



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业聚焦

研究报告

2011 年 2 月 12 日

有色金属

大宗商品研究

孔庆影

分析师，SAC 执业证书编号：S0080210060015
kongj@cicc.com.cn

铝—中国产量或逐步回升

铝生产仍然遭受不利因素制约

继 2010 年 4 季度受政策影响大幅减产后，河南、湖南、山东、广西和贵州五省铝产量（约占全国总产量的 50%）目前持续受到电力供应紧张和极端天气的不利影响。春节因素影响渐行渐近，而且铝生产面临的不确定性日益增强，例如节后所有工厂是否会立即恢复生产尚未可知。整体来看，2011 年 1 季度铝产量可能低于预期，我们目前预计 1 季度产量为 390 万吨，同比下降 2%。

铝产量有望从 2 季度开始逐步回升

煤炭和天气因素导致的主要省份电力供应紧张状况预计到 2 季度会有所缓解，但供应短缺风险仍然挥之不去。近期停产的产能利润率较低，复产后很容易受到成本上升或铝价下跌的影响。因此，我们预计市场中铝供给不会放量增长。然而随着新产能投产，西部省份新增产量下半年或将对市场供给产生更显著影响。

基准情形显示 2011 年中国将面临供给缺口

综合考虑，我们估计 2011 年全年铝供给为 1790 万吨，较 2010 年增加 180 万吨，增幅 11%。因此，2011 年中国将面临约 30 万吨的缺口而非此前预测的过剩 30 万吨。从全年来看，1 季度产量可能较低，但此后随着产量回升，市场供给会有所改善。我们认为，2011 年新增供给中一半来自于西部新增产能投产，另一半来自于现有产能复产。

随着中国产量逐步回升，市场或日益关注全球失衡问题

随着中国铝产量逐步回升，我们预计市场对全球铝行业失衡的关注度会日渐提升。由于中国供给缺口可能相对较小，我们预计 2011 年全球铝供给仍然过剩 76.8 万吨。从 12 个月来看，我们预计铝价逐步降至 2,250 美元/吨。目前价格仍然为生产企业提供了套期保值良机。

报告贡献人：鲁杰，吴喆，刘峥

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

概述	3
中国铝生产现状	4
生产前景-产量有望回升，但高成本地区制约因素犹存	5
铝价变化也会影响到行业供给	6
西部铝产量增长与东部产量遭受抑制成为影响行业变化的长期因素	8
行业供需预测	8

图表

图表 1: 中国季度铝产量目前预期与此前预期对比	3
图表 2: 中国和全球铝行业供需目前预期与此前预期对比	3
图表 3: 中国非交易所库存水平出于下降通道，供应略微吃紧	4
图表 4: 欧洲 LME 库存增加，可能是由于现货金融质押交易有所收敛	4
图表 5: 2010 年 9-11 月河南铝产量降幅最大	5
图表 6: 2010 年 12 月份中国铝产量较去年峰值下降 12%	5
图表 7: 纽卡斯尔和秦皇岛煤炭价格 (FOB) 走势	6
图表 8: 中国煤炭净进口量 1 季度可能下降	6
图表 9: 春节后通常是电力需求淡季	6
图表 10: 河南省铝冶炼企业生产成本 vs 长江现货价	7
图表 11: 河南省铝冶炼企业毛利率	7
图表 12: 2011 年预期新增产能中多数来自于西部省份	7
图表 13: 2010 年西部五省铝产量增速明显高于河南和山东	8
图表 14: 全球铝行业供需预测	8
图表 15: 不同假设下中国铝行业供需状况	9

概述

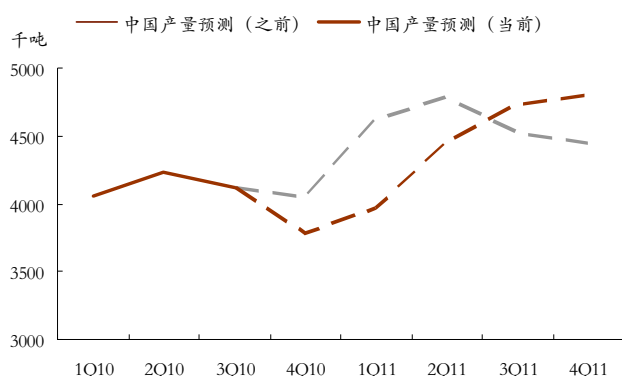
河南、广西、湖南、山东和贵州五省铝产量（约占全国总产量的 50%）持续受到电力供应不足（由于煤炭供应紧张）和极端天气的不利影响。有关节后所有工厂是否会立即恢复生产的不确定性正在上升。综合考虑，2011 年 1 季度铝产量可能低于预期（我们目前预计 1 季度产量为 390 万吨，与 2010 年 4 季度 370 万吨相比环比增长 5%）。

我们的基本假设情况估计，整体供给到 2 季度会逐步增加。但部分地区由于煤炭供应紧张（尤其是河南和山东铝生产区），而且近期停产的产能利润率较低，因此未来产量回升速度可能继续低于预期。不过，从全年来看，我们仍然认为煤炭和天气等因素导致的主要省份电力供应紧张状况只是暂时的，未来会有所缓解。西部省份新增产量或将于下半年开始对市场供给产生更显著影响。综合考虑，我们预计 2011 年铝供给略低于 1800 万吨，较 2010 年增长 11%。

因此，我们认为 2011 年铝行业供给要比此前预期紧张，目前预计国内供给缺口约 30 万吨，而此前预期为过剩 30 万吨。从全年来看，1 季度产量可能较低，但此后随着产量反弹，市场供给会有所改善（图表 1）。相应地，我们将全球铝供给过剩预期从此前的 134 万吨下调至 76.8 万吨（图表 2）。

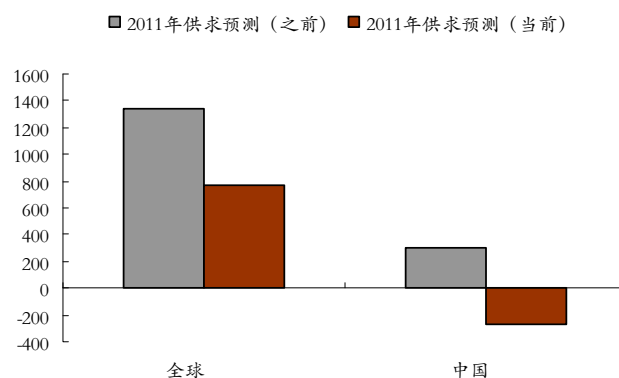
整体来看，中国铝生产边际成本相对较高，因此行业预期对成本和铝价变化非常敏感。成本上升（电价上涨和人民币升值步伐加快）将加大部分产能（已接近盈亏平衡点）面临的压力，使其不会复产。铝价大幅下降（如国内铝价低于人民币 14,500 元/吨或 LME 铝价降至约 2,050 美元/吨）也会造成相同影响，导致更多工厂关闭。

图表 1：中国季度铝产量目前预期与此前预期对比



资料来源：中金公司研究部

图表 2：中国和全球铝行业供需目前预期与此前预期对比

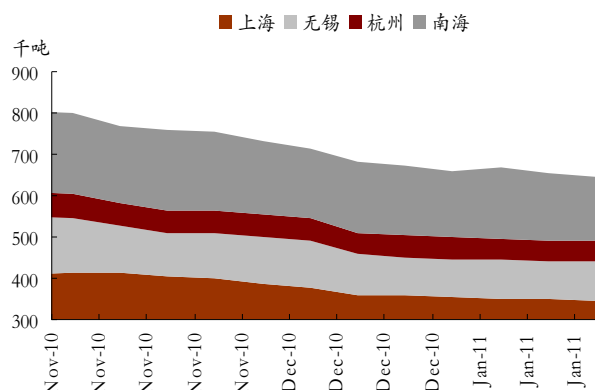


资料来源：中金公司研究部

价格预测

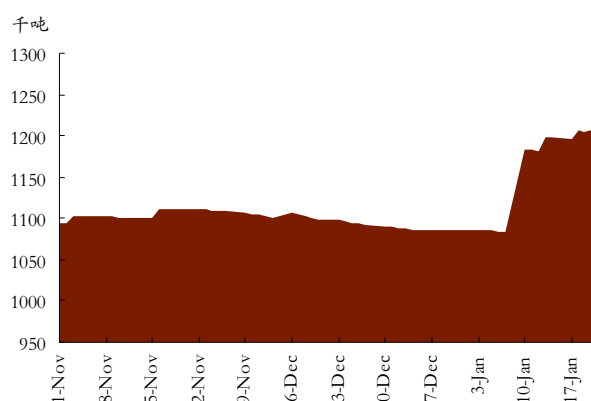
虽然我们对行业供需预测的调整表明基本面出现良好变化，但全球基本面仍然不佳。尽管国内铝行业供需状况略有吃紧，但西方国家 LME 库存近期增加（图表 4）。最近大量铝被运往 LME 欧洲等地的仓库，或许表明金融质押交易已有所收敛，库存回流。虽然西方国家需求指标有所改善，但随着未来中国供给的逐步回升，我们预计市场对全球铝行业失衡和长期过剩问题的关注度会日渐提升。我们预计铝价逐步降至 2,250 美元/吨。我们认为，目前价格仍然为生产企业提供了套期保值良机。

图表 3：中国非交易所库存水平出于下降通道，供应略微吃紧



资料来源：SMM、中金公司研究部

图表 4：欧洲 LME 库存增加，可能是由于现货金融质押交易有所收敛



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

中国铝生产现状

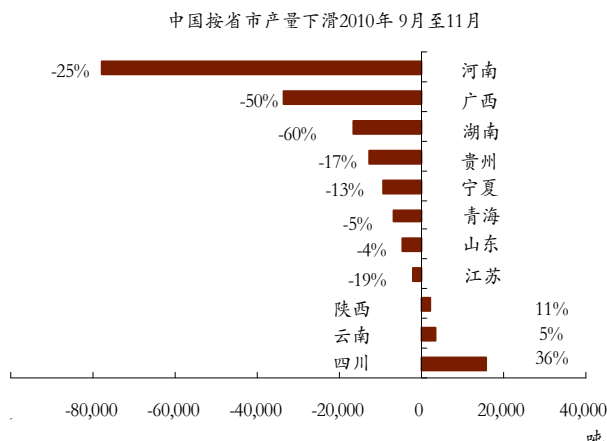
近期我们与业内人士和生产企业进行了交流，将中国主要地区铝生产现状归纳如下（图表 5、6）：

目前河南（过去 12 个月铝产量约占全国总产量的 25%）铝产能利用率为 65%。虽然拥有发电设备和煤炭资源的铝生产企业并未停产或减产，但对于高度依赖电网供电的企业来说，其生产从去年 12 月底持续受到影响。电力短缺的根本原因是沿海地区煤炭价格较高导致煤炭从内陆地区运往沿海，因此当地煤炭供应紧张，河南发电厂无法补库存（在一定程度上是由于业绩亏损而不愿意补库存；动力煤库存为 240 万吨，远低于 350 万吨的正常水平）。虽然一些冶炼厂正准备恢复生产，但我们认为当地产量春节前不会明显增加，煤炭和电力供应持续紧张仍将是铝生产面临的主要风险。

山东铝产量（过去 12 个月产量约占全国总产量的 11%）仍然受到限电影响，情况略好于河南。为完成长期合同，山东的许多冶炼厂正从内蒙古等外省大厂商采购铝锭和铝液。湖南、贵州和广西的极端天气也使当地电力供应受到影响（天气寒冷导致取暖用电需求旺盛，同时影响到煤炭运输），政府在春节假期会优先保证城市地区的电力供应。

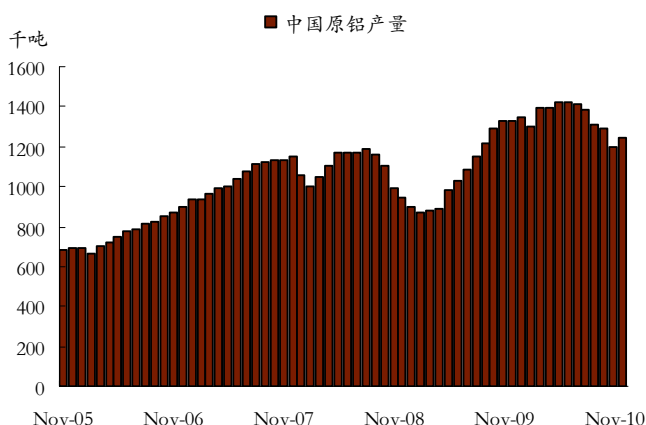
整体来看，中国 1 季度产量比去年 4 季度有所上升，但增长有限。目前我们预计一季度产量将环比上升 5% 至 397 万吨。如果按 12 月份 125 万吨产量计算，2010 年全年产量为 1,613 万吨，比我们此前预测的 1,645 万吨（已低于市场预期）低 27 万吨。虽然详细的地区产量仍未公布，但按照前 11 个月的数据，2010 年 4 季度产量环比下降 8%，河南和广西产量降幅最大，分别为 8 万吨（25%）和 3.7 万吨（50%）。

图表 5：2010 年 9-11 月河南铝产量降幅最大



数据来源：CINA、中金研究部

图表 6：2010 年 12 月份中国铝产量较去年峰值下降 12%



数据来源：CEIC、中金研究部

生产前景-产量有望回升，但高成本地区制约因素犹存

由于河南和广西减产幅度最大，2011 年国内总产量将主要取决于这些地方产量变化情况。虽然风险仍然挥之不去，但由于煤炭（主要是河南）和天气（主要是广西等地）因素导致的电力短缺将得到缓解，因此河南和广西两省产量春节后或从近期低点回升。

在我们的基本情形假设下，整体供给到 2 季度会逐步增加。但部分地区煤炭供应持续紧张（尤其是河南和山东铝生产区），而且近期停产的产能利润率较低，因此未来产量回升速度可能仍然较慢。

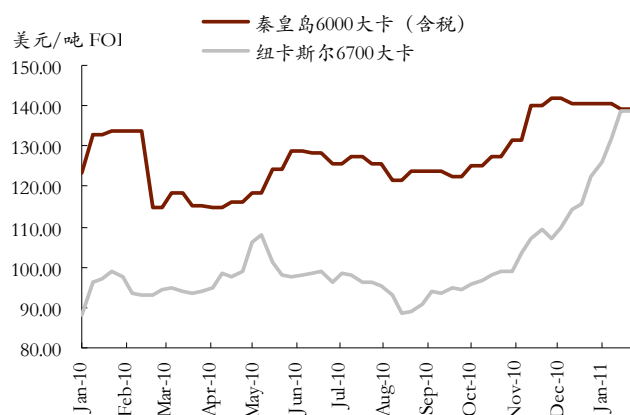
不过，从全年来看，我们仍然认为煤炭和天气等因素导致的主要省份电力供应紧张状况只是暂时的，未来会有所缓解。西部省份新增产量或将于下半年对市场供给产生影响。综合考虑，我们预计 2011 全年铝供给略低于 1800 万吨，较 2010 年增长 11%。在 180 万吨的产量增长中预计有 90 万吨来自新增产能，另外 90 万吨来自现有产能复产。

对我们上述假设影响最大的两个因素可能是煤炭价格/供应情况（直接影响电力供给）和铝价，我们在下边予以分别讨论。

煤铝关联度

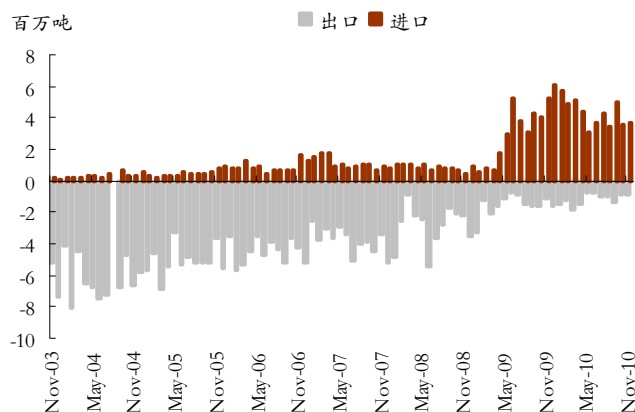
部分地区煤炭市场紧张导致河南、山东和陕西等主要内陆省份电力供应短缺。具体来看，电力供应短缺主要源于三个因素。首先，恶劣天气增加煤炭运输难度，尤其是南方地区。其次，面对高煤价，一些地区亏损电厂补库存进展缓慢。第三，河南、山东等产煤省将煤炭销往价格较高的沿海地区。市场担心这几个因素（尤其是第三个因素）可能持续更长时间。受印尼和澳洲天气影响，目前国际动力煤价格略高于中国出口价格（含 10% 的临时出口关税），这将打击动力煤进口而推动出口上升，从而导致国内市场煤炭供给紧张（图表 7、8）。

图表 7：纽卡斯尔和秦皇岛煤炭价格（FOB）走势



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

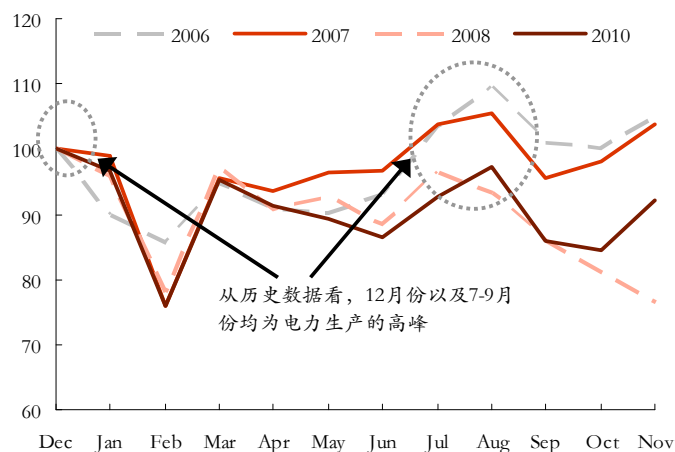
图表 8：中国煤炭净进口量 1 季度可能下降



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

尽管如此，整体而言我们认为煤炭价格春节后将保持在合理稳定水平（图表 9），虽然现货价格可能存在小幅上涨空间。一方面，国内旺盛的冬季用电需求将结束；另一方面，如果极端天气减少，煤炭运输瓶颈可能也会有所缓解。过去三个月中国动力煤进口和出口均值分别为 400 万吨和 100 万吨，净进口均值相当于月度消费量的 2%。另外，我们注意到 2011 年中国动力煤出口可能不会超过 3600 万吨，同时维持 10% 的出口关税。

图表 9：春节后通常是电力需求淡季



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

铝价变化也会影响到行业供给

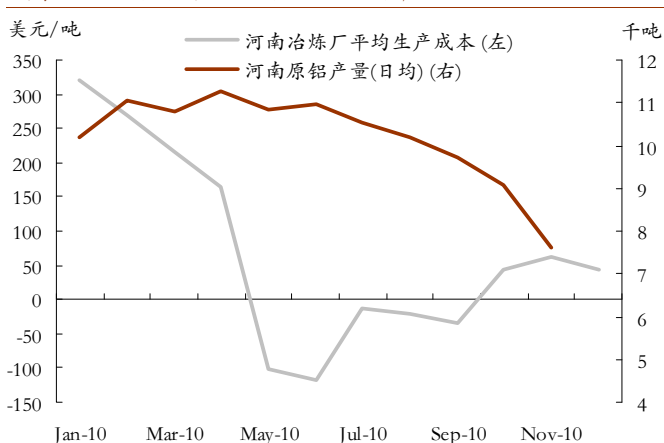
如果电力供应压力减轻，目前价格下（长江交易市场现货价格约 16,600 元/吨）毛利率足以刺激企业增加产量。下面我们以河南为例：铝行业毛利率去年 10 月以来持续改善，而此时在节能减排影响下的减产力度显著（图表 10, 11）。但是，如果铝价大幅下降（例如国内铝价低于人民币 15,000 元/吨或 LME 铝价低于 2,150 美元/吨），高成本地区（尤其是部分铝冶炼企业）利润率压力将再次凸现，从而可能限制整体产量的增长幅度。

图表 10：河南省铝冶炼企业生产成本 vs 长江现货价



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 11：河南省铝冶炼企业毛利率

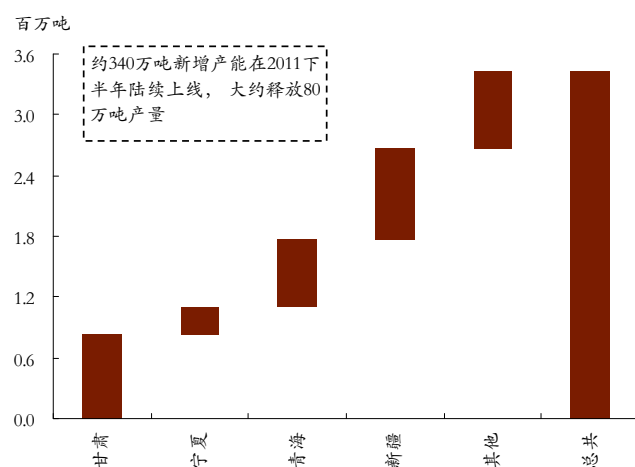


资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

西部省份新增产能从下半年开始对行业影响或更加显著

在青海、甘肃、宁夏、内蒙古和新疆等主要西部省份，由于煤炭和电力供应相对充裕、生产成本较低而且政府对新项目支持力度较大，因此铝产量可能持续增长。据报道称，2011 年新增产能将达到 340 万吨。考虑新增产能投产的时间点大多在下半年，我们估计实际新增产量尚不足 100 万吨，2012 年可能有所上升（图表 12）。

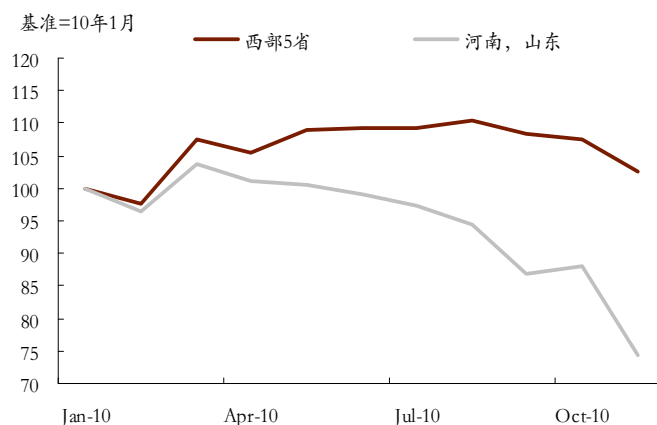
图表 12：2011 年预期新增产能中多数来自于西部省份



资料来源：百川资讯、中金公司研究部

尤其是新疆地区目前铝产量较低的情况可能于 2011-2013 年发生变化。业内人士一致认为，2011-2013 年将有大量新项目投产。西部五省在全国铝产量中的占比已从 2009 年初的 32% 上升至 35%。我们预计，未来这一比例会持续上升（图表 13）。

图表 13：2010 年西部五省铝产量增速明显高于河南和山东



资料来源：CNIA、中金公司研究部 注：西部五省包括青海、甘肃、宁夏、内蒙古和新疆。

西部铝产量增长与东部产量遭受抑制成为影响行业变化的长期因素

中国在多大程度上可以实现铝自给自足将取决于西部地区产量增加在多大程度上可以抵消传统东部生产地区持续的产量压制。在东部，电价上涨、人民币升值（进一步推高原材料成本）和铝价将是国内铝生产成本未来长期维持高位的主要因素。

行业供需预测

整体来看，我们认为 2011 年铝行业供给要比此前预期略微紧张（目前预计国内供给缺口约 30 万吨，而此前预期为过剩 30 万吨）。从全年来看，1 季度产量可能较低，但此后随着产量反弹，市场供给会有所改善。相应地，我们将全球铝供给过剩预期从此前的 134 万吨下调至 76.8 万吨。关于我们目前的供需假设请参见图表 14 和 15。

图表 14：全球铝行业供需预测

中金预测	2010				2010	2011				2011E	2012E
千吨	Q1	Q2	Q3	Q4	Yr	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	Yr	Yr
美国	976	1172	1152	1126	4426	1015	1219	1175	1102	4510	4638
					5%					2%	3%
日本	466	504	486	505	1961	475	514	496	520	2005	2065
					15%					2%	3%
西欧	1509	1558	1488	1555	6110	1539	1589	1503	1571	6202	6326
					9%					2%	2%
中国	4015	4121	4112	4255	16503	4469	4595	4511	4651	18225	20111
					19%					10%	10%
金砖四国除中国	890	931	910	918	3649	960	1003	981	991	3935	4249
					17%					8%	8%
其他	1892	2045	2045	2110	8092	1971	2082	2078	2138	8268	8656
					13%					2%	5%
全球总需求	9748	10331	10193	10469	40741	10429	11002	10743	10972	43146	46046
					14%					6%	7%
全球总供给	10057	10451	10386	10346	41240	10156	10884	11245	11630	43914	46908
					11%					6%	7%
平衡 （供需缺口）	309	119	193	-122	499	-273	-118	502	658	768	862

资料来源：中金公司研究部

图表 15：不同假设下中国铝行业供需状况（加深的供需数值代表基准情形）

中国原铝平衡敏感性分析		中国原铝消费增长率%							
基本情形假设	0	7.0%	8.0%	9.0%	10%	11%	12%	14%	16%
中国原铝产量增长率%	5%	-668	-833	-998	-1236	-1328	-1493	-1823	-2153
	8%	-183	-348	-513	-750	-843	-1008	-1338	-1668
	10%	141	-24	-189	-427	-519	-684	-1014	-1344
	11%	295	130	-35	-273	-366	-531	-861	-1191
	12%	537	372	207	-30	-123	-288	-618	-948
	13%	626	461	296	59	-34	-199	-529	-859
	14%	788	623	458	220	128	-37	-367	-697
	15%	950	785	620	382	290	125	-205	-535

资料来源：中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金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。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED