

**无惧高库存，环保限产叠加成本激增，
铝价仍可看高一线**

景琦

研究员

期货执业证书编号: F3022599

Jingqi@dxqh.net

观点要点:

- 1、电解铝库存变化具备较强的季节性，对铝价并无明显压制作用。
- 2、铝锭出库量逐步恢复，库存拐点大概率出现在九月。
- 3、前期违规产能减产逐步影响供应，未来产量仍有下降空间，年内电解铝产量高峰或已过去。
- 4、环保限产与违规产能关停不会叠加，未来电解铝产能压缩或达到 620 万吨的水平。
- 5、山西环保限产或持续至十月中旬，上游氧化铝维持强势，成本因素支撑铝价上行。
- 6、下游畏高情绪逐渐消退，需求并未收到明显抑制。

策略：铝价 16000 下方逢低做多

风险点：下游需求不及预期，电解铝库存持续上涨

一、电解铝库存对铝价并无明显压制作用

纵观 2010 年至今的电解铝社会库存和铝价数据，我们发现在绝大部分时间里，库存对铝价并未呈现出明显的压制作用。库存与铝价呈现相反走势的时间区间有三个：2010.05-2012.03、2014.04-2014.08、2016.04-2016.06。而其他时间里，库存与铝价的“负相关”并不明显，甚至在 2015.04-2015.10 的时间段里，出现了库存下降而铝价下跌的同向运动。同样，从 2017 年初开始，铝锭库存不断累积，但铝价逆势走高。

我们认为库存与铝价走势呈现这种现象的主要原因在于：库存变化呈现明显季节性，但铝价季节性表现并不明显。铝锭一般在年初有明显的累库过程，主要在于：1、春节期间铝下游加工企业停产以及终端房地产建设基本停工，但上游冶炼企业停产现象较少；2、为应对春节以后三、四月份房地产复工潮，贸易商存在补库需求。而三、四月份以后，随着下游加工企业和房地产市场逐步复工，铝锭库存有明显的下降趋势，拐点一般出现在四、五月份。而对于铝价而言，其更多地受到整体供需格局以及宏观环境影响。在 2011-2015，铝价一路向下主要承压于大宗商品熊市以及全球经济下滑影响。因此，从历史数据来看，库存对铝价并未有直接的影响作用。

但 2017 年铝锭库存走势让市场颇感意外，库存拐点迟迟未现，同时七月份以后伴随着违规产能逐步减产，库存却逆势增长，铝锭库存由七月底的 128 万吨快速上涨至目前的 164 万吨左右。我们认为库存飙升的主要原因有两点：1、受魏桥减产事件鼓舞，铝价从七月底 14000 附近快速拉涨至 16000 左右，下游畏高情绪浓厚，叠加需求淡季，造成铝锭出货大减；2、国内电解铝违规产能从七月底开始逐步减产。而在减产过程中，电解槽中的铝水会被逐步抽出，而这部分铝水只能做成铝锭。这就造成了八月份电解铝产量环比下降，而铝锭供应环比上升的现象。

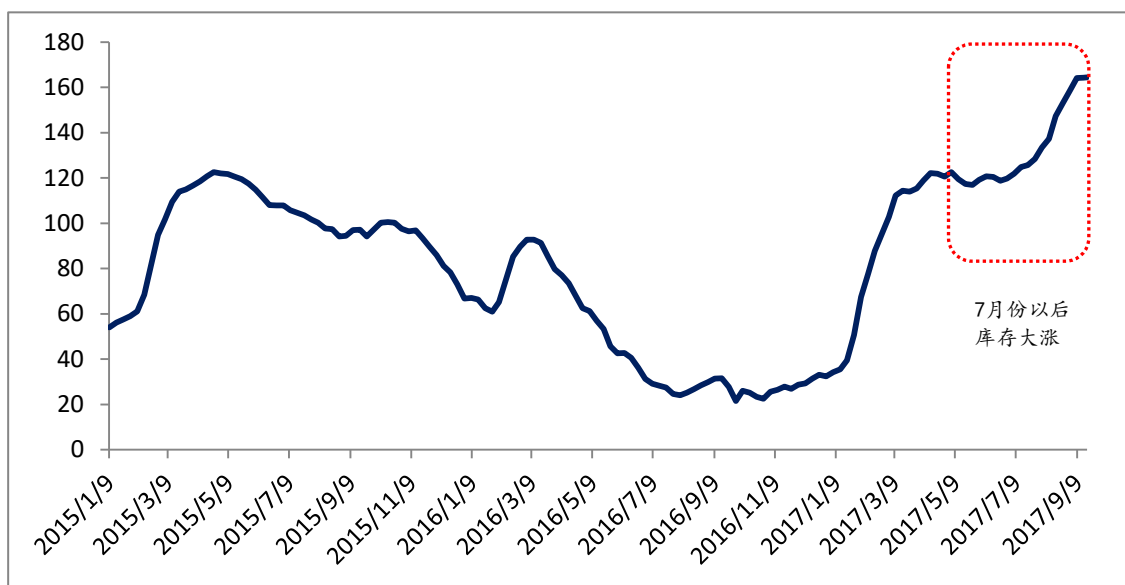
我们认为库存拐点将大概率出现在 9 月份。一方面是目前库存企稳于 164 万吨左右，而下游进入需求旺季，铝锭出库量逐步恢复，据我的有色网统计，9.04-9.11 国内主要地区电解铝出库量 14.9 万吨，环比增加 14.6%，出库量较 8 月份明显上升；另一方面前期停产的电解槽将完全停产，铝锭供应或有所下降。目前铝价的主要利空因素之一就是电解铝高库存，若库存拐点出现将会极大鼓舞多头信心，铝价重心或将继续抬升。

图一：电解铝库存对铝价并无明显压制作用



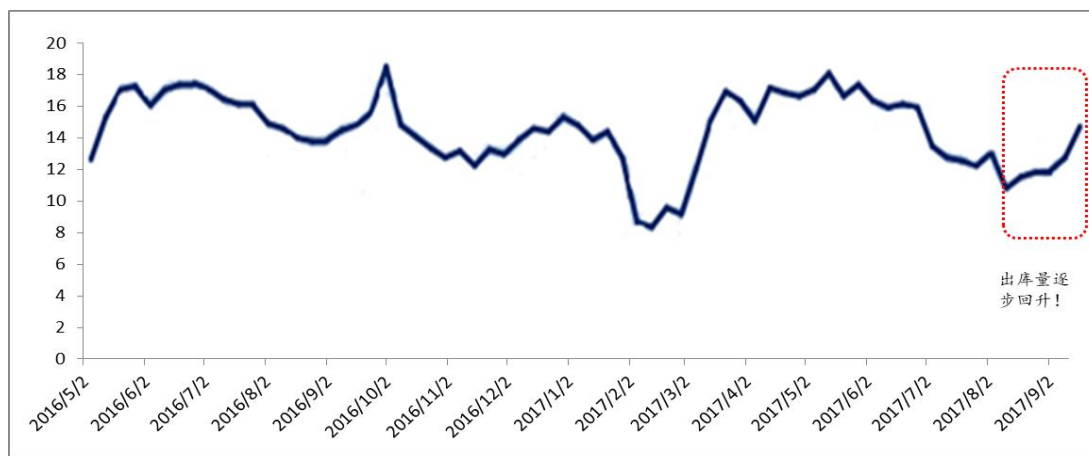
来源：wind，东兴期货投资咨询部

图二：7月份以后电解铝库存快速上升



来源：SMM，东兴期货投资咨询部

图三：电解铝出库量环比增加



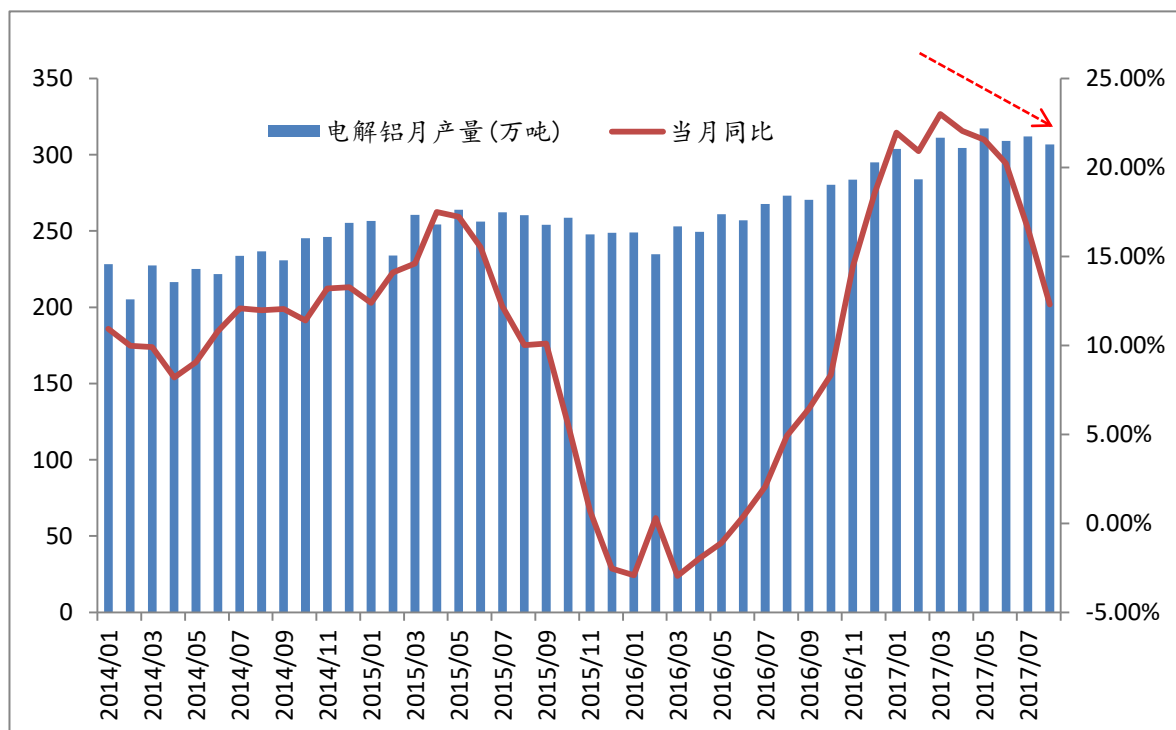
来源：我的有色网；东兴期货投资咨询部

二、违规产能减产逐步影响供应

按照此前国内电解铝违规产能的减产情况看，全国违规产能合计超过 400 万吨，其中山东魏桥 268 万吨（183 万吨在产产能、60 万吨建成未投产产能、25 万吨落后产能）、山东信发 53 万吨、东方希望 80 万吨、新疆嘉润 15 万吨，合计在产产能 331 万吨。按照目前全国 85%左右的开工率，若全部减产，每月影响电解铝产量约 23 万吨。而据 SMM 统计，8 月份国内电解铝产量 306.8 万吨，虽然同比上涨 12.3%，但环比下降 1.7%，较 7 月份产量下降约 5.2

万吨。而一般电解槽完全退出生产时间周期达 1-2 月，而大部分违规产能减产从 8 月中旬开始，因此我们认为 8 月份的产量数据并未完全包含减产量，9 月份电解铝产量或有进一步下降的空间，同时北方临近采暖季，未来电解铝供应难有大幅上升可能，电解铝产量高峰或已经过去。

图三：电解铝产量增速明显下降



来源：SMM，东兴期货投资咨询部

三、北方采暖季限产力度超预期

根据 4 月份发布的《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》中提出的“2+26”采暖季限产计划，河南省限产范围包括郑州、新乡、鹤壁、安阳、焦作、濮阳、开封等 6 个城市。但根据日前河南省政府发布的《河南省 2017-2018 年秋冬季工业企业错峰生产实施方案》，限产范围提升到全河南省，涉及到电解铝、氧化铝及炭素产能限产内容为：1、13 家电解铝厂分别限产 30%以上，以电解槽数量计，以现场督查抽查核实；2、11 家氧化铝企业分别限产 30%以上，以生产线计，以现场督查抽查核实；3、86 家未安装大气污染物在线监测设施的炭素企业实施全部停产，33 家达到特别排放限值要求的炭素企业，限产 50%以上。

据阿拉丁统计，河北省 13 家电解铝企业总产能 314 万吨，运行产能 258 万吨，按照各企业分别 30%的限产计划，采暖季还将有接近 60 万吨的减产量，影响电解铝供应约 20 万吨。

氧化铝方面，据卓创统计，目前河南省在产的氧化铝企业 8 家，合计产能 1260 万吨，其中运行产能 1100 万吨，按照各企业分别 30%的限产计划，这 8 家企业合计限产产能 378 万吨，现已减产 160 万吨，采暖季将继续减产 236 万吨左右，届时影响氧化铝产量 78.7 万吨。

表一：河南省电解铝采暖季限产计划

	电解铝：电解槽（台）	电解铝：产能（万吨）	氧化铝：产能（万吨）
企业数（单位：个）	13		8
建成	3828	314	1260
运行	3049	258	1100
已停产	1149	56	160
需再停	770	59.6	236
实际停产	1919	115.6	396
实际停产比例	36.7%		31.4%
影响产量：万吨/月	19.76		78.7

来源：东兴期货投资咨询部

由于此次限产计划是按各企业产能的 30% 分别计算，对于开工率不到 70% 的企业无需限产，而多出来的生产指标也不可能转移至其他企业，因此总体来算，限产比例可能超过 30%。而目前距离北方采暖季还有不到两个月的时间，北方各省份相应的限产计划或于近期出台。

而对于此次环保限产是否与之前关停的违规产能是否叠加计算是市场关注的另一个焦点，9 月 16 日环保部明确表示环保限产 30% 与违规产能关停将不会叠加，环保限产限制的是合法产能。以魏桥为例，违规产能减产之前其总产能为 918 万吨（包括建成未投产产能 60 万吨），违规减产 268 万吨，若以总产能限产 30%，则限产产能为 275.4 万吨，而其中违规产能减产 268 万吨，则采暖季只需要减产 7.4 万吨即可完成限产目标，违规减产加上环保限产实际减产量 275.4 万吨；而若以合规产能限产 30%，其合规产能 650 万吨左右，则还需减产 195 万吨，实际减产高达 463 万吨。两种方案相比，有将近 187 万吨的区别。

表二：环保限产与违规产能不叠加

	总产能	违规减产	合规产能	限产产能	还需减产	实际减产（违规减产+环保限产）
与违规减产叠加	918	268	650	275.4	7.4	275.4
与违规减产不叠加	918	268	650	195	195	463

来源：东兴期货投资咨询部

按照已经出台的政策规划计算，未来电解铝产能较前期运行产能峰值将减少超过 620 万吨，其中采暖季限产 264 万吨左右，违规产能停产 356 万吨左右。

表三：环保限产与违规减产合计

单位：万吨	采暖季限产	违规产能停产	合计
河北	59.6	0	59.6
山东	171.7	261	432.7
山西	33	0	33
新疆	0	95	95
合计	264.3	356	620.3

来源：东兴期货投资咨询部

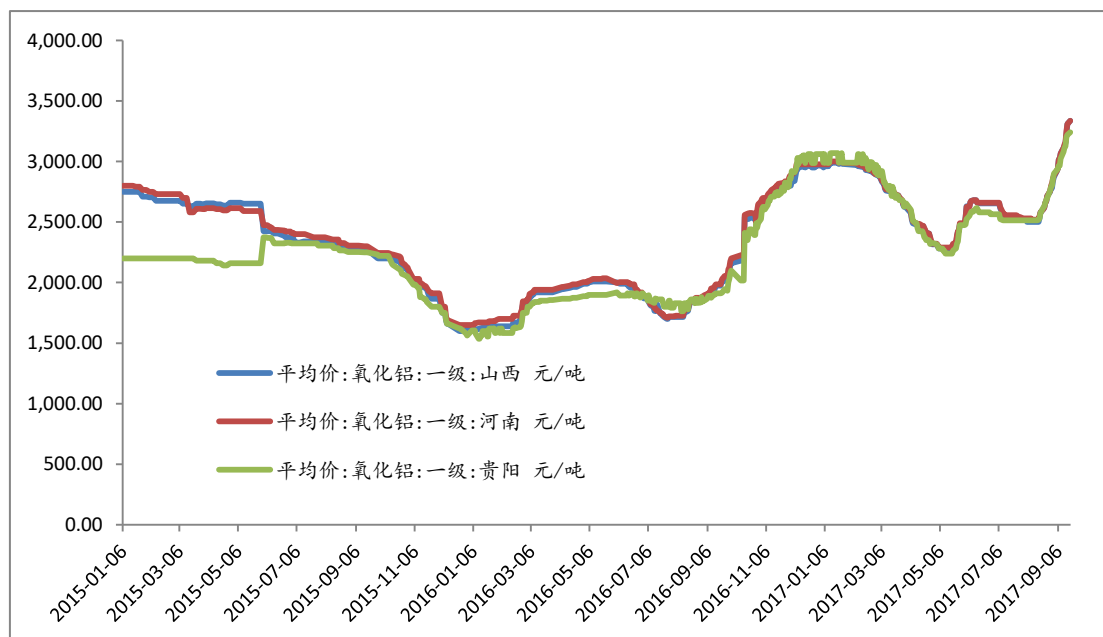
四、成本提升助推铝价上行

氧化铝：山西限产致价格飙升

8月中旬山西环保局下发文件，要求：8月14日至9月14日，没有三证的要配合环保，停产整改；十九大和全运会期间，无论证件是否齐全，各生产企业全部停产。山西是我国铝土矿和氧化铝生产大省，目前氧化铝产能2000万吨左右，占全国总产能的27%左右，仅次于山东省。受此影响山西地区氧化铝价格从8月中旬的2500元/吨附近飙升至目前的3300元/吨左右，一月份涨幅超过30%。

而从目前来看，虽然全运会已经结束，但“十九大”将于10月18日召开，届时环保要求会更加严格，氧化铝价格易涨难跌。同时，叠加北方采暖季产能限产，氧化铝价格或有进一步飙升的可能性。

图四：环保限产致氧化铝价格飙涨

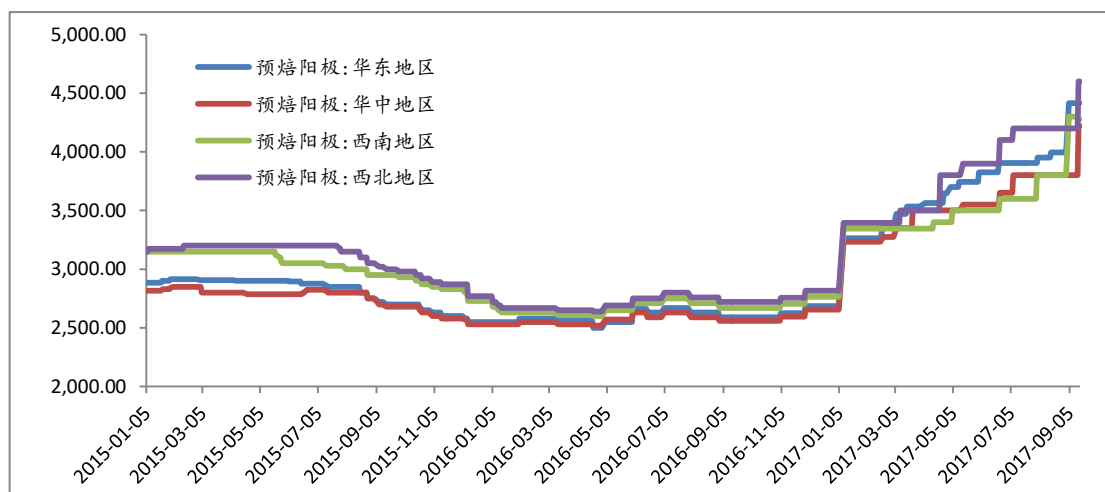


来源：东兴期货投资咨询部

预备阳极：临近采暖季价格上扬

而阳极方面，临近“十九大”以及北方采暖季，国内预焙阳极价格近期再度飙升。9月份魏桥预焙阳极采购价格上调420元/吨至4370-4380元/吨。受此影响，目前国内主要地区预焙阳极较8月份同期均上涨500元/吨左右。事实上，预焙阳极从2017年初开始就处于上升趋势中，且未来环保因素愈发严峻，预备阳极价格难有大幅下降可能。

图五：阳极价格持续上涨



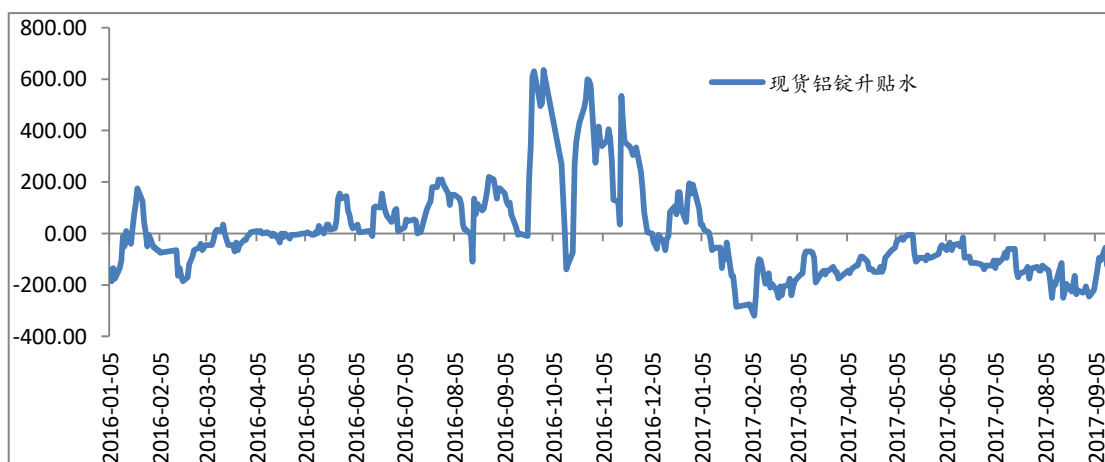
来源：东兴期货投资咨询部

按照一顿电解铝消耗 1.93 吨氧化铝，0.5 吨预焙阳极计算，目前电解铝成本较 8 月中旬上涨约 1800 元/吨。按照目前氧化铝 3300 元/吨左右，预焙阳极 4200 元/吨左右，以及 0.25 元/度的电价，电解铝成本超过 14500 元/吨。

五、需求：下游畏高情绪逐渐消退，需求并未收到明显抑制

目前市场对于铝价能否看高一线的分歧主要在于下游铝加工企业能否接受一万六以上的铝价。8 月上旬，铝价从 14000 附近快速拉涨至 16000 时，下游出现订单延后情况，铝锭出库量大降，铝现货贴水有所加剧。但随着 9 月份旺季来临，下游订单无法继续延后，铝锭出库量逐步恢复，贴水由 8 月中旬的 250 元/吨收窄至目前的 100 元/吨以内。

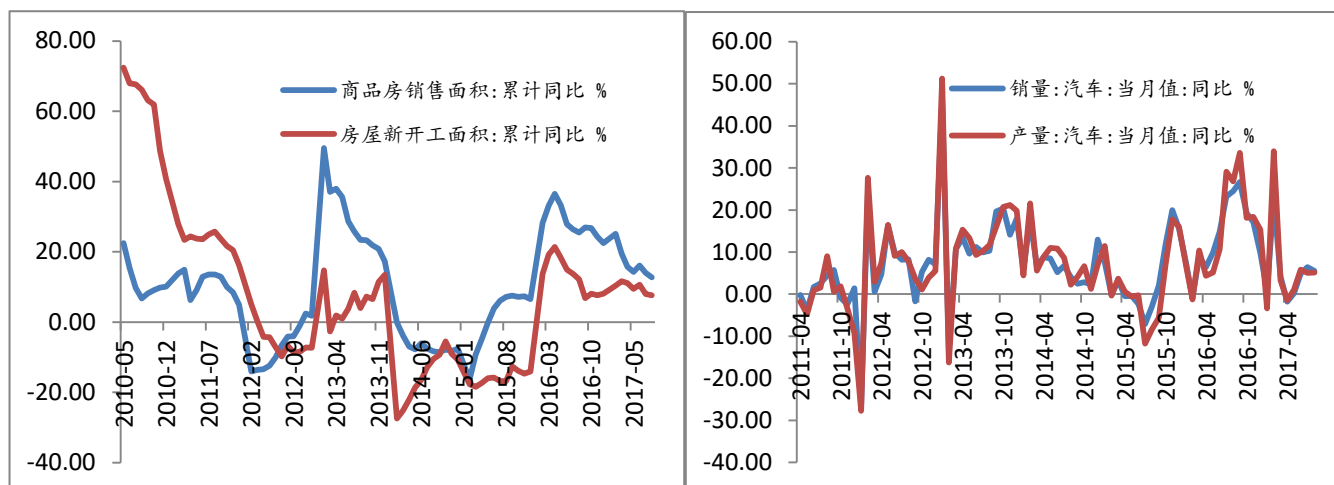
图六：铝锭现货升水收窄



来源：东兴期货投资咨询部

终端需求方面，房地产增速有所放缓，8月份商品房销售面积及房屋新开工面积累计同比上涨12.7%和7.6%，增速分别比上个月下降1.3%和0.4%，汽车累计产销分别同比增长4.94%和4.51%，分别比上个月增长0.02%和下降0.14%。总体来看，房地产增速有所放缓，但依然维持较高的正增长，且从建筑用铝来说，目前建筑铝模板、全铝家具等消费领域不断扩大，房地产单位面积用铝在不断上升。而汽车方面，产销增速均保持相对稳定的状态，在轻量化的背景下，汽车用铝将会是未来拉动铝消费的主要领域。

图七：终端需求并未收到明显抑制



来源：东兴期货投资咨询部

六、总结

从基本面的角度来看，目前铝价上方压力主要来自于高库存以及高铝价抑制下游消费。但从历史数据来看，库存对于铝价并无明显的压制作用。社会库存高企一方面是高铝价致下游订单延后，另一方面违规产能停产过程中产出以铝锭为主。但随着旺季来临，先前延后的订单无法继续推迟，铝锭出货量逐步提升，显示下游畏高情绪有所缓解，库存拐点大概率在9月份出现。同时，北方临近采暖季，河南省出台的限产政策超出市场预期，且环保部表示环保限产与违规产能关停将不会叠加。按此计算，违规停产与采暖季电解铝产能压缩合计将超过620万吨。成本方面，氧化铝供应受山西环保限产影响，价格或将维持强势，同时预焙阳极亦维持之前的上涨格局。目前电解铝成本超过14500元/吨，且未来还有进一步上升的空间，从而推动铝价上行。

综合基本面的因素，我们认为短期铝价下方空间有限，再次跌破成本线的概率较低。技术面上看，目前沪铝指数以箱体震荡为主，震荡区间位于15800-16800，对应AL1711合约下方支撑于15800附近。因此，我们认为AL1711合约16000下方逢低做多安全边际较高，而上方空间或达到17000以上。

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。
