

投资评级:增持(维持)

电解铝行业报告

需求改善在即, 板块重估已具备确定性

最近一年行业指数走势



联系信息

李帅华

分析师

SAC 证书编号: S0160518030001

lishuaihua@ctsec.com

郝思行

联系人

haosx@ctsec.com

021-68592511

相关报告

- 《铝价短期蛰伏, 宏观利好, 年后有望回升: 铝业周报》 2019-01-14
- 《铝土矿短缺依旧, 氧化铝减产托价: 铝业周报》 2018-10-22
- 《氧化铝下跌有限, 铝价蓄势待起: 铝业周报》 2018-10-14

- **宏观宽松, 强周期铝板块有望重估。**上周五中央经济工作会议已经结束, 本次会议强调的是在外部环境严峻、内部存忧的背景下保增长, 强调逆周期调节和稳定需求。财政政策方面, 要加大减税力度、提高专项债的融资规模; 货币政策方面, 要保持流动性宽裕但同时避免“大水漫灌”, 进一步强调解决中小企业融资难的问题。而有关市场十分关注的房地产, 政策的指引为“因城施策”, 将地产调控的权利下放到各级政府, 强调因地制宜。综合考虑较为宽松的货币政策、积极的财政政策和下放权力到地方的房地产“因城施策”政策, 国内宏观环境已形成实质上的宽松, 当前严重亏损的强周期铝板块有望重估。
- **需求端改善在即。**电解铝下游消费以建筑、汽车、基建(电力、电网)等为主, 其中基建方面, 在积极的财政政策的作用下, 地方政府专项债的融资规模将得以扩大, 基建投资增速将企稳回升; 房地产方面, 政府已采取权力下放的态度, 预计各级政府将根据当地情况适度放开限购等政策, 目前已有广州、杭州、珠海、菏泽等地采取宽松调控; 汽车、家电消费方面, 发改委副主任宁吉喆表示, 2019年将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施; 其他消费方面, 2019年在积极的财政政策将带来更大幅度的减税, 预计消费增速有望回升。因此, 展望2019年, 我们认为基建、消费将同比改善, 地产销售可能继续下降, 但幅度有限, 同时由于2018年的强开工、弱竣工现象到2019年可能转变为弱开工、强竣工, 这将对地产的后端消费电解铝形成支撑。
- **供给弹性缺失、库存去化、利润回升。**根据ALD统计, 今年我国计划新增电解铝产能289万吨, 但考虑到目前的铝价以及电解铝的供给弹性减弱, 增量将十分有限。我们再次强调, 电解铝的供给弹性较以往已大幅减弱, 尤其是资金的可获得性、资金成本以及自备电厂审批严苛等因素使得新上电解铝项目的难度大幅增加。综合考虑需求端的改善以及供给端的有限增量, 预计2019年电解铝恐短缺70万吨, 库存将重回正常水平, 电解铝的利润也将扭转亏损重回盈利。
- **推荐标的: 云铝股份、神火股份、中国铝业、索通发展**
- **风险提示: 汽车促销政策不及预期、地产销售断崖式下跌、供给增量超预期、海外铝市疲软拖累国内市场。**

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (01.18)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
000807	云铝股份	111.31	4.27	0.25	0.08	0.46	17.08	53.38	9.28	买入
000933	神火股份	84.57	4.45	0.19	0.27	0.53	23.42	16.48	8.40	增持
601600	中国铝业	548.46	3.68	0.09	0.13	0.19	40.89	28.31	19.37	增持
603612	索通发展	43.45	12.77	1.61	0.87	1.73	7.93	14.68	7.38	增持

数据来源: Wind, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财, 财通天下

1、宏观宽松，强周期铝板块有望重估

上周五中央经济工作会议已经结束，本次会议强调的是在外部环境严峻、内部存忧的背景下保增长，强调逆周期调节和稳定需求。财政政策方面，要加大减税力度、提高专项债的融资规模；货币政策方面，要保持流动性宽裕但同时避免“大水漫灌”，进一步强调解决中小企业融资难的问题。而有关市场十分关注的房地产，政策的指引为“**因城施策**”，将地产调控的权利下放到各级政府，强调因地制宜。

我们认为，2019年国内货币环境将较为宽松、财政政策可能十分积极。**基建方面**，在积极的财政政策的作用下，地方政府专项债的融资规模将得以扩大，用于托底基建投资增速，托底经济；**房地产方面**，政府已采取权力下放的态度，预计各级政府将根据当地情况适度放开限购等政策，目前已有广州、杭州、珠海、菏泽等地采取宽松调控；**汽车、家电消费方面**，发改委副主任宁吉喆表示，2019年将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施；**其他消费方面**，2019年在积极的财政政策将带来更大幅度的减税，预计消费增速有望回升。因此，展望2019年，我们认为基建、消费将同比改善，地产销售可能继续下降，但幅度有限，同时由于2018年的强开工、弱竣工现象到2019年可能转变为弱开工、强竣工，这将对地产的后端消费铝、铜等形成支撑。

2、建筑、汽车、基建用铝改善，出口维稳

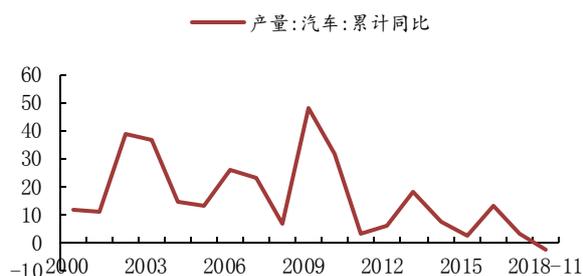
2017年底开始铝消费增速下滑，这与国内固定资产投资增速下滑，社零总额增速下滑等有一定的关系，其中地产竣工面积负增长、汽车消费低迷以及基建投资增速下滑是三大主要因素。

2.1 汽车用铝有望好转

2018年受经济下滑、地产、股市疲软财富效应缩水、按揭贷款对消费产生挤出效应等多方面合力的影响，千禧年以来我国汽车销量将首次出现下滑，受此影响汽车用铝情况不佳。展望，2019年发改委副主任宁吉喆表示将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施。在政策可预期的条件下，我们认为主动去库存的力度将低于预期，如果最终汽车促销政策强劲，汽车产销将重回正增长，并可能使得本将进入主动去库周期的汽车产业进入弱补库周期，进而对电解铝的消费形成支撑。假设汽车产销增速可以恢复到3%-5%，将拉动电解铝的需求增加20万吨以上。

图 1：2018 年汽车销量首次同比下滑

图 2：汽车库存开始去化



数据来源: Wind, 财通证券研究所



数据来源: Wind, 财通证券研究所

2.2 铝材出口稳定

2018 年我国累计出口铝材 580 万吨, 同比增长 21%, 主要原因在于人民币持续贬值以及国内铝价相对伦铝下滑导致沪伦比低于出口盈亏平衡线, 刺激了铝材的出口; 而国内铝价相对伦铝更多的下跌主要是因为国内宏观经济下滑、国内铝锭库存高企的原因。展望 2019 年, 我们认为出口铝材数量可能持平或略有下滑。首先, 人民币贬值的趋势不变, 这仍将促进国内铝材的出口; 其次, 2018 年受中美贸易战影响, 导致我们铝材出口地已发生结构性变化, 对美国出口比例下降, 对欧盟、东南亚、澳洲等其余地区的出口比例增加, 随着铝材出口的成功转移, 预计 2019 年中美贸易摩擦对铝材出口的负面作用弱化。但同时, 我们需要警惕的是, 受海德鲁复产进度加快的影响, 海外氧化铝价格迅速回落, 海外铝价支撑瓦解, 2019 年铝价沪伦比可能抬高, 抑制部分铝材出口, 但总体上来说, 我们认为 2019 年铝材出口不会大幅下滑, 预计持平或稳中略降。

图3: 2018年出口铝材同比增加21%



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图4: 人民币贬值及低沪伦比刺激铝材出口



数据来源: Wind, 财通证券研究所

2.3 地产后端消费发力，建筑用铝受益

2018年，国内地产新开工面积增速与竣工面积增速出现史无前例的背离，究其原因主要包括金融去杠杆及资管新规下影子银行消散导致房地产开发商融资困难以及地产销售下行，开发商抢开工售楼期房回收现金流导致的。展望2019年，我们认为地产销售可能继续下降，但幅度有限，同时由于2018年的强开工、弱竣工现象到2019年可能转变为弱开工、强竣工，这将对地产的后端消费铝、铜等形成支撑。首先，2019年中央经济工作会议强调关于房地产方面的政策指引为“因城施策”，将地产调控的权利下放到各级政府，强调因地制宜，预计各级政府将根据当地情况适度放开限购等政策，目前已有广州、杭州、珠海、菏泽等地采取宽松调控。其次，2018年12月发改委新规支持企业债发行主体扩容至优质房企，新规赋予房企募集资金用于补流比例由40%提升至50%，预计这将改善2019年房地产开发商的融资难题，有利于地产竣工面积重回正增长。

图5：2018年房屋新开工及竣工史无前例的背离



数据来源：Wind，财通证券研究所

2.4 托底经济，基建投资回升

2018年，受国内去杠杆、资管新规打击影子银行、对表外融资监管加严的影响，表外融资存量规模增速大幅下滑，并逐渐开始同比负增长。受此影响，基建投资增速大幅下滑，但近几个月投资增速已出现回稳现象。展望2019年，国内财政政策可能十分积极，在基建方面，在积极的财政政策的作用下，地方政府专项债的融资规模将得以扩大，2019年基建投资增速将出现回升。近期在国家稳经济等一系列措施的作用下，基建投资（不含电力）以及电网、电源投资都开始企稳回升。

图6：表外融资存量规模增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 7：电源、电网投资完成额企稳回升



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 8：基建投资企稳



数据来源：Wind，财通证券研究所

3、供给弹性缺失、库存去化、利润回升

供给弹性缺失，投产不及预期。2018 年国内电解铝新增产能低于预期，年初预计有 405 万吨要投产，实际投产为 224 万吨，主要原因是自备电审批难、资金面紧张融资难、铝价等因素限制了供给弹性。自备电方面，当前国内自备电审批难度大，同时自备电征缴各项费用的预期拖累新增产能的投产进度；融资方面，电解铝属于传统落后产能，银行贷款审批难度大融资困难，资金面紧张导致投产不及预期；最后低迷的铝价导致电解铝严重亏损抑制了投产节奏。

展望 2019 年，我们认为自备电审批难、资金面紧张融资难、较低的铝价依旧会致使电解铝的供给弹性继续缺失，根据 ALD 统计，2019 年我国计划新增电解铝产能为 289 万吨，而实际增量预计将低于 289 万吨。

图 9：2018 年电解铝新增产能不及预期

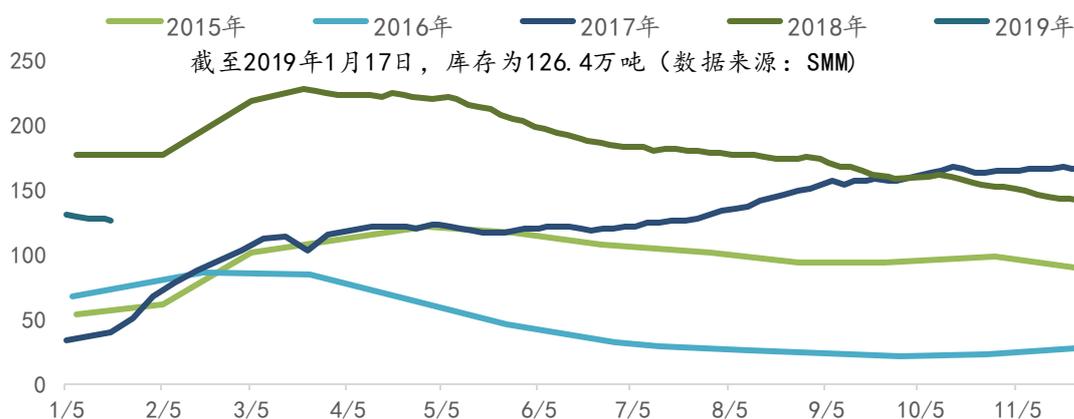
单位：万吨

省份	企业	新产能	新产能已投产	待开工新产能	始投产时间
甘肃	甘肃中瑞铝业有限公司	10	10	0	2018年5月
广西	广西苏源投资股份有限公司	0	0	0	2018年9月
广西	广西德保百矿铝业有限公司	12.5	12.5	0	2018年4月
广西	广西田林百矿铝业有限公司	10	10	0	2018年4月
内蒙古	内蒙古创源金属有限公司	45	12	33	2018年1月
广西	广西来宾银海铝业有限公司	16.7	16.7	0	2018年4月
内蒙古	包头市蒙泰铝材有限公司	25	25	0	2018年2月
贵州	贵州华仁新材料有限公司	20	20	0	2018年1月
贵州	贵州兴仁登高新材料有限公司	12.5	11	1.5	2018年5月
广西	广西华鑫新材料有限公司	20	20	0	2018年1月
山西	山西中铝华润有限公司	12.5	10	2.5	2018年5月
云南	鹤庆溢鑫铝业有限公司	15	0	15	2018年待定
云南	云南云铝海鑫铝业有限公司	10	10	0	2018年7月
内蒙古	包头市新恒丰能源有限公司	20	20	0	2018年8月
内蒙古	内蒙古华云新材料有限公司	12	12	0	2018年8月
内蒙古	内蒙古锦联铝材有限公司	20	0	20	2018年待定
山东	魏桥铝电(集团)	61	0	61	2018年待定
山东	山东信源铝业有限公司	15	0	15	2018年待定
广西	广西隆林百矿铝业有限公司	0	0	0	2019年待定
陕西	陕西美鑫产业投资有限公司	30	2.7	27.3	2018年待定
新疆	新疆嘉润资源控股有限公司	0	0	0	2018年待定
贵州	兴仁县登高铝业有限公司	6	0	6	2018年待定
辽宁	营口鑫泰铝业有限公司	32.25	32.25	0	2018年9月
总计		405.45	224.15	181.3	

数据来源：百川资讯，财通证券研究所

库存去化，电解铝利润有望回升。2018年电解铝库存从年初的177万吨减少到年底的128万吨，累计去化50万吨，虽然2018年需求端疲软，但供给侧收缩严重，考虑总需求不足，铝价持续下跌的行业背景，电解铝行业正处于主动去库存的阶段。展望2019年，需求端改善在即，而供给端则缺乏弹性，电解铝库存有望超预期去化70万吨左右，我们预计随着供需关系好转及库存的去化，铝板块的盈利将得以恢复、估值得以重塑。

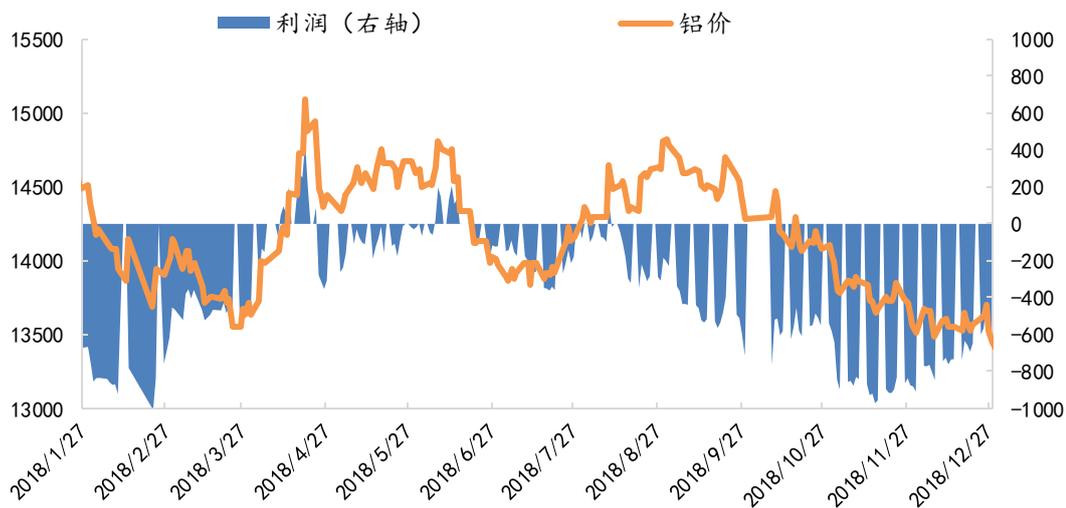
图 10：电解铝库存



数据来源：SMM，财通证券研究所

电解铝利润触底回升。2018年12月以来受氧化铝价格回落，电解铝环节的利润逐渐回升，行业最差的时间段依然渡过。此外，我们想着重突出本轮氧化铝价格快速下跌而铝价的跌幅却较小的特征，我们认为出现这一特征的根本原因在于宏观预期的好转以及库存持续去化带来的利润修复。因此，展望2019年随着下游需求的边际改善以及库存的进一步去化，电解铝的利润将进一步抬升。

图 11：电解铝利润触底回升



数据来源：Wind，财通证券研究所

综上所述，从宏观环境看，较为宽松的货币政策、积极的财政政策和下放权力到地方的房地产“因城施策”政策，国内宏观环境已形成实质上的宽松，当前严重亏损的强周期铝板块有望重估。从下游需求来看，主要下游基建、建筑、汽车企稳回升，出口持稳，下游增速将触底回升。从供给端看，电解铝的供给弹性较以往已大幅减弱，尤其是资金的可获得性、资金成本以及自备电厂审批严苛等因素使得新上电解铝项目的难度大幅增加。综合考虑需求端的改善以及供给端的有限增量，预计2019年电解铝恐短缺70万吨，库存将重回正常水平，电解铝的利润也将扭转亏损重回盈利，而宏观的宽松将使得估值重塑，预计铝板块可能形成戴维斯双击，具备股价高弹性。

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。