

## 行业动态跟踪报告

## 供需成本库存齐发力，铝价高企

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 证券分析师

陈建文

投资咨询资格编号  
S1060511020001  
0755-22625476  
chenjianwen002@pingan.com.cn



## 平安观点：

- **铝价强势崛起，超越十年高点：**2021年以来，铝的价格持续攀升，目前上海期货交易所和伦敦期货交易所铝的价格超越近十年高点。国内现货铝的价格相比年初大涨46%，不但创下近十年新高，甚至逼近了2008年金融危机前的水平。2021年7月以来，电解铝价格上涨约21%，与同时期铜价格震荡略走弱形成较为鲜明的对比。
- **碳中和以及能耗双控下，电解铝供需错配突出：**碳中和背景下，电解铝新增产能受限，根据阿拉丁，2021年7月，中国电解铝相比2020年底仅增加27万吨，增长0.6%。同时能耗双控目标对电解铝生产造成较大影响，行业开工率被动下降，由2021年4月的94%下降到2021年7月的91%。其中能耗双控压力较大的云南、新疆、广西、青海的电解铝主产区受影响较显著。根据百川统计，截至2021年9月9日，中国电解铝停产规模高达311万吨，远高于复产的118万吨。另一方面，电解铝市场需求良好，2021年前七个月中国电解铝表观消费增长10.5%，高于同期7.2%产量增长。
- **原材料价格上涨，电解铝价格成本支撑较强：**除电力外，预焙阳极和氧化铝在电解铝原料成本占比较高。2021年以来电解铝原材料价格走势强劲，其中预焙阳极价格相比年初上涨27%；氧化铝在烧碱和铝土矿价格上涨下，2021年8月以来强势上涨，目前价格相比年初上涨约42%。我们认为原材料价格短期仍难以回调，成本对电解铝价格支撑仍较强。
- **低库存对电解铝行业影响正面：**尽管2021年年初受疫情影响，电解铝库存有所增加，但2021年3月以来，库存持续下降，电解铝各环节库存处于较低水平。其中目前伦敦期货交易所和上海期货交易所库存处于2010年较低水平；国内社会库存相比年内高点下降39%，低于2017年以来平均水平；国内工厂库存相比年初下降60%，年初较高库存消除。
- **投资建议：**我们认为目前电解铝较高的价格主要受偏紧供给和原材料带来的成本上升驱动，此外较低的库存也起到部分作用。目前来看这三个因素短期难以发生根本性的变化，电解铝价格有望保持历史较好水平。从产业链利润分配看，由于电解环节产能及生产受到限制较严格，在产业链地位不断提升，电解铝价格上涨受益明显，盈利水平也将处于较好水平。建议关注受益价格上涨，盈利提升，电解铝产能位居行业前列的龙头公司云铝股份、中国铝业、神火股份。
- **风险提示：**供给边际改善、需求走弱和政策调控等。

# 正文目录

一、	铝价强势崛起，超越十年高点.....	4
二、	碳中和及能耗双控下，电解铝供需错配较突出.....	5
三、	原材料上涨，电解铝价格的成本支撑较强.....	7
四、	低库存对电解铝行业影响正面.....	10
五、	投资建议.....	10
六、	风险提示.....	11

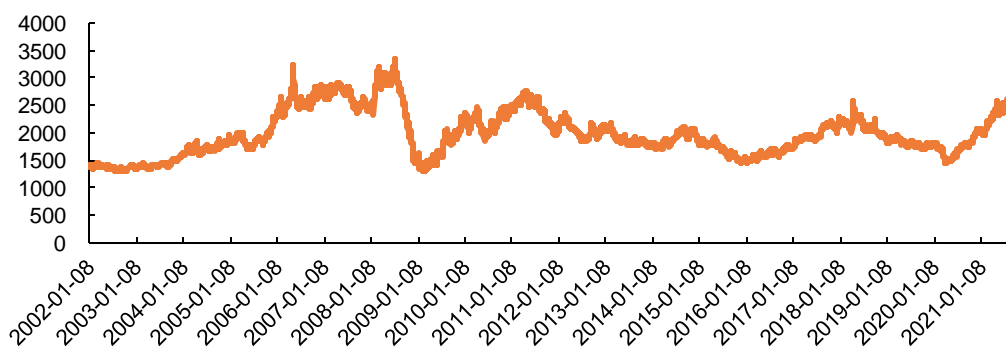
## 图表目录

图表 1	LME 铝的期货价格走势 (美元/吨)	4
图表 2	SHFE 铝的期货价格走势 (元/吨)	4
图表 3	长江有色铝的现货价格走势 (元/吨)	4
图表 4	电解铝代表性上市公司 2021 年上半年业绩大增	5
图表 5	2021 年以来中国电解铝产能增长有限 (万吨)	5
图表 6	2021 年上半个半年能耗双控晴雨表	6
图表 7	中国电解铝的产能分布(2021 年 7 月)	6
图表 8	2021 年 5 月以来, 电解铝的开工率下降	6
图表 9	中国电解铝主产区产能利用率变化	7
图表 10	2021 年前七月, 中国及海外电解铝产量增长有限 (万吨)	7
图表 11	中国电解铝表观消费量	7
图表 12	2021 年前七月, 中国电解铝进口量大增 (万吨)	7
图表 13	2021 年以来预焙阳极价格持续上扬 (元/吨)	8
图表 14	几内亚在全球铝土矿地位举足轻重 (2020 年)	8
图表 15	中国铝土矿的进口量大 (万吨)	8
图表 16	几内亚在中国铝土矿进口占比高 (2020 年)	8
图表 17	国内烧碱的价格走势 (元/吨)	9
图表 18	波罗的海干散货指数走势强劲	9
图表 19	几内亚进口铝土矿价格 (美元/吨)	9
图表 20	国产铝土矿价格走势 (元/吨)	9
图表 21	2021 年 8 月以来氧化铝价格强势上涨 (元/吨)	9
图表 22	伦敦期货交易所电解铝库存 (万吨)	10
图表 23	上海期货交易所电解铝库存 (万吨)	10
图表 24	国内电解铝的现货库存 (万吨)	10
图表 25	国内电解铝厂家库存	10
图表 26	2021 年以来电解铝吨毛利走高 (元/吨)	11

## 一、铝价强势崛起，超越十年高点

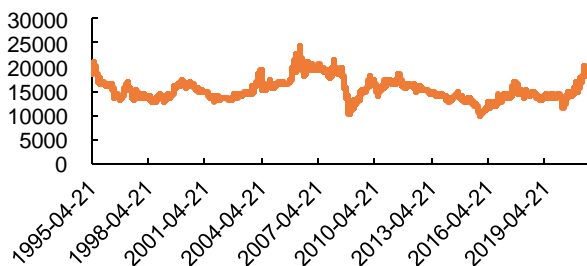
2021年以来，铝的价格持续攀升，截至2021年9月14日，上海期货交易所和伦敦期货交易所铝的价格分别为2.28万元/吨、2857美元/吨，均已超越近十年的高点。国内现货市场方面，2021年9月14日，长江有色市场铝的价格上涨至2.29万元/吨，相比年初大涨46%，不但创下近十年新高，甚至逼近了2008年金融危机前的价格水平。阶段看，在经历了2021年5月和6月的暂时调整后，7月上海铝期货价格重拾升势，截至9月14日，价格再次上涨约21%，和同时期铜价格震荡略走弱形成较为鲜明的对比。

图表1 LME 铝的期货价格走势（美元/吨）



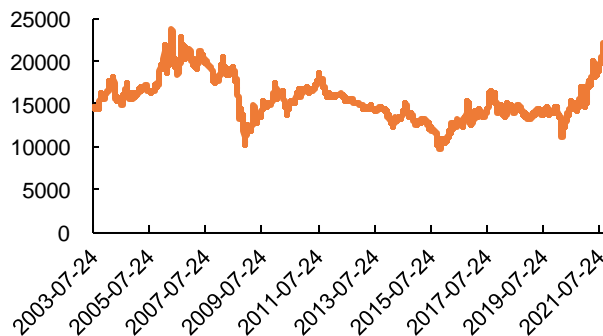
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表2 SHFE 铝的期货价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3 长江有色铝的现货价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，平安证券研究所

在价格推动下，电解铝的行业景气度业不断提升。代表性电解铝上市公司中国铝业、云铝股份等公司毛利率提升显著，2021年上半年业绩大幅增长，达到历史较好水平。我们从供需、成本、库存三个因素分析近期铝价强势崛起的背后原因。

图表4 电解铝代表性上市公司2021年上半年业绩大增

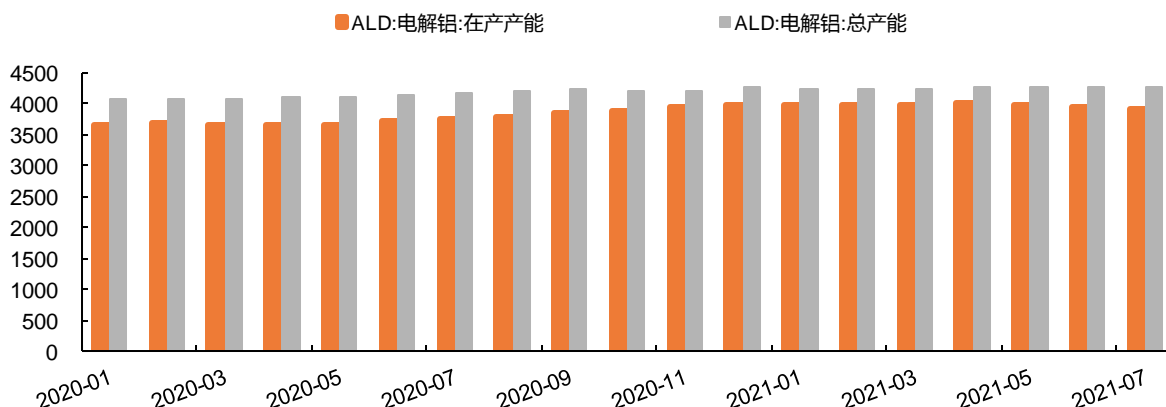
公司名称	2021年上半年利润(亿元)	2021年一季度毛利率	2021年二季度毛利率
中国铝业	30.75	10.61%	12.12%
云铝股份	19.98	16.65%	26.68%
神火股份	14.63	26.45%	33.94%
南山铝业	15.07	23.75%	27.63%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 二、碳中和及能耗双控下，电解铝供需错配较突出

**供给方面:** 2021年中国提出了碳中和目标,而电解铝属于高耗行业,是备受市场和政府关注的子行业。电解铝在中长期产能天花板基本确定下,通过产能置换新增的产能相对有限,根据阿拉丁,截至2021年7月,中国电解铝的总产能4283万吨,相比2020年底仅增加27万吨,增幅0.6%。

图表5 2021年以来中国电解铝产能增长有限(万吨)



资料来源: 阿拉丁, Wind, 平安证券研究所

另一方面,政府加强了能耗双控管控,根据国家发改委,上半年青海、宁夏、广西、广东、福建、新疆、云南、山西、江苏九省能耗强度降低进度为红色一级预警(根据发改委定义红色为形势十分严峻),其中新疆、青海、云南、广西是我国电解铝的重要产地,约占我国电解铝总产能的37%,而云南尽管以水电为主,但仍不可避免受到能耗指标的影响。

在能耗双控的约束下,电解铝用电受到较大影响,2021年5月电解铝的开工率被动从高位开始回落,由2021年4月的约94%下降到2021年7月的约91%。分区域看,能耗双控压力较大的云南、青海、新疆、广西,通过限电、错峰用电等方式对电解铝生产进行了一定的控制,电解铝开工率下降较为显著,其中云南电解铝开工率从2021年4月98%大幅下降到2021年7月81%。根据百川统计,截止2021年9月9日,中国电解铝减产规模已经达到311.1万吨,而同期复产的为118万吨,低于减产规模。

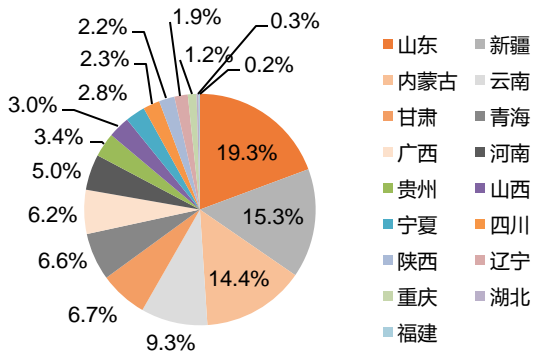
由于生产受限,2021年我国电解铝的产量增长较为缓慢,根据IAI(国际铝业协会),2021年前七月,中国电解铝产量同比增长7.2%;而海外电解铝产量在扩产较少和疫情影响下,增长有限,2021年前七个仅同比增长1.2%。

图表6 2021年上半能耗双控晴雨表

地区	能耗强度降低进度目标 预警等级	能源消费总量控制目标 预警等级
青海	●	●
宁夏	●	●
广西	●	●
广东	●	●
福建	●	●
新疆	●	●
云南	●	●
陕西	●	●
江苏	●	●
浙江	●	●
河南	●	●
甘肃	●	●
四川	●	●
安徽	●	●
贵州	●	●
山西	●	●
黑龙江	●	●
辽宁	●	●
江西	●	●
上海	●	●
重庆	●	●
北京	●	●
天津	●	●
湖南	●	●
山东	●	●
吉林	●	●
海南	●	●
湖北	●	●
河北	●	●
内蒙古	●	●

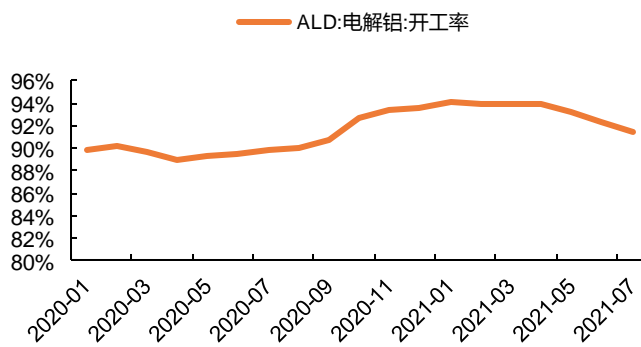
资料来源：国家发改委，平安证券研究所

图表7 中国电解铝的产能分布(2021年7月)



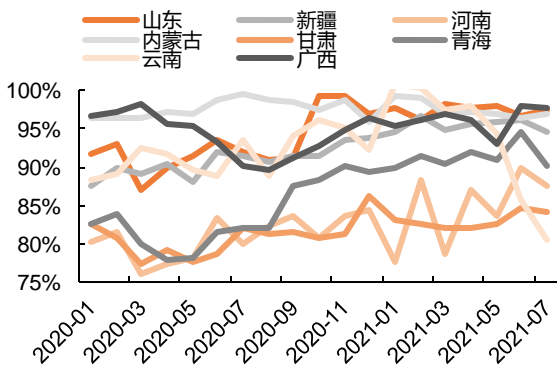
资料来源：阿拉丁，Wind，平安证券研究所

图表8 2021年5月以来，电解铝的开工率下降



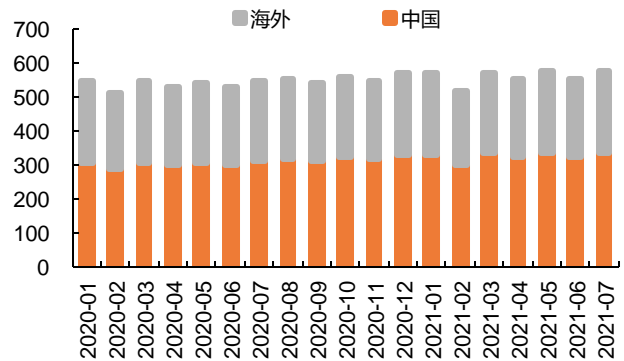
资料来源：阿拉丁，Wind，平安证券研究所

图表9 中国电解铝主产区产能利用率变化



资料来源：阿拉丁，Wind，平安证券研究所

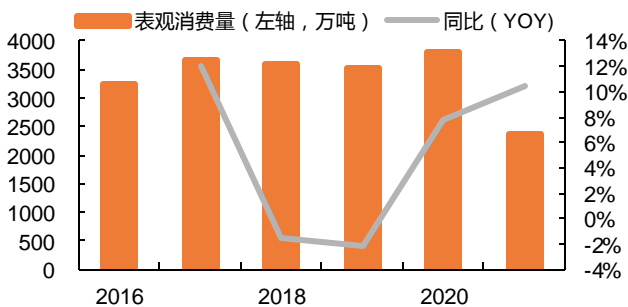
图表10 2021年前七月，中国及海外电解铝产量增长有限（万吨）



资料来源：IAI，Wind，平安证券研究所

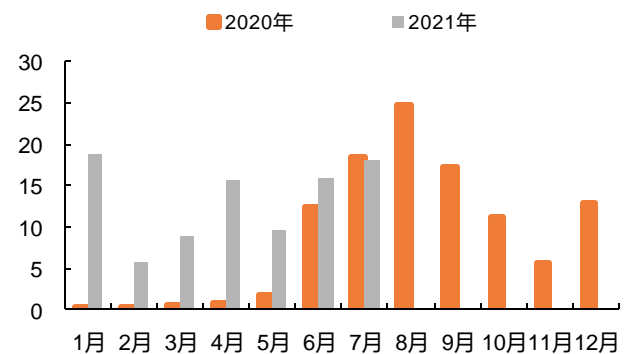
需求方面，由于经济复苏，我国电解铝需求良好，根据百川资讯，2021年前7月，中国电解铝表观需求量为2354万吨，同比增长10.5%，高于同期电解铝产量增速。由于国内产销存在缺口，2021年我国电解铝进口数量大幅增加，前七个月累计进口电解铝92万吨，接近了2020年全年约106万吨进口量。

图表11 中国电解铝表观消费量



资料来源：百川资讯，平安证券研究所

图表12 2021年前七月，中国电解铝进口量大增（万吨）

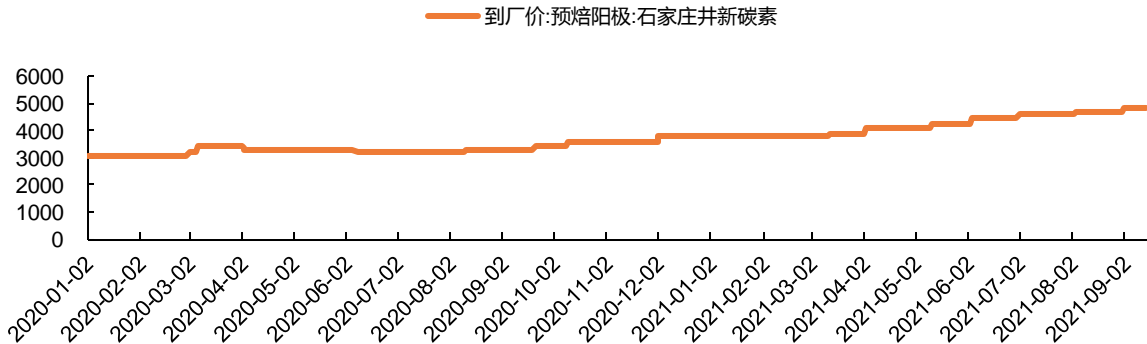


资料来源：Wind，平安证券研究所

### 三、原材料上涨，电解铝价格的成本支撑较强

2021年电解铝主要原材料氧化铝、预焙阳极价格也出现了较大上涨。预焙阳极方面，由于预焙阳极主要原料为石油焦和沥青，受原油价格上涨影响，2021年以来预焙阳极价格持续上扬，年初至今上涨约27%。

图表13 2021年以来预焙阳极价格持续上扬(元/吨)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

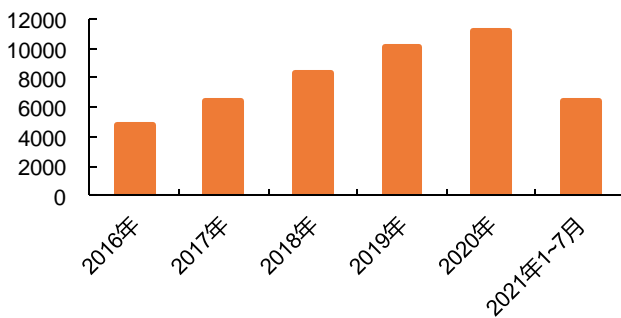
氧化铝生产成本主要是铝土矿和烧碱,其中烧碱因产能增长有限,供需错配,2021年以来价格大幅上涨,年初至今大涨45%。氧化铝另一原材料铝土矿方面,中国是铝土矿资源较为缺乏国家,氧化铝生产所需的铝土矿超70%由进口提供,其中全球铝土矿主要生产国几内亚是中国最大的铝土矿进口来源地,2020年约占中国进口铝土矿的47%。受国际海运价格上涨推动,进口铝土矿的成本增加,几内亚进口铝土矿价格上涨,年初至今上涨约29%。2021年9月,几内亚发生了军事政变,尽管目前看影响可控,但未来如果局势动荡,将增加全球铝土矿供给的不确定性。尽管氧化铝产能过剩,价格对成本反映有所滞后,但从2021年下半年起在原材料烧碱、铝土矿价格上涨推动下走强,尤其是进入8月份后,氧化铝价格强势上涨,截至2021年9月13日,价格上升至3360元/吨,相比年初上涨42%。

图表14 几内亚在全球铝土矿地位举足轻重(2020年)

公司名称	几内亚	全球	占比
铝土矿产量(万吨)	8200	37100	22.10%
铝土矿探明储量(亿吨)	74	300	24.67%

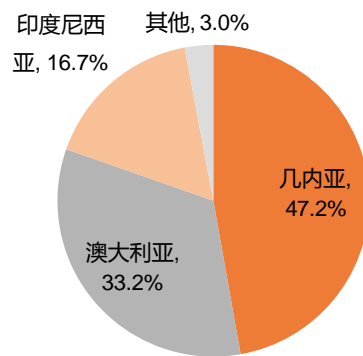
资料来源: USGS, 平安证券研究所

图表15 中国铝土矿的进口量大(万吨)



资料来源: 百川资讯, 平安证券研究所

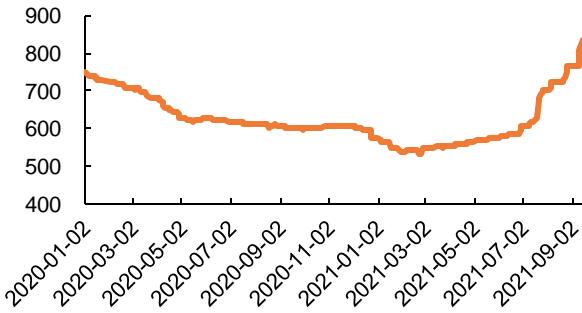
图表16 几内亚在中国铝土矿进口占比高(2020年)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

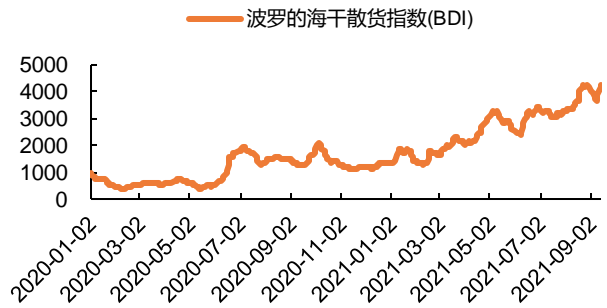


图表17 国内烧碱的价格走势(元/吨)



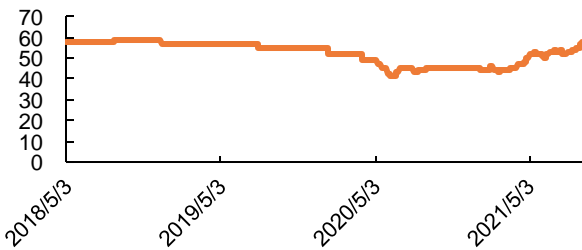
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表18 波罗的海干散货指数走势强劲



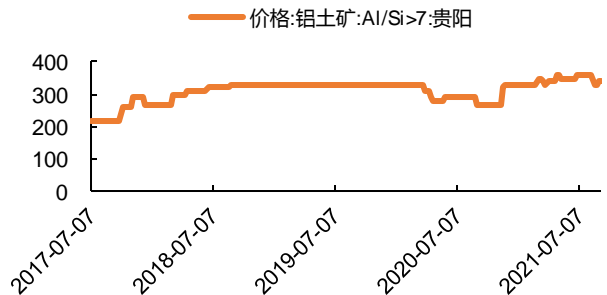
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表19 几内亚进口铝土矿价格(美元/吨)



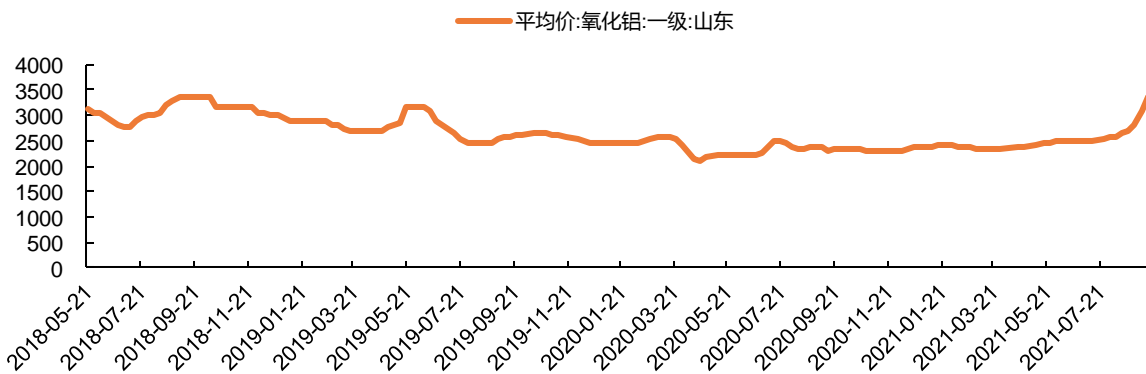
资料来源: 百川资讯, 平安证券研究所

图表20 国产铝土矿价格走势(元/吨)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21 2021年8月以来氧化铝价格强势上涨(元/吨)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

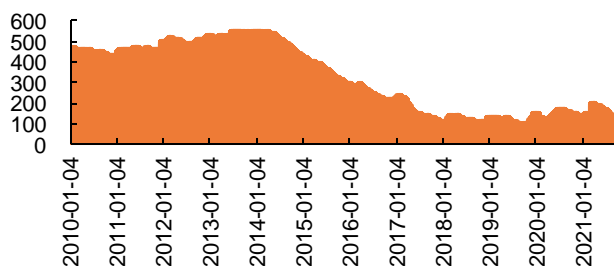
可见，主要原材料价格上涨导致成本上升是电解铝价格上涨的另一主要动力，且目前原材料价格短期仍难以回调，成本对电解铝价格支撑仍较强。

## 四、低库存对电解铝行业影响正面

目前电解铝可观测的库存指标包括期货库存和社会现货库存及工厂库存。期货库存方面，目前代表性的伦敦期货交易所库存和上海期货交易所库存经历了 2021 年年初小幅上涨后，3 月份开始持续下降，目前两大交易所电解铝的库存均处于 2010 年较低水平。国内电解铝社会库存 2021 年初受疫情影响有所上升，3 月份起也呈下降态势，截止 9 月初，国内电解铝社会库存已从年内高点的约 126 万吨下降到 77 万吨，下降幅度 39%，已低于 2017 年以来电解铝平均社会库存水平。根据百川资讯对样本企业的统计，2021 年以来电解铝的工厂库存走势和社会库存基本趋同，目前相比年内高点水平下降约 60%。

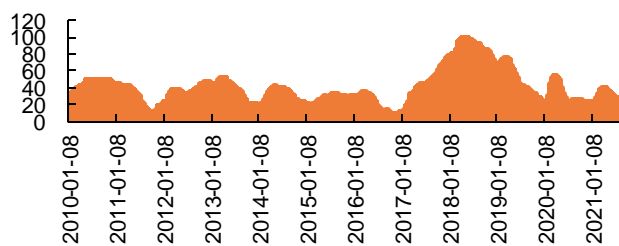
可见，目前电解铝各环节的库存均处于较低水平，对电解铝供需格局和价格的作用正面。

图表 22 伦敦期货交易所电解铝库存（万吨）



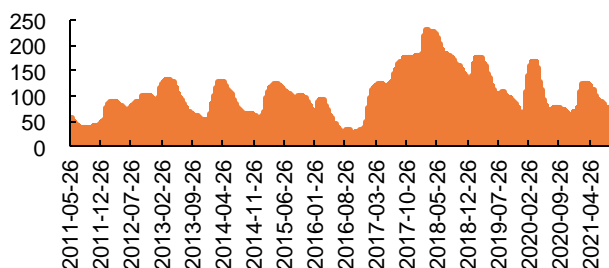
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 23 上海期货交易所电解铝库存（万吨）



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 24 国内电解铝的现货库存（万吨）



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 25 国内电解铝厂家库存



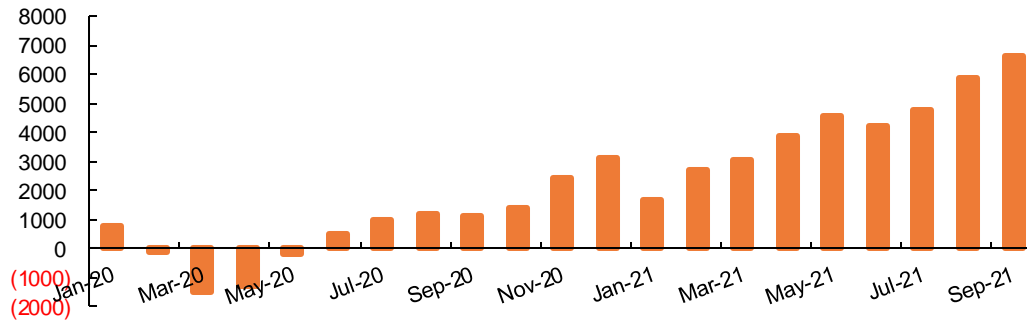
资料来源：百川资讯, 平安证券研究所

## 五、投资建议

我们认为目前电解铝较高的价格主要受偏紧供给和原材料带来的成本上升驱动，此外较低的库存也起到部分作用。目前来看，

这三个因素短期难以发生根本性的变化，电解铝价格有望保持历史较好水平。从产业链利润分配看，由于电解环节产能及生产受到限制较严格，在产业链地位不断提升，电解铝价格上涨受益明显，盈利水平也将处于较好水平。建议关注受益价格上涨，盈利提升，电解铝产能位居行业前列的龙头公司云铝股份、中国铝业、神火股份。

图表26 2021年以来电解铝吨毛利走高（元/吨）



资料来源：百川资讯

## 六、风险提示

### （1）供给边际改善的风险。

2021年以来，由于碳中和以及能耗双控，电解铝部分主产区生产受限，供给偏紧。未来如果上述措施有所放松，将导致电解铝供给边际改善，供需矛盾缓解，可能对电解铝价格造成一定打压。

### （2）电解铝需求走弱的影响。

由于电解铝价格高企，下游生产企业的成本压力增加。如果下游生产积极性减弱，或者高铝价传导终端导致消费意愿下降，将可能使得电解铝需求走弱，并影响电解铝行业高景气。

### （3）政策调控的影响。

电解铝等大宗商品价格高企引起了国家的重视，目前由于国家铝抛储数量较小，对市场影响有限。但如果未来国家调控力度增强，将可能改变市场对铝价格预期，进而造成电解铝价格的大幅波动。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033