

2022年09月05日

有色金属

高温干旱影响川云两省产能, 基本面或支撑电解铝后市价格

■事件: 据爱择调研, 由于8月份云南主力电站来水偏枯接近5成, 电力供应紧张局面再起, 云南省内部分电解铝企业已经接到通知, 或于下周开始压20-30%的负荷, 具体情况将持续跟进。8月, 受持续高温影响, 四川120万吨电解铝产能一度减产84万吨, 8月底随着高温天气缓解, 限电结束, 广元地区已开始复产。

■高温限电+降水稀少影响四川、云南电解铝产能: 四川和云南作为水力发电大省, 电力供给对水力发电依赖严重。据SMM, 四川方面, 省内电解铝6月底运行产能107万吨, 今年进入8月后, 受持续高温影响, 电解铝厂从限产转成减产, 至8月26日累计减产规模已达84万吨。据SMM随着高温天气缓解, 四川限电逐渐解除。中孚实业8月29日公告广元林丰、广元中孚停产的电解铝产能已于8月28日开始有序复产。云南方面, 据SMM省内电解铝运行产能520万吨/年, 电力若短缺亦会对供给端产生一定影响。

■供应缩量+成本曲线抬升: 受限电及降水量影响, 除了四川、云南电解铝运行产能受到缩量影响外, 更重要的是云南电力交易系统价格会受电力紧张影响上调。根据昆明电力交易中心的数据, 今年电力交易系统最高价格为枯水期的1月0.268元, 较8月0.15高出0.118元。电力成本上涨将会抬升约500多万吨电解铝生产成本, 对电解铝价格形成较强支撑。

■宏观压制铝价后下游开启采购, 低库存支撑下电解铝价格有望获得支撑: 2022年3月以来, 国内疫情叠加美联储加息压制铝价不断走低, 铝盈利水平接近零点, 据wind, 吨铝利润自高位5228.55元回落至102.97元。据SMM及海关进出口数据, 下游(出口+地产)需求边际好转。2022年6月, 建筑铝型材开工率环比上涨1个百分点至41%。2022年7月, 中国电解铝出口量触底回升, 实现出口量7589吨, 环比增长14.59%。同时四川关停100万吨产能后需求领先供应复苏, 市场加大采购, 电解铝吨利有望修复。

■继续推荐拥有新疆煤电成本优势的神火股份、天山铝业。神火股份: 神火新疆80万吨电解铝/年生产及成本优势稳定, 年内或持续受益于煤铝双板块的业绩弹性。天山铝业: 120万吨电解铝产能/年全部位于新疆, 产量稳定并能完全受益于价格弹性, 同时公司快速切入电池箔

行业动态分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

行业表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.23	3.01	-2.81
绝对收益	-4.30	1.39	-19.73

覃晶晶

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522080001
qinjj1@essence.com.cn

相关报告

加息预期博弈下工业金属价格分化, 锂价涨幅扩大 2022-08-28

宏观压制工业金属, 终端财税政策或提振能源金属需求 2022-08-24

加息预期减弱提振金属市场, 锂价有望延续涨势 2022-08-14

碳中和系列: 报废潮或将来临, 守望锂电回收景气赛道 2022-08-12

有色金属行业周报 2022-08-08

■ **风险提示：**供应释放超预期，需求复苏不及预期，宏观经济大幅波动。

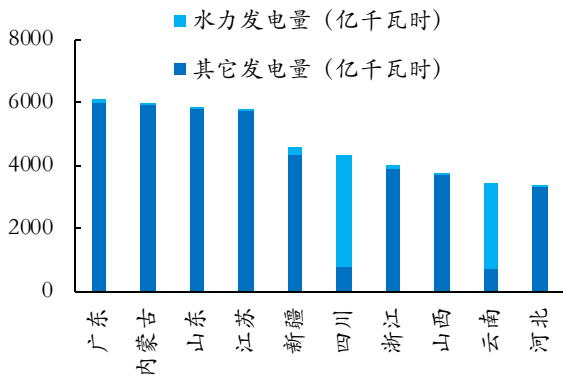
1. 事件：云南电解铝企业或因水电紧张减产，高温褪去限电解除四川开始复产

据爱择调研，由于8月份云南主力电站来水偏枯接近5成，电力供应紧张局面再起，云南省内部分电解铝企业已经接到通知，或于下周开始压20-30%的负荷，具体情况将持续跟进。8月，受持续高温影响，四川120万吨电解铝产能一度减产84万吨，8月底随着高温天气缓解，限电结束，广元地区已开始复产。

2. 水电大省受高温和干旱冲击，供电紧张致电解铝减产严重

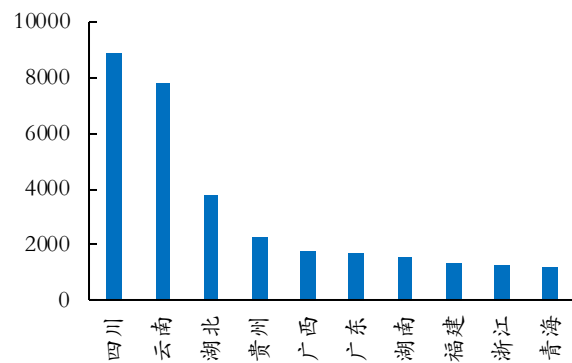
四川和云南作为水力发电大省，电力供给对水力发电依赖严重。2015-2021年四川水力发电量3531.4亿千瓦时，占省内总发电量81.57%；云南水力发电量2716.3亿千瓦时，占省内总发电量79.09%。2021年，四川和云南水力发电装机容量分别为8887万千瓦和7820万千瓦，占据全国前2名，远超其它省份。据水利部，自7月份以来，长江流域降雨量较常年同期偏少，为1961年以来同期最少，其中今年夏天四川降水量较常年同期更是偏少51%。降水稀少叠加持续高温天气的综合影响之下，四川省内的电力严重紧缺。

图 1：中国发电前十大省水电占比（2015-2021 年累计值）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：2021 年全国水电装机容量十大省份（万千瓦）



资料来源：wind，安信证券研究中心

受高温限电影响，四川电解铝产能大部分停产。四川电解铝6月底运行产能107万吨，今年进入8月后，受高温影响，四川水电发电量迅速下降。8月中旬开始，四川主要电解铝企业开始保温和压产，8月17日累计减产规模达46.5万吨。在电力情况短期没有得到缓解的情况下，电解铝厂基本从限产转成减产，至8月26日累计减产规模已达84万吨。据SMM随着高温天气缓解，四川限电逐渐解除。中孚实业8月29日公告广元林丰、广元中孚停产的电解铝产能已于8月28日开始有序复产。

表 1：四川电解铝企业减产情况

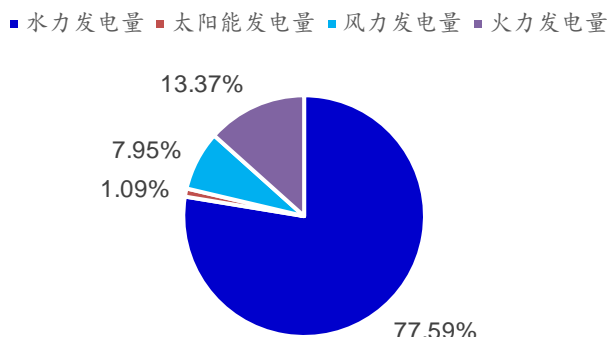
企业	建成产能 (万吨)	运行产能 (万吨)			
		6月底	7月底	8月17日	8月26日
企业 1	50	-	43	39	-
企业 2	20	-	20	0	-
企业 3	12.5	-	12.5	4	-
企业 4	12.5	-	12.5	6	-
企业 5	25	-	12	11.5	-
总计	120	107	100	60.5	23

资料来源：SMM，安信证券研究中心

云南主力电站来水偏枯接近5成，枯水导致发电量下行或于9月份提前到来。位于四川和云南交界的溪洛渡水电站的水位，自今年内年初起持续下降。截止8月初已下降至555米，较年初下降约45米。同时，云南省2022年7月的降水量较往年也大幅度减少，根据省气象部

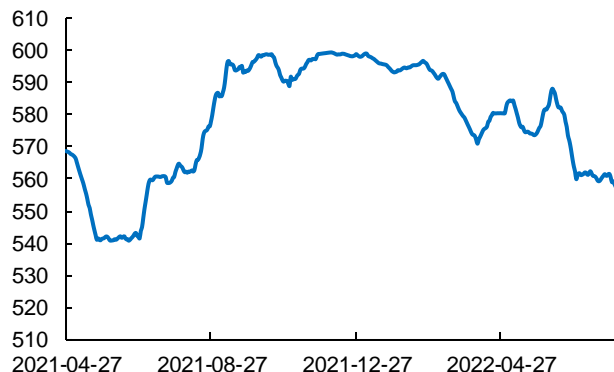
们的数据显示，2022年7月全省平均累计降水131.1毫米，较历年同期偏少90.7毫米，减少40.9%。在水位和降水量均大幅下降的情况下，发电量或提前开始下降。根据SMM，云南省月度发电量一般于每年10或11月份开始下降，但今年由于降水量的大幅降低，电站来水偏枯接近5成，发电量下行或早于往年，于9月份提前到来。

图3：2022年云南省1-6月发电量占比



资料来源：产业信息网，安信证券研究中心

图4：溪洛渡水库水位（单位：米）

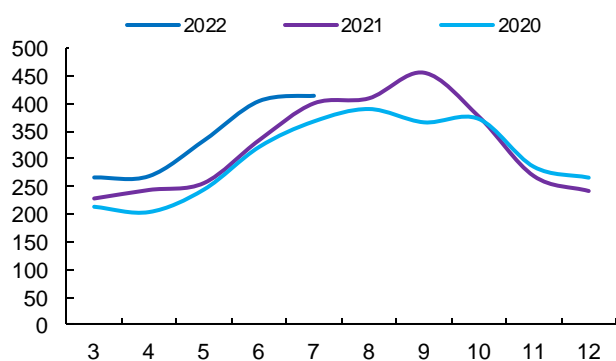


资料来源：Wind，安信证券研究中心

3. 电价上涨成本抬高，需求领先供应复苏，铝价或得支撑

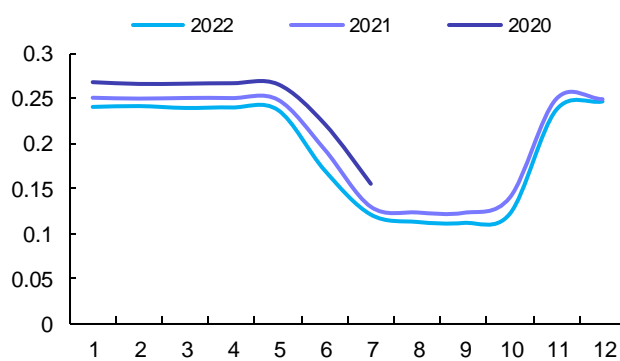
电力供应紧张影响下，电力成本上涨+运行产能缩减或支撑电解铝价格。云南省电力交易系统价格通常在每年7月至10月之间处于低位，与月发电量高峰相对应。但由于今年发电量下降或早于往年，电价或提前开始上涨，电解铝生产成本将同步抬升，并进一步支撑电解铝价格。据爱择调研，受电力供应的紧张局面的影响，云南省内部分电解铝企业已经接到通知，或于下周开始压20-30%的负荷。据Wind，目前云南电解铝运行产能520万吨/年，电力若短缺亦会对供给端产生一定影响。

图5：云南省月度发电量（单位：亿千瓦时）



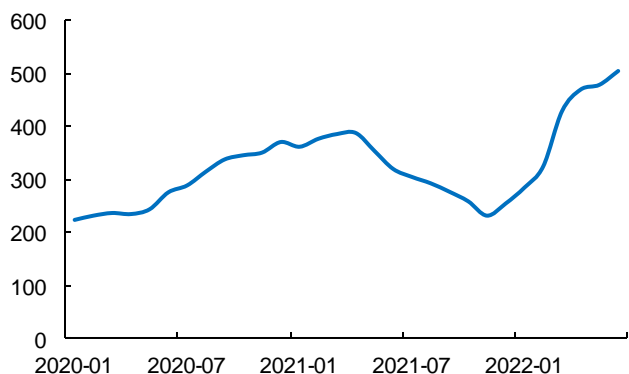
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图6：云南月度电厂平均交易价（单位：元/KWh）



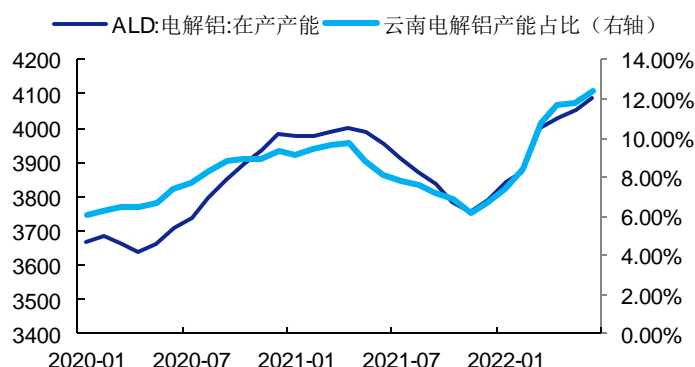
资料来源：昆明电力交易中心，安信证券研究中心

图 7：云南电解铝在产产能（单位：万吨）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：全国电解铝在产产能（单位：万吨）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

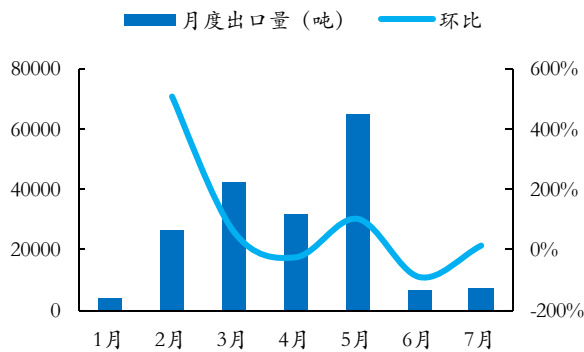
海外能源危机致电解铝减产，国内电解铝出口好转。据 SMM，由于 3 月以来俄罗斯天然气出口量减少甚至一度中断，欧洲天然气期货价格飙升，8 月 17 日欧洲天然气期货结算价涨至每兆瓦时 241 欧元，较往年同期高出约 10 倍天然气价格上涨致使欧洲电价于 8 月 22 日首次飙升至每兆瓦时 700 欧元以上。由于能源价格高企，过去一年欧洲铝冶炼产能大幅减少。截至 2022 年 8 月 29 日，欧美地区累计减产 144.7 万吨，达地区总产能的 55.14%。海外供应紧张进一步拉动国内电解铝出口，据海关进出口数据，2022 年 7 月，中国电解铝出口量触底回升，实现出口量 7589 吨，环比增长 14.59%，铝板带箔出口量 50.66 万吨，环比增长 4.91%，预期年内铝出口市场需求将持续复苏。

表 2：海外铝厂减产情况

国家	铝厂	建设产能（万吨）	8 月 29 日减产产能（万吨）
法国	Aluminium Dunkerque Industries France	28.5	4.3
荷兰	Aldel	11	7.2
德国	Primary Products Hamburg	13	3.9
德国	Niederlassung Voerde	9.5	2.9
斯洛伐克	Solvalco	17.5	17.5
罗马尼亚	Alro Slatina	26.5	15.9
西班牙	San Ciprian Works	22.8	22.8
黑山	Podgorica	6	6
斯洛文尼亚	Kidricevo	8.5	2.8
德国	Essen	16.5	8.3
美国	Century Aluminum Hawesville	25	25
美国	Warrick	26.9	5.4
德国	Speira	23.5	12
挪威	Mosjoen	18.8	4
斯洛文尼亚	Talum	8.4	6.7
	合计	262.4	144.7

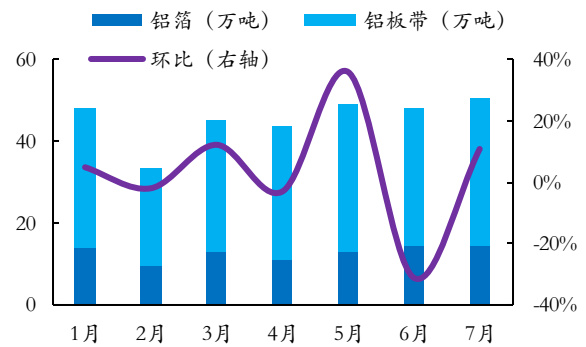
资料来源：SMM，安信证券研究中心

图 9：2022 年中国电解铝出口情况



资料来源：SMM，安信证券研究中心

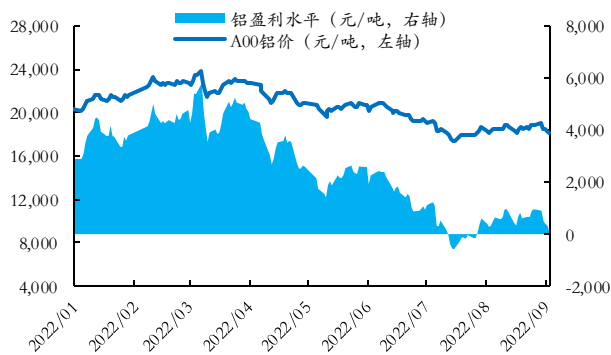
图 10：2022 年中国铝加工品出口情况



资料来源：SMM，安信证券研究中心

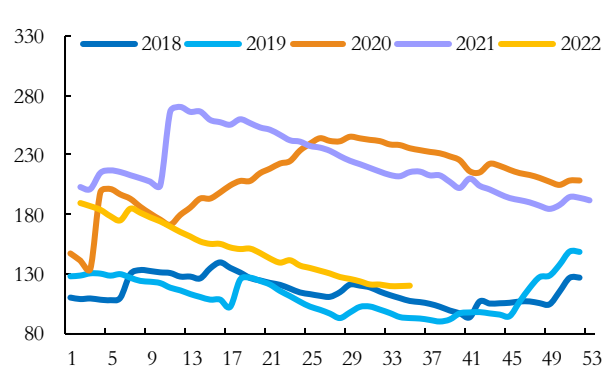
下游地产需求或边际好转，低库存支撑下电解铝价格有望获得支撑。2022 年 3 月以来，国内疫情和美联储加息复合影响下，电解铝价格持续下跌，铝盈利水平不断走低。截至 2022 年 9 月 2 日，铝价下跌至 18110 元/吨，较 3 月 7 日高点价格 23860 元/吨下降 24.10%，据 wind，吨铝利润自高位 5228.55 元回落至 102.97 元。据 SMM，下游地产需求边际好转，2022 年 6 月，建筑铝型材开工率环比上涨 1 个百分点至 41%。同时四川关停 100 万吨产能后需求领先供应复苏，市场采购量增加。据 Mysteel，2022 年 9 月 2 日主要市场电解铝库存继续减少，其中无锡减少 0.2 至 21.1 万吨，佛山减少 0.3 至 16.2 万吨，巩义减少 0.4 至 8.4 万吨。库存缩减叠加铝价急跌背景下，下游逢低采买，交易活跃度提升，需求边际好转，电解铝价格或有支撑，吨利有望修复。

图 11：2022 年铝价和吨铝盈利水平走势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 12：全球电解铝显性库存（万吨）



资料来源：SMM，安信证券研究中心

4. 标的推荐：新疆煤电优势凸显，继续推荐神火股份、天山铝业 神火股份：

■云南放量+电解铝成本优势，量利双升助推铝板块利润上升，重组后盈利能力或进一步提升。

①云南放量：据公告，2022 年 4 月云南神火 90 万吨产能已全部投产，电解铝产能达到 170 万吨/年，其中新疆煤电和云南神火产能分别为 80 万吨/年、90 万吨/年。

②电解铝成本优势明显：公司电解铝产能分别处于具有发电成本优势的新疆和绿色水电优势的云南地区。

③截 2022 年公司半年报公布，公司持有云南神火 43.4% 的股份，母公司集团持股 30.2%，河南资产商发神火绿色发展基金（有限合伙）持股 9.9%。公司在 2022 年 5 月发公告称拟

以发行股份及支付现金方式购买神火集团、神火绿色发展基金（有限合伙）持有的云南神火 40.10% 股权。截止 2022 年 8 月 13 日，此次收购涉及的审阅等工作尚未完成。在此次重组完成后公司或将持有云南神火 83.5% 权益，电解铝将进一步贡献业绩，公司盈利能力有望进一步提升。

■ **加速铝箔布局，神隆宝鼎认证+新建产能稳步推进。**据公司投资者问答，神隆宝鼎已经通过了宁德时代的现场认证，接下来进入试样和批量供货阶段，预计年底实现正常供货关系。

① 神隆宝鼎一期项目从试生产至今满一年，按规定需两次审核，每次间隔一个月。据公司投资者问答，神隆宝鼎的 16949 行业认证工作目前处在试样阶段，预计 2022 年三季度未能取得认证结果。

② 公司神隆宝鼎铝箔一期项目产能 5.5 万吨，已于 2021 年 6 月份投产，二期项目拟新建 6 万吨产能，预期 2023 年下半年逐步投产，投产后公司铝箔产能达 14 万吨。

■ **煤价上升推动业绩改善，梁北矿远期仍有放量空间。**2022 年 H1，公司生产煤炭 314.97 万吨，销售 311.23 万吨，煤炭产销分别完成年度计划的 47.72%、47.16%。据钢联，2022Q2 无烟煤/瘦精煤均价分别为 0.2/0.217 万元/吨，环比-7%/+23%，梁北矿扩产后产能 240 万吨，产能爬坡逐步贡献产量增量。

■ **投资建议：**据已外发报告《神火股份：半年度业绩表现超预期，持续关注云南重组进展》，我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 424.89、447.95、463.18 亿元，实现净利润 74.21、80.13、84.06 亿元，对应 EPS 分别为 3.30、3.56、3.73 元/股，目前股价对应 PE 为 5.0、4.6、4.4 倍。维持“买入-A”评级，6 个月目标价 20.2 元/股。

■ **风险提示：**重组进度不及预期，需求不及预期，产品价格波动，项目进展不及预期。

天山铝业：

■ **公司电解铝产能全国单体第二，上游原料一体化产能布局保障盈利稳定：**据公告，公司石河子开发区电解铝生产基地已建成 120 万吨电解铝产能，配套阿拉尔、南疆各 30 万吨阳极碳素产能实现阳极碳素 100% 自给率，并借助新疆能源优势，购买低价煤炭发电实现 80%-90% 的电力自给率。此外公司在广西百色依靠当地铝土矿资源优势建设了 250 万吨氧化铝产能，实现氧化铝自给率 100%。

■ **技术领先+一体化成本优势助力极转型，业绩成长可期：**

(1) 电解铝上游氧化铝产能持续放量：据公司公告，靖西天桂建有 250 万吨氧化铝生产线目前已投产公司可完全配套现有电解铝产能，其中一期 80 万吨于 2020 年 1 季度投产，二期 85 万吨已于 2022 年 5 月投产，三期 85 万吨已于 6 月底投产，下半年二期三期放量或成为业绩增长点；

(2) 高纯铝产稳步投放，技术成本优势助力业绩腾飞：据公司公告，公司高纯铝新材料产品基地一期规划已建设完成，建成产能 6 万吨高纯铝，二期 4 万吨高纯铝项目正在有序推进，计划 2022 年及 2023 年各新增 2 万吨产能，预计 2023 年公司高纯铝产能将达到 10 万吨/年。现有产能占全国产能比重为 28.99%，产能建成后公司高纯铝产能占国内市场比重将提高至 35.71%，将成为全球技术、规模、成本全面领先的高纯铝生产商。同时公司积极进一步向下游产业链延伸，投入高纯铝合金大板锭生产线，用于向海外客户提供可直接用于下游电子光箔轧制的高纯铝合金大板锭，丰富高纯铝产品品类，提高产品附加值。

(3) 电池箔引入专业技术团队，突破工艺技术壁垒+加快认证进度：据公告，公司新建一期年产 20 万吨电池铝箔，并实施年产 2 万吨电池铝箔技改项目：包括在新疆石河子

建设年产能 30 万吨电池铝箔坯料生产线；在江苏江阴建设年产能 20 万吨电池铝箔精轧、涂炭及分切生产线，并将原江阴新仁铝业科技有限公司铝箔生产线升级改造，形成 2 万吨动力电池铝箔产能。据投资者问答，江阴布局的 2 万吨电池铝箔技改项目的设备预计从今年 9 月开始陆续交货，年底可逐步投产。

■ **投资建议：**据已发报告《天山铝业：一体化产能稳步推进，业绩同比微增》，我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 259.62、291.96、323.41 亿元，实现净利润 40.21、48.53、55.10 亿元，对应 EPS 分别为 0.86、1.04、1.18 元/股，目前股价对应 PE 为 8.6、7.1、6.3 倍。维持“买入-A”评级，6 个月目标价 11.75 元/股。

■ **风险提示：**需求不及预期，产品价格波动，项目进展不及预期。

■ **风险提示：**供应释放超预期，需求复苏不及预期，宏观经济大幅波动。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路119号安信金融大厦33楼

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编：100034