

南华期货铝产业链周报

——库存有支撑，旺季待验证

傅小燕（投资咨询资格证号：Z0002675）
交易咨询业务资格：证监许可【2011】1290号
2026年8月16日

第一章 核心矛盾及走势研判

铝产业链库存周度跟踪

品种	指标	最新值	上周值	单位	周度变化	周度变化率
铝土矿	港口库存	3314	3380.53	万吨	-66.53	-1.97%
	氧化铝厂内库存	6119.23	6088.63	万吨	30.6	0.50%
氧化铝	电解铝厂内库存	340.77	340.77	万吨	0.00	0.00%
	氧化铝厂内库存	121.99	122.9	万吨	-0.91	-0.74%
	港口库存	70	68.4	万吨	1.60	2.34%
	SHFE库存	271490	265785	吨	5705	2.15%
电解铝	铝锭社库	89.8	93.3	万吨	-3.50	-3.75%
	电解铝厂内库存	7.69	7.56	万吨	0.13	1.72%
	铝棒社库	13.7	12.35	万吨	1.35	10.93%
	LME库存	248300	256400	吨	-8100	-3.16%
	保税区库存	115400	116900	吨	-1500	-1.28%
铝合金	铸造铝合金仓单	18281	17285	吨	996	5.76%
	铝合金社会库存	0.97	0.91	万吨	0.06	6.59%

source: SMM, 上海钢联, 同花顺, 南华研究, SMM, 南华研究, 上海钢联, 同花顺

1.1 核心矛盾梳理

本周铝价冲高后回落，沪铝重新回到2.4万元附近，伦铝亦由周中高位回撤。价格没有继续突破，但基本面的结构性矛盾反而更加清晰：铝锭库存继续下降，加工材库存开始上升；流通端仍紧，消费端并不强。市场正在提前交易“金九”，现实却仍停留在高温淡季。

宏观面对有色的约束继续缓和。美国7月CPI仅小幅上涨，PPI环比持平，随后零售销售意外下降，市场对9月加息的定价进一步降至约三成。通胀尚未回到目标水平，但“能源冲击—通胀失控—连续加息”的尾部风险明显下降，宏观由前期压制逐渐转向中性偏友好。

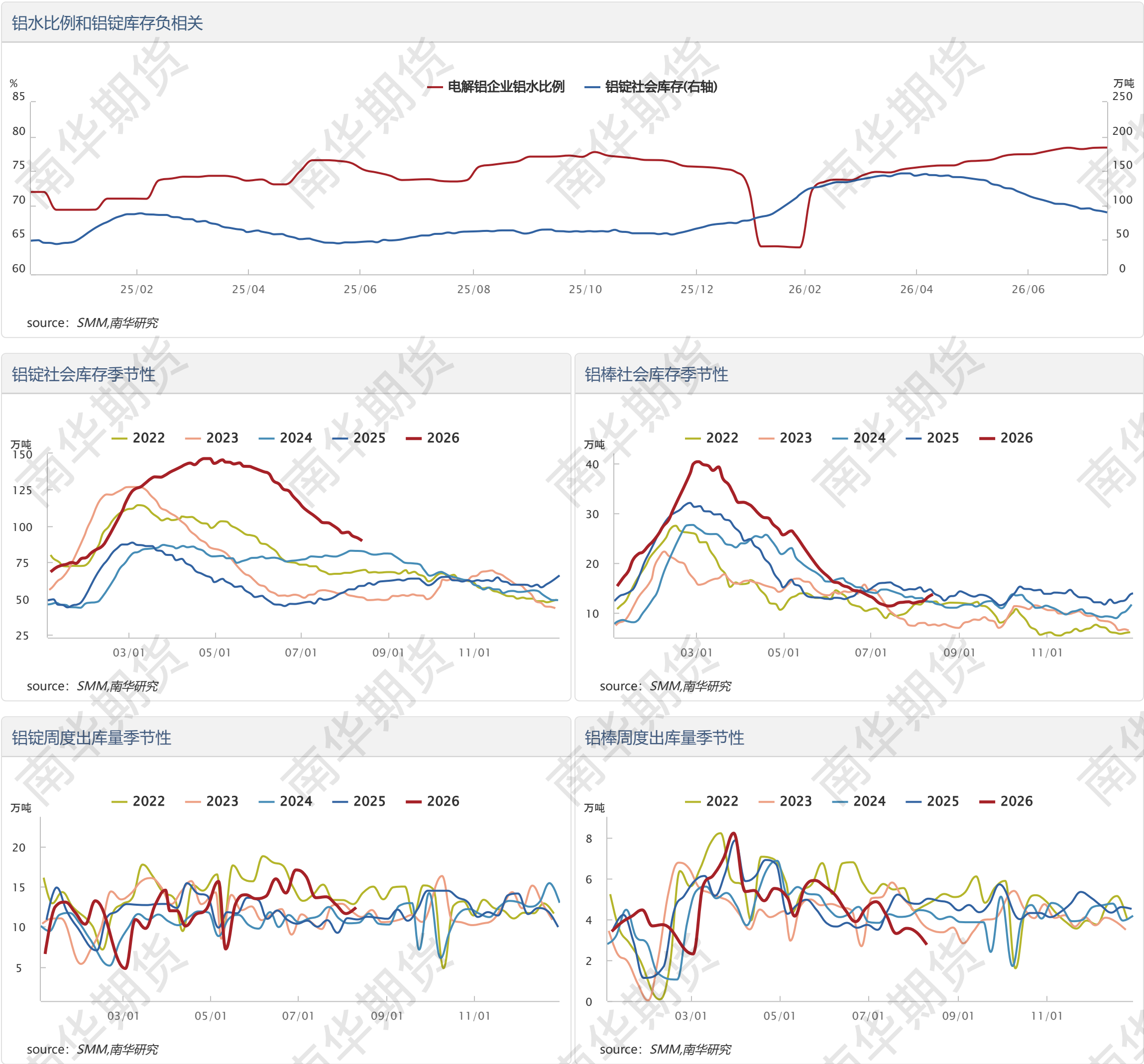
电解铝的核心矛盾则从单纯去库进一步演化为**库存结构分化**。国内铝锭社会库存降至89.8万吨，单周再去3.5万吨；与此同时，铝棒库存增加1.35万吨至13.7万吨，铸造铝合金社会库存亦由0.91万吨升至0.97万吨。铝水比例仍处高位，铸锭供应持续偏少，因此铝锭去库更多反映“货没有进入仓库”，而不是“终端突然加速拿货”。

现货端给出的信号相对中性。华东升贴水由贴30元/吨修复至升30元/吨，中原贴水明显收窄，说明铝锭流通端确实不宽松；但铝杆加工费继续明显下降，铝棒库存快速增加，再生铝库存和仓单同步回升。**流通环节的**

紧是真实的，加工环节的弱也是真实的，两者并不矛盾。

海外原铝依然强于国内现实。LME库存进一步降至24.83万吨，已处1990年以来最低水平附近，但Cash-3M基本回到平水附近，库存下降并未演化成近端挤仓。EGA最新披露Al Taweelah电解铝产能仅恢复约18%，恢复至事发前产量仍预计在2027年一季度，说明海外供应缺口并未消失，只是市场已经开始提前交易复产。氧化铝则处于另一套逻辑。Alunorte天然气中断一度使630万吨/年精炼厂降至50%运行，并迅速带动海外现货成交抬升；但事件持续时间明显短于最初预期，Hydro已于8月13日开始向满产爬升，预计实际损失仅10—12万吨。国内氧化铝开工率小幅回落、行业利润继续亏损，却仍未出现系统性减产，**成本正在筑底，供应尚未反转。**

综合来看，当前市场交易的不是“需求已经进入旺季”，而是**低库存为旺季预期提供了提前定价的条件**。铝锭低库存和海外供应损失决定价格下方仍有支撑；铝棒、铝合金累库以及加工端偏弱，则决定2.4万元以上暂时缺少强现实。后续行情的核心不再是看铝锭还能去多少，而是看加工材库存何时重新下降、加工费何时止跌——**价格已经给出了旺季预期，接下来轮到订单给答案。**



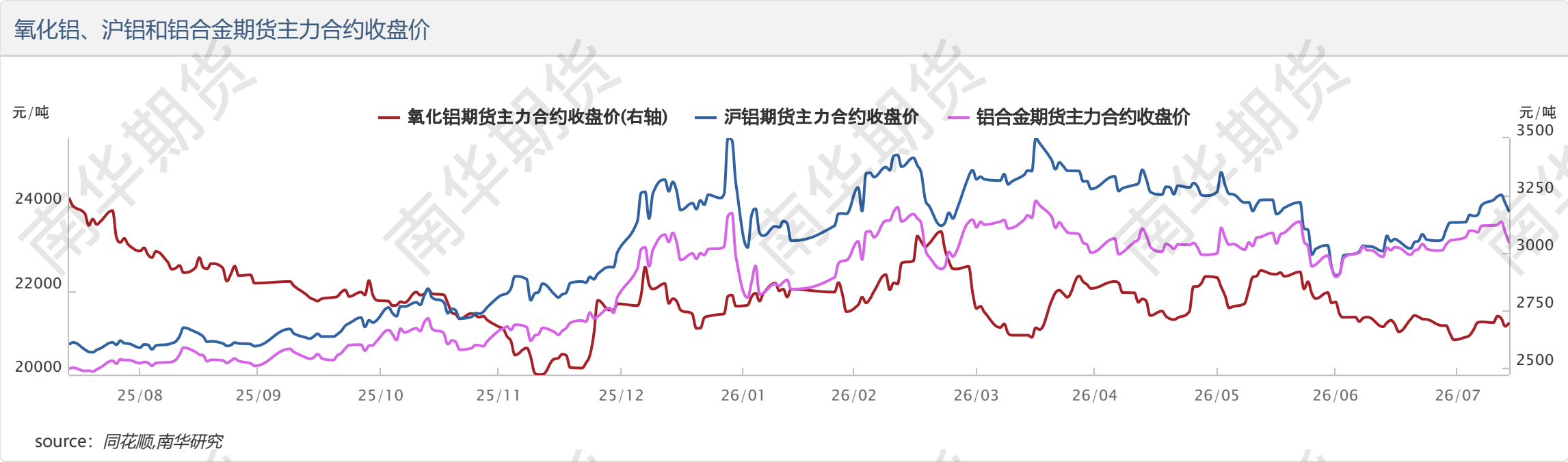
* 近端交易逻辑

铝锭社会库存继续快速去化，LME库存刷新长期低位，国内外原铝下沿仍有支撑。
铝棒、铸造铝合金库存同时回升，加工端弱于流通端，暂不支持需求全面改善判断。
美国通胀和消费数据转弱降低加息风险，但霍尔木兹通航仍受阻，宏观偏友好、地缘风险仍存。

* 远端交易预期

国内电解铝产能约束与高铝水比例并存，“电解铝总量不紧、标准铝锭偏紧”的结构预计长期存在。
中东原铝产能恢复需要较长时间，但EGA复产进度不断兑现，地缘风险溢价难以重新线性扩张。
氧化铝进入完全成本附近后，下跌空间收窄，但供应弹性仍显著高于电解铝。
旺季高度最终取决于加工端订单，而非铝锭库存本身；新能源汽车、电网提供结构支撑，地产及传统加工仍是主要拖累。

1.2 价格及价差的走势研判



铝产业链-价格及价差研判

	沪铝	氧化铝	铝合金	LME铝
价格	[23500,24400]	[2600,2760]	[22800,23800]	[3150,3360]
基差	[-100,100]	[-20,80]	[500,1000]	[-15,20]
月差	[-80,40]	[-80,20]	[-80,80]	[40,90]
盘面利润	[7200,8200]	[-150,50]	[-250,150]	-
核心结论	低库托底，旺季待验	成本渐升，供应仍宽	成本有底，需求偏弱	库存极低，复产压估值

source:

价格走势研判

沪铝预计运行于 **23500—24400元/吨**，维持高位震荡判断。89.8万吨铝锭库存及偏紧现货限制下跌空间，但加工材累库表明需求仍未进入旺季，24400元/吨附近继续向上需要订单与库存结构配合。
氧化铝预计运行于 **2600—2760元/吨**。Alunorte事件提高海外区域价格，却难以改变国内宽松格局；行业亏损和矿石成本限制下方，国内库存及供应弹性限制上方。
铝合金预计运行于 **22800—23800元/吨**。铸造铝合金库存和仓单同时增加，ADC12理论利润已经转负，成本限制深跌，但需求仍是明显上限。
LME铝预计运行于 **3150—3360美元/吨**。24万吨附近的极低库存以及中东实际减产继续托底，但EGA复产路径逐渐明确，近端升水又基本消失，上行斜率预计低于前期。

基差走势研判

沪铝A00—主力预计运行于 **-100—100元/吨**。当前华东升贴水重新转正，现货结构较上周改善；若后续铝锭维持快速去库，基差存在进一步走强条件，但高价下下游追涨能力有限。

氧化铝现货指数—主力预计运行于 **-20—80元/吨**。本周期货重新弱于现货，前期贴水修复交易告一段落，进一步扩大需要盘面重新交易供应宽松。

铝合金A356.2—主力预计运行于 **500—1000元/吨**。成品现货有成本支撑，期货则继续受到弱订单和库存增加压制。

LME Cash-3M按周报口径预计运行于 **-15—20美元/吨**。当前已经由前期明显Backward回到近乎平水，除非库存下降重新伴随现货抢货，否则短端难以恢复此前极端结构。

月差走势研判

沪铝 **AL2609—AL2610**预计运行于 **-80—40元/吨**，期限曲线继续偏平。铝锭库存偏低支撑近端，但现货尚未形成持续高升水，暂不支持深Back。

氧化铝 **AO2610—AO2611**预计运行于 **-80—20元/吨**。近端供应仍宽、远端成本预期偏强，Contango结构短期难以彻底扭转。

铝合金 **AD2610—AD2611**预计运行于 **-80—80元/吨**，流动性较低，月差暂不作为主要交易信号。

LME **3M—15M**预计维持 **40—90美元/吨**的偏强结构。短端紧张已经减弱，但市场仍然没有完全消除中期海外供应缺口的定价。

盘面利润走势研判

电解铝即时利润仍处7700元/吨附近，预计下周运行于 **7200—8200元/吨**。利润虽较上周略降，但仍显著高于历史正常区间，高利润保证现有产能充分运行，却无法突破国内产能上限。

氧化铝利润预计运行于 **-150—50元/吨**。当前行业利润约亏损66元/吨，成本底的重要性正在提高；但只要亏损没有转化为成规模减产，成本只能限制跌幅，不能独立制造上涨趋势。

ADC12理论利润已降至负值附近，预计运行于 **-250—150元/吨**。废铝成本难降、终端又难以承接成品提价，再生铝仍是当前利润结构中压力最大的环节。

1.3 风险提示

上行风险： 国内铝锭继续快速去库，同时铝棒、铝合金库存重新下降；旺季订单提前释放；中东运输或冶炼生产重新受到冲击；LME Cash-3M重新快速走强。

下行风险： 加工材库存进一步累积、铝锭铸锭比例回升导致社会库存拐头；EGA复产快于预期；旺季订单兑现不足；美国通胀或就业数据重新推动加息预期升温。

氧化铝风险： 国内高成本企业出现超预期减产、Alunorte天然气供应再受扰动可能重新抬升价格；反之，Alunorte快速恢复、国内供应高位及进口资源增加仍可能压制现货。

第二章 本周重要信息及下周关注事件

2.1 本周重要信息

【利多信息】

- 1、**美国通胀与消费同步降温。** 7月美国PPI环比持平，CPI温和上涨，随后零售销售意外下降，9月加息概率降至约31%。宏观由“担忧进一步紧缩”转为“更可能继续观察”，有色估值压力下降。
- 2、**EGA电解铝复产仍远未完成。** EGA 8月12日披露Al Taweelah冶炼厂仅恢复约18%，预计2027年一季度才回到事发前热金属产量。中东原铝缺口的修复是季度级别，而非周度级别。
- 3、**霍尔木兹实际通航仍低于正常水平。** 截至周末美伊谈判仍陷僵局，美国继续维持对伊朗港口和航运的封锁，海峡商品船通行量仍低于8月平均水平。中东原料进口及铝锭出口的物流风险尚未真正解除。

【利空信息】

- 1、**Alunorte减产冲击迅速缓解。** Hydro在天然气中断后将630万吨/年Alunorte氧化铝厂一度降至50%，但8月13日已取得临时终端接入并开始恢复满产，预计实际损失约10—12万吨。事件推高了短期海外氧化铝溢价，却不足以形成持续数月的全球供应缺口。
- 2、**几内亚Nimba启动月度全球招标。** 国有Nimba将通过月度国际招标出售额外铝土矿，并计划今年发运1000万吨、2027年达到1200万吨产能。短期提高可交易矿源供应，中长期则意味着几内亚政府对矿权与销售渠道的控制进一步增强。
- 3、**澳大利亚Tomago铝厂长期停产风险解除。** 澳大利亚联邦和新南威尔士州政府提供25亿澳元支持，保障Tomago在2028年后继续运营，并配套新的长期电力协议。该事件对短期供需影响有限，但减少了海外高成本电解铝未来退出的概率。

【现货成交信息】

本周海外氧化铝成交明显活跃。8月13—14日西澳FOB成交由360美元/吨附近升至362.5美元/吨，牙买加FOB成交400美元/吨，鹿特丹CIF成交409美元/吨，马来西亚CFR成交374美元/吨。

2.2 下周重要事件关注

宏观方面，美国7月CPI、PPI及零售销售均削弱了9月加息的紧迫性，下一阶段关注美联储7月会议纪要及杰克逊霍尔前后的官员表态，判断当前约三成的加息定价是否仍有下修空间；同时关注美国PMI及中国工业生产、零售销售等数据对全球增长预期的影响。地缘方面，美伊谈判仍未取得最终突破，霍尔木兹商业航运尚未恢复正常，能源价格和运输风险仍可能使通胀与有色风险溢价反复。

产业方面，国内首要观察铝锭、铝棒和铸造铝合金库存能否由当前“一降两升”重新转向同步去库，以及高位铝水比例是否出现回落；这将直接决定当前铝锭低库存究竟能够维持多久。氧化铝重点跟踪Alunorte恢复速度及海外成交回落程度、国内高成本产能是否出现实质减产；海外原铝继续关注EGA复产、LME库存和Cash-3M结构。8月下旬开始进入旺季备货窗口，订单和加工费将比单纯的铝锭库存更加重要。

宏观和铝产业链重要数据一览

分类	指标名称	现值	前值	单位	上月环差	参考日期
宏观	美元指数DXY	99.6391	-	-	-1.2266	2026-08-14
	美国10年期国债收益率	4.68	-	%	0.19	2026-08-14
	美联储政策利率	3.75	3.75	%	0	2026-07-30

	美国CPI：同比	3.4	3.5	%	-0.1	2026-07-31
	美国制造业PMI	55.6	53.3	-	2.3	2026-07-31
	中国制造业PMI	49.2	50.3	-	-1.1	2026-07-31
	中国工业增加值：当月同比	5.3	4.5	%	0.8	2026-06-30
	中国固定资产投资：当月同比	-0.156	-0.1715	%	0.0155	2026-06-30
	中国房地产投资：当月同比	-24.3876	-24.4178	%	0.0302	2026-06-30
	中国基建投资：累计值同比	-0.0896	-0.07	%	-0.0196	2026-06-30
	中国出口：当月同比	23.9	27	%	-3.1	2026-07-31
铝土矿	中国月度进口量	20320870	23029834	吨	-2708964	2026-06-30
	几内亚进口占比	77.9358	85.1389	%	-7.2031	2026-06-30
	澳大利亚进口占比	18.0526	13.1392	%	4.9134	2026-06-30
	几内亚出港量	279.78	264.95	万吨	79.01	2026-08-07
氧化铝	中国建成产能	11842	11842	万吨	0	2026-07-31
	中国运行产能	8801	8851	万吨	-85	2026-07-31
	中国月度产量	746.04	730.6	万吨	15.44	2026-07-31
	全球产量中国占比	63.358	62.0467	%	1.3113	2026-07-31
	中国开工率	74.32	74.74	%	-0.72	2026-08-13
	广西开工率	78.07	80.06	%	-0.79	2026-08-13
	河南开工率	56.5	56.5	%	-1.5	2026-08-13
	山西开工率	64.88	64.88	%	1.4	2026-08-13
	山东开工率	89.14	89.14	%	-0.16	2026-08-13
	贵州开工率	83	83	%	-3	2026-08-13
电解铝	中国建成产能	4628.87	4628.87	万吨	0	2026-07-31
	中国运行产能	4561.38	4561.38	万吨	-2.28	2026-07-31
	中国月度产量	387.87	374.86	万吨	13.01	2026-07-31
	中东月度产量	332	338	千吨	-6	2026-06-30
	全球月度产量（除中国）	2268	2324	千吨	-56	2026-06-30
	新疆月度产量	55.84	54.31	万吨	1.53	2026-07-31
	内蒙古月度产量	60.37	58.02	万吨	2.35	2026-07-31
	云南月度产量	58.09	56.7	万吨	1.39	2026-07-31
铝加工	铝棒开工率	58.3	57.2	%	1.1	2026-07-31
	铝杆开工率	56.23	57.93	%	-1.7	2026-07-31
	铝板带开工率	70.9	71.7	%	-0.8	2026-07-31
	铝箔开工率	70.4	72.3	%	-1.9	2026-07-31
	铝线缆开工率	52.97	58.3	%	-5.33	2026-07-31
	工业铝型材开工率	51.11	53.11	%	-2	2026-07-31
	建筑铝型材开工率	37.08	39.77	%	-2.69	2026-07-31
	A356铝合金开工率	57.85	56.36	%	1.49	2026-07-31
	铝箔PMI	46.3	48.2	-	-1.9	2026-06-30
	铝板带PMI	47.1	47.9	-	-0.8	2026-06-30
	铝线缆PMI	53.5	54.3	-	-0.8	2026-06-30
	工业型材PMI	42.1	45.7	-	-3.6	2026-07-31
	建筑型材PMI	39.7	45.4	-	-5.7	2026-07-31
	原生铝合金PMI	43.9	47.6	-	-3.7	2026-07-31
终端消费	汽车产量：当月	257.3	276	万辆	-18.7	2026-07-31
	新能源车产量：当月	1439218	1397415	辆	41803	2026-06-30
	光伏新增装机：当月	12.48	8.68	GW	3.8	2026-06-30
	电网工程投资完成额：当月	717.9124	717.9124	亿元	273.3992	2026-06-30
	30大中城市商品房成交面积：当月	17.6744	22.386	万平方米	-4.7116	2026-08-31

source：同花顺,南华研究,wind,SMM,上海钢联

第三章 盘面价量与资金解读

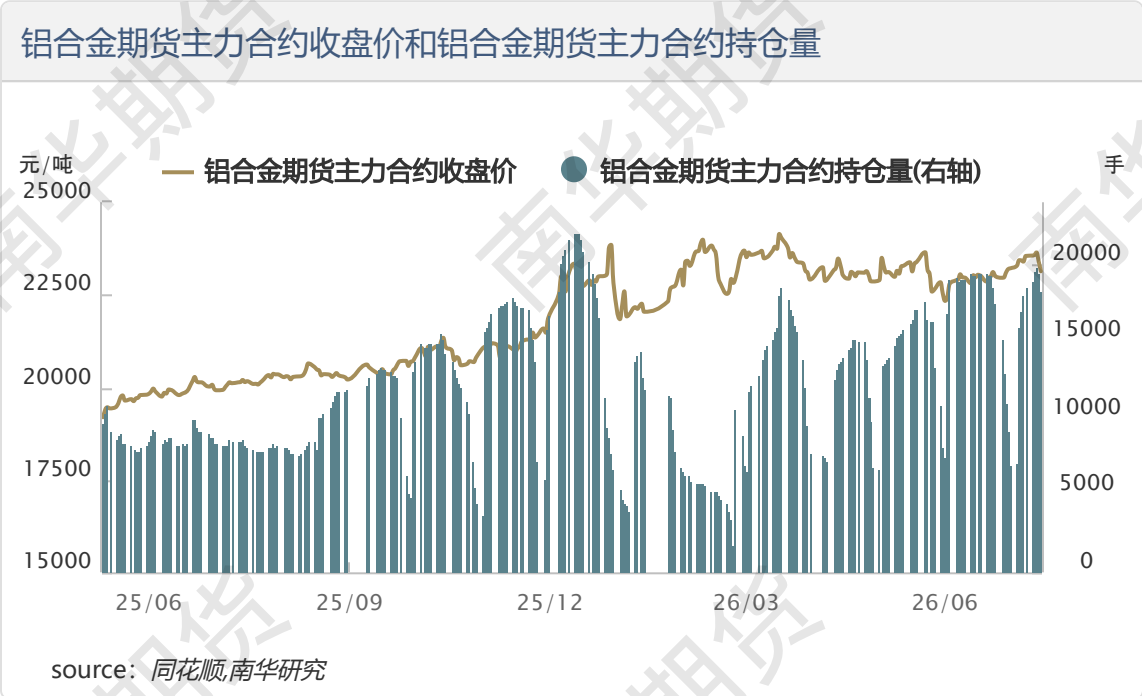
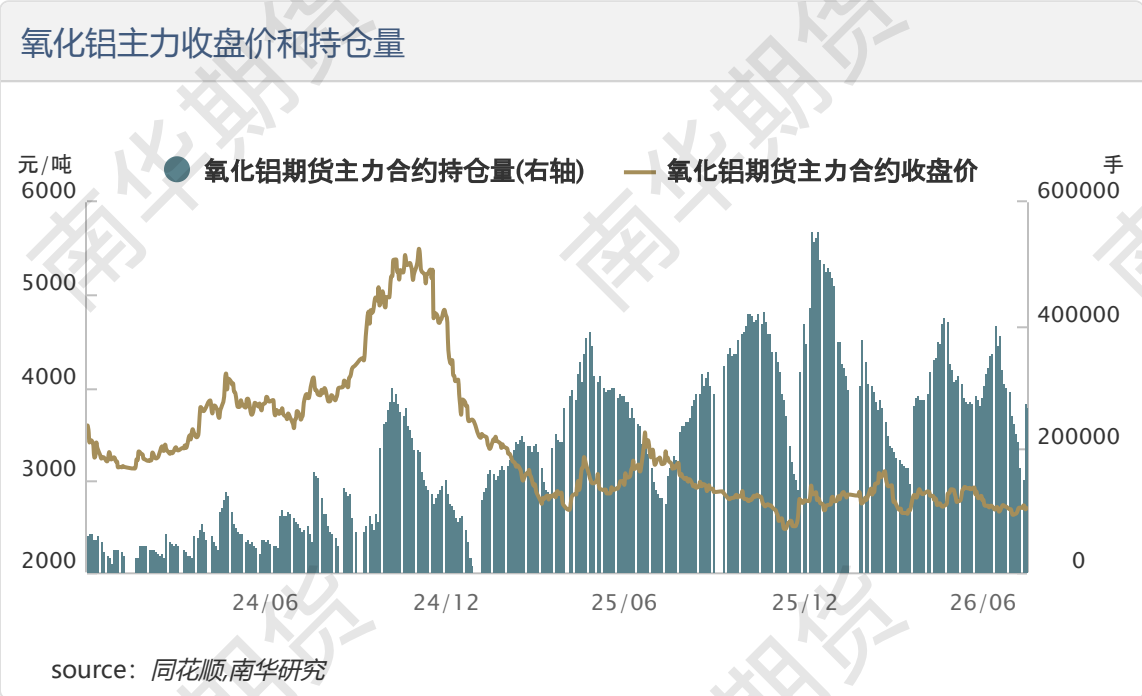
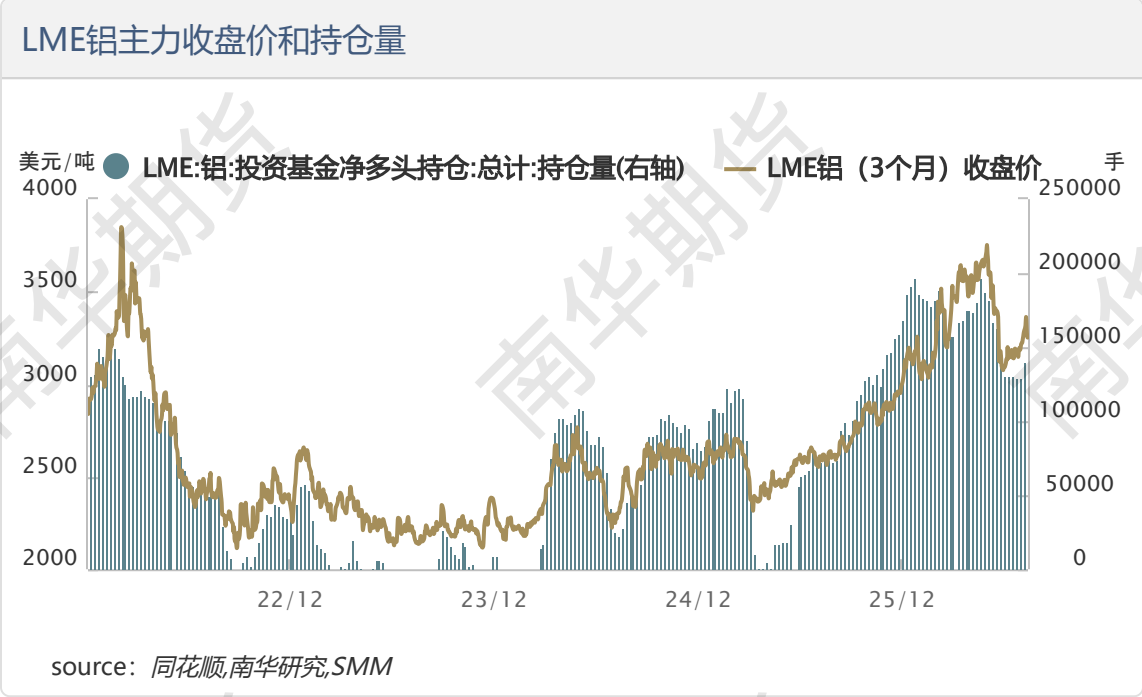
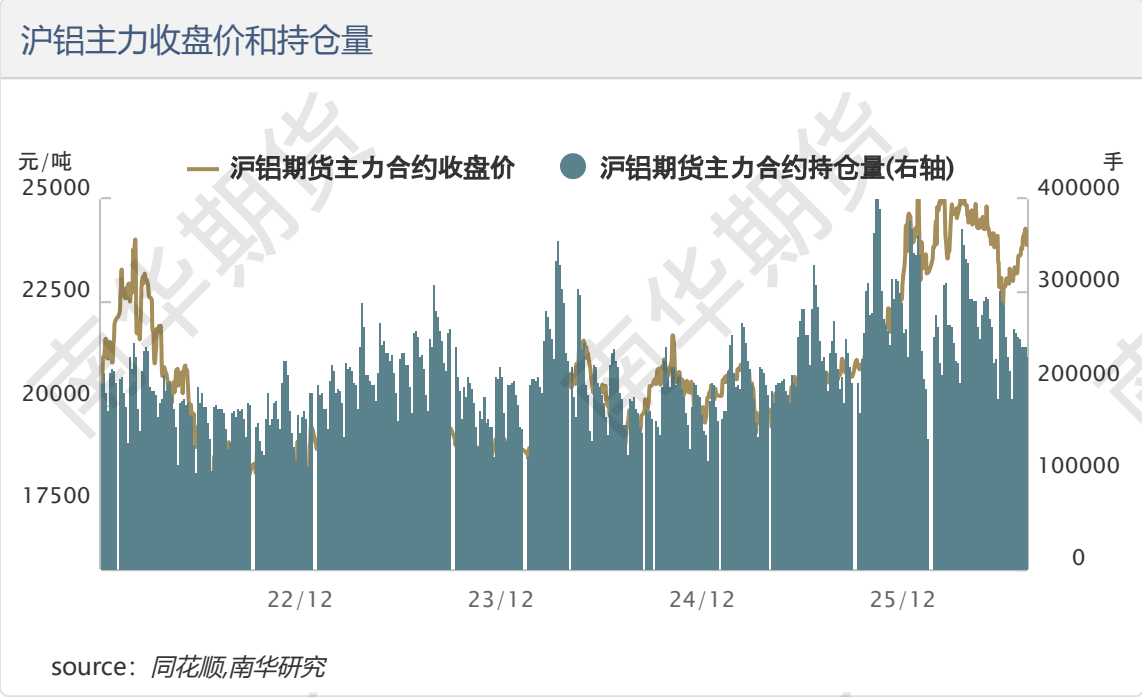
3.1 价格走势与资金结构

本周产业链由前期单边修复转入高位震荡。沪铝主力AL2609周末回到23945元/吨附近，较上周24040元/吨小幅下跌；氧化铝主力切换至AO2610，回落至2683元/吨附近，铝合金主力AD2610降至23245元/吨。LME三月铝8月14日报3246美元/吨，较上周3280美元/吨左右回落约1%，但周中一度升至3374美元/吨附近，波动明显扩大。

沪铝当前并未表现出近月资金拥挤。随着合约逐渐向四季度移仓，期限曲线整体保持平坦，单边价格更多在交易库存与旺季预期，而不是交割端逼仓。价格维持2.4万元附近，却没有形成明显Back结构，说明现货流通偏紧和期货资源极度短缺仍是两个不同概念。

氧化铝经历上周贴水修复后，本周重新进入震荡。Alunorte事件一度刺激海外价格和国内情绪，但国内现货指数仍小幅下跌至2689.8元/吨，期货没有形成趋势突破，说明海外扰动尚未足以改写国内供需。

铝合金表现继续弱于原铝。库存和仓单同步回升，成品价格下跌而成本端仍偏硬，AD更多体现“亏损限制下跌”，而不是需求推动上涨。



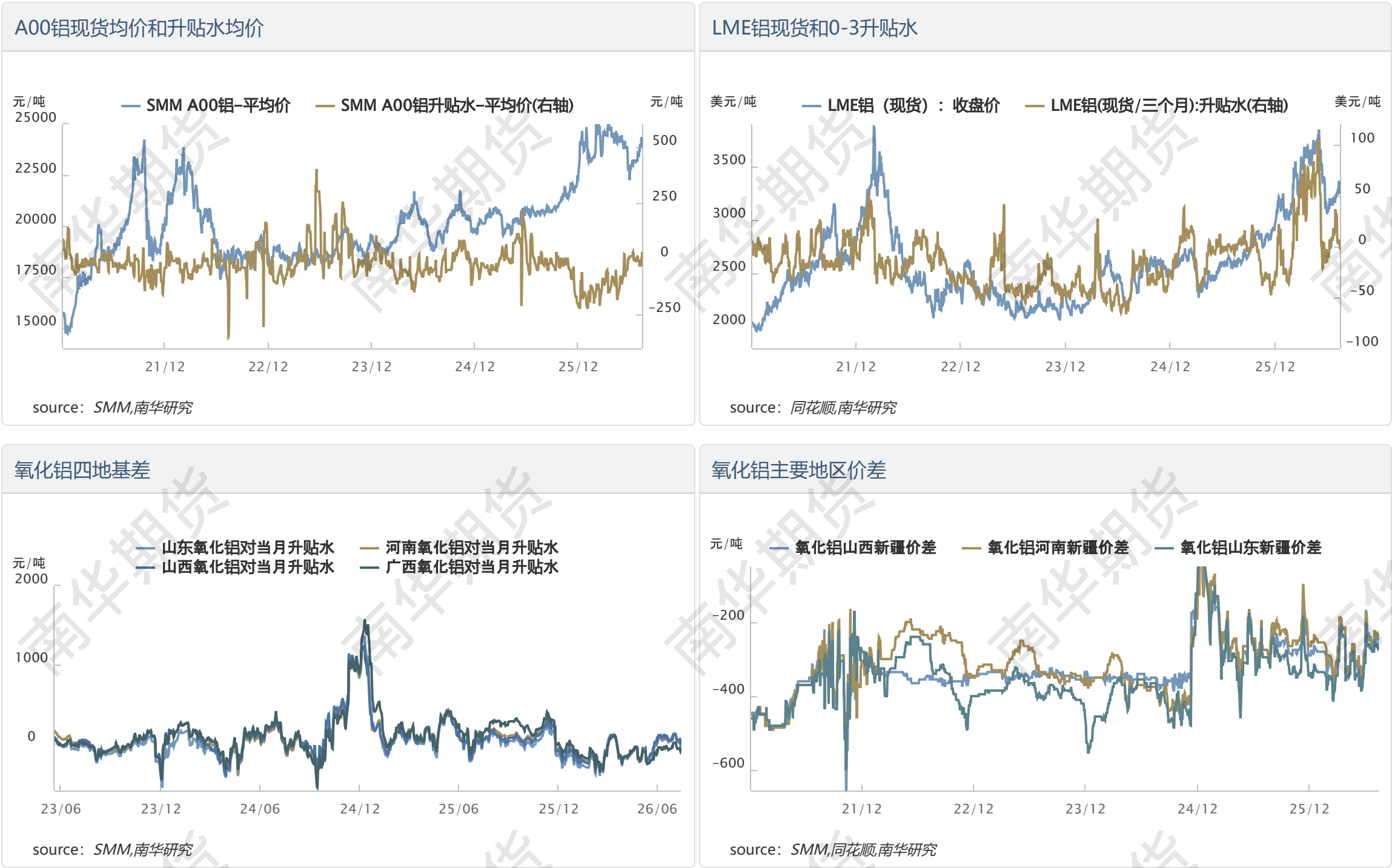
3.2 基差与现货结构

本周国内现货结构实际上较上周有所改善。华东A00价格回落至23870元/吨，但升贴水由贴30元/吨转为升30元/吨；中原贴水亦由140元/吨收窄至70元/吨。铝价下降之后，下游接货意愿有所恢复，叠加铝锭库存继续减少，流通端的紧张程度没有随盘面回落而明显减弱。

这意味着当前国内市场已经从上周的“期货强、现货弱”转为更加复杂的状态：**单边价格没有继续上涨，但现货结构反而略有改善；加工端库存却进一步变差。**铝锭市场偏紧并非虚假，只是这种紧张更多停留在标准铝锭流通环节，并未传导成终端订单繁荣。

LME则呈现相反结构。库存降至24.83万吨、创数十年低位，但Cash-3M已经回到近乎平水，按不同数据截点甚至短暂进入轻微Contango。交易所仓库里的铝越来越少，但市场为“今天拿货”支付的溢价没有越来越高。这说明复产预期正在压制短端风险定价。

氧化铝现货重新升水期货约20元/吨，前期明显正基差修复后再度出现小幅贴水结构。幅度仍不足以定义为紧货，更接近盘面重新计入宽松预期。



3.3 月差与期限结构

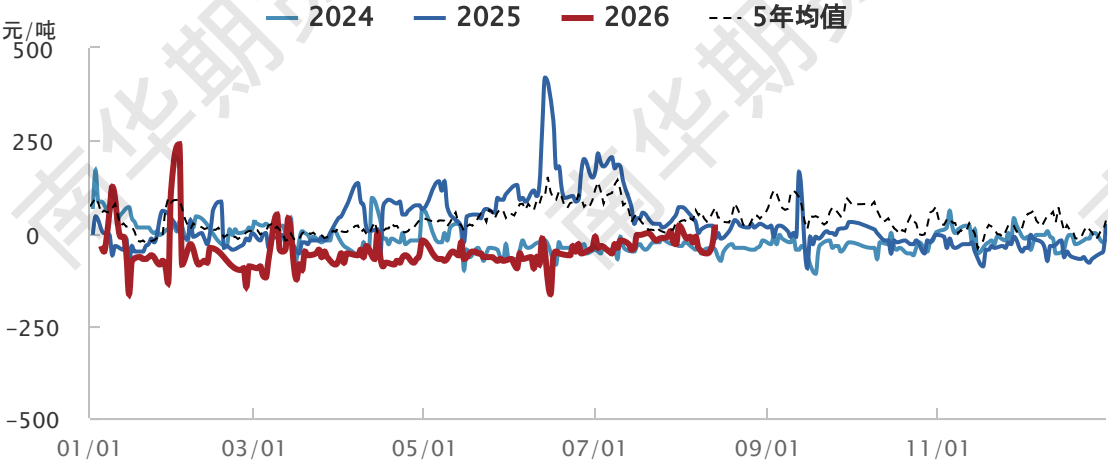
沪铝期限曲线保持近乎水平，09月至远月价差整体较小。国内铝锭库存已经跌破90万吨，却依然没有形成明显近月升水，这是本周判断“流通紧但并非挤仓”的重要依据。

氧化铝期限结构仍然明显近低远高。现货和近月受到供应宽松压制，而远月逐渐加入矿石成本、潜在减产及海外价格抬升的风险溢价。只要库存没有持续下降，Contango结构仍具有基本面基础。

铝合金远近月整体偏平，合约流动性仍低，单个期限价差容易受到移仓影响，因此更适合观察整条曲线而非主力一次主力点差。

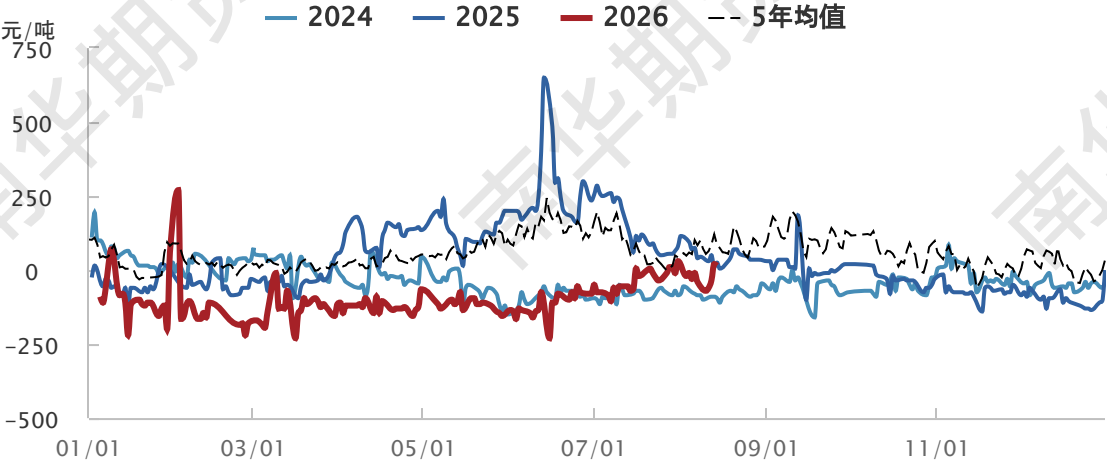
LME短端已经明显降温，但3M—15M仍维持60美元/吨以上的较强结构。市场正在表达一个非常明确的判断：**即时缺货没有进一步恶化，但海外供应恢复仍需要时间。**

沪铝连续-连一季节性



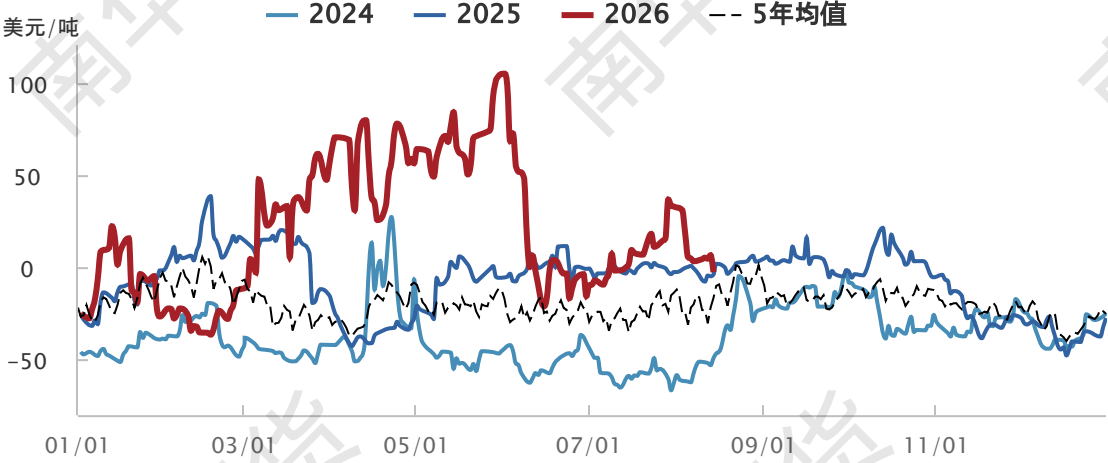
source: 同花顺,南华研究

沪铝 连续-连二季节性



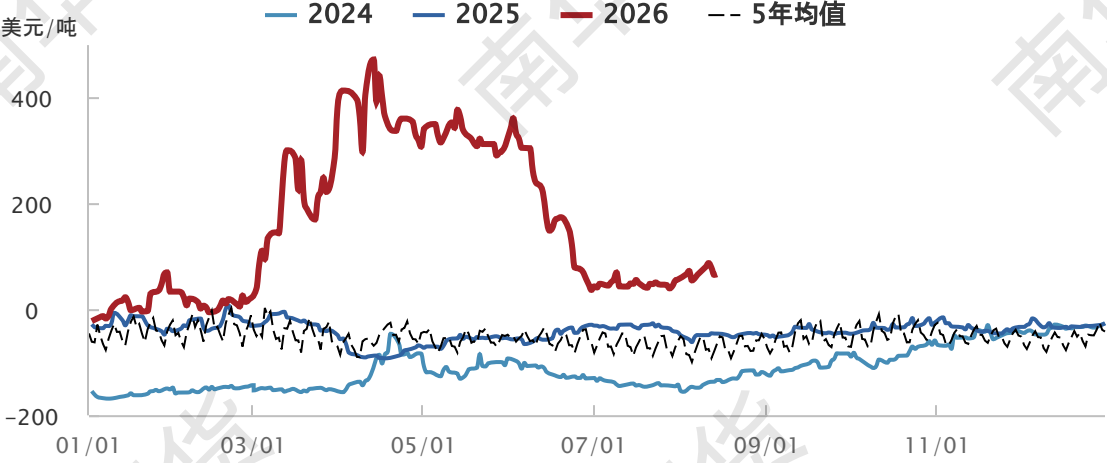
source: 同花顺,南华研究

LME铝 0-3升贴水季节性



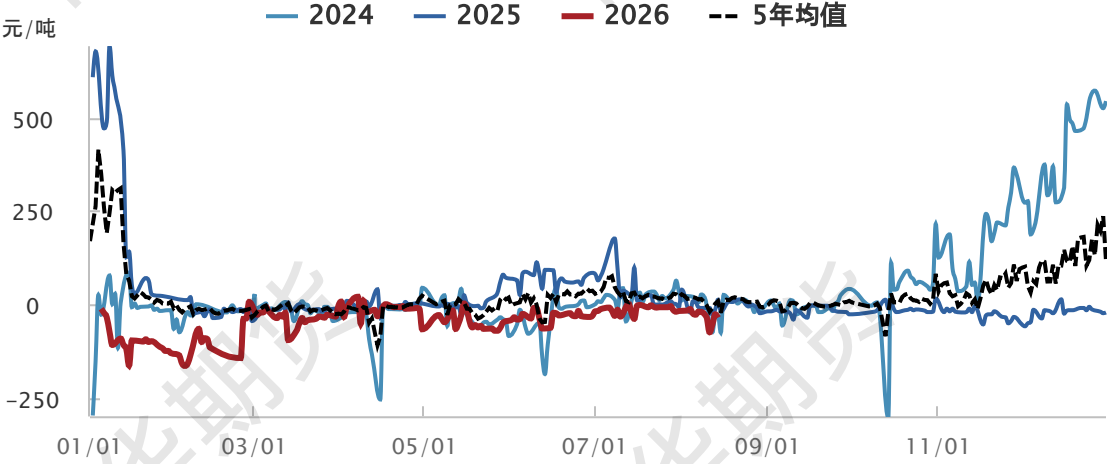
source: 同花顺,南华研究

LME铝 3-15升贴水季节性



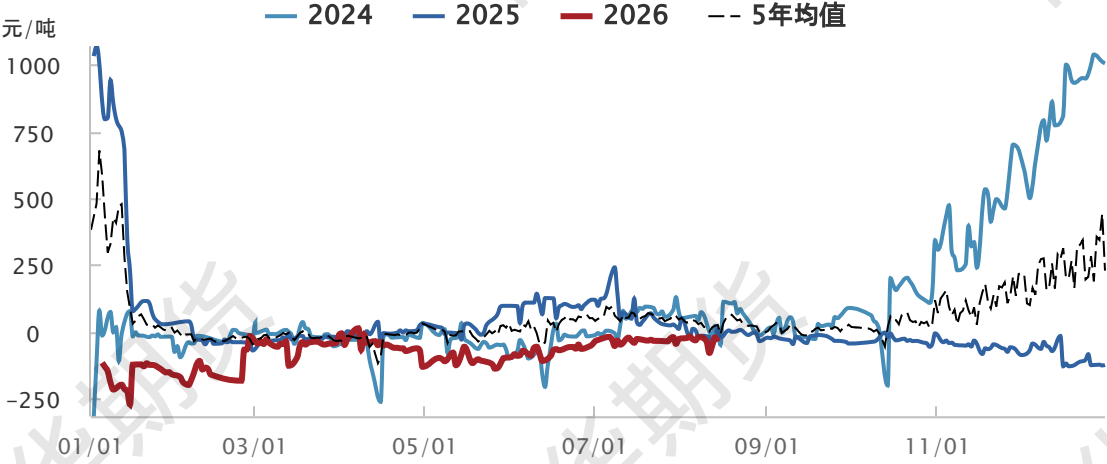
source: 同花顺,南华研究

氧化铝连续-连一季节性



source: 同花顺,南华研究

氧化铝连续-连二季节性



source: 同花顺,南华研究

铝合金连续-连一

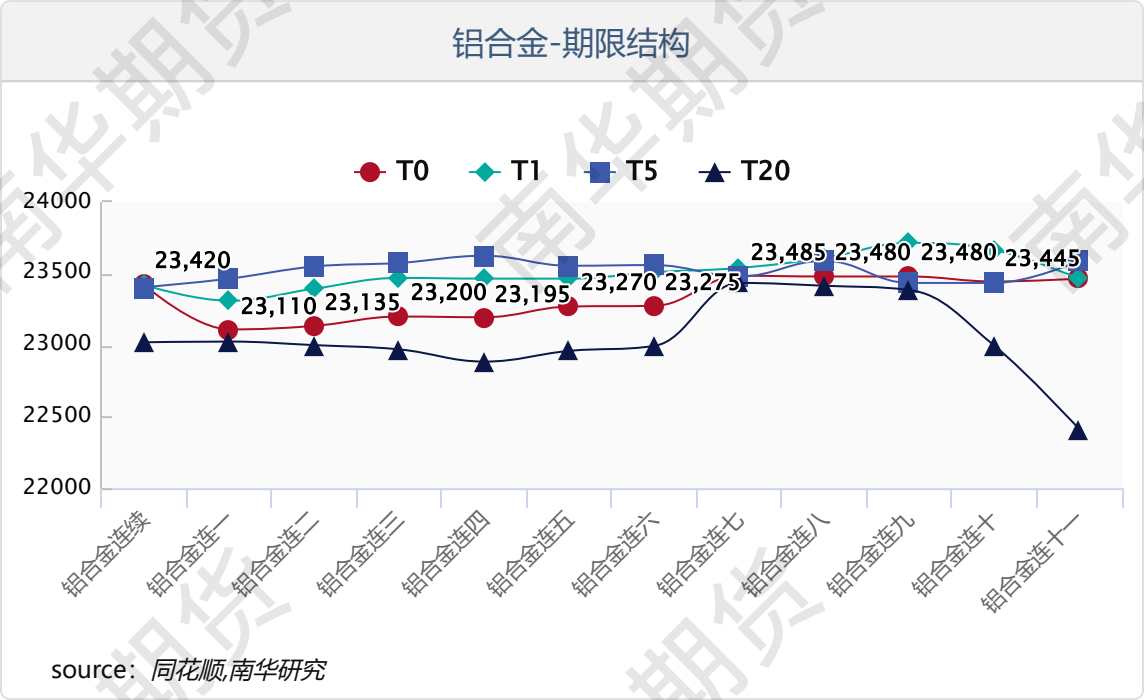
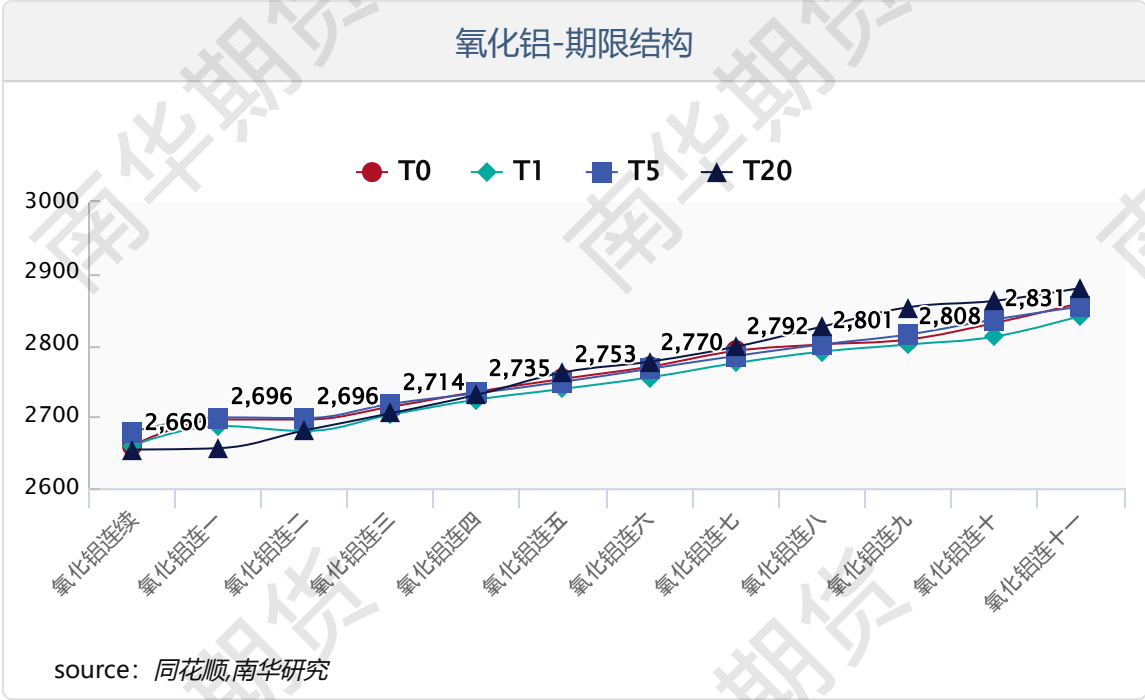
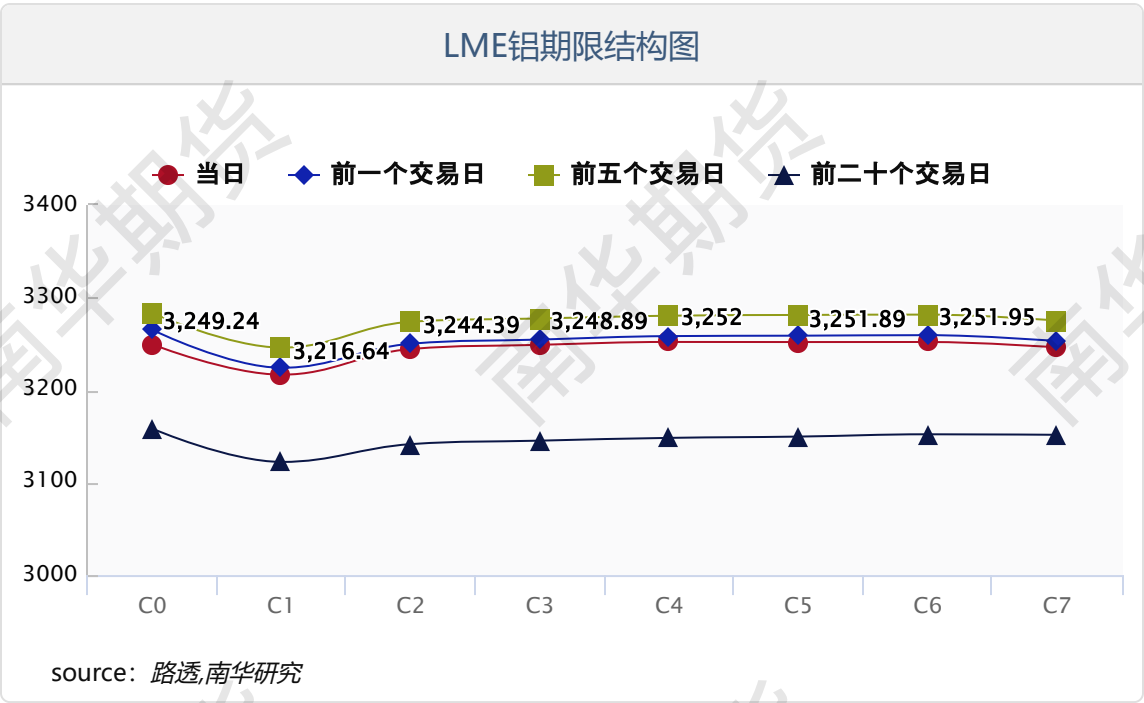
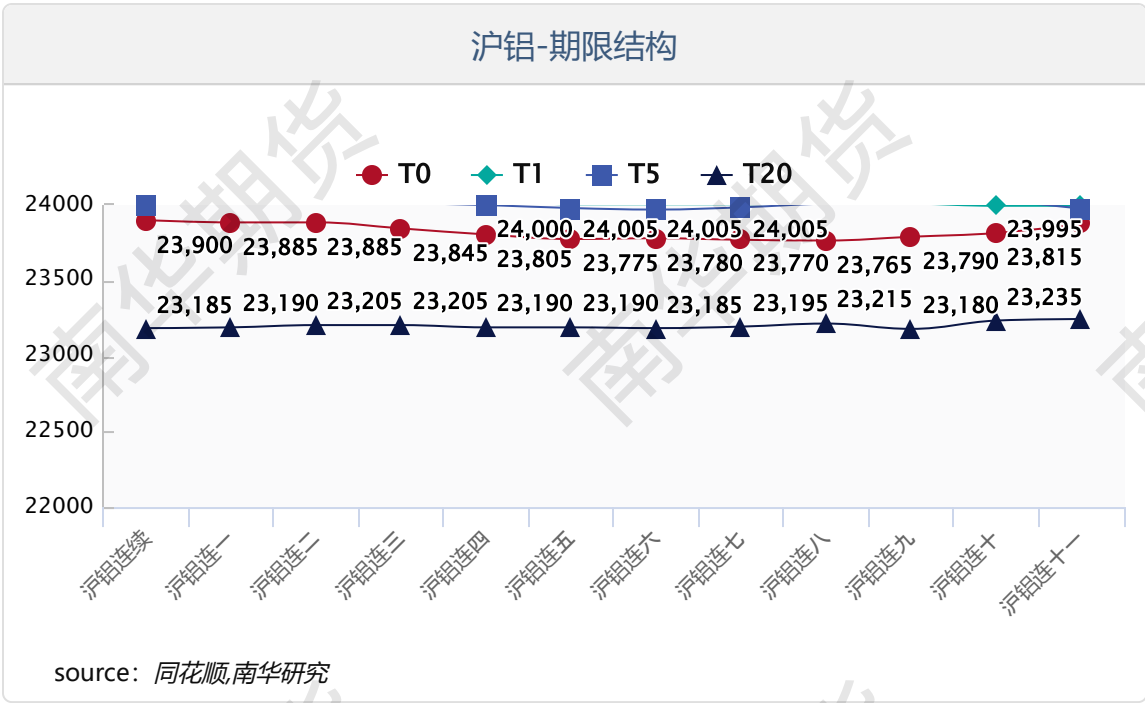


source: 同花顺,南华研究

铝合金连续-连二



source: 同花顺,南华研究



第四章 估值和驱动

铝产业链周度现货价格和利润跟踪

分项	指标	2026-08-16	2026-08-07	2026-07-16	单位	周度变化	周度变化率
电解铝	华东A00现货	23870	23980	23170	元/吨	-110	-0.46%
	华南A00现货	23920	24090	23160	元/吨	-170	-0.71%
	中原A00现货	23770	23870	23030	元/吨	-100	-0.42%
	华东现货升贴水	30	-30	-10	元/吨	60	-
	华南现货升贴水	80	85	-20	元/吨	-5	-
	中原现货升贴水	-70	-140	-150	元/吨	70	-
	铝锭沪粤价差	-50	-110	10	元/吨	60	-
	伦铝（0-3）	-2.76	3.19	9.24	美元/吨	-5.95	-
	伦铝（3-15）	66.61	65.63	55.62	美元/吨	0.98	-
氧化铝	氧化铝现货指数	2689.77	2697.52	2730.17	元/吨	-7.75	-0.29%
	氧化铝现货对当月升贴水	19	1	37	元/吨	18	-
	氧化铝现货（山东）	2695	2710	2745	元/吨	-15	-0.55%
	氧化铝现货（山西）	2720	2730	2775	元/吨	-10	-0.37%
	氧化铝现货（广西）	2615	2625	2640	元/吨	-10	0%
	氧化铝现货（河南）	2730	2740	2765	元/吨	-10	-0.36%
	氧化铝现货（贵州）	2765	2765	2780	元/吨	0	0.00%
	山东现货升贴水	24	13	52	元/吨	11	-
	山西现货升贴水	49	33	82	元/吨	16	-
	广西现货升贴水	-56	-72	-53	元/吨	16	-
	河南现货升贴水	59	43	72	元/吨	16	-
	贵州现货升贴水	94	68	87	元/吨	26	-
铝土矿	进口铝土矿CIF指数	71.72	71.57	70.36	美元/吨	0.15	0.21%
	几内亚铝土矿CIF平均价	72	72	70.5	美元/吨	0	0.00%
	澳大利亚铝土矿CIF平均价	65	64	64	美元/吨	1	1.56%
	几内亚铝土矿FOB平均价	40	40	39	美元/吨	0	0.00%
	几内亚铝土矿海运费	37	38	-	美元/吨	-1	-2.63%
铝合金	ADC12现货价	24950	25100	24250	元/吨	-150	-0.60%

	A356现货价	24100	24200	23500	元/吨	-100	-0.4%
废铝	废铝（生铝）价格	20700	20900	20550	元/吨	-200	-0.96%
	废铝（熟铝）价格	20400	20500	20300	元/吨	-100	-0.49%
	精废价差（佛山）	1150	1100	658	元/吨	50	4.55%
加工费	铝杆平均加工费（1A60）	237.5	287.5	475	元/吨	-50	-17.39%
	铝棒平均加工费（Φ120）	186	180	364	元/吨	6	3.33%
利润	电解铝完全成本	16130.08	16151.25	16182.6	元/吨	-21.17	-0.13%
	电解铝即时利润	7739.92	7818.75	6987.4	元/吨	-78.83	-1.01%
	预焙阳极价格（华东）	7366	7366	7392.5	元/吨	0	0
	无水氟化铝价格	11500	11500	11175	元/吨	0	0
	氧化铝利润	-66.13	-55.28	-0.63	元/吨	-10.85	-
	铝合金利润（ADC12）	-88	-13	-80	元/吨	-75	-
进出口	铝锭进口盈亏	-3201.89	-3469.87	-3268.31	元/吨	267.98	-
	氧化铝进口盈亏	-319.89	-287.79	-112.12	元/吨	-32.1	-
	铝锭出口利润	-1098.57	-1040.96	-910.76	美元/吨	-57.61	-
	铝箔出口利润	378.86	430.56	493.1	美元/吨	-51.7	-
	铝板带出口利润	438.86	490.56	553.1	美元/吨	-51.7	-
	铝型材出口利润	178.86	230.56	293.1	美元/吨	-51.7	-

source: SMM,上海钢联,南华研究,同花顺

4.1 铝土矿与氧化铝

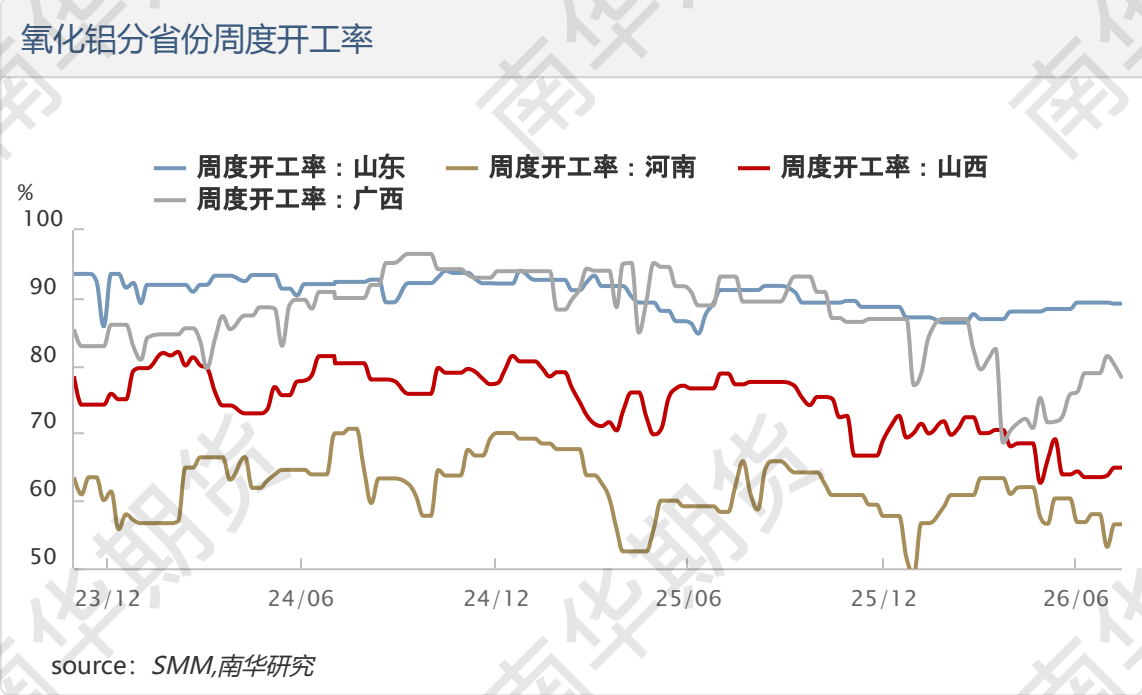
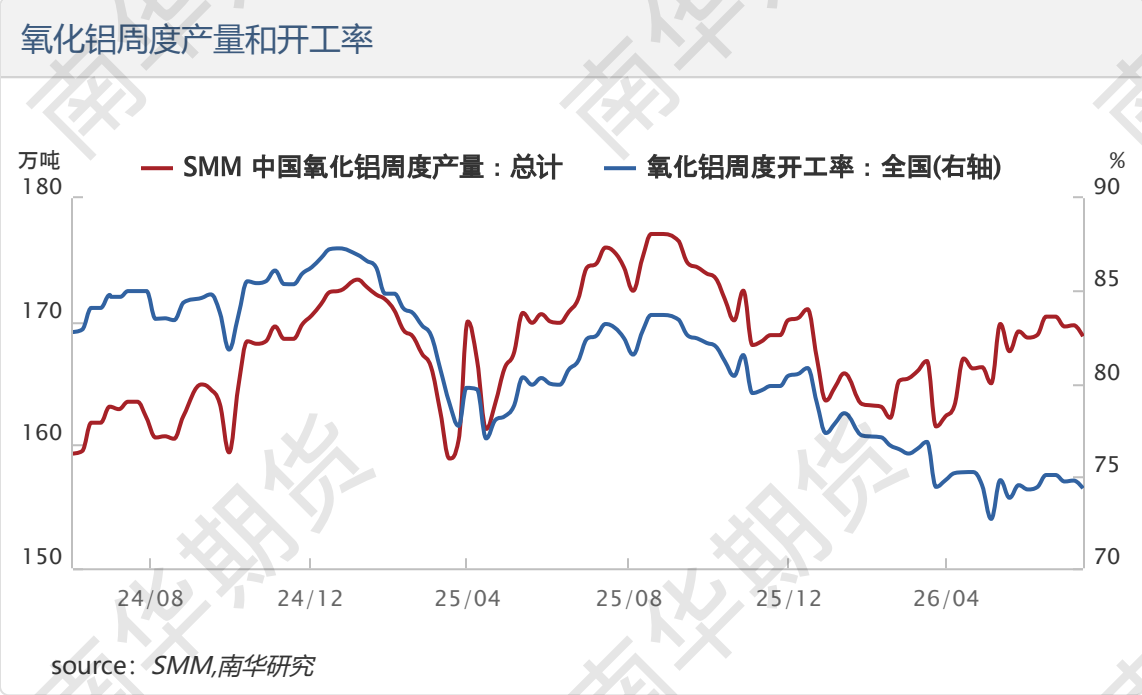
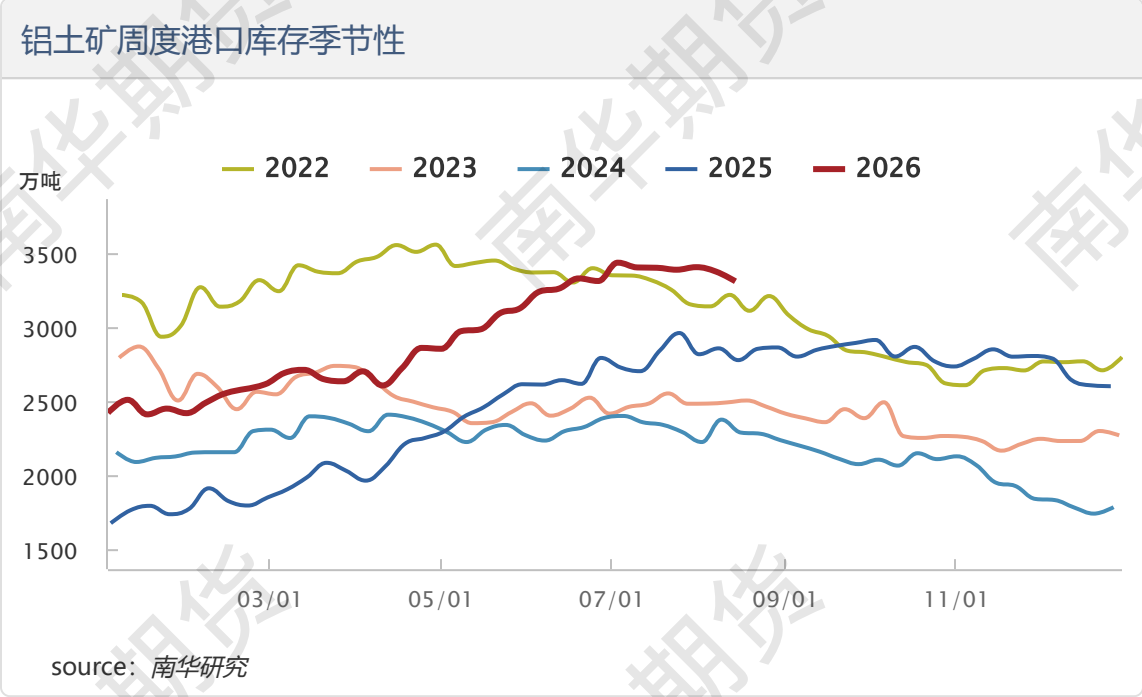
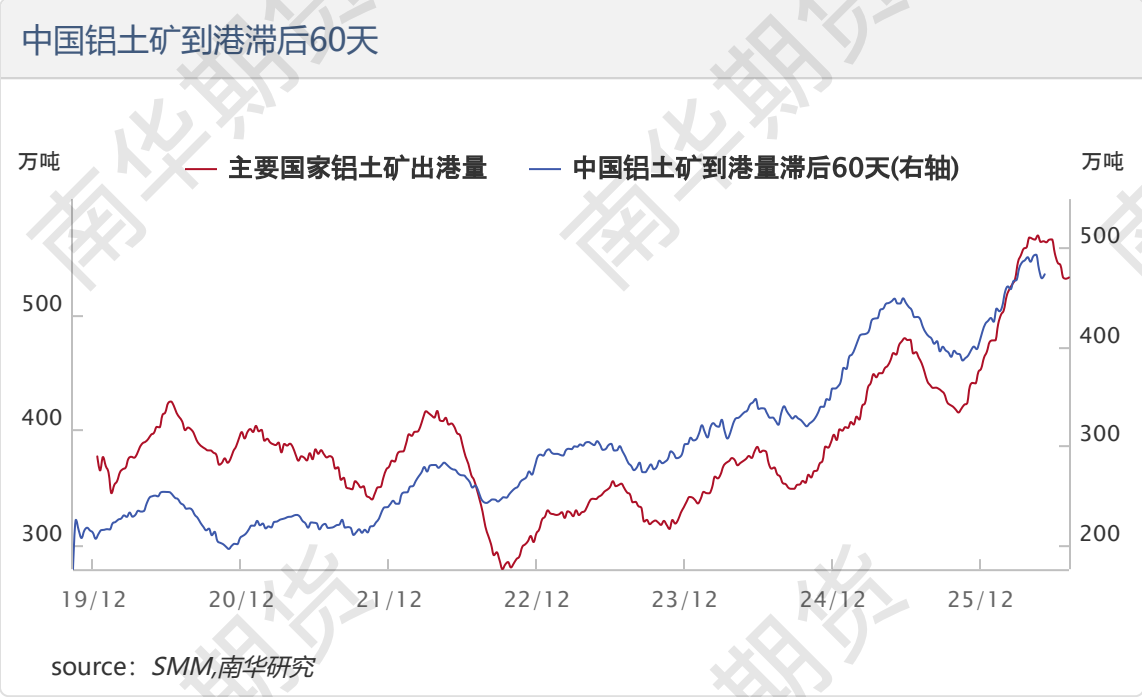
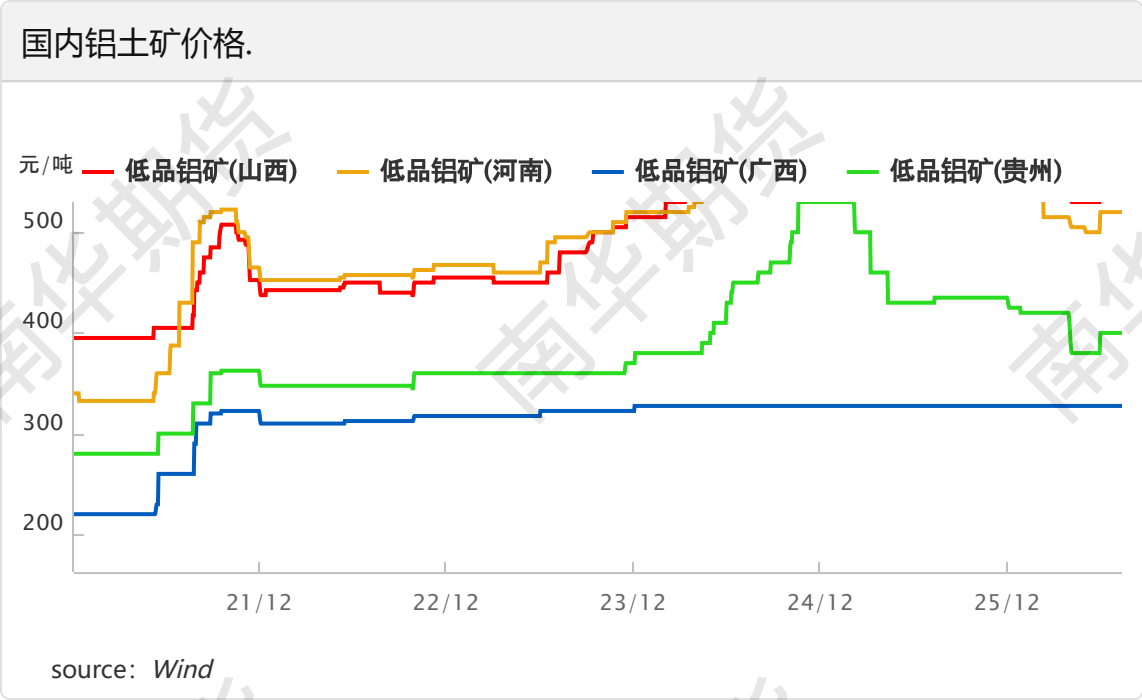
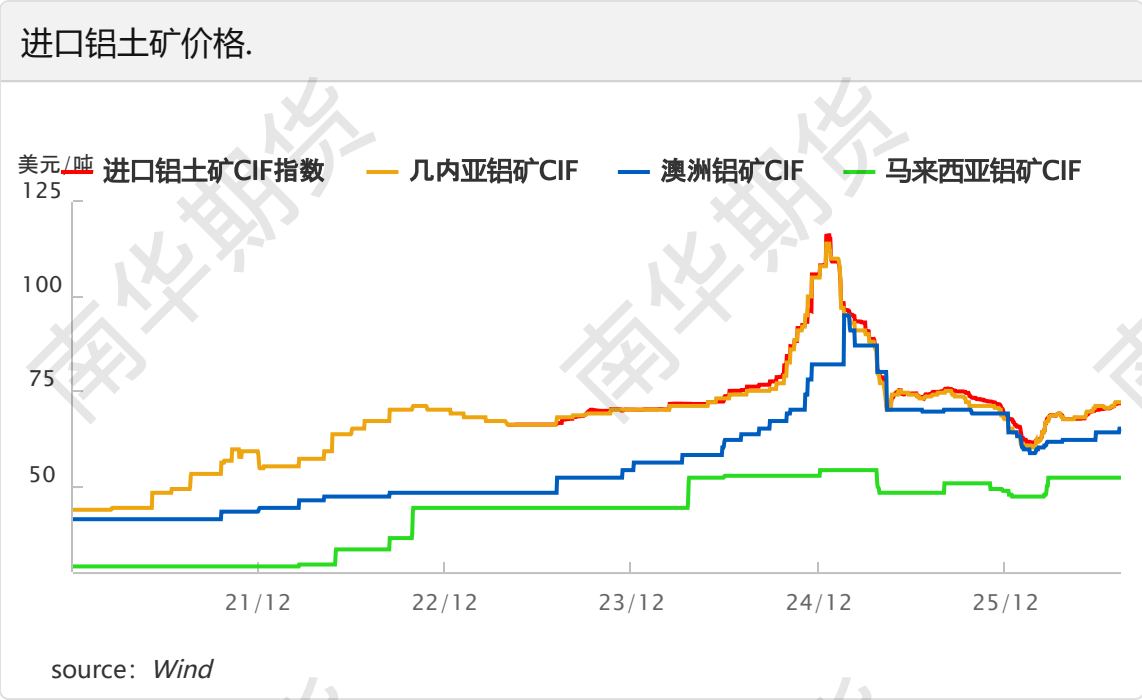
本周矿端并未出现新的紧缺信号。国内港口铝土矿库存降至3314万吨，周减66.5万吨，但氧化铝厂内矿石库存反增至6119万吨；几内亚发运仍处较高水平。港口库存下降更多反映到港与提货节奏，而非氧化铝企业原料已经不足。

价格同样保持稳定。几内亚CIF约72美元/吨基本持平，FOB维持40美元/吨，海运费反而由38美元/吨降至37美元/吨；澳大利亚CIF小幅升至65美元/吨。矿端成本依旧高，但本周没有出现能够迫使氧化铝大面积减产的新一轮矿价跳升。

几内亚Nimba月度招标值得长期跟踪，但其短期方向与市场此前炒作的“立即限制出口”正好相反。Nimba计划增加市场化现货销售并扩大产量，意味着几内亚正在增强国家对资源销售的控制，但并不等于短期减少铝土矿出口。

氧化铝自身供需仍然偏宽。全国开工率降至74.32%，周环比下降约0.4个百分点，但厂内库存仅小幅下降，港口库存和SHFE库存反而增加；现货指数降至2689.8元/吨，行业利润扩大至约亏损66元/吨。边际检修出现了，却还没有形成能够改变平衡表的减量。

海外Alunorte事件给出了一个很好的对照。一座630万吨/年的大型精炼厂减产一半，足以迅速抬升海外现货成交，但在三天内找到替代天然气方案后，实际损失最终预计仅10—12万吨。**氧化铝市场最缺的不是事件，而是事件的持续时间。**



4.2 电解铝供给、库存与现货

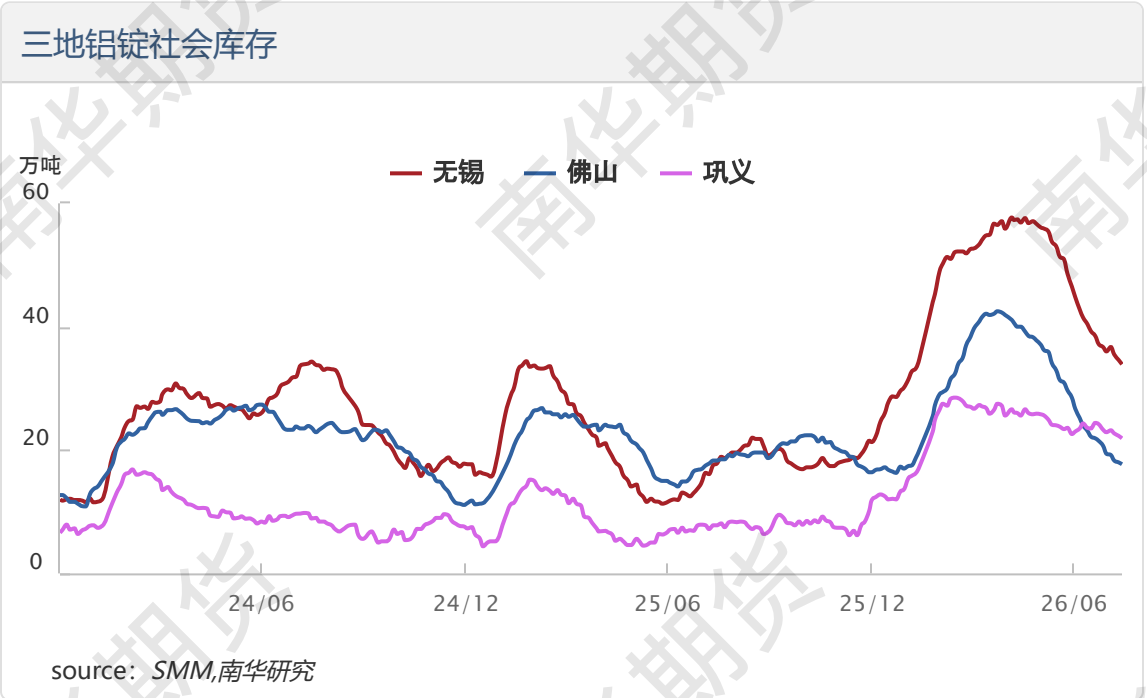
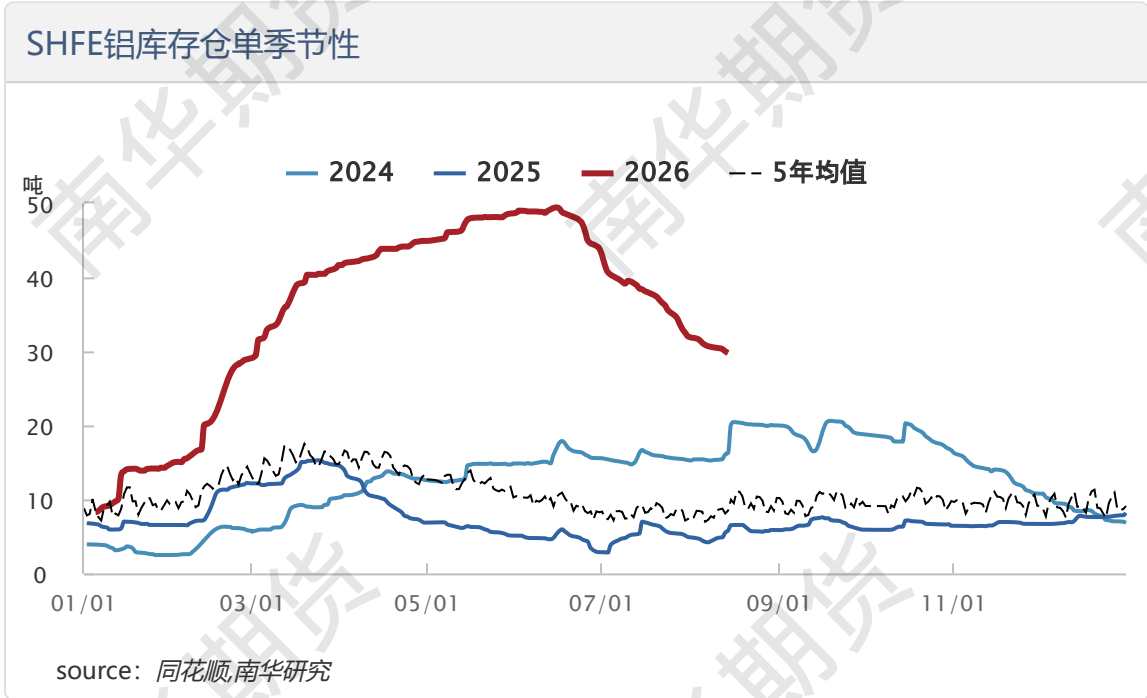
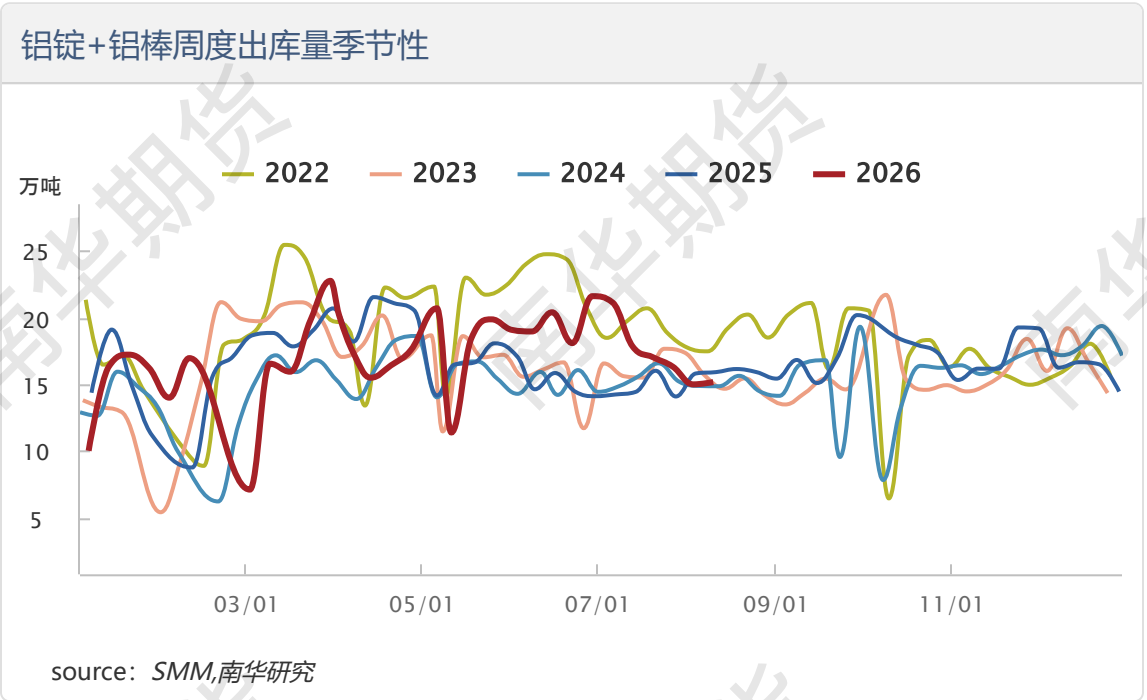
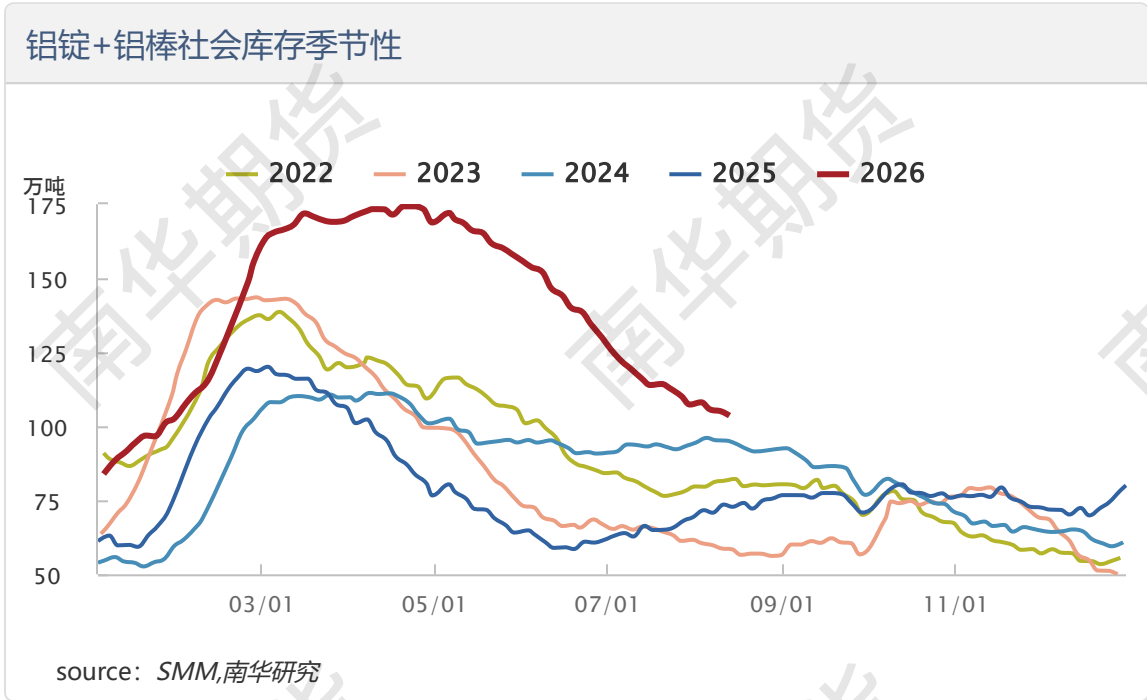
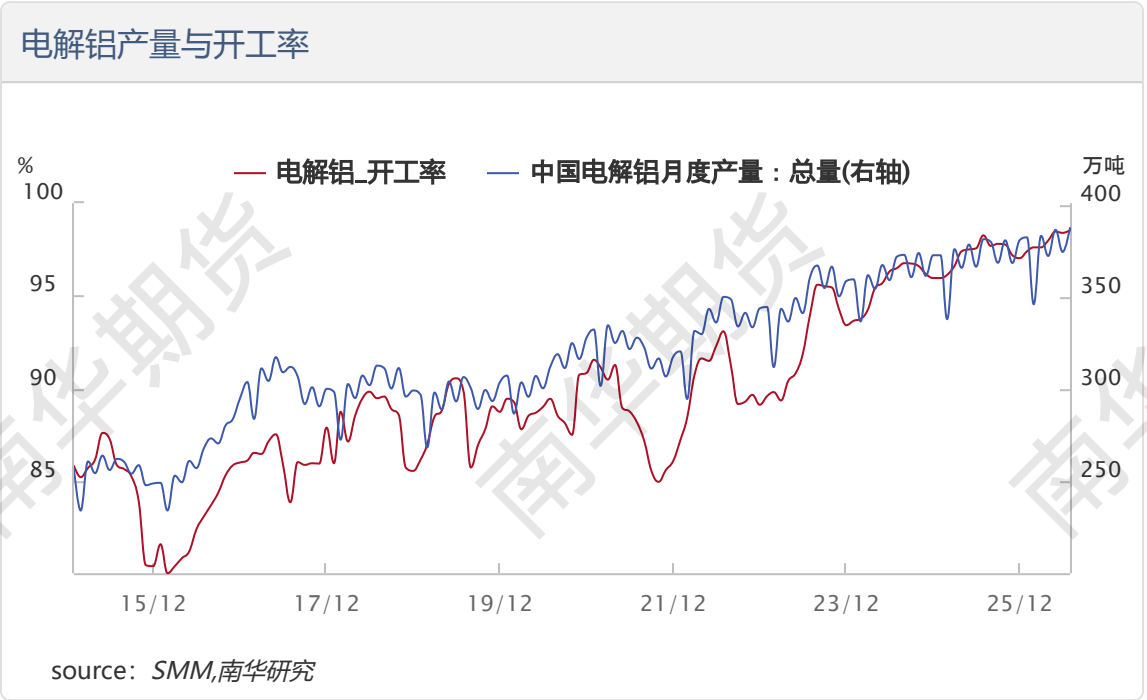
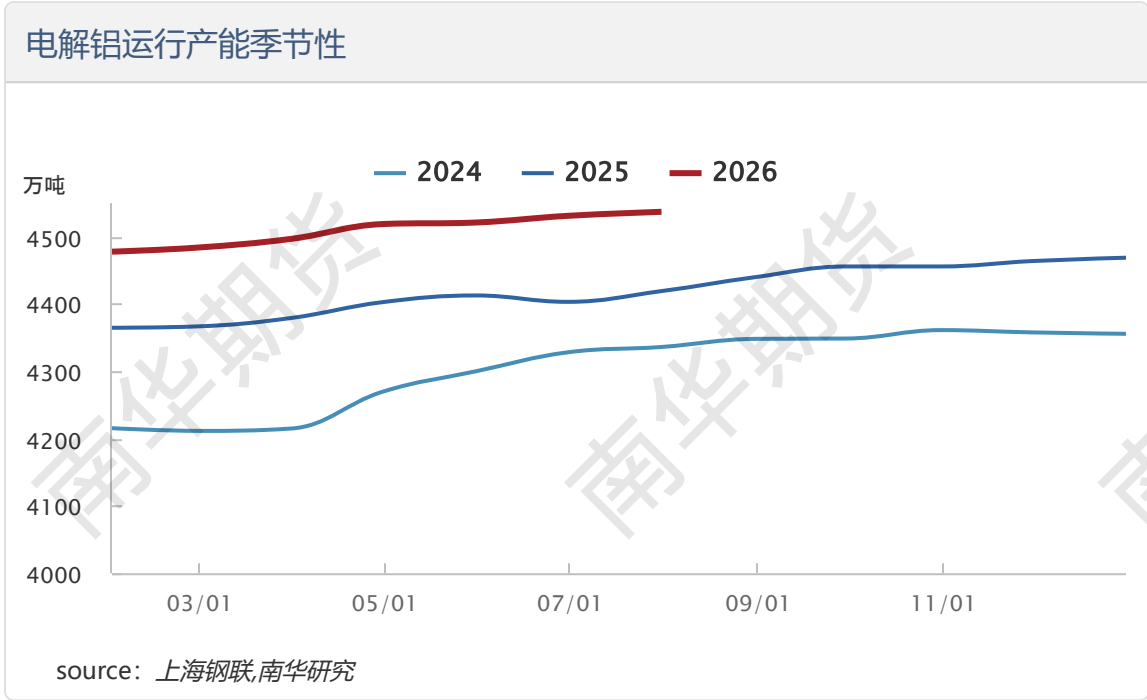
国内电解铝供应总量仍没有明显变化。运行产能维持4561万吨附近，高利润下企业缺乏主动减产动力；真正发生变化的是产品形态，铝水比例保持约78%的高位，大量铝水绕过标准铝锭直接进入铝棒、铝杆、板坯和合金生产。

因此，本周89.8万吨铝锭库存需要结合13.7万吨铝棒库存一起看。铝锭单周去库3.5万吨，铝棒却累库1.35万吨，如果只看前者会得到“淡季需求异常强劲”的结论；两者放在一起，更接近**铸锭供应偏少、加工消费偏弱**。

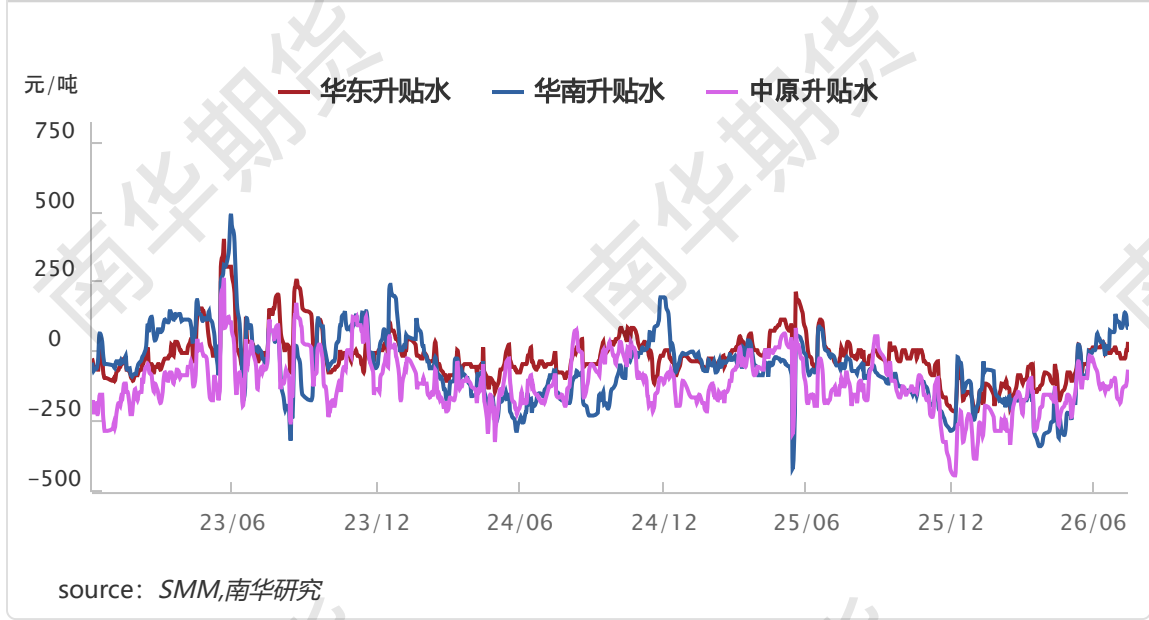
从季节性看，89.8万吨虽然已经是年内低位，但仍高于部分近年同期水平，因此“跌破90万吨”本身并不是绝对库存极低。真正对价格有意义的是，在高产量环境下库存仍能持续下降，以及流通货源因铝水比例上升而受到结构性压缩。

现货对此有所验证。华东由贴水转为小幅升水，说明标准铝锭供应减少已经开始影响流通市场；但只要加工材继续累库，就不能把这一现货偏紧直接外推成终端旺季。

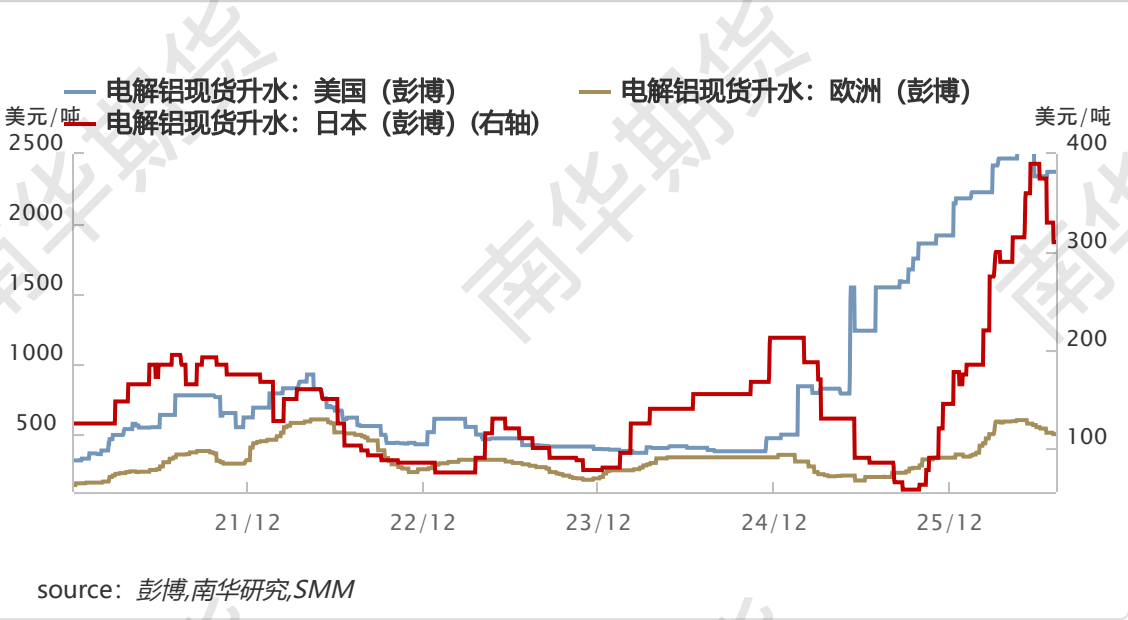
海外库存更加极端。LME仓库铝库存已经降至约24.8万吨，是1990年以来最低水平附近，且可用品牌结构仍存在限制；与此同时EGA复产已经从“能不能恢复”转变为“恢复多快”。因此海外供给的关键矛盾是**现实库存极低与未来供应修复之间的时间差**。



SMM A00铝升贴水-分地区



海外铝锭现货升水



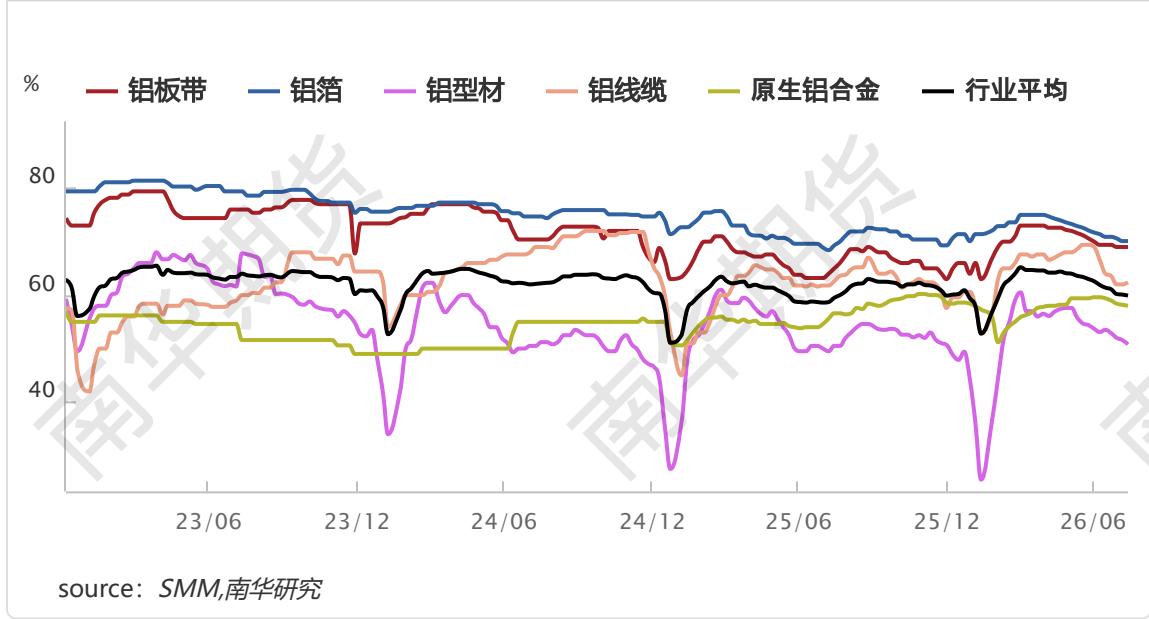
4.3 下游加工、再生铝与进出口

加工端是本周最明确的弱现实。铝棒库存单周增加10.9%，铸造铝合金库存及仓单同步增加；与此同时，铝杆平均加工费由287.5元/吨进一步降至237.5元/吨，跌幅17.4%。铝棒加工费虽由180元/吨小幅回升至186元/吨，但仍处绝对低位。

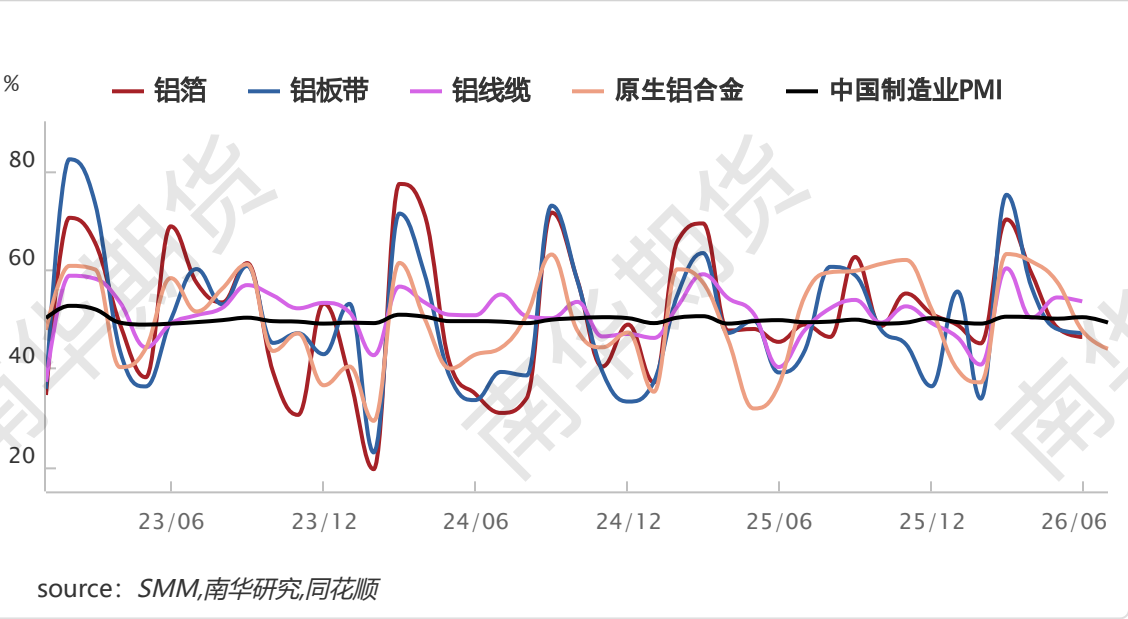
因此，下游目前不能简单概括为“新能源强、传统弱，所以总需求有韧性”。新能源汽车确实继续提高渗透率，但乘联会口径下，7月国内乘用车零售同比下降21.1%；另一口径显示新能源车占比已经达到65.1%，但新能源零售本身也同比下降约3.9%。**新能源提高的是铝消费结构中的占比，不等于汽车总量需求正在加速。**这也解释了为什么铝锭能够去库而加工材开始累库。新能源、电网和部分出口订单仍在托住需求下沿，但传统建筑型材、一般工业材以及汽车总量并未同步增强。当前更准确的表述是“需求具有结构性韧性”，而不是“需求转强”。

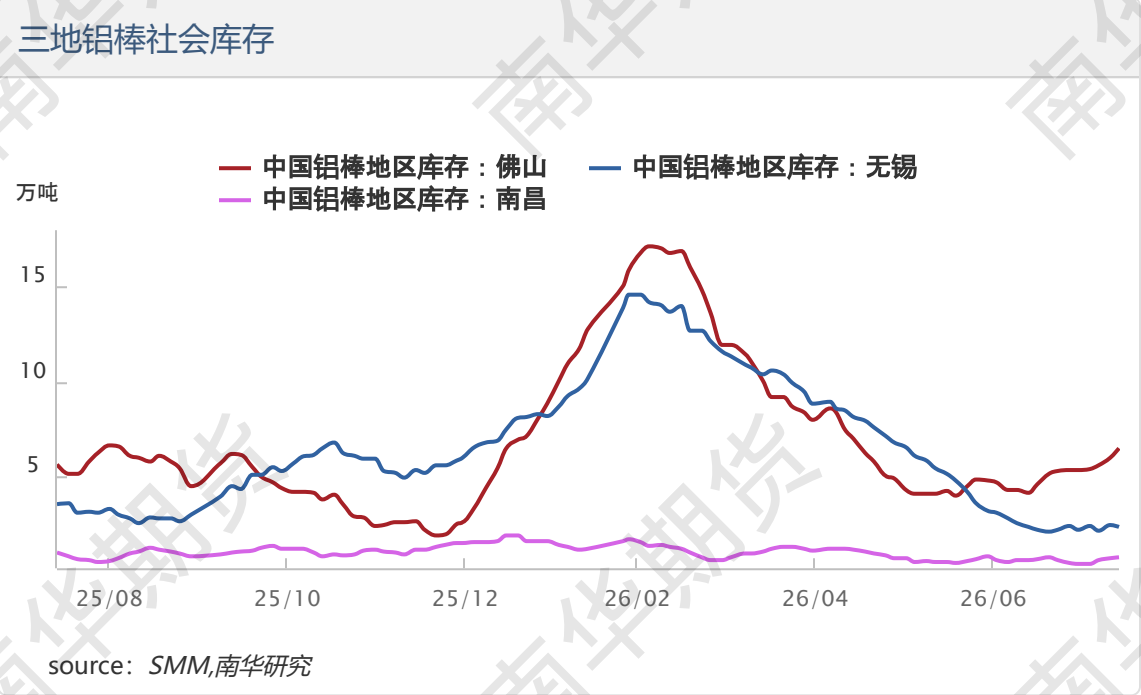
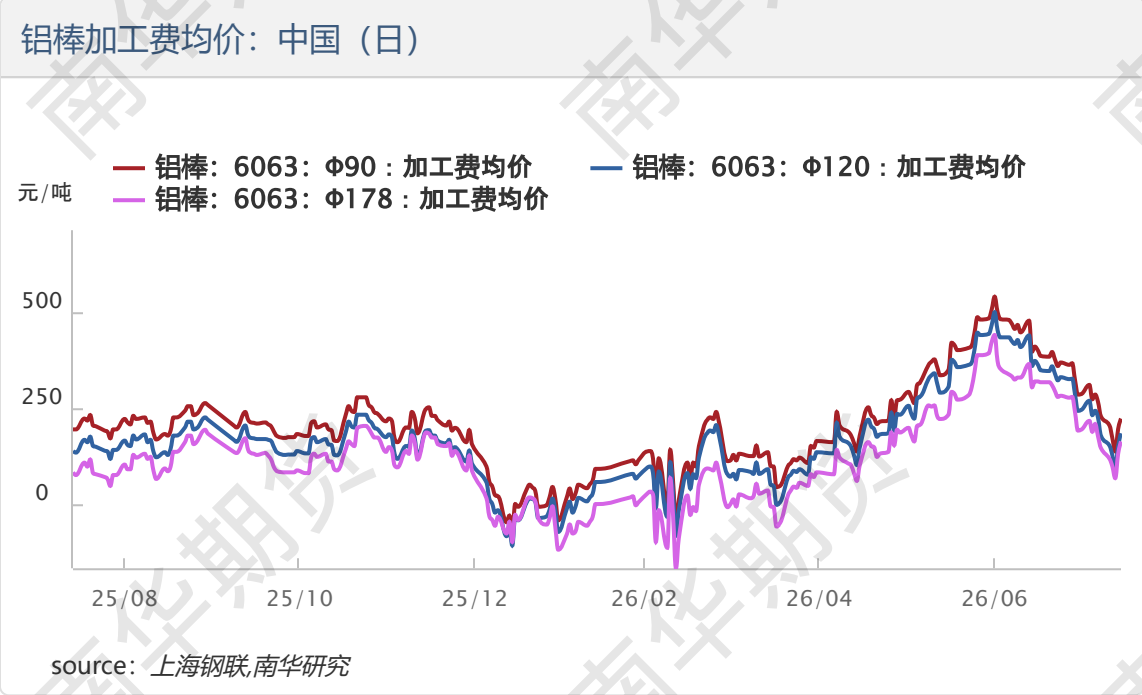
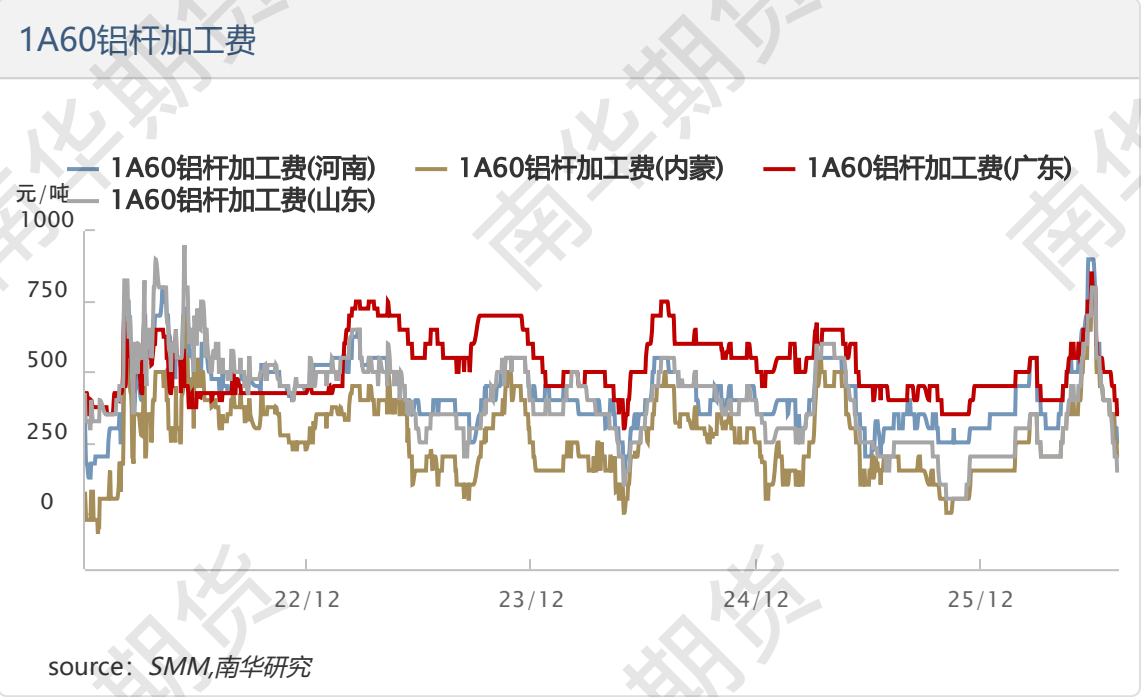
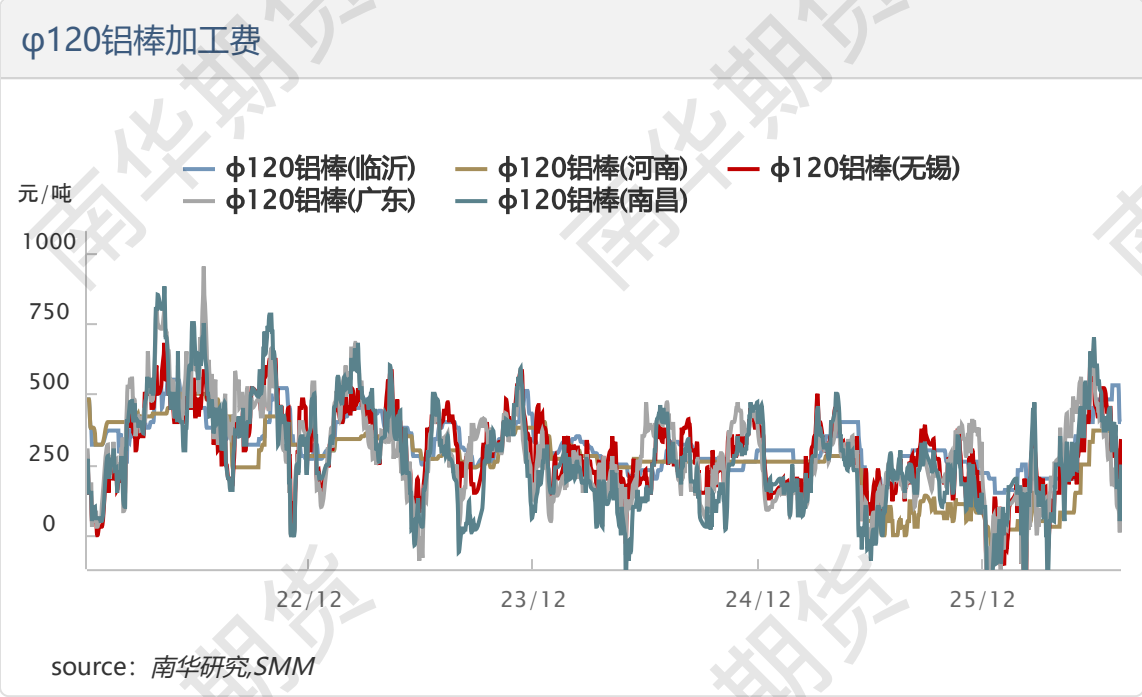
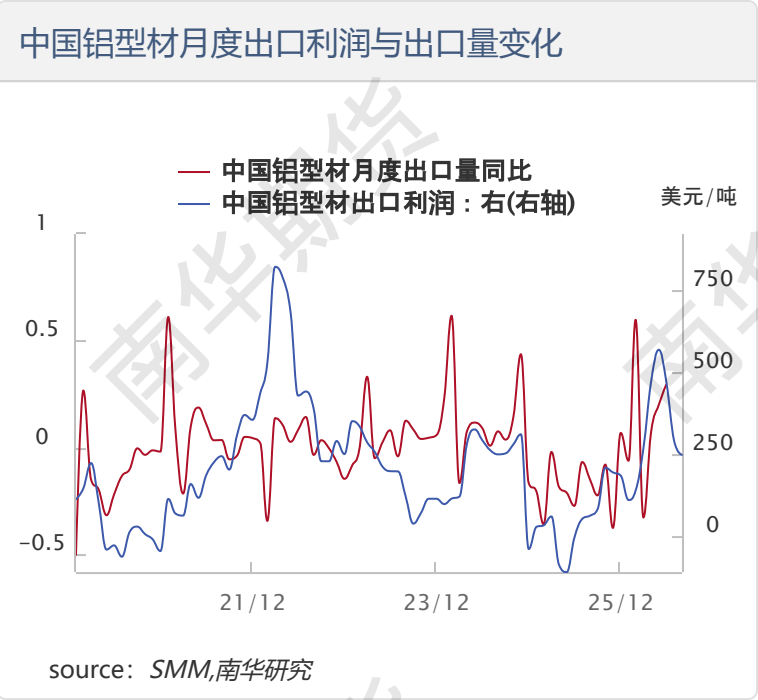
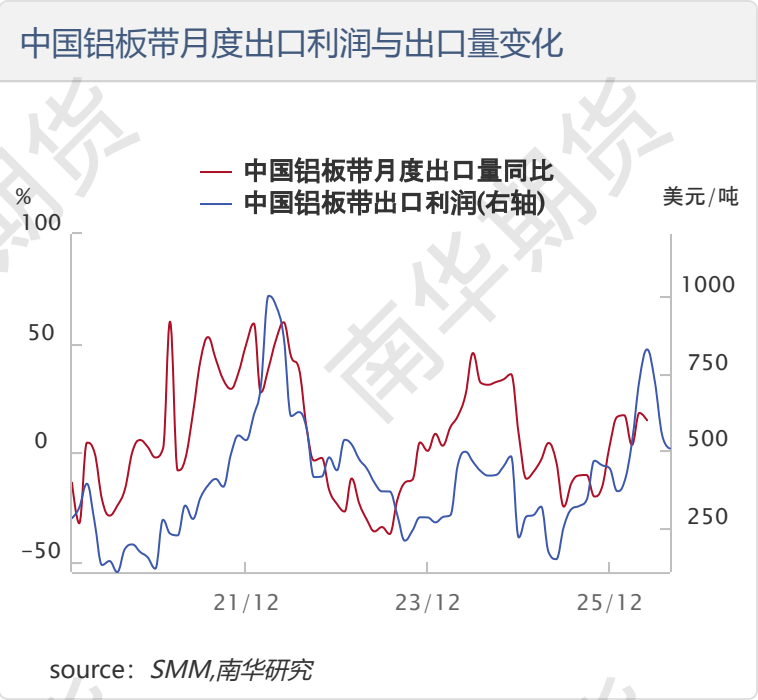
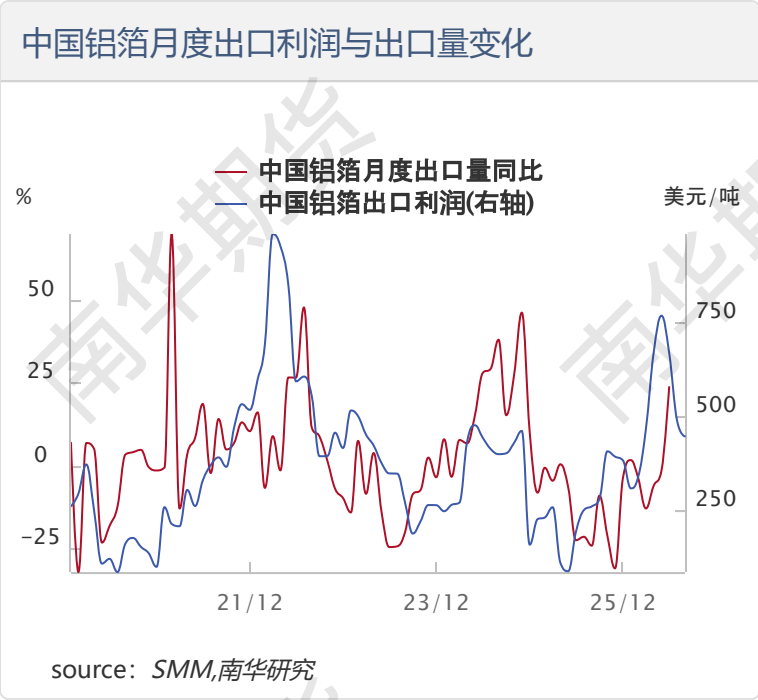
铝材出口的边际贡献也在下降。周报模型中的铝箔、板带和型材出口利润本周均下降约52美元/吨，虽然仍处正值，但内外价差收敛正在压缩外销利润。出口仍能分流国内供应，却不再是6—7月那样不断增强的驱动。再生铝的压力更加直接。ADC12现货降至24950元/吨，A356.2降至24100元/吨，铸造铝合金仓单增加至1.83万吨，理论利润进一步降至约-88元/吨。成本已经开始逼近企业承受极限，但终端弱势使再生铝暂时只能通过利润压缩完成价格调整。

铝加工周度开工率（龙头企业）



铝加工PMI和中国制造业PMI





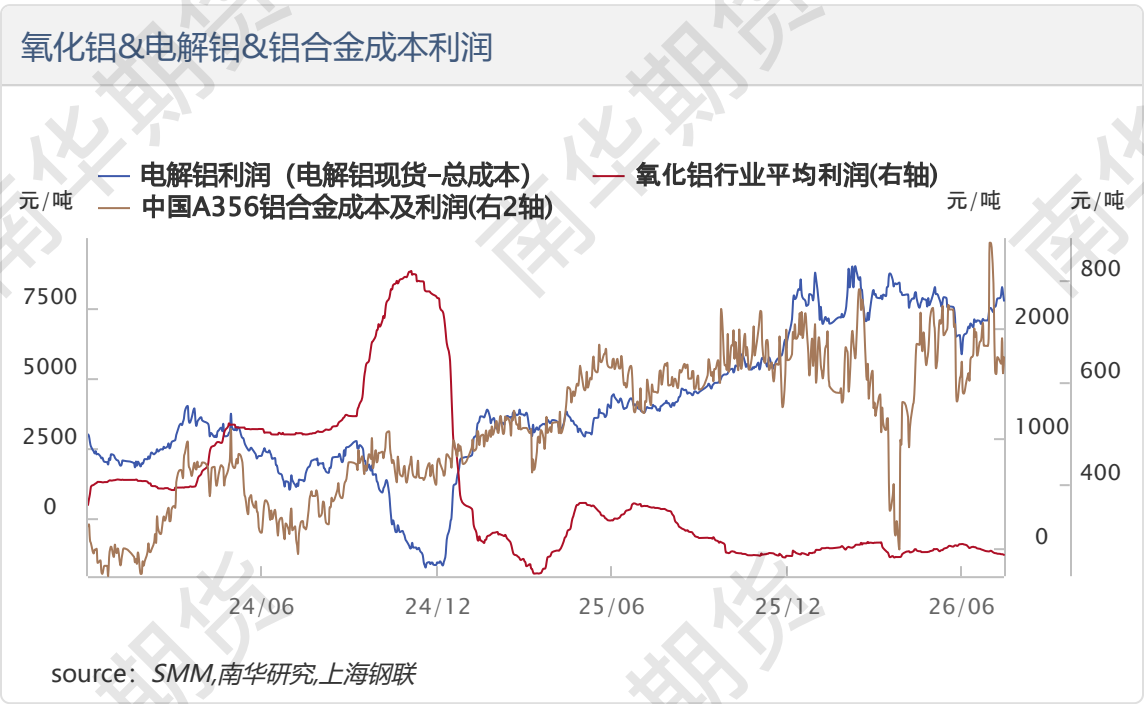
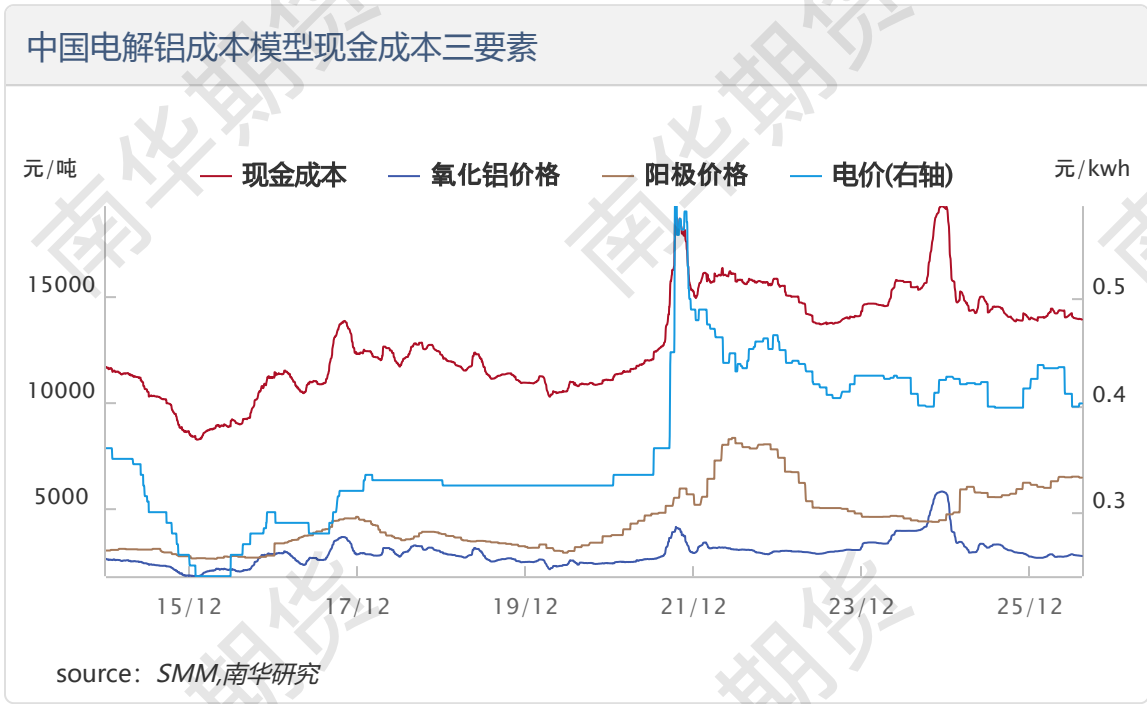
4.4 成本利润

电解铝仍然是产业链利润最集中的环节。完全成本约16130元/吨，按当前现货测算即时利润仍接近7740元/吨；虽然随着铝价回落利润较上周减少约80元/吨，但绝对水平依然极高。

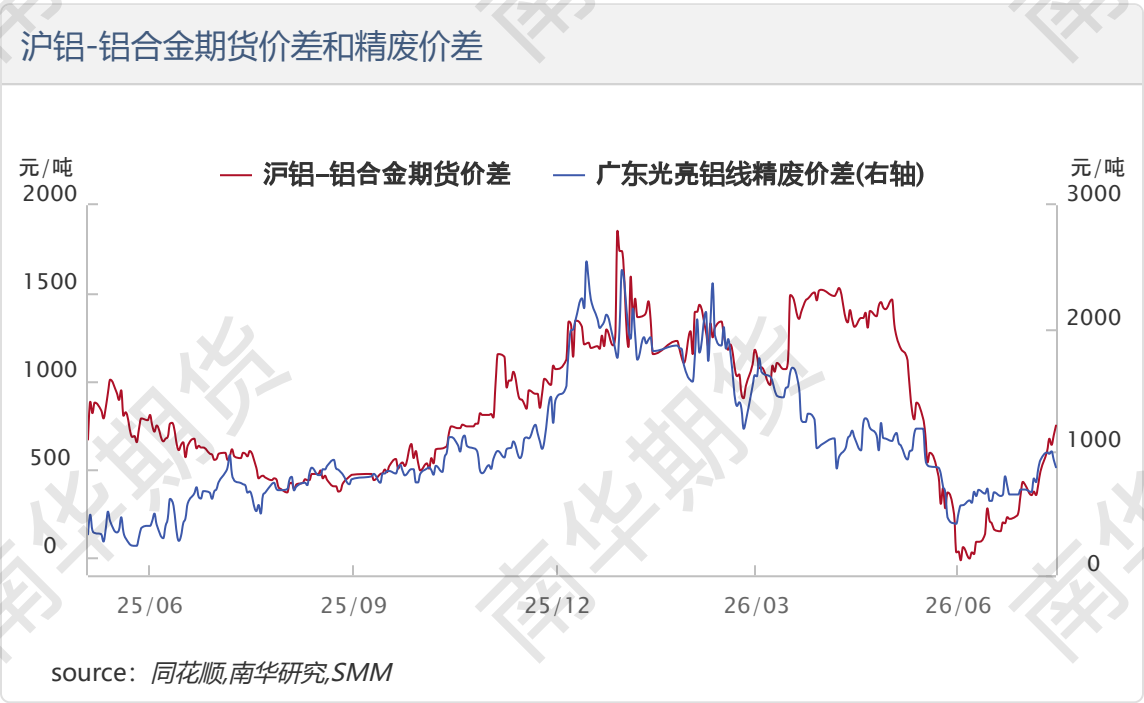
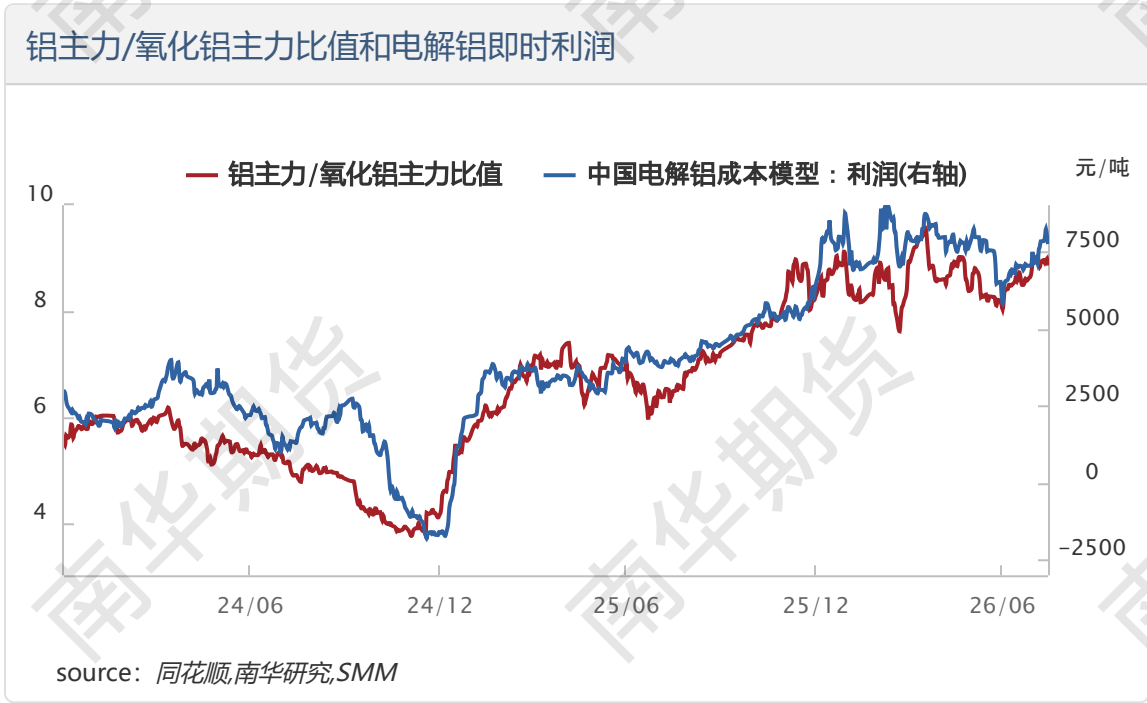
如此高的利润并不会在短期内通过新增产能完成套利，因为国内电解铝受到产能上限约束；它首先体现为存量产能满负荷运行。因此，**利润高是电解铝供给刚性的结果，而不是未来供给可以无限增加的信号。**

氧化铝恰好相反。行业利润进一步降至约-66元/吨，高成本产能已经进入亏损，但开工率仅小幅下降。只有亏损继续扩大并推动实质减产，成本底才能从“估值支撑”升级为“供需支撑”。

再生铝理论利润同样降至负值附近。原料端废铝刚性较强，而成品面对淡季需求缺乏提价能力，再生铝正在成为产业链利润最薄弱的一环。



4.5 品种比价



第五章 供需及库存推演

电解铝月度平衡表													
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月 (E)	8月 (E)	9月 (E)	10月 (E)	11月 (E)	12月 (E)	全年 (E)
产量	379.86	346.04	383.11	372.2	386.4	374.4	386.86	387.12	374.79	387.46	375.04	387.71	4541

净进口量	17.58	19.16	24.04	24.98	18.6	12.87	11	10	10.5	11.5	13	14	187.23
实际消费量	385.2	327.7	385.54	403	409.1	393.8	400.0	404.9	401.8	410.3	395.8	405.3	4722.44
供需平衡	12.24	37.5	21.61	-5.82	-4.1	-6.53	-2.14	-7.78	-16.51	-11.34	-7.76	-3.59	5.79
年内累计平衡	12.24	49.74	71.35	65.53	61.43	54.9	52.76	44.98	28.47	17.13	9.37	5.79	5.79
供需缺口	3.18%	11.44%	5.6%	-1.44%	-1.00%	-1.66%	-0.54%	-1.92%	-4.11%	-2.76%	-1.96%	-0.89%	0.12%

source：南华研究

氧化铝月度平衡表

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月 (E)	8月 (E)	9月 (E)	10月 (E)	11月 (E)	12月 (E)	全年 (E)
产量	738.56	660.02	729.74	706.09	726.5	714.15	752.49	760.14	739.73	768.63	747.95	777.12	8821.11
净进口量	7.23	3.46	12.89	9.32	15.52	18.39	15	12	12	10	9	7	131.81
需求	729.33	664.4	735.57	714.62	741.89	718.85	742.78	743.27	719.61	743.92	720.08	744.41	8718.71
供需平衡	16.46	-0.92	7.06	0.79	0.13	13.69	24.71	28.87	32.12	34.71	36.87	39.71	234.21
年内累计平衡	16.46	15.54	22.6	23.39	23.52	37.21	61.92	90.79	122.91	157.62	194.49	234.2	234.2
供需缺口	2.26%	-0.14%	0.96%	0.11%	0.02%	1.9%	3.33%	3.88%	4.46%	4.67%	5.12%	5.33%	2.69%

source：南华研究

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本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。本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、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。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富