

有色金属

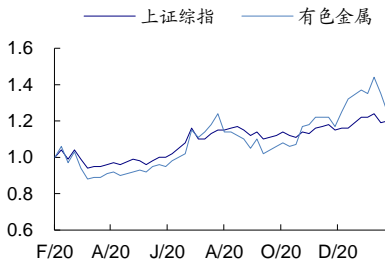
基本金属行业周观点

超配

(维持评级)

2021年02月09日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《有色行业2月投资策略:供需矛盾有望继续推升新能源金属和稀土价格》——2021-02-03

《新里程系列报告1-磷酸铁锂需求强劲,碳酸锂价格将保持强势》——2021-01-22

《稀土行业快评:需求推动轻重稀土价格持续上涨》——2021-01-19

《有色行业1月投资策略:市场拥抱核心资产和新能源金属》——2021-01-16

《铜行业快评:伦铜创八年新高——供应干扰不断,需求再添亮点》——2021-01-08

证券分析师:刘孟峦

电话:010-88005312

E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040001

证券分析师:杨耀洪

电话:021-60933161

E-MAIL: yangyaohong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040005

联系人:焦方冉

电话:021-60933177

E-MAIL: jiaofangran@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明。

行业周报

水电铝模式顺应行业低碳发展要求

本周热点:电解铝行业面临低碳发展压力

内蒙古发改委和工信厅发布《关于调整部分行业电价政策和电力市场交易政策的通知》。该通知主要内容是从2021年2月开始,取消蒙西电解铝企业部分电价优惠政策,以及征收企业自备电厂政策性交叉基金,综合来看会抬升内蒙古电解铝企业生产成本200元/吨左右。

从内蒙古地区的电价政策转变,说明我国实施积极应对气候变化的国家战略背景下,过去十几年我国电解铝行业得以快速扩张的“煤-电-铝”发展模式,面临较大的减排压力。工信部在2月初也首次提出铝行业在2021年要“谋划低碳发展路径”。

受资源禀赋影响,我国电解铝行业能源结构仍以化石能源为主,吨铝碳排放量远大于水电等可再生能源。内蒙古出台的调价调整措施,令市场担心其他地区可能也会出台类似措施引导当地产业结构调整,现有的“煤-电-铝”模式的成本优势可能会被削弱;未来新增煤电铝项目会面临更多的行政约束。长远来看,清洁能源占比高的电解铝企业面临的减排压力更小,我们建议关注绿色低碳水电铝上市公司云铝股份,以及积极布局云南水电铝产能的神火股份。

● 节前铝价大幅上涨

截至2月8日,国内电解铝库存75.2万吨,比上周一增加4.7万吨。从铝锭库存季节性图看,目前累库进度基本符合季节性,但由于当前库存基数较低,并且上期所铝期货注册仓单仍不足10万吨,导致沪铝仍然呈现BACK结构。从往年规律来看,节前铝锭库存累积不多,库存累积主要集中在春节期间以及节后3-4周,根据我们的平衡表,我们认为今年铝锭累库会持续到3月上旬,库存高点可能在130万吨左右。由于今年提倡就地过年,节后复工复产可能比往年更为顺畅,累库周期也会比往年略短。我们继续看好电解铝冶炼利润,并认为电解铝高冶炼利润具有持续性。

● 重点推荐

云铝股份、神火股份

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
000807	云铝股份	买入	8.95	27,997	0.30	0.51	29.8	17.7
000933	神火股份	买入	7.28	16,245	0.39	0.54	18.7	13.5

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

本周热点：电解铝行业面临低碳发展压力

上周市场热议内蒙古发改委和工信厅发布的《关于调整部分行业电价政策和电力市场交易政策的通知》。该通知主要内容是从 2021 年 2 月开始，取消蒙西电解铝企业部分电价优惠政策，以及征收企业自备电厂政策性交叉基金，综合来看会使内蒙古电解铝企业增加用电成本 0.01-0.03 元/度不等，折合吨铝成本上涨 133-399 元/吨不等。由于内蒙古地区电解铝企业 70%使用自备电，30%使用网电，综合来看会抬升内蒙古电解铝企业生产成本 200 元/吨左右。

从逻辑上讲，内蒙古电解铝企业增加 200 元/吨的生产成本并不能使铝价上涨。市场关注的是我国实施积极应对气候变化的国家战略背景下，过去十几年我国电解铝行业得以快速扩张的“煤-电-铝”发展模式，面临较大的减排压力。未来我国持续将碳强度下降作为约束性指标纳入国民经济和社会发展规划，并且生态环境部去年 10 月明确表示将碳达峰行动有关工作纳入中央生态环保督察，今年 2 月工信部“2020 年铝行业运行情况”简报首次提出 2021 年全行业要“谋划低碳发展路径”，可以看到政策层面对行业已经形成一定压力。

表 1：近期电解铝行业相关文件

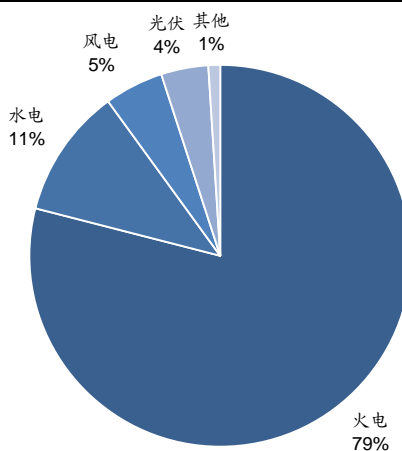
时间	部门	相关文件	主要内容
2020 年 10 月	生态环境部	《关于<西部地区鼓励类产业目录（2020 年本）>意见的复函》	建议将焦化、电解铝行业移出西部地区鼓励类产业目录
2021 年 1 月	内蒙古自治区发改委、工信厅	《关于调整部分行业电价政策和电力市场交易政策的通知》	免除蒙西地区电解铝企业部分电价优惠政策，对自备电厂征收政策性交叉补贴
2021 年 2 月	工信部原材料司	《2020 年铝行业运行情况》	首次提出 2021 年全行业要“谋划低碳发展路径”

资料来源:国信证券经济研究所整理

电解铝生产过程高耗能。生产 1 吨电解铝仅电解环节就消耗 4 吨标煤，冶炼 1 吨铜仅消耗 214kg 标煤。2020 年我国原铝产量 3712 万吨，按吨铝耗电 13300 度电计算，全行业耗电 4937 亿千瓦时，而 2020 年我国全社会用电量 75110 亿千瓦时，电解铝行业占全社会用电量 6.57%。

从电解铝行业电力能源结构来看，虽然近几年西南地区水电铝快速扩张，行业清洁能源占比在提升，但资源禀赋决定了我国电解铝行业能源仍以化石能源为主，行业研究机构阿拉丁统计 2019 年底我国电解铝行业能源结构中火电占比达 79%。

图 1：2019 年底中国电解铝行业电力能源结构



资料来源:阿拉丁、国信证券经济研究所整理

中铝郑州有色金属研究院曾根据某电解铝企业 2017 年实际运行情况，详细核算了生产 1 吨电解铝的碳排放情况，该电解铝企业用电均为外购，电力排放因子采用西北区域的电网排放因子。文章将该企业碳排放分为四类，计算出生产

1 吨电解铝需排放 11.81 吨二氧化碳。而使用水电生产电解铝的云南铝业，吨铝碳排放当量仅为 3.23 吨二氧化碳，水电铝在碳排放方面具有明显优势。

表 2: 某电解铝企业碳排放核算

排放类别	排放量 (t-CO2/t-Al)
化石燃料燃烧的碳排放	0.06
工业生产过程中的碳排放	1.5
阳极效应碳排放	0.25
净购的电力产生的碳排放	10
总计	11.81

资料来源:《某电解铝企业的碳排放核算方案》、国信证券经济研究所整理

我国电解铝行业减排面临外部压力。国外排在前列的大型铝企如俄铝、力拓、海德鲁等企业清洁能源占比均在 70%以上，其中一些企业积极推动这一优势，寻求低碳铝相对于传统铝的溢价。伦敦金属交易所也在去年 8 月份公布了一个低碳铝交易平台的规划方案，以推进铝产业的可持续发展。

由于各国的能源禀赋不同，我国现阶段大规模推进低碳铝并不符合实际情况。内蒙古出台的电价调整措施，使市场担心其他地区可能也会出台类似措施引导当地产业结构调整，现有的“煤-电-铝”模式的成本优势可能会被削弱；另外未来新增煤电铝项目会面临更多的行政约束。长远来看，清洁能源占比高的电解铝企业面临的减排压力更小，我们建议关注绿色低碳水电铝上市公司云铝股份，以及积极布局云南水电铝产能的神火股份。

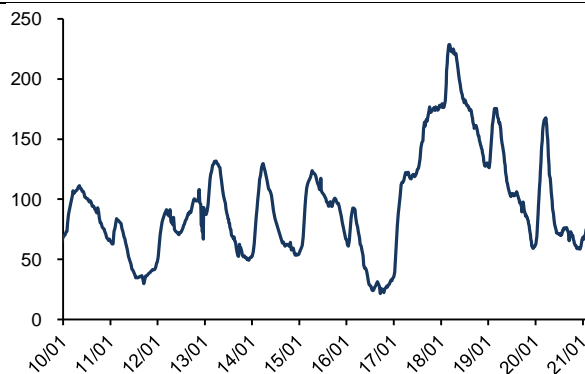
铝：市场对节后铝价普遍乐观

根据 SMM 数据，截至 2 月 8 日，国内电解铝库存 75.2 万吨，比上周一增加 4.7 万吨。从铝锭库存季节图看，目前累库进度基本符合季节性，但由于当前库存基数较低，并且上期所铝期货注册仓单仍不足 10 万吨，导致沪铝仍然呈现 BACK 结构，这在沪铝历史上十分罕见。除了低库存原因，还有现货市场对节后铝价普遍持乐观态度，认为 4/5 月份旺季开始后现货市场铝锭会供不应求。

从往年规律来看，节前铝锭库存累积不多，库存累积主要集中在春节期间以及节后 3-4 周，根据我们的平衡表，我们认为今年铝锭累库会持续到 3 月上旬，库存高点可能在 130 万吨左右。由于今年提倡就地过年，节后复工复产可能比往年更为顺畅，累库周期也会比往年略短。

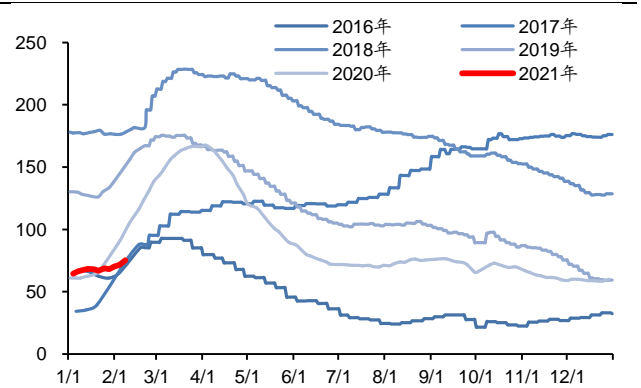
总体来看，今年市场参与者对铝价一致看多的预期偏强，普遍认为全年不会出现大幅过剩，导致了在春节前淡季现货没有出现大贴水，期货也没有转为正向结构。我们认为随着库存累积，结构转为正向结构的概率偏大；如果库存累积幅度大于市场预期，铝价也会存在小幅回调风险，但绝对价格会始终维持在偏高的水平。

图 2: 国内铝锭库存 (万吨)



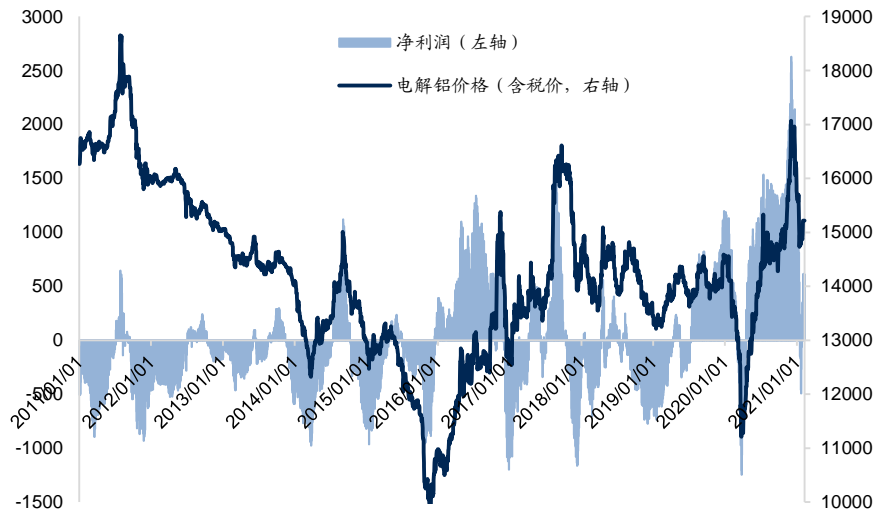
资料来源: Wind、SMM、国信证券经济研究所整理

图 3: 国内铝锭库存季节图 (万吨)



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

图 4: 电解铝利润测算 (元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 3: 全球电解铝平衡表 (千吨)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
原铝产量	57199	59186	63238	64022	63430	65099	67522	69206
产量增速	6.4%	3.5%	6.8%	1.2%	-0.9%	2.6%	3.7%	2.5%
原铝消费	56940	59690	63124	65029	65545	62577	65342	68338
消费增速	5.7%	4.8%	5.8%	3.0%	0.8%	-4.5%	4.4%	4.6%
原铝供需平衡	260	-504	114	-1007	-2115	2522	2179	868
其中: 中国	1408	681	1644	383	-1164	-333	229	74
国外	-1148	-1185	-1530	-1389	-951	2855	1950	794

资料来源: Wood Mackenzie、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032