

华泰长城期货投资咨询部

☑ 许惠敏

✉ xuhuiamin@htgwf.com

☎ (021)68755929

## 黎明之前仍需耐心等待

### 报告摘要

**季度观点：**二季度末，经济增速下滑得到确认，政府表态坚定使得年内大规模投资及货币宽松几乎无望。铝价影响因素依旧集中在供给层面。尽管上半年国内外陆续传出减产消息。但内有西部新增产能投产，外有海湾产量快速扩张，行业供需格局并未能出现实质性转变。国内计划减产总量日渐可观，但行政干预过多使得市场长期信心依然难以好转。三季度沪铝仍在[14400-15000]区间底部整理，淘汰落后产能规划的推出或将为铝价带来短期提振。具体执行效果目前难有定论，铝价反弹高度仍取决于过剩产能的出清情况。

**新旧产能交替 去产能化初见启动** 随着5月经济数据出台，国内经济下滑趋势得到确认。与去年情况类似，经济疲态下需求难见太多起色，有色价格仍主要决定于供给方面。上半年以来陆续传出铝厂减产消息，5月末的有色行业会议更是号召企业抱团减产过冬。上半年以来，包括中铝在内的十几家铝厂均高调宣布计划停产，总量达210万吨左右，其中一半真正实施。与此同时，西部新增产能也在稳步的投产，行政干预下部分减产产能低调重启，长期市场信心并未有所好转。

**成本略有下降 幅度有限** 尽管沪铝已跌至14500-14600元/吨附近减产关键位，上游成本仍有松动的风险。成本降低动因主要来自氧化铝和煤炭价格走低。以氧化铝价格来看，进口氧年初至今下跌2%至2625元/吨；而国产氧化铝也随着供给宽松上半年下跌4%至2475元/吨，对应节约吨铝成本200元/吨。不过，随着国产氧化铝跌至2500元/吨左右的平均成本，三季度氧化铝继续下跌空间不大。煤炭价格走低使得西部自备电厂优势更为明显，西部投产热情不减。

**铝土矿再起波澜 年内供给无忧** 铝土矿供应问题依然集中在印尼出口政策方面。自去年9月取消出口限制措施之后，今年5月印尼方面转向重申2014年前将禁止未加工铝土矿出口。为预防年底政策变动，国内原铝厂商正在积极备货。1-4月，我国进口铝土矿累计2078万吨，创历史新高，同比增速13%。尽管印尼矿政策要在2014年才能明朗，但从国内厂商的囤货量和进口铝土矿占国内氧化铝来源比例来看，前四个月的进口量能够满足国内8个月的生产。长期资源虽面临紧缺风险，但就2013年来看，铝土矿资源依然充沛。

**经济增速下滑得到确认** 从宏观大环境讲，经济下滑已经在5月份数据当中得到确认。工业增加值累计同比年内持续低于两位数，5月增速环比更是小幅下降。CPI与PPI持续背离，PPI年内持续负增长印证了去产能化压力仍在延续。市场乐观预期也在本届政府的强硬表态和行动中逐渐回归理性。三季度，市场将继续适应经济增速下滑趋势。经济去产能化才刚有启动，下滑阵痛仍将延续。

## 目录

1、二季度沪铝低位整理.....	4
2、新旧产能交替 去产能化初见启动.....	5
3、成本略有下降 幅度有限.....	8
4、宏观增速下滑得到确认.....	10
5、三季度难脱底部 黎明仍需等待.....	12

## 图表目录

图表 1 沪伦两市铝价走势 (2012.12-2013.6) .....	4
图表 2 内盘有色走势对比 (近三月) .....	4
图表 3 2013 上半年国内铝厂减产统计 (201301-2013.6) .....	5
图表 4 国内产能过剩量统计 (截止 2013 年 6 月) .....	6
图表 5 国内电解铝现金成本 (2012) .....	6
图表 6 2013 年上半年全球 (除中国外) 铝厂减产统计 .....	6
图表 7 海湾地区电解铝产量增速 (2011.1-2013.5) .....	7
图表 8 全球电解铝产量增速 (2008.1-2013.5) .....	7
图表 9 全球电解铝现金成本 (2012) .....	7
图表 10 沪伦两市比价 (2009.1-2013.6) .....	8
图表 11 国内氧化铝价格 (2011.1-2013.6) .....	8
图表 12 澳大利亚氧化铝 CIF 价格 (2011.1-2013.6) .....	9
图表 13 国内煤炭主流价格 (2012.1-2013.6) .....	9
图表 14 国内铝土矿进口增速 (2009.1-2013.6) .....	10
图表 15 国内铝土矿渠道分布 (2012) .....	10
图表 16 国内工业增加值累计同比 (2008.2-2013.5) .....	11
图表 17 全社会用电量同比增速 (2011.1-2013.5) .....	11
图表 18 国内 CPI 与 PPI 持续背离 (2007.1-2013.5) .....	11
图表 19 SHIBOR 隔夜利率与长三角票据利率 (2012.1-2013.6) .....	12

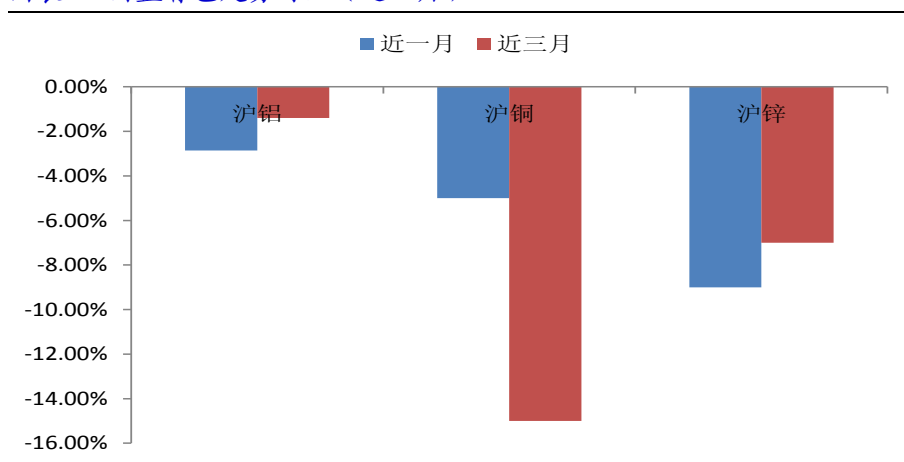
## 1、二季度沪铝低位整理

图表 1 沪伦两市铝价走势 (2012.12-2013.6)



数据来源：文华财经 华泰长城期货投资咨询部

图表 2 内盘有色走势对比 (近三月)



数据来源：文华财经 华泰长城期货投资咨询部

铝价二季度呈现宽幅震荡格局。4、5月份，沪铝持续在 14500-14600 元/吨低位整理，6月初在现货支撑和内外减产消息的提振下出现短暂反弹，万五大关始终未能突破。而长期供求格局未得到实质性转变，宏观经济下滑随着5月经济数据的公布得到确认，6月中下旬沪铝重回 14600 元/吨附近。伦铝走势与影响因素跟沪铝基本类似，二季度同样以整理为主。后市来看，沪伦两市铝价已然持续低于平均成本线，下方空间有限，而行业去产能化仍在起点，经济下滑得到确认，黎明之前仍需耐心等待。

## 2、新旧产能交替 去产能化初见启动

随着5月经济数据出台，国内经济下滑趋势得到确认。与去年情况类似，经济疲态下需求难见太多起色，有色价格仍主要决定于供给方面。上半年以来陆续传出铝厂减产消息，5月末的有色行业会议更是号召企业抱团减产过冬。持续减产信息一度缓和了市场悲观情绪，铝价在6月初走出一波小幅反弹。然而，截止6月底，不论是从减产幅度，还是预期新增产能来看，电解铝行业供求格局仍未得到实质性转变。

根据亚洲金属网的统计，2013年上半年以来，包括中铝在内的十几家铝厂均高调宣布计划停产，总量达210万吨左右，其中一半真正实施。与此同时西部新增产能也在稳步的投产。据安泰科统计，今年国内新增产能约在450万吨，西部产能就有330万吨，上半年实际投产200万吨。2012年中国原铝需求约2145万吨，考虑今年7%的增速，2013年新增需求量在150万吨。假设目前宣布减产的产能完全执行，年内产能仍然过剩90万吨。

尽管从计划减产量上来看，似乎行业即将看见曙光。令人失望的是，年初部分高调减产的产能在获得当地政府资助后低调复产。以广西百色银海铝业为例，2月份实施减产13万吨之后，在得到当地政府补助之后预计9月份将重启产能。行政干预下，减产之路难以顺利推进。

图表 3 2013 上半年国内铝厂减产统计 (201301-2013.6)

	企业	减产状态	规模 (万吨)
2013年2月	广西百色银海铝业	2月实施，9月份重启	13
	商电铝业	计划实施 (8月份预计实施完毕)	12
2013年3月	江苏大屯铝业	已实施	5
	曲靖铝业	已实施	15
	郑州龙祥铝业	已实施	6
	银海实业	已实施	19
	河南鑫旺	已实施	3.8
	林州市林丰铝电	已实施	8
2013年4月	汉江丹江口铝业	已实施	5
	陕西铜川	已实施	11.5
2013年6月	鑫恒集团	计划实施	12
	中铝	计划实施	38
	云南铝业	计划实施	15
	中孚实业	其中2.6万吨已实施	8
	华东铝业	计划实施	7
	伊川电力	计划实施	10
	中电投	计划实施	27.8
总量			216

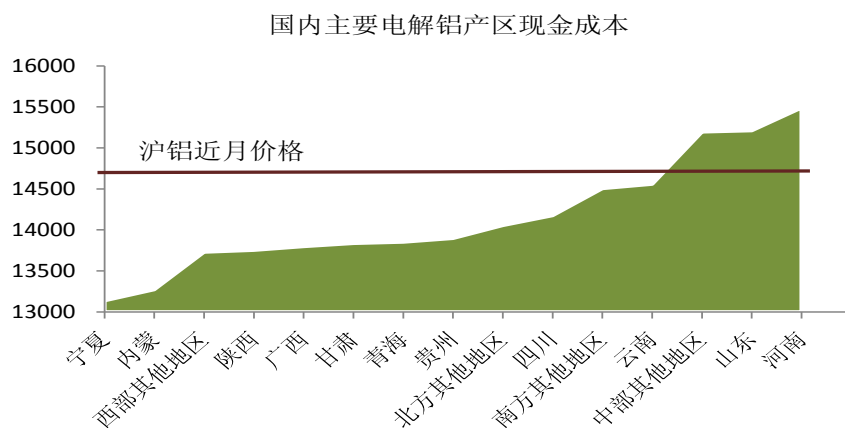
数据来源：亚洲金属网、网络搜索、华泰长城期货投资咨询部

图表 4 国内产能过剩量统计 (截止 2013 年 6 月)

新增产量	450
减产产量(截止 6 月底)	(210)
新增需求量	(150)
过剩量	90

数据源：亚洲金属网、华泰长城期货投资咨询部

图表 5 国内电解铝现金成本 (2012)



数据源：华泰长城期货投资咨询部

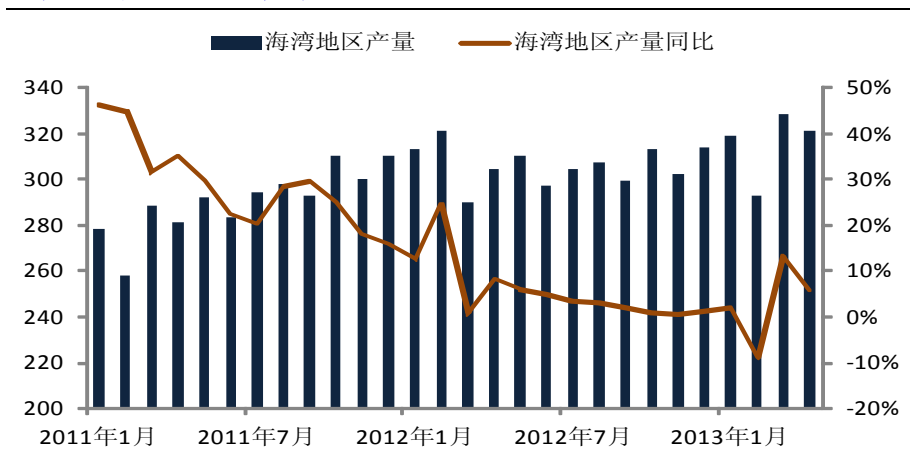
全球铝市近况与国内类似，3 月以来，包括美铝、俄铝在内高调减产，但海湾地区新增产能增速同样不容小觑。根据公开信息统计，年内除中国外全球原铝减产幅度约 110 万吨。与此同时，海湾地区产能迅速扩张，美铝在沙特阿拉伯的 Maaden 新炼厂已于去年 12 月开始投产，设计年产 74 万吨；俄铝年产 58.8 万吨的 Boguchansk 铝厂预计年内投产。全球原铝产量增速自去年的小幅回落后今年增速逐渐恢复到正值。其中海湾地区产量增速更是由去年的 5% 左右向两位数逼近。

图表 6 2013 年上半年全球 (除中国外) 铝厂减产统计

减产企业	持续期	规模 (万吨)
美国世纪铝业-霍斯维尔铝厂	2013年8月开始	24.4
印度国家铝业	2013年5月至煤炭供应恢复	10
美铝-魁北克拜科莫	2013年8月开始	10.5
俄铝		50
波斯尼亚Alumini j Mostar	6月已开始	16
总量		110.9

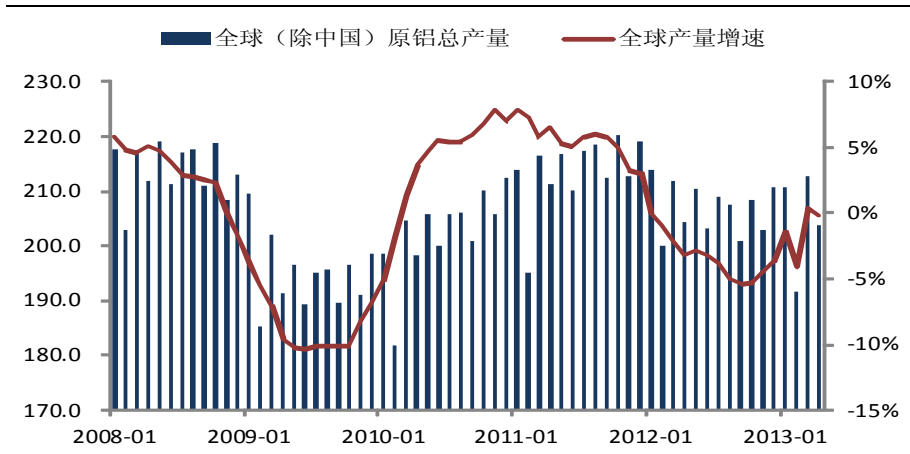
数据源：亚洲金属网、网络搜索、华泰长城期货投资咨询部

图表 7 海湾地区电解铝产量增速 (2011.1-2013.5)



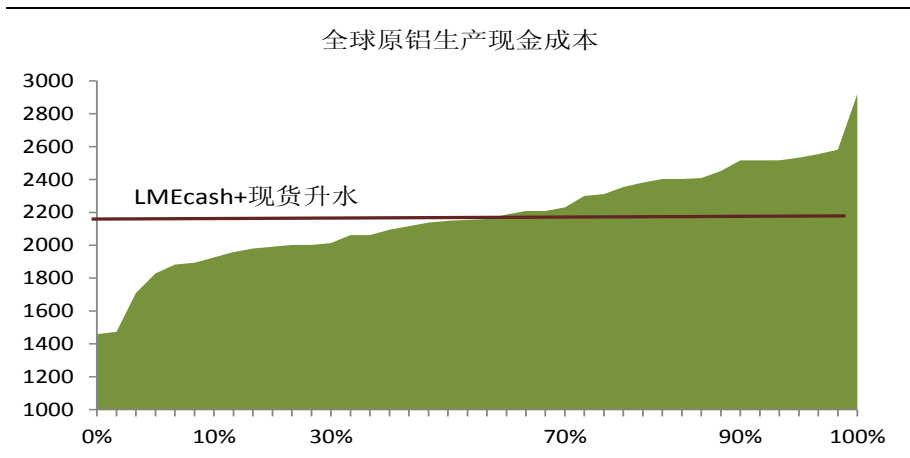
数据源: IAI、华泰长城期货投资咨询部

图表 8 全球电解铝产量增速 (2008.1-2013.5)



数据源: IAI、华泰长城期货投资咨询部

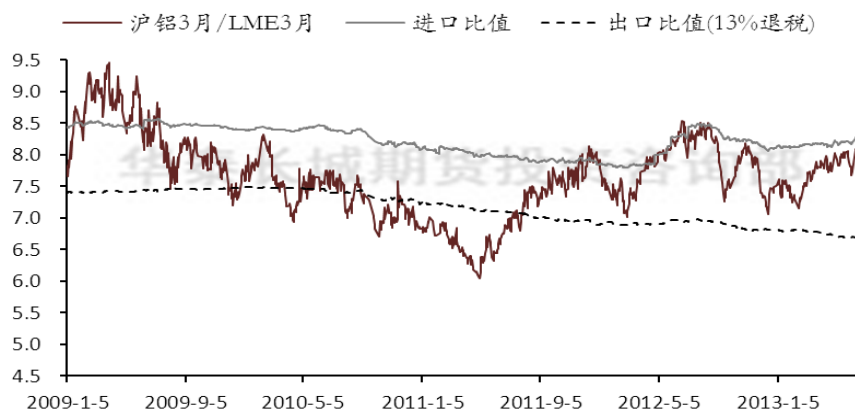
图表 9 全球电解铝现金成本 (2012)



数据源: 挪威海德鲁、华泰长城期货投资咨询部



图表 10 沪伦两市比价 (2009.1-2013.6)



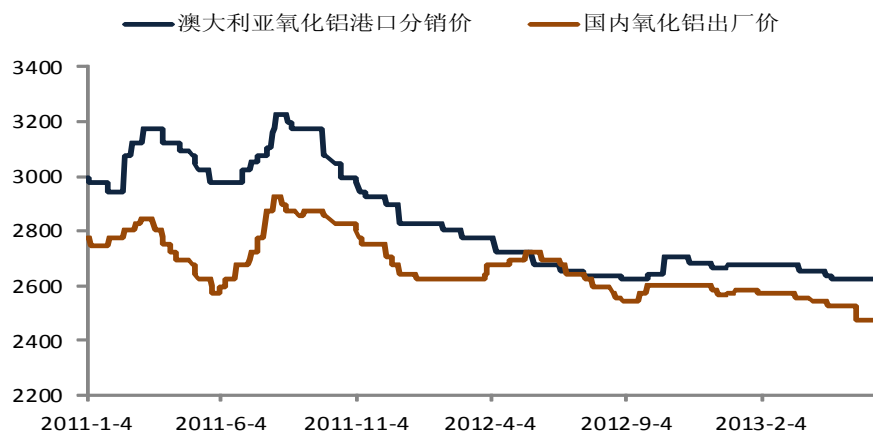
数据源：路透、华泰长城期货投资咨询部

两市比价随着沪伦铝价跌至低位而徘徊于进口盈利线下方。鉴于两市铝价均已低于平均现金成本，下方空间不大，三季度比价多在高位整理，正套机会或偶有出现。

### 3、成本略有下降 幅度有限

尽管沪铝已跌至 14600 元/吨附近减产关键位，上游成本仍有松动的风险。这一点，似乎可以从目前宏观 PPI 与 CPI 的背离可以得到印证。成本降低动因主要来自氧化铝和煤炭价格走低。以氧化铝价格来看，进口氧化铝受 LME 持续走低价格回落，年初至今下跌 2% 至 2625 元/吨；而国产氧化铝也在今年供给相对宽松的抑制下持续走低，年初至今下跌 4% 至 2475 元/吨，对应节约吨铝成本 200 元/吨。不过，随着国产氧化铝跌至 2500 元/吨左右的平均成本，三季度价格继续下跌空间不大。

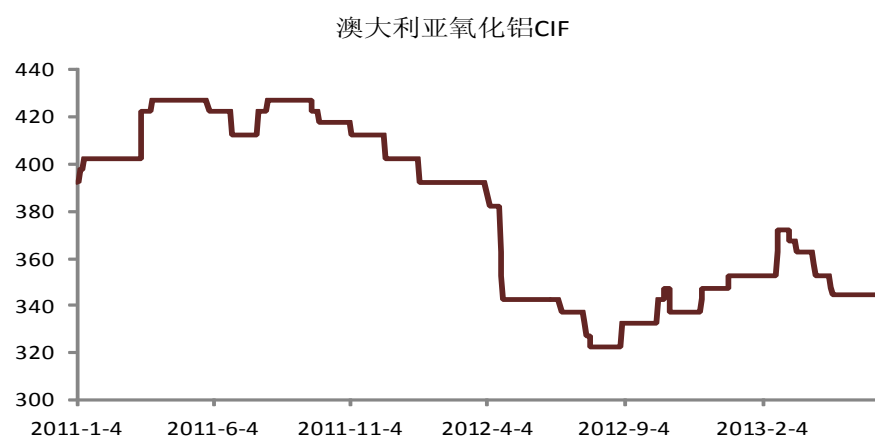
图表 11 国内氧化铝价格 (2011.1-2013.6)



数据源：亚洲金属网、华泰长城期货投资咨询部



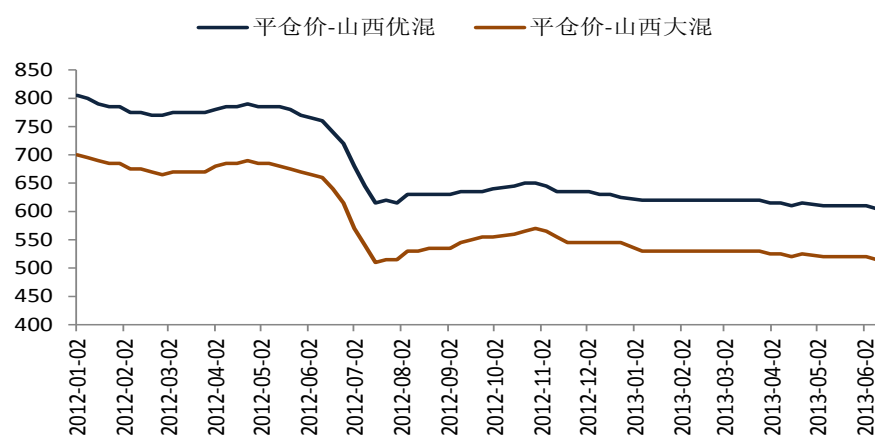
图表 12 澳大利亚氧化铝 CIF 价格 (2011.1-2013.6)



数据源：亚洲金属网、华泰长城期货投资咨询部

继去年煤炭价格遭受重创后，今年上半年继续下跌。煤炭资源的丰富刺激原先受限的自备电厂急速投产。据调研了解，受益于煤炭价格大跌，部分西部铝厂电力价格较去年年初下跌 0.03 元/度，节约吨铝成本 400 元/吨。不过，能够获得如此优势的企业尚在少数，目前对国内整体成本线并不太大影响。

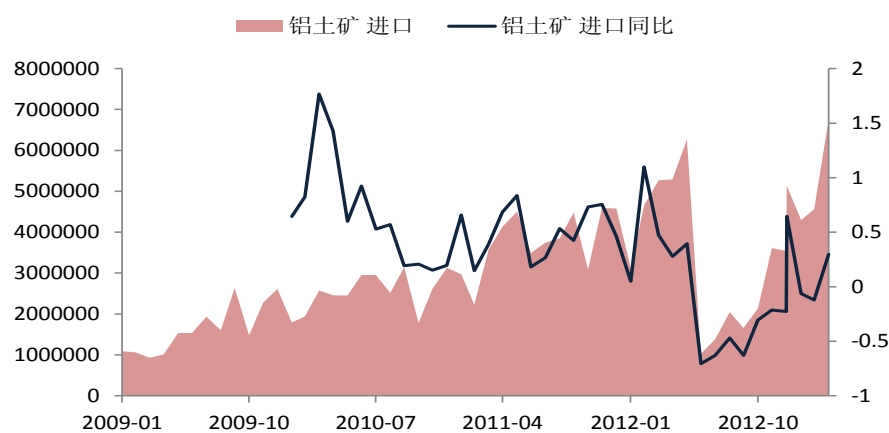
图表 13 国内煤炭主流价格 (2012.1-2013.6)



数据源：Wind、华泰长城期货投资咨询部

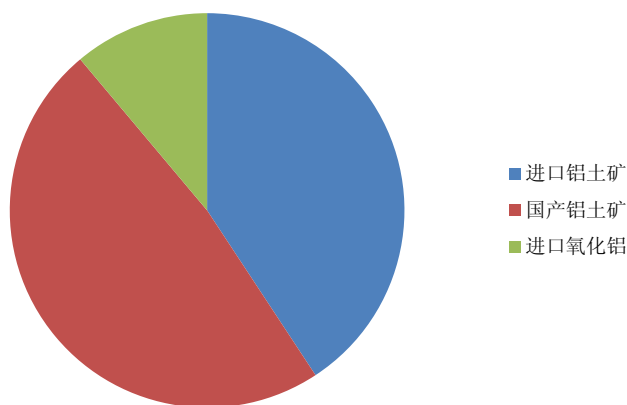
铝土矿资源端 5 月再起波澜。铝土矿供应问题依然集中在印尼出口政策方面。自去年 9 月取消出口限制措施之后，今年 5 月印尼方面转向重申 2014 年前将禁止未加工铝土矿出口。从年内我国铝土矿进口量飙升可以判断，为预防年底政策变动，国内原铝厂商正在积极备货。1-4 月，我国进口铝土矿累计 2078 万吨，创历史新高，同比增速 13%。尽管印尼矿政策要在 2014 年才能明朗，但从国内厂商的囤货量和进口铝土矿占国内氧化铝来源比例来看，前四个月的进口量能够满足国内 8 个月的生产。长期资源虽面临紧缺风险，但就 2013 年来看，铝土矿资源依然充沛。

图表 14 国内铝土矿进口增速 (2009.1-2013.6)



数据源: Wind、华泰长城期货投资咨询部

图表 15 国内铝土矿渠道分布 (2012)



数据源: 挪威海德鲁、华泰长城期货投资咨询部

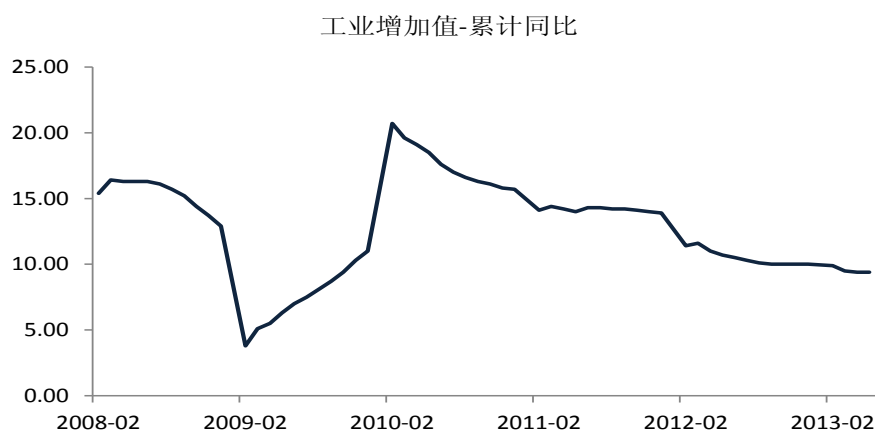
#### 4、宏观增速下滑得到确认

而从宏观大环境讲,经济下滑已经在5月份数据当中得到确认。工业增加值累计同比年内持续低于两位数,5月增速环比更是小幅下降。5月用电量同比增速由4月7%回落至5%,考虑去年基数已然偏低,经济增速下滑态势相对明朗。CPI与PPI持续背离,PPI年内持续负增长印证了去产能化压力仍在延续。

市场乐观预期也在本届政府的强硬表态和行动中逐渐回归理性。经济数据回归印证政府对经济增速放缓容忍度提高,大规模投资预期落空;从资金市场来看,财政存款上缴、贸易融资、以及各类理财产品的整治使6月流动性异常紧张。而央行依然保持银根不宽松,从央行态度来看,年内降准、降息几乎无望。

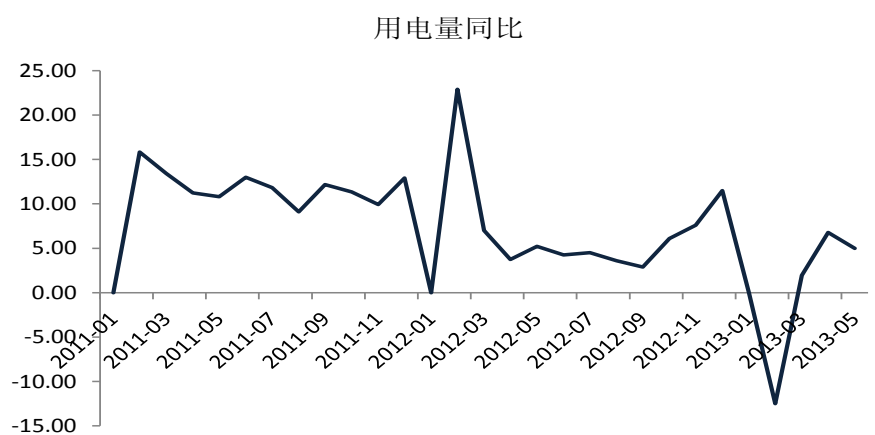
三季度,市场将继续适应经济增速下滑趋势。经济去产能化才刚有启动,经济下滑阵痛仍将延续。

图表 16 国内工业增加值累计同比 (2008.2-2013.5)



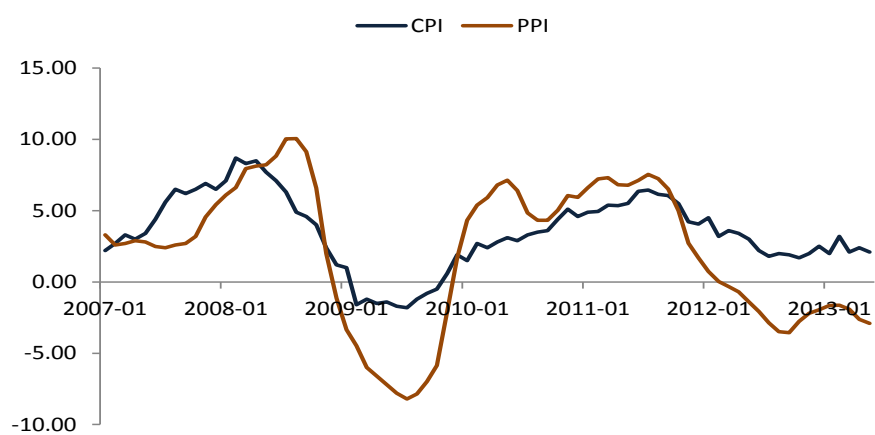
数据来源: Wind、华泰长城期货投资咨询部

图表 17 全社会用电量同比增速 (2011.1-2013.5)



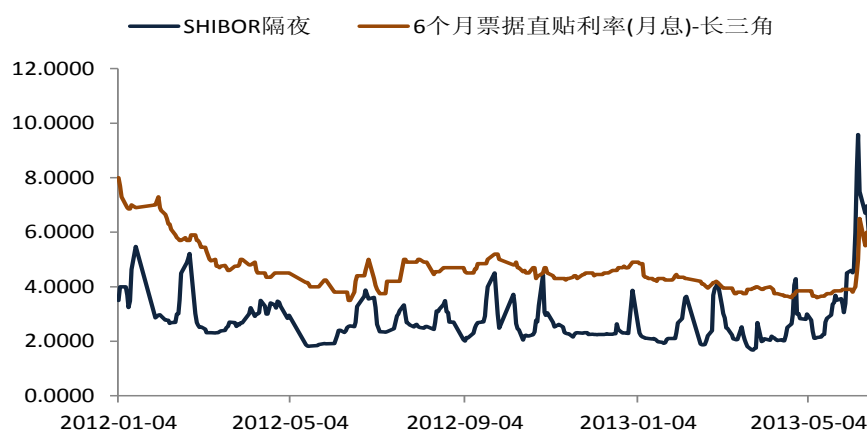
数据来源: Wind、华泰长城期货投资咨询部

图表 18 国内 CPI 与 PPI 持续背离 (2007.1-2013.5)



数据来源: Wind、华泰长城期货投资咨询部

图表 19 SHIBOR 隔夜利率与长三角票据利率 (2012.1-2013.6)



数据来源: Wind、华泰长城期货投资咨询部

## 5、三季度难脱底部 黎明仍需等待

二季度末, 经济增速下滑得到确认, 政府表态坚定使得年内大规模投资及货币宽松几乎无望。铝价影响因素依旧集中在供给层面。尽管上半年国内外陆续传出减产消息。但内有西部新增产能投产, 外有海湾产量快速扩张, 行业供需格局并未能出现实质性转变。国内计划减产总量日渐可观, 但行政干预过多使得市场长期信心依然难以好转。三季度沪铝仍在[14400-14900]区间底部整理, 淘汰落后产能规划的推出或将为铝价带来短期提振。具体执行效果目前难有定论, 铝价反弹高度仍取决于过剩产能的出清情况。

**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

**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

**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

**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

**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

**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

**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

**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

**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

**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。