

2020年06月10日

铝

电解铝行业迎来疫后重估机遇

■2020年以来电解铝行业先抑后扬。一季度受疫情影响，供需暂时性错配导致行业普遍亏损。一季度，受全球疫情影响，电解铝下游需求下滑，叠加宏观经济预期下行，市场悲观情绪蔓延，电解铝价格持续下探，供需的暂时性错配造成电解铝成本短暂上涨，全行业陷入普遍亏损。二季度行业减产叠加内需回暖带动电解铝企业盈利能力大幅上升。4月初，在原料成本高压下，部分电解铝企业提前检修，随着国内疫情好转，下游需求明显回暖，铝锭进入去库进程，电解铝企业利润修复明显。据我们测算，目前电解铝行业已全行业盈利，行业平均利润超过1000元/吨。成本端看，氧化铝价格不具备大幅上行基础，吨铝利润有望维持。氧化铝由于国内外产能不断释放，在产能明显过剩的局面下，预计价格将持续紧贴成本，不具备大幅上涨动能。

■供给端：2020年新增电解铝产量有限，去库进程有望延续。一是停减产方面，部分高成本地区的电解铝企业提前检修或者主动减产，据SMM统计，目前已减产产能约85万吨。此外，2020年预计新增和复产产能分别为221万吨和55万吨，投复产进程主要集中在下半年。考虑到铝价、资金面、施工条件以及潜在淘汰产能等因素，预计2020年电解铝产量增量约40万吨。二是废铝方面，疫情下废铝供应出现短暂短缺，部分厂商使用原铝替代，加大铝锭需求。三是库存方面，4月以来铝下游需求复苏明显，叠加部分原铝替代废铝，使电解铝去库显著，4-5月去库量高达75万吨，随着国内需求的持续好转，去库进程有望延续。四是进口方面，1-4月中国未锻轧铝及铝材累计进口量40.86万吨，累计同比增速达152%，短期进口增速提升主要由于铝价内强外弱，但考虑到进口占比不大，且海外供需已在边际收紧，进口对国内市场的供应压力有限。

■需求端：国内需求显著回暖，房地产竣工端回升，汽车和电网值得期待；海外消费国需求在逆周期宽松政策下迎来边际改善。第一，国内角度，一是房地产需求延续。2020年4月房屋竣工累计降幅收窄1.3pct，鉴于目前建筑用铝处于竣工周期上，拉动铝消费扩张。二是汽车产量持续回升。汽车行业在政策刺激下，4月全国汽车产销分别为210万辆和207万辆，同比分别增长2.3%和4.4%，结束了销量连续21个月下降的局面，基本恢复至往年同期水平。三是家电旺季值得期待。家电需求相对稳定，疫情期间减少的消费将延后释放，同时在各地的消费刺激政策下需求有望加速反弹。四是电网投资超预期。国家电网3月宣布将年初4080亿元电网投资计划上调至4500亿元，增幅高达10%，电网投资超预期有望拉动铝需求。第二，海外角度，各国逆周期宽松政策大行其道，叠加疫情压制逐步解除，海外需求边际改善。据我们统计，2020年1月19日以来，共有20个重要的海外经济体持续降息，财政政策持续加码。其中，美国联邦基金目标利率降至0%~0.25%，美联储更是宣布了无限量QE；美、英、意纷纷推出史上最大刺激政策方案。我们预计全球逆周期政策将维持较长时间，直至经济出现恢复，为铝海外需求的边际改善提供坚实支撑。

■本轮电解铝行业盈利改善的持续性较强，建议关注A股电解铝板块的重估配置机遇。一是疫情压制逐步解除和全球逆周期宽松加码背景下，内需回暖叠加海外需求否极泰来，有望带动电解铝需求不断回升；二是供给端受停减产以及投产延后的影响，短期压力相对较小，去库进程仍在持续；三是氧化铝产能投放压力较大，有望持续压制电解铝成本。考虑到沪铝从3月23日至今涨幅已接近15%，且本轮行业盈利改善的持续性较强，前期明显滞涨的电解铝板块有望迎来重估。建议重点关注氧化铝自给率低、产量成长性强、业绩弹性大的标的，包括新界泵业（天山铝业拟借壳）、神火股份和云铝股份。

■风险提示：1) 电解铝复产和新增产能超预期；2) 电解铝需求回暖不及预期；3) 氧化铝和铝土矿价格大幅上升；4) 海外疫情持续发酵。

行业深度分析

证券研究报告

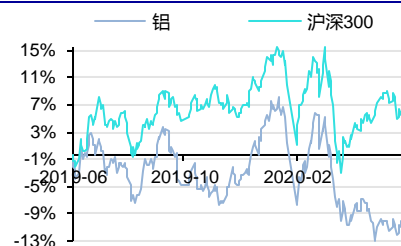
投资评级 领先大市-A

首次评级

首选股票

目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益	-3.41	-9.74	-28.70	
绝对收益	-1.91	-12.15	-19.29	

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

黄孚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518090001
huangfu@essence.com.cn

王政

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520020002
wangzheng1@essence.com.cn

王建润

报告联系人

wangjr@essence.com.cn
010-83321037

相关报告

内容目录

1. 2020 年以来电解铝行业先抑后扬，二季度以来盈利持续改善.....	5
1.1. 一季度受疫情影响，供需短暂错配导致行业普遍亏损.....	5
1.2. 二季度行业减产叠加需求回暖带动电解铝企业盈利恢复.....	5
1.3. 氧化铝持续过剩，电解铝成本端压力较小.....	6
2. 供给：2020 年新增电解铝供应压力有限，4 月以来持续去库.....	8
2.1. 成本压力下电解铝企业主动减停产，短期可能带来供需抽紧.....	8
2.2. 2020 年预计新增电解铝产能压力减小.....	9
2.3. 精废价差短期转负导致部分原铝暂时性替代废铝.....	10
2.4. 4 月以来电解铝加速步入去库进程.....	11
2.5. 铝价内强外弱导致进口涌入，但占比较小承压有限.....	11
3. 需求：房地产竣工端回暖，汽车产销和电网投资值得期待，外需迎来边际改善.....	14
3.1. 房地产竣工端回暖预期渐起.....	14
3.2. 刺激政策下汽车产销有望超预期.....	15
3.3. 国内电网投资带来新亮点.....	16
3.4. 家电库存压力依旧凸显，但销售旺季值得期待.....	17
3.5. 全球逆周期宽松大行其道，叠加疫情压制逐步解除，海外需求边际改善.....	18
4. 未来展望：内需的持续修复有望带动电解铝需求回暖，看好电解铝当前的配置价值.....	23

图表目录

图 1：一季度受疫情影响铝价大幅下挫造成短暂全行业亏损.....	5
图 2：2019 年电解铝成本拆分.....	5
图 3：二季度电解铝成本显著凹陷.....	5
图 4：5 月 22 日电解铝行业现金成本曲线.....	6
图 5：2019 年 7 月起，国内氧化铝行业平均利润转负.....	6
图 6：氧化铝产能明显过剩，开工率显著下行.....	6
图 7：进口氧化铝数量同比大幅增长（万吨）.....	7
图 8：海内外氧化铝价格同趋势下行.....	7
图 9：二季度以来电解铝价格显著反弹.....	8
图 10：4 月开始精废价差恢复，废铝供给回升.....	11
图 11：铝锭社会库存显著下行，但降速趋缓.....	11
图 12：4 月底至 6 月初进口窗口打开.....	12
图 13：沪伦比不断上升，造成进口压力增大.....	12
图 14：铝材短期内加速涌入.....	13
图 15：废铝进口减少，但批文余量仍充足.....	13
图 16：我国电解铝消费结构.....	14
图 17：房地产竣工端回暖预期渐起.....	14
图 18：竣工和开工剪刀差加大.....	14
图 19：国内汽车产量持续恢复.....	15
图 20：新能源车产量快速恢复.....	15
图 21：汽车厂家库存处于历史低位.....	15
图 22：汽车产销比维持正常.....	15
图 23：电网和电源建设投资完成额显著修复.....	17
图 24：电网基本建设投资计划和实际完成额变化.....	17
图 25：家电产量恢复较慢.....	17
图 26：空调库存创历史新高.....	17
图 27：空调销量变化.....	18
图 28：冰箱销量变化.....	18
图 29：2020 年 3 月以来美联储资产负债表大幅扩张.....	20
图 30：全球央行降息情况一览.....	20
图 31：欧美国家的新冠日新增病例不断下降.....	22
图 32：全球主要经济体 PMI 企稳反弹.....	22
图 33：美国 5 月份失业率出现从 4 月 14.7%降至 13.3%.....	22
图 34：美国 5 月非农新增就业 250.9 万人，大超市场预期.....	22
图 35：未锻造的铝及铝材出口量变化.....	22
图 36：铝材出口类型.....	22
图 37：A 股电解铝上市公司情况对比.....	24
表 1：2020 年国内氧化铝待投项目.....	7
表 2：2020 年海外氧化铝新增产能.....	7
表 3：春节前中国电解铝减产情况.....	8
表 4：截至 5 月中国电解铝减产详细情况.....	9
表 5：2020 年电解铝新增产能汇总.....	10

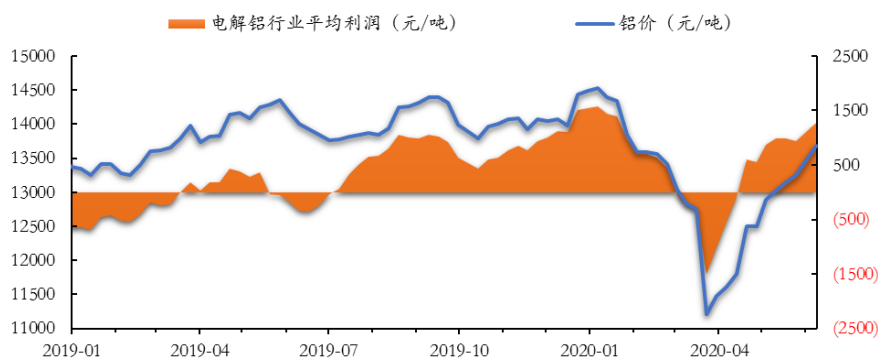
表 6: 2020 年电解铝复产产能汇总.....	10
表 7: 2020 年以来汽车刺激政策汇总.....	16
表 8: 2020 年以来家电刺激政策.....	18
表 9: 美联储已经实施的资产购买计划或信贷计划一览.....	19
表 10: 3 月以来全球各国财政刺激政策一览.....	21
表 11: 电解铝年度供需平衡表.....	23

1. 2020 年以来电解铝行业先抑后扬，二季度以来盈利持续改善

1.1. 一季度受疫情影响，供需短暂错配导致行业普遍亏损

电解铝价格大幅下跌，造成短暂全行业亏损。一季度，受全球性疫情影响，电解铝下游需求不足，叠加宏观经济预期下行，市场悲观情绪蔓延，电解铝价格持续下探。供给端方面，由于电解铝企业停启槽成本相对较高，疫情期间电解铝企业普遍连续生产，过剩的供给进一步加大铝价下行的压力。成本端方面，由于氧化铝和预焙阳极弹性生产相对容易，在节后开工率相对较低的情况下，氧化铝、预焙阳极短期内出现短缺，供需的暂时性错配造成电解铝成本明显上涨。

图 1：一季度受疫情影响铝价大幅下挫造成短暂全行业亏损

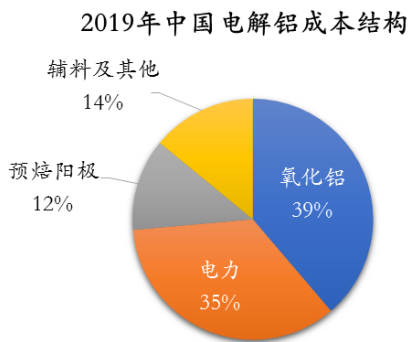


资料来源：wind，安信证券研究中心

1.2. 二季度行业减产叠加需求回暖带动电解铝企业盈利恢复

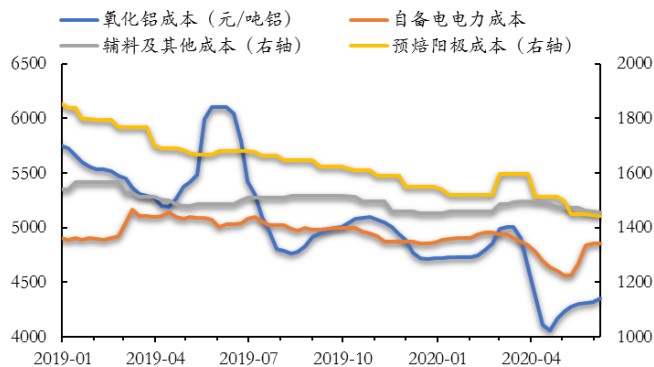
供给收缩叠加成本凹陷，电解铝行业盈利水平恢复。进入第二季度，供给方面，在原料成本高压下，部分电解铝企业提前检修；需求和成本方面，随着国内疫情好转，复工复产逐步进行，一方面下游需求回暖明显，铝锭开始进入去库进程，另一方面氧化铝产能明显过剩的局面推动氧化铝价格回落，电解铝企业利润修复明显，据我们测算，截至 5 月 22 日电解铝行业已全行业重回现金成本线以上。

图 2：2019 年电解铝成本拆分



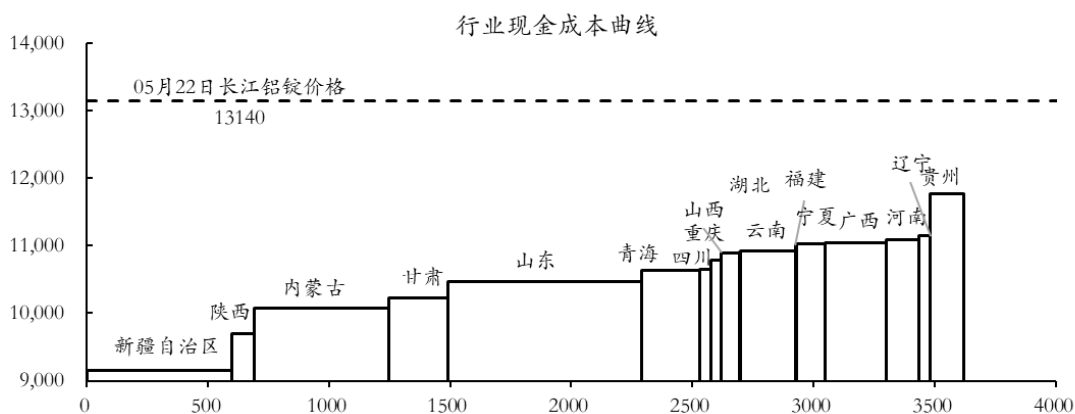
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：二季度电解铝成本显著凹陷



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：5 月 22 日电解铝行业现金成本曲线

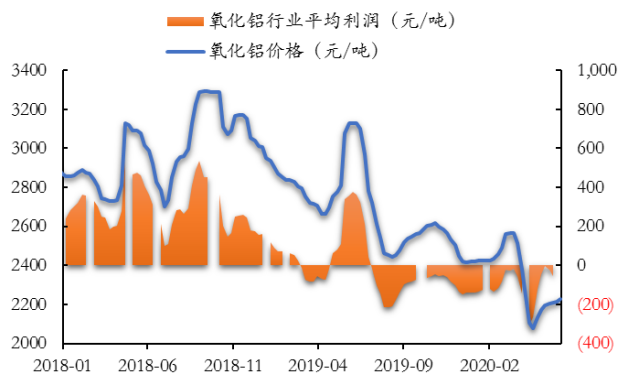


资料来源：wind，百川，安信证券研究中心

1.3. 氧化铝持续过剩，电解铝成本端压力较小

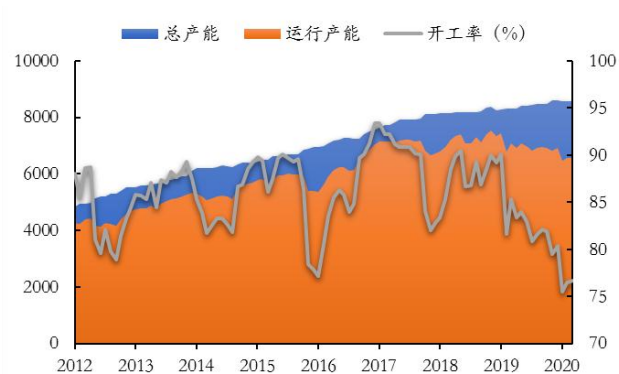
氧化铝行业利润转负，开工率随之下降。2019 年 7 月起，氧化铝行业平均利润转负，尽管一季度末氧化铝价格小幅上行，但需要注意的是氧化铝提价是建立在成本上行的基础上，该阶段氧化铝行业平均亏损额甚至在不断扩大。在这样的背景下，部分氧化铝企业为了减少亏损停工减产，开工率随之下降。根据阿拉丁数据，截至 2020 年 4 月，国内氧化铝总产能 8572 万吨，实际在产产能 6575 万吨，氧化铝产能明显过剩。

图 5：2019 年 7 月起，国内氧化铝行业平均利润转负



资料来源：阿拉丁，安信证券研究中心

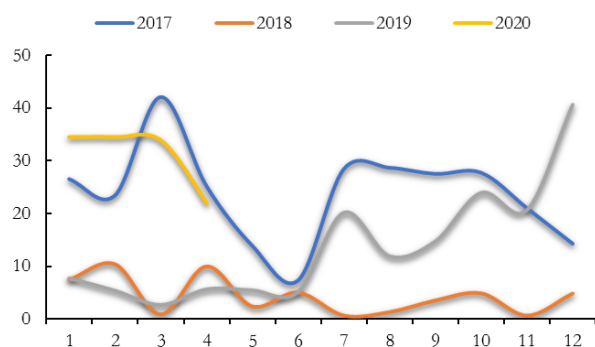
图 6：氧化铝产能明显过剩，开工率显著下行



资料来源：wind，安信证券研究中心

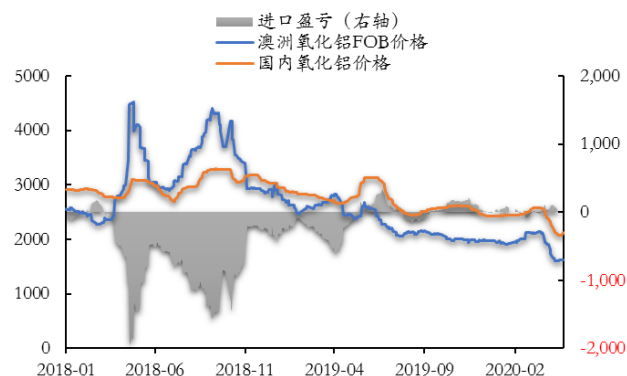
海内外氧化铝价格趋同，海外氧化铝弱势使国内氧化铝价格承压。近年来，由于海外氧化铝价格相对较低，国内电解铝厂对进口氧化铝需求逐渐提高，特别是海关总署宣布自 2020 年 1 月 1 日起，氧化铝 2020 年最惠国税率 5%，2020 年暂定税率 0，2020 年以来国内进口氧化铝数量大幅增长。尽管二季度由于疫情影响氧化铝运输，但截至 4 月，中国进口氧化铝数量已达 124.76 万吨，而 2019 年全年氧化铝进口量仅为 164.53 万吨。进口氧化铝的大量涌入国内使得海内外氧化铝价格趋同趋势愈发明显，尽管目前国内氧化铝行业仍陷入亏损状态，成本支撑下挺价意愿较强，但是在目前海外氧化铝市场不景气的背景下，国内氧化铝难有大幅上行基础。

图 7：进口氧化铝数量同比大幅增长（万吨）



资料来源：阿拉丁，安信证券研究中心

图 8：海内外氧化铝价格同趋势下行



资料来源：百川，wind，安信证券研究中心

氧化铝持续明显过剩局面。根据百川统计，2020 年我国国内氧化铝新增产能预计为 610 万吨，考虑到对应的电解铝产能，氧化铝产能明显过剩。同时，北矿力澜预计海外氧化铝新增产能至少将达 415 万吨，海外氧化铝继续延续过剩格局，出口窗口仍将关闭，从而加剧国内氧化铝市场过剩局面，使国内氧化铝市场将进一步承压。在产能明显过剩的局面下，氧化铝难以维持高利润，价格上涨至一定的水平，产量释放弹性大，氧化铝价格将向下回归。

表 1：2020 年国内氧化铝待投项目

省份	企业	已有产能	在建产能	年内可投产产能	总规划产能	预期投产时间	备注
贵州	国家电投贵州遵义	100	0	100	200	2020 年 4 月	已于 4 月 29 日投产，产品预计 6 月中下旬产出
广西	华晟新材料	0	200	200	400	2020 年 6 月	计划将于 2020 年 7 月投产
贵州	广铝铝业（二期）	60	30	30	270	2020 年 9 月	目前规划为年内投产，但仍有不确定因素
广西	靖西天桂（二期）	80	80	80	240	2020 年 12 月	具体投产仍需观察各方因素影响
广西	龙州新翔	0	100	100	100	2020 年 12 月	预期年底投产但不排除有延后可能
山西	强锦铝业	0	100	100	100	2021 年	工期进展仍需观察手续及其他因素
合计		240	510	610	1310		

资料来源：百川，安信证券研究中心

表 2：2020 年海外氧化铝新增产能

公司	冶炼厂	地点	新增/恢复	备注
酒钢	Alpart	牙买加	65	不确定
阿联酋铝业	Shaheen	阿联酋	200	预计 2020 年投产
印度铝业	Utkal	印度	50	预计 2020 年投产
南山铝业		印尼	100	预计 2020 年投产
合计			415	

资料来源：北矿力澜，安信证券研究中心

2. 供给：2020 年新增电解铝供应压力有限，4 月以来持续去库

2.1. 成本压力下电解铝企业主动减停产，短期可能带来供需抽紧

成本压力下电解铝企业主动减停产达到 **85.27 万吨**。根据百川统计，节前仅有中铝山西 14 万吨电解铝产能可能减产并转移产能指标。然而由于原料端价格高企，部分高成本地区的电解铝企业提前对电解槽进行检修或者主动减停产，根据百川最新统计，目前已减产产能高达 85.27 万吨。

减产背景下的需求复苏带来短期供需抽紧。我们认为，电解铝供给端一般较为稳定，主要原因是因为电解铝电解槽关闭和开启带来的成本提升，导致电解铝因为的成本压力的减产往往具有较高的耐受性，但是一旦减产后，电解铝重新开启的速度往往较慢，导致电解铝供需的弹性较大，近期也在铝价上得到较大体现。

图 9：二季度以来电解铝价格显著反弹



资料来源：wind，安信证券研究中心

表 3：春节前中国电解铝减产情况

省份	铝厂	总产能	原运行产能	现运行产能	已减产	减产时间	已确定待减	或减产但未明确	备注
山西	中铝山西	42	35	35	0	/	0	14	有减产 14 万吨并转移指标的可能
合计					0			14	

资料来源：百川，安信证券研究中心

表 4：截至 5 月中国电解铝减产详细情况

省份	铝厂	总产能	原运行产能	现运行产能	已减产	减产时间	或减产但未明确	备注
山西	晋能朔州	7	6.3	3.7	2.6	2020 年 2 月	0	检修，后期看市场再次启动
贵州	六盘水双元	15	14.5	11	3.5	2020 年 3 月	0	检修，后期看市场再次启动
甘肃	东兴嘉峪关	135	135	126	9	2020 年 3 月	8	检修，70 台 500KA 电解槽
	东兴陇西	37	37	35.8	1.2	2020 年 3 月	0	检修，20 台 240KA 电解槽
重庆	国丰实业	8	7.2	0	7.2	2020 年 3 月	0	变压器短路，全部关停，预期 6 月 1 日起全面复产
山西	中铝山西	43	35	28	7	2020 年 3 月	0	3 月 22 日开始减产，预期 4 月初完成减产
青海	黄河鑫业	58	56	56	0	2020 年 3 月	3	检修，取决于市场走势
甘肃	兰州连城	54	15	14.73	0.27	2020 年 3 月	0	3 月末完成减产
重庆	旗能电铝	33	32	29.1	2.9	2020 年 3 月	4	检修，后期看市场再次启动
宁夏	宁创新材料	30	19	17	2	2020 年 3 月	0	3 月 27 日起检修，后期看市场再次启动
四川	四川启明星	12.5	12.5	11.7	0.8	2020 年 4 月	0	暂时检修 10 台 300KA 电解槽
青海	佳韵铝业	7	7	5.7	1.3	2020 年 4 月	0	计划检修 20 台 120KA 电解槽
河南	万基铝业	58	48	47	1	2020 年 4 月	0	300KA 电解槽检修
重庆	天泰铝业	10	10	9.5	0.5	2020 年 4 月	2	计划检修 30 台，视市场情况而定
贵州	华仁新材料	50	50	49.7	0.3	2020 年 4 月	0	检修 4 台槽子
青海	百河铝业	70	53	52	1	2020 年 4 月	0	检修 15 台 240KA 电解槽
云南	云铝集团	235	213	198	15	2020 年 4 月	0	检修
内蒙古	锦联铝材	125	98	95	3	2020 年 4 月	0	检修，后期看市场再次启动
辽宁	营口鑫泰	46	46	23	23	2020 年 4 月	0	4 月 15 日起停产
广西	来宾银海	50	46	44.6	1.4	2020 年 4 月	0	检修 54 台 500kA
青海	物产工业	10	10	8.7	1.3	2020 年 4 月	0	检修 20 台 240kA
四川	阿坝铝厂	20	20	19	1	2020 年 4 月	2	目前计划检修 10 台 360kA
合计					85.27		17	

资料来源：百川，安信证券研究中心

2.2. 2020 年预计新增电解铝产能压力减小

2020 年预计新增电解铝产能减少，产量增加约 70 万吨。根据 SMM 和 AM 统计，2020 年新增和复产产能分别为 220.5 万吨和 55 万吨，且投复产进程主要集中在下半年。考虑铝价、资金面、施工条件以及潜在淘汰产能等因素影响，我们预计 2020 年电解铝产量增量约在 40 万吨左右。

表 5：2020 年电解铝新增产能汇总

地区	企业	总产能	运行产能	待投产	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
广西	德保	30	20	10										10		
广西	田林	30	12	18											8	
广西	隆林	20	0	10												5
贵州	兴仁登高	50	25	25												
内蒙古	创源金属	80	40	40						10	10	10				
内蒙古	白音华	25	0	25										5	5	5
内蒙古	包头华鑫隆	10	0	0												
内蒙古	华云新材料	110	80	30												
云南	鹤庆	45	20	25	5	5										
云南	海鑫	70	35	35												
云南	其亚	35	0	10												
云南	神火	90	0	45		5	10				10	10	10			
云南	文山	50	0	25					5	5	5	5	5			
云南	涌鑫	50	30	0												
云南	魏桥	200	0	60												
四川	广元林丰/中孚	50	0	12.5	3	4	5.5				10	10	10	10	10	10
合计		945	262	370.5	8	14	15.5	0	5	15	35	35	25	25	23	20

资料来源：AM，SMM，安信证券研究中心

表 6：2020 年电解铝复产产能汇总

地区	企业	总产能	运行产能	待投产	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
山东	魏桥	850	580	60												
内蒙古	锦联	130	103	10	3											
内蒙古	固阳新恒丰	50	40	25	15			5								
四川	广元启明星	12.5	9	6	3				3							
河南	豫港龙泉	60	57	3												
青海	西部水电	45	40	5												
青海	百河铝业	25	8	17												
贵州	安顺铝厂	50	0	1.5												
新建	信发	190	140	30	6					10	10					
合计		1412.5	977	157.5	27	0	0	5	3	10	10	0	0	0	0	0

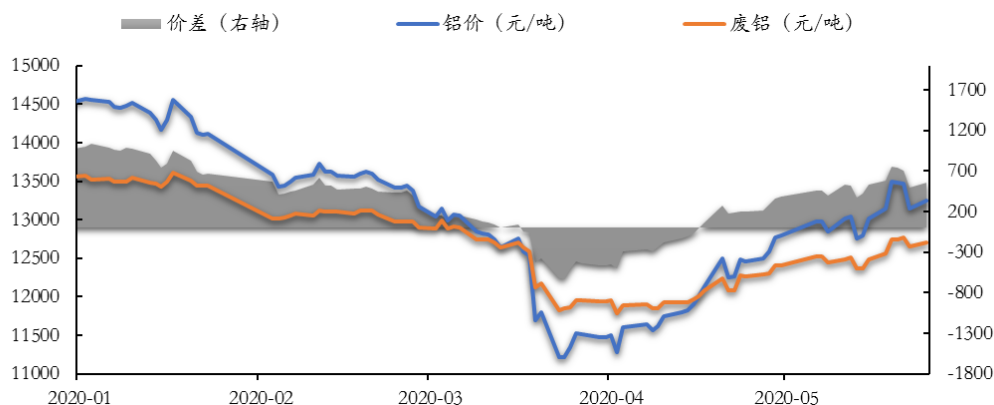
资料来源：AM，SMM，安信证券研究中心

2.3. 精废价差短期转负导致部分原铝暂时性替代废铝

废价差短期转负导致原铝暂时性替代废铝。三月中旬至四月中旬，受全球悲观情绪蔓延影响，铝价一度出现暴跌。与此同时，国内疫情一方面导致废铝回收商开工延迟，开工后废铝价格较年初下滑明显，出货意愿较低；另一方面，废铝回收链也受到一定影响，叠加疫情期间铝锭消费锐减，废铝供应出现暂时性短缺。尽管废铝价格随铝价下挫而下跌，但下跌力度远远小于原铝，这就导致了部分厂商使用原铝替代废铝进行生产。

随着国内疫情好转，废铝回收商陆续复工，市场上废铝供应明显增多，随着废铝供应紧缺情况逐渐缓解，原铝替代废铝这一情况势必不会长久。自4月下旬以来，原铝与废铝价差重新转正，价差重回正常水平，原铝替代废铝窗口关闭，精废替换将逐步回归常态。

图 10：4 月开始精废价差恢复，废铝供给回升

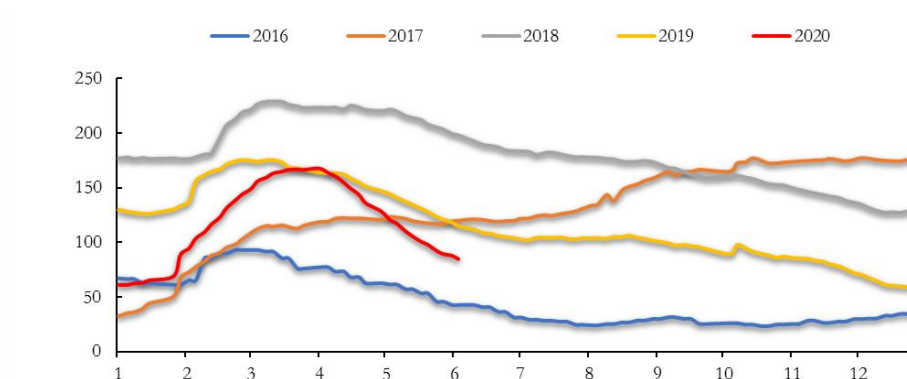


资料来源：wind，安信证券研究中心

2.4. 4 月以来电解铝加速步入去库进程

4 月以来电解铝库存显著下降，单月下降幅度达到 44 万吨。一季度受疫情影响，交通运输受限，下游复工延迟，终端需求受到一定的冲击，且供给端电解铝企业暂未减产，电解铝累库明显，铝锭社会库存从节前的 63 万吨一路升至 4 月 2 日的最高点 167.6 万吨。但是 4 月以来，随着国内疫情基本结束，铝下游需求复苏明显，并且废铝回收受疫情影响明显减少，部分原铝替代废铝，使得电解铝去库明显，4 月去库量高达 44 万吨，5 月去库达到 31 万吨，随着国内需求的好转，去库进程有望延续。

图 11：铝锭社会库存显著下行，但降速趋缓



资料来源：wind，安信证券研究中心

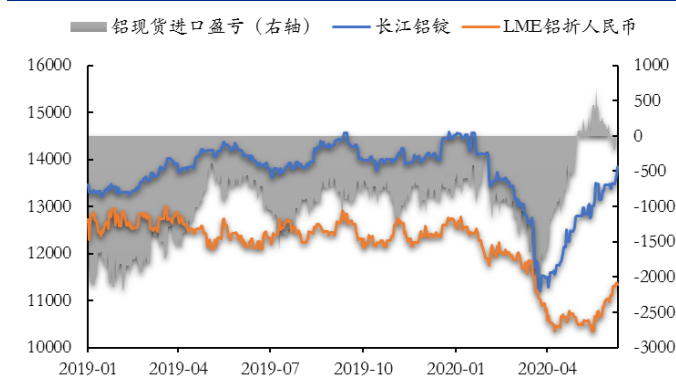
2.5. 铝价内强外弱导致进口涌入，但占比较小承压有限

沪伦比不断上升 4 月底开始原铝进口窗口打开。沪铝方面，4 月以来，终端内需好转明显，

带动铝锭社会库存大幅下降，同时提振多头信心，沪铝一路上涨。伦铝方面，供给端由于一季度海外氧化铝明显过剩，3月开始价格下探至近年来低位，一二季度电解铝厂家减产并不明显；需求端，二季度开始海外疫情蔓延，市场担忧情绪渐浓，伦铝一路下跌，并于4月底开始原铝进口窗口打开。

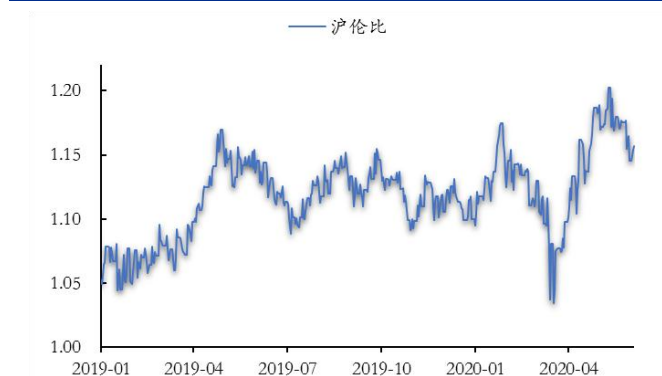
原铝进口窗口打开导致国内铝价短暂承压，但6月初进口窗口关闭。由于电解铝进口需缴纳13%的增值税，原铝进口在中国电解铝供应中占比不大，2019年中国原铝进口量仅为7.5万吨。4月底开始原铝进口窗口打开会导致的进口原铝增加将使国内铝价承压，但随着国外疫情的好转，以及国外铝厂在成本压力下开始减产，5月初，期铝内强外弱的局面开始转变，伦铝价格开始大幅上涨，导致在6月初进口窗口再度关闭。

图 12：4月底至6月初进口窗口打开



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 13：沪伦比不断上升，造成进口压力增大

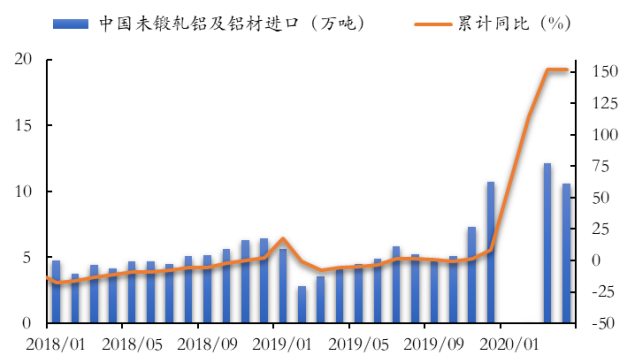


资料来源：wind，安信证券研究中心

进口铝材涌入，供应端短期承压。据海关数据，4月中国未锻轧铝及铝材进口量为10.61万吨，1-4月累计进口量40.86万吨，累计同比增速达152.0%。由于铝价内强外弱的局面仍在延续，短期内铝材进口仍将呈上升趋势，但是长期来看，由于铝材进口需要缴纳增值税，铝材在我国电解铝供应中占比极为有限，2019年我国仅为64.58万吨，供应端承压有限。

废铝批文余量充足，关注废铝新国标实施情况。据海关数据，4月废铝进口量为7.2万吨，同比减少53.3%，1-4月累计进口废铝27.0万吨，同比减少64.7%。2019年7月以来，中国将六类废铝列入限制类进口名录，批文制下2020年前七批废铝进口批文量共47.82万吨，目前剩余20万吨左右废铝进口量。

图 14：铝材短期内加速涌入



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 15：废铝进口减少，但批文余量仍充足

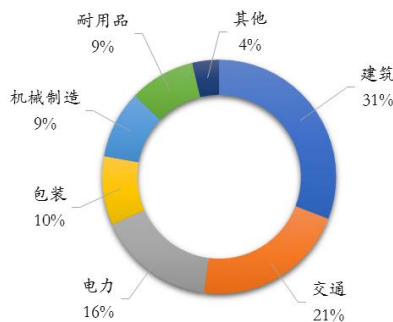


资料来源：wind，安信证券研究中心

3. 需求：房地产竣工端回暖，汽车产销和电网投资值得期待，外需迎来边际改善

建筑、交通和电力占我国电解铝需求 68%。我国电解铝消费结构中，建筑、交通、电力和商品消费占据了 80% 以上的需求，其中建筑是占比最大达 31%，需求主要集中在房地产中。

图 16：2019 年我国电解铝消费结构



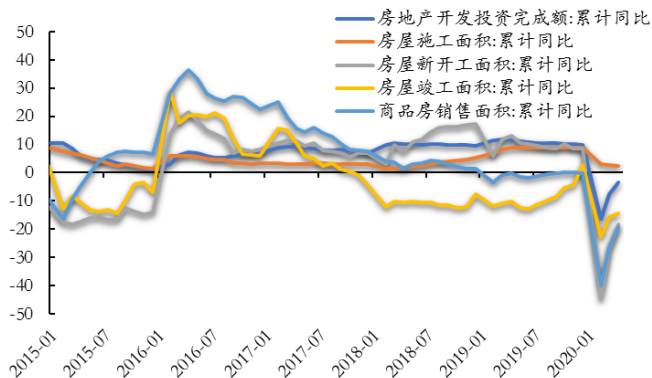
资料来源：wind，安信证券研究中心

3.1. 房地产竣工端回暖预期渐起

房地产竣工端回暖预期渐起。根据统计局数据，2019 年房屋竣工面积连续六个月回升，并于 12 月 2 年来首度转正。但在疫情影响下，2020 年 1-2 月房屋竣工面积、新开工面积等均出现大幅下滑。随着国内疫情好转，3 月以来，房屋竣工面积同比回暖，并且随着各地政府房地产政策松动，根据最新统计，2020 年 4 月房屋竣工面积为 19,286 万平方米，累计同步下降 14.5%，降幅收窄 1.3pt。

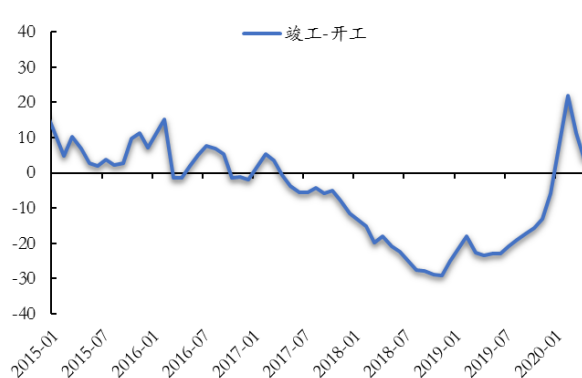
回顾历史，房地产新开工和竣工存在“剪刀差”，销售高峰与竣工高峰的时间差通常为 2-3 年，上一轮销售高峰出现在 2016-2018 年，这也就意味着竣工高峰大约从 2019 年开始，从数据上看，2017、2018 年竣工面积同比增速分别为 -4.4% 和 -7.8%，而 2019 年同比增速转正达 2.6%，也支持了这样的判断。从全年来看，一季度是竣工淡季，我们认为一季度竣工增速暂时性下滑不改长期回暖趋势，竣工端回暖有望继续带动铝需求增长。

图 17：房地产竣工端回暖预期渐起



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 18：竣工和开工剪刀差加大



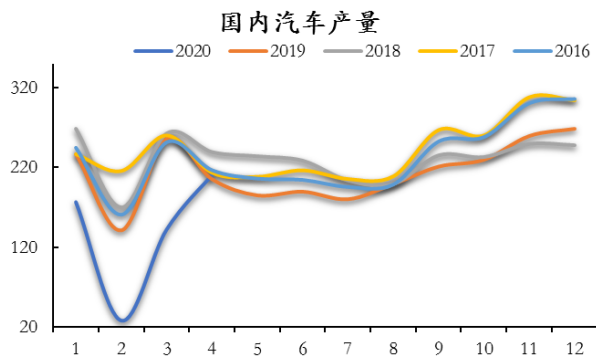
资料来源：wind，安信证券研究中心

3.2. 刺激政策下汽车产销有望超预期

刺激政策下汽车产销超预期。在疫情发生以来，政府采取了推动国三汽车置换、支持二手车交易，乃至汽车下乡等一系列刺激政策支持汽车产业复苏。根据中汽协数据，4 月全国汽车产销分别为 210 万辆和 207 万辆，同比分别增长 2.3% 和 4.4%，结束了销量连续 21 个月下降的局面，基本恢复至往年同期水平。同时，值得欣喜的是，在产业刺激政策下，汽车行业库存下降明显，4 月份汽车厂家库存为 94.3 万辆，已位于近五年来低位。

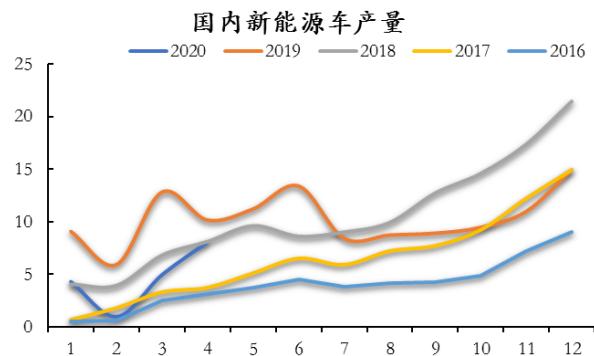
根据《中国汽车工业用铝量评估报告（2016—2030）》，2018 年新能源汽车的平均铝消耗量估计为 141.5 千克，到 2030 年耗铝量将超过 280 千克。此外，随着汽车轻量化成为未来发展趋势，中国汽车行业的用铝量将从 2018 年的 380 万吨增加到 2030 年的 910 万吨，年复合增长率为 8.9%。2020 年政府报告中再次提及推广新能源汽车，随着各地陆续出台汽车消费刺激政策，汽车产销量有望延续增长态势。

图 19：国内汽车产量持续恢复



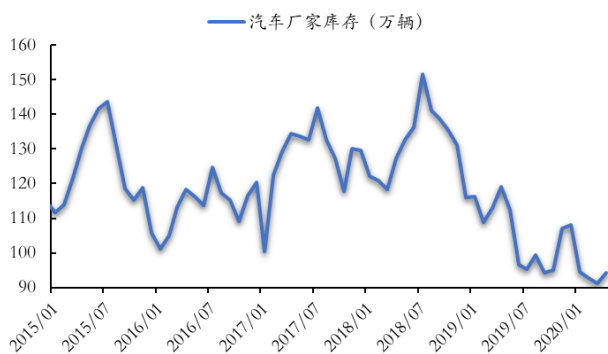
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 20：新能源车产量快速恢复



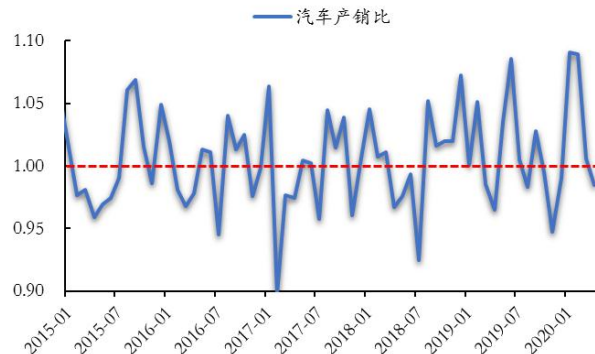
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 21：汽车厂家库存处于历史低位



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 22：汽车产销比维持正常



资料来源：wind，安信证券研究中心

表 7：2020 年以来汽车刺激政策汇总

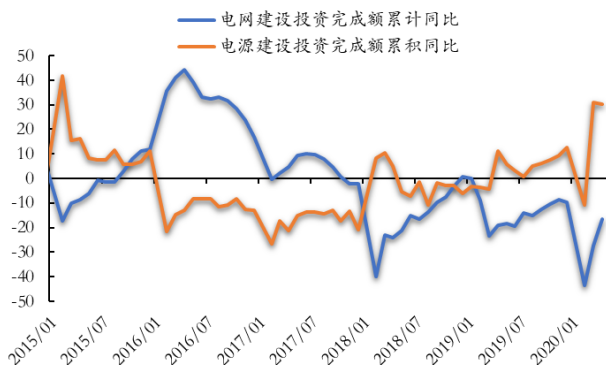
时间	区域/主体	政策
2020.02	广州、深圳	《广东省进一步稳定和促进就业若干政策措施》：鼓励广州、深圳进一步放宽汽车摇号和竞拍指标 《关于统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作的若干措施》：加快广州、深圳新增汽车指标放号
2020.03	佛山	《佛山市人民政府办公室关于印发佛山市促进汽车市场消费升级若干措施试行的通知》：佛山号牌车主凭旧车售卖发票或汽车报废注销证明购买新车，每辆给予 3000 元补助；对同一消费者一次性购买 5 台及以上的大、中、重型客运、载货汽车（车辆单价不少于 50 万元），每辆车给予 5000 元补助；消费者购买新车，每辆给予 2000 元补助
2020.03	湘潭	《关于出台促进吉利地产车在长株潭消费升级鼓励措施》：长株潭市民购买吉利汽车湘潭九华基地生产的吉利缤越、全新远景，可获 3000 元/台的补贴
2020.03	广州	《广州市人民政府关于印发广州市坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战努力实现全年经济社会发展目标任务若干措施的通知》：加快落实 2019 年 6 月明确的新增 10 万个中小客车指标额度工作，并视情况研究推出新指标
2020.03	珠海	《珠海市人民政府关于有效降低疫情影响促进经济平稳运行的实施意见》：对在珠海注册登记的汽车销售企业购买“国六”标准排量汽车的消费者给予补助，对符合规定的车展布展企业、车展汽车销售企业，给予场地、宣传投入补助和销售奖励；简化汽车登记、二手车交易手续，优化汽车金融服务
2020.03	中汽协	建议推迟全国范围内推出国六排放标准、限购地区适当增加汽车号牌配额，解禁新能源汽车限购，调整小排量乘用车购置税率，出台汽车下乡政策
2020.03	发改委、商务部等 23 个部门	《关于促进消费扩容提质 加快形成强大国内市场的实施意见》：促进汽车限购向引导使用政策转变，鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌限额
2020.03	浙江	《浙江省人民政府办公厅关于提振消费促进经济稳定增长的实施意见》：鼓励杭州有序放宽汽车限购措施，制定汽车以旧换新和下乡惠农政策，深挖农村汽车消费潜力；发挥浙江省汽车保有量大的优势，扩大二手车市场流通，依法放开汽车改装市场，努力挖掘汽车后市场服务潜力；创新汽车消费服务，拓展线上线下购车渠道，鼓励品牌汽车经销商提供网上看车、送车试驾等服务，策划举办一批“浙里行网上购车节”等促销活动
2020.03	商务部	鼓励各地结合本地实际情况，出台促进新能源汽车消费、开展汽车以旧换新等措施，进一步稳定和扩大汽车消费
2020.03	国务院	将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年；中央财政采取以奖代补支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车；对二手车经销企业销售旧车，从 5 月 1 日至 2023 年底间按销售额 0.5%征收增值税
2020.04	财政部等四部委	将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至 2022 年底，2020-2022 年的补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%、30%。城市公交、道路客运、出租（含网约车）、环卫、城市物流配送、邮政快递、民航机场及党政机关公务领域符合要求的车辆，2020 年的补贴标准不“退坡”，2021-2022 年的补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%。
2020.04	上海	2020 年增加 4 万张非经营性客车额度；报废或转让国四及以下车型同时购买国六车型，补贴 4000 元/辆；购买新能源汽车给予 5000 元“充电补助”

资料来源：发改委等，安信证券研究中心

3.3. 国内电网投资带来新亮点

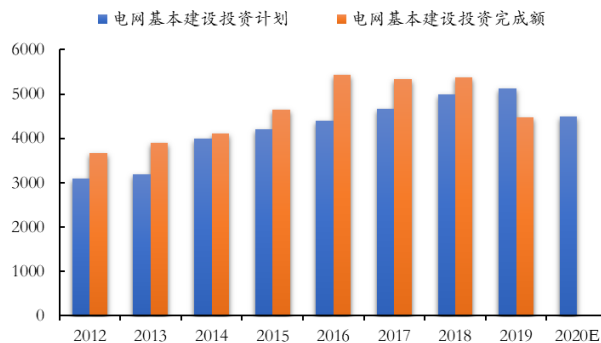
国内电网投资上调 10%，有望超预期拉动铝需求。2019 年由于特高压建设进度放缓，电网基本建设投资实际完成额仅为 4473 亿元，同比降低 11%。此外，国家电网 2019 年底发布《关于进一步严格控制电网投资的通知》，严格控制电网投资。但是为了对冲经济下行压力，国家电网于 3 月宣布将年初 4080 亿元电网投资计划上调至 4500 亿元，增幅高达 10%，如果考虑南方电网等公司的投资，2020 年电网基本建设投资有望超 5000 亿。根据规划，目前国内共有 8 条待核准、7 条在建的特高压项目、以及 2 条柔性直流输电项目，总投资金额预计在 1600 亿元左右，电网投资超预期有望大幅拉动铝需求。

图 23：电网和电源建设投资完成额显著修复



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 24：电网基本建设投资计划和实际完成额变化



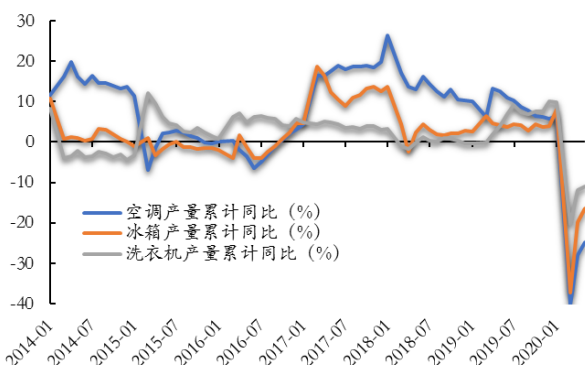
资料来源：wind，安信证券研究中心

3.4. 家电库存压力依旧凸显，但销售旺季值得期待

家电库存压力依旧凸显，空调库存创历史新高。根据统计局最新数据，2020年4月空调、冰箱和洗衣机累计产量降幅分别同比收窄3.1pt、4.3pt和0.8pt。销量方面，3月空调、冰箱销量分别为1264.35万台、628.06万台，环比增速达128.8%和130.99%。但是令人担忧的是，截至2020年3月，空调、冰箱和洗衣机库存分别为1500.5、344.4和188.5万台，处于历史较高水平，去库压力仍然较大。

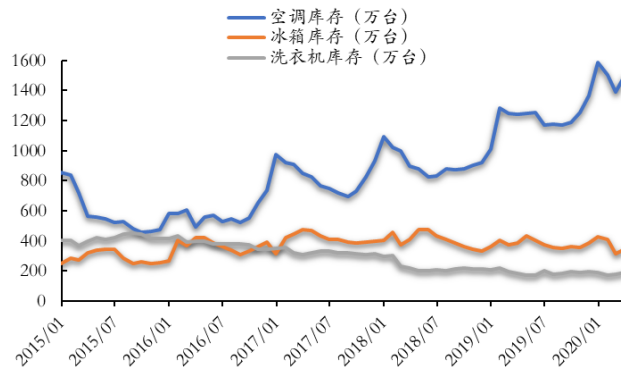
空调能效正式实施，销售旺季值得期待。短期来看，随着夏季到来，气温抬升，空调将迎来销售旺季；家电的需求相对稳定，疫情期间减少的消费将延后释放，在各地的消费刺激政策下家电需求有望加速反弹。长期来看，“史上最严”的空调新能效标准将于7月1日正式实施，预计将淘汰市场近45%的空调，此外随着房地产竣工端回暖，作为地产后周期的家电销售有望抬升，特别是在家电企业纷纷扩展线上销售渠道以及小家电行业迎来快速发展的背景下，家电行业长期向好。

图 25：家电产量恢复较慢



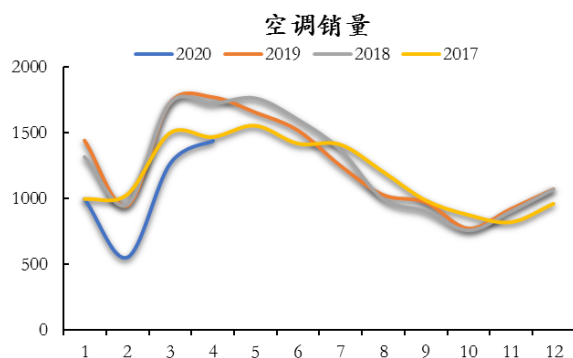
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 26：空调库存创历史新高



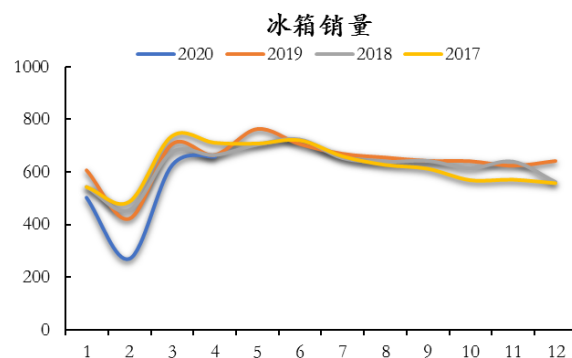
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 27: 空调销量变化



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 28: 冰箱销量变化



资料来源: wind, 安信证券研究中心

表 8: 2020 年以来家电刺激政策

日期	区域/主体	政策
2020.03	发改委、商务部等 23 个部门	《关于促进消费扩容提质 加快形成强大国内市场的实施意见》: 各地区结合实际制定奖励与强制相结合的消费更新换代政策, 鼓励企业开展以旧换新, 合理引导消费预期
2020.04	广东	开展家电下乡专项行动, 安排 5.8 亿元支持开展 2020 年家电下乡专项行动, 以生产企业让利 5%、财政补贴 5% 的方式, 对广东省农村居民购买 4K 电视机、空调、洗衣机、冰箱、电脑、手机、电饭煲、热水器等八类家电下乡产品给予补贴, 农村居民购买家电享受的综合优惠达到销售价格的 10%。
2020.5	发改委等 7 部门	《关于完善废旧家电回收处理体系推动家电更新消费的实施方案》: 完善回收处理体系方面, 各城市要设置废旧家电回收运输中转站; 搭建互联网应用服务平台; 支持大型家电生产、销售、回收企业和电商平台开展废旧家电回收。促进家电更新消费方面, 开展覆盖城乡的家电以旧换新等更新消费活动; 引导消费者及时更换超过安全使用年限的老旧家电; 探索家电新型消费模式, 开展家电租赁业务。

资料来源: 发改委等, 安信证券研究中心

3.5. 全球逆周期宽松大行其道, 叠加疫情压制逐步解除, 海外需求边际改善

货币宽松方面, 3 月以来, 美联储提供了大量的流动性安排以对冲可能发生的流动性短缺。美国的货币政策工具包括 QE、央行货币互换和针对一级交易商、存款类金融机构、外国银行、小微企业和市政债的各类流动性安排。3 月 23 日更是宣布了无限量 QE 措施, 持续向市场注入巨量的流动性, 以应对新冠疫情的冲击。

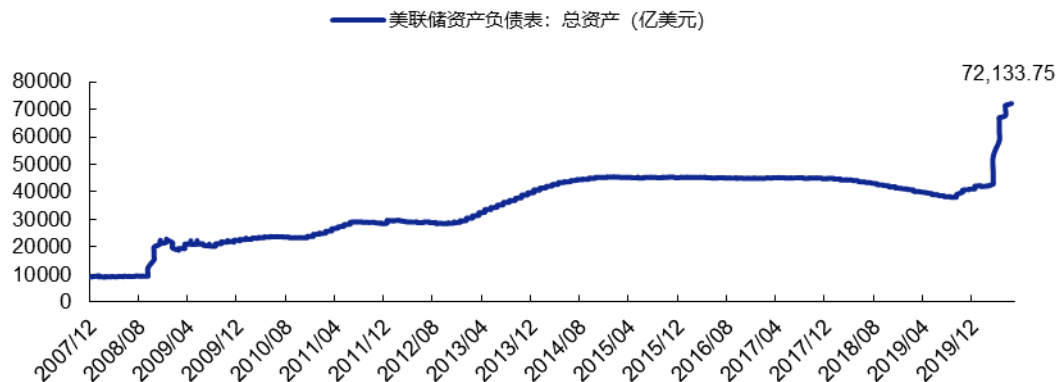
表 9：美联储已经实施的资产购买计划或信贷计划一览

时间	工具	措施	内容
3 月 12 日	逆回购操作	提高逆回购上限	美联储公布将展开逆回购操作，补充短期流动性
3 月 15 日	降低法定准备金率	将法定准备金率降至零	取消对数千家存款机构的准备金要求，推动信贷流向家庭和企业
	日内信贷	将资金推向家庭和企业	鼓励存款机构利用储备银行在担保和非担保的基础上提供日内信贷，支持向家庭和企业提高流动性，支持支付系统的正常运行
3 月 16 日	降低贴现利率	将贴现利率降至 0.25%	延长贴现窗口期限至 90 天
	降息+重启 QE	降息至零并重启 QE	再次突发降息 100bp，至此联邦基准利率降至 0%-0.25% 区间，同时宣布 7000 亿美元 QE（5000 亿美元国债和 2000 亿美元抵押债券购买计划）
3 月 17 日	CPFF	设立商业票据融资机制	绕过银行直接向企业放贷，财政部外汇稳定基金将为该机制提供 100 亿美元的信用保护
	PDCF	启动一级交易商信贷便利机制	将在 3 月 20 日启动，到期时间最长 90 天，至少持续 6 个月
3 月 18 日	MMLF	货币市场共同基金流动性工具	货币工具在加码，推出货币市场共同基金流动性工具（MMLF），一直持续到 9 月
3 月 19 日	流动性安排	与九国央行建立临时美元互换机制	与澳大利亚储备银行、巴西中央银行、丹麦国家银行等 9 家央行建立临时美元流动性安排（掉期交易）
3 月 23 日	一级市场借贷安排（PMCCF）	向投资公司提供信贷	提供四年过渡性融资，总规模 100 亿美元
	二级市场公司借贷安排（SMCCF）	二级市场购买投资级债券和 ETF	
	定期资产支持证券（TALF）	重启 TALF，财政部注资 100 亿美元	允许发行由学生贷款，汽车贷款，信用
	QE	无限量 QE	以国债为主，加入商业地产支持证券（CMBS）
4 月 9 日	一级市场借贷安排（PMCCF）	向投资公司提供信贷	卡贷款，小企业管理局担保的贷款支持的资产支持证券，以及其他资产
	二级市场公司借贷安排（SMCCF）	规模增大 2500 亿美元，购买范围扩大到 Fallen Angels	
	定期资产支持证券（TALF）	重启 TALF	后规模扩大 1000 亿美元
	工资保障计划借贷便利（PPPLF）	向小企业管理局提供资金，资金通过 PPP 贷款提供给企业，用于发放工人工资	规模为 3500 亿美元
	Main Street 大众企业贷款计划（MSNLF）和扩大贷款便利（MSELF）	向小微企业提供贷款，财政部提供信贷保护	向小微企业提供贷款，规模为 6000 亿美元，财政部提供 750 亿美元的信贷保护
	市政流动性便利支持 MLF	美联储购买剩余期限 24 个月以下的市政债，规模为 5000 亿美元	
4 月 28 日	市政流动性便利支持 MLF	延长期限，扩大门槛	将剩余期限时间从 24 个月延长至 36 个月，并扩大 MLF 的借款门槛，扩大后的 MLF 范围将为 350 亿美元政府债券提供最多 5000 亿美元贷款，购买范围包括美国各州、人口至少为 500,000 的美国县以及人口至少为 250,000 的美国城市发行的短期票据。

资料来源：美联储，安信证券研究中心

2020 年 3 月以来美联储资产负债表出现大幅、快速的资产扩张。截至 2020 年 6 月 4 日，美联储资产规模达 7.2 万亿，相比 3 月 4 日增加 68%。

图 29：2020 年 3 月以来美联储资产负债表大幅扩张



资料来源：美联储，安信证券研究中心

新冠疫情爆发以来全球各国央行竞相宽松。据我们统计，2020 年 1 月 19 日以来，共有 20 个重要的海外经济体持续降息。其中，美国联邦基金目标利率降至 0~0.25%，其它新兴经济体如南非、印度、巴西、土耳其、埃及等国降息幅度多在 50BP 以上。

图 30：全球央行降息情况一览

国家及地区	美国联邦基金目标利率	中国香港贴现窗基本利率(%)	韩国：基准利率	泰国：隔夜利率	马来西亚：隔夜利率	菲律宾：隔夜借款利率	印尼：基准利率	印度：基准利率	南非：再回购利率	俄罗斯：再融资利率	澳大利亚：隔夜利率	新西兰：基准利率	巴西：隔夜利率	冰岛：隔夜贷款贴现利率	挪威银行同业存款利率	乌克兰：贴现利率	土耳其：隔夜利率	埃及：贴现利率	智利：隔夜利率	墨西哥：基准利率
2020年1月19日以来																				
降息次数	2	2	1	2	2	3	2	1	2	2	2	1	2	3	1	3	3	1	2	1
降息幅度 (BP)	150	114	50	50	50	125	50	75	200	75	50	75	75	125	50	550	250	300	125	25
2019年以来																				
降息次数	5	5	3	4	3	6	6	6	4	7	5	3	6	8	4	8	8	5	6	5
降息幅度 (BP)	200	164	75	75	50	175	125	185	225	200	100	125	225	225	50	950	1100	650	250	100

资料来源：各国央行，安信证券研究中心

从美联储 4 月议息会的表态来看，我们预计美联储的宽松政策将维持较长时间，直至经济出现恢复。美联储继续强调新冠疫情“在中期内对经济构成重大风险”，并承诺将继续使用所有工具来支撑美国经济，并表示将维持利率在低位，直至有信心实现其最大就业和物价稳定目标，未来货币政策的评估将考虑包括劳动力市场、通胀压力与通胀预期，以及金融与国际形势发展的广泛指标。

6 月 4 日欧洲央行维持三大关键利率不变，将大流行病紧急资产购买计划(PEPP)规模提高 6000 亿欧元，并把购买期限延长到至少 2021 年 6 月底，没有将垃圾债纳入 PEPP。

财政刺激方面，3 月以来全球各国纷纷推进刺激政策对冲新冠疫情带来的负面影响。其中，美国、英国、意大利纷纷推出史上最大刺激政策方案。3 月 17 日，英国推出 2558 亿救助方案。3 月 25 日，美国参议院连夜投票通过 2 万亿美元规模的第三轮紧急经济救助计划，这将是美国历史上规模最大的救市计划。4 月 6 日，意大利追加 4000 亿欧元，加上此前宣布的 3500 亿欧元，合计 7500 亿欧元。另外，欧盟委员会计划推出的 7500 亿欧元的抗疫复苏法案将于 6 月 19 日欧盟峰会时进行下一步讨论，若获得通过将带来欧元区协同财政政策的迈出重要一步。特朗普政府则预计将推出 1 万亿美元的刺激政策。

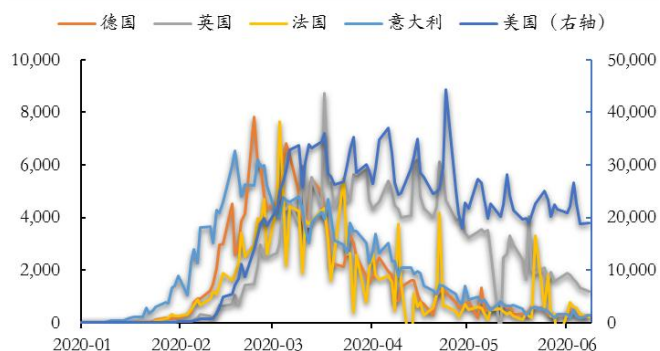
表 10: 3 月以来全球各国财政刺激政策一览

国家	日期	政策	内容	金额 (亿美元)
中国	5 月 22 日	“两会”再提扩大有效投资	今年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排 6000 亿元。	
美国	3 月 18 日	美国财政部和美国国税局 (IRS) 发布了指南	允许所有个人和其他非企业纳税人延期支付。最高 100 万美元的联邦所得税应在 2020 年 4 月 15 日至 2020 年 7 月 15 日之间支付，且不收取任何罚款或利息。	
	3 月 18 日	美国总统特朗普于 3 月 18 日签署 HR6201 法案，即《家庭首次冠状病毒应对法》，为员工提供带薪病假、加大失业保险范围等防疫手段。该法案将于 4 月 2 日生效。	救灾资金，免除所有学生贷款利息	834
	3 月 25 日	美国参议院 25 日连夜投票通过 2 万亿美元规模的第三轮紧急经济救助计划，这将是美国历史上规模最大的救市计划。	4 月 14 日美国财政部决定将 2 万亿刺激方案中的 250 亿分配给民航业者的 250 亿美元薪资援助计划。	20,000
	4 月 17 日	农业救助计划	190 亿美元的农业救助计划，以帮助受新冠肺炎疫情影响的农民和农场主等群体。其中将有 160 亿美元用于直接经济救助，30 亿美元用于政府农业采购。	190
	4 月 23 日	第四轮经济刺激方案	其中 3200 亿美元为小企业薪资保护项目的追加注资，600 亿美元留给小贷款机构，750 亿美元为提供医院援助，250 亿美元用于新冠病毒检测。	4,840
英国	3 月 17 日	史上最大的刺激计划	巨额贷款和担保，以支持企业的资金流不发生断裂，顺利渡过	2,558
	2 月 28 日	向本国疫情最严重地区提供纾困支持		9.9
	3 月 10 日	增强版紧急经济措施	暂停抵押贷款等债务偿还，以减轻全国实施封城的影响。	110
	3 月 11 日	划拨 250 亿欧元特别款项应对新冠疫情	这些资金将用于医疗卫生、经济纾困及其他可能受影响的领域，欧盟方面也支持意大利动用所有手段来应对此次公共紧急医疗卫生事件。	275
	4 月 6 日	历史上最大规模的经济干预措施	4 月 6 日追加 4000 亿欧元，加上此前宣布的 3500 亿欧元，合计 7500 亿欧元。	8,250
意大利	5 月 14 日	经济刺激计划	孔特内阁批准 550 亿欧元的刺激计划，在全国范围内实施超过两个月封锁措施后向那些面临破产风险的企业和困难家庭提供流动性。	605
	3 月 23 日	一揽子救助计划	内容包括设立一个总规模 6000 亿欧元的救助基金，其中包含 4000 亿欧元的企业担保、1000 亿欧元的企业股权纾困资金，以及 1000 亿欧元的借由德国国有复兴信贷银行 (KfW) 发放的国家支持贷款。	6,600
	3 月 23 日	一揽子救助计划	追加 2020 年预算 1560 亿欧元，其中补充预算中的 500 亿欧元将用于帮助面临破产风险的小企业和自由职业者	1,716
	5 月 25 日	救助德国汉莎财政计划	向汉莎航空公司提供 90 亿欧元救助，帮助其应对新冠疫情引发的冲击。	99
	6 月 4 日	经济刺激方案	涉及儿童补贴、降税、扶持企业等救助措施。这项 1300 亿欧元的经济复苏计划将覆盖 2020 年和 2021 年，其中的 1200 亿欧元由联邦层面承担。	1,430

资料来源：各国央行及政府网站，安信证券研究中心

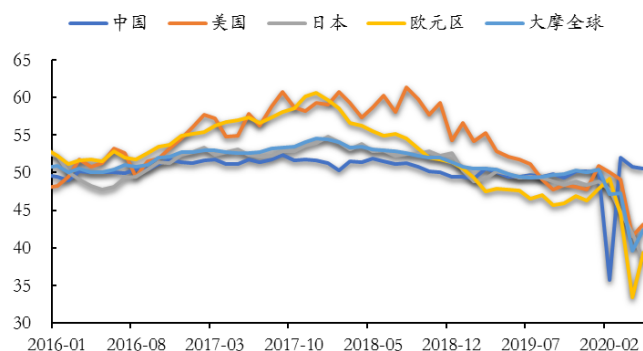
在全球各国猛烈地货币及财政刺激下，5 月各国经济景气度回升明显，对铝材需求拉动有望边际转暖。5 月中国官方制造业 PMI 录得 50.6，位于荣枯线上方。美国 5 月 ISM 制造业 PMI 反弹至 43.1，高于前值 41.5，美国 5 月非农就业 250.9 万人超预期改善，失业率虽有统计口径误差，但边际改善比较明确；欧元区 PMI 也从 4 月的 12.0 升至 5 月的 30.5，5 月欧美经济景气度回升明显。据统计，2019 年末锻造的铝及铝材出口量为 573 万吨，占全年铝材产量的 10.9%。2020 年 4 月中国未锻轧铝及铝材出口 44.17 万吨，环比 3 月出口量减少 15%，同比下滑 11.4%。根据 SMM 的最新调研，受出口影响最大的铝板带行业外贸订单下滑 30%-40%。我们认为，随着经济逐步正轨，全球经济恢复有望持续，对铝材需求有望边际转暖。

图 31：欧美国家的新冠日新增病例不断下降



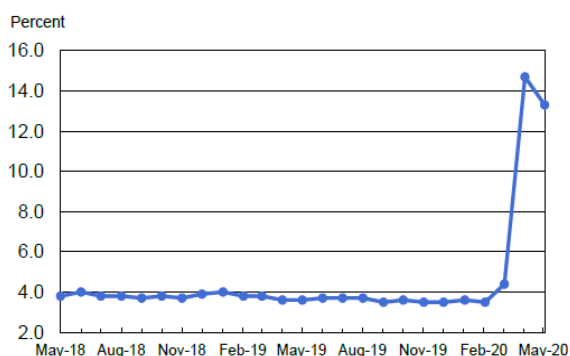
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 32：全球主要经济体 PMI 企稳反弹



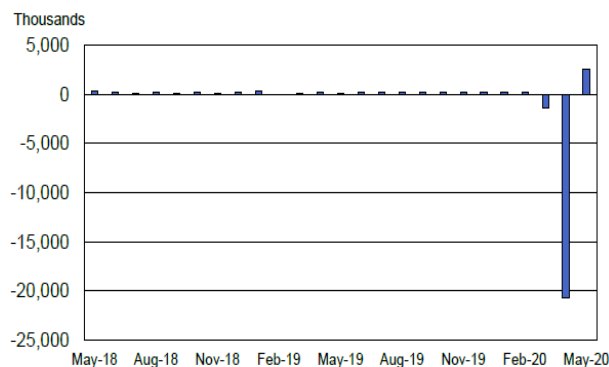
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 33：美国 5 月份失业率出现从 4 月 14.7%降至 13.3%



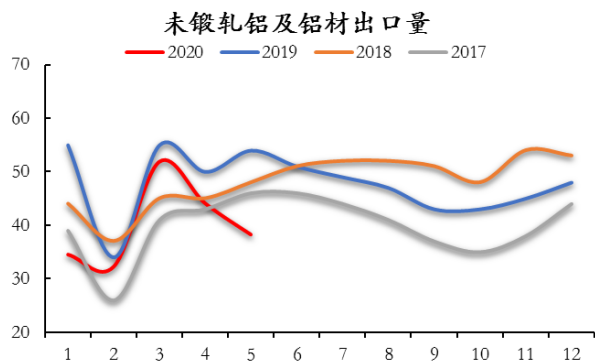
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 34：美国 5 月非农新增就业 250.9 万人，大超市市场预期



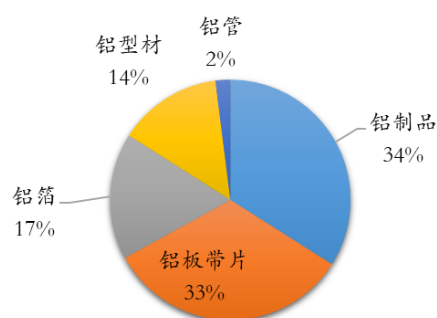
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 35：未锻造的铝及铝材出口量变化



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 36：铝材出口类型



资料来源：我的有色网，安信证券研究中心

4. 未来展望：内需的持续修复有望带动电解铝需求回暖，看好电解铝当前的配置价值

对于后市，我们仍然维持乐观判断。一是供给端方面，部分高成本地区的电解铝企业提前对电解槽进行检修或者主动减停产，目前已减产产能达到 85.27 万吨，且由于疫情影响，投复产产能释放主要集中在下半年。

二是库存方面，4 月以来电解铝步入去库进程，4 月和 5 月去库量高达 75 万吨，随着国内需求的好转，去库进程有望延续。

三是需求方面，随着国内疫情的好转，下游需求也在逐步恢复，我们认为鉴于目前庞大的房屋施工面积，房地产竣工有望持续回暖；随着二手车交易以及汽车下乡等一些汽车刺激政策，汽车产销也有望继续持续改善，同时电网投资持续超预期，电力用铝有望成为新亮点；家电方面，随着房地产竣工端回暖，作为地产后周期的家电销售有望长期向好。

我们认为尽管铝产品出口受限，但是内需的持续修复有望带动电解铝需求回暖。长期来看，氧化铝产能仍明显过剩，加上电解铝产能天花板已定，电解铝成本端压力不大。我们认为随着需求端的持续修复，经济复苏背景下电解铝行业迎来转机，电解铝利润有望持续维持较高空间。

表 11：电解铝年度供需平衡表

(万吨)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
国内总产量	3,649	3,593	3,629	3,665	3,702
YOY	-0.1%	-1.5%	1.0%	1.0%	1.0%
国内总需求	3,669	3,658	3,597	3,655	3,737
YOY	3.6%	-0.3%	-1.7%	1.6%	2.2%
净进口	4.5	0.6	10.0	5.0	5.0
供需平衡	-15.94	-64.47	41.50	14.80	-30.02

资料来源：安泰科，阿拉丁，安信证券研究中心

从投资角度看，当前电解铝行业利润的改善和维持主要依靠两点，一是终端需求对铝价的拉动，二是成本端氧化铝等成本的持续压制。

综上，我们建议关注两类标的，第一类是氧化铝自给率低，电解铝产能大的标的，具备更大的业绩弹性；第二类是产能持续扩张，盈利端拥有成长性的标的，具备更大的业绩弹性。建议重点关注新界泵业（天山铝业拟借壳）、神火股份和云铝股份。

图 37: A 股电解铝上市公司情况对比

	截至	2020-6-9	云铝股份	中国铝业	天山铝业 (新界泵业)	神火股份	南山铝业
市值	亿元		131	432	272	81	247
	铝土矿		250	1700	-	-	-
	氧化铝		160	1686 权益1120	40	-	240
2020年底运行产能预估 (万吨)	电解铝		240 权益194	480 权益330	120	100	81.6
	铝土矿		云南 (100%)	贵州 (45%) 山西 (29%)	-	-	-
现有产能主产地	氧化铝		云南 (100%)	河南 (32%) 山西 (21%)	广西 (100%)	-	山东 (100%)
	电解铝		云南 (100%)	内蒙 (26%) 甘肃 (20%)	新疆 (100%)	新疆 (80%) 云南 (20%)	山东 (100%)
	电力		0%, 外购水电	31%	85%	80%	100%
成本关键因素	煤炭		暂无	可年产煤炭约1000万吨, 超过公司自备电用煤需求	新疆外购, 成本低	新疆外购, 成本低	全部外购
	铝土矿		63%	40%	0%	0%	0%
	氧化铝		40%	182%	17%	0%	100%
	炭素		80%	100%	82%	100%	100%
	运输条件		便利	便利	新疆不便	新疆不便, 综合运费(折电解铝)超过1000元/吨	便利
成长性	远景产能规划		电解铝: 323万吨 氧化铝: 260万吨 铝土矿: 550万吨(老挝增300万吨)	铝土矿: 几内亚项目可增加1200万吨产量	电解铝: 140万吨 氧化铝: 250万吨	电解铝: 170万吨(云南90万吨)	氧化铝: 340万吨(印尼增100万吨)
估值	电解铝权益产能/市值		1.5	0.8	0.4	1.2	0.3
	市净率		1.19	0.99	2.17	1.03	0.63

资料来源: wind, 公司公告, 安信证券研究中心

■ 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

齐丁、黄孚、王政声明, 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。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

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