

行业格局酝酿巨变

----- 电解铝行业迎来复苏

有色金属 领先大市-B

上次评级

领先大市-B

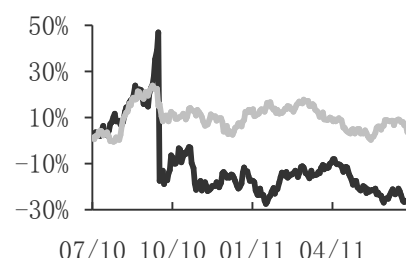
报告日期
2011-07-28
报告关键点:

- 由于供需基本面持续好转，国内铝行业有望迎来复苏；
- 随着传统产区竞争优势的丧失，内蒙古、甘肃、青海、新疆、云南等能源丰富地区正成为铝行业新的聚集地；
- 云铝股份、新疆众和和神火股份将最为受益。

报告摘要:

- 今年以来，国内铝市场持续向好，交易所库存稳步回落。一方面，受煤价上涨和电价上调等成本上升因素，以及淘汰落后产能的影响，上半年国内原铝产量仅增加3.3%，增速明显放缓。另一方面，房屋建筑和交通运输等领域用铝量不断增加，带动上半年国内消费增长超过10%；加上铝材出口的上升，均加大了国内原铝市场的供需缺口。我们预计，由于供应难以跟上消费增长，未来两年国内原铝市场将持续供需缺口；这将对国内铝价形成支撑，铝行业盈利能力会明显改善。
- 我们的分析表明，在煤价上升以及上调电价的背景下，国内铝行业产业格局正酝酿着巨变。传统的河南和山东等产区竞争优势已经丧失，产能面临萎缩；而内蒙古、甘肃、新疆（煤炭）和青海、云南（水力）等能源丰富的地区正成为新的铝行业聚集地。考虑到新疆、云南等地配套电力资源的滞后，我们预计产业格局的转换将会一直持续到“十二五”末才会完成。这意味着原铝产能扩张的短期风险有望得到控制。
- 我们认为，未来国内电解铝企业的竞争优势将主要取决于：1）产业一体化程度。这包括铝土矿、氧化铝、电力和铝加工等上下游产业链的完善程度；2）是否位于煤炭、水力等能源富集区，从而享有稳定和低廉的电力供应；3）是否临近主要消费地，从而在客户反应速度、运输成本等方面确立优势。
- 综合考虑以上指标，云铝股份（评级“买入-B”）、新疆众和（评级“增持-A”）和神火股份（评级“买入-B”）成为我们重点推荐的品种。同时，业绩对铝价较为敏感的焦作万方（评级“增持-A”）、中国铝业（评级“增持-B”）、中孚实业（评级“中性-A”）也值得关注。
- 风险提示：1）全球经济复苏步伐放缓，有色金属消费增长乏力，价格低迷；2）中国政府为控制国内通胀，出台更为严厉的宏观调控措施；3）铝新增产能增长较快，供需短缺的持续时间短于我们预期。

首选股票	目标价	评级
000807 云铝股份	14.4	买入-B
000933 神火股份	21.3	买入-B
600888 新疆众和	28.5	增持-A
600219 南山铝业	11.4	增持-A
000612 焦作万方	23.5	增持-A
601600 中国铝业	12.35	增持-B
600595 中孚实业	11.0	中性-A

12个月行业表现


— 有色金属 — 沪深300

衡昆
 010-66581658
 执业证书编号

首席行业分析师
 hengkun@essence.com.cn
 S1450511020004

张龙
 021-68766113
 执业证书编号

首席行业分析师
 zhanglong@essence.com.cn
 S1450511020030

报告联系人
叶鑫

 021-68765363
 yexin@essence.com.cn

表：重点电解铝企业2012年每股收益的敏感性：

公司名称	股价(元) (7-27)	EPS(元)		P/E(x)	
		基准假设（铝价 17,800元/吨）	铝价上升 1,000元/吨	基准假设下	铝价上升 1,000元/吨
焦作万方	18.91	0.82	1.18	23.2	16.1
云铝股份	9.96	0.72	1.06	13.8	9.4
神火股份	16.19	1.36	1.52	11.9	10.7
南山铝业	9.61	0.71	0.77	13.4	12.5
中孚实业	10.60	0.39	0.71	26.9	15.0
新疆众和	25.91	1.44	1.47	18.0	17.7
中国铝业	10.69	0.41	0.65	26.2	16.5

数据来源：Wind资讯，安信证券研究中心预测

前期研究成果

有色金属行业周报：钽铌行业议价能力提升

2011-07-25

西藏矿产业专题报告：广阔天地，大有作为

2011-07-21

1. 全球电解铝生产和消费第一大国

在经过多年的产能大幅扩张和消费持续上升后，中国现已成为全球最大的电解铝生产和消费国。过去 20 年（1990 年~2010 年），中国电解铝产量的年均复合增长率高达 15.8%；而同期全球电解铝产量的年均复合增长率为 3.9%。

2010 年，中国电解铝产量为 1,620 万吨，同比增长 18.7%，产量再创历史新高。当年中国电解铝产量约占全球总产量的 40.4%；遥遥领先于排名第二的俄罗斯（产量 395 万吨）。

图 1：中国电解铝产量增速

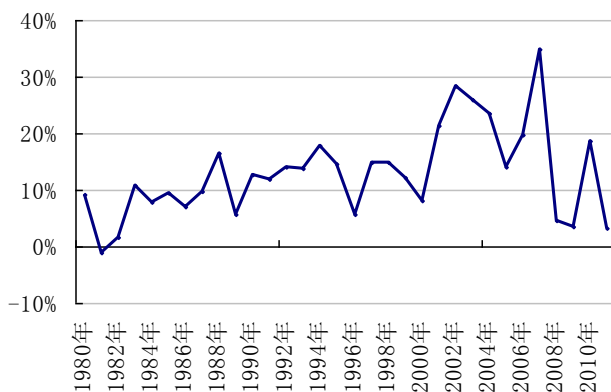
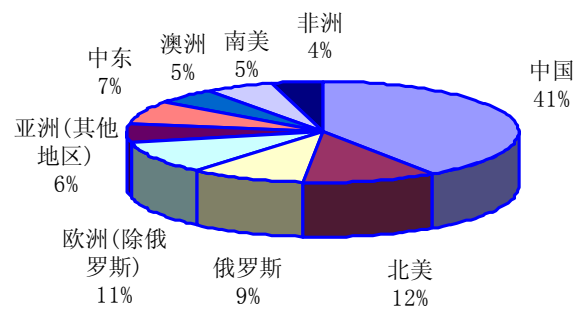


图 2：全球电解铝产量分布（2010 年）



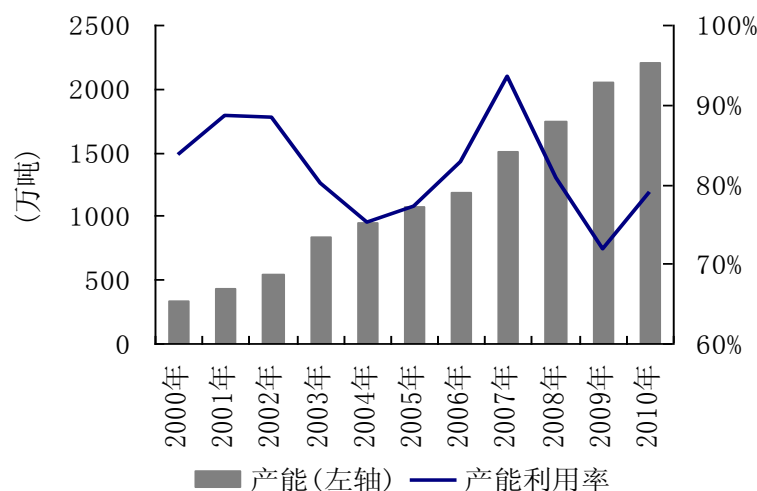
数据来源：有色金属工业协会，安信证券研究中心

数据来源：CRU，安信证券研究中心

2004 年以来，国家加大了对电解铝等高耗能行业的调控力度；但国内电解铝产能快速上升的势头并未得到有效控制，电力企业还纷纷进入电解铝行业。我们预计，至 2010 年底，中国电解铝产能已达 2,100 万吨，比 2005 年增加一倍以上。2010 年，行业的产能利用率接近 80%，处于历史平均水平。我们预计，随着电价持续上调，以及淘汰落后产能步伐的加快，国内铝行业的产能利用率有望继续回升。

图 3：中国电解铝产能及产能利用率

我们预计，随着电价的上调，淘汰落后产能步伐的加快，国内铝厂产能利用率将继续回升。



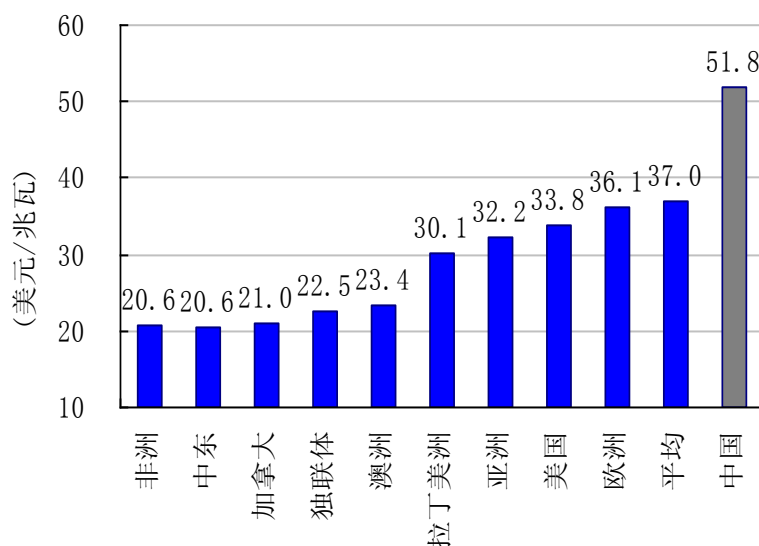
数据来源：有色金属工业协会，安信证券研究中心预测

2. 中国铝行业电价处于全球高端

电解铝生产是高耗能行业，电力成本约占全部生产成本的 35~40%。而由于以煤电为主，中国电解铝行业的电价水平一直处于全球高端。考虑自备电因素后，2010 年国内电解铝行业平均电价为 0.41 元/千瓦时（含税），比全球平均水平高出 40%。由于电力成本高，使得中国电解铝行业一直处于全球成本曲线的最上端。

图 4：全球主要国家和地区铝行业平均电价（2010 年，不含税）

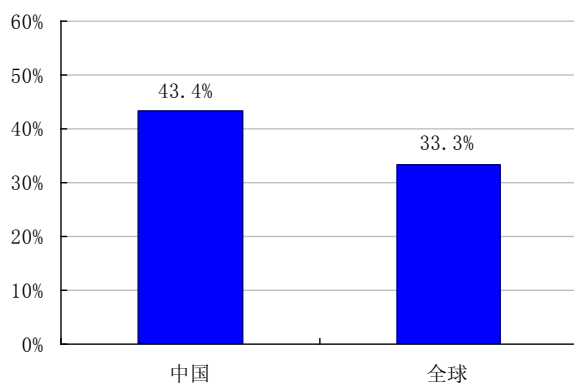
中国铝行业电价比全球平均水平高出 40%。



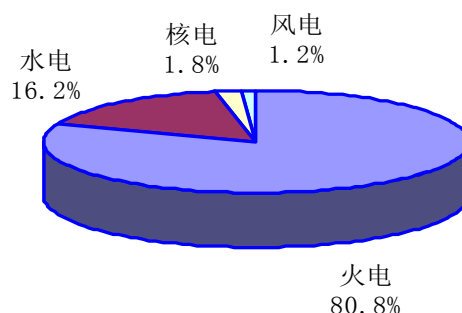
数据来源：CRU，安信证券研究中心

实际上，至 2010 年中国电解铝行业自备电的比例已达 43.4%，这高于全球电解铝行业平均 33.3% 的水平。但中国的电力结构中，火电占比超过 80%，水电、风电等清洁能源占比很低。火电占比高，不仅增加了二氧化碳排放，而且随着煤炭价格持续上涨，电厂发电成本提高很快，电价的上升也严重削弱了中国铝行业的国际竞争力。

图 5：中国及全球电解铝生产自备电占比（2010 年） 图 6：中国电力供应格局（2010 年）



数据来源：CRU，安信证券研究中心



数据来源：中国电监会，安信证券研究中心

3. 传统地区的成本优势正在丧失

由于临近氧化铝产区，历史上，河南和山东一直是国内电解铝生产的主要地区。2010年，河南和山东电解铝产量位居国内前两位，分别占国内总产量的 22.7%和 10.6%。同期，河南、山东两省氧化铝产量约占全国总产量的 63.9%。

图 7：中国电解铝产量分布（2010 年）

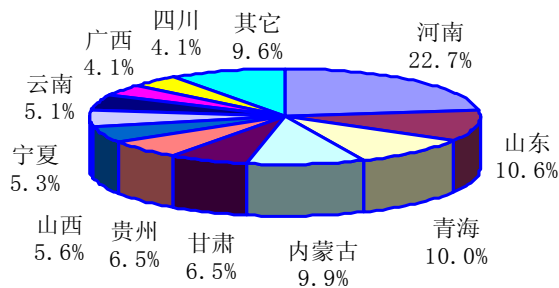
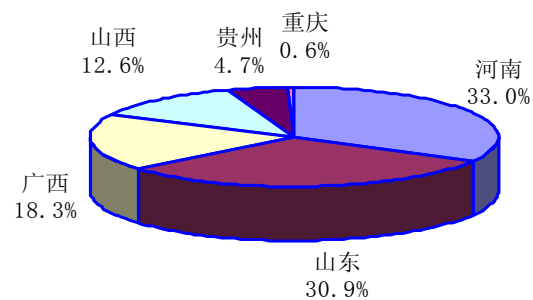


图 8：中国氧化铝产量分布（2010 年）



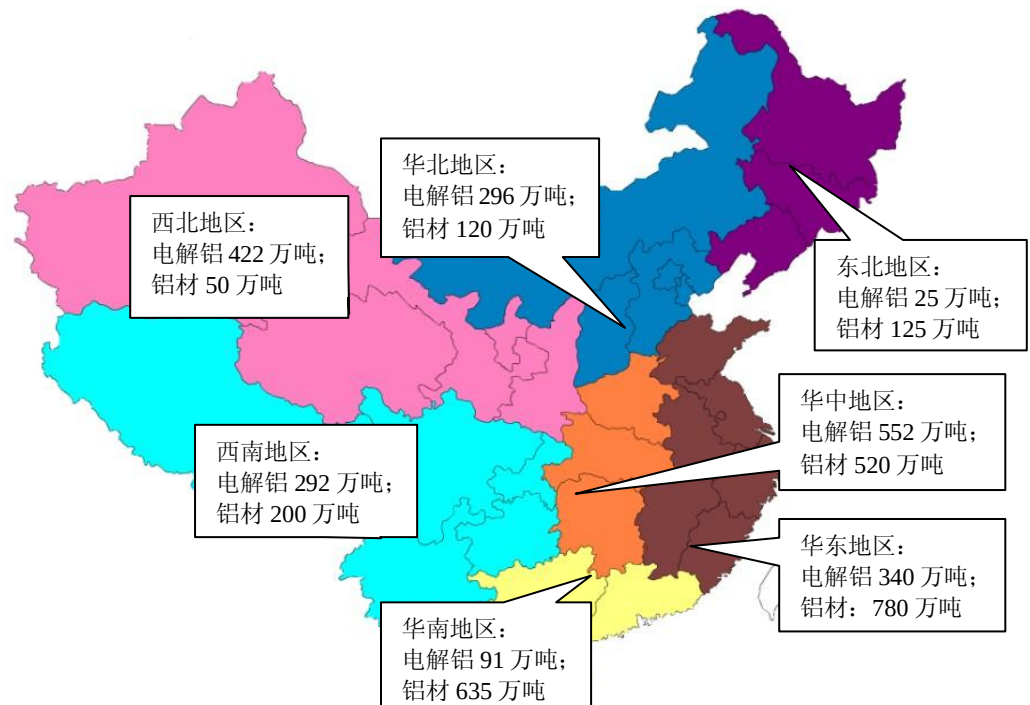
数据来源：有色金属工业协会，安信证券研究中心

数据来源：有色金属工业协会，安信证券研究中心

另外，由于经济发展快于其它地区，中国铝材加工的中心主要位于珠三角和长三角地区。山东和河南两省与这两个区域间的距离都较近，当地铝厂销售时不仅运输费用低，而且可以对下游用户的需求及时反应，从而确立了较好的竞争优势。

图 9：中国电解铝、铝加工材产能分布（2010 年）

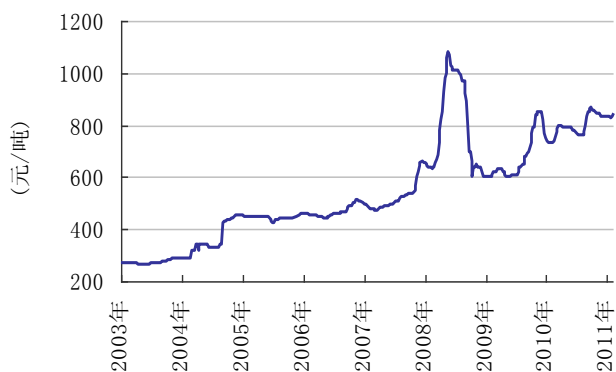
河南和山东是国内最大的电解铝生产地区。由于与铝材加工聚集的珠三角和长三角等距离近，确立了较好的竞争优势。



数据来源：有色金属工业协会，安信证券研究中心

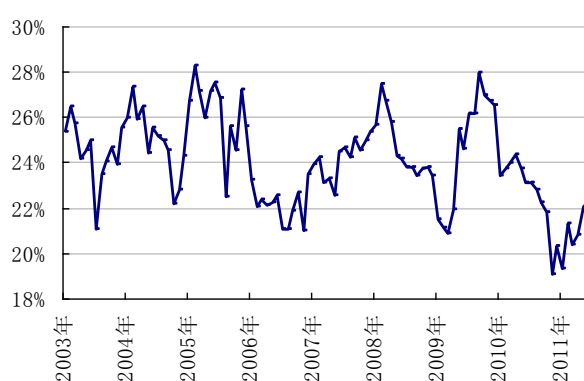
但 2010 年以来,随着河南和山东陆续取消了给予电解铝生产的优惠电价,河南、山东两省铝厂开工率出现回落,产能扩张的步伐放缓。目前,国内电解铝主要产区中,山东、河南的大工业综合电价分别高达 0.645 元/千瓦时和 0.564 元/千瓦时,这严重削弱了两地铝厂的竞争力,尤其是采用网电的企业影响最大。以河南省为例,由于煤炭外购比例高,近年来电价涨幅较大,铝产量国内占比已明显回落。

图 10: 山西大同优混煤秦皇岛平仓价(6000 大卡)



数据来源: 有色金属工业协会, 安信证券研究中心

图 11: 河南省电解铝产量占国内比重



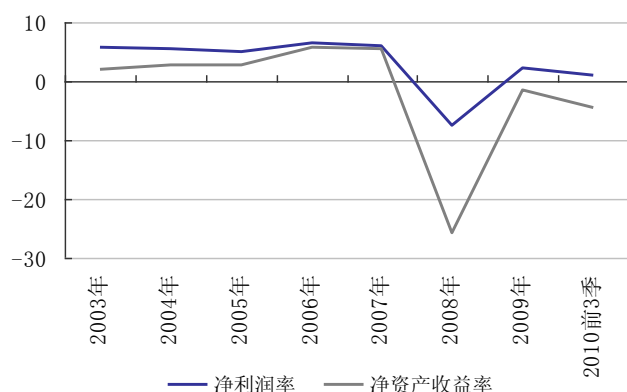
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

4. 电价面临进一步上调

受困于煤价上涨和电价调整滞后,国内火电行业盈利能力不断下滑。与 2007 年相比,2010 年全国各地的坑口煤价和中转地煤价大幅上涨,以最大的 3 家全国性火电上市公司华能国际、大唐发电和华电国际为例,其单位燃料成本上涨了 6.5-8.6 分/千瓦时不等,而全国平均上网电价仅上调了不到 4 分钱,因此造成火电公司盈利大幅下滑。目前全国一半左右的火电企业再亏损,特别是山西、山东、河南等地几乎是全面亏损。

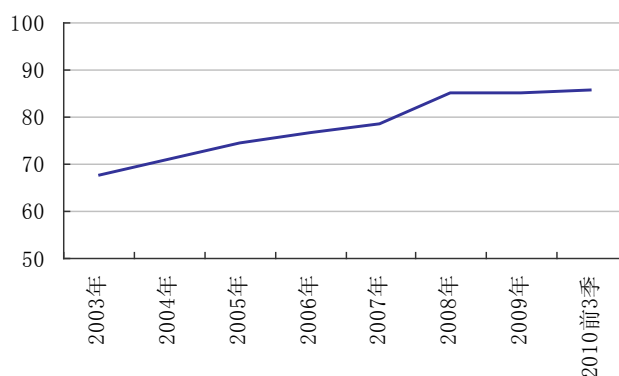
2010 年前 3 季度五大发电集团平均毛利率仅为 11% 左右,净资产收益率仅为 1%。2010 年,火电上市公司的整体的总资产收益率((净利润+财务费用)/(总资产-在建工程))已下降至 4% 左右,低于长期银行借款,也就是说火电公司通过加大负债比例而扩张规模,扩张越快其盈利越差。目前以五大发电集团为主的发电企业的现金流状况堪忧,已经丧失了大规模投资的能力。从最新规划的规划来看,五大发电已经有意识的缩减燃煤机组的投资规模。

图 12: 五大发电集团盈利状况(%)



数据来源: 五大发电集团, 安信证券研究中心

图 13: 五大发电集团资产负债率(%)



数据来源: 五大发电集团, 安信证券研究中心

表 1: 2004 年以来电价调整情况

(单位: 分/千瓦时, 含税)

	2004 年 1 月	2004 年 6 月	2005 年 5 月	2006 年 6 月	2008 年 7 月	2008 年 8 月	2009 年 11 月	2011 年 4 月
上网电价	0.7	1.1	1.78	1.174	1.81	2.0	微调, 有 升有降	1.4
销售电价	0.8	2.2	2.52	2.494	2.5	-	2.8	1.6

数据来源: 国家发改委, 安信证券研究中心整理

而根据国家“十二五”等的长期规划, 预计到 2015 年电力总装机容量将达到 14.4 亿千瓦 (其中燃煤机组将达到 9.4 亿千瓦), 电源总投资将达到 2.75 万亿元 (其中燃煤机组投资将达到 8900 亿元)。如果不上调电价提高发电企业盈利, 以五大发电集团为主的发电公司根本就没有能力在“十二五”进行如此大规模的投资, 势必导致“十二五”后期电力供需紧张, 影响全国的经济的发展, 因此上调电价势在必行。

表 2: “十二五”电源规划

(单位: 万千瓦)

	2005 年	2010 年	2015E	2020E	年均增速(与 2010 年比)	
					2015E	2020E
总容量	51,718	96,219	144,305	191,511	8.4%	7.1%
火电	39,138	70,663	97,311	123,511	6.6%	5.7%
其中: 燃煤		65,011	94,011	119,011	7.7%	6.2%
燃气		2,668	3,000	4,000	2.4%	4.1%
生物质			300	500		
水电	11,738	21,340	32,500	39,000	8.8%	6.2%
其中: 抽水蓄能		1,525	4,100	6,000	21.9%	14.7%
核电	685	1,082	4,294	9,000	31.7%	23.6%
风电		3,107	10,000	18,000	26.3%	19.2%
光伏等其他		27	200	2,000	49.3%	53.8%

数据来源: 中电联, 安信证券研究中心预测

在考虑煤价上涨、弥补历史欠帐和电力企业净资产收益率 8% 的条件下, “十二五”期间电价上涨趋势明显, 根据中电联的测算, 2015 年销售电价将达到 0.71 元/千瓦时, 较 2010 年上涨 25%, 2020 年销售电价将达到 0.8022 元/千瓦时, 较 2015 年上涨 13%。

表 3: 中电联预测的 2015 年和 2020 年电价 (单位: 元/千瓦时)

	2010 年	2015E	2020E
上网电价	0.3853	0.4753	0.5325
输配电价	0.1542	0.2004	0.2314
销售电价	0.5673	0.71	0.8022
其中: 线损	0.0278	0.0342	0.0384

数据来源: 中电联, 安信证券研究中心

5. 冶炼产能西迁不可逆转

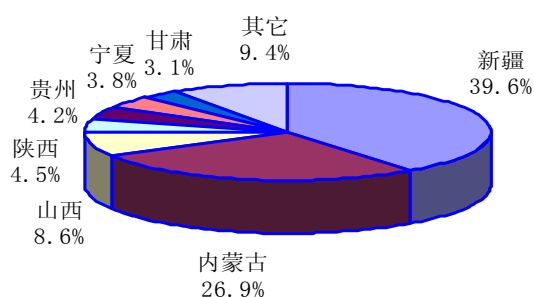
显然，对国内电解铝生产而言，由于煤炭价格上升和电价持续上调，靠近能源富集地正成为决定企业成本优势和竞争力的最重要指标之一。

2010 年，中国电解铝生产排名前五名的省份为：河南、山东、青海、内蒙古、甘肃。其中，河南和山东两省均没有明显的煤炭资源优势，当地电力企业所用煤炭仍须依赖省外调运。两省的电解铝产量约为全国总产量的 33.3%。我们认为，随着电价持续上调，电力成本上升的幅度已经抵消了氧化铝和靠近消费地等其它优势，河南和山东的电解铝行业产能扩张的冲动已大为减弱，部分落后产能更面临着关闭的风险。

我们的统计数据表明，至 2011 年 1 季度，河南和山东电解铝产能分别为 460 万吨和 300 万吨。其中，拥有自备电厂的产能约为 170 万吨和 280 万吨。

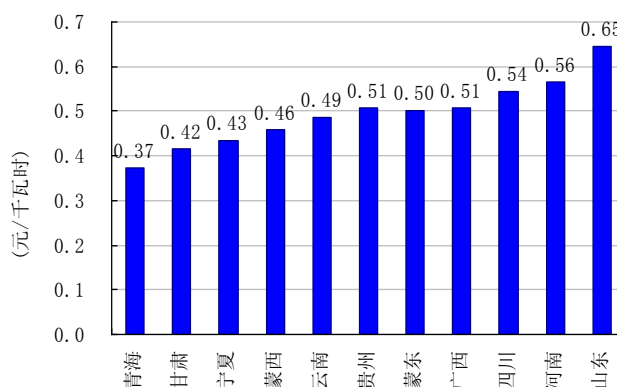
另一方面，青海、内蒙古、甘肃等电解铝生产地区均具有一定的煤炭资源优势，这些地区电价（0.37~0.41 元/千瓦时）不仅为国内最低，在全球范围内也属于较低水平。我们预计，未来五年它们将会逐步取代河南和山东，成为中国电解铝的主要产区。

图 14：中国煤炭资源分布



数据来源：安信证券研究中心整理

图 15：中国主要电解铝产区上网电价（2011 年）



数据来源：国家发改委，安信证券研究中心

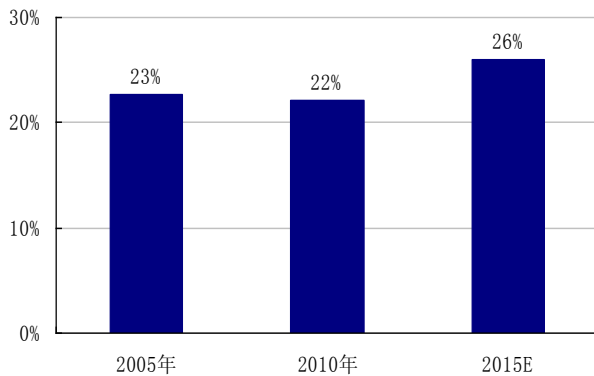
值得注意的是，新疆是国内煤炭资源最为丰富的地区，煤炭储量约占全国的 39.6%。但由于地域偏远，远离消费地，加上运输成本高，当地一直没有大型电解铝厂。至 2010 年，新疆地区仅有几家小型铝厂，合计电解铝产量不超过 10 万吨，国内占比低于 1%。

近年来，随着国家鼓励新疆大开发政策的持续出台，新疆正掀起一轮新的投资建设高潮。围绕着新疆优势资源转换成高附加值产品的构想，包括中国铝业、神火股份、信发铝电集团、东方希望集团等在内的国内大型铝厂均在新疆规划了煤电铝（加工）一体化项目。我们的统计数据表明，目前国内在建和拟建的电解铝项目中，位于新疆地区的产能就超过 600 万吨；约占全部在建和拟建产能的 30%。我们相信，由于煤炭资源优势明显，加上运输条件的改善，新疆将会成为国内电解铝的重要产区。

6. 水电资源丰富的地区有望获益

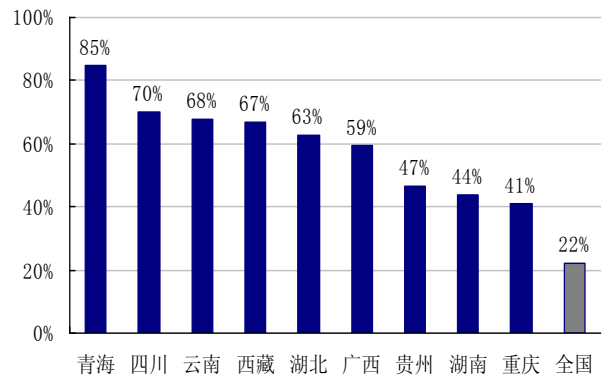
另一方面,随着对二氧化碳排放等的控制越来越严格,国家已明确将会大力发展水电、风电、核电等清洁能源。与火电、风电和核电等相比,水电具有明显的成本优势。根据目前在建和拟建项目的跟踪,我们预计至“十二五”末,国内水电装机容量占全部装机容量的比重,将从“十一五”末的 22.2% 上升到 26.0%。

图 16: 中国水电装机容量占比变化



数据来源: 国家统计局, 安信证券研究中心预测

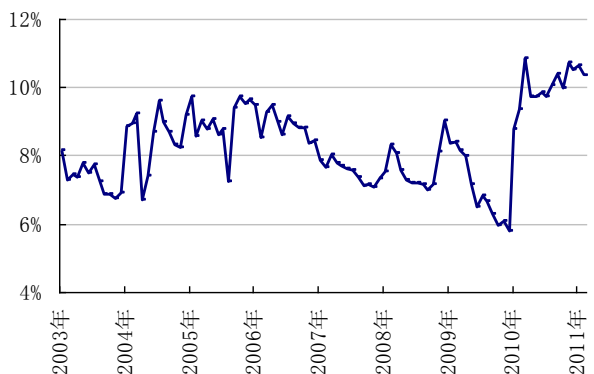
图 17: 水电装机容量占比高的省区 (2010 年)



数据来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

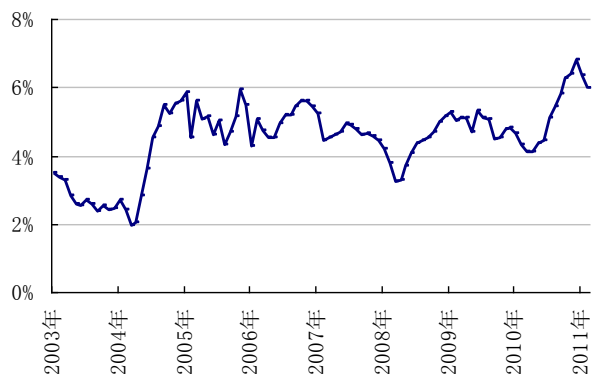
国内电解铝企业为降低生产成本,也纷纷在水电富集的地区布点。很多新建项目就建规划在水电站附近,以充分利用当地丰富的水电资源。青海、云南、广西、贵州、四川等水电装机容量占比高的地区正成为国内电解铝的重要产地。

图 18: 青海省电解铝产量国内占比



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心预测

图 19: 云南省电解铝产量国内占比



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

从各地规划的“十二五”水电站项目看，预计至 2015 年，云南和四川将分别新增 29 座和 20 座水电站，新增装机容量分别是现有容量的 210.4%和 75.7%。如果这些水电站都能够顺利投产，至“十二五”末云南和四川两省的电力供应将很可能过剩。多余的电力除了继续西电东输外，出于发展经济的考虑，地方政府具有发展电解铝等高载能产业的动力。

表 4：“十二五”期间各地规划的水电站项目 (单位：万千瓦)

省区	规划水电站数量	新增装机容量	现有装机容量(2010 年)	新增/现有
云南	29	7,607	3,616	210.4%
四川	20	3,199	4,224	75.7%
广西	10	666	2,515	26.5%
湖南	3	383	2,990	12.8%
湖北	2	471	4,906	9.6%
重庆	2	110	1,155	9.5%
青海	1	102	1,262	8.1%
江西	1	120	1,632	7.4%
广东	3	488	7,089	6.9%
内蒙古	3	282	6,372	4.4%
其它	9	940	60,458	1.6%
合计	83	14,368	96,219	14.9%

数据来源：安信证券研究中心整理

7. 新增产能将集中于能源富集地区

我们的统计数据也表明，目前国内在建和拟建的电解铝产能约为 770 万吨；这些项目基本上全部位于新疆、内蒙古、甘肃、青海和云南等煤炭、水利资源丰富的地区。唯一的例外是魏桥铝电位于山东的扩建项目，这主要是由于魏桥铝电拥有自备电厂和下游铝加工产能，产业链一体化的优势抵消了煤炭价格上涨的负面影响。

表 5：国内主要电解铝在建和拟建项目

(单位：万吨)

		产量	现有产能	产能扩张计划		所在地
		2010 年	2010 年	2011E	2012E	
1	中国铝业股份有限公司 其中： 连城分公司 包头铝业 兰州铝业	384 23 41 43	423 27 39 44	54 39 15	28 28	甘肃 蒙西 甘肃
2	中国电力投资集团公司 其中： 中电投宁夏青铜峡能源铝业集团 内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司 中电投霍林河煤电集团铝业股份有限公司 黄河上游水电开发公司鑫业分公司 中电投新疆项目	142 81 46 15 50	208 85 43 17 50	92 27 35 30	65 15 50	宁夏 蒙东 蒙东 青海 新疆
3	山东魏桥铝电有限公司	62	92	31	25	山东
4	伊川电力集团豫港龙泉铝业公司	65	87			
5	河南豫联能源集团有限责任公司	61	83			
6	东方希望包头稀土铝业有限责任公司	58	58	30	30	蒙西
7	山东信发铝电集团	63	56	37	40	新疆
8	河南神火(集团)有限公司	56	80		40	新疆
9	云南铝业股份有限公司	50	51	30	30	云南
10	青海黄河水电再生铝业有限公司	47	65			青海
11	青海桥头铝电股份公司	30	30	40		青海
12	甘肃东兴铝业有限公司	18	27	25		甘肃
13	新疆天龙矿业公司		2	20	35	新疆
14	新疆天山铝业有限公司			20		新疆
15	其他	584	804	50	50	
	合 计	1,619	2,065	429	343	

数据来源：安信证券研究中心整理

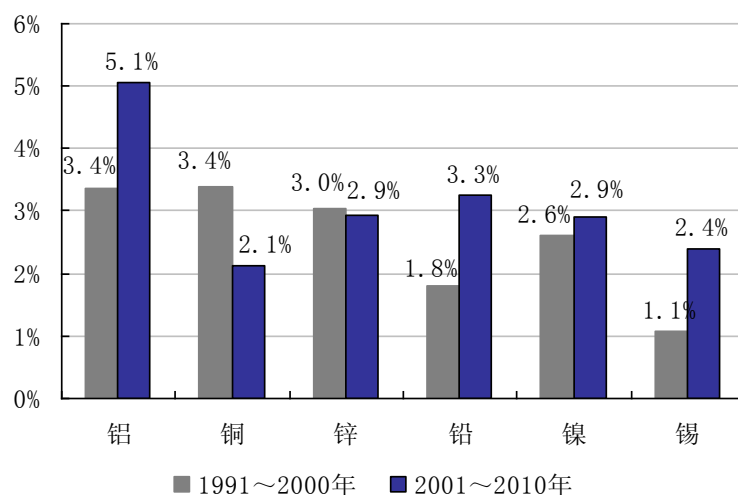
综合考虑未来产能扩张计划，我们认为中国铝业、神火股份、云铝股份、新疆众和将会受益于中国铝行业产能布局的调整。

8. 铝的消费前景看好

铝是重要的工业金属，广泛应用于建筑、交通运输、电子、耐用消费品等各个行业。2010 年，全球铝消费 4,112 万吨，消费量在金属中仅次于钢铁，位居第二。消费数据显示，与其它金属相比，1990 年以来全球铝消费的加速迹象明显。例如，1991 年~2000 年的十年间，全球铝消费年均复合增长率为 3.4%，在主要基本金属中的消费增速排名居首。而最近十年间（2001 年~2010 年），全球铝消费年均复合增长率进一步提高至 5.1%，消费增速远好于其它基本金属。

图 20：全球主要有色金属消费变化

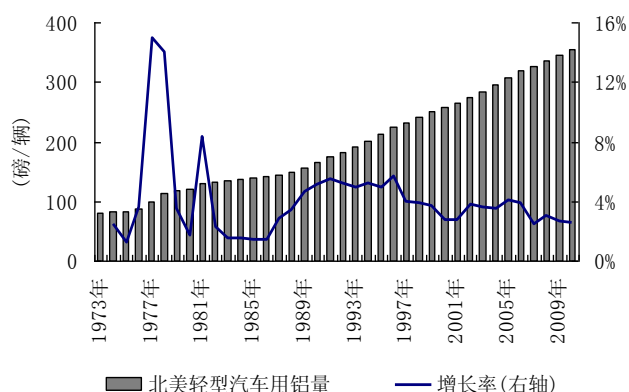
过去十年间，全球铝消费增速明显加快。



数据来源：CRU，安信证券研究中心

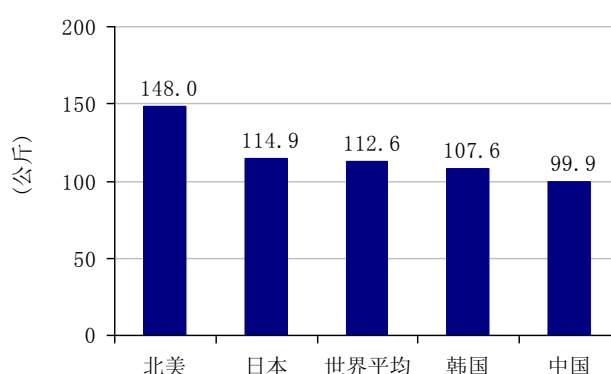
以汽车为例，由于质量轻，并且完全可回收，铝在汽车中的使用越来越广泛。美国咨询机构 Ducker Worldwide 的最新研究表明，2009 年时，北美轻型汽车每辆的平均铝用量已占全部重量的 8.6%。过去 20 年，北美轻型汽车的单位用铝量年均增长了 4.0%。

图 21：铝在汽车中的使用越来越广泛



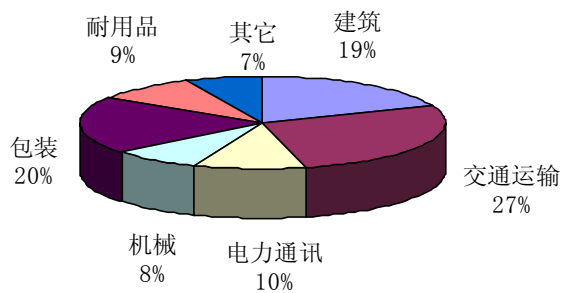
数据来源：Ducker worldwide，安信证券研究中心

图 22：主要地区单辆汽车铝材用量(2009 年)



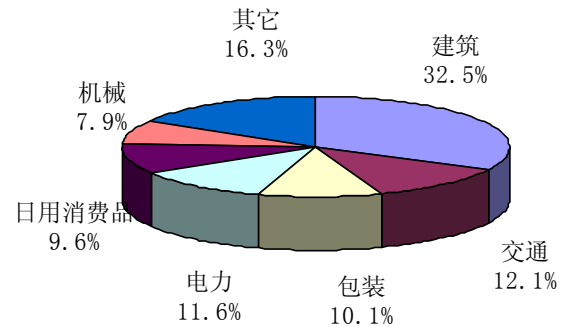
数据来源：Ducker worldwide，安信证券研究中心

图 23: 西方国家铝消费构成(2009 年)



数据来源: Brook Hunt, 安信证券研究中心

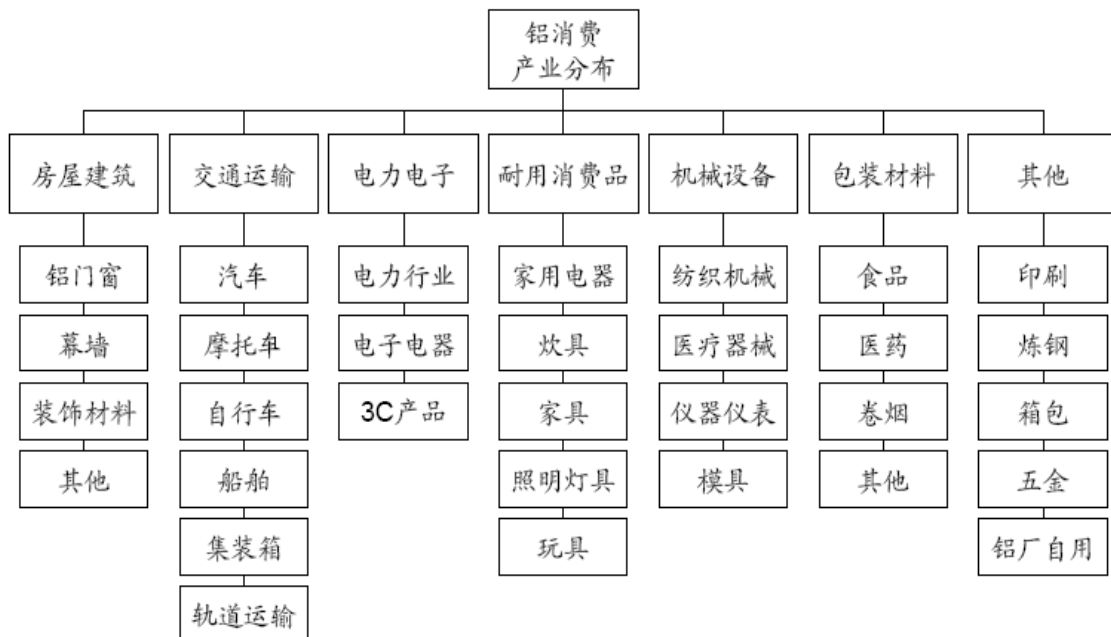
图 24: 中国铝消费构成(2009 年)



数据来源: 有色金属工业协会, 安信证券研究中心

过去 20 年来, 房屋建筑和交通运输是国内铝消费增长最快的两大领域; 而电力电子和机械设备等行业的占比则在下降。这主要是由于: 1) 由于铝合金美观、材质轻, 加上节能、环保标准的提高, 铝在铝门窗、幕墙和装饰材料等房屋建筑领域的用途越来越广泛; 2) 在交通运输领域, 汽车、摩托车、自行车、城市轻轨和高速铁路车厢等的单位用铝量也在不断增加。

图 25: 铝消费的行业划分及归类

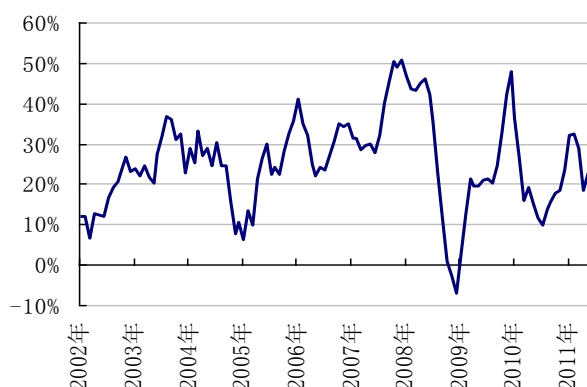


数据来源: 中国五矿集团, 安信证券研究中心

这表明, 铝消费增长还与发展中国家的工业化和城镇化进程密切相关。目前, 中国的城镇化仍处在初期阶段, 城镇化与房屋建筑和耐用消费品相关密切, 这恰恰是铝的两个最大消费领域。

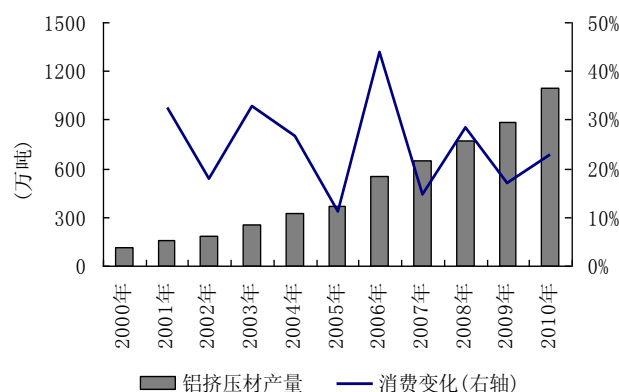
以建筑铝型材为例，在国家建筑节能政策的推动下，近年来国内节能铝合金门窗及隔热铝型材的需求越来越大。目前，铝合金门窗在建筑门窗中的占比已上升至一半以上，塑料门窗、钢制门窗、木质门窗的占比明显回落。2010年，中国挤压铝型材产量超过1,100万吨；其中建筑铝型材产量约750万吨。

图 26：中国铝材表观消费变化(3 个月移动平均)



数据来源：Brook Hunt，安信证券研究中心

图 27：中国铝挤压材产量及消费变化



数据来源：有色金属工业协会，安信证券研究中心

过去十年间（2001年~2010年），中国铝挤压材消费的年均复合增长率高达27.5%；中国并已成为铝挤压材的净进口国。2010年，中国住宅竣工面积（全社会）近20亿平方米。当年国内建筑门窗总产量约5亿平方米；其中铝合金门窗产量2.57亿平方米，产量占全部建筑门窗的51%。此外，中国建筑金属结构协会的数据表明，中国还有460亿平方米的既有建筑需要进行节能改造。可以预见，未来几年中国建筑铝型材的消费仍有望保持在至少15%以上的增速。

表 6：中国建筑节能铝合金门窗区域分布

气候特点	地区	门窗类型
夏热冬暖	广东、广西、福建、海南	铝合金门窗
夏热冬冷	上海、浙江、江苏、湖南、湖北	断桥铝合金、铝合金
寒冷地区	北京、天津、山东、河北、河南	断桥铝合金、铝合金

数据来源：中国建筑金属结构协会，安信证券研究中心

表 7：建筑用铝合金型材用量

铝型材类型	单位用量 (公斤/平方米)
铝门窗型材用量：	
普通铝合金平开窗	8.2
隔热断桥铝平开窗	12.6
框架式幕墙铝型材用量：	
120 系列幕墙	9.8
140 系列幕墙	10.6
180 系列幕墙	11.8
单元式幕墙铝型材用量：	
250 系列单元式幕墙	13.8
330 系列单元式幕墙	16.5

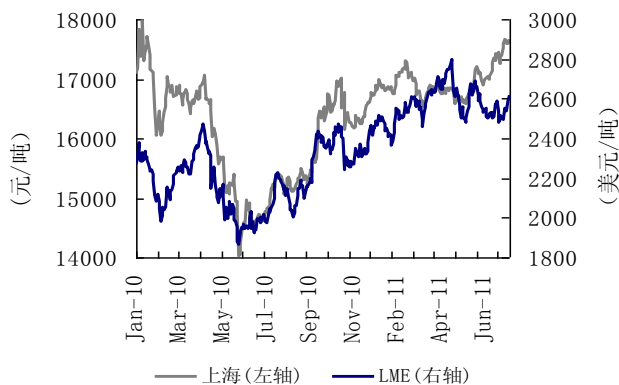
数据来源：中国建筑金属结构协会，安信证券研究中心

9. 行业基本面正在改善

近期，国内铝价稳步走高，表现也明显好于国外价格。短短一个月，上海期交所 3 月期铝价上涨超过 1,000 元/吨，已站在 18,000 元/吨的上方。

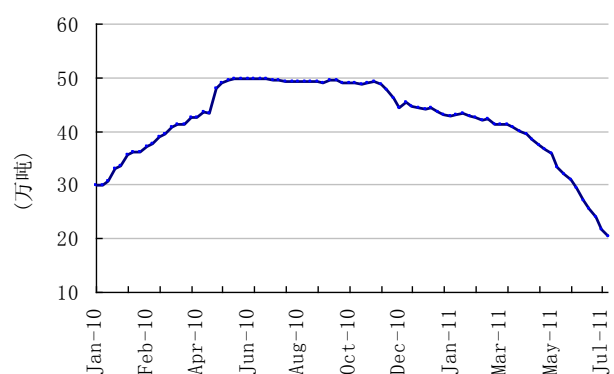
另一方面，交易所库存继续回落。今年来，上海期交所铝库存已下降近 24 万吨。在信贷紧缩的背景下，国内铝厂和铝加工企业的库存水平普遍较低。因此，交易所库存的变化基本反映了今年来国内铝市场的供需状况。

图 28: LME 和上海期交所 3 月期铝价走势



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 29: 上海期交所铝库存



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

2010 年下半年以来，由于铝价表现低迷，加上优惠电价的取消，国内铝厂持续亏损。这种状况在今年开始有所改善。我们的测算表明，在目前 18,000 元/吨铝价下，国内铝行业的平均税前利润约为 1,000 元/吨。

图 30: 国内铝厂平均税前利润率

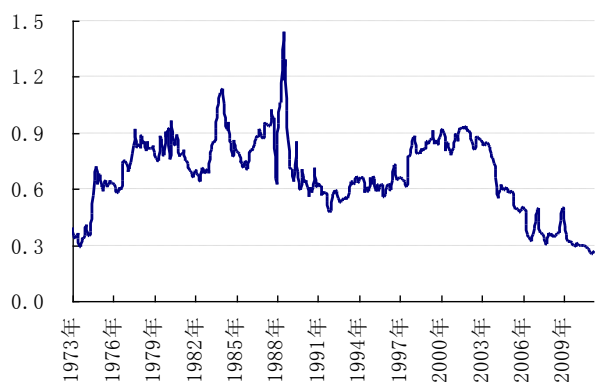
在目前铝价下，国内铝厂盈利能力已大为改善。



数据来源: 安信证券研究中心整理

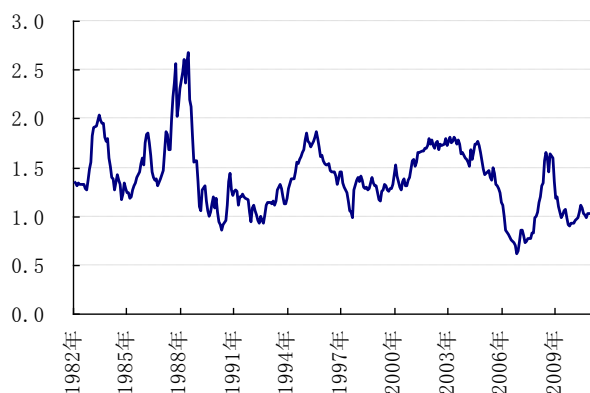
过去几年间，与具有一定替代性的铜、锌相比，铝铜、铝锌比价也持续处于低位。这也直接导致了铝对铜、锌等的替代。

图 31：伦敦期交所铝、铜比价



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 32：伦敦期交所铝、锌比价



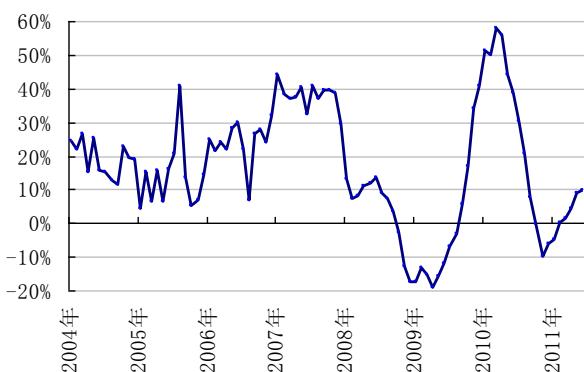
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

目前，Brook Hunt 和 CRU 等全球商品研究机构均认为，由于供应增长较快，未来两年全球铝市场仍将为供应过剩。但由于消费持续保持较快增长，我们预计 2011 年~2012 年中国原铝市场将表现为持续的供需缺口。

今年以来，受电价上调和淘汰落后产能的影响，中国原铝产量增速明显放缓。上半年国内原铝产量 856 万吨，同比仅增加 3.3%，而 2010 年全年的增幅为 18.7%。虽然近期国内铝产量有所恢复，但考虑到在建产能主要位于西部地区，并将于明年上半年集中投产，我们预计至少在明年上半年之前，产量增速仍将低于消费的增速。这将对国内铝价形成支撑。

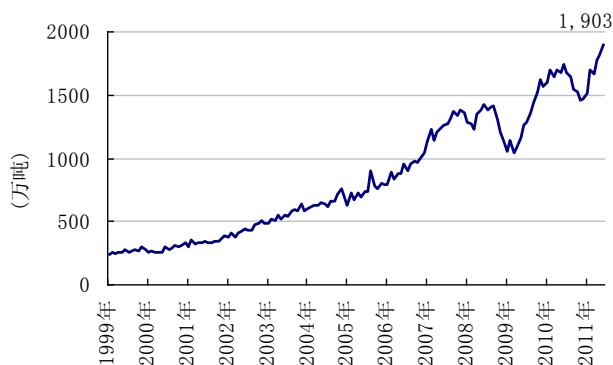
随着库存被逐步消耗，以及国储抛售的结束，我们预计国内铝价走势弱于国外的状况将逐步得到改善。

图 33：中国原铝产量变化（月度）



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 34：中国原铝年化产量



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

综合考虑成本上升等因素，我们对 2011 年和 2012 年国内铝价预测分别为 17,000 元/吨和 17,800 元/吨。

表 9：全球原铝供需平衡表

	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E
产量(万吨)	4,004	3,766	4,222	4,594	5,108
变化	5.0%	-6.0%	12.1%	9.0%	11.2%
需求(万吨)	3,743	3,565	4,210	4,532	4,975
变化	-1.4%	-4.8%	18.1%	7.7%	9.8%
供需平衡(万吨)	261	201	12	62	133
铝价(美元/吨)	2,576	1,671	2,172	2,650	2,750

数据来源：Brook Hunt, CRU, 安信证券研究中心预测

表 10：中国原铝供需平衡表

	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E
产量(万吨)	1,360	1,364	1,720	1,892	2,166
变化	7.9%	0.3%	26.1%	10.0%	14.5%
需求(万吨)	1,260	1,393	1,750	1,960	2,254
变化	2.5%	10.5%	25.6%	12.0%	15.0%
供需平衡(万吨)	100	-29	-30	-68	-88
铝价(元/吨)	17,025	13,886	15,774	17,000	17,800

数据来源：Brook Hunt, CRU, 安信证券研究中心预测

我们预计，由于供应难以跟上消费增长，未来两年国内原铝市场将持续供需缺口。这将对国内铝价形成支撑。

10. 谁将成为受益者？

我们认为，未来电解铝企业的盈利能力将主要取决于：

- 1) 产业一体化程度。这包括铝土矿、氧化铝、电力和铝加工等铝上下游产业链的完善程度；
- 2) 是否靠近煤炭、水利等能源富集区，并享有稳定和低廉的电力供应；
- 3) 是否靠近主要消费地，从而在客户反应速度、运输成本等方面确立优势。

综合以上指标，我们对国内主要原铝上市公司进行了竞争力比较（分析结果见下表）。我们的分析结果表明，新疆众和地处中国煤炭资源最为丰富的地区，拥有电力—电解铝—高纯铝—电子铝箔—电极箔的完整产业链，电厂所在地煤炭资源丰富，发电成本低，综合成本行业内领先。

另外，云铝股份所在的云南省水电资源丰富，在建水电站较多，电力成本有望降低。公司也在建 80 万吨氧化铝和 30 万吨电解铝项目，正迎来新的发展时期。

表 11：重点铝上市公司竞争力排名

公司名称	产能(万吨)			成本关键指标			产能扩张计划	竞争力排名
	电解铝	氧化铝	铝加工	氧化铝来源	电力来源	运输条件		
新疆众和	2.5	0	6	外购	自备电	不便利	拥有 10 万千瓦自备电，在建 30 万千瓦电厂	1
云铝股份	51	0	25	外购	网电	便利	在建 80 万吨氧化铝，拟建 30 万吨电解铝	2
南山铝业	16	150	80	自产	自备电	便利	无	3
神火股份	68	70	20	自产占 40%	自备电占 30%	便利	拟在新疆建设 160 万吨煤电铝项目	4
中国铝业	382	1,288	163	自产	自备电占 35%	便利	拟在新疆建设 100 万吨煤电铝电解铝项目	5
焦作万方	42	0	10	外购	自备电占 30%	便利	拟建 60 万千瓦自备电厂	6
中孚实业	85	0	20	外购	自备电	便利	无	7
关铝股份	23	0	5	外购	网电	一般	无	8

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

表 12: 重点铝上市公司盈利预测及估值

公司名称	公司代码	股价 2011-7-27	每股盈利(元)				市盈率(x)				投资评级
			2010年	2011E	2012E	2013E	2010年	2011E	2012E	2013E	
焦作万方	000612	18.91	0.24	0.64	0.82	0.76	78.4	29.6	23.2	24.9	增持-A
云铝股份	000807	9.96	0.03	0.07	0.72	0.74	n/a	n/a	13.8	13.5	买入-B
神火股份	000933	16.19	1.10	0.98	1.36	1.51	14.7	16.5	11.9	10.7	买入-B
南山铝业	600219	9.61	0.40	0.61	0.71	0.74	23.8	15.8	13.4	13.0	增持-A
中孚实业	600595	10.60	0.34	0.23	0.39	0.26	31.5	46.7	26.9	40.9	中性-A
新疆众和	600888	25.91	0.83	1.02	1.44	1.83	31.3	25.4	18.0	14.1	增持-A
中国铝业	601600	10.69	0.06	0.17	0.41	0.35	n/a	64.5	26.2	30.5	增持-B
平均							35.9	33.1	19.1	21.1	

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

注: 2011 年及以后每股盈利预测均采用最新股本得出

表 13: 主要铝上市公司 2012 年盈利的敏感性 (单位: 元)

公司名称	基准假设 (铝价 1.78 万元)	EPS 变化 (铝价上升 1,000 元)
焦作万方	0.82	0.36
云铝股份	0.72	0.34
神火股份	1.36	0.16
南山铝业	0.71	0.05
中孚实业	0.39	0.31
新疆众和	1.44	0.03
中国铝业	0.41	0.24

资料来源: 安信证券研究中心预测

分析师简介

衡昆，有色金属行业首席分析师，加拿大约克大学工商管理硕士。2005年~2010年《新财富》有色金属行业最佳分析师。2007年4月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

衡昆、张龙分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034