

业绩预报点评：降本增效逆势布局，进入利润修复期

云铝股份 (000807)

事件

2019 半年度业绩预增，净利润 1.62 亿同比大增 236%

公司 2019 年 7 月 15 日发布业绩预告，披露 2019 年半年度归属于上市公司股东的净利润约 16,200 万元左右，比上年同期增长约 236%，上年同期 4,826.44 万元。基本每股收益 0.06 元，上年同期 0.02 元。

报告期内，国内铝市场逐步复苏，国内、国际铝市场价格逐步企稳，公司紧抓住铝市场和政策机遇，精准实施各项内部挖潜和降本创效措施，强化以销定产，通过提高氧化铝和阳极炭素自产量以及科学调整采购策略，降低公司氧化铝、阳极炭素等大宗原辅料成本。产品价格上升及原料成本下降促进公司上半年净利润上升。

简评

降本增效逆势布局，进入利润修复期

电解铝价触底反弹，供需格局扭转。公司现运营水电铝产能 214 万吨左右，营收和净利润高度依托电解铝价格变化。上半年铝价自 13590 元/吨上涨 4.2% 至 14155 元/吨，跑赢上期所有色指数 9 个百分点，相比其他有色金属铝价表现超预期。由于 2016 年以来电解铝行业供给侧改革去产能削减 526 万吨，产能高速增长情况在 2019 年终止，产量出现十年来首次负增长，上半年电解铝产量 1786 万吨同比下降 0.76%。而需求保持稳定增长，地产施工对铝板带需求以及特高压输电对钢芯铝绞线的需求都导致上半年铝材开工同比正增长。供需格局扭转，电解铝价格走出修复行情。

预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万)	21,689.4	25,595.4	28,825.5	37,430.6
营业收入增长率	-2.0%	18.0%	12.6%	29.9%
EBITDA (百万)	264.3	2,775.5	3,453.5	4,328.1
EBITDA 增长率	-90.1%	950.3%	24.4%	25.3%
净利润 (百万)	-1,466.0	407.3	835.3	1,511.1
净利润增长率	-323.1%	-127.8%	105.1%	80.9%
ROE	-17.7%	4.7%	8.8%	14.1%
EPS (元)	-0.56	0.16	0.32	0.58
P/E	-8.1	29.1	14.2	7.8
P/B	1.4	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	90.5	8.7	8.7	5.2

首次评级

增持

秦源

qinyuanzgs@csc.com.cn

021-68821600

执业证书编号：S1440519060001

研究助理：李木森

limusen@csc.com.cn

021-68821600

发布日期：2019 年 07 月 16 日

当前股价：4.65 元

目标价格 6 个月：5.44 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	0.43/-1.66	-15.3/-7.57	-6.06/-9.98
12 月最高/最低价 (元)			6.3/3.52
总股本 (万股)			260,683.88
流通 A 股 (万股)			242,961.45
总市值 (亿元)			121.22
流通市值 (亿元)			112.98
近 3 月日均成交量 (万)			5,527.89
主要股东			
云南冶金集团股份有限公司			42.57%

股价表现



相关研究报告

原料价格见顶回调，水电优势渐显。公司氧化铝产能 140 万吨，自给率 37%，炭素产能 60 万吨，自给率 56%。电力全部使用云南当地电网水电，电费自 2013 年起保持长期下降趋势。2019 年原材料价格进入下降周期，上半年氧化铝下降 10.5%，阳极炭素下降 12.8%，全年公司电力成本计划下降至 0.33 元每千瓦时。原材料成本的全面下行，直接导致公司盈利同比大增 236%，Q2 盈利 1.36 亿元，环比 Q1 大增 423%。

逆周期布局，产能进入释放期。公司地处云南，水电资源充沛，西南地区成为本次电解铝产能转移的核心目的地。公司收益区位优势，自 2017 年开始逆势布局 200 万吨电解铝产能，2019 年有邵通鲁甸海鑫铝业一期 35 万吨产能投产，大理鹤庆溢鑫铝业一期 21.04 万吨产能投产，2020-2021 年仍有 100 万吨产能投产。在全国电解铝去产能的背景下，云铝逆周期布局将逐步进入丰厚的业绩收获期。云铝股份逆势布局水电铝产能，随着三季度氧化铝及辅料价格进一步下跌，下半年业绩增长确定性较强。推荐关注云铝股份业绩修复带来的投资机会。考虑到电解铝供需结构好转，氧化铝价格回落，给予公司增持评级，2019 年 34 倍 PE 估值，6 个月目标价 5.44 元。

盈利预测及投资建议

公司逆势布局水电铝产能，到 2020 年后建成投产共计 323 万吨电解铝，将持续受惠于水电能源带来的低价电费和稳定、合规的电力供给格局。预计 2019 年氧化铝价格开始逐步下行，逐步回落至 2700 元附近。经过 2017 年中国电解铝行业的供给侧改革，2018 年国内电解铝增速为 0.5%，未来几年供给复合增速约 3.7%，而需求将保持 5-7% 的稳定增长，2019 年后供给过剩局面将有望扭转。2019 年公司新投产产能逐步释放，以铝价 13900 元测算，185 万吨电解铝产量和 0.33 元电力成本，将为公司带来约 4.07 亿元净利润。

我们预计公司 2019 年到 2021 年的营收分别为 225.95 亿元、288.26 亿元和 374.31 亿元，同比增长 18%、12.6% 和 29.9%；实现归母净利润 4.07 亿元、8.35 亿元和 15.11 亿元，同比增长-127.8%、105.1% 和 80.9%；每股 EPS 分别为 0.16 元、0.32 元和 0.58 元。每股净资产分别为 3.34 元、3.64 元和 4.11 元。2019 年到 2021 年的对应 PE 分别为 29.1 倍、14.2 倍和 7.8 倍，PB 分别为 1.4 倍、1.2 倍和 1.1 倍。考虑到电解铝供需结构好转，氧化铝价格回落，给予公司增持评级，2019 年 34 倍 PE 估值，6 个月目标价 5.44 元。

风险分析

铝价快速下跌带来的库存损失和亏损风险。

氧化铝价格受到海外大型氧化铝厂短期开工和出货情况影响，价格上涨导致没有氧化铝产能配套的部分电解铝利润被进一步挤压。

云南省电价政策变化，引入更多耗能产业导致电力供需现状改变。

分析师介绍

秦源：上海财经大学产业经济学博士，10年大宗商品市场和钢铁有色行业研究经历，曾就职于宝钢集团、安信证券、兴业研究，18年4月底加入中信建投研究所。

研究助理

李木森：香港城市大学信息系统管理硕士，3年有色金属行业研究经历，熟悉有色大宗商品供需格局与价格分析，18年8月加入中信建投研究所。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859