

有色金属

印尼若禁铝土矿，实际影响或有限

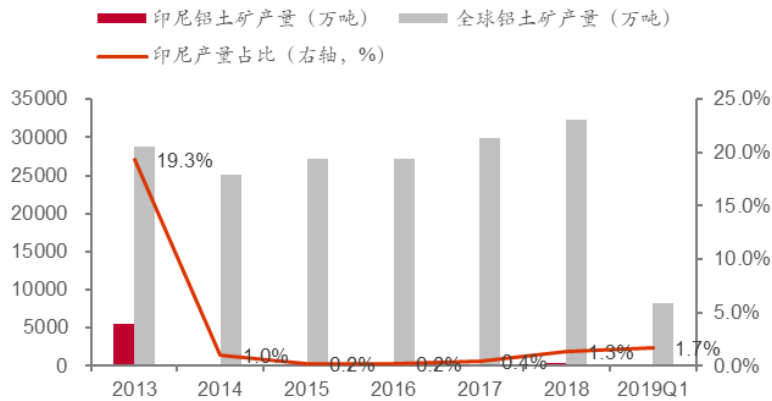
分析师：谢鸿鹤
电话：021-20315185
邮箱：xiehh@r.qlzq.com
S0740517080003

分析师：李翔
电话：0755-22660869
邮箱：lixiang@r.qlzq.com
S0740518110002

投资要点

- **事件：**9月9日，据彭博资讯，印尼协调部部长 Pandjaitan 表示，印尼正研究加快出台铝土矿出口禁令。
- **1、印尼铝土矿在产业链条中扮演的角色逐步弱化。**从历史上来看，印尼曾在 14 年禁止铝土矿出口，禁矿期间 2015 年印尼铝土矿产量仅 47 万吨，供给占比也从禁矿前的高点 19.32% 回落至 0.02%，17 年恢复铝土矿出口，印尼铝土矿产量逐渐恢复，产量占比恢复至 1.7%。但与 14 年以前相比，印尼铝土矿占比明显较低，印尼在铝土矿产业链条中的地位正在被澳洲、几内亚所取代，对于价格的影响也将明显弱化。

图表 1：印尼铝土矿产量占比较低

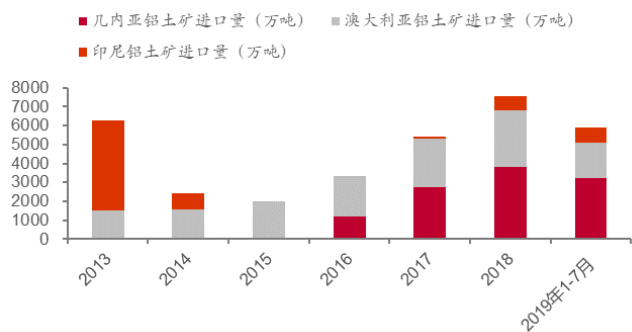


来源：Wind，中泰证券研究所

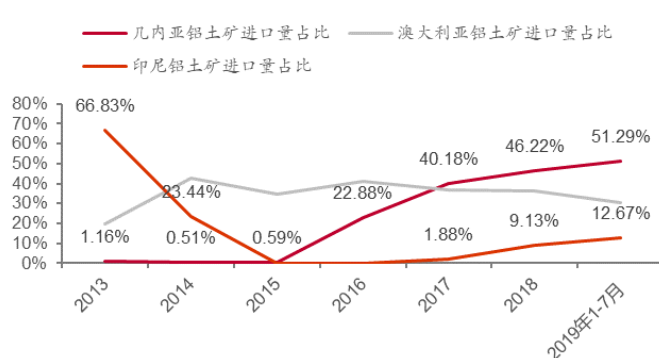
- **2、对印尼铝土矿进口依存度下降。**在 14 年印尼禁矿前，印尼铝土矿进口占比高达 68%，在禁令期间，14Q2 至 2017 年中，我国基本停止从印尼进口铝土矿，今年以来，海关数据显示每个月现在从印尼进口量在 120 万吨左右，1-7 月份我国从印尼进口量约 795 万吨，占到全部进口矿的 12.7%。15 年之后，随着印尼禁止铝土矿出口政策的实施，几内亚铝土矿进口量占比逐年提升，2019 年 1-7 月，从几内亚进口铝土矿 3217 万吨，占比达到 51.29%，澳大利亚进口占比在 30% 左右，而印尼已经降为我国第三大铝土矿进口国，对印尼铝土矿进口依赖程度明显下降。

图表 2：对印尼铝土矿进口依存度减弱

图表 3：几内亚铝土矿进口占比逐年提升



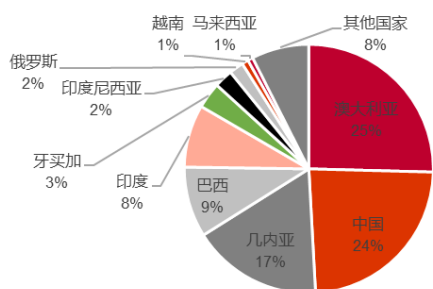
来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

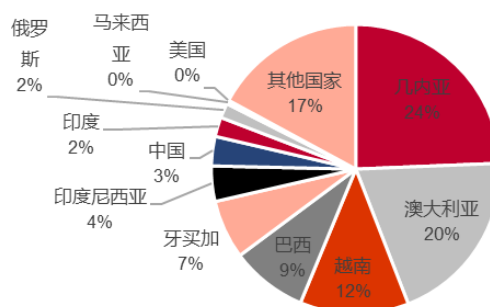
- 3、**超高库可在一定程度上弱化短期冲击，长期可由其他资源国补充。** 1) 从短期来看，超高库存可在一定程度上弱化短期供给冲击：根据阿拉丁的数据统计，截至2019年8月底，港口进口铝土矿库存总量突破新高至4500万吨，可供主要企业维持生产天数超过6个月，超高库存可在一定程度上弱化印尼禁止铝土矿出口的短期影响；2) 长期则可由澳洲、几内亚其他资源国补充：从铝土矿产量角度来看，根据USGS数据，2018年印尼仅生产710万吨铝土矿，占全球总产量2.41%，排在所有国家的第七位。此外从铝土矿储量角度来看，印尼铝土矿储量为12亿吨，全球总储量接近200亿吨，占全球总储量的比例为3.95%。因此，中长期来看，印尼铝土矿储量并不支持其大规模开采，我国对印尼铝土矿的进口依赖程度也将会逐渐减弱。

图表 4: 全球铝土矿产量分布结构



来源: USGS, 中泰证券研究所

图表 5: 全球铝土矿储量分布结构

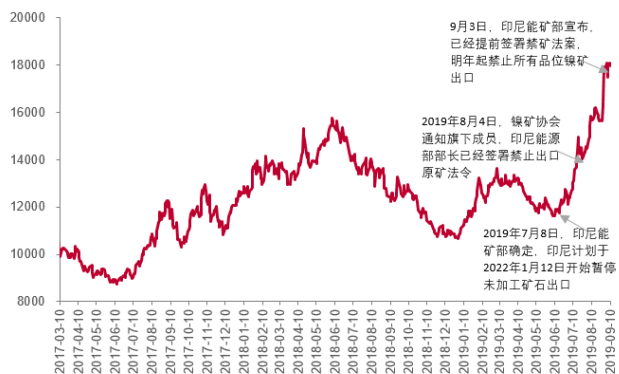


来源: USGS, 中泰证券研究所

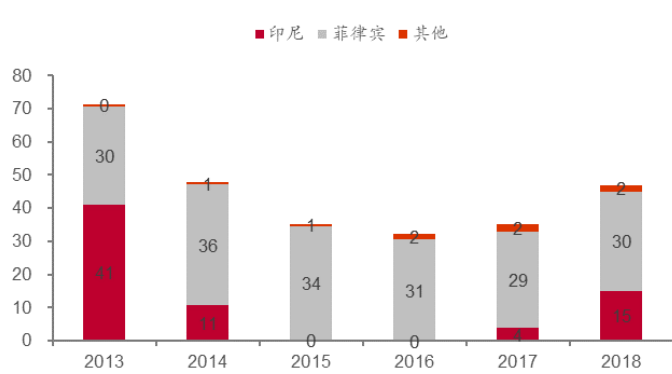
- 4、**印尼禁止镍矿出口导致“妖镍”行情，但铝短期难以重现趋势性行情。** 2019年7月8日，印尼能矿部确定，印尼计划于2022年1月12日开始暂停未加工矿石出口；2019年8月4日，镍矿协会通知旗下成员，印尼能源部部长已经签署禁止出口原矿法令，随后关于印尼禁矿的资讯不断涌出；9月3日，印尼能矿部宣布，已经提前签署禁矿法案，明年起禁止所有品位镍矿出口；受此影响镍走出了一大波行情，LME镍由12465上涨至17980，涨幅达到44.24%。但镍本轮行情是在基本面共振情况下走出的，铝短期难以重现“妖镍”行情，主要有以下几点原因：1) 我国红土镍矿进口对印尼高度依赖，2018年海关数据显示，菲律宾和印尼进口镍矿占比达到了96%，其中印尼占比为32%，而在2014年印尼禁矿之前，这一比例更是高达58%；2) 印尼禁矿后，没有其他镍矿来源补给，2014年印尼禁止镍矿出口，菲律宾成为了我国主要的红土镍矿进口国，但是进口总量出现了明显减少，菲律宾进口镍矿稳定在3千万吨左右，此外由于菲律宾近些年的大量出口，其镍矿的储量与品位均在下降，其中几个高品位矿山更是已经面临资源枯竭的压力。

图表 6: LME 镍价走势

图表 7: 我国红土镍矿进口对印尼高度依赖 (百万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **投资建议:** 虽然印尼禁止铝土矿出口短期影响十分有限, 但我们更为看重产业格局以及周期的变化, 中长期来看, 电解铝产能红线——4500万吨左右, 2020年有效产出3900-4000万吨一线, 行业格局将会是“产出顶、库存底”, 而一旦需求预期得到进一步改善, 电解铝进入景气周期将在所难免。核心标的: 云铝股份、中国铝业、索通发展等。
- **风险提示:** 宏观经济波动, 环保政策落地不及预期风险, 印尼禁矿政策超预期风险。

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

投资评级说明：

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解相关信息。**请务必阅读正文之后的免责声明部分**

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形