

推荐 (维持)

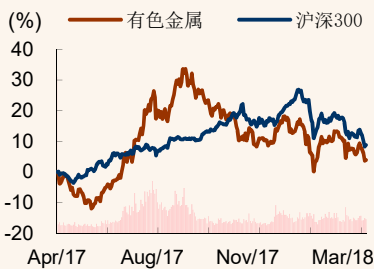
俄铝事件继续深度发酵

2018年04月19日

俄铝简介

上证指数	3091
行业规模	占比%
股票家数 (只)	115 3.3
总市值 (亿元)	18353 3.4
流通市值 (亿元)	14285 3.4

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	-8.0	-14.3	-0.6
相对表现	-0.9	-9.8	-9.4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《铝价大幅上涨, 地缘政治风险升级关注贵金属—招商有色最新观点》2018-04-16
- 2、《有色金属行业日报——今日稀土价格稳定 威海市经信委开展打击稀土违法违规专项检查工作》2018-04-15
- 3、《从不一样的角度看电解铝—铝的全球共振时刻》2018-04-10

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
S1090517030002

黄梓钊

0755-83295441
huangzizhao@cmschina.com.cn
S1090517090003

本篇报告介绍了当前铝产业的演变逻辑, 重点介绍了俄铝遭受制裁对于铝产业格局的影响。基于当前铝行业基本面持续改善, 铝价上涨可持续性较强, 股价和股价严重背离, 给予电解铝冶炼板块重点上市公司以“推荐”评级。

□ 4月6日, 美国发布了新一轮对俄罗斯的制裁决定。美国财政部外国资产管理办公室宣布, 将对7名俄罗斯商业领导人及其拥有或控制的12家企业、17名俄罗斯高级官员、一家俄罗斯国有武器进出口企业及其下属银行实施制裁。12家企业包括俄铝。根据制裁公告, 在美国司法管辖内, 被制裁的人士以及企业的资产将被冻结, 一般美国公民被禁止与列入制裁名单的法人和自然人进行交易, 非美国籍人士可能因为与其交易或促成重大交易而面临制裁。欧洲随后也跟随美国限制俄铝交易。

制裁事件目前已经造成俄铝股价下跌68%。俄铝的产品在LME和comex交易所交易受阻。俄铝的美元债务融资途径被堵死。一系列事件很有可能影响俄铝的正常生产。

□ 俄铝事件还在发酵, 减产预期高。俄铝电解铝销售区域上来看, 美国和欧洲占60%, 由于俄罗斯的铝有转向中国销售的可能性, 俄铝因为销路而减产的概率较低, 但是如果持续遭受制裁, 因为原料供给不足, 则有减产的可能。

俄铝此前已经对部分氧化铝产品的交货宣布不可抗力。2017年俄铝电解铝产量370万吨, 按照一吨电解铝需要氧化铝1.95吨算, 需要氧化铝722万吨, 俄铝2017年氧化铝产量777万吨, 实现自给自足, 富裕量只有55万吨。

俄铝电解铝、氧化铝、铝土矿分布均不匹配。在俄罗斯境内氧化铝产量282万吨, 占总量的36%。境内铝土矿产量占比47%。境外的氧化铝、铝土矿有面临制裁无法运到俄罗斯的风险。尤其铝土矿境外分布在美国和非洲。力拓等作为铝土矿供应商也停止对俄铝供原料。

航运巨头马士基航运(Maersk Line)和地中海航运公司(MSC)均表示, 停止为俄铝承运。

□ 美国电解铝复产没有那么顺畅, 预计完全复产需要2-3年时间。根据我们统计, 美国电解铝产能总计182万吨, 目前开工79万吨, 闲置103万吨。虽然美国对外双反给美国本土电解铝企业创造了生存环境, 但是迫于原料的紧张, 美国电解铝复产不会那么顺畅。原料最紧要的还是氧化铝。由挪威Norsk Hydro ASA公司控股的位于巴西北部的Alunorte氧化铝厂当地环保部门强制下, 3月底以来陆续减产, 目前已经关闭一半氧化铝产能。2017年生产了640万吨氧化铝, 占国外氧化铝总产量的10%, 目前运行320万吨/年的产能。

巴西氧化铝减产刺激了海外氧化铝价格走高。俄铝被制裁再一次加剧恐慌情绪。澳大利亚 FOB 氧化铝从 3 月初 357 美元/吨一路上涨，今日报价 710 美元/吨，据听闻最高有 800 美元/吨报价。

外强内弱的明显差异将减弱，中国铝价有望跟随海外铝价走强。外强内弱，沪伦比值持续下降刷历史最低记录，当前中国铝加工材出口利润丰厚，氧化铝出口盈利窗口基本打开，电解铝距离出口只有 1100 元/吨的距离（考虑到高额税收后）。

铝价连续大涨，股价不动，背离严重。铝板块公司股价去年 9 月以来股价跌跌不休，前期涨幅已经几近回吐，铝价上涨带来的盈利改善是可观存在且可持续的。铝价从 4 月初 2000 美元/吨一路上涨，仅两周已经涨到 2600 美元/吨，涨幅 30%。根据我们的量化模型指标显示，电解铝股票和商品价格的剪刀差已经开始修复。

中国供改促使电解铝基本面持续改善。2018 年电解铝前期预期海外缺口超过 100 万吨，中国基本平衡是大背景。中国自备电整顿将进一步督促电解铝基本面的改善。基于以上逻辑，我们认为，如果俄铝减产消息坐实，铝价还有望进一步上涨。短期氧化铝自给率高的公司收益明显。推荐标的：云铝股份（水电铝，不受自备电影响，产能扩张）、神火股份（成本低，有低成本水电铝产能扩张预期）、南山铝业、中孚实业、怡球资源等。

风险提示：美国对俄铝制裁持续时间风险，如果很快取消，则俄铝减产风险则消失；美对中国进口铝反倾销制裁的变化；铝消费不及预期；铝价不及预期。

一、 俄国铝业巨头也是全球巨头

俄罗斯联合铝业有限公司(UC RUSAL, 0486 HK)是全球铝行业的领导者。公司成立于 2000 年,并于 2007 年与西伯利亚乌拉尔铝业公司及嘉能可(Glencore, 0805 HK)的氧化铝资产合并成为目前的全球第一大铝生产商。该公司主要从事开采铝土矿及霞石矿物并精炼成氧化铝、采用氧化铝冶炼原铝及将铝及铝合金加工成半制成品及制成品。

俄罗斯联合铝业有限公司的萌芽期为 1991—2000 年。关键人物是俄罗斯商人奥列格·德里帕斯卡(Oleg Deripaska)。他先后在莫斯科证券交易所和俄罗斯商品和原材料交易所担任商品代理人 and 经纪人,从而接触了解金属行业。作为经纪人,德里帕斯卡(Deripaska)经常与俄罗斯主要的金属冶炼厂打交道,交易各种金属相关商品。1991 年,德里帕斯卡在企业家迈克尔切尔尼的支持下成立的公司,并开始投资萨伊诺戈尔斯克铝冶炼厂(SAZ),该冶炼厂是苏维埃时代最早和最先进的铝厂之一。1994 年,德里帕斯卡当选为萨伊诺戈尔斯克铝冶炼厂(SAZ)的董事长。1997 年,由德里帕斯卡控股的公司进行了一次全面重组,创建了 Sibirsky Aluminium 来管理铝和氧化铝资产。到 2000 年,Sibirsky Aluminium 管理着大量铝相关资产,包括 Sayanogorsk 铝冶炼厂, Sayanal 铝箔厂,俄罗斯萨马拉的一家制造厂以及乌克兰尼古拉耶夫氧化铝精炼厂的少数股权。

RUSAL 的成立和扩张期为 2000—2007 年。Sibirsky Aluminium 和 Millhouse Capital 于 2000 年合并铝和氧化铝资产,从而成立了 RUSAL。RUSAL 通过对关键工艺进行有针对性的改进,RUSAL 持有的工厂实现了更高的生产效率。RUSAL 逐步进行适当的战略收购。到 2002 年,RUSAL 拥有亚美尼亚 Armenal 铝箔厂,俄罗斯 Belaya Kalitva 冶金厂和 Novokuznetsk 铝冶炼厂的控股权,并管理控制着几内亚 Kindia 公司的 Friguia 铝土矿和氧化铝复合物。2002 年,RUSAL 在克拉斯诺亚尔斯克成立了工程技术中心,该中心成为公司内部研发项目的基础。2003 年,Millhouse Capital 将其在 RUSAL 的 50% 股权出售给 Basic Element。2004 年,RUSAL 获得了在圭亚那开发铝土矿的许可证,并且随后成立了圭亚那的铝土矿公司。同年,RUSAL 做出战略决策,开始关注其上游业务和适当舍弃其下游资产。剥离过程在 2006 年基本完成,其中一些铝生产工厂和其他非核心资产分配给由 RUSAL 实质控制的公司。2004 年至 2006 年期间,RUSAL 收购了几个具有战略性的全球资产。2004 年,RUSAL 收购了俄罗斯 Boxitogorsk alumina 冶炼厂 90% 的股份,并将其在尼古拉耶夫氧化铝精炼厂的持股份额增至 100%。2005 年,RUSAL 从 SUAL 购买了科米氧化铝项目的 50% 股份。2006 年,RUSAL 收购了圭亚那 Aroaima 矿业公司的资产,收购了几内亚 Friguia 铝土矿和氧化铝厂的剩余股权,完成了对 Armenal 铝箔厂的大规模改造。

俄罗斯联合铝业有限公司时代来临。2007 年 3 月下旬,RUSAL 与其国内竞争对手 SUAL 以及瑞士商品交易集团 Glencore 的铝土矿和氧化铝资产合并,创造了俄罗斯联合铝业有限公司(UC RUSAL)。2007 年 11 月,俄罗斯联合铝业有限公司与 Samruk-Kazyna 的子公司 Samruk-Energo 签署合作协议,就哈萨克斯坦最大的煤矿公司 Bogatyr Komir LLP 的营运设立 50/50 合资企业,每年生产约为 4000 万吨煤炭,确保为乌拉尔热电站提供充足的燃料。2008 年 4 月,俄罗斯联合铝业有限公司从全球最大镍镍生产商 Onexim 完成诺里尔斯克镍业公司 25% 股份的收购。由于一系列兼并和收购,特别是诺里尔斯克镍矿的收购,俄罗斯联合铝业有限公司的债务达到高水平,2008 年全球金融危机爆发后加剧公司债务。为了能够保留其在诺里尔斯克镍业公司的股份,以及为了避免将这笔股权转让给外国贷方,俄罗斯联合铝业有限公司从俄罗斯国家银行获得了 45

亿美元的贷款，用于偿还债务给外国债权人。2010年1月，俄罗斯联合铝业有限公司（UC RUSAL）在港交所上市，每股招股价为10.8港元，筹资额为22亿美元。2011年10月，俄铝联合公司宣布已完成所有债务再融资，价值114亿美元。快速的城市化和工业化带动中国铝需求增长，UC RUSAL于2012年4月与China North Industries Corporation（NORINCO）签署了合资协议。2014年3月，UC RUSAL与以色列汽车零部件制造商Omen High Pressure Die Casting签署50/50合资项目，生产汽车零部件。中国铝产量不断增加，导致铝市场产能严重过剩，2007年至2013年全球铝价下跌，导致UC RUSAL在2014年亏损32亿美元。2016年，UC RUSAL与中国公司河北悦思电缆有限公司（HJSC）签署一项合资协议，生产用于电气应用的铝电缆。在2017年4月，UC RUSAL与印度公司Runaya Metsource签署了一项合资项目，生产铝块与铝粉。

图 1：俄铝历史沿革



资料来源：维基百科、招商证券

目前俄罗斯铝业联合公司有五大主要股东：En+ Group Limited、SUAL Partners Limited、Onexim Holdings Limited、Glencore International plc、Oleg Deripaska，占已发行普通股比例(%)分别为 48.13、24.42、13.70、8.75、0.23。五大股东占已发行普通股比例总和为 95.23%。

图 2：俄铝股权构成



资料来源：WIND、招商证券

二、 俄铝产能利用率稳中有升，主营产品销往全球

俄罗斯铝业联合公司的生产链分布全球各地。其主要生产链为铝土矿及霞石矿山、氧化铝精炼厂、铝冶炼厂及铸造房、铝箔轧机及包装材料生产中心。俄罗斯铝业联合公司拥有 10 间铝冶炼厂，分布在两个国家：俄罗斯（9 间）、瑞典（1 间）；拥有 7 间氧化铝精炼厂，分布在五个国家：俄罗斯（3 间），爱尔兰（1 间），乌克兰（1 间），牙买加（1 间），澳大利亚（1 间）。公司的核心资产位于俄罗斯西伯利亚，占本公司 2016 年铝产量约 94%，其中 BrAZ 及 KrAZ 共同占近半铝产量。

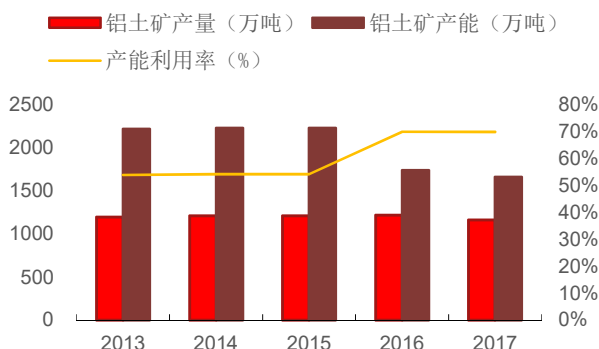
表 1: 分布全球的生产链

	总数	分布
铝冶炼厂	10	9 间位于俄罗斯及 1 间位于瑞典
氧化铝精炼厂	7	3 间位于俄罗斯、1 间位于爱尔兰、1 间位于乌克兰、1 间位于牙买加及 1 间位于澳洲
铝土矿	5	2 个位于俄罗斯、1 个位于牙买加、1 个位于几内亚及 1 个位于圭亚那
霞石矿	1	位于俄罗斯
铝箔厂	4	3 间位于俄罗斯及 1 间位于阿米尼亚
粉末厂	3	全部位于俄罗斯
硅工厂	2	全部位于俄罗斯

资料来源：公司公告、招商证券

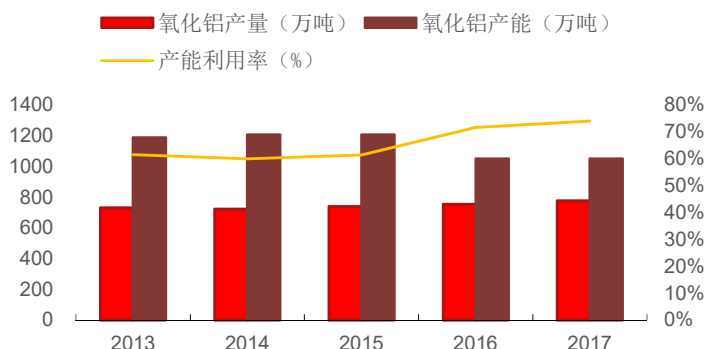
俄罗斯铝业联合公司主营产品的产能利用率稳中有升。2017 年俄罗斯铝业联合公司铝土矿产量为 1164.5 万吨，氧化铝产量 777.3 万吨，原铝产量 370.7 万吨，约占全球原铝产量 7%。2016 年公司铝土矿产量为 1218.7 万吨，同比增长 0.6%，氧化铝产量为 752.8 万吨，同比增长 1.7%，原铝产量为 368.5 万吨，同比增长 1.1%。

图 3: 铝土矿产能产量



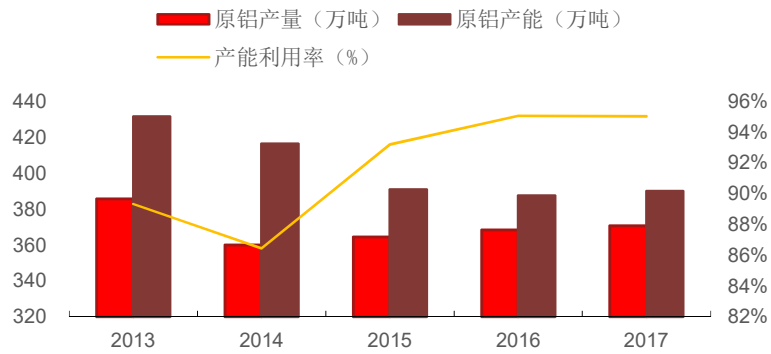
资料来源：公司公告、招商证券

图 4: 氧化铝产能产量



资料来源：公司公告、招商证券

图 5: 原铝产能产量



资料来源: 公司公告、招商证券

俄罗斯联合铝业营业收入最主要来源于俄罗斯。公司的营业收入主要来源产品是原铝及合金、氧化铝、铝土矿和铝箔，产品主要销往俄罗斯、荷兰、土耳其、日本、韩国、美国、德国、加拿大、中国大陆等。其中俄罗斯在主营构成中占比最大。

图 6: 俄铝收入结构

俄铝分国别收入分配



资料来源: WIND、招商证券

参考报告:

- 1、《铝价大幅上涨，地缘政治风险升级关注贵金属—招商有色最新观点》2018/4/16。
我们在本篇报告中提出生益科技不缺少成长性。
- 2、《从不一样的角度看电解铝—铝的全球共振时刻》2018/4/10
- 3、《铝价触底反弹，贸易战持续发酵关注贵金属—招商有色最新观点》2018/4/9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师，中南大学本科，中科院理学硕士，曾获金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师、金牛分析师第五名。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，7年基本金属研究经验。2017年3月份加入招商证券。

黄昱颖：清华大学材料科学与工程硕士，2016年7月加入招商证券，现为有色金属行业研究员。

黄梓钊：招商证券有色研究员。美国东北大学硕士，2015年7月加入招商证券，曾就职地产团队入围新财富，现为有色金属行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。