

铝：库存压力未解、价格高位震荡

分析员： 尹仁伟
电 话： 021-60281622
邮 箱： yinrw@zhqh.com.cn
从业证号： F3025707

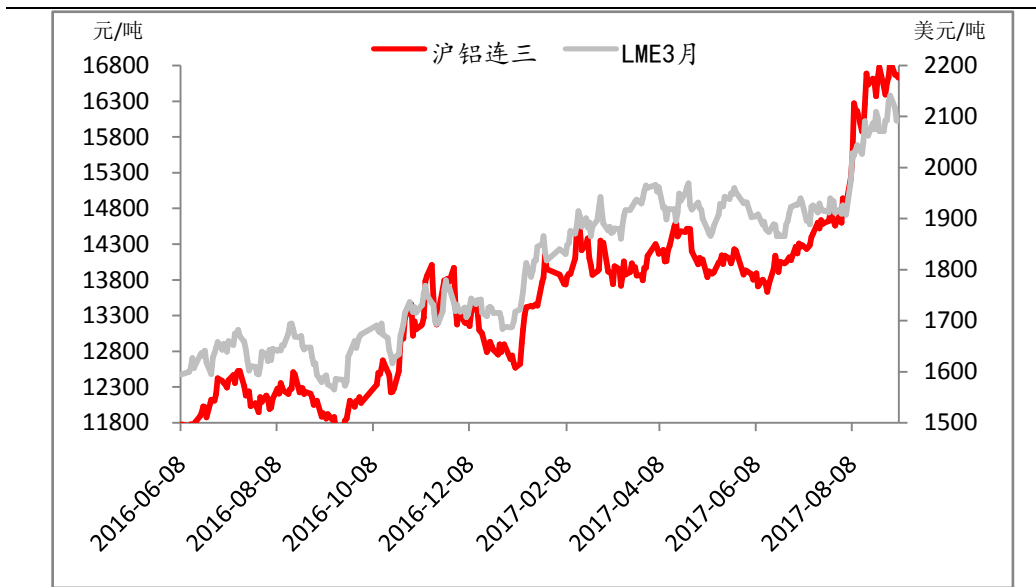
目录

一、行情回顾	2
二、供给侧改革价值重估、铝价暴涨	2
2、1、历清数据黑洞、供需改善可量化	2
三、现实逐步向预期靠拢	5
3.1、现实供给过剩——生产端：	5
3.2、供给端过剩持续增加——库存	6
3.3、政策预期先行、现实缓慢跟进	6

一、行情回顾

2017年8月沪铝强势上涨，自月初14485元/吨上行至当前16920元/吨，涨幅13.7%。随着6月末也即656号文件地方核查大限临近，迎来了政策密集落地执行，魏桥、嘉润、新疆希望、信发等违规产能陆续关停，价格稳步震荡上行。特别是8月初据彭博来自宏桥高管的消息称其减产规模达260万吨，市场保守预估在200万吨，大幅超出市场预期，刺激价格剧烈波动。与此同时山东省印发《2017年环境保护突出问题综合整治攻坚方案》，2017年11月15日至2018年3月15日，实行错峰生产，此前市场关于山东省采暖季限产仍有疑虑，违规关停产能或可用于冲抵采暖季限产指标，但就目前的文件来看，不仅坚决关停违规产能、采暖节限产继续关停相应产能，这将造成4季度电解铝供需出现缺口。整个8月经历了供给侧改革以来最强势的上涨，基于市场对于供给侧改革的价值重估，在魏桥超预期减产之前市场对于供改测改革仍存在疑虑，而此之后对于供给侧改革的信心从犹豫跳跃至坚信不疑。而一旦供给侧改去产能+环保限产严格执行从长期而言供需过剩从过剩走向短缺似乎无疑。

图 1:SHFE、LME 铝价走势



数据来源: wind 中辉期货

二、供给侧改革价值重估、铝价暴涨

自年初电解铝行业被纳入供给侧范畴，供给侧改革成为贯穿整个2017铝价运行的主线。无论是环保限产还是依法关停违规产能皆成为市场追逐的热点，在过去的上半年电解铝市场充斥着供需过剩结构性改善的声音，时而强烈时而趋冷。8月初，当魏桥268万吨违规产能被责令关停之时，多头情绪彻底被点燃，价格大幅、连续飙升之势，此时价格反映的不仅是对魏桥超预期关停违规产能而更多的是市场对供给侧改革对于电解铝的定价发生了微妙的变化。此前市场对于供给侧改革对电解铝供需的影响评估存在不确定性，其一政策是否会坚决且一贯的执行下去，其二执行力度亦会最终影响供需结构改善程度。而魏桥261万吨违规产能关停解决的此前市场所担心的两个重要问题，历清了数据黑洞、坚定了供给侧改革的信心。

2、1、历清数据黑洞、供需改善可量化

当前清理整顿电解铝的供给侧改革，主要依据三个政府文件：2013.10月发布的去产能纲领性文件《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》(国发【2013】41号)及具体落实措施的文件(发改办产业【2015】1494号)即49号文件、尚未正式公布但已被市场认可的(发改产业【2017】656号)具体执行性文件。

根据最新的“656”号文件，此次去产能清理整顿的范围主要包括“1494”号文件滞后新建违规项目，及未落实等量、减量置换处理意见的项目。当前合规产能国家层面核准的以《行业规范》发布的3088万吨以及地方备案但未在工信部备案的，按照ALD数据大概在600万吨，综合测算已经成的合规产能大概在3688

万吨，根据当前建成产能 4343.7 万吨，已建成违规产能大约在 655.7 万吨，其中 73% 属于已建已投违规产能大约在 478.7 万吨，其余 177 万吨属于已建未投。而以山东两大主要铝企减产规模和力度来看实际的地方备案恐怕远没有 600 万吨之巨，合规产能以工信部备案为主、云南特批及 2003 年前产能为辅，综合测算违规在产将超 700 万吨，且在坚决执行关停的预期下，供需严重过剩势必改善。

去产能严格执行下产量消减量：当前因违规而减产共计约 200 万吨、确认减产而未完成约 130 万吨（魏桥 130 万吨）潜在减产 115.3 万吨（创元 55.3 万吨、锦联 25 万吨+嘉润 25 万吨+天龙 10 万吨）按照最乐观减产估算（应减 8 月底全部完成、潜在减产 9.15 号前完成 50%）产量消减量：超过 160 万吨。

表 1：违规在产产能结构

地区	铝企	清理前违规产能	已关停违规产能	潜在减产	备注
山东	魏桥	321	26+65	131	其余 131 万吨 9.15 号前前关停全部完成
	信发	53	53	0	违规产能完成关停
	创元	80	0	55.3	外购河南 20.7 及其他 4 万吨
内蒙	锦联	55	陆续启动	25	15 万吨置换华东铝业+20.7 万吨河南产能置换
	嘉润	40	15	25	7 月 20 号前完成 15 万吨减产
	希铝	75	75	0	基本完成
新疆	其亚	40	2	预计 0	38 万吨四川其亚置换，前期因地方政府原因未完成置换
	天龙	10	0	10	
总计		674	182~200	246.3	

数据来源：ALD 中辉期货

高利润下催生合规产能投放增量：三、四季度新增投放产能以中铝系合规产能为主、高利润刺激下加速投产。综合考虑新增投产时间节点、投产进度性测算下半年预期增量乐观预估在 54 万吨。

表 2：新增产能投放计划

企业	预计新增产能	Q1	Q2	Q3	Q4	备注
魏桥铝电	120	80	30	10	0	上半年加速投放、现半年投产趋缓
山东信发	10	0	10	0	0	
陕西美鑫	30	0	0	10	20	三季度开始投产
遵义铝业	17	3	10	4	0	
华云新材	62	0	22	20	20	5.1 二期一步起槽、5.26 一期起槽
中铝华润	5	0	0	0	5	9.30 号起槽
华仁新材料	5	0	0	2	3	8.28 号起槽
华磊新材料	5	0	0	0	5	8.15 号起槽、10 月 1 号机组发电
苏源投资	5	0	0	2	3	划归百矿铝业后投产加速
锦联铝材	35	15	5	10	5	三系列因政策投产明显放缓
创元金属	5	0	0	0	5	进展缓慢
新疆希铝	30	0	10	0	20	受政策影响
天山铝业	30	0	0	20	10	合规扩产项目预计三季度投产
新疆其亚	10	0	0	5	5	根据置换进程，启动速度有所放缓
来宾海银	5	0	0	2	3	
京宏源	5	0	1	2	3	二季度部分投产进度缓慢
忠旺二期	10	0	0	5	5	地方备案预计 9 月开始投产

霍煤鸿骏	5	0	0	0	5	预计9月开始起槽
总计	404	108	88	92	116	

数据来源：ALD 中辉期货

环保限产影响产量：2.15号网传环保部《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案的征求意见稿》，明确细化“2+26”城市2017年大气污染防治工作方案任务：采暖季，电解铝厂限产30%以上，以生产线计；氧化铝企业限产50%左右，以生产线计；炭素企业，达不到特别排放限值的，全部停产，达到特别排放限值的，限产50%以上，限产、停产力度空前。

截止5月底，涉及的24家电解铝企业运行产能达1540.7万吨，在采暖季减产30%意味着，被迫停产的产能高达462.2万吨，按照各个地方采暖季安排，预估减产产量将约120万吨左右。理论上2017年将消减产量43万吨。

表3：‘26+2’采暖季限产影响电解铝、氧化铝产量

	省区及供暖时间	采暖季产量(万吨)	预计减产量(万吨)
氧化铝预计减产量	山东(11.15-次年3.15)	736.5	222.3
	山西(10.31-次年3.31)	712.3	210.16
	河南(11.15-次年3.15)	320.5	98.12
	合计	1769.3	530.58
	省区及供暖时间	运行产能(万吨)	预计减产量(万吨)
电解铝预计减产量	山东(11.15-次年3.15)	1156.3	115.8
	山西(10.31-次年3.31)	102.3	12.78
	河南(11.15-次年3.15)	282.1	28.21
	河北(11.15-次年3.15)	0	0
	合计	1540.7	156.79

数据来源：卓创资讯

高利润下催生合规复产增量：综合考虑新复产时间节点、投放进度测算下半年预期增量乐观预估在13万吨；综合考虑环保限产(41.3万吨)+违规关停(160万吨)-新增投产(54万吨)-复产(13)，站在当前时间节点最终影响产量134.3万吨。考虑到超过160万吨庞大社会库存，理论上四季度并不会严重的短缺。

表4：下半年复产计划

企业名称	计划全年复产	截止目前复产	下半年将复产	计划年底运行产能
黄河水电再生	25	12	13	25
宁夏能源	18	9	9	100
天泰铝业	10	0	10	10
金宏源铝业	5	5	0	10
云南曲靖	15	8	7	38
广西银海	15	15	0	20
甘肃东兴	10	10	0	170
新疆众合	3	3	0	18
遵义玉隆	5	5	0	10
山西朔州能源	2	2	0	7
贵州双元	3	3	0	10
总计	123.5	84.5	39	430.5

数据来源：ALD 中辉期货

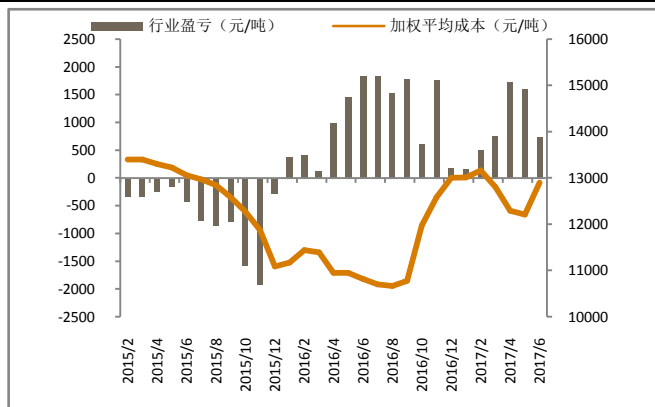
三、现实逐步向预期靠拢

3.1、现实供给过剩——生产端：

2017年上半年中国共新投产电解铝产能221万吨，其中魏桥集团投产130万吨，占总数的58.8%，主要投产时间在1-5月政策不完全明朗的时期。新疆希铝、锦联铝材受政策制约最为明显，上半年仅投产4万吨和15万吨新产能，后期项目暂时停工。信发已建产能投产之后，在建项目涉及违规并未投产。其他合规企业仍在有序投产，其中以中铝华云新材料的投产速度最快，5月1日二期一步通电，至6月底已经投产20万吨，遵义铝业升级和填平补齐项目均如期投产，7月初全部满产。从新投产、复产和减产的量和规模来看，新产能的投产受政策的影响逐渐在体现，违规产能建设和投产均放缓甚至暂停，合规闲置产能在可观利润的驱使下积极复产。

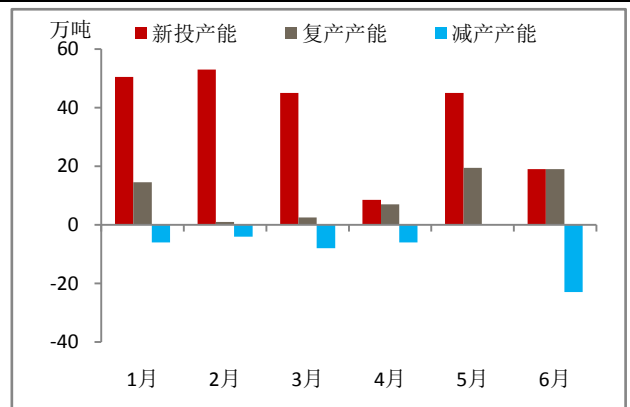
上半年去产能政策落实前产量高速增长：据拉丁(ALD)调研数据显示，截止2017年6月底，上半年中国原铝总产能4347.7万吨，同比增长8.8%。运行产能3849.2万吨，同比增长18.92%。1-6月累计新投产产能221万吨，累计复产产能63.5万吨，累计减产产能47万吨，上半年运行产能较2016年底增加237.5万吨，这主要因新增及复产产能加速投产导致。具体来看，新增产能主要集中在山东、内蒙、新疆等成本低、利润高地区，复产主要集中在青海、贵州、四川、甘肃等地。新增产能投产的高峰期分别在1季度及5月份，4月份因新疆昌吉州政府14号发文坚决执行去产能政策关停违规产能200万吨，新增产能投产一度陷入停滞，而后因新疆违规在产产能仅象征性关停2万吨，去产能执行力受质疑，新增产能再次加速。直到临近6月底，656号文件地方核查时间大限，违规产能的实际减产实质性推进。

图2：上半年电解铝行业加权利润维持较高水平



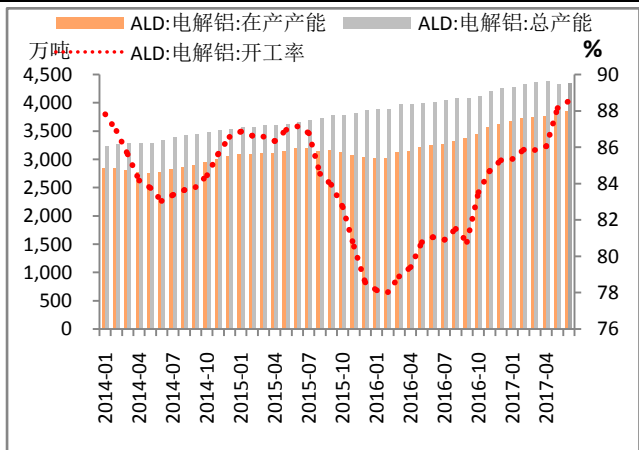
数据来源：卓创资讯

图3：4月新增产能投产放缓



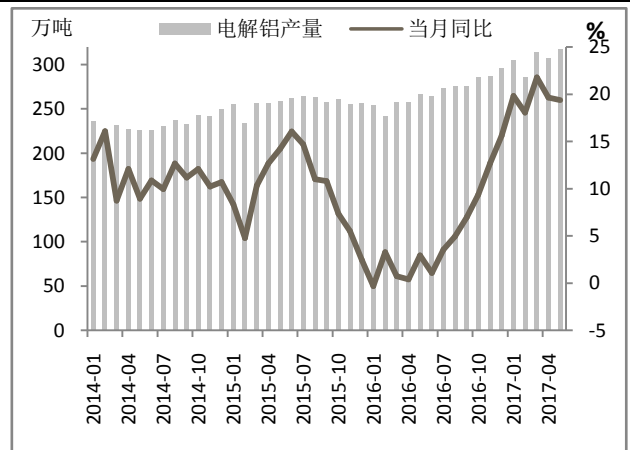
数据来源：ALD

图4：电解铝产能、在产产能持续回升



数据来源：wind 中辉期货

图5：产量同比大增



数据来源：wind 中辉期货

二季度初受昌吉州政府发布关停在建违规产能政策影响，新投、复产受阻，整个4月新投产能仅有4万吨、复产9万吨，铝厂多采取观望态度，观望政策落地的严厉程度，也观望周边企业、其他地区的执行力度。但高利润刺激下，相关政策并未有任何落地的迹象，新投产能在5月再度增加，停产合规产能有了复产的动力，整个5月复产明显加快，政策预期阶段性落空最终导致新投产和复产集体增加。自2017.1.10日电解铝行业供给侧改革提上议程，政策对电解铝产量的影响是预期的减少确是实际的增加。供给侧预期之下价格维持高位运行，行业利润可观，而去产能直到6月中上旬并未有实质性的政策落地抑制产量，利润叠加政策预期管理混乱刺激合规产能复产，新增产能在政策最终落地之前抢投，最终的结果是产量持续大增，上半年电解铝产量同比增加19.33%至1,840万吨，直接体现在社会流转地库存不断刷新年内高点，库存压力持续增加。

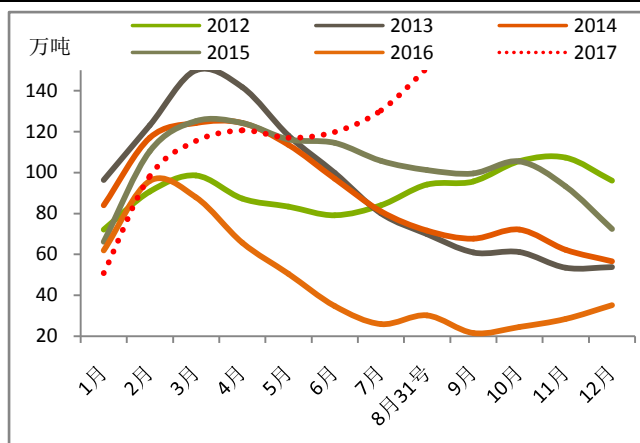
去产能政策逐步落地执行、产量首次回落：自6月中下旬以来因违规而实际减产的在产产能截至目前共计超300万吨左右，主要有魏桥第一批25万吨、魏桥第二批60万吨、信发53万吨、嘉润15万吨、新疆希铝75万吨左右、锦联25万吨。从实际的情况来看，截止目前因违规而减产共计205万吨。随着去产能政策执行推进，减产的效果逐渐显现，统计局数据显示，7月原铝产量为269万吨，同比下降0.3%，环比产量年内出现首次下滑。

3.2、供给端过剩持续增加——库存

国内现货铝库存不断刷新年内新高：铝锭社会库存方面，包括上海、无锡、杭州、佛山、天津、重庆等7个主要城市的铝锭库存不断刷新年内高点，截止日前攀升至161.1万吨，较过去五年同期属于偏高水平，较年初34万吨高出120多万吨。需要注意的是2季度是内年相对需求旺季，而库存并未显著去化反而持续回升不断创新高，显示阶段性供给过剩的现状，而当消费逐步步入淡季时，过剩或将愈加显著。当前随着减产的逐步落地执行产量开始年初环比首次下滑，但库存仍在持续刷新年内高点，显示高价已经相当程度上抑制了下游需求。

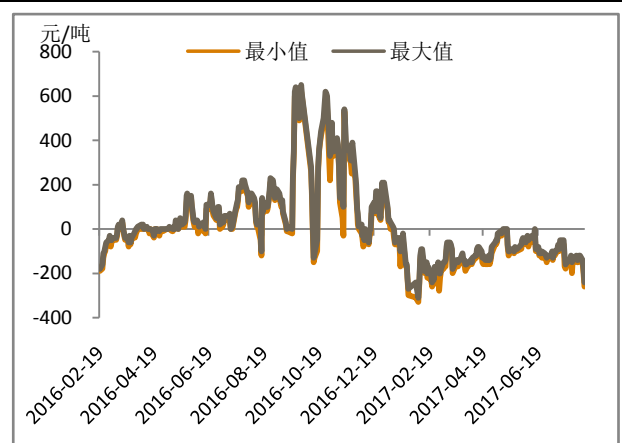
现货持续贴水：现货升水往往反映现货市场供需状态的一个显著指标。数据显示，截止9月6日，上海金属A00铝锭贴150-260元/吨。整个8月全月现货贴水且呈不断扩大之势，月初贴水维持在贴150元/吨截止目前贴水扩大至贴250元/吨。8月消费渐入淡季而违规产能关停对产量的消减开始显现，但库存仍不降反升，库存不断累积致使现货贴水并呈扩大之势。在政策预期已经充分释放的情况下，庞大的现货库存压制价格上行空间。

图6：社会库存大幅增加



数据来源：SMM 中辉期货

图7：现货贴水最大扩至贴水250元/吨



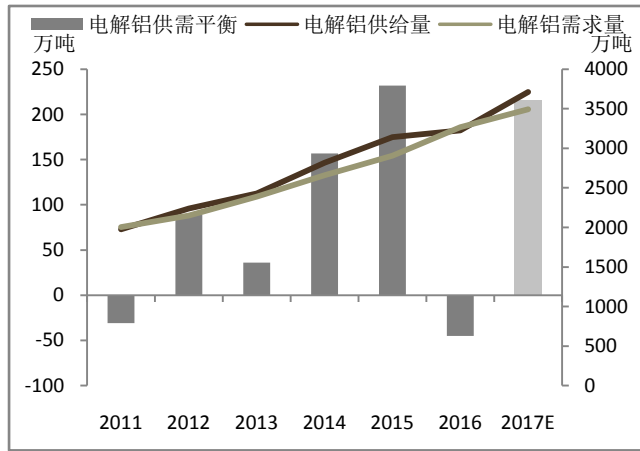
数据来源：wind 中辉期货

3.3、政策预期先行、现实缓慢跟进

供改预期成为主导今年铝价运行的主旋律，时而高亢时而低沉。在过去的半年，即便处在现实供给巨大压力之下铝价仍能维持相对高位运行及行业可观利润持续的存在，供改不确定性（政策力度）引发的全年供需结构改善预期功不可没。在魏桥违规产能超预期关停的刺激下价格运行的主要逻辑逐渐转向预期供需短缺

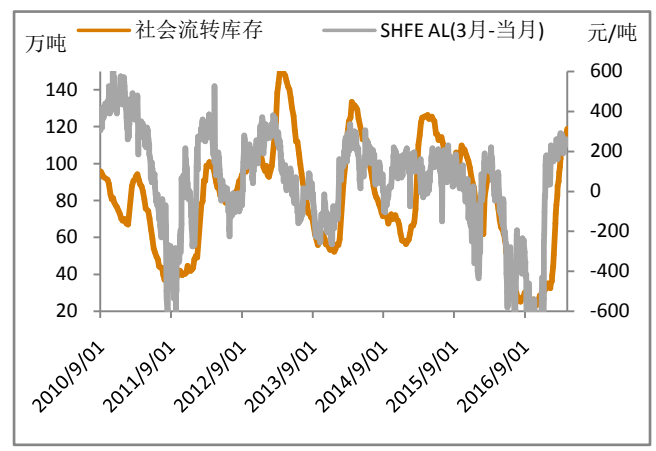
主导，价格出现暴涨，而当前价格对违规产能关停及环保限产所引发的供需过剩收缩预期的反应或已经充分定价，所谓政策预期已经充分反应，较难再出现超预期的东西，而庞大社会库存的现实成了压制甚至是短期打压价格的利空因子。社会库存没有显著的下滑价格较难有强劲表现。

图8: 电解铝消费稳定增长



数据来源: wind 中辉期货

图9: 3-1月价差与库存同处于年内高点



数据来源: SMM 中辉期货

从中期来看新增产能需以“等量或减量置换”为标准，新增产能必将受限（剩余指标有限远不够预增产能计划），而电解铝下游消费分布广泛且高速稳定增长，新增供给受限而需求稳步增长供需必然走向短缺，这亦是铝价中期看涨短期爆发的逻辑基础。然而从现实的角度出发，去产能引发的供给消减的同时仍需考虑因高利润而复产以及合规新增产能加速投产所带来的产量增量，当前下游消费亦进入淡季、社会库存居高不下，现实的供需压力不减，政策预期已触及天花板，接下来只能是现货端压力缓解才能再次迎来价格重生。

当前策略: 考虑到当前现货库存仍在不断攀升的通道中，还未出现所谓的库存拐点。前期政策预期推动远月合约强劲上行带动整体曲线上行、近月受现货端压制，拖累曲线的整体上行的幅度，而当前政策预期已经充分反应拉动曲线整体上行的动力基本衰竭，接下来就等待现货端供需压力减轻，整条曲线才能轻装上行。考虑到违规产能关停、环保限产、新增、复产进程及时间节点，所谓的库存拐点终究会到来，届时价格再次迎来强势上行，但这次不同的是，拉动整条曲线上行的是近月走强带动。同时，当前3-1月价差处于合理价差的极值附近，库存拐点一旦出现或库存下滑到一定程度，近月势必走强3-1月价差或走逐步走平甚至近月升水，此时可考虑尝试买近抛远正套。基于中期看好供需短缺、库存拐点，价格出现较大幅度下滑可尝试继续中线接多。

免责声明

本报告由中辉期货研发中心编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉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。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！