

兴证期货·研发中心

2019年5月20日 星期一

有色研究团队：

孙二春

期货从业资格编号：

F3004203

投资咨询资格编号：

Z0012934

胡佳纯

期货从业资格编号：

F3048898

胡悦

期货从业资格编号：

F3050247

联系方式：

胡佳纯

021-68982746

hujc@xzfutures.com

## 内容提要

### ● 策略建议

目前铝材出口利润进一步下滑，剔除汇率因素之后，铝的沪伦比处于相对高位。结合基本面和成本端来看，由于环保因素影响，国内氧化铝走强，对铝有一定利好支撑，同时在季节性旺季背景下，铝锭库存持续去化，短期内铝价走势仍然坚挺。但是下半年铝的国内消费预期稳中偏弱，尤其是进入7、8月传统消费淡季，订单或面临下滑，高出口增速也难以为继，电解铝复产产能叠加新增产能投放将使得三季度供应端压力上升，而国外电解铝供应预期呈现下降。若国内需求出现转弱现象，比如铝锭库存降速放缓或者铝棒出现累库，投资者可以尝试内外正套，即通过买入美元外汇期货锁住汇率，做多LME铝03，做空沪铝连三。

当沪伦比/汇率的值超过1.18，可以尝试入场；沪伦比/汇率的值低于1.10，选择止盈；沪伦比/汇率的值达到1.22，选择止损。

### ● 风险提示

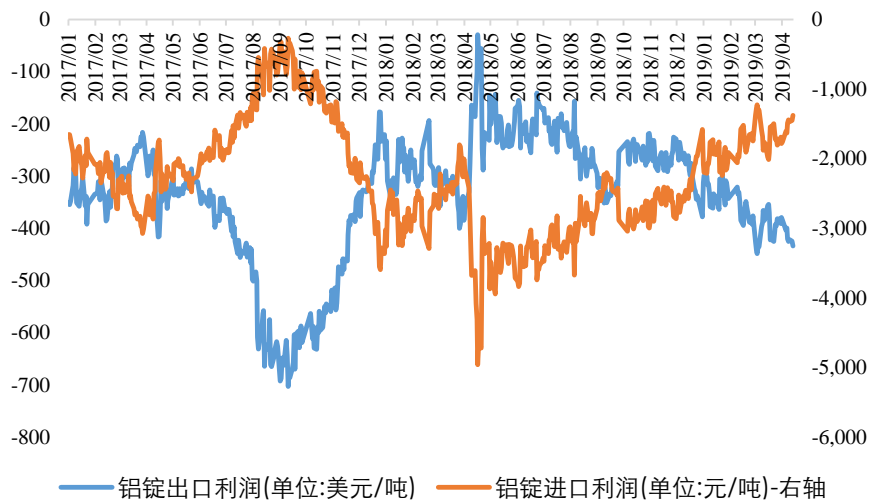
如遇到以下风险可平仓离场：国内需求超预期增长、国内供给侧改革政策发力、海外突发黑天鹅事件等。

## 1. 基于贸易逻辑：铝材出口利润逐渐回落

### 1.1 铝产品出口关税介绍

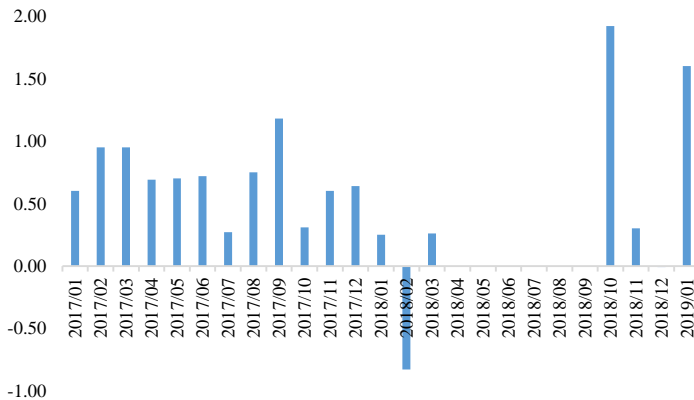
近年来，电解铝一直是中国重点调控的高能耗产业之一。国家为了进一步限制高耗能、高污染、资源性（两高一资）产品出口，促进节能降耗，鼓励原材料进口，规定电解铝出口需要开征 15% 的出口暂定关税，进口关税降为 0，同时电解铝无论进出口都需要征收增值税，因此电解铝出口利润为负；由于外内价差存在，电解铝进口也是亏损。我国电解铝单月净进口量不足 2 万吨，对外依存度很低，近乎为 0。

图 1：铝锭进出口利润情况



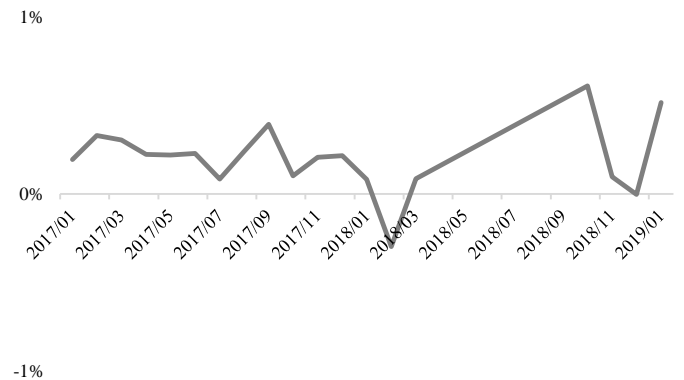
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：电解铝净进口量（单位：万吨）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

图 3：电解铝对外依存度



数据来源：Wind、兴证期货研发部

由于关税壁垒的存在，中国电解铝更多的被初步锻造成铝材出口。不同税则号的铝材所对应的出口关税也不同，2019 年与 2018 年相比出口关税不变，具体情况参考表 1。

**表 1：2019 年铝产品出口税率表（单位：%）**

税则号列	货品名称	出口税率	2019 年暂定税率
76011010	按重量计含铝量在 99.95%及以上	30	0
76011090	其他未锻轧非铝合金	30	15
76012000	铝合金（碱金属含量（Na+K+Ca） < 10ppm，氢含量 < 0.12ml/100gAl 的低碱精炼铝合金	30	0
76012000	其他未锻轧铝合金	30	15
76020000	铝废碎料	30	15
76041090	非合金铝型材及异形材	20	0
76042100	铝合金制空心异形材	20	0
76041010	非合金铝条、杆	20	0
76042910	截面周长大于等于 210 毫米的铝合金制条、杆	20	0
76042910	截面周长小于 210 毫米的铝合金条杆	20	0
76042990	铝合金型材及异形材	20	0
76051100	纯铝制的粗丝	20	0
76051900	纯铝制的细丝	20	0
76052100	铝合金制的粗丝	20	0
76052900	铝合金制的细丝	20	0
76061121	0.3mm ≤ 厚度 < 0.36mm 的非铝合金与塑料复合的矩形板片带	20	0
76061129	其他 0.3mm ≤ 厚度 < 0.36mm 的非铝合金制矩形铝板片带	20	0
76061191	0.28mm ≤ 厚度 ≤ 0.35mm 的铝合金制矩形铝板片带	20	0
76061199	纯铝制矩形的其他板、片及带	20	0
76061220	厚度 < 0.28mm 的铝合金制矩形板片带	20	0
76061230	0.28mm ≤ 厚度 ≤ 0.35mm 的铝合金制矩形铝板片带	20	0
76061251	0.35mm ≤ 厚度 < 0.4mm 的铝合金与塑料复合的矩形板片带	20	0
76061259	其他 0.35mm < 厚度 ≤ 0.4mm 的铝合金制矩形铝板片带	20	0

76061290	厚度 > 0.4mm 的铝合金制矩形铝板片带	20	0
76069100	纯铝制非矩形的板、片及带	20	0
76069200	铝合金制非矩形的板、片及带	20	0

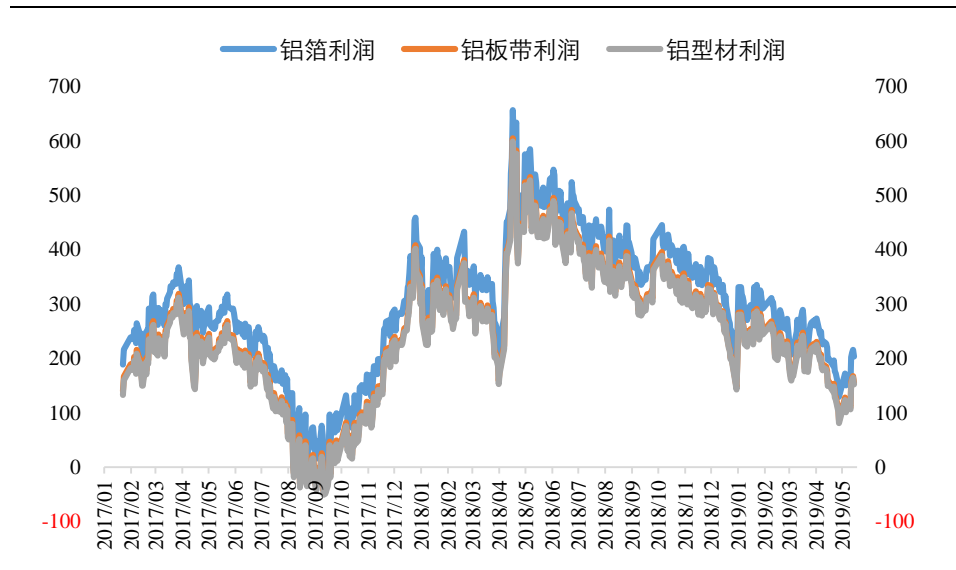
数据来源：SMM、兴证期货研发部

## 1.2 铝材出口利润回落

国内厂家如果要出口铝材，根据上述税则号列，铝箔、铝板带及铝型材出口的暂定关税为 0，国家鼓励铝材出口，给予 13% 出口退税率，其出口成本 = [ (铝锭现货价格 + 加工费 + 港杂费) \* (1 - 出口退税率 / (1 + 增值税率)) ] / 汇率 + 运费，出口价格 = LME 铝价 + 海外升贴水（以日本、欧洲、美国升贴水为主）+ 国外的加工费，用出口价格减去出口成本即为理论上的出口利润。

根据上述公式测算，铝材出口基本上一直是有利可图，铝箔利润要高于铝板带和铝型材。2019 年初至今，铝材出口利润延续下滑，截至 2019 年 5 月 20 日，铝箔、铝板带和铝型材的出口利润分别为 174.18 美元/吨、125.04 美元/吨和 122.43 美元/吨。虽然企业可能签订长协合同，以及出口的具体产品不同导致加工费不同等等，实际利润会与我们上述测算有所差异，但是大体趋势相同，出口利润的高低决定了企业出口的数量。而沪铝和伦铝的相对价格又在很大程度上决定了铝材出口利润，当出口利润较高的时候，说明国内铝价相对国外铝价更低，投资者可以尝试内外反套，即买沪铝、抛伦铝；反之，当出口利润降低甚至要转负的时候，说明国外内的价差大幅缩窄，投资者可以尝试内外正套，即买伦铝、抛沪铝。

图 4：三种铝材出口利润情况（单位：美元/吨）



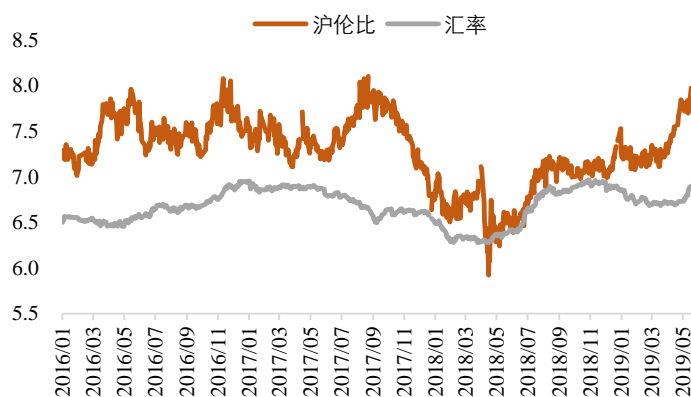
数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2. 在锁住汇率因素的前提下，铝沪伦比值与出口数量呈反向运动

由于沪铝和伦铝分别是由人民币和美元计价，因此这里需要论证一下沪伦比值和汇率之间是否存在相关性。所谓沪伦比值，是指沪铝连三与LME铝03价格之比，可以反映国内外铝价的相对高低，2016年初至今运行在5.5-8.5之间，2018年4月沪伦比值触及最低点，原因是美国制裁俄铝所引发的伦铝价格飙升。截止到2019年5月20日，铝沪伦比达到7.9743。

考虑到“811汇改”调整了人民币对美元汇率中间价报价机制，所以选取的时间段为“811汇改”之后的时间，从2016年1月1日到2019年5月20日，计算沪伦比和汇率之间的相关系数和进行显著性检验。从结果可以看到，两者相关系数约为0.3973，在99%置信水平下的检验结果显著，说明铝沪伦比值与汇率之间存在中等偏弱的正相关性。但是在后面的策略中，我们更侧重于考虑国内外基本面的变化对沪伦比的影响，则需要将外汇风险对冲：若投资者采取内外反套，基于出口逻辑，美元走强其实是对投资者有利，因此只需要规避美元走弱的风险，应卖出美元外汇期货；若采取内外正套，美元走弱其实是对投资者有利，因此只需要规避美元走强的风险，应买入美元外汇期货。

图 5：沪伦比和汇率走势



数据来源：Wind、兴证期货研发部

图 6：沪伦比和汇率之间的相关系数和显著性检验

方差分析：单因素方差分析

SUMMARY

组	观测数	求和	平均	方差
列 1	784	5702.432	7.27351	0.139956
列 2	784	5235.114	6.677441	0.033624

方差分析

差异源	SS	df	MS	F	P-value	F crit
组间	139.2768	1	139.2768	1604.762	3.7E-242	6.651099
组内	135.9127	1566	0.08679			
总计	275.1895	1567				

	沪伦比	汇率
沪伦比	1	
汇率	0.397226	1

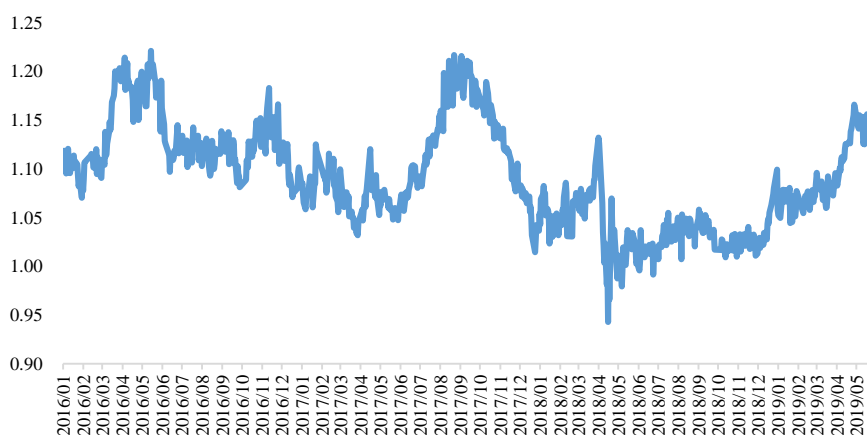
数据来源：Wind、兴证期货研发部

当前贸易摩擦升级，美方已将 2000 亿美元中国输美商品的关税从 10% 上调至 25%，中方对此深表遗憾，将不得不采取必要反制措施。汇率受此影响剧烈，人民币出现连续贬值。2018 年，中国未锻造铝及铝材出口总量约为 580 万吨，出口至美国的数量占出口总量约为 9%，而铝材出口总量占国内铝消费量比重约为 16%，据此估计，出口至美国的铝材占全国铝消费的比重约为 1.44%，(9%\*16%)，贸易摩擦对国内铝消费难有较大影响。

为了锁住汇率因素，我们将沪伦比除以汇率，得到一个新的比值，将该比值与铝材出口数量对比，可以看到当沪伦比/汇率的值走高时，对应月份的铝材出口数量明显下降。例如，2017年9月前后，沪伦比/汇率突破1.20，到达高点，铝材出口利润也延续下滑至盈亏平衡状态，8-10月铝材出口数量也到达明显的低位。因此，通过观察沪伦比/汇率的走势，可以对当月的铝材出口量有大致判断。

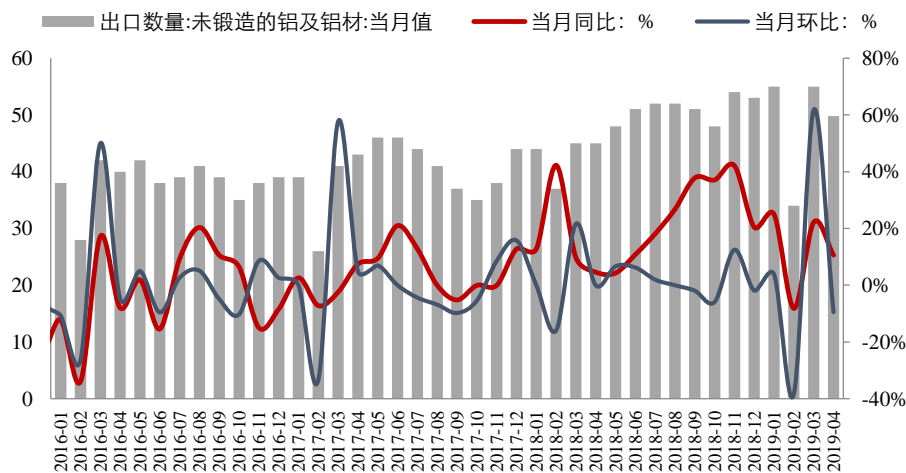
2019年春节后沪伦比/汇率出现一波明显的攀升，截止到5月20日，该比值达到1.1559，伦铝相对沪铝来说滞涨，因此测算的铝材出口利润出现同步走低，4月铝材出口量环比减少9.5%，预计铝材出口数量将面临进一步下滑。

图7：沪伦比/汇率的走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图8：铝材出口数量（单位：万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3. 国内外基本面

在排除汇率因素影响之后，铝国内外基本面的变化会影响内外套利方向：在当前的沪伦比基础之上，如果国外基本面转好或者国内基本面变差，例如国外出台政策刺激消费、国内新增产能释放加快等，会使得国内铝价相对国外铝价走弱，投资者可以尝试布局铝的内外正套；反之，则可以尝试内外反套。

#### 3.1 国外基本面：需求暂无明显起色，供应端预期收缩

##### 3.1.1 国外供应

当前国外电解铝供应处于收缩进程，2019年1-4月海外电解铝累计产量为931.8万吨，累计同比下降2.6%。海外三家电解铝生产商公布了2019年产量预期，其中美铝和力拓均下调了2019年全年产量预期，分别较2018年下降约30万吨，South32基本持平，2018年这三家的实际产量基本上是在预期范围内。

表 2：2019 年 Q1 海外电解铝生产商供应情况(单位：万吨)

	2019 年 Q1 产量	环比	同比	2019 年 E	2018 年 E
力拓	79.60	-3.0%	0.0%	320-340	350-370
美国铝业	53.70	-6.3%	-3.1%	280-290(shipments)	310-330(shipments)
South 32	24.20	-2.0%	0.0%	99	99

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

此外，世纪铝业和 South32 两家年产量不足百万吨的电解铝厂甚至出现亏损，预期可能出现减产：

##### A.世纪铝业在 2018 年 Q4-2019 年 Q1 (20181001-20190331) 出现亏损

世纪铝业公司 (Century Aluminum Company) 2018 年生产原铝 75.3 万吨。公司生产所需的氧化铝通过外购，其中一部分氧化铝从嘉能可购买，与嘉能可签订长期购货合同。

表 3：2018 年世纪铝业生产情况 (单位：万吨)

电解铝厂	位置	所有权	是否为 LME 注册品牌	产量
Grundartangi	Iceland	CENX (100%)	否	31.7
Hawesville	Kentucky USA	CENX (100%)	是	11.7
Sebree	Kentucky USA	CENX (100%)	是	20.4



Mt.Holly	South carolina USA	CENX (100%)	否	11.5
			合计	75.3

数据来源：世纪铝业公告、兴证期货研发部

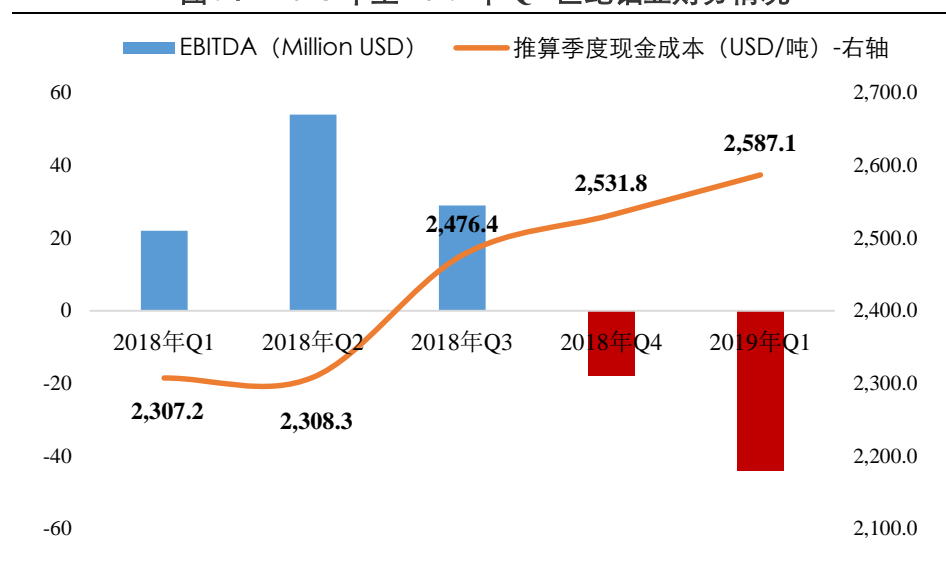
2018年，世纪铝业的营业收入继续增长，但是企业 EBITDA 却呈现下滑，进入第四季度，利润甚至转负，原因在于相较于电解铝价格，成本端的氧化铝价格高企。由于企业没有公布数据，我们利用收入、EBITDA、销量等数据推算电解铝业务的现金成本，公式为单位成本=(Revenue-EBITDA)/销量，计算得到 2018 年企业的现金成本约为 2408.5 USD/吨，第四季度成本升至 2531.8 USD/吨，2019 年 Q1 进一步上涨到 2587.1 USD/吨，亏损程度也加剧，长期以往下去，经营较难维持。

表 4：近三年世纪铝业的铝业务经营情况

原铝	销售收入 (Million USD)	EBITDA (Million USD)	推算现金成本 (USD/吨)	销量 (千吨)	资本支出 (Million USD)
2016 年	1,319.1	29.6	1,757.2	733.8	(21.9)
2017 年	1,589.1	165.3	1,915.8	743.2	(31.8)
2018 年	1,893.0	87.0	2,408.5	749.9	-

数据来源：世纪铝业公告、兴证期货研发部

图 9： 2018 年至 2019 年 Q1 世纪铝业财务情况



数据来源：世纪铝业公告，兴证期货研发部



### B. South 32 在 2019 年 H1 财年 (20180701-20181231) 出现亏损, 并宣布计划减产和裁员

South32 的电解铝业务位于非洲, 氧化铝业务位于澳大利亚和巴西, 2018 财年 (20170701-20180630) 公司共生产 98.3 万吨原铝、506.8 万吨氧化铝, 公司生产的原铝并非 SHFE 和 LME 的注册品牌。公司旗下有两个氧化铝厂, 其中 Worsley 氧化铝厂位于澳洲, 年产量高达 376.4 万吨, 该厂生产的氧化铝会运输到班伯里港口, 继而出口到世界各地, 提供给 Hillside 冶炼厂 100% 生产所需氧化铝以及 Mozal 冶炼厂 50% 生产所需氧化铝。

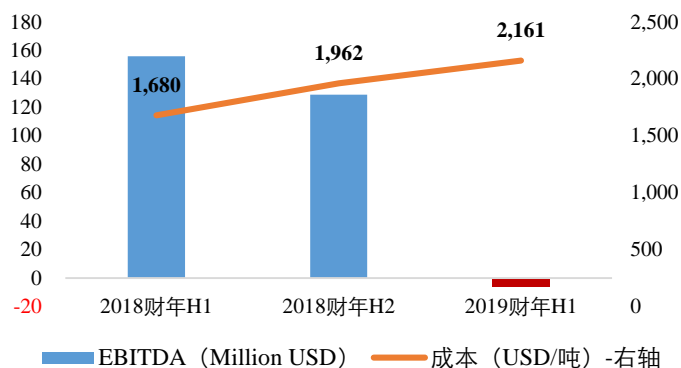
表 5: 2018-2019 财年 South 32 生产情况 (单位: 万吨)

工厂	位置	所有权	2018 财年产量	2019H1 产量	2019 财年预期
Hillside 电解铝厂	南非	South 32 (100%)	71.2	36	72
Mozal 电解铝厂	莫桑比克	South 32 (47.1%)、Mitsubishi Corporation Metals Holding GmbH (25%)、Industrial Development Corporation of South Africa Limited (24%)、the Government of the Republic of Mozambique (3.9%)	27.1	13.5	26.9
合计			<b>98.3</b>	<b>49.5</b>	<b>98.9</b>
Worsley 氧化铝厂	澳大利亚	South 32 (86%)、Sojitz Alumina Pty Ltd (4%)、Japan Alumina Associates Pty Ltd (10%)、	376.4	190.6	396.5
Brazil 氧化铝厂	巴西	South 32 (36%)	130.4	63.6	135.5
合计			<b>506.8</b>	<b>254.2</b>	<b>532</b>

数据来源: South 32 公告、兴证期货研发部

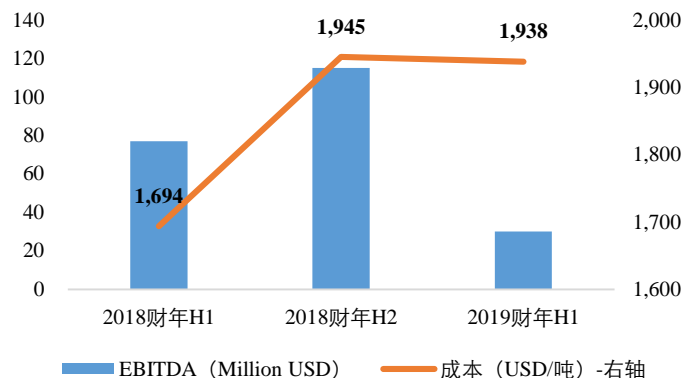
South 32 的情况与世纪铝业类似, 2016-2018 财年电解铝销售收入在提高, 成本也在抬升。2019 年上半年财年, 即 20180701-20181231, Hillside 电解铝厂出现亏损, 原因在于氧化铝价格上涨, Worsley 的氧化铝厂售价相比去年同期上涨 134 USD/吨至 504 USD/吨。2019 年 2 月 21 日, Hillside 电解铝厂宣布计划减产并裁员, 工会与该厂将要进行协商, 咨询业务重组等有关事项, 该重组旨在降低 Hillside 电解铝厂的成本, 提高其对大宗商品市场波动的适应能力, 预计 6 月份磋商结束。

图 10: Hillside 电解铝厂财务情况



数据来源: South 32 公告、兴证期货研发部

图 11: Mozal 电解铝厂财务情况

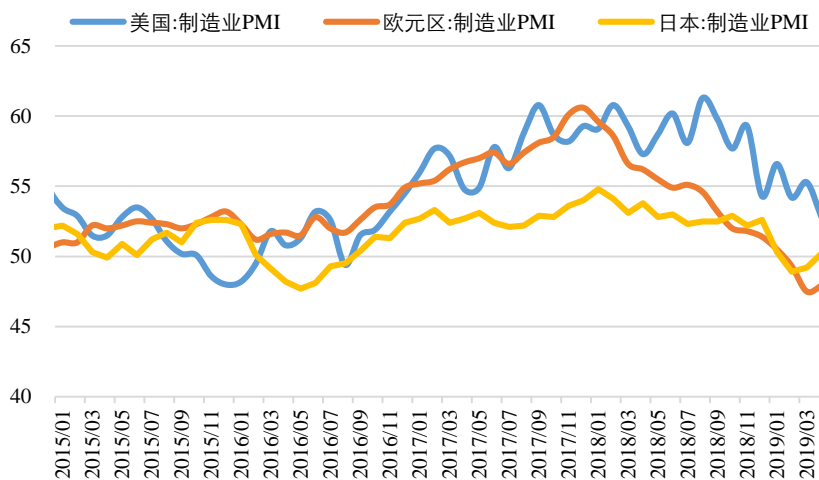


数据来源: South 32 公告、兴证期货研发部

### 3.1.2 国外需求

2019 年以来, 国外需求并无明显起色。从制造业 PMI 数据来看, 欧元区表现依旧惨淡, 4 月制造业 PMI 终值为 47.9, 连续第三个月位于 50 荣枯线下方; 日本制造业 PMI 终值为 50.2, 在荣枯线边缘徘徊; 美国制造业 PMI 数据下滑至 52.80, 创 2016 年 10 月以来的 30 个月新低。海外经济形势整体表现不佳。

图 12: 各国制造业 PMI 数据



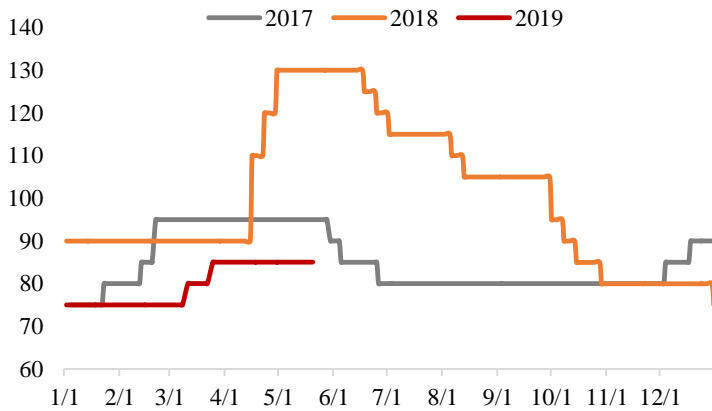
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

从国外现货升贴水来看, 2018 年 4 月美国财政部制裁俄罗斯铝业, 国外现货升贴水飙升, 但是制裁真正实施的日期一直往后拖延, 俄铝的铝锭实际上仍在市场流通的, 因此欧洲、日本的升贴水又快速回落。而美国则是从制裁宣布开始就不再进口俄铝的产品, 造成现货短缺, 刺激美国当地

升贴水，美国现货升贴水近一年来都维持高位。然而，2019年初美国宣布解除俄铝制裁，4月初俄铝对外宣布公司所有出口市场的供货量正在努力恢复到美国制裁前的水平，5月20日美国取消加拿大及墨西哥10%铝关税，两个因素叠加，预计未来美国地区升贴水会面临回调。欧洲弗利辛恩和日本港口现货升贴水，尽管在旺季下有所回暖，但却不及往年同期。

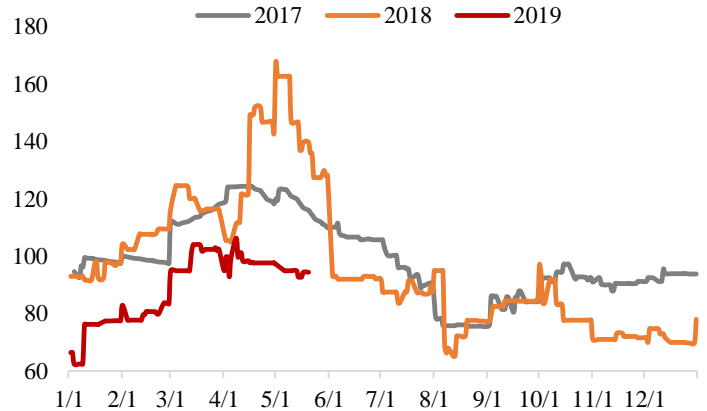
再对比历年国外铝锭去库情况，2019年初至今，LME铝库存处于下降通道，但是降速和往年比有所放缓。4月底，LME铝库存暴增至127.52万吨，主因在于Access World仓库在马来西亚巴生港新增了25个LME注册仓库，4月29日这25个仓库被挂牌生效，据市场传言将有多达30万吨的铝锭被交付，对伦铝价格走势造成打压。综上，目前国外基本面呈现供需双弱的情况，除非国外需求明显改善或者出台政策刺激消费，否则伦铝难有明显起色。

图 13: 弗利辛恩现货升贴水 (单位: 元/吨)



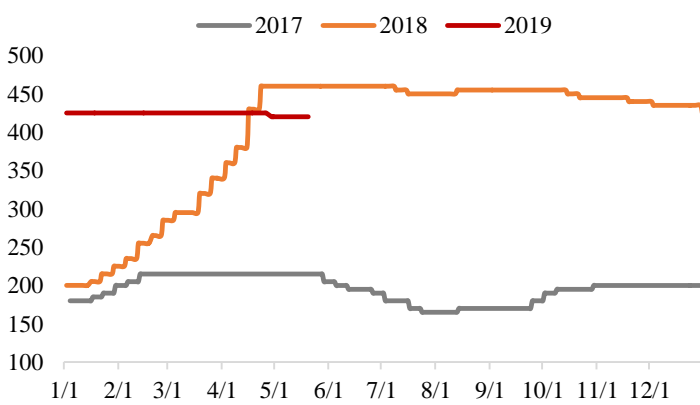
数据来源: SMM、兴证期货研发部

图 14: 日本港口现货升贴水 (单位: 元/吨)



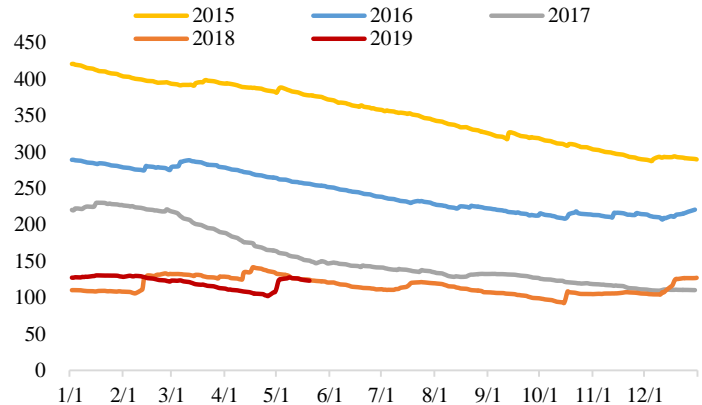
数据来源: SMM、兴证期货研发部

图 15: 美国底特律现货升贴水 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind、兴证期货研发部

图 16: LME 历年库存 (单位: 万吨)



数据来源: SMM、兴证期货研发部

## 3.2 国内基本面：在需求季节性回暖背景下，铝锭持续去库，三季度供应端面临压力

### 3.2.1 国内供应

国内电解铝供应目前较为稳定，2019年1-3月，国内电解铝运行产能变化为增加6.6万吨，据SMM统计，预计2019年电解铝新增产能约为318万吨。当前电解铝行业利润处于逐步修复阶段，除云铝、百合、西部水电、魏桥等已确定二季度复产，中铝高层和山西省谈判有一定进展，若优惠电价落地，连城铝业亦有复产可能，整体来看，二季度末电解铝复产产能规模约为136万吨，再叠加新增产能的陆续投放，三季度的供应端压力将高于二季度。

表6：2019年1-3月电解铝产能变化

序号	地区	企业	1-3月新投产能	序号	地区	企业	1-3月减产产能
1	广西	华磊新材料	8	1	河南	中孚实业	12
2		德保百矿	5	2		永登铝业	5
3		田阳百矿(原苏源)	2	3		恒康铝业	11
4	内蒙古	创源金属	28	4		焦作万方	6
5		蒙泰铝业	6	5	山西	华泽铝电	4
6	陕西	美鑫投资	14.5	6		华圣铝业	6
7	辽宁	忠旺铝业	5	7	山东	华宇铝电	15
8	云南	云铝溢鑫	0.1	8	内蒙古	霍林河铝业	11
9	贵州	登高铝业	2	9	福建	南平铝业	4
合计			70.6	合计			74

序号	地区	企业	1-3月复产产能
1	山东	魏桥铝电	10
合计			10

1-3月产能变化：70.6+10-74=6.6（万吨）

数据来源：阿拉丁、兴证期货研发部

表7：2019年4-6月待复产产能(单位：万吨)

序号	地区	企业	4-6月待复产产能
1	甘肃	东兴铝业	7
2		连城铝业	39
3	青海	百合铝业	25
4		西部水电	15
5	山东	魏桥铝电	50

合计	136
----	-----

数据来源：SMM、兴证期货研发部

**表 8：2019 年电解铝新增产能投放(单位：万吨)**

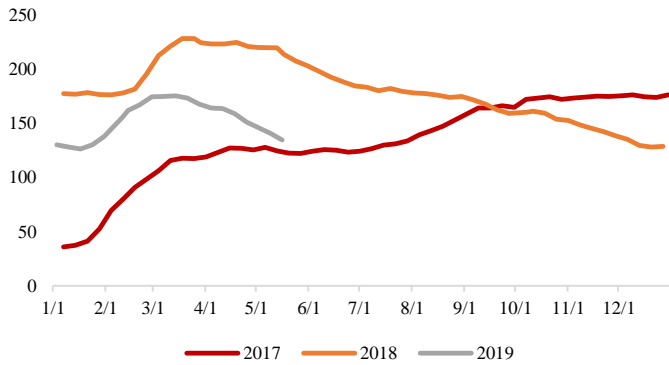
地区	企业名称	开始投产时间	预计完成投产时间	2019 年投产产能	备注
陕西	美鑫铝业	2018 年 12 月	2019 年 6 月	30	在建，有指标
辽宁	营口鑫泰	2018 年 9 月	2019 年 3 月	11	预计 9 月投产
贵州	贵州登高	2018 年 2 月	2019 年	12.5	在投产，有指标
广西	百矿隆林	2018 年 9 月	2019 年	20	在建，有指标，预计下半年投产
广西	百矿苏源	2018 年 2 月	2019 年	10	3.20 日通电，每天 2 台槽，月底投完
广西	百矿田林	2018 年 5 月	2019 年	20	在投产，有指标，计划 5 月投二段
广西	百矿德保	2018 年 4 月	2019 年	20	在投产，有指标，2.25 通电二段 10 万吨，当前运行 14 万
山西	山西中润	2018 年 5 月	2019 年	30.5	在投产，有指标
四川	广元中孚	2019 年 12 月	2020 年 12 月	5	在建，产能置换，有指标，来自林丰铝电和中孚巩义厂各 25 万吨指标
内蒙古	包头华鑫隆	2019 年 6 月	2019 年 8 月	9	在建，有指标
内蒙古	内蒙古白音华	2019 年 10 月	2020 年 6 月	10	在建，有指标
内蒙古	内蒙古固阳	2018 年 8 月	2019 年	15	已投 25 万吨，产能置换项目
内蒙古	内蒙古创源 1	2018 年 1 月	2019 年	35	当前运行 40 万，产能置换
云南	云铝鹤庆	2018 年 11 月	2019 年	21	在建，有指标，3.1 通电 1 段 10 万吨，二段 11 万预计 4 月下旬通电
云南	云铝昭通	2018 年 7 月	2019 年	20	在投产，有指标，3.1 通电二段 10 万
云南	云铝文山	2019 年 10 月	2020 年 5 月	10	在建，有指标
云南	云南神火	2019 年 11 月	2020 年 6 月	10	在建，有指标，产能置换
云南	云南其亚	2019 年 12 月	2020 年 6 月	5	在建，有指标，产能置换
			合计	294	

数据来源：SMM、兴证期货研发部

### 3.2.2 国内需求

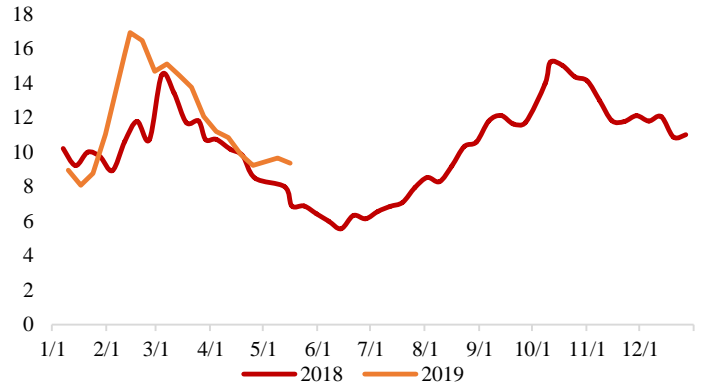
当前消费逐渐回暖，铝锭去库速度比往年同期要快，主要体现在无锡、南海及巩义地区。铝棒库存也持续下降，但是铝棒加工费稳中有降，一方面是由于铝价太高，厂商为了出货，降低加工费，一方面也是说明铝棒的下游消费并不是超出预期的好。从各种铝材的开工率来看，铝板带箔的开工率同比环比均有所回升，铝型材开工率和往年基本持平，工业型材好于建筑型材，而铝合金和铝线缆的开工率则表现较差，明显弱于往年同期。

图 17: 国内铝锭社会库存 (单位: 万吨)



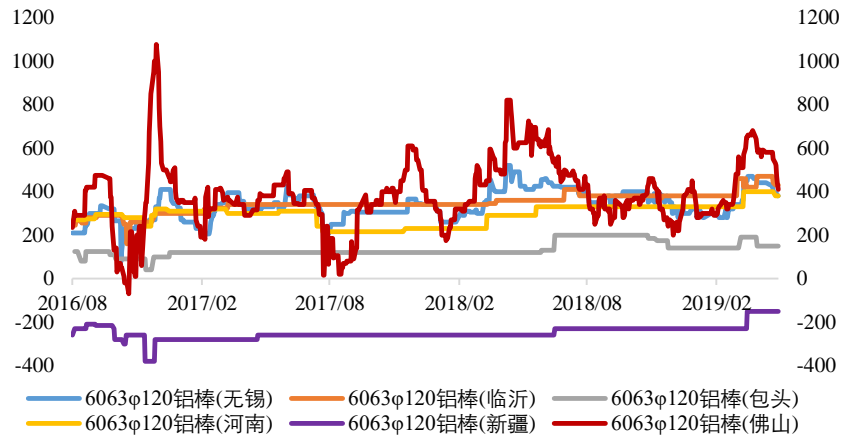
数据来源: Wind、兴证期货研发部

图 18: 国内铝棒库存 (单位: 万吨)



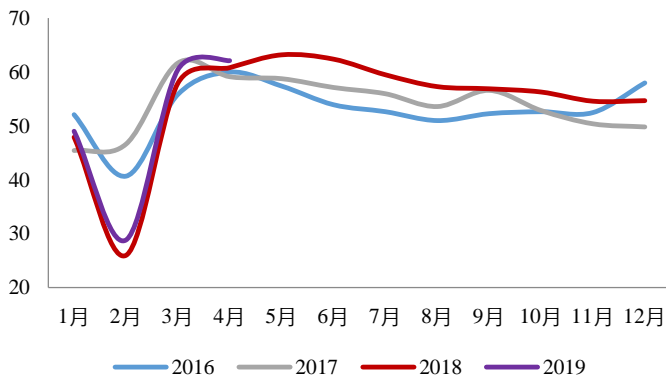
数据来源: SMM、兴证期货研发部

图 19: 国内铝棒加工费 (元/吨)



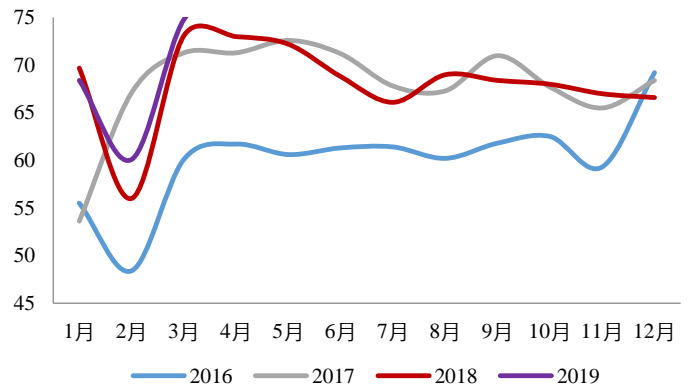
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 20: 铝型材开工率



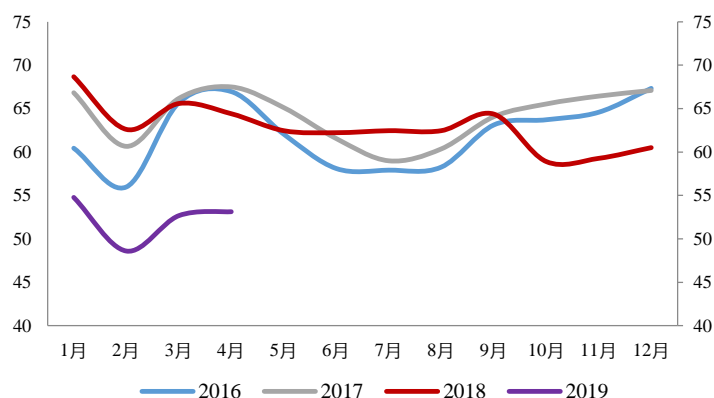
数据来源: SMM、兴证期货研发部

图 21: 铝板带箔开工率



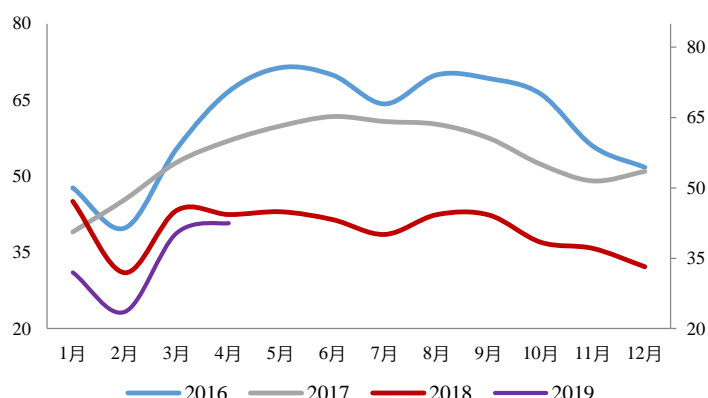
数据来源: SMM、兴证期货研发部

图 22: 铝合金开工率



数据来源: SMM、兴证期货研发部

图 23: 铝线缆开工率



数据来源: SMM、兴证期货研发部

当前国内房地产市场严控风险、稳字当头,预期下半年市场维持平稳运行,增速微降,对铝的需求难有明显提振;汽车、空调等行业产量均进入负增长区间,前几年的消费放量导致后期增速难以为继;唯一亮点可能是在电力用铝方面,特高压放量或推动电网投资增长,利好铝线缆消费。

同时还要考虑出口需求这一端,尽管受到贸易摩擦影响,2018年铝材出口仍然大幅增长。但是这种出口高增长已难以维持,原因在于2018年贸易摩擦立案特别多,所以企业突击出口,以消化了未来一段时间的客户需求为代价。而上文也分析过,国外需求其实并没有明显起色,“抢出口”实际上是透支了国内电解铝的一部分消费。

总体来看,下半年铝的国内消费稳中偏弱,尤其是进入7、8月传统消费淡季,订单或面临下滑,高出口增速也难以为继,同时电解铝复产及新增产能释放将使得三季度供应端压力上升。

## 4. 成本端: 山西环保趋严, 海德鲁氧化铝厂生产禁令解除

近期国内氧化铝环保督查力度加大,使得氧化铝厂检修或停产,主要集中在山西、广西、河南、内蒙古等地区,影响约689万吨产能。尤其是山西环保消息频出,交口、孝义赤泥库扬尘和泄露问题一再扩大,消息逐渐引起市场重视,对氧化铝供应担忧情绪升级,国内氧化铝价格上涨突破3000元/吨关口,海外氧化铝有一定跟涨。



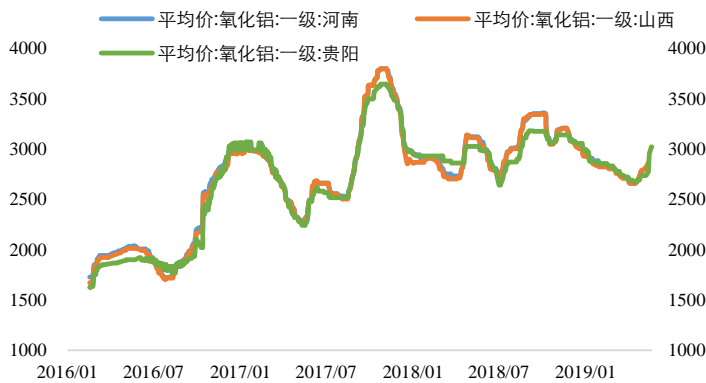
表 9：2019 年 5 月国内氧化铝减产情况(单位：万吨)

省份	企业	原运行产能	减产产能	备注
河南	中铝矿业	200	100	由于亏损减产 100 万吨，当前运行 100-120 万吨
广西	广西信发	240	60	5 月减产一条 60 万吨，当前运行 180-190 万吨
河南	三门峡希望	240	30	运行产能降至 210 万吨左右
广西	广西华银	220	4	5 月 7 日全停检修消缺，影响约 4 万吨左右产量
广西	晋中希望	280	60	因矿石紧缺，低温技改停产一条线，当前运行 220 万吨
山西	兴华科技	55	20	由于矿石持续供应不足，运行产能自 55 万吨降至 35 万吨
内蒙古	蒙西鄂尔多斯铝业	20	20	技改，暂时停产
山西	孝义信发化工	360	0	建成产能 360 万，暂时安全，正常运行
山西	交口肥美(信发)	280	280	建成产能 260 万吨（实际可达 280 万），全部停产。
山西	华庆	45	45	建成产能 45 万吨（冶金级 35 万），已经全停
山西	兴安化工	280	70	近期停产一台焙烧炉，影响约四分之一的产能
	合计	2220	689	

数据来源：SMM、兴证期货研发部

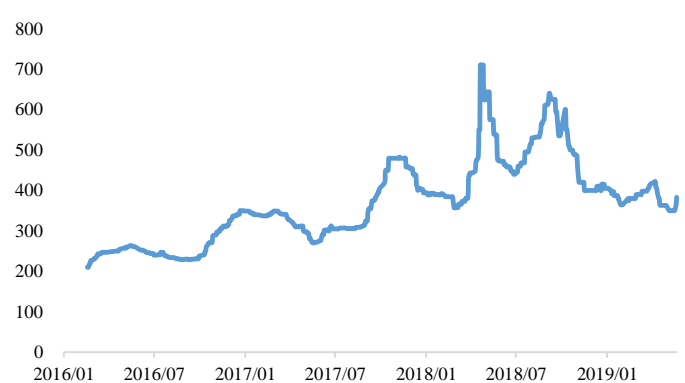
5 月 20 日，巴西法院通过刑事訴訟解除了海德鲁旗下 Alunorte 氧化铝厂的生产禁令，允许 Alunorte 氧化铝厂从一半产能恢复至正常生产，但尚未就新的赤泥堆存区（DRS2）的禁令作出决定。Alunorte 年产能为 640 万吨，根据其公告是用两个月时间逐渐恢复至产能的 70-75%。阿拉丁预计 7 月海德鲁的部分复产对海外的供应过剩影响会逐渐传递到国内，并且部分抵消交口信发的停产。

图 24：国内氧化铝价格（单位：元/吨）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

图 25：澳大利亚氧化铝 FOB 价格（美元/吨）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

## 5. 策略建议

目前铝材出口利润进一步下滑，剔除汇率因素之后，铝的沪伦比处于相对高位。结合基本面和成本端来看，**由于环保因素影响，国内氧化铝走强，对铝有一定利好支撑，同时在季节性旺季背景下，铝锭库存持续去化，短期内铝价走势仍然坚挺。**但是下半年铝的国内消费预期稳中偏弱，尤其是进入 7、8 月传统消费淡季，订单或面临下滑，高出口增速也难以为继，电解铝复产产能叠加新增产能投放将使得三季度供应端压力上升，而国外电解铝供应预期呈现下降。**若国内需求出现转弱现象，比如铝锭库存降速放缓或者铝棒出现累库，投资者可以尝试内外正套，即通过买入美元外汇期货锁住汇率，做多 LME 铝 03，做空沪铝连三。**

当沪伦比/汇率的值超过 1.18，可以尝试入场；沪伦比/汇率的值低于 1.10，选择止盈；沪伦比/汇率的值达到 1.22，选择止损。

如遇到以下风险可平仓离场：国内需求超预期增长、国内供给侧改革政策发力、海外突发黑天鹅事件等。

## 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。