

2011-08-11

证券研究报告
行业研究 / 行业观点

有色金属/铝

铝供给篇：弹性受限

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

孙浩中

(021)6849 8635

sunhz@mail.htlhc.com.cn

陆冰然

(0755)2380 5914

lubr@mail.htlhc.com.cn

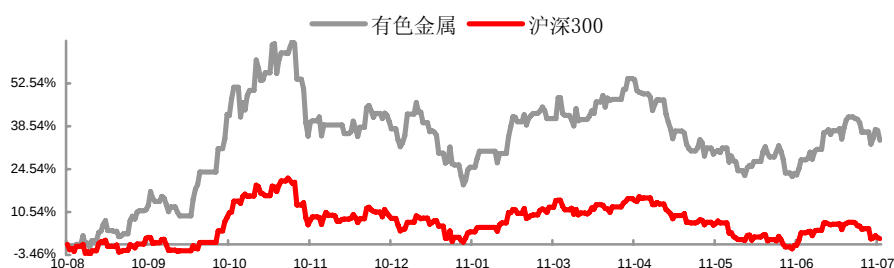
相关研究:

《供需失衡或将延续》(2011/08/01)

《量价齐升 盈利能力快速恢复》(2011/07/27)

- 本报告将从国内现有产能、新增产能和进口三个方面来分析年内总供给量。对于市场最关注的新增产能投放进度，我们作了细致的测算，也是本报告的亮点所在。我们预测，三、四季度国内外合计供给量分别为 531 和 603 万吨，国内全年总供给量约 1980 万吨。
- 存量产能利用率接近极限。7 月份电解铝行业产能利用率已达到 89.21%，除去新增产能的影响，存量产能利用率估计在 90%以上，接近 97%的历史峰值水平。夏季电力紧张对电解铝企业增产会构成一定抑制作用，7 月电解铝产量 155 万吨，环比回落 2.5%，初步验证我们的判断。我们估计，三、四季度国内存量产能的供应量分别为 500 和 530 万吨。
- 新增投产集中于四季度，产量贡献相对有限。全国年初计划投产电解铝产能约 700 万吨，在国内政策管制和信贷紧缩的共同影响下，实际投产有所收缩，预计在 300-400 万吨；新增产能主要集中在四季度投产，投产产能约为 250 万吨。由于投产时间较晚，年内新增产能释放产量相对有限，预计全年大约 89 万吨，三、四季度分别为 23 和 64 万吨。
- 进口影响较小，难言外部冲击。我们判断今年来自进口供给的冲击相对较小，主要原因是：1) 从历史经验来看，沪铝现货比价在 1.2 之上，原铝进口量才会有大幅上升的可能；现行沪铝现货比价约为 1.1，略高于历史平均水平 1.06，距离 1.2 尚有一定空间；2) 许多国外库存用于仓单抵押融资，难以形成有效供给。预计原铝全年进口量在 26 万吨左右。
- 全年产量先抑后扬。随着企业开工率，新增产能的投放等因素的共同影响，下半年国内产量预计在 1120 万吨左右，较上半年有一定提升；从月度结构来看，7 月和 12 月的环比增速相对较高。一至四季度国内总产量（未考虑进口因素）分别为 403、459、525 和 595 万吨。
- 我们判断，短期而言，铝供给弹性已经弱化，若需求不出现快速回落，下半年供需阶段性失衡的局面或将延续，我们看好云铝股份、焦作万方、中孚实业、中国铝业等公司的投资机会。
- 风险提示：新增产能投放进度超预期、内外铝价差导致进口激增

最近 52 周行业表现



谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

存量产能的供给分析	4
国内库存持续下降	4
电力紧张预将影响企业增产	5
7 月产量环比回落释放积极信号	5
新增产能的投放情况	6
投产热情高涨，计划难以兑现	6
产量释放相对有限	7
进口的供给分析	7
现行价格不支持进口大幅增长	7
仓单抵押融资成为潜在的进口障碍	8
电解铝供给总量先抑后扬	9
风险提示	11

图表目录

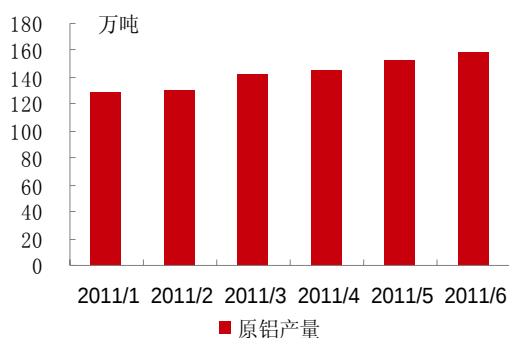
图 1:	电解铝产量持续上升	4
图 2:	国内电解铝行业产能利用率	4
图 3:	上期所库存创两年新低	4
图 4:	国内库存消费比	4
图 5:	非交易所库存持续下降	5
图 6:	7 月电解铝产量环比回落 2.5%	6
图 7:	2011 年全国电解铝计划投产产能	6
图 8:	全国电解铝投产区域结构	6
图 9:	2011 年全国电解铝有望投产产能	7
图 10:	西部主要地区难以实现全面投产	7
图 11:	铝进口追随沪伦比波动 (04/1—11/6)	7
图 12:	7 月沪伦比值略高于历史均值	8
图 13:	LME 铝处于远期升水	8
图 14:	1-6 月原铝进口	8
图 15:	1-5 月份全球铝需求增速快于供给增速	9
图 16:	国外铝价持续上行	9
图 17:	三四季度电解铝供给总量预测	10
图 18:	三、四季度国内产量和供给总量环比增速预测	10
表格 1:	存量产能的供给预测	5
表格 2:	新增产能的供给预测	7
表格 3:	三四季度沪伦比价预测	9
表格 4:	三四季度原铝进口预测	9
表格 5:	三四季度电解铝供给总量预测	10

报告将国内供给来源分成存量产能, 新增产能和进口三个部分进行分析, 预测全年产量分布; 我们预计, 全年三、四季度分别投产约 155 万吨和 256 万吨, 新增产能三、四季度释放产量 24.6 和 65.1 万吨; 对应国内全年总产量约 1980 万吨。

存量产能的供给分析

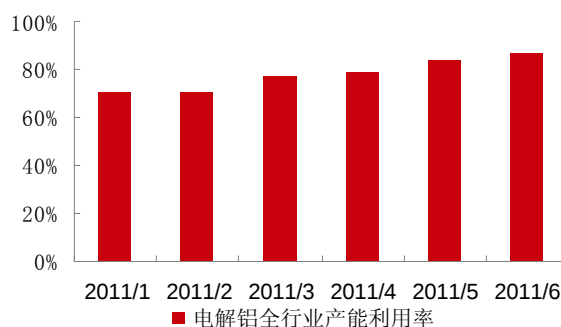
据有色金属协会的统计, 我国现有电解铝产能大约 2200 万吨。去年年末因节能减排关停的产能, 已在上半年逐渐恢复。随着需求的迅速增长, 行业产能利用率不断提高, 最新数据显示, 7 月份全行业产能利用率已达到 89.21%, 除去新增产能的影响, 存量产能利用率估计在 90% 以上, 不断接近 2007 年的历史顶峰水平 97%。

图 1: 电解铝产量持续上升



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 2: 国内电解铝行业产能利用率



资料来源: 百川资讯, wind, 华泰联合证券研究所

从历史数据来看, 主要上市公司, 如云铝股份, 焦作万方等在去年的产能利用率基本保持在 98% 以上 (四季度节能减排影响除外), 而随着铝价的不断攀升, 如无意外, 现阶段, 国内主要企业的产能利用率应该保持在一个很高的水平上。由此, 我们判断, 即使产能利用率还有少量提升的空间, 存量产能也难以对未来产量构成很大贡献。

而国内库存的变化从一个侧面也印证了——产能利用水平已经接近饱和状态。

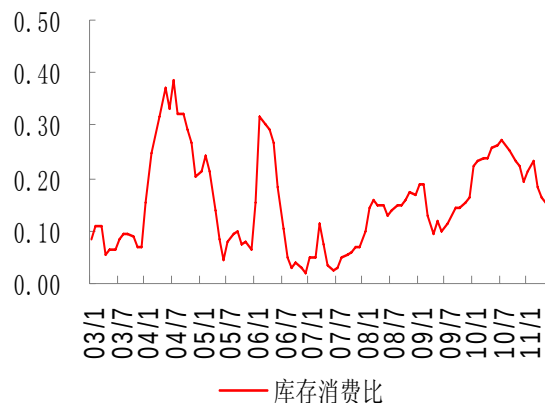
国内库存持续下降

图 3: 上期所库存创两年新低



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

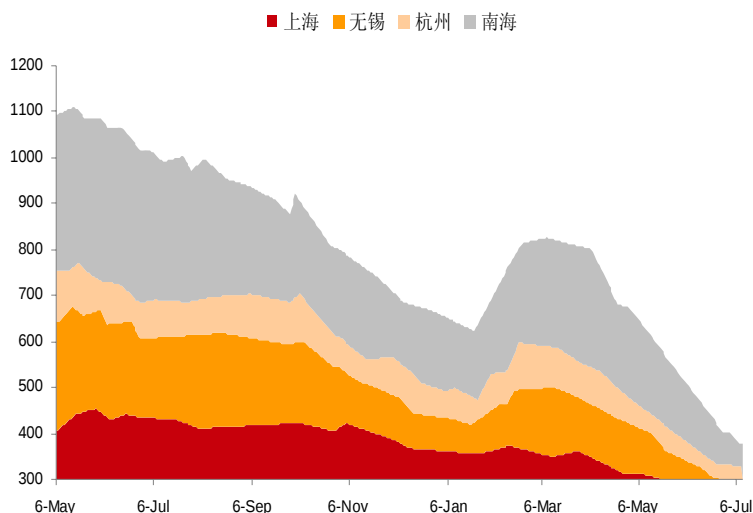
图 4: 国内库存消费比



资料来源: wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

上期所库存自 2010 年 7 月以来不断下降，今年 5 月以来更现加速迹象，库存已创两年以来新低；月度平均库存与表观消费的比例也持续下降，处于一个相对较低的历史水平。

图 5： 非交易所库存持续下降



资料来源：SMM，华泰联合证券研究所

电力紧张预将影响企业增产

根据中电联的预测，下半年，迎峰度夏期间，全国最高用电负荷增长 14% 左右，华东、华北、华中、南方等电网电力供需缺口合计将达到 3000-4000 万千瓦，迎峰度冬期间，全国电力缺口在 2500-3000 万千瓦左右。总体来看，全国电力供需形势将比“十一五”后期紧张，局部地区的电力供需紧张情况将比上年涉及的范围更广、缺口有所扩大。

电力紧张对电解铝企业提高产能利用率构成一定制约作用，从而影响产量的增长。

假设未来行业产能 2200 万吨，自 7 月起，产能利用率以每月 2% 的速度增长，直至历史顶峰水平 97%，我们预测未来存量产能的产量释放如下表所示：

表格 1：存量产能的供给预测

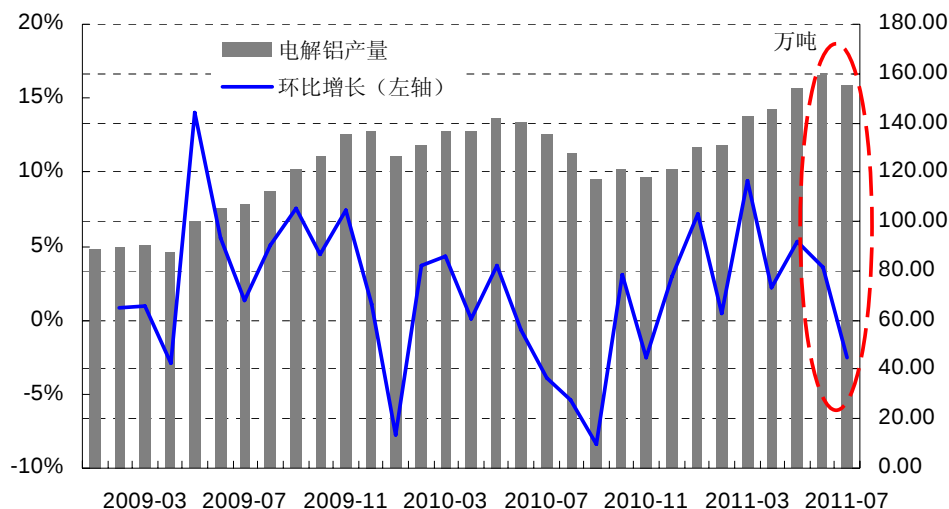
月份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
开工率(%)	70.84	71.18	77.89	79.58	83.78	86.78	89.21	91.21	94.21	95.21	97	97
产量(万吨)	129.87	130.50	142.80	145.90	153.60	157.46	163.55	167.22	170.89	174.55	177.83	177.83
环比增速(%)		0.49	9.43	2.17	5.28	3.58	2.80	2.24	2.19	2.15	1.88	0.00

资料来源：百川资讯，wind，华泰联合证券研究所

7 月产量环比回落释放积极信号

我们的模型预测 7 月电解铝产量为 163 万吨，而近期国家统计局公布的数据为 155 万吨，低于我们的估算值，产量环比回落 2.5%。在行业进入全面盈利的 7 月，电解铝产量的环比回落，进一步验证了我们此前的判断：现有产能的利用率已接近极限，并受到电力供应紧张的扰动。

图 6: 7 月电解铝产量环比回落 2.5%



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

新增产能的投放情况

投产热情高涨，计划难以兑现

从数据整理结果来看，2011 年全国计划投产约 700 万吨，其中新疆接近 290 万吨，青海大约 120 万吨，占据一半以上的比例，成为增量的主要来源。

图 7: 2011 年全国电解铝计划投产产能

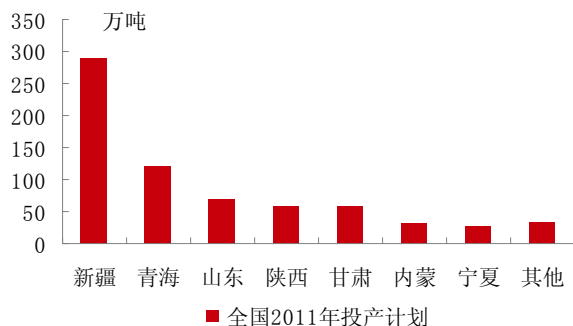
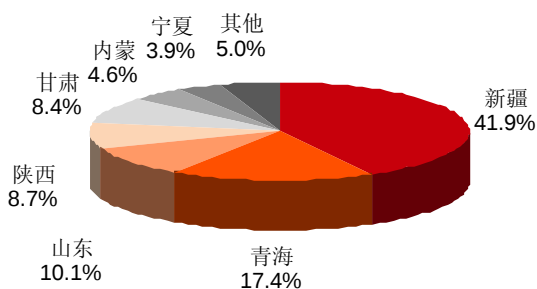


图 8: 全国电解铝投产区域结构

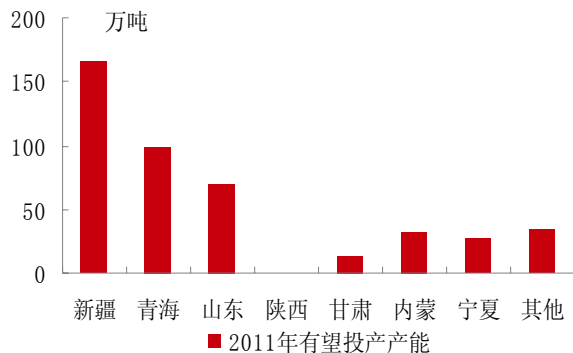


资料来源: 亚洲金属网, 百川资讯, 华泰联合证券研究所

资料来源: 亚洲金属网, 百川资讯, 华泰联合证券研究所

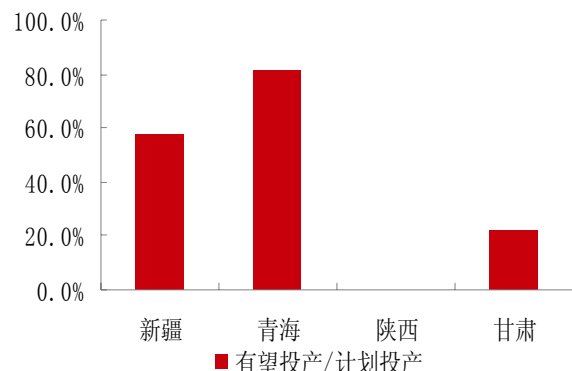
但同时，各地区实际有望投产的产能小于计划水平，预计在 400-500 万吨左右。我们判断，实际投产低于计划的主要原因在于：1) 国家政策性监管不断加强，许多计划投产项目叫停，部分项目产能总量被缩减；2) 信贷紧缩政策导致企业融资困难，项目工期延后；3) 很多地区电力供应和电网负荷短期内无法支持大量新增项目的投产。

图 9： 2011 年全国电解铝有望投产产能



资料来源：亚洲金属网，百川资讯，华泰联合证券研究所

图 10： 西部主要地区难以实现全面投产



资料来源：亚洲金属网，百川资讯，华泰联合证券研究所

产量释放相对有限

假设投产至达产的时间间隔有一个半月，且新增产能的产能利用率保持 2007 年的历史顶峰水平，97%；我们预计，新增建设产能，全年能释放的产量大约 89 万吨，产量释放主要集中在四季度，大约 64 万吨，三季度释放产量大约 23 万吨。就巨大的新增产能而言，实际能够释放的产量相对有限。

表格 2：新增产能的供给预测

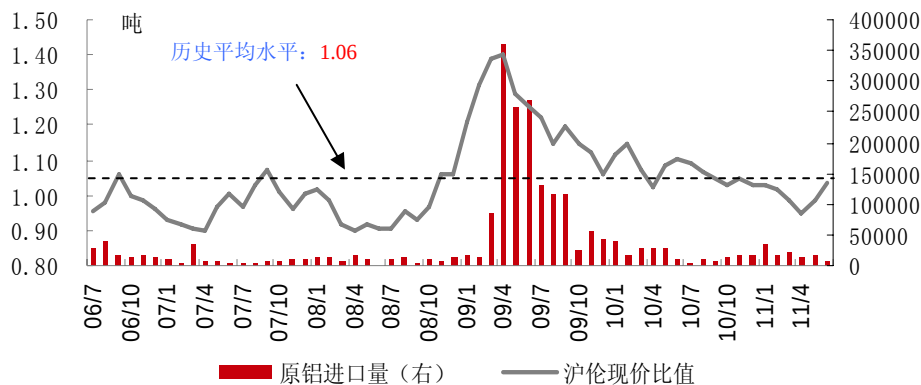
月份	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
投产产能						5	80.7	8	92	55	128	5
释放产量						1.64	5.31	6.93	11	14.4	19.7	30

资料来源：百川资讯，亚洲金属网，华泰联合证券研究所，单位：万吨

进口的供给分析

现行价格不支持进口大幅增长

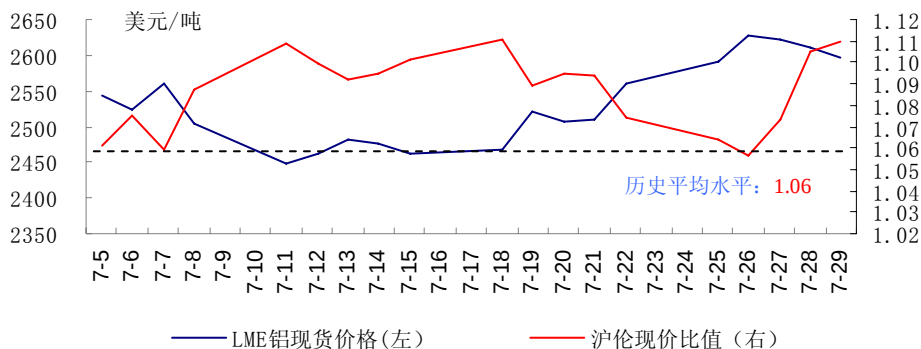
图 11： 铝进口追随沪伦比波动（04/1—11/6）



资料来源：Bloomberg，Wind，华泰联合证券研究所

03 年至今，以每日对应的汇率中间价计算，沪伦铝现货比价的历史均值为 1.06。年初以来，沪伦比价一直低于这一历史平均水平，5 月后逐渐回升，进入 7 月后在 1.06-1.1 之间振荡；从历史经验观察，进口大幅增长一般在出现在沪伦比价高于 1.2 之后，这意味着，以 7 月 29 日的收盘价计算，即使伦铝价格维持不变，国内铝价至少需要上升至 20000 元/吨，原铝进口才有可能大幅提高。

图 12： 7 月沪伦比值略高于历史均值

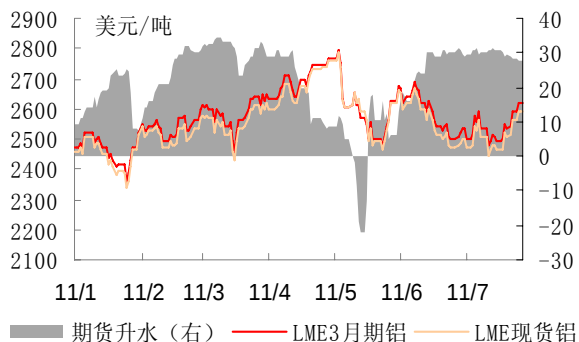


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

仓单抵押融资成为潜在的进口障碍

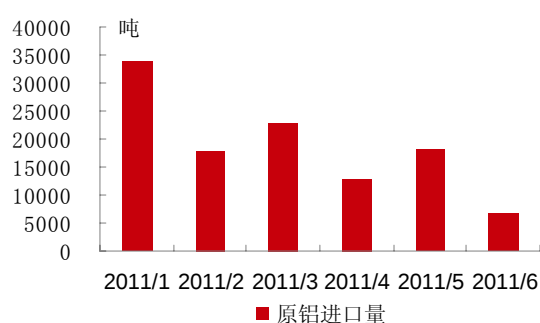
另外一个潜在的进口障碍在于：国外大量库存仓单用于抵押融资，无法流向市场，即使国内现货价格高于国外，这部分库存在未来也无法形成有效供给。而造成这一结果的主要原因是：1、美联储的利率仍维持低位；2、远期升水（Contango）的市场结构仍有利于该部分头寸的展期。因此，尽管铝现货沪伦比价自五月以来持续上升，国内进口并没有显著增加，反而有所回落，这也说明，短期内海外库存的迅速流入国内市场的可能性并不大。

图 13： LME 铝处于远期升水



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 14： 1-6 月原铝进口

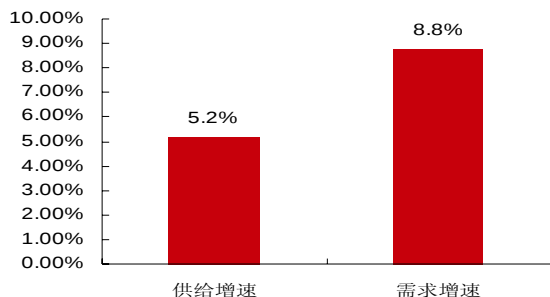


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

从全球供需数据来看，上半年 1-5 月份，全球铝需求增速明显高于供给增速，在需求

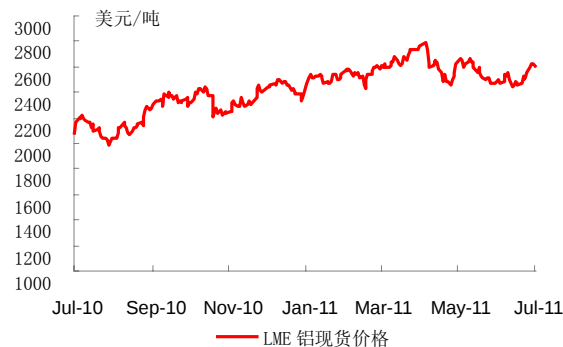
的拉动下，国际铝价稳步上行。我们判断，如果未来全球经济基本面不出现大幅变化，来自实体经济的需求有望对现行铝价形成有力支撑，未来价格下行的可能较小。

图 15: 1-5 月份全球铝需求增速快于供给增速



资料来源: 日本铝协会, 华泰联合证券研究所

图 16: 国外铝价持续上行



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

假设国外铝价维持现有水平不变，国内价格匀速增长；通过设定不同的国内现货铝年末目标价格，即可得到未来每月现货铝的沪伦比价。

表格 3: 三四季度沪伦比价预测

沪伦比价 年末价格	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月E	8月E	9月E	10月E	11月E	12月E
18550	1.03	1.02	0.99	0.95	0.99	1.03	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10
19550	1.03	1.02	0.99	0.95	0.99	1.03	1.10	1.11	1.12	1.14	1.15	1.16
20050	1.03	1.02	0.99	0.95	0.99	1.03	1.10	1.12	1.14	1.15	1.17	1.19

资料来源: wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所, 单位: 万吨

从历史经验来看，现货铝的沪伦比价与进口量存在同向变动的关系，我们通过上述预设的沪伦比价对未来国内原铝进口数量进行预测，如下表所示：

表格 4: 三四季度原铝进口预测

进口量 年末价格	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月E	8月E	9月E	10月E	11月E	12月E
18550	3.39	1.79	2.29	1.28	1.81	0.69	1.49	1.82	1.99	2.08	2.11	2.13
19550	3.39	1.79	2.29	1.28	1.81	0.69	1.49	2.04	2.38	2.64	2.86	3.06
20050	3.39	1.79	2.29	1.28	1.81	0.69	1.49	2.11	2.53	2.89	3.22	3.55

资料来源: wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所, 单位: 万吨

电解铝供给总量先抑后扬

由于三种年末目标价格假设下进口量变化并不明显，我们采取年末目标价为 19550

假设下预测的进口量，结合存量产能和新增产能，进行总供给量的测算。结果如下表所示：

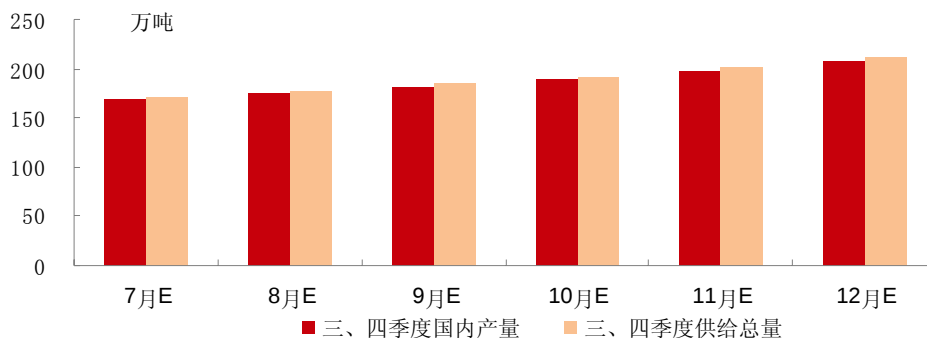
表格 5：三四季度电解铝供给总量预测

产量	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月E	8月E	9月E	10月E	11月E	12月E
存量产能	129.87	130.50	142.80	145.90	153.60	157.46	163.55	167.22	170.89	174.55	177.83	177.83
新增产能	0	0	0	0	0	1.64	5.31	6.93	11.01	14.40	19.66	30.01
进口	3.39	1.79	2.29	1.28	1.81	0.69	1.49	2.04	2.38	2.64	2.86	3.06
合计	133.26	132.29	145.09	147.18	155.41	159.79	170.35	176.19	184.27	191.60	200.35	210.90

资料来源：百川资讯，亚洲金属网，wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所，单位：万吨

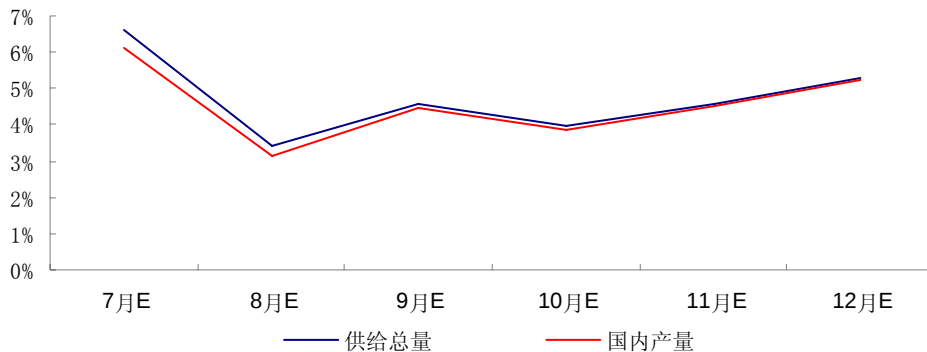
总体来看，随着企业开工率，新增产能的投放等因素的共同影响，全年国内产量呈现先抑后扬的变化趋势，预计下半年国内产量约为 1120 万吨。从月度结构来看，7 月和 12 月的环比增速相对较高。

图 17：三四季度电解铝供给总量预测



资料来源：百川资讯，亚洲金属网，wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 18：三、四季度国内产量和供给总量环比增速预测



资料来源：百川资讯，亚洲金属网，wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

风险提示

新增产能投放过快和进口量大幅增长，或对市场价格造成巨大冲击。



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

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

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 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顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。