

新能源&有色组铝产业半年报

消费前置也无忧下半年消费强度

本期分析研究员



陈思捷

从业资格号：F3080232
投资咨询号：Z0016047



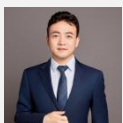
师橙

从业资格号：F3046665
投资咨询号：Z0014806



封帆

从业资格号：F03139777
投资咨询号：Z0021579



王育武

从业资格号：F03114162
投资咨询号：Z0022466



消费前置也无忧下半年消费强度

研究院 新能源&有色组

研究员

陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号: F3080232

投资咨询号: Z0016047

师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号: F3046665

投资咨询号: Z0014806

封帆

电话: 021-60827969

邮箱: fengfan@htfc.com

从业资格号: F03139777

投资咨询号: Z0021579

王育武

电话: 021-60827969

邮箱: wangyuwu@htfc.com

从业资格号: F03114162

投资咨询号: Z0022466

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

氧化铝:当前情况评估下,铝土矿和氧化铝不改供应过剩预期,上半年海外氧化铝新增产能释放较缓慢,下半年海内外过剩压力可能加剧,预计全年全球氧化铝供应过剩近 300 万吨,过剩预期的扭转需要矿端扰动的加剧。

电解铝:季节性淡季消费环比走弱与同比增长相博弈,虽然出口和内需存在消费前置和透支的情况,但消费环比走弱斜率或不及预期,同比依旧维持正增长,症结在于供给受限,行业利润有望继续扩大,预计全年全球电解铝供应紧缺 6 万吨。海外降息,国内发力,全球再通胀尚未完全演绎。

铝合金:废铝供应偏紧现实不改,消费淡季成本支撑有效,供应开始减少,旺季合约对铝价差有望走强。

核心观点

■ 市场分析

Axis 矿假设 2025 年不恢复正常生产,叠加 GAC 矿山问题尚未解决,造成铝土矿供应减量约 1300 万吨左右。增量方面,SMB、中铝、俄铝、天山、国电投预计贡献 3000 万吨左右增量,非主流矿区贡献 300 万吨左右增量,国产矿预计贡献 500 万吨,按此推算即使在国内氧化铝新增产能如期投放的情况下,全年铝土矿供应过剩 300-500 万吨,不过需要警惕海外地缘政治的不确定性造成额外的影响。

电解铝供应保持相对稳定,当前电解铝开工率 97%左右,运行产能 4410 万吨左右,不考虑产能置换对产量的少量影响外,2025 年净新增产能仅有 10-20 万吨,预计运行产能峰值 4430 万吨左右。

1-5 月份铝材累计净出口 212.1 万吨,累计同比减少 6%,降幅逐步收窄。在 2024 年年底铝材出口退税取消政策扰动下,预测 2025 年铝材出口将会同比下滑 10%。汽车累计产量 1282 万辆,累计同比增长 12.7%,预测全年汽车产量累计同比增长 4%左右,带动铝消费增量 70 万吨左右。

1-5 月中国光伏装机 198GW,同比增长 1.5 倍,主要《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》影响。但组件产量早已环比走弱,且库存减少,赶政策窗口提前报备装机或在后期兑现实际消费,光伏板块消费最差时期或接近结束。预计全年组件产量 590GW,同比增长 3.5%,全年

装机 320GW，同比增长 15%，贡献铝消费增量 25 万吨左右。新能源的快速发展带动电网投资建设的高增长，预计全年电网建设拉动铝消费增量 30-35 万吨。

铝合金行业冶炼面临完全成本亏损超 200 元/吨，处于历史相对较低水平，成本呢支撑力度显现，且 ADC12 与 A00 的价差亦处于历史低位，虽然当下正值消费淡季，但铝合金供应端已开始出现减量，电解铝供应端保持平稳，此外 11 合约正值消费旺季合约，因此 ADC12 价格相较 A00 偏低估，关注二者之间的套利机会。

策略

电解铝：耐心等待布局长线多单机会，等待消费走弱不及预期及宏观向好的共振。

氧化铝：若无不可预测矿端扰动因素，氧化铝反弹空间有限，长期震荡偏弱。

铝合金：成本支撑有效，相较铝价偏低估，关注跨品种套利。

操作建议

电解铝， 20000 元/吨以下，逢低分批买入

氧化铝，逢高分批沽空

盘面对应价差-500 元/吨以上多 AD 空 AL

■ 风险

矿端超预期扰动

衰退引发流动性踩踏风险

地缘政治危机

目录

策略摘要.....	2
核心观点.....	2
一、氧化铝	7
1.1 Axis 扰动下铝土矿供应依旧不缺.....	7
1.2 新增产能如期投放，氧化铝供应从偏紧转为过剩	9
二、电解铝	13
2.1 国内供应稳定，消费表现强势.....	13
2.2 中东危机影响跟踪即可，讲能源危机为时尚早	15
三、下游消费	16
3.1 季节性淡季消费边际走弱确定	16
3.2 出口强于预期，消费存在前置的可能.....	17
3.3 光伏至暗时刻或以结束，下半年无聊需求不易过分悲观	18
3.4 国补带动家电，地产仍有拖累.....	19
四、铝合金相对铝价偏低估	20

图表

图 1：进口铝土矿价格 单位：美元/吨	8
图 2：国产铝土矿价格 单位：元/吨	8
图 3：国产铝土矿产量 单位：万吨	8
图 4：铝土矿进口量 单位：万吨	8
图 5：进口铝土矿港口库存 单位：万吨	8
图 6：43 家氧化铝厂原料库存 单位：万吨	8
图 7：进口矿到港量 单位：万吨	9
图 8：铝土矿海漂量 单位：万吨	9
图 9：进口铝土矿供需平衡 单位：万吨	9
图 10：铝土矿港口库存预测 单位：万吨	9
图 11：氧化铝价格 单位：美元/吨、元/吨	10
图 12：氧化铝对主力合约基差 元/吨	10
图 13：氧化铝周度产量 单位：万吨	11
图 14：氧化铝净进口量 单位：万吨	11
图 15：山西进口矿生产成本利润 单位：万吨	11

图 16: 山西国产矿生产成本利润 单位: 万吨	11
图 17: 氧化铝总库存 单位: 万吨	11
图 18: 电解铝厂内氧化铝库存 单位: 万吨	11
图 19: 氧化铝仓单库存 单位: 万吨	12
图 20: 氧化铝港口库存 单位: 万吨	12
图 21: 氧化铝进口盈亏 单位: 元/吨	12
图 22: 氧化铝出口俄罗斯量 单位: 万吨	12
图 23: LME 升贴水 单位: 美元/吨	14
图 24: 电解铝国内升水 单位: 元/吨	14
图 25: 电解铝产量 单位: 万吨、%	14
图 26: 电解铝周度产量 单位: 万吨	14
图 27: 电解铝净进口 单位: 万吨	14
图 28: 电解铝进口盈亏 单位: 元/吨	14
图 29: 电解铝生产利润 单位: 元/吨	15
图 30: 电解铝社会库存 单位: 万吨	15
图 31: LME 库存 单位: 万吨	15
图 32: 铝锭国内交易所库存 单位: 万吨	15
图 33: 欧洲天然气库存 单位: %	16
图 34: 荷兰天然气价格 单位: 欧元/兆瓦时	16
图 35: 铝棒库存 单位: 万吨	16
图 36: 铝水比例 单位%	16
图 37: 铝棒产量 单位: 万吨	17
图 38: 铝板带箔产量 单位: 万吨	17
图 39: 铝材净出口 单位: 万吨、%	17
图 40: 汽车产量 单位: 万辆、%	17
图 41: 汽车库存 单位: 万台	18
图 42: 汽车出口 单位: 万台、%	18
图 43: 组件产量和开工率 单位: GW、%	19
图 44: 组件出口 单位: GW、%	19
图 45: 光伏装机 单位: GW	19
图 46: 电力投资 单位: %	19

图 45: 家电产量累计同比 单位: %	20
图 46: 地产相关数据同比 单位: %	20
图 47: ADC12 价格 单位: 元/吨	21
图 48: 破碎生铝价格 单位: 元/吨	21
图 49: ADC12 与 A00 价差 单位: 元/吨	21
图 50: 铝合金生产利润 单位: 元/吨	21
图 51: 再生铝合金产量 单位: 万吨 %	22
图 52: 铝合金锭社会库存 单位: 万吨	22
图 53: 废铝进口 单位: 万吨 %	22
图 54: 国内废铝产量 单位: 万吨 %	22
表 1: 全球氧化铝供需平衡 单位: 万吨	12
表 2: 全球电解铝供需平衡 单位: 万吨	20

一、氧化铝

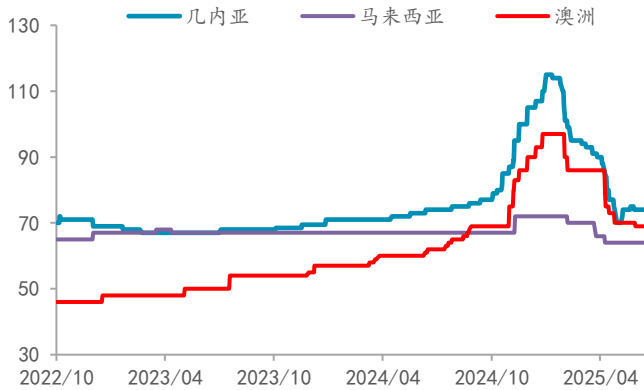
1.1 Axis 扰动下铝土矿供应依旧不缺

进入 2025 年铝土矿价格就进入了单边下跌趋势，从最高 115 美元/吨下跌到最低 70 美元/吨，现货市场实际成交最低价甚至跌破 70 美元/吨。5 月中旬几内亚 Axis 因采矿权被回收而引发市场担忧，铝土矿价格触底反弹，但在高供给及国内库存增加的背景下，铝土矿反弹乏力最高只反弹至 75 美元/吨，即使期间海运费从 19 美元/吨上涨至 27 美元/吨，依旧难以拉动铝土矿成交价格的进一步上涨。国产铝土矿方面，随着氧化铝价格回落以及国产矿的保供复产，国产矿价格也高位回落，但由于国产矿产量相较过往产量依旧偏低，国产矿价格相对进口矿表现坚挺。

供应方面，根据海关数据统计 1-5 月中国铝土矿累计进口 8517.6 万吨，同比增长 33.1%，其中几内亚进口量 6624 万吨，同比增长 41.6%，自 3 月份开始圭亚那第一穿铝土矿到港，南美洲进口量出现了明显增加，4 月份开始塞拉利昂铝土矿进口量开始超过 10 万吨。根据 SMM 数据统计，2025 年 1-5 月中国国产铝土矿产量 2520 万吨，累计同比增长 10.7%。Axis 矿 2024 年发运铝土矿 2320 万吨，2025 年截至 5 月份发运量 1530 万吨，若该矿山 2025 年不恢复正常生产，造成铝土矿供应减量 800 万吨左右，此外 GAC 矿山问题尚未解决，造成减量 1000 万吨（包含发往阿联酋铝业用量，实际预计对中国的影响造成的减量 300-500 万吨）。增量方面，SMB、中铝、俄铝、天山、国电投预计贡献 3000 万吨左右增量，非主流矿区贡献 300 万吨左右增量，国产矿预计贡献 500 万吨，按此推算即使在国内氧化铝新增产能如期投放的情况下，全年铝土矿供应过剩 300-500 万吨。按照当前几内亚矿端扰动计算，虽然铝土矿过剩程度有所缓解，但不改过剩预期，不过需要警惕海外地缘政治的不确定性造成额外的影响。

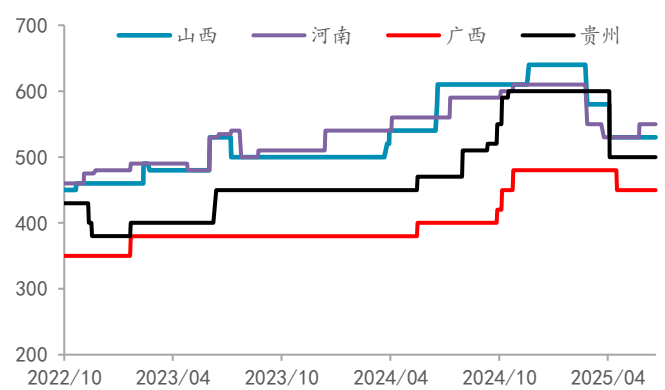
6 月份开始进入几内亚预计，几内亚当地铝土矿产量和发运量开始回落，考虑到船期的影响，预计 8 月份开始中国进口量出现回落，进口矿以保长单交付为主，季节性预计将会造成现货市场结构性的供应偏紧，且存在原油、航道等问题影响，运费存在上涨的可能，不过在供应过剩的大背景下，预计铝土矿价格即使上涨，上涨幅度也较为有限。

图 1：进口铝土矿价格 | 单位：美元/吨



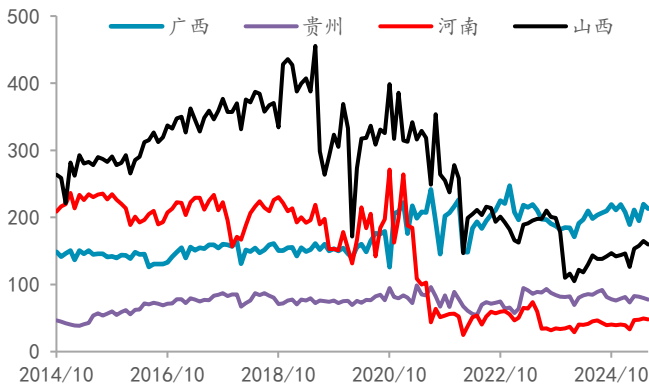
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 2：国产铝土矿价格 | 单位：元/吨



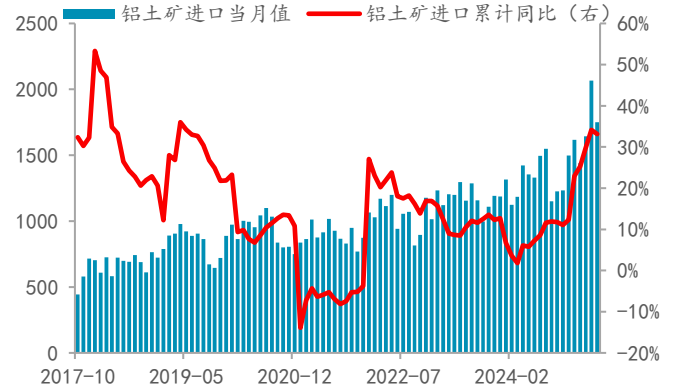
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 3：国产铝土矿产量 | 单位：万吨



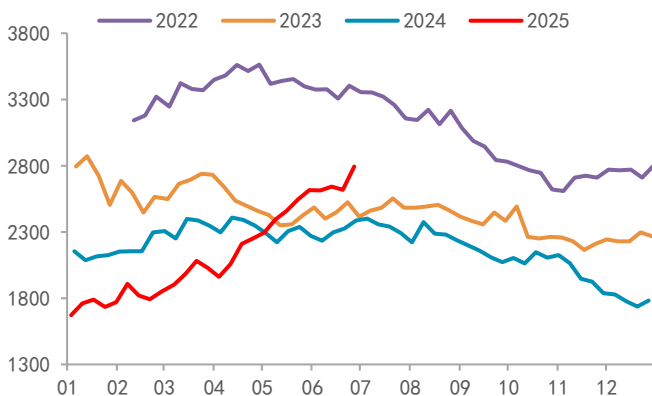
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 4：铝土矿进口量 | 单位：万吨



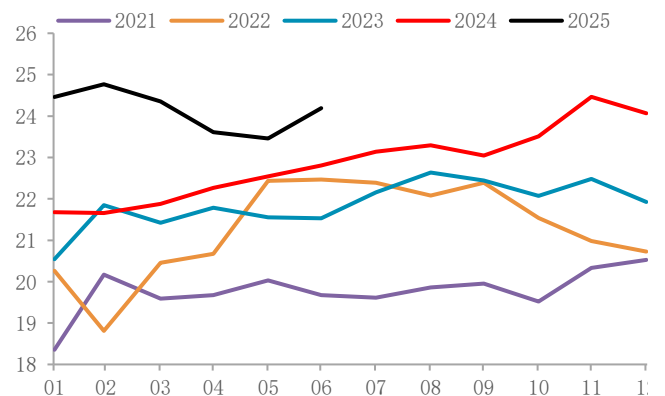
数据来源：SMM Wind 华泰期货研究院

图 5：进口铝土矿港口库存 | 单位：万吨



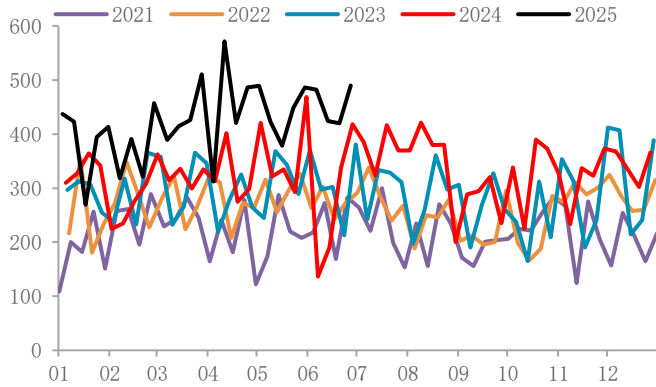
数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

图 6：43 家氧化铝厂原料库存 | 单位：万吨



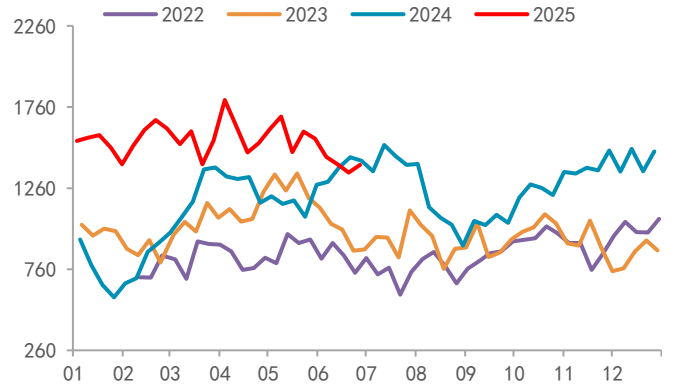
数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

图 7：进口矿到港量 | 单位：万吨



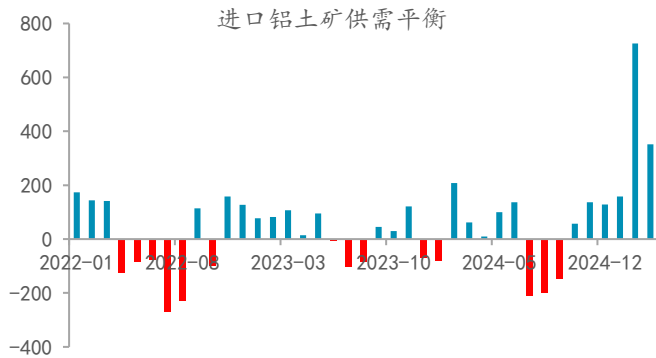
数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

图 8：铝土矿海漂量 | 单位：万吨



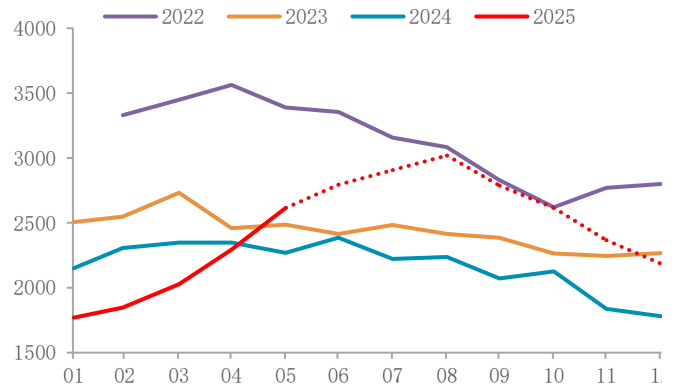
数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

图 9：进口铝土矿供需平衡 | 单位：万吨



数据来源：ALD 海关总署 华泰期货研究院

图 10：铝土矿港口库存预测 | 单位：万吨



数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

1.2 新增产能如期投放，氧化铝供应从偏紧转为过剩

2024 年 11 月开始氧化铝价格高位回落走出单边下跌的趋势，2024 年 12 月开始氧化铝周度产量开始回升，铝土矿供应短缺的局面开始缓解，2509 合约从 2025 年年初的 3950 元/吨跌至最低 2660 元/吨。随后由于进口矿价迟迟难下调，氧化铝厂原料库存成本偏高，叠加前期高利润下长期超负荷生产，氧化铝厂在面临亏损之时进行了长达一个月的较为集中的检修缓解。氧化铝产量开始回落，现货市场供应偏紧，现货价格开始触底反弹，叠加 5 月份 Axis 矿山消息扰动，现货市场价格从 2800 元/吨最高上涨至 3350 元/吨，盘面价格从 2660 元/吨上涨至 3270 元/吨。氧化铝厂的集中检修促使进口矿价格从 90 美元/吨快速下滑至 70 美元/吨，随着低价矿的到货以及检修的结束，进入 6 月份产量开始触底回升，现货市场价格重新进入下滑通道。

海外氧化铝方面表现强于国内市场，主要由于海外新增产能投放和产量释放的预期差，由于海外存在产品质量不稳定，以及迟迟拿不到销售权证等因素影响，新增产能投放后，并未有产量流入市场冲击市场价格，并且由于产

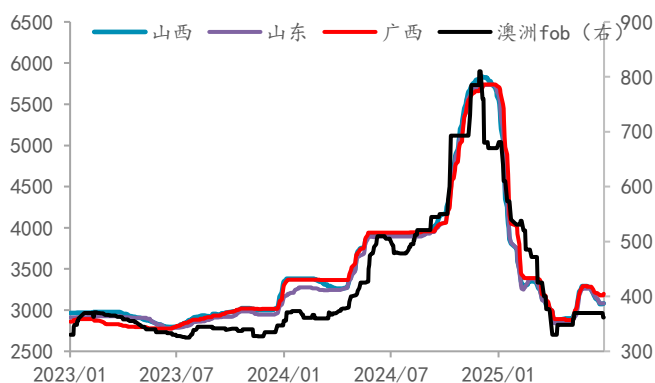
量释放不及预期，海外电解铝厂抢购氧化铝资源，造成海外价格较为坚挺，中国氧化铝进口市场持续关闭。

根据 SMM 数据统计，2025 年 1-5 月中国冶金级氧化铝产量 3642 万吨，累计同比增长 8.9%。根据海关总署数据显示，1-5 月份氧化铝净出口累计 100 万吨，同比增长 1 倍，其中出口俄罗斯 78 万吨，同比增长 27.8%。上半年中国氧化铝新增产能如期投放，且文丰因事件扰动加快了 2 期 480 万吨产能的投放速度，下半年大概率新增产能只剩下广西 200 万吨以及山东 50 万吨的扩产，预计全年产量 8800 万吨左右，同比增长可达到 7.4%，在不考虑出口情况下，国内氧化铝过剩量超过 300 万吨。海外方面，随着东南亚新增产量流入现货市场，海外供应同样将转为过剩局面。

当前氧化铝现货市场处于博弈阶段，按照 75 美元/吨计算，氧化铝生产边际最高完全成本 2900 元/吨，行业生产尚有利润。电解铝厂在长单保供稳定情况下，现货采购积极性下滑，而氧化铝厂产量刚刚开始回升，销售压力并不大，因此现货市场成交频率开始下滑，现货低价多为贸易商盘面点价形式成交。当前仓单库存只剩下约 4 万吨，虽然当前的基本面仓单溢价成交难度增加，但目前 09 合约贴水现货，仍需警惕低仓单量造成的交割风险。

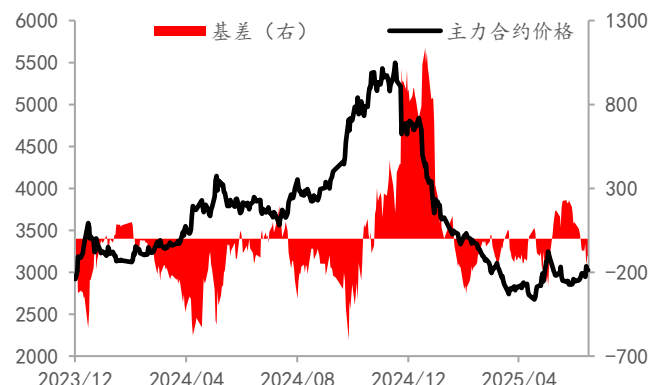
此外，中东局势的不确定性增加了扰动风险的可能性，伊朗、沙特阿拉伯和阿联酋总计共有氧化铝产能 450 万吨，2024 年产量情况接近满产运行，中东局势问题是否会影响到运输问题，从而造成氧化铝厂原料保供受阻，从而造成氧化铝价格的波动仍需观察。不过当地电解铝产能相较氧化铝更多，若扰动真实发生预计对氧化铝将会造成利空影响。

图 11：氧化铝价格|单位：美元/吨、元/吨



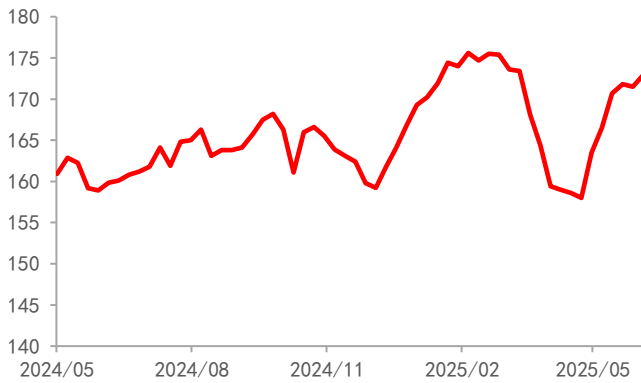
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 12：氧化铝对主力合约基差|元/吨



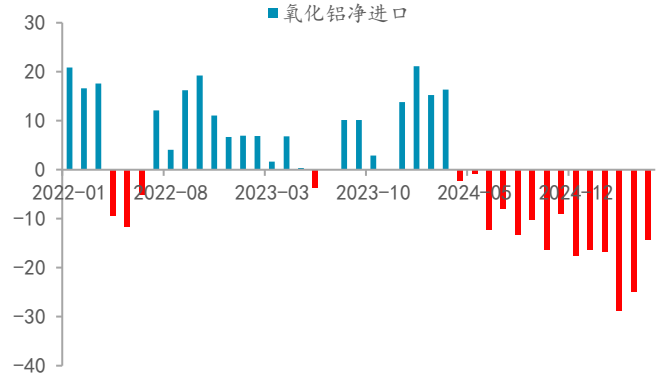
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 13：氧化铝周度产量|单位：万吨



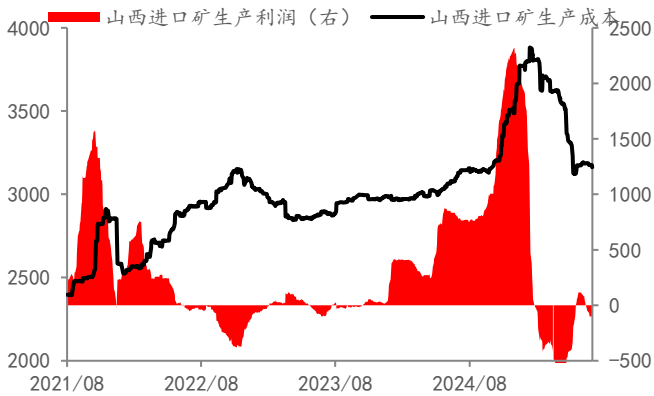
数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

图 14：氧化铝净进口量|单位：万吨



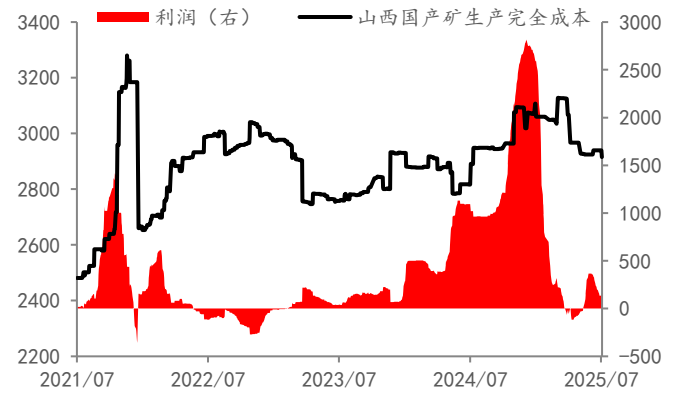
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 15：山西进口矿生产成本利润|单位：万吨



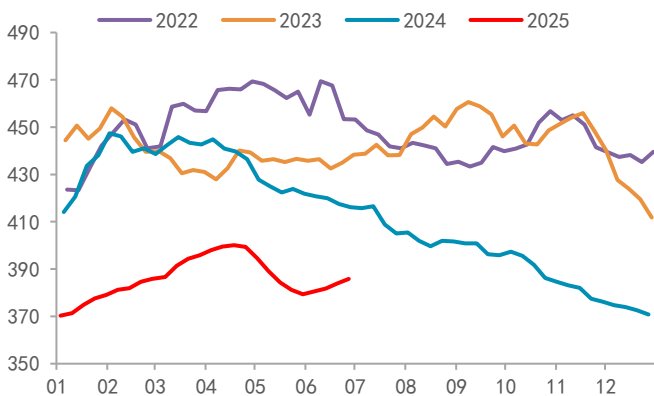
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 16：山西国产矿生产成本利润|单位：万吨



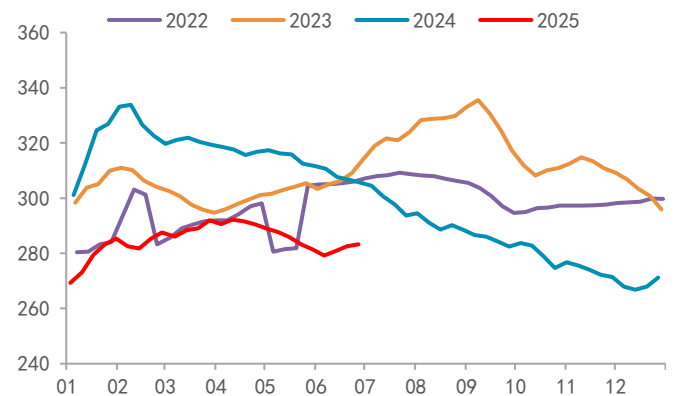
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 17：氧化铝总库存|单位：万吨



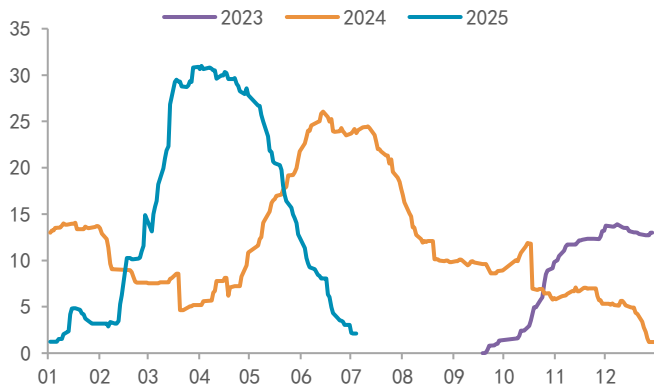
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 18：电解铝厂内氧化铝库存|单位：万吨



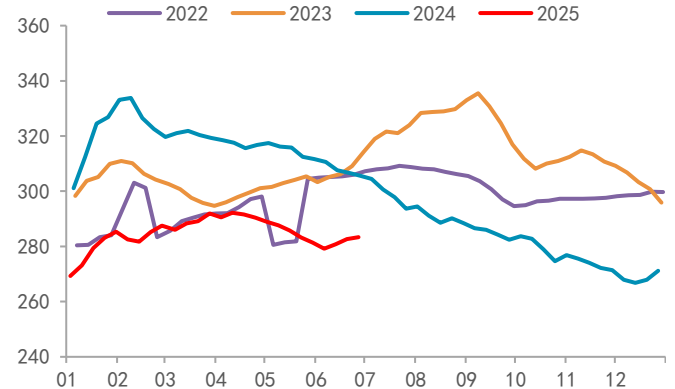
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 19：氧化铝仓单库存|单位：万吨



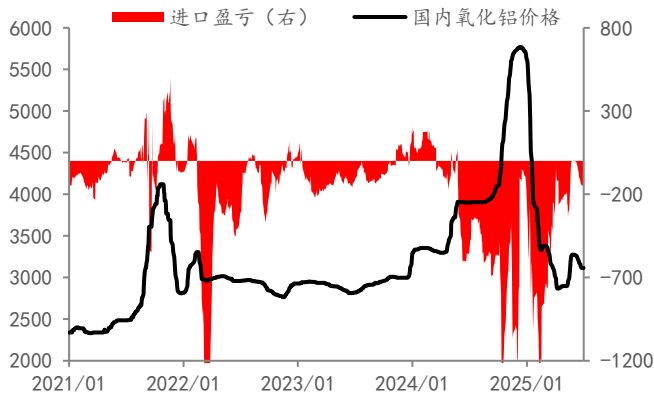
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 20：氧化铝港口库存|单位：万吨



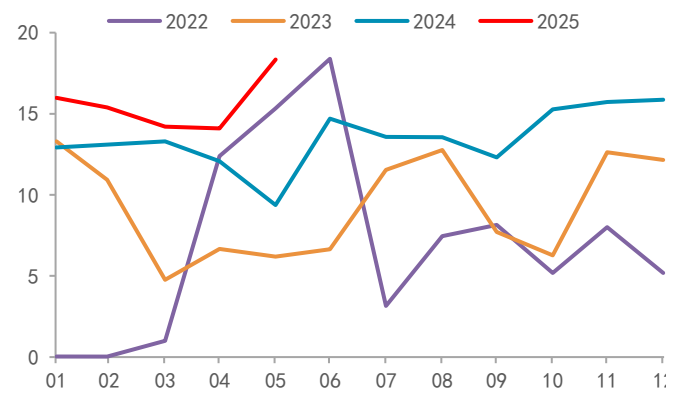
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 21：氧化铝进口盈亏|单位：元/吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 22：氧化铝出口俄罗斯量|单位：万吨



数据来源：海关总署 华泰期货研究院

表 1：全球氧化铝供需平衡 | 单位：万吨

		2021	2022	2023	2024	2025E
氧化铝	海外产量	5921	5680	5734	5607	5772
	增速	0.1%	-4.1%	1.0%	-2.2%	2.9%
	中国产量 (ALD)	7290	7564	7999	8197	8810
	增速		3.8%	5.8%	2.5%	7.5%
	全球产量	13211	13244	13733	13804	14582
	增速		0.2%	3.7%	0.5%	5.6%
电解铝	海外产量	2888	2876	2911	2971	3037
	增速	1.5%	-0.4%	1.2%	2.1%	2.2%
	中国产量 (ALD)	3899	4004	4174	4338	4415
	增速		2.7%	4.2%	3.9%	1.8%
	全球产量	6787	6880	7085	7309	7452
	增速		1.4%	3.0%	3.2%	2.0%
平衡	海外平衡	376	158	145	-97	-59
	中国平衡	-196	-124	-15	-132	333
	全球平衡	180	34	130	-229	274

资料来源：CRU SMM 华泰期货研究院

二、电解铝

2.1 国内供应稳定，消费表现强势

根据 SMM 数据统计，1-5 月中国电解铝产量 1808 万吨，累计同比增长 2.6%，主要源于 2024 年 1 季度存在枯水期减产所致，当前电解铝开工率 97% 左右，运行产能 4410 万吨左右，不考虑产能置换对产量的少量影响外，2025 年净新增产能仅有 10-20 万吨，预计运行产能峰值 4430 万吨左右。随着近几年西南地区新能源电力的发展以及今年的降水情况储备来看，2025 年年底至明年年初枯水期期间，因电力供应问题造成的减停产概率较低，因此国内供应端保持相对稳定。

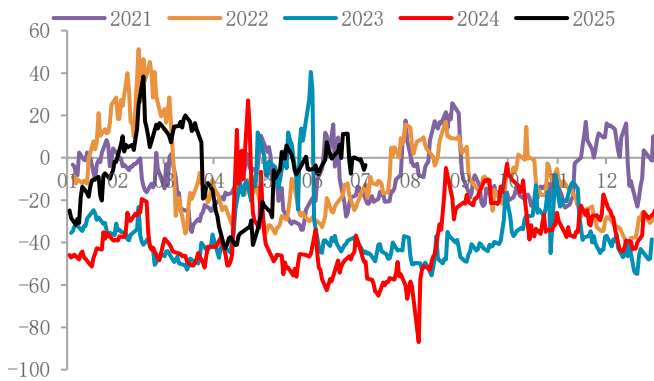
根据海关数据统计，1-5 月中国电解铝累计净进口 99 万吨，同比减少 8.1%，其中自俄罗斯进口量 96.4 万吨，占比达到 91.2%，同比增长 43.7%。中国铝锭进口减少主要源于进口窗口持续关闭，而自俄罗斯进口量的增加收出料加工影响，这与前文氧化铝对俄罗斯保持较高出口量一致。

消费整体表现强势，铝锭社会库存从春节后峰值的 87 万吨目前已经降至 45 万吨，且尚未呈现累库迹象。消费强势的表现一方面由于中美关税窗口期因素造成的抢出口，另一方面则是为了对冲海外宏观的影响，中国在拉动内需方面的持续发力，汽车、家电、电力等行业上半年表现十分亮眼。

消费端表现出季节性淡季的迹象，整体呈现边际走弱的情况，但同比依旧维持正增长，因此社会库存表现方面出现淡季不累库的概率较大，且当前库存绝对值处于历史最低水平，即使传统消费淡季，交割风险依旧存在，跨期正套适合长期关注。

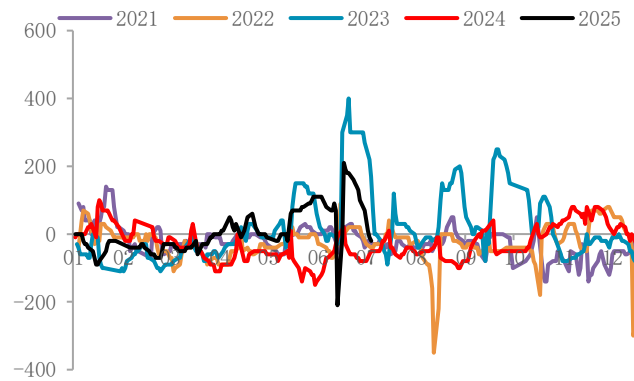
当前电解铝行业加权利润达到 3700 元/吨，且成本端氧化铝仍有下滑空间，行业利润丰厚，在消费边际性走弱的情况下进一步做阔利润难度较大，但需要警惕宏观方面带来的扰动。由于供给端严格首先，在整个产业链中行业利润集中在电解铝板块较为合理，在社会库存难以出现累库的局面下，做空利润较为欠妥。

图 23: LME 升贴水|单位: 美元/吨



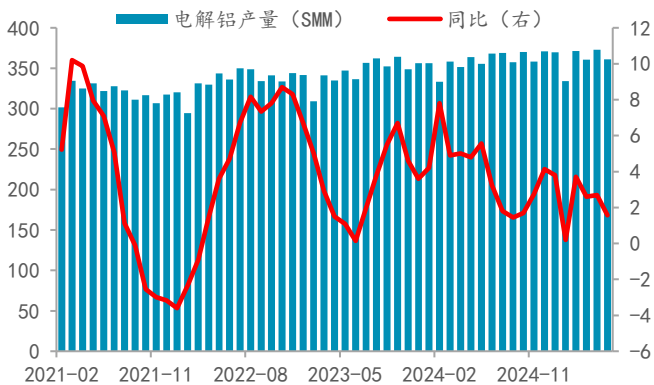
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 24: 电解铝国内升水|单位: 元/吨



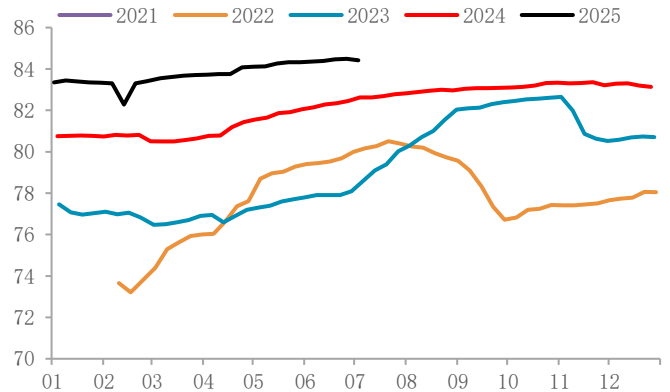
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 25: 电解铝产量|单位: 万吨、%



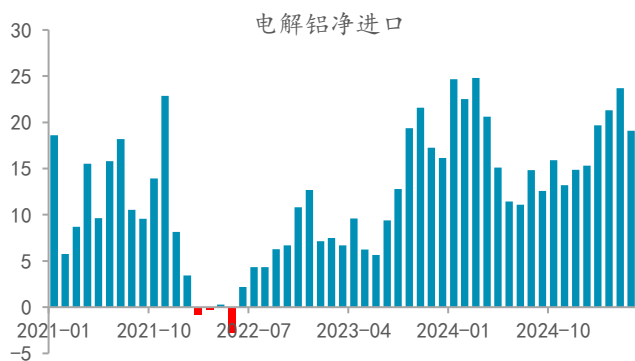
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 26: 电解铝周度产量|单位: 万吨



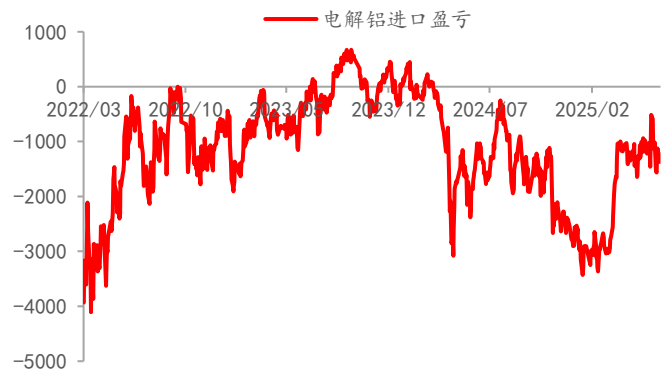
数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 27: 电解铝净进口|单位: 万吨



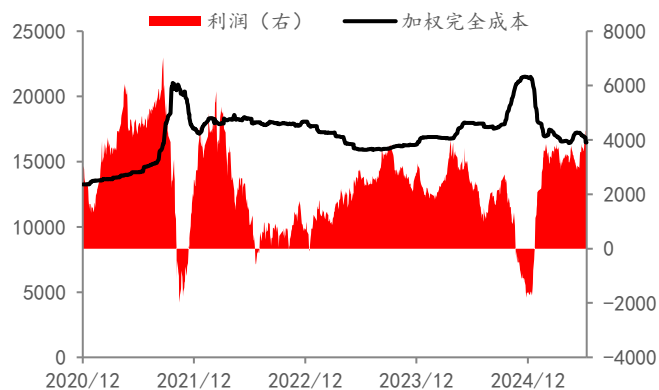
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 28: 电解铝进口盈亏|单位: 元/吨



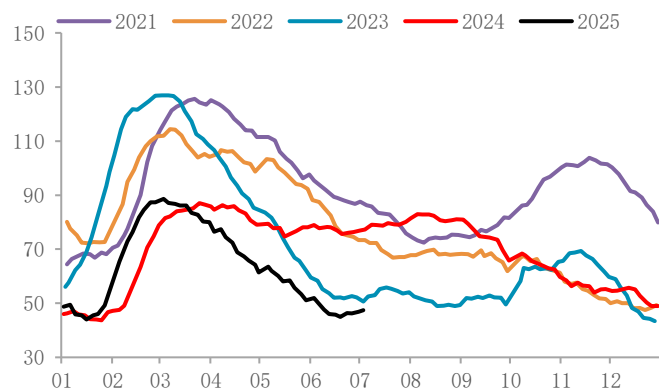
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 29：电解铝生产利润|单位：元/吨



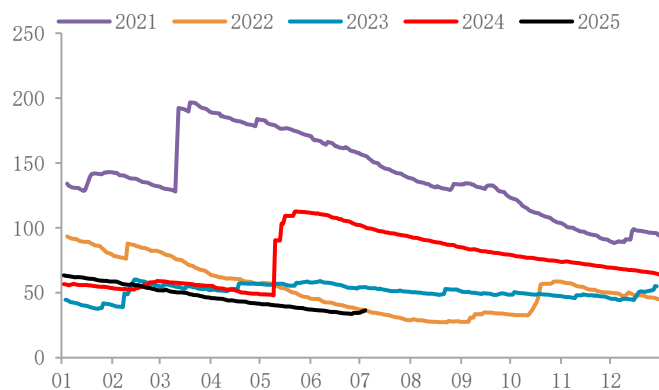
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 30：电解铝社会库存|单位：万吨



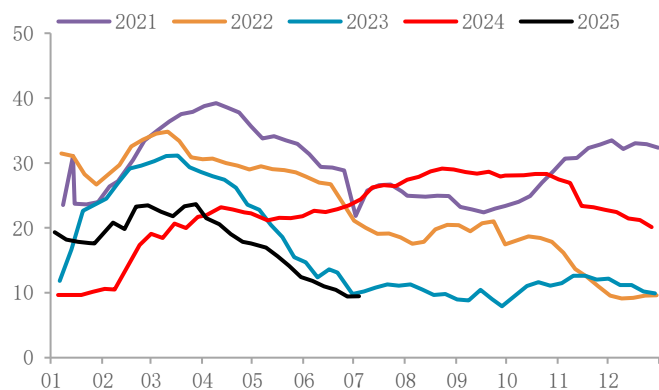
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 31：LME 库存|单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 32：铝锭国内交易所库存|单位：万吨



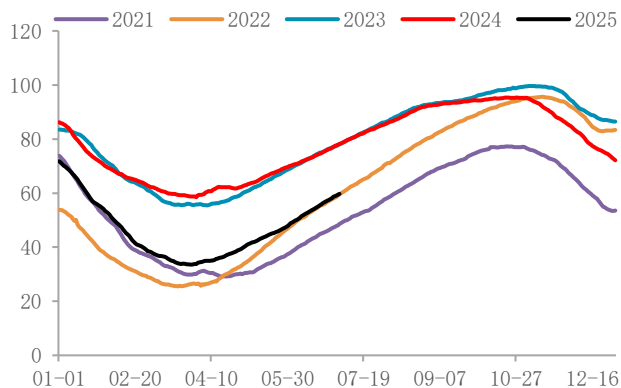
数据来源：SMM 华泰期货研究院

2.2 中东危机影响跟踪即可，讲能源危机为时尚早

中东地缘危机扰动下，原油价格激涨，但对能源危机造成电解铝减产的判断为时尚早，从欧洲天然气库存储备情况来看，正处于季节性累库周期，天然气价格仍处于底部大区间震荡。2021 年欧洲能源危机造成的电解铝减产目前尚未出现规模性复产，因此即使天然气价格再次上涨，影响效果也将边际性下滑。

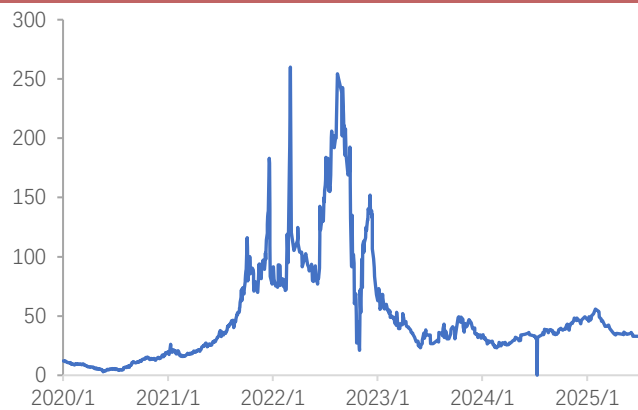
关于中东危机对航道运输的影响方面，根据阿拉丁统计，中东地区涉及电解铝产能 735 万吨，涉及氧化铝产能 450 万吨，地缘政治是否回影响到原材料运输而造成的减停产需要持续跟踪。

图 33：欧洲天然气库存|单位：%



数据来源：彭博 华泰期货研究院

图 34：荷兰天然气价格|单位：欧元/兆瓦时



数据来源：彭博 华泰期货研究院

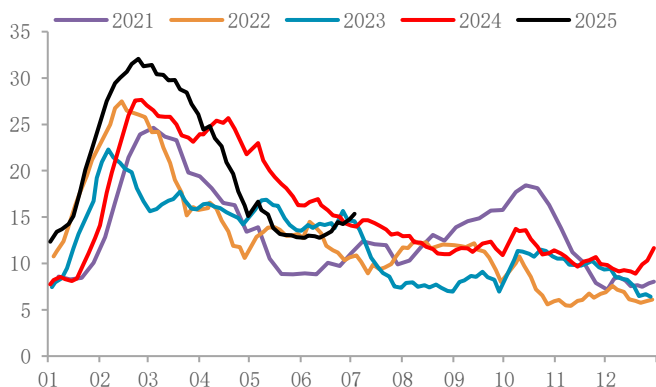
三、下游消费

3.1 季节性淡季消费边际走弱确定

铝锭社会库存稳定持续去库，得益于消费同比快速增长而供给受限，铝水比例有望再创新高。但从微观数据表现来看，消费存在边际性走弱的趋势。铝棒周度产量虽未开始下滑，但铝棒社会库存开始累库回升，率板带箔周度产量高位回落，高频数据现实消费已经切实进入消费淡季。

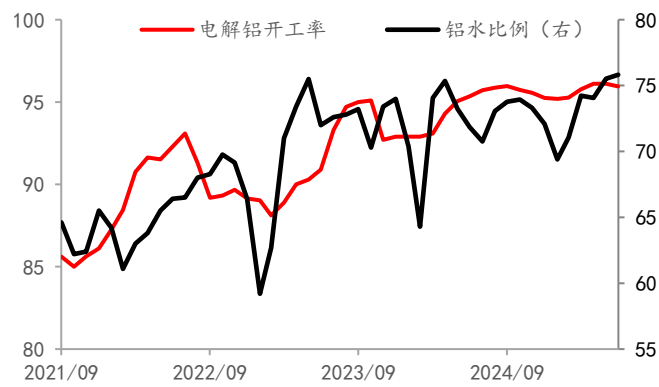
铝水比例的提升带动中间加工品产量的提升，对应铝锭量的减少，铝锭库存的降低。中间加工品贸易环节比例减少，厂库形式占比相对较高，因此铝棒社会库存出库量过去五年最低水平，铝棒库存绝对值与往年相比较为中性，并提前出现累库迹象。站在中间加工品角度偏供应过剩，站在铝元素角度消费虽然环比边际性走弱但同比依旧维持正增长。夏季传统消费淡季可能表现出铝锭库存低位盘整，铝棒呈现累库趋势。

图 35：铝棒库存|单位：万吨



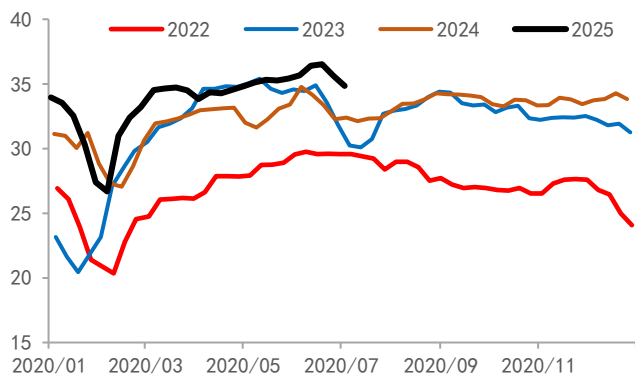
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 36：铝水比例|单位%



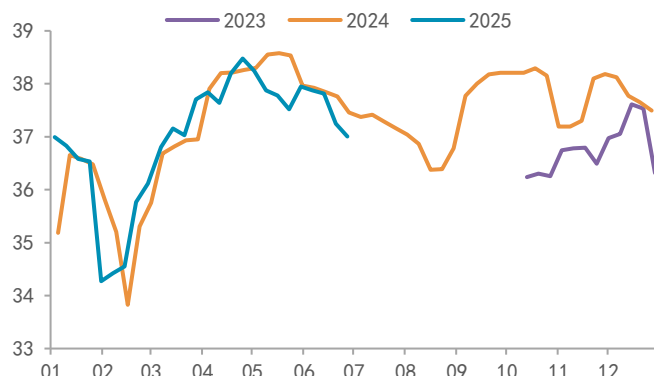
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 37：铝棒产量|单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 38：铝板带箔产量|单位：万吨



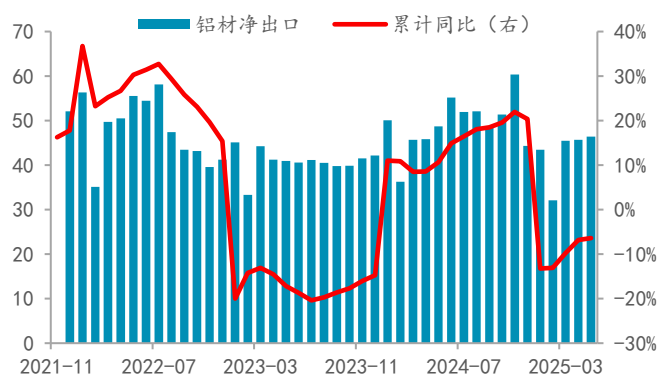
数据来源：SMM 华泰期货研究院

3.2 出口强于预期，消费存在前置的可能

根据海关数据统计，1-5 月份铝材累计净出口 212.1 万吨，累计同比减少 6%，降幅逐步收窄。在 2024 年年底铝材出口退税取消政策扰动下，预测 2025 年铝材出口将会同比下滑 10%，而实际属于好于预期，或因为中美关税 90 天窗口期抢出口拉动所致。后期无论美国关税政策何去何从，在经历过抢出口囤货后，海外消费存在提前透支的情况。

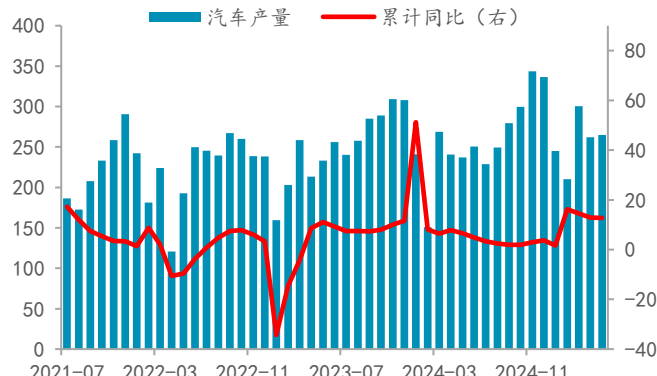
另一超预期方面表现为汽车，根据中国汽车工业协会数据显示，1-5 月中国汽车累计产量 1282 万辆，累计同比增长 12.7%，其中新能源车产量累计同比增长 45.2%，传统车产量累计同比减少 4.4%。不过需要注意的是，根据统计数据显示，1-5 月汽车累计销量 1274.8 万辆，累计同比增长 10.9%，与汽车产量数据基本匹配，但渠道库存从 1 月份的 226 万辆增加至 259 万辆，汽车行业产量要大于实际真实消费，因此存在消费前置的可能，预测全年汽车产量累计同比增长 4% 左右，带动铝消费增量 70 万吨左右。

图 39：铝材净出口|单位：万吨、%



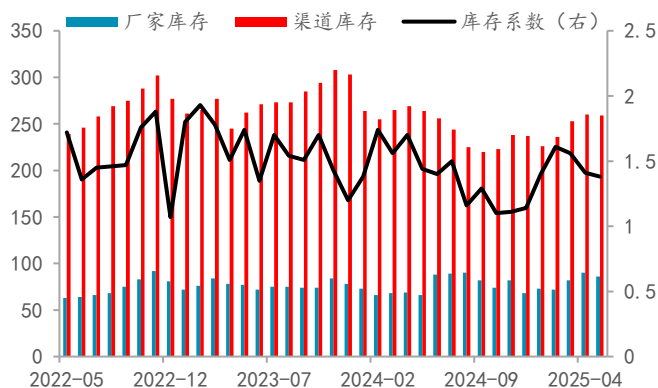
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 40：汽车产量|单位：万辆、%



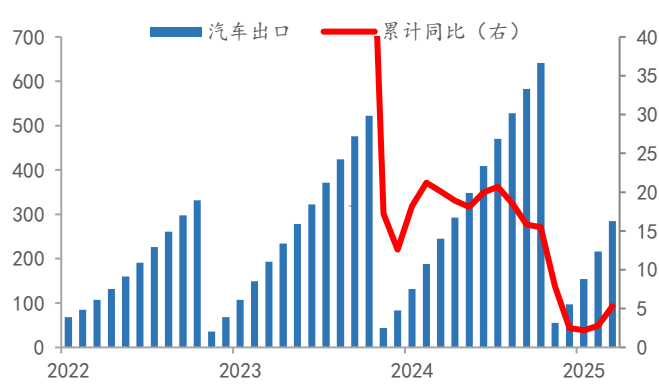
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 41：汽车库存|单位：万台



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 42：汽车出口|单位：万台、%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

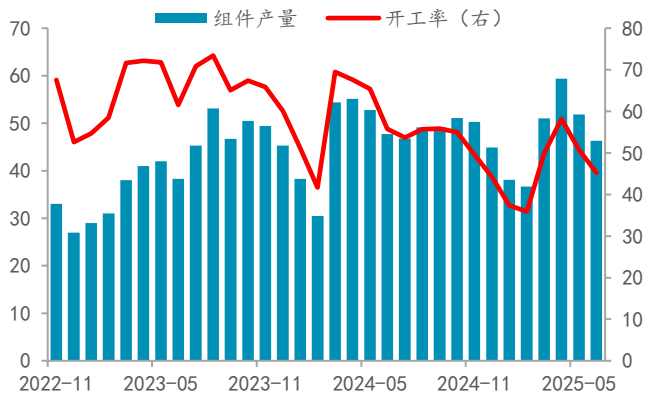
3.3 光伏至暗时刻或以结束，下半年无聊需求不易过分悲观

根据 SMM 数据统计，1-5 月中国组件产量 237GW，累计同比增长仅有 2.6%，5 月份产量从 59.4GW 快速下滑至 50.7GW，开工率从 58%下滑至 51%，6 月份预计产量更是降至 47GW。装机方面，前期的抢装同样在透支后期消费，1-5 月中国光伏装机 198GW，同比增长 1.5 倍，主要由于 2 月颁布的《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》影响，该文称 6 月 1 日以前投产的存量项目，通过开展差价结算，实现电价等与现行政策妥善衔接，不高于当地煤电基准价。6 月 1 日及以后投产的增量项目，纳入机制的电量规模根据国家明确的各地新能源发展目标完成情况动态调整，机制电价由各地通过市场化竞价方式确定，从而引发光伏行业抢装潮，实际对物料的需求可能滞后于下半年。但组件产量早已环比走弱，且库存减少，赶政策窗口提前报备装机或在后期兑现实际消费，若下半年存在较强物料需求，预计光伏板块消费当前已是最差时刻，后期存在边际修复的可能。

预计全年组件产量 590GW，同比增长 3.5%，全年装机 320GW，同比增长 15%，贡献铝消费增量 25 万吨左右。

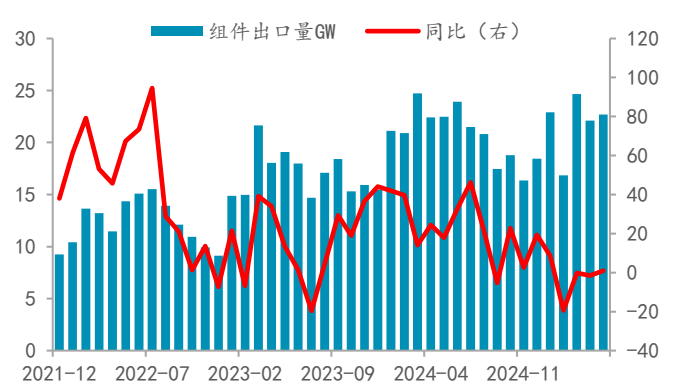
新能源的快速发展带动电网投资建设的高增长，根据数据统计 1-5 月中国电网建设累计投资 2039 亿元，累计同比增长 19.8%。相对应铝杆累计产量 185 万吨，累计同比增长 5.7%，但分月度产量来看存在提速的情况，预计全年电网建设拉动铝消费增量 30-35 万吨。

图 43： 组件产量和开工率|单位：GW、%



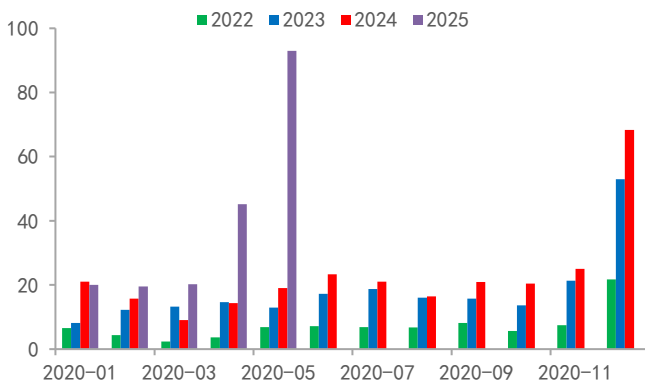
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 44： 组件出口|单位：GW、%



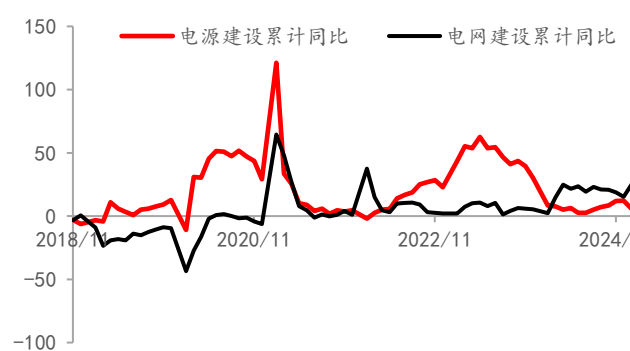
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 45： 光伏装机|单位：GW



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 46： 电力投资|单位：%



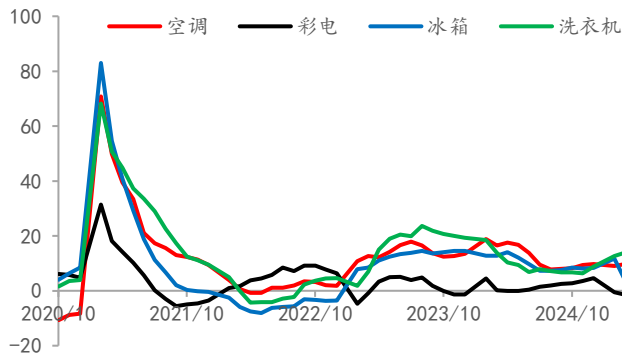
数据来源：Wind 华泰期货研究院

3.4 国补带动家电，地产仍有拖累

根据统计局数据统计，1-5月中国空调累计产量同比增长5.9%，彩电产量累计同比下滑4.9%，家用冰箱累计产量同比下滑1.5%，家用洗衣机产量累计同比增长9.3%，整体呈现边际下滑的态势。

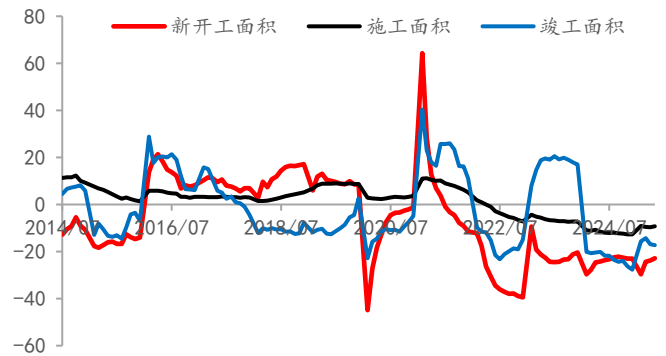
地产依旧是消费端的拖累项，无论开工竣工亦或是施工数据，同比依旧维持负增长。

图 45: 家电产量累计同比|单位: %



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 46: 地产相关数据同比|单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

表 2: 全球电解铝供需平衡 | 单位: 万吨

		2021	2022	2023	2024E	2025E
电解铝	海外产量	2888	2876	2911	2971	3037
	增速	1.5%	-0.4%	1.2%	2.1%	2.2%
	中国产量 (ALD)	3899	4004	4174	4333.5	4415
	增速		2.7%	4.2%	3.8%	1.9%
	全球产量	6787	6880	7085	7304.5	7452
	增速		1.4%	3.0%	3.1%	2.0%
消费	海外消费	2881	2841	2731	2783	2823
	增速		-1.4%	-3.9%	1.9%	1.4%
	中国消费	4037	4082	4319	4535	4640
	增速		1.1%	5.8%	5.0%	2.3%
	全球消费	6918	6923	7050	7318	7463
	增速		0.1%	1.8%	3.8%	2.0%
平衡	海外平衡	-150	-12	41	-14	44
	中国平衡	19	-31	-6	6	-50
	全球平衡	-131	-43	35	-8	-6

资料来源: SMM CRU 华泰期货研究院

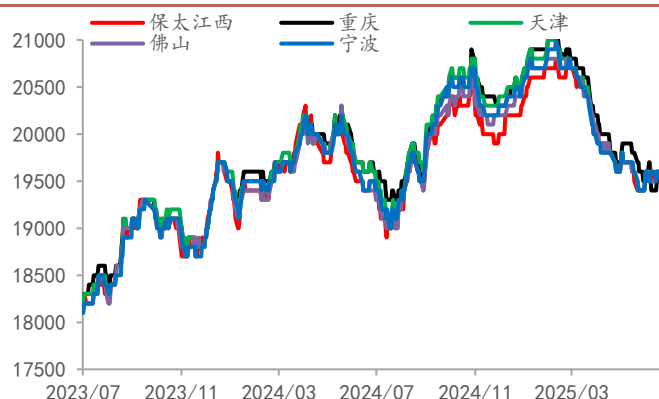
四、铝合金相对铝价偏低估

铝合金方面, 废铝供应问题短期难以解决, 根据 SMM 数据统计 1-5 月份国内废铝产量 312 万吨, 累计同比增长 3.3%, 根据海关数据统计, 1-5 月中国废铝进口 85.6 万吨, 累计同比增长 5.8%。再生合金方面, 根据 SMM 数据统计 1-5 月累计产量 285.3 万吨, 累计同比增长 0.8%。从上半年废铝和增量和再生合金增量方面对比, 废料供应增量更多, 但实际铝合金厂采购较为困难, 一方面由于重熔棒铝材等增加废料的使用量, 另一方面由于在废

铝供应偏紧预期下，废铝供货商惜售，铝合金厂若需囤货需要议价采购，而当年生产却面临亏损。

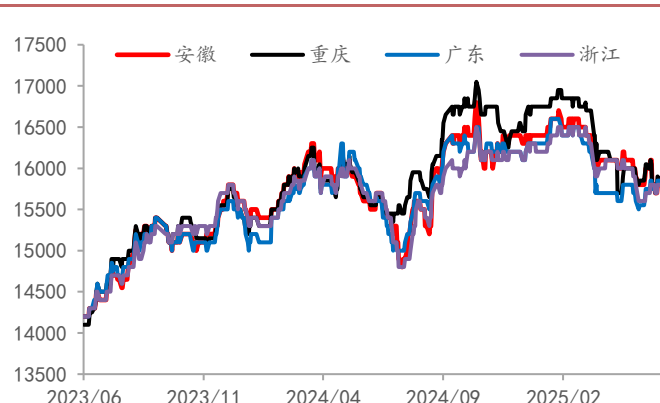
从目前行业冶炼面临完全成本亏损超 200 元/吨，处于历史相对较低水平，成本呢支撑力度显现，且 ADC12 与 A00 的价差亦处于历史低位，虽然当下正值消费淡季，但铝合金供应端已开始出现减量，电解铝供应端保持平稳，此外 11 合约正值消费旺季合约，因此 ADC12 价格相较 A00 偏低估，关注二者之间的套利机会。

图 47： ADC12 价格|单位：元/吨



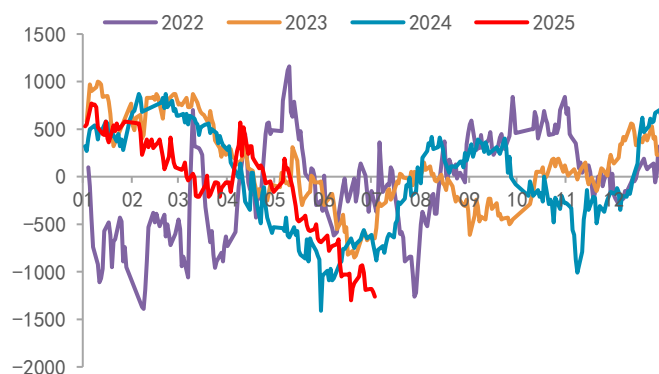
数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

图 48： 破碎生铝价格|单位：元/吨



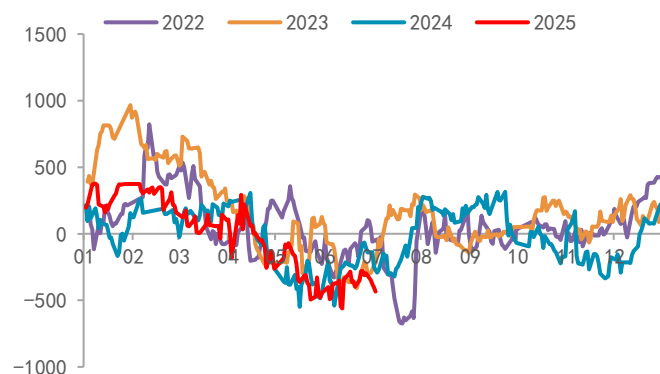
数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

图 49： ADC12 与 A00 价差|单位：元/吨



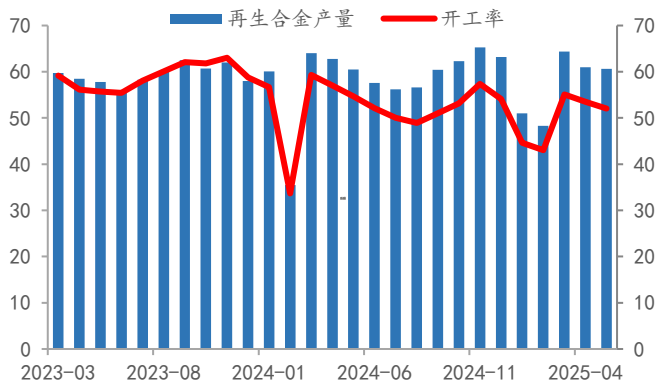
数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

图 50： 铝合金生产利润|单位：元/吨



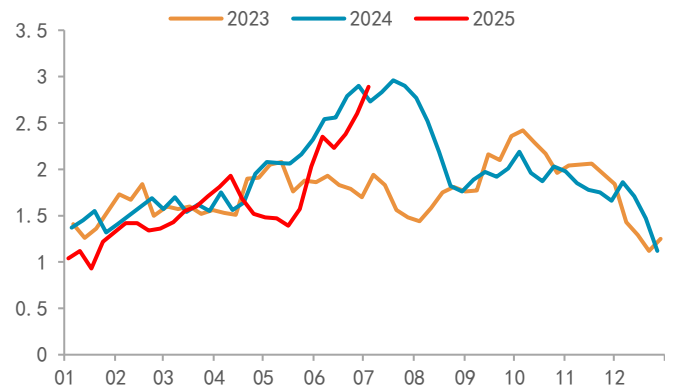
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 51： 再生铝合金产量|单位：万吨 %



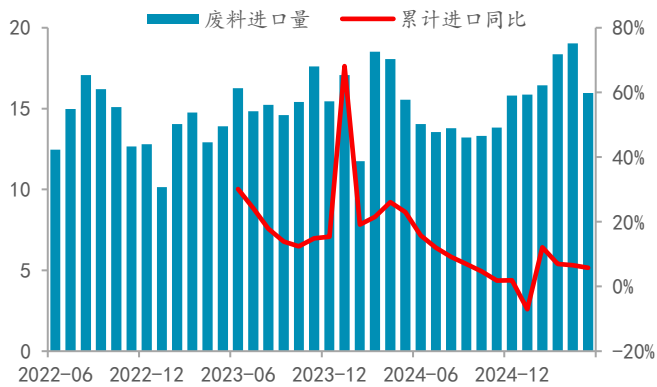
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 52： 铝合金锭社会库存|单位： 万吨



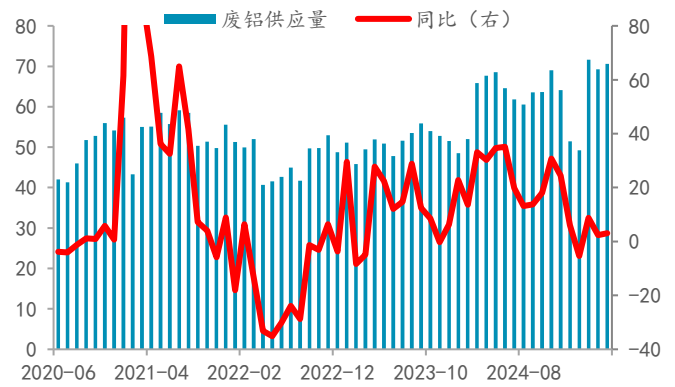
数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

图 53： 废铝进口|单位：万吨 %



数据来源：海关总署 华泰期货研究院

图 54： 国内废铝产量|单位： 万吨 %



数据来源：SMM 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com



客服热线：400-628-0888

官方网址：www.htfc.com

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街 1 号 10 层 1001-1004、1011-1016 房