

2007年：分歧中的机会 意料中的惊喜

电解铝

增持

2007/01/04

- 业绩大幅提升+整合预期，使电解铝行业具有07年有色金属行业中最最佳的收益风险比，并成为最具投资价值的子行业之一。
- 缓解的电力供应、下跌的氧化铝价格是业绩大幅提升的基础，即便是铝价小幅下跌，也足以让电解铝上市公司交出令人满意的业绩答卷。更何况稳中趋升的铝价将带来额外的利润。而行业内的整合，将成为电解铝公司的投资兴奋点。
- 供应增长呈现相对刚性的前提下，需求保持持续旺盛，是我们看好未来铝价的基础。而较低的实际铝价、较低的库存/消费比和较高的现货升水，使乐观的理由更为充分。
- 低估的需求和高估的供应，或许掩盖了铝供求趋紧的事实，为铝价的报复性向上修正埋下伏笔。我们认为，在一定时期内供应紧张所引起的铝价大涨，只能算是情理之中的意外。
- 经我们测算，2008年中国原铝需求量将大于产量，中国将再次成为铝锭净进口国。同时我们认为，铝将成为中国首先取得国际定价权的基本金属品种。
- 政策建议：以提高商品储备比例应对外币贬值和通胀，以提高铝储备替代部分能源储备。并达到有效调控铝市场供应总量和存量目的。
- 投资建议排序：1、云铝股份（000807）；2、焦作万方（000612）；3、包铝股份；4、S兰铝（600296）；5、关铝股份（000831）；6、中孚实业（600595）。

52周行业指数走势图



分析师
叶 洮
(0755) 8249 2171
yetao@lhq.com

目 录

铝——最年轻的基本金属	3
全球铝的产量、消费主要分布.....	3
铝的消费结构.....	4
主要应用领域的增长趋势.....	4
未来供求格局和铝价走势预测	6
铝的供求平衡.....	6
中国铝需求长期强劲增长的两大引擎.....	8
全球铝供应增长将长期呈现刚性.....	10
行业政策前瞻.....	11
未来铝价走势的分析.....	12
电解铝公司——机会在分歧中孕育	15
取得国际定价权，铝是突破口.....	15
从行业成长期走向成熟期.....	15
利益驱动，逐鹿铝行业整合.....	15
分歧中的机会.....	16
业绩提升是投资的价值基础.....	16
盈利预测和敏感分析.....	17

铝——最年轻的基本金属

铝的冶炼史才 100 多年，其用途具有巨大拓展空间

19 世纪中页，拿破仑三世盛宴上的铝餐具，是他自己和少数贵宾才能享受的荣耀。1885 年，美国首都华盛顿特区华盛顿纪念碑上的顶帽，是用金属铝制成的。1889 年，门捷列夫因发现元素周期律，获得英国皇家学会的崇高奖励是一只铝杯。铝在当时被称为“银白色的金子”，贵过黄金，因为当时铝的提炼方法十分昂贵。

1886 年，两位同龄（23 周岁）的年轻化学家，美国的霍尔和法国的埃鲁，分别发明了相同的电解炼铝法——现在被广泛应用的方法，大幅降低了铝的提炼费用，从此金属铝才逐步走上工业化用途。

铝鲜明而优越的性能——强度高、重量轻、良好的导电导热性、耐腐蚀、塑性好、不渗透、使用寿命长、完全可回收利用等等，加上其广谱的合金能力，使得铝的应用几乎遍布现代生活的所有领域。

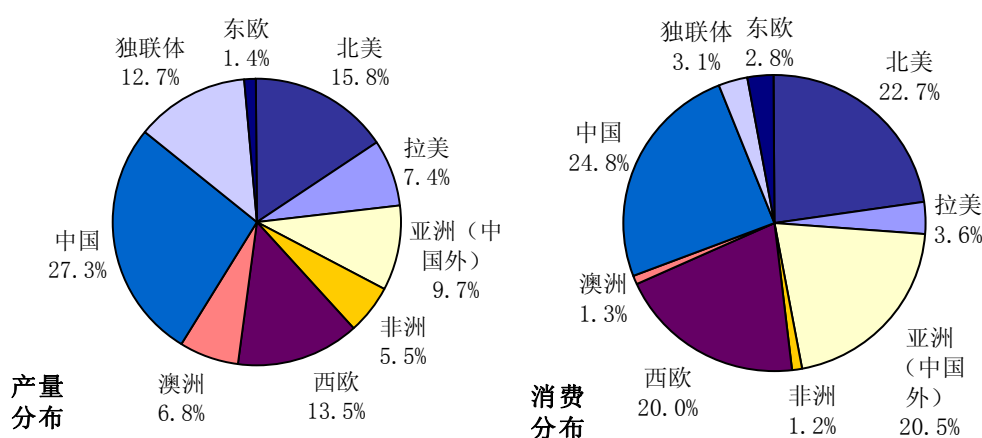
100 多年以来，铝已成为世界上用量仅次于钢铁的第二大金属产品。与人类从青铜器时代就开始开发利用的金属铜相比，铝在新应用领域具有巨大的拓展空间。铝的应用是功能性和降低成本的有效结合，体现了前瞻性消费理念，意味着轻巧、速度和节能。

目前每年全球铝的产量和消费量都达到了三千多万吨，据国际铝业协会预计，2020 年全球铝的产量和消费量都将翻番。但我们相信，IAI 对于需求的预测，或许只考虑了现有应用领域的增量。在我国的 120 多个制造业当中，用到铝的达到 90 多个，主要涉及建筑、交通运输、包装、机械制造、电力和日用品等行业。

全球铝的产量、消费主要分布

中国铝的供、需量均占全球 1/4 左右，已成为铝市场最重要的影响力量之一

图 1、全球原铝产量和消费分布地区



资料来源：MBR、WBMS、联合证券研究所

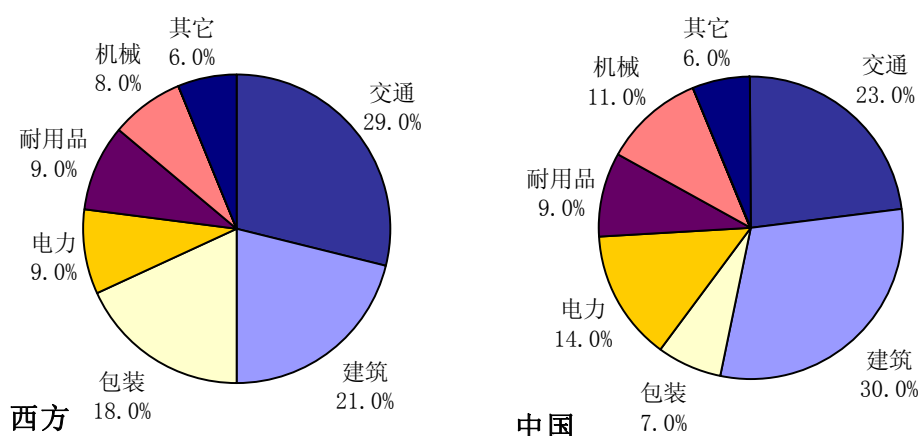
2006年，中国铝的产量和消费量都已跃居世界第一。

铝的消费结构

铝最大的消费领域，在交运设备、建筑、包装、电力、耐用品和机械等领域。中国铝消费结构与美国、日本及其它西方国家相比，主要差异在于交通、包装领域比例明显较低，而建筑领域占比较高。

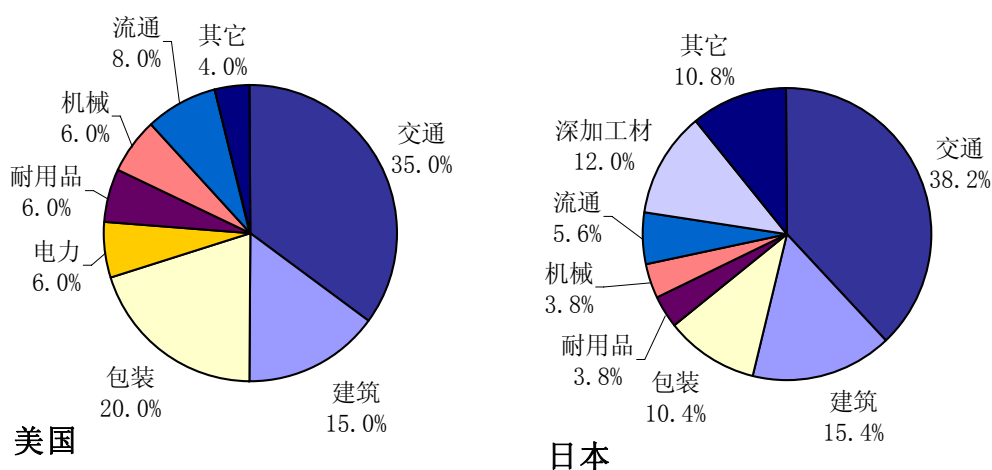
中国铝消费在交通、包装领域最具结构性增长潜力

图 2、西方和中国原铝消费结构



资料来源：Brook Hunt、安泰科、联合证券研究所

图 3、美国和日本原铝消费结构



资料来源：Brook Hunt、安泰科、联合证券研究所

主要应用领域的增长趋势

■ 铝消费的增长潜力 = 总量增量 + 结构性增量

交通运输领域——最具增长空间

使用过程中的节能和减排效应将长期推动铝消费的增长

空中运输 全球三分之一的货物通过空运，同时每年有 10 亿人次的商务及休闲活动搭乘飞机。铝是飞机机身制造的主要材料，最新型的 A380 空客飞机机身 61% 的零部件是铝制的。据美国铝业预测，未来 15 年飞机数量将呈翻倍增长趋势。

公路运输 汽车的单位用铝量，从 1990 年的 61kg 提高到目前的 120kg，美国、日本等国生产的汽车更达到了 150kg，呈日益增加趋势。重量更轻、性能更突出的铝制零部件有助于减少燃油消耗，降低废气排放，还可减少公路的磨损和裂缝。

铁路运输 高速列车制造需要大量铝材，铝是铁路车辆制造的理想材料。越来越多的地铁和轻轨列车也开始用铝制造，这有助于减少燃料消耗。

海上运输 铝被用于制造快速渡船，在短距离海运线上正起到革命性作用。

建筑领域——正在取得优势地位

铝制建材在与 PVC 材料的竞争中逐渐取得上风，原因是：1、对铝制建材的表面处理能力在不断提高；2、高层建筑的比例越来越大（因对高温下抗变型、阻燃性要求高，PVC 材料被禁止用于高层建筑）；3、大量铝加工产能转移到发展中国家，降低了铝制建材的成本。

另外，铝制建材强度高、重量轻的特点使其适于被用在地震多发带；而新技术使太阳能收集装置能够被安装到铝框上，因而节约数量可观的能源。

包装领域——拓展应用外延

铝能够被轧制成非常薄的铝箔，被广泛用于医疗、化妆品、食品、饮料的包装。铝箔耐冷耐热，容易消毒，而且重量轻、强度高、隔离性好，可以延长储藏时间、避免被包装物自身的浪费以及在节约生产和运输过程中所需的能源。铝接受热能的有效率达 93%，相当于不锈钢和铸铁的 4 倍。

电力设备和电器领域——替代效应刺激需求

替代在较大规模和范围内发生的结果，是根本改变铝市场供求格局

目前全球还有 16 亿人没有机会用上电，而绝大多数输电线缆是铝制的，同样重量的铝的导电量是铜的 2 倍，铝的应用前景广阔。

现今铜铝差价巨大，铝的替代价值增强。特别是铜和其他金属长期处于高位，替代量将明显增加，从而刺激铝的需求。虽然我们无法统计铝对铜替代的具体数量，但我们确实能够感受到，在电线电缆、变压器、空调、冰箱等制造领域，铝对铜的替代。2006 年 4 月以来，铜的表观消费高位停滞不前，而铝一直处于上升趋势，或许这也在显示着替代效应的端倪。

加拿大铝业公司 CEO 近期表示，由于铜和钢铁价格高企，其传统消费者采用

替代产品的现象日益广泛，铝市场正从中受益。今年加铝的电线电缆业务利润可能比以往高出一倍。

新应用领域的拓展——想象中的必然

新技术不断衍生新需求，也为新需求的实现创造可能。鲜明的特点和优良的性能，造就了铝拓展新应用领域的巨大潜力，毕竟人类在这方面的努力才进行了 100 年。新用途带来的需求增长，将不断推翻市场对需求量的预测。

未来供求格局和铝价走势预测

■ 我们认为，未来铝的供求将由平衡走向趋紧，铝价以稳中趋升为主。

铝的供求平衡

未来数年供求基本平衡，但需求增量可能被市场低估

	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
产量	29831	31841	33681	36257	38216
年变化率%	6.4	6.7	5.8	7.6	5.4
消费	30267	31850	33984	35996	38031
年变化率%	9.4	5.2	6.7	5.9	5.7
平衡	-436	-9	-303	261	185
库存					
报告库存	2896	2943			
周消费比(周)	5.0	4.8			
总库存	4568	4559	4256	4516	4700
周消费比(周)	7.9	7.5	6.5	6.5	6.4

资料来源：MBR、IAI、LME、WBMS、联合证券研究所

而 Macquarie Research 最新（2006 年 12 月）预测——全球 2008 年短缺 73 千吨，2009 年短缺 184 千吨，与 MBR 的预测有一定差距。

我们预计中国将在 2008 年再次成为原铝净进口国

	2002A	2003A	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
产能	5500	8000	9000	10000	11000	12000	12500
产能利用率%	78.6	69.5	75.8	78.5	88.2	91	95
产量	4321	5563	6820	7850	9263	10920	11875
年变化率%	28.2	28.7	22.6	15.1	18	17.9	8.7
进口	582	881	1033	637			
出口	788	1253	1684	1324			
净出口	206	372	651	687	667	605	-503
表观消费	4115	5191	6169	7163	8596	10315	12378
年变化率%	17.8	26.1	18.8	16.1	20	20	20

资料来源：Macquarie、联合证券研究所

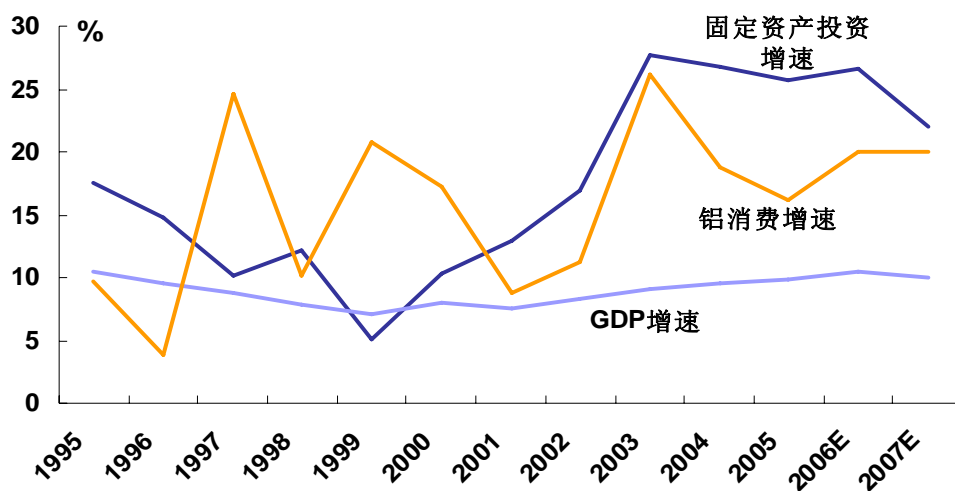
对中国原铝 2006-2008 年供求平衡的预测，06 年数据我们参考了 Macquarie Research 的统计：06/01-10 中国铝产量同比增长 17.9%，需求同比增长 19.9%，因此全年预测我们分别采用 18%、20%的增量。

据中国有色工业协会的分析，06年前3季度铝冶炼固定资产投资，与去年同比有下降迹象。说明国家对电解铝行业的调控还是有一定效果的。我们预测，07年产量增幅将小于或相当于06年。06年产量增幅较大，是因为大量闲置产能的启动，而导致产能利用率提高。07年的主要增量来自在建产能的投产。

结合我们对在建项目明年投产情况的统计分析，预计07年产能增加100万吨左右。按91%产能利用率计算，预计产量增长17.9%。

对07年需求增幅的预测，我们参考全国固定资产投资和GDP增长率数据。目前普遍认同的07年GDP预测增长率为10%左右，而根据中国近几年的经济发展特性，我们认为在此GDP增速水平上，固定资产投资增长率将大于20%。在铝需求增速与GDP增速的关系上，安泰科研究认为前者大致相当于后者的1.8倍以上。

图4、铝消费增长与固定资产投资、GDP的关系



资料来源：国家统计局、联合证券研究所

对铝需求近、中期的预测，我们倾向参考固定资产投资数据，而长期则倾向于GDP数据。对08年产量和需求量的预测同理于07年的预测。

统计外因素的存在，可能使供应缺口更早出现

考虑到中国国情，我们相信仍有20-30万吨的产量和消费量没有被统计，但我们判断，统计外的产量已经被统计外需求所完全消化。因为今年下半年以来，铝市场长时间的现货高升水，不仅交易所报告库存下降，而且也导致生产商库存下降，而贸易商的隐性库存更不可能存在——原因是持有不经济。

表3、2006年1-11月中国铝锭产量、消费量统计数据

	2006年1-11月	2005年1-11月	变化量	同比变化
产量	8443000	7059000	1384000	19.6%
进口	276826	382340	-105514	-27.6%
出口	787539	1072087	-284548	-26.5%
净出口	510713	689747	-179034	-26.0%
交易所库存	-36272	-30273	-5999	19.8%
表观消费	7968559	6399526	1569033	24.5%

资料来源：国家统计局、中国海关、上海期交所、长城伟业信息中心、联合证券研究所

由于缺乏其它国家数据，对全球铝供求平衡我们不作预测。但如果考虑了中国供求的预测，则 08 年全球铝供应亦可能出现少量缺口。

中国铝需求长期强劲增长的两大引擎

总量增量和结构性增量，将共同提振铝消费

房地产、汽车工业和城市化基础设施建设，将是中国铝消费持续大幅增长的源动力。

目前普遍认为，中国经济将保持高速增长。根据过去 20 年的统计，中国铝的消费量增速远高于 GDP 的增速，因而中国对铝的需求也将随着经济的快速发展而日益增长。铝的“中国因素”代表着全球最大的消费量和消费增量。

在中国城市化进程和扩大消费的诸项政策措施推动下，随着收入和家庭储蓄的增长，国民以住、行为主的新一轮消费结构升级开始启动，家庭汽车和住房持续热销，带动了房地产和汽车工业高速增长。

我国加工制造业体系正在进行全面调整，重化工业化的特征日益突出。房地产和汽车工业的产业影响力程度较高（建筑业的影响力程度为 2.97，交通运输设备制造业的影响力程度为 3.26。），为重化工业部门以超常的速度发展形成了强大的推动力。

引擎之一——房地产

据建设部预计，到 2020 年我国城镇化率达到 60%，而城镇居民人均居住面积将达到 35 平方米。以现在到 2020 年中国的人口自然增长率为 1% 计算，则 2020 年中国总人口将达到 15 亿（2005 年 13 亿），需要新建住房面积为 175 亿平方米，而 2005 年新增住房面积为 6 亿平方米左右。

	总人口(亿)	城市化率	城镇人口(亿)	人均面积	亿平方米
2005 年	13	43%	5.6	25 平米	140
2020 年 E	15	60%	9.0	35 平米	315
				需新建:	175

资料来源：建设部、联合证券研究所

目前建筑业在铝消费中占 30%，按 2005 年中国原铝总消费量 716 万吨计算，则 2005 年建筑业的铝消费量约为 215 万吨。考虑建筑业用铝总量的增量，结合铝制建材在与 PVC 材料的竞争中逐渐取得优势的因素，我们认为未来铝在建筑业的消费增量巨大。

另外，城市化初期需要大量基础设施的建设，要求大量重化工业原材料的支持，这也是促进铝消费的重要因素之一。

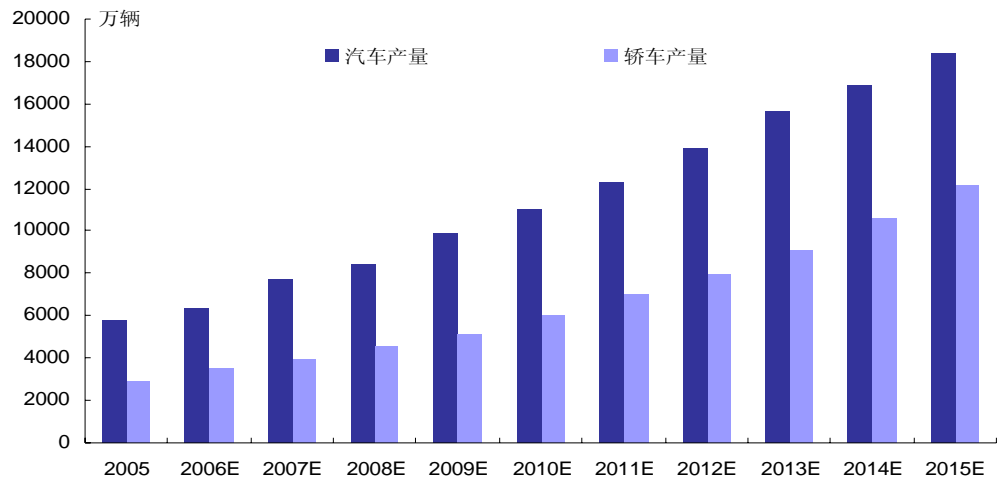
引擎之二——汽车工业

根据国务院发展研究中心分析,2020年中国百户城镇居民汽车拥有量为40辆,按届时家庭数量计算,家庭汽车保有量达1.2亿辆,考虑汽车更新因素,2006年-2020年家庭汽车需求量至少1.5亿辆,而2005年中国轿车产量277万辆。

汽车上使用铝合金,具有减轻自重、提高燃油经济性、减少废气排放、改善汽车性能及提高装配效率等优点,所以每辆汽车用铝量呈逐步上升趋势。

结构性增量和总量增量,同样在交通运输领域的其它工业部门,推动着铝的消费增长。

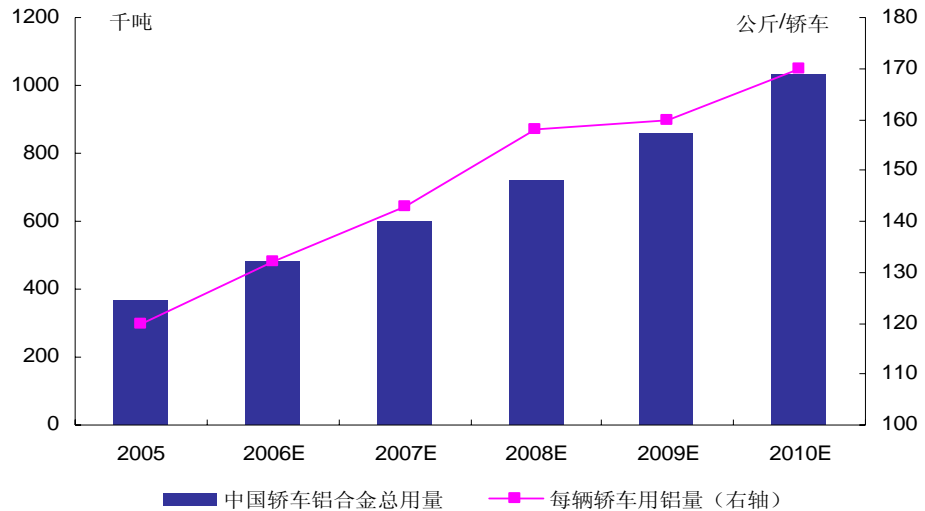
图 5、2015 年以前的汽车/轿车产量预测



资料来源：上汽集团、联合证券研究所

预计2010年轿车用铝量,达2005年的3倍以上

图 6、国产轿车铝合金总需求及每辆轿车用铝量预测



资料来源：上汽集团、联合证券研究所

铝产品的平民化趋势，刺激铝需求

铝材、铝制品深加工同样追随全球性的产业转移取向——从西方发达国家向以中国为代表的发展中国家转移，生产成本的降低将是显而易见的。原来受高成本限制的对中高档铝材、铝制品的需求，将被逐步激发出来。当然，全社会富裕程度日渐提高也是另一个重要刺激因素。

全球铝供应增长将长期呈现刚性

全球铝供应增量将呈递减趋势

面对毛利率大幅提高的情况，作为生产企业有扩产的冲动这是事实，首先可以做到的是启动闲置产能，提高产能利用率。但我们认为，作为“高能耗、高污染”的行业，电解铝的新增产能将长期受到限制。

国内将主要受制于持续的宏观调控

我们认为，宏观调控不是头痛医头、脚痛医脚的权宜之计，铝行业结构性失衡的严重性既然已经被认识到，那么这根政策红线将长期存在。

2004年开始的对电解铝行业的宏观调控，随着一系列相关政策的相继出台，其力度在逐渐加强。相关政策的轨迹，都明确围绕着加强资源控制、减少流失和降低环境污染这根主线。而“十一五”规划中对单位GDP能耗指标的要求，更显示了这种调控的持续性。

财税政策、进出口政策、电价政策、土地政策、环保政策、信贷等政策和相应的行政管理手段，或都将成为调控组合拳的招式。

有色工业协会的统计数据显示：电解铝产量增速回落，投资额同比下降。1-9月份电解铝产量671万吨，同比增长16.8%，增速与去年同期相比回落1.7个百分点。1-9月份冶炼完成投资197亿元，比2005年同期增加11亿元，同比增长5.9%。增加的原因是氧化铝投资大幅度增加，而电解铝投资同比下降。说明政府对电解铝的调控已经取得一定效果。

即使没有政策限制，从建设周期看，国内新建10万吨规模以上的产能，从开工到投产需要耗时两年以上，而扩建周期相对较短，但也需1.5年。例如，07年将投产的兰州铝业16万吨电解铝项目和06年投产的华泽铝电28万吨项目，建设周期都超过2.5年。

国际上受制于能源、环境因素

由于世界能源价格的高企，以及对环保要求的日益提高，欧美国家削减产能、向发展中国家转移产能已然形成趋势，以目前情况看，这种趋势是不可逆的。

我们认为一段时间以内，中国以外的铝冶炼产能转移受体，与中国相比，在劳动力素质和成本、内部经济环境以及地缘政治等等因素中的一个或几个方面，将表现出不理想的一面。因此，除中国外，产能的转移是打折扣的。

另外从建设周期看，西方国家对铝冶炼投资，牵涉到投资评估、环境评估、能源保障谈判，加上较高的设备和施工要求，因此从产生投资意向到建成投产一般需要 2.5-3 年时间。

行业政策前瞻

中国产电解铝将以满足内需为主

中国的产业政策将电解铝定位在满足国内需求，不鼓励和限制利用一般贸易、加工贸易等方式出口电解铝等高能耗初级产品。在总量控制的基础上，在能源有比较优势和氧化铝原料充分保证的条件下，以铝电联营方式，适度发展具有竞争力的电解铝能力。

其实质是按内需确定总量，实行总量控制，有条件的适度发展。并通过严格控制增量，淘汰落后产能，积极扩大内需来进行存量控制。

进出口政策可能再次调整

估计 07 年 2 季度，铝材出口退税率降至 5%，或将导致国内外铝价再次重新定位

根据行业现状分析，我们估计 07 年 2 季度进出口政策可能再次面临调整。

06 年 3、4 季度分别降低铝加工材的出口退税率和提高铝锭的出口关税，调控的效果需要一定的时间来观察。从铝加工产能迅猛增加的趋势来看，我们预计将继续降低粗加工铝材的出口退税率，调整幅度将取决于未来数月的铝材进出口情况。

目前我们预计初加工铝材退税率会降至 5%左右，而铝锭出口关税再次上调的可能性不大。

铝材退税率的下降，将加速铝加工环节的竞争，推动产品升级；同时因供应减少预期，可能刺激国际铝价上扬，但对国内铝价的压制不明显。国内外铝价的比价关系将再次重新定位。

环保政策具有较大收紧空间

07 年可望出现环保政策调整，推动电解铝环保水平升级

环保政策虽然没有进出口政策见效快，也不能直接增加财政收入，但环保政策的影响是长期的。而且以中国与发达国家在环保要求上的差距来看，环保政策具有较大调整空间。

在宏观调控取得阶段性成果后，采取“缓释胶囊”式的环保政策调整，我们认为是一种合理预期。

据中国有色工业协会统计，目前国内 100KA 以下的预焙槽产能约 180 万吨，占总产能的 15%以上。提高环保要求，将加速这些能耗高、污染严重产能的淘汰进度。

通过储备控制铝的总量和存量

应充分发挥铝的储能特性，使之成为固体的“能源银行”

通过调整储备量，可以一定程度上调节供需平衡，缓和供求失衡时由价格传导的对整个行业的冲击程度。

我们建议提高铝的储备量，理由是：1、储备量应随着国力、制造能力的提高而相应增加；2、降低外汇储备的比例而提高商品储备比例，有助于部分回避储备外币的贬值风险和抵御通货膨胀；3、作为适合储备的重要有色金属材料之一，铝价涨幅远小于其他品种；4、储备1吨铝相当于储存了15000度电，可作为能源储备的补充（铝易于保存，而且回收使用率高达95%。）。

表 5、15000 度电在不同载体上的比较

	铝	煤	燃油
重量当量	1 吨	7.85-10.5 吨	2.05-2.25 吨
年储存费用	91-146 元	较难计算	890-985 元

资料来源：联合证券研究所

鉴于我国水力资源丰富，但水力资源易于流失的特点，建议提高水电在电解铝冶炼中的应用比例，按丰水期发电量配比电解铝产能，枯水期以火电补缺。国家应在政策上对相关企业予以鼓励。以电解铝的形式储备水力资源，或许是我国解决能源紧张问题、解决能源分布不均衡问题的一个思路。

未来铝价走势的分析

■ 我们认为，未来铝价稳中趋升为主，但不排除因一定时期内集中体现的供应紧张所引起的铝价大涨。

对未来铝价的研判离不开供需状况、美元汇率以及流动性因素。就这个问题，我们在行业报告《涅槃重生——电解铝有望重入景气周期》（2006/09/06）中已作了较详尽的论述。

我们仍然坚持前期关于美元长期弱势、流动性因素中性的判断。

供求关系由基本平衡修正为供应逐步趋紧

更为深入的分析后，对未来供需状况判断，我们由原来的全球基本平衡、中国小幅过剩，修正为全球供应逐步趋紧。

因为中国较为显著的统计外产量、需求量的存在，我们认为需求量基数被明显低估。在中国经济的持续高速发展、宏观调控对新增冶炼产能的限制，双重因素作用下，相信这种低估将逐年扩大。

下游铝加工产能的迅速膨胀，将引发铝加工领域的激烈竞争，从而对国内铝价形成较强支撑。根据初步的统计和预测，05 年铝加工产能 900 万吨、06 年 1500 万吨、07 年 1800 万吨，这令我们对上述判断更有信心。

表 6、国际研究机构对 LME 铝价的预测 美元/吨

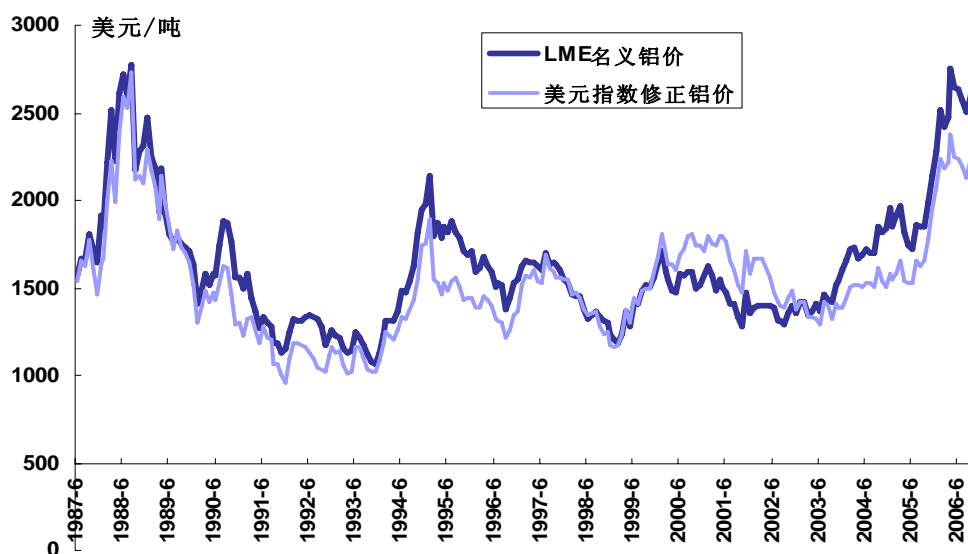
机构	2005A	2006A	2007E	2008E	更新时间
Barclays	1900	2563	2738	2569	200612
Goldman Sach	1896	2558	2315	2205	200612
Macquarie		2558	2315	2646	200612
MBR		2576	2325	2370	200612
普遍观点		2564	2470	2337	200612

资料来源：联合证券研究所统计

根据我们的研究分析，我们更倾向于认同 Barclays、Macquarie 对 07、08 年 LME 铝价的预测，即 08 年 LME 铝均价有望高于 06A、07E。

考虑美元贬值因素，目前铝价实际低于\$2400/吨

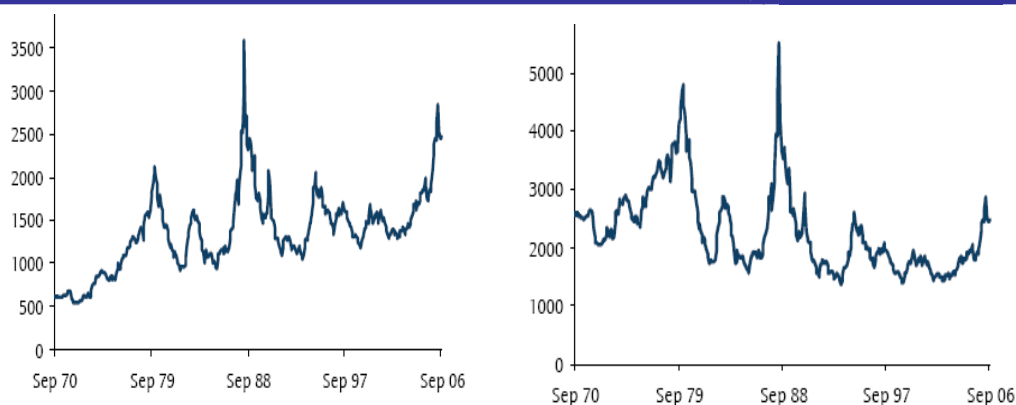
图 7、名义铝价与经美元指数修正的铝价



资料来源：LME、联合证券研究所

考虑 GDP 增长因素，目前铝价与 70 年代相当

图 8、名义铝价（左）与经美国 GDP 增长率修正的铝价（右） 美元/吨



资料来源：Ecowin、联合证券研究所

实际铝价通过美国 GDP 数据修正

从铝市场的历史看，前次高点出现在 1988 年，曾摸高\$3500。我们尝试用美元指数和美国 GDP 增长率对铝价进行修正，发现铝价实际上并没有表现的那么高，

而目前实际铝价或许正处于历史的中低价区域。

大部分情况下，铝价与铝库存、库存消费比呈反向运动。处于历史低位的库存消费比水平，是我们看好铝价的理由之一。

库存消费（周）比处于历史低位，将支持铝价

图 9、LME 铝价和铝报告库存

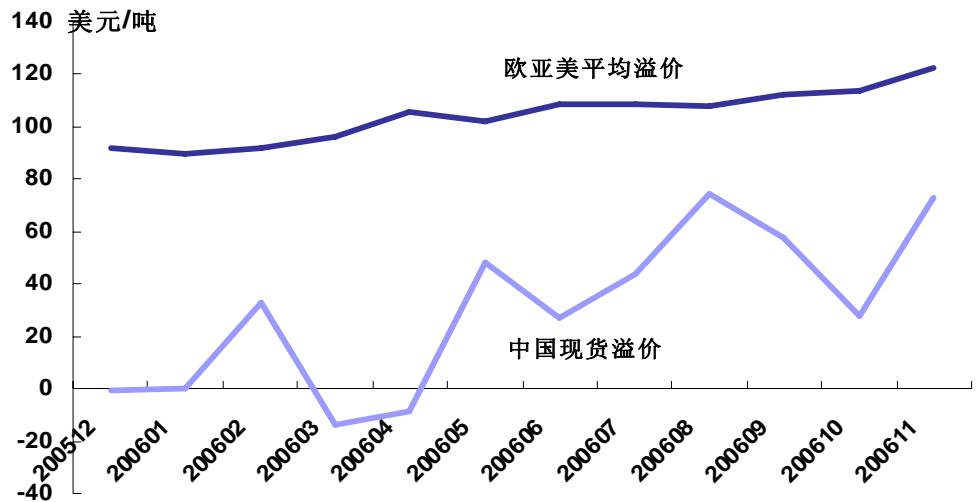


资料来源：LME、COMEX、SHFE、IAI、Macquarie、联合证券研究所

较长时间的高现货溢价，至少意味着中短期供应的紧张，也意味着大部分的隐性库存已被消化。这也为我们提供了看好铝价的理由。

2006 年国内外现货溢价均呈逐步走高趋势，也将支持铝价

图 10、欧亚美三地平均铝现货溢价与中国现货铝溢价



资料来源：LME、SHFE、Macquarie、联合证券研究所

电解铝公司——机会在分歧中孕育

■ 业绩大幅提升彰显投资价值，行业整合将不断创造惊喜。

取得国际定价权，铝是突破口

铝有望成为中国首先取得国际定价权的基本金属

中国已成为全球铝最大的生产国和最大的消费国，也是全球铝供应和需求最大的增量所在。目前每年的产量、消费量占全球 1/4 以上，增量占全球的 60%以上。

以中国铝业、云铝股份为代表的优秀铝业公司，对上游资源的控制能力日渐加强，取得了较大的进展。

随着中国所占市场份额的增大，中国在全球铝市场的话语权日益增强，而美国、欧洲、日本的影响力在弱化。铝可能成为中国首先取得国际定价权的基本金属。

今年 10 月 27 日晚，中国宣布自 11 月 1 日起上调铝锭出口关税后，LME 铝价随即出现大涨。而欧盟稍后宣布自 07 年 1 月 1 日起下调原铝进口关税至 3%（原为 6%）。显然是一种被动的反应。

从行业成长期走向成熟期

中国的铝行业产业结构正在优化，产量和消费量大幅增加，行业规模和利润不断提升，显示一个成长期产业正逐步走向成熟期产业的特点。

结构性失衡的问题任何国家、任何行业都存在，只是程度不同而已。随着国家调控能力的增强、业内专业素质的提高，铝行业对结构失衡的周期性修正，将是一种阻尼振荡。企业产业链的延伸也将熨平周期性风险，行业的周期振幅将越来越小。

利益驱动，逐鹿铝行业整合

行业整合将是 07 年电解铝公司股票上涨的兴奋点之一

通过行业整合提高行业集中度，行业集中度的提高有助于提升行业的国际竞争力。2003 年至今，中国铝业通过一系列的收购兼并，壮大规模、完善产业链、优化产业链结构，使自己迅速跻身国际铝业 3 大巨头之一。中铝的整合行动，客观上提高了国内铝行业的集中度。

对国内铝行业上市公司的大规模整合，因中铝提出吸收合并兰州铝业、山东铝业，而正式拉开序幕。为回避关联交易和同行竞争问题，中铝将如何对 A 股市场的另外 2 家控股公司焦作万方、包头铝业进行整合，将成为 A 股铝行业板块 07 年的兴奋点之一。

在对中国铝行业长期看好的前提下，面对巨大的中国市场以及大幅提升的行业赢利能力，国际铝业巨头也蠢蠢欲动。中国大幅提高铝锭出口关税后，在中国能得到比国际市场价格低 10%以上的铝锭，铝加工成本优势明显。而且铝加工产成品可

以就近满足庞大的中国市场需求，或者出口享受退税优惠。

对中铝以外的国内其它电解铝上市公司来说，也迫切需要借助国外铝加工技术优势和市场优势，以打通自身完整的产业链。

分歧中的机会

产能扩张的冲动是肯定的，但进入壁垒同样广泛存在

行业进入壁垒有很多种，技术壁垒只是其中之一。和大部分行业一样，铝冶炼的技术壁垒是不存在的。

目前发挥壁垒作用的因素，宏观方面有国家调控政策、进出口政策、土地限制、环保要求、差别电价、融资限制等。微观方面有对上游资源的掌握、各方面的专业人员、技术向成熟工艺的转化能力、铝材营销网络、累积的商誉、以及企业驾驭和回避价格风险的能力等。

对需求增速和调控供应效果的低估，为未来价格上的报复性修正埋下伏笔

我们认为，对铝供应的大幅增加忧虑是没有必要的。首先，不能低估政府的调控能力和行业内企业的自我调节能力。其次，需求比之供应，被低估的程度更大。即使 06 年有明显的统计外产量增加，按现在市场上的现货升水结构分析，这部分额外供应量已被统计外的需求所全盘吸收。

当低估的需求，蓄势后最终引起质变，导致供求关系发生根本改变时，市场对此的修正将是十分猛烈的。05 年下半年到 06 年上半年，发生在氧化铝和铜市场的报复性修正，正是因为在此之前市场普遍预期供应将明显缓和。

景气顶点将延至 08 年或以后

另外，基于我们对 08 年铝的均价将高于 06、07 年的预测，我们认为，本轮电解铝行业景气周期顶点出现，将从 07 年延迟到 08 年或者以后。

业绩提升是投资的价值基础

行业景气首先带来的是普惠性的业绩大幅提升

电力供应稳定、氧化铝预期中长时间的熊市、以及原铝供求基本平衡并逐步趋紧前提下，铝价的相对稳定，为电解铝上市公司提供了良好的经营环境。

07 年开始的未来数年中，众多电解铝上市公司将迎来黄金发展阶段，业绩的爆发式增长是可以预期的。

	2003	2004	2005	2006E	2007E	2008E
产量	5631	6427	7726	12539	16606	19360
消费	11205	13092	15332	18216	20790	22176
进口	5605	5875	7016	7112	5126	3590
平衡	31	-790	-590	1435	942	774
全球	2003	2004	2005	2006E	2007E	2008E
产量	54869	58158	60851	67234	72570	77466
消费	55047	58380	62238	65848	70790	74534
平衡	-178	-222	-1387	1386	1780	2932
FOB 澳洲	291	410	468	436	170	150

资料来源：MBR、IAI、联合证券研究所

核心竞争力的差异，决定了谁将走得更高更远

对上游资源的掌握能力、企业自身产业链的完善以及在一个或数个细分领域的相对垄断优势，是铝业上市公司长时间快速发展的战略保障。

而在冰与火的市场洗礼中练就抗风险能力和经营能力，以及长时间积累起来的冶炼工艺水平和细分市场上高效的营销网络，将成为电解铝公司在同业竞争中脱颖而出的最终制胜因素。

盈利预测和敏感分析

行业的景气首先是对所有电解铝公司的普惠。对我们关注的下列上市公司，均给予增持评级。

鉴于企业核心竞争力的差异，我们的投资建议排序是：

1、云铝股份（000807）；2、焦作万方（000612）；3、包铝股份；4、S 兰铝（600296）；5、关铝股份（000831）；6、中孚实业（600595）。

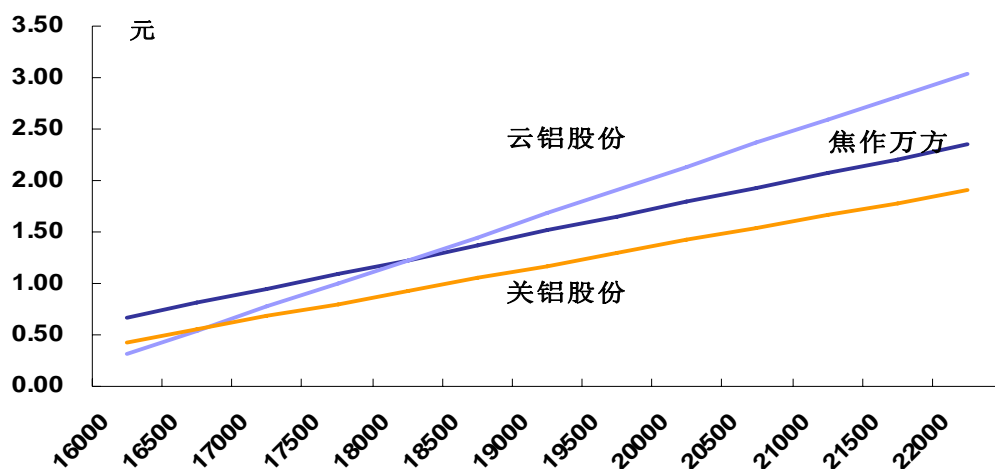
表 8、电解铝公司盈利预测（假设 07 铝均价 19000 元/吨）

	股本 亿股	股价* 元/股	EPS (元/股)			PE (X)		评级
			06Q3A	06E	07E	06E	07E	
焦作万方 000612	4.80	8.4	0.41	0.73	1.51	11.5	5.6	增持
云铝股份 000807	5.46	10.66	0.26	0.52	1.68	20.5	6.3	增持
关铝股份 000831	3.63	5.82	0.07	0.22	1.17	26.5	5.0	增持
S 兰铝 600296	5.42	12.91	0.34	0.69	1.55	18.7	8.3	增持
包头铝业 600472	4.31	8.85	0.60	1.21	1.79	7.3	4.9	增持
中孚实业 600595	2.29	7.69	0.46	0.77	1.39	10.0	5.5	增持

资料来源：联合证券研究所。
*2006/12/30

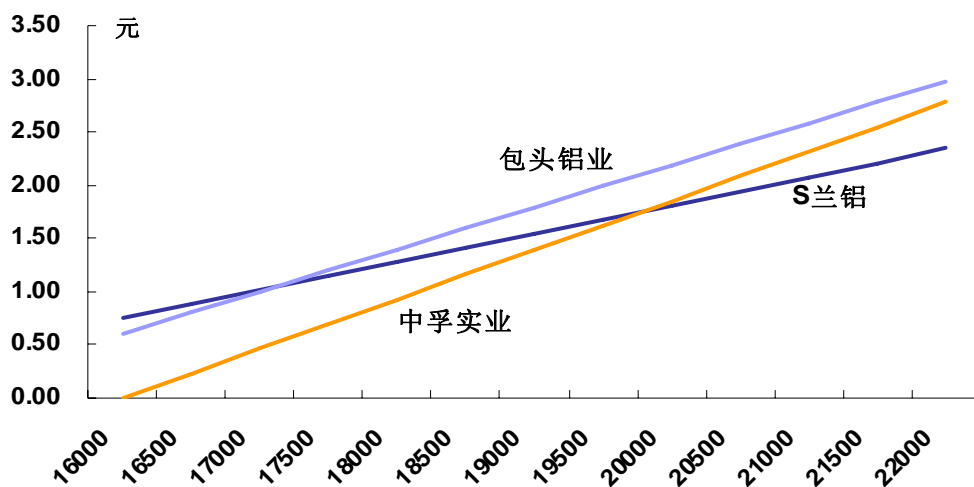
铝价是影响 07 年业绩的主要因素。我们所作敏感性分析，尚未考虑新会计准则、两税合并、关税调整等变化因素。

图 11、07EPS 对铝价（RMB 元/吨）的敏感性 1



资料来源：联合证券研究所

图 12、07EPS 对铝价（RMB 元/吨）的敏感性 2



资料来源：联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层 邮政编码: 518001

TEL: (86-755) 8249 2080 FAX: (86-755) 8249 3318

E-MAIL: LZRD@LHZQ.COM

上 海

上海浦东陆家嘴东路 161 号招商局大厦 34 层 邮政编码: 200121

TEL: (86-21) 5840 6452 FAX: (86-21) 5840 6254

E-MAIL: LZRD@LHZQ.COM

重要申明 — 本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性。本报告为联合证券研究所对研究对象一定时期的分析研究, 其中观点或陈述可能因时间的变化而变化或与事实不完全一致, 如欲了解对该对象最新情况的评述, 谨请参阅本公司最近期相关报告。本报告所载信息均为个人观点, 并不构成所述证券的买卖建议。© 联合证券有限责任公司研究所, 2007。版权所有, 未经授权不得复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容, 务必联络联合证券有限责任公司研究所。