

铝行业快评

行业基本面边际好转，冶炼利润有望反弹

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 有色金属

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 刘孟峦	010-88005312	liumengluan@guosen.com.cn	执证编码：S0980520040001
证券分析师： 焦方冉	021-60933177	jiaofangran@guosen.com.cn	执证编码：S0980522080003

事项：

8月份以来，铝价跌至19000元/吨，较高点下跌12.5%，但氧化铝价格一直维持在3900元/吨高位，电解铝冶炼利润显著下滑。

国信金属观点：国内电解铝运行产能已经到达历史大顶，如果来一波需求脉冲，就会出现供不应求。就像今年年初的铜，当时铜精矿加工费出现十几年以来罕见暴跌，但铜价没有立即反映这一点，最终在3月上旬金价大涨的背景下，借助冶炼厂开会商议减产的契机，开启一轮暴涨。当下是电解铝市场供需基本面最差的时候，往后看边际向上；当下也是电解铝成本端压力最大的时候，今年四季度氧化铝供应宽松后，会减轻对铝冶炼环节的利润挤占。铝冶炼利润走阔是大概率事件。**相关标的：**神火股份、云铝股份、中国宏桥、天山铝业、中国铝业、南山铝业、中孚实业。**风险提示：**国内经济复苏不及预期；国外货币政策边际放缓幅度不及预期；国外铝产能扩张超预期。

评论：

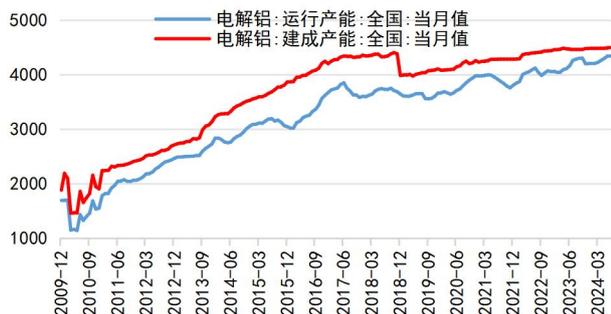
◆ 铝价走弱的悲观氛围下，国内电解铝运行产能到达历史大顶

现在是电解铝供需基本面最弱的时候，往后会好转。从供应端来看，今年以来电解铝供应没什么扰动，截至目前运行产能达到4350万吨，是历史最高水平（图1），开工率96.7%，基本到了铝冶炼行业的产能利用率上限，在产业层面具有很强的标志意义。未来可预见的比较大的新增产能只有4个：中铝青海技改10万吨（2025年）、农六师信发20万吨（2025年）、霍煤鸿骏扎铝二期35万吨（2026年）、天山铝业20万吨（待定）。国外，2024-2027年每年新投产的产能在60-100万吨之间。以此测算2024-2027年全球电解铝产量增速为2.5%/2.1%/1.3%/1.2%，步入极低增速阶段，难以匹配过去10年全球铝需求CAGR 3.4%的水平，也低于未来4年平均2.3%左右的需求增速预期。

铝或许没有资源稀缺性，但是依赖廉价、稳定的电网。氧化铝生产的成本要素是铝土矿，电解铝生产的成本要素是电。我们看到印尼氧化铝产能扩张顺畅，但电解铝产能扩张缓慢。尤其中国宣布不再新建境外煤电项目后，对中资企业在国外扩张产能有很大影响。发达国家则由于电解铝高碳排、缺乏产业配套和产业工人，扩张意愿不强，结果是全球电解铝产量增速大幅放缓（图3）。

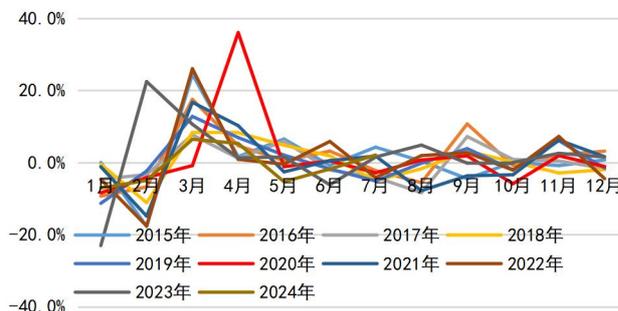
需求端，行业层面，当前恰逢三季度国内铝需求淡季（图2），后市需求边际好转。宏观层面，国内7月底中央政治局会议提出加强逆周期调节；国外9月份美联储议息会议大概率降息，国内货币政策空间进一步打开。当前时点我们不再进一步看空包括铝在内的工业金属需求。市场普遍关注的地产竣工端对铝需求的影响，回溯过去几年发现建筑铝材的产销跟新开工更相关，而新开工下滑最快的时间点已经过去了（图4）。

图1: 国内电解铝运行产能达到顶部区间



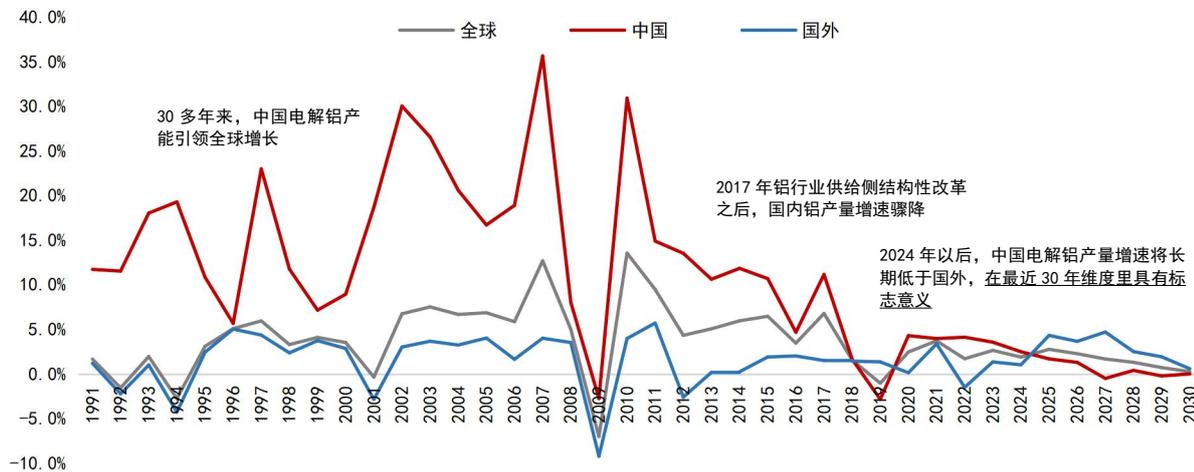
资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

图2: 国内原铝月度需求环比变化



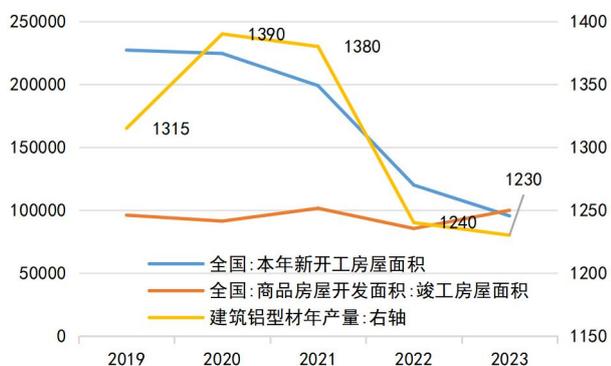
资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

图3: 全球电解铝产量增速



资料来源: Wood Mackenzie、国信证券经济研究所整理

图4: 新开工及竣工面积 (万 m²) 与建筑铝材产量 (万吨)



资料来源: iFinD、有色金属工业协会、国信证券经济研究所整理

图5: 电解铝和氧化铝价格走势 (元/吨)



资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

◆ 电解铝供需基本面已经见底，氧化铝基本面见顶

过去几个月，影响铝冶炼利润的因素除了铝价，就是氧化铝价格。国内氧化铝行业 80%以上都是长协，长协定量不定价，现货交易较少，历史上氧化铝价格波动远大于电解铝。氧化铝产业集中度更高，一直比电解铝环节强势，价格上涨后往往能在高位维持一段时间，即使铝价下跌也不跟跌，如 2015 年和 2017 年这两个价格平台（图 5）。2017 年之后行业格局发生根本变化，电解铝行业供给侧结构性改革之后产能受限，而氧化铝仍在扩张，直到过剩，在产业链当中不如以前强势，因此 2017 年以后的氧化铝价格走势都是尖顶。今年 6 月份以来氧化铝价格走势反常，在铝价大幅下跌的情况下，各地三网均价仍维持在 3900 元/吨以上，这与今年氧化铝生产端扰动频发有关，也与行业集中度高有关。但氧化铝价格中长期存在压力，尤其在今年四季度几内亚雨季之后，铝土矿发运量增加，且国内外陆续新建氧化铝产能投产，氧化铝价格有下行压力，期货远期价格也反映了这种预期。电解铝冶炼利润受挤压的情况有望缓解。

◆ 投资建议：

国内电解铝运行产能已经到达历史大顶，如果来一波需求脉冲，就会出现供不应求。就像今年年初的铜，当时铜精矿加工费出现十几年以来罕见暴跌，但铜价没有立即反映这一点，最终在 3 月上旬金价大涨的背景下，借助冶炼厂开会商议减产的契机，开启一轮暴涨。如上文所述，当下是电解铝市场供需基本面最差的时候，往后看边际向上；当下也是电解铝成本端压力最大的时候，今年四季度氧化铝供应宽松后，会减轻对铝冶炼环节的利润挤占。铝冶炼利润走阔是大概率事件。**相关标的：**神火股份、云铝股份、中国宏桥、天山铝业、中国铝业、南山铝业、中孚实业。

表1：主要电解铝上市公司盈利弹性测算（假设氧化铝价格 3500 元/吨）

	电解铝指标产能（万吨）	不同铝价对应 2024 年归母净利润（亿元）				
		18000	19000	20000	21000	22000
中国铝业	735	75	102	128	154	180
云铝股份	305	18	34	50	66	82
天山铝业	140	21	29	37	45	53
神火股份	170	48	57	66	75	83
中孚实业	75	4	8	13	17	21
中国宏桥	646	136	172	209	245	282
南山铝业	48	28	34	39	45	51

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所测算

◆ 风险提示：

国内经济复苏不及预期；国外货币政策边际放缓幅度不及预期；国外铝产能扩张超预期。

相关研究报告：

《稀土行业研究框架》——2024-08-11

《铜价下跌点评-行业基本面边际好转，价格重心有望上移》——2024-07-24

《金属行业 7 月暨中期投资策略-继续看好上游资源板块》——2024-07-06

《海外铜企专题 3-第一量子（FM.TO）：高成长性的铜矿公司》——2024-06-17

《金属行业 6 月投资策略-短期高位震荡，长期格局向上》——2024-06-06

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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