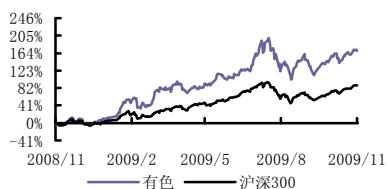


原材料 - 有色

2009 年 11 月 20 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
有色	4.77%	16.29%	169.83%
沪深 300	9.41%	20.83%	86.49%

代码	名称	6m%	YTD%	评级
601600	中国铝业	33.9	102.0	推荐
600219	南山铝业	26.8	106.3	推荐
000612	焦作万方	82.1	176.2	推荐
000933	神火股份	72.3	234.8	推荐
600595	中孚实业	125.9	271.5	推荐

相关报告

周宽

zhouchong@csc.com.cn

分析师申明

本人，周宽，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

电价上涨可能带来电解铝板块的阶段性机会

— 电价上涨对电解铝板块的影响

评级： 中性

- **吨铝的电力成本上涨 400 元左右。**国家发改委颁布电价调整政策，从 2009 年 11 月 20 日起，将全国销售电价每千瓦时平均提高 2.8 分钱。本次电价上调，以电解铝企业平均耗电 14000 kw. h 来计算，电力成本上升 400 元/吨铝左右。
- **对微利中的电解铝行业，电价上调有可能引发电解铝价格上涨。**以行业平均水平计算，本次电价上涨相当于提高成本 2% 左右，对于处于微利中的电解铝行业而言，有可能引发电解铝价格的上涨，从而带来电解铝行业的阶段性机会。
- **从技术图形上看铝价有可能受此刺激而出现补涨。**与其它基本金属不断上涨不同，铝价近几个月基本维持不变，与产能过大、库存过高等因素有关，但是随着基本面的好转，我们判断，略有刺激因素发生，铝价就会出现补涨行情。
- **推荐有自备电厂的电解铝上市公司。**如果这种机会存在并发生，其中，有自备电厂的铝上市公司最为受益，推荐中孚实业、神火股份、南山铝业、焦作万方。

2009 年11 月19 日，国家发改委颁布电价调整政策，从2009 年11 月 20 日起，将全国销售电价每千瓦时平均提高2.8 分钱。各地区、各行业电价调整标准有所差异。并对上网电价做了有升有降的调整。陕西等 10 个省（区、市）燃煤机组标杆上网电价适当提高；浙江等7 个省（区、市）适当下调。

行业现状——每吨电解铝成本上升 406 元

我国电解铝行业平均交流电耗为 14488 kw. h。 2007 年的铝行业统计报表中,有 58 个电解铝企业的电耗指标显示:平均交流电耗为 14488kw. h, 达到 14450kw. h 的企业 31 家, 占 53%, 有 11 户达到 14300kw. h, 占 19%, 最好的企业电耗达到 13600kw. h。电耗最高的达到 17094kw. h，二者相差 3417kw. h。目前电解铝行业中，160KA 及以上大型预焙阳极槽的生产能力占总生产能力的 86%以上, 铝锭综合交流电耗从 2001 年到 2007 年, 平均每年降低 1%。2008 年国家发布了《铝工业准入条件》，要求“十一 五”末现有电解铝企业的综合交流电耗要达到 14300kw. h。

每吨电解铝成本上升 406 元。电解铝是高耗能行业之一，电力成本约占全部生产成本的 40%左右。因电解槽不同，吨铝的电耗大约在 13000~15000 kw. h。以平均 14500 kw. h /吨铝计算，本次电价每度提高 2.8 分钱，将增加电解铝的生产成本为 406 元/吨。

Figure 1 电解铝行业耗电情况

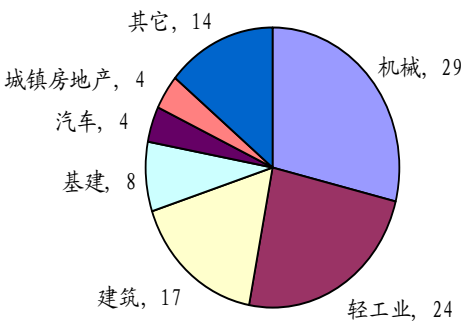
	电力消耗总量亿 KWH	直流电耗	交流电耗
2000	438	14213	15530
2001	523	14072	15402
2002	659	13947	15209
2003	833	13824	15036
2004	985	13657	14800
2005	1139	13590	14646

资料来源：安泰科

对行业的影响——有可能引发电解铝价格的上涨

电解铝行业的需求不断恢复。随着汽车、家电的热销，目前我国汽车用铝、家电用铝在快速恢复，而建筑用铝随房地产投资的加大，也在不断恢复中，数据显示，月度需求同比增速回升到10%以上，全球月度铝需求量已经恢复到300万吨以上。目前西方铝厂的产能利用率已上升至80%，而国内铝厂的开工率已达90%。

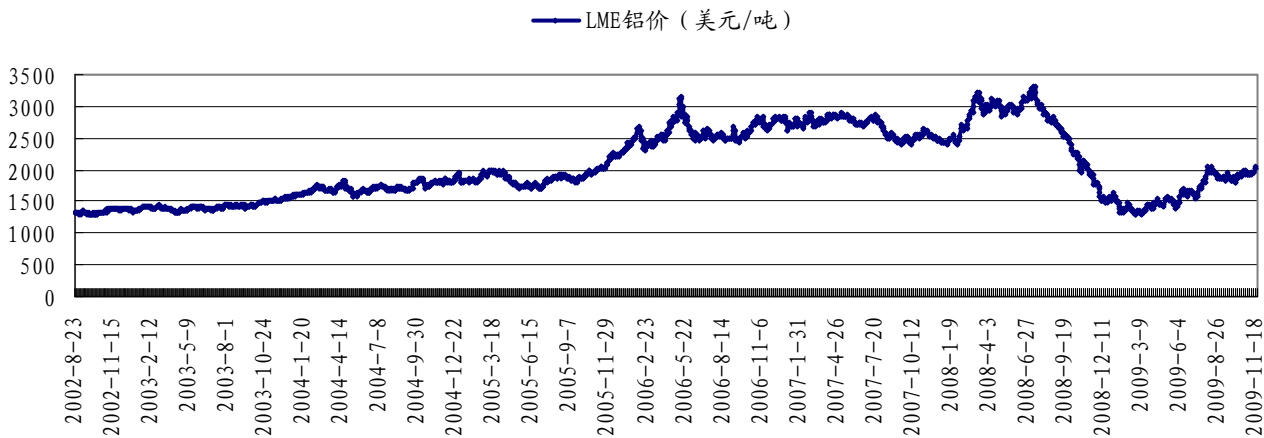
Figure 2 电解铝的需求分布



资料来源：安泰科

铝价有可能受此刺激而出现补涨。与其它基本金属不断上涨不同，铝价近几个月基本维持不变，原因有产能过大、库存过高，但是随着基本面的好转，我们判断，略有刺激因素发生，铝价就会出现补涨行情。

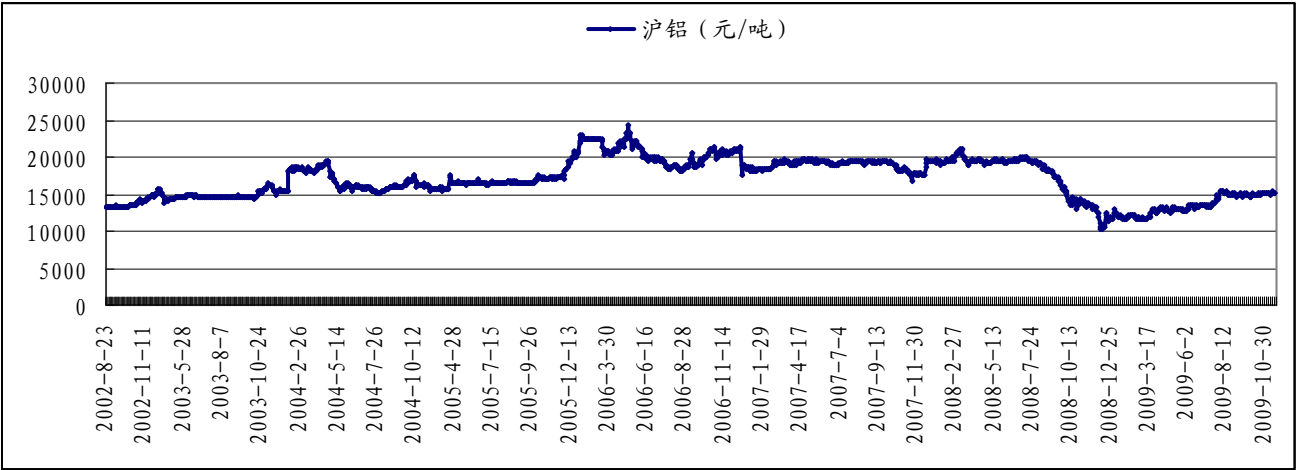
Figure 3 LME 铝价的走势



资料来源：WIND

沪铝的价格维持在 15000 元/吨，在此价位下，全行业基本处于微利，成本的上升使部分企业重回亏损，供应方面的减少有利于铝价的回升。电价的上涨，经我们测算，成本大约会增加 2%，对于没有电价优势的企业而言，有可能重新陷入亏损的境地从而影响供给。供给方面的变化也有利于铝价的回升。

Figure 4 沪铝价格走势



资料来源：WIND

对行业内上市公司的影响——对有自备电厂的铝上市公司形成利好

主要电解铝上市公司中，焦作万方、神火股份、南山铝业、中孚实业和中国铝业均拥有自备电厂或者有关联方提供电力。其中中孚实业、神火股份、南山铝业电力几乎全部是自备电力提供的，因此，在本次上调电价的过程中，最为受益。

Figure 5 有自备电厂的电解铝公司电力成本的测算以及估值水平的预测

公司	自备电厂比例	平均电价	单位耗电	单位电力成本	09EPS	10EPS	09PE	10PE
中国铝业	50%	0.39	14200	5460	-0.17	0.35	-	43.8
焦作万方	50%	0.33	13800	4499	0.46	0.85	52.1	28.2
中孚实业	100%	0.35	13800	4830	0.55	1.3	42.3	17.9
神火股份	100%	0.40	14000	5880	0.9	1.8	36.2	18.1
南山铝业	100%	0.33	14000	4620	0.35	0.54	38.1	24.7

资料来源：世纪证券

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.