

价升本降盈利持续改善，关注政策落地

——铝行业跟踪报告

投资建议： 优异

上次建议： 优异

投资要点：

氧化铝产量增速将放缓

2017年前4月，氧化铝产量2445.9万吨，同比增加21.1%，2017年以来产量同比增速持续保持在20%左右。但后市产量增速或将放缓，一方面是因为氧化铝价格的持续走低导致部分企业主动停产挺价，另一方面环保督查的持续推进也导致部分企业停产检修。未来氧化铝的产量环比或将出现回落，而价格可能企稳回升。

烧碱价格回落，阳极高位维持

原材料方面，烧碱受氧化铝减产的影响，价格有所回落，而预焙阳极由于行业本身受到环保督查的影响，有相当一部分产能停产，价格仍然有所上涨，预计后市仍将高位维持。从预焙阳极的成本来看，西北地区的石油焦价格较为平稳，而华中和华东地区的石油焦价格持续上涨，逐步趋近西北地区石油焦价位，西北地区阳极厂的成本劣势已经几乎消失。

电解铝行业盈利情况持续改善，仅3省亏损

2017年4月铝价在14000元/吨左右维持，环比有所上涨，而成本端煤炭环比略有下降，加上氧化铝的价格下降，行业的盈利情况持续改善，相比3月每吨盈利增加900元左右。全国范围内仅有三省的电解铝仍然亏损。

政策陆续发布，期待改革落地

国家出台的656号文件《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案的通知》明确了2013年5月之后新建的违法违规项目的是整顿重点，涉及到约500万吨产能。山东、内蒙在新疆昌吉州出台整顿措施之后也相继出台相关文件，对违规项目进行整顿。下半年，环保限产和违规产能整顿或将迎来更多政策的落地，对于行业供需格局的改善和整体盈利能力的提高都将带来显著效果。

投资建议

建议关注具备电解铝区位优势或资源优势的企业，持续推荐神火股份(000933)和中国铝业(601600)。中国铝业有铝土矿-氧化铝-电解铝全产业链配套，在原材料供应的稳定性和成本上均具有优势，且受京津冀地区限产影响较小，神火股份80万吨产能布局新疆，盈利能力行业领先，本部35万吨电解铝不在2+26城市范围内。

风险提示

铝价下跌；氧化铝价格上涨；铝需求下降

一年内行业相对大盘走势



马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

邮箱：maqx@glsc.com.cn

叶洋

电话：0510-85611779

邮箱：yey@glsc.com.cn

相关报告

1、《罢工+暴雨影响秘鲁矿业，小金属关注钴钨锰》

2017.03.28

2、《环保督查再度开展，或涉鲁、新、晋、闽铝业》

3、《铝土矿供应趋松，供给侧改革看新疆内蒙》

2017.03.14

正文目录

1	行业新闻	3
2	公司公告	4
3	成本结构解析.....	5
3.1	电解铝和氧化铝成本结构	5
3.2	氧化铝成本四大动态成本：铝土矿、烧碱、天然气、煤炭	5
3.3	电解铝两大动态成本：氧化铝和预焙阳极.....	7
4	行业开工率跟踪.....	9
4.1	氧化铝：开工率超过 92.2%	9
4.2	电解铝：山东、新疆运行产能继续增加	10
5	行业盈利情况.....	10
5.1	电解铝行业盈利环比持续改善	10
6	库存变化	11
7	电解铝供需情况.....	12
8	行业展望及投资建议.....	12
9	风险提示	12

1 行业新闻

➤ 电解铝产能置换几近完毕

截至2017年5月15日,我国约223.6万吨电解铝产能指标已完成交易,占总置换产能247.6万吨的90.3%,产能置换即将达成印证改革正有条不紊推进。

➤ 第一季度几内亚对华铝土矿出口484万吨

根据中国海关统计,2017年一季度中国铝土矿进口总量为1392万吨,同比增加3.6%。3月份单月进口量约507万吨,环比上升19%。

澳大利亚依然是中国最大铝土矿供应国,占比达42.4%,排在第二位是几内亚铝土矿,占比34.8%。

去年同期,澳大利亚铝土矿占比为29.3%,仅次于马来西亚铝土矿,约32.7%;印度铝土矿占比约17.3%,几内亚铝土矿占比为12.4%。

➤ 几内亚或要求铝土矿业公司建设氧化铝厂

据彭博消息,几内亚总统阿尔法·孔戴在首都矿业会议的演讲中表示:“矿业者生产的铝原材料超过限度后,将被迫建立一个氧化铝厂,但具体该限度并未明确。他还表示,我们不希望几内亚只是一个原材料供应商,我们希望更多的利益价值能就地转化;

几内亚目前仅有一家氧化铝厂位于弗利亚地区,隶属俄铝,2012年停产闲置,计划2018年重新启动

➤ 马来西亚铝土矿开采禁令再延至6月30日

马来西亚自然资源与环境部长旺·朱乃迪宣布,政府已同意延长暂停开采与出口铝土矿的禁令3个月,直到6月30日。他说,这项决定旨在让采矿业者有更多时间清空关丹港口的铝土矿库存。马政府于3月24日同意延长禁令期限,该项协议也获得彭亨州政府的认同。

➤ 中央环保督查山西开启氧化铝新一轮减产

经党中央、国务院批准,第三批中央环境保护督察工作4月24日全面启动,已组建7个中央环境保护督察组,将对天津、山西、辽宁、安徽、福建、湖南、贵州等7个省(市)开展环境保护督察工作。本次环保督查对山西氧化铝企业造成了明显的影响,百川资讯调研显示,目前已有2家氧化铝企业开始减产检修。

东方希望晋中铝业有限公司现有氧化铝产能200万吨/年,分两条生产线。应环保督查要求,东方希望晋中铝业两条生产线轮流检修整改,预计在20天左右完成检修,百川资讯测算本次检修将影响产量约3万吨。

孝义市田园化工有限公司现有氧化铝产能28万吨/年,一条生产线。应环保督查要求,田园化工整条生产线停产检修整改,预计20-25天完成检修,百川资讯测算本次检修将影响产量约2万吨。

➤ 三大电解铝产区去产能稳步推进

日前,国家发改委等多部门印发《清理整顿电解铝行业违法违规项目行动工作方案》的通知文件传出。对 2013 年 5 月之后新建设的违法违规项目以及未落实 1494 号文件处理意见的项目,在建的要立即停建,建成的要立即停产。特别是 2013 年 5 月之后新建设的违法违规项目,要迅速处置。

山东:去产能启动、或关闭在产产能。5 月 4 日、5 日,山东省发改委等多部门相继印发文件,山东铝去产能开启,在建违规产能 200 万吨。按此前市场预计,山东魏桥 2016 年投产的 100 万吨、今年预计投产的 50 万吨产能及公司通过技改提升的 70 万吨产能均可能不合规。山东信发 2016 年投产 100 万吨也可能不合规。

内蒙古:已发文要求停产停建违规项目。4 月 27 日,内蒙古出台整改方案,通辽市政府已经责令创源金属、锦联铝材未取得产能置换指标的违规项目停产停建,落实产能置换指标,在办理产能置换手续前,不得复产复建。

新疆:全国率先开展、去产能不及市场预期。4 月 14 日,昌吉州政府率先决定停止境内 3 家企业在建电解铝产能 200 万吨,包括新疆东方希望在建 80 万吨、新疆其亚在建 80 万吨、新疆嘉润在建 40 万吨。新疆其亚在建 80 万吨产能中 40 万已建成,38 万吨产能指标置换后正常投放,2 万吨建成产能被拆除。

2 公司公告

➤ 神火股份煤矿事故致 3 人工亡,薛湖煤矿停产整顿

薛湖煤矿是公司的主力煤矿,年产能 120 万吨,占公司煤炭产能的 15%左右,2016 年实现利润总额-0.26 亿元,2017 年预计实现利润总额 0.94 亿元。对公司的业绩影响取决于后续停产整顿的具体实施情况。

➤ 中国铝业部分氧化铝产线弹性生产

根据目前市场情况,本着效益最大化原则,公司决定从公告之日起,公司部分氧化铝生产线实行弹性生产,涉及暂时关停的氧化铝产能约 97 万吨。

➤ 中孚实业关于控股股东增持的公告

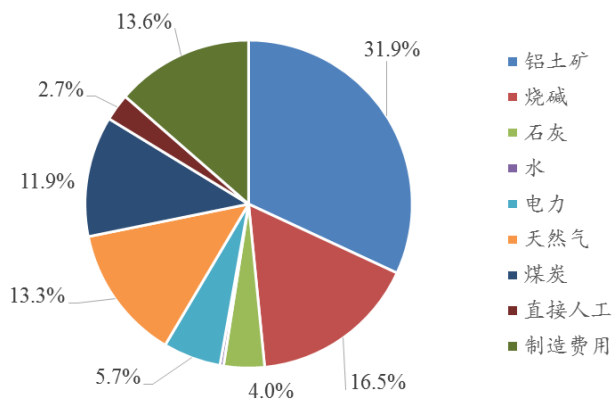
豫联集团于近两个交易日通过上海证券交易所交易系统以竞价买入方式增持本公司股份共计 1,080,230 股,增持金额约为 493.08 万元人民币,占公司总股本的 0.062%。

豫联集团计划自 2017 年 5 月 12 日起 6 个月内,在公司股票价格低于 5 元/股时,通过上海证券交易所交易系统增持公司股份,拟增持金额不低于人民币 5,000 万元。

3 成本结构解析

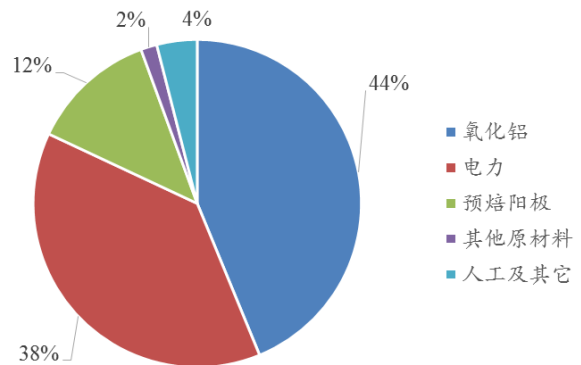
3.1 电解铝和氧化铝成本结构

图表 1：氧化铝成本结构



来源：国联证券研究所

图表 2：原铝成本结构



来源：国联证券研究所

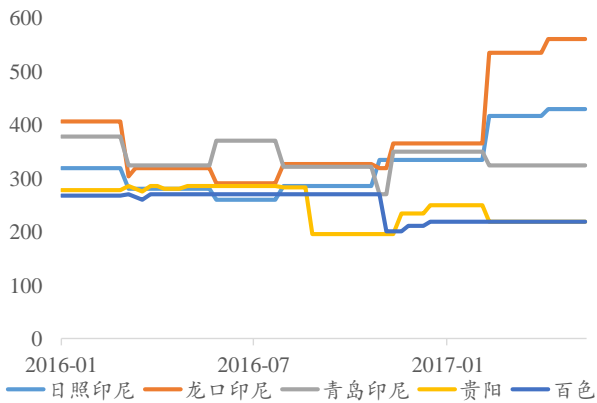
3.2 氧化铝成本四大动态成本：铝土矿、烧碱、天然气、煤炭

铝土矿：进口铝土矿价格有所上涨，国内铝土矿价格比较平稳。进口量方面逐渐回归正常水平。去年由于马来西亚减产带来的进口量大幅下滑在 2017 年逐渐改善。前三个月累计进口量 1392 万吨，同比增加 2.1%。

烧碱：价格有所回落。4 月下旬，全国主要地区的烧碱价格开始回落，相比 16 年初开始的最大涨幅，华南、华北、西南、华东和西北地区分别下降 7.4、9.8、7.3、6.7 和 12.2 个百分点。当前价格从低到高依次是西北地区、华北地区、西南地区、华东地区和华南地区，涨幅最大的同样是西北地区和华北地区。前期的涨价主要是氧化铝产量的大幅增加提高了原材料的需求，全国范围内价格的联动性显著提高。而近期的跌价主要原因是环保督查导致的下游企业部分停工，包括氧化铝企业的停产整顿。

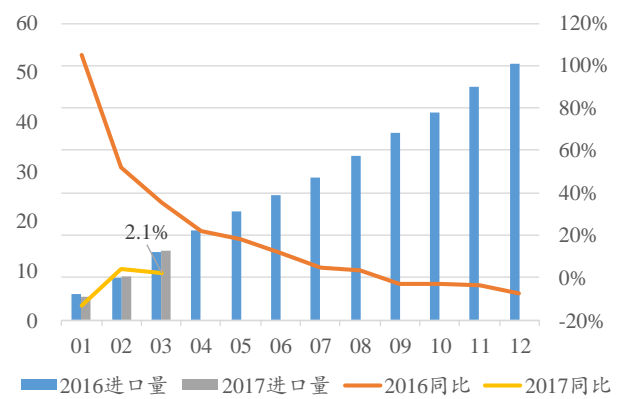
煤炭：多家公司的一季报及相关问答中均提及了发电成本的上升，从电煤价格指数上有非常直观的体现。尽管山东、河南、河北、山西等地的煤炭价格自 2016 年底以来有所回落，但相比于 2016 年初仍有非常显著的上涨。2017 年持续推进去产能，则将进一步维持煤炭供应偏紧的局面，对于煤炭价格形成支撑。我们预计 2017 年煤炭均价将显著高于 2016 年，不管是自发电还是采购长协电价，用电成本均面临上涨的压力。煤炭价格变化幅度最小的新疆和蒙东地区，进入 2017 年以来，煤炭价格仍然维持稳定，同比几乎没有变化，我们认为这一形式仍将延续，利好区域内的电解铝企业。

图表 3: 铝土矿价格走势



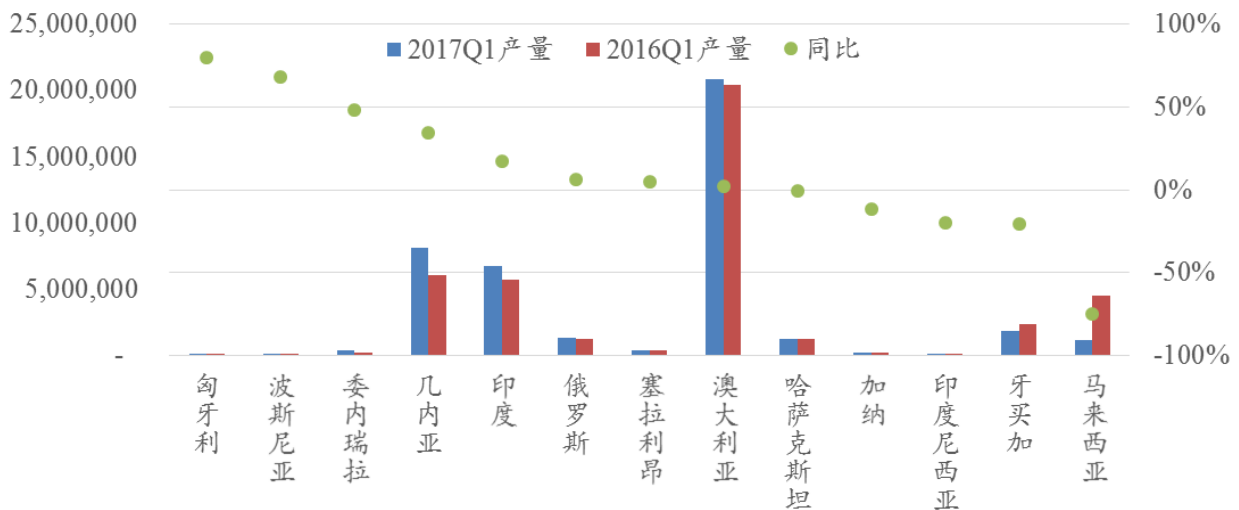
来源: 百川资讯, 国联证券研究所

图表 4: 铝土矿进口量 (百万吨) 及同比变化



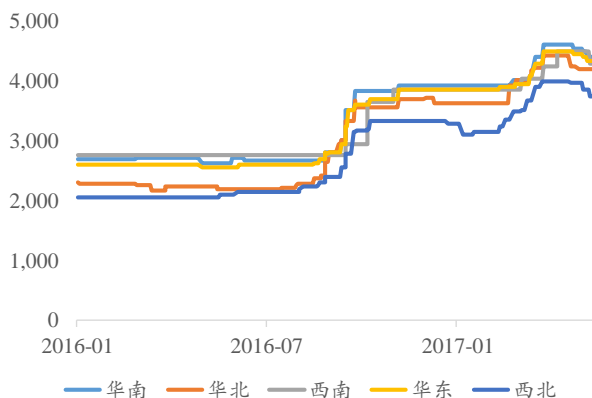
来源: 海关总署, 国联证券研究所

图表 5: 铝土矿产出变化



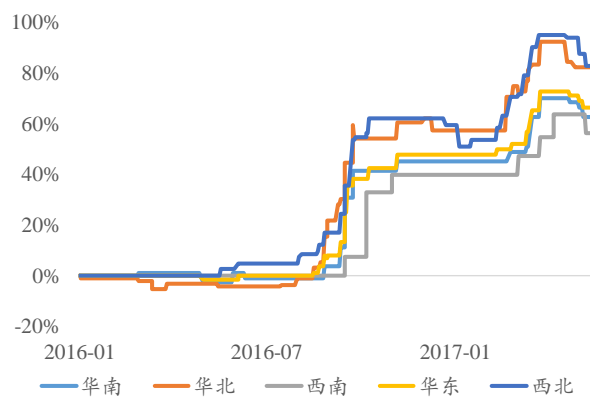
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: 烧碱价格走势



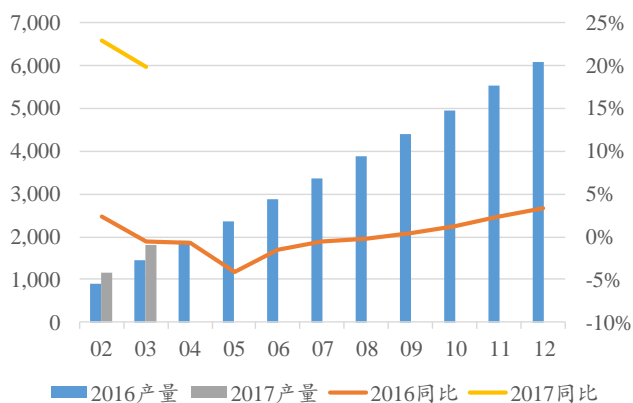
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: 烧碱价格变化



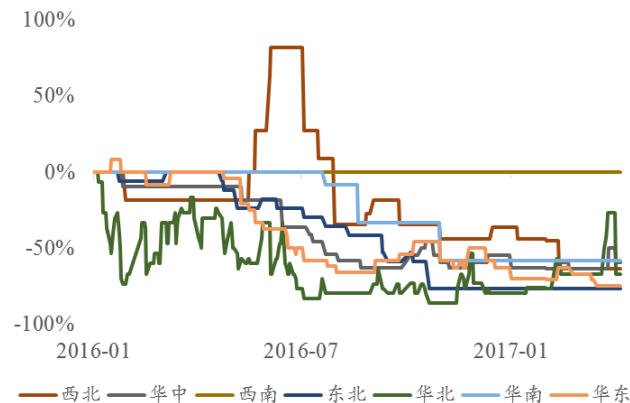
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 8: 氧化铝产量及同比



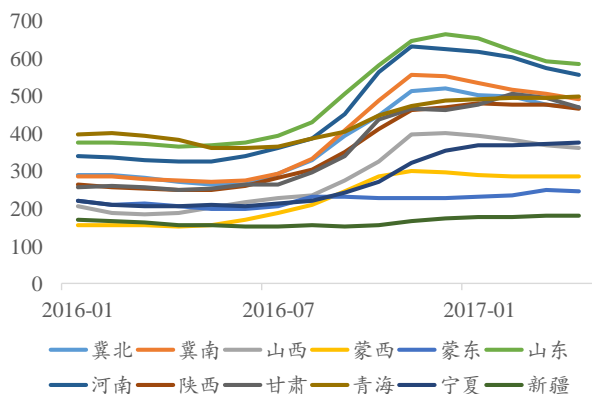
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 9: 液氯价格变化



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 10: 煤炭价格走势



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 11: 天然气价格走势



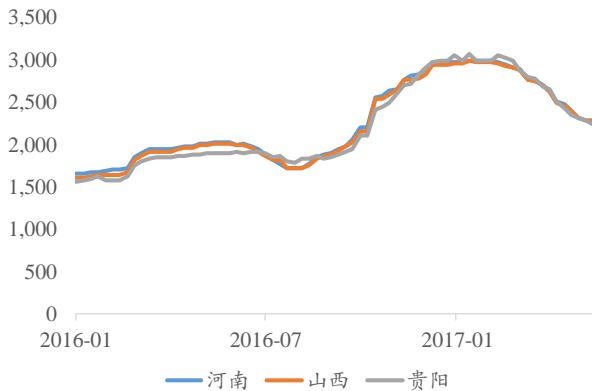
来源: Wind, 国联证券研究所

3.3 电解铝两大动态成本: 氧化铝和预焙阳极

➤ 氧化铝: 部分厂商停产, 价格或将企稳

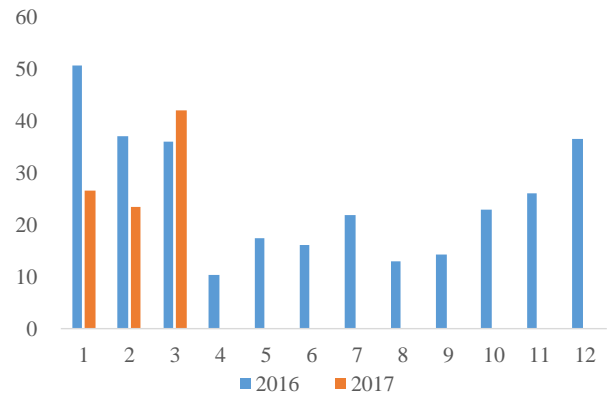
氧化铝的价格持续回落, 相比四月延续下跌态势, 从 2500 元/吨下跌至当前 2300 元/吨以下。最主要的原因还是氧化铝供给的相对宽裕, 国内氧化铝产量截止 4 月同比增加 23.8%, 进口氧化铝按月环比大幅增加从 2 月份的 23.5 万吨增加至 3 月份的 42.1 万吨。价格的下降和环保督查两方面原因导致部分氧化铝厂家停产检修, 包括东方希望晋中铝业应环保督查要求两条生产线轮流检修整改, 孝义地区部分中小企业减产检修, 另外河南、贵州部分氧化铝企业也因环保、成本等因素有所减产, 中铝发布公告对 97 万吨年产能的氧化铝产线暂时关停。氧化铝后市价格或将企稳。

图表 12: 氧化铝价格走势



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 13: 氧化铝进口量 (万吨)



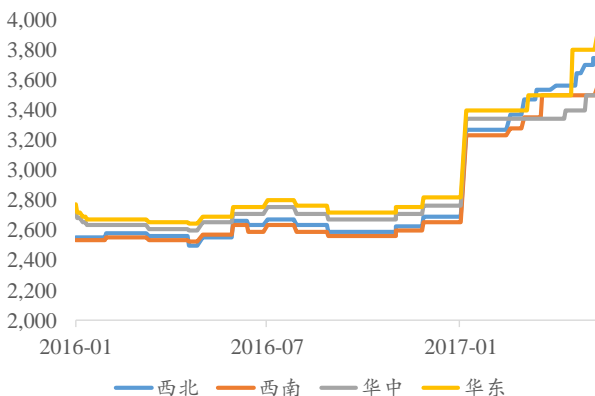
来源: Wind, 国联证券研究所

► 预焙阳极: 环保限产可能进一步推升价格

河南地区 4 月末荣阳地区因为环评手续不全的问题要求全部停产, 所涉及到的预焙阳极有 3 家, 其中两家产能 17 万吨, 一家只做焙烧 5 万吨, 月底前没有全部停产。河北地区 4 月下旬全部停产, 开工时间未定。山东地区停产的企业 4 月有增加。从供应来看, 百川资讯不完全统计 4 月份中国商业预焙阳极产量为 67.19 万吨, 环比 3 月下降了 18100 吨, 其中山东减产较大, 主要是金利达碳素产, 该公司一个月产量 2.6 万吨, 河南、河北在 4 月虽都有减少, 但产量的影响暂时没有体现。

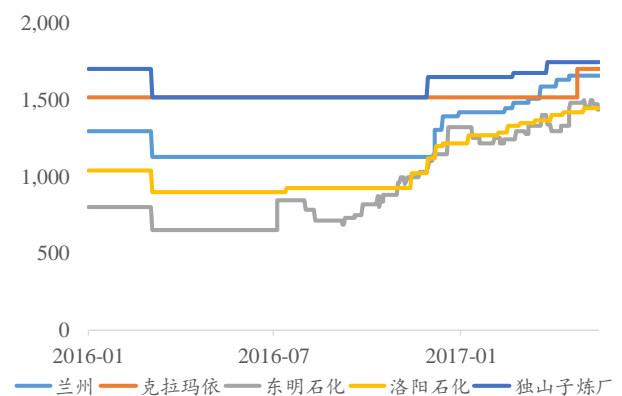
从目前的情况来看, 环保限产仍将持续, 供给端面临压力; 成本端石油焦不同地区的价格走势差异明显, 西北地区的价格一直在高位维持, 中部和东部地区的石油焦价格持续上涨, 价格上与西部地区相差无几, 成本的高位和环保限产对预焙阳极的价格形成支撑。另一方面, 需求端电解铝受到供给侧改革的压力, 也将面临产能收缩的情况。预计未来预焙阳极的价格仍将在高位维持。

图表 14: 预焙阳极价格按地区 (元/吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 15: 石油焦价格 (元/吨)



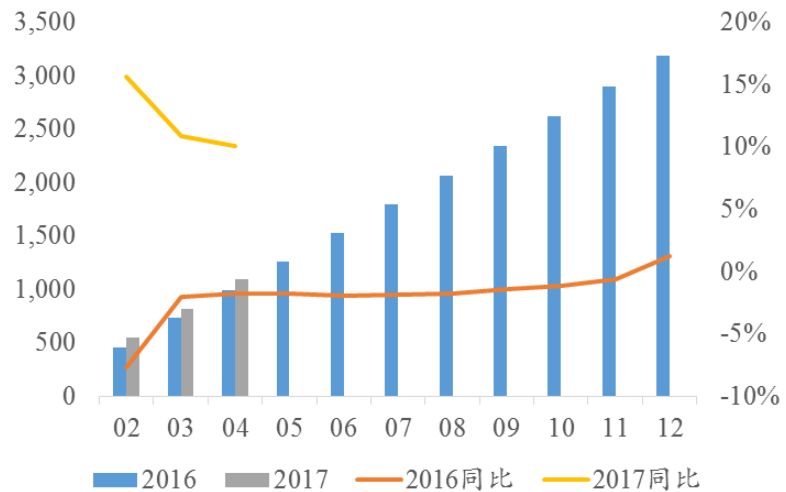
来源: Wind, 国联证券研究所

► 电解铝产量: 4 月累计同比增加 10.1%

截止 2017 年 4 月中国原铝产量 1097 万吨, 同比大幅增加 10.1%, 低于同期氧

化铝 19.9% 的产量增幅，原铝本身的产量增速也在逐渐下降。未来随着环保限产和供给侧改革的推进，产量增速有可能进一步下降。

图表 16：原铝累计产量及同比



来源：Wind，国联证券研究所

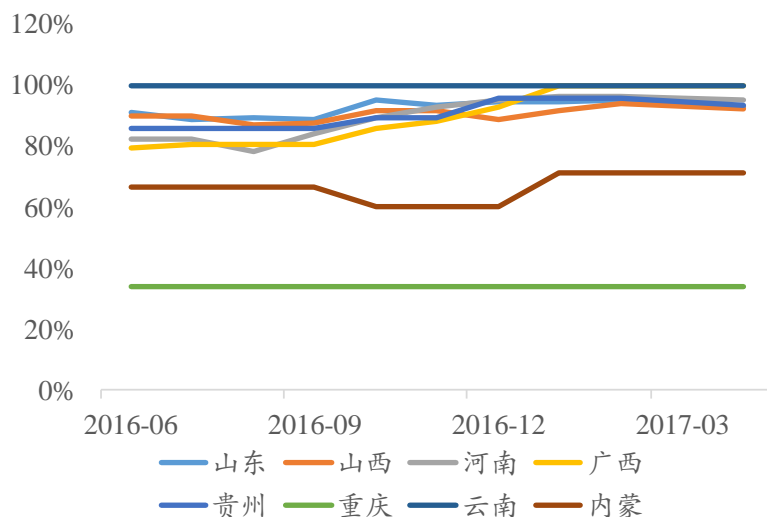
4 行业开工率跟踪

4.1 氧化铝：开工率超过 92.2%

截止 2017 年 4 月，全国氧化铝总产能 7736 万吨，开工产能 7134 万吨，开工率达到 92.2%。4 月当月产量 569.5 万吨，折合在产产能利用率达到 95.8%，总产能利用率 88.3%。

分省氧化铝开工率统计来看，产能收缩有所体现，山东、山西、河南、贵州的开工率环比都有所下降。

图表 17：氧化铝各省开工率



来源：Wind，国联证券研究所

4.2 电解铝：山东、新疆运行产能继续增加

2017年4月，全国电解铝总产能4467.3万吨，环比增加57.5万吨，在产产能3843.5万吨，环比增加71.9万吨，产能运行率86.0%，环比增加0.5个百分点。

从产能运行率上看，福建、山西、内蒙、山东、宁夏、云南和新疆均超过90%。运行产能方面，贵州和湖北两个省分别减少了2万吨和0.3万吨，有6个省运行产能有所增加，最主要的是新疆新增37.5万吨和山东增加23万吨。

图表 18：电解铝4月产能开工率（红色为有新增产能运行）

地区	建成产能	运行产能	产能运行率	地区	建成产能	运行产能	产能运行率
山东	1199.8	1156.3	96.4%	陕西	92.0	91.0	98.9%
新疆	814.5	733.7	90.1%	广西	139.5	89.8	64.3%
内蒙	374.5	369.5	98.7%	重庆	69.5	47.4	68.2%
河南	385.0	289.5	75.2%	四川	92.0	44.7	48.6%
甘肃	304.0	259.0	85.2%	辽宁	74.0	43.0	58.1%
青海	291.0	223.5	76.8%	福建	15.0	15.0	100.0%
云南	156.5	143.0	91.4%	湖北	26.1	9.3	35.6%
宁夏	136.5	129.5	94.9%	河北	10.0	3.0	30.0%
山西	128.3	102.8	80.1%	江苏	10.6	0.0	0.0%
贵州	131.5	93.5	71.1%	湖南	0.0	0.0	0.0%
				浙江	15.0	0.0	0.0%
		总计			4467.3	3843.45	86.0%

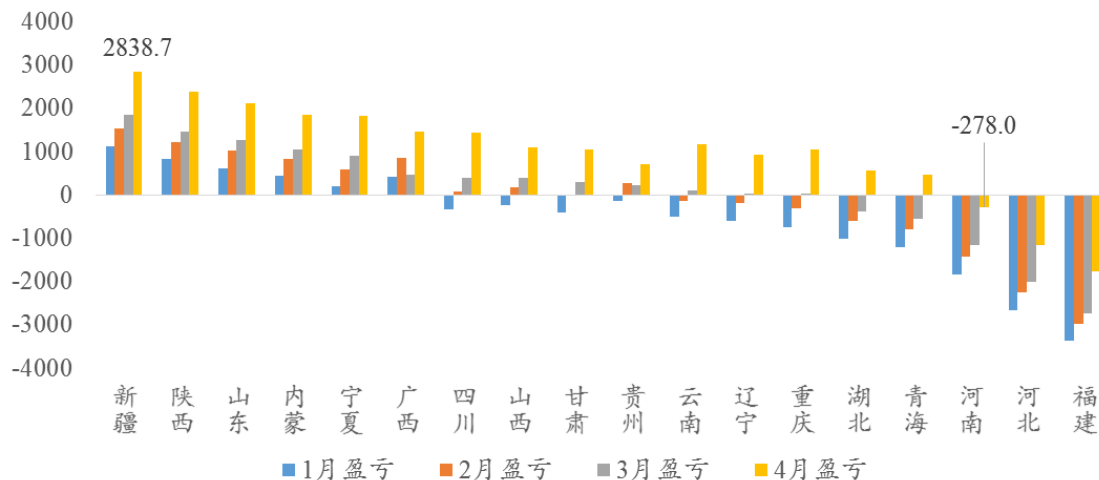
来源：卓创资讯，国联证券研究所

5 行业盈利情况

5.1 电解铝行业盈利环比持续改善

4月铝价在14000元左右高位震荡，原材料方面煤炭和氧化铝环比持续下跌，带来的结果是电解铝行业盈利能力的持续改善。按省区统计，各个省内电解铝企业盈利环比提高700-1000元/吨不等。当前情况下，仍然亏损的省区还有3个，分别是河南、河北和福建，省内产能超过300万吨，占全国比例8%。新疆、陕西、山东、内蒙和宁夏五省单吨盈利超过1500元/吨。新疆地区仍然是盈利能力第一的地区，低煤价的优势依然显著，单吨盈利达到2838.7元，比陕西高约500元/吨。

图表 19: 电解铝行业盈利情况按地区单月统计

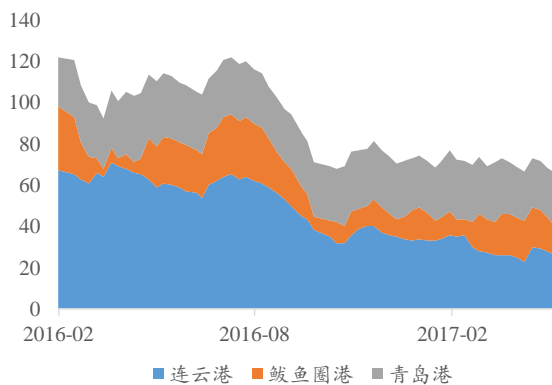


来源: 卓创资讯, 国联证券研究所

6 库存变化

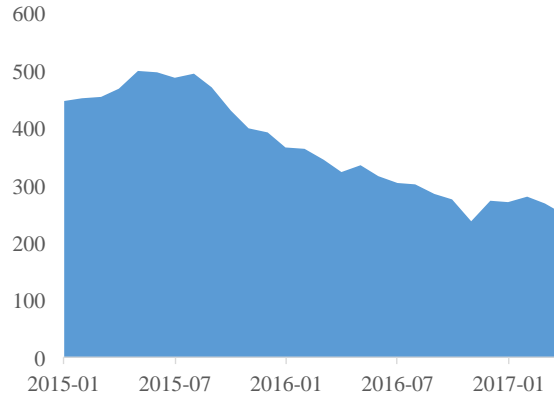
国内港口氧化铝低位; 日本港口铝库存低位; 上期所铝库存高位。

图表 20: 氧化铝主要港口库存变化 (万吨)



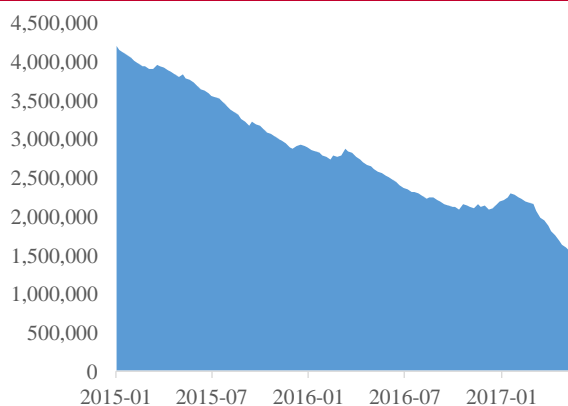
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 21: 日本铝库存 (千吨)

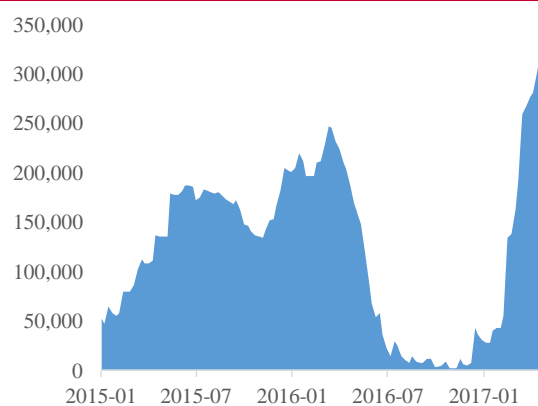


来源: Wind, 国联证券研究所

图表 22: LME 铝库存 (吨)



图表 23: SHFE 铝库存 (千吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

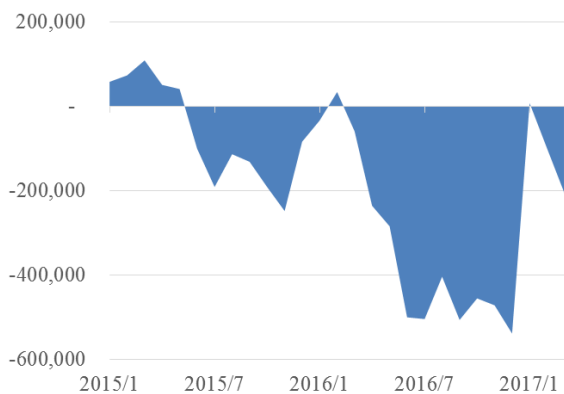
来源: Wind, 国联证券研究所

7 电解铝供需情况

截止 2017 年 3 月, 全球原铝产量达到 1469.06 万吨, 同比增长 7.2%, 全球原铝需求达到 1489.78 万吨, 同比增加 8.3%, 3 月供需缺口超过 20 万吨, 环比继续增加。全球再次面临供不应求的局面。

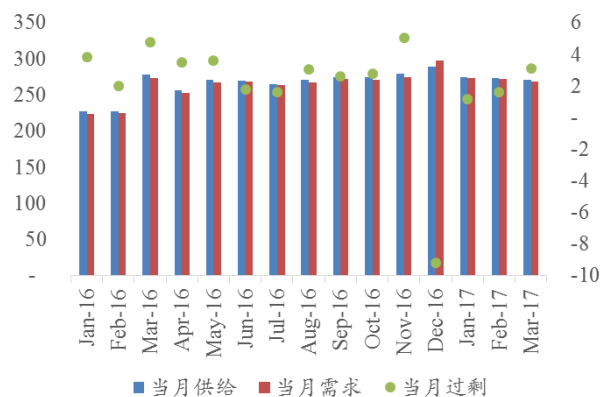
单独分析中国市场, 2017 年前三月, 中国地区原铝产量 820 万吨, 同比增加 11.8%, 原铝需求 814.14 万吨, 同比增加 12.6%。原铝过剩 5.91 万吨, 去年同期过剩 10.60 万吨。可以看到尽管产量仍有增长, 但下游需求增速更为强劲, 供给过剩同比显著缩小。后期随着供给侧改革的持续推进, 国内的供需格局有望迎来显著改善。

图表 24: 铝及铝合金下游行业情况



来源: 网络资料, 国联证券研究所

图表 25: 中国原铝月度供需 (万吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

8 行业展望及投资建议

建议关注具备电解铝区位优势或资源优势的企业, 持续推荐神火股份 (000933) 和中国铝业 (601600)。中国铝业有铝土矿-氧化铝-电解铝全产业链配套, 在原材料供应的稳定性和成本上均具有优势, 且受京津冀地区限产影响较小, 神火股份 80 万吨产能布局新疆, 盈利能力行业领先, 本部 35 万吨电解铝不在 2+26 城市范围内。

9 风险提示

铝价下跌; 氧化铝价格上涨; 铝需求下降

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及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，国联证券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。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及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一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064