



# 电解铝：基本面不佳，沪铝反弹难续

联系人：樊丙婷

从业资格编号：F3046207

E-mail: fanbt@cifutures.com.cn

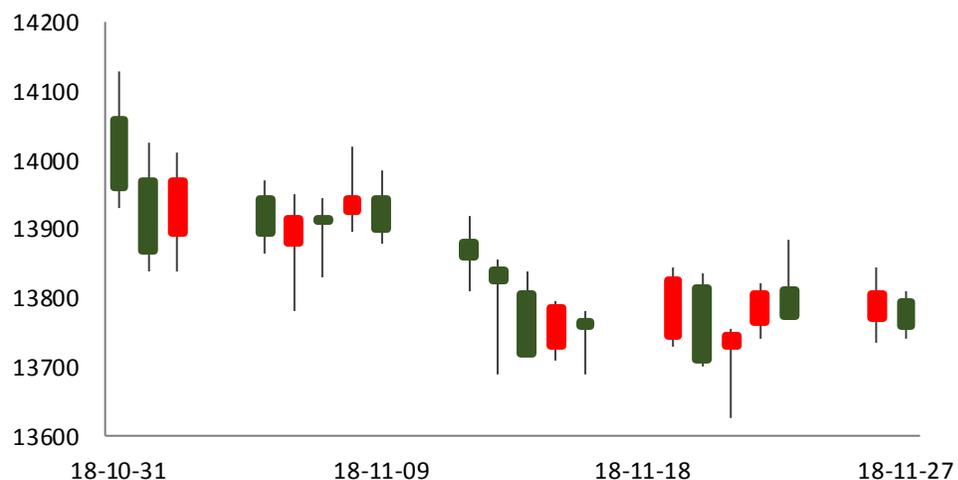
Tel：021-80220261

( 本研报仅供参考，投资有风险，入市需谨慎 )

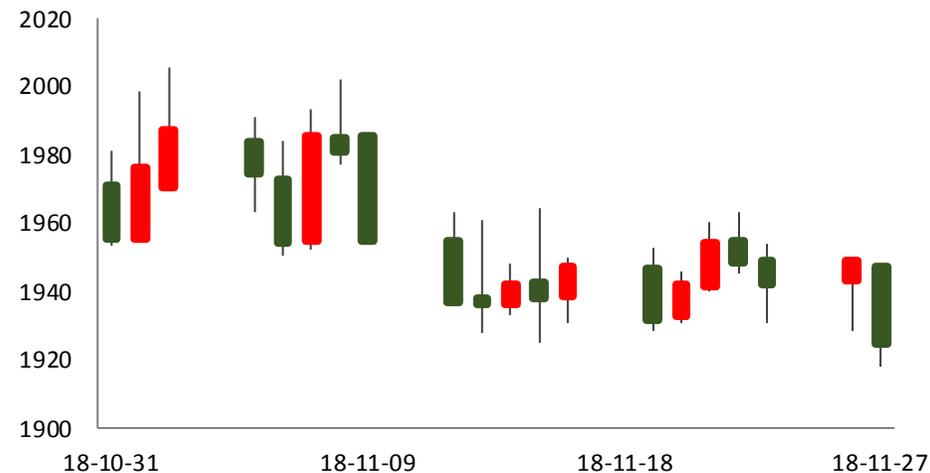
- **投资策略：**中美贸易关系缓和提振市场信心，沪铝价格回暖。但考虑到宏观情绪平稳后铝价重回基本面，因电解铝限产导致对其原料的需求减少，氧化铝及阳极价格出现回调，从而使得原铝成本支撑松动缓解铝企生产压力；此外国内库存虽持续去库，但上期所与社会库存合计值较高，仍可消化减产及限产的影响。因此我们认为沪铝继续上涨空间有限，建议沪铝可持空头思路。
- **风险关注：**污染严重致限产执行力度趋严；铝企大规模减产

类型	合约/组合	方向	入场价格(差)	首次推荐日	评级	目标价格(差)	收益(%)
投机	AL1901	S	13795	2018-12-04	3星	13500	0.04
评级说明：星级越高，推荐评级越高。3星表示谨慎推荐；4星表示推荐；5星表示强烈推荐。						保证金：按10%收取	
类型	合约/组合	方向	入场价格(差)	首次推荐日	保值比率(%)	保值效果/收益率(%)	
卖出保值	AL1901	S	13795	2018-12-04	70	0.04	

SHFE铝

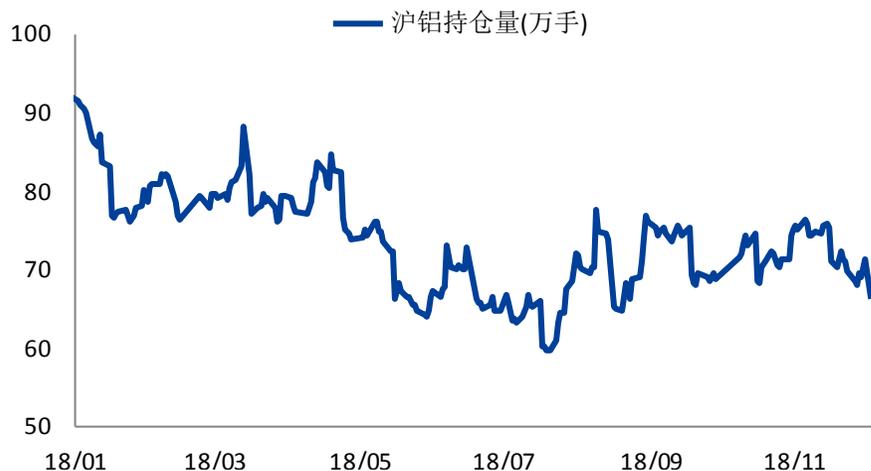


LME铝

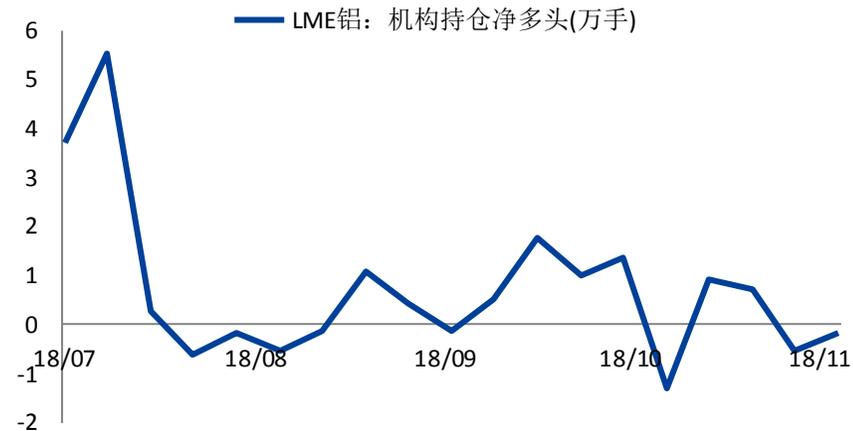


品种	2018/10/31	2018/11/30	周涨跌	周涨跌幅
沪铝	13960	13555	-405	-2.90%
伦铝	1956	1950	-6	-0.28%

### 沪铝持仓量



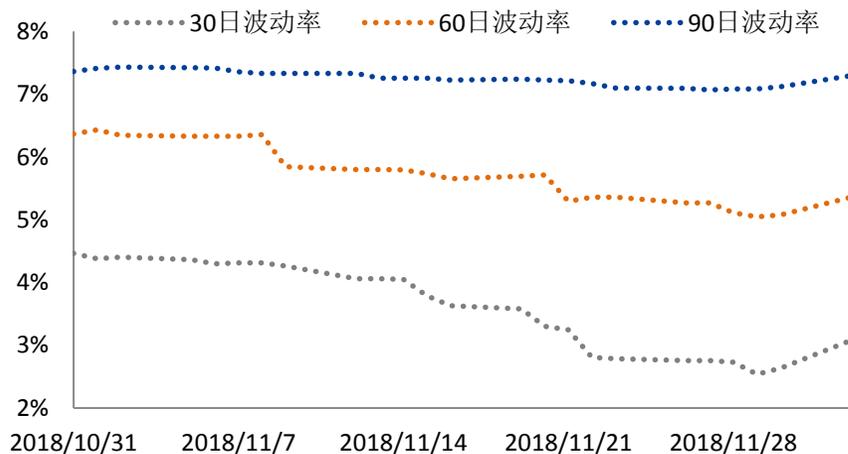
### LME铝机构持仓量



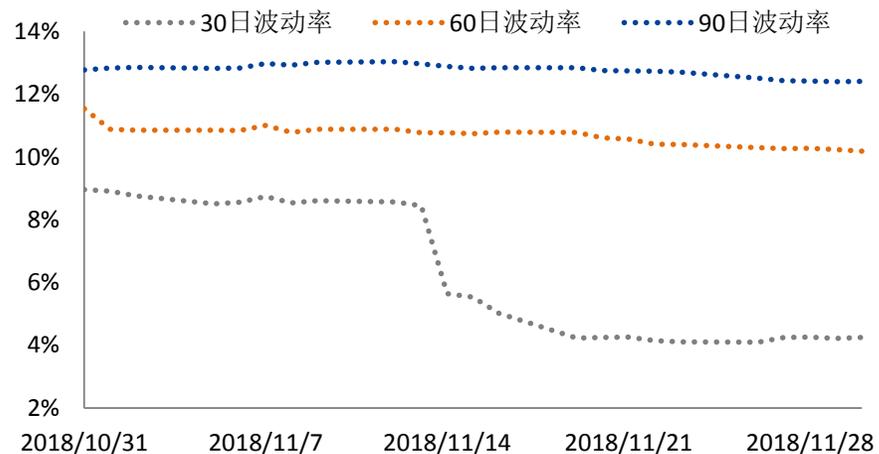
品种	2018/10/31	2018/11/30	周涨跌	周涨跌幅
沪铝	74.85	71.04	-3.81	-5.09%

- 根据有色金属的波动率监测结果，目前沪铝的30日波动率贴近25分位数，60日及90日波动率处于25分位与50分位数之间，30日及60日波动率整体呈下降态势，90日波动率无明显变化。伦铝的30日波动率降至25分位数，60日及90日波动率贴近75分位，月内可见，30日波动率明显下降，而60日及90日波动率无明显变化。

### SHFE铝波动率

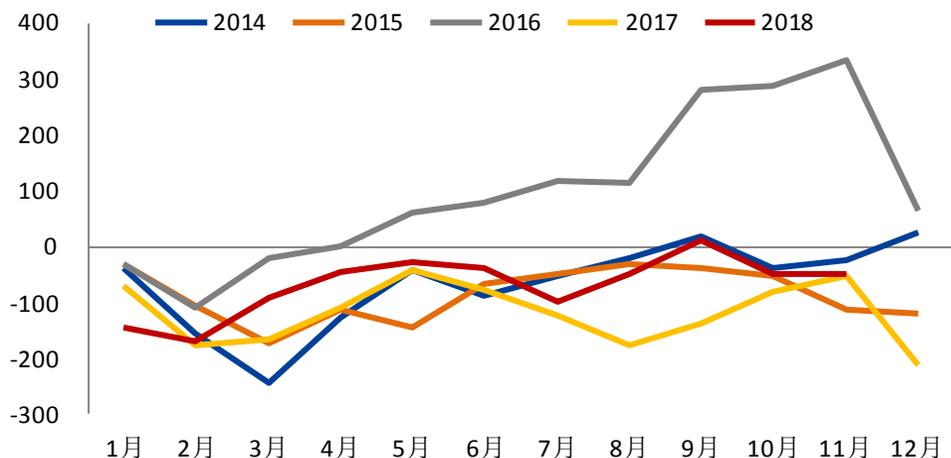


### LME铝波动率

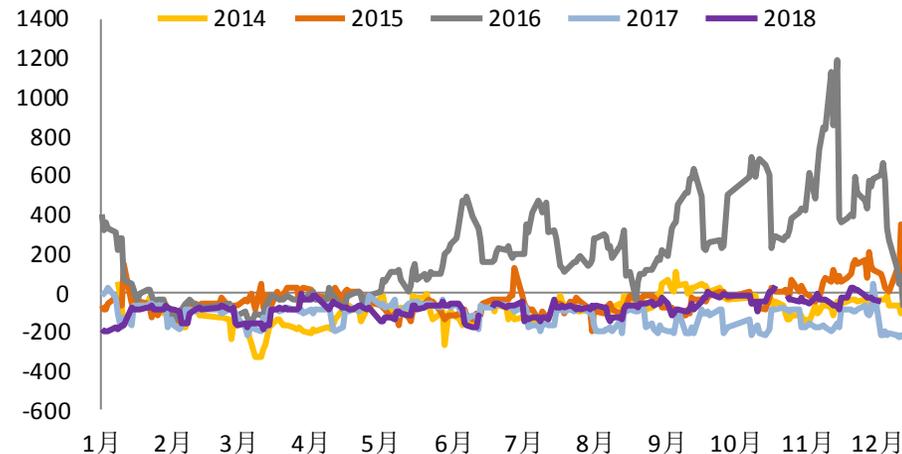


➤ 截止2018-11-30，SMM A00#铝现货价格为13500元/吨，较上月末下降490元/吨，较主力合约贴水50元/吨，现货方面，本周华东市场货源较充足，贸易商出货整体较积极，但下游基本按需采购，因价格连日下跌，下游开始对价格持观望态度，叠加终端消费不佳，下游采购情绪不强。但本周中间商交投较为活跃，前期考虑到月底结算接货当月票较积极，临近周末现货基差略有扩大，利于其套期保值，接货积极性不减，部分贸易商出货也略有收敛。此外，本周作为11月最后一周，因月末结算，大户出货略有减少。

### 现货贴水主力50元/吨

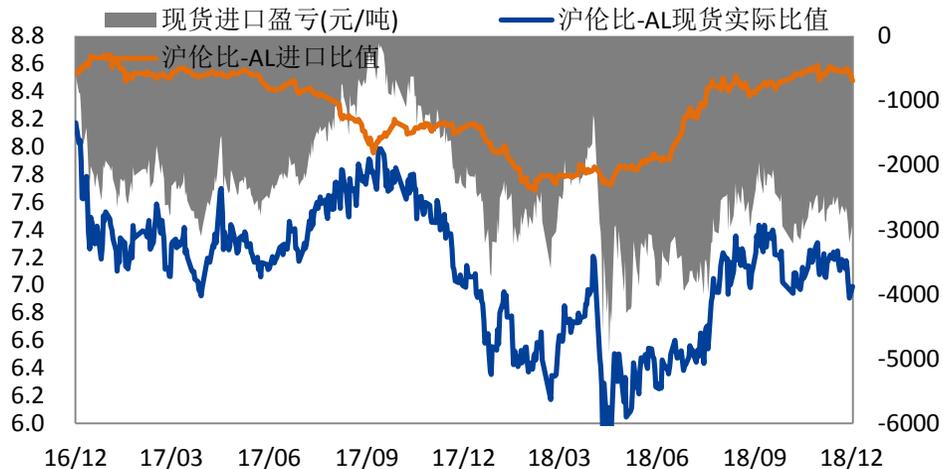


### 沪铝近月较主力价差先扬后抑

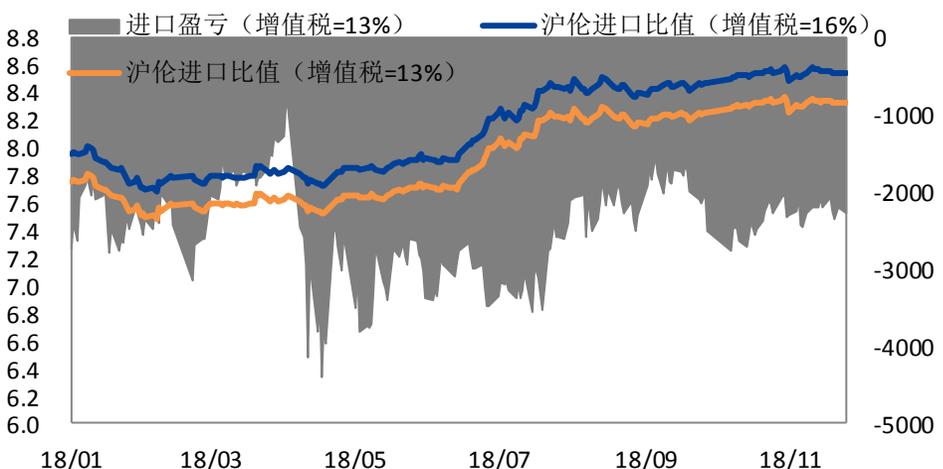


- 11月沪铝进口比值维持高位，处于8.48-8.58之间，现货进口维持亏损，三月进口维持亏损。
- 人民币相对美元贬值，进口成本增加阻碍海外原铝流入国内；海外氧化铝价格回落，国内外价差收敛致使出口优势减弱。预计沪伦比将处于（8.4，8.6）区间震荡，因此跨市套利组合不宜入场。
- 我们测算了增值税由16%降至13%的进口盈亏，发现降税在一定程度上降低进口成本，沪伦比值较16%增值税下有下滑，但进口仍处于亏损中，因此即使降税进口套利无空间。

### 铝现货进口亏损

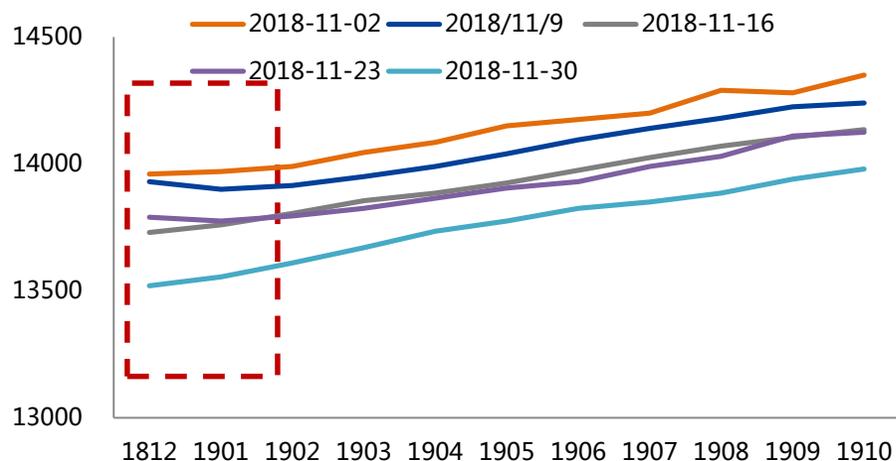


### 13%增值税下仍进口亏损



- 在明年处减税降费的预期下，沪铝的价格结构发生了变化，主要是因为为减低增值税额（=销项税-进项税）套利者青睐买1812-卖1901的组合。假设电解铝行业享受到降税的优惠，我们对降税的效果进行了测算，简化计算收益率=【铝合金价-电解铝价-（销项税-进项税）】/电解铝价，比较看出降税确实能提高收益率。但考虑到降税对象或限于小微企业和科技型初创企业，普惠至电解铝行业的可能性较小。且降税预期已基本反映，12-01合约间的基差逐渐收敛，套利空间消失。

沪铝价格结构(元/吨)

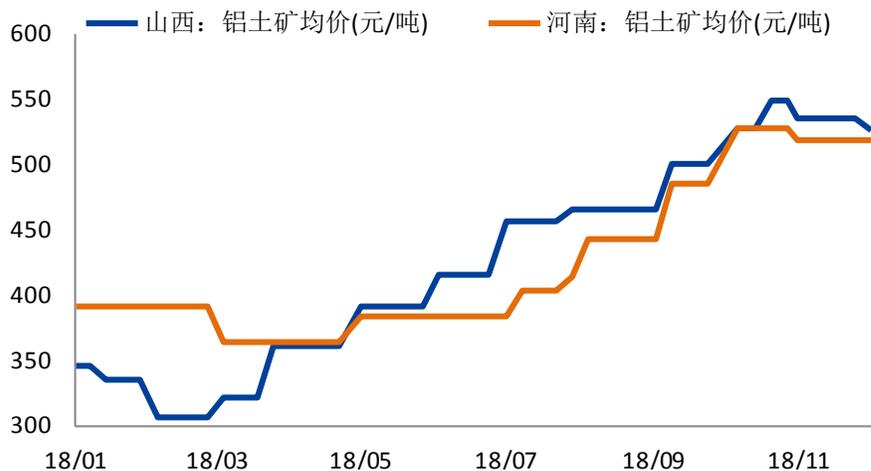


	价格	税额	
		16%	13%
Al812 ( 进项 )	13800	1903.45	1587.61
Al1901 ( 销项 )	14000	1931.03	1610.62
采购			
销售	增值税税率	16%	13%
	16%	1.25%	-
	13%	3.57%	1.28%

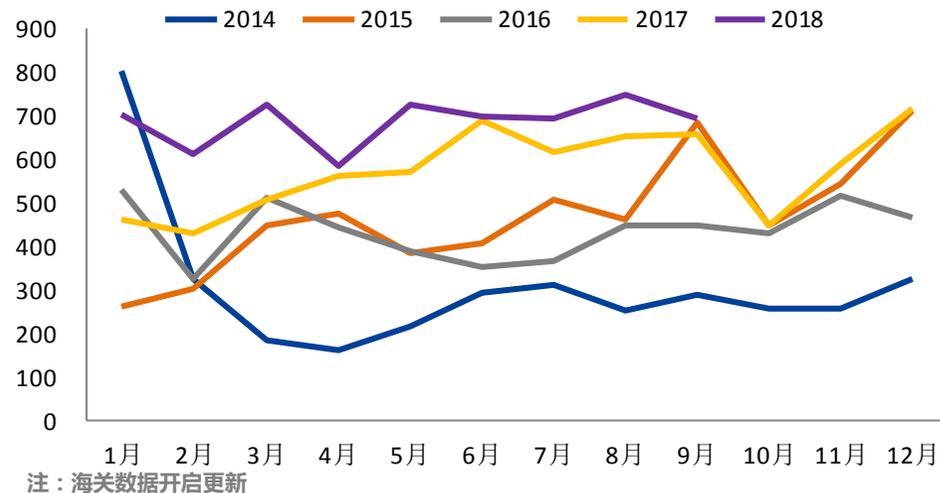
## 中观驱动：矿石价格上涨动能不足

- 目前环保持续叠加采暖季来临，铝土矿整治依然继续，但11月环比略有改善，部分矿山的生产得到了恢复，预计矿石价格维持高位震荡。目前国内铝土矿仍存缺口，因此多数企业将通过进口铝土矿以满足生产需要，然而国外矿多属于低温矿，国内采用直接混矿生产效果不佳，若仅使用进口矿又需要改进设备，因此以目前的技术来说进口铝土矿对国内矿端紧缺的改善作用相对有限。据了解中国铝业成功开发了首个海外大型铝项目--几内亚Boffa铝土矿项目开工建设，2018年11月19日，淄博润迪铝业有限公司亦获得两处几内亚政府颁发的铝土矿特许采矿权。若后期技术跟进，海外矿将普及使用，矿端的限制有望消除。

料铝土矿价格难言续涨(元/吨)



增加铝土矿进口以缓解国内短缺(万吨)

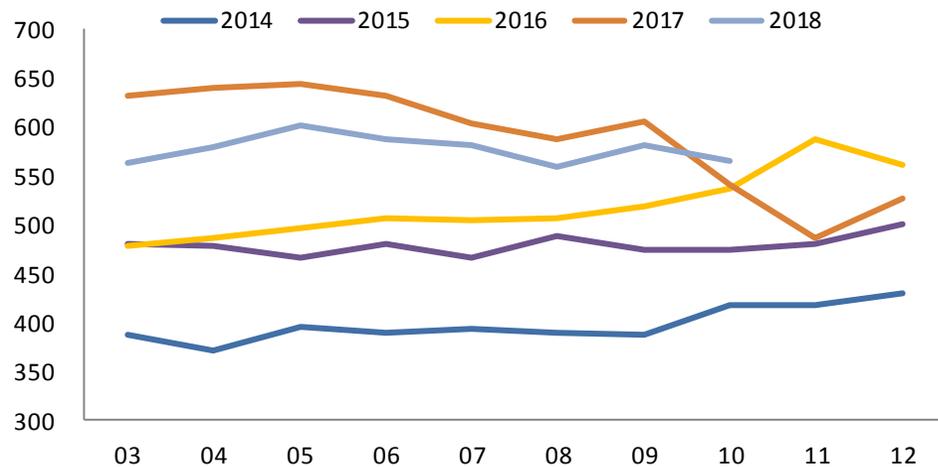


- 海德鲁维持50%产能恢复生产：海德鲁事假几经周折，最终于上周11月8日，巴西联邦法官维持州法院的决定，限制全球最大的氧化铝精炼厂Alunorte的运营。该工厂还必须继续遵守一项裁决，该裁决迫使其以50%的产能运营。
- 美铝西澳工厂结束罢工：2018年8月8日美铝西澳大利亚工厂突发罢工，9月7日美国铝业公司（Alcoa）旗下西澳洲氧化铝精炼厂及铝土矿工人已经投票拒绝了一份提议的工作场所协议，且将继续进行罢工。而在2018年9月28日，美铝罢工事件终见曙光，美铝澳大利亚氧化铝厂工人投票决定结束历时53天的罢工，铝澳大利亚工厂将进入正常生产，有助于改善海外市场的短缺局面。
- 俄铝制裁延迟：一方面俄铝正在中国组建贸易团队，将销售目标定位在最大的铝消费国-中国，若俄铝在中国拓展销售渠道，预计将对国内铝价造成打压，据SMM，俄铝已有部分产品流入中国。另一方面9月21日美国财政部将对俄铝制裁最后期限延长至11月12日，而10月12日美国财政部外国资产管制处（OFAC）进一步延长了与EN+Group plc（EN+）和俄罗斯铝业联合公司（RUSAL）有关的某些普通许可证的到期日期。将公司及其子公司有关的交易到期日从2018年11月12日延长到2018年12月12日，据最新声明称推后这一期限至**2019年1月7日**。预计俄铝制裁大概率解除，海外铝市场供应增加的预期更为强烈。

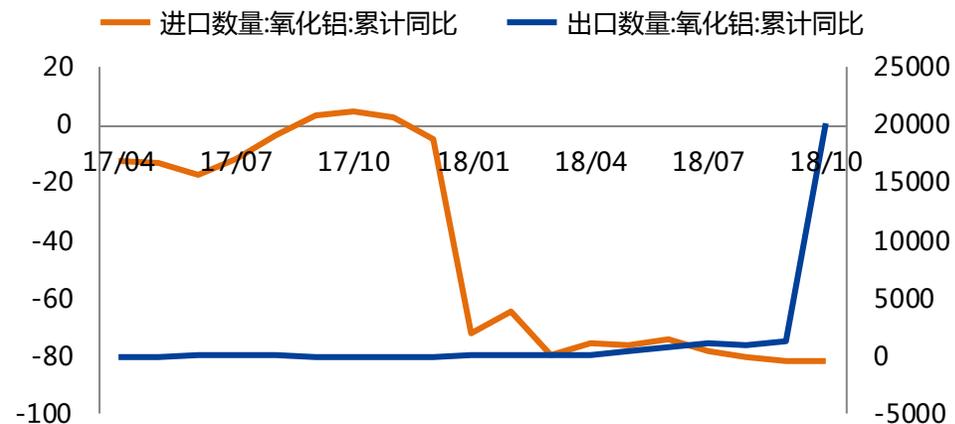
## 中观驱动：氧化铝价格缓慢回调

- 矿石价格的松动或减弱对氧化铝价格的支撑。10月山西山西交口信发、山西复晟、兴安化工等工厂因矿石供应紧张而进行减产，产量略有下滑，而11月矿石供应环比略有改善，对矿石供应持续收紧的预期有所转变，预计氧化铝在企业在生产盈利及采暖季限产的博弈中，氧化铝减产欲望、增产动力均不大，料四季度氧化铝产量保持稳定。另外，考虑到电解铝企业亦有减产，从而导致对氧化铝的需求减少。
- 前期推涨铝价的海外扰动因素在逐渐解除，海外氧化铝及原铝供应短缺局面将得到改善，从而导致伦铝价格有所回落，目前澳洲氧化铝价格已回落至400美元/吨，国内外价差收敛致使国内氧化铝及原铝出口优势将减弱。氧化铝出口部分将回流至国内，增加国内供应。
- 综合看国内氧化铝整体供应料增加，而需求偏弱，价格存在回调的可能，但回调的速度较为缓慢。

9氧化铝产量环比增加3.88%

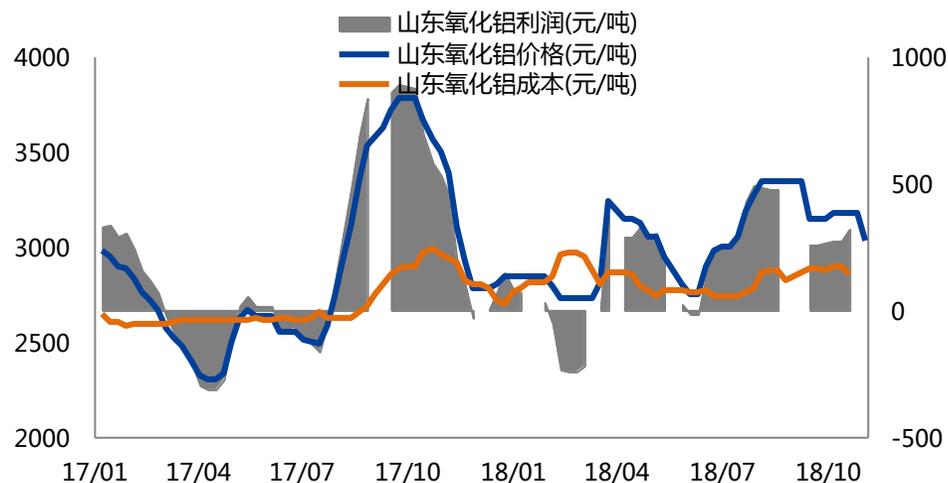


10月氧化铝累计出口量环比增加29.42万吨，可能是欲在出口利润完全消失前抓紧时机出口

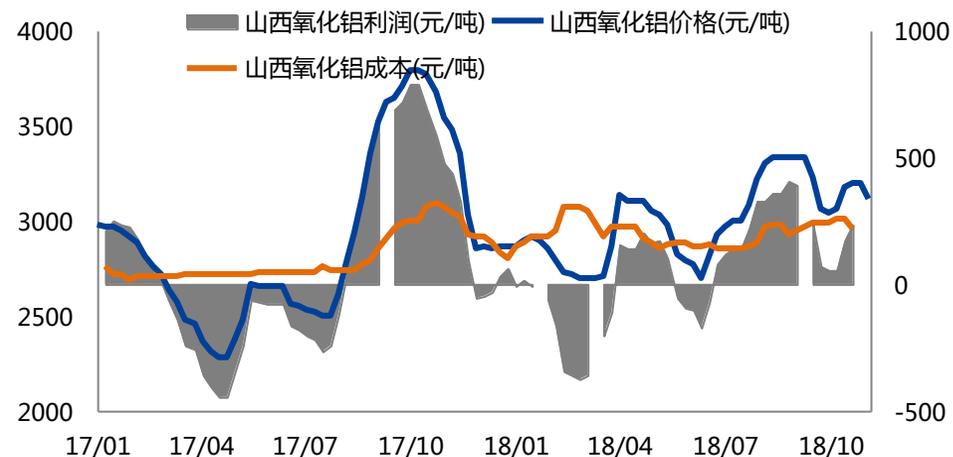


# 中观驱动：氧化铝减产欲望、增产动力均不大

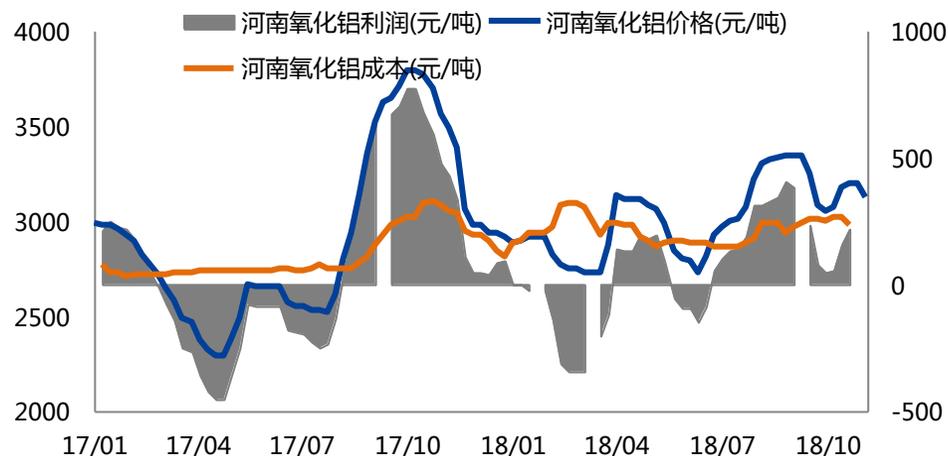
### 山东氧化铝生产情况



### 山西氧化铝生产情况



### 河南氧化铝生产情况

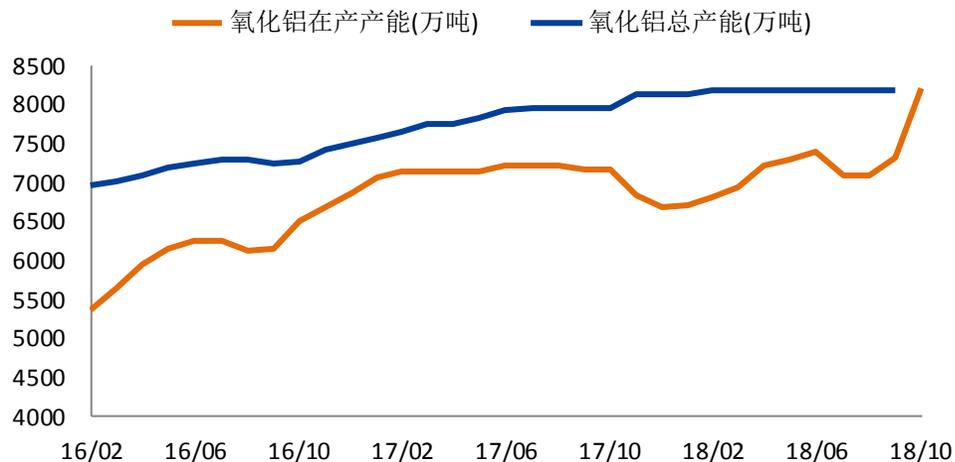


### 氧化铝生产仍有利润，且山东利润更为乐观

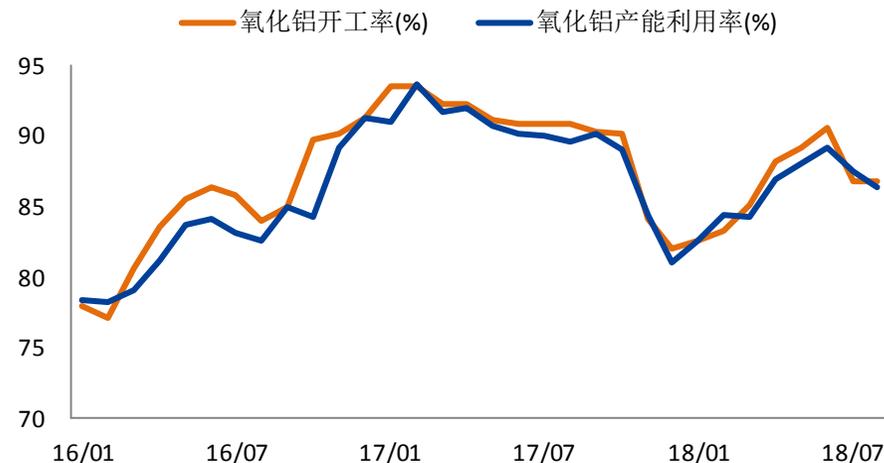


# 中观驱动：氧化铝减产欲望、增产动力均不大

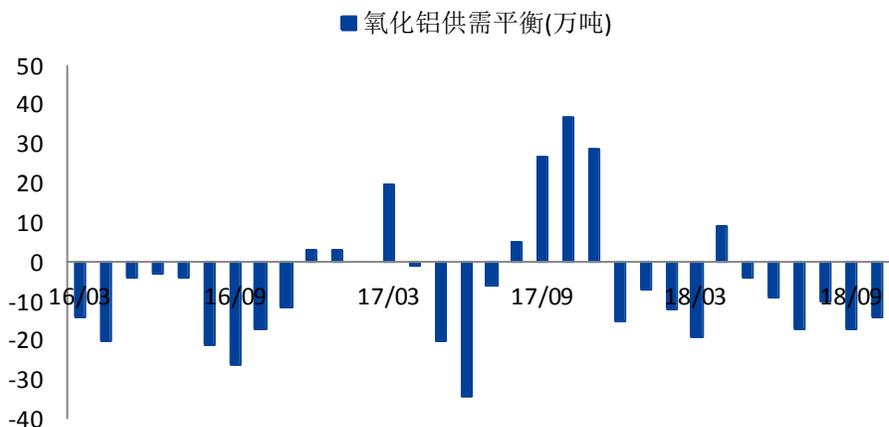
### 氧化铝生产利润可观促使在产产能回升



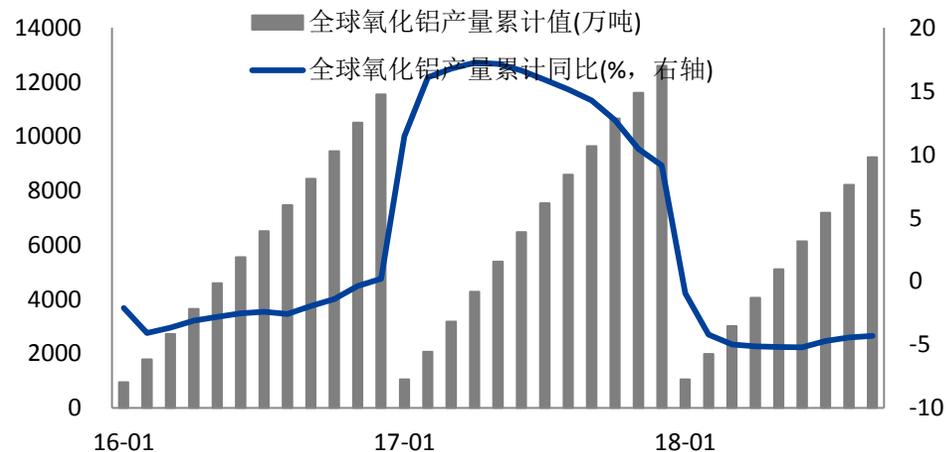
### 氧化铝开工率止跌



### 今年受益于氧化铝出口高增，国内氧化铝存供应缺口

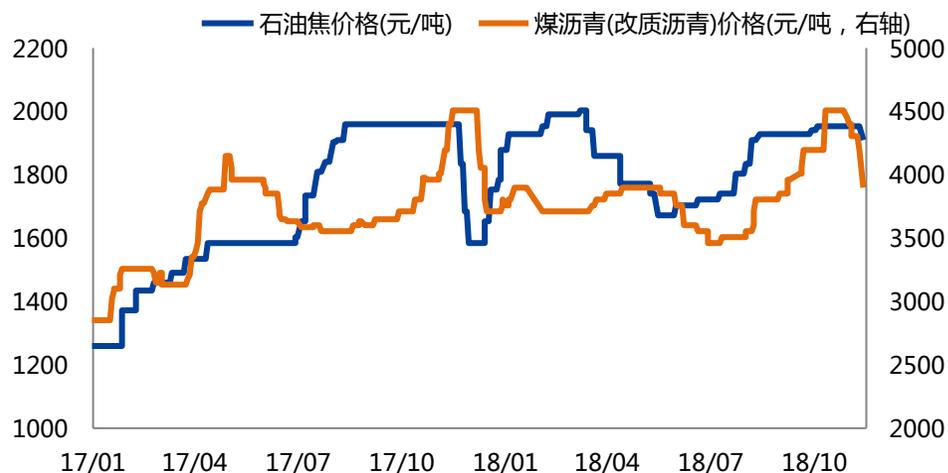


### 2018年全球氧化铝产量增速趋缓

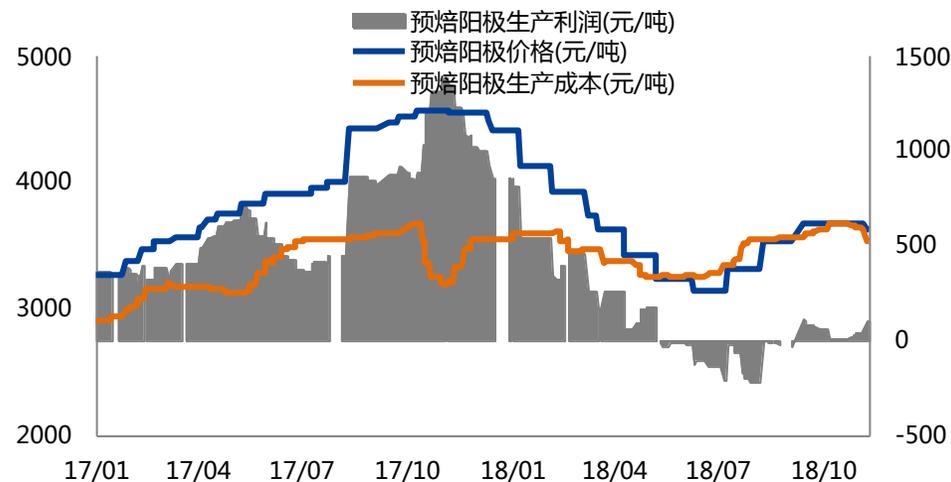


# 中观驱动：生产原料价格高位

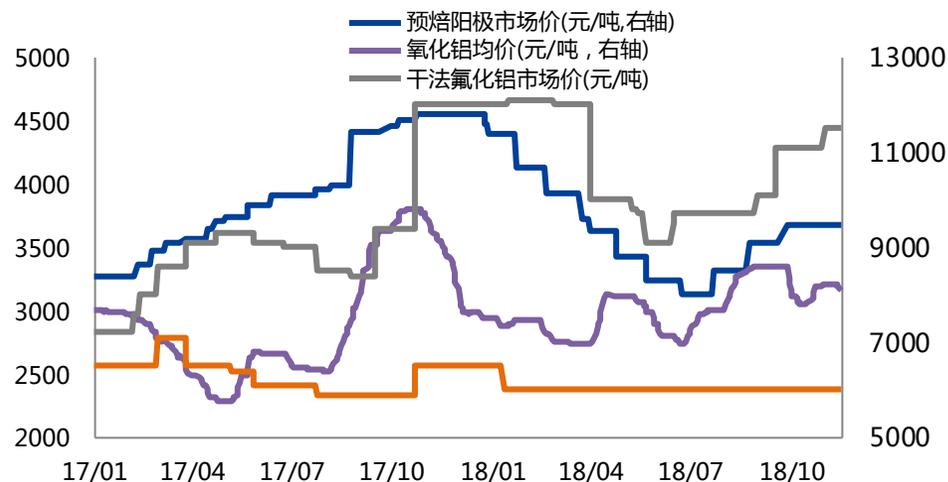
### 阳极生产原料价格维持高位



### 12月魏桥下调阳极价格50元/吨



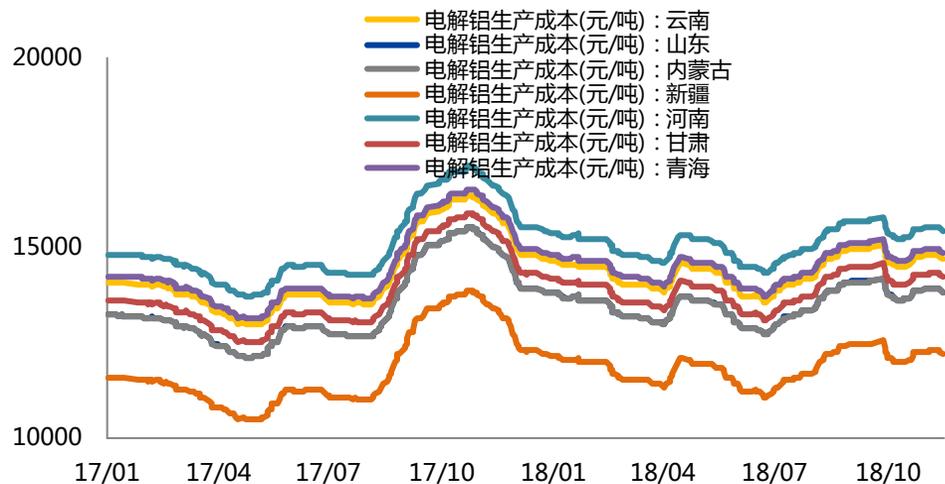
### 电解铝生产原料价格普遍高位



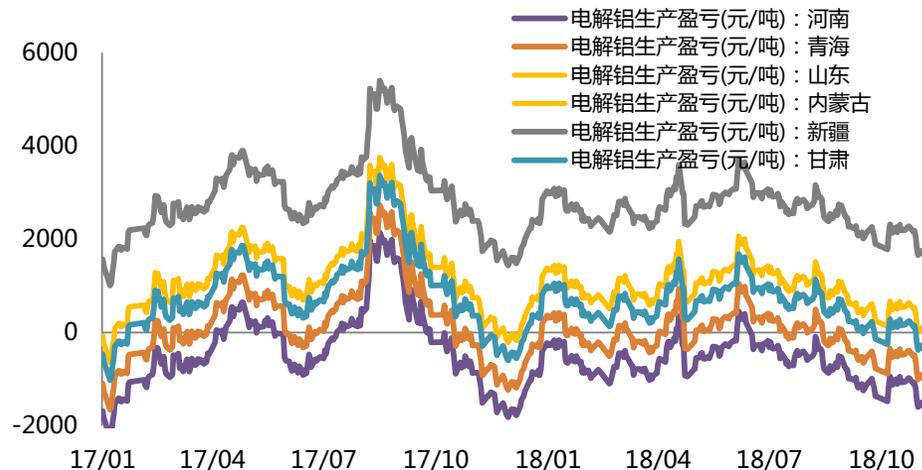
- 综合看，无论是电解铝生产的主要原料氧化铝，还是生产辅料阳极、氟化铝等，价格均处于高位。
- 因电解铝限产，反过来对原材料的需求有所下降，从而导致原料价格回调，但在环保限产情况下，原料价格下跌速度较为缓慢，且深跌的可能性较小。

# 中观驱动：考虑到重启电解槽成本较大，多数铝企仍亏损生产

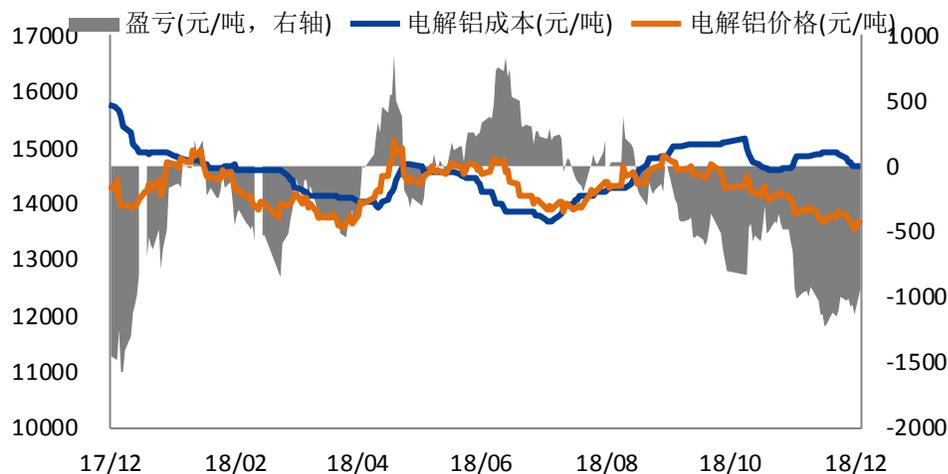
电解铝主产区生产成本一览



电解铝主产区生产盈亏一览

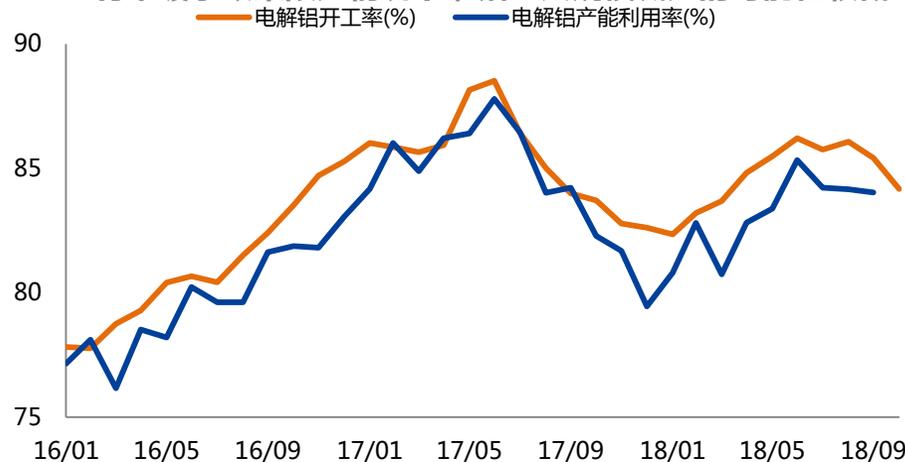


中国平均生产成本及盈亏情况



电解铝生产成本高企倒逼铝企生产，但电解槽重启成本较大，在没

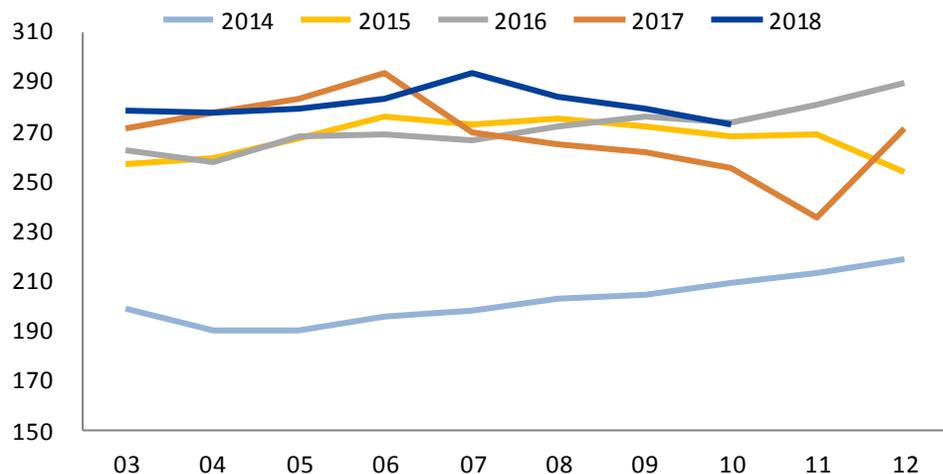
有采暖季政策限产情况下，铝企大规模减产的可能性较低



## 中观驱动：料电解铝产量增量有限

- 10月电解铝产量环比9月继续减少，主要是因为国内氧化铝价格高位增加了铝企生产成本，多数铝企处于亏损而被动减产，即通过铝土矿-氧化铝-电解铝的传导路径，倒逼铝企减产，但考虑到铝土矿供应渐有宽松，氧化铝价格现回调，氧化铝成本支撑力度松动。11月下旬河南巩义郑州等地相继公布采暖季限产具体措施；中国铝业11月30日公告，决定对山西华圣铝业、山东华宇合金等企业部分电解铝生产线实行弹性生产，涉及产能约47万吨。减产及限产消息的公布，对铝价有短暂的提振作用。综合看，在高成本压力及新增产投放的博弈中，铝锭产量环比变化不大。

2018年7-10月电解铝产量环比下降(万吨)

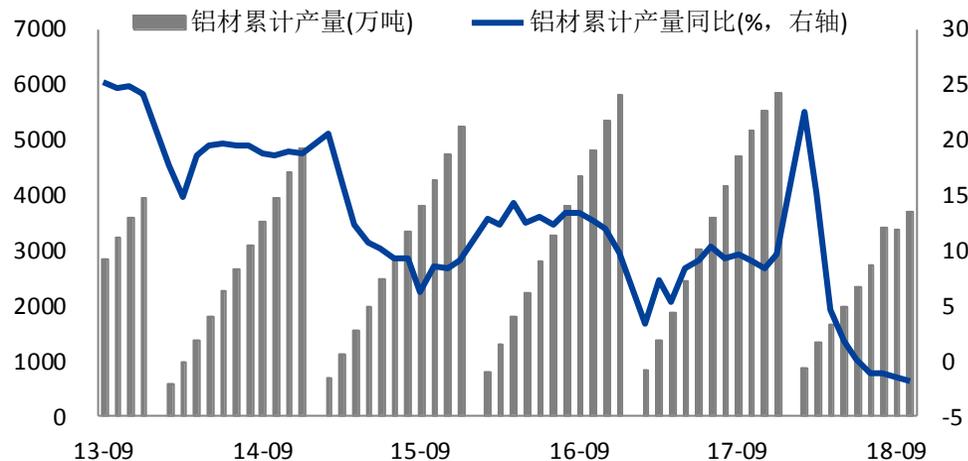


2018年电解铝产量保持低速增长

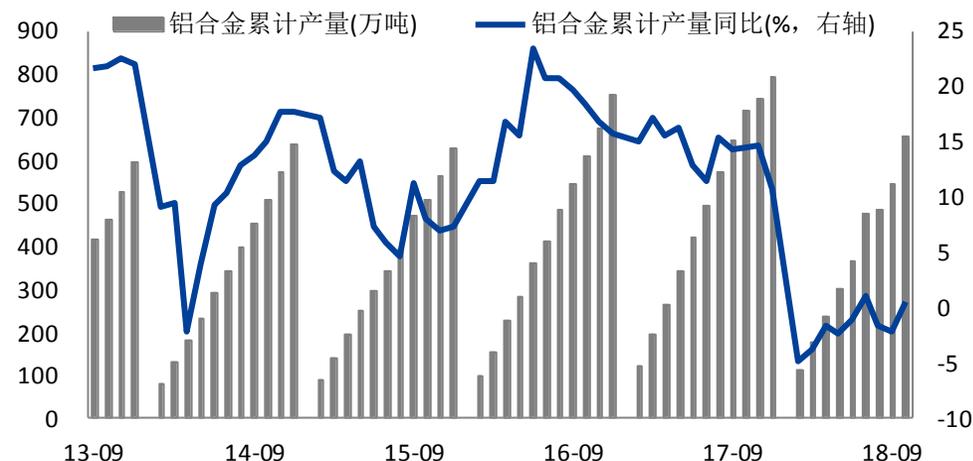


# 中观驱动：铝中端加工需求表现不佳

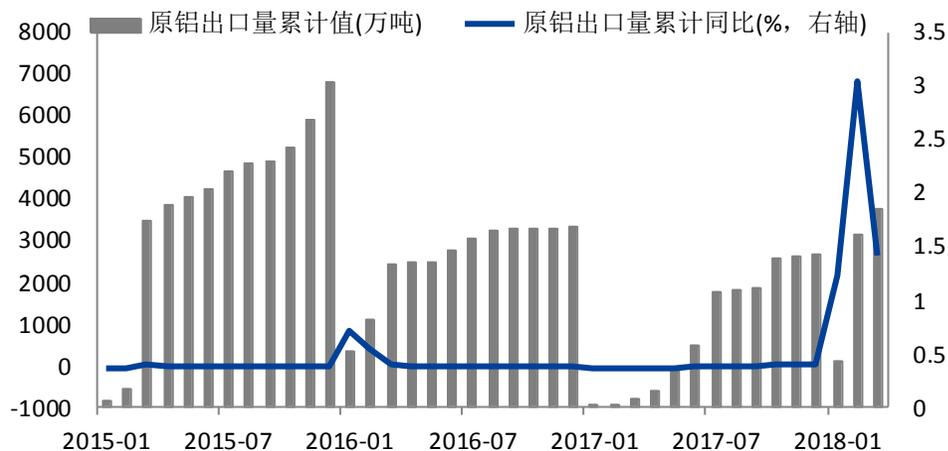
### 铝材产量增速不及预期(万吨)



### 铝合金“金九银十”表现不佳(万吨)



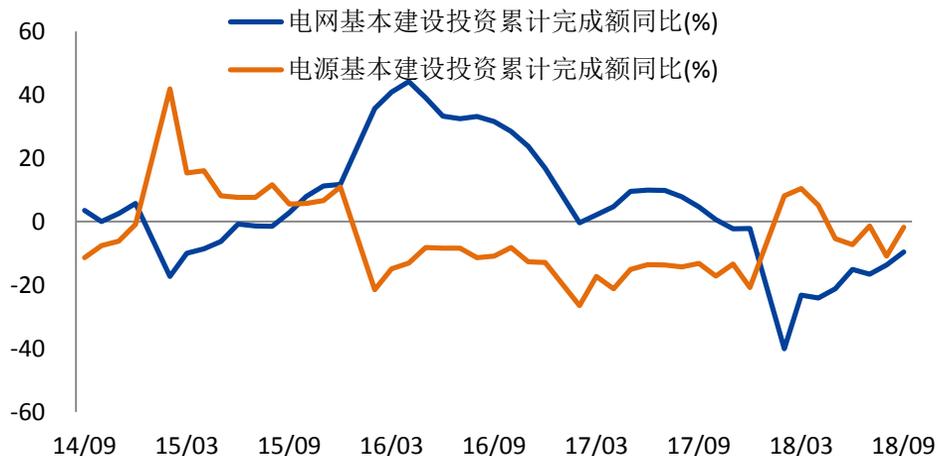
### 原铝出口增速将回落(万吨)



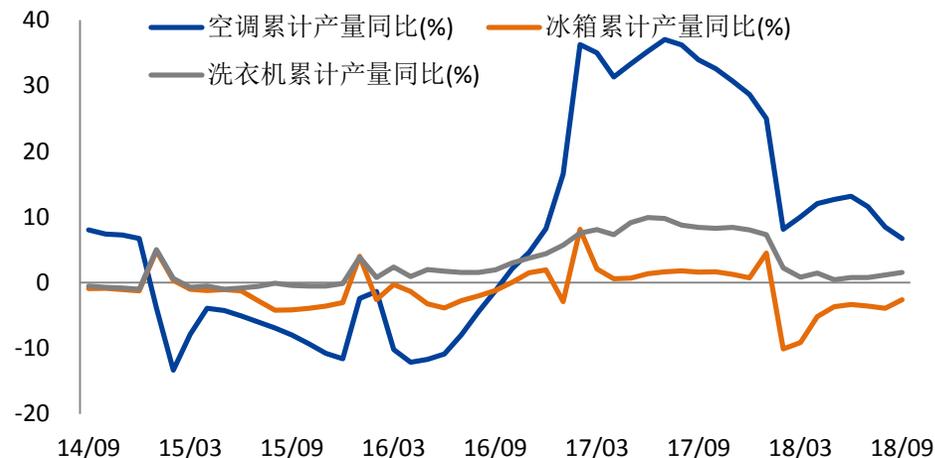
### 中美贸易摩擦未对铝产品出口造成明显的负效应(万吨)



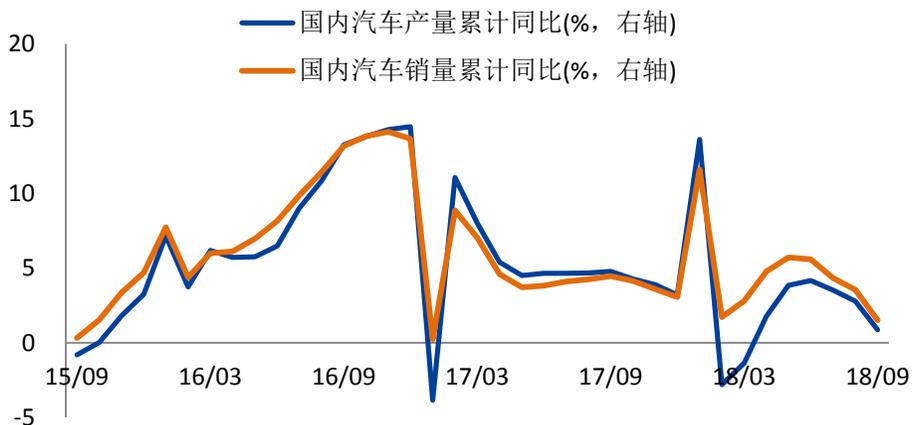
### 四季度电网投资有望回暖



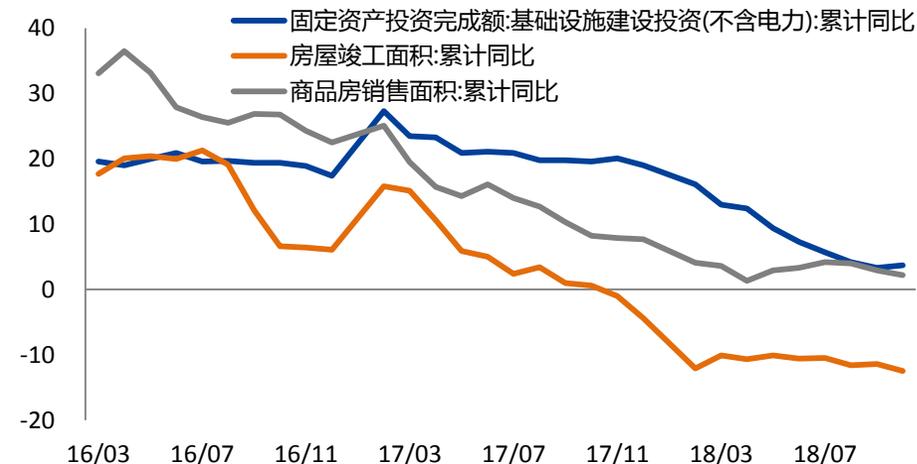
### 2018年家电产量增速走低



### 汽车产销增速回落



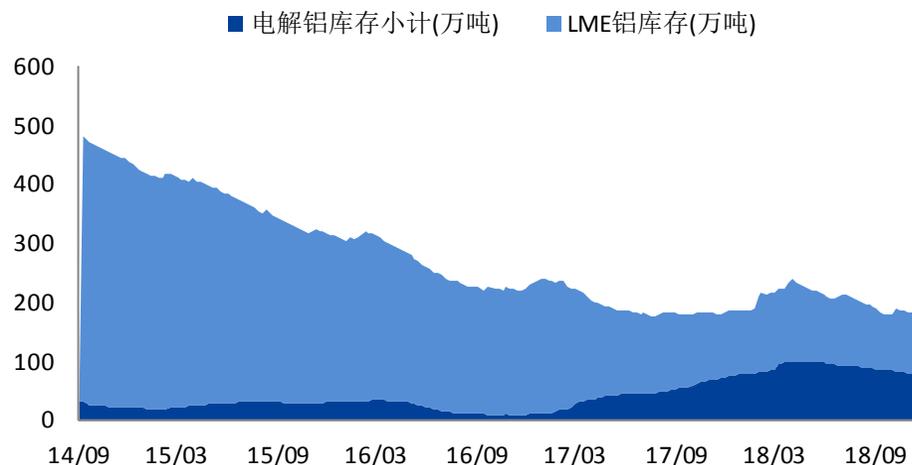
### 房地产投资增速将降温，基建发力不及预期



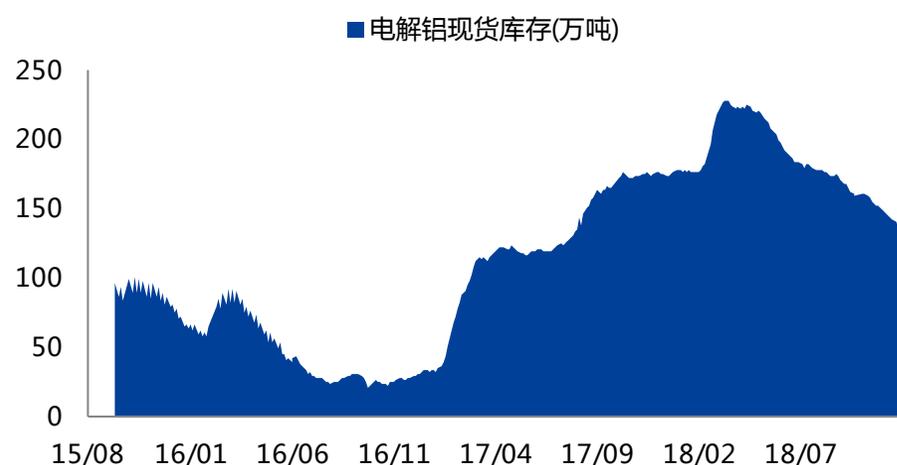
## 中观驱动：国内库存持续去化

- 据SMM，截止11月30日，国内电解铝消费地库存（含SHFE仓单）合计138.6万吨，较上月减少16.1万吨，10月共减少6.2万吨，到货量偏低，库存有望持续去化。LME铝库存为105.5万吨，较上月末增加0.33万吨；上期所铝库存小计73.11万吨，较上月末减少8.29万吨，10月共减少1.82万吨。

LME铝及上期所铝库存(万吨)



国内电解铝社会库存(万吨)

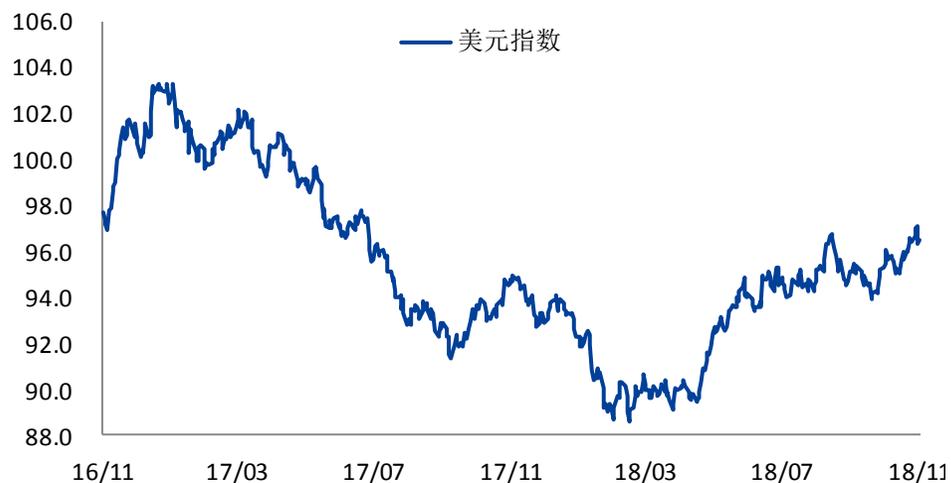


- 2018年11月30-12月1日G20峰会于阿根廷进行，中美两国元首在此期间举行了一次历史性晚餐会晤。中美双方暂达成共识，短期内中美贸易摩擦将不再升级，美国对中国2000亿美元商品关税于2019年1月1日后仍维持在10%，同时不再对其他商品出台新的加征关税，且双方将朝着取消所有附加关税的方向加紧磋商，中美贸易关系显著缓和，超出市场预期，有色金属市场风险偏好大幅回升。
- 但后期中美谈判仍将继续进行为期90天的谈判，如果谈判不成功，关税将重新上升至25%，因此在谈判期间中美贸易关系仍存在不确定性，需警惕美方态度的反复。



➤ 中美贸易关系的改善带来的利好仍在发酵，同时，特朗普也提前“剧透”了中国将在汽车关税上的削减，这进一步提升了市场对于未来经济增长的信心，也抬升了风险偏好，中美股市大幅上扬，美元在避险驱动走弱下继续小幅回落，美联储理事夸尔斯对于当前接近中性利率区间的鸽派表述也压制美元，维持我们此前的判断，风险偏好走高、美联储转鸽预期下，美元将呈现震荡偏弱走势；本周值得关注的除了鲍威尔的证词之外，还有周末的非农数据，若鲍威尔再度释放中性偏鸽信号，美元则将进一步承压，在此之前，抬升的风险偏好将令美元走弱。

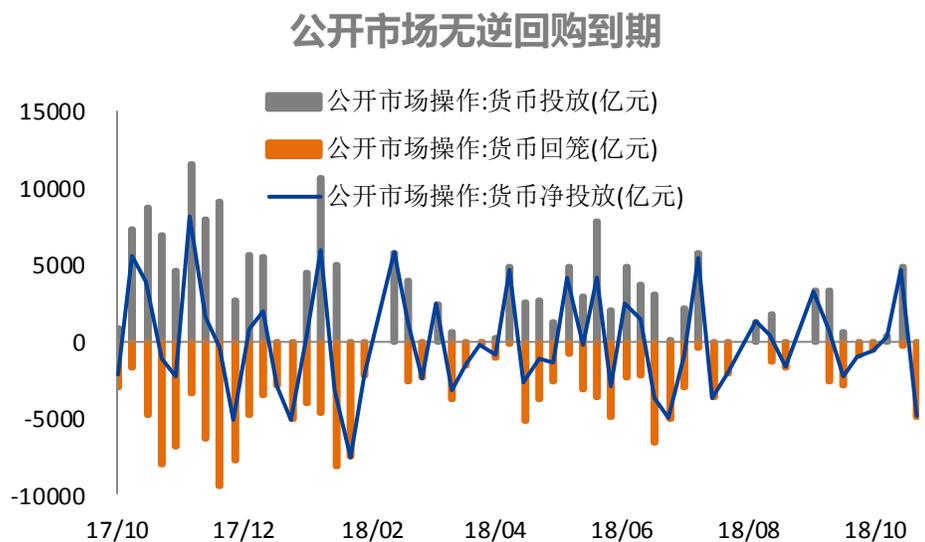
### 美元承压



### 欧元难有提振



- 上周央行连续第四周暂时逆回购操作，同时公开市场无逆回购到期，公开市场零投放。受月末因素的影响，上周资金成本略有抬升，但整体压力有限。在宏观悲观预期下，资金面预计不会出现明显紧张，但目前资金成本已位于低位，进一步宽松空间或有限，预计流动性中性偏宽松将延续。



负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本报告的信息均来源于公开资料，我对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，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证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版。复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

# 公司总部及分支机构



## 总部

地址：浙江省宁波市中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040  
上海市浦东新区银城中路68号时代金融中心31楼

联系电话：400-888-5515 传真：0574-87716560/021-80220211

## 上海分公司

上海市浦电路500号上海期货大厦15层01A室  
联系电话：021-68401108

## 浙江分公司

宁波市中山东路796号东航大厦11楼  
联系电话：0574-87703291

## 台州分公司

台州市椒江区云西路399号金茂中心24楼  
联系电话：0576-88210778

## 河南分公司

郑州市金水区未来路与纬四路交叉口未来大厦1506室  
联系电话：0371-58555668

## 北京分公司

北京市朝阳区朝阳门北大街20号兴业银行大厦25层  
联系电话：010-69000861

## 深圳分公司

深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦 1013A-1016  
联系电话：0755-33320775

## 四川分公司

成都市高新区世纪城路936号烟草兴业大厦20楼  
联系电话：028-83225058

## 江苏分公司

南京市长江路2号兴业银行大厦10楼  
联系电话：025-84766979

## 杭州分公司

杭州市下城区庆春路42号兴业银行大厦1002室  
联系电话：0571-85828717

## 福建分公司

福州市鼓楼区五四路137号信和广场25层2501室  
联系电话：0591-88507863

## 湖南分公司

湖南省长沙市芙蓉中路三段489号鑫融国际广场28楼  
联系电话：0731-88894018

## 湖北分公司

武汉市武昌区中北路156号长源大厦1楼  
联系电话：027-88772413

## 广东分公司

广州市天河区天河路101号兴业银行大厦8楼801自编802室  
联系电话：020-38894281

## 山东分公司

济南市市中区纬二路51号山东商会大厦A座23层2301-2单元  
联系电话：0531-86123800

## 天津分公司

天津市经济技术开发区第三大街金融服务西区51号W5-C1-2层  
联系电话：022-65631658

## 温州分公司

浙江省温州市鹿城区瓯江路鸿旭嘉苑6-7幢102-2室三楼302室  
联系电话：0577-88980675

# Thank you!



## 兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城中路68号时代金融中心31楼 邮编：200120

网：[www.cifutures.com.cn](http://www.cifutures.com.cn)

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building , No.796 Zhongshan East Road , Ningbo ,  
315040 , China

Tel : 400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386