

有色金属行业点评报告

俄铝被限制 LME、CME 仓单交易，短期波动性放大，我国铝加工行业将长期受益

增持（维持）

2024年04月15日

证券分析师 孟祥文

执业证书：S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

研究助理 徐毅达

执业证书：S0600123090025

xuyd@dwzq.com.cn

投资要点

- **事件：**4月12日，美国和英国宣布对俄罗斯实施新的交易限制，伦敦金属交易所（LME）和芝加哥商品交易所（CME）表示自4月13日起暂停俄罗斯铝产品交割，4月13日之前生产的俄罗斯铝仍可交割。4月15日，伦铝开盘后跳涨9.38%，触及22个月新高，创下1987年以来最大涨幅。
- **限制俄铝交割将在短期加大铝价的波动性，伦铝或将呈现先涨后跌的态势：**
- **第一阶段，由于对仓单不足的紧缺预期可能会形成逼仓行情。**从历史数据来看，来自俄罗斯的铝锭是LME仓库重要货源，截止3月28日，俄罗斯生产的铝在LME注册仓单中占比为91%。LME及CME交易所暂停俄罗斯4月13日后生产的铝仓单注册，在该背景下可能出现仓单紧缺现象，短期的逼仓行情有望推动现货价格快速上涨。
- **第二阶段，隐形库存的快速显性化将补充LME库存，伦铝价格存在回调风险。**由于在LME的新规下，2024年4月13日之前生产的俄铝仍旧可以被注册为仓单，我们预计短期会出现LME铝仓单注册的高峰期，隐性库存的快速显性化将有效补充LME库存，引发伦铝回调风险。
- **俄罗斯对世界铝供给整体影响有限，其贸易重心从欧洲转向亚洲。**2023年俄罗斯原铝产量约为380万吨，占全球比重5.45%，自2018年起，俄罗斯金属在遭受多次制裁后已逐步调整其贸易路径，参考俄铝的销售收入的地域分布，欧洲市场的销售比例从2019年49.48%下降至2023H1的31.46%；而亚洲的销售占比从14.22%增长至2023H1的33.27%，其中原铝流向中国的比例也持续倾斜，2021年中国累计进口俄罗斯原铝29.1万吨，占当年中国原铝总进口的18.53%；2023年中国累计进口俄罗斯原铝117.6万吨，占当年中国原铝进口的76.24%。
- **俄罗斯原铝经加工后可进入英美市场流通，中国作为铝加工大国将充分受益。**美国财政部对本次制裁中“俄罗斯联邦原产地”做出了进一步解释，该禁令仅包括在俄罗斯联邦生产、制造、提取或加工的货物，不包括已并入或实质上转化为外国制造产品的任何俄罗斯联邦原产货物，也就是说本次制裁并不限制将原产自俄罗斯的原铝在其他国家进行加工后，再出口至英美。基于上述论断，我们预计中国后期来自俄罗斯的原料进口及加工铝材出口将进一步保持增长。
- **投资建议：**建议关注依赖于原材料铝锭外购的铝加工企业：银邦股份、亚太科技、华峰铝业、鼎胜新材等。
- **风险提示：**下游需求不及预期；俄铝进口致使国内原铝供给过剩。

行业走势



相关研究

《避险情绪扩散推动配置型资金买盘需求上升，黄金价格快速上涨》

2024-04-13

《避险交易权重上升，市场无视美国利率预期波动，海内外黄金价格维持上涨势头》

2024-04-07

内容目录

| | |
|--|---|
| 1. 俄铝再遭禁令引发短期逼仓行情，对长期供给格局影响不大 | 4 |
| 1.1. 短期视角下，限制俄铝交割料将引发短期价格剧烈波动..... | 4 |
| 1.2. 长期视角下，禁令并不会改变整体原铝供给，俄铝全球贸易路径进一步向亚洲倾斜..... | 4 |
| 2. 投资建议 | 6 |
| 3. 风险提示 | 7 |

图表目录

| | |
|------------------------------|---|
| 图 1: 限制仓单交易所造成的仓单短时快速上升..... | 4 |
| 图 2: 2019 年俄铝销售收入分布..... | 6 |
| 图 3: 2023 年 H1 俄铝销售收入分布..... | 6 |
| 图 4: 中国从俄罗斯进口原铝数量及占比..... | 6 |
| | |
| 表 1: 美欧历次对俄罗斯金属制裁措施..... | 5 |

1. 俄铝再遭禁令引发短期逼仓行情，对长期供给格局影响不大

4月12日，美国和英国宣布对俄罗斯实施新的交易限制，伦敦金属交易所（LME）和芝加哥商品交易所（CME）表示自4月13日起暂停俄罗斯铝产品交割，4月13日之前生产的俄罗斯铝仍可正常开展活动（生成仓单、买卖仓单、取消仓单和提货）。4月15日，伦铝开盘后跳涨9.38%，触及22个月新高，创下1987年以来最大涨幅。

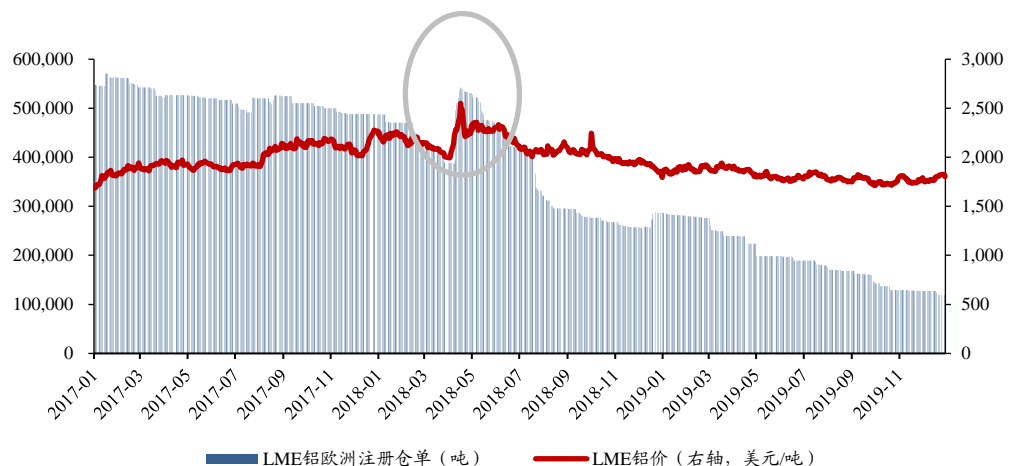
1.1. 短期视角下，限制俄铝交割料将引发短期价格剧烈波动

我们认为限制俄铝交割将在短期加大铝价的波动性，或将呈现先涨后跌的态势：

第一阶段，由于对仓单不足的紧缺预期可能会形成逼仓行情。从历史数据来看，来自俄罗斯的铝锭是LME仓库重要货源，截止3月28日，俄罗斯生产的铝在LME注册仓单中占比为91%。LME及CME交易所暂停俄罗斯4月13日后生产的铝仓单注册，在该背景下可能出现仓单紧缺现象，短期的逼仓行情有望推动现货价格快速上涨。

第二阶段，隐形库存的快速显性化将补充LME库存，伦铝价格存在回调风险。由于在LME的新规下，2024年4月13日之前生产的俄铝仍旧可以被注册为仓单，我们预计短期会出现LME铝仓单注册的高峰期，隐性库存的快速显性化将有效补充LME库存，引发伦铝回调风险。

图1：限制仓单交易所造成的仓单短时快速上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 长期视角下，禁令并不会改变整体原铝供给，俄铝全球贸易路径进一步向亚洲倾斜

美欧已多次对俄铝进行有关制裁，此次力度不及 2018 年。作为全球大宗商品主要产销国，俄罗斯在历史上已多次遭受来自欧盟的相关制裁。2018 年，美国财政部针对包括俄铝 Rusal 总裁的奥列格·德里帕斯卡在内的 7 名俄罗斯寡头和他们拥有或控制的 12 家公司，此次制裁致使 LME 宣布暂时不接受俄铝公司生产的铝锭为交割标的。2022 年俄乌战争之后，美欧加大对俄金属制裁从而限制其从相关交易中获利，本次制裁手段与 2018 年 4 月制裁较为相近，基于伦敦与芝加哥商品交易所仍旧可以针对 4 月 13 日前生产的俄铝进行相关仓单交易，我们认为此次美英两国对俄金属制裁力度小于 2018 年，其所相对应带来的对原铝供给影响也要小于 2018 年。

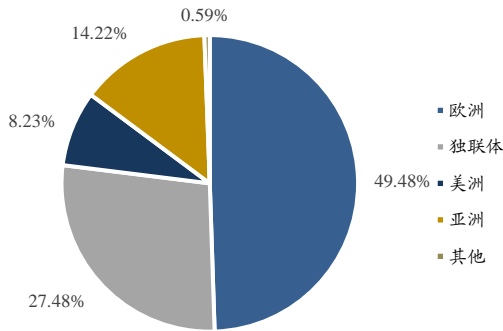
表1: 美欧历次对俄罗斯金属制裁措施

| 时间 | 国家 | 具体措施 |
|-------------|-------|---------------------------------------|
| 2018 年 4 月 | 美国 | LME 宣布暂时不接受俄铝公司生产的铝锭为交割标的 |
| 2022 年 3 月 | 英国 | 对俄罗斯进口的铜、铅、原铝和铝合金等产品征收 35% 的额外关税 |
| 2022 年 7 月 | 美国 | 对包括铝在内的 570 种俄罗斯商品征收 35% 的进口关税 |
| 2023 年 2 月 | 美国 | 对俄罗斯生产的铝及其铝制品征收 200% 的从价关税 |
| 2023 年 12 月 | 英国 | 立法禁止进口来自俄罗斯的金属（包括铝、铜和镍） |
| 2024 年 4 月 | 美国、英国 | LME 和 CME 将不再交易俄罗斯 4 月 13 日之后生产的铝、铜和镍 |

数据来源：美国财政部官网、美国白宫官网、英国政府官网、东吴证券研究所

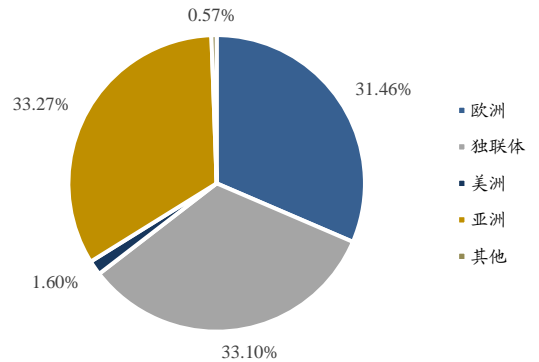
俄罗斯对世界铝供给整体影响有限，其贸易重心从欧洲转向亚洲。2023 年俄罗斯原铝产量约为 380 万吨，占全球比重 5.45%，自 2018 年起，俄罗斯金属在遭受多次制裁后已逐步调整其贸易路径，俄铝是俄罗斯唯一的原铝生产企业，截至 2023 年 6 月，其原铝及合金业务营收占比高达 81.4%，通过参考其销售收入的地域分布，欧洲市场的销售比例从 2019 年 49.48% 下降至 2023H1 的 31.46%；而亚洲的销售占比从 14.22% 增长至 2023H1 的 33.27%，其中原铝流向中国的比例也持续倾斜，2021 年中国累计进口俄罗斯原铝 29.1 万吨，占当年中国原铝总进口的 18.53%；2023 年中国累计进口俄罗斯原铝 117.6 万吨，占当年中国原铝进口的 76.24%。

图2：2019年俄铝销售收入分布



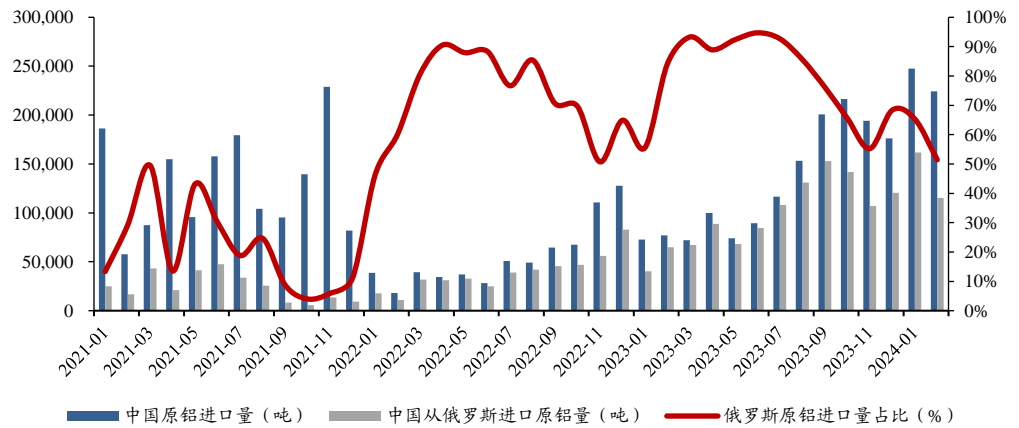
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图3：2023年H1俄铝销售收入分布



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图4：中国从俄罗斯进口原铝数量及占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 投资建议

俄罗斯原铝经加工后可进入英美市场流通，中国作为铝加工大国将充分受益。美国财政部对本次制裁中“俄罗斯联邦原产地”做出了进一步解释，该禁令仅包括在俄罗斯联邦生产、制造、提取或加工的货物，不包括已并入或实质上转化为外国制造产品的任何俄罗斯联邦原产货物，也就是说本次制裁并不限制将原产自俄罗斯的原铝在其他国家进行加工后，再出口至英美。基于上述论断，我们预计中国后期来自俄罗斯的原料进口及加工铝材出口将进一步保持增长。建议关注依赖于铝锭外购的铝加工企业：银邦股份、亚太科技、华峰铝业、鼎胜新材等。

3. 风险提示

- 1) **下游需求不及预期。**铝具有较强的商品属性，受下游需求影响较大，若需求不及预期，铝价将持续承压。
- 2) **俄铝进口致使国内原铝供给过剩。**国内电解铝目前维持供需紧平衡态势，若俄铝大量进入中国市场，导致供给严重过剩，将对整个行业生态进行破坏。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>