

分析师： 葛军 (8627)65799505 gejun@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

电价上调对于铝行业偏负面

报告要点

据媒体报道，销售电价上调和上网电价区域调整方案有望本月内出台，根据方案，电网平均销售电价将上调 2.5 分左右，同时，燃煤电厂标杆上网电价将进行调整，东部电厂将下调，西部电厂将上调。

销售电价方面，平均上调幅度为 2.5 分/千瓦时，其中 1.8 分左右用于理顺去年上网电价单边上涨后的价格关系。据了解，高层希望在 11 月调整，最迟也要在 2010 年电煤产运需衔接会召开前调整完毕。

上网电价方面，按照《关于加快推进电价改革的若干意见》中“燃煤电厂继续实行标杆上网电价政策，并根据当前机组造价、煤价、设计利用小时对各地区标杆电价进行校核，适当调整”的规定，东西部电厂上网电价将进行区域调整。

近两日，相关政策部门在京召开了电价调整的会议，广东或将下调燃煤电厂上网电价 0.7 分/千瓦时左右，浙江或下调 1 分/千瓦时左右，江苏或下调 0.5 分/千瓦时左右。而西部则进行相应上调，比如山西或上调 1.2 分/千瓦时。

评论如下：

1. 电解铝是受影响最大的品种。
2. 电价上调对电解铝企业利润的影响是负面的

我们认为此次电价上调将给电解铝企业带来成本的增加。按照上调 0.025 元/度，吨铝耗电 14500 度/吨标准来计算，电解铝企业吨铝成本将上升 362 元/吨。我们认为单纯的上调电价，对电解铝企业是负面影响，我们并不认为电价上调对电解铝企业是交易性的投资机会。

这样的观点主要是基于我们认为电解铝价格二季度之后出现上涨的原因，是需求拉动，而不是成本推动的。如果是需求拉动的或者供需基本面决定的，决定铝价未来走势的是总体的供需情况的基本面因素以及美元和流动性等非基本面因素，而与成本变动基本无关。因此，电价上调所带来的成本增加并不能推动未来电解铝价格变动。

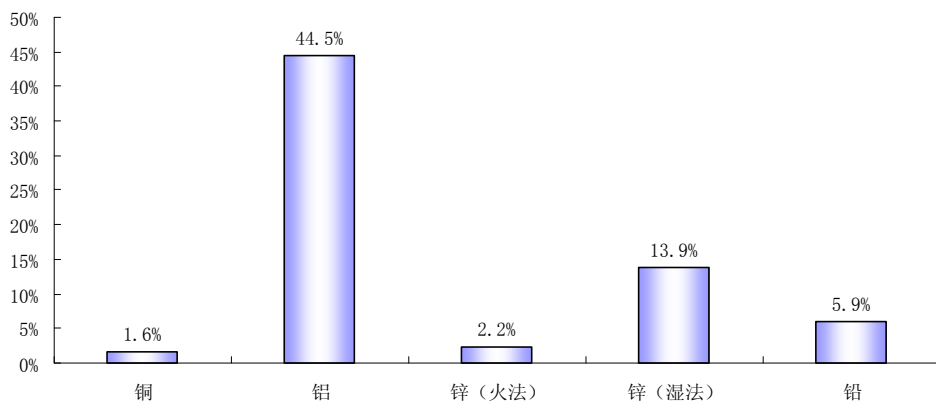
3. 我们判断未来半年电解铝价格基本走平。
4. 此次电价上调对云铝股份和关铝股份是负面影响，但从企业经营角度，未来“直供电”试点将弥补。维持中孚实业和焦作万方谨慎推荐评级。

我们认为：

1. 电解铝是受影响最大的品种。

根据各金属品种耗电量情况占成本比例，我们认为电价上调影响的主要品种是电解铝行业。

图 1：各品种电力成本占比，电解铝最高



资料来源：长江证券研究部

2. 电价上调对电解铝企业利润的影响是负面的

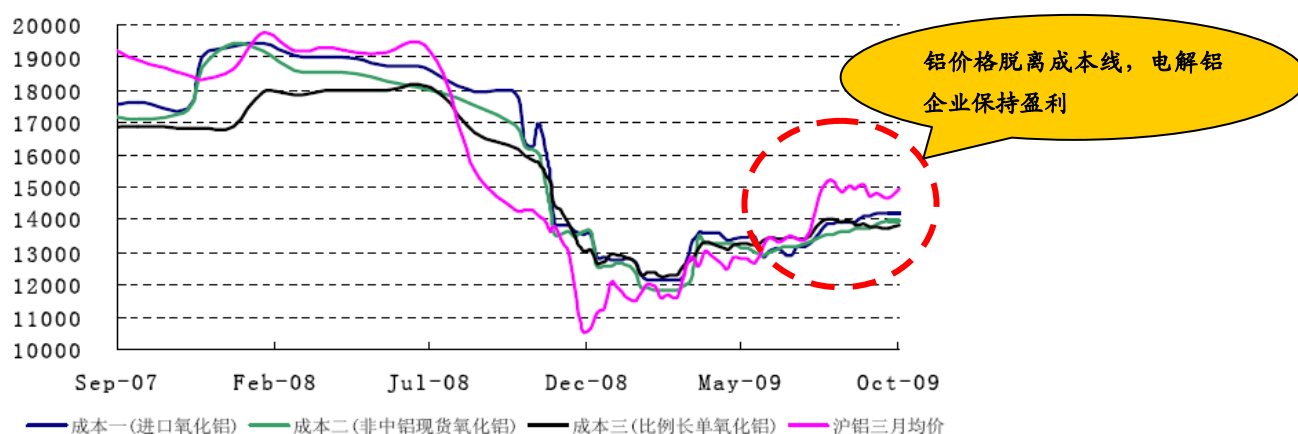
我们认为此次电价上调将给电解铝企业带来成本的增加。按照上调 0.025 元/度，吨铝耗电 14500 度/吨标准来计算，电解铝企业吨铝成本将上升 362 元/吨。我们认为单纯的上调电价，对电解铝企业是负面影响，我们并不认为电价上调对电解铝企业是交易性的投资机会。

这样的观点主要是基于我们认为电解铝价格二季度之后出现上涨的原因，是需求拉动，而不是成本推动的。如果是需求拉动的或者供需基本面决定的，决定铝价未来走势的是总体的供需情况的基本面因素以及美元和流动性等非基本面因素，而与成本变动基本无关。因此，电价上调所带来的成本增加并不能推动未来电解铝价格变动。

实际上，我们一直认为，需求对于金属价格走势影响是至关重要的，只要需求比较强劲，即使供给有大幅增加的壓力，金属价格也不会出现下跌（当然目前的金属价格也与美元贬值和流动性泛滥有关），只不过因为供给的压制而不会出现大幅上涨。其实我们目前对于电解铝和电解锌价格的判断，都是基于以上逻辑。

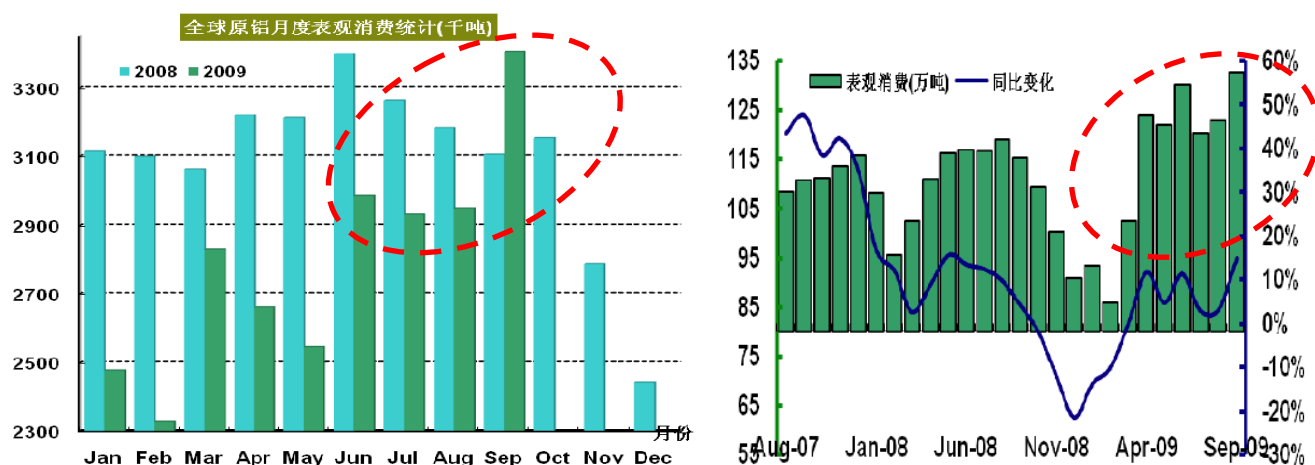
受年初全球各国经济刺激政策影响，全球经济 09 年开始出现复苏，尤其是中国的经济刺激政策更是使得房地产开工以及汽车产量出现迅猛增长。上述电解铝重要消费领域的迅速复苏带动了电解铝需求的逐步回升。最新的数据表明，9 月份全球原铝表观消费为 319.4 万吨，同比增长 3.1%；9 月份中国原铝表观消费 132.9 万吨，同比增长 15.6%，环比增长 5%。受下游需求逐步回升影响，加之美元贬值以及流动性充裕，电解铝价格开始出现回升，并脱离成本区，电解铝企业出现盈利，使得全球铝厂纷纷复产，产能利用率从 08 年底的 50% 回升到目前的 78%，中国产能利用率回升至目前 85%。总体上，我们认为，目前电解铝企业能够盈利，或者说铝价脱离成本区，主要是全球经济复苏带来下游需求提升以及美元仍然维持弱势、全球流动性泛滥所致，与电解铝企业成本变动关系不大，因此目前的情形，成本的变动不是影响价格的因素。

图 2：目前电解铝价格已经脱离成本线，铝价的上涨是需求拉动的，不是成本推动的



资料来源：长江证券研究部

图 3:全球电解铝 09 年表观消费量在 6 月份之后出现回升 图 4: 中国表观消费量也出现大幅回升



资料来源：长江证券研究部

3. 我们判断未来半年电解铝价格基本走平。

我们认为，未来半年，受全球电解铝需求缓慢增长、供给持续大幅增加的影响，全球电解铝仍将维持供大于求的局面，但在美元仍然维持弱势，流动性依然充裕的情况下，电解铝价格有望继续走平。我们判断中国电解铝价格维持在 15000~16000 元/吨区间内。

表 1: 中国后期电解铝产能扩张情况

项目	产能
信发集团的新疆五家渠项目	140 万吨电解铝、60 万吨碳素
国电萍乡项目	35 万吨电解铝
广铝清镇项目	80 万吨氧化铝、40 万吨电解铝、20 万吨铝加工
南山铝业二期	80 万吨氧化铝、40 万吨电解铝
包头东方希望	扩建 25 万吨
云冶昭通项目	100 万吨电解铝，一期 30 万吨，未开工

资料来源：凯投咨询

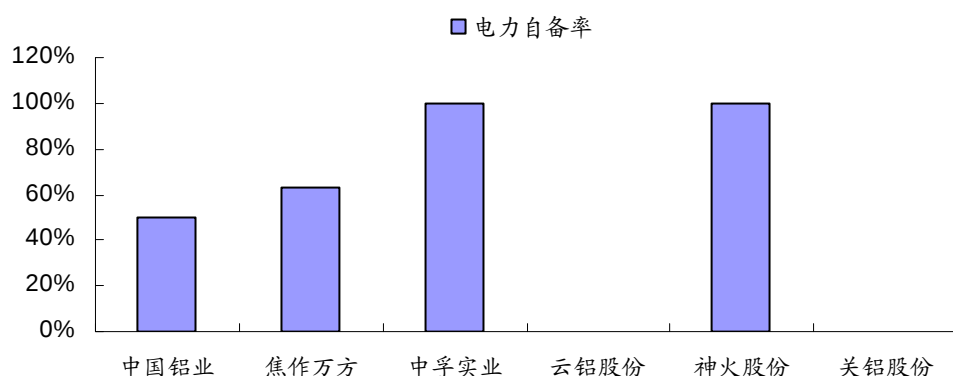
4. 此次电价上调对云铝股份和关铝股份是负面影响，但从企业经营角度，未来“直供电”试点将弥补。维持中孚实业和焦作万方谨慎推荐评级。

单纯考虑此次电价上调，我们认为，拥有自备电厂的企业受负面影响较小，如中孚实业，神火股份，焦作万方等，而无自备电厂的企业利润空间将受到一定的压缩，正如前述，每吨成本将增加 362 元，影响企业如云铝股份和关铝股份。不过值得提醒投资者的是，从企业未来盈利判断来看，未必如此，随着“直供电”政策的渐行渐近，由于云铝股份和关铝股份是直供电试点企业，如果直供电政策实施，上述两家企业将受益于电价的大幅下调（幅度肯定超过此次电价上调的 0.025 元/度。）

我们维持“焦作万方”和“中孚实业”谨慎推荐评级，其他铝业公司中性评级。

从电解铝企业业绩弹性来看，中孚实业和焦作万方是电解铝企业中最大的两家，我们预计，其每万股电解铝产量分别为 9.9 和 8.5 吨，而且此两家企业成本也属于较低分别是 12800 元/吨和 13100 元/吨，基于我们对下游房地产和汽车行业等电解铝下游需求的继续乐观，我们认为电解铝企业目前的盈利水平仍可维持，因此我们继续维持对焦作万方和中孚实业“谨慎推荐”评级。

图 4：目前电解铝企业的电力自备率-中孚实业和神火股份最高，云铝股份和关铝股份最低



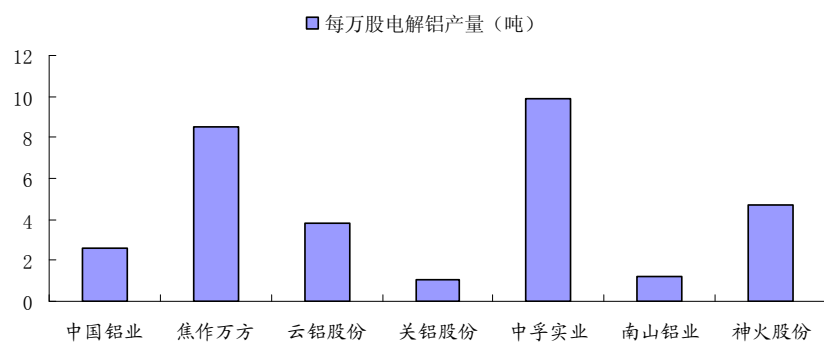
资料来源：长江证券研究部

表 2：直供电试点企业名单

中国铝业连城铝厂	云铝股份	四川广元启明星铝业
中国铝业山东铝厂	关铝股份	青铜峡铝业
中国铝业贵州铝厂	包头铝业公司	陕西铜川铝业
中国铝业广西铝厂	山西华圣铝业	甘肃华鹭铝业
中国铝业青海铝厂	抚顺铝业	四川启明星铝业

资料来源：长江证券研究部

图 4：电解铝企业每万股电解铝产量—中孚实业和焦作万方最高，业绩弹性最大



资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

葛军，长江证券有色金属行业研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 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。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。