

## 成本下行，产业链利润转移提振公司业绩

云铝股份 (000807.SZ)

**推荐** 维持评级

核心观点:

### 1. 事件

云铝股份发布2019年一季度报告，公司2019年一季度实现营业收入50.73亿元，同比减少1.99%；归属于母公司净利润0.51亿元实现扭亏，同比增加148.32%；实现每股收益0.02元。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 铝价回暖、成本下降提振公司业绩

报告期内，由于铝产品的价格有所回升，原材料的价格有所回落，这使铝产业链上的利润重新分配由氧化铝端向电解铝端转移，驱动公司的盈利能力有所恢复。此外，2018年年末已计提的存货跌价准备转销和政府补助等提升公司的业绩。虽然2019Q1全国铝锭平均价格为13542.24元/吨，同比下跌4.48%，但是相比去年四季度跌幅收窄4.29个百分点；2月份和3月份的铝价分别环比上涨0.89%和2.49%。而电解铝用原材料氧化铝和预焙阳极的2019Q1平均价格为2824.74元/吨和3822.81元/吨，分别同比下跌0.96%和11.01%。公司2019Q1的营业成本45.11亿元，同比下降4.25%；造成公司2019Q1毛利率达到11.08%，同比提高3.02个百分点。扣非归母净利润800万元，同比提升106.88%，政府大额补助虽然计入非经常性损益，但是作为以水电铝为特色的国家环境友好企业公司长期获得大量的政府补助，从2016年2710万元到2018年6757万元，补助额度逐年增长，对于提振总的公司业绩具有一定帮助。

#### (二) 增资海鑫、水电铝扩产和高精铝箔项目稳步推进巩固公司未来成长基础

公司在水电铝、氧化铝、阳极炭素等扩产项目和铝箔、电池箔、焊铝等开发项目的布局稳步推进。公司拟收购彝良驰宏矿业持有的云铝海鑫17.89%股份，目前公司直接持股比例达到63.99%，2018年云铝海鑫的净利润规模达到1156万元，对云铝海鑫的增资完成后，将会增厚公司利润；控股子公司鹤庆溢鑫拟收购拟购买山西华圣铝业19万吨电解铝指标，支撑鹤庆水电铝项目二期工程规划，项目完工后将具备年产约45万吨水电铝规模。

目前，公司氧化铝产能达140万吨/年，阳极炭素产能60万吨/年，电解铝产能170万吨/年，铝合金和铝加工产能超过80万吨/年。随着公司昭通、鹤庆、文山水电铝项目以及云铝源鑫60万吨/年炭素二期项目等重点项目的逐步投产，公司电解铝产能将超过300万吨/年、阳极炭素产能超过80万吨/年、铝合金及铝加工产能超过100万吨/年。另外，随着文山80万吨的氧化铝建设项目的完工，自产氧化铝的产量得到提升；随着铝箔、3.5万吨电池箔和铝焊材等项目的建设，产品的附加值和盈利能力也得到增强。

#### 分析师

华立

☎: (8621) 20252629

✉: huali@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516080004

#### 联系人

叶肖鑫

✉: yexiaoxin\_yj@chinastock.com.cn

吴建璋

✉: wujianzhang\_yj@chinastock.com.cn

#### 市场数据

时间 2019.04.29

A股收盘价(元)	5.17
A股一年内最高价(元)	7.57
A股一年内最低价(元)	3.52
上证指数	3062.50
市净率	1.63
总股本(亿股)	26.07
实际流通A股(亿股)	24.30
限售的流通A股(亿股)	1.77
A股总市值(亿元)	135

#### 相关研究

### 3. 投资建议

在铝下游进入开工旺季后，铝需求回暖，持续去库存支撑铝价上行。而铝产业链供需关系的逆转使 2019Q2 产业链利润重新分配由氧化铝氧化铝端向电解铝端转移，电解铝行业的盈利水平在逐步修复。公司作为电解铝行业的龙头企业，依托水电成本优势明显，在行业利润恢复的情况下业绩释放更为强烈。我们预计公司 2019-2020 年 EPS 为 0.18/0.24 元，对应 2019-2020 年 PE 为 29x/22x，给予“推荐”评级。

### 4. 风险提示

- 1) 铝价大幅下跌；
- 2) 铝下游需求不及预期；
- 3) 新建项目投产不及预期。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**华立，有色金属行业证券分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区：耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@chinastock.com.cn](mailto:gengyouyou@chinastock.com.cn)