

氧化铝价格降至底部，电解铝利润持续修复

投资要点

- **氧化铝价格底部在 2500 元/吨附近，短期或有小幅度反弹但涨幅有限。**亚金网最新报价显示国产氧化铝现货价格 2485 元/吨，从 5 月份高点 3165 元/吨几乎呈现直线下跌的趋势。调研数据显示，山西氧化铝的成本是国内最高的，现金成本约 2500 元/吨，前期虽然山西大部分的氧化铝企业都处于亏损状态，但是实际上减产或检修的产能不多，因为氧化铝企业放弃利润，通过降价来回笼现金流。目前氧化铝价格已经跌破山西氧化铝的现金成本线，预计中小企业亏损严重，加上现金流支撑不住会率先减产。另外，山西孝义近日发布《孝义市二青会环境治理保障通知》要求二青会期间(8月8日-8月18日)当地氧化铝企业限产 50%，据统计孝义市 6 家氧化铝企业产能合计接近 800 万吨。综上所述我们认为氧化铝价格已经达到底部位置，短期内或有小幅度反弹，但是由于氧化铝新增产能较多，价格应该不会超过 2700 元/吨。
- **电解铝处于去库周期。**SMM 最新数据显示，国内电解铝实际库存合计约 103.5 万吨，相比年初的库存减少接近 30 万吨，而相比春节之后的高点减少超过 70 万吨。预计国内电解铝供需格局边际改善，下半年需求好于上半年，电解铝的库存继续消耗，年末有望回到 60-70 万吨的水平。
- **电解铝企业利润持续得到修复，同比将扭亏为盈。**利润方面今年上半年电解铝企业在经历此前大幅度亏损之后，减产增加，利润开始修复，二季度消费旺季甚至有阶段性利润，之后企业利润变化更多是受到氧化铝价格波动影响。随着氧化铝价格快速回落，整个铝产业链的利润转移到电解铝环节，预计目前国内电解铝单吨利润额能达到 650 元/吨(未考虑所得税)。考虑到氧化铝供需过剩的格局将延续，电解铝企业将持续获得利润，相比去年持续大幅亏损的情况明显改善，同比将扭亏为盈。
- **投资建议：云南优质水电铝企业云铝股份(000807.SZ)。**截止至 2018 年年末，公司拥有氧化铝产能 140 万吨，水电铝产能 158 万吨。公司积极拓展绿色低碳水电铝项目，预计未来三年水电铝产能有望实现翻倍增长，达到年产 323 万吨，权益产能约 264 万吨。

成本方面，公司自产氧化铝的铝土矿供应全部来自自有矿山，这部分成本不受氧化铝价格波动影响；而不足的部分对外采购，随着氧化铝价格的回落有利于降低生产成本。盈利方面，公司已经发布半年度业绩预告，归母净利润约 1.62 亿元，同比增长 236%。另外从更远的角度来考虑，我们认为公司水电铝能稳定获得单吨 500 元以上的净利润是比较合理的，如果仅按照今年 185 万吨的产量来测算，年化净利润 9.25 亿元，归母净利润约 7.8 亿元，对应估值只有 16 倍。综上所述我们认为公司股价仍有较大的上行空间。

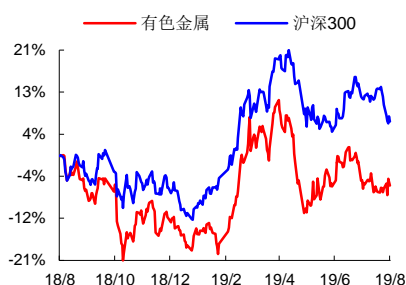
- **风险提示：**国内铝消费不及预期；氧化铝涨价超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：刘孟峦
执业证号：S1250519060005
电话：15210216914
邮箱：lml@swsc.com.cn

联系人：杨耀洪
电话：18659008657
邮箱：yyhong@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	113
行业总市值(亿元)	14,224.39
流通市值(亿元)	12,387.32
行业市盈率 TTM	32.06
沪深 300 市盈率 TTM	11.9

相关研究

1. 铜铝 2019 年中期策略报告：回归基本面，供需格局将有所改善 (2019-07-03)
2. 有色行业动态点评：国产氧化铝现货价格突破 3000 元/吨 (2019-05-17)

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn