

兴证期货.研究发展部

有色研究团队

孙二春

期货从业资格编号：

F3004203

投资咨询资格编号：

Z0012934

胡佳纯

期货从业资格编号：

F3048898

联系人

胡佳纯

021-68982746

hujc@xzfutures.com

2018 年 11 月 2 日星期五

## 基本面呈现供需双弱，去库存恐难以延续到年前，预计铝价震荡走弱

### ● 行情回顾：

10 月伦铝价格先是跳高，然后回吐涨幅，走势震荡偏弱，年初至 10 月底 LME3 月铝价累计跌 13%；沪铝主力合约同样震荡下行，10 月最后一天跌破 14000 元/吨，收于 13960 元/吨。

由于海德鲁事件，10 月澳大利亚氧化铝 FOB 价格先是跳高，然后随着海德鲁事件平息且海外明年供应预期增加，价格出现回落。10 月国内氧化铝价格从高位回落，在 3000 元/吨止住，并出现小幅反弹。

国内铝土矿价格仍处于高位，山西、河南铝土矿供应依旧偏紧，且第二批中央生态环境保护督察“回头看”在 11 月初将全面启动。

### ● 后市展望及策略建议：

**1.国内电解铝、氧化铝产量同比均小幅回升，但随着亏损扩大，预计后续电解铝企业减产量会逐渐增加。**9 月国内电解铝产量为 302.9 万吨，同比回升 3.8%，环比下降 2.7%。据 SMM 统计，9 月、10 月合计减产量约 60 万吨，多于新增产能。随着铝价走低，企业进一步亏损，预计减产量会增加，电解铝供应端压力下降。9 月国内氧化铝产量为 594.7 万吨，同比回升 3.0%，环比回升 0.5%。各省份秋冬季限产消息陆续公布，限产情况大幅不及预期，尤其是吕梁市，氧化铝产能合计 1415 万吨，不在错峰生产名单中，叠加四季度仍有新增产能的投放，氧化铝供应可能会出现增加。

**2.下游开工率整体不及去年同期，“金九银十”褪色。**从 9 月份开工率来看，铝合金、建筑型材、铝板带和铝箔的开工率与去年同期基本持平，工业型材和铝线缆远不及往年。开工率与 8 月份相比也没有明显回升，今年铝行业“金九银十”传统旺季出现褪色。

**3.国内终端消费疲软，外需依旧向好。**房地产企业有延缓施工进度的可能，放缓向下游采购幕墙板卷及型材等产品的速度，建筑房地产对铝消费拉动放缓。9 月电网基本建设投资累计完成额为 3373 亿元，同比下降 9.60%；汽车累计产量 2049.13 万吨，累计销量 2049.06 万吨，累计同比分别增长 0.87%、1.49%，

累计同比进一步下滑。铝材出口依旧强劲，9月未锻造的铝及铝材当月出口数量为51万吨，1-9月累计出口425万吨，累计同比为17.50%。

4. 铝锭社会库存持续去化，铝棒库存仍然居高，消费疲软叠加采暖季限产不及预期，预计年前库存会出现回升。10月份上海有色网铝锭社会库存下降5.2万吨，至153.8万吨；铝棒库存上升2.63万吨，至14.35万吨；LME铝库存上升5.74万吨，至104.78万吨。当前铝棒加工费处于低位，部分企业可能会减少铝棒产量，改成铸锭。结合当前铝供需双弱的情况，且采暖季限产不及预期，预计铝锭库存难以持续下降，年前库存会出现回升。

综上所述，预计铝价会呈现震荡走弱，建议投资者逢高做空，仅供参考。

### ● 风险提示：

采暖季限产不及预期；铝下游消费增速下滑；贸易摩擦不确定性；海外突发事件扰动风险。

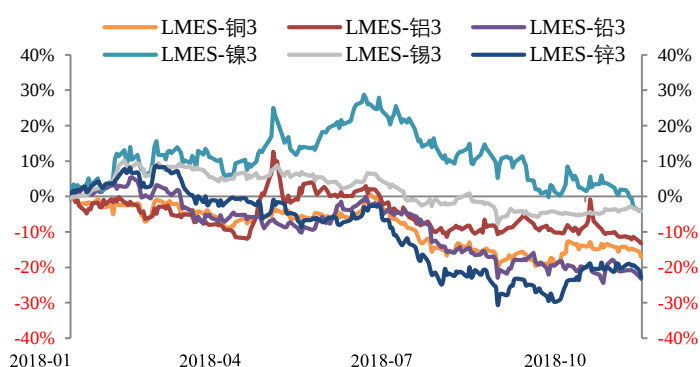
## 1. 行情回顾

10月伦铝价格先是跳高，然后回吐涨幅，走势震荡偏弱，年初至10月底LME3月铝价累计跌13%；沪铝主力合约同样震荡下行，10月最后一天跌破14000元/吨，收于13960元/吨。

由于海德鲁事件，10月澳大利亚氧化铝FOB价格先是跳高，然后随着海德鲁事件平息且海外明年供应预期增加，价格出现回落。10月国内氧化铝价格从高位回落，在3000元/吨止住，并出现小幅反弹。

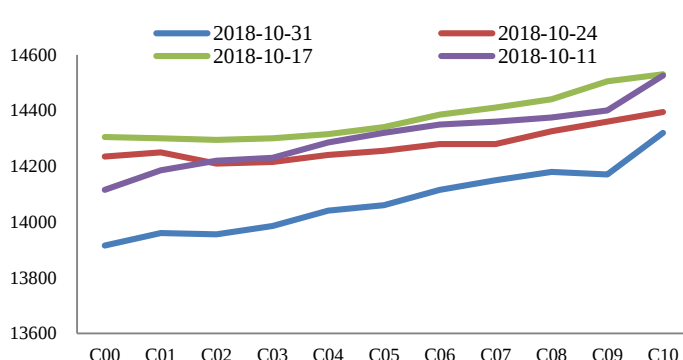
10月国内铝土矿价格小幅上涨，山西、河南铝土矿供应依旧偏紧，且第二批中央生态环境保护督察“回头看”在11月初将全面启动。

图 1：LME 各品种 2018 年以来的涨幅



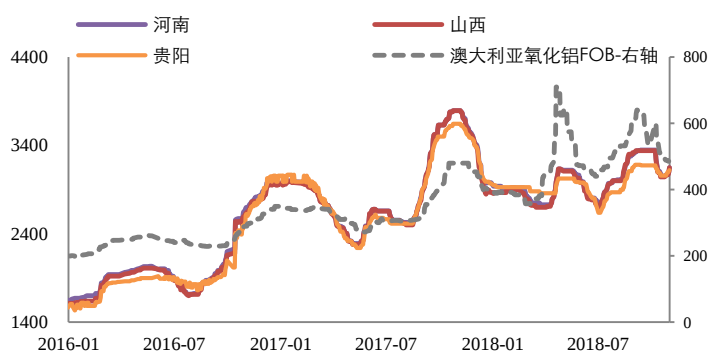
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：沪铝期限结构



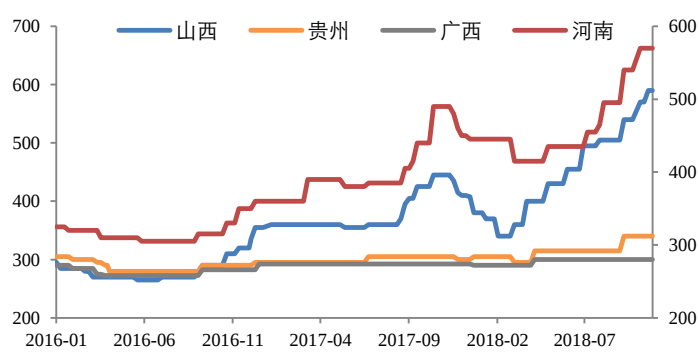
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：国内外氧化铝价格：元/吨、美元/吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：国内高品位铝土矿价格：元/吨



数据来源：Wind，SMM，兴证期货研发部

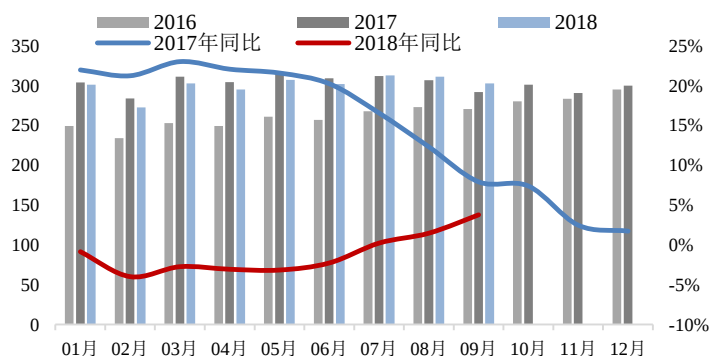
## 2. 基本面

2.1 国内电解铝、氧化铝产量同比均小幅回升，但随着亏损扩大，预计后续电解铝企业减产量会逐渐增加

9月国内电解铝产量为302.9万吨，同比回升3.8%，环比下降2.7%。9月份电解铝运行产能3771.5万吨，铝水比例为74.20%，云铝昭通等不少企业的新增产能开始投产，也有企业出现减产，例如河南中孚林丰电解铝减产6万吨。据SMM统计，9月、10月合计减产约60万吨，多于新增产能。随着铝价走低，企业进一步亏损，预计减产量会增加，电解铝供应端压力稍减轻。

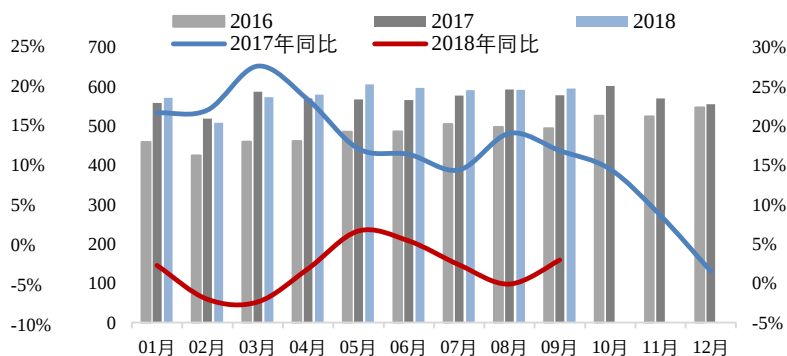
9月国内氧化铝产量为594.7万吨，同比回升3.0%，环比回升0.5%。山西信发新增产能9月底进行投产，预计新增产能100万吨。然而10月份有消息传出，山西信发受矿石影响并检修电厂或将减产50%，涉及减产的氧化铝产量达10万吨。随着各省份秋冬季限产消息的陆续公布，限产情况大幅不及预期，尤其是吕梁市，氧化铝产能合计1415万吨，不在错峰生产名单中，叠加四季度仍有新增产能的投放，氧化铝供应可能会出现增加。

图 5：国内电解铝产量：万吨



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 6：国内氧化铝产量：万吨

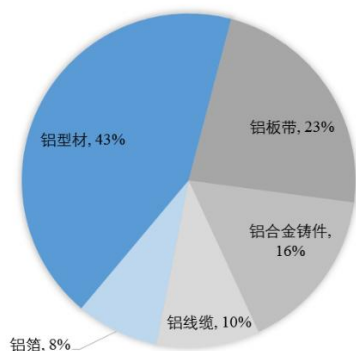


数据来源：SMM，兴证期货研发部

## 2.2 下游开工率整体不及去年同期，“金九银十”褪色

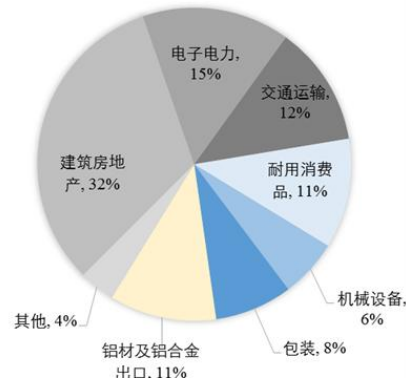
从9月份开工率来看，铝合金、建筑型材、铝板带和铝箔的开工率与去年同期基本持平，工业型材和铝线缆远不及往年。整体开工率与8月份相比也没有明显回升，今年铝行业“金九银十”传统旺季出现褪色。

图 7：国内铝材产量占比



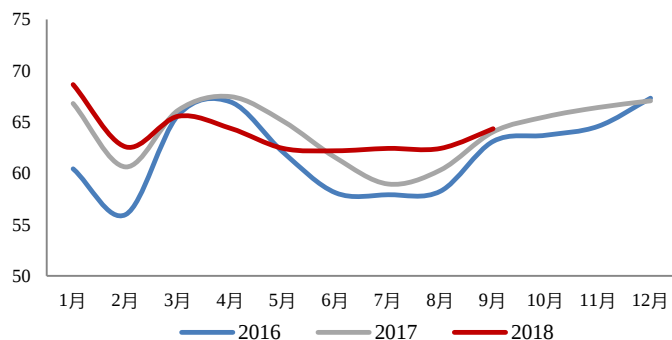
数据来源：阿拉丁，兴证期货研发部

图 8：中国铝消费结构



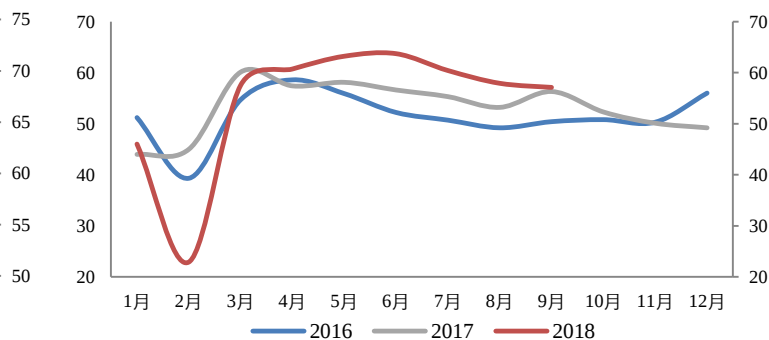
数据来源：阿拉丁，兴证期货研发部

图 9：铝合金开工率：%



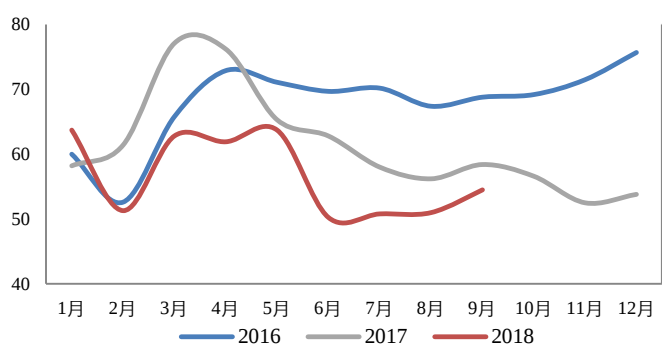
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10：建筑型材开工率：%



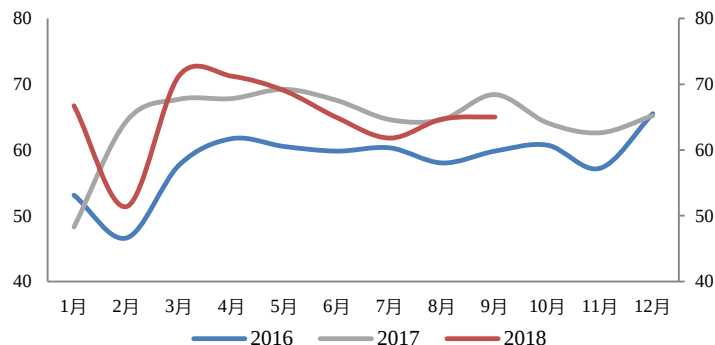
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 11：工业型材开工率：%



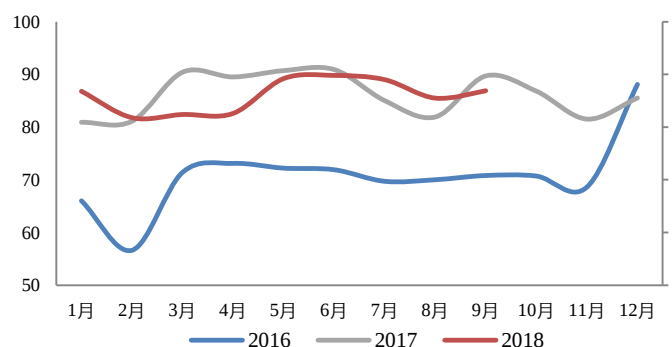
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 12：铝板带开工率：%



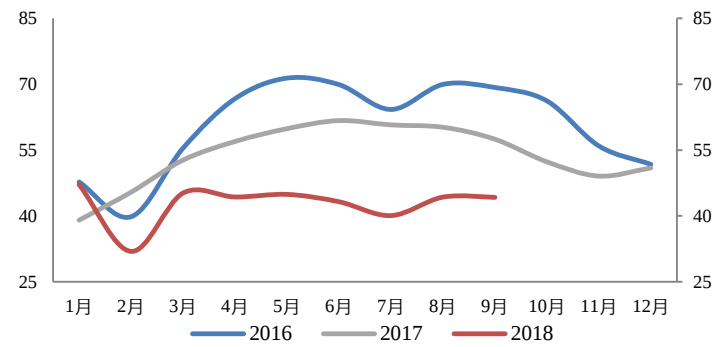
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 13：铝箔开工率：%



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 24：铝线缆开工率：%



数据来源：SMM，兴证期货研发部

## 2.3 国内终端消费疲软

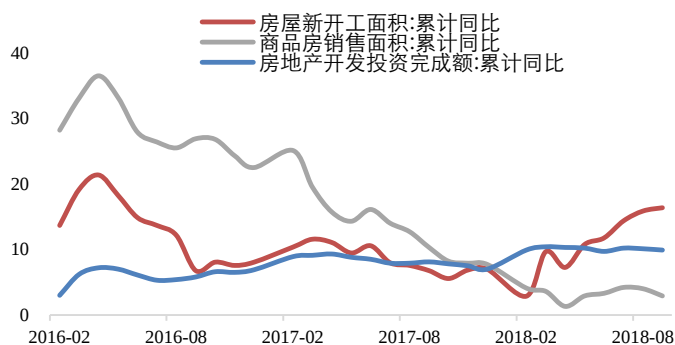
9 月房屋新开工面积累计同比增长 9.9%，商品房销售面积累计同比增长 16.4%，房地产开发投资完成额累计同比增长 2.9%。近期有部分房地产开发商

向 SMM 反馈，他们暂未收到政府下发的停工令，但因工程款压力较大，因此会有延缓施工进度的可能，放缓向下游采购幕墙板卷及型材产品的速度，建筑房地产对铝消费拉动放缓。

9 月电网基本建设投资累计完成额为 3373 亿元，同比下降 9.60%，降幅缩小。

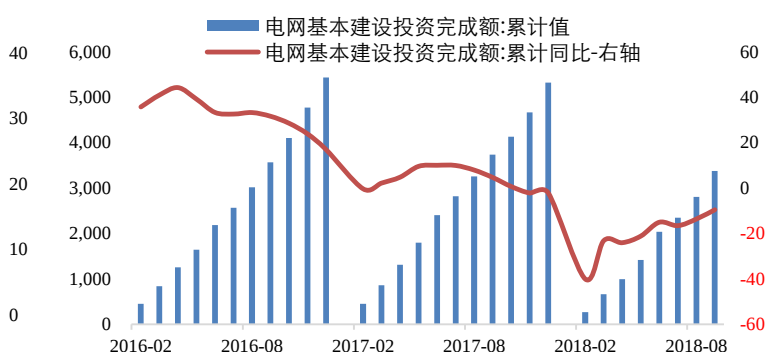
9 月汽车累计产量 2049.13 万吨，累计销量 2049.06 万吨，累计同比分别增长 0.87%、1.49%，累计同比进一步下滑。新能源汽车累计产量 73.46 万吨，累计销量 72.15 万吨，累计同比分别增长 73.26%、81.28%，新能源汽车对铝合金消费仍有一定推动作用。总体来看，铝终端消费依旧疲软，10 月份终端消费领域表现偏弱，尤以房产汽车领域处于消费底部，就下游铝加工企业新订单反馈情况而言，11 月难以明显好转。

图 15：建筑房地产情况：%



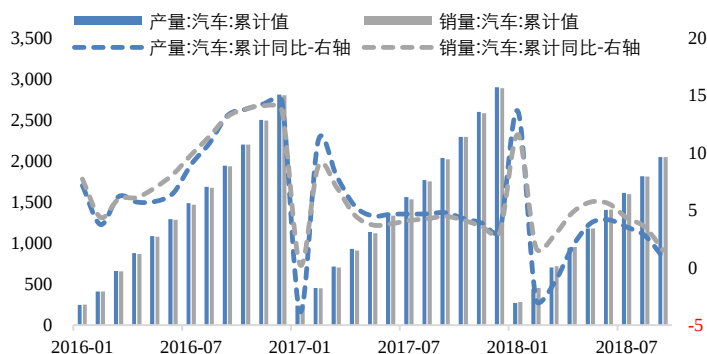
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 16：电网基本建设投资情况：亿元，%



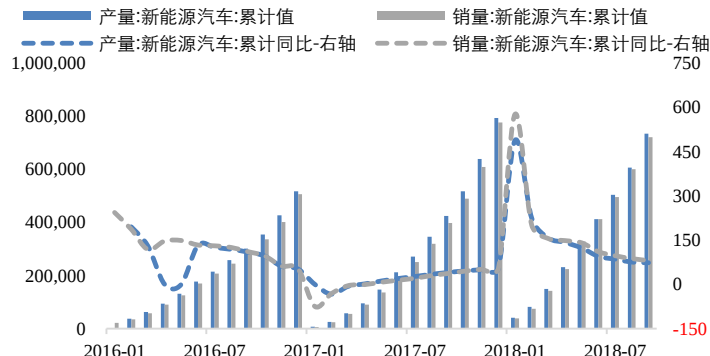
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 17：汽车产销情况：万辆，%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 18：新能源汽车产销情况：万辆，%

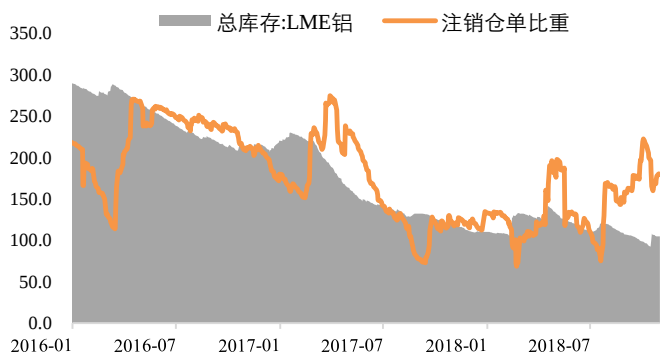


数据来源：Wind，兴证期货研发部

**2.4 铝锭社会库存持续去化，铝棒库存仍然居高，消费疲软叠加采暖季限产不及预期，预计年前库存会出现回升**

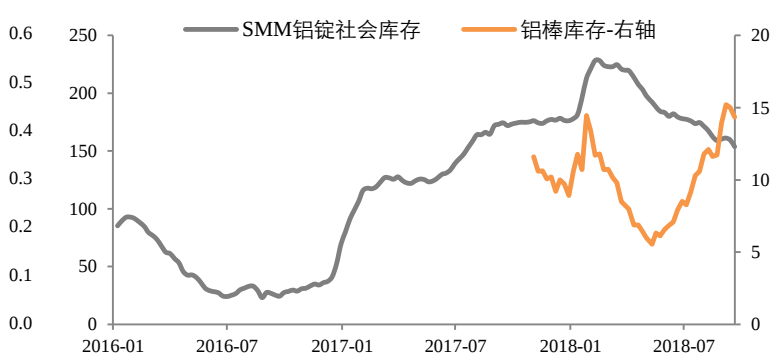
库存方面：上海有色网铝锭社会库存持续去化，10 月份下降 5.2 万吨，至 153.8 万吨。铝棒库存仍处于高位，10 月上升 2.63 万吨，至 14.35 万吨。10 月份 LME 铝库存上升 5.74 万吨，至 104.78 万吨。当前铝棒加工费处于低位，部分企业可能会减少铝棒产量，改成铸锭。结合当前铝供需双弱的情况，且采暖季限产不及预期，预计铝锭库存难以持续下降，年前库存会出现回升。

图 19: LME 库存及注销仓单比重: 万吨



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: SMM 铝锭社会库存、铝棒库存: 万吨



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

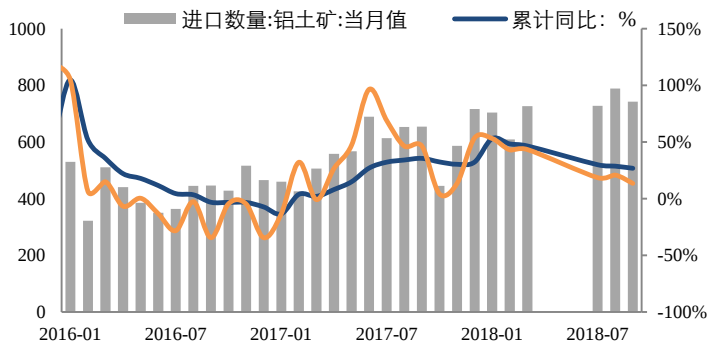
### 3. 贸易情况

9 月份铝土矿累计进口 742.80 万吨，累计同比增长 26.9%。由于矿山整顿和环保督查，山西、河南铝土矿供应趋紧，国内企业愈发依赖铝土矿的进口，目前市场上约有 20% 的企业掺配进口铝土矿来维持生产。

9 月氧化铝依旧呈现净出口，且达到 13.58 万吨，随着海外氧化铝价格走低，国外与国内氧化铝价差缩小，氧化铝出口窗口逐渐趋于关闭。

9 月铝材出口依旧强劲，未锻造的铝及铝材当月出口数量为 51 万吨，1-9 月累计出口 425 万吨，累计同比为 17.50%。虽然当前沪伦比值出现回升，但是由于人民币持续贬值且出口利润较高，有利于铝材的出口，预计外需依旧向好。

图 21: 铝土矿进口数量: 万吨



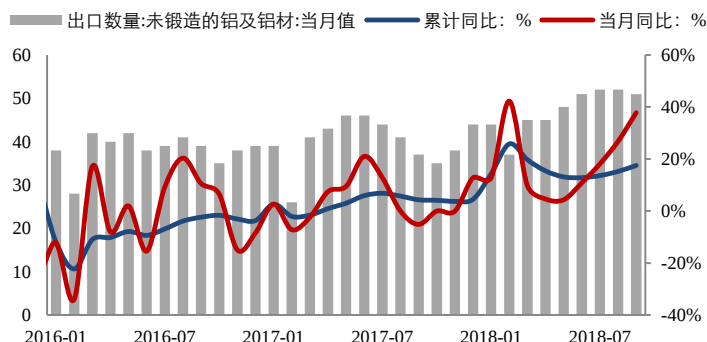
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 22: 氧化铝净进口数量: 万吨



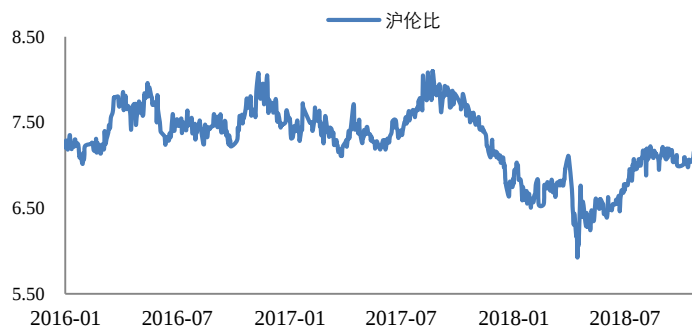
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 23: 铝材出口数量: 万吨



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 24: 沪伦比值



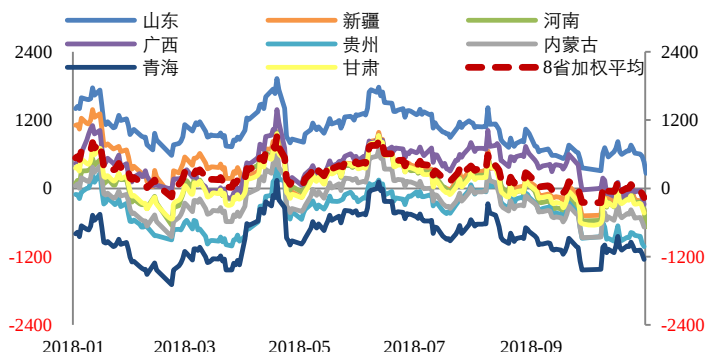
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

## 4. 电解铝、氧化铝利润

10 月份电解铝价格下跌, 各省份亏损明显。截至 10 月底, 根据完全成本测算, 山东利润为 463.0 元/吨, 新疆利润-376.1 元/吨, 河南利润为-367.5 元/吨, 广西利润为-278.7 元/吨, 贵州利润为-1024.3 元/吨, 内蒙古利润为-681.3 元/吨, 青海利润为-1251.1 元/吨, 甘肃利润为-432.8 元/吨, 8 省加权平均利润为-162.4 元/吨。

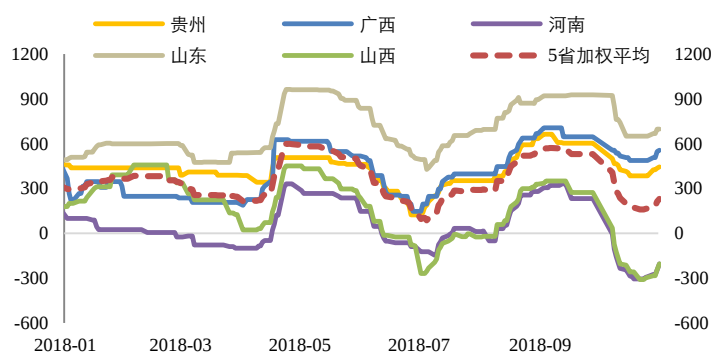
10 月份由于氧化铝价格出现下跌, 而铝土矿价格依旧在高位, 所以企业利润出现回落。截至 10 月底, 根据完全成本测算, 贵州利润为 434.4 元/吨, 广西利润 546.1 元/吨, 山西利润为-245.0 元/吨, 河南利润为-246.3 元/吨, 山东利润为 696.0 元/吨, 5 省加权平均利润为 211.3 元/吨。

图 25: 国内电解铝分地区利润测算: 元/吨



数据来源: Wind, SMM, 兴证期货研发部

图 26: 国内氧化铝分地区利润测算: 元/吨



数据来源: Wind, SMM, 兴证期货研发部

## 5. 后市展望

**1.国内电解铝、氧化铝产量同比均小幅回升，但随着亏损扩大，预计后续电解铝企业减产量会逐渐增加。**9月国内电解铝产量为302.9万吨，同比回升3.8%，环比下降2.7%。据SMM统计，9月、10月合计减产量约60万吨，多于新增产能。随着铝价走低，企业进一步亏损，预计减产量会增加，电解铝供应端压力下降。9月国内氧化铝产量为594.7万吨，同比回升3.0%，环比回升0.5%。各省份秋冬季限产消息陆续公布，限产情况大幅不及预期，尤其是吕梁市，氧化铝产能合计1415万吨，不在错峰生产名单中，叠加四季度仍有新增产能的投放，氧化铝供应可能会出现增加。

**2.下游开工率整体不及去年同期，“金九银十”褪色。**从9月份开工率来看，铝合金、建筑型材、铝板带和铝箔的开工率与去年同期基本持平，工业型材和铝线缆远不及往年。开工率与8月份相比也没有明显回升，今年铝行业“金九银十”传统旺季出现褪色。

**3.国内终端消费疲软，外需依旧向好。**房地产企业有延缓施工进度可能，放缓向下游采购幕墙板卷及型材等产品的速度，建筑房地产对铝消费拉动放缓。9月电网基本建设投资累计完成额为3373亿元，同比下降9.60%；汽车累计产量2049.13万吨，累计销量2049.06万吨，累计同比分别增长0.87%、1.49%，累计同比进一步下滑。铝材出口依旧强劲，9月未锻造的铝及铝材当月出口数量为51万吨，1-9月累计出口425万吨，累计同比为17.50%。

**4. 铝锭社会库存持续去化，铝棒库存仍然居高，消费疲软叠加采暖季限产不及预期，预计年前库存会出现回升。**10月份上海有色网铝锭社会库存下降5.2万吨，至153.8万吨；铝棒库存上升2.63万吨，至14.35万吨；LME铝库存上升5.74万吨，至104.78万吨。当前铝棒加工费处于低位，部分企业可能会减少铝棒产量，改成铸锭。结合当前铝供需双弱的情况，且采暖季限产不及预期，预计铝锭库存难以持续下降，年前库存会出现回升。

综上所述，预计铝价会呈现震荡走弱，建议投资者逢高做空，仅供参考。

## 6. 风险提示

采暖季限产不及预期；铝下游消费增速下滑；贸易摩擦不确定性；海外突发事件扰动风险。

## 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。