

有色金属

**电解铝行业快评**
**超配**

(维持评级)

2021年07月18日

## 供应扰动不断，铝材出口是亮点

**证券分析师：刘孟尧**    010-88005312    liumengluan@guosen.com.cn    证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040001  
**证券分析师：杨耀洪**    021-60933161    yangyaozhong@guosen.com.cn    证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040005  
**联系人：焦方冉**    18560060679    jiaofangran@guosen.com.cn

### 事项：

近期受电力供应紧张影响，云南、内蒙古等电解铝主产地铝企再次收到压减用电负荷的要求，令6月份因限电减产的产能复产计划再次搁置，且无明确的复产时间表。

**国信有色观点：**近期电解铝供应端扰动值得关注，一是云南、广西、内蒙古等电解铝主产地限电不但使新增产能大幅低于预期，减产的产能复产也出现延后，6月国内电解铝产量已经环比下滑；二是实行新国标导致废铝进口减量较大，9月份汽车产销旺季来临后废铝供应会更加紧张。消费端我们继续看好铝材出口对消费的拉动作用。国内电解铝平衡表维持紧平衡到小幅短缺状态，由于当前库存处于历年同期偏低水平，到9月旺季来临后库存有望进一步降低，我们对铝价走势持乐观态度。**重点推荐：**神火股份、云铝股份、天山铝业、中国宏桥。

### 评论：

#### ■ 能耗双控叠加限电，电解铝新增产能预期不断下调

从去年下半年以来，随着铝价不断上涨，电解铝冶炼利润增加至历史高位，根据往年规律，必然刺激电解铝合规产能快速扩张，去年市场普遍预期今年电解铝产量会同比大幅增长，2020年四季度安泰科曾预期2021年国内新增电解铝产能300万吨，如下表所示，新增产能主要来自云南和内蒙古。

**表 1：2020 年四季度预期 2021 年新增产能（万吨）**

地区	企业	2021 年
云南	云铝海鑫铝业有限公司	20
	云南神火铝业有限公司	30
	云南其亚铝业有限公司	35
	云南宏泰新型材料有限公司	103
	<b>云南合计</b>	<b>188</b>
广西	百矿集团	37
内蒙古	内蒙古创源金属有限公司	15
	白音华高精铝板带项目	40
	<b>内蒙古合计</b>	<b>55</b>
山西	中润铝业有限公司	10
贵州	黔西南州元豪投资有限公司	10
	<b>合计</b>	<b>300</b>

资料来源:安泰科、国信证券经济研究所整理

然而今年2月份内蒙古自治区因完成能耗“双控”目标压力大，对辖区内电解铝企业运行产能进行压减，根据安泰科统计，截止3月底，内蒙古共减产电解铝产能19万吨。更大的影响是新增项目大幅延后，据统计内蒙古已经通过审批但未建成投产的项目有三个，分别是白音华40万吨项目、扎铝二期35万吨项目以及华云三期42万吨项目，华云三期其中25万吨是等量置换，净增量17万吨，三个项目总计增量92万吨，投产日期有大幅延后的可能。到今年一季度，市场预期新增产能明显下降，如下表所示。

表 2: 2021 年二季度初预期年度新增产能 (万吨)

	企业名称	2021 年新投产
新投产	云南	
	云南海鑫铝业公司	20
	云南神火铝业有限公司	30
	云南其亚金属有限公司	20
	云南宏泰	50
	云南合计	120
贵州	黔西南州元豪投资有限公司	11
广西	广西百矿集团	35
	合计	168
复产	河南恒康铝业	24

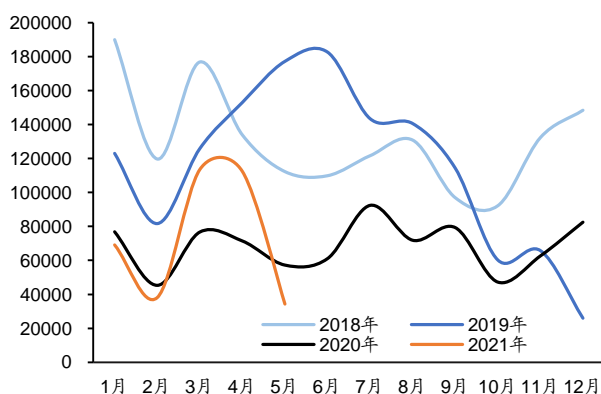
资料来源:安泰科、国信证券经济研究所整理

限电导致的减产产能数量更大。今年 5-6 月份云南地区干旱, 枯水期长于往年, 南方电网通知压低云南电解铝厂用电负荷 30%以上, 据相关机构统计实际减产在 70-90 万吨之间, 随着 6 月来水增加, 铝企原本计划逐步复产, 但近期企业再次收到限电通知, 复产和新投产计划继续推迟, 且没有明确时间表。因此今年云南新增产能大概率远低于预期。

### ■ 新国标导致废铝进口大幅下滑

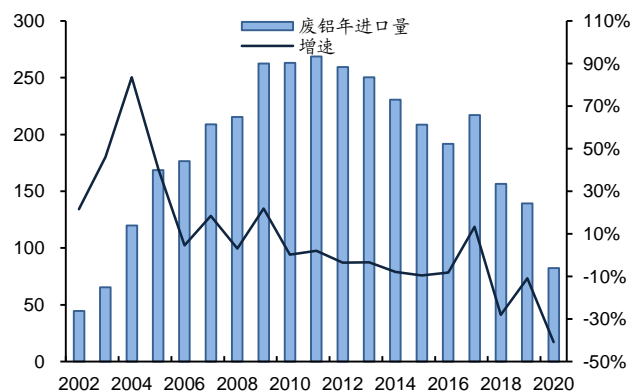
去年 10 月海关总署公告, 符合新国标《再生铸造铝合金原料》(GB/T 38472-2019) 的废铝不属于固废, 可自由进口, 不再实行批文制。但由于新国标对于再生铸造铝合金原料的夹杂物等指标要求偏高, 国外处理设备大都难以达到该标准, 海关严格执行进口标准后, 废铝进口断崖式下滑, 5 月份仅进口废铝 3.4 万吨, 环比 4 月下滑 69.5%。如果废铝通关问题得不到解决, 进口废铝大幅减量带来的影响将逐步显现。

图 1: 5 月废铝进口显著下滑 (吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 废铝年进口量 (万吨)

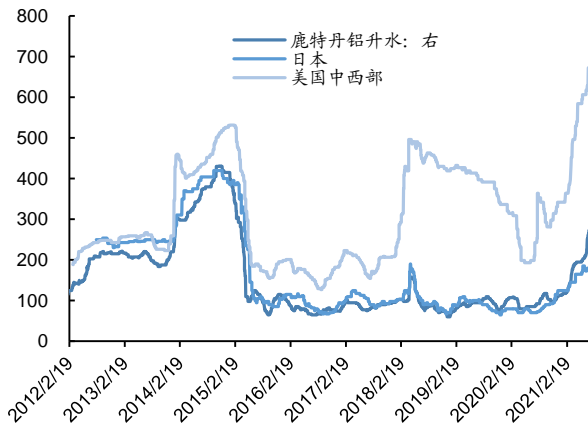


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### ■ 国外铝现货升水历史新高, 出口将成为消费亮点

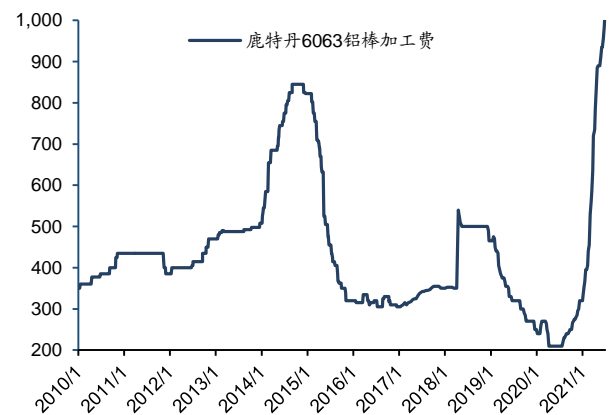
受俄罗斯对铝出口征收 15% 关税以及下游强劲需求影响, 近期国外铝现货升水大幅攀升, 欧洲、北美地区铝升水均接近或超过历史最高水平。其中美国中西部铝升水达到 672 美元/吨, 创历史新高, 欧洲鹿特丹铝升水 272.5 美元/吨, 创除 2014 年因 LME 仓储规则造成的高升水之外, 也接近历史高位。鹿特丹铝棒加工费涨至 1000 美元/吨以上, 同样创历史新高。近期 LME 铝价虽然没有大幅增长, 但铝现货升水大幅上涨, 带动国外铝现货价攀升。

图 3: 国外部分地区铝现货升水 (美元/吨)



资料来源: Metal Bulletin、国信证券经济研究所整理

图 4: 鹿特丹铝棒加工费 (美元/吨)



资料来源: 国家旅游局、国信证券经济研究所整理

图 5: 欧洲现货铝价 (美元/吨)



资料来源: Metal Bulletin、国信证券经济研究所整理

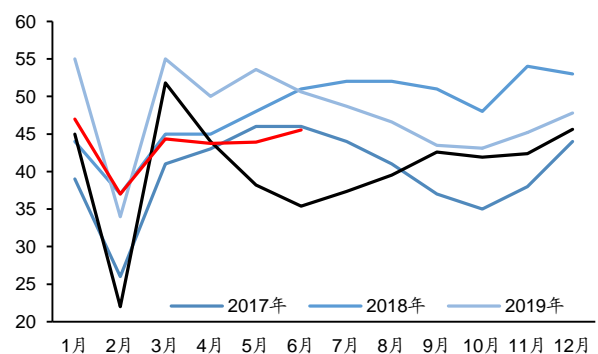
国外铝升水创新高，一方面刺激中国铝材出口，另一方面将抑制铝锭和铝材进口。随着国内经济快速复苏的阶段已过，而国外经济随着疫苗接种率提升而快速恢复，铝的消费端将由去年的“内强外弱”转变为“外强内弱”，这种趋势在铝现货进口盈亏数据上已经体现，6月份以来，伦铝走势强于沪铝，加上国外铝升水不断攀升，铝锭进口基本处于亏损状态。同时，铝材出口将受益于国外需求走强，根据海关数据，6月份我国出口未锻铝及铝材 45.54 万吨，同比增长 28.6%，1-6 月份出口未锻铝及铝材共 261.5 万吨，同比增长 10.6%。我们预期下半年铝材出口将成为拉动铝消费的重要因素。

图 6: 铝现货进口盈亏 (元/吨)



资料来源: 永安期货、国信证券经济研究所整理

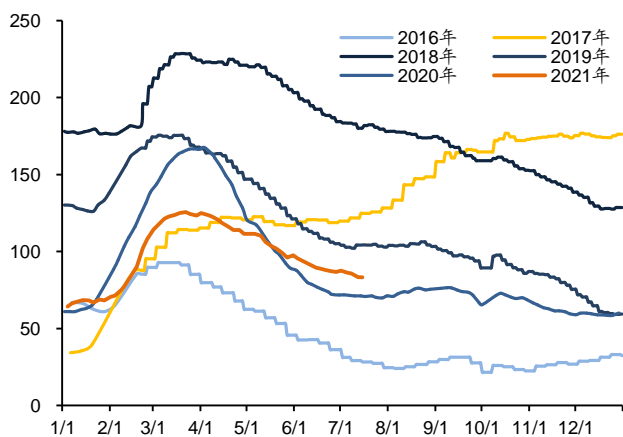
图 7: 未锻铝及铝材月度出口量 (万吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

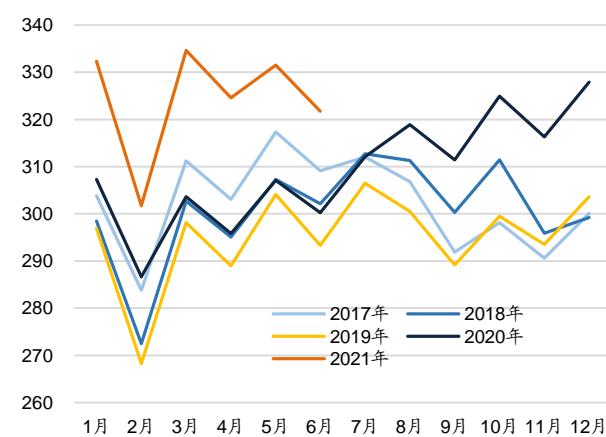
综上，我们认为近期电解铝供应端扰动值得关注，云南、广西、内蒙古等电解铝主产地限电不但使新增产能大幅低于预期，减产的产能复产也出现延后，6月国内电解铝产量已经环比下滑；实行新国标导致废铝进口减量较大，9月份汽车产销旺季来临后废铝供应会更加紧张。消费端我们继续看好铝材出口对消费的拉动作用。电解铝平衡表维持紧平衡到小幅短缺状态，由于当前库存处于历年同期偏低水平，到9月旺季来临后库存有望进一步降低，我们对铝价走势持乐观态度。短期风险在于当前政策严控大宗商品涨价，月度抛储数量的灵活调整将成为抑制价格过快上涨的手段之一，但铝价稳中偏强的运行趋势不会改变。

图 8: 电解铝库存季节图 (万吨)



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

图 9: 电解铝月度产量 (万吨)



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

### 投资建议

下半年国内铝产能、废铝进口均受限，铝材出口将成为消费亮点，预期铝价稳中走强，抛储不会改变铝价长期走势，电解铝行业有望继续维持高冶炼利润，建议关注受限电影响较小的神火股份、天山铝业，长期看好水电铝龙头云铝股份。

### 风险提示

- 1、宏观经济超预期下行风险；
- 2、电力供应紧张局势缓解，企业迅速复产；
- 3、国储局抛储铝锭数量超预期风险。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
000933	神火股份	买入	11.56	0.16	1.68	2.06	72.3	6.9	5.6	2.6
000807	云铝股份	买入	14.20	0.29	1.28	1.55	49.0	11.1	9.2	2.0
002532	天山铝业	买入	8.91	0.41	0.82	0.95	21.7	10.9	9.4	1.8
01378	中国宏桥	买入	8.78	1.22	1.97	2.17	7.2	4.5	4.0	0.7

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

## 相关研究报告:

- 《有色行业中报前瞻&7月投资策略：中报行情有望快速启动，继续重视锂电上游投资机会》 ——2021-07-13
- 《新锂程系列报告 4-战略地位凸显，国内硬岩型锂矿全梳理》 ——2021-07-08
- 《国信证券-新锂程系列报告 3-技术引领，中国将加快建设世界级盐湖产业基地》 ——2021-06-24
- 《再生铝行业专题：碳中和为再生铝发展带来历史性机遇》 ——2021-06-07
- 《有色行业 6 月投资策略：商品牛市拐点未至，重视锂电上游投资机会》 ——2021-06-03

## 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。

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