

# 云铝股份 (000807.SZ)

## 19年扭亏，20年产能将快速释放

### 核心观点:

- **电解铝盈利空间扩大，19年实现扭亏为盈。**据年报，公司19年实现营收242.8亿元，同比增长12.0%；实现归母净利润4.95亿元，同比扭亏，主要是由于19年铝价同比下降3%，而氧化铝价格同比下降10%，使得电解铝盈利空间扩大，同时公司管理费用和资产减值损失同比减少4.3亿元和3.1亿元。
- **公司电解铝产能步入快速释放期。**云铝海鑫二期项目19年11月开工，预计20年年中投产，产能将增加35万吨至70万吨；文山铝业一期50万吨电解铝项目17年底开工，预计20年5月投产；云铝溢鑫二期于20年1月投产，产能将增加至45万吨，公司电解铝产能将步入快速释放期。同时，据年报，公司19年用电价格0.33元/度，在非自备电厂电解铝企业中具备竞争优势。
- **疫情缓和结束后，铝价有望迎来反弹。**受新冠疫情的影响，铝价近期跌至1.15万元/吨，致使电解铝环节亏损，预计短期部分电解铝企业将减产，对价格形成支撑；同时，随着疫情缓和并逐步结束，铝价或将迎来反弹。
- **给予公司“买入”评级。**预计公司20-22年实现EPS分别为0.10/0.30/0.55元/股，对应3月25日的收盘价的PE分别为38/13/7倍。受疫情影响，铝价波动较大将对公司盈利产生较大影响，PE估值波动也会加大，因此我们认为采用PB估值方式更为合理。考虑到公司产能快速释放，疫情结束后铝价或迎反弹，公司盈利将大幅改善提升，参考公司18年以来的PB估值均值，我们认为给予公司20年1.5倍PB估值较为合理，对应合理价值5.39元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**新建电解铝项目投产不及预期；疫情在全球持续蔓延造成铝价继续下跌；铝加工板块持续亏损，资产存在减值风险。

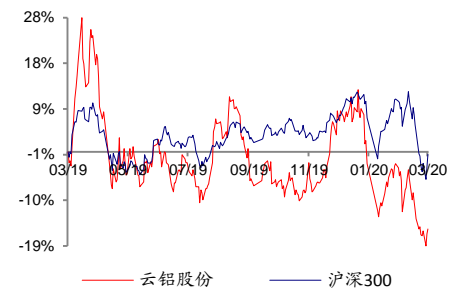
### 盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21,689	24,284	28,030	38,447	45,850
增长率(%)	-2.0	12.0	15.4	37.2	19.3
EBITDA(百万元)	911	2,956	2,259	2,883	3,616
归母净利润(百万元)	-1,466	495	318	952	1,709
增长率(%)	-323.1	133.8	-35.7	199.1	79.5
EPS(元/股)	-0.56	0.16	0.10	0.30	0.55
市盈率(P/E)	—	32.47	38.31	12.81	7.14
市净率(P/B)	1.22	1.47	1.09	1.00	0.88
EV/EBITDA	25.93	9.87	11.42	8.37	6.05

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	4.07元
合理价值	5.39元
前次评级	增持
报告日期	2020-03-25

### 相对市场表现



### 分析师:

巨国贤



SAC 执证号: S0260512050006

SFC CE No. BNV287



0755-82535901



juguoxian@gf.com.cn

### 分析师:

宫帅



SAC 执证号: S0260518070003

SFC CE No. BOB672



010-59136627



gongshuai@gf.com.cn

### 相关研究:

## 图表索引

图 1: 2018 年以来云铝股份 PB 估值走势 .....	4
表 1: 关键假设信息-电解铝及铝加工产品 .....	3
表 2: 云铝股份营业收入假设 (万元) .....	3
表 3: 云铝股份营业成本假设 (万元) .....	3
表 4: 云铝股份毛利假设 (万元) .....	4

## 投资建议

**价格假设方面：**据Wind数据，截至2020年3月24日，SHFE铝价格为11435元/吨，年初至今的均价为13290元/吨。而15年底铝价曾触及10000元/吨，彼时国内新增产能大量放缓，部分高成本的运行产能也关闭停产。我们认为电解铝属于冶炼加工环节，受新冠疫情影响铝价短期暴跌将使得没有自有铝土矿和氧化铝原料攻击的电解铝企业以及电力成本较高的电解铝企业率先减产，从而对金属价格形成支撑；随着疫情恐慌情绪缓和并结束，铝价有望迎来反弹。因此我们预计20-22年电解铝均价分别为12500/13000/13500元/吨。

**销量假设方面：**云铝海鑫二期项目19年11月开工，预计20年年中投产，产能将增加35万吨至70万吨；文山铝业一期50万吨电解铝项目17年底开工，预计20年5月投产，二期50万吨项目计划将于21年底投产；云铝溢鑫二期于20年1月投产，产能将增加至45万吨，公司电解铝产能将步入快速释放期。预计公司20-22年电解铝及铝加工产品销量持续增长，分别为242/323/373万吨。

**成本假设方面：**预计随着疫情结束后，铝价有望反弹，氧化铝的价格也将上涨，由于公司仍需大量外购原料氧化铝，因此公司电解铝及铝加工产品成本也将上涨，预计20-22年成本分别为10525/10841/11171元/吨。

表1: 关键假设信息-电解铝及铝加工产品

电解铝及铝加工产品	2018	2019	2020E	2021E	2022E
价格(元/吨)	12637	12612	11,236	11,634	12,060
成本(元/吨)	11738	10883	10,525	10,841	11,171
销量(万吨)	164	186	242	323	373

数据来源：公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

说明：以上表格中的产品价格均不含增值税；以上价格、成本和销量数据均为电解铝及铝加工产品数据，价格和成本数据我们将电解铝和铝加工两类产品进行了加权平均。

表2: 云铝股份营业收入假设(万元)

营业收入	2018	2019	2020E	2021E	2022E
电解铝及铝加工	2,069,262	2,341,551	2,716,226	3,757,929	4,498,195
其他	99,673	86,811	86,811	86,811	86,811
合计	2,168,935	2,428,362	2,803,037	3,844,741	4,585,006

数据来源：公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

表3: 云铝股份营业成本假设(万元)

营业成本	2018	2019	2020E	2021E	2022E
电解铝及铝加工	1,922,003	2,020,397	2,451,030	3,383,581	4,023,973
其他	92,458	83,635	83,635	83,635	83,635
合计	2,014,461	2,104,032	2,534,666	3,467,217	4,107,609

数据来源：公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

表4: 云铝股份毛利假设 (万元)

毛利	2018	2019	2020E	2021E	2022E
电解铝及铝加工	147,259	321,154	265,195	374,348	474,221
其他	7,215	3,176	3,176	3,176	3,176
合计	154,474	324,330	268,371	377,524	477,397

数据来源: 公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

综上, 我们预计公司20-22年实现EPS分别为0.10/0.30/0.55元/股, 对应3月25日的收盘价的PE分别为38/13/7倍。从可比公司的情况来看, 由于新冠疫情造成金属价格大幅下跌, 目前的万得一致预期已经无法正确体现公司的真实盈利水平, 因此无法参考可比公司进行估值; 从公司自身历史估值情况来看, 受疫情影响, 铝价波动较大将对公司盈利产生较大影响, PE估值波动也会加大, 因此我们认为采用PB估值方式更为合理, 18年以来公司的PB估值均值为1.5倍。18年以来铝价持续下跌, 公司估值水平也持续下降, 目前时间点来看, 考虑到公司产能快速释放, 疫情结束后铝价或迎反弹, 公司盈利水平将大幅改善提升, 公司估值水平将处于修复提升状态, 因此我们认为公司18年以来的PB估值中枢具有参考价值, 我们认为给予公司20年1.5倍PB估值较为合理, 对应合理价值5.39元/股, 给予“买入”评级。

图 1: 2018年以来云铝股份PB估值走势



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 20年以前的PB均按照当年的实际净资产数据测算, 20年PB按照当年净资产预测值测算。

## 风险提示

1. 新冠疫情如果在全球持续蔓延, 将对金属的需求产生冲击, 金属价格存在继续大幅下跌的风险; 2. 新冠疫情可能导致公司在建项目的进展可能不及预期; 3. 环保监管的日趋严格可能造成公司铝土矿和氧化铝的生产成本提升; 4. 铝加工板块仍处于亏损状态, 可能存在资产减值风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>9,830</b>	<b>9,067</b>	<b>6,977</b>	<b>7,445</b>	<b>7,436</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>337</b>	<b>3,684</b>	<b>3,513</b>	<b>5,726</b>	<b>6,145</b>
货币资金	4,390	4,052	1,786	1,716	1,984	净利润	-1,746	545	351	1,049	1,882
应收及预付	753	333	389	533	634	折旧摊销	1,272	1,381	1,346	1,346	1,346
存货	4,006	3,376	3,472	3,800	3,376	营运资金变动	-668	484	1,455	3,030	2,729
其他流动资产	682	1,307	1,331	1,396	1,443	其它	1,478	1,273	362	302	189
<b>非流动资产</b>	<b>27,691</b>	<b>30,512</b>	<b>32,799</b>	<b>35,231</b>	<b>37,590</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,648</b>	<b>-3,554</b>	<b>-3,614</b>	<b>-3,787</b>	<b>-3,694</b>
长期股权投资	321	346	346	346	346	资本支出	-3,668	-3,537	-3,641	-3,824	-3,739
固定资产	19,676	22,698	24,442	26,153	27,880	投资变动	-57	0	0	0	0
在建工程	3,659	3,557	3,455	3,353	3,251	其他	77	-17	27	37	45
无形资产	1,656	2,656	3,301	4,124	4,858	<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,228</b>	<b>84</b>	<b>-2,166</b>	<b>-2,009</b>	<b>-2,184</b>
其他长期资产	2,379	1,255	1,255	1,255	1,255	银行借款	11,750	11,616	-1,786	-1,716	-1,984
<b>资产总计</b>	<b>37,521</b>	<b>39,579</b>	<b>39,776</b>	<b>42,675</b>	<b>45,026</b>	股权融资	168	3,007	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>21,199</b>	<b>20,515</b>	<b>20,361</b>	<b>22,211</b>	<b>22,681</b>	其他	-8,689	-14,539	-380	-293	-200
短期借款	9,921	8,502	6,716	5,000	3,017	<b>现金净增加额</b>	<b>-72</b>	<b>216</b>	<b>-2,267</b>	<b>-69</b>	<b>267</b>
应付及预收	6,737	7,344	8,839	12,091	14,327	<b>期初现金余额</b>	<b>3,116</b>	<b>3,045</b>	<b>4,052</b>	<b>1,786</b>	<b>1,716</b>
其他流动负债	4,541	4,668	4,806	5,120	5,337	<b>期末现金余额</b>	<b>3,045</b>	<b>3,261</b>	<b>1,786</b>	<b>1,716</b>	<b>1,984</b>
<b>非流动负债</b>	<b>7,107</b>	<b>6,491</b>	<b>6,491</b>	<b>6,491</b>	<b>6,491</b>						
长期借款	4,014	4,701	4,701	4,701	4,701						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	3,093	1,790	1,790	1,790	1,790						
<b>负债合计</b>	<b>28,305</b>	<b>27,006</b>	<b>26,852</b>	<b>28,703</b>	<b>29,172</b>						
股本	2,607	3,128	3,128	3,128	3,128						
资本公积	6,440	8,023	8,023	8,023	8,023						
留存收益	-794	-259	59	1,012	2,721						
归属母公司股东权益	8,264	10,920	11,238	12,191	13,900						
少数股东权益	951	1,654	1,686	1,782	1,955						
<b>负债和股东权益</b>	<b>37,521</b>	<b>39,579</b>	<b>39,776</b>	<b>42,675</b>	<b>45,026</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>21,689</b>	<b>24,284</b>	<b>28,030</b>	<b>38,447</b>	<b>45,850</b>
营业成本	20,145	21,040	25,347	34,672	41,076
营业税金及附加	153	292	268	415	466
销售费用	463	539	622	769	871
管理费用	1,262	827	869	1,038	1,146
研发费用	27	10	12	16	19
财务费用	862	898	795	719	627
资产减值损失	633	-328	9	42	26
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	16	24	27	37	45
<b>营业利润</b>	<b>-1,791</b>	<b>583</b>	<b>370</b>	<b>1,133</b>	<b>2,045</b>
营业外收支	-8	14	14	14	14
<b>利润总额</b>	<b>-1,798</b>	<b>597</b>	<b>384</b>	<b>1,147</b>	<b>2,059</b>
所得税	-52	51	33	99	177
<b>净利润</b>	<b>-1,746</b>	<b>545</b>	<b>351</b>	<b>1,049</b>	<b>1,882</b>
少数股东损益	-280	50	32	96	172
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-1,466</b>	<b>495</b>	<b>318</b>	<b>952</b>	<b>1,709</b>
EBITDA	911	2,956	2,259	2,883	3,616
EPS (元)	-0.56	0.16	0.10	0.30	0.55

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-2.0%	12.0%	15.4%	37.2%	19.3%
营业利润增长	-320.4%	132.5%	-36.5%	206.5%	80.4%
归母净利润增长	-323.1%	133.8%	-35.7%	199.1%	79.5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	7.1%	13.4%	9.6%	9.8%	10.4%
净利率	-8.0%	2.2%	1.3%	2.7%	4.1%
ROE	-17.7%	4.5%	2.8%	7.8%	12.3%
ROIC	-1.3%	4.8%	2.9%	5.1%	7.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	75.4%	68.2%	67.5%	67.3%	64.8%
净负债比率	307.1%	214.8%	207.8%	205.4%	184.0%
流动比率	0.46	0.44	0.34	0.34	0.33
速动比率	0.26	0.27	0.17	0.16	0.17
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.58	0.61	0.70	0.90	1.02
应收账款周转率	70.34	102.20	102.20	102.20	102.20
存货周转率	5.41	7.19	8.07	10.12	13.58
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	-0.56	0.16	0.10	0.30	0.55
每股经营现金流	0.13	1.18	1.12	1.83	1.96
每股净资产	3.17	3.49	3.59	3.90	4.44
<b>估值比率</b>					
P/E	—	32.47	38.31	12.81	7.14
P/B	1.22	1.47	1.09	1.00	0.88
EV/EBITDA	25.93	9.87	11.42	8.37	6.05



## 广发有色行业研究小组

- 巨国贤**：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验，带领有色金属研究团队荣获四届（2013年、2014年、2016年、2017年）新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名，2019年新财富金属和金属新材料行业第四名。
- 宫 帅**：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验，2016年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员，2019年新财富金属和金属新材料行业第四名团队成员。
- 黄礼恒**：资深分析师，中国地质大学（北京）地质学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员，2019年新财富金属和金属新材料行业第四名团队成员。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。