

五月评：上游企业经营压力加大 电解铝行业减产尚待时日

5 月份，欧元区债务危机加剧、国内房地产紧缩政策的影响犹存，伦铝创下自去年以来的当月最大跌幅，截止 5 月 31 日，伦铝收于 2043 美元/吨，月跌幅为 158 美元，国内沪铝亦遭受重挫，沪铝指数单月下挫 926 元，收于 15290 元/吨，整体上沪铝表现稍好于伦铝，两市铝价比值小幅上升。现货方面，伦敦铝现货贴水较 4 月份有所收窄，国内长江铝报价均价月度下挫 960 元，广东铝报价均价月度下跌 900 元，现货铝报价纷纷跌破 15000 元关口，但经过大跌后，现货一改前期大幅贴水状态，本月两地铝市多以平水或小幅升水成交。

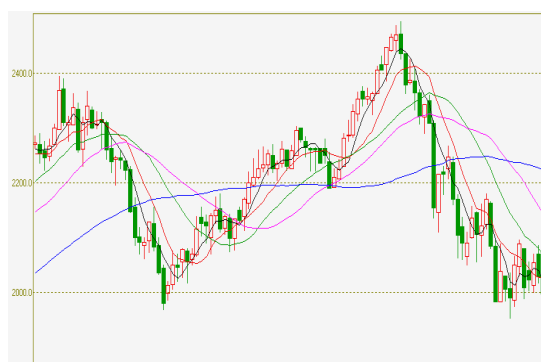


图 1 伦铝 5 月走势图



图 2 沪铝指数 5 月走势图

1、欧元区博弈与国内调控政策方向

欧元区主权债务危机愈演愈烈，虽然 7500 亿欧元援助计划令金融市场得到暂时的喘息，但救市计划的实施过程无疑已经转变成一场遵循经济规律与政治决定之间的博弈，欧元区的危机的阴霾将长时间左右全球市场。

同时，外围经济风险也极大限制了国内宏观调控的力度和时间的选择，金融危机时期的天量信贷、政府主导的投资、宽松的政策环境令经济走出低谷，但后危机时代刺激政策却不可避免的带来经济风险的加大，而激励政府退出刺激政策的动力无疑是政府已确信经济的支撑点，来对抗经济二次探底的风险。我们从国内启动经济增长的三家马车——消费、投资和出口分析国内调控政策的方向，首先，消费方面，在排除居民收入增长因素外，虽然通过家电下乡、汽车下乡等优惠提振了市场消费力度，但经历了去年的家电、汽车产销量的高速增长后，今年延续高增长的势头会更加困难，因此经济增长仍不可能过分看重消费，经济增长方式的转型也是漫长的过程；其次，投资方面，政府主导的基础工程建设是投资中最稳定的项目，市场的不确定性主要来自于对房地产市场的调控，4 月开始，国务院对房市的密集调控，令国内市场感受到恐慌，但基于调控政策的连续性，短期内房地产政策和货币政策松绑的可能性不大，而房地产调控的结构性（有保有压）则更加明显，因此房地产投资的增速放缓将制约投资对经济增长的贡献；最后，在消费和投资环境仍无法确保安全的实施政策退出的条件下，出口环境的好转将直接影响调控政策选择的时机。从目前的海关进出口数据显示，受外围经济环境不确定性加大，以及人民币升值压力的影响，国内出口仍没有恢复。那么，从逻辑上讲，三家马车的表现（消费不可能过分依赖，投资面临结构性调控，出口好转的趋势仍不明朗）并没有给予政府足够的信心和调控空间，因此无论是对房价还是物价的调控力度都不会过于激烈，而在经历前期密集调控后，市场需要一定时间消化政策的影响，然而目前出台的调控政策亦并非政策底线，在调结构、保增长、防通胀的基调下，结构性的调整仍是

未来政策的主流选择，宏观经济将继续震荡寻底的过程。

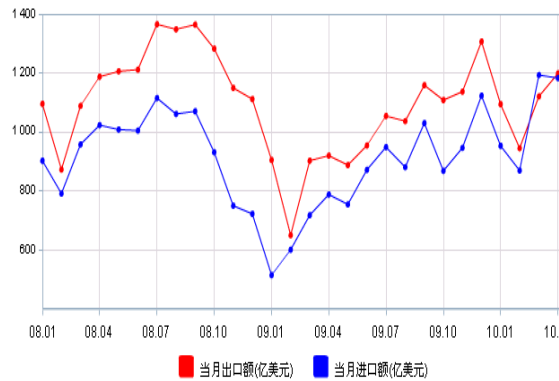


图3 海关进出口额

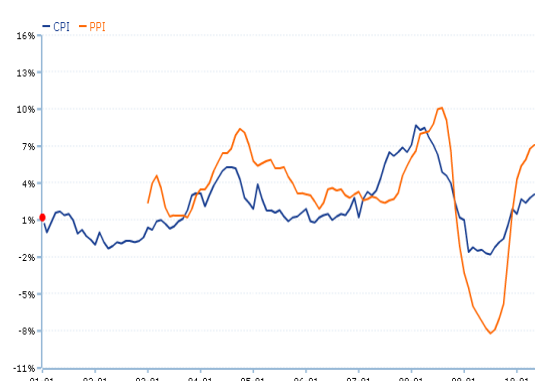


图4 国内CPI和PPI

2、铝价下跌、电价上调，上游经营压力逐步显现

铝行业方面，除铝价大幅下跌外，本月对铝市影响最大的因素在于电价的上调。本月国家发改委等三部门发出通知，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。政策要求自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。河南、宁夏等地也对电解铝企业用电做出相应上调，调整后河南和宁夏电解铝企业（除拥有自备电和参加直购电企业外）平均电价将分别达到0.5元/KWH和0.42元/KWH，因此按照目前的铝价，电解铝行业平均亏损1000元以上，如果铝价难以有效提振，上游经营压力将逐步显现，铝厂继续扩产的动力将减弱，国内电解铝产量也将面临阶段性高点，但铝价跌破成本价后，成本效应也将在短期内牵制铝价进一步下跌的幅度。

3、现货市场

今年以来，国内铝市基本面恶化，供需矛盾加大，致使国内原铝显性库存持续高企（截止5月底，国内显性库存维持在110万吨），再加上国内房市调控以及外围市场风险加大，诸多利空因素叠加，4月以来铝价大幅下挫3000元，从时间和空间上看，铝价下跌过于急切。

现货市场上，今年铝市的季节性效应较去年有所增强，3-5月份，观察国内主要消费市场情况，下游采购水平较去年同期提升，3月和4月份国内铝厂产量分别达到154万吨和165万吨，同比增加25%和23.5%，消费旺季的特点比较明显，但市场因困于下游买跌不买涨的操作策略，以及铝价持续大幅下跌对市场心态的压制，一定程度上掩盖了旺季的特点。

而经此大跌后，目前铝价对产业链的上下游企业影响效果不同：上游企业环节，多数企业陷入亏损，而铝价再次形成V型反转的概率较小，也就意味着上游企业将在未来一段时间内面临亏损，并且随着时间推延，经营压力将更加明显，迫使新增产能搁浅和一些落后产能关停，如果铝价仍不能使多数铝厂扭亏为盈，企业将开始减产，电解铝行业将再次进入整合阶段；下游企业环节，从整体宏观数据看，PPI和CPI剪刀差扩大，将有利于生产型企业业绩好转，针对铝下游加工企业来说，下游企业成本在铝价下跌中不断摊薄，目前的铝价水平有利于其经营业绩的好转。消费旺季期间，铝价大跌，积极逢低介入备货，消费淡季期间，如铝价继续下跌，生产成本进一步下降，下游企业也没有意愿推高铝价，如果铝价反弹或陷入区间整理，下游亦有足够的低价位原料库存，难以对经营构成压力，因此，从整体看，今

年的经营环境对下游企业更加有利。



图 沪粤现货铝价及升贴水



图 国内电解铝和铝厂产量及增速

四、综述

5月，受国内紧缩政策的影响以及欧元区债务危机引发的系统性风险加大，国内外铝价大幅下挫，同时国内本月加强对高耗能产业的调控，电价上调导致铝厂成本增加，上游企业经营压力增大，但在铝价跌破成本价后，电价的上调将在一定程度上牵制铝价下跌的幅度。进入6月后，基本面有进一步恶化的可能：下游方面，下游订单情况开始减少，而且多数下游厂家均有低价备货，如果短期铝价超跌反弹，下游将有一定的抵抗能力；上游方面，目前铝价令多数铝厂陷入亏损状态，而根据目前调研，尚无冶炼企业减产，一方面是因为铝价跌势过快，对长期经营来说压力并未快速反映出来，另一方面，虽然受国内调控影响，但国内实际消费能力仍然强劲，铝产业链并没有陷入全行业亏损的局面，国内供给压力短期内不可能明显改善。因此，铝价延续跌势，年初预计铝价跌至14000元/吨，6月份跌至此目标的概率较大。

（南储 陈亮）