



有色金属电解铝行业快评： 供应端愈加脆弱 关注两条 主线



事项:

临近春节前淡季，铝锭库存并未出现季节性累库。截至 1 月 27 日，国内铝锭库存 72.6 万吨，进入 1 月份以来，库存下降了 7.4 万吨。

国信有色观点: 今年春节前铝锭未出现累库, 短期看有结构性的因素, 即铝水铸锭较少, 铸棒增多。长期看, 则是减碳减排大趋势导致高耗能的电解铝供应端越来越脆弱, 体现在国外, 是欧洲能源短缺导致电解铝减产, 对新产能长期投资不足; 体现在国内, 是电解铝从过去的“煤-电-铝”模式向“水-电-铝”模式转化, 水力发电具有明显的季节性, 枯水期导致电解铝复产不畅。在需求侧, 铝作为一种轻量化金属, 应用在交通工具实现减排或增加续航里程的效果, 需求量在快速扩张。减碳减排的大趋势将改变铝行业供需格局, 电解铝行业高利润长期维持。同时再生铝作为原铝供给不足的有效补充, 将迎来加速发展。建议关注具备成本优势的电解铝标的和再生铝标的, 重点推荐: 神火股份、云铝股份、天山铝业、中国宏桥、怡球资源。

评论:

节前累库低于往年同期

从往年规律来看, 节前下游工厂放假, 铝锭库存往往开始增加, 根据过去 5 年均值, 春节前第 3 周和第 2 周铝锭累库 3.1 万吨, 而今年库存不但没有增加, 反而减少了 5.4 万吨。

“水-电-铝”模式增加了供应端的不确定性

火电的稳定性显著高于水电，我国“十二五”期间的电解铝产能扩张主要依靠“煤-电-铝”产业链，产能扩张地主要在山东、内蒙古、新疆等地。自2017年环保政策显著收紧叠加供给侧改革以来，上述地区扩产受限，而云南为消纳弃水电，以清洁能源和优惠电价吸引电解铝产能转移。由下图可知，云南电解铝建成产能已达到450万吨左右，随之而来的是供电稳定性下降。去年5-6月份云南地区干旱，枯水期长于往年，南方电网通知压低云南电解铝厂用电负荷30%以上，据相关机构统计实际减产在70-90万吨之间。去年四季度以来，能耗双控“一刀切”的情况好转，电解铝冶炼利润也回到前期高位，但云南地区部分电解铝产能却因枯水期电力供应紧张，复产进度偏慢，待5月份之后丰水期来临，水电才有望发力。

俄乌冲突对铝供应的影响

部分市场参与者担心俄乌冲突升级，引发欧美国家对俄罗斯制裁加码，会导致电解铝在内的俄罗斯生产的部分大宗商品在全球范围内流通受限。2018年美国财政部曾对俄罗斯富豪Oleg Deripaska相关的三家公司实施制裁，俄铝也在其中，当时美国对俄铝制裁导致LME暂停俄铝铝锭交割、嘉能可CEO辞去俄铝董事等。由于俄铝电解铝产能超过400万吨，占全球电解铝产能6%，引发国外铝价一度暴涨至7年新高，国内铝价也跟随上涨。当前俄乌冲突如果引发对俄罗斯制裁，虽不直接针对俄铝，但制裁导致的能源价格上涨可能引发欧洲铝、锌冶炼厂进一步减产预期；或担忧

俄铝产品的出口、国际贸易受到影响。尤其当前国内外铝锭库存水平都不高，欧美铝锭现货升水高企的情况下，价格弹性会更强。

伦铝价格显著走强，叠加国外现货升水不断创新高，铝锭进口窗口关闭，铝材出口利润好转，间接带动国内铝锭库存下降。据海关总署数据，我国去年 12 月份出口未锻铝及铝材达到 56.29 万吨，创单月历史新高，同比增长 23.4%；2021 年全年出口未锻铝及铝材 561.9 万吨，同比增长 15.7%。

投资建议

受全球范围内减碳减排趋势影响，电解铝行业供需格局改善，尤其是中国的产能指标限制使得电解铝不再是过剩行业，国外地缘政治风险使供给端更加脆弱，铝冶炼环节高利润有望长期维持，建议关注具备低成本优势的电解铝标的的神火股份、天山铝业、云铝股份、中国宏桥。在中国电解铝总量控制的约束下，再生铝将成为原铝的有效补充，将迎来加速发展，建议关注具备海外低价原料渠道优势、盈利能力强，兼具成长性的怡球资源。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36845

