



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

行业聚焦

研究报告

2011 年 12 月 7 日

有色金属

大宗商品研究

孔庆影*

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

上海铝：SHFE 对 LME 折价成为历史？

自 2006 年起 SHFE 对 LME 显著折价。在 2008 年峰值时，SHFE 折价超过 30%。仅在 2009 年，当 LME 价格下跌到远低于中国成本时，SHFE 出现溢价（后来随着进口涌入中国和 LME 的恢复，这一趋势被扭转）。2011 年，两个市场的走势分离程度较大，看上去就好像受完全不同的因素驱动。

中国原铝出口关税为 LME 溢价创造空间。由于 15% 的原铝出口关税，LME 可以对 SHFE 存在显著溢价，而不至于触发中国原铝出口。自 2005 年起，中国出口套利盈亏平衡点成为 LME 对 SHFE 溢价的有效上限。相反，铝材出口为 LME 和中国市场提供了物理纽带。

在原铝出口和进口损益平衡区间内，SHFE/LME 比值由一系列基本面和市场因素驱动。相对而言，中国市场更易受到基本面的驱动，而 LME 受宏观因素驱动。例如，在 2011 年，LME 铝价随油价的上涨（受能源价格推动）而上涨，而 SHFE 持平，直到国内库存开始显著降低才开始上涨。历史上，SHFE 保持对 LME 的折价也与基本面有关。例如在 2006/2008 年，中国市场持续供大于求而世界其他地区供不应求。

SHFE 折价未来或将下降。在我们 2012 年的基本预测中，中国市场偏紧，而全球其他地区供大于求。中国相对偏紧将意味着 SHFE 对 LME 折价得到控制，用进口来平衡国内市场的潜在需求意味着 SHFE 可能会出现溢价。同时，中国市场偏紧意味着铝材出口将受到限制。因此，我们认为 SHFE/LME 比值将更可能保持在原铝进口损益平衡和铝材出口损益平衡之间，相对应的 2012 年均 LME 价格为 2,330 美元/吨而年均 SHFE 价格为 17,170 人民币/吨。

*报告贡献人：刘峥

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

电解铝：SHFE 对 LME 的折价成为历史？

一些国内客户询问我们关于 LME 和 SHFE 相对价格的观点，具体包括：1) 历史上为什么 SHFE 对 LME 显著折价？2) 近期两个市场走势趋于一致，但未来的走势如何？

我们的观点如下：

自 2006 年起 SHFE 对 LME 显著折价。SHFE 对 LME 折价最显著的阶段出现在 06-08 年间，以及 10 年下半年至 11 年上半年。在 2008 年峰值时，SHFE 折价超过 30%。仅在 2009 年，当 LME 价格下跌到远低于中国成本时，SHFE 出现溢价（后来随着进口涌入中国和 LME 的恢复，这一趋势被扭转）。2011 年，两个市场的走势分离程度较大，看上去就好像受完全不同的因素驱动。

中国原铝出口关税为 LME 溢价创造空间。由于 15% 的原铝出口关税，LME 可以对 SHFE 存在显著溢价，而不至于触发中国原铝出口。自 2005 年起，中国出口套利盈亏平衡点成为 LME 对 SHFE 溢价的有效上限。相反，由于 13% 增值税退税的存在，铝材出口为 LME 和中国市场提供了物理纽带。但该影响存在一定的滞后性，并没有使两个原铝市场走势趋于一致。

在原铝出口和进口损益平衡点区间内，SHFE/LME 比值由一系列基本面和市场因素驱动。相对而言，中国市场更易受到基本面的驱动，而 LME 受宏观因素驱动。例如，在 2011 年，LME 铝价随油价的上涨（受能源价格推动）而上涨，而 SHFE 持平，直到国内库存开始显著降低才开始上涨。历史上，SHFE 保持对 LME 的折价也与基本面有关。例如在 2006/2008 年，中国市场持续供大于求而世界其他地区供不应求。

SHFE 折价未来或将下降。在我们 2012 年的基本预测中，中国市场偏紧，而全球其他地区供大于求。中国相对偏紧将意味着 SHFE 对 LME 折价得到控制，用进口来平衡国内市场的潜在需求意味着 SHFE 可能会出现溢价。同时，中国市场偏紧意味着铝材出口将受到限制。因此，我们认为 SHFE/LME 比值将更可能保持在原铝进口损益平衡和铝材出口损益平衡之间，相对应的 2012 年均 LME 价格为 2,330 美元/吨而年均 SHFE 价格为 17,170 人民币/吨。

自 2006 年起 SHFE 对 LME 显著折价

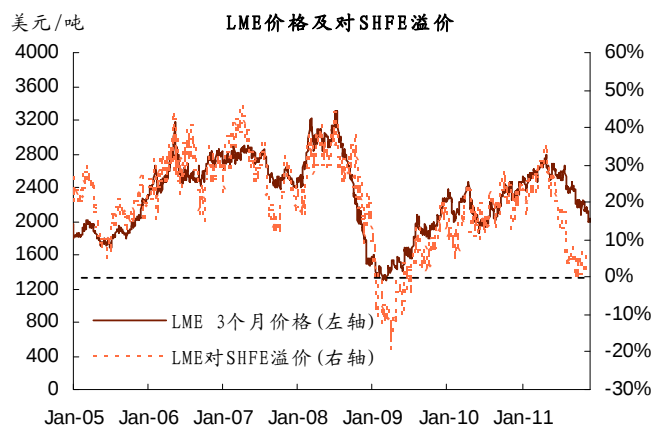
在进口可比的基础上，SHFE 自 2006 年以来对 LME 显著折价（图表 1）。一般而言，LME 价格越高，对 SHFE 的溢价就越高。当 LME 价格在 2008 年 5 月达到峰值 3,200 美元/吨时，比 SHFE 价格高出 40%（从中国消费者选择使用国内金属还是进口金属的角度看）。2008 年末和 2009 年 1 季度，在金融危机的影响下 LME 价格大幅下跌，这是仅有 SHFE 对 LME 出现明显溢价的时期（图表 2）。LME 价格在 2009 年 2 月触底（1,290 美元/吨），造成全球大部分地区电解铝厂不盈利，并触发中国市场 30% 的减产。结果，中国消费者、生产商和投机商大量进口，在 2009 年 4 月达到 36 万吨的峰值（图表 3）。

图表 1：在进口可比基础上，SHFE 对 LME 在 06/08 和 2010/2011 显著折价



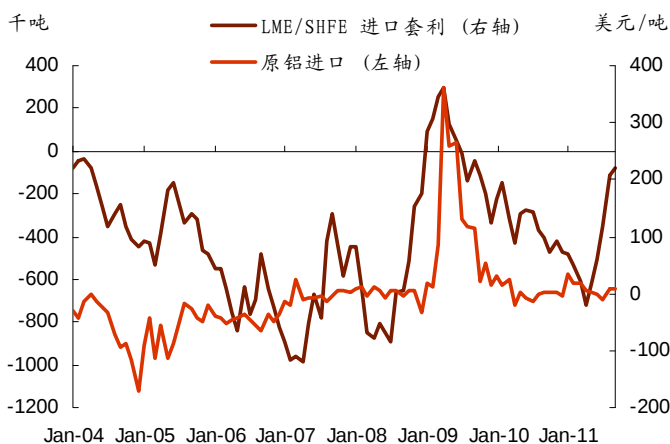
资料来源：彭博资讯、Brook Hunt、中金公司研究部

图表 2：一般而言，LME 价格越高，对 SHFE 溢价就越高。2009 年初是少有的 LME 折价的时期



资料来源：彭博资讯、Brook Hunt、中金公司研究部

图表 3：随进口套利窗口的打开，原铝进口在 2009 年 4 月达到顶峰



资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

2011 年初两个市场价格走势失去联系

2011 年初，LME 受油价推动从 2,400 美元/吨上升到 2,750 美元/吨，涨幅达 350 美元/吨。而同期国内库存处于较高水平，且紧缩政策开始影响流动性，SHFE 价格并没有跟涨。

从 5 月份到 8 月份，受到油价下调以及西方国家前景的不确定性，LME 价格出现下滑。同期，国内库存的显著下降，而市场开始担忧潜在的供应短缺（尤其是市场认为夏季电力短缺会限制国内产量），SHFE 价格上涨了 6.6%。

8 月份以来，两个市场的走势开始趋于一致。并且进口套利窗口变窄，虽然现货的原铝进口套利仍未开启（图表 4）。

图表 4: 2011 年初 SHFE 落后于 LME 的上涨。从 5 月到 8 月，SHFE 上涨，LME 下降。从 8 月起，二者的价格走势趋于一致



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

价格差异是什么决定的？

有三个因素在发挥作用：中国原铝出口关税；中国铝材出口的纽带作用；以及两个市场的主要差别，即 LME 更易受宏观因素影响，SHFE 更易受国内基本面市场影响。

1. 由于中国的原铝出口关税，LME 可以对 SHFE 存在显著溢价，而不至于触发中国原铝出口

由于原铝出口关税（2006 年 11 月从 5% 提高到 15%），LME 可以对 SHFE 存在显著溢价，而不至于触发中国原铝出口。关税增加了国内的相对供应，减少了海外供应，这也对 LME 价格形成支持。自 2005 年起，中国出口套利盈亏平衡点成为 LME 对 SHFE 溢价的有效上限。图表 5 显示了 SHFE/LME 比值以及进出口盈亏平衡线。该比值越接近出口盈亏平衡线，LME 对 SHFE 的溢价就越高。

2. 铝材出口为 LME 和中国市场提供了物理纽带，但该影响滞后

相对于原铝进出口，铝材贸易（增值税退税最高达 13%）的作用非常显著，为 LME 和中国市场提供了物理纽带（图表 6 和 7）。

铝材出口在今年起到了显著的纽带作用。2 季度，随着 LME 对 SHFE 的溢价提升（5 月初达到 35%，见图表 2），铝材出口利润日益增加，从而使得铝材出口量大增，进而导致国内市场偏紧（制造商对原铝需求增加），加剧了存货的减少，最终触发国内价格上涨。随着 LME 溢价的降低，铝材出口目前显著放缓。

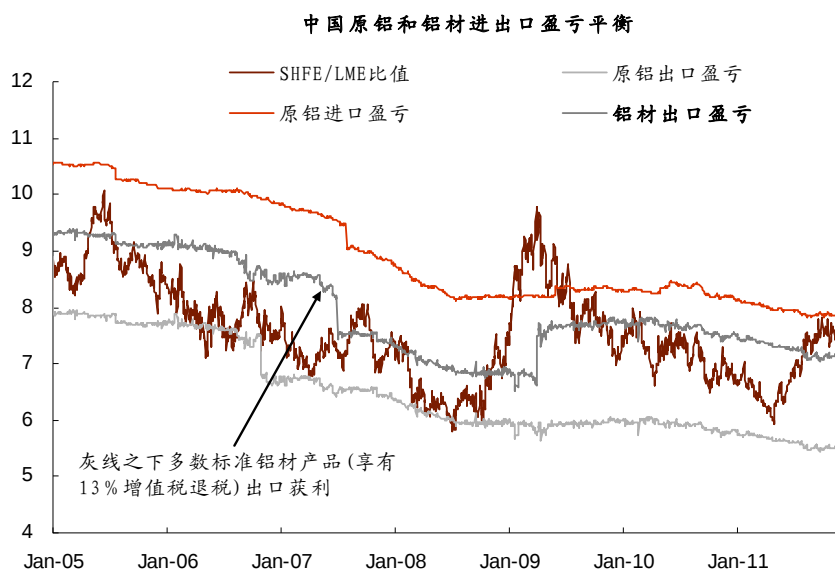
我们在以前的报告中曾经阐述过油价对 LME 铝价的影响以及铝材出口对中国市场的影响，见题为《铝：上升行情能否持续》（5 月 5 日）和《铝：出口减缓有助中国市场趋于平衡》（7 月 27 日）的报告。

图表 5：自 2005 年起，中国出口套利盈亏平衡点成为 LME 对 SHFE 溢价的有效上限



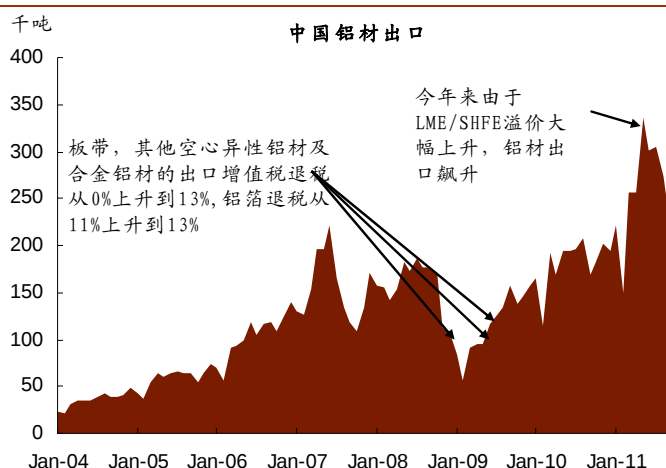
资料来源：彭博资讯，Brook Hunt，中金公司研究部

图表 6：原铝交易非常有限，而铝材出口（享有 13% 增值税退税）成为两个市场之间的主要纽带……



资料来源：彭博资讯，Brook Hunt，中金公司研究部

图表7: 今年, 铝材出口在LME 和国内市场之间起到了主要的纽带作用



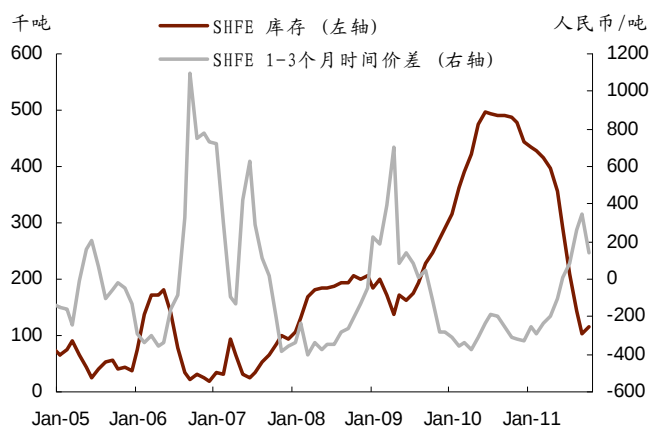
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

3. LME 更易受宏观因素驱动, SHFE 更易受国内基本面的影响

我们认为中国市场更易受到基本面的影响, 而 LME 更易受到宏观因素的影响。一个很好的说明是时间价差和 SHFE 价格的负相关性较强, 而时间价差和 LME 的相关性较弱 (图表 8 和 9)。

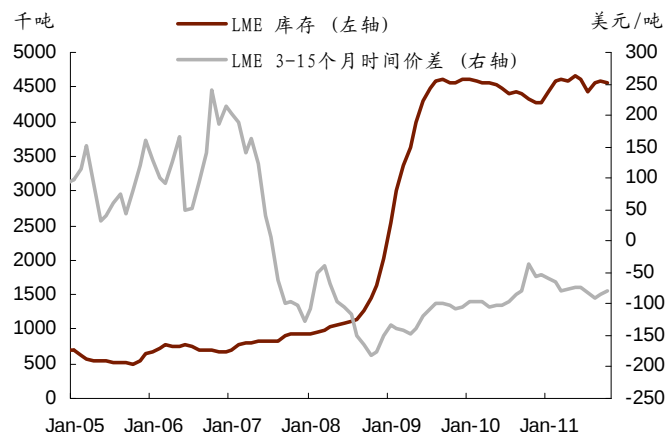
另外, 今年初的价格表现是一个典型例子。随着油价的上涨, LME 参与者看涨铝价, 因为从长期来看能源成本的上涨会提高铝的生产成本。从长期来看这个论点是有效的, 但从短期看很难从油价上涨和铝的供求之间找到看得见的物理纽带。相对应的, SHFE 更易受到国内现货市场的驱动, 对上升的油价没有过度反应, 直到国内库存显著下降才开始上涨。

图表8: 随着SHFE 库存的下降,SHFE 时间价差增强.....



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表9:这一关系在LME 市场并不显著



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

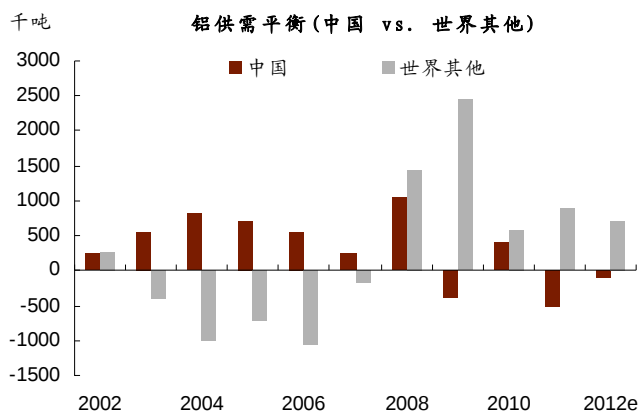
SHFE 折价会不会重现?

我们的基本预测是 SHFE 不会回到 06/08 或 2010/今年早期时的折价水平。从全球平衡来看, 中国市场在 2012 年将供应偏紧, 而全球其它地区供大于求 (图表 10 和 11)。中国的相对偏紧意味着 LME 对 SHFE 的溢价会得到控制, 用进口来平衡国内市场的潜在需求意味着 SHFE 可能会出现溢价。从时间来看, 2 季度的消费旺季以及可能的电力缺口, 使得 SHFE 溢价最可能出现。

同时，中国市场偏紧意味着铝材出口将受到限制。因此，我们认为 SHFE/LME 比值将更可能保持在原铝进口损益平衡和铝材出口损益平衡之间，相对应的 2012 年均 LME 价格为 2,330 美元/吨而年均 SHFE 价格为 17,170 人民币/吨（图表 12）。

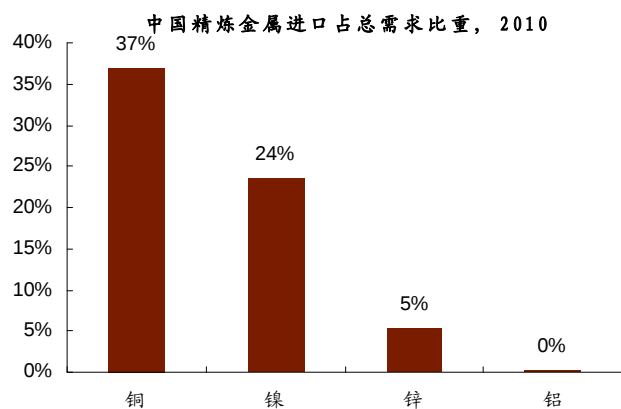
尽管如此，由于中国原铝进口总需求可能会维持在较低的水平，目前铜/锌所体现的中国和海外价格之间的紧张关系未来可能不会在铝市场出现。由于宏观因素仍是 LME 铝市场的重要动因之一，我们的预测亦存在风险。一方面，如果伊朗问题推高油价或者欧元区问题成功解决，LME 很可能重回对 SHFE 的溢价。另一方面，由欧洲问题导致的 LME 价格下跌可能造成 SHFE 溢价。

图表 10：对全球供需的基本预测表明 2012 的供大于求
主要受全球其它地区推动，而中国处于相对平衡状态



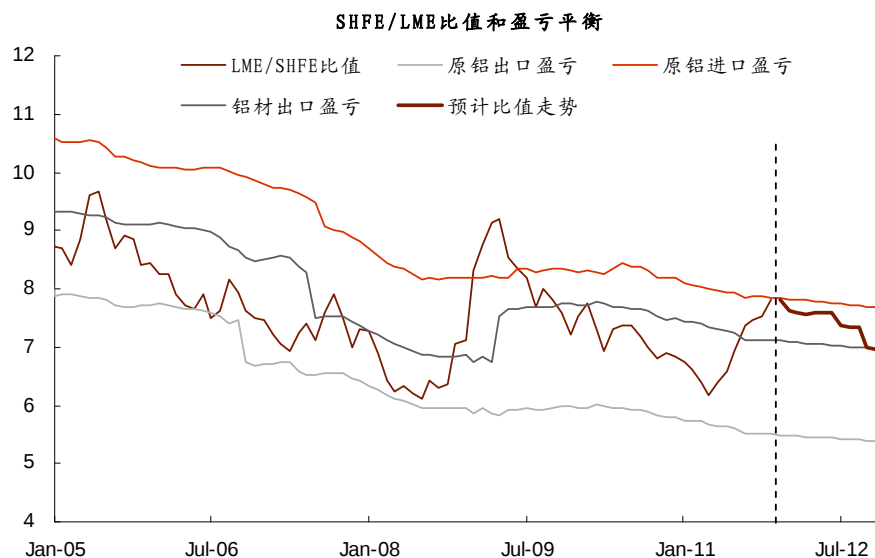
资料来源：Brook Hunt，中金公司研究部

图表 11：这意味着原铝交易将十分有限.....



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 12：.....SHFE/LME 比值可能保持在原铝进口损益平衡和铝材出口损益平衡之间



资料来源：彭博资讯、Brook Hunt、中金公司研究部

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/或机构投资者提供。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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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
上海市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

北京市建国门外大街甲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
卓远商务大厦一座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

上海市淮海中路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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

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



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