



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业聚焦

2011 年 7 月 28 日

有色金属

大宗商品研究

孔庆影¹

分析员 SAC 执业证书编号: S0080511010019
kongj@cicc.com.cn

铝

出口减缓有助中国市场趋于平衡

中国铝产品出口大幅增加使国内市场趋紧:

自 4 月以来,铝库存已下降 50 万多吨,国内市场偏紧。铝产品出口的激增(主要是铝板带),消化了市场中超过 30 万吨的供应,这与去年同期水平相比大大超过预期。

LME 价格上涨和出口退税降低传言刺激出口:

4 月和 5 月初 SHFE 对 LME 的深度折价对铝产品出口形成刺激。出口退税降低的传闻是出口的另一动因。至于出口退税的降低包括所有产品(合金棒材、带材、箔、管材等)还是仅限合金棒材,目前尚无定论。

出口将会显著下降,下半年市场更趋平衡:

随着刺激因素效果显现完毕,我们认为未来的出口会下降,缓解国内市场的紧张,再加上国内需求的减缓和生产的持续增长,我们认为下半年国内市场会更趋平衡,因此我们认为目前超过 1.8 万元/吨的行情不会形成长时间的格局。之前我们对国内市场全年 10 万吨的缺口预测略显偏低。

铝的相对表现仍受能源推动:

过去一个月 LME 库存降低 15.2 万吨,现货市场的贸易升水仍维持较高水平,这意味着需求的表现良好。国际上铝价的主要驱动因素仍然是能源价格(过去一周铝走强的同时,油价和 SHFE 亦走强)。我们认为下半年均价为 2560/吨。

¹ 报告贡献人: 鲁杰、刘峥、吴喆

目录

铝产品出口下降有助中国市场趋于平衡	3
前景-出口下降，市场趋于平衡	6

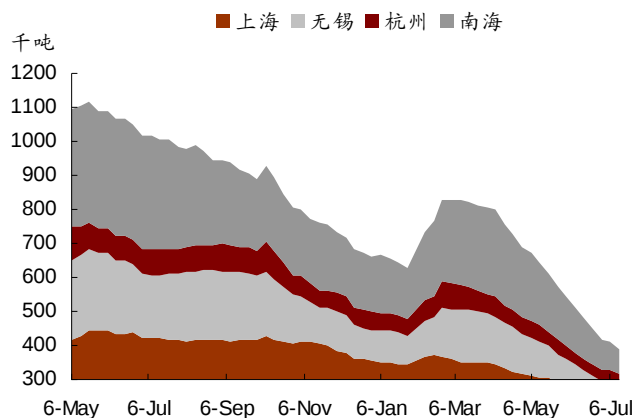
图表

图表 1: 非交易所库存自四月以来下降 36.4 万吨.....	3
图表 2: 加上 SHFE 17.2 万吨的下降，2 季度库存下降 54.2 万吨	3
图表 3: 国内铜现货市场随着价格走强而维持贴水状态.....	3
图表 4: 而现货市场铝升水维持较高水平	3
图表 5: 铝产品净出口大幅上升，在 5 月达到 28.7 万吨的高点	4
图表 6: 从产品类型上讲，板带和棒材的上升最为显著	4
图表 7: 荷兰、尼日利亚、韩国和印尼是主要出口目的地。今年前 5 个月，前 5 大出口目的地占铝板带总出口的 41%	4
图表 8: 3 月至 5 月，LME 价格显著超过 SHFE，但该趋势在夏季反转，LME 走弱，而 SHFE 走强	5
图表 9: 因此出口刺激因素在 5 月显著增加，而后随着国内价格的提高而快速下降	5
图表 10: 铝产品出口有关税率表。空心合金型材和其它合金棒材及型材维持长期的退税看上去确实反常.....	6
图表 11: 2006 年到 2007 年 VAT 退税取消，实施出口税。2009 年退税政策又被重新实施.....	6

铝产品出口下降有助中国市场恢复平衡

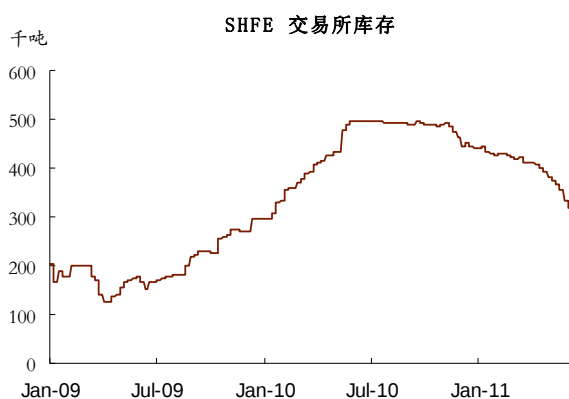
国内铝市场偏紧。虽然产量(产量在 6 月达到 161 万吨(历史同比口径),同比增长 13.3%,年化产量约 1900 万吨)保持强劲增长,但 4 月以来库存下降了 50 多万吨(图表 1 和 2),表明供应紧张。除库存下降外,市场偏紧还体现在现货市场铝的贸易升水在 6、7 月份保持较高水平;这和铜现货市场重回贴水状态形成鲜明的对比。(图表 3 和 4)

图表 1: 非交易所库存自四月以来下降 36.4 万吨



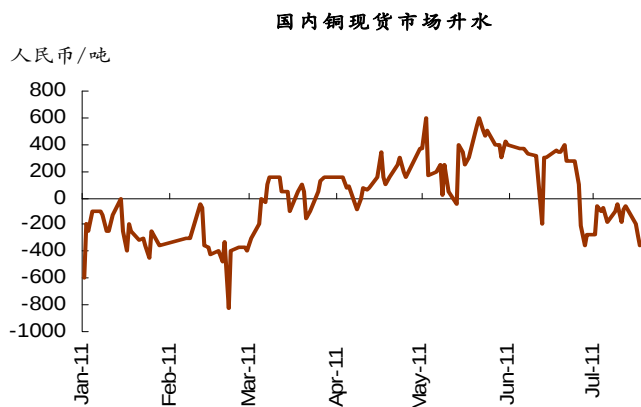
资料来源: SMM, 中金公司研究部

图表 2: 加上 SHFE 17.2 万吨的下降, 2 季度库存下降 54.2 万吨



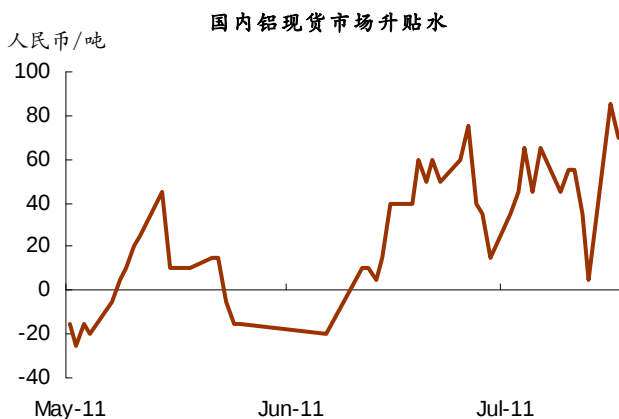
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 3: 国内铜现货市场随着价格走强而维持贴水状态



资料来源: 我的钢铁, 中金公司研究部

图表 4: 而现货市场铝升水维持较高水平



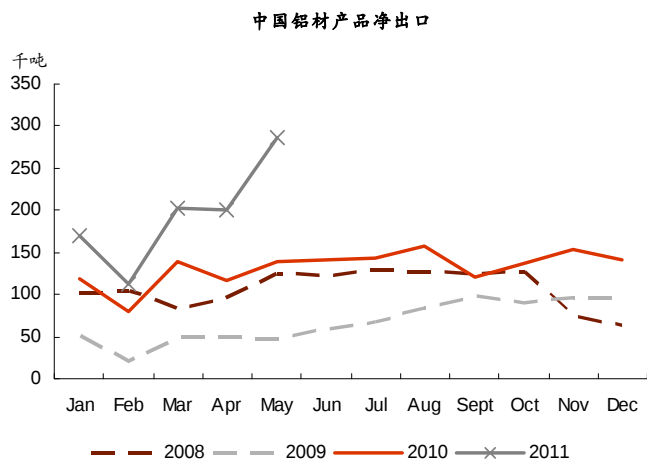
资料来源: 我的钢铁, 中金公司研究部

终端用户对铝的强劲需求是关键动因之一。铝材产量从年初至今提高 39%, 体现了上述论断, 虽然由于深加工铝材存在重复计算的问题使得这一指标并不特别可靠。

还有一个动因是铝材产品的净出口激增, 5 月份达到 28.7 万吨(图表 5)。全年出口均保持强劲(1 季度增长超过 40%), 尤其是 4 月和 5 月(4 月增长 73%, 6 月增长 106%)。预计 6 月也会保持较高增速。出口激增主要集中在铝板带, 棒材出口在 6 月份也显著增加(图表 6)。出口目的地未发生显著变化。荷兰、尼日利亚、韩国和印尼是主要出口目的地。今年前 5 个月, 前五大出口目的地占总出口的 41%(图表 7)。

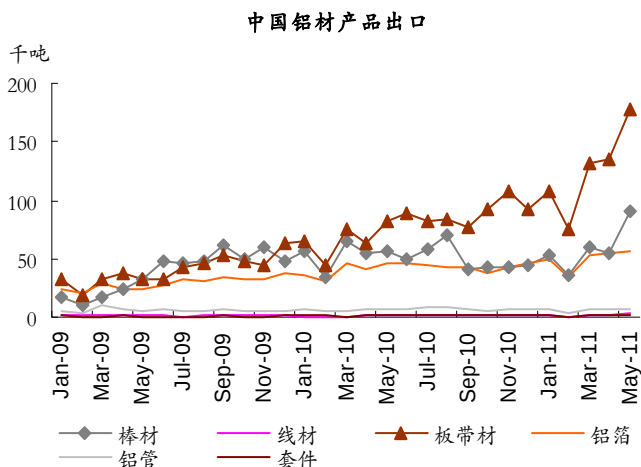
如果 6 月能达到 5 月的水平，出口年同比增量将达到 50 万吨。铝产品出口的激增消化了市场中超过 30 万吨的供应，这与去年同期水平相比大大超过预期，使库存降低，市场更加紧张。

图表 5：铝产品净出口大幅上升，在 5 月达到 28.7 万吨的高点



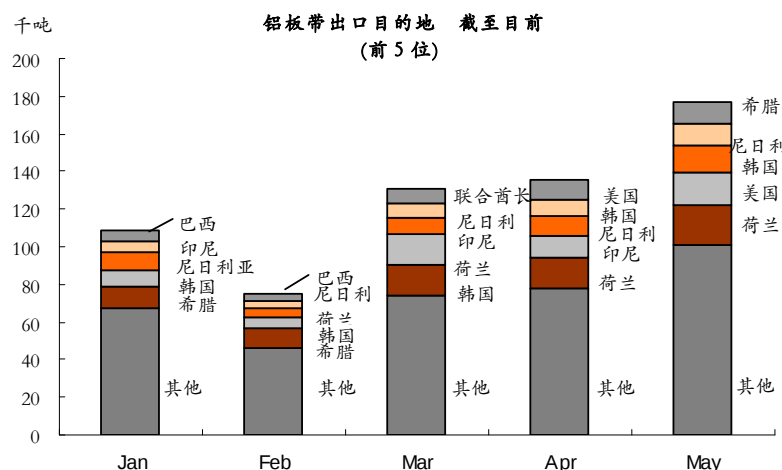
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 6：从产品类型上讲，板带和棒材的上升最为显著



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 7：荷兰、尼日利亚、韩国和印尼是主要出口目的地。今年前 5 个月，前 5 大出口目的地占铝板带总出口的 41%



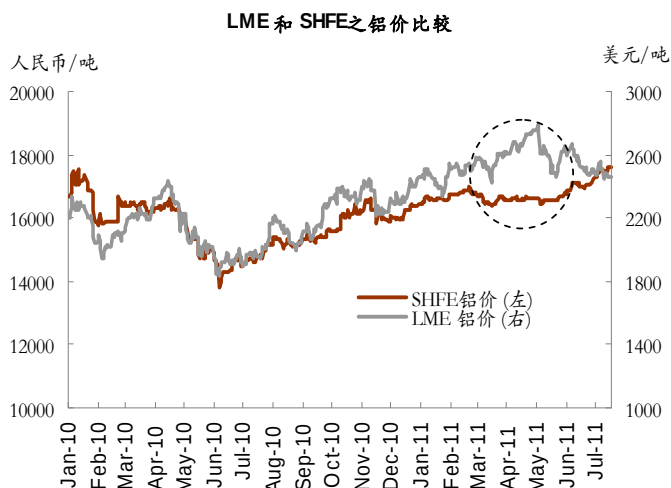
资料来源：中国海关、中金公司研究部

对于出口的激增我们发现 4 月、5 月 SHFE 对 LME 的深度折价，以及对出口退税下调的广泛预期是推动出口的主要动因（图表 8、9）。

LME 铝价从 3 月中旬到 5 月上旬大幅提高（5 月份回调前提高 15%，即 360 美元/吨），主要原因是石油价格的攀升。反观国内市场由于产量从前期的限产中迅速恢复使得库存的下降趋势暂时反转，压制了国内铝价跟随 LME 铝价上涨的动力。这刺激了中国铝材

出口, 铝材出口商的出口刺激因素在图表 9 中有所表述。而从近期 SHFE 铝价相对 LME 铝价走强的态势来看, 刺激出口的因素已在 6 月已经开始衰退, 因此我们预计出口的大幅回落将在 8 月份公布的 7 月出口统计数据中有所体现。

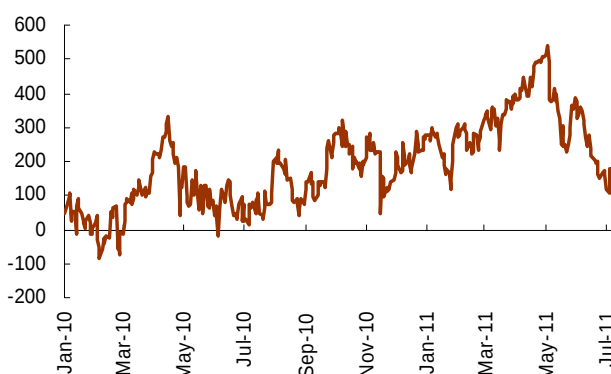
图表 8: 3 月至 5 月, LME 价格显著超过 SHFE, 但该趋势在夏季反转, LME 走弱, 而 SHFE 走强



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 9: 因此出口刺激因素在 5 月显著增加, 而后随着国内价格的提高而快速下降

国内铝出口窗口
(以原铝价格测算, 考虑 13% VAT 退税, 美元/吨)



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

市场广泛预期增值税退税从 13% 降到 9%, 也对出口形成刺激。按照目前的 SHFE 价格, 这一下降相当于 93 美元/吨的利润下滑。但至于哪些产品会受到影响, 仍在存在不确定性, 有人预期所有产品的退税都会下降, 但也有人预期只有合金棒材和型材的退税会下降, 而其它产品 (箔、管、板/带等) 均不受影响。

如果是这样的话, 退税调整就不会对整体出口产生太大影响, 因为板带出口占据主导。从过去的经验看, 板带退税比较稳定。2006 年 9 月, 板带退税率从 13% 下调到 11%, 之后一直保持不变, 直到 2009 年 4 月重新调整为 13%。铝箔和铝管等高附加值产品的情况也是如此。而线材和棒材的退税率则不那么稳定。铝棒 2006 的退税率为 13%, 而 2008 年则需缴纳 15% 的出口税。下一步, 合金棒材和型材的退税/税率可能与铝产品保持一致 (图表 10 列出了铝产品目前的退税/税率)。

在镍和锌的进口税调整后, 退税的下降意味着减少出口刺激 (2009 年金融危机后刺激 GDP 是首要任务, 因此出台了一系列刺激出口的政策)。2006 年到 2007 年增值税退税完全取消, 实施出口税, 见图表 11 所示。

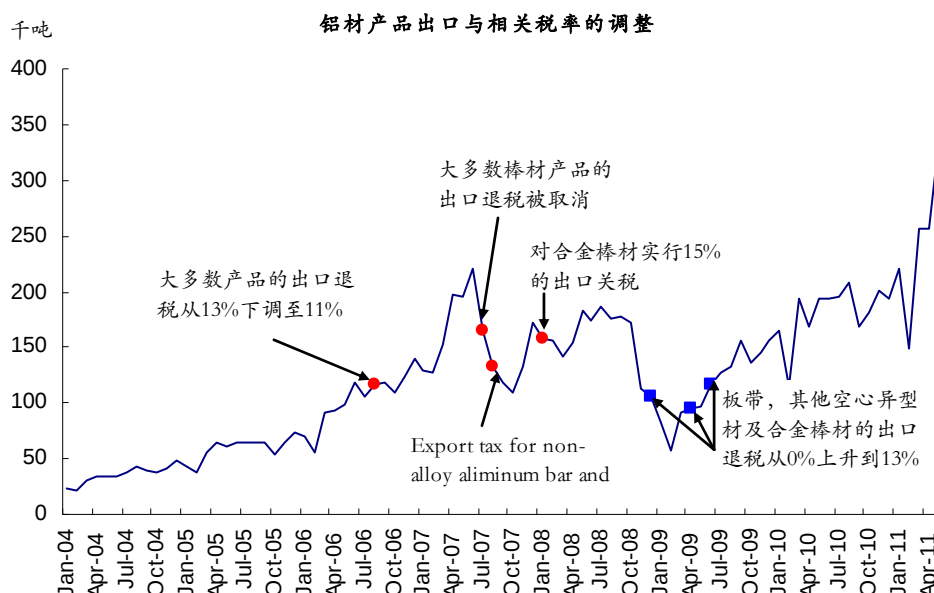
图表 10：铝产品出口有关税率表。空心合金型材和其它合金棒材及型材维持长期的退税看上去确实反常

目前铝产品的VAT退税/出口关税		
产品	VAT退税	出口关税
纯铝棒材	0%	15%
纯铝型材	0%	0%
合金空心异型材	13%	0%
合金棒材	0%	15%
其他合金棒材及型材	13%	0%
线材	0%	0%
板带材	13%	0%
铝箔	15%	0%
铝管	13%	0%
铝管套件	13%	0%

有可能将下调出口退税

资料来源：中国海关税则年鉴，中金公司研究部

图表 11：2006 年到 2007 年 VAT 退税取消，实施出口税。2009 年退税政策又被重新实施



资料来源：CEIC，中国海关税则年鉴，中金公司研究部

前景-出口下降，市场趋于平衡

假设 3 季度出口刺激因素不会加剧，我们预计出口将从目前的峰值下降，有助于缓解紧张的国内市场。国内需求的减弱和产量的强劲增长也有助于缓解国内紧张局面。SMM 调研的数据显示下游型材生产商利用率从 5 月的 c.83% 下降到 6 月的 c.76%；同时广东（主要的铝材出口地）铝材厂的订单不如前几个月那么饱满。此外，虽然供应偏紧对国内现货市场提供支撑，但也传言贸易商惜售的行为在推高现货价格和升水。基于这些原因，我们预计下半年中国市场会更加平衡，SHFE 超过 1.8 万元/吨的价格不会形成长期的格局。但现在来看，之前我们对国内市场全年 10 万吨的缺口预测略显偏低。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

