

有色金属

报告日期：2023年07月25日

电解铝：需求获动力，布局正当时

——7月24日中央政治局会议铝板块相关政策解读

投资要点

- 中共中央政治局7月24日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作，我们对相关政策进行以下解读：
- **核心受益1：“要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”**
宏观环境向好，经济复苏预期强化，美联储或至加息末期，铝有望金融和商品属性双线正向推动，铝价得到降息和需求的双重助推，供给矛盾进一步激化，铝将开启更强劲的上行走势。
- **核心受益2：“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”、“加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产”**
下游各类基建及房地产为铝的核心应用领域。全球建筑铝需求量为2130万吨，约占全球建筑铝需求的24.68%。截止到2022年底，我国下游建筑铝型材的需求占比约为62.00%，建筑铝型材产量达到1153万吨。房地产政策的进一步提振带来铝的核心需求释放，铝具有高需求弹性。
- **核心受益3：“积极扩大国内需求”“提振汽车、电子产品、家居等大宗消费”**
截止到2021年底，汽车、光伏、3C电子等领域需求约占中国铝型材总需求的16%，预计到2025年耗铝量需求增量能达到千万吨。其中新能源汽车领域耗铝量约475万吨，光伏耗铝量约287万吨，风电耗铝量约134万吨。
- **我们再次强调：**
 - (1) **电解铝行业库存处于十年低位：**低库存给予铝价强支撑，下行风险可控，周期底部的格局已经初步显现。截止到2023年6月底，期货所合计为58.52万吨；社会库存自2023年3月2日触及126.9万吨新高后拐头向下，去库趋势开启，截止到6月底，相较于最高点库存下降74.7万吨，降幅58.87%。
 - (1) **电解铝供给存在双重压制：国内电解铝产能的天花板放松的可能性小。**
2017年供给侧改革提出4467万吨/年的合规产能“天花板”，截止到2023年6月底，运行产能达到4158万吨，仅存在6.92%的缺口。结合近期国家出台的能耗政策，国内能耗导向趋严，产能政策定力较强，同时存在限电等因素造成的季节性减产，产能紧缩预期不减。**海外产能新增/复产的可能性小。**电解铝新增产能主要集中在印尼地区，受制于电力配套设施难以迅速落地，这部分产能释放在2026年及以后，短期内电解铝难以释放较多供给。同时由于能耗高、效率低，目前欧洲等地仍在不断关停产能，仅2023年上半年德国Speira和Portland Aluminium smelter预计退出产能达到21.26万吨，复产意愿低。
- **我们认为2023-2025年间形成供需紧缺窗口期，供给缺口将增至306万吨，对标2021年，预计铝价上调空间将超过23000元/吨。**

投资策略：

(1) **能耗成本降低，电解铝利润上行。**

2023年1-6月预焙阳极价格下降2750元/吨，长江港口动力煤价格下降230元/吨，电解铝成本降低约为2188元/吨。电解铝利润持续走阔，利好上游冶炼行业。建议关注：神火股份、云铝股份、中国铝业、天山铝业、中国宏桥。

(2) **碳交易箭在弦上，绿电铝价值凸显。**

行业评级：看好(维持)

分析师：施毅
执业证书号：S1230522100002
shiyi@stocke.com.cn

相关报告

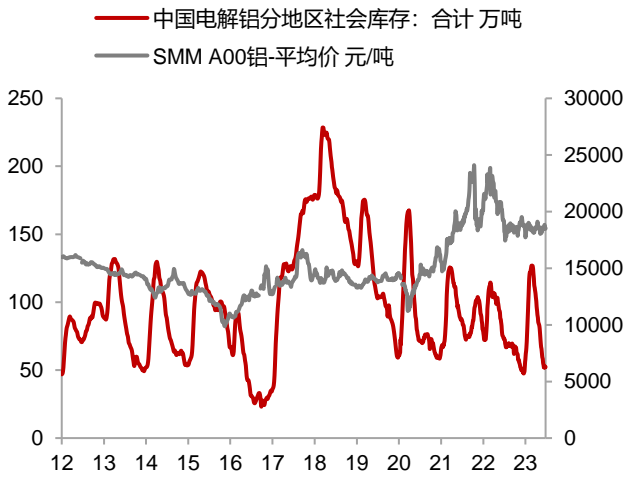
- 1 《贵金属：坚守》 2023.07.09
- 2 《走进非洲》 2023.07.01
- 3 《俄罗斯优势资源全梳理》 2023.06.27

2023年4月欧洲议会通过碳市场改革法案，预计10月开始碳关税调整机制（CBAM）试点，2023-2025年过渡期期间对电解铝直接排放二氧化碳收取碳关税，届时单吨电解铝成本增加600元/吨左右，国内电解铝行业纳入碳交易近在眼前，云南绿电铝配置价值凸显。建议关注：云铝股份、神火股份、中国宏桥。

□ 风险提示

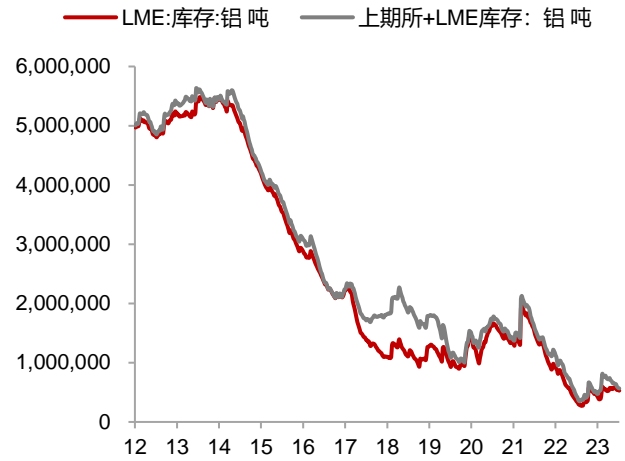
下游需求释放不及预期，经济复苏不及预期，国际宏观环境变化，国外产能扩张超预期，国内电解铝行业政策变化。

图1: 电解铝社会库存冲高回落



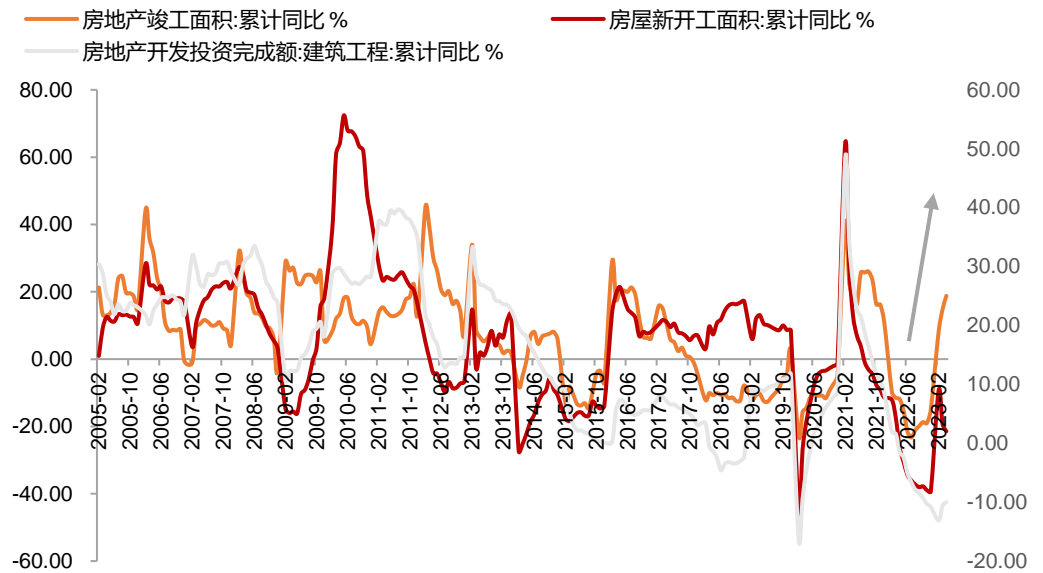
资料来源: SMM, 浙商证券研究所

图2: 期货所库存处于十年历史低位



资料来源: iFinD, 浙商证券研究所

图3: 竣工数据向好, 政策端筑底反弹初见雏形



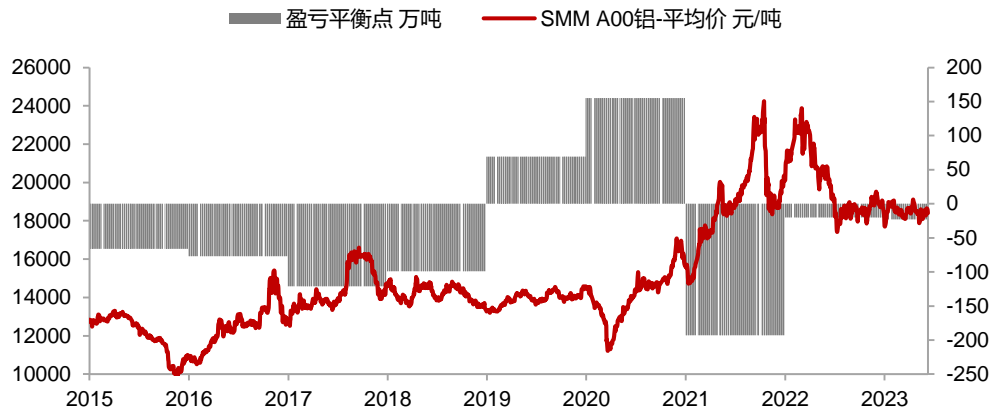
资料来源: iFind, 浙商证券研究所

表1: 铝供需平衡表

单位: 万吨	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总供给	5846	5989	6340	6417	6366	6533	6709	6846	7096	7300	7438
总需求	5912	6066	6461	6516	6297	6378	6902	6866	7119	7428	7744
供需平衡	-66	-77	-121	-99	69	155	-193	-20	-23	-128	-306

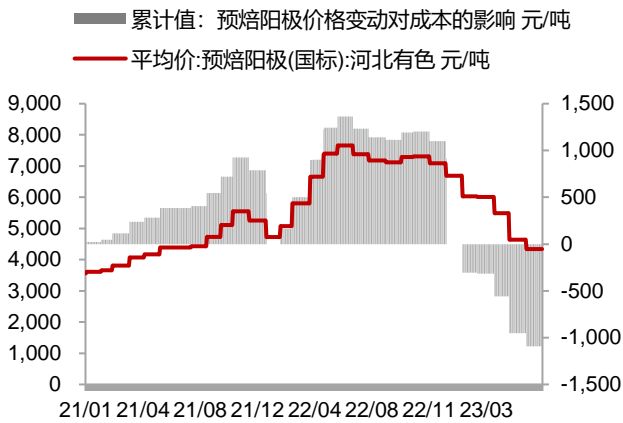
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 供需平衡-铝价



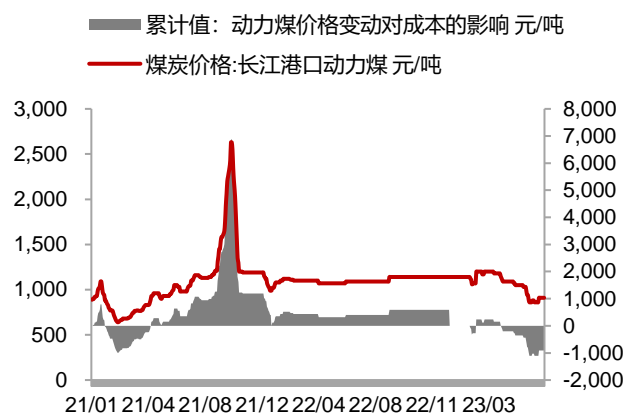
资料来源: SMM, 浙商证券研究所

图5: 2023H1 预焙阳极降价致成本降低 1279 元/吨



数据来源: iFind, 浙商证券研究所

图6: 2023H1 动力煤降价致成本降低 909 元/吨



数据来源: iFind, 浙商证券研究所

表2: 欧盟碳税 2023-2034 年计价

EU ETS (碳排放许可证价格)	2023- 2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
598 元/吨 (-20%)	533	556	580	622	730	957	1071	1179	1286	1412
748 元/吨 (0)	666	696	726	778	912	1197	1339	1473	1608	1765
898 元/吨 (+20%)	799	835	871	933	1095	1436	1607	1768	1930	2118

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）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，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>