

铝行业深度报告系列之一

疫情对铝产业链影响及铝企套保操作策略

铝行业深度报告

摘要:

通过对 03 年 SARS 复盘、宏观层面以及微观产业链层面三个角度分析,本次疫情对铝价有较大影响,但持续性短,后期铝价走势仍由基本面主导。

一季度宏观承压是必然事件,但是货币政策和财政政策相继发力,政府稳定市场意图明显,不宜过分悲观。

成本端货运不畅导致原材料供给出现部分短缺,氧化铝停产产能已达 300 万吨/年左右,后期氧化铝价格或将小幅上涨,成本支撑逐渐凸显。同时现货库存压力仍然较大,预计 2 月底库存边际递减效应开始显现,短期内库存累增压力仍将使铝价低位运行。

下游消费端基本面整体向好,虽然短期疫情的影响压制了需求回暖,但随着疫情出现拐点,消费将会加速回归。因此铝价整体走势将呈现先抑后扬的状态。

套保策略:

卖出套保策略:短期内 2003 合约运行期间在 13500-13900 元/吨,电解铝厂及部分现货贸易企业可在 13700 以上进行倒金字塔逢高锁价,在 13700-13800 元/吨区间套保比例不超过 20%,在 13800-13900 元/吨区间套保比例不超过 30%,最大比例不超过 50%。套保期限 2-3 周,目标位 13500-13600 元/吨平仓。

买入套保策略:中长期铝价反弹概率较大,下游加工企业可在 2008 合约、2009 合约、2010 合约上逢低买入,建仓区间 13500-13800 元/吨,套保比例 50%-100%,套保期限 3-6 个月。

热点追踪:

新冠疫情进展、中美贸易走向

作者姓名:江露

邮箱:jianglu@csc.com.cn

电话:023-81157289

期货投资咨询资格号:Z0012916

研究助理:王贤伟

邮箱:wangxianwei@csc.com.cn

电话:023-81157343

期货从业资格号:F3048178

发布日期:2020 年 02 月 12 日

目 录

一、疫情对铝产业影响	3
1、2003 年“SARS”疫情影响复盘	3
2、2020 年一季度宏观承压	4
3、2020 年疫情对铝产业链影响	6
二、价格影响因素分析	11
三、结论与操作建议	12
1、结论	12
2、操作建议	12

图表目录

图 1: 2003 非典期间铝价格走势	3
图 2: 中国工业增加值同比增速 (%)	4
图 3: 中国制造业 PMI 指数	4
图 4: 中国货币供应增速及剪刀差变动 (%)	5
图 5: 中国人民银行现金净投放 (亿元)	5
图 6: 铝产业链结构	6
图 7: 国内电解铝平均成本 (元/吨)	7
图 8: 国内电解铝成本构成	7
图 9: 电解铝社会库存 (万吨)	8
图 10: 上期所库存 (万吨)	8
图 11: 房屋新开工/竣工面积: 累计同比	10
图 12: 固定资产投资完成额: 累计同比	10
图 13: 汽车产/销量: 累计同比	10
图 14: 电网基本建设投资完成额: 累计同比	10

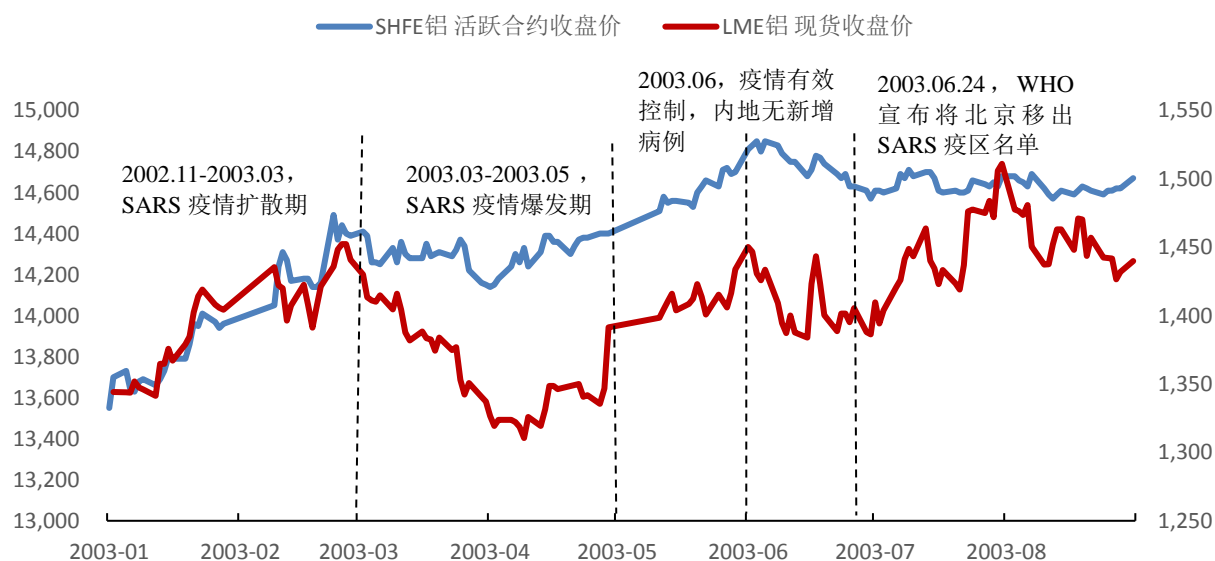
一、疫情对铝产业影响

1、2003 年“SARS”疫情影响复盘

回顾 2003 年 SARS 疫情发展走势，我们将其大致分为三个阶段。2002.11-2003.03，SARS 疫情扩展期：该时期铝价尚未有较大反应，整体走势由基本面主导。2003.03-2003.05，SARS 疫情爆发期：内外盘铝价均承压运行，其中内外盘由于基本面不同，价格走势有所分化。内盘受影响较小，期间最大跌幅为 1.87%。而外盘受影响较大，最大跌幅在 7% 左右。2003.05-2003.8，疫情控制期：该时期新增病例逐渐减少，最后疫情完全得到控制，WHO 宣布将北京移出 SARS 疫情名单，在此期间铝价走势再次回归基本面。

从整个事件进程来看，在 2003.03-2003.05 疫情爆发期也是市场情绪波动最为剧烈的时候，价格波动也是最大。在 2003.05 之后随着新增确诊病例及新增疑似病例逐渐下降，市场情绪逐渐好转，铝价波动趋缓。之后在全球电解铝由供应过剩转为小幅短缺，价格回归基本面，小幅走高。我们从中可以得出两点结论：1、价格的走势跟疫情发展相关性较高，受市场情绪影响较大。2、疫情对价格的影响较为短暂，铝价中长期走势仍受基本面主导。

图 1：2003 非典期间铝价格走势



数据来源：Wind，中信建投期货

2、2020 年一季度宏观承压

2019 年，在内忧外扰的背景下，国内经济增长速度下行压力不减，工业增加值同比增速重心下移，制造业 PMI 在荣枯线附近徘徊。但在 2019 年底，中美贸易谈判第一阶段协议达成叠加整个下半年更加宽松的货币政策，国内宏观经济走势出现反弹迹象。12 月国内工业增加值同比回升至 6.9%，PMI 指数连续 3 个月重回枯荣线之上，2020 年 1 月 PMI 指数为 50.0。但从 2020 年 1 月底爆发新型冠状病毒开始，全国多个省区市相继启动“一级响应”，春节假期也相应延长。目前国内的房地产、基建开工延期，汽车、家电等消费暂时停滞，而国内出口也因 WHO 将新型冠状病毒列为“国际关注的公共卫生紧急事件”而受到限制，整个有色金属行业下游的消费需求都受到抑制。通过对比 03 年 SARS 疫情当时国内的相关情况，本次疫情至少对一季度国内的宏观经济造成较大影响，消费延后已是必然事件，有色金属行业整体承压。

图 2：中国工业增加值同比增速（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 3：中国制造业 PMI 指数

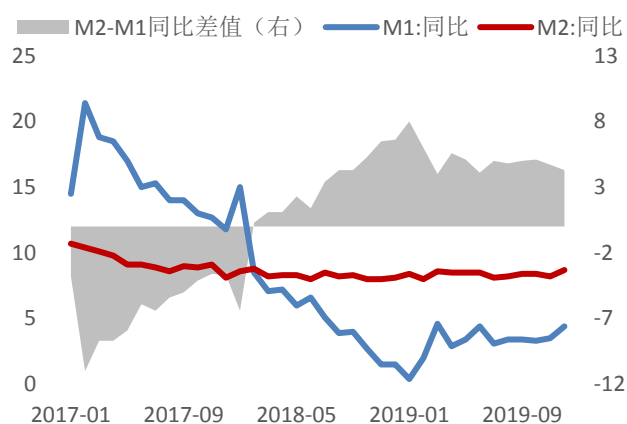


数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年央行通过综合使用新的货币政策工具和多次降准向市场投放流动性，在逆周期调节中同时实现稳健、灵活两大政策特点。截至 2019 年 12 月，狭义货币供应量 M1 同比增长 4.4%，广义货币供应量 M2 同比增长 8.7%，M1 和 M2 增速剪刀差从去年较低水平-6.5%缩窄至-4.3%，表明在积极的财政政策和稳健的货币政策实施下，企业融资压力有所减小。而 2020 年 2 月初，受疫情影响，央行于开市第一天进行 1.2 万亿（净投放 1500 亿）的公开市场操作，还对 7 天与 14 天的 OMO 利率分别进行了 10bp 的下调，通过货币政策稳定市场信心的意味明显。同时，央行等五部门联合发

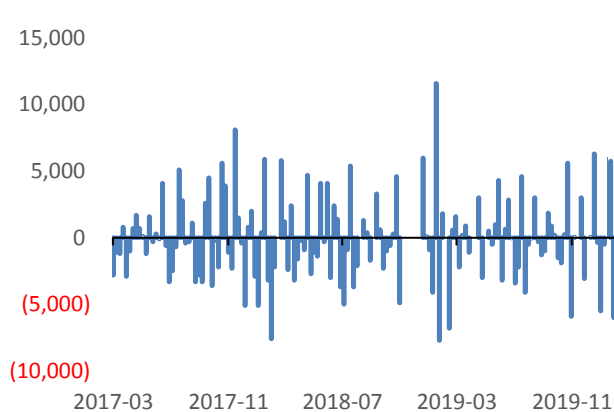
文，30 条举措进一步强化金融支持疫情防控工作，力图将疫情对金融市场影响降到最低。一季度预期仍将有更多的财政及货币政策落地，保障市场流动性。

图 4：中国货币供应增速及剪刀差变动（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 5：中国人民银行现金净投放（亿元）

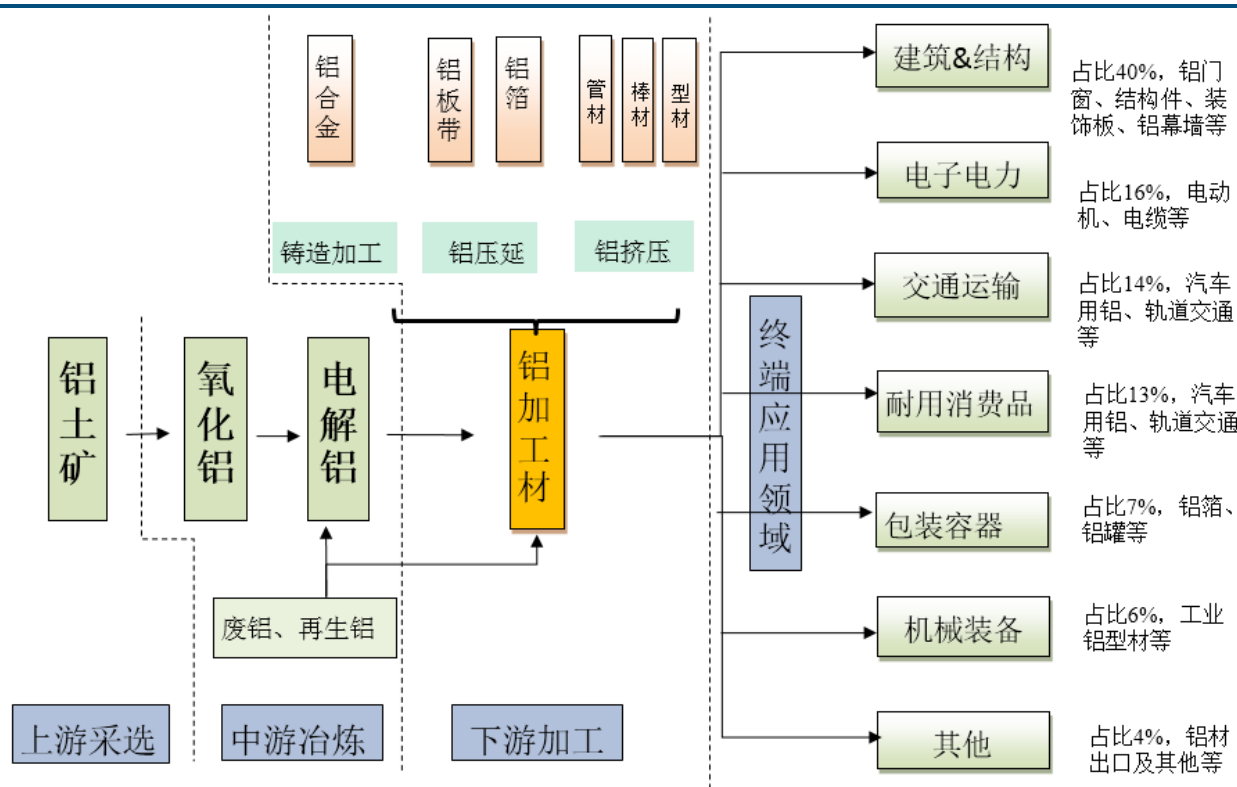


数据来源：Wind，中信建投期货

3、2020 年疫情对铝产业链影响

相较于 2003 年 SARS 疫情发展情况而言，本次新型冠状病毒疫情在政府的强有力控制下，其扩散期及爆发期均有效缩短。在春节期间，国内期货市场处于休市状态，伦敦 LME 有色板块集体承压下跌，其中伦铝表现出较强的抗跌性，跌幅达 4.67%。沪铝在 2 月 3 日开盘之后，随即补跌 3.68%，但之后沪铝下方表现出较强的支撑，连收四根阳线回补部分跌幅。从最新的官方通报数据来看，新增确诊病例和新增疑似病例已经连续几日下降，疫情发展拐点即将出现。但由于病例整体基数较大，想要完全控制疫情尚需时日。全国各地原定于 2 月 10 日的开工日期也有不同程度推延，目前来看对整个铝产业链均有较大影响。从铝土矿资源端的采选，到中游冶炼端形成的铝锭，再到下游加工制作成合金零部件，均受不同程度影响。我国铝消费占比分别为建筑 40%、电力 16%、交通运输 14%、耐用消费品 13%、包装 7%、机械制造 6%、其他 4%。其中建筑、交通、电力及耐用消费品是占比最大的几个领域。目前全国大部分工地、工厂均面临复工推迟、招工较难、货运不畅等问题，下游消费恢复需要较长时间。

图 6：铝产业链结构

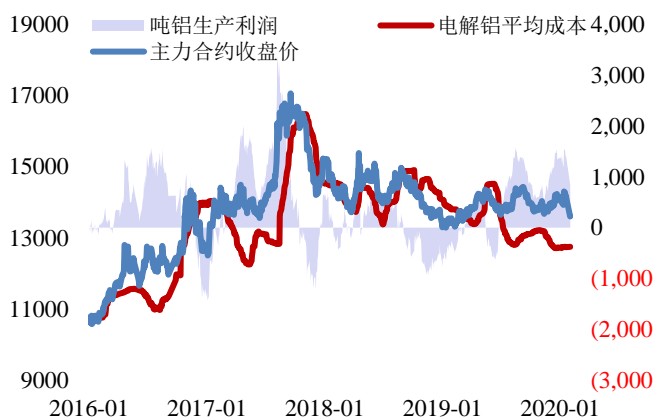


数据来源：公开资料整理，中信建投期货

3.1 成本支撑逐渐凸显

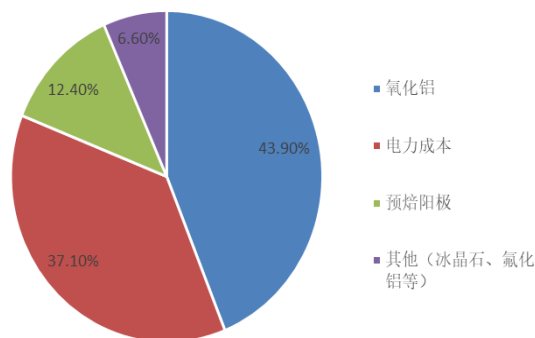
目前氧化铝价格小幅上涨，SMM 氧化铝报价为 2471 元/吨，较节前高出 35 元左右。不同地区氧化铝厂原料库存出现分化，山东广西等地采用进口矿产生的厂家库存比较充足。而河南山西使用国产矿厂家受疫情影响，矿石供应恢复时间较慢。部分氧化铝厂矿石库存已处低位，若后续供应恢复时间较长，原料端或出现短缺。根据我的有色数据统计，节后全国氧化铝减产产能约 301 万吨/年，目前全国氧化铝日产量约 18.35 万吨，相比节前下降约 0.4 万吨/天。目前电解铝企业日需求量约 19.22 万吨/天，整体供应处于偏紧状态。减产的企业主要集中在晋豫地区，主要原因是物流运输压力较大，氧化铝厂的矿石、煤炭、烧碱等原材料供应紧张，部分企业开始压缩产量。阳极方面，节前供应压力较大，节后受疫情影响开工或有所延后，价格整体保持稳定。当前长江有色铝现货价格为 13730 元/吨，通过测算全国电解铝含税完全加权成本平均值在 13200 元/吨附近，电解铝行业吨铝生产平均利润目前保持在 500 元附近，较节前大幅下滑。同时随着原材料供应紧张，后期氧化铝价格或小幅回升，成本端支撑将逐渐凸显。

图 7：国内电解铝平均成本（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 8：国内电解铝成本构成



数据来源：Wind，中信建投期货

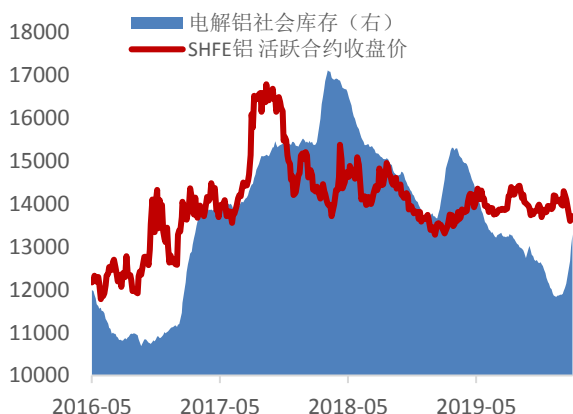
3.2 库存压力持续增加

供应端看，节前投产的有云铝鹤庆 30 万吨、云铝昭通 24 万吨、贵州登高 12.5 万吨、中铝华润 25 万吨、广元中孚 25 万吨、陕西美鑫 30 万吨等，2020 年上半年预计新增投产产能 270 万吨左右，目前来看尚未投产的新增产能投产将会延后。节前投产产能在春节期间运行稳定，根据 SMM 2 月

10 日公布的社库数据春节期间新增 36.1 万吨至 105.1 万吨，我的钢联 2 月 2 日调研的厂库数据为 39.9 万吨，预计目前或达 50 万吨左右，总库存预计达 155 万吨。而国内大部分省市原定于 2 月 10 号返工时间又有所推迟，预计短期内现货库存仍将有所增长。

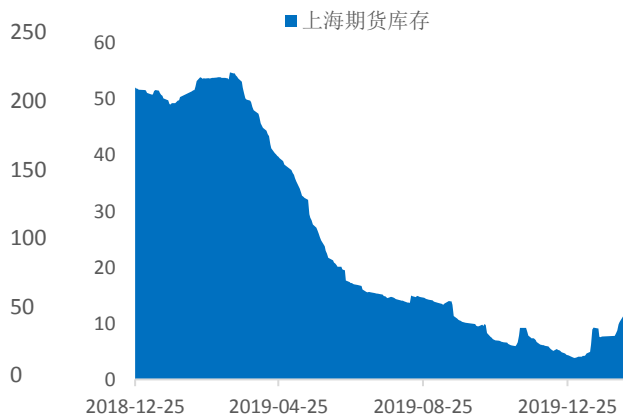
而通过历史数据的对比，2018 年 3 月电解铝社会库存峰值达 220 万吨以上，此时电解铝价格在 13800-14500 元/吨之间，即使在基本面更加糟糕的 2019 年 3 月，社会库存峰值达 165 万吨以上，铝价波动价格仅处在 13450-13800 元/吨之间。根据目前的疫情发展及国家政策导向，我们预计消费至少在 2 月底应该逐渐回暖。电解铝库存在 2 月底开始边际递减，电解铝社会库存按目前累库速度计算，2 月底应该在 150 万吨（不包含厂库库存）左右，此期间铝价如果承压下行，预计也难以跌破 13500 元/吨支撑位。另外需要注意的是上期所库存仍处历史地位，注册仓单量较少。在现货库存压力较大的情况下，虽然年前逼仓的行情短期内难以再现，但相应也限制了铝价的下限。因此库存累增压力短期内会压制铝价运行，但不会致使铝价过分下探。

图 9：电解铝社会库存（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 10：上期所库存（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

3.3 消费回归仍然可期

2019 年国内政策上对房地产行业仍旧贯彻“房住不炒”的主旋律，虽然全国房地产销售增速与房地产新开工增速皆有所下滑，但仍表现出较强的韧性，而最值得关注的房屋竣工面积增速更是出现大幅度回升。落实到具体数据为：2019 年，房屋新开工面积 227154 万平方米，增长 8.5%，增速比 1—11 月份回落 0.1 个百分点，比上年回落 8.7 个百分点。房屋竣工面积 95942 万平方米，增长

2.6%，1—11 月份为下降 4.5%，上年为下降 7.8%。预计 2020 年房地产竣工增速持续走高为大概率事件，这将极大拉动铝型材的消费。虽然目前受疫情影响，房地产行业的开工率普遍偏低，但在房地产领域的终端消费上，需求只是暂时被抑制并未消失，随着疫情形势好转，地产行业或面临加速回暖的局面。

基建方面从固定资产投资增速数据来看，从 2018 年底开始固定资产投资增速基本处于企稳的状态。通过对比政府专项债发布的情况来看，2020 年上半年基建仍将是经济调节的重要工具。虽然目前受疫情影响，基建开工将会延后。但是从稳市场稳经济的角度出发，在短期经济下行的压力之下，基建作为“逆周期”调节的工具，使用频率或将提高，今年基建刺激政策或超过预期。

汽车方面，从数据来 2019 年下半年开始汽车产销增速出现触底反弹的迹象，截止 2019 年 12 月，1—12 月，汽车产销分别完成 2572.1 万辆和 2576.9 万辆，同比分别下降 7.5%和 8.2%。我国汽车产销总体继续回升，产量同比小幅增长。预计 2020 年汽车产销增速将会持续回暖，同时类比 03 年 SARS 期间汽车消费情况，本次疫情或促使部分购车刚需提前释放。

电网建设方面，目前电网投资增速在去年二季度企稳回升。但 2020 年国家电网面临改革，后期在电网建设上的投资将受到限制，或不及预期。

总体来看，2020 年作为全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，政策方面的预期是非常强的。同时从国内房地产竣工增速反弹，基建投资持续发力，汽车产销增速的触底等多方面反应出消费基本面整体仍是偏好的。虽然短期疫情的发展抑制了下游消费需求，但随着疫情出现拐点，下游终端消费领域需求有望得到快速修复。

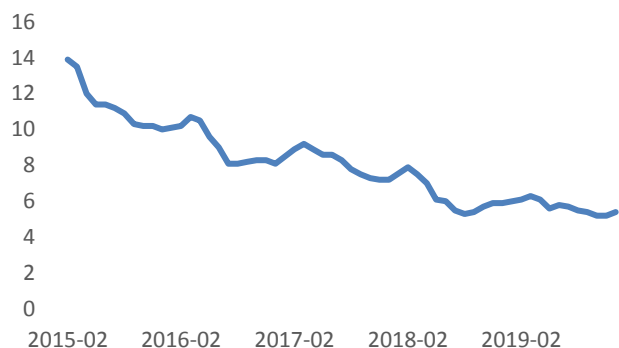


图 11：房屋新开工/竣工面积：累计同比



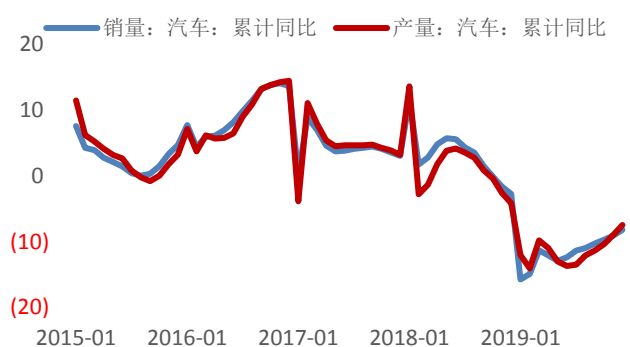
数据来源：Wind，中信建投期货

图 12：固定资产投资完成额：累计同比



数据来源：Wind，中信建投期货

图 13：汽车产/销量：累计同比



数据来源：Wind，中信建投期货

图 14：电网基本建设投资完成额：累计同比



数据来源：Wind，中信建投期货

二、价格影响因素分析

通过对 03 年 SARS 复盘、宏观层面以及微观产业链层面三个角度分析，本次疫情对铝价有较大影响，但持续性短，后期铝价走势仍由基本面主导。

一季度宏观承压是必然事件，但是货币政策和财政政策相继发力，政府稳定市场意图明显，不宜过分悲观。

成本端货运不畅导致原材料供给出现部分短缺，氧化铝停产产能已达 300 万吨/年左右，后期氧化铝价格或将小幅上涨，成本支撑逐渐凸显。同时现货库存压力仍然较大，预计 2 月底库存边际递减效应开始显现，短期内库存累增压力仍将使铝价低位运行。

下游消费端基本面整体向好，虽然短期疫情的影响压制了需求回暖，但随着疫情出现拐点，消费将会加速回归。因此铝价整体走势将呈现先抑后扬的状态。

后期需要关注两点：

一方面工信部已经提出让企业尽快复工复产，但目前国内各省区市复工进度并不一致，消费全面回暖情况仍待观察。

另一方面上期所库存仍处较低位置，注册仓单量较少。基于此种情况，年前曾多次发生挤仓行为。若消费逐渐回暖，沪铝反弹速度可能超过其他有色金属。

三、结论与操作建议

1、结论

通过上文分析，短期内电解铝基本面供强需弱格局难以改变，我们预测铝价在未来两周内价格仍将承压。而目前电解铝厂由于春节及疫情影响，导致普遍存在库存偏多的问题。同时部分贸易商由于疫情影响，导致1月份和2月份的采购合同尚未完全执行，面临存货跌价风险。为规避库存持续累增及下游复产不及预期而导致短期铝价出现下跌风险，铝厂或持有现货头寸的企业可以根据自身情况进行卖出套保，套保期限在2-3周，套保比例维持在50%以内，合约选择为沪铝2003合约。

而对于下游铝加工企业来说，当前是一个较好的买入套保机会。通过前面的分析，虽然短期内消费有所抑制，中长期看消费基本面向好，后期铝价反弹概率较大。加工企业当前可在远期合约进行买入套保锁定生产成本操作，套保期限3-6个月，套保比例50%-100%（根据企业自身情况），合约选择沪铝2008合约、沪铝2009合约、沪铝2010合约。

2、操作建议

卖出套保策略：短期内2003合约运行期间在13500-13900元/吨，电解铝厂及部分现货贸易企业可在13700以上进行倒金字塔逢高锁价，在13700-13800元/吨区间套保比例不超过20%，在13800-13900元/吨区间套保比例不超过30%，最大比例不超过50%。套保期限2-3周，目标位13500-13600元/吨平仓。

买入套保策略：中长期铝价反弹概率较大，下游加工企业可在2008合约、2009合约、2010合约上逢低买入，建仓区间13500-13800元/吨，套保比例50%-100%，套保期限3-6个月。

联系我们

中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路107号皇冠大厦11楼

电话：023-86769605

上海分公司

地址：上海市自贸试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元

电话：021-68765927

湖南分公司

地址：长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903 号

电话：0731-82681681

南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404

室电话：0791-82082701

河北分公司

地址：廊坊市广阳区吉祥小区 20-11 号门市一至三层、20-1-12 号门市第三层

电话：0316-2326908

漳州营业部

地址：漳州市龙文区万达写字楼 B 座 1203

电话：0596-6161566

合肥营业部

地址：安徽省合肥市马鞍山路 130 号万达广场 6 号楼 1903-1905 室

电话：0551-62876855

西安营业部

地址：陕西省西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层 6G

电话：029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室

电话：010-85282866

宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街 180 号国际金融服务中心 1809-1810

电话：0574-89071687

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街 6 号中电信息大厦 9 层 912

电话：010-82129971

太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室

电话：0351-8366898

北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路 8 号和乔大厦 A 座向东 20 米

济南分公司

地址：济南市泺源大街 150 号中信广场 A 座 6 层 611、613

电话：0531-85180636

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦 2901、2904、2905、2906 室

电话：0411-84806305

河南分公司

地址：郑州市金水区未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 室

电话：0371-65612356

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房

电话：020-28325302

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1

电话：023-88502030

成都营业部

地址：成都武侯区科华北路 62 号力宝大厦南楼 1802、1803

电话：028-62818708

深圳分公司

地址：深圳福田区车公庙 NEO 大厦 A 栋 11 楼 I 单元

电话：0755-33378736

杭州分公司

地址：杭州市江干区国际时代广场 3 号楼 702 室

电话：0571-28056982

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路 2899 号 1 幢 1601 室

电话：021-33973869

武汉营业部

地址：武汉市江汉区香港路 193 号中华城 A 写字楼 13 层 1301-06、07 号

电话：027-59909521

南京营业部

地址：南京市玄武区黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1 座、D2 座

电话：025-86951881

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰广场 B 座 1406

电话：020-22922100

上海浦东营业部

地址：上海浦东新区世纪大道 1777 号 3 楼 F1 室



重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com