

政策预期加成本支撑 铝价下行空间有限

景琦
研究员
期货执业证书编号: F3022599
Jingqi@dxqh.net

观点要点:

现阶段影响铝价的主要因素包括:

- 1、产量剧增, 库存累积, 电解铝供应压力巨大
- 2、供给侧改革以及环保要求, 电解铝去产能预期支撑铝价
- 3、成本上升支撑铝价上行

投资建议:

铝价上方有供应压力, 下方有成本及政策预期支撑, 短期内难有走出独立的趋势性行情。整体运行或以区间震荡为主, 震荡区间位于 13600-14600 之间。但下方 13500 附近有明显的成本支撑, 因此在 13500 下方逢低做多的安全边际较高。

风险点:

政策力度不及预期;

电解铝生产成本大幅下滑。

图 1：近期铝价走势



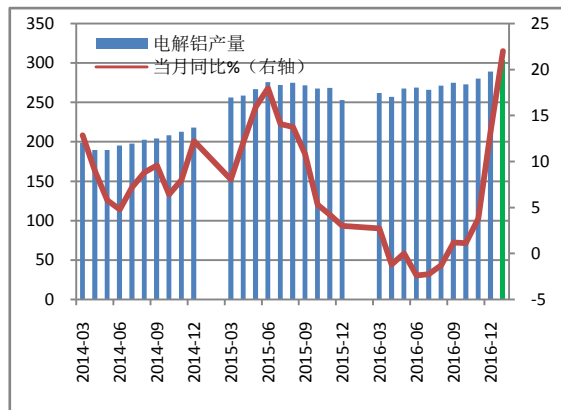
来源：东兴期货投资咨询部

2016 年底，铝价在成本因素下支撑下，企稳与 12500-13000 之间；

2017 年 1 月份，供给侧改革以及环保限产致电解铝去产能预期升温，铝价触底反弹，从 12500 附近拉涨至 14000 附近，单月涨幅 7.71%；

2017 年 2 月份，上游供应压力显现，但同时去产能预期、成本上升等诸多因素致铝价高位震荡，震荡区间位于 13600-14400 之间。

图 2：2016 年下半年后，电解铝产量大幅增加



来源：wind，东兴期货投资咨询部

图 3：2017 年电解铝新增产量 390 万吨

电解铝	地区	原有产能	新增产能	投产时间
山东信发	华东	115	100	2016Q4
白河铝业	西北	10	10	2016Q4
天山铝业	西北	120	20	2016Q4
天龙矿业	西北	15	10	2016Q4
登高铝业	西南	0	5	2016Q4
广西苏源	西南	0	20	2016Q4
内蒙古锦联	华北	80	25	2017Q1
山东魏桥	华东	700	100	2017Q1
忠旺铝业	东北	40	43	2017Q2
包头铝业	华北	62	50	2017Q2
来宾银海	西南	0	25	2017Q3
山东信发	华东	215	100	2017Q3
重庆旗能	西南	34	17	2017Q3
美鑫铝业	华中	0	30	2017Q3
2017年总计			390	

来源：wind，东兴期货投资咨询部

结合基本面的因素，我们认为 3 月份影响铝价的主要因素依然是：供应压力巨大，行政去产能预期以及电解铝成本因素等。

一、产量剧增，库存累积，电解铝供应压力巨大

第一、电解铝产量大幅增加。从 2016 年第四季度开始，国内电解铝产量增速进入快车道。虽然 2016 年全年产量 3187 万吨，同比增长 1.3%，但 12 月份产量 289 万吨，同比增速 13.2%。且进入 2017 年以后，产量增速进一步放大。

据 SMM，2017 年 1 月份国内电解铝产量达到 303.8 万吨，创历史新高，单月产量首次超过 300 万吨，同比增速 22%；

而据卓创统计，1 月份国内电解铝产量 292.3 万吨，增幅同样达到 15%左右。

一月份电解铝产量大幅增加，为全年产量增速奠定基调。且年内还有将近 400 万吨的新增产能进入投产期。因此，2017 年电解铝将面临巨大的供应压力，在不出现大面积停产的情况下，电解铝产量有望达到 3600 万吨，同比增长 13%。

第二、铝锭库存快速累积。在经历了 2016 年下半年低库存状态之后，2017 年铝锭库存止跌回升。

截至 2 月底，上期所库存 19.36 万吨，较 2016 年底的 10.07 万吨相比，涨幅超过 90%；

而同期 SMM 统计全国五地电解铝社会库存 98.2 万吨。虽然与往年相比，98.2 万吨的库存量并不算大。但年初库存只有 32.4 万吨，两个月库存涨幅超过 200%，累库速度大幅高于前几年。

累库速度大幅高于往年：其一是 2016 年第四季度以后新疆地区存在严重的物流问题，导致前期大量铝锭积压站台，目前该地区物流问题有所好转。其二是电解铝产量大幅增加，提高了电解铝供应量。

结合电解铝产量和库存等因素，我们认为电解铝短期内供应压力巨大，限制了铝价上行空间。

表一：2017 年库存快速积累

社会库存：万吨	2017 年 2 月底	2017 年初	增加量	涨幅
2017	98.2	32.4	65.8	203.09%
2016	89.7	72.9	16.8	23.05%
2015	94.8	53.5	41.3	77.20%
2014	99.2	50.9	48.3	94.89%
2013	116.5	89.7	26.8	29.88%
2012	82.8	43.2	39.6	91.67%

来源：SMM，东兴期货投资咨询部

二、供给侧改革以及环保限产，电解铝去产能预期支撑铝价

目前关于电解铝行政去产能预期主要包括两个方面，第一是电解铝供给侧改革，第二北方治霾限产的环保要求。

第一、电解铝供给侧改革。作为公认的传统过剩产业，电解铝应该是国家供给侧改革的主要目标之一。但从目前来看，电解铝行业相关的改革政策性文件迟迟没有出台，而钢铁、水利、玻璃的其他过剩产业的政策措施早已实施。2015 年底的电解铝供给侧改革，也是行业内应对铝价过低的自律性限产行为，缺乏强制性。2016 年随着铝价回升，这部分停产产能相继投入市场。因此，“正义只会迟到，不会缺席”，随着国家供给侧改革战略的不断推进，市场对电解铝供给侧改革的预期也在不断升温。

第二、环保因素下的限产要求。根据《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》的征求意见稿，在冬季取暖季，拟削减京津冀及周边 28 个城市氧化铝 30%以上的产能以及电解铝 30%的产能。据统计，截至 2016 年底这 28 个城市氧化铝产能 2940 万吨左右，占全国总产能的 39.2%；电解铝产能 1147 万吨，占全国总产能的 27%。若按照 30%的限产比例和 4 个月的限产期，对氧化铝的实际产出影响约为 264 万吨（90%的开工率），占全国产量比重 4.34%；对电解铝实际产出影响 91 万吨（85%的开工率），占全国产量比重 2.86%。

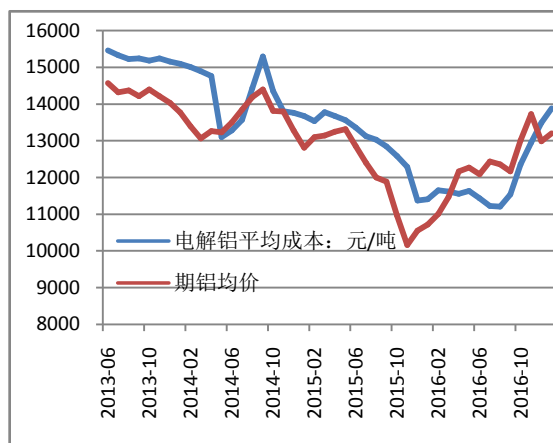
由于电解铝复产成本相对较高，电解铝产能频繁的停复产也将给企业带来巨大的影响。据统计，目前国内电解铝复产成本 700-800 元/吨，因此相关企业在被迫停产后能否如期复产也将存在较大的不确定性。目前，正式文件还未落地，具体实施方案并未公布。

表二：环保限产实际影响量

单位： 万吨	山东	山西	河北	河南	总计	全国产能	产能占比	实际减产	全国产量	比重
电解铝	1005	29	10	103	1147	4250	26.99%	91.76	3187	2.88%
氧化铝	2330	110	0	500	2940	7500	39.20%	264.6	6090	4.34%

来源：SMM，东兴期货投资咨询部

图 4：成本上升支撑铝价上行



来源：wind，东兴期货投资咨询部

三、成本上升支撑铝价上行

目前我国电解铝的生产成本中，氧化铝、电力和阳极炭块分别占比 40%、30%和 10%左右。但随着国内电解铝产能中自备电比例不断提高，电解铝成本也与上游电煤价格直接挂钩。目前，全国电解铝产能中配有自备电的比例超过 70%，山东、新疆、内蒙古等地区接近 100%。因此，氧化铝、动力煤以及阳极炭块价格将是影响电解铝成本的主要因素。

根据目前我国的电解工艺，生产一吨电解铝约消耗 1.93 吨氧化铝，13500 度电（折合成动力煤约为 5.2 吨），阳极炭块 0.45 吨。从分项成本来看，2016 年至今电解铝各项成本均出现了明显的上升，氧化铝价格从 2016 年初的 1600 涨至目前的 2900 左右，涨幅 81%；同期动力煤指数从 300 涨至目前的 570 左右，涨幅 90%；阳极炭块价格从 2550 涨至目前的 3370，涨幅 32%。电解铝成本上升，是 2016 年铝价上行的主要推动因素之一。从相关机构的调研数据来看，目前电解铝成本约为 13900 左右。而根据目前的各种原材料价格，我们计算电解铝成本约为 12974（自备电）和 13934（网电）。折合电解铝平均成本约为 13500 左右。

表三：电解铝生产成本构成

成本项	比重	消耗量	价格
氧化铝	~40%	1.93 吨	2900
电力（网电）	~30%	13500 度	0.22-0.42
动力煤 （自备电）		5.2 吨	580
阳极炭块	~10%	0.45 吨	3370
总成本：			
网电：2900*1.93（氧化铝）+13500*0.32（网电）+3370*0.45（阳极）+2500（其他）≈13934			
自备电：2900*1.93（氧化铝）+5.2*550（自备电）+3370*0.45（阳极）+3000（其他）≈12973			

来源：SMM，东兴期货投资咨询部

四、总结

目前，铝价主要受高产量、高成本以及政策预期主导，上方有供应压力，下方有成本及政策预期支撑。因此，在基本面不发生明显变化的情况下，短期内铝价难有走出独立的趋势性行情，整体运行或以区间震荡为主，震荡区间位于 13600-14600 之间。但铝价在 13500 下方成本支撑明显，因此在 13500 下方逢低做多的安全边际较高。同时，关注电解铝供给侧改革政策及环保政策出台。

风险点：政策力度不及预期；电解铝生产成本大幅下滑

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货投资咨询部所有。未获得东兴期货投资咨询部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货投资咨询部”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
