



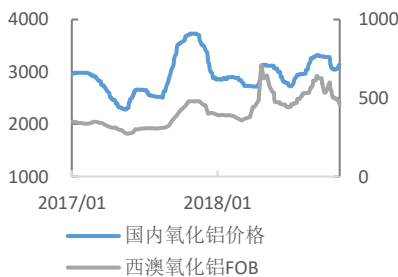
2018年11月4日

金瑞网站: www.jrqh.com.cn

客服热线: 400-888-8208

核心观点:

氧化铝价格走势



金瑞期货研究所

报告撰写: 李科文

电话: 0755-82716577

邮箱: likewen@jqh.com.cn

从业资格号: F3007268

邮箱: likewen@jqh.com.cn

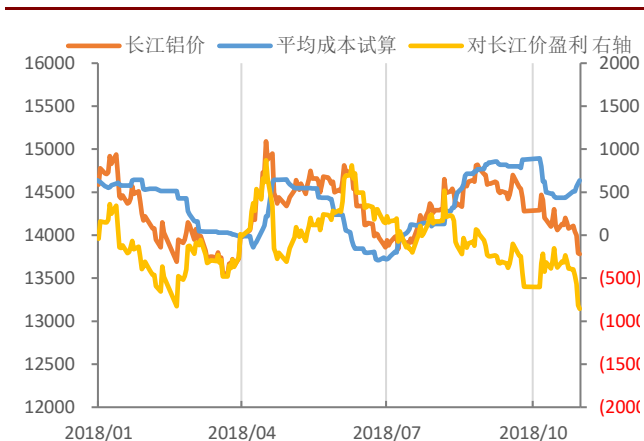
- 我们确定氧化铝均衡价格, 主要确定未来电解铝需求预期下对应电解铝产量所需的氧化铝需求, 对应氧化铝产能成本上边际成本。我们预计明由于不看好电解铝需求, 而在电解铝未来产能投放仍然充裕下, 电解铝势必通过减产或放缓新投进度, 因而对于氧化铝需求表现放缓。
- 氧化铝投产项目仍较多, 国内产能仍能够满足电解铝产能增长, 未来主要集中在西南地区低成本地区, 而这些地区不太受矿石供应制约, 低成本产能的扩张将使得北方低成本产能竞争更激烈。
- 在境外海德鲁顺利复产的情况, 预计明年境外短缺格局将扭转, 境外氧化铝价格将表现趋势向下。内外价差消失使国内氧化铝通过出口调节难以实现。
- 北方矿石前期因环保因素供应趋紧而价格高企, 短期需要矿山利润丰厚加大环保投资。但随着北方环保后期合规矿山供应释放以及境外矿石流入, 并不会制约氧化铝供应。反之, 在需求疲弱铝价下跌情况下, 对氧化铝价格将产生压制, 而成本端铝土矿高利润下仍能给予氧化铝厂成本下降空间。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

一、铝价低迷对氧化铝价格形成压力

今年下半年国内电解铝利润持续走弱，主要反映对电解铝供增需弱的情况。截至 10 月底，国内铝表观消费累计增长仅 4.3%，其中得益于铝材出口累计增长 22.5%，国内消费仅增长 1.8%，反映出今年以来国内在去杠杆下内需疲弱。国内库存今年累计去库 23.4 万吨，主要是供应端变化，1-10 月国内电解铝产量累计同比下降 1.8%。而在四季度至 2019 年，我们统计仍有近 300 万吨电解铝产能投放，在不考虑价格因素外对达产时间上进行甄别后预计 2019 年底运行产能将达到 4028 万吨，产量将达到 3915 万吨。这表示在 2019 年国内铝表观消费将在 2018 年基础上再增长 7% 才能满足。而结合今年以来实际需求表现，我们对明年表消增速假定中性下即 4.9% 情况下，明年仍过剩 70 万吨。由于不看好需求，在此情况下，铝价仍存在压力去延迟产能的投放。

图 1：利润走弱反映电解铝供应压力



资料来源：金瑞期货

表 1：需求回落未来国内铝供应仍然过剩

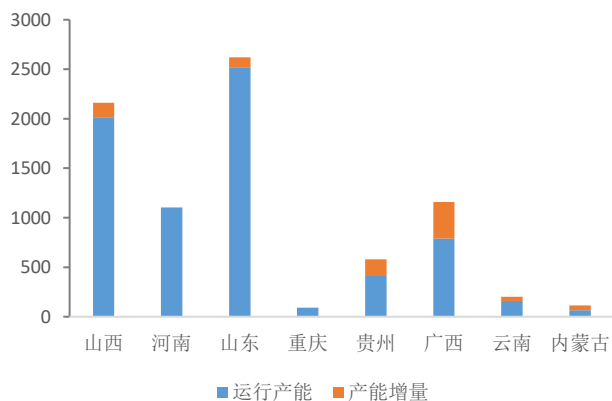
	2017	2018e	2019e
电解铝产量	3659	3655	3915
铝表观消费	3507	3668	3845
平衡	152	-12	70
表消对应的氧化铝需求	6786	7098	7440
氧化铝产量	7045	7126	7519
氧化铝净进口	281	-25	--
对应铝需求的氧化铝平衡	541	4	79

资料来源：金瑞期货

电解铝供应过剩导致的可能性即减产将降低对氧化铝的需求，我们用电解铝需求去判定氧化铝的产量更为合适。因而在确定氧化铝均衡产量即电解铝需求 3848 万吨对应的氧化铝均衡产量为 7440 万吨。

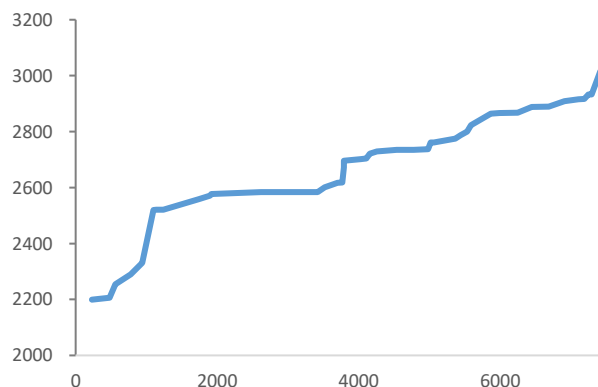
国内氧化铝建成产能 8247 万吨，运行产能 7149 万吨。从建成产能来看国内氧化铝产能仍足够电解铝需求。虽然北方地区持续受环保影响矿石供应紧张，但西南和沿海地区并不受此影响。山西地区东方希望晋中和山西信发共 200 万吨逐步投产。并且未来国内仍有新增产能投放，特别是在西南及山东地区等低成本产能投放。西南地区包括靖西天桂、广铝、中电投务川道项目、中铝防城港等有 600 万吨投产，山东魏桥和信发也有共 200 万吨投产。我们预计 2019 年国内氧化铝产量将达到 7519 万吨，对电解铝需求，即未来国内氧化铝仍不至于短缺。虽然对应预计的电解铝产量 3915 万吨仍显紧缺，但铝价仍将调节电解铝供应，乃传导至氧化铝需求端，对氧化铝价格形成压力。并且由于我们预计境外氧化铝短缺情况明年将呈现扭转，在此情况下国内仍或可通过进口得到补充。因而从供需角度氧化铝不会呈现大涨格局。

图 2：预计国内氧化铝运行产能增量



资料来源：阿拉丁、金瑞期货

图 3：国内氧化铝产能成本曲线



资料来源：金瑞期货

二、内外价差回落 氧化铝出口难以维持

今年因境外突发事件频繁导致境外氧化铝价格大幅上涨，境内外氧化铝价差扩大使得国内氧化铝出口有利润，在此情况下国内铝厂通过出口使得国内氧化铝维持平衡。而对于明年，由于海外氧化铝价格持续走高，除推动中国氧化铝出口补充国外，同时也刺激了海外氧化铝产能的加快释放，如中东的阿联酋铝业计划提前在 2019 年上半年正式开始氧化铝生产，建成产能 200 万吨/年，国内企业魏桥也将在印尼新扩建 100 万吨氧化铝项目以及酒钢在牙买加阿尔帕特氧化铝厂扩建至 200 万吨，加之预计海德鲁 Alunorte 氧化铝厂将在 2019 年上半年复产。在明年境外海德鲁顺利复产的情况，预计明年境外短缺格局将扭转，境外氧化铝价格将表现趋势向下。内外价差消失使国内氧化铝通过出口调节难以实现。

图 4：内外价差促使国内氧化铝出口

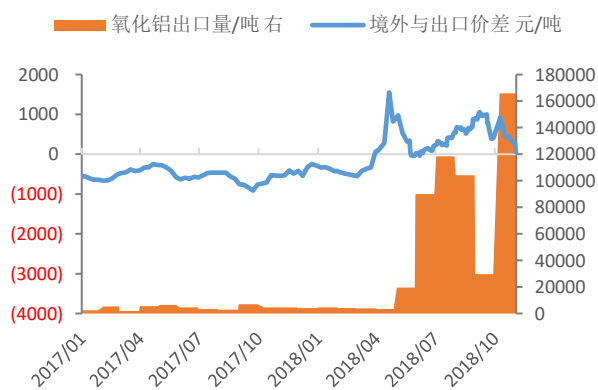


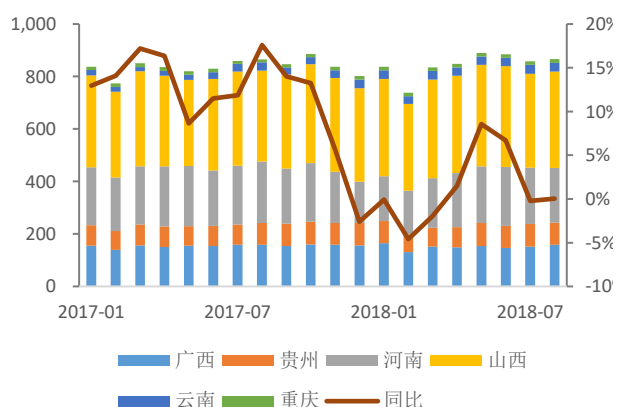
表 2：境外氧化铝平衡

单位 (KT)	2017	2018e	2019e
冶金级产量	56311	54163	60864
境外氧化铝需求	53001	54757	57641
平衡	3310	-595	3223
中国氧化铝净出口	-2810	231	-
考虑中国出口后平衡	500	-363	-

三、国内北方矿石价格难以维持高位

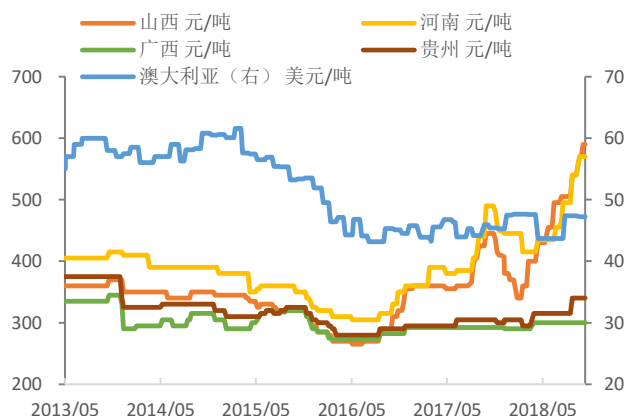
今年北方地区受环保督察导致大量违法违规矿山关停，铝土矿供应呈现下降，导致北方矿石价格高企。经过今年来环保督查持续深化，国内多数合规矿山已逐渐重视并开始环保治理，未来较难再有矿山关停。矿石利润高企，在持续地环保督察后，将刺激河南山西两地部分合规矿山逐渐复产，市场供应将呈现回升。

图 5：国内铝土矿供应因环保受阻



资料来源：SMM、金瑞期货

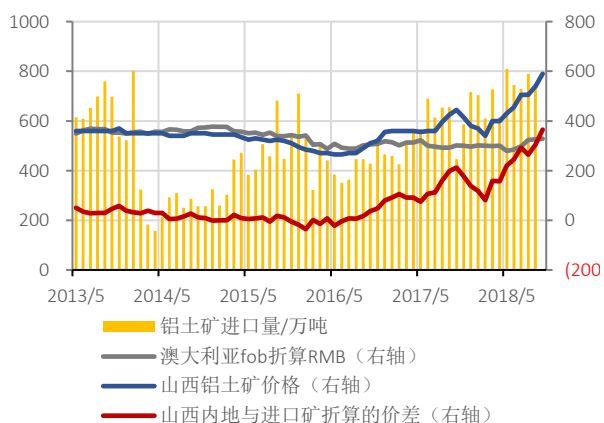
图 6：北方铝土矿价格高企



资料来源：SMM、金瑞期货

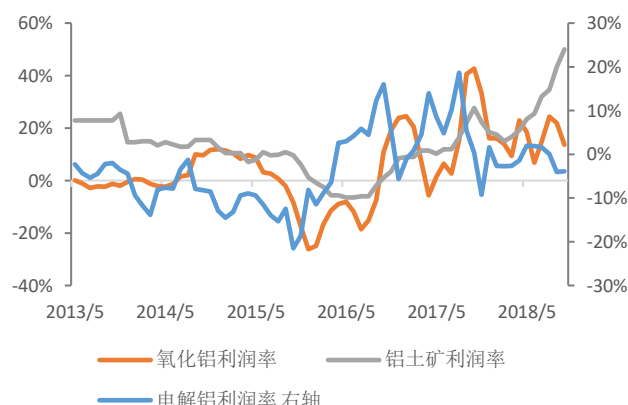
同时，北方内陆地区铝土矿价格维持高位，刺激内地氧化铝企业采购进口矿配矿生产，从而相对抑制国产矿石上涨空间。虽然对于内地氧化铝企业而言，进口矿于国产矿工艺有差别，国产矿以高温矿为主而进口以低温矿为主，直接采用不太合适。但仍可以选择进口高温矿石同国产矿配矿使用，这点来看国内北方矿仍受到进口矿价格的制约。

图 7：内外价差拉大刺激铝土矿进口



资料来源：CRU、金瑞期货

图 8：铝土矿环节利润高企



资料来源：金瑞期货

利润是刺激供应最有效的方式。环保督察使得北方矿石利润高企，以山西铝土矿成本为例，开采成本 140-150 元/吨，运费 55 元/吨，破碎加工 20-25 元/吨，而加上 16% 增值

税和 9%资源税，铝土矿成本仅 300 元/吨左右。目前到厂不含税 500-550 元/吨，氧化铝厂实际成本用矿成本在 600 元/吨以上。并且环保投入基本上为一次性投入，如硬化场地、覆盖防尘网等，除去环保成本外毛利仍然较高。我们认为，山西铝土矿价格经历环保打压后增加部分环保成本，价格难以回到过去低价水平。但长期来看，通过正规途径办理采矿证许可范围内开采的合法矿石能仍可开发增加供应，并且今年以来环保打黑关停矿山并未导致北方氧化铝产量大规模下降，说明矿石供应仍可以基本保障。矿石供应将有所增加，矿石利润或将回归正常水平。

由于今年环保整治，使得产业链大部分利润分布至上游行业，而电解铝端存在成本高企及需求疲弱的双向抑制。短期看由于铝土矿、氧化铝和电解铝之间供需地位变化而上游端呈现强势。但长期来看，由于电解铝端需求回落导致铝价持续低迷仍可通过产业链调节促使氧化铝成本继续有下降空间。

分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市福田区彩田路东方新天地广场 A 座 31 楼

电话：0755 - 8860 5629

传真：0755 - 8367 9900