

华泰长城期货投资咨询部

☑ 许惠敏

✉ xuhuiamin@htgwf.com

☎ (021)68755929

铝价下方空间逐渐打开

报告摘要

三季度沪铝走势乏味，行业转型缓慢推进，期价匍匐不前。国内电解铝月度产量增速虽在放缓，但1-8月累计产量依然维持在10%以上，下游房地产需求也是不温不火。行业基本面无刺激点，沪铝在所谓成本支撑下维持[14150-14550]之间窄幅波动。14200元/吨高成本区停开工临界点始终未能有效跌破。展望四季度，动力煤上市或为沪铝揭开成本面纱，沪铝有望开启一轮跌势；外盘铝市同样偏空，QE退出或与LME仓库规则修改共同压制伦铝。

沪铝探至14150元/吨低位无法继续下行的阻力源自“电力成本高企”、“行业60%面临亏损”等市场共识。电力成本占电解铝总成本30%-40%，是铝价成本中最为关键的部分。由于国内发电成本一直不透明，以往分析中多采用电网销售电价来指代电解铝用电成本。但从实际情况来看，上述计算方式存在失实。考虑自备电力后的真实用电成本表明，国内铝价现金成本仅在[13500-13700]元/吨。

动力煤下游需求中70%集中在发电。随着市场对电解铝上游关键成本认知的加深，产能过剩格局下电力成本的降低将会更快反应在下游期铝价格上。若煤电铝一体化产业结构能够在期市中复制，沪铝将跌破14200元/吨这条虚假的成本线，向[13500-13700]元/吨一线靠拢。除此之外，动力煤上市还或将为铝市提供一些对冲套利机会。作为所谓“电老虎”行业，铝价与动力煤之间的产业链套利或有可能。

伦铝四季度主要焦点集中在QE、美国财政赤字及LME仓储规则修改的问题。跟踪关键指标7月以来走势，LME规则修改利空作用或已开始显现。若QE如期开始退出，短端利率抬升和仓储规则修改将共同打压中长期铝价。不过，规则修订对铝市的利空也并非一蹴而就。2009年以来兴起的铝市融资库存相当于在全球原铝供需之间设立一个蓄水池。若上述利空逻辑开始推演，全球现货铝升水减少将迫使铝厂亏损扩大，从而部分抵消仓储规则的利空效用。

1、行业缓慢转型 期价匍匐不前

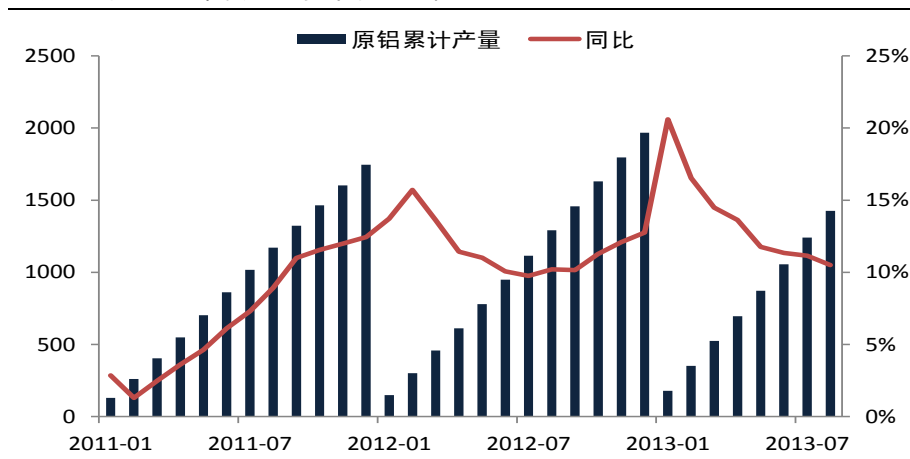
图表 1：三季度沪铝走势



数据源：文华财经、华泰长城期货投资咨询部

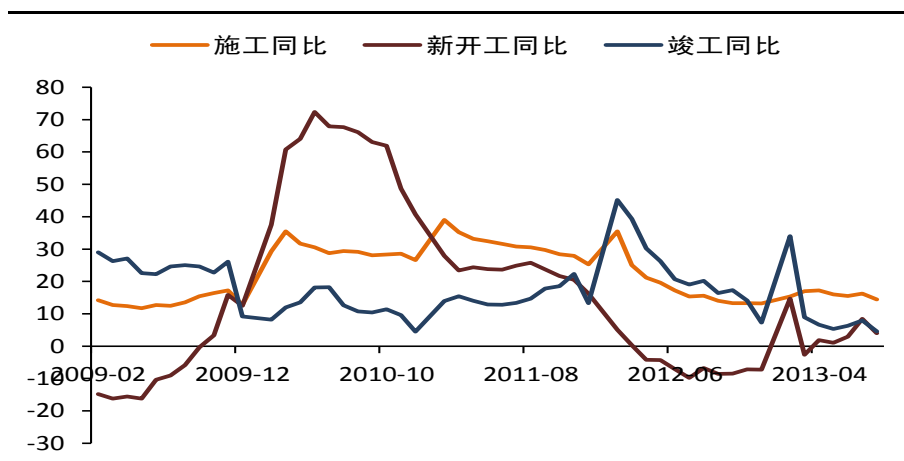
三季度沪铝走势乏味，行业转型缓慢推进，期价匍匐不前。月度产量增速虽在放缓，但1-8月累计新增产量依然维持在10%以上高位，下游房地产需求也是不温不火。铝土矿问题虽似有波澜，但短期对行业供给难以形成冲击。行业基本面无刺激点，沪铝在所谓成本支撑下维持[14150-14550]之间窄幅波动。14200元/吨高成本区停开工临界点始终未能有效跌破。展望四季度，动力煤上市或为沪铝揭开成本面纱，沪铝有望开启一轮跌势；外盘铝市同样偏空，QE退出或与LME仓库规则修改共同压制伦铝。

图表 2：国内电解铝产量累计增速仍有 10%



数据源：Wind、华泰长城期货投资咨询部

图表 3: 下游房地产不温不火



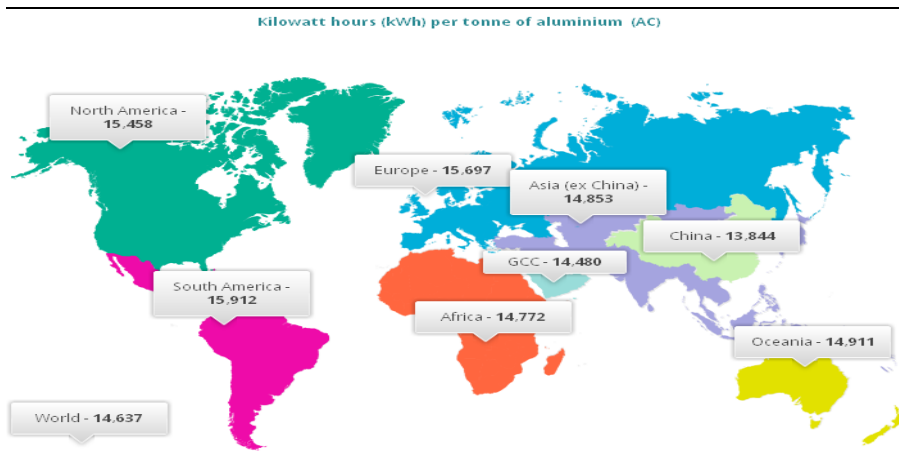
数据源: Wind、华泰长城期货投资咨询部

2、动力煤上市助力铝价回归真实成本线

沪铝探至 14150 元/吨低位无法继续下行的阻力源自“电力成本高企”、“行业 60%面临亏损”等市场共识。电力成本占电解铝总成本 30%-40%，是铝价成本中最为关键的部分。由于国内发电成本一直不透明，以往分析中多采用电网销售电价来指代电解铝用电成本。市场普遍认为，目前国内电解铝企业平均电力成本在 0.47 元/度，以吨铝耗电量 14000 度来计算，国内吨铝平均成本在 15500 元/吨。而考虑 1100-1300 元/吨能够维持生产的最大吨铝亏损幅度，对应沪铝现金成本支撑线在 [14200-14400] 元/吨。

但从实际情况来看，上述计算方式存在两方面的失实。首先，根据 IAI 统计，随着国内铝厂的技术改进，2012 年吨铝耗电量已经由上文中的 14000 度/吨降至 13844 度/吨。更为重要的是，随着西部低成本产能的扩张和高成本区自备电厂的启动，国内电解铝企业实际电力成本正在不断降低。电网销售电价已经不能真实反映国内企业的实际成本。

图表 4: 全球电解铝吨铝能耗 (2012)



数据源: IAI、华泰长城期货投资咨询部

根据 KTIC 的统计，随着西部新建产能投放及高成本区自备电厂的开启，国内电解铝自备电厂占比已经超过 60%。而自备电厂较电网销售电价一般低 0.1-0.2 元/度。随着近两年煤炭价格的持续走软，电解铝成本压力有所缓解。根据 KTIC 的统计，以动力煤平均价格计算，年内以来国内自备电厂综合发电成本降低 0.05 元/度，对应节约吨铝成本 700 元/吨。

图表 5：国内主要动力煤综合发电价（2013.1-2013.6）

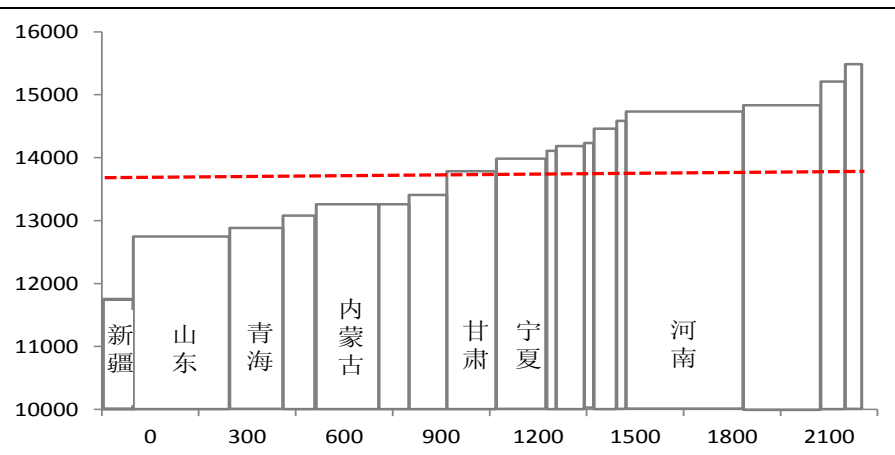
	环渤海动力煤均价 (元/吨)	内蒙5500K坑口 (元/吨)	新疆5500K坑口 (元/吨)	标准煤耗 (克/千瓦时)	综合发电成本(市场煤) 元/千瓦时	综合发电成本(内蒙) 元/千瓦时	综合发电成本(新疆) 元/千瓦时
2013年1月	630	385	185	318	0.375	0.240	0.115
2013年9月	540	370	185	318	0.321	0.230	0.115

*考虑过网费后，实际用电成本会比发电成本高0.03-0.12 元/千瓦时

数据源：KTIC、华泰长城期货投资咨询部

在考虑企业自备电厂成本降低因素后，国内电解铝平均总成本仅有 14800 元/吨，对应现金成本在 [13500-13700] 元/吨。

图表 6：国内电解铝实际现金成本分布（2013）



数据源：高盛、华泰长城期货投资咨询部

动力煤下游需求中 70%集中在发电。随着市场对电解铝上游关键成本认知的加深，产能过剩格局下电力成本的降低将会更快反应在下游期铝价格上。若煤电铝一体化产业结构能够在期市中复制，沪铝将跌破 14200 元/吨这条虚假的成本线，向 [13500-13700] 元/吨一线靠拢。除此之外，动力煤上市还或将为铝市提供一些对冲套利机会。作为所谓“电老虎”行业，铝价与动力煤之间的产业链套利有可能。

3、关注 LME 仓储修改的利空影响

三季度以来，随着美铝、俄铝减产幅度的扩大，除中国外全球铝市基本面未见恶化。8 月俄铝宣布将其年内产能缩量由 3 月份的 30 万吨扩大至 35.7 万吨。但 LME 仓库中显性库存就有 530 万吨之多，上游减产对铝价刺激甚微。

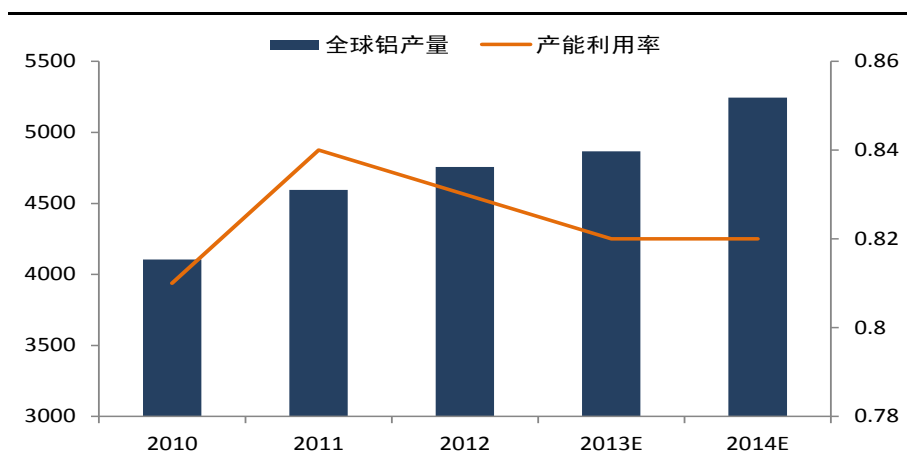
伦铝四季度主要焦点集中在 QE、美国财政赤字及 LME 仓储规则修改的问题。目前市场多

预期，9月FOMC会议上将开始QE退出，但幅度仍有变数；而LME仓储规则修改条款虽在10月才能正式确定，但预计框架不会较7月建议稿有太多变化。

跟踪关键指标7月以来走势，LME规则修改利空作用或已开始显现。美国中部及欧盟现货铝升水较6月底累计下跌约35元/吨至247.5美元及231美元。LME库存总量及取消仓单量同步大幅流出，取消仓单量较6月底累计降幅达14%。现货升水、库存及取消仓单数据均在暗示，LME仓储规则修订对铝市的影响已经悄然发生。若9月QE如期开始退出，短端利率抬升和仓储规则修改将共同打压中长期铝价。

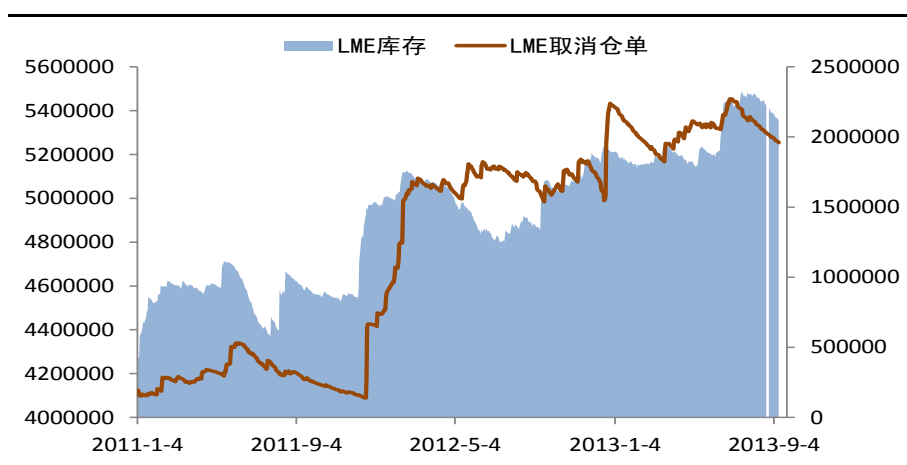
不过，规则修订对铝市的利空也并非一蹴而就。2009年以来兴起的铝市融资库存相当于在全球原铝供需之间设立一个蓄水池。融资库存部分需求的锁定使得在供给过剩的格局下，现货价格维持高升水，原铝厂商亏损压力减小。以9月中旬LME铝价1800美元/吨计算，全球原铝亏损企业高达60%，但加上近250美元/吨的现货升水之后，实际亏损比例仅有40%。若上述利空逻辑开始推演，假设全球现货铝升水继续减少至100元/吨，全球将有50%的铝厂面临亏损。铝厂减产的扩大将使得仓储规则的利空效用打折扣。

图表7：全球原铝产量及产能利用率（2010-2014E）



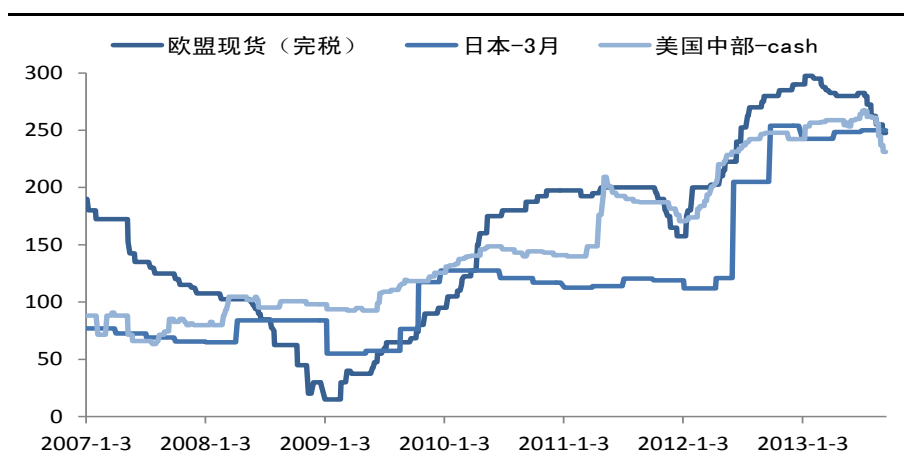
数据源：CRU、华泰长城期货投资咨询部

图表8：LME铝库存及取消仓单下滑（2011.1-2013.9）



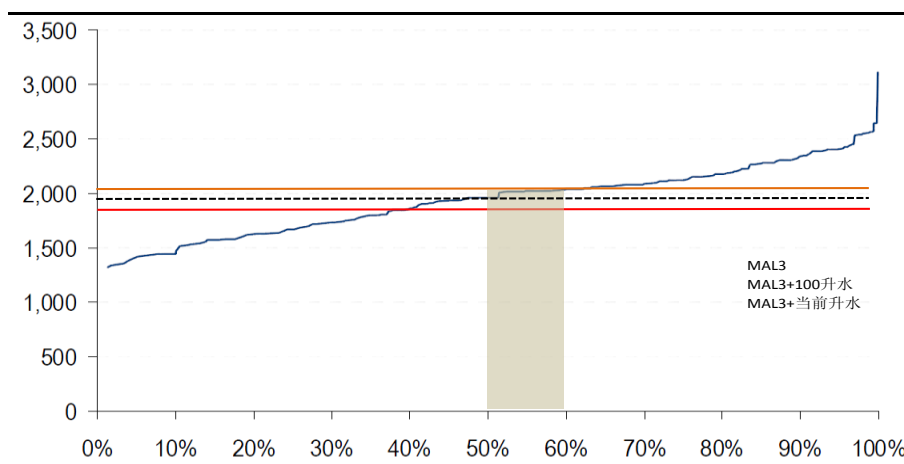
数据源：汤森路透、华泰长城期货投资咨询部

图表 9: 全球铝市主要现货升水下滑 (2007.1-2013.9)



数据源: 彭博、华泰长城期货投资咨询部

图表 10: 全球原铝现价成本线 (2013)



数据源: CRU、华泰长城期货投资咨询部

综上, 在经历三季度基本面僵化之后, 9 月末即将上市的动力煤合约或将揭开沪铝成本面纱。一旦上游能源与下游铝价形成联动, 沪铝重心将逐渐下移至[13500-13700]元/吨的现实现金成本区间。而伦铝四季度影响因素集中在 QE 退出和 LME 仓储规则的修订。后者的利空影响自 7 月以来或已悄然推进。若 QE 如期退出, 双重利空因素共振下, 伦铝后市将继续下行。

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。