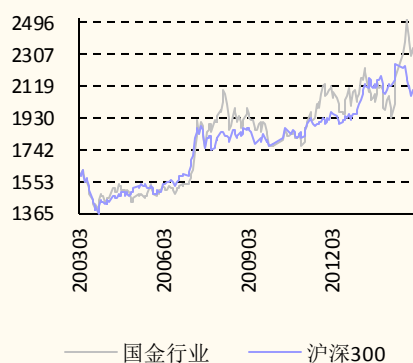


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金有色金属指数	2257
沪深300指数	5350
上证指数	3509
深证成指	14751
中小板综指	13035



相关报告

- 1.《短期供需错配持续，警惕回调风险-铜行业点评》，2021.3.2
- 2.《价格上涨逻辑强化，板块配置价值凸显-有色金属行业点评》，2021.2.18
- 3.《顺势而为，布局成长-2021年有色金属投资策略》，2020.12.30
- 4.《兼论另类资产在大类资产配置当中的意义-资产定价报告2020》，2020.8.14
- 5.《嘉能可维持减产，供需失衡带动钴价上涨-嘉能可2Q20生产报告...》，2020.7.31

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

冯孟乾 分析师 SAC 执业编号: S1130521010001
fengmengqian@gjzq.com.cn

铝价涨势延续，高盈利成为常态

投资建议

- **行业策略：**16年水泥行业的供给侧改革是在产能利用率60%的背景下，目前电解铝行业的二次供给侧改革是在产能利用率90%的背景下，供给弹性大幅减少。21年随着需求的增长和供给端的有力控制，铝价涨势有望延续。随着铝价回升和氧化铝价格的回落，电解铝行业高盈利将成为常态。
- **推荐组合：**全球电解铝产能最大的中国宏桥、100%绿色能源的云铝股份、布局国内最具成本优势地区的神火股份、成本优势突出的天山铝业、受益于电解铝行业盈利好转及产品提价的索通发展。

行业观点

- **与铜价走强逻辑不同，需求是驱动铝价的核心：**自20年3月铝价低点至今，铝价涨幅超过50%，需求恢复是铝价上涨的驱动力。12-18年中国原铝消费复合增速9.6%，为基本金属中需求最好的品种，增速呈现前高后低的趋势。19年受到下游地产、汽车、出口需求下滑影响，中国原铝消费首次出现负增长1.6%。20年随着需求复苏，中国原铝消费增速6.4%。21年随着全球经济复苏，原铝需求有望延续回升。从供给情况看，20年中国原铝产量增速4.9%，原铝进口106万吨、为近十年最高。在产量和进口大幅增长的情况下，供给端的大幅度增长被更快增长的需求所消化。
- **产能天花板形成，供给逻辑逐步强化：**由于全球电解铝新增产能集中在中国，中国产能变化代表了全球的产能情况。17年是中国电解铝产能的分水岭，4500万吨的产能天花板改变了此前产能无序扩张的格局。20年末中国电解铝运行产能约4100万吨，产量约3700万吨，产能利用率超过90%。内蒙凭借着能源优势，是中国重要的电解铝生产大省。随着内蒙古双控政策的出台，作为高耗能产业的电解铝存在减产的可能。由于17年后内蒙是重要的产能转移地，在建的电解铝产能也存在延期投产的可能。云南由于能源配套问题尚未完全解决，新增产能投产进度低于预期。在产能利用率超过90%的情况下，在产产能减产和新增产能延期投产进一步强化供给逻辑。
- **碳中和背景下，电解铝行业长期受益：**与其他国家不同，中国电解铝生产所需的能源以火电为主。二氧化碳的排放主要在能源消耗和电解过程，电力环节吨铝二氧化碳排放量11.2吨，电解环节吨铝二氧化碳排放量1.8吨。19年电解铝行业二氧化碳排放量4.12亿吨，占全社会总排放量5%。在碳中和背景下，内蒙率先调整对电解铝行业的电价政策并对自备电厂征收交叉补贴。作为高耗能的电解铝行业，产业政策调整将对冲击现有产能。
- **成本整体可控，冶炼利润丰厚：**在电解铝企业成本构成中，氧化铝占比约35%。由于电解铝产能天花板出现，氧化铝需求见顶，而氧化铝国内供给和进口渠道畅通导致氧化铝价格持续回落，我们认为这种情况还会维持。20年12月电解铝行业吨铝盈利约3500元，为近十年最高。氧化铝价格的低位运行使得行业利润由资源端向冶炼端转移，行业高利润将长期维持。
- **铝将成为中国具有影响力的金属品种：**中国铝土矿产量占比23%，仅次于澳大利亚，中国氧化铝产量占比55%、中国电解铝产量占比56%、中国原铝需求量占比56%，均为全球首位，这意味着全球的铝供给和需求均被中国掌控。虽然铝价仍以美元计价，但是中国对铝价的影响力将远超其他金属。

风险提示

- 全球央行过快收紧流动性；美债收益率快速上涨；新增产能投产加速。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402