

全年业绩符合预期, 国产电解铝保持高利润最受益标的

投资要点

- **事件:** 公司发布2019年度业绩预告, 预计全年实现归属于上市公司股东的净利润5亿元, 同比增长约134%, 实现基本每股收益约0.19元。根据公司2019年前三季度的利润反推, 预计2019Q4单季度实现归母净利润2.08亿元, 环比增长约58.8%。
- **业绩解读:** 国产电解铝利润始终处于高位区间助力公司单季度利润进一步提升。2018Q4/2019Q1/Q2/Q3/Q4 国产电解铝含税均价为1.38/1.35/1.41/1.41/1.41万元/吨, 2019Q4 同比+1.9%, 环比持平; 而成本端氧化铝价格始终处于低位, 2018Q4/2019Q1/Q2/Q3/Q4 国产氧化铝含税均价 3068/2857/2897/2556/2537元/吨, 2019Q4 同比-17.3%, 环比-0.1%; 而其余辅料的价格也始终处于下行通道, 进一步提升单位利润。公司有氧化铝产能160万吨, 能满足自身水电铝生产所消耗氧化铝约45%的需求, 这部分氧化铝成本相对稳定, 不受价格涨跌影响; 而外购的部分, 氧化铝价格下滑能直接增厚公司产品利润。另外在产量方面, 预计公司2019年全年水电铝产量约185万吨, 同比增长约15%, 其中权益产量约158万吨。
- **公司19-21年水电铝产能有望实现翻倍增长。**截至2018年末公司水电铝产能158万吨。公司积极拓展绿色低碳水电铝项目, 在建项目包括年产70万吨昭通项目、年产45万吨鹤庆项目和年产50万吨文山项目。目前昭通和鹤庆项目的部分产能已经投产。预计所有在建项目在2021年年末之前能全部投产, 总产能将达到323万吨, 权益产能约260万吨。
- **公司股权和资产结构优化。**公司在今年年初完成定向增发, 新增发行股份约5.21亿股, 发行价格4.10元/股, 扣除发行费用后, 募集资金净额约21亿元, 其中中国铝业参与配售3.14亿股, 成为公司第二大股东, 持股比例10.04%。另外公司控股子公司鹤庆溢鑫拟实施增资控股, 引入中国铝业为战略投资者, 中国铝业拟对鹤庆溢鑫单独增资8.5亿元。公司持有鹤庆溢鑫的股权比例将由94.6%下降至57.7945%, 控制权不会发生变更。
- **盈利预测与投资建议:** 预计2019-2021年EPS分别为0.19元、0.41元、0.49元, 对应的PE分别为25倍、11倍和10倍。考虑到公司水电铝产能2021年将实现翻倍增长, 相比于可比上市公司更具有成长性, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 公司水电铝产能投放不达预期; 氧化铝价格上涨超预期; 电解铝的终端需求不达预期。

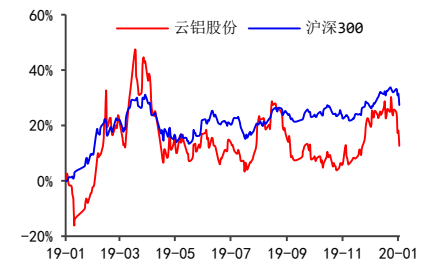
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	21689.35	23957.52	31082.75	35544.06
增长率	-1.99%	10.46%	29.74%	14.35%
归属母公司净利润(百万元)	-1466.02	500.65	1292.64	1532.82
增长率	-323.14%	134.15%	158.19%	18.58%
每股收益EPS(元)	-0.56	0.19	0.41	0.49
净资产收益率ROE	-18.94%	5.97%	12.14%	12.89%
PE	-8	25	11	10
PB	1.49	1.41	1.22	1.08

数据来源: Wind, 西南证券

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	31.28
流通A股(亿股)	26.07
52周内股价区间(元)	3.53-6.18
总市值(亿元)	147.65
总资产(亿元)	383.04
每股净资产(元)	3.29

相关研究

1. 云铝股份(000807): 水电铝利润边际改善, 定增获批将优化财务结构 (2019-10-31)
2. 云铝股份(000807): 水电铝产能持续扩张, 充分受益于电解铝利润修复 (2019-08-22)

关键假设：

假设 1：2019-2021 年水电铝产量分别是 185、238 和 273 万吨；

假设 2：2019-2021 年水电铝平均用电成本分别是 0.33、0.32 和 0.30 元/千瓦时；

假设 3：2019-2021 年电解铝平均含税价分别是 13943、14222 和 14222 元/吨；

假设 4：2019-2021 年氧化铝平均含税价分别是 2707、2571 和 2674 元/吨；

假设 5：2019-2021 年预焙阳极平均含税价分别是 3620、3439 和 3577 元/吨；

假设 6：公司三费费率未发生明显改变。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年营业收入和成本如下表：

表 1：公司主营业务产量及毛利率

	单位	2018A	2019E	2020E	2021E
自产氧化铝	万吨	140.0	160.0	160.0	160.0
自产炭素制品	万吨	61.0	65.0	80.0	80.0
自产水电铝	万吨	161.0	185.0	237.7	273.0
氧化铝现货价格	含税价，元/吨	2,971.2	2,706.7	2,571.3	2,674.2
预焙阳极平均价格	含税价，元/吨	3,970.3	3,620.4	3,439.4	3,577.0
A00 铝平均价格	含税价，元/吨	14,198.2	13,943.4	14,222.3	14,222.3
铝锭综合用电成本	含税价，元/千瓦时	0.360	0.330	0.320	0.300
营业收入	百万元	21,689.4	23,957.5	31,082.7	35,544.1
营业成本	百万元	20,144.6	21,017.0	26,047.2	29,746.4
毛利率		7.12%	12.27%	16.20%	16.31%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	21689.35	23957.52	31082.75	35544.06	净利润	-1745.67	584.46	1643.50	2003.41
营业成本	20144.62	21017.04	26047.16	29746.44	折旧与摊销	1272.28	1201.51	1291.90	1398.37
营业税金及附加	153.38	258.74	335.69	383.88	财务费用	861.61	886.43	1150.06	1279.59
销售费用	463.02	527.07	621.66	639.79	资产减值损失	632.96	9.00	10.00	10.00
管理费用	1261.89	766.64	994.65	1137.41	经营营运资本变动	-527.08	744.96	218.68	346.22
财务费用	861.61	886.43	1150.06	1279.59	其他	-156.77	-264.02	-155.82	65.08
资产减值损失	632.96	9.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	337.33	3162.34	4158.33	5102.66
投资收益	16.16	152.00	10.00	10.00	资本支出	-2453.04	-4000.00	-4000.00	-4000.00
公允价值变动损益	0.34	0.00	0.00	0.00	其他	-1194.80	152.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3647.84	-3848.00	-3990.00	-3990.00
营业利润	-1790.61	644.60	1933.53	2356.95	短期借款	2640.07	3557.80	-411.74	613.06
其他非经营损益	-7.54	35.00	0.00	0.00	长期借款	28.91	0.00	0.00	0.00
利润总额	-1798.15	679.60	1933.53	2356.95	股权融资	66.61	0.00	2106.00	0.00
所得税	-52.48	95.14	290.03	353.54	支付股利	-182.40	0.00	0.00	0.00
净利润	-1745.67	584.46	1643.50	2003.41	其他	675.27	-4865.92	-1150.06	-1279.59
少数股东损益	-279.65	83.81	350.86	470.59	筹资活动现金流净额	3228.45	-1308.12	544.19	-666.53
归属母公司股东净利润	-1466.02	500.65	1292.64	1532.82	现金流量净额	-71.60	-1993.78	712.52	446.13
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	4389.53	2395.75	3108.28	3554.41	成长能力				
应收和预付款项	899.43	1134.58	1375.92	1588.53	销售收入增长率	-1.99%	10.46%	29.74%	14.35%
存货	4005.89	4292.83	5489.05	6183.83	营业利润增长率	-320.44%	136.00%	199.96%	21.90%
其他流动资产	535.59	591.60	767.54	877.71	净利润增长率	-343.61%	133.48%	181.20%	21.90%
长期股权投资	321.29	321.29	321.29	321.29	EBITDA 增长率	-87.42%	696.02%	60.13%	15.07%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	23169.00	26072.96	28886.54	31593.65	毛利率	7.12%	12.27%	16.20%	16.31%
无形资产和开发支出	1657.44	1577.31	1497.18	1417.05	三费率	11.93%	9.10%	8.90%	8.60%
其他非流动资产	2543.21	2517.86	2492.51	2467.16	净利率	-8.05%	2.44%	5.29%	5.64%
资产总计	37521.37	38904.18	43938.31	48003.62	ROE	-18.94%	5.97%	12.14%	12.89%
短期借款	9921.02	13478.82	13067.07	13680.13	ROA	-4.65%	1.50%	3.74%	4.17%
应付和预收款项	7023.52	8231.15	9856.03	11252.29	ROIC	-4.22%	5.60%	9.94%	10.52%
长期借款	4013.84	4013.84	4013.84	4013.84	EBITDA/销售收入	1.58%	11.41%	14.08%	14.17%
其他负债	7347.05	3391.47	3462.96	3515.54	营运能力				
负债合计	28305.42	29115.27	30399.91	32461.80	总资产周转率	0.59	0.63	0.75	0.77
股本	2606.84	2606.84	3128.21	3128.21	固定资产周转率	1.16	1.18	1.44	1.52
资本公积	6439.78	6439.78	8024.41	8024.41	应收账款周转率	78.31	73.42	80.48	76.65
留存收益	-793.65	-293.01	999.64	2532.45	存货周转率	4.61	4.84	5.25	5.06
归属母公司股东权益	8264.48	8753.61	12152.26	13685.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.68%	—	—	—
少数股东权益	951.48	1035.29	1386.15	1856.74	资本结构				
股东权益合计	9215.95	9788.91	13538.41	15541.82	资产负债率	75.44%	74.84%	69.19%	67.62%
负债和股东权益合计	37521.37	38904.18	43938.31	48003.62	带息债务/总负债	49.23%	60.08%	56.19%	54.51%
					流动比率	0.46	0.38	0.46	0.48
					速动比率	0.27	0.19	0.23	0.24
					股利支付率	-12.44%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	-0.56	0.19	0.41	0.49
					每股净资产	3.17	3.36	3.88	4.37
					每股经营现金	0.13	1.21	1.33	1.63
					每股股利	0.07	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	343.28	2732.54	4375.49	5034.91					
PE	-8.39	24.58	11.42	9.63					
PB	1.49	1.41	1.22	1.08					
PS	0.57	0.51	0.48	0.42					
EV/EBITDA	68.54	9.19	6.04	5.29					
股息率	1.48%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

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
	持有：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-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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
	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	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@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
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn