

2011-06-01

证券研究报告  
行业研究 / 行业观点

有色金属

增持/维持评级

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000510120008

(0755)8249 2171

yetao@mail.htlhc.com.cn

联系人

陆冰然

(0755)2380 5914

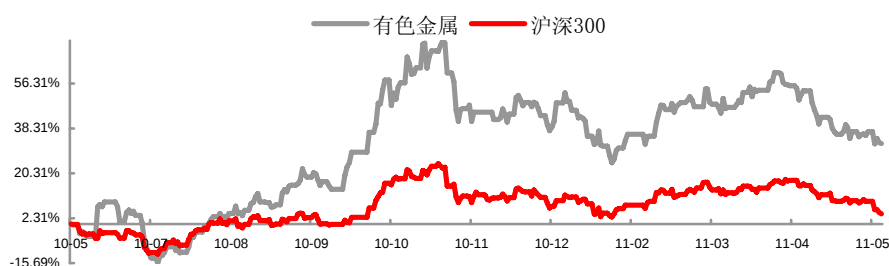
lubr@mail.htlhc.com.cn

## 电力紧张影响有限，产业转移即将开启

### ——河南电解铝产业调研纪要

- 近日我们在河南对电解铝行业进行了实地调研，针对市场普遍关注的电力供应紧张问题以及当地行业的现状作了进一步了解。
- 在我们的前期报告中，通过分析认为在产业政策调控和电力供应紧张共同作用下，未来电解铝行业产量相对需求将保持一个较低的增速，供需两方面增速差将会给行业基本面带来改善。此外，西部相对于东中部地区电力成本存在比较优势，电业铝行业产能向西部转移将是大势所趋。鉴于前期报告分析，我们走访河南省相关部门和电解铝企业——万基铝业，对省内电力供应状况，以及企业下游需求状况作了有针对性的调研。
- **电力供应紧张短期影响相对有限，长期将助推产业转移。**河南今年电力装机相对充足，供电紧张主要因为煤价过高导致电力企业发电动力不足，上调电价后紧缺程度有望进一步缓解，对电解铝产量影响有限。长期来看，河南煤炭资源紧缺将抑制省内电解铝产能继续增长；未来产能增量主要来自西部地区，特别是新疆的产能增速会对国内供求关系造成不小的影响。
- **下游需求暂无近忧，铝加工业成为长期需求支撑。**根据调研情况，相关企业一季度以来企业订单饱满，生产满负荷运行，显示下游需求旺盛。我们判断主要原因是房屋建筑安装较新开工存在时滞，现阶段建筑铝型材的消费很可能仍处于一个景气高位；此外，出口增长对需求也有一定的贡献。如果下半年国内外经济放缓，那么下半年到明年初的需求将会出现下滑。从长期来看，省内铝加工业的发展将会成为电解铝行业需求的重要支撑。
- **全球供给依然过剩，价格上行受抑。**尽管下游需求旺盛，但作为全球定价的大宗商品，在供给明显过剩的大环境下，价格持续上行的概率较小。我们认为：电力供应不足可能会导致部分地区炼铝成本明显上升，但能否形成成本推动型的价格上涨仍然有待观察。
- **投资建议：**我们判断近期电解铝行业出现明显趋势性行情难度较大，产能转移和行业整合带来的投资机会尚需假以时日。建议关注所在地区未上调电价的电解铝企业，以及掌握上游煤炭资源和拥有铝加工业务的企业。

### 最近 52 周行业表现



## 目 录

|                             |   |
|-----------------------------|---|
| 供给：电力紧张影响有限，增量主体来自西部 .....  | 4 |
| 需求：近期订单饱满，加工业增长成为长期支撑 ..... | 4 |
| 现阶段公司订单状况良好，产能满负荷运转 .....   | 4 |
| 省内下游铝加工行业发展迅速 .....         | 6 |
| 铝价上行放缓，供给依然过剩 .....         | 6 |
| 投资关注点和建议 .....              | 7 |
| 风险提示 .....                  | 7 |

## 图表目录

|                            |   |
|----------------------------|---|
| 图 1: 全国铝材产量及增速 .....       | 5 |
| 图 2: 铝材出口量及增速 .....        | 5 |
| 图 3: 汽车月度销量逐渐回落 .....      | 5 |
| 图 4: 家电产量增速同比回落 .....      | 5 |
| 图 5: 房地产新开工增速回落 .....      | 5 |
| 图 6: 河南省铝材产量及增速 .....      | 6 |
| 图 7: 2010 年铝材产量前五位省份 ..... | 6 |
| 图 8: LME 现货铝价及库存 .....     | 6 |
| 图 9: SHFE 现货铝价及库存 .....    | 6 |

## 供给：电力紧张影响有限，增量主体来自西部

短期来看，河南省电力供应紧缺并不严重，对电解铝供给影响相对有限。与华东地区电力紧张有所不同，河南省发电装机容量相对充足，电力紧缺主要是因为煤炭价格过高导致电力企业发电动力不足；上调电价后，紧缺程度有望进一步缓解。电力缺口会对电解铝供给产生影响，但影响相对有限。

长期来看，河南很可能从过去的煤炭净输出省份变为煤炭净输入省份。“十二五”规划中提出对能源消费总量进行控制，根据这一规划指导，河南省未来几年煤炭产量将会基本稳定在现有水平，较难有进一步增长。就现状而言，河南省煤炭供需基本平衡，每年输出和输入量基本相同，大致在 5000-6000 万吨。但随着工业规模进一步扩大，河南省煤炭输入量将会明显上升，从而成为一个煤炭净输入省。

从这一角度来看，在河南省发展电解铝行业已不具备能源优势，资源瓶颈会成为行业规模增长的主要抑制因素。

产业政策调控延续，省内产能保持稳定。根据我们向相关部门了解到的情况显示：河南省电解铝行业近几年基本没有新建和拟建设产能。我们分析，一方面是因为国家产业调控政策和省内产业规划对企业扩产有一定的抑制作用；另一方面是因为煤电成本过高，企业盈利下降，企业自身也不具备扩产意愿。

就省内行业集中度而言，前五家企业集团产能占比基本上占到 80%以上，无论从规模还是生产技术来看，肯定都不在落后产能之列。此外，省内还存在一些产能 10 万吨左右的企业，但数量很少。因此，我们判断，未来几年省内产能增加的可能性较小；但进一步缩减的空间也非常有限；会呈现基本保持不变的稳定态势。

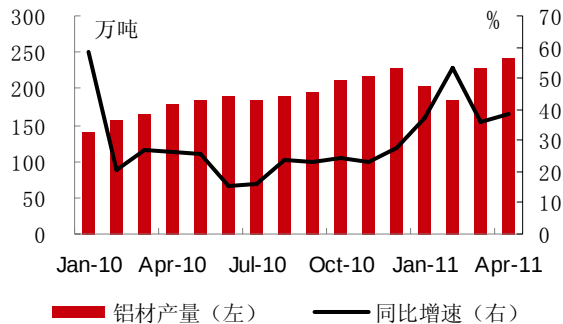
未来产能增长看西部，铁路运力可能影响产量扩张。根据初步判断，在建和拟建设产能大部分来自西部，如新疆、青海和内蒙古等省份，这些省份由于电力成本拥有比较优势，因此，当地有将资源优势转化为经济绩效的内在动机。以新疆为例，省内发电的平均成本约为 0.25 元/度，而河南省平均成本大概在 0.4 元/度，以吨铝耗电 13500 度计算，单位成本相差 2000 元以上。据新疆能源网消息，自治区内拟建设投资产能可能在未来几年迅速上升至 1000 万吨。但一个值得考虑的问题是：在当地铝消费不足的情况下，向外运送会成为必然选择，这样一来，电解铝产量的提升在一定程度上会受到铁路运力的影响和制约。

## 需求：近期订单饱满，加工业增长成为长期支撑

现阶段公司订单状况良好，产能满负荷运转

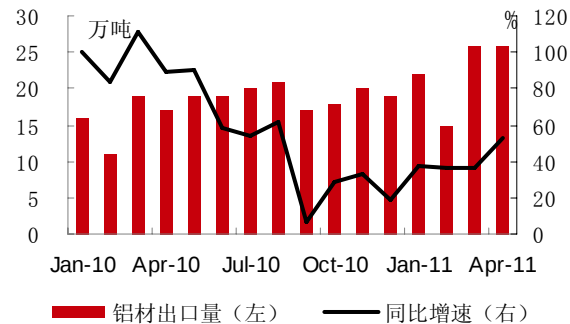
从我们调研的相关公司订单状况来看，下游需求比较旺盛，公司满产运转，库存较少，没有感觉到需求放缓的迹象。

图 1: 全国铝材产量及增速



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

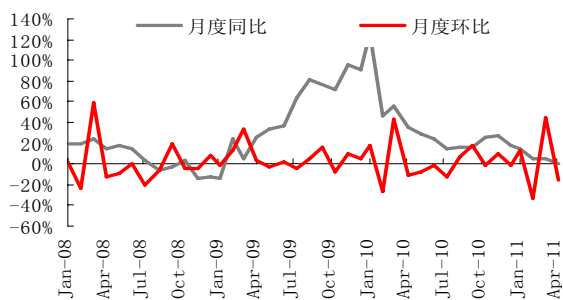
图 2: 铝材出口量及增速



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

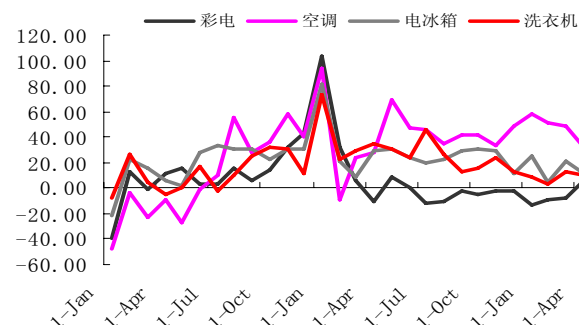
从下游行业来看，一季度房地产新开工、以及汽车家电同比增速已经出现下滑。我们判断出现这一反差现象的主要原因是：房屋建筑安装较新开工存在至少一年以上的时滞，因此，现阶段建筑铝型材的消费很可能仍处于一个景气高位；此外，一季度的出口表现不错，对需求也有一定的贡献。但今年下半年到明年，建筑施工面积增速的下滑，有可能抑制部分铝材消费；如果汽车、家电等行业届时仍然没有转好迹象，那么对上游原铝需求可能会出现下滑。

图 3: 汽车月度销量逐渐回落



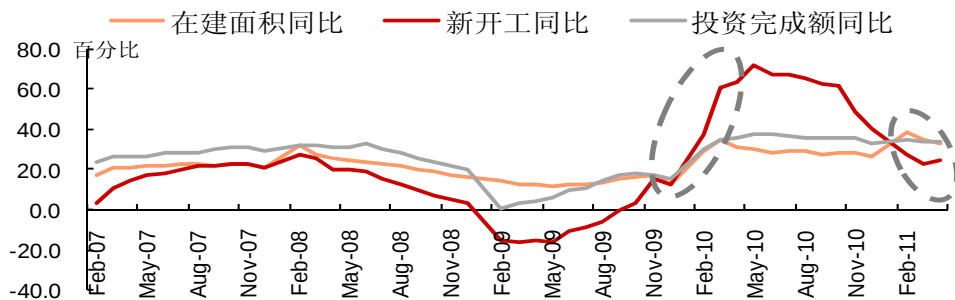
资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 4: 家电产量增速同比回落



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 5: 房地产新开工增速回落

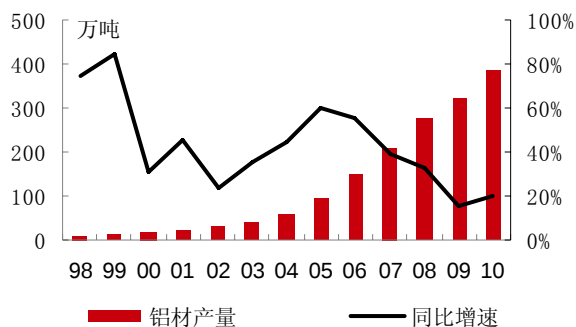


资料来源: 华泰联合证券研究所, CREIS

## 省内下游铝加工行业发展迅速

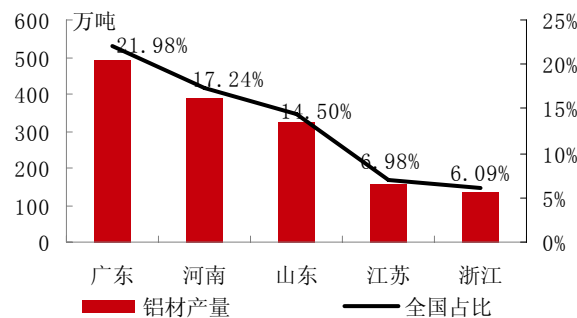
由于电力成本逐渐失去优势，煤炭资源在未来几年可能逐步依赖外省输入，根据我们向企业和相关部门的了解，河南省也将重点放到发展铝材深加工行业，现已形成郑州—巩义铝板带集聚区、洛阳—三门峡铝板带集聚区、长葛再生铝集聚区，产量在 10 年已跃居居全国第二位。

图 6： 河南省铝材产量及增速



资料来源：wind，华泰联合证券研究所

图 7： 2010 年铝材产量前五省份



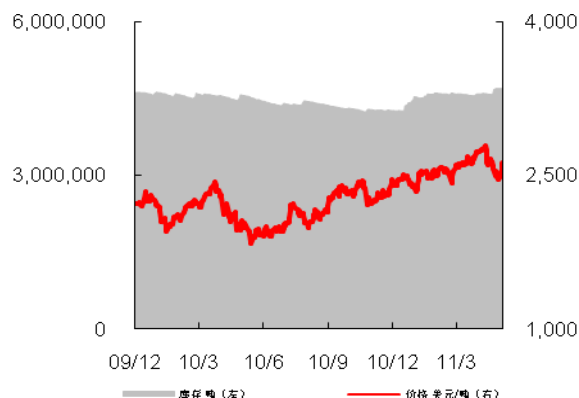
资料来源：wind，华泰联合证券研究所

经过调研我们了解到，依托省内电解铝生产能力，近五年河南铝加工产业发展迅速，已经逐步取代广东和江浙，成为省内电解铝产出的消费主体。此外，省内电解铝企业高电力成本下，为寻找发展出路，一方面，通过参股、合资形式控制煤炭资源；另一方面则逐渐向下游铝加工行业延伸。我们判断，未来几年，这一趋势会愈发明显。省内铝加工行业的发展将成为电解铝需求的有力支撑。

## 铝价上行放缓，供给依然过剩

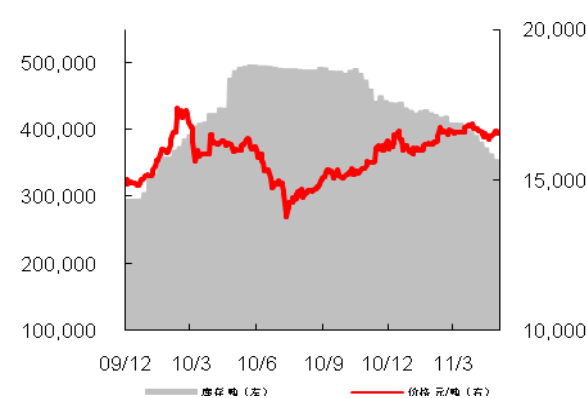
2010 年 6 月份以来，伴随着国际铝价的回暖，国内铝价逐渐上升，库存也呈下降趋势，显示需求增长较为稳定。进入 2011 年后，铝价增速放缓，年初至今增长不足 2%。尽管现阶段下游订单需求表现良好，但出于对下半年国内外经济增速放缓的预期，除非成本驱动，否则铝价较难有更好的表现。

图 8： LME 现货铝价及库存



资料来源：bloomberg，华泰联合证券研究所

图 9： SHFE 现货铝价及库存



资料来源：bloomberg，华泰联合证券研究所

通过对相关企业的调研发现，尽管企业订单饱满，有时还会出现逾期交货的现象，但企业并没有提价的能力。我们分析认为：国内行业基本遵从追随国际价格的定价方式，主要原因在于供给相对需求仍然过剩，而这一现象在短期内不会有明显改变。

## 投资关注点和建议

鉴于行业发展现状以及未来可能存在的变化，我们认为有以下几点值得关注：

**1) 新疆地区电解铝产能的实际增量：**未来国内产能的增长将主要来自西部，特别是新疆地区，该地区的增速对未来供求关系产生较大影响。

**2) 年内部分省市电价再次上调的可能：**继前阶段上调上网电价后，国家近日对工业销售电价也进行了上调，这对局部地区电解铝行业造成不小的影响，如果年内继续上调局部地区上网和销售电价，无疑将进一步分化不同地区企业的成本差异。

基于电力供应紧张对电解铝供给相对有限，以及下半年国内外经济出现下滑的判断，我们认为今年电解铝行业较难出现趋势性行情。而产能转移和行业整合带来的投资机会尚需假以时日。

建议关注所在地区未上调电价的电解铝企业，以及掌握上游煤炭资源和拥有铝加工业务的企业。

## 风险提示

如果出现下半年国内外经济下滑超出预期，国内房屋建筑安装工程增速，汽车，家电产量增速下滑的状况，特别是这几个行业下滑出现叠加效应，会对铝材需求带来巨大冲击，进而影响电解铝的销量。



#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn