

铝锭社会库存拐点或现，关注期铝反向套利机会

核心点

一、去产能+需求好转带动铝消费，社会库存低带动现货升水及近月对远月升水。

二、库存拐点是否出现。

- 1、原料（铝土矿、氧化铝）供应充足。（进口+产量）
- 2、电解厂利润空间大，投产复产积极性高。（利润变化、新增产能、开工率）
- 3、下半年需求放缓（房地产、汽车）

三、合约选择及入场点位

四、风险点

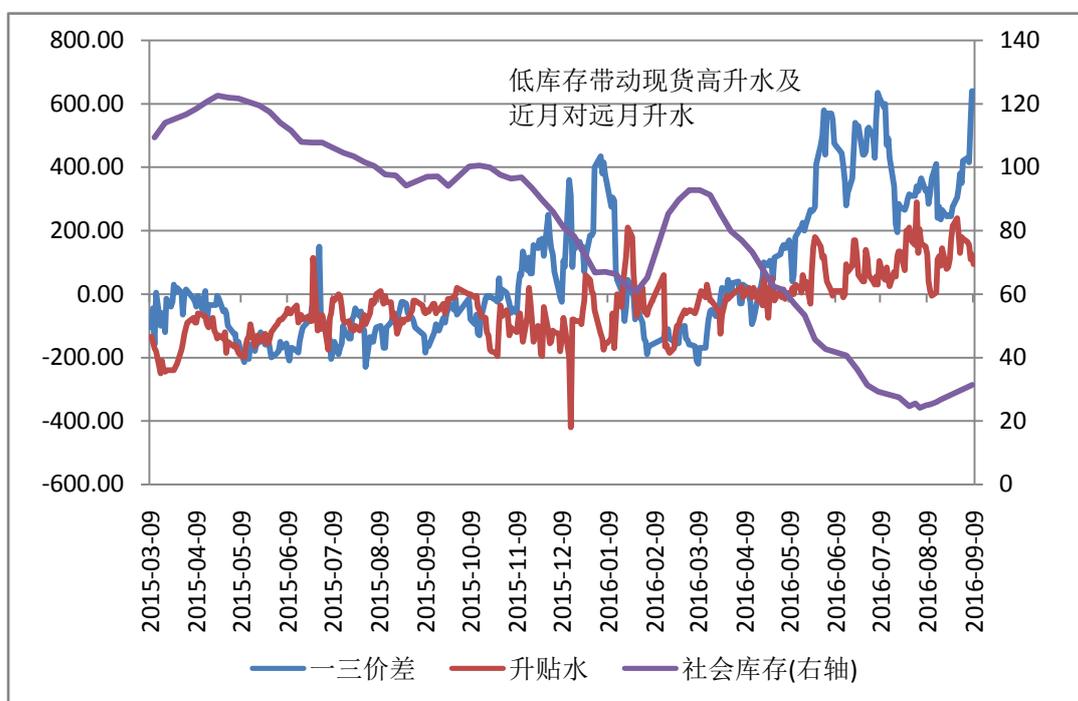
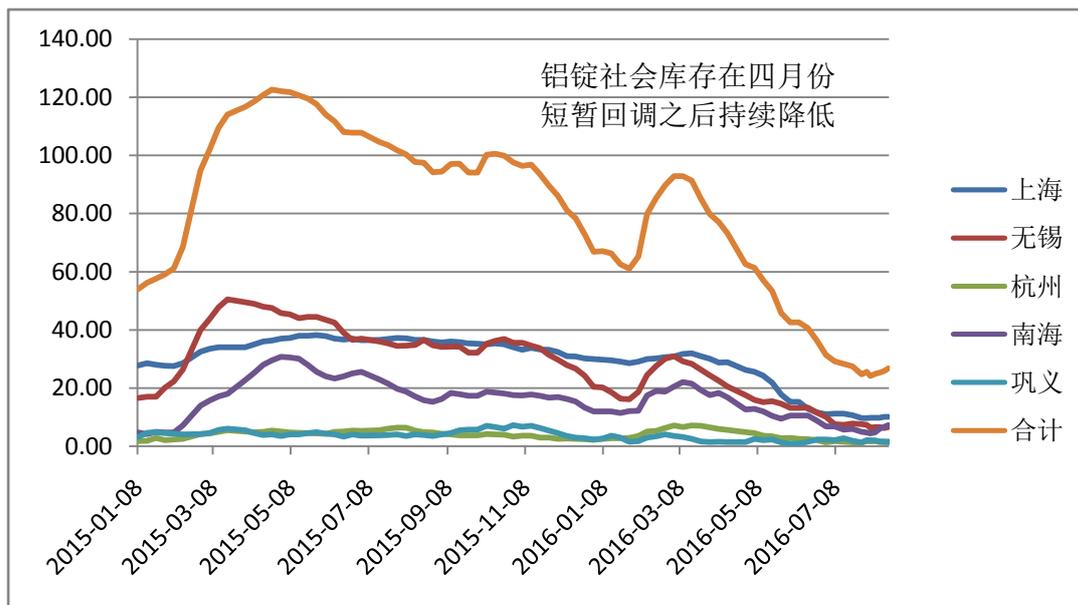
社会库存继续下跌

一、需求改善，现货社会库存一路走低。

2015 年末在供应侧改革的背景下，国内铝业通过一系列改革措施逐步化解了供应过剩压力，铝价止跌回升。进入 2016 年以后，下游需求好转，铝终端消费高速增长，特别是房地产和汽车行业。数据显示，2016 年 1-7 月国内房地产铝材消费量约为 700 万吨，同比增长 10.5%；1-7 月汽车用铝 189.1 万吨，同比增长 9%。而同期原铝供应（产量+净进口）1801.81 万吨，同比减少 1.97%。在供给收缩和下游需求好转的带动下，铝行业走出了一波较大的牛市，沪铝指数 2015 年末最低点 9600 到 2016 年 4 月最高点 13010，涨幅达到 35.5%。



一般而言，电解铝厂产出主要包括铝水和铝锭。在需求较好的情况下，产出以铝水为主，便于控制成本；而在需求较差的情况下，产出以铝锭为主，便于储存和运输。2016 年上半年随着需求回暖，电解厂逐步提高铝水产量，减少铝锭产出。数据显示，6 月国内电解铝产量 265 万吨左右，其中铝水产量达 185 万吨，占比约 70%。在用铝需求大的地区，如山东、山西、河南，铝水占比达 90% 以上。铝锭产出减少，导致市场现货短缺，铝社会库存持续走低。截止 2016 年 9 月 8 日，全国主要城市铝锭库存合计 31.4 万吨，与年初的 67 万吨相比下降 53.13%，与去年同期的 97.4 万吨相比下降 67.76%。



在低库存的带动下，现货铝逐步由贴水转为升水格局，同时带动期铝近月相对于远月出现升水。

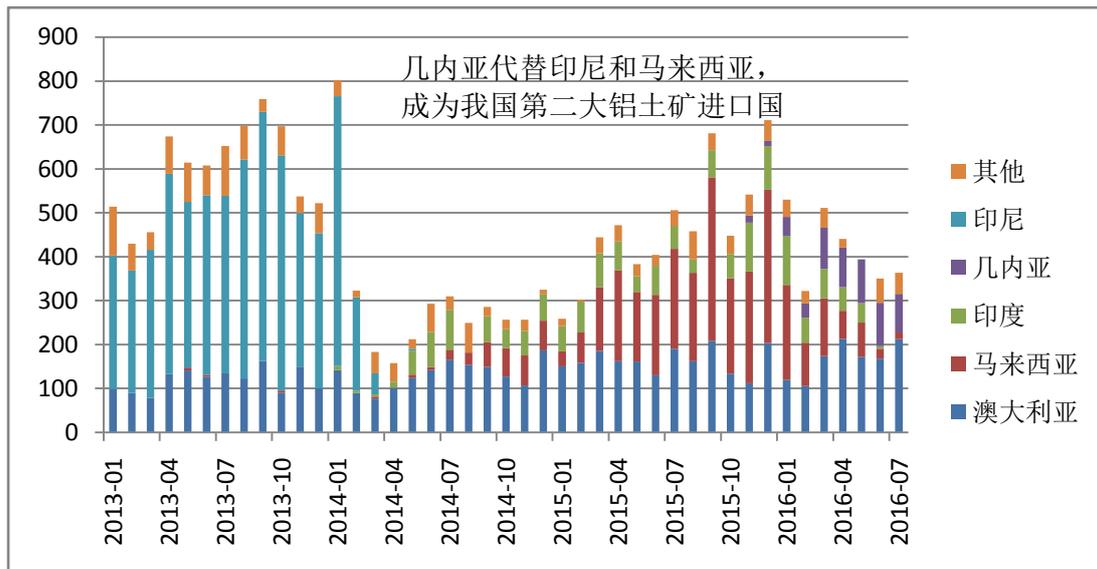
特别是进入四月份以后，铝社会库存一路走低，现货升水一度达到 200 点以上，连一连三价差一度达到 500 个点以上。后市场对电解铝产能复苏的预期加大，升水幅度有所缓解。进入 9 月份以后，社会库存回升至 30 万吨左右，一三价差再次扩大至 500 点以上。

二、库存拐点是否出现

1、铝土矿供应充足。

印尼原矿出口禁令和马来西亚的开采禁令虽一定程度上影响到我国的铝土矿供应，但澳大利亚、几内亚的进口有效弥补了印尼和马来西亚的缺口。2016 年 7 月我国铝土矿进口 363.42 万吨，同比减少 28.2%，1-7 月累计进口铝土矿 2882 万吨，同比增加 4.47%。其中澳大利亚 7 月进口量 212.61 万吨，同比上涨 11.82%，1-7 月累计进口量 1165 万吨，同比上涨 2.43%，累计占比 40.42%；几内亚 7 月进口量 87.38 万吨，1-7 月累计进口量 545 万吨，累计占比 18.91%，

而去年同期我国尚未进口几内亚铝土矿。



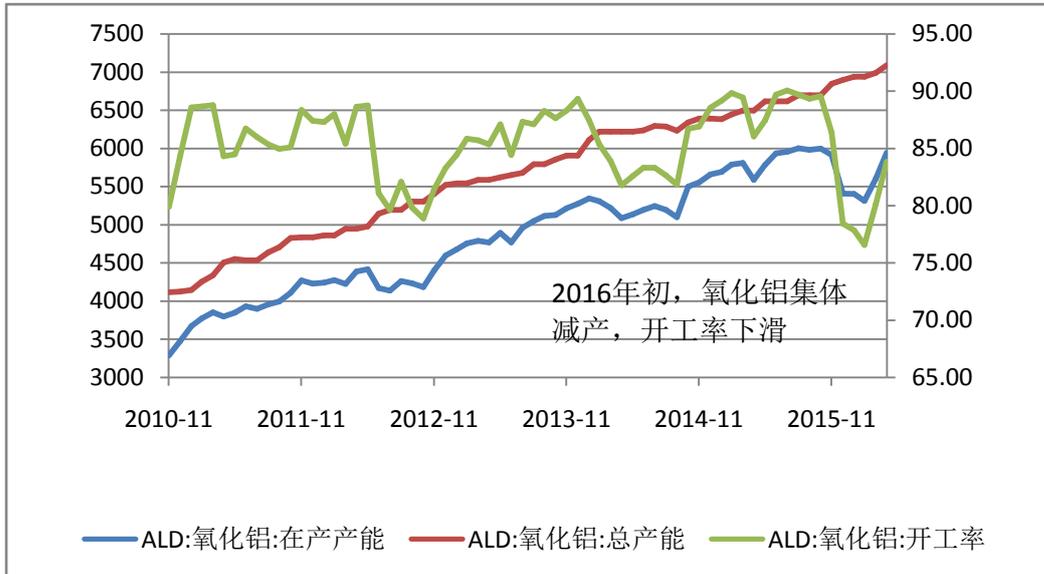
7月份单月进口量虽有所下降，但全年累计进口仍有所增加。且从目前来看，未来铝土矿供应仍以宽松为主。首先，我国从几内亚进口的铝土矿全部来源于“中国赢联盟”（由新加坡韦立、烟台港集团、中国宏桥集团、几内亚 UMS 公司组成），计划 2016 年出矿 1000 万吨，2017 年 2000 万吨，2018 年 2500-3000 万吨，目前完成了 2016 全年计划的 54.5%。其次，从 2014 年初至今，澳大利亚一直是我国最大的铝土矿进口国，未来我国从澳大利亚的进口量不太可能出现大幅度萎缩。

2、氧化铝供应充足

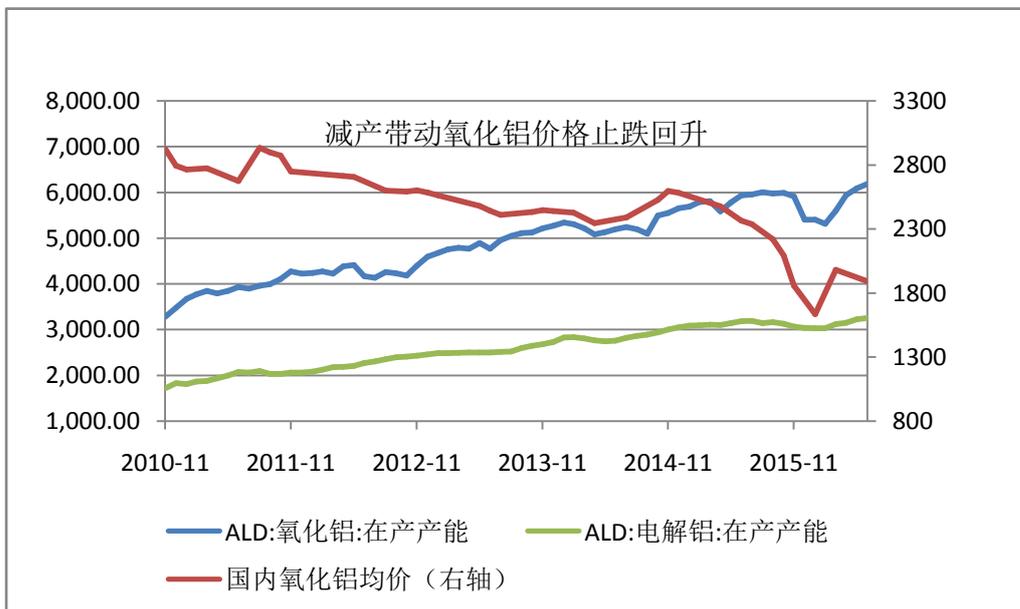
2015 年底铝价跌破 10000 元/吨，几乎所有电解铝在产产能都处于亏损状态。上游氧化铝行业也经历着产能过剩的阵痛，氧化铝价格一路走低。至 2015 年底国内氧化铝均价低至 1600 元/吨，与 2015 年初 2500 元/吨相比下跌近 40%。在供给侧改革的背景下，2016 年初国内氧化铝企业大面积减产，致使开工率跌破 80%。



在削减产能和铝价上涨的提升下，氧化铝价格止跌反弹。至 2016 年 5 月底国内氧化铝均价达到 2000 元/吨附近，上涨近 25%。同时带动氧化铝产能复苏，开工率直线上升，2016 年 5 月国内氧化铝企业开工率 85.72%，连续上涨 5 个月。

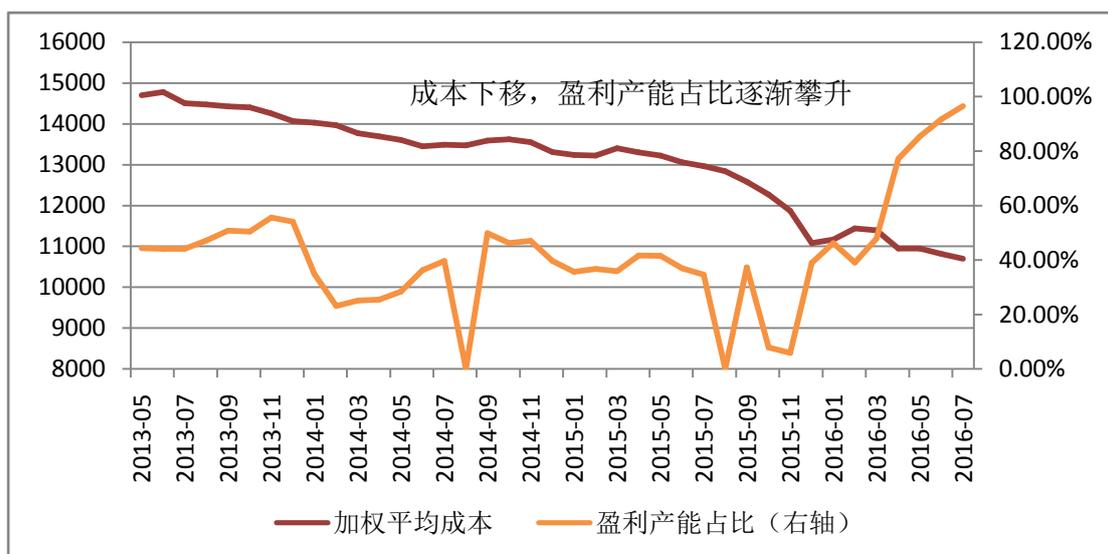


我们预计后市氧化铝供应将持续宽松。首先，下游电解厂利润持续改善，投产积极性强，对氧化铝需求有进一步提升，在上游铝土矿供应充足的前提下，国内氧化铝产能出现大幅减产的可能性不高；其次，目前大部分氧化铝企业均有其配套的电解生产线，将氧化铝作为产品向外销售的比例越来越低。在这样的情况下，氧化铝产能更多受到下游铝价和电解铝产能的影响，氧化铝价格下跌对氧化铝产量的打压作用并不明显。

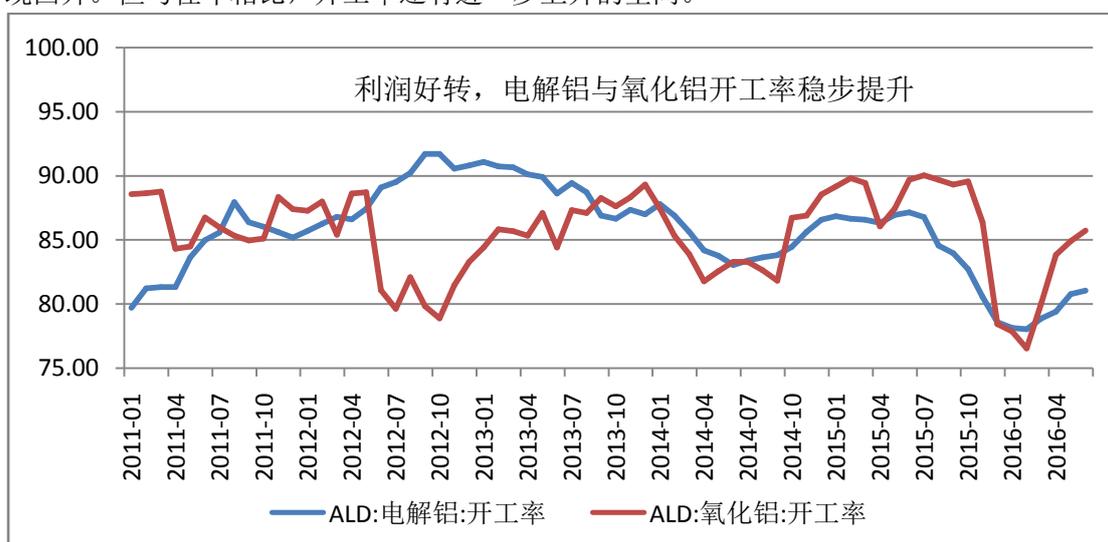


3、电解厂利润空间大，复产积极性强

随着原料成本不断走低，外加高成本产能的淘汰和低成本产能投产，国内电解铝产能成本逐渐下移。据卓创咨询统计数据显示，7 月份全国电解铝产能平均加权成本 10699.69 元/吨，环比下降 113.74 元/吨，特别是山东、新疆等地区，电解成本低于 10000 元/吨。按照 7 月份长江有色现货铝均价 12799.05 元计算，电解铝利润超过 2000 元/吨。



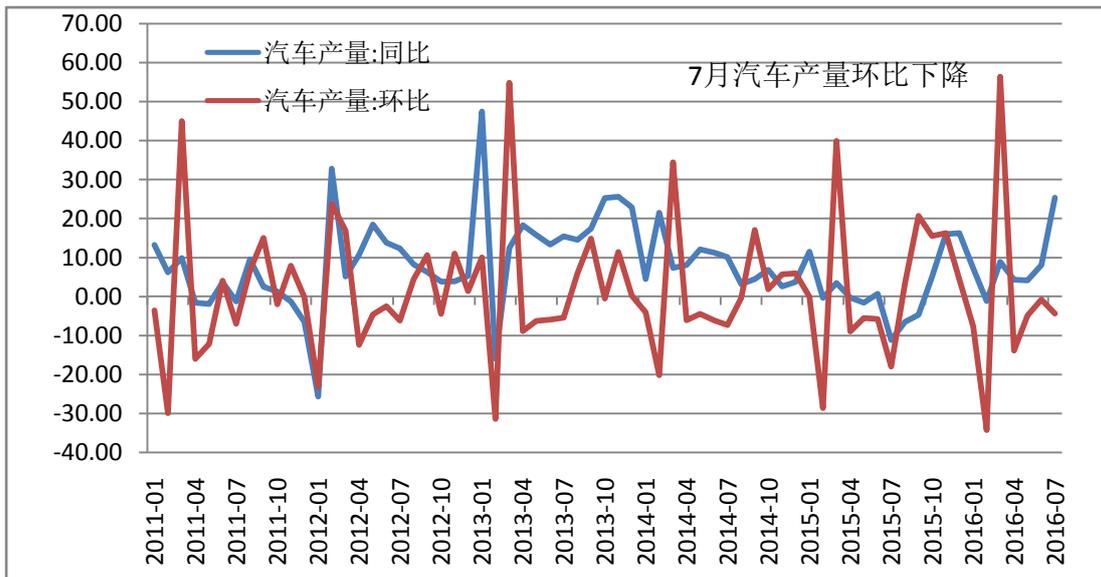
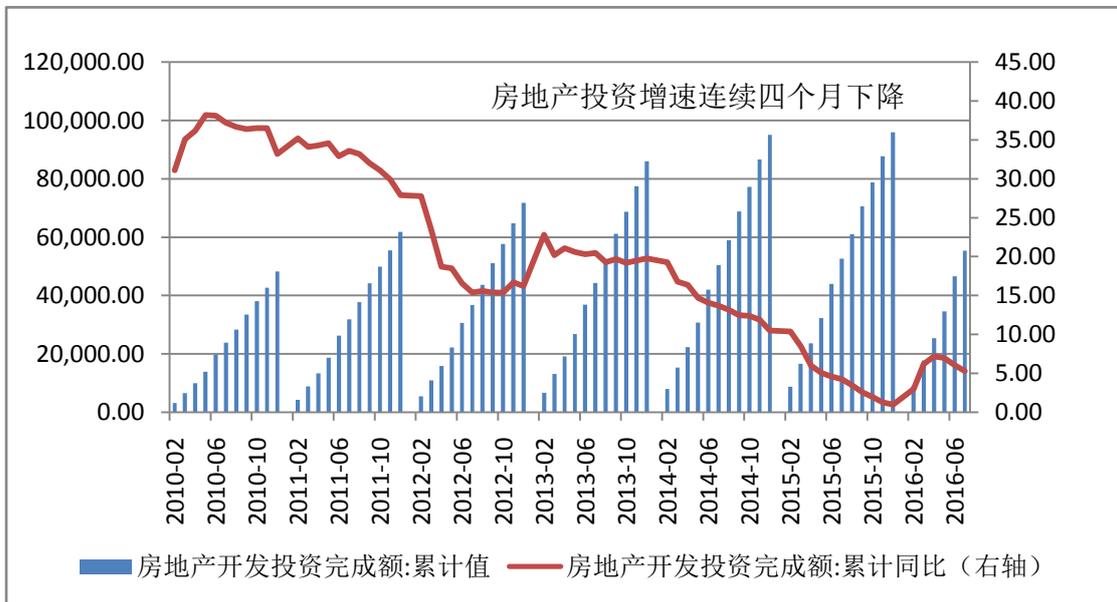
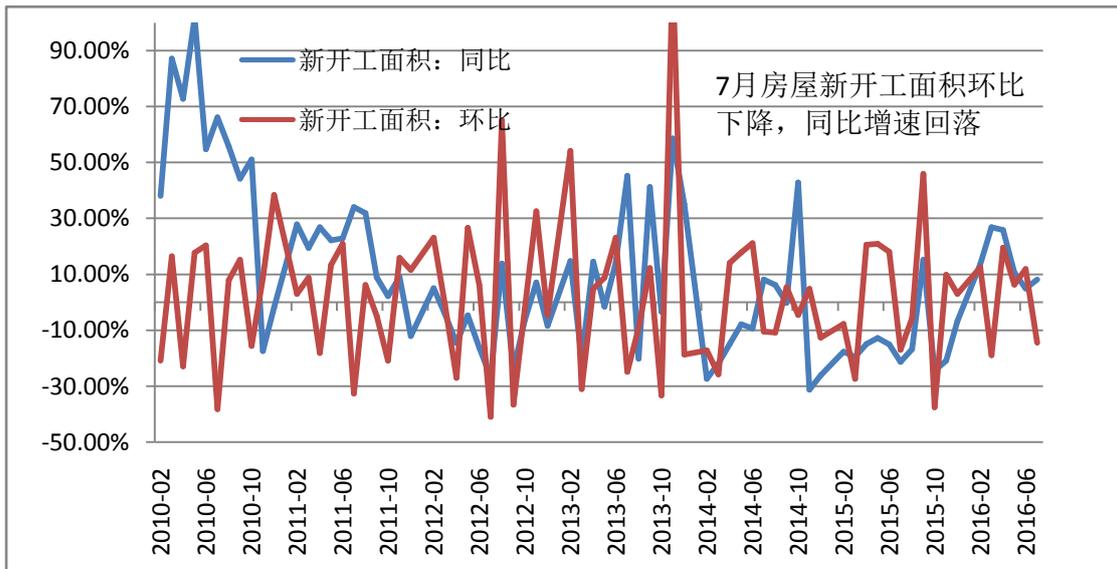
在高利润的带动下，国内电解铝投产积极性明显增强，电解铝开工率逐渐攀升。2016年6月全国电解铝在产产能3252.2万吨，总产能4012.5万吨，开工率81.05%，连续第5个月出现回升。但与往年相比，开工率还有进一步上升的空间。



8-9月份计划投产复产的电解铝产能共计约96万吨，约占全国总产能的2.39%。其中包括：山东信发的二三系列电解铝项目，产能67万吨；新疆众合计划股份有限公司8月份恢复9万吨电解铝产能；新疆天龙矿业有限公司计划9月份投产10万吨电解铝项目；广西百色银海铝业股份有限公司计划9月份复产10万吨电解铝项目。按照当前81.05%的开工率，预计投产后新增77.8万吨电解铝。

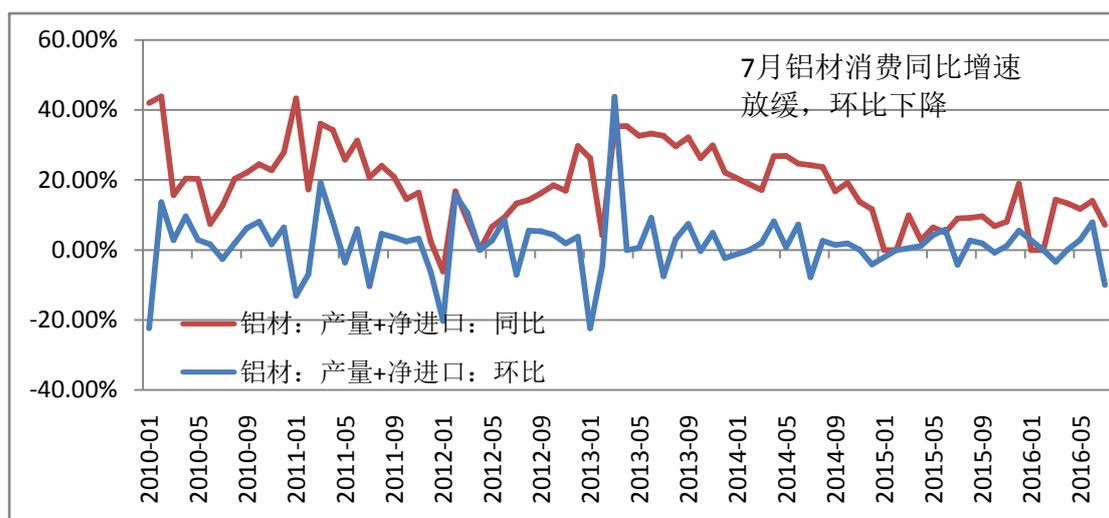
4、下游需求放缓

上半年在地产和汽车双双拉动下，铝下游需求好转，铝材产量屡创新高。进入下半年后，房地产新开工面积及投资额和汽车产量环比出现下滑。7月全国房屋新开工面积15407.25万平方米，环比大降14.48%，同比增长8.11%，增速较前几月明显下降。7月全国房地产开发投资完成额累计同比增加5.3%，增速连续4个月下滑。7月全国汽车产量195.96万辆，环比下降4.34%，同比虽增长25.4%，但是去年同期基数较低。



房地产和汽车需求放缓，导致铝材消费疲软。7月铝材表观消费（产量+净进口）环比下降

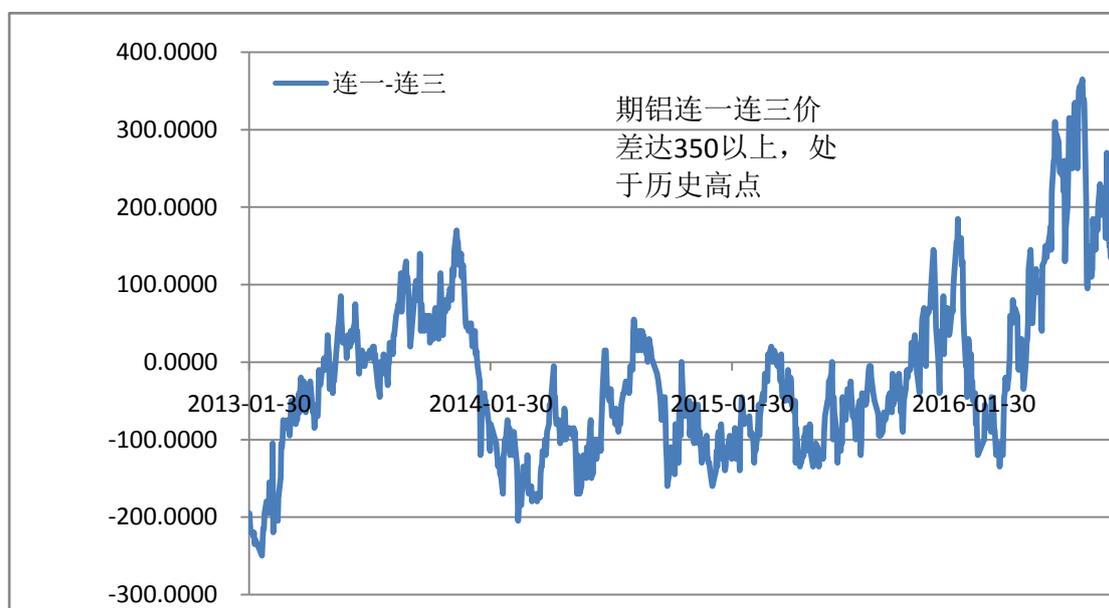
9.98%，同比增加 7.16%，增速远不及上半年的两位数。



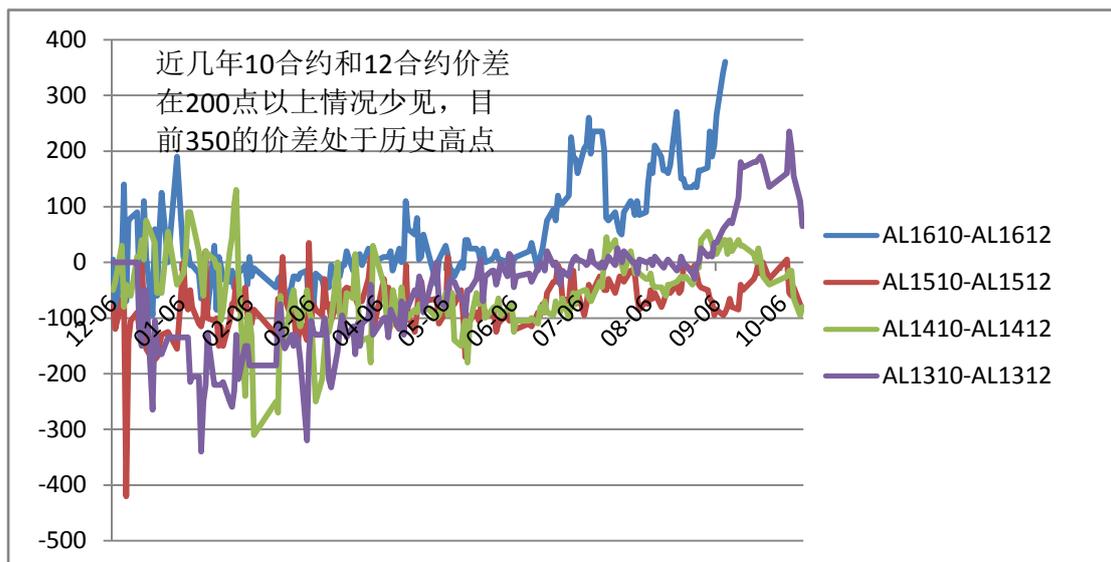
虽然现在下游临近“金九银十”的传统消费旺季，但上游电解铝新增产能投产以及开工率具有较大的增长空间，因此在基本面不发生重大变化的前提下，我们认为下半年社会库存止跌回升或是大概率事件。

三、合约选择及入场点位

当前现货对期货升水，以及近月对远月升水的主要原因是社会库存过低。一旦社会库存止跌回升，对近月打压会比远月强。而根据我们分析，下半年社会库存止跌回升是大概率事件，因此我们做出做空近月，做多远月的反向套利策略。基于流动性考虑，我们选择连一与连三作为跨期标的。从历史走势上来看，大多数情况下远月对近月升水。进入 2016 年后远月逐渐对近月贴水，连一与连三价差由负转正，在 7 月份，价差一度达到 350 个点以上，之后由于换月因素，价差回落至 200 点左右。进入 9 月份以后，价差再次拉大，目前在 350 点左右。



当前时点，连一合约与连三合约分别为 AL1610 和 AL1612，从最近几年的 10 合约和 12 合约价差看，只有 AL1310 和 AL1312 在临近交割时价差达到过 200 个点以上，AL1610 和 AL1612 合约在 7 月份和 8 月份价差曾经达到过 250 个点以上，而目前价差达到 350 点以上。



开仓点位：AL1610 与 AL1612 大于 350 个点即可开仓做空 AL1610 做多 AL1612，基于持仓时间考虑，我们建议建仓时间在 9 月 20 日之前。

离场点位：价差大于 450 点（止损）或价差缩小 150 点（止盈）或 9 月底（个人投资者不可持仓进入交割月）。

四、风险点

社会库存持续下跌