

第三季度电解铝走势分析和展望

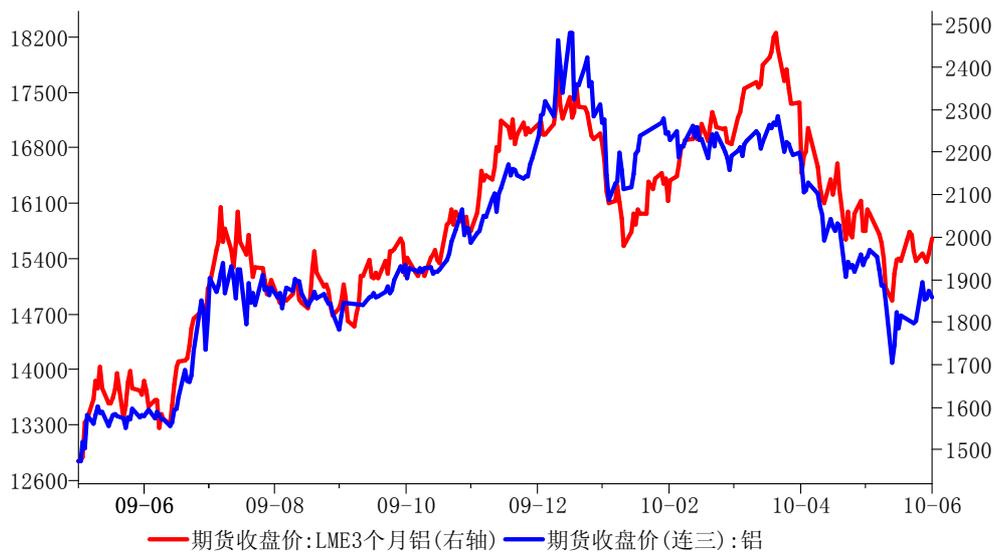
-----弱勢格局未变 成本限制跌幅

摘要:

- 1、全球经济复苏的步伐将放缓，经济增长速度料将降低，这将令整个商品市场处于震荡偏弱的格局当中。
- 2、电解铝产量大幅增加、下游消费增速偏低、两市库存庞大等均压制价格的上涨。
- 3、“十一五”期间节能减排的压力令电费出现上涨，成本具有一定的下跌刚性，这将制约价格下跌的幅度。
- 4、对于第三季度走势而言，我们相对认为 13500 元/吨是一个较强的成本和技术支撑位。而上方的强压力位在 15500 元/吨，如果能突破，第二压力位在 16000 元/吨。

一、2010 年第二季度电解铝走势回顾

图：电解铝走势



数据来源:Wind资讯, 中粮期货

2010 年第二季度，伦铝突破了第一季度的高点 2400 美元/吨，并最高攀升至 2500 美元/吨，但是未能在该位置站稳，之后出现一路的下滑，最低跌至 1800 美元/吨附近。沪铝的走势与伦铝走势相仿，但

是明显弱于伦铝。沪铝在第二季度未能突破第一季度的高点 18000 元/吨，最高仅到达 17200 元/吨，之后便是一路下滑，最低跌至 14000 元/吨。可以说，沪铝未能跟随伦铝的向上突破也造成了市场对中国需求的忧虑并带动整体价格的下跌。

此轮下跌的原因，我们认为主要是欧洲债务危机的逐步蔓延、美元的强劲上涨、中国超预期严厉的地产调控政策以及电解铝庞大的产能和差于预期的需求等等。此轮下跌，电解铝价格跌破企业生产成本并对全行业造成一定的冲击。

目前看，全球经济面临复苏力度偏弱以及经济增长速度趋缓的问题，这将继续对电解铝价格构成压制。但是价格跌破生产成本或将导致部分电解槽相对陈旧、成本较行业平均水平偏高的电解铝企业出现停产或者减产的情况，而这将部分抑制后续电解铝价格下跌的空间。

对于第三季度的走势，我们将从下述多空两个层面来进行探讨。

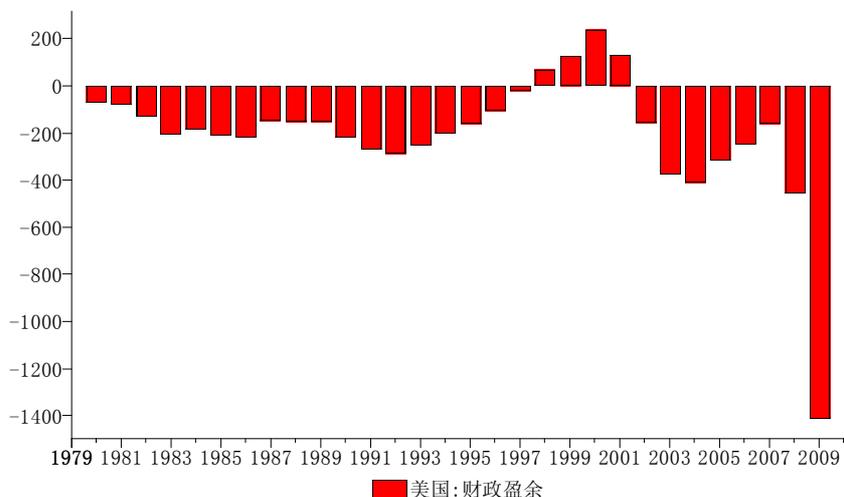
二、影响因素分析---偏空的因素

（一）发达经济体的债务问题将影响全球经济复苏的步伐

美国经济复苏趋势仍较为明确，但其复苏速度料将受到欧洲债务危机的影响。在经历上半年的快速复苏之后，下半年美国经济复苏的步伐料将放慢。欧洲经济仍在经历债务危机的困扰，但是下半年负面消息料相对减少，但是经济增速将放缓。我们相对认为欧洲债务危机将对全球经济的复苏产生负面影响，但是影响的力度仍需要继续观察。

未来数年，美国、欧洲以及日本等主要发达国家都将不得不面临削减财政赤字的问题，这将会影响这些经济体利用财政政策刺激经济的能力，全球经济的增长速度料将放缓。

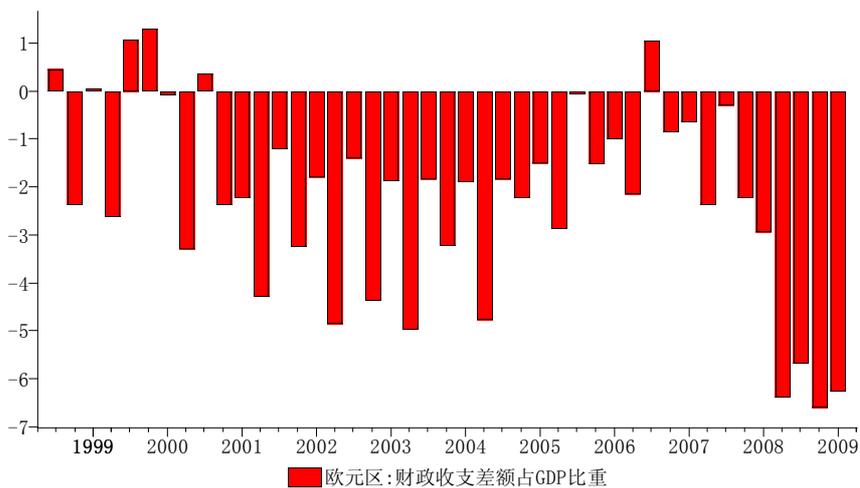
图：美国财政赤字大幅增加



数据来源: Wind资讯, 中粮期货

从美国财政赤字走势图中可以看出，2008年以来，随着美国金融危机的逐步蔓延，美国的财政赤字在逐步增加。

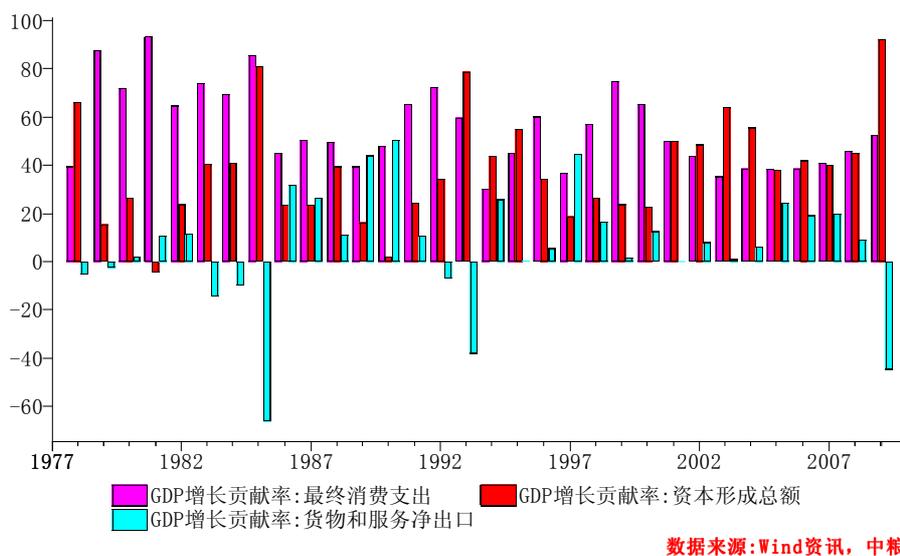
图：欧元区财政赤字大幅增加



自从年初以来，欧洲的主权债务问题引发市场的普遍关注，危机从希腊开始，目前已经逐步蔓延到西班牙、意大利、英国等相对重量级的欧盟成员国家。债务危机已经引发欧元区新一轮的财政和信贷紧缩，这或将给欧洲的经济复苏带来一定的压力，而这将间接影响到全球经济复苏的速度。

（二）中国经济增长速度将放缓

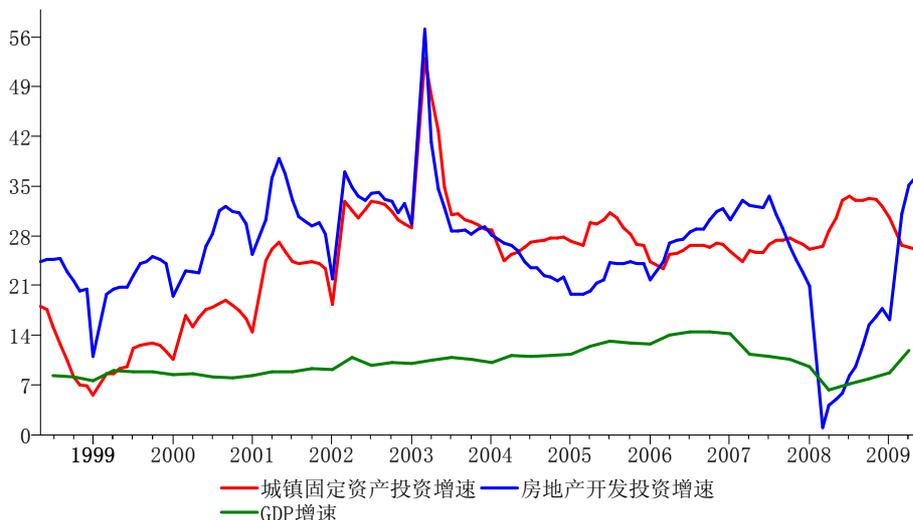
图：投资、消费、进出口对中国 GDP 的贡献率



过去 30 年以来，中国的投资一直维持在较高的增长水平，中国投资占 GDP 的比重一直较高。2009

年超预期的经济复苏主要是在投资推动下实现的，2009 年全年投资对 GDP 增长的贡献率为 92.3%，为历年最高。与其他经济体相比，净出口对中国 GDP 的拉动也较大，中国对出口的依赖相对较大。

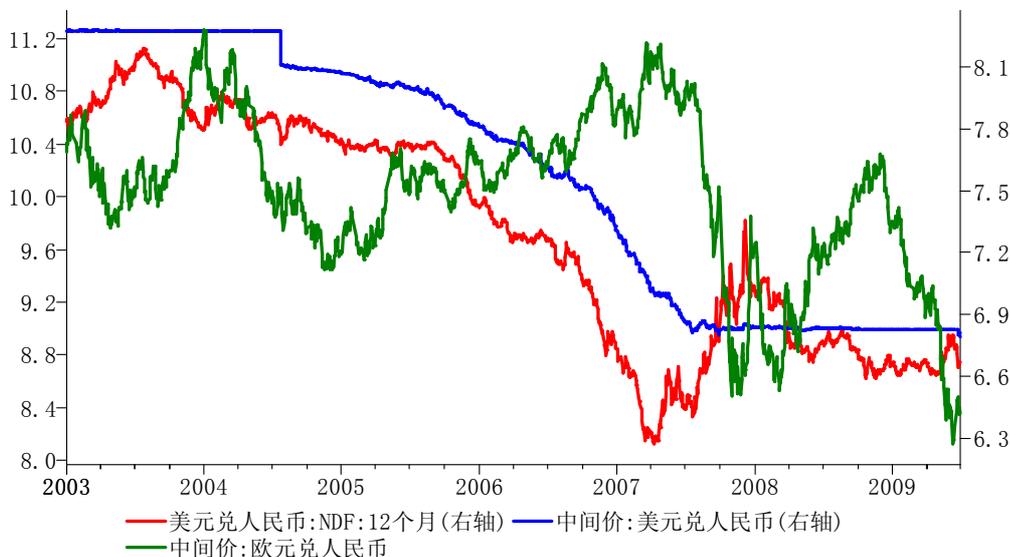
图：固定资产投资增速放缓



数据来源:Wind资讯, 中粮期货

中国财政政策的收紧、较预期严厉的房地产调控政策以及超预期的货币和信贷收紧政策等均导致中国固定资产投资放缓。2009 年 4-12 月维持在 30%-34%之间，最高月份为 33.6%。而 2010 年则降低至 26%附近，最低月份为最新公布的 5 月份数据，为 25.9%。固定资产投资的下滑将影响中国经济的增长速度，中国经济增长或将放缓。

图：人民币升值或减弱出口对 GDP 的影响



数据来源:Wind资讯, 中粮期货

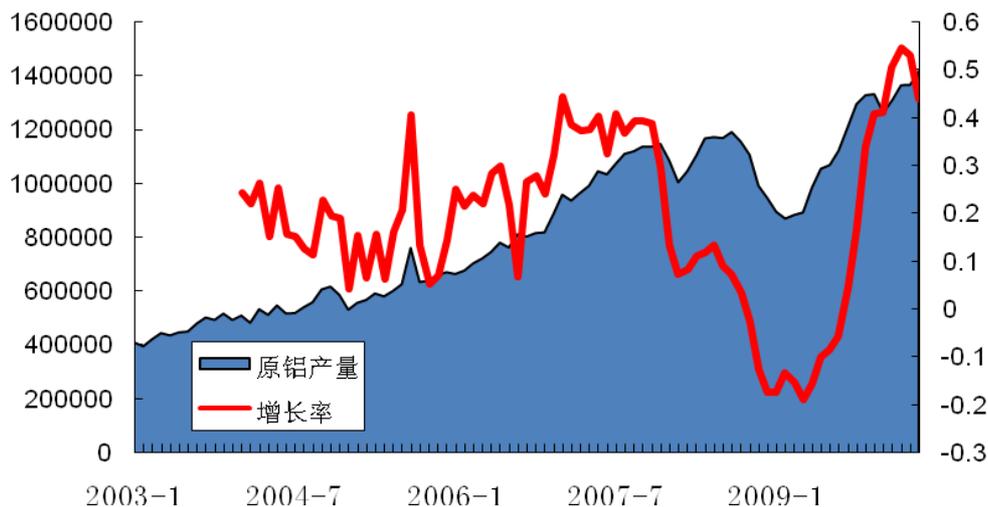
中国人民银行 6 月 19 日宣布重大汇率政策，确定将推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。新一轮汇改启动的时间较市场此前预期的早。由于市场对人民币升值的预期积蓄已久，因此此次汇改，人民币多头力量将得到宣泄，市场力量将推动人民币兑美元在振荡中逐步升值，这将对中国出口造成负面影响。

预计人民币兑美元年内升值幅度将在 2-3% 左右，如若高于该比值，对中国出口的负面影响将明显增大，并可能加大中国经济下行的风险。

（三）供应过剩局面仍较为严重 关注是否出现减产

2010 电解铝产量料出现较为明显的增长，我们预计有望达到 1600 万吨。

图：电解铝产量及增长率

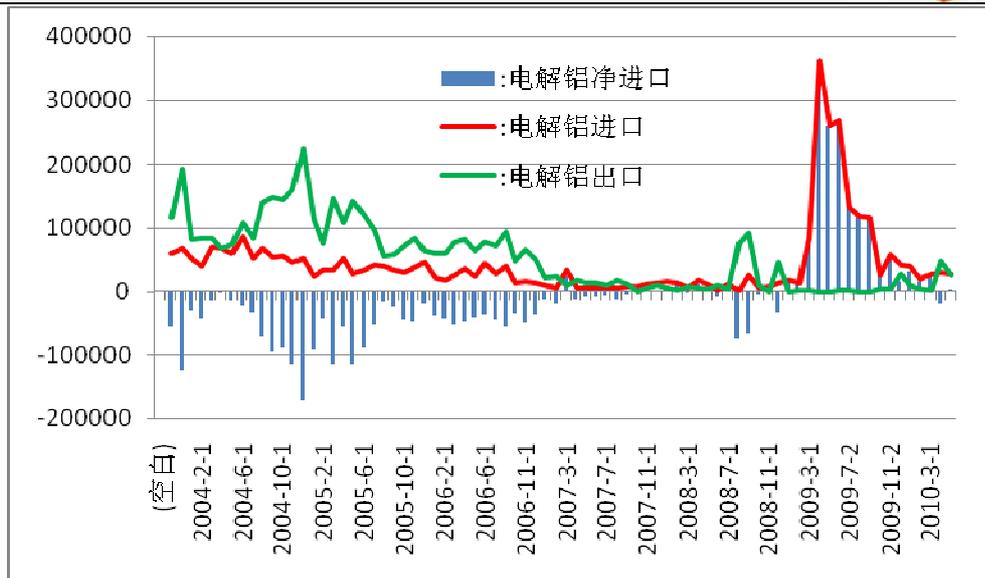


2009 年全年电解铝的产量为 1293 万吨，月度最高值在 12 月份，为 133 万吨。

2010 年电解铝的产量维持增长的态势，5 月电解铝产量为 141.6 万吨，为历史最高值，4 月电解铝产量为 136.5 万吨，亦超过 2009 年年度最高值。2010 年 1-5 月的产量为 671.5 万，已经超过 2009 年全年产量的 50%。如果后续没有电解槽关停的情况，2010 年的总产量有望超过 1700 万吨，这将较 2009 年同比增长 31.5%。

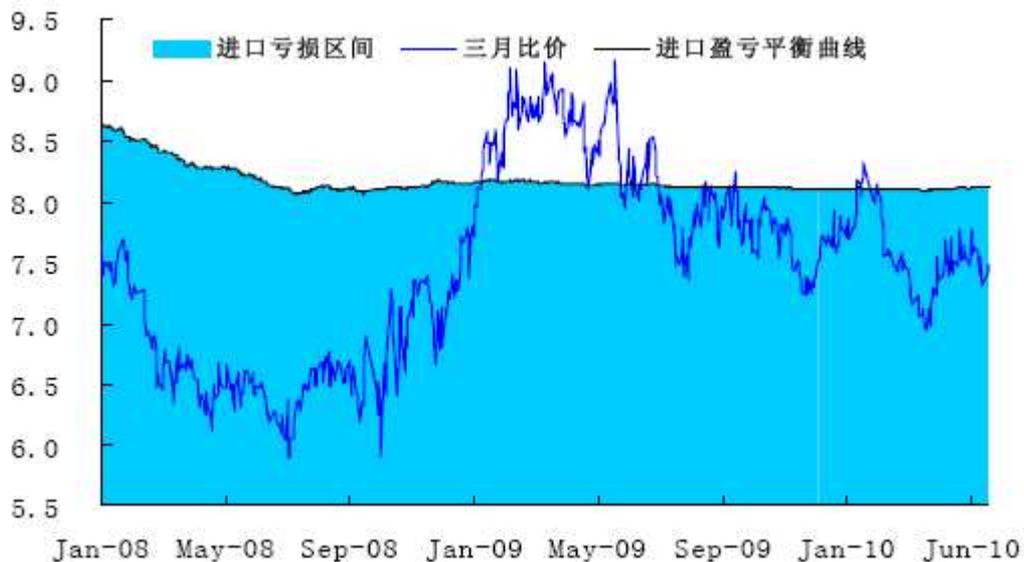
目前的价格已经跌破企业的生产成本，因此后续需要关注是否出现产能关停的情况，这或将影响产量并对价格构成实质的支撑。

图：电解铝进出口



2009 年全年净进口为 145 万吨，2009 年净进口量创历史最高记录。2010 年以来，除了 4 月份净出口为 19559 吨，其余时间仍处在净出口的格局当中。2010 年 1-5 月电解铝净进口总量为 5.4 万吨。

图：进口盈亏平衡曲线

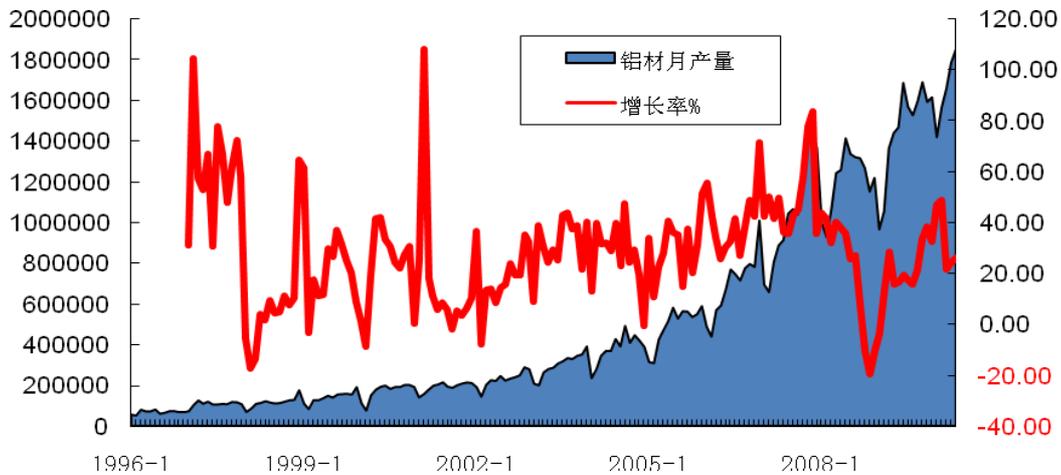


国内价格偏低导致进口亏损，这大大压制了企业进口的动机。后续关注两市比值和人民币汇率对进口的影响。如果价格一直处于进口盈亏平衡曲线的下方，料全年的进口量也不会太大，这将限制国内的供给总量并对国内价格构成一定的支撑。

（四）消费在增长 但增速相对偏低

尽管铝材产量和电解铝消费之间没有绝对的公式可以互推，但是铝材产量却能从一个侧面反映电解铝的消费情况。

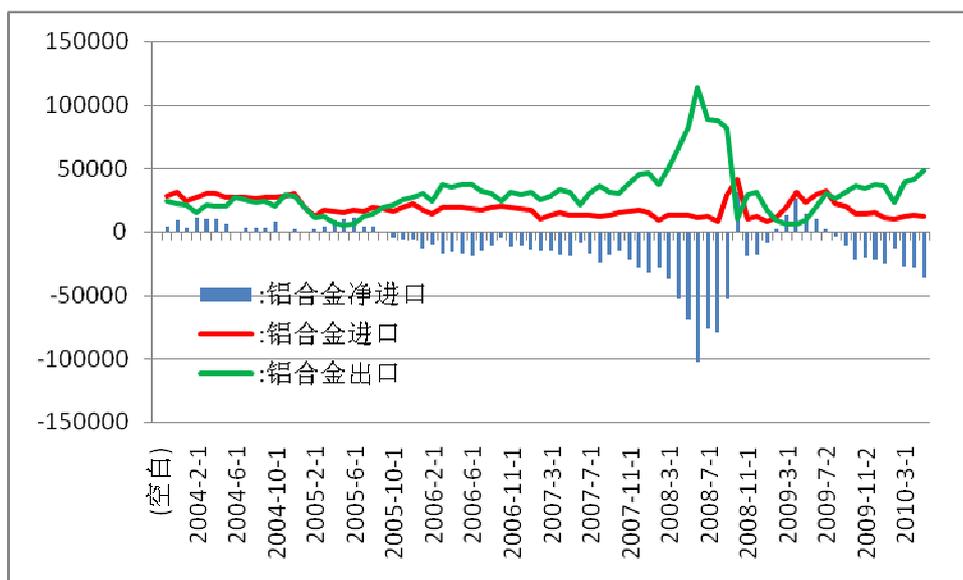
图：铝材产量和增长率



2009 年铝材的全年产量为 1754 万吨，2009 年铝材的增幅为 24%，而同期电解铝产量没有发生变化，铝材较高的增长幅度带动了 2009 年的铝价。2010 年 1-5 月为 827 万吨。我们预计全年的铝材产量为 2000 万吨左右，这将较 2009 年增长 11%。铝材产量的同比增速要远远小于电解铝产量的同比增速，这反映消费情况虽然维持了增长的态势，但是增长速度偏低。这主要与国内超预期的地产调控政策、较预期收紧的财政和信贷政策等等相关。

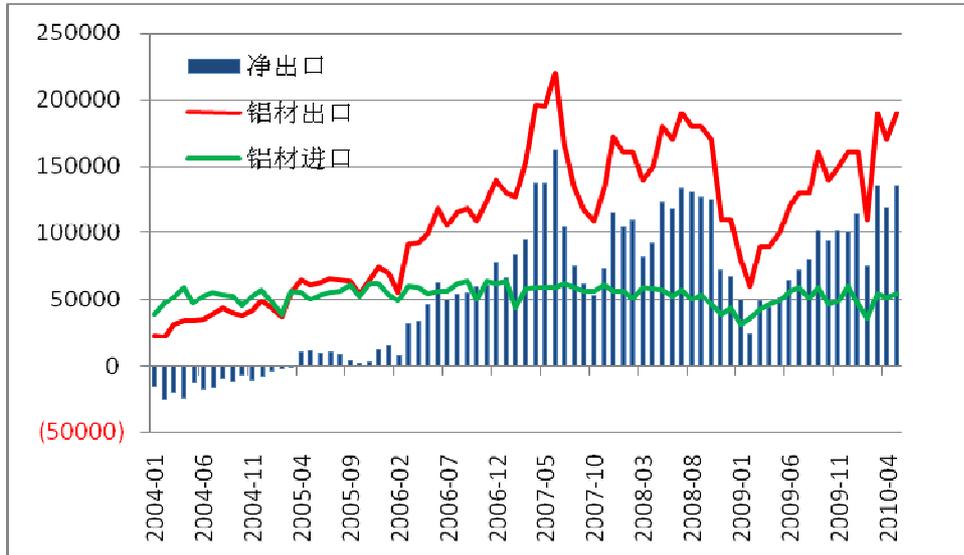
历年的第二季度都是电解铝的季节性消费旺季，但是今年却出现了旺季不旺的情况。而随着消费淡季的来临，我们更不能抱太大的希望。

图：铝合金进出口



2009 年全年铝合金净出口为 2 万吨。2010 年 1-5 月铝合金的净出口为 13 万吨，这较我们此前预期

情况稍有好转，主要是因为国内价格相对偏低。随着市场对人民币升值的预期，料后续的出口情况不能出现大幅增长的情况。

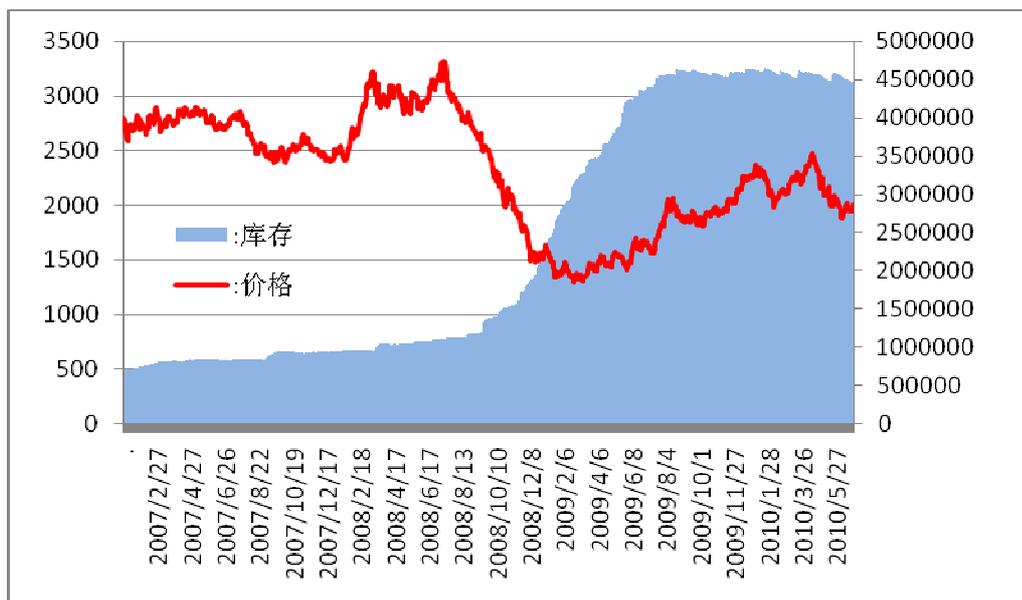


2009 年全年铝材净出口为 82.8 万吨。2010 年 1-5 月铝材的净出口为 57.9 万吨，这亦较我们此前预期情况有好转，主要是因为国内价格相对偏低所致。随着市场对人民币升值的预期，料后续的出口情况亦不能出现大幅增长的情况。

2010 年 1-5 月，虽然铝合金和铝材等铝制品的出口情况较此前市场预期有所好转，但是料仍难于完全缓解国内庞大的供给压力，除非国内冶炼企业出现主动减产的情况。

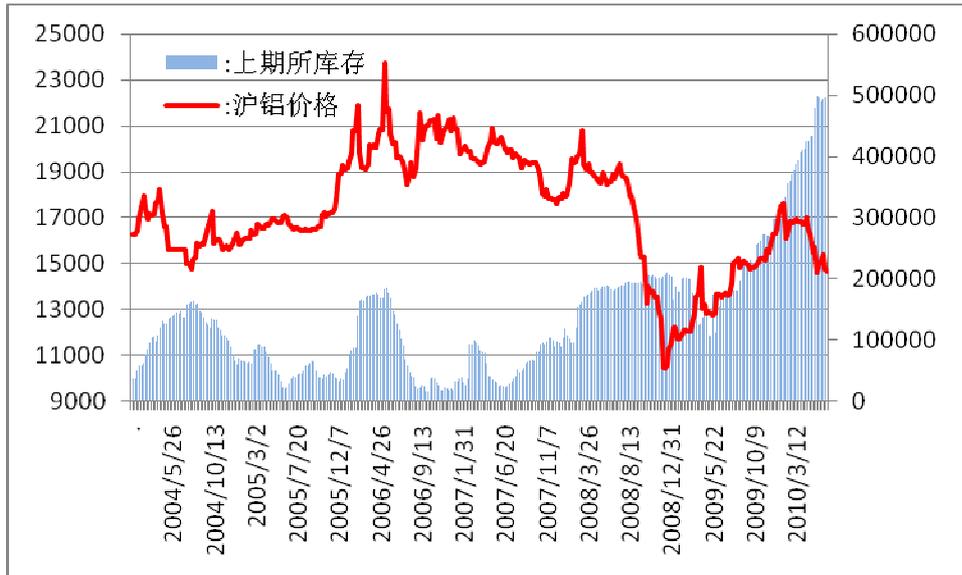
（五）庞大库存仍对价格构成一定的压制

图：LME 库存与价格



进入 2009 年 7 月以来，LME 铝库存结束前期大幅攀升的格局。近两个月以来，LME 库存更是出现较大量的减少，截止 6 月 24 日，LME 总库存为 444.6 万吨。LME 铝库存的减少除了反映国外消费情况相对良好之外，也与 LME 提高仓储费用有关。LME 铝库存很大部分是属于融资性质的，而近期融资收益正逐步减少。目前尚不能确定减少的库存是被消耗掉还是仅仅流到交易所之外。

图：SHFE 价格与库存

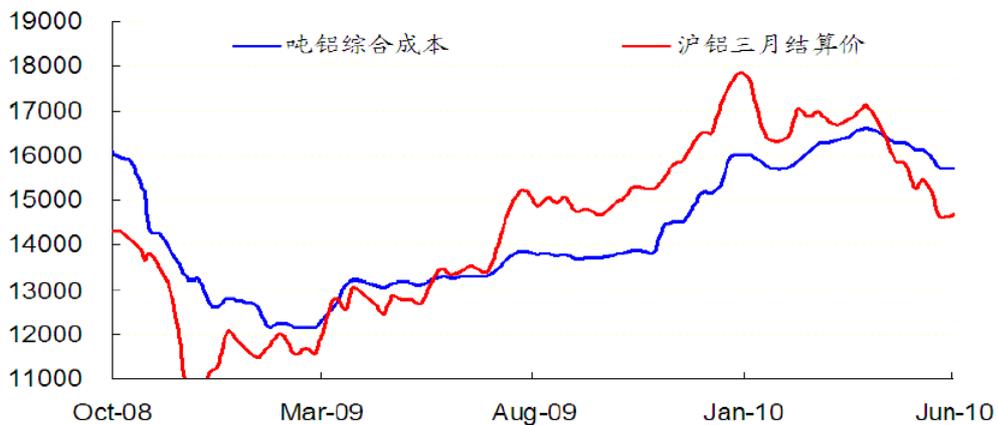


受国内庞大产量的影响，上海期货交易所的库存出现大幅增长的情况，目前库存量上涨至 50 万吨附近，处于历史的最高水平。这说明国内市场的供给压力仍较大。

二、影响因素分析---偏多因素

(一) 高成本或令企业出现产能关停的情况

图：电解铝生产成本与价格对比图



从这张图中可以看出，目前电解铝价格已经低于成本成本。

图：电解铝成本测算（数据截止 2010.6.22）

	价格	消耗指标	电解铝成本
原材料			
氧化铝	2850	1.95	5557.5
阳极碳块	4300	0.5	2150
冰晶石	6500	0.005	32.5
氟化铝	7400	0.027	199.8
动力			
综合电耗	0.43	14500	6235
人工和折旧	1000	1	1000
总成本			15174.8

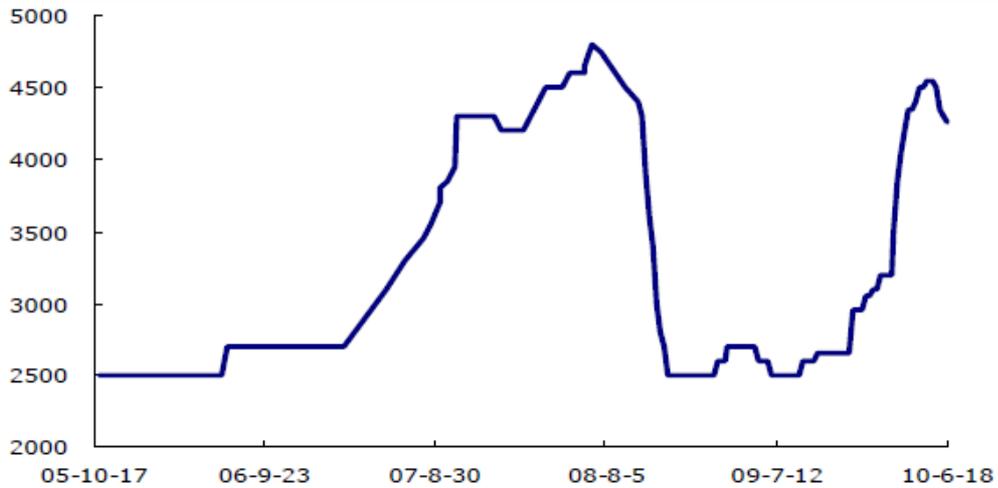
我们最新测算的结果显示电解铝的成本在 15175 元/吨附近，而在 2009 年 7 月，我们测算的成本为 12800 元/吨，2010 年 2 月的成本为 14900 元/吨，2010 年 4 月份为 15300 元/吨。

图：氧化铝价格走势



中国铝业分别于 2010 年 1 月 1 日和 1 月 11 日连续两次提高氧化铝价格，最高至 3000 元/吨。随着近期电解铝价格的下跌，中国铝业也于 6 月 1 日下调了氧化铝价格至 2850 元/吨。这将令电解铝的吨成本下跌 300 元/吨。成本也是一个变量，成本也有下跌的空间。

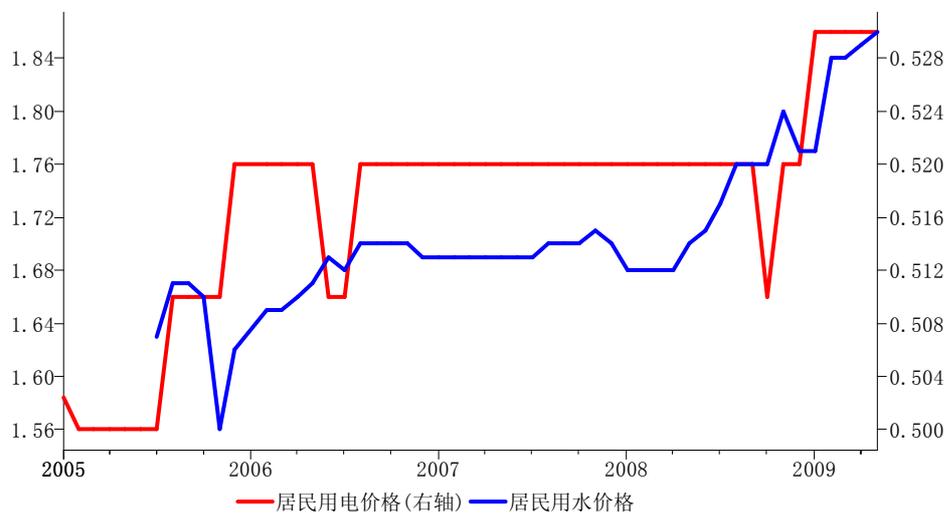
图：炭块价格走势



2010 年以来，造成电解铝成本上涨，特别是从 14800 上涨至 15300 的过程中，主要是炭块、氟化铝、冰晶石等辅料价格的上涨。随着电解铝价格的回落，该部分也有一定的下跌空间。上图显示国内预焙阳极价格继续回落，虽然降幅不是很大。我们相对认为辅料这个部分仍有一定的下跌空间，这将令成本出现一定的回落。

(二) 企业节能减排压力提高了电解铝的成本

图：居民用水价格和用电价格



数据来源:Wind资讯, 中粮期货

5 月 6 日温家宝提出用铁腕淘汰落后产能，确保实现“十一五”节能减排目标的深入。受该指导思想的影响，发改委和工信部联合发布了“关于抑制过剩产能和高耗能企业水电资源价格的调控”。这显示国家希望通过调整电价和水价来提高企业的成本并进而达到调控对能源的消耗的目标。

具体到电解铝行业，国家发改委等部门发出通知，要求全面清理对高耗能企业的用电价格优惠，对电解铝和锌冶炼等 8 个行业实行差别电价政策。自 2010 年 6 月 1 日起，将限制类企业执行的电价加价标

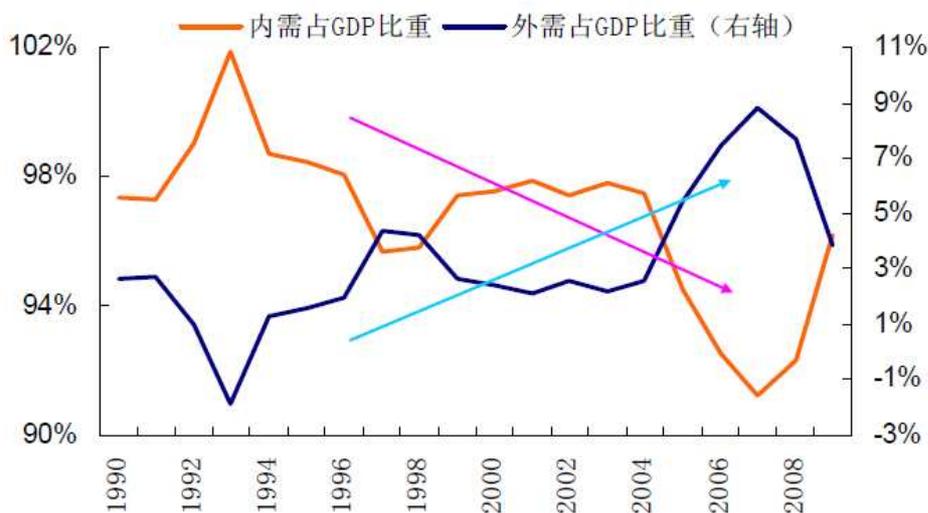
准由现行每千瓦时 0.05 元提高到 0.10 元，淘汰类企业执行的电价加价标准由现行每千瓦时 0.20 元提高到 0.30 元。

按照国家最新电价加价标准，生产一吨电解铝，电价至少上升 0.05 元/每千瓦时，按生产一吨原铝用电 14,000 多度计算，原铝生产成本将提高 700 元/吨。

（三）城镇化进程加速利好电解铝价格

下半年的经济政策将寻求“调结构”与“保增长”的统一。通过加速城镇化，可以实现扩大内需、降低对外依存度，以投资促消费，推进区域协调发展等结构性调整目标，由此达到“调结构”与“保增长”的统一。

图：内部和外部需求占 GDP 的比重



预计城镇化加速的六个信号将在下半年陆续出现：企业内迁的事件显著增加，发改委恢复项目审批的正常进度，保障房和公共租赁住房建设、棚户区改造推进，鼓励民间资本投资基础设施和保障房的细则出台，地方债、城投债发行放量，户籍制度改革试点。

城镇化进程的加速料带动市场对铝的需求并进而提振市场价格，但是这个城镇化对价格的影响是否能具体在第三季度显现出来仍有待进一步的观察。

（四）出口退税对电解铝影响不大

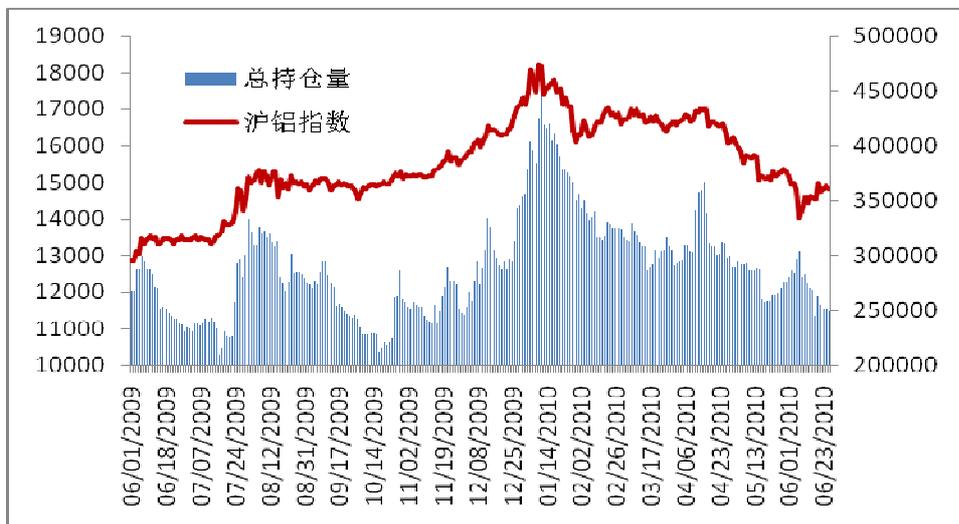
财政部和国家税务总局 6 月 22 日发布通知，自 2010 年 7 月 15 日起取消部分钢材、医药、化工产品、有色金属加工材料等商品的出口退税，总数达 406 种。此为 2008 年全球金融危机爆发以来我国商品出口退税连续 7 次上调后，我国出口退税政策首次进行调整。

此次取消出口退税的有色金属材料涉及铜、镍、铅、锌、锡、钨、镁、铋、锆、锑、锰、铍、铬、铈、钒等多个品种，但是铝材并未包括在内。这意味着大部分铝材产品还将维持现行的出口退税优惠：

其中,所有品种铝板带,以及铝合金型材和异型材的出口退税都为 13%。所有品种铝箔出口退税则为 15%。

(五) 持仓跌至低点 相对偏弱料对价格有带动

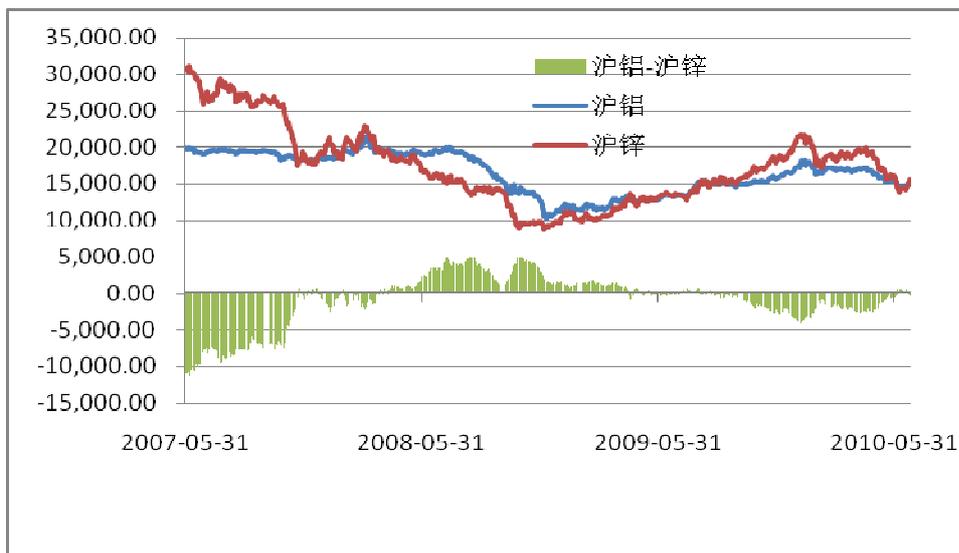
图：沪铝总持仓变化



目前看,沪铝市场的总持仓量出现较大幅度的下跌,这也显示随着价格的下跌,资金的参与热情有所降低。跌破成本导致冶炼企业的套保动机减弱,而价格波动幅度以及赚钱效应偏弱也令投机资金参与热情不大。

整体而言,我们认为市场参与热情地降低将大大限制其价格的波动幅度。关注后续能否出现持仓量的增加,而该行为发生的更大可能是多头所为,这或将对价格构成一定的提振。关注相关情况以及市场的变化。

图：沪铝和沪锌的对比关系以及价差



目前，沪锌和沪铝再度回到基本同价的情况之下，但是两者对投机资金的吸引力是有非常大的区别的。锌异常活跃并因此成为投机资金热捧的品种，但是铝要差很多。铝和锌是有一定的套利机会的，因此在目前同价的关系下，市场可能会因为跨品种的套利机会而带动铝市场的持仓量并增加铝市场的活跃度。

三、后市看法

在综合上述的多空因素之后，对于 2010 年第三季度的走势，我们认为全球经济复苏的步伐将放缓，经济增长速度料将降低，这将令整个商品市场处于震荡偏弱的格局当中。

电解铝产量出现大幅的增长，如果后续无法出现减产的情况料无法化解庞大的供给对市场整体的压制。虽然电解铝消费整体仍在增长，但是增长速度相对偏低，消费旺季也不旺，这整体无法起到提振价格的作用。

随着电解铝价格的逐步下跌，目前已经跌破企业的生产成本。虽然成本有一定的下跌的空间，比如氧化铝、碳块以及其他辅料等，但是“十一五”期间节能减排的压力令电费出现上涨，而电力成本占总成本的约 50%，这将大大制约整体成本的下跌空间。高成本将令部分成本相对偏高的企业出现减产的行为，这将限制电解铝价格下跌的幅度。

对于第三季度走势而言，我们相对认为仍处于下跌的态势当中，但是成本支撑将限制下跌的幅度。我们相对认为 13500 元/吨是一个较强的成本和技术支撑位。而如果随着市场相对的好转，电解铝持仓量出现大幅的增加，料带动价格出现一定的反弹，上方的强压力位在 15500 元/吨，如果能突破，第二压力位在 16000 元/吨。

中粮期货工业品部 梁丽娟
联系电话：010-59137075
QQ：67626180