

投资评级:增持(维持)

# 电解铝行业专题报告

## 量化分析:2019年电解铝需求如何

### 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

- 《上半年谨慎一点,下半年乐观一些:锡行业点评报告》2019-01-16
- 《汽车消费有望好转,铝板块即将重估:电解铝行业事件点评》2019-01-10
- 《有色金属稀土行业:2019只会迟到,不会缺席》2019-01-07

### 投资要点:

- **2019年电解铝的终端用铝需求增量预计为180万吨。**展望2019年的电解铝消费市场,我们认为消费领域和机械领域的用铝量将延续之前的增长势头,保守估计两个领域用铝增量至少85万吨。此外,2018年拖累用铝增速的建筑、电力以及汽车领域都将出现改善,其中建筑和电力领域在地产竣工增速修复以及基建投资资金端问题得到解决后,用铝增量将较为明显,我们预计2019年地产、基建、汽车三个领域新增用铝量合计为95万吨左右。**综上,2019年国内终端用铝需求合计增量为180万吨。**
- **需求逐步回暖,行业将进入补库阶段。**2018年国内经济较为疲软,电解铝终端用铝增速出现下滑,行业步入主动去库阶段。展望2019年,终端需求有望转好,之前市场对2019宏观前景过度悲观,备库水平较低,**预计2019年电解铝行业将先后经历被动去库和主动补库的阶段。**当前电解铝日均产量在10万吨左右,假设全产业链补5天库存,就将增加表观需求50万吨。**我们预计2019年电解铝的表观需求增量将在180+50=230万吨左右的水平。**
- **流动性宽松,贸易战缓和,低PB的铝板块将得到重估。**(1)央行12月资产负债表规模有显著扩张,其中主要扩张的科目为“其他资产”,从1.75万亿快速增长到2.34万亿,该科目为对内科目与买入外汇、黄金无关。(2)一月社融数据大幅上涨,虽然市场对结构性仍存疑虑,但流动性的大幅改善已成事实。(3)近期中美贸易战缓和,大宗商品价格受益。综上,我们认为国内资金流动性已明显改善,低PB的电解铝板块将得到重估。
- **推荐标的:**总体来看,2019年电解铝的需求明显向好,我们预计2019年电解铝新增终端需求180万吨、新增表观需求230万吨,电解铝的供需缺口达70万吨,电解铝库存将进一步去化,行业利润也将得到明显修复。推荐神火股份、云铝股份、中国铝业、南山铝业。
- **风险提示:**宏观经济不及预期的风险;中美贸易战愈演愈烈的风险;

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (03.01)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
600219	南山铝业	305.93	2.56	0.13	0.18	0.22	19.69	14.22	11.64	买入
601600	中国铝业	723.46	4.25	0.09	0.13	0.19	47.22	32.69	22.37	增持
000933	神火股份	94.07	4.95	0.19	0.12	0.22	26.05	41.25	22.50	增持
000807	云铝股份	119.65	4.59	0.25	-0.63	0.22	18.36	-7.29	20.86	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

有色金属

证券研究报告

行业专题报告

行业研究

财通证券研究所

**内容目录**

1、国内电解铝消费结构.....	4
2、建筑用铝.....	4
2.1 建筑用铝结构测算.....	4
2.2 2019 年房屋竣工增速修复拉动建筑用铝.....	4
3、电力用铝.....	8
3.1 电力用铝基本情况.....	8
3.2 2019 年基建投资增速分析.....	9
3.2.1 自筹资金.....	9
3.2.2 国内贷款方面.....	10
3.2.3 预算内资金.....	10
4、交运用铝.....	14
4.1 2018 年国内汽车行业首现负增长拖累交运用铝.....	14
4.2 2019 年汽车产销量有望实现低速正增长.....	14
4.2.1 行业增速中枢降档是此轮行业增速快速下行的大背景.....	14
4.2.2 政策退出是 2018 年汽车行业增速转负的主要因素.....	14
4.2.3 中国汽车市场仍有巨大空间.....	14
4.3 汽车产销有望转正，拉动交运用铝.....	14
5、消费领域及机械设备领域用铝.....	14
5.1 保守估计消费领域用铝量维持 7% 的增速.....	14
5.2 机械设备用铝.....	14
6、小结与投资建议.....	20
6.1 小结.....	20
6.2 投资建议与推荐标的.....	20
7、风险提示.....	21

**图表目录**

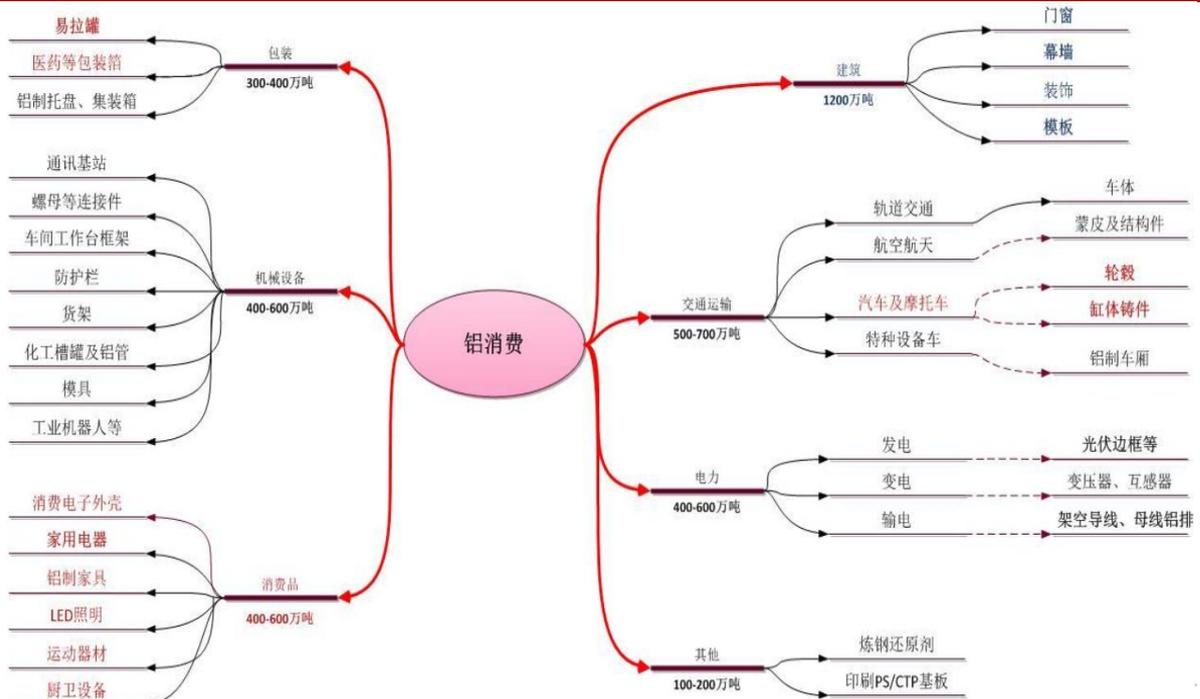
图 1：中国铝消费结构.....	4
图 2：建筑用铝结构.....	4
图 3：新开工与竣工面积增速出现严重分化.....	4
图 4：土地购置税费支撑房地产投资增速.....	4
图 5：房地产建安投资下滑.....	4
图 6：2018 年非标融资同比减少近 3 万亿元.....	4
图 7：受去杠杆影响，房地产企业资金紧张.....	4
图 8：住宅价格增速大幅回落.....	4
图 9：商品房销售面积快速回落.....	4
图 10：土地成交面积增速大幅下滑.....	4
图 11：基建投资（不含电力）增速.....	4
图 12：电网投资完成额增速.....	4
图 13：历年基建投资资金来源.....	4
图 14：2017 年自筹资金来源比例.....	10

图 15: 非标融资各细项累计增速 .....	10
图 16: PPP 落地率大幅提升 .....	1
图 17: 进入执行阶段的 PPP 对基建的拉动作用有望在 2019 年体现 .....	1
图 18: 城投债净融资额 .....	1
图 19: 新增人民币贷款累计增速 .....	1
图 20: 新增国内贷款用于基建投资的比例 .....	1
图 21: 预算内收入的组成比例 .....	1
图 22: 公共财政收入、支出增速逐年走弱 .....	1
图 23: 土地收入/政府性基金收入 .....	1
图 24: 土地成交面积增速明显下滑 .....	1
图 25: 历年新增地方专项债的发行情况 .....	1
图 26: 2018 年至今新增专项债投向 (单位: 亿元) .....	1
图 27: 2018 年 7 月份开始汽车销量连续负增长 .....	1
图 28: 2018 年汽车行业将迎来首个年度负增长 .....	1
图 29: 汽车行业增速中枢已经历过一次切换 .....	1
图 30: 行业销量增速受购置税政策影响较大 .....	1
图 31: 社会零售总额增速 .....	1
图 32: 商品房销售面积增速 .....	1
图 33: 制造业投资增速 .....	1
图 34: 制造业企业负债率企稳回落 .....	1
图 35: 历年电解铝需求 .....	2
图 36: 历年电解铝需求增速 .....	2
表 1: 铝门窗用铝量测算 .....	1
表 2: 2018 年我国汽车、摩托车用铝量情况 .....	1
表 3: 2019 年我国汽车、摩托车用铝量情况 .....	1
表 4: 重点推荐公司盈利预测 .....	2

## 1、国内电解铝消费结构

国内电解铝消费结构。根据 ALD 测算，中国建筑领域用电解铝 1200 万吨/年，交通运输领域用电解铝 500-700 万吨/年，电力领域用电解铝 400-600 万吨/年，建筑、交运、电力为电解铝的三大需求，占比总需求的 60%左右，其他领域包括包装、消费品、机械领域等。我们认为建筑、交运、电力、机械领域具有强周期性和政策性，决定了下游需求的变动情况，而包装、消费品领域由于其弱周期的属性，对电解铝需求变化的影响相对稳定。因此本文将从建筑、交运、电力、机械等领域去探讨 2019 年电解铝消费的增量问题。

图1：中国铝消费结构



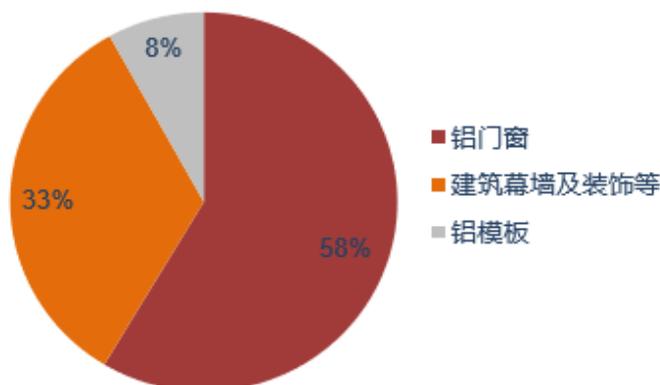
数据来源：ALD，财通证券研究所

## 2、建筑用铝

### 2.1 建筑用铝结构测算

建筑领域用铝主要包括铝门窗、铝幕墙以及铝模板，其中以铝门窗用铝量最大，我们测算 2018 年铝门窗用铝量为 710 万吨，占 ALD 测算的 1200 万吨建筑用铝量的近 60%。用铝量最小的是近年刚刚兴起的建筑用铝模板领域，2017 年忠旺铝材生产铝模板 25 万吨，预计占全市场的 25-30% 的市场份额，我们预计 2018 年铝模板用铝量大约在 80-100 万吨左右。剩余 400 万吨以建筑铝幕墙为主，2016 年中国建筑幕墙完成工程总产值 3500 亿元，据此估算 2016 年幕墙用铝 200 万吨左右，差值的 200 万吨，我们猜测包括幕墙、门窗和装饰用铝，但应该以铝幕墙为主。

图 2：建筑用铝结构



数据来源：财通证券研究所

表 1：铝门窗用铝量测算

	2018 年(万 平方米)	窗面比	铝门窗应 用率	铝材消耗/ 平方米	安装 损耗	铝型材 成材率	电解铝消耗量 (万吨)
建筑业房屋竣工面积	413509	0.25-0.3	0.6-0.7	0.005-0.008	1.13	0.8-0.9	
其中住宅竣工面积	278410	0.25-0.3	0.6-0.7	0.005-0.008	1.13	0.8-0.9	430.0
其他(办公楼、 营业用房等)	135099	0.3	0.65	0.008	1.13	0.8-0.9	280
合计							710

数据来源：Wind, ALD, 财通证券研究所

## 2.2 2019 年房屋竣工增速修复拉动建筑用铝

2017-2018 年房屋新开工与竣工面积出现分化背离。历史上来看，房屋新开工面积增速与房屋竣工面积增速保持一致的趋势，但从 2017 年开始逐渐出现分化背离，尤其是在 2018 年。2018 年全年房屋新开工面积同比增加 17.2%，与此同时房屋竣工面积却出现了-7.8%的下滑。

2018 年扣除土地购置费后的地产投资增速及建安投资均出现下滑。2018 年地产投资增速保持高增长，全年维持在近 10%左右的水平，然后仔细拆分后我们可以发现高增长的根本原因在于土地购置费的大幅增长。2018 年土地购置费增长 57%，将其扣除后地产投资增速同比下滑，全年为-3.2%，与此呼应的是房地产建安投资的下滑。

2018 年地产竣工及建安投资增速下滑拖累建筑用铝。建筑用铝包括铝门窗、铝幕墙、建筑模板等，其中建筑模板占比 8%左右，主要用于地产开工环节，而铝门窗、铝幕墙等主要用于地产施工和竣工环节，尤其是竣工环节，因此 2018 年高开工、低竣工的现象影响了建筑用铝的消费量。

图3：新开工与竣工面积增速出现严重分化



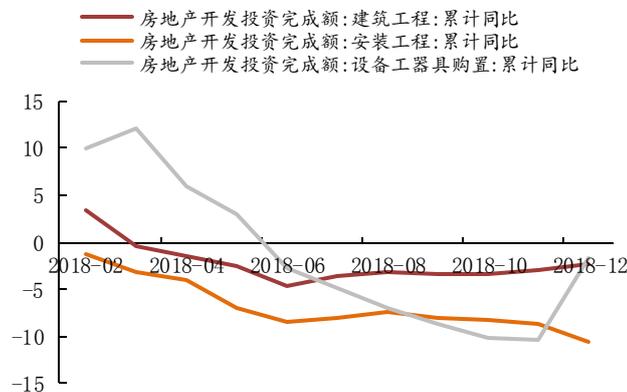
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 4: 土地购置税费支撑房地产投资增速



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 5: 房地产建安投资下滑

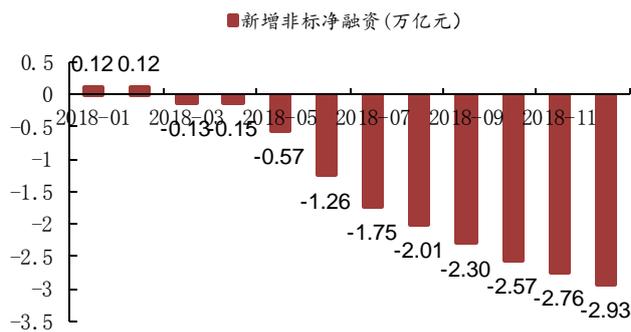


数据来源: Wind, 财通证券研究所

**资金紧张+抢开工拖累竣工面积及建安投资。**受国内去杠杆影响,非标融资大幅缩减,2018年非标融资同比减少近3万亿元,受此拖累房地产企业资金紧张。与此同时,随着国家对房价的调控以及棚改货币化作用的逐渐弱化,一二三线房价增速先后回落,而伴随房价增速下滑的还有商品房销售面积的快速回落。因此,在销售面积与价格增速快速回落,同时资金端又紧张的情况下,房地产企业的行为必然转变为抢开工销售期房,这样既可以在房价相对较高的位置锁定收益,同时又可以尽快回收现金流缓解资金端的紧张。因此,2018年出现了极为罕见的开工大幅增速而竣工面积却大幅下滑的情况。

图 6: 2018 年非标融资同比减少近 3 万亿元

图 7: 受去杠杆影响, 房地产企业资金紧张

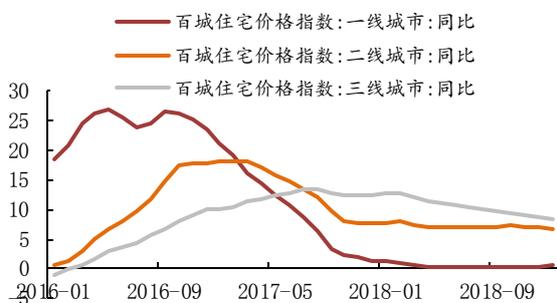


数据来源: Wind, 财通证券研究所



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 8: 住宅价格增速大幅回落



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 9: 商品房销售面积快速回落



数据来源: Wind, 财通证券研究所

地产高开工向高竣工过渡, 建筑领域用铝需求将得到改善。2018 年房屋竣工面积 93550 万平方米, 同比下降 7.8%, 其中 12 月竣工面积 26694 万平方米, 同比增速 5.8%, 为 2018 年唯一正增长月份; 2017-2018 年房屋销售和竣工差值持续扩大, 考虑到期房的刚性交付需求及 2018 年竣工面积的低基数效应, 预计 2019 年是房屋竣工将大幅改善。而从资金端来看, 随着 2018 年土地成交面积的增速大幅下滑, 预计 2019 年房地产投资额中土地购置费的比例将有所弱化, 土地购置资金的减少将为房地产建安投资释放空间, 因此我们认为 2019 年建筑领域用铝需求将得到改善。

图 10: 土地成交面积增速大幅下滑



数据来源: Wind, 财通证券研究所

2019 年建筑业用铝量将增加近 40 万吨。2018 年建筑业竣工面积 413509 万平方米，其中房地产竣工面积 93550，我们假设 2019 年房地产的竣工增速达到 15%，建筑业其余竣工面积维持不变，则 2019 年建筑业竣工面积可达到 427542 万平方米，同比增加 3.4%。建筑业用电解铝 1200 万左右，其中开工阶段的铝模板消耗 100 万吨左右，剩余 1100 万吨主要用于竣工阶段，则  $1100 \times 3.4\% = 37$  万吨。考虑到历年新开工面积都明显高于竣工面积（除部分新开工成为烂尾楼外），我们认为地产竣工数据存在瑕疵，应该是低于实际竣工数据，因此建筑业用铝的增量可能不止 37.4 万吨。

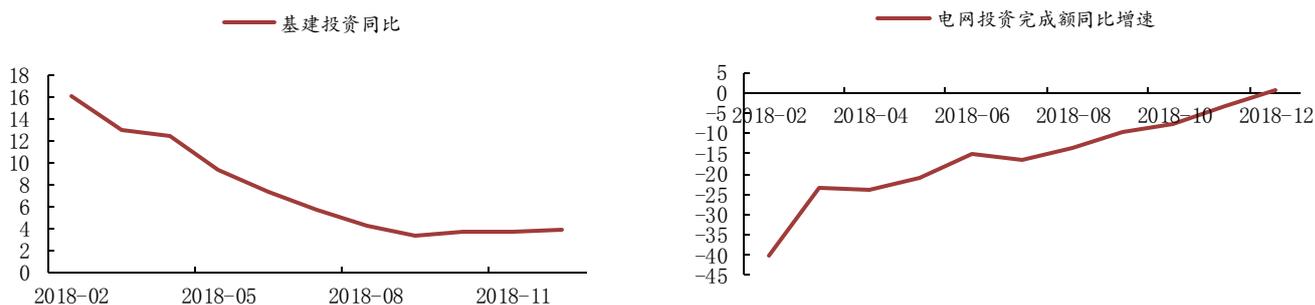
### 3、电力用铝

#### 3.1 电力用铝基本情况

电力用铝基本情况。电力用铝包括输电端的架空导线、母线铝排等、包括变电端的变压器、互感器等、以及发电端的光伏边框等，其中光伏用铝按照 2018 年 44GW 的装机量进行测算，铝边框、支架和导线等需用铝量接近 100 万吨。剩余 300-500 万吨电力用铝主要受电网投资影响，而电网投资作为基建投资的一部分，与基建投资一样受到资金端的影响，因此 2019 年电网投资增速除了需要参考国家电网给出的目标，还需要分析资金端是否充裕。

图11: 基建投资 (不含电力) 增速

图12: 电网投资完成额增速



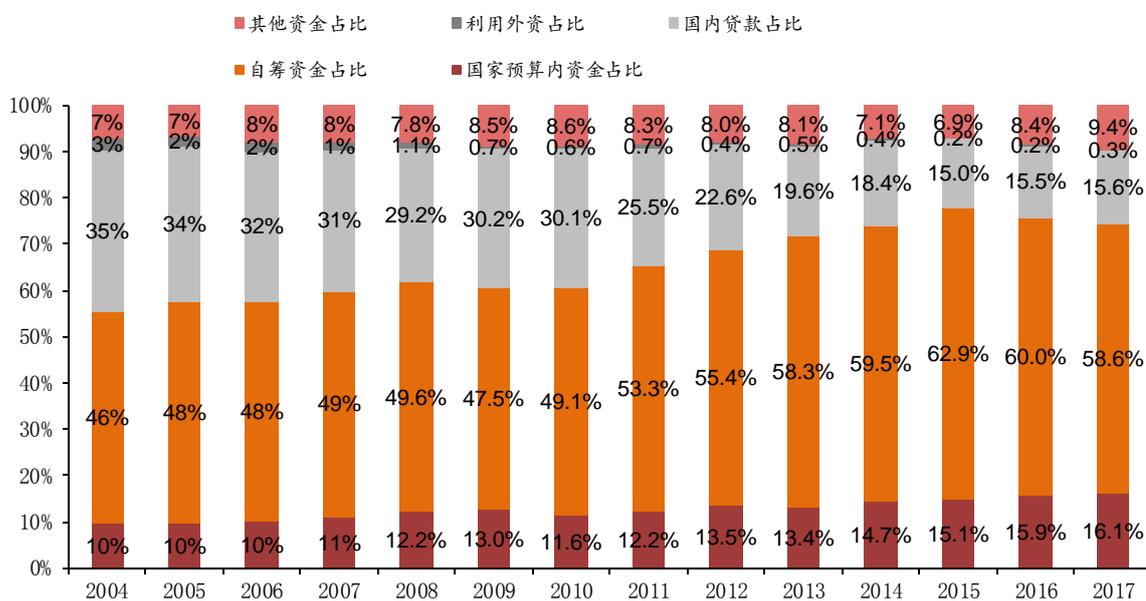
数据来源: Wind, 财通证券研究所

数据来源: Wind, 财通证券研究所

### 3.2 2019 年基建投资增速分析

自筹资金、国内贷款和国家预算内资金主导基建投资。2004 年-2017 年我国基建投资的资金来源比例逐年发生着变化, 其中自筹资金由 2004 年的 46% 提升到了 2016 年的 60%, 2017 年略有下滑但仍维持在 58.6%。而国内贷款的比例则逐年收缩, 从 35% 下滑至 2017 年的 15.6%。自筹资金、国内贷款和国家预算内资金总计占比资金总量的 90%, 因此分析自筹资金、国内贷款和国家预算内资金的变化是该部分的核心。

图 13: 历年基建投资资金来源



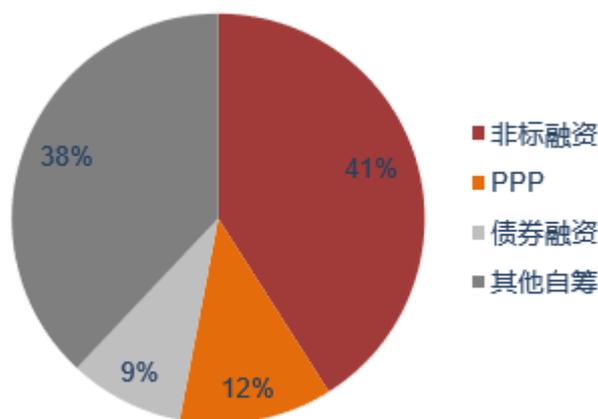
数据来源: Wind, 财通证券研究所

#### 3.2.1 自筹资金

自筹资金结构。自筹资金按照部门可以分为四大块: 债券融资、非标融资、PPP 和其他自筹。其中, 其他自筹资金在整体自筹资金的所占比率为 37.6%, 但由于

这部分资金没有较好的指标来观测，因此我们在分析自筹资金时，主要还是聚焦前三个部分。在其他三个部分中，非标融资的占比最大，高达 40.8%；PPP 次之占比 12%；债券融资则占比 9.5%。

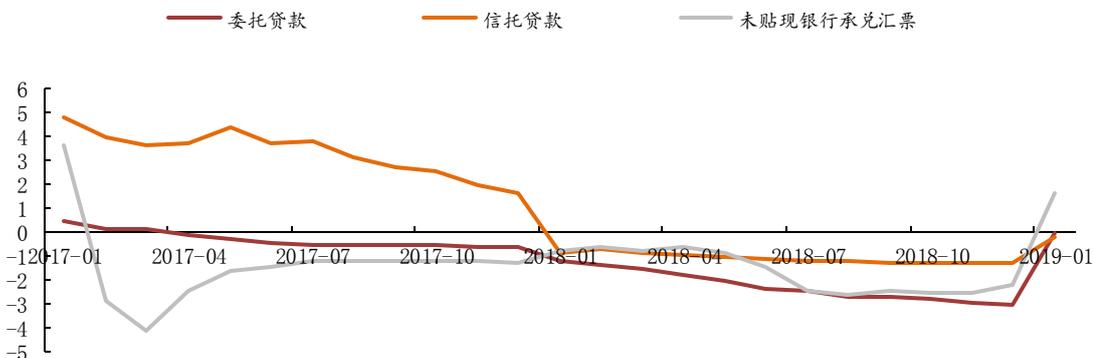
图 14：2017 年自筹资金来源比例



数据来源：Wind，财通证券研究所

**非标融资方面：**受资管新规影响，2018 年国内非标融资收缩近 3 万亿元。展望 2019 年，我们认为去杠杆大概率仍将延续，在去杠杆的大背景下，随着前期非标融资的陆续到期，2019 年非标融资余额将会延续 2018 年的下降趋势，但是下降幅度将会大幅收窄。

图 15：非标融资各细项累计增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

**PPP 方面：**PPP 落地率及进入执行阶段的 PPP 大幅提升。由于政府对 PPP 进行整顿，清退大量不符合标准的项目，2018 年 PPP 项目总投资额出现收缩，但 PPP 的落地率并没有下降，反而创造新高。此外，更值得关注的是，2018 年以来进入到执行阶段的项目大幅增长，截至 2018 年 11 月执行项目 PPP 总额近 7.2 万亿，

比去年增加 2.6 万亿，随着进入执行阶段的 PPP 大幅增长，预计 2019 年 PPP 对基建的拉动作用也将大幅提升。

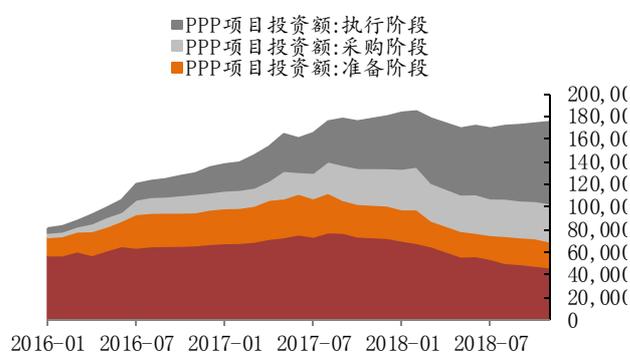
**2019 年 PPP 对基建的投资额可能增加 1800 亿，同比 10.5%。**2018 年 1-10 月新增的进入执行阶段 PPP 的投资额为 1.89 万亿，线性外推 2018 年新增的进入执行阶段 PPP 的投资额为 2.7 万亿。同时，我们假设 2019 年新增的进入执行阶段 PPP 的投资额为 3 万亿左右。为了计算每年 PPP 对基建的投资额，我们假设每年新增的进入执行阶段的 PPP 分三年施工，并且 PPP 项目 70% 的投资额由民间资本和银行募集。通过计算，2018 年 PPP 对基建的投资额约为 1.71 万亿，而 2019 年 PPP 对基建的投资额约为 1.89 万亿。因此，我们估计 2019 年 PPP 对基建的投资额相比 2018 年要增加 1800 亿元，同比增幅为 10.5%。

图16：PPP落地率大幅提升



数据来源：Wind，财通证券研究所

图17：进入执行阶段的PPP对基建的拉动作用有望在2019年体现

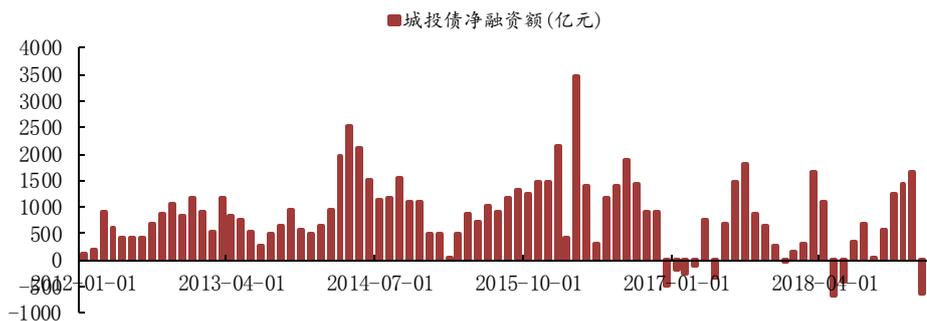


数据来源：Wind，财通证券研究所

**债券融资方面：**自筹资金的债券融资来源主要包括城投债、铁道部债券、发改委专项债与项目收益债四个部分。其中，城投债的占比最大，约为 70%。而铁道部债券、发改委专项债与项目收益债则占剩下的 30%。

**城投债规模可能持平或略微下滑。**2018 年我国城投债净融资额 6527 亿元，同比 2017 年的 5662 亿元增加 15%，并呈现前高后低的特点，下半年占比全年净融资额的 67%。主要原因是在 2018 年 7 月以后，随着国常会明确提出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”，城投债的发行有比较明显的回暖。展望 2019 年，城投债发行回暖的趋势虽然仍存，但地方政府可置换债的逐渐退出预计将拖累城投债的净融资规模，因此我们预计城投债规模可能持平或略微下滑。

图18：城投债净融资额



数据来源: Wind, 财通证券研究所

### 3.2.2 国内贷款方面

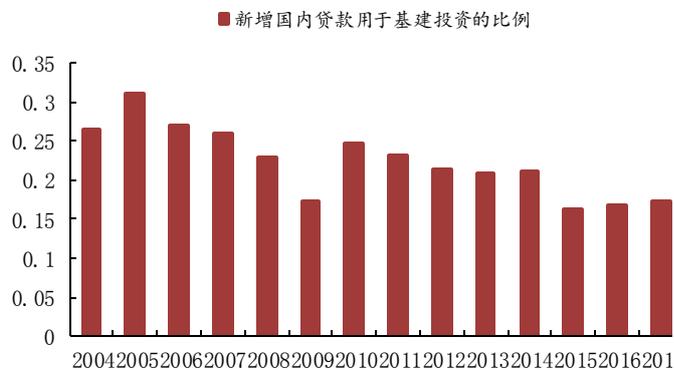
预计2019年国内贷款为基建投资新增4000亿元贷款。2018年国内新增人民币贷款增速达到19.5%，考虑到央行多次降准带来的影响，预计2019年国内新增人民币贷款增速仍有望在15%-20%的区间内，我们保守预计增速为15%。此外，历年新增国内贷款用于基建投资的比例显示近三年17%的新增国内贷款被用于基建投资，假设这一比例不变，则2019年国内贷款方面为基建投资带来的新增体量将达到约4000亿元。

图19: 新增人民币贷款累计增速



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图20: 新增国内贷款用于基建投资的比例



数据来源: Wind, 财通证券研究所

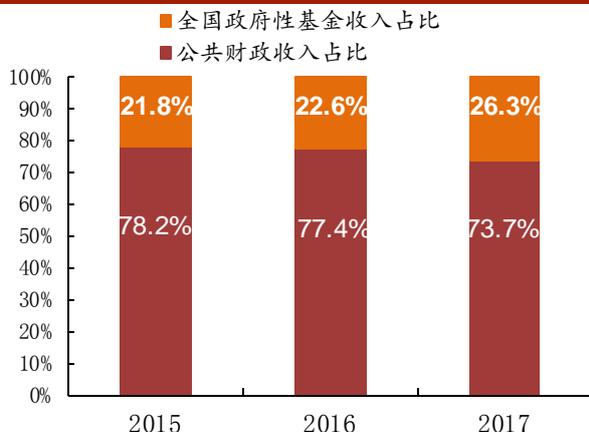
### 3.2.3 预算内资金

**预算内资金结构情况。**预算内资金包括一般公共预算和政府性基金两个部分，其中一般公共预算收入占比75%左右，政府性基金收入占比25%左右，而政府性基金收入又包括土地出让收入和地方专项债两个部分。

**PPI 回落及企业利润下滑或拖累公共财政收入及支出。**公共财政收入主要来自税收收入(2018年占比85%)，受国内PPI回落和企业利润下滑的影响，2019年国内税收收入增速恐出现小幅下滑，受此影响，2019年公共财政收入增速

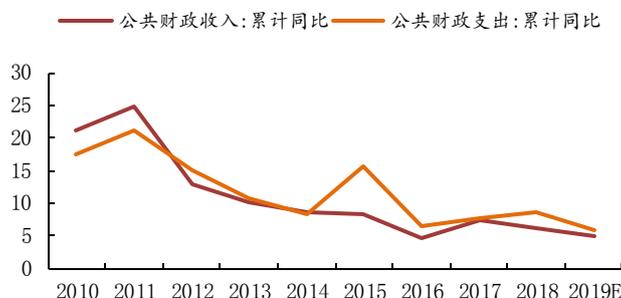
将随之下滑，2018 年增速为 6.2%，预测 2019 年增速为 5%。但考虑到 2015 年宏观经济下行压力加大的情况下，政府为了维稳经济，增加了财政赤字，因此不排除公共财政支出的增速上升至 10% 以上的可能性。

图 21：预算内收入的组成比例



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 22：公共财政收入、支出增速逐年走弱



数据来源：Wind，财通证券研究所

土地收入下滑恐拖累政府性基金收入。2018 年土地收入占比政府性基金收入的 86% 左右，展望 2019 年，随着国内土地成交面积增速的下滑，将对政府性基金收入形成较大的负面作用。

图 23：土地收入/政府性基金收入



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 24：土地成交面积增速明显下滑

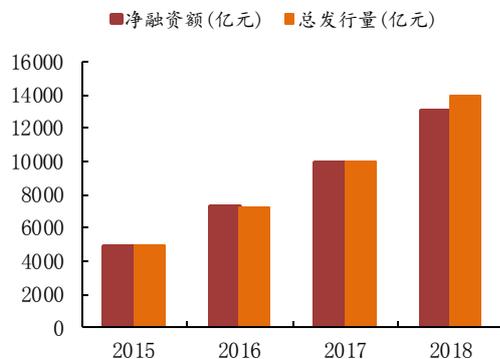


数据来源：Wind，财通证券研究所

地方专项债有望发力对冲土地出让收入下降。虽然我们认为明年随着房地产市场的调整加剧，地方政府土地出让金和政府性基金收入的减少，将会给基建造成一定的不利影响，但是也没必要过分担心，因为：（1）地方专项债将会加大发行规模对冲土地出让金的下降。（2）地方专项债用于基建的比例高达 40%。从地方专项债历年的发行来看，每年地方债的发行量都是在不断增加的。2018 年 12 月 19 日召开的中央经济工作会议也提到，2019 年将会加大地方专项债的发行规模，我们预计 2019 年地方专项债的新增规模将会达到

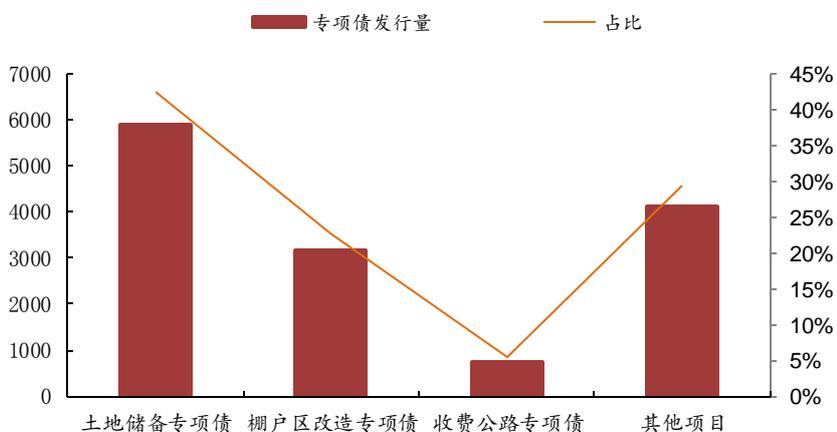
2 万亿以上，相比 2018 年 1.39 万亿的新增规模要增加 6000 亿元以上。地方专项债发行规模的增加将会有有效的对冲土地出让金的下行。

图 25：历年新增地方专项债的发行情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 26：2018 年至今新增专项债投向（单位：亿元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

综上所述，我们认为非标融资仍会拖累基建投资增速，但边际上会有所弱化，同时受到地方置换债的逐渐退出、土地成交面积增速下滑以及企业盈利下降的影响，预计城投债、政府性基金支出、以及公共财政支出可能都将出现弱化的趋势，但专项债、PPP 以及国内贷款的发力预计将弥补资金端的缺口，我们认为 2019 年基建投资增速将出现反弹，预测在 10% 左右。假设电网投资增速与基建投资增速保持一致，同时光伏用铝保持稳定，预计电力用铝可以贡献电解铝消费增量 30-50 万吨。

#### 4、交运用铝

##### 4.1 2018 年国内汽车行业首现负增长拖累交运用铝

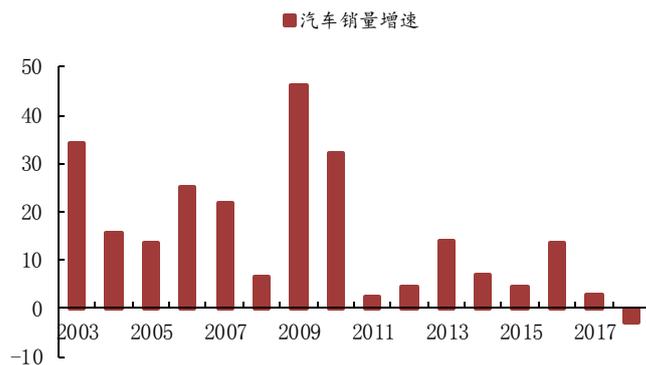
2018 年汽车产销首现年度负增长。2018 年 5 月起，我国汽车销量增速出现回落，并于 7 月开始连续 5 个月出现负增长，导致 2018 年成为中国汽车史上首个销量负增长年度。受此拖累，交运用铝也出现疲软。

图 27：2018 年 7 月份开始汽车销量连续负增长

图 28：2018 年汽车行业将迎来首个年度负增长



数据来源: Wind, 财通证券研究所



数据来源: Wind, 财通证券研究所

**交运领域用铝情况。**交运用铝包括汽车、摩托车、轨道交通、航天航空和特种设备车等，其中占比较高的是汽车及摩托车。2018年汽车产量2797万吨，其中新能源车130万吨，摩托车产量1558万辆，根据我们测算，2018年汽车及摩托车用铝总量约400万吨。

表 2: 2018 年我国汽车、摩托车用铝量情况

	传统汽车产量 (万辆)	单车用铝量 (吨)	传统汽车用铝总量 (万吨)
2018 年	2667	0.115	307
	新能源汽车产量 (万辆)	单车用铝量 (吨)	新能源汽车用铝总量 (万吨)
2018 年	130	0.23	30
	摩托车产量 (万辆)	单车用铝量 (吨)	摩托车用铝总量 (万吨)
2018 年	1558	0.04	62

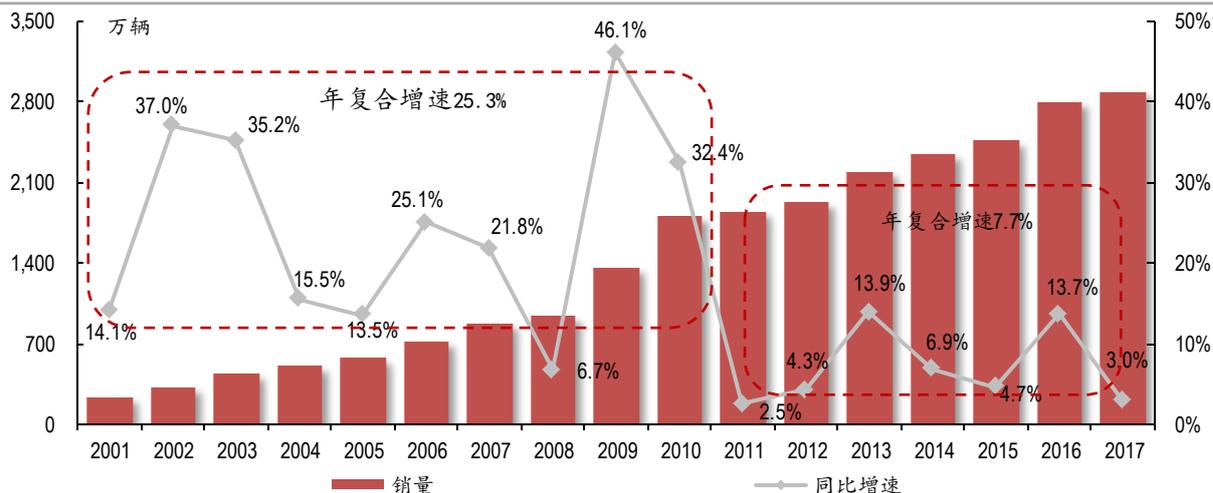
数据来源: Wind, 财通证券研究所

## 4.2 2019 年汽车产销量有望实现低速正增长

### 4.2.1 行业增速中枢降档是此轮行业增速快速下行的大背景

2018 年可能是行业增速中枢进入第三档的起始点。回顾历史，中国汽车行业发展至今，不同历史时期对应的增速中枢是不同的。**第一阶段为：**2001-2010 年 10 年间汽车销量实现了 25.3% 的超高年复合增速；**第二阶段为：**以 2011 年为节点，汽车行业增速中枢下一个台阶，由前 10 年的年复合增速 25.3% 下滑至近几年的 7.7%，接近同期 GDP 增速。**第三阶段：**2018 年很可能是行业增速中枢进入第三档的起始点，根据财通证券汽车组预测未来我国汽车行业的增速中枢预计在 2%-3% 左右。

图29: 汽车行业增速中枢已经历过一次切换



数据来源: Wind, 财通证券研究所

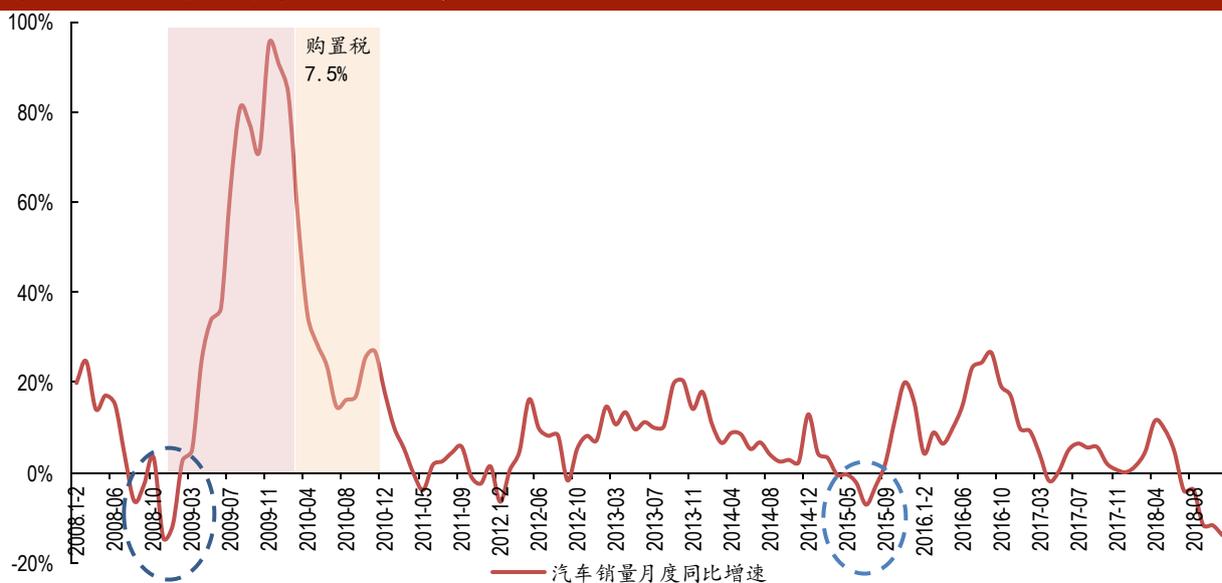
#### 4.2.2 政策退出是 2018 年汽车行业增速转负的主要因素

汽车作为可选消费品,居民收入决定购买能力,汽车价格决定购买意愿。而购置税优惠政策的作用是从价格弹性上刺激汽车消费意愿。

购置税=购车款/(1+17%) X 购置税率(无优惠时为 10%,减半优惠后为 5%)。购置税减半情况下,若以 10 万元价格的车计算,购车成本下降 4274 元,若以 15 万元价格的车计算,购车成本下降 6411 元。因此购置税减半大致能减少约 5000 元的购车成本,这种优惠力度还是可观的,能显著提升居民购买意愿。

我们对比了 2009 年、2015 年两次购置税优惠政策推出的时间窗口,从汽车销量表现上看,政策对销量的影响十分显著。

图30: 行业销量增速受购置税政策影响较大



数据来源: 中汽协, 财通证券研究所

政策刺激跨越不了“购车意愿”到“购车需求”的巨大鸿沟。我们认为，车市在一段时间的需求是相对稳定的，政策刺激的作用更多的是腾挪销量，而非创造大量新增需求。因此政策刺激对短期销量的拔高立竿见影，实则是对中长期销量的透支，政策退坡直至退出后，行业仍需偿还“旧账”，销量增速将大幅下滑，这加大了 2018 年行业增速下滑的幅度。换言之，潜在的消费者会因为固定时间窗口的 5000 元购车优惠而提升购车意愿进而选择提前购车，但对于部分人而言，缺的并不是那 5000 元的购车优惠，这部分人的需求并不会在这一阶段释放。

#### 4.2.3 中国汽车市场仍有巨大空间

根据财通证券汽车组的深度报告《中国汽车产业展望报告之一：汽车销量见顶了吗？》给出的结论来看，中国汽车市场仍有巨大空间，通过对比台湾与日本的汽车市场，预计未来我国汽车销量的峰值在 4000 万辆/年-5600 万辆/年之间，但不得不承认的是随着轿车与 SUV 对中国汽车销量的拉动作用大幅减弱，未来行业增速将跨入低速增长的第三档。

日本汽车市场从 1971 年销量首次下滑到 2007 年保有量首次下滑用时 36 年，中国汽车市场正值年度销量首次下滑之际，保有量增速仍有 12.6%，市场瓶颈远未到来。在基于对标日本的情景假设下，我们测得中国汽车市场的保有量空间为 8.22 亿辆，较当前仍有 393% 成长空间，销量峰值可达 5600 万辆，较当前仍有 194% 成长空间，届时千人保有量将达 484 辆。

由于日本是世界顶尖发达国家，且是世界顶尖汽车强国，汽车普及率仅次于美国，达到日本水平将有非常大难度。因此退一步对标中国台湾，据此我们测得中国汽车市场的保有量空间为 5.76 亿辆，较当前仍有 176% 成长空间，销量峰值可达 4000 万辆，较当前仍有 38% 成长空间，届时千人保有量将达 339 辆。

#### 4.3 汽车产销有望转正，拉动交运用铝

根据上文推理，假设 2019 年我国传统汽车销量实现 2% 的增长，而新能源汽车产量由 130 万辆增加 40 万辆至 170 万辆，其余交运用铝领域维持不变，预计 2019 年我国交运领域终端用铝量（暂不考虑主动补库对电解铝的需求）同比增加 15 万吨。

**表 3：2019 年我国汽车、摩托车用铝量情况**

	传统汽车产量（万辆）	单车用铝量（吨）	传统汽车用铝总量（万吨）
2019 年	2720.34	0.115	313
	新能源汽车产量（万辆）	单车用铝量（吨）	新能源汽车用铝总量（万吨）
2019 年	170	0.23	39
	摩托车产量（万辆）	单车用铝量（吨）	摩托车用铝总量（万吨）
2019 年	1558	0.04	62

数据来源：财通证券研究所

## 5、消费领域及机械设备领域用铝

### 5.1 保守估计消费领域用铝量维持7%的增速

消费用铝基本情况。消费用铝可以分为消费品及包装领域用铝两个部分，合计用铝量保守估计在700万吨左右，其中包装领域包括易拉罐、医药包装等，增速较为稳定；而消费品方面的家用电器、厨卫设备等受地产周期的影响，具有一定的周期性。

预计2019年消费领域用铝量增速为7%，对应50万吨增量。2018年社会零售总额增速继续下滑，大约在9%左右的水平，不过由于社会零售总额中包含汽车销售额，因此2018年社零增速下滑是受到了汽车销量负增长的拖累。展望2019年，商品房销售面积增速恐将延续2018年下滑的趋势，并出现负增长，家用电器、厨卫设备等地产后周期产品的用铝量将出现疲软，但包装领域预计仍将维持快速增长。长期看，社会零售总额增速将逐渐向GDP增速靠拢，因此我们保守估计2019年消费领域用铝量的增速为7%，对应至少50万吨的电解铝消费增量。

图 31：社会零售总额增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 32：商品房销售面积增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

### 5.2 机械设备用铝

机械设备用铝情况。机械设备用铝主要包括通讯基站、螺罗等连接件、车间工作台框架、防护栏、货架、化工槽罐及铝管、模具以及工业机器人等，其增速与制造业投资增速有关，2018年4月份以来，制造业投资增速快速走高，全年最终实现9.5%的投资增速。

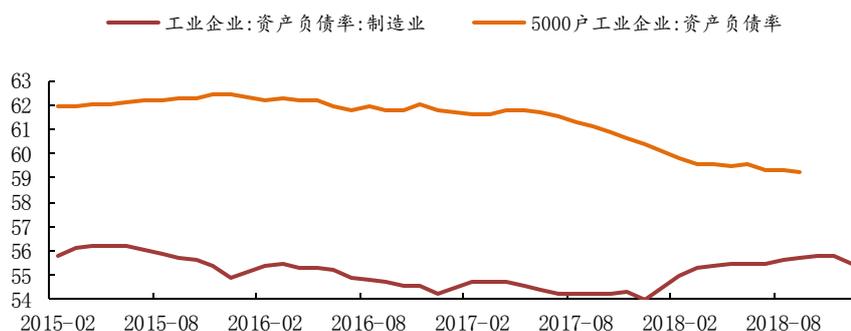
图33：制造业投资增速



数据来源: Wind, 财通证券研究所

制造业投资增速走高主要与减税和负债率有所降低有关。4月以来,国内环保有所放松,同时全球油价走高,进而带动黑色产业链和石化产业链投资增速走高,但我们注意到整个制造业中的大部分细分产业链都出现了投资增速走高的想像,因此我们认为致使制造业投资增速整体走高的是影响整个行业的因素,而不是几个细分行业的因素,因此我们认为国家减税和制造业负债率企稳导致的。从目前增值税的三项改革来看,预计12个月可减税5760亿元左右,而2018年我国制造业实现利润总额56964亿元,因此减税可使得制造业利润总额增加10%,进而刺激制造业投资增速快速回升。而另一方面,在国内去杠杆的背景下,制造业企业的负债率在2018年出现了企稳回落的趋势,这可能也是2018年制造业投资增速可以快速回升的一个重要条件。

图34: 制造业企业负债率企稳回落



数据来源: Wind, 财通证券研究所

2019年制造业投资增速不会太差,制造业新增用铝30万吨。展望2019年,政府可能出台更大规模的减税政策,这将有效的对冲经济下滑以及贸易战给制造业企业带来的利润下滑,此外,当前贸易站已有所缓和,贸易谈判在有效的推进,一旦贸易谈判取得有效进展,将部分打消企业对未来经济前景不确定性的担忧,进而增加投资,因此在已实现的减税和预期减税的带动下,预计2019年制造业

投资增速不会大幅回落，预计保持在 7%以上。假设制造业用铝增速与制造业投资增速保持一致，则 2019 年制造业新增用铝  $500 \times 7\% = 35$  万吨。

## 6、小结与投资建议

### 6.1 小结

2019 年电解铝的终端用铝需求增量预计为 180 万吨。展望 2019 年的电解铝消费市场，我们认为消费领域和机械领域的用铝量将延续之前的增长势头，我们略为保守的估计两个领域增加的用铝量至少在 85 万吨。此外，2018 年拖累用铝增速的建筑领域、电力领域以及汽车领域都将出现改善，其中建筑和电力领域在地产竣工增速修复以及基建投资资金端问题得到解决后，用铝增量将较为明显，我们预计 2019 年地产、基建、汽车三个领域新增用铝量合计为 95 万吨左右。综上，我们预测 2019 年电解铝的终端用铝需求增量为 180 万吨。

需求逐步回暖，行业将进入补库阶段。2018 年国内经济较为疲软，电解铝终端用铝增速出现下滑，行业步入主动去库阶段。展望 2019 年，终端需求有望转好，之前市场对 2019 宏观前景过度悲观，备库水平较低，预计 2019 年电解铝行业将先后经历被动去库和主动补库的阶段。当前电解铝日均产量在 10 万吨左右，假设全产业链补 5 天库存，就将增加表观需求 50 万吨。因此，我们预计 2019 年电解铝的表观需求增量将在  $180 + 50 = 230$  万吨左右的水平。

图 35：历年电解铝需求



数据来源：ALD，财通证券研究所

图 36：历年电解铝需求增速



数据来源：ALD，财通证券研究所

### 6.2 投资建议与推荐标的

电解铝需求改善，供需缺口将驱动行业利润水平修复。电解铝下游需求主要包括地产、基建、汽车和消费等领域，2018 年受地产竣工、基建投资增速以及汽车产销量大幅下滑的影响，电解铝需求增速不及预期。展望 2019 年，地方政府专项债发行规模的扩大、执行阶段的 PPP 大幅增加等资金端的支持将有效对冲资金

端的不利影响，基建投资增速有望回升至 10% 左右；地产端来看，2018 年 12 月地产竣工出现明显改善，2017-2018 年房屋销售和竣工差值持续扩大，考虑到期房的刚性交付需求及 2018 年竣工面积的低基数效应，预计 2019 年将是地产高开工向高竣工转换的一年；汽车端，2019 年产销量的下滑也会大幅收窄。总体来看，2019 年电解铝的需求边际向好。总体来看，2019 年电解铝的需求明显向好，我们预计 2019 年电解铝新增终端需求 180 万吨、新增表观需求 230 万吨，电解铝的供需缺口达 70 万吨，电解铝库存将进一步去化，行业利润也将得到明显修复。

**流动性宽松，贸易战缓和，低 PB 的铝板块将得到重估。**（1）央行 12 月资产负债表规模有显著扩张，其中主要扩张的科目为“其他资产”，从 1.75 万亿快速增长到 2.34 万亿，该科目为对内科目与买入外汇、黄金无关。（2）一月社融数据大幅上涨，虽然市场对结构性仍存疑虑，但流动性的大幅改善已成事实。（3）近期中美贸易战缓和，大宗商品价格受益。综上，我们认为国内资金流动性已明显改善，低 PB 的电解铝板块将得到重估。

**推荐标的：神火股份、云铝股份、中国铝业、南山铝业。**

**表 4：重点推荐公司盈利预测**

证券代码	公司名称	EPS			PE		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
600219	南山铝业	0.18	0.22	0.3	14.2	11.6	8.5
601600	中国铝业	0.13	0.19	0.29	32.7	22.4	14.7
000933	神火股份	0.12	0.22	0.53	41.3	22.5	9.3
000807	云铝股份	-0.63	0.22	0.59	-7.3	20.9	7.8

数据来源：财通证券研究所

## 7、风险提示

- （1）宏观经济不及预期的风险；
- （2）中美贸易战愈演愈烈的风险；
- （3）财政、货币政策不及预期的风险；
- （4）铝材出口大幅下滑的风险。

## 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。