

华泰长城期货投资咨询部

☑ 许惠敏

✉ xuhuiamin@htgwf.com

☎ (021)68758997

基本面压制 沪铝偏空震荡

报告摘要

报告结论：沪铝近期走势更多的跟随基本面因素。不论是从整体宏观基本面还是行业自身的基本面来看，11月份都无法看到实质性的利好因素。沪铝短期虽可能在日本和欧洲方面的政策利好下有所反弹，但基本面的悲观使得反弹无法持续。操作上应维持逢高抛空的思路，预计波动区间在15200-15500元/吨。由于沪伦两市价格的持续走低，两市比价日渐攀升，后市可关注跨市套利机会的打开。

- **宏观支撑减弱 基本面因素逐渐发力。**近期，中国经济见底之说开始被质疑，而美国经济虽在持续复苏，但恢复的速度却令市场失望。目前市场关注点已逐渐从宽松预期转至对实体经济形势的担忧，后市基本面因素将逐渐起到主导作用。基于后市关注点重回基本面方面，本文将侧重阐述我们对于长期电解铝基本面看空的逻辑。
- **国内电解铝行业基本面看空——成本差异下产能地区间转移。**尽管铝价持续低迷，但国内产能依然持续扩张。产能增速最显著的为新疆地区，今年以来基本持续200%左右的超速增长。以新疆为代表的西部地区能源资源丰富，自备电厂电力价格低于山东、河南等高成本产区约0.3元/度，能够节约成本约4200元/吨。目前来看，新疆等地产能的持续扩张仍然存在较大瓶颈。西部产能的扩张短期虽不会对市场产生直接冲击，但长期来看，将是打压铝价的持久因素。
- **从成本角度寻找沪铝的支撑位和压力位。**在考虑了相关电价优惠和自备电厂比例之后，国内电解铝行业平均电价由原先市场预计的0.5元/度下降至0.43元/度。加上近期石油价格走低导致的碳素价格下跌，我们发现即使在今年铝价低迷的情况下，电解铝行业平均成本下仍然有微幅盈利。而成本最高的河南等地则是呈现持续大幅亏损。从成本角度出发的，目前沪铝的成本支撑线和利润压力线在15000元/吨-15850元/吨之间。
- **全球电解铝行业基本面看空——巨额融资库存下现货对期货价格的持续升水。**全球电解铝企业减产放缓的原因在于现货市场铝锭对期货价格的持续高额升水。而造成美国西部铝锭现货高额升水的深层原因仍在我们前期分析多次提及的融资库存方面。融资库存相当于真实供需之间的一个蓄水池，使得真实产量供大于求，而现货供需却维持紧张。长期看来，融资库存的存在将使得现货铝锭较LME现货持续高额升水，从而阻碍全球电解铝企业的减产速度。

目录

1、沪铝宏观支撑减弱 基本面因素逐渐发力	4
2、国内电解铝行业基本面看空——成本差异下产能地区间转移.....	5
2.1 从成本角度寻找沪铝的支撑位和压力位	6
3、全球电解铝行业基本面看空——巨额融资库存下现货对期货价格的持续升水	7
4、跨市正套机会增多	9
5、需求端复苏遥遥无期.....	10
6、结论.....	11

图表目录

图表 1 沪铝主力和 LME3 月铝价走势 (2011.1-2012.9)	4
图表 2 沪铝主力合约价格与各指标相关系数变动 (2012.4-2012.9)	4
图表 3 国内电解铝月度产量及增速 (2009.1-2012.9)	5
图表 4 国内电解铝累计产量按地区分布及同比增速 (2012.1-2012.9)	5
图表 5 国内各地区电力价格	6
图表 6 国内代表地区电解铝企业利润估算 (2011.7-2012.9)	6
图表 7 全球电解铝月度日均产量及同比增速 (2009.1-2012.9)	7
图表 8 美国西部铝锭较 LME 铝现货升水 (2010.1-2012.9)	8
图表 9 LME 库存及 LME3 月铝价走势 (2011.1-2012.9)	8
图表 10 LME 铝和其他基本金属远期升水幅度对比 (2011.1-2012.9)	8
图表 11 沪伦两市比价及进出口比值 (2009.1-2012.9)	9
图表 12 沪伦两市套利移仓成本 (2012.1-2012.9)	9
图表 13 房地产行业累计月度同比数据 (2009.2-2012.9)	10
图表 14 汽车销量月度同比数据 (2007.1-2012.9)	10
图表 15 电力电缆产量月度同比数据 (2007.1-2012.9)	11

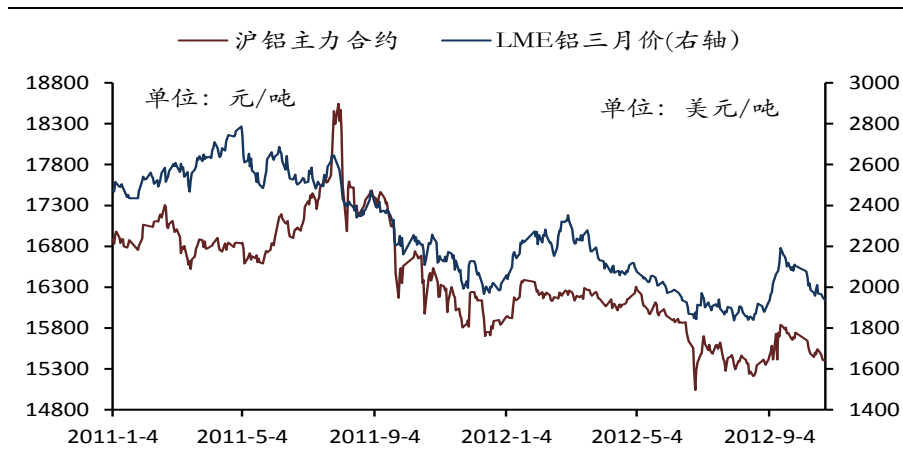
1、沪铝宏观支撑减弱 基本面因素逐渐发力

9月宏观支撑因素渐退之后，10月沪铝走出震荡下行格局。主力合约从9月底的15700元/吨稳步下跌至15300元/吨附近，月度跌幅2.86%。成交持仓回复到QE3前期的低位。外盘LME铝价跌幅更为显著，10月从2105美元/吨跌至1924美元/吨，下跌8.56%，几乎跌掉9月份的所有涨幅。从沪铝价格与其他指标的相关系数变动可以看到，10月宏观因素对沪铝走势的影响作用有所减弱，因而沪铝的下跌走势更多的取决于其基本面因素。

11月份中，尽管短期日本和欧洲方面的宏观因素仍可能对沪铝价格有一定提振。但目前市场关注点已逐渐从宽松预期转至对实体经济形势的担忧，后市基本面因素将逐渐起到主导作用。近期，中国经济见底之说开始被质疑，而美国经济虽在持续复苏，但恢复的速度却令市场失望。

基于后市关注点重回基本面方面，本文将侧重阐述我们对于电解铝基本面长期看空的逻辑。我们认为，长期看来，国内外电解铝行业都将持续供大于求的弱势格局。单造成国内外行业基本面偏空的因素却不相同。国内行业看空的原因在于国内电力成本分布不均的情况下，产能由高成本产区向低成本产区转移扩张的不可逆性；而对除中国外电解铝行业看空的原因则在于，大量LME铝融资库存的存在，使得外围铝锭市场现货价格对LME现货的价格持续高升水，市场现货价格的高位阻碍全球电解铝产能的收缩。对于这两点，下文将详细阐述。

图表 1 沪铝主力和 LME3 月铝价走势 (2011.1-2012.9)



数据来源：汤森路透、华泰长城期货投资咨询部

图表 2 沪铝主力合约价格与各指标相关系数变动 (2012.4-2012.9)

沪铝主力	道琼斯指数	Stoxx 50 指数	沪深300 指数	美元指数	美原油指数	沪金主力	沪铜主力	沪锌主力	LME 3月铝	长江现货	美十年期国债利率
近1月	0.69	0.17	-0.25	-0.18	0.52	0.83	0.80	0.92	0.92	0.93	-0.46
近3月	0.74	0.32	-0.35	-0.73	0.04	0.84	0.84	0.95	0.92	0.77	0.20
近6月	-0.29	-0.57	0.65	-0.28	0.16	-0.12	0.26	0.55	0.67	0.91	0.40

数据来源：汤森路透、华泰长城期货投资咨询部

从近一个月沪铝主力与其他指标的相关性来看，各指标相关性均有所减弱，说明沪铝走势更多的有其自身的因素决定

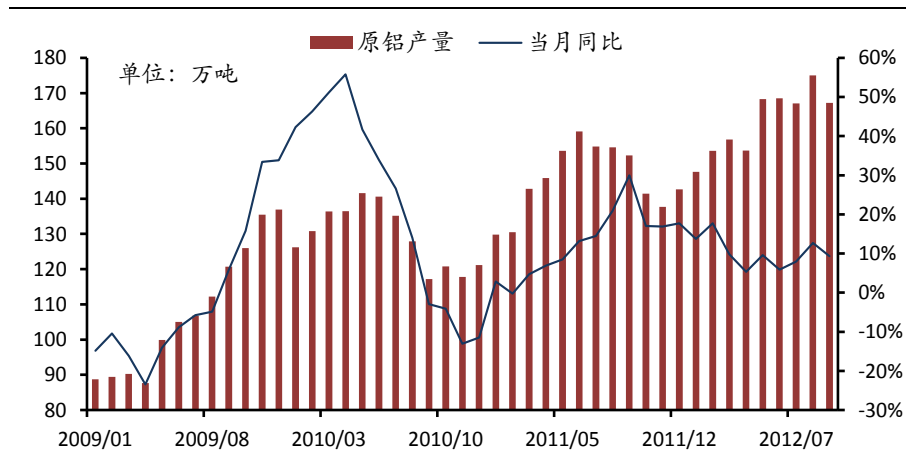
2、国内电解铝行业基本面看空——成本差异下产能地区间转移

尽管铝价持续低迷，但国内产能依然持续扩张。从9月份数据可以看到，国内9月电解铝产量167.23万吨，同比增速虽较上个月的12.7%略有下跌，但仍高达9.3%。我们前期的报告也已经提到过，造成国内电解铝产能持续扩张的原因在于电力补贴下旧产区产量的持续和电力成本低廉刺激下西部新增产能的迅速扩张。前一种因素的推动作用不可持续，而后者趋势则基本无法逆转。

从今年国内1-9月份的产能地区分布也可以看到。产能增速最显著的为新疆地区，今年以来基本持续200%左右的超速增长。电解铝冶炼又称“电老虎”行业，电力成本占原铝总成本的近40%-50%，总成本对电价变动非常敏感。由于以新疆为代表的西部地区能源资源丰富，自备电厂电力价格低于山东、河南等高成本产区约0.3元/度，能够节约成本约4200元/吨。因此产能的西部扩张成为了主要电解铝企业争相采取的策略。

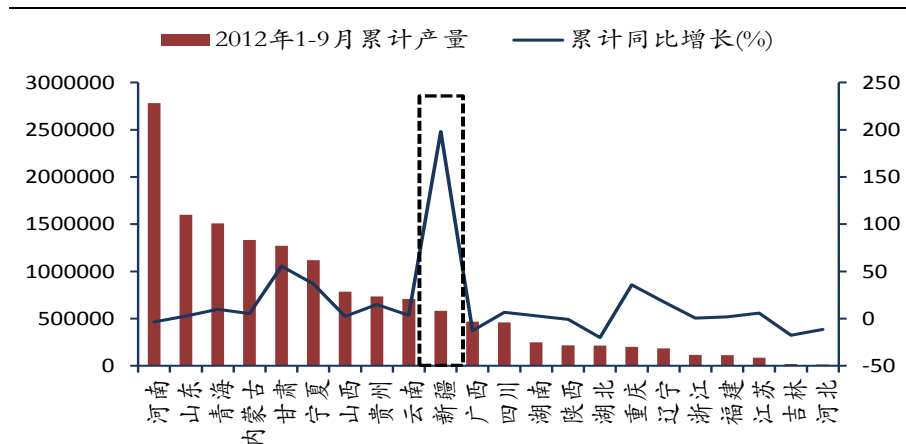
当然，目前来看，新疆等地产能的持续扩张仍然存在较大瓶颈。一是配套发电体系的不完善；二是交通运力跟不上产量增长。前者导致了预计到2013年和2014年，新疆地区的产能才能集中爆发；而后者在2015年随着新疆铁路运力的翻番将得到改善。因此，西部产能的扩张短期虽不会对市场产生直接冲击，但长期来看，将是打压铝价的持久因素。

图表 3 国内电解铝月度产量及增速 (2009.1-2012.9)



数据来源：Wind、华泰长城期货投资咨询部

图表 4 国内电解铝累计产量按地区分布及同比增速 (2012.1-2012.9)



数据来源：Wind、华泰长城期货投资咨询部

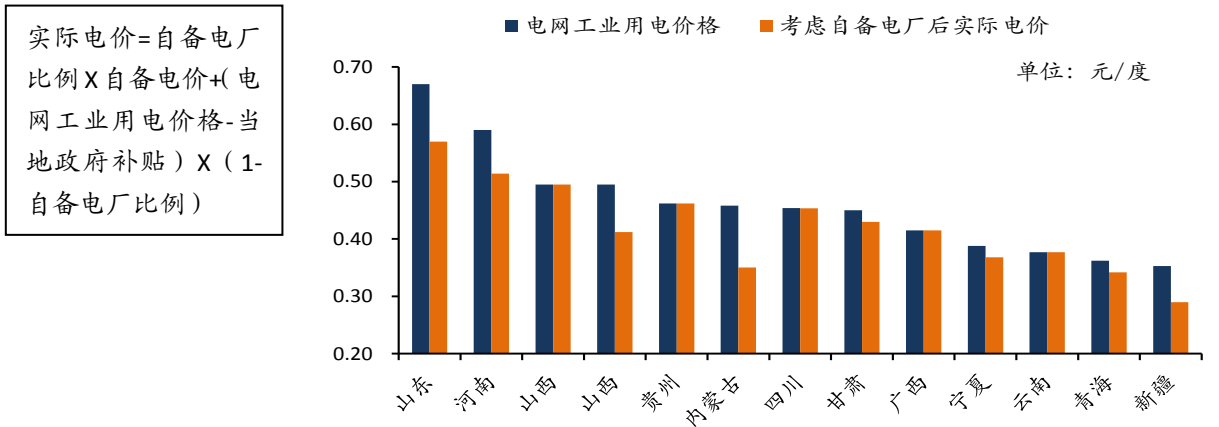
2.1 从成本角度寻找沪铝的支撑位和压力位

基于近期市场重新将关注点转向基本面，以及在国内电解铝产业格局缓慢演变下，电解铝生产社会成本的变化。这里我们详细分析目前国内电解铝行业的成本利润情况，并从中寻找成本支撑位和利润压力位。

电解铝生产成本主要包括氧化铝、碳素、氟化铝、冰晶石、人工成本和电耗。而地区之间最大的成本差异就在于电力价格。对于电解铝企业来说，电价包括两个层面，一是发改委公布的各地区大工业用电价格；而另一个是在考虑了政府电价优惠和自备电厂比例下的实际用电价格。根据咨询公司 Brookhant 的统计，2011 年，中国电解铝企业的自备电厂比例就已经超过了 50%。因此，为了增强分析的准确性，本文采用了企业的实际用电价格，数据源自当地政府的文件和我们对企业的实际调研结果。

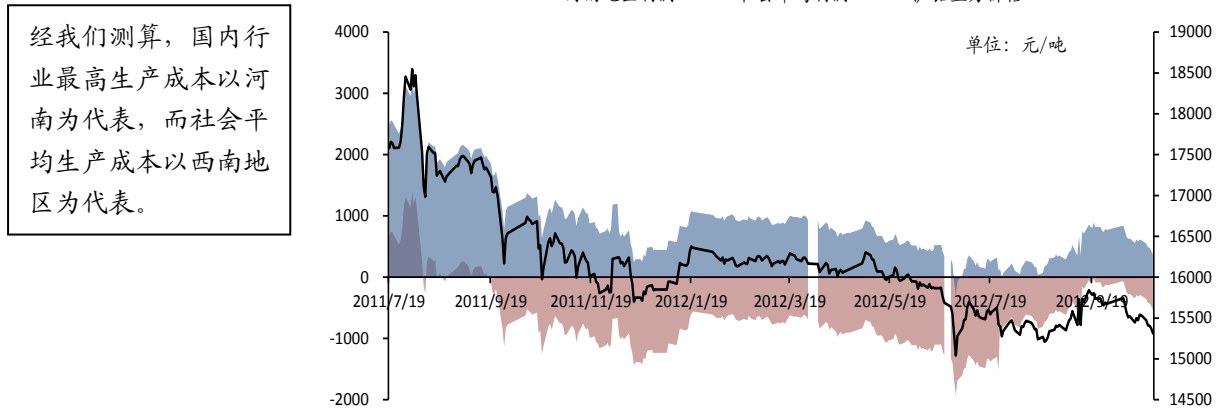
在考虑了相关电价优惠和自备电厂比例之后，国内电解铝行业平均电价由原先的 0.5 元/度下降至 0.43 元/度。加上近期石油价格走低导致的碳素价格下跌，我们发现即使在今年铝价低迷的情况下，行业平均成本下仍然有微幅盈利。而成本最高的河南地区则是呈现持续大幅亏损。从成本角度出发的，目前沪铝的成本支撑线和利润压力线在 15000 元/吨-15850 元/吨之间。

图表 5 国内各地区电力价格



数据来源：发改委网站、华泰长城期货投资咨询部

图表 6 国内代表地区电解铝企业利润估算 (2011.7-2012.9)



数据来源：汤森路透、隆众化工、华泰长城期货投资咨询部

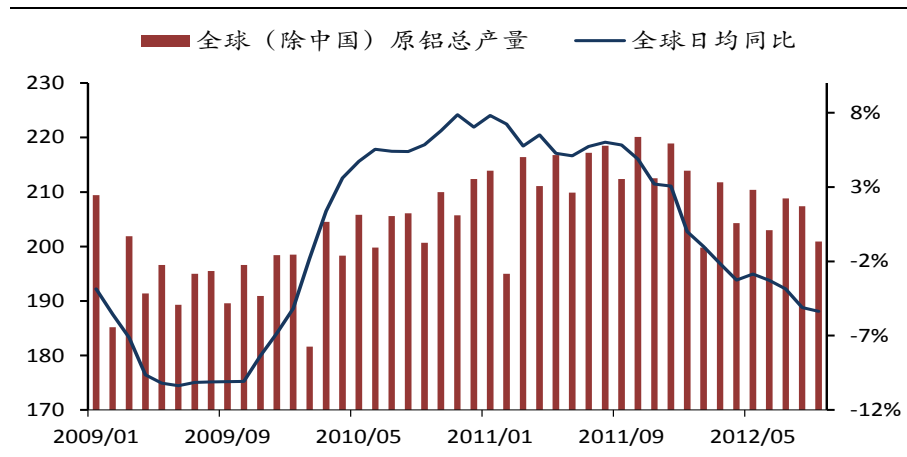
3、全球电解铝行业基本面看空——巨额融资库存下现货对期货价格的持续升水

根据 Brookhant 的统计，全球电解铝平均生产成本在 2000 美元/吨左右。而近期 LME 铝价在跌破 2000 美元/吨之后再次跌破 1960 元/吨，10 月末已跌至 1920 美元/吨附近。似乎成本支撑并未起到明显作用。产量方面，铝价下跌形势下，全球电解铝产量有所缩小，9 月电解铝日均产量维持在 5% 左右的减少。但可以看到近期全球产量下跌的趋势开始放缓，而从 8 月份开始，也基本没有传出全球电解铝企业产能减少的决定。

全球电解铝企业减产放缓的原因在于现货市场铝锭对期货价格的持续高额升水。对于企业来说，铝锭实际售出价为现货市场价格而非 LME 现货价格。一般情况下，市场现货价跟 LME 现货价格长期应该基本一致。而我们从美国西部铝锭的现货价和 LME 现货价差来看，二者近年来却长期维持 200 美元/吨以上的高额升水。尤其是今年，即期升水幅度一度高达 220 美元/吨。从美国现货市场铝锭价格来看，今年来基本都高于 2000 美元/吨的成本线，这也是全球电解铝企业减产放缓的直接原因。

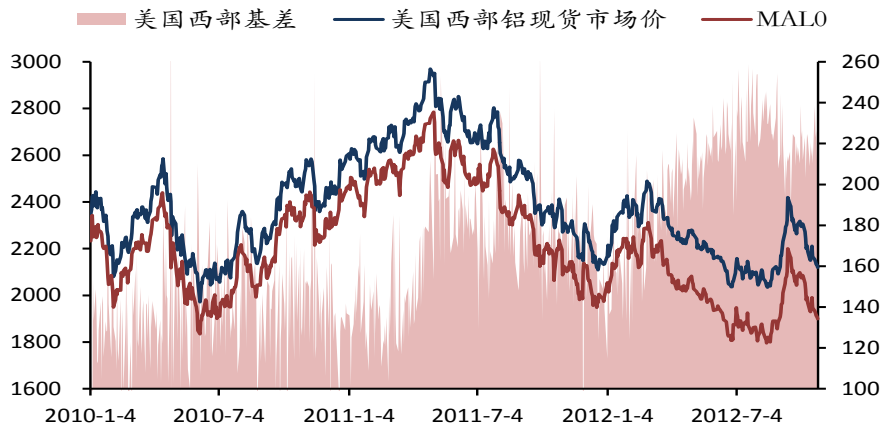
而造成美国西部铝锭现货高额升水的深层原因仍在我们前期分析多次提及的融资库存方面。从下图可以看到，由于 LME 远期较现货大幅升水的特定期限结构，LME 仓库中约有 70% 的库存以买进卖远的融资库存形式存在。这部分融资库存相当于真实供需之间的一个蓄水池，使得真实产量供大于求，而现货供需却维持紧张。近期看来，LME 铝远期升水幅度略有放缓，但短期融资库存大量积压的现状仍无法得到改善。长期看来，融资库存的存在将使得现货铝锭较 LME 现货持续高额升水，从而阻碍全球电解铝企业的减产速度。

图表 7 全球电解铝月度日均产量及同比增速 (2009.1-2012.9)



数据来源：汤森路透、华泰长城期货投资咨询部

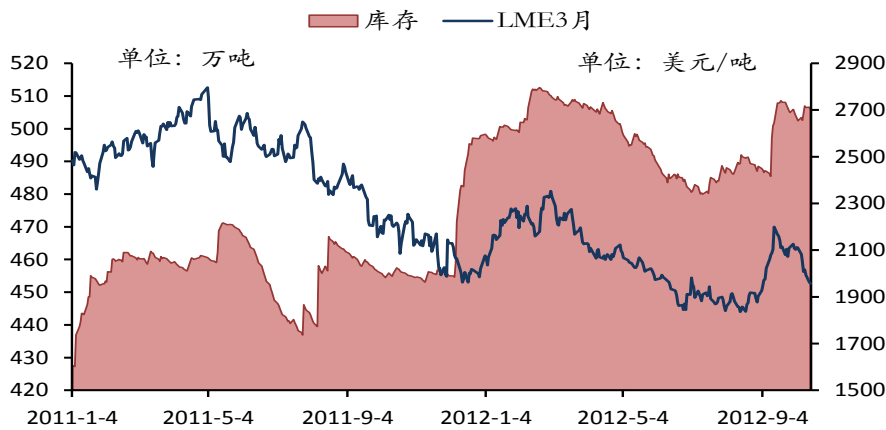
图表 8 美国西部铝锭较 LME 铝现货升水 (2010.1-2012.9)



美国市场现货铝锭阿价格较 LME 价格持续高额升水，今年以来的升水幅度基本高于 220 美元/吨。

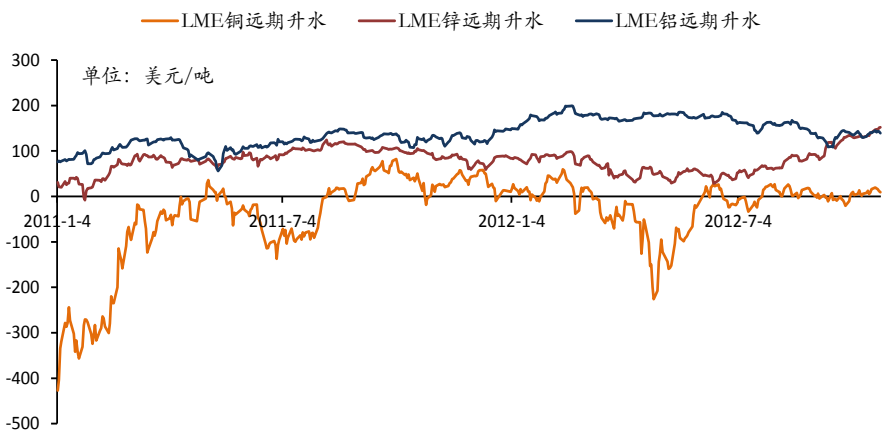
数据来源：汤森路透、华泰长城期货投资咨询部

图表 9 LME 库存及 LME3 月铝价走势 (2011.1-2012.9)



数据来源：汤森路透、华泰长城期货投资咨询部

图表 10 LME 铝和其他基本金属远期升水幅度对比 (2011.1-2012.9)



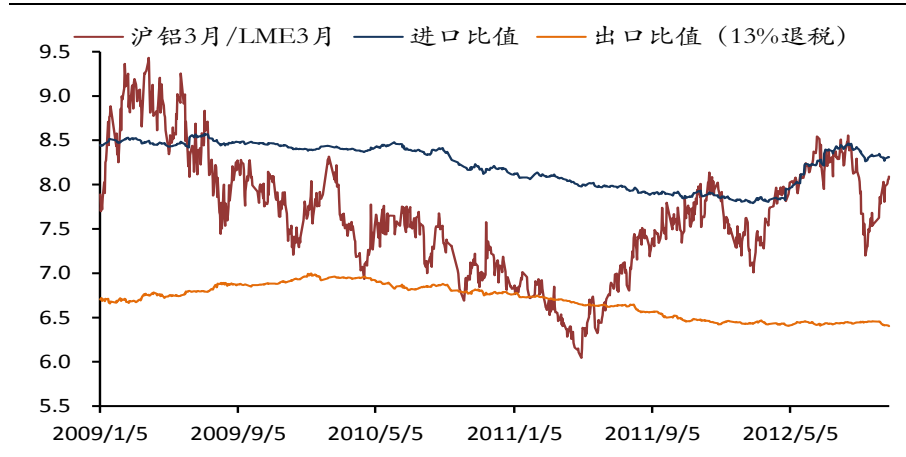
LME18 月铝远期升水幅度一度高达 200 美元以上，目前有所回落。而 LME 锌远期升水幅度增加，这也是近期 LME 锌融资库存攀升的原因。LME 铜市场则完全不同

数据来源：汤森路透、华泰长城期货投资咨询部

4、跨市正套机会增多

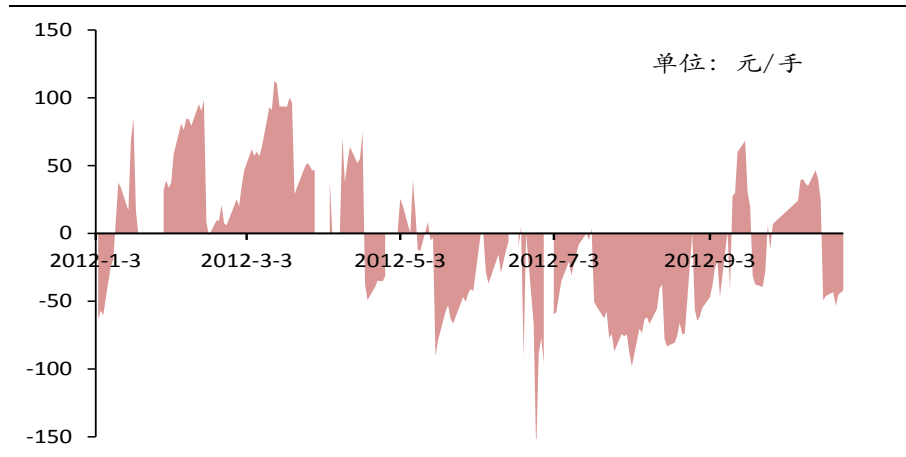
沪伦两市长期偏弱的趋势下，由于外盘波动性强于国内，两市比价上升的概率较多。10月份以来，沪伦两市比价从7.8上升至8以上，后期跨市正套的机会增多。但目前移仓有一定成本。

图表 11 沪伦两市比价及进出口比值（2009.1-2012.9）



数据来源：汤森路透、华泰长城期货投资咨询部

图表 12 沪伦两市套利移仓成本（2012.1-2012.9）



数据来源：汤森路透、华泰长城期货投资咨询部

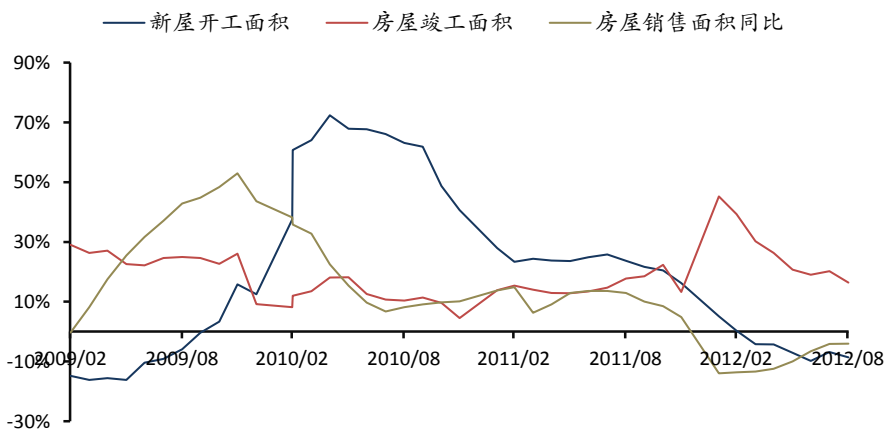
5、需求端复苏遥遥无期

最后在回顾一下电解铝行业的需求情况。从9月最新数据开来，电解铝主要的下游需求行业依然维持需求疲软的格局，未见明显恶化，却也难以看到任何起色。房地产行业各累计指标同比均略有回落，后市需求依然不被看好；而汽车销量9月虽同比减少7.3%，但主要是由于反日情绪下日本车销量减少导致，这部分需求在后市的数据当中仍会有所体现，行业整体依然维持微增长的格局；电力电缆行业9月同比增加19.26%，表现尚可。

从宏观基本面来看。中国三季度GDP增速回落至7.4%，连续7个季度增速放缓。国内主流观点认为中国经济在三季度已经见底，而目前来看，市场对此仍然存有一定质疑，对“中国需求”因素仍不乐观。美国方面，三季度GDP增长加速至2%，超过预期的1.8%和二季度的二季度GDP终值仅增长1.3%。但此轮增速增长主要源自消费者和政府支出增长强劲，以及住房市场出现改善提振，固定资产投资增速仍在放缓。这也是周五晚间基本金属在美国GDP数据公布后冲高回落的原因。

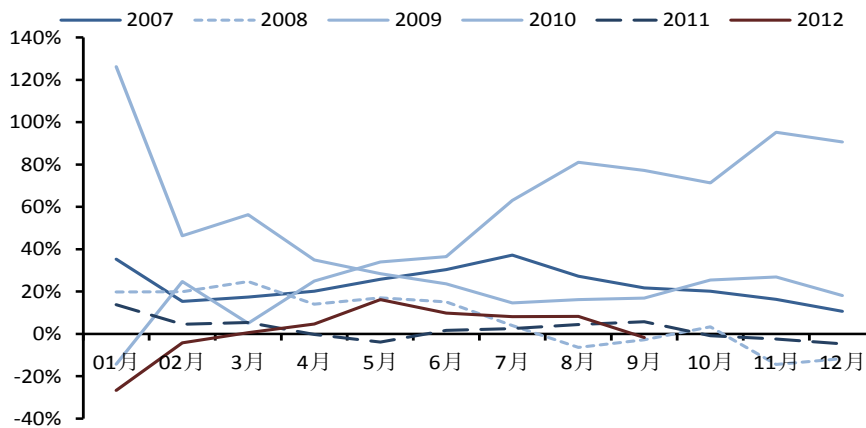
后市看来，宏观面和基本面都不支持沪铝继续走高。短期内日本央行或有的宽松政策和欧盟方面时而利好的消息可能刺激沪铝小幅反弹，但无法持续走高。操作上基本应当维持反弹抛空的思路。

图表 13 房地产行业累计月度同比数据（2009.2-2012.9）



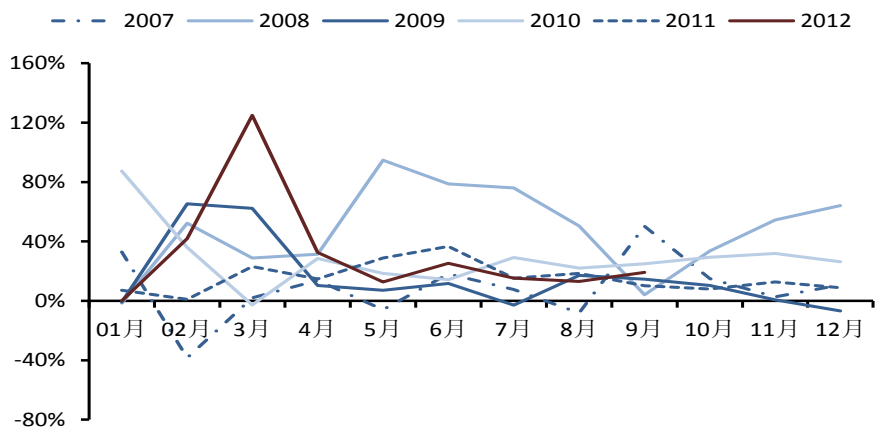
数据来源：Wind、华泰长城期货投资咨询部

图表 14 汽车销量月度同比数据（2007.1-2012.9）



数据来源：Wind、华泰长城期货投资咨询部

图表 15 电力电缆产量月度同比数据 (2007.1-2012.9)



数据来源: Wind、华泰长城期货投资咨询部

6、结论

沪铝近期走势更多的跟随基本面因素。但不论是从整体宏观基本面还是行业自身的基本面来看, 11月份都无法看到实质性的利好因素。沪铝短期虽可能在日本和欧洲方面的政策利好下有所反弹, 但基本面的悲观使得反弹无法持续。操作上应维持逢高抛空的思路, 预计波动区间在 15200-15500 元/吨。由于沪伦两市价格的持续走低, 两市比价日渐攀升, 后市可密切关注跨市套利机会的打开。

公司总部

广州市越秀区先烈中路65号东山广场东楼11层

电话: 4006280888 网址: www.htgwf.com

北京营业部

北京市朝阳区北三环东路28号易亨大厦12层1209房

电话: 010-64405616 传真: 010-64405650

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦7层01-05单元

电话: 021-68753986 传真: 021-68752700

深圳金田路营业部

深圳市福田区金田路与福中路交界东南荣超经贸中心1009

电话: 0755-23942178 传真: 0755-83252677

湛江营业部

湛江市开发区观海路183号荣基国际广场公寓25层01-08号房

电话: 0759-2669108 传真: 0759-2106021

东莞营业部

东莞市南城区胜和路华凯大厦802B室

电话: 0769-22806930 传真: 0769-22806929

佛山营业部

佛山市禅城区季华五路21号金海广场1401-1404室

电话: 0757-83809098 传真: 0757-83806983

郑州营业部

郑州市金水区未来大道69号未来公寓601、602、603、605、616室

电话: 0371-65628001 传真: 0371-65628002

南宁营业部

南宁市民族大道137号春晖花园A区办公楼1501房

电话: 0771-5570376 传真: 0771-5570372

南京营业部

南京市中山东路288号新世纪广场A座4703室

电话: 025-84671197 传真: 025-84671123

石家庄营业部

石家庄市中山西路188号中华商务中心A座1608、1611室

电话: 0311-85519307 传真: 0311-85519306

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路116号汕融大厦1210、1212号房

电话: 0754-8848857 传真: 0754-88488563

青岛营业部

山东省青岛市香港中路12号丰合广场A栋3层A户

电话: 0532-85029800 传真: 0532-85029802

韶关营业部

韶关市浈江区熏风路14号鼎禾会社201和202号

电话: 0751-8885679 传真: 0751-8221951

中山营业部

中山市石岐区兴中道6号假日广场南塔510室

电话: 0760-88863108 传真: 0760-88863109

番禺营业部

广州番禺区市桥街清河东路338号中银大厦2205、2206、2207房

电话: 020-84701499 传真: 020-84701493

惠州营业部

惠州市新岸路1号世贸中心第16层F

电话: 0752-2055272 传真: 0752-2055275

大连营业部

大连市会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2312房

电话: 0411-84807967 传真: 0411-84807267

贵阳营业部

贵阳市南明区都司路62号鸿灵-纽约纽约大厦25楼5-6号

电话: 0851-5833569 传真: 0851-5833570

深圳竹子林营业部

深圳福田区竹子林中国经贸大厦22层ABCDEFGHIJ及13层ABC

电话: 0755-83774627 传真: 0755-83774706

无锡营业部

无锡市中山路343号东方广场A栋22楼H/I/J座

电话: 0510-82728358 传真: 0510-82728913

珠海营业部

珠海市吉大海滨南路47号光大国际贸易中心2308、2309室

电话: 0756-3217877 传真: 0756-3217881

武汉营业部

武汉市汉口建设大道847号瑞通广场B座1002室

电话: 027-85487453 传真: 027-85487455

昆明营业部

昆明市人民中路169号移动通信大楼15层B座

电话: 0871-5373933 传真: 0871-5355199

宁波营业部

宁波市海曙区柳汀街230号华侨酒店二期三层8306、8308号

电话: 0574-83883688 传真: 0574-83883828

南通营业部

南通市青年中路69号4层401室

电话: 0513-89013838 传真: 0513-89013838

长沙营业部

长沙芙蓉区韶山北路159号通程国际大酒店1301室

电话: 0731-88271762 传真: 0731-88271761

成都营业部

成都市锦江区新光华街1号航天科技大厦8层806号

电话: 028-86587081 传真: 028-86587086

天津营业部

天津市河西区友谊路35号君谊大厦2-2002

电话: 022-88356381 传真: 022-88356380

杭州营业部

杭州市朝晖路203号1502室

电话: 0571-85362828 传真: 0571-85362228

免责声明

本报告仅供华泰长城期货有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的资料、工具、意见及推测仅供参考，并不构成对所述期货买卖的出价或征价。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅向特定客户传送，版权归华泰长城期货有限公司所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。