

云铝股份 (000807.SZ) 买入 (维持评级)

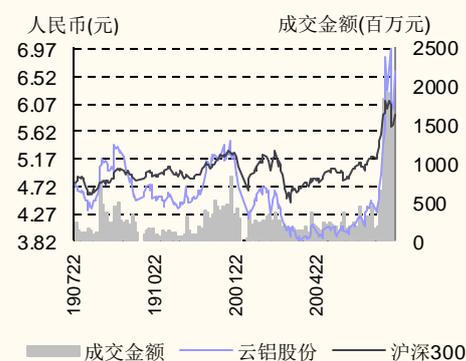
公司点评

市场价格 (人民币): 6.60 元

目标价格 (人民币): 9.90 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	31.28
已上市流通 A 股(亿股)	26.07
总市值(亿元)	206.46
年内股价最高最低(元)	7.00/4.30
沪深 300 指数	4680
深证成指	13449



相关报告

1. 《绿色水电铝龙头, 受益盈利修复-云铝股份首次覆盖报告》, 2020.6.22

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

曾智勤 联系人
zengzhiqin@gjzq.com.cn

电解铝弹性最大标的, 受益行业基本面好转

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	-0.562	0.190	0.445	0.503	0.575
每股净资产(元)	3.17	4.19	3.94	4.44	5.01
每股经营性现金流(元)	0.13	1.42	1.32	1.46	1.60
市盈率(倍)	-6.90	27.06	14.83	13.13	11.47
净利润增长率(%)	-323.14%	-133.78%	181.11%	12.99%	14.41%
净资产收益率(%)	-17.74%	4.54%	11.31%	11.33%	11.47%
总股本(百万股)	2,606.84	2,606.84	3,128.21	3,128.21	3,128.21

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件:

■ 2020年7月20日长江铝现货价格14490元/吨, 价格恢复至2019年末的水平, 铝价修复此前由于疫情爆发导致的下跌。

点评:

- **铝价反弹, 公司享受价格弹性:** 2020上半年国内电解铝价格触底反弹, 截止2020年7月20日, 长江铝现货均价13284元/吨, 同比下跌3.7%。由于原材料价格处于低位, 电解铝企业盈利大幅好转。我们预计2020年6月行业吨铝盈利约1500元左右, 为2018年以来最好水平。受益于铝价反弹和成本低位, 公司预计上半年实现归母净利润2.4亿元, 同比增长50%。
- **产量增长, 公司享受产量弹性:** 公司地处云南, 铝土矿和水电资源丰富, 靠近中国广东省和东南亚消费市场, 区位优势突出。2019年公司定增募集21亿元用于铝土矿资源和电解铝产能建设, 未来公司水电铝产能将增至约320万吨、权益产能约256万吨。2019年公司电解铝产量190万吨, 2020-2022年有望增至248万吨、270万吨、300万吨。
- **成本下降, 公司享受成本弹性:** 氧化铝和电力占电解铝企业生产成本的比例约70-80%。由于公司氧化铝需要外购, 氧化铝价格低位徘徊对公司成本构成利好。按照每吨电解铝消耗1.92吨氧化铝计算, 氧化铝价格每下跌100元将导致电解铝生产成本下降192元(含税)。2019年公司综合购电价格0.33元/度(含税)左右, 在建项目的用电价格0.28元/度(含税), 全部在建项目投产后, 综合用电价格降至0.3047元/度(含税)。我们预计2020-2022年, 公司单位用电成本下降116元/31元/35元。

盈利调整与投资建议

- 我们将2020-2022年电解铝均价从13000元/吨调至13280元/吨, 预计公司2020-2022年归母净利润13.92/15.73/18亿元, 较上次预测上调57/61/63%。参考行业2020年平均市盈率22倍(不考虑中铝), 按照公司2020年EPS 0.45元计算, 上调目标价至9.9元(上调77%)。公司是电解铝行业中弹性最大的标的, 受益于行业基本面好转, 维持“买入”评级。

风险提示

- 经济下行、政策风险、用电量不足、价格下跌、产量不及预期、成本增加。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	22,130	21,689	24,284	30,664	33,307	36,911	货币资金	4,121	4,390	4,052	2,683	2,922	3,251
增长率		-2.0%	12.0%	26.3%	8.6%	10.8%	应收账款	1,022	661	936	1,177	1,278	1,416
主营业务成本	-19,246	-20,145	-21,040	-26,020	-28,290	-31,369	存货	4,466	4,006	3,376	4,564	4,963	5,503
%销售收入	87.0%	92.9%	86.6%	84.9%	84.9%	85.0%	其他流动资产	693	774	703	815	834	858
毛利	2,884	1,545	3,243	4,643	5,016	5,542	流动资产	10,302	9,830	9,067	9,240	9,996	11,028
%销售收入	13.0%	7.1%	13.4%	15.1%	15.1%	15.0%	%总资产	28.7%	26.2%	22.9%	22.0%	22.7%	23.7%
营业税金及附加	-124	-153	-292	-369	-401	-444	长期投资	534	504	561	461	461	461
%销售收入	0.6%	0.7%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	21,234	23,335	26,255	27,832	28,608	29,293
销售费用	-412	-463	-539	-705	-799	-923	%总资产	59.2%	62.2%	66.3%	66.3%	64.8%	63.1%
%销售收入	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	无形资产	1,718	1,911	2,752	3,491	4,113	4,720
管理费用	-707	-1,262	-827	-1,073	-1,166	-1,292	非流动资产	25,576	27,691	30,512	32,729	34,126	35,418
%销售收入	3.2%	5.8%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%	%总资产	71.3%	73.8%	77.1%	78.0%	77.3%	76.3%
研发费用	0	-27	-10	-13	-14	-16	资产总计	35,877	37,521	39,579	41,969	44,123	46,446
%销售收入	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	10,120	13,889	12,456	12,765	12,304	11,464
息税前利润 (EBIT)	1,640	-361	1,575	2,483	2,636	2,868	应付款项	8,219	7,022	7,712	9,116	9,912	10,991
%销售收入	7.4%	n.a	6.5%	8.1%	7.9%	7.8%	其他流动负债	247	288	347	608	673	760
财务费用	-773	-862	-898	-556	-507	-474	流动负债	18,586	21,199	20,515	22,489	22,890	23,214
%销售收入	3.5%	4.0%	3.7%	1.8%	1.5%	1.3%	长期贷款	3,985	4,014	4,701	3,501	3,501	3,501
资产减值损失	-97	-633	-328	-300	-300	-300	其他长期负债	2,374	3,093	1,790	1,846	1,855	1,868
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0	负债	24,945	28,305	27,006	27,836	28,246	28,583
投资收益	-13	16	24	0	0	0	普通股股东权益	9,868	8,264	10,920	12,312	13,885	15,684
%税前利润	n.a	-0.9%	4.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	2,607	2,607	3,128	3,128	3,128	3,128
营业利润	812	-1,791	583	1,706	1,909	2,173	未分配利润	510	-1,139	-604	788	2,361	4,161
营业利润率	3.7%	n.a	2.4%	5.6%	5.7%	5.9%	少数股东权益	1,064	951	1,654	1,820	1,992	2,178
营业外收支	-10	-8	14	0	0	0	负债股东权益合计	35,877	37,521	39,579	41,969	44,123	46,446
税前利润	802	-1,798	597	1,706	1,909	2,173	比率分析						
利润率	3.6%	n.a	2.5%	5.6%	5.7%	5.9%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-85	52	-51	-147	-164	-187	每股指标						
所得税率	10.7%	n.a	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	每股收益	0.252	-0.562	0.190	0.445	0.503	0.575
净利润	717	-1,746	545	1,559	1,744	1,986	每股净资产	3.786	3.170	4.189	3.936	4.439	5.014
少数股东损益	60	-280	50	167	172	186	每股经营现金净流	0.780	0.129	1.416	1.324	1.458	1.599
归属于母公司的净利润	657	-1,466	495	1,392	1,573	1,800	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	3.0%	n.a	2.0%	4.5%	4.7%	4.9%	回报率						
							净资产收益率	6.66%	-17.74%	4.54%	11.31%	11.33%	11.47%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	1.83%	-3.91%	1.25%	3.32%	3.56%	3.87%
							投入资本收益率	5.83%	-1.29%	4.83%	7.45%	7.59%	7.97%
净利润	717	-1,746	545	1,559	1,744	1,986	增长率						
少数股东损益	60	-280	50	167	172	186	主营业务收入增长率	42.38%	-1.99%	11.96%	26.27%	8.62%	10.82%
非现金支出	1,241	1,905	1,709	1,793	1,912	2,019	EBIT 增长率	48.65%	-122.01%	-536.3%	57.66%	6.19%	8.78%
非经营收益	821	845	954	628	551	523	净利润增长率	494.41%	-323.14%	-133.8%	181.11%	12.99%	14.41%
营运资金变动	-746	-668	484	160	353	475	总资产增长率	12.37%	4.58%	5.49%	6.04%	5.13%	5.26%
经营活动现金净流	2,032	337	3,692	4,141	4,561	5,002	资产管理能力						
资本开支	-2,807	-3,668	-3,537	-4,015	-3,315	-3,315	应收账款周转天数	4.8	4.7	4.1	7.0	7.0	7.0
投资	-105	-57	0	0	0	0	存货周转天数	73.2	76.7	64.0	64.0	64.0	64.0
其他	62	77	-17	0	0	0	应付账款周转天数	89.5	89.4	93.7	93.7	93.7	93.7
投资活动现金净流	-2,849	-3,648	-3,554	-4,015	-3,315	-3,315	固定资产周转天数	290.7	331.1	341.2	275.9	253.7	227.8
股权募资	205	168	3,007	0	0	0	偿债能力						
债权募资	2,195	3,181	-347	-891	-460	-841	净负债/股东权益	91.32%	146.63%	104.22%	96.11%	81.15%	65.58%
其他	-1,906	-110	-2,573	-604	-546	-518	EBIT 利息保障倍数	6.2	11.1	35.2	113.6	-3,779.9	-111.8
筹资活动现金净流	-904	-1,180	-1,021	-971	-1,207	-798	资产负债率	41.80%	34.77%	30.08%	26.38%	21.59%	19.77%
现金净流量	290	-287	-107	439	663	1,128							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	3
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.25

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-06-22	买入	4.34	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH