

推荐 (维持)

低成本地区持续扩张，氧化铝产能过剩或将加剧

2020年12月16日

重点公司

重点公司	评级
神火股份	审慎增持

相关报告

《神火股份(000933): 铝业成长性可期, 管理层变革打开发展新篇章》2020-10-18

《【兴证金属】电解铝行业跟踪报告: 六问电解铝, 把握板块修复机会》2020-06-17

分析师:

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

王琪

wangqi19@xyzq.com.cn

S0190520120001

研究助理:

赖丹丹

laidandan@xyzq.com.cn

于嘉懿

yujiaiyi@xyzq.com.cn

投资要点

- 目前电解铝行业吨铝平均盈利已超 2017 年供给侧改革时期, 一度达到 3084 元/吨, 主要是由于氧化铝行业严重过剩导致利润转移至下游受供给侧改革限定产能的电解铝行业, 并且随着铝价的持续走高, 电解铝行业出现盈利持续创高的高光时刻, 本报告基于氧化铝行业 2020-2022 年的供需格局, 来探究利润转移的持续情况。
- **供给端: 新增+复产, 氧化铝有效产能或持续增长。**目前国内氧化铝总产能为 8784 万吨, 有效产能为 7040 万吨, 产能利用率为 80.15%, 产能集中于头部企业。而净进口量呈下滑趋势, 对海外氧化铝的依存度更是从 12.99% 下滑至 2019 年的 2%, 且目前海外同品位氧化铝价格 (氧化铝 > 98.6%) 较国内产品仍高出 60 元/吨, 随着明后年国内氧化铝复产以及新投产的落地, 依存度有望进一步下降。并且行业加权平均盈利为 27.66 元/吨, 广西、山东等低成本地区吨盈利超 200 元, 行业难现大规模停产或检修。明后两年随着国内氧化铝复产以及新建项目的落地, 特别是低成本区域氧化铝扩产, 预计未来两年氧化铝有效产能将大幅增长。其中**复产产能情况:**根据测算预计 2021 年供给增量主要来自于复产产能, 可复产产能能达到 1160 万吨, 可贡献产量 500 万吨;**新增产能情况:**2020-2022 年新增产能主要集中于铝土矿低成本的山东、广西和贵州, 行业加权平均盈利为 27.66 元/吨, 广西、山东等低成本地区吨盈利超 200 元, 未来产能投放确定性较高, 预计 2020-2022 年新增产能 300 万吨、550 万吨、1450 万吨。产量方面, 预计 2020-2022 年分别新增 210 万吨、290 万吨和 1050 万吨。
- **需求端: 电解铝产能受限, 氧化铝新增需求增量逐年减少。**随着电解铝企业高盈利的持续, 电解铝企业开工率持续提升, 月度氧化铝需求达到 638.5 万吨, 创 7 年新高。但受制于电解铝供给侧改革, 未来电解铝产能上限为 4553 万吨/年, 对应氧化铝需求 8262 万吨/年。预计 2020-2022 年随着电解铝新增产能显著下降, 对应氧化铝新增需求也将逐年降低, 到 2022 年预计氧化铝需求或为 7757 万吨。
- **供需平衡: 供需不匹配, 2020-2022 年氧化铝过剩或将加剧, 氧化铝价格预计将低位运行。**从总量上来看, 在国内大部分地区氧化铝仍存盈利的情况下, 低成本新增产能投放与复产将导致氧化铝行业 2021-2022 年分别过剩 470 万吨和 1313 万吨。但受成本支撑, 氧化铝价格也预计难有大的跌幅, 预计氧化铝价格或稳定于 2350 元/吨左右低位运行, 利好电解铝行业, 特别是低成本存在产能扩张的企业。
- **相关 A 股受益上市公司:**氧化铝行业在 2020-2022 年持续过剩的背景下, 价格或维持在 2350 元/吨的低位运行, 利好下游电解铝行业。而存在较高电解铝产能、存在电解铝产能扩张、较低生产成本的企业或将受益明显。推荐关注: 神火股份等电解铝龙头企业。

风险提示: 铝土矿价格出现大幅波动、电解铝行业产能进一步收紧、环保政策趋严、宏观政治风险等

目录

1、供给端：新增+复产，有效产能或持续增长	- 4 -
1.1、供给现状：氧化铝产能集中于头部企业，行业处于微利状态	- 4 -
1.2、复产进度：2020Q4-2021 年可复产产能 1160 万吨，或是明年核心增量	- 9 -
1.3、新增产能：预计 2022 年后新增产能或达 1450 万吨，低成本地区持续扩张	- 11 -
2、需求端：电解铝产能受限，氧化铝新增需求逐年减少	- 12 -
2.1、需求现状：电解铝企业高盈利，氧化铝需求旺盛	- 12 -
2.2、需求分布：电解铝产能转移，氧化铝地域性需求发生改变	- 14 -
2.3、新增需求：电解铝新增产能拉动区域性氧化铝需求释放	- 17 -
3、供需平衡：2020-2022 年氧化铝过剩或将加剧	- 19 -
3.1、从总量上来看：2022 年氧化铝过剩产能达 1313 万吨	- 19 -
3.2、从区域上来看：广西、贵州等氧化铝低成本地区为主要扩产区域	- 19 -
3.3、氧化铝价格判断：预计氧化铝价格或将稳定于 2350 元/吨	- 20 -
4、相关受益 A 股上市公司	- 21 -
4.1、神火股份：铝业成长性可期，管理层变革打开发展新篇章	- 21 -
4.2、天山股份：定增巩固成本优势，布局高纯铝助力持续增长	- 22 -
5、风险提示	- 24 -

图表目录

图 1、国内氧化铝总产能为 8784 万吨（单位：万吨，同比增速：右轴）	4 -
图 2、国内氧化铝有效产能 7040 万吨（单位：万吨，产能利用率—右轴）	4 -
图 3、国内铝土矿资源分布对氧化铝产能分布影响较大（单位：亿吨）	5 -
图 4、我国氧化铝出口量呈现增长趋势（除俄铝事件刺激外）	7 -
图 5、国内对海外氧化铝进口数量成下滑趋势（单位：万吨）	7 -
图 6、氧化铝净进口量逐渐降低，对外依存度持续下滑（单位：万吨，对外依存度-右轴）	7 -
图 7、氧化铝大于 98.6%的海外氧化铝较国内同品位产品仍高出 60 元/吨	8 -
图 8、国内氧化铝行业加权平均盈利为 27.66 元/吨	9 -
图 9、目前国内 59.01%的氧化铝企业实现盈利（单位：元/吨）	9 -
图 10、受冬季限产的核心地区自身开工率已明显低于行业，冬季限产影响有限（单位：%）	10 -
图 11、氧化铝主要用于生产电解铝	12 -
图 12、电解铝企业平均盈利创 5 年新高，一度突破 3000 元/吨（吨铝盈利-右轴）	13 -
图 13、随着下游电解铝高盈利的持续，氧化铝月度需求创 7 年新高	13 -
图 14、产能置换致总产能回升，但指标未有新增	14 -
图 15、电解铝行业开工率近 10 年未超过 92%	14 -
图 16、供给侧改革违规电解铝产能停产（2017 年）	15 -
图 17、2020Q3 分省份成本曲线已低至近 4 年新低（单位：元/吨）	20 -
图 18、神火股份股权结构及重要业务板块	21 -
图 19、天山铝业发展历史沿革	23 -
图 20、全产业链一体化布局，实现自主配套，不会受制于人	23 -
图 21、高纯铝附加值显著高于普通铝锭（单位：万元）	24 -
图 22、高纯铝下游应用前景广阔	24 -
表 1、国内氧化铝厂产能梳理（202011 版）	5 -
表 2、2019 全球前十大氧化铝企业（产能排名）	6 -
表 3、2020Q4-2021 海外氧化铝新建及复产产能梳理	7 -
表 4、国内主要氧化铝生产地成本测算（单位：元/吨）	9 -
表 5、冬季限产对“晋豫地区”氧化铝企业实际影响的梳理	10 -
表 6、2020Q4 至 2021 年国内氧化铝预期复产明细（万吨）	10 -
表 7、中国氧化铝 2021 年拟投产、在建产能明细（单位：万吨）	11 -
表 8、2020-2022 年中国氧化铝新建产能列表（单位：万吨/年）	12 -
表 9、我国电解铝行业天花板在 4553 万吨	14 -
表 10、国内电解铝有效产能梳理（万吨）	15 -
表 11、国内电解铝企业产能排名（万吨）	17 -
表 12、2020-2022 年国内电解铝新增产能梳理	18 -
表 13、中国氧化铝市场供需平衡表（万吨）	19 -
表 14、2020-2022 年各省新增产能情况	20 -
表 15、公司铝板块业务布局	21 -
表 16、公司煤炭板块布局：目前产能 645 万吨，扩产后达 855 万吨	22 -

报告正文

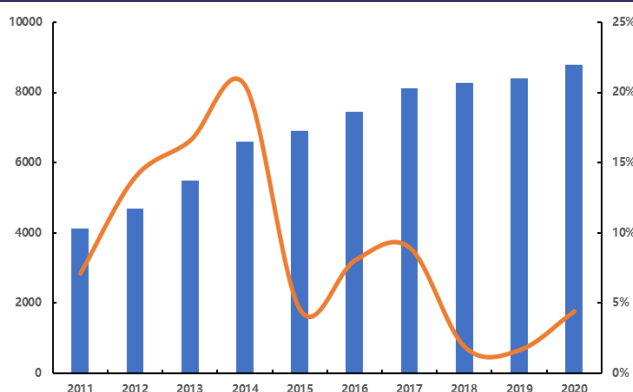
引言：目前电解铝行业吨铝平均盈利已超 2017 年供给侧改革时期，一度达到 3084 元/吨，主要是由于氧化铝行业严重过剩导致利润转移至下游受供给侧改革限定产能的电解铝行业，并且随着铝价的持续走高，电解铝行业出现盈利持续创高的高光时刻，本报告基于氧化铝行业供给过剩的持续情况，来探究利润转移的持续情况。

1、供给端：新增+复产，有效产能或持续增长

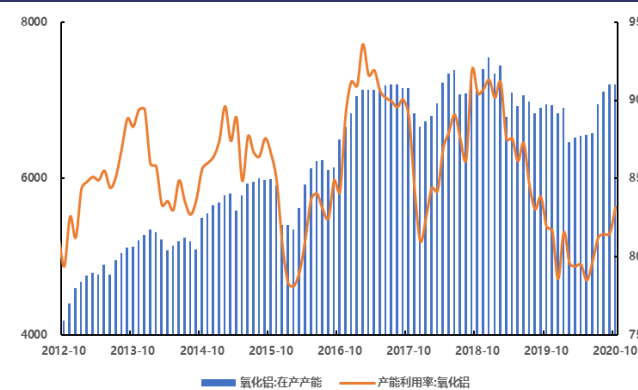
1.1、供给现状：氧化铝产能集中于头部企业，行业处于微利状态

- **产能：**氧化铝产能持续增长，产能利用率维持较高水平。目前国内氧化铝总产能为 8784 万吨，有效产能为 7040 万吨，产能利用率为 80.15%。国内氧化铝总产能从 2011 年的 4214 万吨增长至 2020 年（11 月）的 8784 万吨，近 10 年增长 108.45%，平均年增长 8.5%。

图 1、国内氧化铝总产能为 8784 万吨（单位：万吨，图 2、国内氧化铝有效产能 7040 万吨（单位：万吨，同比增速：右轴）



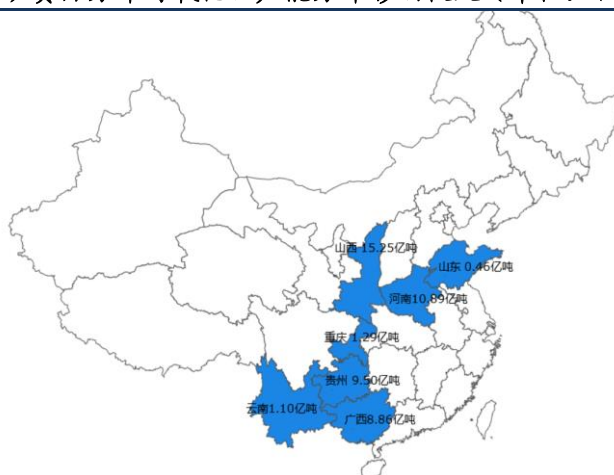
资料来源：百川资讯，兴业证券经济与金融研究院整理



资料来源：百川资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

- 从氧化铝产能分布来看，我国氧化铝产能分布呈现明显的资源导向特性。由于我国铝土矿资源主要分布在河南、山西、贵州、广西等地，出于对原料稳定供应的诉求，我国氧化铝主要生产的省份为山东、山西、河南、广西和贵州等，除山东外，均是拥有丰富铝土矿资源。而山东拥有海外优质铝土矿（印尼、澳大利亚、几内湾等）进口渠道。

图 3、国内铝土矿资源分布对氧化铝产能分布影响较大（单位：亿吨）



资料来源：Mymetal、兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、国内氧化铝厂产能梳理（202011 版）

省份	企业	产能（万吨）	有效产能（万吨）	省份	企业	产能（万吨）	有效产能（万吨）
广西	中铝广西	250	250	河南	中美铝业	40	20
	广西信发	300	240		中铝中州	180	180
	广西华银	200	200		中铝矿业	190	110
	田东锦鑫	90	90		香江万基	140	100
	靖西天桂	80	80		河南汇源铝业	80	0
	广西华昇	200	200		东方希望铝业(三门峡)	250	100
合计（万吨）		1120	1060		开曼铝业	200	200
贵州	中铝遵义	110	110		义翔铝业	55	45
	华锦铝业	160	160	合计（万吨）		1135	755
	贵州广铝	60	60	山西	交口兴华	90	90
	贵州其亚	110	110		中铝山西	260	160
	贵州华飞	20	0		晋中铝业	300	200
	国电投遵义	100	0		山西华兴	220	120
合计（万吨）		560	440		信发交口	280	0
山东	中铝山东	180	180		山西信发	340	220
	龙口东海	180	170		兆丰铝业	110	0
	鲁北化工	100	100		中电投山西	300	300
	信发华宇	600	450		孝义田园	40	40
	山东魏桥(邹平)	600	550		孝义泰兴	40	40
	山东魏桥(无棣)	800	800		山西奥凯达	40	40
	山东魏桥(沾化)	400	400		柳林森泽	120	120
	鲁渝铝业	50	50		港源焦化	10	0
合计（万吨）		2910	2700		孝义华庆	45	45
云南	文山铝业	180	140		兴安化工	280	280

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

合计（万吨）		180	140		山西复晟	100	100
内蒙	大唐再生	24	0	合计（万吨）		2575	1755
	鑫旺再生	100	50	重庆	南川水江	80	40
	蒙西鄂尔多斯	20	20		南川先锋	80	80
合计（万吨）		144	70	合计（万吨）		340	260
合计（万吨）						总产能（万吨）	有效产能（万吨）
						8784	7040

资料来源：百川资讯（202011 数据），兴业证券经济与金融研究院整理

- **从氧化铝企业角度来看，产能较为集中，CR5 占比达 75%。**目前国内氧化铝产能排名前五的企业分别为：1、中国铝业；2、魏桥集团；3、信发集团；4、锦江集团；5、东方希望。国内前五大氧化铝生产商也分别为全球前十大氧化铝生产商，2019 年总产量 5435 万吨，占全球总产量的 58.6%，国内总产量的 75%，具有较高话语权。

表 2、2019 全球前十大氧化铝企业（产能排名）

排名	名称	较上年名次	属国	总产能 (万吨)
1、	中国铝业	1	中国	1800
2、	魏桥集团	2	中国	1650
3、	美国铝业	3	美国	1606
4、	信发集团	4	中国	1580
5、	俄罗斯铝业	↑ 6	俄罗斯	1150
6、	力拓加铝	↓ 5	英国	1004
7、	锦江集团	7	中国	770
8、	南拓 32	8	澳大利亚	710
9、	挪威海德鲁	↑ 10	挪威	630
10、	东方希望	↓ 9	中国	550

资料来源：百川资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

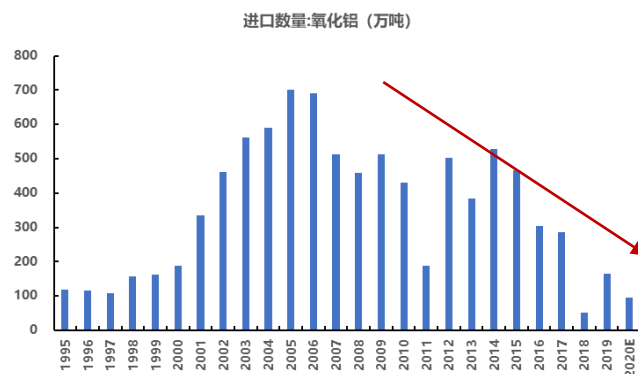
- **氧化铝进出口：净进口量呈下滑趋势，海外依存度逐渐降低。**2005 年至今我国氧化铝的净进口数量从 699 万吨下滑至 2019 年的 137 万吨，其中 2018 年因为俄铝事件，给予国内氧化铝出口机会，反而净出口 95 万吨，国内氧化铝净进口量呈明显的下滑趋势。通过净进口量与国内氧化铝年需求测算，我国自 2005 年对海外氧化铝的依存度从 12.99%下滑至 2019 年的 2%，随着明后年国内氧化铝复产以及新投产的落地，依存度有望进一步下降。

图 4、我国氧化铝出口量呈现增长趋势（除俄铝事件刺激外）



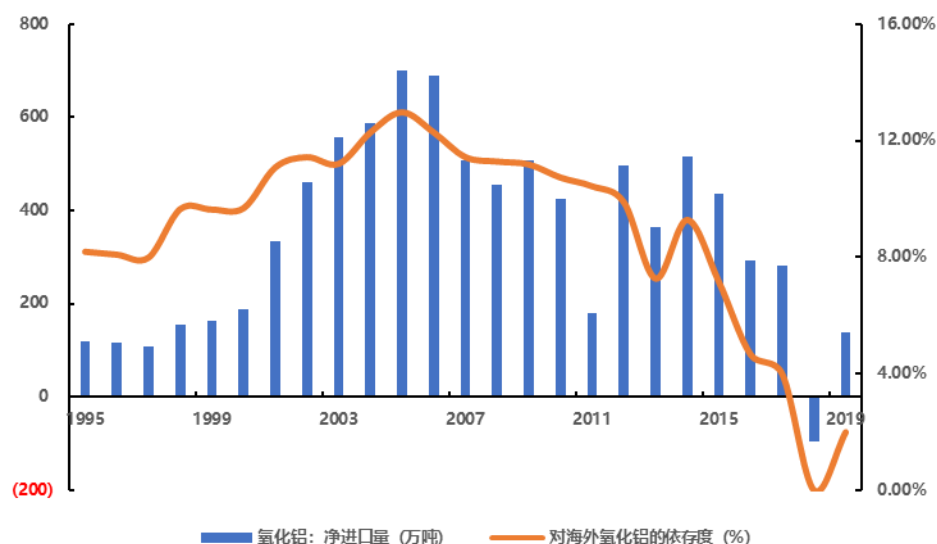
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、国内对海外氧化铝进口数量成下滑趋势（单位：万吨）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、氧化铝净进口量逐渐降低，对外依存度持续下滑（单位：万吨，对外依存度-右轴）



资料来源：Mymetal、兴业证券经济与金融研究院整理

- 海外氧化铝价格仍存价差，产能扩张对国内供给端影响较小。2020Q4-2021海外氧化铝复产及新建产能合计约为 655 万吨，但目前到岸均价最低的澳大利亚-氧化铝仍然较国内同品位（氧化铝>98.6%）产品，存在 60 元/吨的价差，国内进口动力不足。

表 3、2020Q4-2021 海外氧化铝新建及复产产能梳理

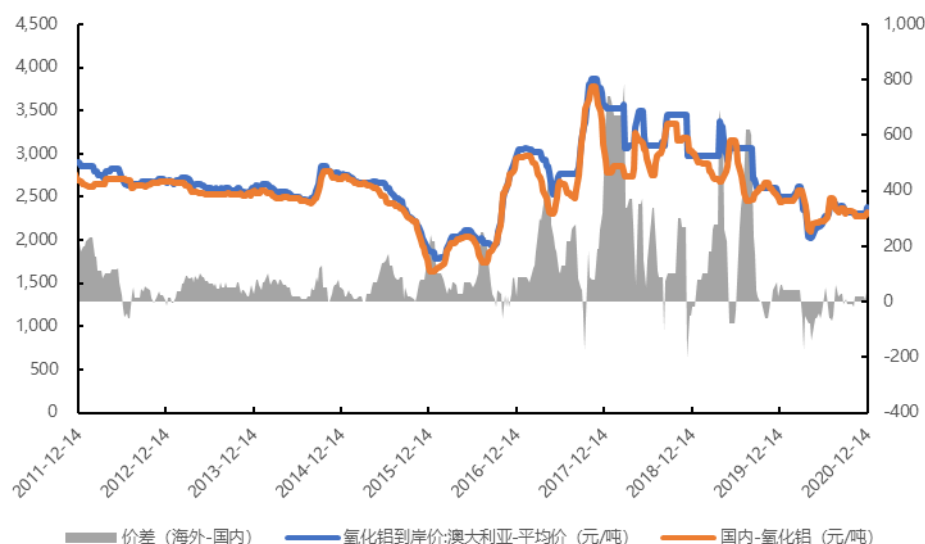
氧化铝厂	地区	国家	集团	原有产能	新建/复产产能	投产时间
Friguia (restart)	非洲	几内亚	俄铝	0	65	2018 年 4 月
Shaheen	亚洲	阿联酋	阿联酋酋长国环球铝业公司	0	200	2019 年 4 月投产 5 月出料，已满产
Alunorte (restart)	南美	巴西	海德鲁	640	320	2019 年 5 月 20 日解除了生产禁令，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	洲					已满产
PT Well Harvest Winning	亚洲	印尼	魏桥	100	100	2020
PT Bintan	亚洲	印尼	南山	0	100	2020
Lanjigarh	亚洲	印度	韦丹塔	0	120	2020
Utkal	亚洲	印度	印度铝业	150	50	2021
Sarab	亚洲	伊朗	IMIRO	0	20	2021
Alpart	非洲	牙买加	酒钢	100	65	2021
Damanjodi	亚洲	印度	印度国家铝业	128	100	2021
Mempawah	亚洲	印尼	PT Antam	0	100	2021
2020 年合计					320	
2021 年合计					335	

资料来源：SMM、兴业证券经济与金融研究院整理

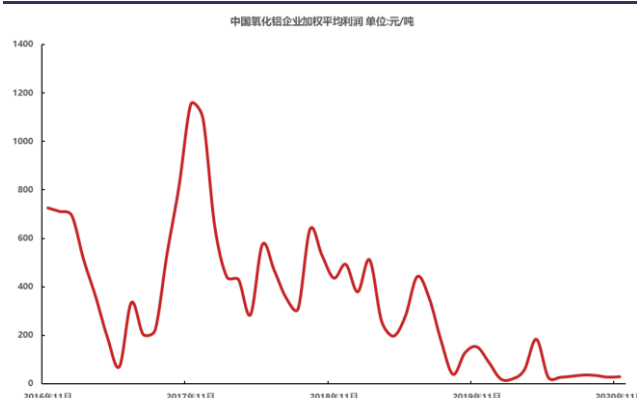
图 7、氧化铝大于 98.6% 的海外氧化铝较国内同品位产品仍高出 60 元/吨



资料来源：Mymetal、兴业证券经济与金融研究院整理

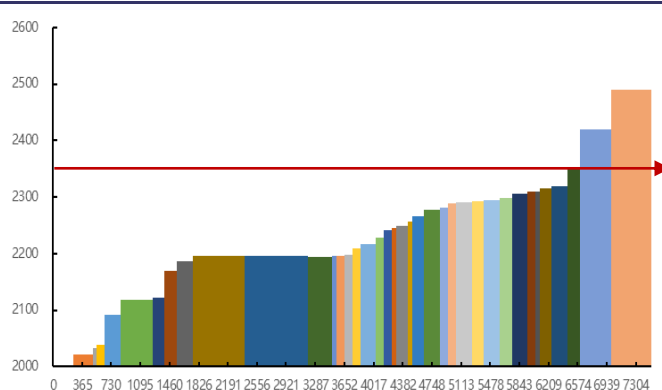
- **盈利状况：**59.01%的氧化铝企业处于盈利状态，广西、山东等低成本地区盈利超 200 元/吨。以完全成本计，国内氧化铝行业 11 月的平均成本为 2269.7 元/吨，行业加权平均盈利 27.66 元/吨，59.01%的氧化铝企业处于盈利状态。分地区成本测算，广西、山东等低成本地区，吨氧化铝盈利超 200 元，而河南与山西等亏损相对严重的地区，其开工率已低至近 5 年新低，或难再降产能。

图 8、国内氧化铝行业加权平均盈利为 27.66 元/吨



资料来源：百川资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、目前国内 59.01%的氧化铝企业实现盈利（单位：元/吨）



资料来源：百川资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、国内主要氧化铝生产地成本测算（单位：元/吨）

省份	矿石成本	能耗	碱耗	人工	维修成本	折旧	财务成本	销售成本	管理成本	现金成本	总成本	11月现货均价	11月利润
广西	469	683	279	153	75	136	83	55	44	1758	1977	2315	338
贵州	619	726	277	146	80	196	122	50	46	1944	2262	2313	51
河南	845	688	201	195	68	183	121	36	41	2074	2378	2280	-98
内蒙古	1225	560	218	80	40	100	120	30	30	2183	2403	2285	-118
山东	915	502	169	120	61	130	104	46	60	1873	2107	2275	168
山西	843	729	257	155	68	134	111	83	57	2192	2437	2278	-159
云南	648	640	304	140	75	170	140	55	60	1922	2232	2313	81
重庆	1025	701	293	138	80	119	112	40	40	2317	2548	2313	-235
国内加权平均（元/吨）											2258.07	2285.73	27.66

资料来源：百川资讯、SMM、兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、复产进度：2020Q4-2021 年可复产产能 1160 万吨，或是明年核心增量

- 疫情已致河南、山西等地开工率降低，2020 年冬季限产对产能影响有限。通常在冬季限产时，涉及到 3 省（山西、河南、山东）14 市的 27 家氧化铝企业，其环保绩效分级为 A、B 类的企业，实施限产治理；环保绩效分级为 C、D 级企业实施停产治理。但今年由于疫情影响导致上半年氧化铝价格低迷，山西和河南部分氧化铝企业已降低开工率，更是低于行业平均值超 10%以上，低于近 5 年冬季限产期的开工率水平，但按照环保要求理论上还需要再减产 480 万吨氧化铝（山西 250 万吨、河南 230 万吨）明显低于往年同期的 1495 万吨，而实际山西省仅减产 150 万吨、河南省减产 140 万吨的产能，明显低于往年以及今年的预期值。而受影响省份实际建成产能 6340 万吨，运行产能 5051 万吨，限产产能占运行产能的 5.74%，影响相对较小。

图 10、受冬季限产的核心地区自身开工率已明显低于行业，冬季限产影响有限(单位: %)



资料来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、冬季限产对“晋豫地区”氧化铝企业实际影响的梳理

减产地区 (万吨)		2017-2019 平均减产 (万吨)	2020 年理论上氧化铝 还需要减产产能 (万吨)	实际减产情况 (万吨)
山西省	吕梁、运城和晋中	471	250	150
河南省	三门峡、焦作、 洛阳和郑州	373.5	230	140
山东省	滨州、聊城和淄博	651	阶段性关停、交叉开工	限产前大部分已关停

资料来源: 百川资讯、兴业证券经济与金融研究院整理

- **冬季限产提振铝产业链产品价格，“晋豫地区”后期复产或达 900 万吨。**受冬季减产预期的影响，河南、山西等地预焙阳极、氟化铝等企业减产明显，提振铝产业链产品价格，氧化铝河南地区现货报价上调 37 元/吨至 2350 元/吨。随着氧化铝价格的逐步回升，年初受疫情影响较大导致停产检修的氧化铝产能有望陆续复产，从氧化铝成本曲线来看，山西氧化铝的完全成本在 2437 元/吨，河南氧化铝的完全成本在 2378 元/吨，而当前当地氧化铝价格已上涨至 2350 元/吨，基本达到河南省的盈亏平衡点，预计 2020Q4-2021 年晋豫地区可恢复 900 万吨产能，2021 年可增加近 400 万吨的产量。
- **除“晋豫地区”外，贵州、广西、重庆、云南等地正常申报复产产能约为 260 万吨，预计 2020Q4-2021 年可复产产能合计为 1160 万吨，预计新增产量 500 万吨。**

表 6、2020Q4 至 2021 年国内氧化铝预期复产明细 (万吨)

省份	所属集团	企业	建成产能	开工产能	减产产能	减产时间	可复产产能	预期复产时间
山西	中铝	中铝山西新材料有限公司	260	160	100	2020 年 4 月	100	2020 年 Q4
山西	信发	山东东岳能源交口肥美铝业	280	0	280	2019 年 5 月	280	待定
山西	信发	山西信发化工有限公司	340	220	120	2020 年 2 月	120	2020 年 Q4
山西	希望	东方希望晋中铝业有限公司	300	200	100	2020 年	100	2021 年 Q1
山西	国电投	国家电投集团山西铝业有限公司	300	300	0	2020 年 4 月	0	已复产

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

山西	中铝	山西华兴铝业有限公司	220	120	100	2020年6月	100	2020年Q4
河南	河南能源	河南中美铝业有限公司	40	20	20	2020年3月	20	2020年Q4
河南	希望	东方希望（三门峡）铝业	250	200	50	2020年	50	2021年Q1
河南	河南能源	三门峡义翔铝业有限公司	55	45	10	2019年	10	待定
河南	其他	洛阳香江万基铝业有限公司	140	100	40	2020年4月	40	2020年Q4
河南	神火	河南有色汇源铝业有限公司	80	0	80	2019年	80	待定
贵州	其他	贵州华飞化学工业有限公司	20	0	20	2019年	20	2020年Q4
贵州	国电投	国家电投集团贵州遵义产业发展	100	0	100	2020年10月	100	2021年Q1
广西	信发	广西信发铝电有限公司	300	240	60	2019年	60	待定
重庆	博赛	重庆市南川区水江氧化铝	80	40	40	2020年4月	40	2020年Q4
云南	云铝	云南文山铝业有限公司	180	140	40	2020年2月	40	2020年Q4
总计			2945	1785	1160		1160	

资料来源：百川资讯、兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、新增产能：预计2022年后新增产能或达1450万吨，低成本地区持续扩张

- 新增产能集中于低成本地区及明后年新增产能地区，陆续投产或将如期。氧化铝2021年新增产能550万吨，预计新增产量165万吨。从新产能投放的地域来看，多数是存在较低矿石成本或海外矿石资源的广西、山东等地，且铝2021年电解新增产能主要集中在云南、广西、贵州的生产基地，多采购广西-百色优质低价矿。因此低成本产能有望如期投产。

表7、中国氧化铝2021年拟投产、在建产能明细（单位：万吨）

省份	所属集团	企业	已有产能	合计新增	新增产能预计带来的产量	预期投产时间	备注
山东	鲁北	山东鲁北海生生物	100	100	20	2021年底	二期100万吨流向化学品领域
山东	创新	山东鲁渝博创铝业	50	80	10	2021年底	具体建成时间待定
广西	曾氏	靖西天桂铝业	80	170	50	2021年Q3	二期两条线，每条线85万吨
广西	神火、锦江	龙州新翔生态铝业	0	100	60	2021年Q1	神火占36%股份，锦江占34%股份，其余由地方政府把持
贵州	广铝	贵州广铝氧化铝	60	30	15	2021年Q1	一期二段30万吨新增产能
重庆	博赛	九龙万博新材料科技	0	360	10	2021年底	具体投产情况需观察工期
总计			290	840	165	预计2021年将新增550万吨产能、165万吨产量	

资料来源：百川资讯、兴业证券经济与金融研究院整理

- 2020-2022年氧化铝新增产能或达2280万吨。未来三年新增产能主要集中于铝土矿低成本的山东、广西和贵州。产能方面，预计2020年底还将再新增产能300万吨，2021新增550万吨，2022年及以后或新增1450万吨。产量方面，预计2020年新增210万吨，2021年新增290万吨，2022年及以后新增1050万吨。

表 8、2020-2022 年中国氧化铝新建产能列表 (单位: 万吨/年)

公司	省份	原有产能	新建产能	投产时间	2020	2021	2022 及以后	当前进度
魏桥 2	山东	1600	200	2019 年	100	20	0	2020 年 8 月沾化二期 100 万吨投产
靖西天桂	广西	0	80	2019 年	0	0	0	投产结束
中电投金元	贵州	0	100	2020 年 5 月	100	0	0	5 月底投料, 7 月稳定出产品
中铝防城港	广西	0	200	2020 年 8 月	200	0	0	8 月初已投产, 9 月出料
靖西天桂 2	广西	80	90	2021 年	0	90	0	2021 年
广铝	贵州	60	30	2021 年	0	30	0	2021 年 Q1
中铝防城港 2	广西	0	200	2021 年	0	200	0	2021 年
锦江龙州项目	广西	0	100	2021 年	0	100	0	7 月在三通一平, 再建, 预计 2021 年投产
博塞万州项目	重庆	0	220	2021 年	0	110	110	在建, 一期 2021 年投产, 二期 2022 年
其亚铝业	贵州	0	60	2022 年或 之后	0	0	60	2019 年 12 月 17 日政府和 其亚签订项目协议
锦国投	内蒙古	0	650	2022 年或 之后	0	0	260	在建
河北文丰新材 料	河北	0	300	2022 年或 之后	0	0	300	在建
东方希望遵义	贵州	0	320	待定	0	0	320	2019 年 2 月签约
国电投北海	广西	0	400	待定	0	0	400	2020 年 8 月签订框架协议
2020 年新增					300			对应新增产量 210 万吨
2021 年新增						550		对应新增产量 665 万吨(含复产)
2022 年新增							1450	对应新增产量 1050 万吨

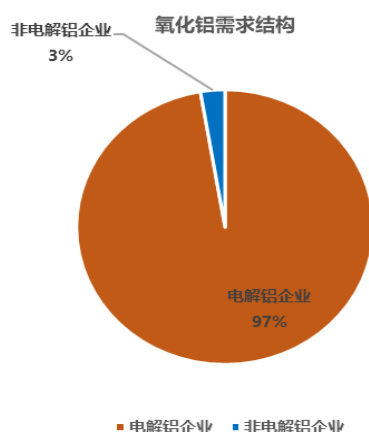
资料来源: 百川资讯、兴业证券经济与金融研究院整理

2、需求端: 电解铝产能受限, 氧化铝新增需求逐年减少

2.1、需求现状: 电解铝企业高盈利, 氧化铝需求旺盛

- **氧化铝需求结构:** 氧化铝主要应用于: 1、生产电解铝 (需求占比 97% 左右); 2、非电解铝用途 (陶瓷生产、强化玻璃、化学媒介物等, 需求占比仅为不到 3%)。电解铝对氧化铝的需求是当前氧化铝的主要需求。

图 11、氧化铝主要用于生产电解铝



资料来源: 百川资讯、兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

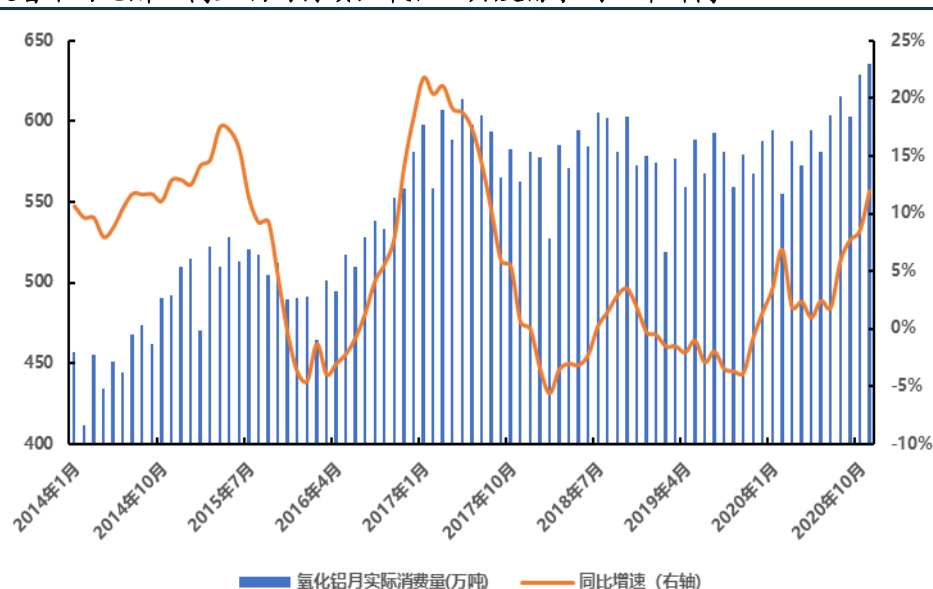
- **电解铝企业平均盈利创 5 年新高，氧化铝月度需求创 7 年新高。**随着海外疫苗研发的超预期，铝价在供给稳定，库存偏低，需求持续回升的刺激下，持续走高，带动电解铝企业平均盈利一度超 3000 元/吨，创 5 年来新高。电解铝企业产能利用率随利润的走高，刷新 10 年新高至 91.76%，进而拉动氧化铝月度消费创近 7 年新高至 638.5 万吨。

图 12、电解铝企业平均盈利创 5 年新高，一度突破 3000 元/吨（吨铝盈利-右轴）



资料来源：百川资讯、兴证金属团队测算、兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、随着下游电解铝高盈利的持续，氧化铝月度需求创 7 年新高



资料来源：百川资讯、兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、需求分布：电解铝产能转移，氧化铝地域性需求发生改变

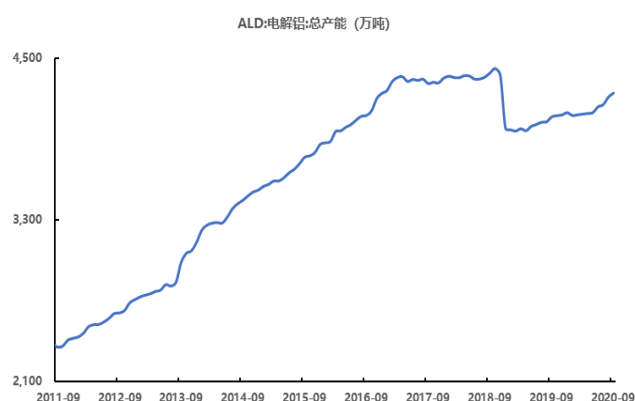
- **氧化铝需求天花板为 8262 万吨。**依照 1 吨电解铝大约需要 1.92 吨氧化铝测算，4553 万吨的电解铝对应氧化铝理论需求为 8741.76 万吨，但我国电解铝行业由于环保政策、产能搬迁、停产检修等原因，电解铝开工率近 10 年最高不到 92%。因此，电解铝对氧化铝的实际需求瓶颈或在 8042 万吨左右，叠加非电解铝行业每年对氧化铝行业的需求约 220 万吨，实际天花板或在 8262 万吨左右。

表 9、我国电解铝行业天花板在 4553 万吨

合规产能及指标	产能（万吨）
2019 年底合规产能	4050
待投合规产能指标	314.8
合规产能	4364.8
广西	46
云铝鲁甸灾后重建	35
云铝文山马塘工业园项目 50 万吨	50
额外备案产能	131
总计	4495.8
实际产能与合规产能	58
实际总产能	4553

资料来源：百川资讯、兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、产能置换致总产能回升，但指标未有新增



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、电解铝行业开工率近 10 年未超过 92%

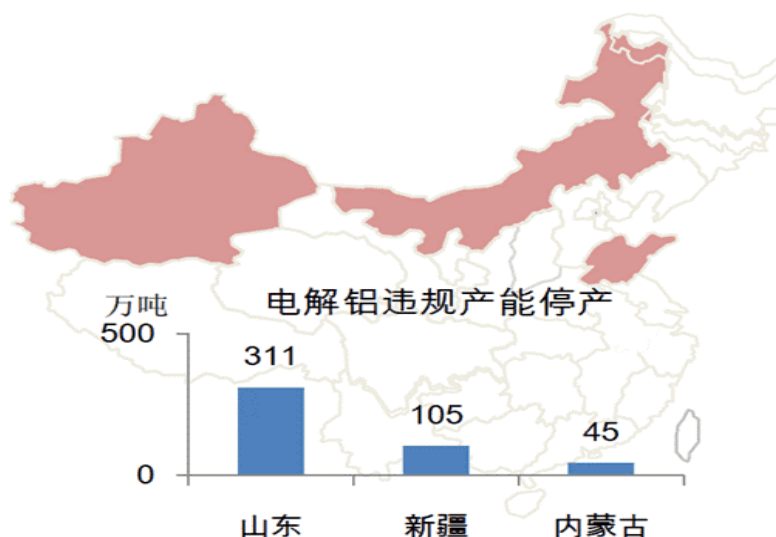


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **供给侧改革整顿电解铝行业违法违规产能，810 万吨电解铝产能转移至云南、内蒙、广西等地区，氧化铝地域性需求发生改变。**2017 年随着我国电解铝行业供给侧改革进程的加速，工信部出台《清理整顿电解铝行业违法违规项目行动工作方案》，并对电解铝行业设定了产能红线 4553

万吨（实际目前总产能 4246 万左右），并通过限煤令等环保政策，倒逼山东、河南等地 810 万吨电解铝产能搬迁至云南、内蒙、广西等省份。其中 2017 年搬迁的电解铝核产能为 498 万吨，2018 年为 247.2 万吨，2019 年为 97.15 万吨。山东、河南等地电解铝产能搬迁，致周边氧化铝需求转移至搬迁周边省份。

图 16、供给侧改革违规电解铝产能停产（2017 年）



资料来源：百川资讯、兴业证券经济与金融研究院整理

- **氧化铝需求分布：**从省份角度来看，产能转移后新疆、云南、山东、内蒙古成氧化铝需求核心区。搬迁后，新疆地区电解铝的有效产能为 658 万吨，内蒙古的电解铝有效产能为 584.2 万吨，山东省电解铝有效产能为 820 万吨，云南省及周边广西、贵州三地合计产能为 708.3 万吨，成为国内目前四个主要的电解铝生产基地，四地区产能合计为 2771 万吨，占国内有效产能的 71.11%。

表 10、国内电解铝有效产能梳理（万吨）

省份	企业	有效产能（万吨）	省份	企业	有效产能（万吨）
福建	南平铝业	7.5	贵州	中铝遵义	40
合计（万吨）		7.5		双元铝业	14.5
甘肃	东兴嘉峪关	135		安顺铝业	8.6
	东兴陇西	35.8		兴仁登高新材料	25
	中铝兰州	41		贵州华仁	50
	中铝连城	14.7	合计（万吨）		138.1
	临洮铝业	11.2	河南	万基铝业	52
合计（万吨）		237.7		豫港龙泉	54
广西	百色银海	20		焦作万方	37

	来宾银海	46.2		中孚实业	25
	广西信发	32		登电铝合金	3.2
	广西翔吉	5.5		合计(万吨)	171.2
	百矿田阳	30	湖北	正豪华盛	5.5
	苏源投资	20		丹江口铝业	5.2
	百矿德保	25	合计(万吨)		10.7
	广西华磊	40	宁夏	宁创新材	19
	百矿田林	12.5		青铜峡铝业	42
合计(万吨)		231.2		青铜峡宁东	57
内蒙	大唐再生	28.2	合计(万吨)		118
	霍煤鸿骏铝业	48	青海	黄河鑫业	57
	霍煤鸿骏扎哈淖尔	38		百河铝业	65
	东方希望包头稀铝	83		桥头铝电	30
	包头铝业	55		中铝青海	40
	锦联铝材	100		青海物产	8.7
	内蒙古华云	70		西部水电	40
	内蒙古创源	62		青海佳韵	6.5
	蒙泰铝材	50	合计(万吨)		247.2
	新恒丰能源	50	山西	中铝山西	27
合计(万吨)		584.2		山西兆丰	12.5
山东	信发集团	165		晋能朔州	4
	魏桥铝电	570		中铝华润	40.5
	南山铝业	85		合计(万吨)	84
合计(万吨)		820	四川	广元启明星	12
陕西	榆林新材料	60		博眉启明星	12.5
	陕西美鑫	30		四川启明星	12.5
合计(万吨)		90		阿坝铝厂	20
新疆	天龙矿业	24.5		广元中孚高精	45
	新疆众和	18	合计(万吨)		102
	天山铝业	120	云南	云南铝业	20
	农六师铝业	170		云南润鑫	25
	东方希望有色	80		云铝涌鑫	30
	新疆其亚	80		云铝泽鑫	30
	新疆神火	80		云铝海鑫	43
	新疆嘉润	45		云铝消鑫铝业	38
合计(万吨)		658		溢鑫铝业	43
重庆	重庆天泰	10		文山铝业	50
	重庆旗能	32		云南神火	45
	重庆国丰	8		云南宏泰	13

合计 (万吨)		50	云南其亚	2
辽宁	鑫泰铝业	46	合计 (万吨)	339
合计 (万吨)		46		
合计 (万吨)			有效产能 (万吨)	
			3896.3	

资料来源：百川资讯、兴业证券经济与金融研究院整理

- 从电解铝产能企业集中度来看，电解铝产能相对集中，CR10 占比达 74.49%。国内电解铝目前总产能为 4246 万吨，有效产能为 3896.3 万吨，开工率为 91.76%，主要生产能力和集中于中国铝业、魏桥集团、国电投、信发集团、东方希望等前十大企业，CR5 为 56.37%，CR10 为 74.49%，生产能力相对集中。

表 11、国内电解铝企业产能排名 (万吨)

企业	产能指标 (万吨)	运行产能 (万吨)
中国铝业	813	700
魏桥集团	646	570
国电投	329	244
信发集团	380	367
东方希望	214	226
神火股份	170	125
酒钢集团	170	168
青投集团	145	125
锦江集团	141	121
曾氏集团	140	120

资料来源：百川资讯、兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、新增需求：电解铝新增产能拉动区域性氧化铝需求释放

- 2020 年电解铝新增产或部分转移至 2021 年落地。由于电解铝复产周期相对较长，通常为 4-6 周，拉满产能仍需时间，在不存在较大亏损的情况下，电解铝企业停复产处于动态平衡，多为正常检修。因此，氧化铝的新增需求往往来自于电解铝的新增产能。2020-2022 年电解铝新增产能主要集中在 2020 年底与 2021 年投产，但由于新增产能主要集中在云南、广西等地，而当地电力配套问题导致部分新增产能进度推进低于预期，对应氧化铝需求或延迟至 2021 年释放，预计涉及产能主要来自云铝股份的文山产区、魏桥的一期一段等，涉及产能超 100 万吨。
- 2020-2022 年氧化铝新增需求逐年降低，预计 2022 年氧化铝需求为 7757

万吨: 预计 2020 年将新增电解铝产能 295.6 万吨, 新增产量约 133 万吨, 新增氧化铝需求 255.36 万吨(按照 1 吨电解铝需要 1.92 吨氧化铝测算); 2021 年新增电解铝产能 246.3 万吨, 产量 211.95 万吨, 新增氧化铝需求 406.94 万吨; 2022 年新增电解铝产能 108.5 万吨, 产量为 106 万吨, 氧化铝新增需求为 207.28 万吨。叠加非电解铝企业每月氧化铝用量 18 万吨, 预计 2022 年氧化铝需求或达到 7757 万吨。

表 12、2020-2022 年国内电解铝新增产能梳理

企业名称	地区	2019-2022 新建年产能 (万吨)	开始投产时间	预计完成 投产时间	2019 年投 产产能(万 吨)	2020 年投 产产能 (万吨)	2021 年投 产产能 (万吨)	2022 年投 产产能 (万吨)
魏桥砚山(一期)	云南	100	2020 年 9 月	2021 年	0	30	70	0
贵州登高	贵州	25	2018 年 2 月	2019 年 9 月	12.5	0	0	12.5
贵州华仁	贵州	2	2017 年 10 月	2019 年 6 月	2	0	0	0
营口鑫泰	辽宁	26	2018 年 9 月	2019 年 10 月	26	0	0	0
美鑫铝业	陕西	29	2018 年 12 月	2019 年 8 月	30	0	0	0
百矿隆林	广西	20	2020 年 11 月	2021 年	0	10	10	0
百矿苏源	广西	10	2018 年 2 月	2019 年 4 月	10	0	0	0
百矿田林	广西	30	2018 年 5 月	2021 年 6 月	0	10	10	10
百矿德保	广西	30	2018 年 4 月	2020 年 12 月	20	10	0	0
广西华磊	广西	12	2018 年 7 月	2019 年 9 月	12	0	0	0
广元中孚(二期)	四川	25	2020 年 7 月	2021 年 2 月	0	16.6	8.3	0
广元中孚(一期)	四川	25	2019 年 12 月	2020 年 6 月	5	20	0	0
山西中润	山西	43	2018 年 5 月	2020 年 12 月	25	10	8	0
内蒙古蒙泰	内蒙古	50	2018 年 3 月	2020 年 1 月	27	5	0	18
内蒙古白音华 (一期)	内蒙古	40	2021 年 Q2	2021 年	0	0	40	0
内蒙古固阳	内蒙古	50	2018 年 8 月	2020 年 2 月	5	0	0	45
内蒙古创源(二期)	内蒙古	45	2020 年 8 月	2021 年 6 月	0	25	20	0
内蒙古创源(一期)	内蒙古	40	2018 年 1 月	2019 年 10 月	28	0	0	12
云铝鹤庆(二期)	云南	24	2020 年 1 月	2020 年 4 月	0	24	0	0
云铝鹤庆(一期)	云南	21	2019 年 2 月	2019 年 6 月	21	0	0	0
云铝昭通(二期)	云南	35	2020 年 9 月	2020 年	0	25	10	0
云铝昭通(一期)	云南	35	2018 年 7 月	2019 年 8 月	24	0	0	11
云铝文山	云南	50	2020 年 6 月	2021 年 6 月	0	40	10	0
云南神火(二期)	云南	45	2020 年 11 月	2021 年	0	15	30	0
云南神火(一期)	云南	45	2019 年 12 月	2020 年 12 月	0	45	0	0
云南其亚	云南	40	2020 年 10 月	2021 年	0	10	30	0
2022 年新增产能预期								108.5
2021 年新增产能预期							246.3	

2020 年新增产能预期

295.6

2019 年新增产能

247.5

资料来源：百川资讯、兴证金属团队测算、兴业证券经济与金融研究院整理

- **分区域来看**，2020-2022 年电解铝新增产能合计为 650 万吨，其中云南、广西、贵州生产基地将新增 422.5 万吨，占比达到 65%，对应氧化铝需求或达到 811.2 万吨。

3、供需平衡：2020-2022 年氧化铝过剩或将加剧

3.1、从总量上来看：2022 年氧化铝过剩产能达 1313 万吨

- **综合来看**，在国内大部分地区氧化铝仍存盈利的情况下，低成本新增产能与复产将导致氧化铝行业在 2021 年过剩 470 万吨，2022 年过剩 1313 万吨。**供给方面**，预计 2020 年中国氧化铝实际产量约为 7091 万吨；按照当前情况继续推进，叠加 2021 年氧化铝新投产及复产产能带来的氧化铝增量 665 万吨，预计 2021 年中国氧化铝实际产量约为 7756 万吨，净进口氧化铝方面按照 28 万吨/月，则氧化铝实际供应量约为 8020 万吨；**需求方面**，预计 2021 年中国电解铝产量约为 3818 万吨，按照吨铝消耗 1.92 吨氧化铝计算，再叠加非冶金级氧化铝每年用量约为 220 万吨，则 2021 年中国氧化铝需求总量约为 7550 万吨。依据供需两端氧化铝的量对比来看，预计 2021 年中国氧化铝市场基本呈现为严重过剩的格局过剩产能高达 470 万吨。同理测算 2022 年将过剩 1313 万吨。

表 13、中国氧化铝市场供需平衡表（万吨）

		产量	净进口	供应量	消费量	平衡
2017	全年	7020	281	7301	7251	50
2018	全年	7181	-82	7099	7245	-146
2019	全年	7155	118	7273	7198	75
	Q1	1695	99	1795	1816	-22
	Q2	1713	85	1797	1827	-30
2020	Q3	1794	89	1883	1896	-13
	Q4e	1889	95	1984	1925	59
2021E	全年	7756	264	8020	7550	470
2022E	全年	8806	264	9070	7757	1313

资料来源：兴证金属团队测算、兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、从区域上来看：广西、贵州等氧化铝低成本地区为主要扩产区域

- **预计 2022 年广西、贵州为氧化铝主要扩产区域**，新增产能 1500 万吨。分区

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

域看，未来三年国内的新增产能主要集中于广西、贵州等铝土矿资源丰富的低成本地区。预计 2020-2022 年新增氧化铝产能 1500 万吨，占全国未来三年新增产能的 63%。随着低成本地区的持续扩张，重污染或高成本地区的氧化铝企业或将承受更大压力。

表 14、2020-2022 年各省新增产能情况

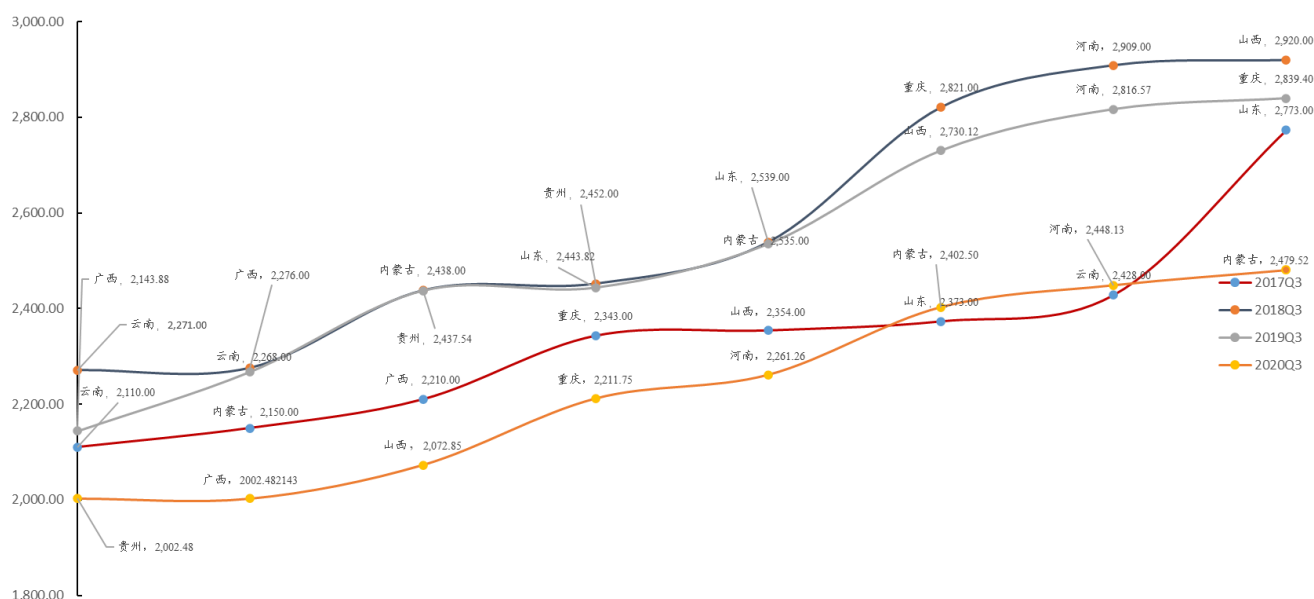
	2020E	2021E	2022E	合计（万吨）
广西（万吨）	200	390	400	990
贵州（万吨）	100	30	380	510
河北（万吨）	0	0	300	300
内蒙古（万吨）	0	0	260	260
山东（万吨）	100	0	0	100
重庆（万吨）	0	110	110	220

资料来源：百川资讯、兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、氧化铝价格判断：预计氧化铝价格或将稳定于 2350 元/吨

- 受氧化铝供给过剩与成本支撑共同的影响，氧化铝现货价格或稳定于 2350 元/吨左右低位运行。从总量上来看，在国内大部分地区氧化铝仍存盈利的情况下，低成本新增产能投放与复产将导致氧化铝行业 2021-2022 年分别过剩 470 万吨和 1313 万吨。但受成本支撑，氧化铝价格也预计难有大的跌幅，预计氧化铝价格或稳定于 2350 元/吨左右低位运行，利好电解铝行业，特别是低成本存在产能扩张的企业。

图 17、2020Q3 分省份成本曲线已低至近 4 年新低（单位：元/吨）



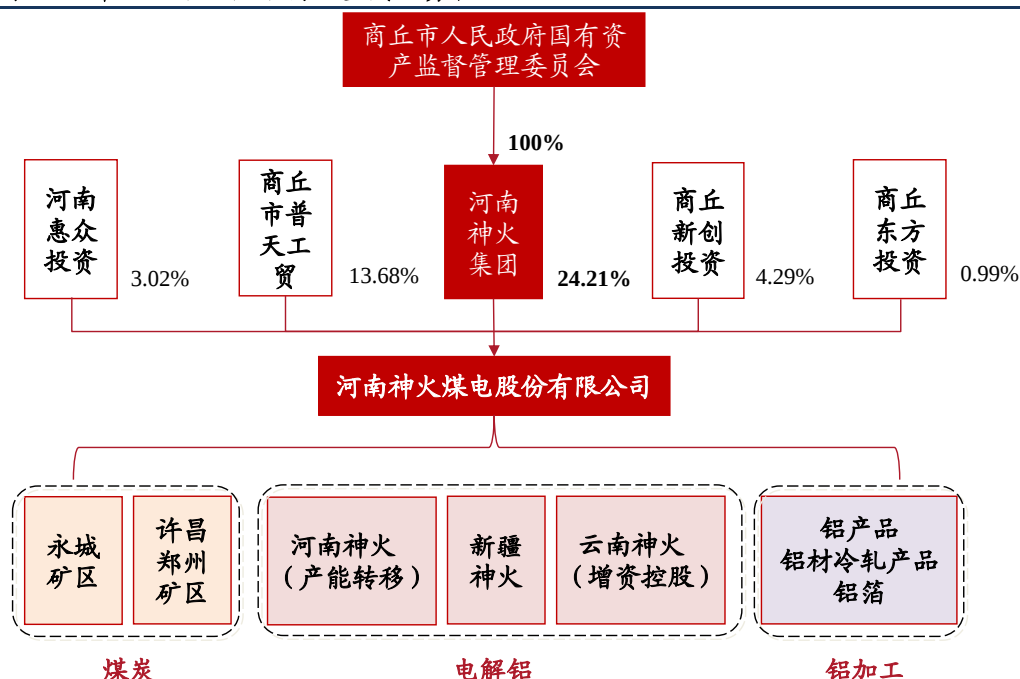
资料来源：百川资讯、兴业证券经济与金融研究院整理

4、相关受益 A 股上市公司

4.1、神火股份：铝业成长性可期，管理层变革打开发展新篇章

- 公司以煤炭+电解铝为核心主业，伴随着绝大部分减值已经在 2016-2019 年的财务报表中陆续体现，未来公司将轻装上阵。

图 18、神火股份股权结构及重要业务板块



资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 铝：战略眼光再造一个“神火”，布局云南。**公司电解铝现有产能新疆神火 80 万吨，云南神火 90 万吨 2021 年 2 月完全投产，届时权益产能 119 万吨。新疆神火电力成本处于行业第一梯队；云南神火享受水电优惠电价，叠加优越地理位置降低物流成本，完全成本甚至较新疆更低。公司战略眼光独到，两次布局均选择低成本地区，也意味着即便铝价大跌，公司电解铝业务也具备足够的利润安全垫。行业层面继续看好行业供需格局优化和氧化铝绝对过剩背景下电解铝高利润的可持续性，电解铝业务高利润可期。

表 15、公司铝板块业务布局

板块	主力企业	简介
氧化铝	有色汇源	破产重整，原有两条生产线，总计氧化铝产能 80 万吨
	神火新材料	破产清算，原有 10 万吨氢氧化铝生产线
电力与电解铝	神火铝业	电解铝全部停产，产能转移至云南神火，原有 870MW 自备发电机组（1*600MW、2*135MW），52 万吨电解铝、16 万吨炭素生产线
	新疆神火	自备发电机组 4*350MW，炭素生产线 40 万吨，40 万吨 400KA 电解铝产线、40 万吨 500KA 电解铝产线
	沁澳铝业	全部停产，产能转移至云南神火，原有 14 万吨 290KA 电解铝产线
	云南神火	90 万吨产能在建，一系列 45 万吨已投产，二系列 45 万吨计划 2021 年 2 月底全部通电启动

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

铝加工	阳光铝材	5 万吨铸轧产线、5 万吨冷轧产线
	上海铝箔	2.5 万吨铝箔生产线
	神隆宝鼎	10.5 万吨的铝箔项目，在建

资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **煤炭：定增产能投放，步入量增时代。**公司煤炭板块现有产能 645 万吨，扩产后达 855 万吨，我们测算 2020-2023 年公司煤炭产量年均复合增速达 13%。同时，未来煤炭增量主要为盈利能力强的许昌矿区贫瘦煤，不论是梁北煤矿 150 万吨改扩建项目投产（可研按产品综合售价 538.29 元/吨测算，可实现净利润 2.15 亿元/年，若以煤价 800 元/吨计，则项目对应净利润超过 5 亿元），还是泉店煤矿 50 万吨左右的增产潜力，都有望贡献较高的利润弹性，公司煤炭板块整体盈利能力也将步入增量时代。

表 16、公司煤炭板块布局：目前产能 645 万吨，扩产后达 855 万吨

		持股比例	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	煤种	备注
永城矿区 (本部)	新庄煤矿	100%	180	180	无烟煤	-
	刘河煤矿	100%	45	45	无烟煤	-
	薛湖煤矿	100%	120	120	无烟煤	-
许昌矿区	梁北煤矿	100%	90	90	贫瘦煤	-
	梁北煤矿改扩建	100%	150	150	贫瘦煤	技改扩产
	泉店煤矿	82%	210	172.2	贫瘦煤	-
郑州矿区	大磨岭煤矿	70%	60	42	贫瘦煤	在建
	合计（在产）		645	607.2	-	-
	合计（总）		855	799.2	-	-

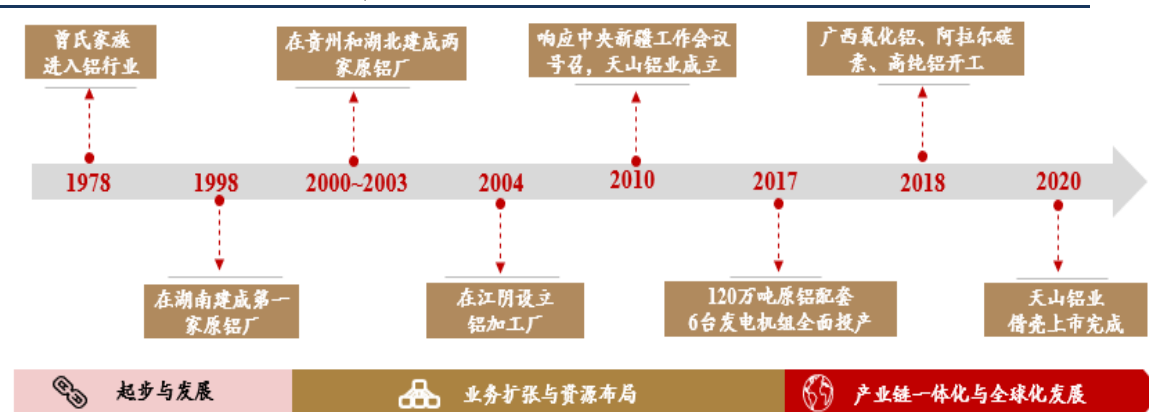
资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **董秘升任掌舵人，公司发展或迎新篇章。**作为公司新任掌舵人，李董事长了解资本市场的诉求和资本的规范化运作，同时精通财务，又对公司的煤、铝业务和日常经营十分熟悉，有望带领新一届领导班子，推动公司发展迈上新台阶。此外，董事会换届后已符合国有上市公司实施股权激励的要求，未来实施股权激励进一步发挥管理层及核心骨干的积极性可以期待。
- **预计 2020-2022 年实现归母净利 8.59 亿元、26.1 亿元和 28.22 亿元，EPS 分别为 0.45 元、1.37 元和 1.48 元，对应目前股价（12 月 15 日）的 PE 分别为 16.66 倍、5.48 倍和 5.07 倍，维持公司“审慎增持”评级。**

4.2、天山股份：定增巩固成本优势，布局高纯铝助力持续增长

- 天山铝业依托新疆和广西丰富的资源优势，以原铝为核心，延伸上下游全产业链，业务涵盖发电、原铝、氧化铝、碳素、高纯铝及加工等，是国内一体化的大型铝产业链集团。天山铝业实际控制人曾氏家族共持有 62.73% 的股份，其他知名投资人包括中信、华融、信达、国开等。曾氏家族深耕行业四十载，拥有经验丰富的管理团队，已连续五年荣登中国民营企业 500 强。

图 19、天山铝业发展历史沿革



资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **持续稳定的低成本优势。**公司 6 台自备机组运行效率高，综合用电成本 0.14 元/度，低于行业平均成本约 2000 元/吨，年节约成本 24 亿元；公司自发电依托石河子当地局域网，无需缴纳过网费用，对比新疆其他铝企，节约电力成本 400 元/吨，年节约成本 4.8 亿元。广西铝土矿资源丰富，与国内其他地区相比具有较强的成本和品质优势。
- **一体化完整的产业链优势。**天山铝业自供电比例 90%，预焙阳极自供比例 100%，广西氧化铝项目投产后自供比例可达到 100%。高纯铝生产 100% 使用自产铝液，可大幅节约重熔成本和运输成本。

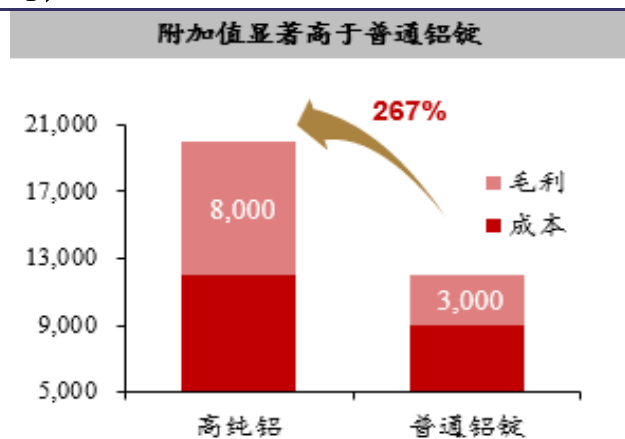
图 20、全产业链一体化布局，实现自主配套，不会受制于人



资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **高纯铝的性能优良，下游应用前景广阔。**公司全面引进国际技术与团队，采用先进的偏析法生产高纯铝，具有先进的技术和能耗优势；单吨能耗低于 1000 度电，吨成本节约近 4000 元左右，远低于国内其他高纯铝厂，天山铝业稳定的上游铝液供应及低廉的电价优势；产品毛利率高，市场前景广阔；公司已能稳定生产 4N6~4N7 级别的高纯铝，成功打入国际高端市场。

图 21、高纯铝附加值显著高于普通铝锭（单位：万元）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、高纯铝下游应用前景广阔



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

5、风险提示

- 铝土矿价格出现大幅波动
- 电解铝行业产能进一步收紧
- 环保政策趋严
- 宏观政治风险等

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn