

投资高 Beta 和高附加值铝业公司

谨慎推荐（上调）

铝行业动态点评

风险评级：较高风险

刘卓平（SAC 执业证书编号：S0340510120003）

电话：0769-22119410

邮箱：lzp3@dgzq.com.cn

2011 年 2 月 16 日

事件：

1、2 月 15 日，铝业上市公司出现异动，股价集体大幅上涨，其中云铝股份、南山铝业、罗普斯金涨停，中国铝业上涨 4.31%，其他铝业公司涨幅均在 3%以上。

2、我们在 2010 年 4 月 13 日发布了铝行业深度报告《铝深度研究：投资高 Beta 和高附加值铝业公司》，对铝行业产业链的投资逻辑做了详细阐述，我们在此重新阐述主要观点。

详情请翻阅报告《铝深度研究：投资高 Beta 和高附加值铝业公司》-2010/4/13。

评论：

1、铝产业链不断延伸

铝元素在地壳中的含量约为 8.8%仅次于氧和硅，居第三位，是地壳中含量最丰富的金属元素。在金属品种中，仅次于钢铁，为第二大类金属。因铝具有密度小、导热性、导电性、抗蚀性等特点而被广泛应用，其中形式之一的纯铝被广泛应用于高压输电线、电缆、导热板等，铝合金广泛应用于汽车、建筑、航空航天领域；新兴应用领域主要在高铁、城市轨道、新能源以及电子电器设备产品中。

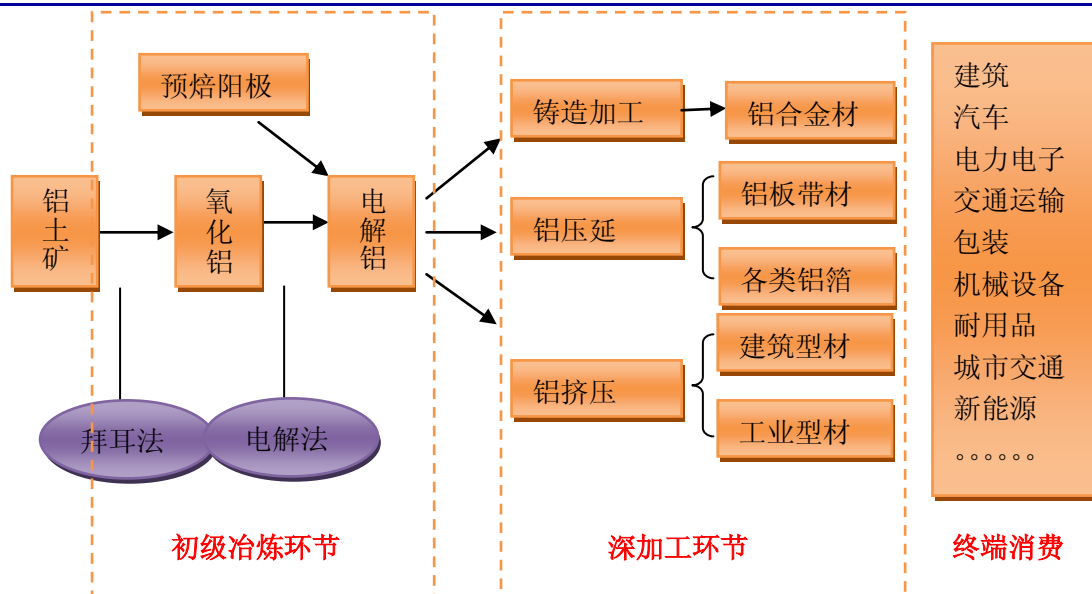
经过 120 多年的技术进步，铝冶炼技术已经十分成熟，初级电解铝已经基本失去了技术壁垒。电解铝上游基础原料为氧化铝，而世界上 95%以上氧化铝是用铝土矿生产。铝产业链：铝土矿—氧化铝—电解铝—铝加工材（合金）。其中电解铝、氧化铝、铝土矿的比例依次为 1：1.95：5.2。

氧化铝为电解铝的基础原材料，目前世界上 95%以上氧化铝是用铝土矿生产，氧化铝的生产方法主要有酸法和碱法，其中碱法有拜耳法、烧结法和联合法，世界上 90%以上氧化铝都是由拜耳法生产的，只有我国、俄罗斯、乌克兰等少数国家采用烧结法。

原铝的生产已基本没有技术壁垒，全球原铝基本都是用电解法生产而成，因而原铝又俗称电解铝。基本原理是将氧化铝投入电解槽中，添加炭质阳极（又称预焙阳极），通入直流电使铝氧元素分离，阴极成液体铝，浇注凝固成原铝锭，阳极产生氧气。

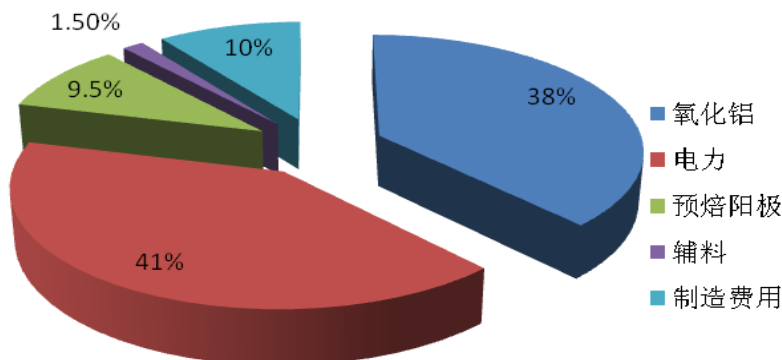
铝业产业链在技术升级中不断延伸，由最初的简单铸造挤压向精密度领域扩展，不断拓展铝应用领域，目前广泛应用在新兴领域如高铁、城市轨道、太阳能板、电动汽车、核电等。最高技术的铝深加工是应用在电子设备、汽车和航空领域的高压电子铝箔、钎焊箔等。

图 1：铝产业链



资料来源：东莞证券研究所

图 2：2009 年电解铝成本构成

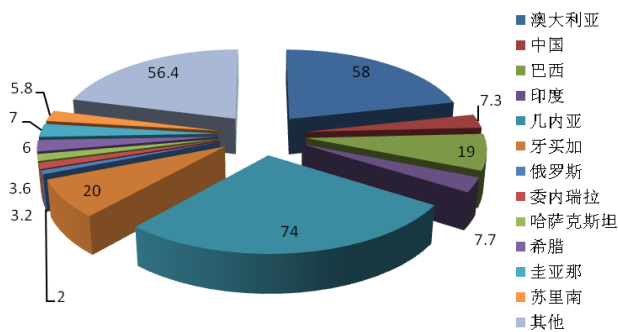


资料来源：东莞证券研究所

2、铝供给长期充裕

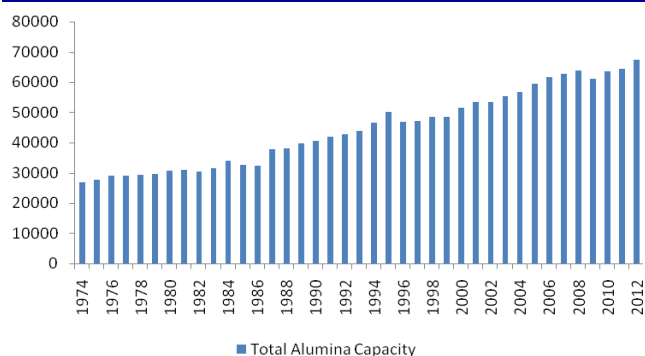
氧化铝供给过剩。世界上 95%以上氧化铝是用铝土矿生产的，从全球市场看，铝土矿储量十分丰富，且分布比较分散，主要分布在南半球。美国地质研究局统计 2008 年全球铝土矿储量达到了 270 亿吨，按照目前的铝土矿产量足够全球开采 100 年。其中最大且均超过 10 亿吨的依次是几内亚、澳大利亚、牙买加、巴西，占全球总储量的 63.3%。国际铝业协会（IAI）统计七大洲 2009 年氧化铝产能为 6118 万吨（扣除中国），比 2000 年大幅增长了 19%；2012 年氧化铝产能将提高至 6750 万吨/年。2009 年氧化铝产量为 5357 万吨，比 2000 年增长 11.3%，加上中国产量达到 7740 万吨。2009 年七大洲电解铝产量为 2340 万吨（扣除中国），加上中国产量达到了 3637 万吨，按照 1.95 比例折合需求氧化铝 7093 万吨，因而 2009 年全球氧化铝供给过剩达到了 647 万吨。

图 3：全球铝土矿资源储量（亿吨）



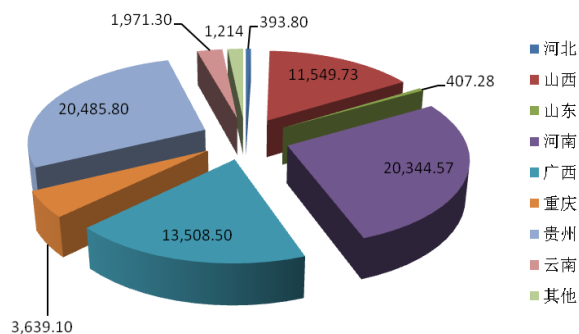
资料来源：东莞证券研究所、USGS

图 5：全球氧化铝产能（扣除中国）



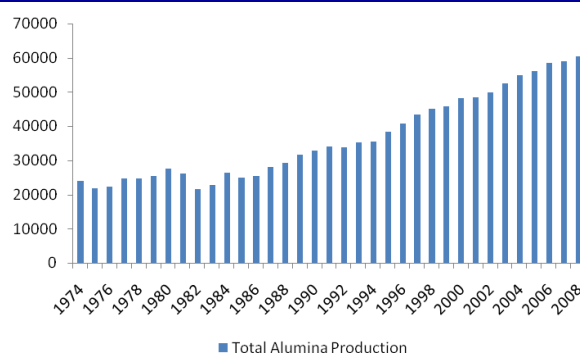
资料来源：东莞证券研究所、IAI

图 4：中国铝土矿分布（万吨）



资料来源：东莞证券研究所、国家统计局

图 6：全球氧化铝产量（扣除中国）

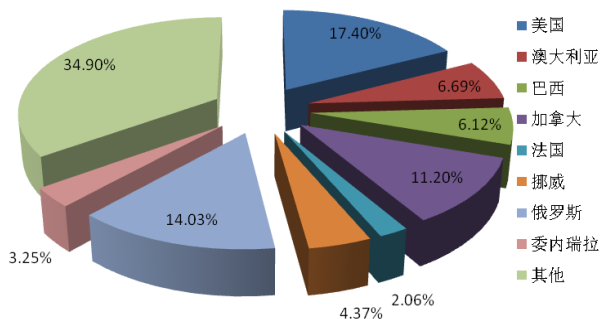


资料来源：东莞证券研究所、IAI

电解铝供给充裕。USGS 统计 2009 年全球电解铝产能达到了 4990 万吨，比 1995 年的 2220 万吨增长了 125%；由于经济危机 2009 年全球电解铝产量 3690 万吨，同比减少了 5.4%，但比 1995 年增长了 92%，年均增速为 6.1%。预计 2010、2011 年电解铝产量分别增长 7.5%、4.3%，达到 3967 万吨、4137 万吨。

2000 年以来我国原铝产能产量大幅增长，2000 年产量还仅有 255 万吨，2009 年就达到 1300 万吨，同比增长 1%，比 2000 年增长了 4 倍多，占全球总产量的 35.23%。2009 年中国原铝产能达到了 1900 万吨，占全球总产能的 38%。

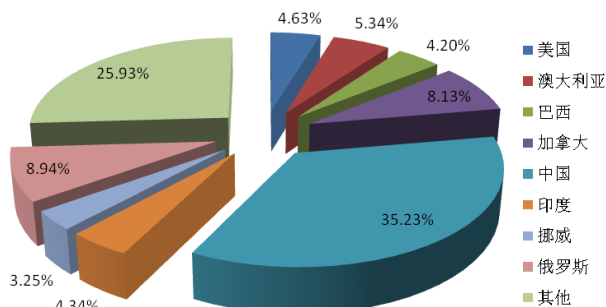
图 7：1995 年全球电解铝产量分布



资料来源：东莞证券研究所、USGS

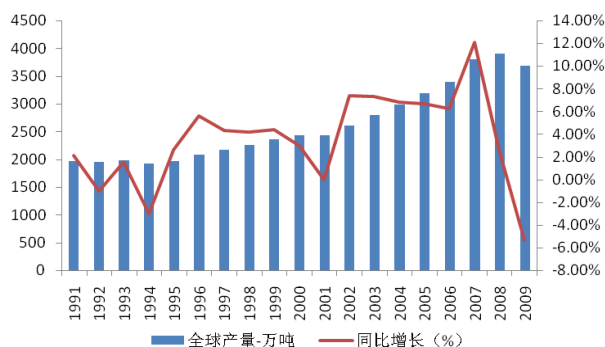
图 9：全球电解铝产量稳定增长

图 8：2009 年电解铝产量分布

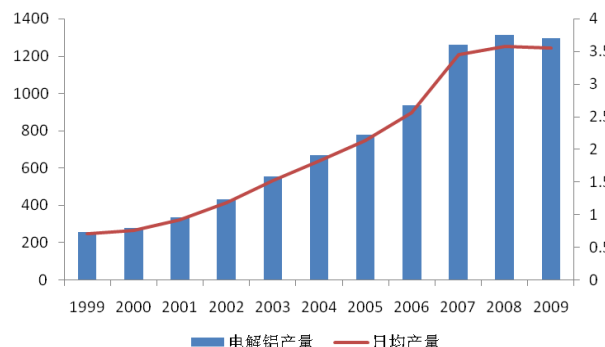


资料来源：东莞证券研究所、USGS

图 10：中国电解铝产量迅速增长



资料来源：东莞证券研究所、USGS



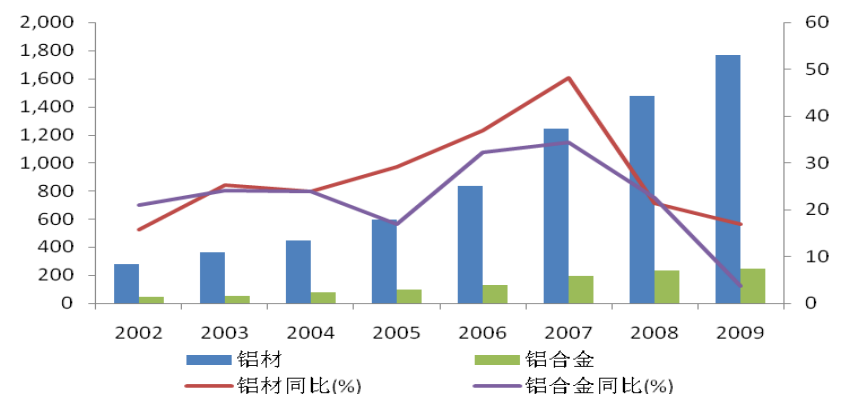
资料来源：东莞证券研究所、IAI

3、高附加值深加工是铝业发展趋势

作为一个总量产能明显过剩且技术壁垒已经缺失的行业，产业升级和产品结构调整已经成为必然选择和趋势。电解铝冶炼产能过大，行业利润需要依靠电解铝价格的上涨和成本的控制，发展空间不断缩小；而上游氧化铝产能严重过剩，铝土矿也供应充足使上游资源的投资价值不显著。铝行业亟需向下游拓展产业链，扩展铝业的应用领域。

近年来我国铝业深加工获得了快速发展，近年来铝合金和铝材加工产量快速增长，2002—2009 年间平均增速为 24.68% 高于电解铝产量增速（19.38%），其中从 2007 年开始我国铝材产量就超过了电解铝产量。

图 11：近年来我国铝加工产量快速增长

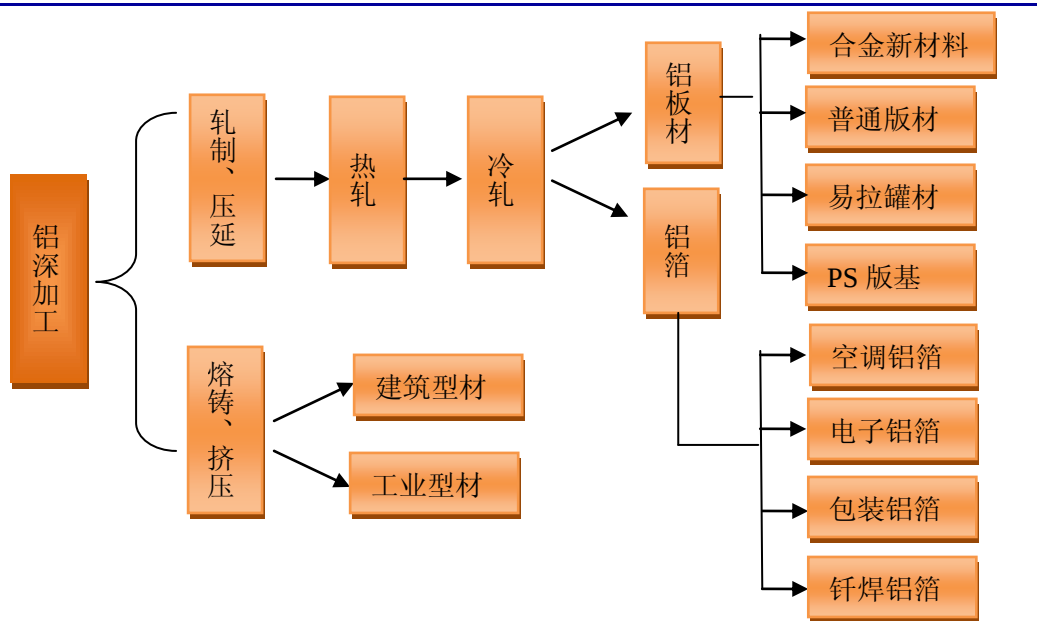


资料来源：东莞证券研究所、wind 资讯

随着技术进步和工业需求，铝加工的技术要求也越来越高。而在铝加工产业链中，主要呈现两条加工主线：一条是以轧制压延为技术路线的加工产业链，主要产品为各类铝板带和铝箔，其中铝板带材主要应用于机械设备、城市轨道交通、新能源等；铝箔如空调铝箔、电子铝箔、钎焊铝箔、包装铝箔等，主要应用于空调业、电子信息业、汽车、各类消费品包装等。另一条主线是熔铸挤压技术为基础的各类铝型材，包括工业型材和建筑型材，主要应用于传统行业的建筑行业、工业领域等。

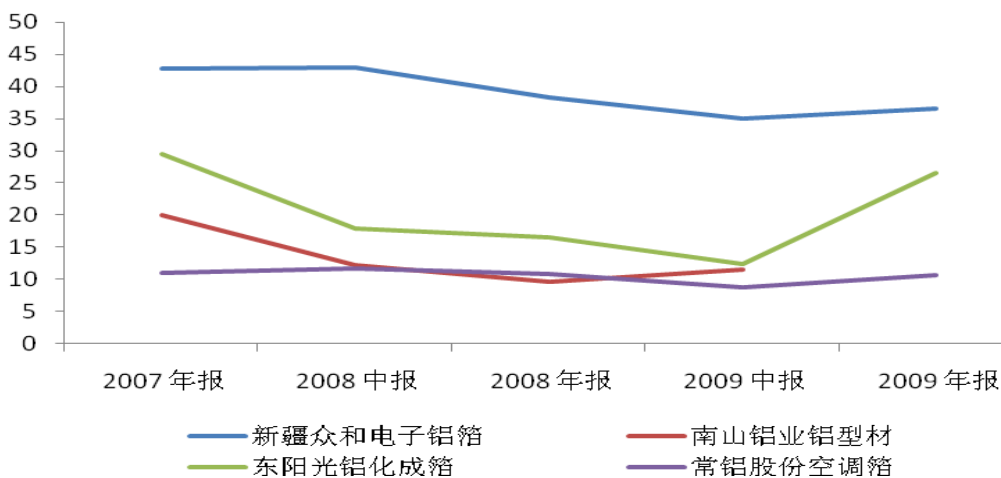
在各种铝深加工产品中，技术含量最高的且需求前景广阔的深加工类产品主要有：铝合金新材料、电子铝箔、包装铝箔、钎焊铝箔等。可以说这些深加工产品代表了铝加工的技术方向和应用新领域。而从各类产品的毛利率情况看，电子铝箔的毛利率是最高的，其次是合金新材料，空调箔毛利率较低。上市公司中南山铝业是铝合金新材料的代表，新疆众和是电子铝箔的代表，东阳光铝是钎焊箔的代表，常铝股份是空调箔的代表，鲁丰股份是包装箔的代表，南山铝业是轨道交通新型铝合金材料的实践者。

图 12：铝深加工产业链



资料来源：东莞证券研究所

图 13：各类铝加工产品毛利率比较



资料来源：东莞证券研究所、wind 资讯

表 1：部分代表性铝深加工项目

代表企业	项目名称	用途	项目前景评级
新疆众和	1.5 万吨/年非铬酸电子铝箔（中高压）	铝电解电容器	★★★★★
东阳光铝	2 万吨钎焊箔生产线	汽车水箱散热器、空调冷凝器等	★★★★★
常铝股份	亲水空调箔	空调业	★★★★★
鲁丰股份	药用、家用铝箔	医药、日用品包装等	★★★★★
南山铝业	年产 22 万吨轨道交通新兴合金材料	城市轻轨、地铁，高速列车等	★★★★★
罗普斯金	5 万吨铝合金挤压材（建筑、工业型材）	房地产、交通运输、机械设备等	★★★★★

栋梁新材 5万吨节能铝合金型材项目 房地产、交通运输、机械设备等 ★★★★★

资料来源：东莞证券研究所、公司公告

4、投资高 Beta 和高附加值铝业公司

我们调高铝业公司投资评级至“谨慎推荐”，主要基于以下几点理由：1. 铜价已经创历史新高 LME 铜价突破 1 万美元大关，而铝价仍维持在 2500 美元/吨附近，离历史新高仍有 35%左右的差距，走势严重落后于铜价，随着大宗商品价格上涨的扩散，铝价后市获得补涨的空间较大；2. 我国经济结构调整，随着制造业升级、高铁、城市轨道交通、电子产品等行业的快速发展，铝需求尤其是深加工产品有望获得稳定的需求增长速度；3. 在预期铝价维持高位的假设下，当前铝业上市公司估值水平在有色中处于相对洼地，补涨概率较大。

我们认为应该从两条主线投资铝业公司：

一条是以传统的铝业公司为投资标的，应投资于业绩敏感系数高的铝业公司，即业绩高 Beta 铝业公司。传统的以电解铝为主业的铝业公司，铝价决定了业绩，由于铝业公司的成本比较透明，且相对较稳定，铝价上涨直接带来盈利的提升。**焦作万方**是传统的铝业公司中业绩弹性最大的，其次是中孚实业、云铝股份。

表 2：传统铝业公司业绩对铝价敏感性指标

公司	总股本 (亿股)	2009 年铝产量 (万吨)	每股铝含量 (千克/股)	吨铝市值 (万元/吨)	综合业绩 敏感性
焦作万方	4.80	42.07	0.88	3.05	★★★★★
云铝股份	11.84	43	0.36	3.51	★★★★
关铝股份	6.53	10.47	0.16	5.47	★★★★
南山铝业	19.34	75	0.39	3.15	★★★★
中孚实业	11.83	48	0.41	3.84	★★★★★
中国铝业	135.24	381.46	0.28	4.73	★★★★

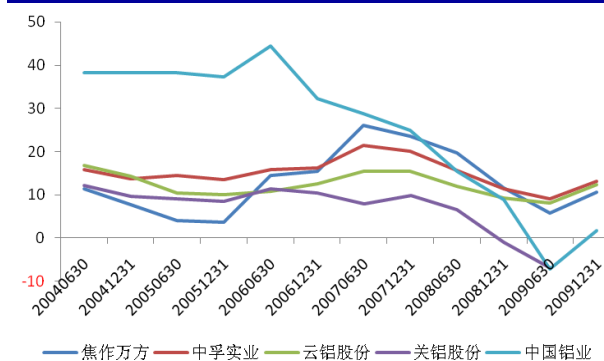
资料来源：东莞证券研究所、公司公告（注：关铝产量取自 2008 年值，南山、中孚产量取自预测值，中铝产量取自外销量）

另一条投资主线是投资高附加值深加工铝业公司。铝业深加工是必然趋势，越来越多的传统铝业公司都积极拓展产业链，向深加工领域开拓。深加工的价格波动相对较小，盈利比较稳定，且附加值较高。从未来需求潜力和技术前景判断，我们认为高压电子铝箔、钎焊箔、包装箔、铝合金新材料等技术含量高、应用于新领域的深加工产品更具有投资价值。因而我们认为**新疆众和、东阳光铝、南山铝业**是相对比较优质的深加工投资标的。

从毛利率比较看，传统铝业公司的毛利率波动较大，在行业景气高时毛利率普遍高于加工型公司，而在行业极度低迷时却会出现大幅的亏损；加工型公司的毛利率相对稳定，基本不会出现整体性亏损。

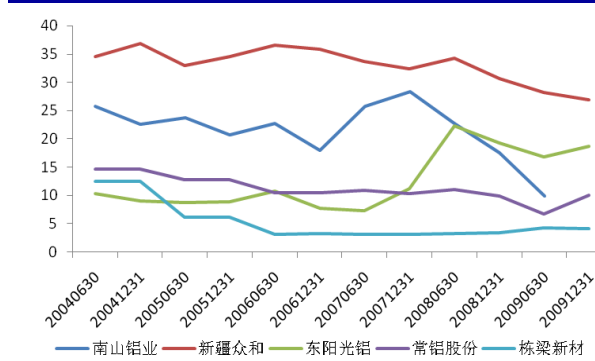
综合看，我们上调铝投资评级至谨慎推荐，阶段性投资机会显现。传统铝业公司我们建议重点关注云铝股份、焦作万方；铝深加工产品上市公司我们建议重点关注东阳光铝、南山铝业。

图 14：传统铝业公司毛利率比较



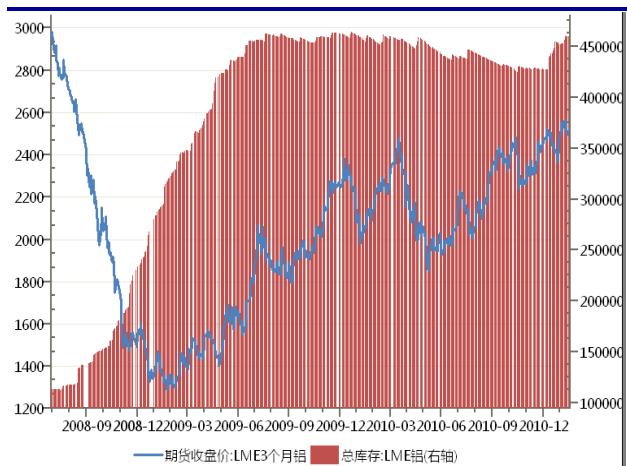
资料来源：东莞证券研究所、wind 资讯

图 15：加工类铝业公司毛利率比较



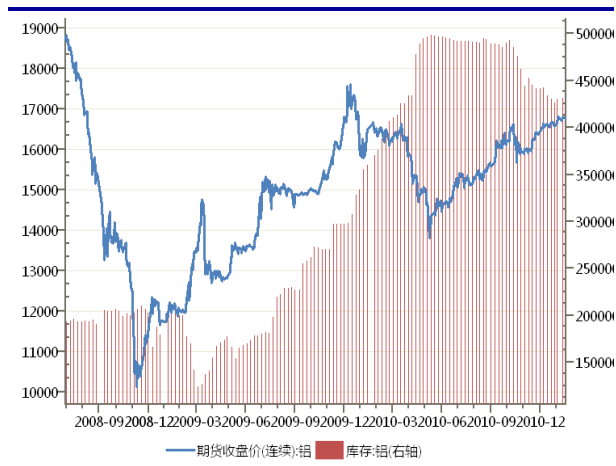
资料来源：东莞证券研究所、wind 资讯

图 16：LME 铝价和库存



资料来源：东莞证券研究所、wind 资讯

图 17：SHFE 铝价和库存



资料来源：东莞证券研究所、wind 资讯

东莞证券投资评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内, 股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中, 不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即: 权证以及衍生品市场的研究报告, 其基础风险评级为高风险; 股票、偏股型基金市场方面的研究报告, 其基础风险评级为一般风险; 债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告, 其基础风险评级为低风险。

分析师承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点, 不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系, 没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益, 或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明:

本报告仅供东莞证券有限责任公司(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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠, 但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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, 可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下, 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并不构成对任何人的投资建议, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有, 未经本公司事先书面许可, 任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发, 需注明本报告的机构来源、作者和发布日期, 并提示使用本报告的风险, 不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的, 应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119450

传真: (0769) 22119453

网址: www.dgzq.com.cn