

有色金属行业动态

铝或成为限电对象，带来波段机会，推荐焦作万方、新疆众和
原材料/有色金属/铝

同步大势

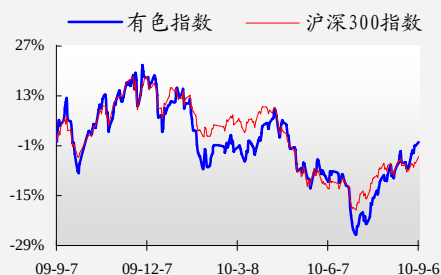
维持评级

发布时间：2010年9月8日

投资要点：

- **电解铝或成为下一个限电目标。**目前部分地区开始对高耗能行业拉闸限电。预期对水泥、钢铁限电如果达不到减排要求，有色金属作为高耗电行业或成为下一个被限电对象。目前电解铝行业集中度属于有色中较低一个，前五名电解铝企业占比仅为 25%。民营企业较多，供给过剩量一直很大，很可能成为政府调控的目标。
- **限电有望使铝价短期内冲高，自有电占比高的企业受益最大。**历史经验表明只有限制产能 10%以上，才会对铝价格产生较大影响。估计后期铝价持续上涨，年底前铝价都在 1.6 万元以上，目前电解铝成本 1.55 万元，届时行业将摆脱盈亏状况困境。但个体差异也较大，具有电力成本优势和具有耗能技术优势的公司盈利情况更可观些，如焦作万方、新疆众和、南山铝业。重点被限的区域应该在能耗量较大的中东部地区，如江苏、河北、山西、浙江河南，而西部地区由于受政策支持，受限的可能性不大。
- **维持对铝的同步大势判断。**如果限电事件发生，能改善铝行业大企业盈利情况，但政策手段只能带来短期利好，不能解决行业中长期产能过剩的诟病，维持对行业同步大势判断。
- **推荐新疆众和、焦作万方。**在个股方面新疆众和和焦作万方具有估值优势，PE 都低于行业平均水平，而且两公司在自供电比例都高于 50%，电价成本都低于全国销售平均价股价具有上涨空间。估计新疆众和 2010、2011 年每股收益分别为 0.76、0.83 元，目标价 22 元，给予推荐评级。估计焦作万方 2010、2011 年每股收益分别为 0.96、1.01 元，目标价 25 元，给予谨慎推荐评级。由于中国铝业自供电比例相对较少，且估值较高，维持持有评级。

走势图



子行业	评级
铜	优于大势
其他有色金属	同步大势
黄金	优于大势
铝	同步大势

重要公司	评级
焦作万方	推荐
新疆众和	推荐

分析师：杨霞辉

执业证书编号：S0290109050479

TEL: (8621)6336 7000 - 319

FAX: (8621)6337 3209-319

Email: mandy065@gmail.com

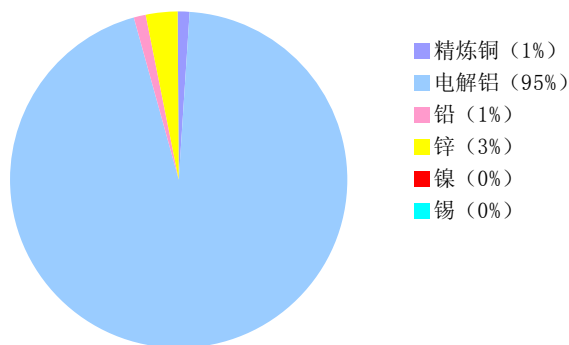
地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

一、电解铝或将成为下一个限电目标

要实现“十一五”规划节能目标，2010 年单位 GDP 能耗需相对 2009 年继续下滑 5.2%，2010 年上半年我国单位 GDP 能耗反而同比上升 0.09%，政府已经开始对高耗能行业如钢铁、水泥采取限产措施以完成降耗目标。预期对水泥、钢铁限电如果达不到减排要求，有色金属作为高耗电行业将成为下一个被限电对象。电解铝吨耗电 14,500 千瓦时，绝对耗电量占基本金属耗电量的 94%，或成为重点调控对象。目前电解铝行业集中度属于有色中较低一个，前五名电解铝企业占比仅为 25%，远小于铜、铅、锌。另外民营企业较多，供给过剩量一直很大，很可能成为政府调控的目标。

图 1：电解铝占基本金属冶炼环节能耗的 94%



资料来源：Wind，东北证券研究咨询分公司

表 1、中国氧化铝企业前五名产量占比为 40%，电解铝仅为 25%

单位：万吨

	铝土产量	氧化铝产能	电解铝产能
中国铝业	21,130	1,028	350
魏桥铝电	-	250	50
信发铝电	-	218	66
焦作万方	-	-	45
开曼铝业	9,000	125	-
鲁能晋北铝业	-	95	-
东方希望	-	89	33
万基铝业	-	29	34
青铜峡铝业	-	-	56
伊川电力	-	-	45
云铝股份	3,400	-	40
wachangping	4,400	-	-
南川	2,000	-	-
辽宁忠旺	-	-	-
南山铝业	-	-	-
河南明泰	-	-	-
亚洲铝业	-	-	-

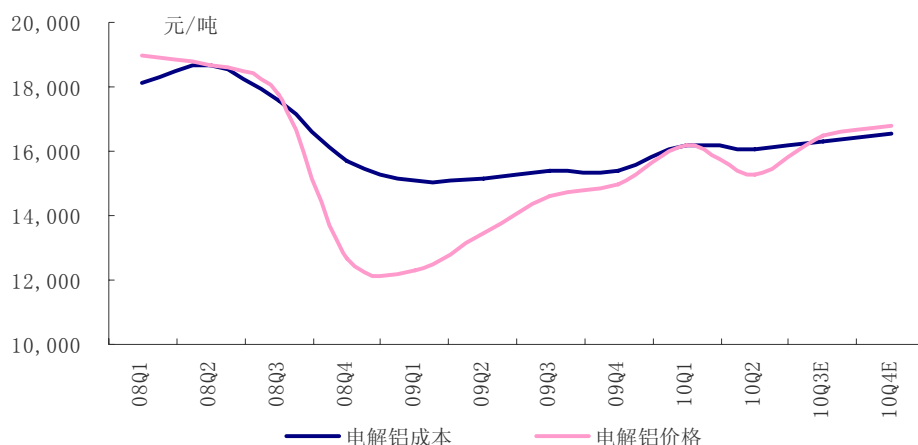
其他	28,276	2,432	1,665
总计	68,206	4,265	2,243
前五名占比	59%	40%	25%

资料来源：公司公告，东北证券研究咨询分公司

二、限电有望使铝价短期内冲高，自有电占比高的企业受益最大。

电解铝行业过剩程度较为严重，据了解今年又将有 790 万吨氧化铝、460 万吨电解铝项目投产。目前的产能利用率 70%，历史经验表明只有限制产能 10%以上，才会对铝价格产生较大影响。按照这样的假设，估计后期铝价持续上涨，年底前铝价都在 1.6 万元以上，目前电解铝成本 1.55 万元，届时行业平均盈利状况将有所改善，将摆脱盈亏状况困境。但个体差异也较大，具有电力成本优势和具有耗能技术优势的公司盈利情况更可观些。

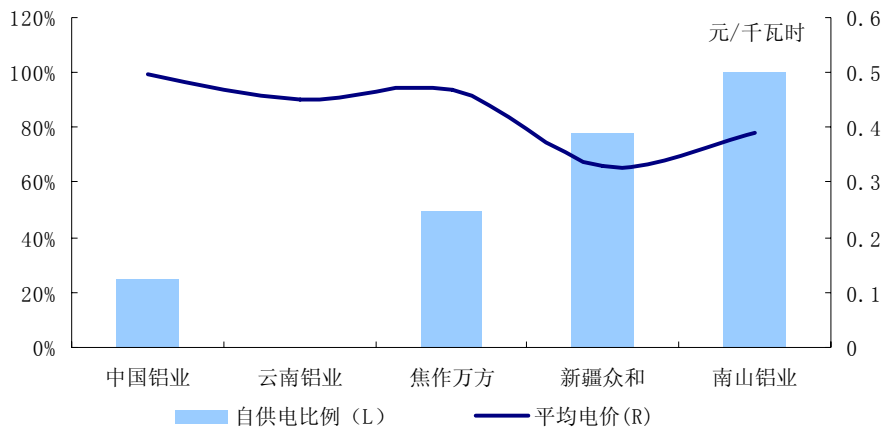
图 2：如果限电，短期内铝价有望冲高，行业将摆脱盈亏状况困境



资料来源：Wind，东北证券研究咨询分公司

如果电解铝被限电，重点被限的区域应该在能耗量较大的中东部地区，如江苏、河北、山西、浙江河南，而西部地区由于受政策支持，受限的可能性不大。规模较大电解铝企业大都具有自有发电厂，如中国铝业的比例为 25%，焦作万方为 50%，南山铝业为 100%，新疆众和为 78%，而云南铝业完全靠外购。在电力成本上，焦作万方、新疆众和、南山铝业综合成本都低于全国平均销售电价 0.53 元，有望从中受益最大。

图 3: 跟踪的公司中新疆众和、南山铝业、焦作万方自供电比例较大



资料来源: Wind, 东北证券研究咨询分公司

三、维持对行业同步大势判断，推荐新疆众和、焦作万方。

如果限电事件发生,能改善铝行业大企业盈利情况,但政策手段只能带来短期利好,不能解决行业中长期产能过剩的诟病,维持对行业同步大势判断。

在个股方面新疆众和和焦作万方具有估值优势, PE 都低于行业平均水平, 而且两公司在自供电比例都高于 50%, 电价成本都低于全国销售平均价 0.53 元, 股价具有上涨空间。

估计新疆众和 2010、2011 年每股收益分别为 0.76、0.83 元, 目标价 22 元, 给予推荐评级。

估计焦作万方 2010、2011 年每股收益分别为 0.96、1.01 元, 目标价 25 元, 给予谨慎推荐评级。

由于中国铝业自供电比例相对较少, 且估值较高, 维持中性评级。

表 2、重点跟踪公司估值对比情况

公司	股价 (09/07)	评级	目标价	EPS		PE		PB	
				2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E
中国铝业	10.47	H	10.00	0.07	0.20	157.84	52.35	2.81	2.84
新疆众和	18.94	B	22.00	0.76	0.83	24.83	22.88	3.10	2.76
焦作万方	22.76	B	25.00	0.96	1.01	23.59	22.53	5.13	4.98
行业平均	-	-	-	-	-	68.75	33.45	3.68	3.52

资料来源: Wind, 东北证券研究咨询分公司

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。