联储加息，美联储对 2019 年加息由乐观转向中性，严重限制了美元继续上涨的空间。

图 11：国际原油价



图 12：美元指数



来源：文华财经 鲁证期货有色金属事业部

（三）中美贸易摩擦

近年来，美国反对自由贸易情绪上升，特朗普抓住中西部地区民众迫切需要改变经济状况诉求，成功竞选成为美国总统，反对 TPP 协议是特朗普的竞选宣言，上任第一天立即签署行政命令正式宣布退出正式宣布美国退出跨太平洋伙伴关系协定，特朗普在竞选中曾多次抨击 TPP 将“摧毁”美国制造业，承诺当选后不再签署大型区域贸易协定，而是注重一对一的

双边贸易协定谈判，目前美国与加拿大和墨西哥就北美自贸协定重新协定基本达成。特朗普上台，全球贸易政策摩擦迅速上升。

2017年11月美国特朗普总统访华期间，两国企业在特朗普访华期间中美签署2535亿美元合作项目，然而过往中美大型订单缓解中美贸易逆差问题在特朗普政府不再奏效，特朗普职责中美贸易逆差过大，很快就对中美经贸合作翻脸，中美贸易摩擦持续升级。

2018年3月22日，特朗普政府宣布按照《1974年贸易法》第301条款，对中国进口的包括高科技在内的500亿美元的产品征收25%的关税。

2018年5月15日至18日，刘鹤携中国代表团赴美谈判，中美达成协议，表示不再协议，加强经贸合作，开始谈判。

2018年5月29日，美国白宫发表声明称要继续按照其3月22日针对中国“经济侵略”的总统备忘录实施500亿美元的产品征收25%惩罚性关税，6月15日公布征税清单并实施关税计划，随后中国提出500亿美元对等的反制措施。

2018年7月10日，美国政府公布进一步对华加征关税清单，拟对约2000亿美元中国产品加征10%的关税。2018年9月24日，对大约2000亿美元的中国进口商品征收额外关税，暂时定为10%的水平，2019年1月1日起，关税的增收水平上升到25%。

2018年11月1日，习近平应邀同美国总统特朗普通电话，就推动中美经贸问题达成一个双方都能接受的方案交换了意见，两国经济团队再度开始沟通磋商。12月1日中美达成初步意向协议，停止加征新的关税计划，开启为期三个月经贸谈判。

此外，近两年美国开启钢铁及铝232调查，同时重点针对中国铝制品的反倾销反补贴调查。

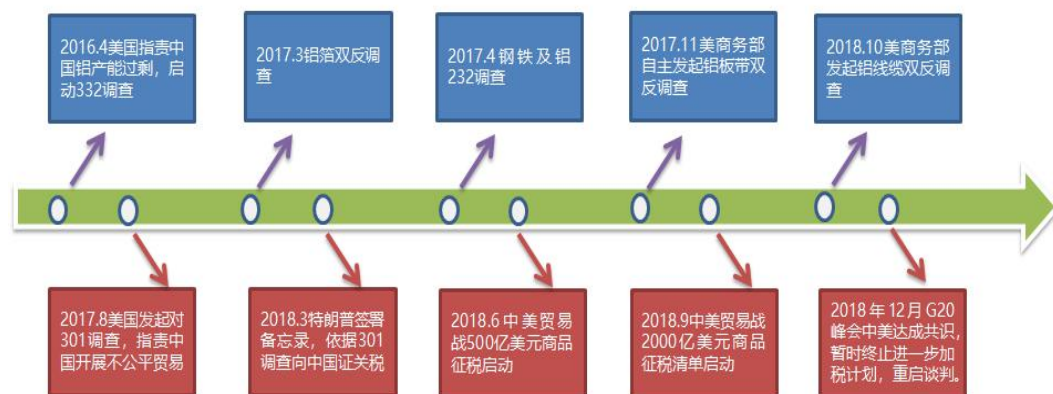
华盛顿时间2月16日，美国商务部公布了对美国进口钢铁和铝产品的国家安全调查(232调查)报告，认为进口钢铁和铝产品严重损害了美国内产业，威胁到美国国家安全。美国商务部据此向特朗普提出建议，对进口钢铁和铝产品实施关税、配额等进口限制措施。3月8日特朗普在白宫签署公告宣布，将对进口钢铁征收25%的关税，对进口铝产品征收10%的关税。关税措施将在15天后正式生效，仅有韩国等少数国家获得豁免。

铝箔双反调查，2017年3月29日，经美国铝业协会贸易执法工作组提出申诉，美国商务部已于今年3月28日对从中国进口的铝箔产品发起“双反”调查。美国商务部8月8日公布初裁结果，认定从中国进口的铝箔产品存在补贴行为，初步裁定中国出口到美国的铝箔产品接受了16.56%至80.97%不等的补贴；10月26日，初步发现中国铝箔在美国市场上存在倾销现象。对进口自中国的铝箔征收96.81%-162.24%的初步关税。2018年2月27日，美国商务部发布对中国铝箔产品反倾销和反补贴调查最终裁定，对进口中国铝箔征“双反”税最高或超180%。

普通铝合金板带双反调查，2017年11月28日，美国商务部发布公告，对自中国进口的通用铝合金板自主发起反倾销反补贴调查(双反调查)；2018年4月17日，美商务部认定从中国进口的通用铝合金板存在补贴行为，补贴幅度为31.2%至113.3%；2018年6月18日，美国商务部宣布对进口自中国的铝合金薄板作出反倾销初裁，对进口中国普通铝合金薄板征收167.16%的初步反倾销关税；2018年11月7日，美国商务部宣布对进口自中国的铝合金薄板作出反倾销和反补贴终裁。

2018年10月12日，应美国国内企业 Encore Wire Corporation 和 Southwire Company, LLC 于2018年9月21日提交的申请，美国商务部宣布对进口自中国的铝制电线电缆发起双反立案调查。预计于2018年12月18日作出反补贴初裁，于2019年3月1日作出反倾销初裁。

图 13：中美贸易摩擦及铝相关历程



来源：鲁证期货有色金属事业部

（四）减税降负 共克时艰

2018年两会政府工作报告中指出，2018年我国将再为企业和个人减税8000多亿元，并为市场主体减轻非税负担3000多亿元，整体减税降费规模将超过1.1万亿元目标。

3月28日，国务院召开常务会议，决定从2018年5月1日起：

（一）将制造业等行业增值税税率从17%降至16%，将交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率从11%降至10%。

（二）统一增值税小规模纳税人标准。将工业企业和商业企业小规模纳税人的年销售额标准由50万元和80万元上调至500万元，并在一定期限内允许已登记为一般纳税人的企业转登记为小规模纳税人。

（三）对装备制造等先进制造业、研发等现代服务业符合条件的企业和电网企业在一定时期内未抵扣完的进项税额予以一次性退还。

在30日深化增值税改革措施和《国家融资担保基金设立方案》情况吹风会上还进一步明确，出台上述改革措施后，现行17%、11%、6%三档税率调整为16%、10%、6%。

全国人大常委会关于修改个人所得税法的决定草案8月27日提请十三届全国人大常委会第五次会议审议。依据决定草案，基本减除费用标准拟确定为每年6万元，即每月5000元，3%到45%的新税率级距不变，决定拟自2019年1月1日起施行。拟自2018年10月1日至2018年12月31日，先将工资、薪金所得基本减除费用标准提高至5000元/月，并适用新的综合所得税率；个体工商户的生产、经营所得和对企业事业单位的承包经营、承租经营所得，先行适用新的经营所得税率。

6月以来，贸易争端升级的风险已明显上升。在此背景下，财政部和税务总局决定自2018年9月15日起，对机电、文化等总计397类产品提高增值税出口退税率。本次退税涉及产

品在 2016 年的总出口近 3000 亿美元，相当于当年总出口的 14%。我们估算加权平均的出口退税率从 12.7%上调了近 2 个百分点至 14.6%，预计本次退税共能为出口企业节省增值税近 70 亿美元。

图 14：2018 年以来减税降负主要举措

降低企业成本	大众创新、万众创业	降低居民负担，刺激消费
1 • 改革增值税，三档并两档方向调整税率水平，重点降低制造业、交通运输等行业税率 2 • 实施企业境外所得综合抵免政策 3 • 扩大物流企业仓储用地税收优惠范围 4 • 改革出口退税负担机制，退税增量全部由中央财政负担。 5 • 实施境外投资者境内利润再投资递延纳税	1 • 将创业投资、天使投资税收优惠政策试点范围扩大到全国。 2 • 改革完善增值税，提高小规模纳税人年销售额标准 3 • 改革完善增值税，提高小规模纳税人年销售额标准 4 • 大幅提高企业新购入仪器设备税前扣除上限。	1 • 提高个人所得税起征点，增加子女教育、大病医疗等专项费用扣除。 2 • 下调汽车、部分日用消费品等进口关税 3 • 将新能源汽车车辆购置税优惠政策再延长三年 4 • 降低电信费用 5 • 健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法，改革个人所得税。

来源：鲁证期货有色金属事业部

（五）自备电

2017 年 7 月 26 日，国家发展和改革委员会联合 16 部委联合印发《关于推进供给侧结构性改革 防范化解煤电产能过剩风险的意见》（以下简称《意见》），《意见》明确了五大主要任务：

（一）从净淘汰落后产能。依法依规淘汰关停不符合要求的 30 万千瓦以下煤电机组（含燃煤自备机组）。

（二）清理整顿违规项目。对未核先建、违规核准、批建不符、开工手续不全等违规煤电项目一律停工、停产，并根据实际情况依法依规分类处理。

（三）严控新增产能规模。预警等级为红色和橙色的省份，不再新增煤电规划建设规模；2020 年底前已纳入规划基地外送项目的投产规模原则上减半。

（四）加快机组升级改造。东部、中部、西部分别在 2017 年、2018 年、2020 年底前完成具备条件机组的改造工作。

（五）规范自备电厂管理。燃煤自备电厂要纳入国家电力建设规划；京津冀、长三角、珠三角等区域禁止新建燃煤自备电厂；燃煤自备电厂要严格执行国家节能和环保排放标准，履行相应的调峰义务

文件还提出积极推进重组整合。鼓励和推动大型发电集团实施重组整合，鼓励煤炭、电力等产业链上下游企业发挥产业链协同效应，加强煤炭、电力企业中长期合作，稳定煤炭市场价格；支持优势企业和主业企业通过资产重组、股权合作、资产置换、无偿划转等方式，

整合煤电资源。

3月22日，国家发改委办公厅下发了《燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案（征求意见稿）》，对全国燃煤自备电厂的建设和运行提出了24条整治意见，堪称史上最严格的燃煤电厂整治政策。

《方案》特别提出，对于中发9号文公布之后，未经批准或未列入规划的燃煤自备电厂，一律停建停运。

《方案》要求自备电厂应补缴政府性基金及附加和系统备用费，各级政府不得随意减免或选择性征收。2016年前欠缴的部分可于3年内缴清；2016年后欠缴的部分应于今年年底前缴清；个别数额较大、确有困难的地方，给予一定的宽限期。

《方案》指出以省为单位核定政策性交叉补贴水平，拥有燃煤自备电厂的企业必须与其他工商电力用户一样承担政策性交叉补贴。

《方案》方案要求燃煤自备电厂的运行应执行国家、地方对公用燃煤电厂的最新污染物排放标准和总量控制要求，污染排放不符合环保要求的要限产停产改造。

此外，《方案》还要求自备电厂承担电网安全调峰和清洁能源消纳责任，以及淘汰落后产能等要求。

表 1：主要电解铝省区自备电基金费用

单位：元/度	山东	河南	山西	内蒙古	新疆	甘肃	宁夏	陕西	贵州	广西
政府性基金及附加	0.045	0.048255	0.045	0.04275	0.02375	0.04275	0.04275	0.04275	0.04275	0.04275
系统备用费	0	0.031745	0	0.02	0.028	0	0.03	0.007	0	0
合计	0.045	0.08	0.045	0.06275	0.05175	0.04275	0.07275	0.04975	0.04275	0.04275

来源：鲁证期货有色金属事业部

注：以上数据非所有电解铝企业自备电厂企业实际缴纳费用

若此前提出《燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案》正式实施，根据测算，吨铝行业完全平均成本将增加500-700元/吨不等。政府性基金及附加包括：电力建设基金（农网还贷基金），三峡工程建设基金，中央直属水库移民基金，大中型水库移民后期扶持基金，地方小水库移民后期扶持基金，可再生能源附加，城市公用事业附加等。

（六）俄铝制裁

2018年4月6日，美国财政部宣布，将对一批俄罗斯个人和实体实施制裁，以回应俄罗斯在全世界范围内的“全部恶意行为”。制裁名单即包括俄罗斯铝业大亨、俄铝大股东奥列格德里帕斯卡（Oleg Dzeripaska）。根据制裁规定，受制裁的个人和实体在美国境内的资产将被冻结，美国公民不得与其进行交易。非美国公民也可能因与其或代表其进行交易受到制裁。

4月23日，美国政府决定给俄铝的美国客户以更多时间来遵守制裁措施，制裁期限延长至10月23日。美国财政部称，如果德里帕斯卡让出对俄铝的控制权，那么美国就有可能向其提供制裁缓减措施。

5月份，德里帕斯卡和他的高层管理团队从俄铝公司的董事会退出。

7月20日，美国财政部长 Mnuchin 于表示，美国财政部正在考虑将俄罗斯铝业巨头俄铝公司（Rusal）从制裁名单上删除，美国制裁的目标不是让俄铝停业。

9月21日，美国财政部周五表示，已将投资者剥离EN+和俄铝债券、股权和其他资产的最后期限延长至11月12日。

11月9日，美国财政部海外资产控制办公室(OFAC)宣布再一次延迟俄罗斯铝业联合公司(00486)和高尔基集团(GAZ.US)某些普通执照的有效期至2019年1月7日。

据外电11月28日消息，俄罗斯政府周三公布的一项法令显示，该国政府将收储至多50,000吨铝，这意味着俄罗斯政府出手扶持俄铝(Rusal)，因该公司正遭遇美国方面的制裁。

俄铝2017年电解铝产量约为370万吨，电解铝工厂主要位于俄罗斯境内；氧化铝工厂主要分布在俄罗斯、乌克兰、澳大利亚、意大利等地，2017年产量约为777万吨；2017年铝土矿产量略有回落，产量约为1165万吨及霞石产量为490万吨，俄铝矿山主要分布在俄罗斯、几内亚和牙买加。

据外电8月6日消息，俄罗斯铝业(Rusal)代表周一表示，已经开始关闭其中一个较小的工厂生产，因美国对该公司实施制裁，位于俄罗斯卡累利阿地区的Nadvoitsky铝冶炼厂(8.9万吨产能)运营难以维系，因自从美国于4月6日起实施制裁后，该厂难以进入终端市场以及获得稳定的原材料供应，该工厂完全面向美国市场。同时，受美国制裁影响，俄铝(Rusal)旗下位于俄罗斯的Taishet铝冶炼厂的投产时间将推迟至2020年之后，该工厂预计产能43万吨。

12月20日俄铝发布公告表示，美国财政部外国资产管理办公室披露，其已通知美国国会有关其将于30日内终止对(其中包括)公司实施的制裁意向。有关条件包括(但不限于)：进行企业管治变动，包括(其中包括)全面改组董事会，以确保独立董事占董事会大多数席位及现任董事会主席将辞职；及公司就遵守自美国特别指定国民及受限制人士名单中剔除的条件向外国资产管理办公室持续进行汇报及证明。

(七) 中国电解铝产能置换

1月17日，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》(下称《通知》)，首次明确电解铝产能置换的执行期限，要求2011-2017年关停并列入淘汰公告的电解铝产能指标，须在2018年12月31日前完成产能置换，逾期将不得用于置换。

《通知》指出，凡包含电解工序生产铝液、铝锭等建设项目，应通过兼并重组、同一实际控制人企业集团内部产能转移和产能指标交易的方式，取得电解铝产能置换指标，制定产能置换方案，实施产能等量或减量置换。

据鲁证期货整理，目前国内新建电解铝需产能置换的企业已落实指标置换的企业如表所示：

表 2：新建电解铝企业落实指标置换情况

单位：万吨

地区	企业	已置换产能	项目规划	备注
内蒙古	内蒙古华云新材料	100	(一期50, 二期30, 三期50)	0.3转遵义
内蒙古	包头华鑫隆新材料有限公司(包铝产业园)	10		
内蒙古	内蒙古天瑞铝业(包铝产业园)	15		
内蒙古	内蒙古创源铝业(创源)	41.3	(一期80, 二期80)	
内蒙古	霍林郭勒市创源发祥铝业有限公司(创源)	10		
内蒙古	霍林郭勒市创金铝业有限公司(创源)	10		
内蒙古	内蒙古霍林郭勒市齐源铝业有限公司(创源)	14		
内蒙古	内蒙古振源铝业有限公司(创源)	8.21		
内蒙古	内蒙古锦联铝材有限公司(锦联)	38.3	(一期100)	
内蒙古	内蒙古联川铝业有限公司(锦联)	20		
内蒙古	鄂尔多斯市蒙泰铝业有限公司(蒙泰)	10	(一期50, 二期50)	
内蒙古	鄂尔多斯市泰达铝业有限公司(蒙泰)	8		
内蒙古	包头市新恒丰能源有限公司(东方希望)	48.1	(一期50)	
内蒙古	内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限责任公司(国电投)	27.93	(一期40, 二期40)	
山西	山西中铝华润铝业	43.2	(一期43)	0.2转遵义
甘肃	甘肃中瑞铝业有限公司	19.2	(项目29.2)	
云南	云南神火铝业有限公司一期	45.11	(一期45.11)	
云南	云南神火铝业有限公司二期	44.89	(二期44.89)	
云南	云南其亚铝业有限公司	35	(项目规划60)	
云南	云南铝业股份有限公司鹤庆溢鑫铝业有限公司(一期)	21.04		
云南	云南铝业股份有限公司鹤庆溢鑫铝业有限公司(二期)	3.9		
辽宁	营口鑫泰铝业有限公司(营口忠旺)	32.25		
贵州	兴仁县登高铝业有限公司	25.28		
贵州	遵义铝业节能环保改造项目二期工程	12.5		
陕西	陕西美鑫产业投资有限公司	30		
四川	四川广元林丰铝电有限公司	25	(项目规划50)	
	总计	698.21		

来源：鲁证期货有色金属事业部

产能置换是指通过市场化手段，淘汰落后产能，实现产业升级，分为等量产能置换和减量产能置换。前者指新建项目应淘汰与该建设项目产能数量相等的落后或过剩产能；后者是指新建项目应淘汰大于该建设项目产能数量的落后或过剩产能。

可用于产能置换的指标，必须符合国家产业政策和投资项目审批管理要求，包括 2017 年 10 月及以后建成的合规产能。企业获得的电解铝产能置换指标，须优先用于本企业现有未完成产能置换的建设项目，现有项目未完成产能置换的，原则上不得用于其他新开工建设的项目。

《通知》出台加快国内电解铝产能置换的步伐，打破此前产能置换的政府性制约。

目前为止，大型电解铝企业基本完全产能置换任务，其中华云新材料置换指标 125 万吨，还差 25 万吨指标，预计山西华圣铝业、山东华宇铝业继续淘汰落后产能将用于该厂指标置换工作；创源铝业置换指标 83.51 万吨，一期项目实现全部产能置换任务；锦联铝材置换指标 58.3 万吨，实现合规产能 103.3 万吨，完成 100 万吨项目全部产能置换任务；包头新恒丰能源有限公司置换指标 48.1 万吨，基本完成一期 50 万吨项目指标置换任务。剩余项目如南山嘉润铝业、营口忠旺铝业、兴仁县登高铝业、四川广元林丰铝电、甘肃中瑞铝业等新建项目仍有数十万吨指标需求。

根据工信部《通知》要求，要求 2011-2017 年关停并列入淘汰公告的电解铝产能指标，须在 2018 年 12 月 31 日前完成产能置换，逾期将不得用于置换。这一要求下，国内电解铝企业抓紧完成产能置换，同时扫清产能置换的障碍，为集团内部置换、跨省置换打开窗口，

加速了产能置换任务目标。

截止本文撰写时,国内据不完全统计仍有 42.199 万吨产能未完成置换去向,若按照 2011 年至 2017 年淘汰产能计算,仍有 26.22 万吨产能未完成公示退出置换去向,若年底未能实现淘汰置换,上述产能按照政策要求此后将不得用于新建产能置换工作。不过我们认为,26.22 万吨产能占当前 4400 余万吨产能不到 0.6%,对供给总量影响不大,不过若是成功实现置换,上述产能必然将实现投产,产能置换激活闲置产能再重启的目标,增加了市场供应。考虑到政府公告时间可能有所延后。产能置换工作可能仍将延续到明年年中才能揭晓最终完成情况,此外产能置换解决了僵尸产能债务处理,无论是企业还是政府都有动力去主动完成置换,因此,最终产能指标丧失的量可能很小。

表 3: 产能指标流量表

单位: 万吨

省区	企业名称	产能	淘汰年份	备注
山西	太原东铝铝业有限公司	1.5	2010	现太原东铝
山西	山西晋信铝业有限公司	0.7	2010	
湖南	湖南猫儿口铝厂	0.6	2010	
贵州	贵阳金元铝业有限公司	3	2010	
贵州	贵州省六盘水双牌铝业有限责任公司	5	2010	现双元铝业
陕西	汉中锌业特种材料有限公司	0.721	2010	
河南	周口凯特电熔材料有限公司	0.13	2010	
新疆	新疆有色金属工业集团伊犁铝厂	0.65	2011	置换中
青海	民和天利铝业有限公司	0.7	2011	
湖南	株洲市通达冶金有限公司	2	2011	
黑龙江	黑龙江东方铝业有限公司	0.6	2011	
山东	山东新大地铝业有限公司	1	2011	
山西	山西运城山河铝业有限公司	1.75	2011	
山西	山西关铝股份有限公司	5.1	2011	
山西	山西同世达煤化工集团双山焦铝有限公司	1	2011	
山西	阳泉铝业股份有限公司	1.96	2011	
山西	山西昇运有色金属有限公司	7	2015	
江西	赣州铝业股份有限公司	1	2012	
湖南	湖南省双牌铝厂	2	2012	
云南	东川铝业有限责任公司	1.46	2017	
新疆	新疆天龙矿业股份有限公司	4.328	2018	招标中
总计		42.199		

来源: 鲁证期货有色金属事业部

产能指标流量来看,流出省份比较多,但流入省份相对集中,流入省份主要集中在内蒙古、云南、贵州、四川等省区,特别是内蒙古和云南两地,主要流出省份集中在河南省,省内企业纷纷向外转移,特别是今年林丰铝电和河南神火长期亏损下,主动整厂关停置换转移至云南、四川两省,两省水电优势明显,且有水电优惠政策,无需企业自建自备电厂,且当前已不再审批自备电厂项目,新转移产能要么去现有短缺指标企业合作,要么上网电。如云南省自带产能指标入滇企业享受“优价满发”政策十年:电解铝前 5 年:享受每千瓦时 0.25 元的专项优惠电价;电解铝第 6-10 年:在 0.25 元/度基础上每年增加 1.2 分,第十年到 0.3 元;四川广元市也有 0.25 元/度的类似电价优惠政策,上述电价政策在当前电解铝企业用电成本中,结合原材料及成品运输距离来看,具有相当强的成本优势。

表 4：产能指标流量表

单位：万吨

省区	指标流出量	指标流入
甘肃	41.5	0
广西	15.2	0
贵州	25.8	24.9
河北	8	0
河南	227.9	0
湖北	29.2	0
湖南	32.7	0
江苏	10	0
辽宁	33	32.25
宁夏	16.5	0
青海	15.55	0
山东	46.4	0
四川	35	25
浙江	15	0
重庆	8.7	0
山西	8.21	43.2
内蒙古	0	333.91
云南	0	111
新疆	2.3	0
总计	570.96	570.26

来源：鲁证期货有色金属事业部

二、铝产业部分

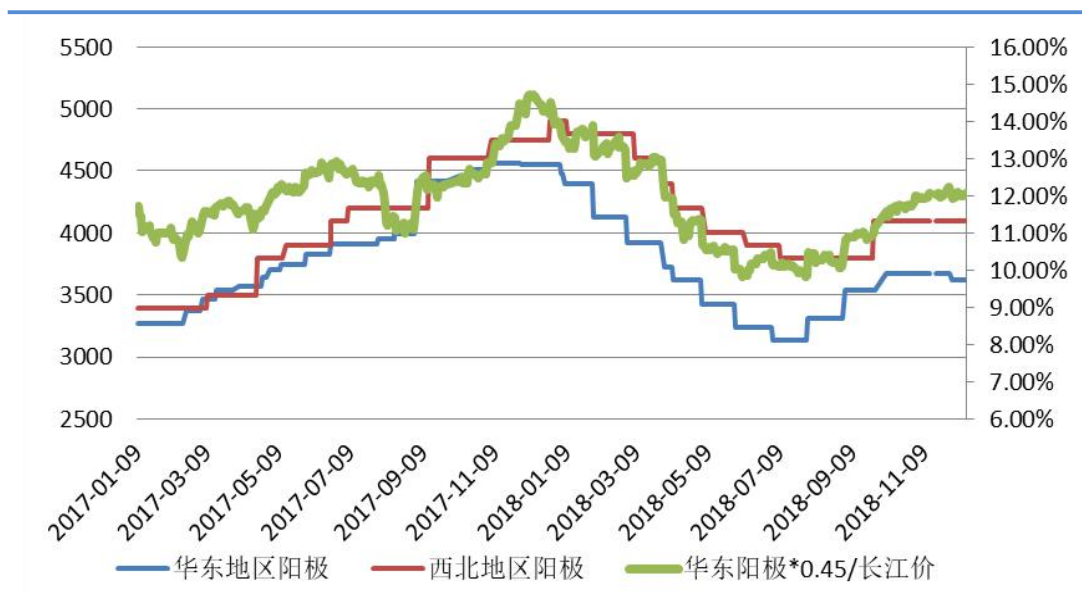
（一）阳极市场

1.1 价格回顾

2017 年-2018 年阳极市场阳极市场价格先涨后跌，2017 年阳极受环保重压下，大量阳极企业需环保改造，环保不达标企业被迫关停，商用阳极开工率大幅下降，供给收缩严重，企业新增产能进展缓慢，严重的暂停建设，投产时间延迟；而电解铝生产需求旺盛，上半年产量增速高达 20%，下游需求旺盛导致 2017 年阳极价格大幅上涨。然而，随着价格上涨带来的利润刺激，阳极企业去年盈利大幅提升后，企业积极扩张生产，电解铝方面则在 2017 年三季度遭遇去产能，开工产能大幅下降，阳极需求下降，2017 年-2018 年秋冬季限产还未结束，阳极价格在 2018 年初就已略显疲态，持续大幅下跌，山东地区阳极价格自最高点 4560 元/吨跌至 7 月中旬 3135 元/吨，跌幅高达 31.25%；三季度在成本支撑和环保政策限产作用下，价格开始回升，山东地区阳极价格回升最高至 3675 元/吨，涨幅 17.22%，不过近期原油价格暴跌，阳极生产成本有所下降，阳极价格消费回落。

阳极价格与铝价占比方面，阳极价格波动比较小，通常铝厂采用月度招标方式，今年上半年阳极价格持续下跌，阳极所占成本比例也随之持续下降，从最高 15%下降至仅 10%，电解铝企业阳极成本压力得到显著缓解，进入 9 月以后，铝价持续下跌，加上阳极价格回升，阳极的成本比例有所回升。

图 15：预焙阳极市场价格走势



来源：wind 鲁证期货有色金属事业部

1.2 供应及成本分析

阳极产能方面，据百川资讯统计，截止 2018 年 11 月，国内阳极总产能 2631.6 万吨，其中商用阳极 1388.5 万吨，配套阳极 1243.1 万吨，较去年同期 2497.5 万吨增长 5.37%。产量方面，2018 年 11 月，中国预焙阳极市场总产量为 156.49 万吨，其中商业阳极 76.57

万吨，配套阳极 77.57 万吨，商用阳极产能利用率 66.33%，配套阳极开工率 76.98%，商用阳极市场开工率显著低于配套企业开工率，前 11 个月阳极总产量 1715.55 万吨，同比增长 0.92%，较电解铝产量增长多 1 个百分点，前 11 个月综合产能利用率约 71.1%，总体产能过剩情况仍然较为严重，特别是商用阳极开工状况堪忧。

阳极企业在去年盈利能力大幅提高后，企业积累了再扩张的资本，同时行业赚钱效应也吸引了资本的眼球。行业过高的投资热度使得 2018 年在建规模达到 497 万吨（安泰科数据）。而国内电解铝需求基本无增量的情况下，对阳极的需求起到一定的抑制。

国内阳极主产区河南、内蒙、新疆和山东地区，从成本优势来看山东地区优势逐渐弱化，新疆在燃料和进口焦的冲击下，成本劣势逐渐降低。内蒙古地区石油焦价格较高，但焙烧成本略低，因此阳极成本在采暖季期间与山东地区基本持平。根据安泰科测算，2018 年 11 月，山东地区商品阳极生产成本环比增加 3.7%至 3648 元/吨，成本上升源于石油焦和煤沥青在月初仍为高位运行。数据显示，9 月山东省阳极主流成交均价在 3640 元/吨，阳极企业已呈小幅亏损状态。

图 16：2018 年阳极产能产量变化

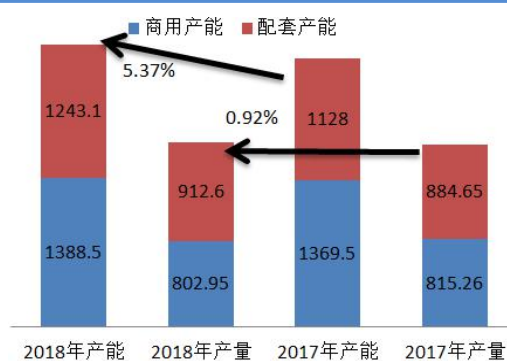
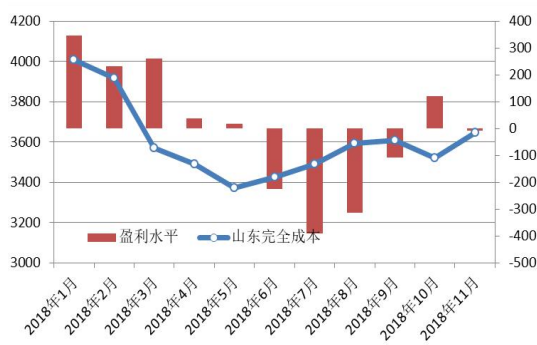


图 17：山东地区阳极盈利状况



来源：安泰科 百川资讯 鲁证期货有色金属事业部

注：2018 年产能数据截止 11 月

采暖季限产方面，2018 年生态环保部发布《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》的通知。《方案》要求不再“一刀切”，拒绝强制性限产、停产，对于达标企业或行业标杆企业豁免限产，实施差别化错峰生产。由于阳极生产企业多数产能开工不足，山东受限企业开工普遍在 5-6 成，河南郑州地区开工一直维持半数生产，因此，总体上今年采暖季错峰生产供应影响小于预期，且非采暖期与采暖期执行特别排放限值，企业生产采用硫含量在 3%以下的石油焦大部分可以达到超低排放限值，那么意味着错峰生产时期，山东省和其他地区环保设备完善的配套阳极企业可免于限产。

2018 年错峰生产影响阳极产能约 70 万吨/年，大部分集中在山东地区，涉及产能 794 万吨/年，限产产能 18.5 万吨，河北省涉及产能 73 万吨，限产产能 5 万吨，河南省涉及产能 253 万吨，其中郑州为主要聚集区。受重污染天气影响，2018 年 11 月 17 日，巩义、荣阳地区实施停产，涉及产能 117 万吨，占全国总产能 4.32%，预计影响周期 3 个月计算，影响供应 11 万吨。

1.3 2019 年阳极市场预测

2019 年预焙阳极新增产能约 478 万吨/年（安泰科），主要在云南、贵州、广西、江苏、内蒙古和辽宁六个省份，到 2019 年末，国内阳极产能将达 3100 万吨/年，年增长率为 10.7%，安泰科预期 2019 年产量或在 2100 万吨左右，年增长率达 5.5%，总得来说阳极产能过剩问题形势依然严峻。下游电解铝供应缺口区域在内蒙古、青海、云南、贵州、四川五个省份，随着新增产能的逐步投放，届时区域缺口将进一步缩窄。尽管产能增长较快，但行情低迷企业投资难到位等情况将放缓新增产能的建设进度，从 2018 年新增产能的投放情况来看，明年将逐步投放并达产。

行业开工率提升，销售压力增加压制价格低位运行，从开工率来看，阳极市场开工状况严重偏低，过剩压力将继续推动阳极价格维持低位运行，而石油焦、煤沥青价格下降，降低了阳极的生产成本，根据安泰科的预测，2019 年阳极价格大致运行区间或在 2800-4500 元/吨，均价环比下跌 7%左右。

（二）氧化铝市场

2.1 行情回顾

图 18：国内氧化铝价格及价格比走势

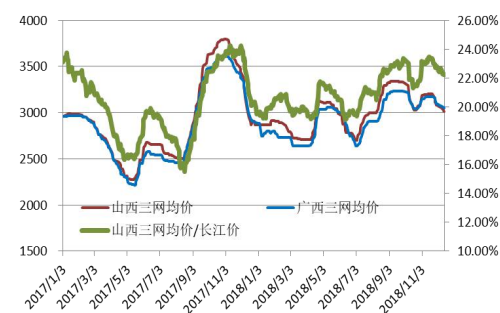


图 19：内外氧化铝价格走势



来源：阿拉丁 百川资讯 安泰科 鲁证期货有色金属事业部

2018 年氧化铝市场受外部事件和矿石成本支撑，价格底部不断上移，而铝价低迷令电解铝企业承受了氧化铝极大的原料成本压力。

回顾氧化铝价格走势我们发现，2017 年氧化铝价格受铝价刺激和采暖季限产，氧化铝价格自底部 2400 元/吨附近持续上涨至 3800 元/吨，涨幅高达 58.3%，而同期铝价涨幅不到 28%。随着氧化铝价格刺激和铝价持续回落，氧化铝供应增加，氧化铝价格跟随铝价迅速回落，但涨跌与铝价呈现出一定的滞后性，广西地区氧化铝价格回落至今年一季度末 2650 元/吨左右。4 月初，俄铝事件爆发，加上此前海德鲁减产影响，内外氧化铝价差持续拉开，刺激国内氧化铝出口，迅速拉动国内氧化铝价格上涨至 3100 元/吨左右，随着事件逐渐平息，氧化铝价格逐渐回落，至 7 月底山西地区氧化铝价格最低至 2700 元/吨附近，氧化铝价格与铝价关系开始倒挂，氧化铝价格反而呈现出一定的先导性。

随着价格逐渐下探至山西河南地区氧化铝厂生产成本线，中铝在 7 月中旬率先宣布对山西地区氧化铝厂开启弹性生产，氧化铝供需结构有所好转，价格不断上移，而且巴西海德鲁事件仍未能得到解决，澳洲美铝氧化铝工厂出现罢工，外盘氧化铝价格再度上涨，刺激国内

氧化铝出口,推动国内氧化铝价格进一步上涨至国庆节前 3300 多元/吨附近。与此同时,2018 年不仅延续了 2017 年矿山环保治理,而且有所强化,特别是 6 月以后逐渐加码的矿山环保综合治理和扫黑除恶行动,导致矿山开采纷纷停产或压减产量,矿石供应下降,价格不断上涨,支撑氧化铝生产成本不断上移,也是此阶段,氧化铝价格与铝价占比不断上行的过程,电解铝企业承受越来越高的氧化铝成本压力。

尽管 10 月氧化铝价格经历一轮下跌,但总体上供需结构较好,山西河南地区价格触及 3000 元/吨成本线附近之后,信发、锦江多个氧化铝厂开启检修停产,价格很快修复回调至 3200 元/吨附近。但铝价持续低迷,电解铝进入 9 月以后减产幅度大幅拉开,氧化铝需求大幅下降,而 10 月新增 200 万吨产能投产,矿石供应缓和,氧化铝生产有所恢复,氧化铝价格再度进入下行通道,截止 12 月中旬这一轮结构调整仍未结束,有破位下行的压力,因氧化铝需求大幅下降。

总体而言,2018 年氧化铝供应受出口刺激和矿石供应限制,氧化铝供应相对偏紧的状况,价格维持相对高位,而这一状况随着出口窗口关闭、电解铝规模化减产未来将得到了极大的缓和,氧化铝价格回调也是必然趋势,接下来随着电解铝减产对氧化铝需求下降,从而大幅缓解矿石供应限制,促使矿石价格回调正常水平,氧化铝成本下降给予了价格回调的空间,而且 2019 年氧化铝产能开工增长集中在贵州、广西、山东,都是低成本生产区域,将缓解山西河南生产过度集中的压力。

2.2 供应分析

开工方面,今年前三季度氧化铝新增产能不多,仅山西华庆铝业 30 万吨新增产能投产,开工产能主要是现有产能的变动,采暖季后经历一轮复产,合计约 400 万吨,至 4 月末阿拉丁数据显示国内氧化铝开工产能 7237 万吨。下半年氧化铝产能受矿石限制,产能变动较大,进入 12 月后矿石供应相对缓解,开工产能明显恢复,截止 12 月上旬,国内氧化铝开工产能达到了 7509 万吨,开工率 89.32%,较 11 月开工增加了仅 400 万吨,年内建成产能 8427 万吨,同比增长 3.4%。

产量方面,阿拉丁估计年内国内氧化铝产量 7161 万吨,折合 3730 万吨电解铝产量,除去 300-400 万吨非冶金级氧化铝需求,实际折合电解铝产量仅在 3522-3574 万吨之间,与今年电解铝产量出现了百万吨的缺口,而且国内氧化铝实现了净出口,2018 年氧化铝短缺状况非常显著,接近 200 万吨短缺。

图 20: 氧化铝开工状况

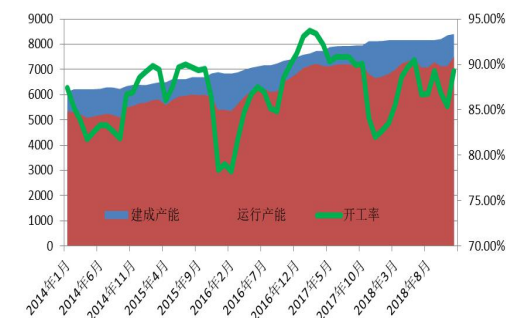


图 21: 氧化铝产量增速



来源：阿拉丁 鲁证期货有色金属事业部

进出口方面，2018 年中国实现首次冶金级氧化铝出口，实现了中国氧化铝从大量进口到净出口的历史性转折，这是海外供应长期低速增长，保障能力下降的重要表现，也是国内氧化铝供给弹性大的表现。2017 年国内氧化铝进口 286.57 万吨，净进口 281 万吨，而 2018 年 1-10 月中国已实现 54 万吨的氧化铝净出口，进口量也大幅下降，仅保留少量化学品氧化铝进口需求，冶金级几乎完全停止，1-10 月中国进口氧化铝仅 45 万吨，较去年同期下降了 197 万吨。

图 22：中国氧化铝进出口量



来源：中国海关 鲁证期货有色金属事业部

新增产能方面，2018 年新增产能规模显著下降，一方面资金限制，建设项目停滞，另一方面是矿石供应制约，导致项目投产放缓，全年氧化铝新增产能仅 305 万吨，且达产受矿石制约很大。上半年仅华庆铝业 30 万吨新增产能投产，下半年虽然魏桥有新增产能，但企业工厂数量较多，需完成环保超低排放改造，实际并未投产，且产量受环保改造还有所降低；四季度开始才有山西信发化工 120 万吨、晋中希望 100 万吨新增产能投产，年内实际产出相对较少。

表 5：2018 年新增产能

单位：万吨

企业	产能	Q1	Q2	Q3	Q4	备注
华庆铝业	30		30			3 月份完成项目建设，并于 5 月底投产
田园化工	5		5			技改产能小幅增加
山东魏桥	50			50		全年产能至 1650 万吨，待投产 100 万吨
晋中希望	100				100	9 月底投产，年底基本实现达产
信发化工	120				120	矿石供应限制，年底基本实现达产
合计	305		35	50	220	

来源：阿拉丁 鲁证期货有色金属事业部

2.3 2019 年全球氧化铝新增产能

新增产能及复产产能方面，2019 年新增产能及长期闲置产能复产规模较大，据估计 2019

年将有 6 个项目预期将在 2019 年实现投产，进展最乐观状况下，预计将有 550 万吨新增开工产能投产，可满足近 300 万吨电解铝新增开工需求，其中包括山东魏桥 100 万吨产能达产，山东鲁渝博创铝业（原齐星铝业）复产 50 万吨及新建 90 万吨产能，重庆博赛水江氧化铝（原中铝重庆分公司）80 万吨产能复产，实际新增产能仅有国电投务川氧化铝分公司 80 万吨、靖西天桂铝业 80 万吨项目投产，上述产能有非常显著特点就是不在主产区山西和河南，都是国内相对成本较低的地区，投产的动力很足，且相关企业配套需求极大，投产预期较强。

展望 2020 年，除了上表中产能项目以外，实际上仍有大量项目规划待建中，例如近期四川其亚铝业集团与黔东南州签署协议建设 60 万吨氧化铝项目、山西其亚铝业 240 万吨氧化铝项目、东方希望陕西府谷县 360 万吨氧化铝项目、东方希望山西左权县 320 万吨氧化铝项目，另外辽宁港口氧化铝项目松动迹象明显，或许明年将有部分项目获得启动。总体来看未来两年新增产能潜力规模相当大，远远高出电解铝产能增长空间，且相当部分产能不是位于山西地区，受矿石供应限制较低，未来两三年国内氧化铝将经历一轮产能结构调整，氧化铝产能向沿海、南方转移趋势明显。

表 6：2019-2020 年中国氧化铝新增产能

单位：万吨

公司名称	新增产能	投产时点
国电投务川氧化铝分公司	80	2019 年 1 季度末
重庆博赛水江氧化铝厂（重启） （原中铝重庆分公司）	80	2019 年 1 季度初
靖西天桂铝业	80	2019 年 1 季度
山东魏桥	100	2019 年 2 季度，新增产能投产
贵州广铝二期	70	2019 年 4 季度
山东鲁渝博创铝业（复产加新增） （原齐星铝业）	140	50 万吨复产 2019 年 1 季度完成，新增 90 万吨 2019 年末
义翔铝业技改项目	100	2020 年上半年
山西同德铝业（信发）	100	2020 年上半年
中铝华昇新材料一期	200	2020 年建成投产
华庆铝业二期	120	2020 年建成投产
山西复晟二期	80	项目停滞，2019 年建成难度大
田东锦鑫二期	120	资金缺乏，项目中断，建设周期不明朗，2019 年投产难度大
合计	1270	

来源：鲁证期货有色金属事业部

海外方面，海德鲁复产依然就牵动行业走向，320 万吨产能复产新增将极大的缓解当前海外氧化铝供应短缺状况，据行业观点海德鲁巴西氧化铝工厂将于 2019 年一季度实现复产，但从目前巴西地方法院判决仍遥遥无期。新增项目仅 EGA 旗下 Shaheen 氧化铝厂 200 万吨产能，预计一季度或上半年实现投产，此外宝钢集团也正积极将牙买加阿尔帕特氧化铝厂复产，预计复产 65 万吨。总计海外 2019 年最乐观情况将新增及复产产能 585 万吨，且投产时点基本集中在上半年，实际产出将比较大。

展望 2020 年，海外新增产能仍有 500 多万吨产能投产，但考虑到海外项目推进进展显

著慢于国内，最终投产可能没有市场预期那么快，国内也有部分企业开始走出去，如印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目等。

表 7：2019-2020 年海外氧化铝新增产能

单位：万吨

企业名称	国家	企业	原有产能	新增（复产）产能	投产时点
Shaheen	阿联酋	EGA	0	200	2019 年 1 季度
Alpart（重启）	牙买加	酒钢集团	165	65	2019 年 1 季度
Alunorte（复产）	巴西	海德鲁	640	320	2019 年 1 季度
Kendawangan	印尼	魏桥	100	100	2019 年-2020 年
Lanjigarh	印度	韦丹塔	100	300	2020 年上半年
Utkal	印度	印度铝业	150	150	2020 年
Sarab	伊朗	IMIRO		20	2020 年
		合计	1155	1155	

来源：鲁证期货有色金属事业部

国内供需平衡方面。2017 年中国氧化铝市场总体上维持供应微过剩状况，然而 2018 年国内氧化铝进口量下降，出口激增，国内市场供应量大幅下降，而电解铝需求微降，导致 2018 年国内氧化铝供应严重短缺。2019 年国内产量将明显提升，一季度海德鲁复产前国内或仍有小量出口，总体上将基本实现供需平衡，供应偏紧问题将大大缓解。

海外方面，事实上近些年中国一直维持年进口氧化铝 300-500 万吨量，不计进出口，海外总体上是供应过剩的，只是今年海德鲁发生赤泥泄漏事故导致产量大幅下降，明年随着阿尔帕特、海德鲁 Alunorte 工厂复产，这一状况将大大缓解，而且海外氧化铝现货价格创新高，刺激大量闲置产能将重启复产，预计 2019 年海外氧化铝将供应短缺状况将大大缓解。

表 8：2017-2019 年中国氧化铝市场供需平衡

单位：万吨

	2017 年	2018 年 F	2019 年 F
供应量	7333	7081	7405
消费量	7296	7270	7438
供需平衡	37	-189	-33

来源：阿拉丁 鲁证期货有色金属事业部

2.4 氧化铝成本状况

图 23：国内氧化铝产能成本曲线

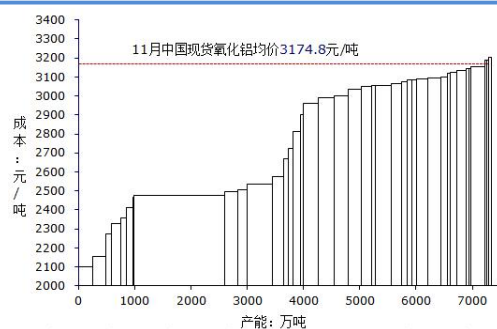


图 24：国内氧化铝行业盈利状况



来源：阿拉丁 鲁证期货有色金属事业部

国内氧化铝生产主要分三个地区，一个是广西、贵州为主的南方地区，产能规模在 1500

万吨左右，一个是山西、河南为主的北方国产氧化铝，产能规模 4000 万吨左右，另外是以进口矿的山东地区，产能规模 2500 万吨左右。南方系矿石品位较高，产能规模较小，消耗较低，供应较充裕，矿石价格便宜，总体成本在国内最低；北方国产氧化铝受矿石品位低、供应紧张影响，今年生产成本超过了山东进口矿石的氧化铝生产成本，是国内产能成本最高的区域；山东氧化铝使用进口矿石，海外矿石总体供应充裕，价格较便宜，成本在国内居中位置。

据阿拉丁测算，截止 11 月全行业氧化铝加权平均成本在 2700 元/吨左右，相对于加权均价 3174 元/吨，行业盈利 400 元/吨左右，其中山西河南地区氧化铝完全生产成本在 3100 元左右，山东地区 2500 元/吨，广西地区 2250 元。氧化铝盈利状况和电解铝形成鲜明的对比，当前电解铝亏损严重，上游原材料去利润降低下游成本压力的呼声很高。

图 25：矿石价走势及与氧化铝价格比

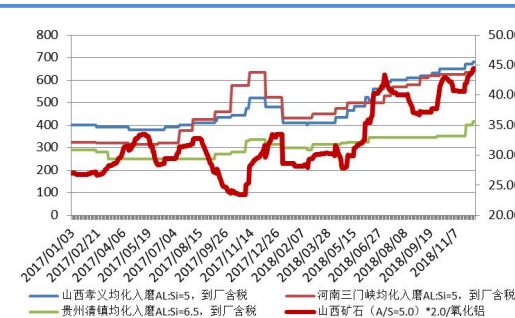
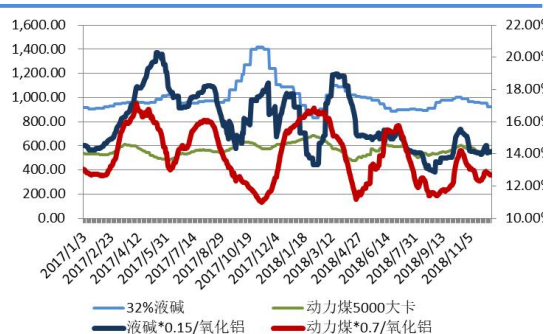


图 26：液碱、煤炭价格走势与氧化铝价格比



来源：阿拉丁 wind 鲁证期货有色金属事业部

其他成本方面，两项占比相对较大的煤炭和液碱来看，波动也比较大，但总体占比不及矿石成本占比。2017 年是烧碱价格维持较为高位的一年，上半年行情基本维持震荡盘整的态势，主要是在氧化铝市场需求良好的带动下，对于低浓碱市场支撑力度较足，所以烧碱成本上升；下半年行情基本呈持续上行走势主要因为厂家库存低位，订单充足及氧化铝涨价导致采购价格不断提涨，所以烧碱企业趁机提价，盈利大幅增加，11 月份后烧碱下游氧化铝等产品因环保核查减产或停产，烧碱装置开工增加，液氯产量上升，烧碱价格开始回落。2018 年上半年，受环保检查影响，下游氧化铝开工水平持续一般，需求面变化相对有限。且氯碱企业开工相对稳定且负荷高，市场供应表现充裕，总体上液碱占氧化铝生产成本比例明显下降，主要原因在氧化铝价格不断上移。

煤炭价格受供给侧改革，维持区间震荡格局，煤炭占氧化铝生产成本呈现出跟煤炭价格走势相类似类似的状况，就目前煤炭价格走势来看，能源价格压力不是很大。

2.5 2019 年氧化铝市场预测

展望 2019 年氧化铝市场，重点还是山西河南的铝土矿价格，矿石开采主要是露天开采，生产成本非常低，其价格主要取决于氧化铝需求。山西河南两省产能占国内氧化铝产能近一半水平，而氧化铝生产特殊性决定了其成本支撑作用比电解铝来得更为显著。就目前来看，电解铝亏损严重，纷纷减产，将大大降低了氧化铝需求，从而缓解矿石供应压力，矿石价格有下调的预期，因此氧化铝成本有下降的空间。不过短期来看，受氧化铝开工旺盛、秋冬季环保压力较大等因素影响，矿石供应仍然偏紧，价格未出现调整，但随着需求下降，这一调

整压力将显著增强。

另外,我们认为 2019 年氧化铝供应短缺状况无论是海外还是国内都将得到较大的缓解,尤其是新增产能都不在山西河南,且都是一季度末前后开投产,新增供应将大大加剧山西河南氧化铝需求下降的空间,从而降低山西河南国产矿石消耗。矿石价格下调将大大降低 2019 年氧化铝整体均价,据统计截止 12 月中旬全年三网山西氧化铝均价约 3000 元/吨,特别是下半年受矿石成本支撑,多数时候氧化铝价格处于上行阶段,抬升了整体的均价。我们预计 2019 年的氧化铝价格在 2400-3200 元/吨之间运行。

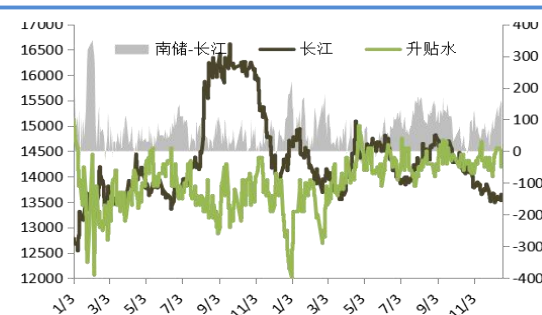
(三) 原铝市场

3.1. 行情回顾

图 27: 内外铝价走势



图 28: 国内现货价格及升贴水



来源：文华财经 鲁证期货有色金属事业部

2018 年内外铝价总体上呈周期性的下跌趋势,其中 LME 跌幅大于沪铝跌幅,且波动也明显大于国内价格,主要因国内库存水平较高,制约了铝价上涨,而海外因俄铝事件影响,供应偏紧,价格出现了几轮大幅波动。截止至 12 月中旬,沪铝指数较 1 月年初 15400 元/吨左右下跌至 13700 元/吨左右,跌幅高达 1700 元/吨或 11%;同期 LME 三月铝 1 月初最高 2300 美元/吨下跌至 1900 美元/吨,跌幅高达 400 美元/吨或 17%。

去年采暖季限产以来,铝价走势经历了三个上行阶段和四个下行阶段,第一个下行阶段时 2017 年-2018 年采暖季期间,由于山东电解铝限产不及预期,而累积的库存和大量新增产能难以改变 2018 年整体供应偏过剩的局面,导致铝价在 1 月初前后迅速回吐前期环保限产的涨幅,沪铝指数最低至 14200 元/吨左右。第二个下行周期是一季度,市场即将进入旺季,然而 230 多万的铝锭库存消化难以看到预期,一季度大量产能开始复产,恶化了铝供需平衡预期,价格不断下行最低至 13600 元/吨左右。第二个下行周期至 7 月底,中美贸易谈判破裂,贸易摩擦升级为互相加征关税,此时股市暴跌,国内宏观信心极度悲观,最低至 14000 元/吨附近。第四个截止当前,国内经济下行压力加大,需求疲软状况明显,打压商品价格下跌,铝价也是受经济面下行压力加大持续回落。

上行阶段主要依靠外部事件刺激和成本支撑,2017 年 12 月铝价触底反弹主要受外盘拉动和技术面支撑反弹;二季度俄铝事件的刺激,拉动国内价格自底部 13600 元/吨快速上行,铝价最高一度达到 15500 元/吨附近;8 月份俄铝事件再起波澜,氧化铝价格持续上涨,电解铝在成本支撑作用下,铝价再度自底部 14000 元/吨回升至 15000 元/吨。

总的来说,2018 年铝价走势呈现出牛短熊长态势,基本反映了今年国内铝市基本面状

况，库存偏高制约上涨的空间和可持续性，上涨主要依靠外部事件刺激，涨势快；下跌主要是其基本面及宏观市场表现差，持续长时间下跌。

3.2 供应分析

开工方面，电解铝上半年开工水平较高，开工率在复产、新增产能推动下持续攀升，根据阿拉丁数据显示，至年中开工量最高达到 3750 万吨左右，开工率最高 86.21%，下半年特别是四季度铝价持续下跌，减产产能越来越多，开工水平持续下降，截止 11 月底开工产能仅 3700 万吨左右，较年初仅增加了 100 万吨，预计十二月份开工产能仍将大幅下降，电解铝开工率仍将快速下降。

产量方面，2017 年电解铝去产能，四季度开始电解铝产量增速快速下降，2018 年前三季度电解铝产量增长基本处于负增长状况，随着开工产能恢复，产量增速开始修复，呈现出底部反弹的态势，就目前开工状况来看，产量增速反弹的动能较差。2018 年产量增速维持地位，一方面是 2017 年高速增长带来的高基数效应，另一方面是电解铝供应成收缩态势，产出释放较低。

目前铝价仍然非常低迷，行业大量产能亏损，新增产能和减产产能复产规模有限，预计产量增长仍维持地位波动。2018 年全年，我们结合阿拉丁数据，2018 年电解铝产量预计在 3640 万吨，较去年同比下降 0.41%，是金融危机以来增速最低水平，首次出现负增长。

图 29：国内电解铝开工状况

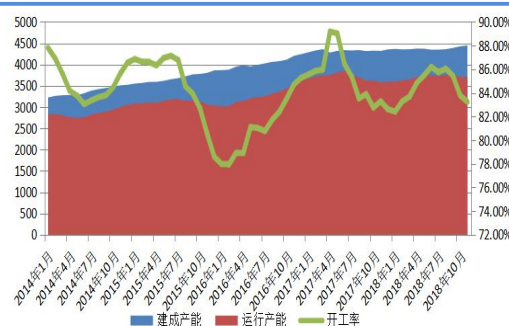
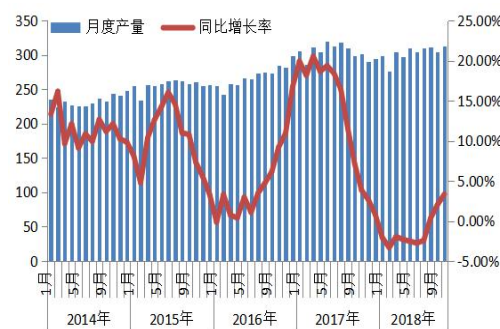


图 30：国内电解铝产量增速



来源：阿拉丁 鲁证期货有色金属事业部

图 31：中国电解铝年度产量

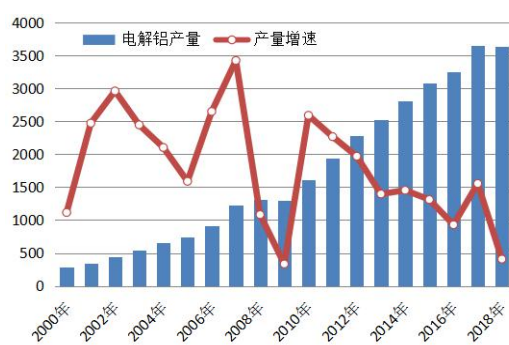
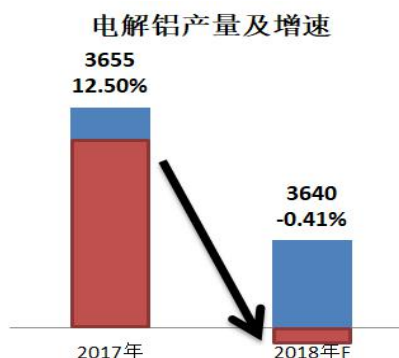


图 32：2018 年产量增长



来源：阿拉丁 鲁证期货有色金属事业部

3.3 产能变化

上半年国内电解铝开工产能持续增长，一方面新增产能不断投放，另一方面是三、四月份采暖季结束，有近 70-80 万吨限产产能待投产，且上半年电解铝盈利状况尚可，投产积极性高；下半年亏损行业亏损加重，减产持续增加，而部分新增项目单位资金紧张，或是指标有限，投产明显放缓，电解铝开工呈不断下降的趋势，根据阿拉丁统计数据显示，下半年以来，单月减产都达到 20 万吨以上。

新增产能方面，2018 年全年新增电解铝产能 218.95 万吨，较去年底市场预期 340 万吨左右下降了 100 多万吨，主要原因在资金状况受限，大量新建项目进展缓慢；其次是产能置换的限制，除了个别地区新增项目特批以外，其他新建项目都需要电解铝产能指标置换才能实现建设投产，而建设项目大户创源铝业更是因电厂合规问题至今启动仍然很缓慢。内蒙古新增产能指标需求最为旺盛，年内锦联铝材、创源金属、华云新材料整合了大量指标，据我们统计，内蒙古指标流入量高达 330 多万吨，内蒙古产能一半左右都是通过产能置换得来，华云三期和创源投产将是 2019 年新增产能主要来源。

复产产能方面，复产产能主要集中在上半年，特别是 3-4 月份采暖季结束，绝大多数采暖季限产产能在二季度实现了复产，至 6 月份开始，电解铝复产基本停滞，因铝价低迷，电解铝陷入亏损，无力支撑企业复产，基本上复产除了几个检修停槽和采暖季限产以外，中小企业限制产能资金实力、成本状况都不支持大面积复产。

表 9：2018 年产能变化

单位：万吨

月份	新增产能	复产产能	减产产能	产能变化
1 月	15	21	32	4
2 月	9	21	0	30
3 月	10	16	4.5	21.5
4 月	20	40	1	59
5 月	12.5	17	2	27.5
6 月	99	4	4	99
7 月	4	3	20	-13
8 月	19.5	0	22	-2.5
9 月	34	0	21	13
10 月	18	0	54	-36
11 月	27	0	80.5	-53.5
合计	268	122	241	149
12 月 F	15	0	60	-45

来源：阿拉丁 鲁证期货有色金属事业部

表 10：2018 年新增电解铝产能

单位：万吨

地区	企业	预计新增建成	Q1	Q12	Q3	Q4
陕西	美鑫投资	5				5
内蒙古	华云新材料	10			10	
	创源铝业	10	7	3		
	包头新恒丰	25			10	15
	蒙泰铝业	18	4	7	7	
贵州	中铝华润	15		5	5	5
	华仁新材料	25	10	3	5	7
广西	登高铝业	5			3	2
	华磊新材料	15	5			10
	德保百矿	12.5		4	6	2.5
	田林百矿	12		3		9
	来宾银海二期	16.7	2	14.7		
云南	云铝海鑫	10			10	
	云铝溢鑫	0				
甘肃	中瑞铝业	7.5		2	5.5	
辽宁	忠旺铝业	32.25			2	30.25
	总计	218.95	28	41.7	63.5	85.75

来源：阿拉丁 百川资讯 鲁证期货有色金属事业部

减产产能方面，截止 12 月中旬，我们统计国内电解铝减产已高达 295 万吨，其中下半年减产超过 200 万吨，截止当前调研发现，三门峡恒康铝业、华宇铝电预计将整厂关停，其中华宇铝电预计将全部置换出去，正在进行资产评估。

总体上，2018 年减产产能大幅超过新增产能，这是一个非常积极的信号，电解铝行业正自主收缩产能开工规，基本接近 2015 年行业减产的规模。12 月 20 日协会召集主要大中型铝厂召开座谈会已表明行业正处在逆周期调整中，未来一段时间仍然有相当规模的产能将退出市场，例如山东华宇、山西华圣两个铝厂已分别完成置换 3 万吨至华云新材料，而上述两家铝厂产能规模都是 22 万吨，规模优势不强，失血严重，中铝必然将两家铝厂调整出去。

表 11：2018 年电解铝减产产能

单位：万吨

省份	企业名称	产能	年内运行	当前运行	减产产能	减产时点	备注
贵州	中铝贵州分公司		15	0	15	1月	退城入园
陕西	长宏铝业	4	2	0	2	5月	产能置换至美鑫
陕西	陕西铜川铝业	22	22	0	22	6月	产能置换至美鑫
新疆	新疆希望	160	95	80	15	7月	产能与合规不匹配
河南	河南神火	76	33	21	12	7月	亏损，产能置换转移
甘肃	中铝连城	54	53	14	39	7月	11月末500KA系列全部停完
山东	邹平铝业	14	6	0	6	8月	产能置换转移
山西	兆丰铝业	22.5	16.5	12.5	4	8月	环保不达标限产
河南	中孚实业	50	45	31.5	13.5	9月	亏损减产
河南	林丰铝电	25	24	0	24	9月	亏损减产
甘肃	甘肃中瑞	7.5	7.5	0	7.5	9月	资金紧张减产
河南	永登铝业	12	12	8	4	9月	亏损加供电不足
甘肃	东兴嘉峪关	135	135	130	5	10月	停产检修
甘肃	东兴陇西	35	35	29	6	10月	停产检修
山西	太原东铝	10	8.5	0	8.5	10月	环保改造成本高，停产
青海	青海鑫恒	24	18	0	18	11月	亏损关停
青海	西部水电	45	45	35	10	11月	停产检修
云南	云铝	158	158	143	15	11月	停产检修
山东	华宇铝电	22	22	15.5	6.5	11月	环保减产，淘汰置换
山东	山东魏桥	646	646	593	53	12月初	错峰生产53万吨，即将停完
山西	山西华圣	22	22	19	3	12月初	亏损减产3万吨
四川	广元启明星	12	9.6	3.6	6	12月初	亏损减产
山东	华宇铝电	22	22	6.5	15.5	12月下旬	全部停产，整厂关闭
河南	恒康铝业	24	11	11	11	12月下旬	全部停产
总计			1430.1	519.5	321.5		年内待减产

来源：鲁证期货有色金属事业部

表 12：2019 年电解铝新增产能预估

单位：万吨

省区	企业	2019 年新增产能	制约因素
内蒙古	霍煤鸿骏扎铝二期	5	建设进度
	创源铝业	30	自备电
	华云新材料三期	20	指标置换
	包头新恒丰	15	铝价
	蒙泰铝业	0	指标置换
陕西	美鑫投资	25	
广西	德保百矿	17.5	资金状况
	田林百矿	18	资金状况
	隆林百矿	0	资金状况
	云铝海鑫一期	25	铝价
云南	云南神火一期	10	建设进度
	云南其亚	0	资金状况
	云铝溢鑫一期	21	铝价
山西	中铝华润	25	电价
贵州	登高铝业	15	电价
	合计	226.5	

来源：鲁证期货有色金属事业部

2019 年新增产能方面，据鲁证有色评估，2019 年新增产能预计在 226.5 万吨，新投产项目不多，主要都是后续项目继续投产，值得期待的仍然是内蒙古、陕西等地项目，而其他地区仍将考量的是电价政策和企业建设进度，另外企业盈利预期也是重要因素，上述电解铝项目成本差异并不特别显著。

3.4 进出口分析

图 33：未锻轧铝及出口比值变化

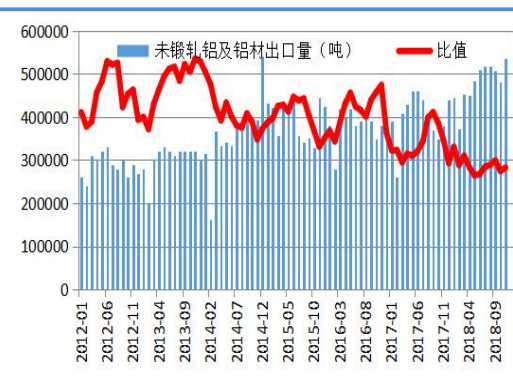
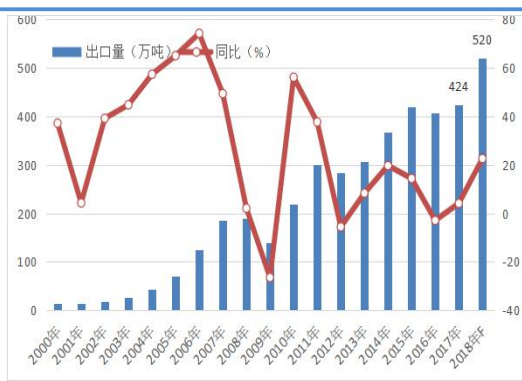


图 34：铝材出口年度变化



来源：中国海关 鲁证期货有色金属事业部

比值=长江月均价*人民币汇率*0.87/LME 三月铝

进出口方面，受比值偏低刺激，2018 年整体铝材出口创记录，我们预计全年实现铝材出口 520 万吨，同比增加近 100 万吨，同比增长 22.6%。实际上，二季度以来，外盘受俄铝事件影响，LME 铝价涨幅明显高于国内价格，一度传闻俄铝将大量供货国内，打压国内铝价，导致沪伦比值创下新低，刺激铝材出口，下半年尽管沪伦比明显回升，但人民币迅速贬值 7% 左右，继续强化了国内出口优势。从铝材出口分项来看，铝板带出口增长最高，对整个铝材出口拉动效应明显，而铝型材、铝箔维持较好的增长水平。

2018 年铝材较高的出口基数、非常强的比值优势，创造了较好的铝材出口窗口，但是 2019 年这出口需求比如将有所减少，一是俄铝事件已接近解决，将有大量存货铝锭流入市场，压低外盘的价格；二是较高的出口基数往往容易导致后续产量。

3.5 成本分析

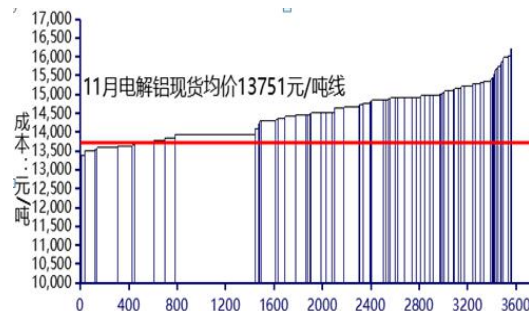
截止 2018 年 11 月，按照阿拉丁测算中国电解铝行业平均成本计算，11 月中国电解铝行业完全成本仍高达 14900 元/吨以上，行业亏损超过 1100 元/吨，接近 2015 年四季度行业状况，当前氧化铝与煤炭价格持续居高不下，抹平了行业平均成本差异，两者差异并不算太大。根据阿拉丁 11 月产能成本曲线来看，当前电解铝仅有 300 余万吨产能处于盈利状况，占比仅 1 成左右盈利，90% 的铝厂都以陷入深度亏损中。

不过，仅从电解铝端观察行业亏损严重，但国内主要大型电解铝企业都有配套氧化铝产能，目前包括中铝在内国内铝企主要都是依靠氧化铝盈利，综合对比来看，巨头企业抗风险能力强，特别是配套足够氧化铝产能的企业，这是与 2015 年 4 季度差异最大之处。

图 35：电解铝行业月度盈利



图 36：电解铝产能成本曲线



来源：阿拉丁 鲁证期货有色金属事业部

（四）下游消费

4.1 供需平衡

图 37：电解铝月度供需平衡

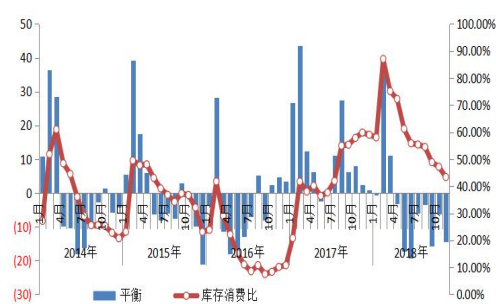
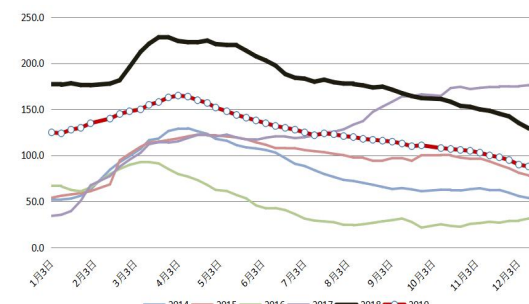


图 38：2019 年库存走势预测



来源：SMM 鲁证期货有色金属事业部

供需平衡方面，2018 年总体上库存去化速度非常高，国内铝锭社会库存从最高 223 万吨降至 12 月中旬 128 万吨，最高降幅高达 100 万吨，四季度以来平均单周库存降幅高达 3 万吨左右，这意味着供应出现了 150 万吨左右的缺口，主要是电解铝减产所导致。库存消化比方面，截止 12 月已基本降至 40%左右，即可用天数 13 天，总体来看依然有点偏高，因一季度末，社会库存仍将大幅增长，不过缺口呈放大趋势，库存去化状况应该会超出预期，对于年底隐性库存不应过度关注。

表 13：2017-2019 年中国电解铝市场供需平衡

单位：万吨

	2017 年	2018 年 F	2019 年 F
供应量	3665	3640	3725
消费量	3541	3698	3770
消费增长	7.4%	4.4%	1.4%
供需平衡	124	-58	-45

来源：鲁证期货有色金属事业部

2018 年全年供应短缺 50 万吨，原铝消费增长 4.4%，2019 年电解铝产量预计将有一定的增长，一季度仍有相当规模的新增产能，将对冲近期减产产能，总体开工量相对 2018 年初有增加，但消费这块仍将有大幅下滑的压力，国内消费下滑仍有回落预期，但下降增速将明显放缓，据估计 2018 年国内铝消费增长回落应该在 5 个百分点，拖累了整个铝消费增长，

2019 年消费增长压力主要来自出口方面，2018 年受比值刺激出现爆发式的增长，2019 年维持这么高增长的空间非常有限，不过如果上半年铝价没有太多起色，继续维持当前低迷状况，电解铝行业盈利状况没有得到极大的修复下，预计 2019 年供应仍将维持大的缺口。

库存方面，截止 12 月中旬，根据上海有色网(SMM)库存统计数据显示，截止 12 月 20 日国内铝锭社会库存 128 万吨，较年初下降了 50 万吨，较最高峰下降了 100.4 万吨，预计年末库存将在 125 万吨左右。四季度库存降幅明显超出市场预期，此前市场预期三季度将进入传统的累库存阶段，然而实际上并没有，电解铝减产扩大，需求表现比较稳定，反而超预期的去库存。我们预计 2019 年库存高峰预计在 160-170 万吨之间（一季度末前后），春节前后仍有大约 45 万吨左右库存增长，除了淡季因素以外，据了解 2019 年春节大量下游加工企业特别是铝棒企业主动减产、停产的意愿非常强烈，因当前加工费异常低迷，需求疲软。而且电解铝总体供应缺口仍将继续维持，铝价方面在底部震荡态势，但远未达到刺激企业复产、增产的趋势，行业正面临全面亏损状况，因此 2019 年库存很可能仍将维持高速去化。

4.2 下游加工行业开工率

下游开工方面，分化较为明显，铝板带开工旺盛，超过去年同期，因出口需求拉动，线缆、合金、型材方面开工水平不高，有的甚至远低于去年同期。

铸造合金主要用于机械制造、汽车行业等领域，特别是汽车行业用铸铝比例最高。2018 年再生铝合金开工率下半年特别是四季度低于往年同期，同时 A356.2 合金企业开工率也低于去年同期，基本反映当前汽车行业生产状况，产销大幅下降。

图 39：再生铝合金开工率

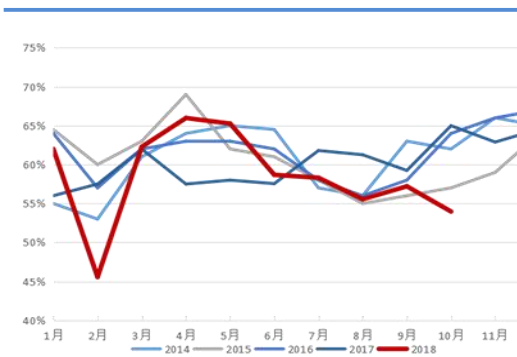
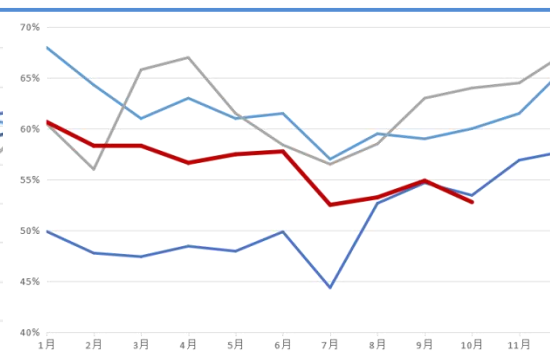


图 40：A356.2 合金开工率



来源：我的有色网 鲁证期货有色金属事业部

图 41：铝板带开工率

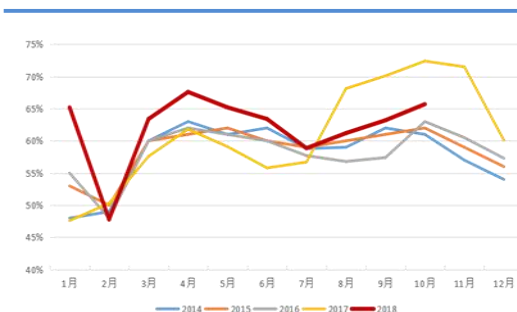
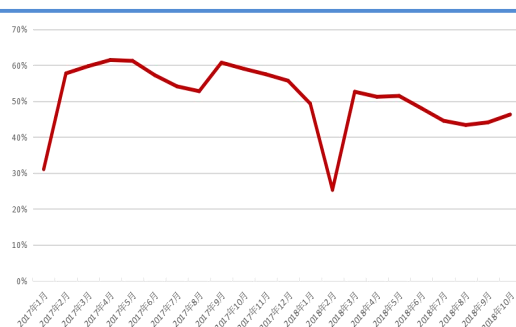


图 42：铝型材开工率



来源：我的有色网 鲁证期货有色金属事业部

铝板带方面，总体开工水平超出往年同期，且近期依然呈上升趋势，维持较高的开工率。板带产品相当部分用于出口，今年出口市场异常火爆，拉升了整个开工率，另外板带产品用于食品包装行业、新能源动力电池包装等新兴领域较多，建筑行业应用比例不是太高，整体开工状况较好。

铝型材方面，2018 年铝型材生产呈明显下行趋势，开工率低于去年同期。线缆方面开工率更是异常低迷，电网投资量近年有较大水平下滑压力导致，近期重启数条超高压线路，预计线缆需求将有所增加，明年线缆企业开工率将回升。

图 43：铝型材行业开工率

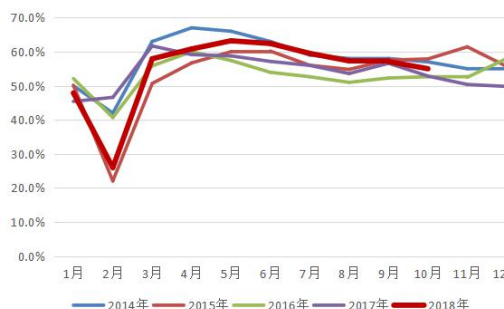
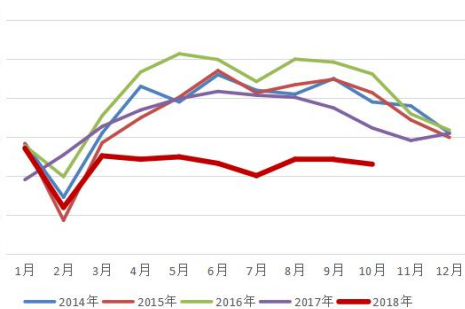


图 44：铝线缆行业开工率



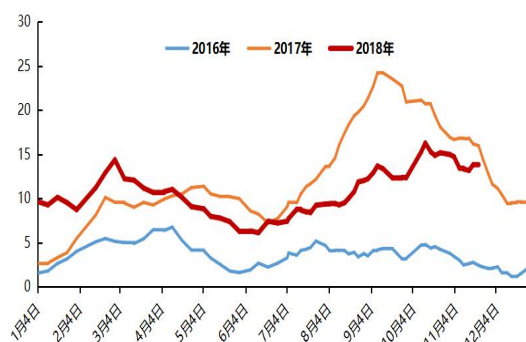
来源：SMM 鲁证期货有色金属事业部

铝棒加工费方面，广东市场为例，二季度表现较为亮眼，因 2017 年去产能和春节期间铝棒企业停产、减产规模较高，节后下游开工谨慎，供应缺口放大，加工费回升。其他时期总体表现较差，因铝棒生产恢复，新增产能达产，铝棒过剩压力明显提升，据我的有色网统计主流消费地库存显示铝棒已从 6 月初 8 万吨左右回升至 16 万吨，库存持续增长导致加工费逐渐下滑，特别是 12 月份加工费异常低迷，加工费仓库自提跌破 200 元/吨，这是往年比较少见的情况，除了今年以来铝棒企业开工调整慢、生产过剩、库存较高等因素外，下游需求不足是导致近期加工费异常低迷的主要原因。

图 45：广东市场铝棒加工费变化



图 46：主流消费地铝棒库存



来源：南储商务网 我的有色网 鲁证期货有色金属事业部

4.3 下游终端行业

图 47：商品房销售面积累计变化

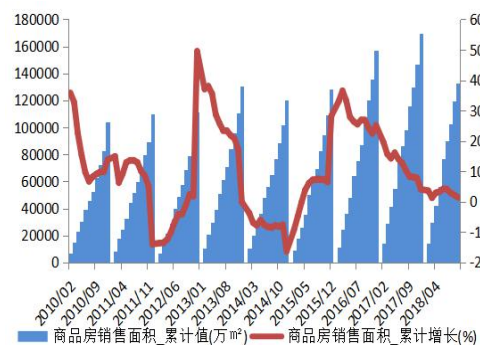


图 48：房地产投资开发增速



来源：国家统计局 鲁证期货有色金属事业部

房地产行业是铝消费增长最大领域，同时也关联着家电市场需求。2018 年商品房销售面积和销售额增速均呈现出前高后低、震荡回落的特征，1-11 月同比增长 1.4%，近期商品销售已呈现出较大的下行压力，与去年同期相比回落 6.5 个百分点，上半年一房难求的市场至下半年已是成交冷清。一二线城市最早受政策调控，销售最先触底，近期投资有所回升，销售面积降幅逐渐收窄；三四线城市房地产销售增速较高，特别是销售面积对全国销售增长的贡献率达 6 成以上，然而年中棚改货币化安置政策调整之后，投资迅速回落，房价滞涨明显，房地产销售呈现出明显回落态势。

从先行指标看，投资与销售增长呈现出较大程度的背离，有近期金融去杠杆，房地产行业资金收紧，房企加速开发流转意愿强烈，拉动开工增长，近期观察房地产投资已呈现出增速见顶趋势，土地流拍案例增多，预计明年将开始出现明显回落，步入调整阶段。2018 年 1-11 月，全国商品房新开工面积为 18.9 亿平方米，同比增长 16.8%，与上年同期相比增幅加快 9.9 个百分点，自 2015 年以来，新开工面积增速持续加快，目前达到近六年的新高。2018 年全国土地购置面积增速总体呈平稳上升态势，一季度同比增长 0.5%，上半年同比增长 7.2%，前 10 个月同比增长 15.3%。

随着宏观经济和居民收入增速有所放缓，同时叠加上“去库存”和棚改货币化相关政策的调整，预计未来房屋销售形势会偏紧，销售面积出现负增长概率加大。预计 2018 年全国商品房销售面积基本与去年持平，2019 年增速将回落至负 5% 左右。2019 年房地产销售出现负增长、投资开工增速回落，对未来装修市场用铝以及家电市场形成较大压力，2019 年铝型材、家电领域仍将受房地产行业拖累。

2018 年中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。因城施策、分类指导结合当前菏泽等城市放松调控表明 2019 年房地产调控不再严格执行一刀切，部分城市会率先解冻。

图 49：汽车行业产销状况

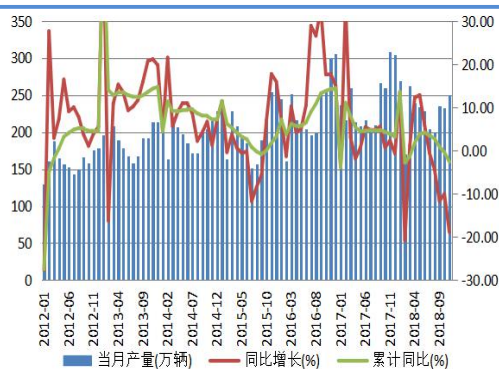


图 50：电网工程投资与新增高压线路增长



来源：中汽协 中电联 鲁证期货有色金属事业部

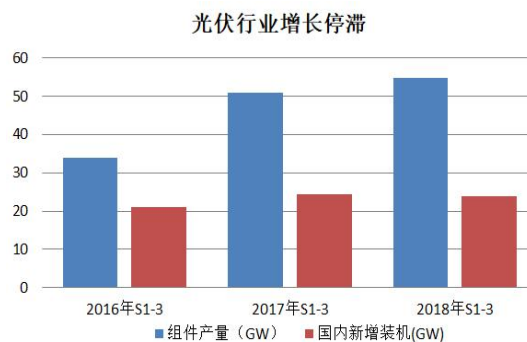
汽车方面，2018 年 11 月，汽车产销量同比降幅依然明显。11 月，汽车生产 249.84 万辆，环比增长 7.02%，同比下降 18.89%；销售 254.78 万辆，环比增长 7.05%，同比下降 13.86%。1-11 月，汽车产销 2532.52 万辆和 2541.97 万辆，同比下降 2.59%和 1.65%，汽车产销同比继续呈下降趋势，降幅比 1-10 月有所扩大。汽车行业的整体下滑跟优惠政策提前释放、刺激消费需求有直接的关系，前期减税政策刺激透支增长空间，按照目前产销状况，2019 年汽车产销预计会呈现出较大程度的负增长。

电网方面，持续多年电网投资回落，今年呈现出回升态势，1-11 月电网工程投资完成 4511 亿元，同比增长负 3.2%，增速环比回升 4.4 个百分点。国家能源局印发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》，今明两年有望核准 12 条特高压工程，电网投资是为数不多的几个消费增速回升的领域，预计明年增速同比将有显著回升。

图 51：家电行业产量增长



图 52：光伏组件产量增长



来源：国家统计局 光伏协会 鲁证期货有色金属事业部

家电行业增速见顶回落，相对房地产销售有滞后 1 年左右，目前房地产销售仍处于回落区间，对明年家电行业销售状况不是特别乐观，特别是空调消费可能增速回落压力较大，拖累铝消费增长，不确定性因素主要是明年天气状况，如果夏季出现炎热异常，有望对冲房地产的拖累。

光伏组件产量今年表现超预期，主要因出口大增，国内装机 531 新政后基本停滞，受政策调整非常大，全年来看，光伏组件产量增长停滞，这对于去年光伏组件产量 43%增长来看，回落幅度非常大。展望 2019 年，国内装机市场基本调整到位，增长有限，变数主要在出口市场。

（五）2019 年铝市展望

5.1 全球经济同步放缓风险增加

2017 年全球经济增长出现了罕见的同步增长，然而 2018 年各国经济分化较为明显，中国、日本和欧洲的经济增速都已呈现出显著的放缓态势，美国与其他国家经济增速差扩大，近期更多经济学家研究表明，2019 年美国与其他国家经济之间的鸿沟将收窄，全球经济在经历了过去两年的强劲复苏后将面临减速风险。9 月份美联储议息会议对 2019 年加息预期 3 次降至 12 月的两次，美联储下调了美国经济的增长预期，之前欧洲央行和日本央行都下调了本地区的经济预期，现在美联储也加入了大本营。

展望 2019 年，全球经济在经历了过去两年的强劲复苏后将面临减速风险，经合组织（OECD）在最新的全球展望中认为，全球经济增长势头仍然健康，但已达到峰值，势必将逐步减弱，想要实现软着陆困难重重，贸易保护主义、地缘政治风险、金融市场波动等，都是值得关注的宏观风险点。

全球贸易摩擦在 2018 年骤然加剧，其负面作用将在 2019 年进一步显现。2018 年 10 月，IMF 将 2019 年全球贸易增速由此前预测的 4.5% 大幅下调至 4.0%，低于 2017 年的 5.2% 和 2018 年的 4.2%。贸易保护主义产生贸易壁垒，扰乱全球供应链，打击投资者信心和市场环境，减缓国际贸易和国际投资，进而损害各国经济增长，拉长全球经济复苏周期。IMF 认为，贸易局势的不确定性开始反映在宏观经济层面，是全球经济的主要威胁。

本轮全球贸易摩擦由美国发起，特别是中美贸易摩擦备受市场关注，当前经济回落背景下，2019 年全球贸易摩擦可能常态化。在 G20 峰会之后，中美贸易摩擦局势正在发生转变，双方由简单对抗转变为深入博弈，由全面互征关税转变为就知识产权等结构性问题集中磋商，中美之间的真正谈判可能才刚刚开始，谈判已重启，特朗普表示中美将很快达成协议，中美贸易摩擦总体上朝着缓和的方向发展，但仍存在不确定性风险。

国内方面，12 月 20 日中央经济工作会议指出，宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求；积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模；稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。

国内主动强调宏观逆周期调节，一方面降税降负，降低企业和居民负担，增加投资消费，另一方面扩大财政赤字，依靠基建投资稳定增长需求，反映了消费、出口压力增加，投资稳增长的预期在增强，明年经济确实仍有较大下行压力。目前投资增速已基本触底，基建投资已开始回升，投资拉动虽然可以起到一定的作用，但中国经济结构已明显调整，消费、第三产业占整个经济增长贡献的大头，因此基础设施投资对经济拉动效应不会像过往那么显著，不过基建对商品的拉动作用最为显著，特别是房地产领域，因城施策是否会引来大量城市解冻房地产调控是值得关注的利好点。出口方面，贸易摩擦增加，出口提前、外需放缓迹象明显，出口订单指数已持续多月处于荣枯线以下，明年全球经济放缓的背景下要维持增长的压力很大；内需方面，零售增速降至 9% 区间，其中汽车类处于负增长，明年上半年来看，内需回落的趋势还是会比较明显的，但各项指标应该越来越接近底部区域。

5.2 2019 铝市预测：一四季度有预期 二三季度有压力

展望 2019 年铝市，首先是宏观经济方面，下行压力仍然会比较明显，很可能的是前低后稳，国内三大部门去杠杆，内需走弱叠加外需走弱（国际贸易因美国经济复苏势头走弱和美股下跌引发企业投资放缓），商品需求端收缩存在放大效应，仍会继续打压商品需求，导致其价格有明显回落压力。2018 年 90%以上的资产都是下跌行情，这是历史上比较罕见的，反映了市场信心的低迷，经济面临周期性的衰退，此背景下铝价实现触底反弹难度较大，同时要注意可能发生的商品价格系统性下跌风险。

一季度主要反映的政策推动，两会期间大量经济政策出台和宏观财政政策托底的预期存在，目前已有房地产因城施策、特高压混改等利好政策；同时对于电解铝成本而言，当前电解铝端陷入深度亏损，但成本依然维持高位，短期内矿石价格还没有下跌，秋冬季及两会前仍是环保压力最为明显的时候，但随着电解铝减产的持续，对氧化铝需求将大为减少，从而缓解矿石供应压力，导致电解铝成本有比较大的下降空间。因此，一季度电解铝成本支撑和积极财政政策托底预期存在，打压价格空间不大；但二、三季度随着成本下行，经济增长压力增加，铝价面临极大的下行压力。由于铝价回升的空间可能不大，2019 年上半年复产、新增产能仍将继续收紧，因此，四季度随着库存持续下降，减产带来的供应缺口扩大，供给收缩的预期将支撑价格回升，上述缺口的空间会比较大，我们预计未来新增产能仍将极大的受到铝价制约。

目前整厂淘汰置换的规模比较大，上述产能投产比复产要慢的多，增加了缺口的时间，第二是铝行业社会融资状况不会太大改善，新增产能仍面临资金紧张的问题，最为重要的一点是东方希望、信发、魏桥等传统优势产能扩张已基本结束，且大多数新增产能成本不具有绝对优势，很难实现如期投产，跟 2015 年山东、新疆电解铝产能疯狂扩张不同，盈利水平和预期将是当前新增产能主要考虑因素，而 2015 年前后新增产能更多是反映了新疆、山东超低成本优势下的扩张，无惧价格压力。

综上，我们预计明年国外铝价运行在 1800-2150 美元/吨，国内铝价将主要在 13000-15000 元/吨，主要运行区间 13000-14000 元/吨，铝价半年内不会出现“V”型反弹，将持续“L”型筑底过程，可能在明年四季度或 2020 年才会出现较为持续的反弹走势。

有色研究员：彭定桂

职业证号：F3051331

联系电话：17727609551

电子邮箱：1827238553@qq.com

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.luzhengqh.com



免责声明：

本报告中的信息均来源于公开可获取性资料，鲁证期货力求客观公正，但不保证这些信息的准确及完整，也不保证这些信息不发生重大更新，更不保证我们的建议或意见不会发生任何变更。报告中的信息和我们的意见乃至结论并不构成所述品种交易的出价或征价，投资者据此进行的投资行为与我公司和作者无关。

本报告版权仅为鲁证期货有限公司所有。未经授权许可，任何机构和个人以任何形式所进行的引用、翻版、复制及向第三方传播等行为均可能承担法律责任。

附：鲁证期货股份有限公司及咨询产品简介

鲁证期货股份有限公司（以下简称公司）是经中国证监会批准，由齐鲁证券有限公司控股，在山东省工商局注册登记的专业期货公司。公司总部设于山东济南，注册资本 7.5 亿元。公司业务范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询和资产管理等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所三家商品期货交易所和中国金融期货交易所席位，是中国金融期货交易所全面结算会员。

公司研究所具有强大研发能力，现有研究人员 30 余人，均为研究生以上学历，部分人员具有海外留学经历。目前研究所可以提供一系列投资咨询服务，包括：微信服务、定期报告、调研报告、策略报告以及风险管理等服务。