

行业研究

欧洲高电价叠加国内供给边际走弱，看涨 Q4 铝价

——电解铝行业跟踪点评

要点

事件：近期欧洲因高电价和罢工问题再度出现减产，铝供给扰动增加。

点评：

欧洲电价飙升导致电解铝电力成本已远超铝价。近期欧洲天然气以及电价持续大涨。截至9月7日，作为天然气价格基准的荷兰天然气期货价格指数仍处于208欧元/兆瓦时的高位，较年初上涨58%。Nord Pool 欧洲电价指数9月8日为309.32欧元/兆瓦时；其中，法国453.38欧元/MWh、德国443.52欧元/MWh，按IAI统计的欧洲2021年平均吨铝电耗15146KWh/t计算，两国电解铝生产的吨铝电力成本分别为6872美元/吨、6723美元/吨，远超LME铝价（2022年9月7日LME铝价2241美元/吨，欧元兑美元为1.0008）。

海外供给：欧洲高电价+罢工，铝企减产不断。因电力成本上行，2021年10月以来欧洲电解铝产能一直处于减产状态，2022年1-7月中欧和西欧地区铝产量同比下降11%。近期电价飙升和罢工增加，欧洲铝厂再度减产。我们统计了2021年10月-2022年9月8日期间，欧洲累计已减产电解铝产能超过101.3万吨/年，拟减产产能27.6万吨/年。高位电价或导致欧洲铝厂减产规模持续扩大。

国内供给：四季度枯水期供给扰动概率增加。据百川盈孚，2022年7月，云南电解铝月产量已达42万吨，占全国产量比重上升至12%（去年同期占比为8%）。云南电力以水电为主，2021年云南全年发电量3541亿千瓦时，其中水电发电量2581亿千瓦时，占比73%；每年7-10月发电量中水电占比更是超过90%，枯水期后水电贡献下滑至60-70%。同时，华能水电在投资者互动平台表示，2022年澜沧江流域7月来水较多年平均偏枯4成，8月较多年平均偏枯5成。枯水期云南电力紧张概率增加，或增加国内电解铝供应不确定性。

需求：全球库存低位，需求Q4有望边际改善。截至9月7日，LME铝总库存为30.9万吨，处于历史低位；国内电解铝现货库存为68.1万吨，较去年同期低6.8万吨。需求方面，7-8月为下游传统淡季，叠加近期高温影响，开工率同比下滑明显。据SMM数据，截至9月1日当周，铝下游龙头加工企业开工率环比上涨0.7个百分点至66.1%，周度开工率小幅改善，预计四季度地产竣工需求或改善有限，但汽车、光伏领域需求仍维持较高景气度，需求边际改善。

看涨四季度铝价。四季度国内外供给边际走弱，看涨四季度铝价。长期来看，电解铝产能红线依然限制行业长期供给。持续推荐云铝股份、神火股份、中国宏桥、南山铝业、索通发展，建议关注天山铝业。

风险提示：电价政策调整风险；铝价涨幅过高抑制下游需求风险。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS(元)			PE(X)			投资评级
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	
000807.SZ	云铝股份	11.07	0.96	1.65	1.86	11.5	6.7	6.0	增持
000933.SZ	神火股份	19.11	1.44	3.11	3.48	13.3	6.1	5.5	增持
600219.SH	南山铝业	3.60	0.29	0.37	0.45	12.4	9.7	8.0	增持
002532.SZ	天山铝业	8.31	0.82	0.92	1.09	10.1	9.0	7.6	-
603612.SH	索通发展	39.72	1.35	2.52	3.71	29.4	15.8	10.7	增持
1378.hk	中国宏桥	6.59	1.77	1.76	1.86	3.7	3.7	3.5	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2022/9/8（天山铝业为wind一致性预期，汇率1HKD=0.881RMB）

有色金属 增持（维持）

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzhw@ebsec.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003

021-52523823

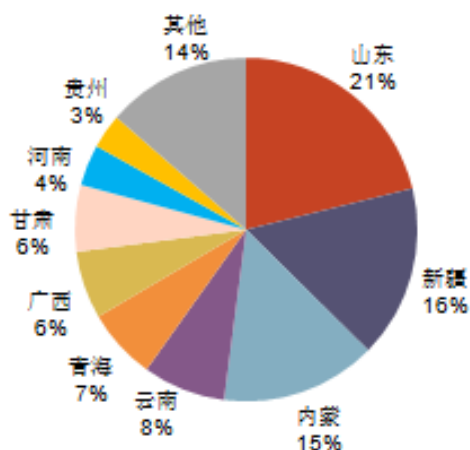
fangyutao@ebsec.com

行业与沪深300指数对比图



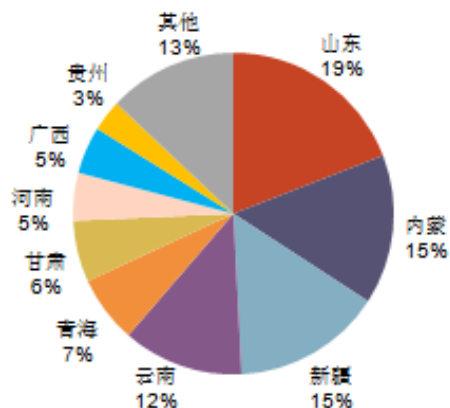
资料来源：Wind

图 1：全国各省电解铝产量占比（2021 年 7 月）



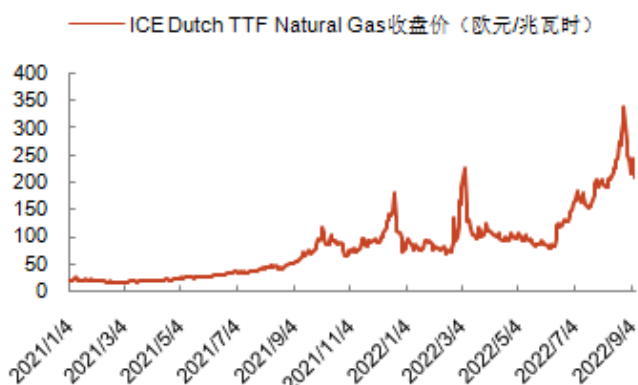
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：全国各省电解铝产量占比（2022 年 7 月）



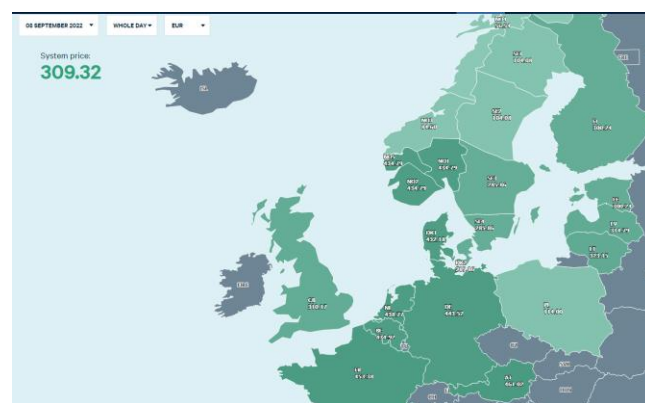
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：荷兰天然气期货收盘价仍在 208 欧元/MWh



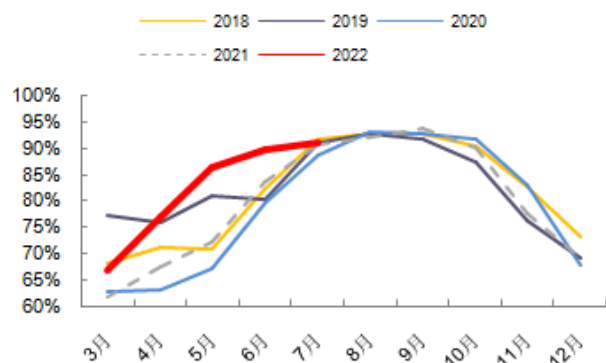
资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2021/1/4-2022/9/8）

图 4：欧洲交付的电力系统均价仍在 300 欧元/MWh 以上



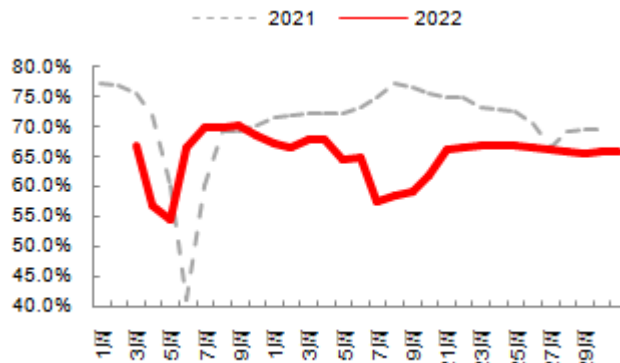
资料来源：Nord Pool，光大证券研究所（2022/9/8）

图 5：云南月度水电发电量占比 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2022 年 7 月）

图 6：国内铝加工龙头企业周度开工率



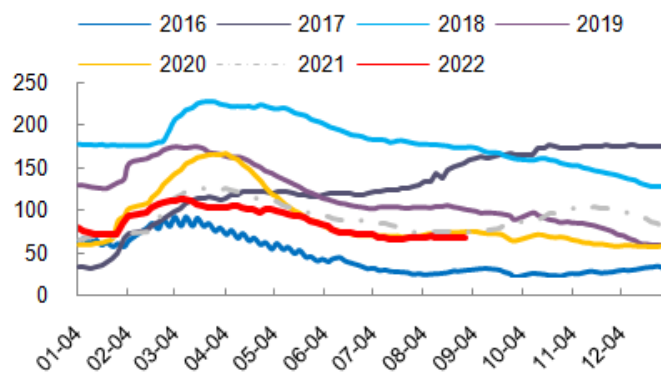
资料来源：SMM，光大证券研究所（2021 年前 32 周和 2022 年前 32 周对比）

图 7：海外 LME 库存仍处于历史低位（万吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所（2016/1/4-2022/9/7）

图 8：国内电解铝库存仍处于近年来同期低位（万吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所（2016/1/4-2022/9/5）

表 1：欧洲已减产电解铝产能及拟减产产能（2021.10-2022.9）（单位：万吨/年）

铝企	工厂	国家	产能 (万吨/年)	已减产产能 (万吨/年)	拟减产产能 (万吨/年)	备注
Liberty House	Aluminum Dunkerque Industries France	法国	28.5	4.3		2022 年 1 月 10 日宣布减产 10%，第二周进一步减产 5%
Aldel	Aldel	荷兰	17.0	11.0		2021.10 停产
Trimet	Primary Products Hamburg	德国	13.0	3.9		Trimet 宣布 2021 年 10 月减产 30%
Trimet	Niederlassung Voerde	德国	9.5	2.9		Trimet 宣布 2021 年 10 月减产 30%
Trimet	Essen	德国	16.5	8.3		Trimet 宣布 2022 年 3 月减产 30%，3 月进一步减产至 50%
Norsk Hydro	Slovalco	斯洛伐克	17.5	7.0	10.5	2022 年 1 月进一步减产至 60% 产能，因电力协议 2022 年 9 月底前将关闭该厂
Alro	Alro Slatin a	罗马尼亚	26.5	15.9		2022 年初减产 60%
Aloca	San Ciprian Works	西班牙	22.8	22.8		2021.12 停产
Uniporm	Kombinat Aluminijuma Podorica	黑山	7.5	7.5		2021.12 停产
Talum	Kidricevo	斯洛文尼亚	8.4	6.7		2021 年 12 月宣布 2022 年计划产量减少 50%，2022 年 8 月表示以 20% 产能运行
Aloca	Mosjoen	挪威	18.8	0.0		2022.8.22 罢工结束之前，铝冶炼产品停止交付，目前罢工结束
Aloca	Lista	挪威	9.4	3.1		8 月 30 日宣布削减 1/3 产能
Norsk Hydro	Sunndal	挪威	40.0	8.0		2022.8.22 罢工的第一个月停止 1/5 铝生产，罢工持续超过 4 个星期将每周减产 10%
Speira	诺伊斯	德国	23.5	0.0	11.8	2022.8.2 能源成本飙升，拟减产 50%，将在 9 月决定是否减产做出决定
Liberty House	Aluminium Dunkerque Industries France	法国	24.2	0	5.3	2022.9.7 宣布拟减产 22%，下周一（9.12）将开始关闭部分产能，在 10 月 1 日前完成整个减产程序
合计			283.1	101.3	27.6	

数据来源：SMM，光大证券研究所（截至 2022/9/8）

表 2：2022 年国内电解铝企业已减产产能达 201.5 万吨/年（单位：万吨/年）

企业	总产能	原运行产能	现运行产能	已减产	减产时间	备注
广西百矿铝业	30	30	0	30	2022.2	
广西苏源投资	20	10	0	10	2022.2	
山东魏桥铝电	592	560	537	25	2022.5	
云南鹤庆溢鑫铝业	45	39	17	22	2022.5	
山东南山铝业	85	85	81	4	2022.7	
河南豫港龙泉铝业	60	58	53	5	2022.7	已确定待减产 2 万吨
四川启明星铝业	12.5	12.5	0	12.5	2022.7	
四川阿坝铝厂	20	20	0	20	2022.7	
四川眉山启明星铝业	12.5	12.5	0	12.5	2022.7	
四川广元中孚高精铝材	45	45	0	45	2022.8	
四川广元博元铝业	12	12	0	12	2022.8	
重庆天泰铝业	10	10	9	1	2022.8	或减产但未明确减产 2 万吨
重庆旗能电铝	33	31	28.5	2.5	2022.8	
合计				201.5		

数据来源：百川盈孚，光大证券研究所（截至 2022/9/8）

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE