

2020年5月21日 专题报告

混沌天成研究院

有色金属组

✉: 李学智

☎: 15300691593

✉: lixz@chaosqh.com

从业资格号: F3072967

投资咨询号: Z0015346

联系人: 李学智

☎: 15300691593

✉: lixz@chaosqh.com

从业资格号: F3072967

投资咨询号: Z0015346

LME 铝锭库存 146 万吨、进口利润可观 缘何未现大量进口涌入？

中国电解铝产能充足，国内需求完全可以实现自给，几无进口补充需求，因此自 2014 年起，电解铝进口窗口鲜有打开，自 4 月底电解铝窗口打开，已经 20 多日，且不断扩大，不禁让人产生疑问，LME 铝库存有 140 多万吨，且利润可观，缘何未现大量涌入？

观点概述：

虽然 LME 仓库有约 140 万吨铝锭，且亚洲地区较多，但由于 LME 出库规则问题并不能快速流入国内市场，巴生港出库等待时间约 50 天，且远期并无进口利润，海外在上海期货交易所可交割品牌仅有 3 个，不能通过盘锁定利润，贸易商 LME 盘面接货进口动力不强，因此未见 LME 库存大量流入国内。

历次窗口打开均有一定数量铝锭进口，如果进口，寻求周边非显性库存货源、或周边冶炼厂铝锭能够快速进口可能性较大。

延伸：跨市套利的本质是物流套利，首要的就是商品物流通畅，比价才能快速修复，由于规则问题，我们发现铝的沪伦两市物流并不通畅，需要依靠隐性库存的流入或者各自市场自身强弱变化才能逐渐修复比价。

风险提示：

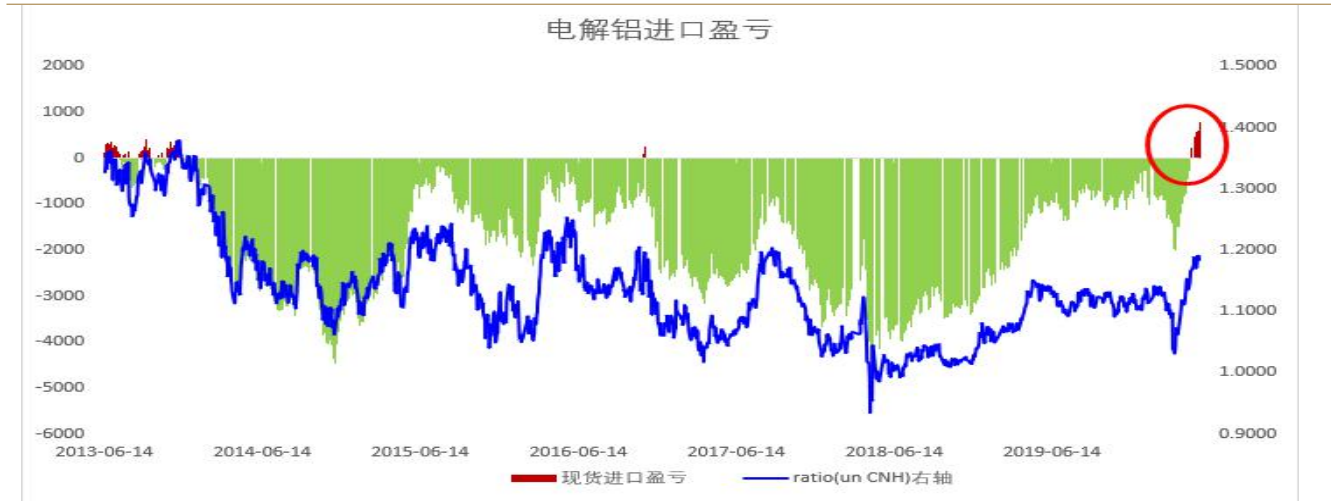
- 1、交易所规则修改；



混沌天成研究院

一、电解铝进口窗口开启

图表 1：电解铝现货进口盈亏（元/吨）



数据来源：wind，混沌天成研究院

由于国内电解铝实现完全自给，所以进口窗口长期处于关闭状态，2020年4月底电解铝进口窗口重启，且不断扩大，当前现货进口利润约600元/吨；

电解铝进口窗口打开的主要原因：

1、新冠疫情影响节奏差异，内强外弱：3月中旬开始海外累计确诊病例超过中国，并且加速增长；随着国内疫情逐渐稳定，3月开始，国内逐渐进入生产恢复阶段，需求逐渐回升，而境外特别是欧美地区确诊数量大幅攀升，各国为控制疫情相继缩小经济活动范围、甚至停产，需求迅速下滑。在此背景下电解铝呈现内强外弱格局，沪伦比价不断回升。

2、国内减产产能约84万吨：2-3月电解铝行业巨幅亏损，据百川盈孚统计，截止4月底行业减产产能约84万吨；

3、废铝紧张：1-3月废铝累计进口仅19.67万吨，同比减少13.4万吨；另外由于国内开工较晚，废铝产生及回收均有影响，废铝紧缺，电解铝替代废铝明显，据我的有色网调研了解，4月在市场废铝短缺且价格高企的情况下，批量使用铝锭进行生产成为行业趋势，而且铝棒加工费持续走高。铝棒、铝板带、铝杆板块对原铝的批量使用，同比去年同期增加约23.5万吨/月的使用量。

4、消费强劲回升：3月后铝下游工业型材、建筑型材、铝板带、铝箔企业开工率显著回升，特别4月建筑型材开工高于去年同期。

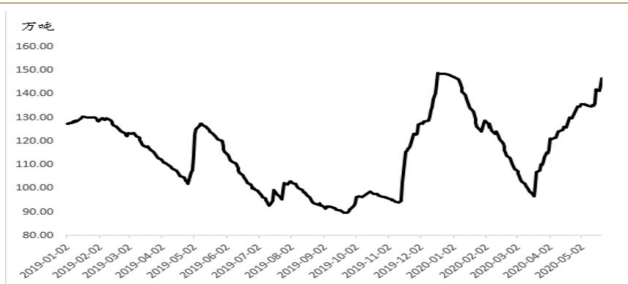
5、屯货与大户买入：由于前期电解铝价格急速下跌，价格较低，吸引部分企业买入囤积；另外现货升水较多，部分有采购需求的企业期货盘面买入，国内价格大幅推升。

二、LME 铝锭库存 140 多万吨，缘何未见大量流入？

1、LME 铝库存 140 多万吨，而且大部分在亚洲

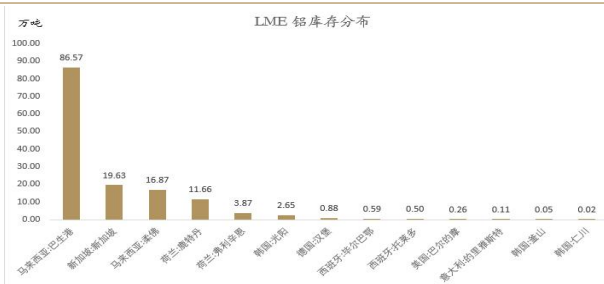
截止2020年5月20日，LME仓库铝存合计146.65万吨，大部分集中在马来西亚巴生港、柔佛、新加坡、荷兰鹿特丹等库，离国内比较近仓库为马来西亚巴生港、柔佛和新加坡。

图表 2: LME 铝库存



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 3: LME 铝库存分布



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

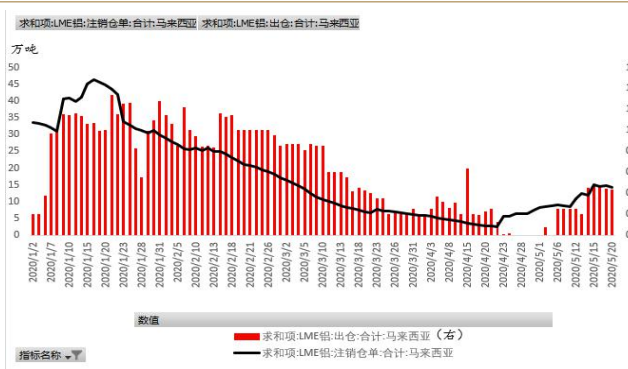
2、巴生港出库等待时间约 50 天，且出库量有限

由于仓库所有权不归属 LME，具体的经营活动由不同的仓储公司负责，LME 仓库仅规定了每日的最低出库量，也就是说，只要仓库达到了每日的最低出库量，即便仍有注销仓单积压，也可以放慢节奏，推迟出库。据了解，马来西亚两个仓库的最低出库量仅约 2000-2500 吨/天。

据了解，巴生港出库等待时间约 50 天，柔佛出库等待时间约 30 天。按这个出库节奏，再加上上海运时间，至少一个多月时间才能到达国内。

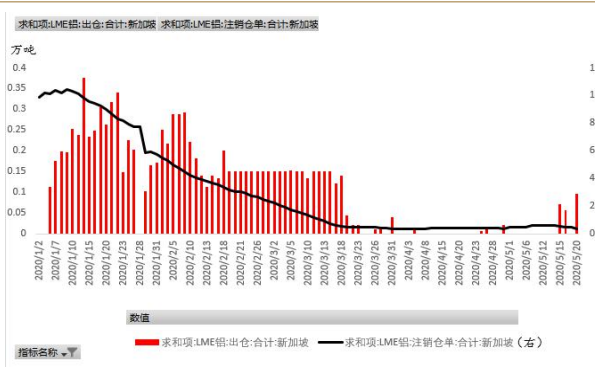
从马来西亚 LME 仓库，注销仓单和出库情况来看，该仓库 4 月下旬至 5 月初有出库中断的情况，随后逐步恢复出库，并且明显上升，但出库数量较小，每天仅在 2500-4650 吨之间，5 月以来合计出库 3.52 万吨；新加坡仓库出库的更少，不做赘述。

图表 4: LME 马来西亚仓库铝仓单注销与出库



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 5: LME 新加坡仓库铝仓单注销与出库



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

3、远期进口窗口未开，贸易商“搬货”动力不强

由于现货升水 200 多元/吨，期货远月贴水结构，现货存在进口利润，但 7 月合约起并无进口利润，叠加从 LME 交割搬货等待出库时间较长，另外现货升贴水等均无法锁定，因此贸易商从交易所搬货动力不强。

历次窗口打开均有一定数量铝锭进口，如果进口，寻求周边非显性库存货源、或周边冶炼厂铝锭能够快速进口可能性较大。

图表 6: 铝锭进口盈亏

合约月份	沪铝价格	伦铝3M	进口盈亏	SHFE/LME3	平衡比价	扣汇比价
现货	13,445	cash	612	8.86	8.62	1.24
al2006	13225	LME 6月	277	8.71	8.61	1.22
al2007	12900	LME 7月	-124	8.50	8.64	1.19
al2008	12710	LME 8月	-400	8.37	8.64	1.17
al2009	12635	LME 9月	-534	8.32	8.63	1.16
al2010	12595	LME 10月	-689	8.30	8.65	1.16
al2011	12555	LME 11月	-794	8.27	8.65	1.15
al2012	12545	LME 12月	-869	8.26	8.65	1.15

数据来源: 混沌天成研究院

4、可在上海期货交易所交割的海外品牌仅有 3 个

当前, 可在上海期货交易所交割的铝锭品牌仅有 3 个, 无法盘面锁定利润, 除此之外, 其它品牌进口之后需要在现货市场消化或企业自用, 升贴水也无法保证。

图表 7: 上海期货交易所海外可交割铝锭品牌

品牌	生产企业	产地	注册时间	产能 (万吨)
PORTLAND	美铝澳大利亚有限责任公司	Portland Smelter, Madeira Packet Rd, Private Mail Bag 1, Portland, Victoria, Australia	2009年4月	19.7
RUSALI	俄罗斯铝业联合公司	俄罗斯伊尔库茨克 (北乌拉尔铝业伊尔库茨克铝冶炼厂)	2011年10月	60
RUSAL KH	俄罗斯铝业联合公司	俄罗斯萨扬诺戈尔斯克 (俄铝萨扬诺戈尔斯克铝冶炼厂)	2011年10月	55

数据来源: 上海期货交易所, 公开资料, 混沌天成研究院

综上, 虽然 LME 仓库有不少铝锭, 且亚洲地区较多, 但由于 LME 出库规则问题并不能快速流入国内市场, 且远期并无进口利润, 海外在上海期货交易所可交割品牌较少, 贸易商 LME 盘面接货进口动力不强, 因此未见 LME 库存大量流入国内。

三、延伸: 沪伦跨市套利

由于国内产能充足, 现货库存百万吨附近, 普遍认为进口窗口不需要打开, 在窗口打开之后产生跨市正套的想法, 做了之后发现还在不断扩大, 问题出在哪呢? 其实跨市套利的本质是物流套利, 首要的就是商品物流通畅, 比价才能快速修复, 通过第二部分阐述我们看到, 由于规则问题, 我们发现铝的沪伦的两市物流并不通畅, 需要依靠隐性库存的流入或者各自市场自身强弱变化才能逐渐修复比价。

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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为混沌天成期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

长按识别下方二维码，了解更多资讯！



混沌天成研究院