

## 铝：四季度弱势不改

本月铝市重归弱势，符合我们在9月中旬做的布空判断。截止10月24日，沪铝主力1301收在15420元/吨，10月跌幅接近2.5%；伦铝本月也自2140.0美元/吨高位，大跌至1940.0美元/吨的位置，跌幅高达8%。

10月，消息面相对平静，除欧债问题依旧令投资者揪心外，美国经济的复苏步伐逐渐稳健，而国内市场在11月“十八大”召开之前，选择了等待，以应对可能出现的政策市。目前来看，供需面依旧是打压铝价的关键所在。本月供应继续保持强势，库存规模持续攀升，而“银十”消费却不见大的改善。四季度，料供强需弱的格局仍将持续，铝价弱势难以扭转。

图表 1: 伦铝周K线图



图表 2: 沪铝主力周K线图



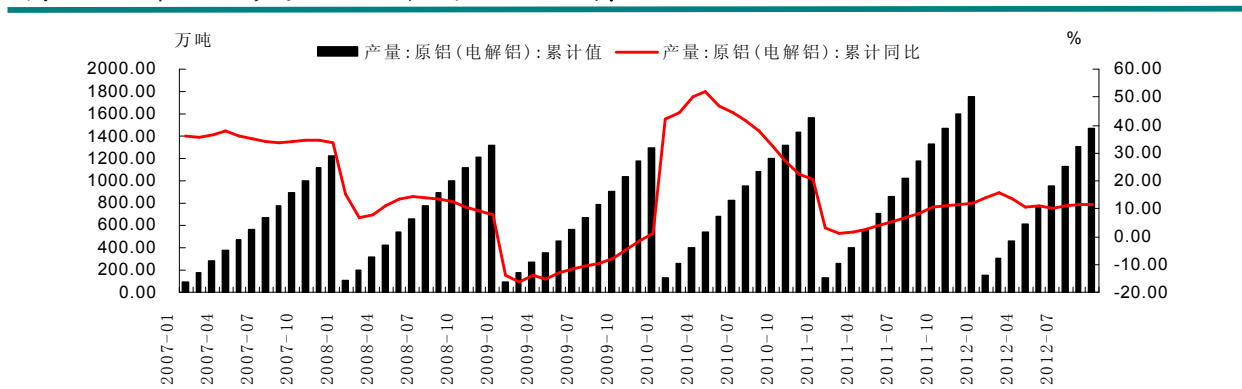
资料来源：文华财经，新湖期货研究所

### 一、四季度供应难改强势，全年过剩格局料确定

#### (一) 今年前三季度国内电解铝产量同比增长 11.3%，高于去年同期

根据国家统计局公布的最新数据，9月国内电解铝产量为167.2万吨，环比小降，但仍处在历史高位；今年前三季度累计产量接近1500万吨，同比增速达11.3%，继续高于去年同期，去年1-9月同比增速为10.5%。

图表 3: 电解铝 9 月产量环比小降，但仍处历史高位

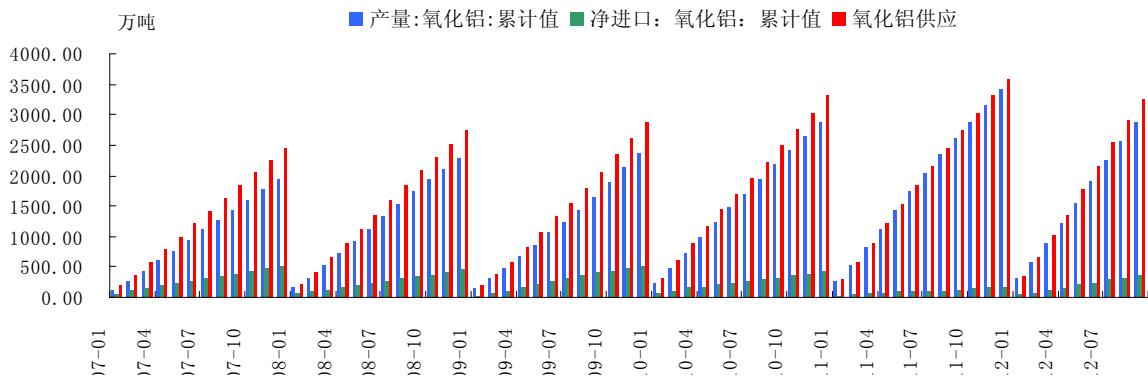


资料来源：国家统计局，新湖期货研究所

## （二）今年前三季度氧化铝对电解铝生产供应保持充裕

在国内电解铝原料的供应上，根据统计局及海关最新数据，今年前三季度，氧化铝产量达 2875.5 万吨，进口 372.0 万吨，净进口 368.9 万吨，总的氧化铝供应量在 3244.4 万吨。对应前三季度接近 1500 万吨的电解铝产量，氧化铝尚有约 200 万吨的过剩，原料供应保持充裕。

图表 4：氧化铝的供应满足电解铝生产绰绰有余

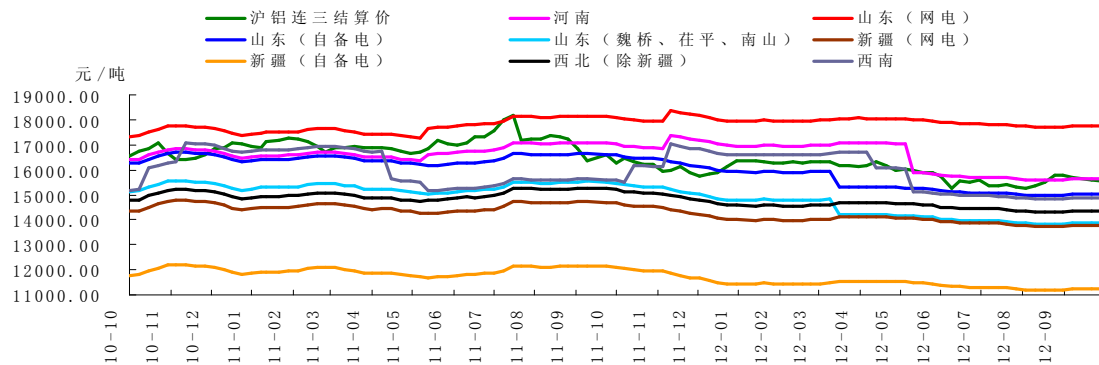


资料来源：国家统计局，新湖期货研究所

## （三）10月铝厂大部分仍有盈利，后期减产可能小

根据我们持续跟踪测算的国内铝厂成本数据，在 9 月短暂的盈利之后，10 月伴随着铝价的大幅下挫，原料氧化铝价格小幅回升，河南铝厂出现百元的小幅亏损。截止 10 月 19 日，山东使用网电的铝厂依然有接近 2000 元的巨幅亏损，但是这部分铝厂产能非常小（仅 20-30 万吨）；其余地区，除河南小幅亏损外，仍然有不同程度的盈利。盈利最高的是新疆拥有自备电的铝厂，在 4300 元/吨左右；其次是使用网电的新疆铝厂和山东三大铝厂，盈利在 1600-1700 元/吨；西北、西南以及山东其余拥有自备电的铝厂也有 500-1000 不等的盈利。新疆地区扣除运费 1500 元/吨之后，使用自备电的铝厂仍有高达 2800 元/吨的利润空间，但使用网电的铝厂则仅剩 200 元/吨。总体来看，在目前价位，全国大面积的电解铝企仍有一定的盈利空间，短期内减产的可能极小。

图表 5：各地铝厂完全成本与沪铝主力价格的比较



资料来源：国家统计局，新湖期货研究所

## （四）9月新疆已建成产能达 230 万吨，投产产能近 140 万吨

根据亚洲金属网的调研信息，截至今年9月，新疆已建成产能接近230万吨，已投产产能大约在140万吨，而去年12月，投产产能仅在5万吨。粗略估算下，今年月均投产量在15万吨。新疆地区低廉的电力成本，是促使当地产能持续释放的关键动力。四季度新疆地区受制于寒冷天气影响，产能建设步伐应会放缓，预计到明年3、4月再恢复建设。

**图表 6：今年 1-9 月新疆新增产能运行情况**

公司名称	现有产能	运行情况（万吨）									
		12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
东方希望	40		14	14	14	14	14	14	14	14	28
新疆信发	80		50	52	55	55	55	55	74	80	80
河南神火	40										
曾氏铝业（新疆天山铝业）	30		15	15	15	15	15	15	15	22.5	22.5
新疆众和	9										
新疆天龙矿业	15	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
新疆有色金属有限公司	0										
新疆其亚铝电有限公司	15		0							3	6

资料来源：亚洲金属网，新湖期货研究所

## 二、“银十”消费持淡，四季度走疲成定局

### （一）“金九”下游温和改善，10月之后难乐观

根据上海有色网的最新调研，9月国内铝型材企业开工率温和回升至63%，其中建筑铝型材企业开工率64%，而工业铝型材开工情况依然低迷，仅为55%。在原料备货上，节前约有7成被调研企业增加原料备货，因长假期间无货采购。铝型材企业加大原铝采购，使得原料库存保有天数增加到了7天，较8月底的4.5天增加了2.5天。而成品库存上，近期略有增加，主要是因为节前发货因交通问题受到一定影响，而节后价格下行又带来部分客户的毁单。此外，10月订单状况并不理想，目前仅有2成企业订单增加，约4成企业的10月新增订单出现了下滑。不少建筑铝型材企业反映，相比上半年保障房建设的火热，下半年力度疲弱很多，这可能与各地方政府财力不足有关。

铝板带箔方面，数据显示9月有7成企业增加了原料备货增加，各企业的原料库存保有天数增至9天，较8月增长2天。这与铝型材的情况较为相似。此外，受建筑、交通、机械等行业集体低迷的影响，10月铝板带箔企业的新增订单也不乐观，目前仅有3成企业订单环比增加。其中，铝幕墙、钎焊热传输产品的订单无明显增长迹象；家电、机械等行业铝板带材消费同比接近负增长；铝罐料市场也因旺季不旺，四季度开始停产检修；而使用铝箔的空调厂家也大多表示今年订单较往年下滑幅度过大，往年早已开始的空调箔备货旺季遇冷。

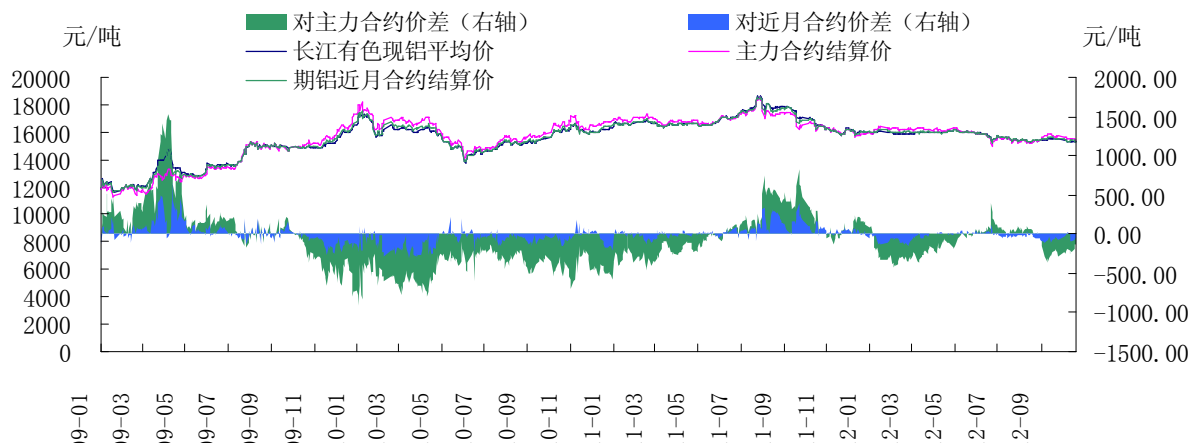
从下游 10 月的新增订单情况来看，四季度整体的需求形势仍不乐观。

## （二）现货市场：对期货保持贴水，现货库存逼近两年新高

在现货市场表现上，10 月虽是“银十”，属于传统的消费旺季，但下游在长假节前已备足货，导致 10 月采购非常消极，市场看空情绪较浓。

本月长江现货对沪铝主力 1301 维持 100-200 元/吨的贴水，截止 10 月 24 日，贴水值为 125 元/吨。前期贴水上升至 200 元/吨上方时，现货表现略显抗跌，期价跌势加重，由此使得期现升贴水重新回到 100 元/吨的相对正常水平。从历史规律来看，沪铝期现价差稍有拉大，往往有回归正常区间的冲动，并由期铝率先作出反应。当下，如果贴水扩大，现货铝上涨的可能性并不大，而只能是期铝进一步走低，以促使价差回归。

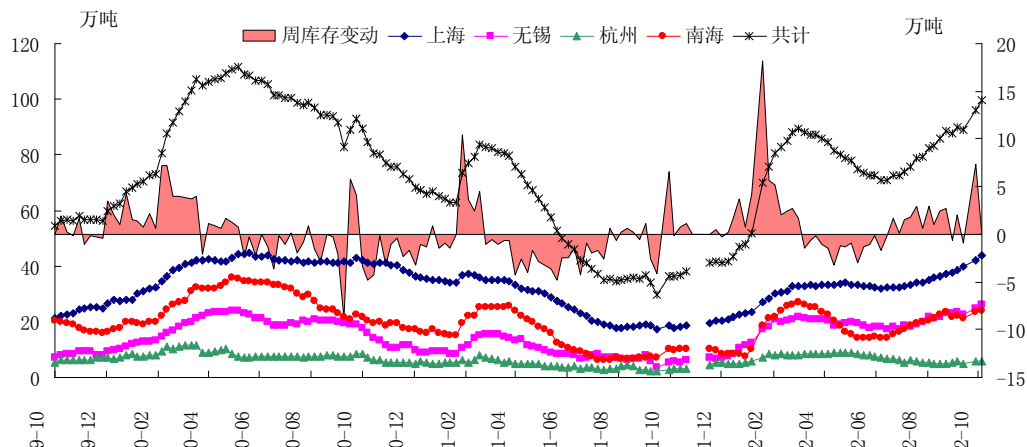
图表 7：截止 10 月 24 日长江现货对沪铝主力的升贴水变化



资料来源：Wind，新湖期货研究所

另外，从我们持续跟踪的国内四地（上海、无锡、杭州、南海）库存数来看，长假节后各地库存猛增，节后两周每周增幅分别在 7.4 万吨和 3.2 万吨。截止 10 月 18 日当周，四地库存已攀升至 99.5 万吨的两年记录高位，同比增幅高达 175%，说明当下消费疲态依旧，供应继续保持着强势。

图表 8：截止 10 月 18 日当周内四地库存



资料来源：SMM，新湖期货研究所

### （三）终端消费：9月房地产改善微弱，汽车销量同比下滑

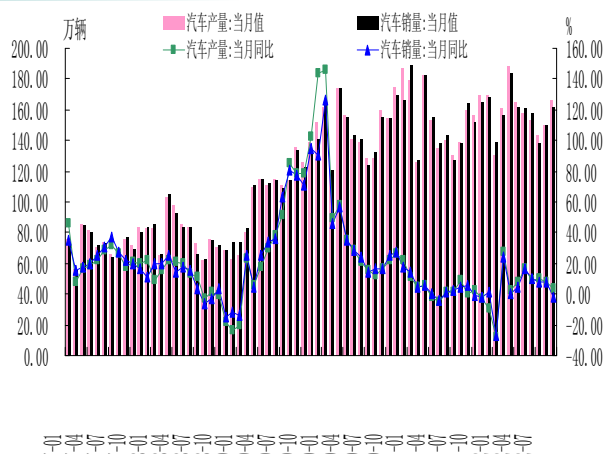
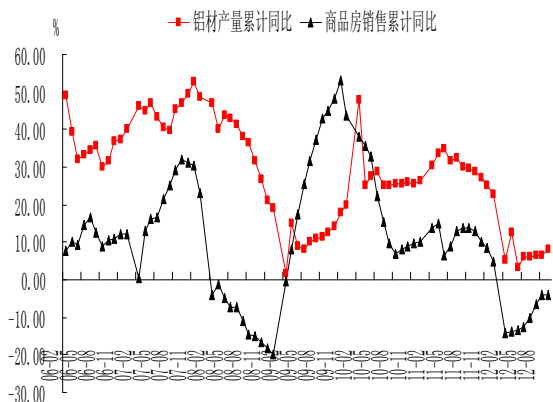
9月商品房销售实现连续7个月反弹，但增幅仅较8月上升了0.1个百分点，1-9月商品房销售累计增速为-4.0%，前8个月为-4.1%，“金九”改善微弱。与此同时，9月铝材产量增速也从前4个月持续横亘着的6%上升至8%附近，但仍远低于去年同期。

汽车方面，9月汽车产量环比增加10.6%，但同比增速自8月的7.8%显著下滑至3.7%，同时销量也保持了环比8.2%的增幅，但是同比却下降了1.8%。

目前从整体水平来看，“房”“车”产销继续维持在历史记录低位，对应的铝材产量增速同样处于历史较低水平。后期，即便新的经济刺激政策上台，对房地产的调控预计也难以放开，汽车增长又不被鼓励，铝材出口受阻，下游消费的高速增长不再。

图表 9：9月房地产改善微弱，铝材产量温和提振

图表 10：9月汽车销量同比下滑



资料来源：国家统计局，新湖期货研究所

资料来源：中国汽车工业协会，新湖期货研究所

## 三、明后年行情：由弱走强，可以期待

### （一）2013年宽幅震荡：经济刺激政策与新增产能释放的博弈

基于我们此前对铝价历史走势的研究发现，系统性风险会直接导致铝价的暴跌，而偏向乐观的供需面才是铝价稳健上行的主导力量。未来2、3年在影响铝价走势的关键因素中，我们认为，宏观面爆发大的系统性风险的概率较低，对铝价的影响相对温和，存在短时冲击，但不会主导铝价的趋势性行情，关键还是看供需结构的变化。

首先，需求层面，以平稳增长为主，根据我们的测算，铝年消费的平均增速约在10%左右。2013年，又适逢“十八大”召开后的头一年，各项经济扶持政策的推出料对市场产生一定的积极影响，下游消费增长可以期待。

而供应层面，一方面关注西部新增产能的情况，根据我们2011年在中国西南和华北地区产业调研的结果显示，西部特别是新疆，由于当地电力、运输、人员等基础条件的缺乏，大规模的新增产能释放预计是在2013-2014年。进入2013年，原铝供给可能面临一个明显的增加，在此过程中，市场对于新增产能投放的预期也会给铝价造成一定的冲击。另一方面，随着印尼2014年禁止铝土矿出口的时限来临，2013年中国对铝土矿的进口量



可能会大幅飙升，这对氧化铝的价格存在打压风险，这也会助推铝价下行。

因此，2013年铝市将面临着经济刺激政策推出与新增产能释放之间的多空博弈，以在15000-17000区间的宽幅震荡为主，3、4月与9、10月存在季节性的布多机会。

## （二）2014年之后，价格重心小幅抬升

2014年之后，如果印尼对金属原矿的禁令切实得到施行，那么印尼将会成为“第二个智利”，中国电解铝的原料供应也将出现一个致命性的缺口。目前我国50%以上铝土矿的供应需依赖进口，这其中印尼矿的比重占到压倒性的80-90%。90%以上的进口铝土矿被山东的氧化铝厂所消化，这部分氧化铝产能占到了全国总产能的三分之一以上，波及面较大。而重新寻找替代印尼的铝土矿出口国难度较大，目前海外除印尼之外，在铝土矿与氧化铝上，对中国能够形成的有效供应非常有限，国内电解铝上游的供应短缺即将来临。

基于我们此前的分析，目前由于印尼缺乏从铝土矿向氧化铝工业的延伸，才使得其可供出口的铝土矿数量在全球最多，出口到中国的数量（3572.1万吨）更是占到了其可出口总量的98%以上。在印尼之后，其他铝矿主产国可供海外出口的数量合计在5341.8万吨，但实际对中国形成的有效供应仅902.4万吨，占比不到17%，其余都被美国、加拿大、俄罗斯、中东和日本等国消耗。据此推算，印尼一旦禁矿，中国铝土矿的供应短缺将达到2700万吨，由此导致的氧化铝缺口接近900万吨。即便增大对海外氧化铝的进口数量，也难以完全覆盖这样庞大的缺口。更何况，掌握海外铝土矿与氧化铝资源的矿业集团，在美国、俄国、加拿大等国家都有较为完整的铝产业链，其本身对这些原料的需求就很大，将来对中国形成的有效供应会非常有限。

因此，受到原料供给瓶颈的影响，2014年开始，国内原铝的供需或将呈现一定程度的短缺，原料成本的上升，也会为铝价打开一定程度的上行空间。但是，这中间存在一定的风险，在铝土矿的供应上，如果海外矿业巨头切断了对其本国的下游产业链供应，来满足中国的进口需求，那么国内铝厂只能同时接受高昂的原料成本与低廉的现货价格，这就重蹈了钢铁产业的覆辙。然而考虑到海外铝产业链的成熟程度，短期之内这些国家要切断其本国的产业链，并不是一件容易的事。

因此，2014-2015年，原料供应的紧张仍是大概率，届时铝价上涨可期。鉴于2014年西部产能的释放仍在持续，铝价上涨的幅度不会太大，震荡区间可能在16000-18000之间。

## 四、总结：败也供应，成也供应

基于上文的分析，今年四季度鉴于供强需弱格局的稳固，铝价弱势将得以延续。明后年，需求料保持稳定增长，但供应先松后紧，这将主导铝价由弱走强。

从短期的技术角度来看，近期价格已向下突破前期15500的关键点位，下方空间还很大，成本没有太多支撑。但从历史规律来看，铝价要大幅下跌，需要有宏观面大的利空风险的配合，但短期内这种系统性风险爆发的可能比较小，因此下方空间也需谨慎。上方

15800 存在套保盘的压制，四季度上行必然受限，铝价易跌难涨，弱势判断不改。

撰写：

王蓉，新湖期货有色金属高级研究员

执业资格号：F0267664

电话：021-22155601

Email: wangrong@xhqh.net.cn

### 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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

## 联系我们

### 公司总部

地址：上海市裕通路100号洲际中心36楼新湖期货有限公司  
邮编：200070  
电话：400-8888-398  
传真：021-22155559

### 新湖期货研究所

上海总部：上海市裕通路100号洲际商务中心36层  
杭州：杭州市江干区剧院路358号宏程国际25楼2502  
大连：大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座期货大厦2702

### 温州营业部

地址：温州市车站大道75号金鳞花苑2幢1101室  
邮编：325000  
电话：0577-88991588  
传真：0577-88988180

### 台州营业部

地址：台州市椒江区市府大道557号万家灯火都市广场6楼  
邮编：318000  
电话：0576-88053555  
传真：0576-89892901

### 上海营业部

地址：上海浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1801-04单元  
邮编：200122  
电话：021-61657295  
传真：021-61657211

### 福州营业部

地址：福州市鼓楼区水部街道五一北路129号榕城商贸中心十一层02号  
邮编：350001  
电话：0591-87878217  
传真：0591-83337962

### 嘉兴营业部

地址：嘉兴市中环广场东区A座1203室  
邮编：314000  
电话：0573-82090662  
传真：0573-82052419

### 北京营业部

地址：北京市东城区东直门南大街甲3号居然大厦501室  
邮编：100007  
电话：010-64006876  
传真：010-64006010

### 沈阳营业部

地址：沈阳市沈河区惠工街10号卓越大厦1507室  
邮编：110013  
电话：024-31060016  
传真：024-31060013

### 大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路129号期货大厦2701房间  
邮编：116023  
电话：0411-84807691  
传真：0411-84807519

### 郑州营业部

地址：郑州未来大道69号未来大厦1410室  
邮编：450008  
电话：0371-65613558  
传真：0371-65612810

### 青岛营业部

地址：青岛市东海西路39号世纪大厦1809室  
邮编：266071  
电话：0532-85796000  
传真：0532-85790098

### 重庆营业部

地址：重庆市江北区建新东路36号平安国际大厦10-1  
邮编：400003  
电话：023-88518666  
传真：023-88518951

### 厦门营业部

地址：厦门市思明区厦禾路1032号中国外运大厦A座802  
邮编：361000  
电话：0592-5835135  
传真：0592-5835135

### 西安营业部

地址：山西西安高新区高新一路2号国家开发银行大厦1105室  
邮编：710075  
电话：029-88377355  
传真：029-88377322

### 深圳营业部

地址：深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2405室  
邮编：518035  
电话：0755-23811813  
传真：0755-23811800

### 海口营业部

地址：海南省海口市国贸大道2号海南时代广场15层  
邮编：570106  
电话：0898-36627000  
传真：0898-36627135

### 济南营业部

地址：济南市历下区历山路157号天鹅大厦601  
邮编：250013  
电话：0531-80973106  
传真：0531-80973196

### 杭州营业部

地址：杭州市江干区剧院路358号宏程国际大厦2502  
邮编：310000  
电话：0571-87782180  
传真：0571-87782193

### 长沙营业部

地址：湖南省长沙市天心区芙蓉中路二段新世纪大厦1701-1704  
邮编：410015  
电话：0731-82772266  
传真：0731-82776031