

## 降本量增提振公司业绩，水电铝扩产和产业链利润下沉驱动未来成长

云铝股份 (000807.SZ)

**推荐** 维持评级

核心观点:

### 1. 事件

公司发布 2019 年半年度报告，报告期内实现营业收入 108.45 亿元，同比增长 3.44%；归属于母公司净利润 1.61 亿元，同比增加 232.98%；实现每股收益 0.06 元。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 成本下降、昭通鹤庆投产驱动公司业绩增长

报告期内，随着铝产业链供需结构的反转致使氧化铝价格下跌产业链利润向电解铝环节转移，同时地产竣工带来的旺盛需求有效去库存使铝价获得支撑，驱动公司盈利能力回暖。虽然报告期内全国铝锭平均价格为 13817.55 元/吨，同比下跌 3.54%，但是相比去年四季度跌幅收窄 3.86 个百分点；其中二季度的平均价格环比上涨到 14062.27 元/吨，上涨幅度达到 3.84%，且已经超过了去年四季度的平均价格 13877.74 元/吨。同时成本端压力有所缓解，氧化铝和预焙阳极的平均价格分别下降到 2873.63 元/吨和 3762.39 元/吨，下降幅度分别为 1.06% 和 8.11%。因此报告期内毛利率达到 11.88%，环比提升 0.8 个百分点。作为以水电铝为特色的国家环境友好企业公司长期获得政府补助，上半年公司获得政府补助约 7600 万元，超过去年全年的 6757 万元，增厚公司利润。公司报告期内昭通水电铝一期项目、鹤庆水电铝一期项目顺利投产，产能规模不断提升，上半年生产原铝 86.59 万吨，同比增长 12.85%；铝合金及铝加工产品 35.37 万吨，同比增长 0.84%；氧化铝 73.26 万吨，同比增长 19.71%。

#### (二) 铝产业链内部利润环节转移利好电解铝企业

随着铝行业供给侧改革的不断深入，年初根据工信部对铝工业的工作重点部署，严控电解铝新增产能将作为行业的发展趋势，产能天花板已经形成，2019 年上半年，电解铝产量达到 1741.30 万吨，仅增长 2.2%，最新 7 月的开工产能 3604.85 万吨，同比降低 2.43%；同时下游需求旺盛，7 月份原铝的表观消费量达到 303.22 万吨，环比增加 12.2 万吨，上涨幅度达到 4.20%；截止 2019 年 08 月电解铝现货库存仅为 104.50 万吨，同比下降 40.56%，旺盛的消费和较低的库存水平支撑铝价的进一步上涨。另外随着去年巴西海德鲁、美铝和俄铝等海外氧化铝的供给冲击影响逐渐消退，截止到 8 月 22 日，氧化铝开工产能过剩 200.2 万吨，氧化铝供给过剩格局将持续压制成本价格。在宏观经济逆周期政策和鼓励消费的优惠政策下，基建补短板 and 新能源汽车等领域将进一步拉动铝材的需求。

#### 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 2019.08.30

A 股收盘价(元)	4.98
A 股一年内最高价(元)	6.30
A 股一年内最低价(元)	3.52
上证指数	2886.24
市净率	1.54
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)	130

#### 相关研究

### （三）增资海鑫、昭通鹤庆二期水电铝扩产、源鑫炭素二期等项目推进助力未来成长

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2月完成收购彝良驰宏矿业持有的云铝海鑫11.01%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2月份购买山西华圣铝业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，电解铝产能200万吨/年，铝合金和铝加工产能超过80万吨/年，公司氧化铝产能达140万吨/年，阳极炭素产能60万吨/年，未来随着公司昭通二期、鹤庆二期、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、铝合金及铝加工产能超过100万吨/年和阳极炭素产能超过80万吨/年。另外，文山铝土矿保有资源储量约1.7亿吨，为公司水电铝产业发展提供了较强的铝土矿—氧化铝资源保障，并随着文山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，自给率进一步提升；随着高精超薄铝箔、3.5万吨电池箔和航空铝合金焊材等项目的建设，产品的附加值和盈利能力也得到增强。

## 3. 投资建议

在铝需求回暖，铝行业供给侧改革限制产能扩张的同时持续去库存支撑铝价上行。铝产业链供需关系的改变使产业链利润重由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。公司水电成本优势明显，通过全产业链扩建实现降本提量，通过量价齐升驱动业绩释放的逻辑更为明确。我们预计公司2019-2020年EPS为0.16/0.26元，对应2019-2020年PE为31x/19x，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。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn