

工业金属

有望受益电改税改，电解铝触底修复反弹可期

事件：3月5日政府工作报告指出，改革推动降低涉企收费，要深化电力市场化改革，清理电价附加收费，降低制造业用电成本，一般工商业平均电价再降低10%。同时，制造业企业增值税由16%调整到13%。

电解铝成本或下降675元/吨，企业盈利空间扩大

电解铝用电基本属于大工业用电范畴，电价主要由上网电价和中间费用组成，其中中间费用包括输配电价、政府性基金等等。而政府工作报告中所指的电价附加收费主要是指政府性基金，目前政府性基金为0.05元/度。若后续政府性基金不在收取，以电解铝平均电耗13500度/吨估算，则电解铝成本或将下降675元/吨，企业盈利空间扩大。据我们测算，如果取消政府性基金业绩改善弹性为中孚实业（扭亏）、云铝股份（超过100%）、中国铝业（超过40%）、南山铝业（超过15%）。

增值税改革电解铝企业也有望受益

目前电解铝企业销税增值税在16%水平，考虑到电解铝生产成本中进项税费约30-40%部分为电力成本，60-70%部分为含税成本，按照15-17年平均调整增值税/毛利的占比来看，增值税下调3%，对于铝企业毛利影响在2.65%-6.63%之间。主要电解铝企业盈利改善弹性顺序为中孚实业、中国铝业、云铝股份、南山铝业。

减产仍在进行时、电解铝触底反弹可期

2018年受制于低价电解铝再度出现了超过300万吨关停产能，2019年前两个月电解铝价格仍在低位震荡，因为电价谈判/原料成本问题等进一步关停产能约40万吨。但同时受制于春节因素影响，Q1为传统库存上涨时间，2019年国内库存前两个月上涨45万吨至约175万吨水平，同比下滑20%。现在时点来看，货币以及财政政策边际的宽松可能逐步落实，基建投资大概率回暖，电解铝需求较去年来看回暖概率较高，同时铝价低位下新增产能投产进展可能不断放缓，铝行业可能逐渐迎来库存去化、盈利改善的过程。

关注龙头云铝中铝估值修复和边际改善中孚实业。

考虑2018年11月以来，铝价一直位于14000元/吨以下震荡，电解铝盈利基本回到了供给侧改革以来的低点，伴随合理电力成本修复、需求改善、有限新增产能净投放，全行业盈利改善空间较大。目前铝行业平均PB水平仅有1.2左右，龙头云铝股份（电解铝产能2019年有望接近300万吨）和中国铝业（电解铝在产产能约400万吨，氧化铝1686万吨）有望迎来估值修复行情，中孚实业边际改善明显（75万吨产能中50万吨转移到成本优势地区，边际改善）。

风险提示：电改政策不及预期，税改政策不及预期，电解铝产能大幅过剩。

证券研究报告

2019年03月06日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

杨诚笑 分析师
SAC执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

孙亮 分析师
SAC执业证书编号：S1110516110003
sunliang@tfzq.com

田源 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030003
tianyuan@tfzq.com

王小芄 分析师
SAC执业证书编号：S1110517060003
wangxp@tfzq.com

田庆争 分析师
SAC执业证书编号：S1110518080005
tianqingzheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《工业金属-行业点评:忠旺借壳上市持续推进,铝加工龙头有望登录A股》 2018-09-26
- 2 《工业金属-行业点评:美铝西澳工厂罢工,全球氧化铝价格有望抬升》 2018-08-09
- 3 《工业金属-行业点评:工信部定调产能置换方案与时间表,继续看好电解铝》 2018-01-17



分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com