

政策基本落地，成本上移支撑铝价

景琦

研究员

期货执业证书编号: F3022599

Jingqi@dxqh.net

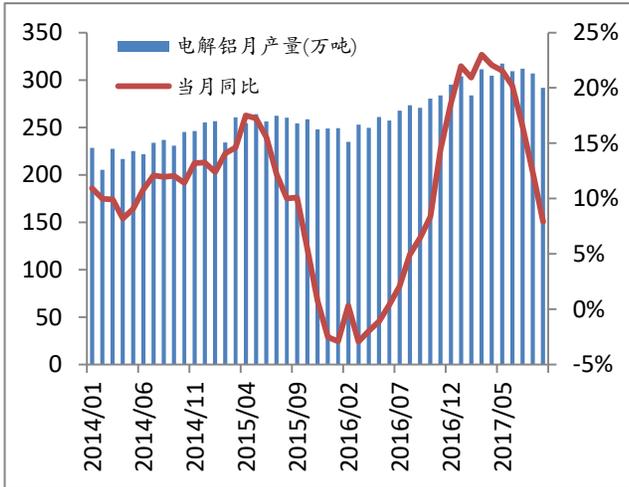
观点要点:

- 1、供给侧改革成效显著，电解铝产量增速下滑
- 2、山西限产至上游氧化铝价格飙升
- 3、成本中枢上移支撑铝价
- 4、整体需求表现良好

总结：北方采暖季限产政策基本落地，政策面炒作接近于尾声。但上游氧化铝价格飙升，成本中枢上移支撑铝价。且采暖季上游限产力度更强，若严格执行，氧化铝上方仍有空间。因此，短期铝价不宜看空。技术面上，铝价 16000 支撑明显，16000 下方逢低做多安全边际较高。

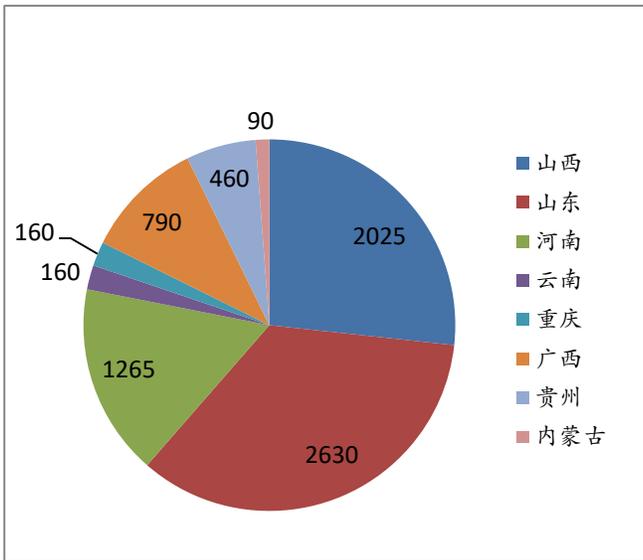
风险因素：采暖季限产执行不及预期

图 1: 改革成效显著, 电解铝增速放缓



来源: SMM, 东兴期货投资咨询部

图 2: 我国氧化铝产能分布



来源: SMM, 东兴期货投资咨询部

1、改革成效显著, 电解铝产量增速放缓

下半年以后, 随着供给侧改革进入实质性减产阶段, 各违规产能相继减产, 电解铝产量开始下降, 增速下滑。据 SMM 统计, 9 月份国内电解铝产量 291.9 万吨, 同比增加 7.91%, 增速较 8 月份下降 4.4%; 1-9 月份电解铝累计产量 2740.3 万吨, 同比增长 18.34%, 增速较 1-8 月份下降 1.38%。当月增速和累计增速均较上月下滑明显, 且从当月产量上来看, 6 月份以后电解铝单月产量均较 5 月份下滑明显, 9 月产量较 5 月份更是下滑超过 25 万吨, 下降比例超过 8%, 电解铝供给侧改革成效明显。

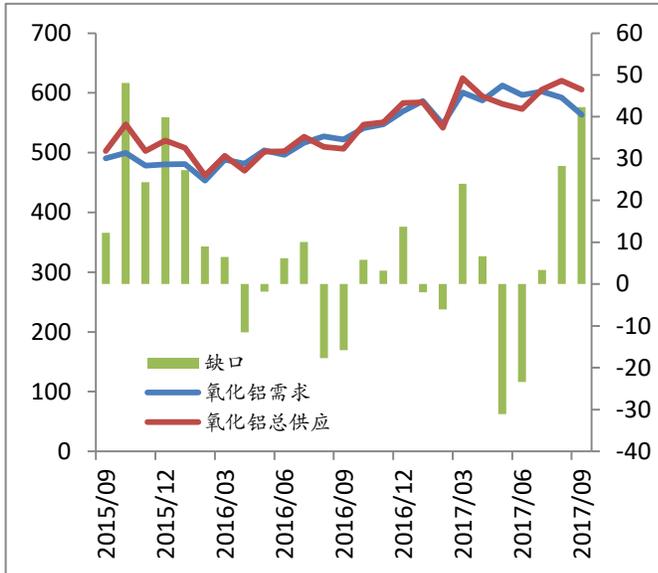
而目前北方临近采暖季, 按照目前北方各地的限产方案, 采暖季将有超过 300 万吨的电解铝产能限产, 而同期电解铝新增产能投产进度缓慢, 目前可能在四季度通电投产的产能包括辽宁忠旺 (43 万吨), 中铝旗下的华仁 (50 万吨)、华润 (50 万吨)、华磊 (40 万吨), 合计不超过 200 万吨, 而实际达到满产或在 2018 年以后。因此我们认为后期电解铝产量仍然有下降的空间, 5 月份的 317.3 万吨或是年内高点, 预计 10 月份电解铝产量 285 万吨左右, 四季度平均产量或至 280 万吨/月的水平。

2、山西限产至上游氧化铝价格飙升

8 月中旬山西发布限产政策, 铝土矿 8 月中-9 月中部分企业停产整顿, 十九大和全运会期间全部停产。山西是我国铝土矿主产区之一, 产能占比超过 40%。此次山西限产, 导致国内氧化铝价格飙升。据 SMM, 山西地区铝土矿 (6.0<AL/SI<7.0) 价格从 8 月中旬的 360 元/吨, 涨至目前的 440 元/吨左右, 涨幅超过 20%。

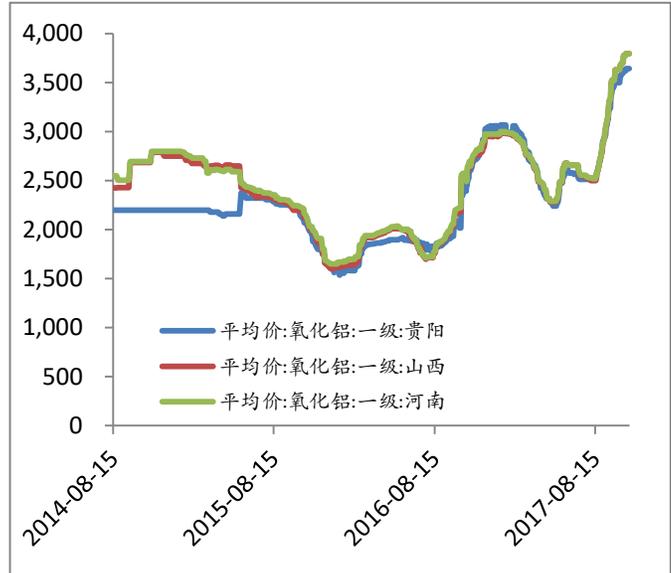
上游铝土矿限产, 直接影响到下游氧化铝。按照目前国内氧化铝产能分布, 山东山西河南是我国氧化铝主要产区, 其中山东以进口铝土矿为主, 产能 2600 万吨左右, 占比 34% 左右; 山西以国产矿为主, 产能超过 2000 万吨, 占比超过 25%。从供需平衡上来看, 从 2016 年开始, 国内氧化铝基本上处于紧平衡状态。虽然 8、9 月份电解铝违规产能减产导致氧化铝出现一定程度上过剩, 但是按照采暖季限产规划, 上游氧化铝限产力度更强, 市场预期采暖季国内氧化铝市场大概率出现短缺格局。因此, 此次上游限产, 直接导致国内氧化铝价格飙升, 山西地区氧化铝价格从 8 月中旬的 2500 左右飙升至目前的 3800 左右, 涨幅超过 50%, 且市场预期采暖季氧化铝将大概率破 4000 关口。

图 3: 2016 年以后氧化铝处于紧平衡状态



来源: wind, 东兴期货投资咨询部

图 4: 上游限产致氧化铝价格飙升



来源: wind, 东兴期货投资咨询部

表 1: 采暖季对上游限产力度更大

	氧化铝 (万吨)	电解铝(万 吨)	阳极(万 吨)
北京	0	0	0
天津	0	0	0
河南	1260	314	183
河北	0	10	45
山东	2330	808	650
山西	1110	29	0
合计	4700	1161	878
影响产能	1410	348.3	439
影响产量	399.5	104.49	102.4
影响产量 (月)	99.875	26.1225	25.6
影响比例	17.83%	8.50%	17.49%

来源: wind, 东兴期货投资咨询部

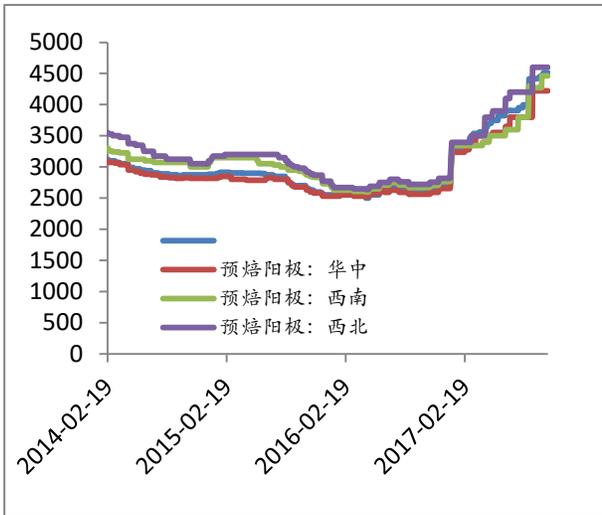
3、采暖季：上游限产力度更大

按照之前的采暖季限产计划，北方限产集中在北京周围的 2+26 城市圈。但由于今年北方治霾任务艰巨，北方部分地区自发提升限产力度。如河南省将限产范围由省内的 6 个城市扩大到全省范围，且限产时间提前至 9 月中下旬；山西将不属于 2+26 城市圈的晋中、吕梁也纳入限产城市中等等。

按照目前已经出台的限产方案计算，上游氧化铝以及预焙阳极的限产力度远大于电解铝：限产影响氧化铝产量 99.88 万吨/月，影响比例约 13.83%；影响预焙阳极产量约 25.6 万吨/月，影响比例约 17.49%；影响电解铝产量约 26.12 万吨，影响比例约 8.5%。按照一吨电解铝需要 1.92 吨氧化铝、0.5 吨预焙阳极的电解工艺计算，采暖季限产若严格执行，或在一定程度上造成国内氧化铝供应短缺，影响电解铝投产，这也是市场看多氧化铝的主要原因之一。

另一方面，根据之前滨州发布的采暖季限产方案，其中魏桥限产 257 万吨。但在具体限产名录中，有将近 100 万吨产能为供给侧改革关停的违规产能。这之前环保部的声明相悖。因此，后期该政策或存在一定变数。

图 5：2017 年预焙阳极一路飙升

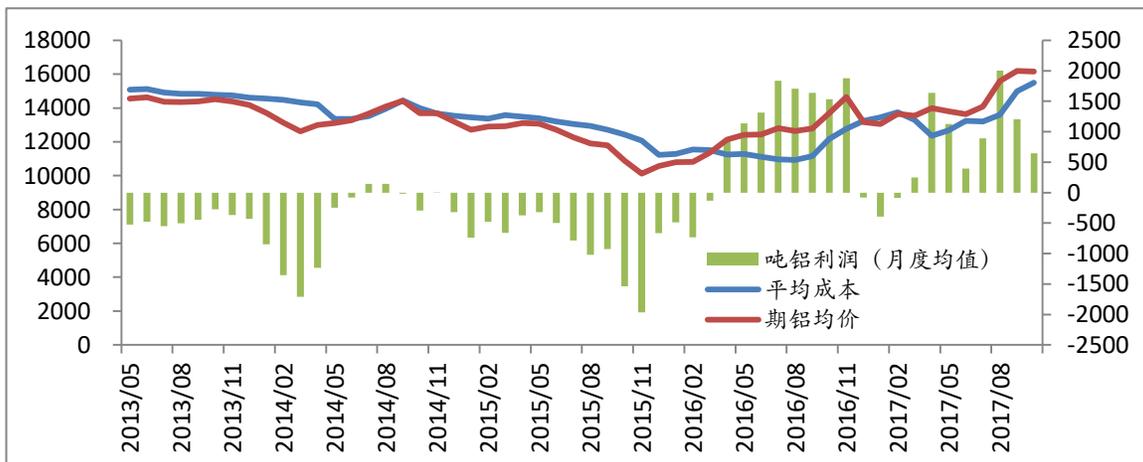


来源：wind, 东兴期货投资咨询部

4、成本中枢上移支撑铝价

电解铝主要成本包括氧化铝（40%左右），电力（30%左右），预焙阳极（15%左右），其他（15%）。除了氧化铝价格近期飙升之外，预备阳极也一直处于上涨趋势之中。按照目前 3800 左右的氧化铝以及 4500 左右的预焙阳极，电解铝成本达到 15500 以上，且后期氧化铝价格或再次创新高，电解铝成本上升至 16000 上方或是大概率事件。而按照目前月 16200 左右的铝价，吨铝成本不足 700 元/吨，且后期还存在继续下降的可能性。成本中枢上移至 15500 附近，从而支撑铝价。

图 6：上游价格飙升压缩电解铝利润



来源：wind, 东兴期货投资咨询部

5、库存观点或现

目前，高库存是压制铝价的主要因素之一。据 SMM 统计，目前全国五地（上海、无锡、广州、杭州、巩义）电解铝社会库存 172.1 万吨，较之前一周下降约 2.4 万吨，较 9 月底增加约 7.4 万吨。上期所库存 63.63 万吨，较 9 月底增加约 7.34 万吨。

库存虽然一直处于上升趋势，但十月份库存累积速度明显放缓，同时从上游来看，电解铝产量逐步下滑，库存拐点或于十月底至十一月初出现。

图 7：2017 年铝锭社会库存逆势增长（单位：万吨）



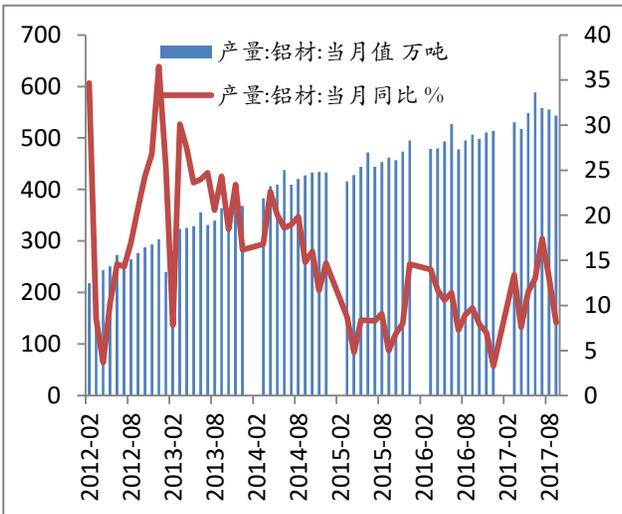
来源：SMM, 东兴期货投资咨询部

图 8：2017 年上期所铝库存上涨明显



来源：wind, 东兴期货投资咨询部

图 9：2017 年铝材产量维持正增长



来源：wind, 东兴期货投资咨询部

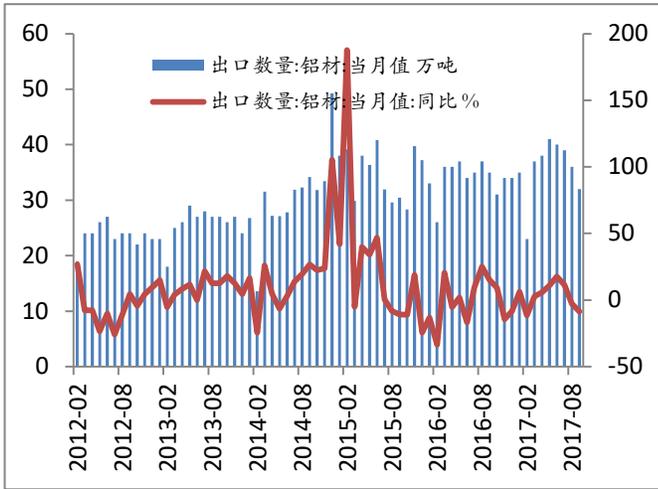
6、整体需求表现良好

需求方面，2017 年需求终端房地产和汽车并未出现明显恶化，总体需求表现良好。铝材方面，9 月份铝材产量 543.30 万吨，同比增长 8.1%；1-9 月份累计产量 4696.3 万吨，同比增长 9.6%，增速较 1-8 月份有所提高。下游半成品产量增速维持正增长，反映终端并未明显恶化

铝材出口方面，2017 年铝材出口总体表现良好，但 8 月份受人民币升值影响，铝材出口增速放缓。据海关数据，9 月份铝出口 32 万吨，同比下降 8.57%；1-9 月份累计出口 320 万吨，同比增加 3.56%，但增速较 1-8 月份的 5.11% 下降明显。

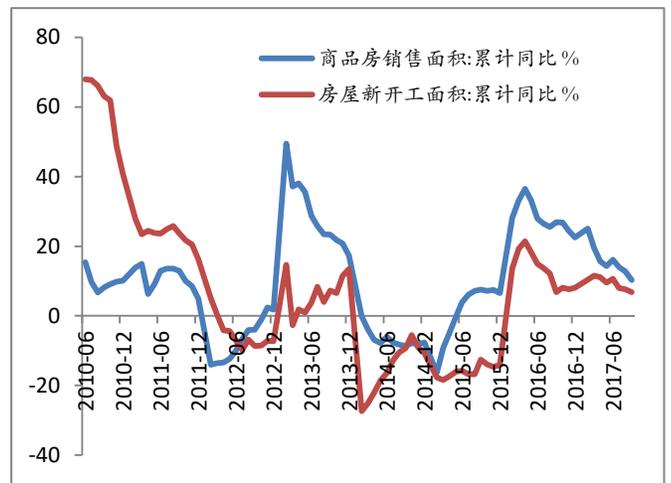
终端方面，房地产和汽车依然维持正增长。2017 年 1-9 月份商品房销售面积和房屋新开工面积分别累计增长 10.3% 和 6.8%，增速分别较 1-8 月份降低 2.4% 和 0.8%；汽车方面，2017 年 1-9 月份，汽车产销量分别为 2034.92 万辆和 2022.45 万辆，分别同比增长 4.77% 和 4.46%，增速增速相对平稳，反映需求良好。

图 10: 铝材出口有所放缓



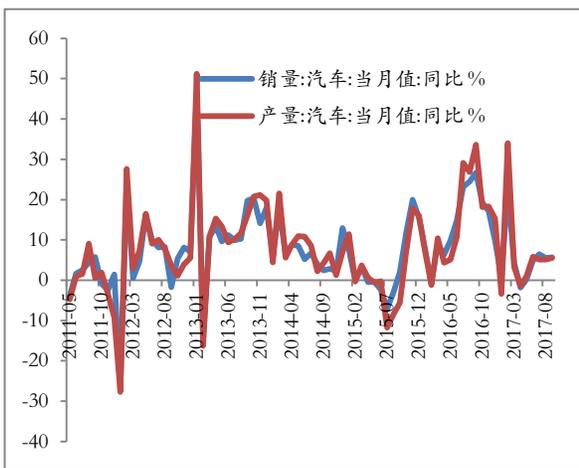
来源: wind, 东兴期货投资咨询部

图 11: 2017 年房地产增速下滑明显



来源: wind, 东兴期货投资咨询部

图 12: 2017 年汽车产销状况良好



来源: wind, 东兴期货投资咨询部

5、总结

总体而言，目前临近采暖季，北方各地限产方案基本落地，关注后续的实际执行力度，政策面炒作接近于尾声。但随着上游氧化铝价格飙升，成本中枢上移或成为后期支撑铝价的主要利多因素。且从电解铝分月产量上看，供给侧改革减产效果相对显著，电解铝产量增速下滑，库存拐点或与 10 月底至 11 月初出现。且从技术面上看，铝价维持箱体震荡格局，16000 支撑相对明显。因此，短期来看，铝价不宜过分看空，16000 下方空间有限，逢低做多安全边际较高。

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。