

投资评级：增持(维持)

云铝股份(000807)

行业利润修复叠加公司降本增效，业绩符合预期
市场数据 2019-07-12

收盘价(元)	4.53
一年内最低/最高(元)	3.52/6.30
市盈率	-9.0
市净率	1.42

基础数据

净资产收益率(%)	-16.19
资产负债率(%)	75.4
总股本(亿股)	26.07

最近12月股价走势

联系信息

李帅华 分析师
SAC 证书编号: S0160518030001
lishuaihua@ctsec.com

相关报告

- 《云铝股份(000807):成本降低,公司利润持续修复》 2019-03-27
- 《云铝股份(000807):铝价降成本升叠加减值维修,业绩大幅下滑》 2019-01-31
- 《云铝股份(000807):中铝集团控股云铝,协同效应可期》 2018-11-14

事件: 公司发布 2019 年半年报, 实现归母净利润 1.62 亿元, 同比增长 236%, 其中 2019 年 Q2 实现归母利润 1.11 亿元, 同比下滑 27%, 环比增加 118%。

- **二季度行业利润修复, 公司利润环比大增。** 根据我们的测算, 二季度电解铝环节的利润环比一季度增加 338 元/吨, 按照公司单季度大约 40 万吨电解铝权益产量进行计算, 二季度归母净利润环比可以增加 1.15 亿元, 公司一季度实现扣非后利润 760 万元, 因此公司二季度利润约为 1.22 亿元, 与公司披露的 1.11 亿元基本吻合。
- **提高原材料自给率, 严格管控成本, 公司致力于不断增强行业竞争优势。** 报告期内, 公司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, 努力降低公司氧化铝、阳极炭素等大宗原辅料成本; 同时, 积极争取国家和云南省支持加快水电铝材产业发展、铁路运输扶持、生产经营扶持等政策扶持措施。
- **公司电解铝产能逆势扩张。** 2018 年 7 月下旬, 公司云铝海鑫一期 35 万吨项目开始通电, 此外 2019 年鹤庆 20 万吨电解铝已经投产, 公司目前拥有电解铝在产产能 201 万吨。公司未来的新增产能包括云铝海鑫项目剩余的 60 万吨和文山铝业的 50 万吨, 远期公司电解铝总产能约 300 万吨, 其中权益产能 250 万吨。
- **电解铝库存去化延续, 利润望修复。** 展望后半年, 行业利润稳定性、电价以及资金三因素仍掣肘电解铝新增产能的投产, 我们预计铝价回升至 14500 元之前并不会刺激大规模的新增产能投放, 9-10 月消费旺季期间铝锭库存可能回落至 60-80 万吨, 行业利润在此期间将大幅修复。
- **盈利预测及评级。** 我们维持公司“增持”评级。预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.11 元、0.24 元、0.43 元, 对应当前股价的 PE 分别为 40.5 倍、18.9 倍、10.5 倍。

风险提示: 宏观经济持续下滑, 行业新增产能投产速度超预期, 公司电解铝产能投产不及预期的风险。

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	22,130	21,689	21,776	22,865	24,694
增长率	42.4%	-2.0%	0.4%	5.0%	8.0%
归属母公司股东净利润(百万)	657	-1,466	292	625	1,122
增长率	494.4%	-323.1%	-119.9%	114.3%	79.5%
每股收益(元)	0.25	-0.56	0.11	0.24	0.43
市盈率(倍)	18.0	-8.1	40.5	18.9	10.5

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	22,130	21,689	21,776	22,865	24,694	成长性					
减: 营业成本	19,246	20,145	19,167	19,550	20,528	营业收入增长率	42.4%	-2.0%	0.4%	5.0%	8.0%
营业税费	124	153	154	114	123	营业利润增长率	211.8%	-320.4%	-120.0%	161.2%	79.5%
销售费用	412	463	456	479	503	净利润增长率	494.4%	-323.1%	-119.9%	114.3%	79.5%
管理费用	707	1,262	850	915	988	EBITDA 增长率	31.0%	-90.1%	782.0%	29.1%	25.5%
财务费用	773	862	790	869	869	EBIT 增长率	44.5%	-162.1%	-220.9%	57.2%	41.3%
资产减值损失	97	633	-	-	-	NOPLAT 增长率	76.0%	-163.7%	-209.9%	45.9%	41.3%
加: 公允价值变动收益	1	0	-	-	-	投资资本增长率	19.0%	11.6%	71.6%	-28.9%	47.9%
投资和汇兑收益	-13	16	-	-	-	净资产增长率	10.8%	-15.7%	3.4%	7.2%	12.5%
营业利润	812	-1,791	359	938	1,683	利润率					
加: 营业外净收支	-10	-8	-	-	-	毛利率	13.0%	7.1%	12.0%	14.5%	16.9%
利润总额	802	-1,798	359	938	1,683	营业利润率	3.7%	-8.3%	1.6%	4.1%	6.8%
减: 所得税	85	-52	-	188	337	净利润率	3.0%	-6.8%	1.3%	2.7%	4.5%
净利润	657	-1,466	292	625	1,122	EBITDA/营业收入	12.1%	1.2%	10.7%	13.2%	15.3%
						EBIT/营业收入	6.9%	-4.4%	5.3%	7.9%	10.3%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	4,121	4,390	1,742	1,829	1,976	固定资产周转天数	286	310	318	288	254
交易性金融资产	-	-	0	0	0	流动营业资本周转天数	-38	-34	63	70	76
应收帐款	505	308	13,020	975	14,139	流动资产周转天数	160	167	281	254	252
应收票据	514	204	4,280	543	4,666	应收帐款周转天数	9	7	110	110	110
预付帐款	382	240	120	125	132	存货周转天数	63	70	70	68	66
存货	4,466	4,006	4,488	4,176	4,921	总资产周转天数	552	609	724	674	649
其他流动资产	313	682	489	495	555	投资资本周转天数	273	320	457	470	449
可供出售金融资产	228	182	173	186	194	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	6.7%	-17.7%	3.4%	6.9%	11.1%
长期股权投资	305	321	396	478	573	ROA	2.0%	-4.7%	0.7%	2.1%	2.5%
投资性房地产	-	-	30	60	90	ROIC	9.2%	-4.9%	4.9%	4.1%	8.2%
固定资产	17,628	19,676	18,776	17,864	16,935	费用率					
在建工程	3,514	3,659	4,659	5,659	6,659	销售费用率	1.9%	2.1%	2.1%	2.1%	2.0%
无形资产	1,353	1,656	1,703	1,741	1,770	管理费用率	3.2%	5.8%	3.9%	4.0%	4.0%
其他非流动资产	2,547	2,196	209	1,375	989	财务费用率	3.5%	4.0%	3.6%	3.8%	3.5%
资产总额	35,877	37,521	50,085	35,504	53,600	三费/营业收入	8.6%	11.9%	9.6%	9.9%	9.6%
短期债务	7,281	9,921	15,582	14,247	14,947	偿债能力					
应付帐款	5,348	4,917	9,963	3,284	10,371	资产负债率	69.5%	75.4%	81.0%	71.2%	78.6%
应付票据	2,221	1,671	2,588	2,855	2,298	负债权益比	228.2%	307.1%	425.7%	247.6%	366.6%
其他流动负债	3,736	4,690	3,762	4,268	4,217	流动比率	0.55	0.46	0.76	0.33	0.83
长期借款	3,985	4,014	8,450	-	9,578	速动比率	0.31	0.27	0.62	0.16	0.67
其他非流动负债	2,374	3,093	212	635	702	利息保障倍数	1.98	-1.10	1.45	2.08	2.94
负债总额	24,945	28,305	40,558	25,291	42,113	分红指标					
少数股东权益	1,064	951	1,019	1,144	1,368	DPS(元)	0.07	-	0.01	0.03	0.03
股本	2,607	2,607	2,607	2,607	2,607	分红比率	27.8%	0.0%	9.3%	12.3%	7.2%
留存收益	7,228	5,646	5,902	6,463	7,511	股息收益率	1.5%	0.0%	0.2%	0.7%	0.7%
股东权益	10,933	9,216	9,527	10,213	11,486	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.25	-0.56	0.11	0.24	0.43
净利润	717	-1,746	292	625	1,122	BVPS(元)	3.79	3.17	3.26	3.48	3.88
加: 折旧和摊销	1,144	1,272	1,182	1,202	1,223	PE(X)	18.0	-8.1	40.5	18.9	10.5
资产减值准备	97	633	21	22	26	PB(X)	1.2	1.4	1.4	1.3	1.2
公允价值变动损失	-1	-0	-	-	-	P/FCF	44.8	55.3	-2.6	9.0	-45.8
财务费用	811	902	790	869	869	P/S	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
投资收益	13	-16	-	-	-	EV/EBITDA	7.6	90.4	16.4	9.2	10.2
少数股东损益	60	-280	67	125	224	CAGR(%)	1.5%	-191.7%	20.2%	1.5%	-191.7%
营运资金的变动	-1,829	122	-12,510	8,972	-11,509	PEG	11.7	0.0	2.0	12.3	-0.1
经营活动产生现金流量	2,032	337	-10,158	11,816	-8,045	ROIC/WACC	1.2	-0.6	0.6	0.5	1.0
投资活动产生现金流量	-2,849	-3,648	-1,363	-1,398	-1,387	REP	1.0	-1.9	1.8	2.1	1.0
融资活动产生现金流量	500	3,228	8,873	-10,331	9,578						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。