

华泰长城期货投资咨询部

✉ 肖兰兰

✉ xiaolanlan@htgwf.com

☎ (021)68755929

沪铝震荡，重心略有下移

- 电解铝行业的产能过剩痼疾难除，产能扩张的速度远远快于产能淘汰的速度，并且在产能扩张中伴随着一个新的特征：配套的自备电厂降低了生产成本。今年国内西部的电解铝产能迅速扩张，8-10月的三个月期间，电解铝新增并已投放的产能达到283万吨，特别是新疆地区产能扩张相当迅速，新产能的扩张区域主要集中在新疆、青海、甘肃等地区，特别是新疆地区发展速度惊人，预计2013年末新疆电解铝产能将增加90万吨左右。
- 产能西迁的重要原因是西部自备电厂降低了生产成本，使得依赖于自备电厂而生产出来的电解铝是有一定盈利性的，而电解铝又具有低进入壁垒的特征，所以尽管国家将电解铝行业列为淘汰落后产能的重点行业以缓解产能过剩，但是利益的驱使下，该痼疾根本上难以祛除。对近期铝价成本进行核算我们发现，如果电解铝企业无自备电厂，其目前的成本大概在14900元/吨，也就是说这部分企业处于亏损的状态，而拥有自备电厂的企业电力成本会相应降低0.2元/度左右，以市场平均水平来看，2012年全国自备电厂比例大概在57-58%，由此可得铝价成本仅有13725元/吨左右，2013年随着拥有自备电厂的产能扩张，这一成本将继续下行。因此未来市场将充斥低成本电解铝，这势必会对铝期货价格有所打压。
- LME铝期货价格并不是消费者的实际需求价格，而是持货商们将铝注册到最便宜仓库所需仓单的价格，由于LME的仓储成本要远远高于铝的运输成本，因此，LME仓库可能仅仅是一个能够提供透明度的平台，某地LME库存量或许与当地现货市场的买卖需求有所脱节。另外将铝现货价与LME仓库的出货排队等候时间相比较发现，虽然09年前后排队时间出现分水岭，但这两个时间段与铝现货价几乎都没有相关性。从定价模式来看，铝现货价格是在LME期货价格的基础上加上现货溢价，市场的供应越少，需求方购买现货所需付出的溢价就越高。由此看来，LME仓储规则的修改在短时间所造成的社会供应量增加，或许仅仅将风险转移到现货溢价，对铝期货价格的影响不大。
- 综上所述，笔者认为进入11月份，宏观偏暖，下游需求季节性复苏所带来的铝价弱势上行已基



本进入尾声，从微观层面来看，期涨现不涨的局面已经限制了铝价进一步上行的空间；而从宏观层面来看，10月新订单项 PMI 出现环比下降，下游需求略有疲弱，而本人也认为金九银十之后，季节性的复苏将有所消退，相应的对铝价的提振作用有限；另外产能过剩仍旧是电解铝行业的主旋律，8月份以来快速扩张的新增产能更是雪上加霜，同时新一轮的产能过剩伴随的一个特征是：电解铝制造成本下行，铝期货价格有不断向成本收敛的可能。

然而笔者不否认10月 PMI 的好于预期会给市场带来提振作用，十八届三中全会的召开也有一定的政策红利，另外11月份新疆等地区进入冬季，雨雪天气的发生或将带来一定的运输障碍，相应地提高运输成本或者造成现货供应紧张局面，综合以上因素，笔者认为本月沪铝将维持震荡行情，建议箱体操作区间为【14200，14510】。



目录

1.行情回顾：沪铝季节性反弹	4
2.四季度产能密集西迁，自备电厂降成本	5
3.原材料需求旺盛，铝土矿进口屡创新高	6
4. LME 仓储规则修改，铝价或无太大风险	8
5. 小结	9



1.行情回顾：沪铝季节性反弹

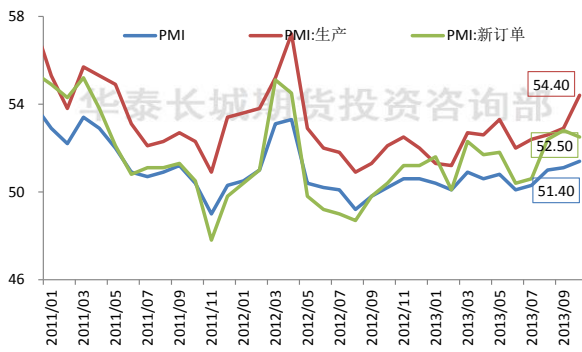
10月初美国政府关门并没有对沪铝形成重大利空，反而在该事件中可以确定美联储不可能自10月底开始缩减QE规模，美政府重启后的不济经济数据也说明这一点，特别是9月非农就业数据落至14.8万人，导致FOMC议息会议前，铝期货价格出现连续攀升。中国方面，基本面出现季节性好转，9月房地产市场有所回暖，9月房地产开发投资累计同比增速为19.7%，较8月上行0.4个百分点，新开工面积累计同比7.3个百分点，同比大增3个百分点；汽车方面，9月汽车行业“金九”发力，当月产量207.14万吨，同比增速达17.45%；而宏观方面，10月官方PMI连续4个月回升且创18个月以来高点，最终录得51.4，高于市场预期，其中生产活动指数连续5个月反弹，而新订单指数方面却出现回落，下游需求有所疲弱。关注微观价格，原铝现货价格自8月底以来一直较期货价格维持升水状态，至9月底，厂商出于备货需求，基差最高曾经达到370元/吨，然而随着期价自9月份以来的上行，10月份企稳震荡，两者的价差出现不断缩小，目前期现价差在40元/吨左右，这种期涨现不涨的现象制约了铝期货价格的上行空间。

图1 沪铝主力期价走势



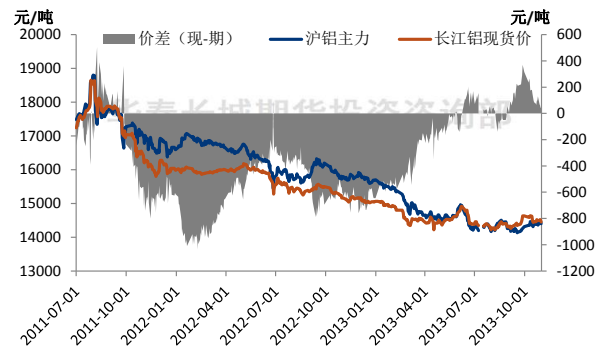


图 2 官方 PMI



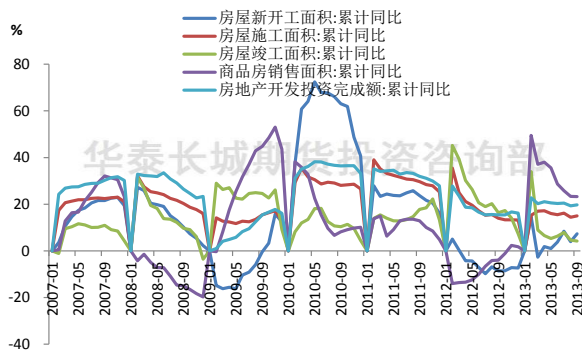
数据来源：国家统计局，华泰长城投资咨询部

图 3 沪铝期现价差



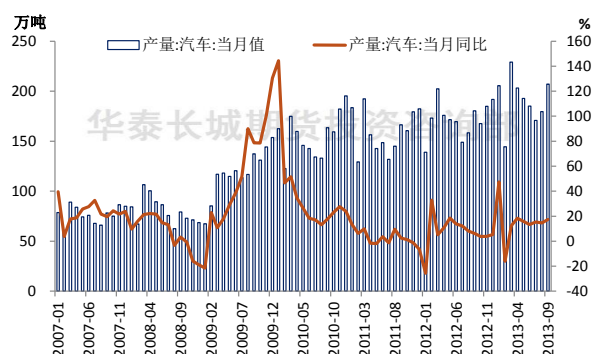
数据来源：华泰长城投资咨询部

图 4 房地产市场运行情况



数据来源：华泰长城投资咨询部

图 5 汽车当月产量及同比



数据来源：华泰长城投资咨询部

2.四季度产能密集西迁，自备电厂降成本

电解铝行业的产能过剩痼疾难除，产能扩张的速度远远快于产能淘汰的速度，并且在产能扩张中伴随着一个新的特征：配套的自备电厂降低了生产成本。

2013年9月，国内原铝产量创历史新高，达到186万吨，同比增长9.85%。尽管工信部自6月份开始公布了第三批淘汰落后产能名单，电解铝企业赫然在列，但目前为止仅有26万吨的电解铝产能遭到淘汰，实为九牛一毛。而相反，今年国内西部的电解铝产能迅速扩张，8-10月的三个月期间，电解铝新增并已投放的产能达到283万吨，特别是新疆地区产能扩张相当迅速，新产能的扩张区域主要集中在新疆、青海、甘肃等地区，特别是新疆地区发展速度惊人，预计2013年末新疆电解铝产能将增加90万吨左右。

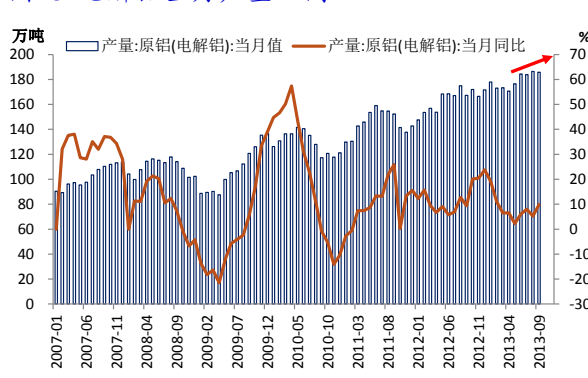


表 1 2013年8-10月新增并投产产能

	公司	新增产能 (万吨)	是否有自备电厂
2013年8月	甘肃东兴铝业	90	有
	浙江华东铝业	-7	
	新疆天山铝业	3.15	
2013年9月	新疆嘉润	10	建设中, 年底完成
	新疆其亚	20	配套电厂11月运行
	重庆天泰	4	
	宁夏秦毅实业	50	
	黄河鑫业	2.5	
2013年10月	新疆信发	55	配套电厂9月启动
	新疆嘉润	15	
	青海物产	5	
	甘肃东兴铝业	10	配套电厂将到位 (100%)
	青海金恒水电	12	
	新疆神火	13	配套电厂同步运行
合计		282.65	

数据来源: 华泰长城投资咨询部

图 6 电解铝当月产量及同比



数据来源: 华泰长城投资咨询部

产能西迁的重要原因是西部自备电厂降低了生产成本, 使得依赖于自备电厂而生产出来的电解铝是有一定盈利性的, 而电解铝又具有低进入壁垒的特征, 所以尽管国家将电解铝行业列为淘汰落后产能的重点行业以缓解产能过剩, 但是利益的驱逐下, 该痼疾根本上难以祛除。对近期铝价成本进行核算我们发现, 如果电解铝企业无自备电厂, 其目前的成本大概在 14900 元/吨, 也就是说这部分企业处于亏损的状态, 而拥有自备电厂的企业电力成本会相应降低 0.2 元/度左右, 以市场平均水平来看, 2012 年全国自备电厂比例大概在 57-58%, 由此可得铝价成本仅有 13725 元/吨左右, 2013 年随着拥有自备电厂的产能扩张, 这一成本将继续下行。因此未来市场将充斥低成本电解铝, 这势必会对铝期货价格有所打压, 未来随着铝价的持续下行, 这种结构性的盈利或许会逐渐消失。

表 2 原铝生产成本核算

原材料	价格	系数	成本 (无自备电厂)	成本 (完全自备电厂)	成本 (2012年自备电比例)
电耗	0.51	13844	7060.44	4291.64	5887.58
氧化铝	2475	1.95	4826.25	4826.25	4826.25
阳极	3500	0.5	1750	1750	1750
氟化铝	7000	0.03	210	210	210
冰晶石	5200	0.01	52	52	52
人工和折旧	1000	1	1000	1000	1000
总成本			14898.69	12129.89	13725.83

数据来源: 华泰长城投资咨询部

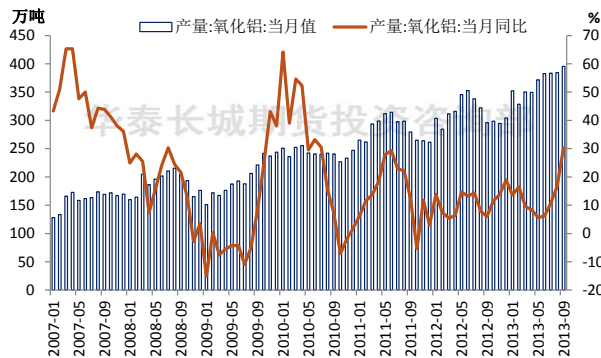
3.原材料需求旺盛, 铝土矿进口屡创新高

新增的产能扩张形成对原材料的大量需求。2013 年 9 月氧化铝产量 395 万吨, 同比增速 30%; 然而即使如此, 也难以跟上原铝的生产速度, 9 月氧化铝进口量也放量大增, 达 45 万吨, 同比虽有缩量, 但环比来看, 9 月氧化铝进口是上月的 3.1 倍。监测澳大利亚氧化铝 FOB 价格, 我们也会发现国内对氧化铝的需求: 澳大利亚氧化铝 FOB 自 9 月以来从底部开始回调, 10 月这种趋势仍在持续,



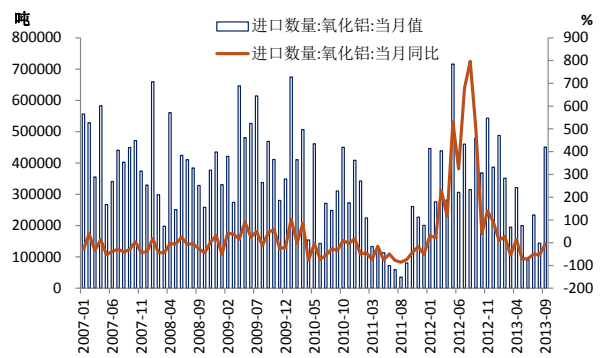
预计原铝新增产能将进一步推动氧化铝进口量的增加。

图 7 氧化铝当月产量及同比



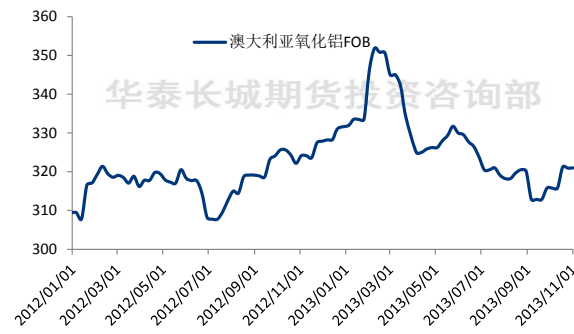
数据来源：华泰长城投资咨询部

图 8 氧化铝当月进口量及同比



数据来源：华泰长城投资咨询部

图 9 澳大利亚氧化铝 FOB

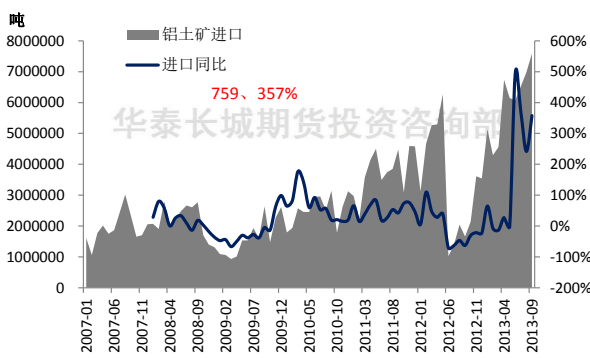


数据来源：华泰长城投资咨询部

氧化铝的主要原料——铝土矿对外依存度大概在 50% 左右。9 月份铝土矿进口 759 万吨，同比增速达到了 358%。铝土矿进口量的惊人增速与以下三个因素有关。首先，氧化铝对进口铝土矿的需求具有不可替代性。进口铝为三水铝土矿，而国产矿主要为一水硬铝土矿，其加工成本很大，因此氧化铝厂商多偏好于进口矿；其次，根据季节性需求，每年 9 月份氧化铝厂商会有一个补库行为；最后一个因素是印尼的出口政策，自 2014 年开始，印尼政府将对铝土矿的出口征收 20% 的出口税，为了规避进口成本的增加，氧化铝厂商有了提前备货的需求。然而笔者认为铝土矿的巨量进口不可持续，首先从资金面来看，往年进口铝土矿库存可用月数集中在 2-3 个月，而自今年以来，库存可用月数累计攀升至 6-7 个月，如此高的进口矿库存给氧化铝企业带来沉重的资金压力，后期对铝土矿的进口或将减少。其二，季节性因素，10 月份是铝土矿进口的年度低点；其三，目前的氧化铝企业已经在积极的拓宽在澳大利亚的进口渠道，为明年印尼结束对中国出口铝土矿作准备，我们可以看到，9 月份澳大利亚进口占比增加 4.15 个百分点至 21.49%；而从印尼进口占比仅增加 3.4 个百分点。

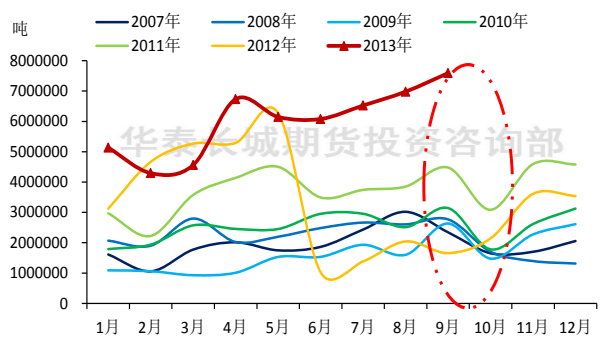


图 10 铝土矿当月进口及同比



数据来源：华泰长城投资咨询部

图 11 铝土矿当月进口季节性表现



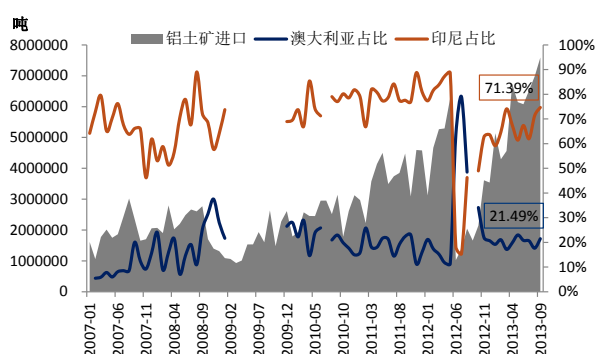
数据来源：华泰长城投资咨询部

图 12 铝土矿库存可用月数



数据来源：华泰长城投资咨询部

图 13 铝土矿进口之来源国



数据来源：华泰长城投资咨询部

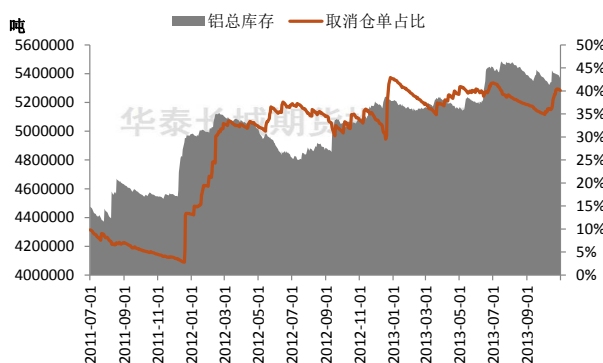
4. LME 仓储规则修改，铝价或无太大风险

10月31日LME总库存531.05万吨，注销仓单215.48万吨，注销仓单占比为40.58%。10月18日LME已就仓储规则的修改做出决定，若7月份的修改意见得到支持，那么排队天数在100以上的仓库将加快出货速度，该消息公布当日，铝价小幅上行。

判断规则修改对铝期货价格的长期影响，要从LME仓库与现货市场的关系出发。LME铝期货价格并不是消费者的实际需求价格，而是持货商们将铝注册到最便宜仓库所需仓单的价格，由于LME的仓储成本要远远高于铝的运输成本（图15中，铝的仓储成本仅为运输成本的0.24倍），因此，LME仓库可能仅仅是一个能够提供透明度的平台，某地LME库存量或许与当地现货市场的买卖需求有所脱节。另外将铝现货价与LME仓库的出货排队等候时间相比较发现，虽然09年前后排队时间出现分水岭，但这两个时间段与铝现货价几乎都没有相关性（图16）。



图 14 LME 库存及取消仓单占比



数据来源：高盛，华泰长城投资咨询部

图 15 LME 仓储成本远低于运输成本

S/T = Storage cost to transportation cost ratio

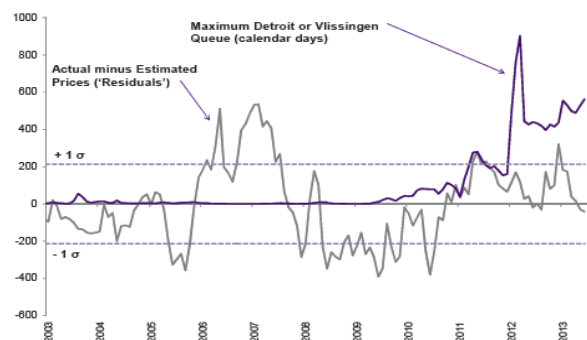
Commodity*	Storage cost (\$/month)	Transportation cost (\$/100 miles)	S/T
Silver (oz)	0.01	0.30	0.03
Gold (oz)	0.04	0.30	0.13
Corn (Bushel)	0.05	0.30	0.17
Wheat (Bushel)	0.05	0.30	0.17
Soybean (Bushel)	0.05	0.30	0.17
Copper (MT)	2.10	8.75	0.24
Aluminum (MT)	2.10	8.75	0.24
Nickel (MT)	2.10	8.75	0.24
Zinc (MT)	2.10	8.75	0.24
Lead (MT)	2.10	8.75	0.24
Tin (MT)	2.10	8.75	0.24
Cotton (Bale)	3.50	2.00	1.75
Thermal (MT)	3.75	2.00	1.88
Crude oil (Barrel)	0.38	0.11	3.31
NYMEX Nat. gas (mmbtu)	0.96	0.29	3.33
UK NBP (mmbtu)	0.45	0.11	4.22

* For base metals we use an estimate of current off exchange warehouse rents

数据来源：高盛，华泰长城投资咨询部

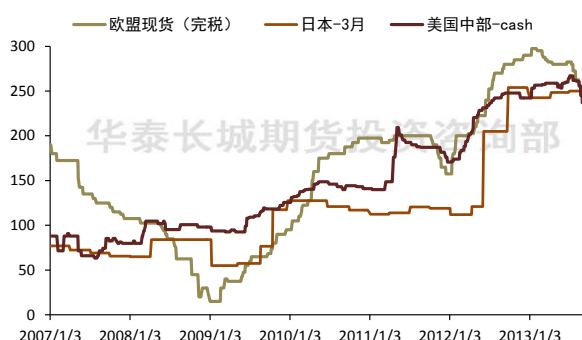
本质上来讲，铝现货价格是与基本面紧密挂钩的，然而从定价模式来看，铝现货价格是在 LME 期货价格的基础上加上现货溢价，市场的供应越少，需求方购买现货所需付出的溢价就越高。由此看来，LME 仓储规则的修改在短时间所造成的社会供应量增加，或许仅仅将风险转移到现货溢价，对铝期货价格的影响不大。监测 7 月以来欧洲、亚洲和美洲的现货升贴水，欧洲现货（完税）升贴水从 282.5 美元/吨降至 245 美元/吨，美国中部现货升水亦从 267 美元/吨降至 225 美元/吨，日本现货 CIF 也略有下调。

图 16 铝价与 LME 最大铝仓库的排队天数无关



数据来源：高盛，华泰长城投资咨询部

图 17 各地区现货升贴水



数据来源：华泰长城投资咨询部

5. 小结

笔者认为进入 11 月份，宏观偏暖，下游需求季节性复苏所带来的铝价弱势上行已基本进入尾声，从微观层面来看，期涨现不涨的局面已经限制了铝价进一步上行的空间；而从宏观层面来看，10 月新订单项 PMI 出现环比下降，下游需求略有疲弱，而本人也认为金九银十之后，季节性的复苏将有所消退，相应的对铝价的提振作用有限；另外产能过剩仍旧是电解铝行业的主旋律，8 月份以来快速扩张的新增产能更是雪上加霜，同时新一轮的产能过剩伴随的一个特征是：电解铝制造成本下行，



铝期货价格有不断向成本收敛的可能。

然而笔者不否认10月PMI的好于预期会给市场带来提振作用，十八届三中全会的召开也有一定的政策红利，另外11月份新疆等地区进入冬季，雨雪天气的发生或将带来一定的运输障碍，相应地提高运输成本或者造成现货供应紧张局面，综合以上因素，笔者认为本月沪铝将维持震荡行情，重心略有下移，建议箱体操作区间为【14200，14510】。

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。