

投资评级:增持(维持)

电解铝行业报告

社融超预期, 内需弥补出口, 铝板块配置价值凸显

事件: 3月新增社融2.86万亿元, 同比大幅增加1.28万亿元。

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

相关报告

- 《钴价进入上行通道, 需求支撑价格:MB钴价反弹深度点评》 2019-04-09
- 《PMI 超季节性回升, 铝板块机会乘风而至:电解铝行业报告》 2019-04-01
- 《量化分析: 2019年电解铝需求如何:电解铝行业专题报告》 2019-03-05

- **内需改善。**3月社融数据超预期, 3月企业中长期贷款增加6573亿元, 同比多增1958亿元, 考虑到2019年税费的大幅下降, 制造业的投资增速有望回升; 3月居民中长期贷款增加4605亿元, 同比多增835亿元, 这与近期一二线城市回暖有关, 2019年竣工面积增速回升更具确定性; 3月非标融资和地方政府专项债分别同比多增3349亿元和增加1870亿元, 2019年基建投资增速回升确定性增强。3月金融数据显示制造业投资、地产竣工、基建投资边际向好, 与我们3月初发布的深度报告“量化分析: 2019年电解铝需求如何?”中提到的观点一致。
- **铝材出口增速回落。**2018年一季度出口金额增速1.4%, 对比2018年12月当月-4.58%的出口金额增速已经出现回暖, 但同比去年一季度13.73%的出口金额增速出现明显回落。国内铝材出口情况与整体的出口趋势相似, 但出口回落幅度更小。2018年一季度国内铝材出口增速为19.7%, 受人民币汇率、沪伦比值等因素影响, 2019年回落至13.6%。
- **供给端投复产增量有限。**截至2019年4月, 国内新投产电解铝产能74.5万吨, 减产42.6万吨, 无复产产能, 因此国内电解铝在产产能仅增加了25.9万吨, 考虑到2019年大部分新增产能集中在下半年投产, 我们预计2019年国内电解铝产量同比增加46万吨(对应1.3%的增速)。此外, 我们在此强调复产产能将大大低于预期, 希望引起投资者的注意, 首先, 2018年电解铝总计减产303万吨, 但其中仅有111万吨是因为亏损减产, 而剩余192万吨则大多数是因为指标转移而永久关停, 因此2019年可以复产的产能有限。其次, 大多数亏损产能是在氧化铝价格3000元/吨左右, 电解铝价格13500-14500元/吨之间减产的, 因此我们有理由推断在当前氧化铝价格为2700元/吨的情况下, 这些亏损产能的现金成本要在12900元/吨-13700元/吨区间之上, 而近期电解铝现货价格一度达到14000元/吨, 依然未见复产产能, 认证了我们的观点, 因此我们有理由推断电解铝价格需要冲高至14500元/吨左右, 才有电解铝企业具备复产动力。
- **推荐标的。**预计2019年电解铝供需缺口达70万吨, 库存去化将驱动行业利润修复, 推荐神火股、云铝股份、中国铝业和南山铝业。
- **风险提示:**海外经济大幅下滑, 铝材出口大幅回落。

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (04.12)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E	
000807	云铝股份	143.12	5.49	0.25	-0.56	0.11	21.96	-9.80	49.91	增持
000933	神火股份	99.59	5.24	0.19	0.12	0.22	27.58	43.67	23.82	增持
600219	南山铝业	331.03	2.77	0.13	0.18	0.22	21.31	15.39	12.59	买入
601600	中国铝业	731.97	4.30	0.08	0.05	0.12	53.75	86.00	35.83	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

事件点评

行业研究

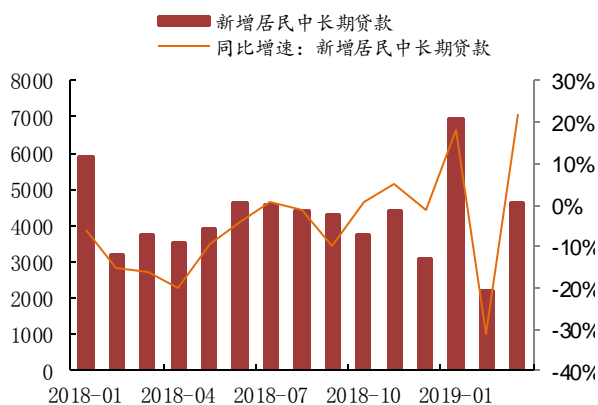
财通证券研究所

1、内需改善将弥补出口回落

1.1 内需改善

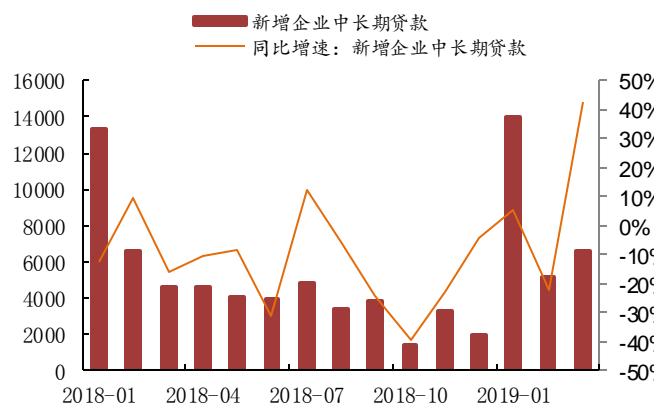
3月社融数据超预期,3月企业中长期贷款增加6573亿元,同比多增1958亿元,考虑到2019年税费的大幅下降,制造业的投资增速有望回升;3月居民中长期贷款增加4605亿元,同比多增835亿元,这与近期一二线城市地产回暖有关,2019年竣工面积增速回升更具确定性;3月非标融资和地方政府专项债分别同比多增3349亿元和同比增加1870亿元,2019年基建投资增速回升确定性增强。3月金融数据显示制造业投资、地产竣工、基建投资边际向好,与我们3月初发布的深度报告“量化分析:2019年电解铝需求如何?”中提到的观点一致。

图1:居民中长期贷款大增,一二线地产回暖(单位:亿元)



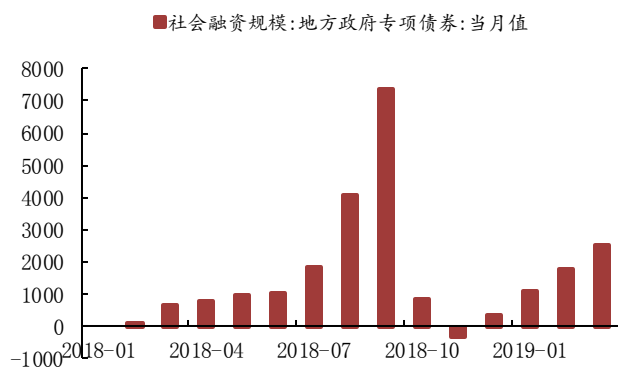
数据来源:Wind, 财通证券研究所

图2:企业中长期贷款大增,制造业投资增速有望回升(单位:亿元)



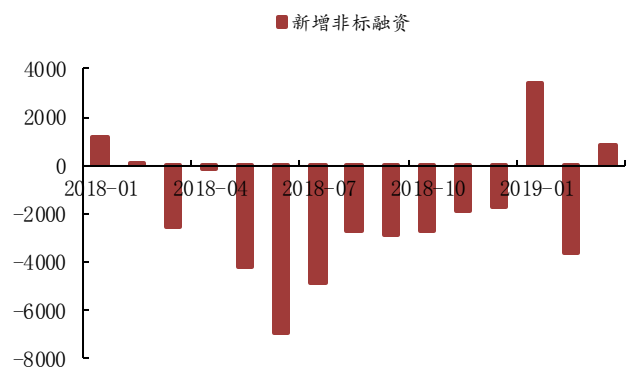
数据来源:Wind, 财通证券研究所

图3:3月地方政府专项债同比增加1870亿元(单位:亿元)



数据来源:Wind, 财通证券研究所

图4:3月非标融资同比多增3349亿元(单位:亿元)

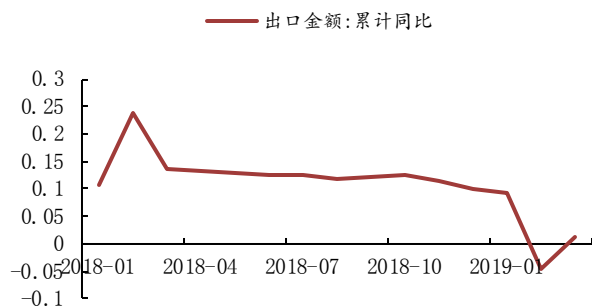


数据来源:Wind, 财通证券研究所

1.2 铝材出口增速回落

2018年一季度出口金额增速1.4%，对比2018年12月当月-4.58%的出口金额增速已经出现回暖，但同比去年一季度13.73%的出口金额增速出现明显回落。国内铝材出口情况与国内整体的出口情况趋势相似，但出口回落幅度更小。2018年一季度国内铝材出口增速为19.7%，受人民币汇率、铝价沪伦比值等因素影响，2019年一季度出口增速回落至13.6%。

图5：国内出口金额环比2018年12月改善，但同比增速明显下滑



数据来源：Wind, 财通证券研究所

图6：铝材出口增速下滑，但幅度有限



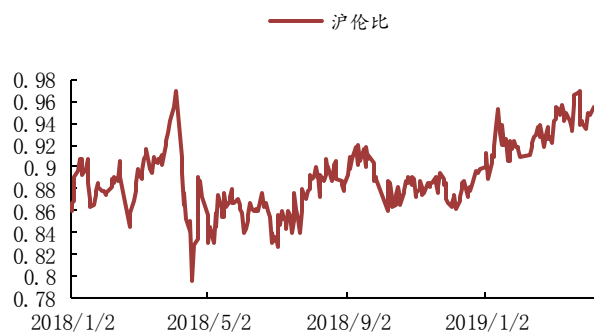
数据来源：Wind, 财通证券研究所

图7：美元兑人民币汇率（2018年人民币兑美元贬值）



数据来源：财通证券研究所

图8：铝价沪伦比（2018年海外铝价更强）



数据来源：Wind, 财通证券研究所

2、供给端投产复产增量有限

截至2019年4月，国内新投产电解铝产能74.5万吨，减产42.6万吨，无复产产能，因此国内电解铝在产产能仅增加了25.9万吨，考虑到2019年大部分新增产能集中在下半年投产，我们预计2019年国内电解铝产量同比增加46万吨（对应1.3%的增速）。此外，我们在此强调复产产能将大大低于预期，希望引起投资

者的注意，首先，2018年电解铝总计减产303万吨，但其中仅有111万吨是因为亏损减产，而剩余192万吨则大多数是因为指标转移而永久关停，因此2019年可以复产的产能有限。其次，大多数亏损产能是在氧化铝价格3000元/吨左右，电解铝价格13500-14500元/吨之间减产的，因此我们有理由推断在当前氧化铝价格为2700元/吨的情况下，这些亏损产能的现金成本要在12900元/吨-13700元/吨区间段之上，而近期电解铝现货价格一度达到14000元/吨，依然未见复产产能，认证了我们的观点，因此我们有理由推断电解铝价格需要冲高至14500元/吨左右，才有电解铝企业具备复产动力。

表 1：因亏损停产电解铝产能的最小现金成本分析（假设 2019 年氧化铝的均衡价格为 2700 元/吨左右）

企业	减产产能	减产时间	减产原因	铝均价	氧化铝均价	假设氧化铝价格	对应最小现金成本
甘肃连城铝业	40	2018, 07	电价问题	14010	2,880	2705	13673
河南中孚实业	10	2018, 09	亏损减产	14547	3,339	2705	13329
林丰铝电	23	2018, 09	亏损减产	14547	3,339	2705	13329
青海鑫恒	14	2018, 11	亏损减产	13751	3,175	2705	12849
山西华圣铝业	3	2018, 11	亏损减产	13751	3,175	2705	12849
四川广元启明星	3.6	2018, 12	亏损减产	13586	3,013	2705	12995
重庆国丰实业	1.2	2018, 12	亏损减产	13586	3,013	2705	12995
陕县恒康铝业	12	2018, 12	亏损减产	13586	3,013	2705	12995
宁夏能源铝业	4	2018, 12	槽子耗电高	13586	3,013	2705	12995
山东华宇	9	2019, 1	亏损减产	13336	2,867	2705	13025
山西华圣铝业	4	2019, 1	亏损减产	13336	2,867	2705	13025
中铝山西新材料	4	2019, 1	电价问题	13336	2,867	2705	13025
霍煤通顺铝业	11.5	2019, 2	亏损减产	13425	2,809	2705	13226
河南永登铝业	5.2	2019, 2	亏损减产	13425	2,809	2705	13226
焦作万方	7	2019, 2	关停网电部分产能	13425	2,809	2705	13226
总计	151.5						

数据来源：百川资讯，财通证券研究所

图9：2019年待投产电解铝产能

中国电解铝已建成新产能2019年拟投产、在建产能可投产明细 (E)

企业	新产能	新产能已投产	待开工新产能	始投产时间	年内另在建且具备投产能力新产能	预期年内还可投产	预期年度最终实现累计	备注
甘肃中瑞铝业有限公司	30	0	0	2019年待定	0	0	0	在建
广西苏源投资股份有限公司	10	1.7	8.3	2019年3月	0	8.3	10	二系列10万吨开始通电
广西德保百矿铝业有限公司	10	5.5	4.5	2019年2月	10	4.5	10	二系列10万吨2月25日开始通电起槽
广西田林百矿铝业有限公司	10	0	10	2019年待定	10	10	10	一系列10万吨2018年已完成投产，二系列预计2019年上半年开始投产
广西隆林百矿铝业有限公司	0	0	0	2019年待定	20	5	5	在建，预计2019年下半年建成投产
贵州兴仁登高新材料有限公司	14	0	14	2019年待定	0	14	14	二段19年继续投产，年内共计产能25万吨
内蒙古创源金属有限公司	28	28	0	2019年1月	40	10	38	一期40万吨已完成投产，二期40万吨预计年末开始投产
包头市蒙泰铝材有限公司	25	0	25	2019年待定	0	25	25	二系列2019年继续
包头市新恒丰能源有限公司	25	0	0	2019年待定	0	0	0	预计2019年继续投产
内蒙古锦联铝材有限公司	20	0	20	2019年待定	0	0	0	取决于指标、政策
陕西美鑫产业投资有限公司	27.3	19.3	8	2019年1月	0	8	27.3	2019年继续投产，预计5月末完成30万吨产能
山西中铝华润有限公司	15	0	15	2019年待定	0	15	15	二段19年继续
营口鑫泰铝业有限公司	13.75	0	13.75	2019年待定	0	13.75	13.75	取决于指标
鹤庆溢鑫铝业有限公司	20	10	0	2019年3月	10	10	20	3月5日开始，一阶段10万吨
云南云海鑫铝业有限公司	20	10	0	2019年3月	15	0	10	3月5日开始投产，二阶段10万吨
云南神火铝业有限公司	45	0	45	2019年待定	0	10	10	预计2019年9月开始投产
云南其亚金属有限公司	15	0	15	2019年待定	0	0	0	在建
广元市林丰铝电有限公司	25	0	25	2019年待定	0	0	0	预计2019年9月开始投产
总计	353.05	74.5	203.55		105	133.55	208.05	

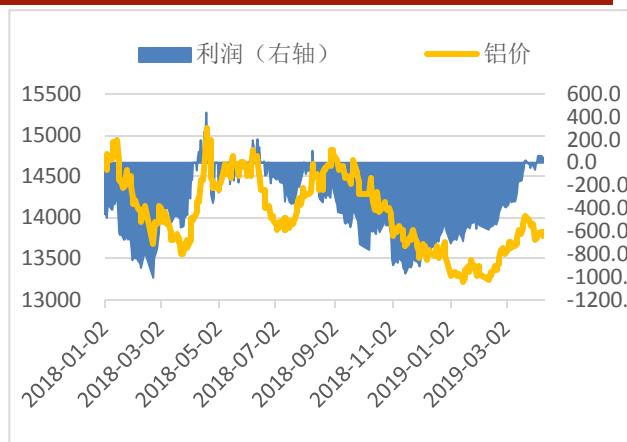
数据来源：百川资讯，财通证券研究所

3、推荐标的

3.1 推荐标的

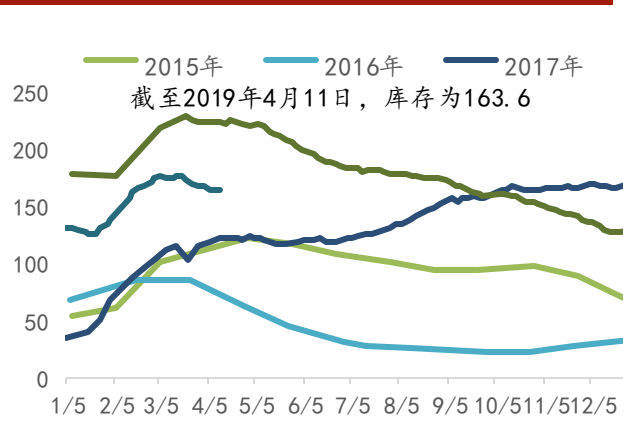
库存去化，电解铝盈利大幅修复。经历春节前后近两个月的累库阶段，国内电解铝库存已在3月出现拐点，3月18日以来国内电解铝显性库存累计去化11.9万吨。此外，近期铝价持续攀升，而氧化铝价格下滑，年初以来电解铝环节利润大幅提升约900元/吨，行业利润快速修复。我们认为当前电解铝行业亏损的主要原因是高库存打压行业利润，因此库存去化将是本轮铝价上涨的核心驱动力。预计2019年电解铝供需缺口达70万吨，库存去化将驱动行业利润修复，推荐神火股、云铝股份、中国铝业和南山铝业。

图 10：铝价及行业平均利润



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 11：电解铝库存



数据来源：SMM，财通证券研究所

表 2：各铝企单位市值对应电解铝产量

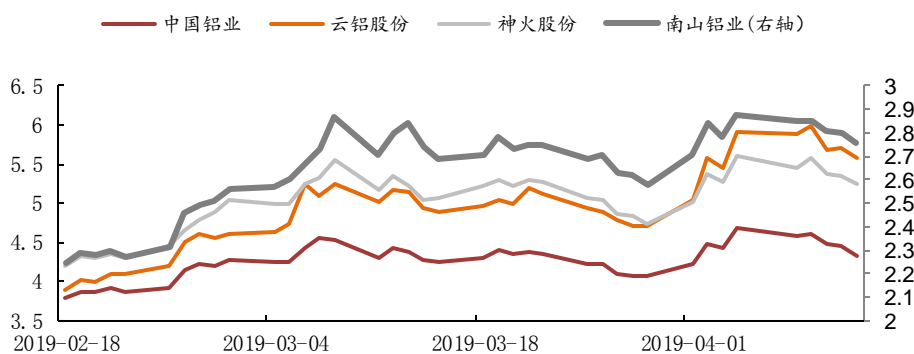
电解铝产量/市值	神火股份	云铝股份	中国铝业	南山铝业
2019 年	1.04	1.29	0.61	0.25
远期	1.71	2.10	0.68	0.25

数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.2 1 月社融超预期以来，推荐标的股价表现

2 月 15 日披露 1 月社融数据超预期以来，云铝股份、神火股份、中国铝业以及南山铝业股价的涨幅分别为 44%、25%、14%以及 23%。

图 12：2 月 15 日，1 月社融数据超预期以来推荐标的股价表现（单位：元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

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。