

产销量增加，增厚上半年业绩

投资要点

- **事件：**公司发布2020年半年报。公司2020H1实现营收120.68亿元，同比上升11.28%，实现归母净利润2.43亿元，同比上升51.38%。
- **电解铝业务收入上升，财务费用显著下降。**1) 从收入端看，2020H1收入上升的主要原因为电解铝销量增加所致。报告期内，公司生产原铝105.39万吨，同比增长21.7%；电解铝业务实现收入71.7亿元，同比增长18.09%。报告期内公司实现贸易业务收入1.62亿元，同比下降62.02%，主要原因为贸易出口氧化铝业务量较上年同期减少。2) 从毛利率看，2020H1毛利率由去年同期的11.88%上升至12.62%，其中电解铝产品毛利率上升2.84pp至14.70%，贡献增量；铝加工产品毛利率下降2.78pp至9.68%。3) 从盈利能力看，2020H1期间费用率由去年同期的9.96%下降至9.41%。其中管理费用率由3.43%上升至3.96%，系报告期内大修理费增加等所致；销售费用率由2.29%上升至2.41%，系报告期内铝商品销量增加、运输费用等增加所致；财务费用率由4.20%显著下降至2.97%系报告期借款利率降低，借款费用减少所致。
- **扩产项目稳步推进，搭建水电铝材一体化完整产业链。**报告期内，公司云铝溢鑫水电铝二期项目、云铝文山水电铝项目一段和云铝溢鑫、云铝海鑫铝合金项目顺利投产，云铝涌顺中高端铝合金项目在去年底投产的基础上实现了达产。报告期末，公司拥有年产铝土矿305万吨、氧化铝140万吨、水电铝239万吨、铝合金及铝加工110万吨、炭素制品80万吨的生产能力。通过构建“铝土矿—氧化铝—炭素制品—电解铝—铝加工”一体化产业链，有利于公司发挥整体协同效应，减少中间原材料加工费用。另外一体化产业链布局可以有效控制上游原料成本波动，提高公司整体抗风险能力和可持续发展能力，增厚公司业绩。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为5.68、8.12、10.17亿元；EPS分别为0.18、0.26、0.33元，以2020年8月25日股价对应P/E为33X、23X、19X。看好公司发挥铝产业链一体化协同效应，有效控制原材料与加工费用，给予“持有”评级。
- **风险提示：**电解铝价格剧烈波动、新项目建设投产不及预期、电价成本波动的风险。

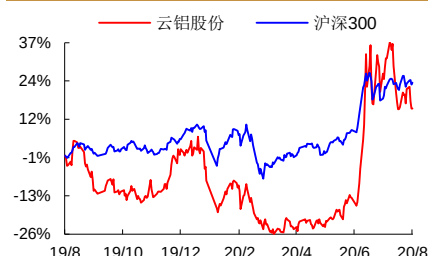
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	24283.62	27390.47	31286.66	35680.91
增长率	11.96%	12.79%	14.22%	14.05%
归属母公司净利润（百万元）	495.23	567.80	812.00	1016.72
增长率	133.78%	14.65%	43.01%	25.21%
每股收益EPS（元）	0.16	0.18	0.26	0.33
净资产收益率ROE	4.34%	5.91%	7.18%	7.93%
PE	38	33	23	19
PB	1.73	1.65	1.54	1.42

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：邱培宇
 执业证号：S1250520070001
 电话：021-58351893
 邮箱：qiupy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

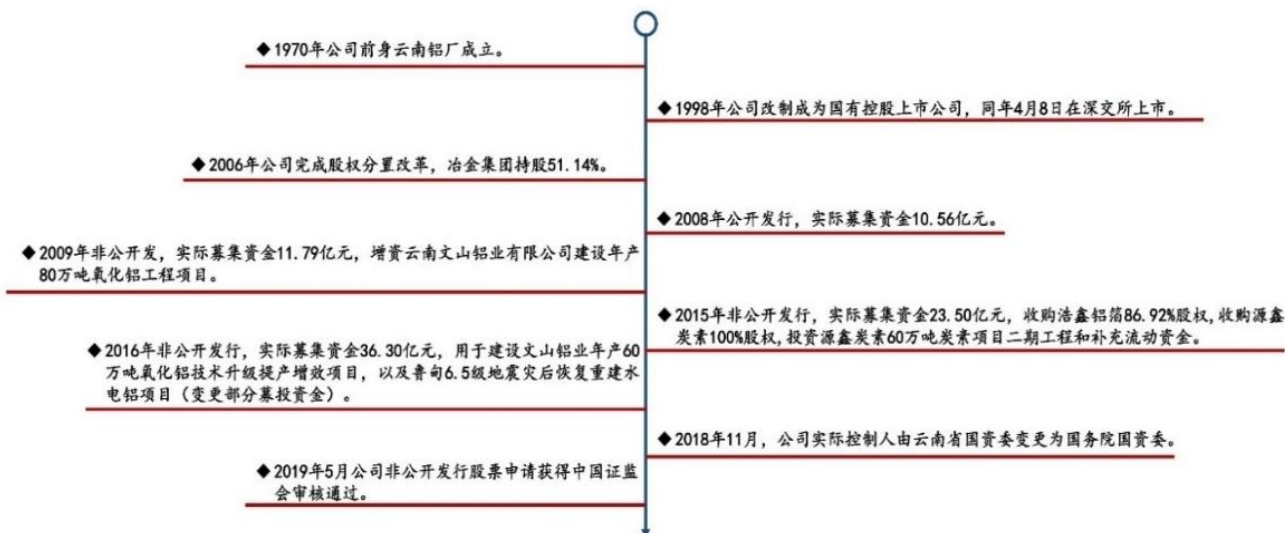
总股本(亿股)	31.28
流通A股(亿股)	26.07
52周内股价区间(元)	3.82-7.04
总市值(亿元)	189.26
总资产(亿元)	406.56
每股净资产(元)	3.56

相关研究

1 产销量增加，构建水电铝产业链

云南铝业股份有限公司始建于 1970 年，公司的前身为云南铝厂，于 1998 年改制成为国有控股上市公司，于 1998 年 4 月 8 日在深交所上市。公司依托于云南省丰富的水电资源追求打造绿色低碳的“水电铝加工一体化”产业链。截止至 2019 年末，公司拥有氧化铝产能 140 万吨，水电铝产能 210 万吨。

图 1：公司历史沿革

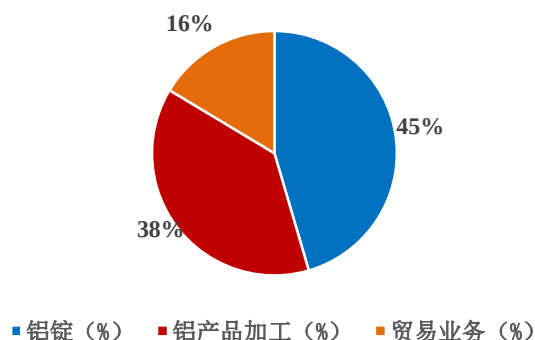


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业务构成：公司主要业务是铝土矿开采、氧化铝生产、水电铝、铝加工及铝用炭素生产。公司自身拥有的铝土矿资源生产出来的氧化铝全部用于水电铝生产，同时还需要大量外购氧化铝才能满足全部的生产需求；公司自产的炭素制品同样无法完全满足自身水电铝的生产需求，部分需要外购。

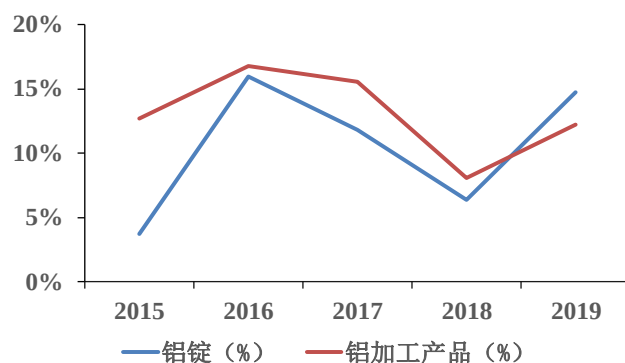
公司对外销售的产品主要是铝锭和铝加工产品，另外还有一部分的贸易业务。2019 年公司铝锭业务收入占比达 45%，铝产品加工业务收入占比达 38%，贸易业务收入占比达 16%。2019 年公司铝锭业务毛利率由 6.35% 上升至 14.72%；铝产品加工业务毛利率由 8.06% 上升至 12.22%。

图 2：2019 年公司营业收入构成

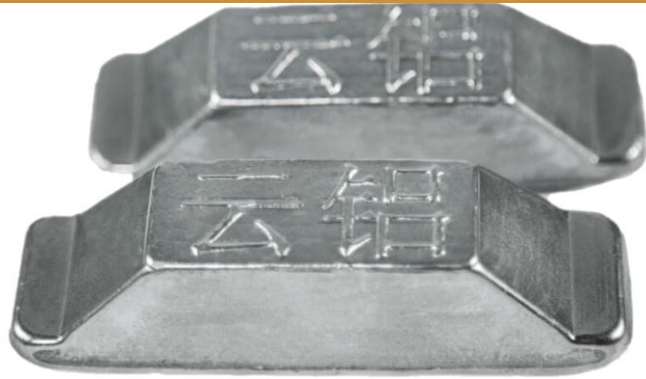


数据来源：wind，西南证券整理

图 3：2015-2019 年公司产品毛利率水平



数据来源：wind，西南证券整理

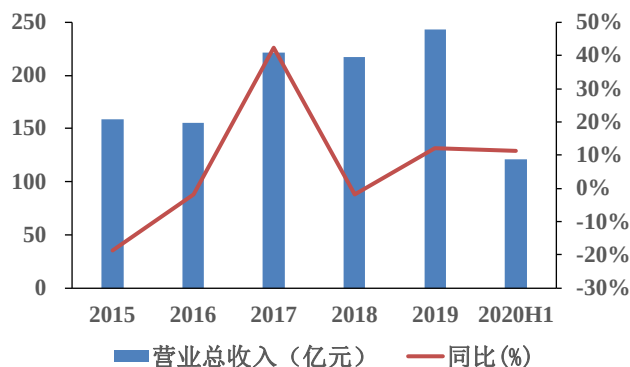
图 4：公司铝锭产品


数据来源：公司官网，西南证券整理

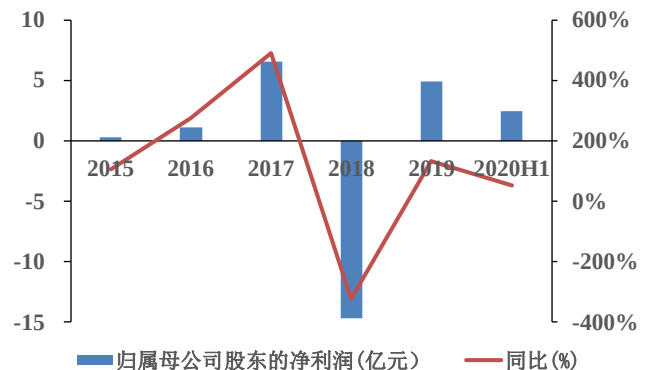
图 5：公司铝用阳极炭素产品


数据来源：公司官网，西南证券整理

业绩状况：2015-2019 年公司营业收入从 158.52 亿元上升至 242.84 亿元，CAGR 为 11.25%，归母净利润由 0.29 亿元上升至 4.95 亿元。其中 2018 年实现营业收入 216.89 亿元，同比减少 1.99%；实现归属于上市公司股东的净利润为-14.66 亿元，同比减少 323.14%。2018 年业绩大幅度亏损，一方面是因为原材料价格持续保持在高位，另一方面是公司对存货、固定资产及在建工程、应收账款等进行全面清查和资产减值测试而计提了大量资产减值准备。2020H1 实现营收 120.68 亿元，同比上升 11.28%，实现归母净利润 2.43 亿元，同比上升 51.38%，主要原因为电解铝销量增加所致。报告期内，公司生产原铝 105.39 万吨，同比增长 21.7%；电解铝业务实现收入 71.7 亿元，同比增长 18.09%。

图 4：2020H1 公司营业收入 120.68 亿元，增速 11.28%


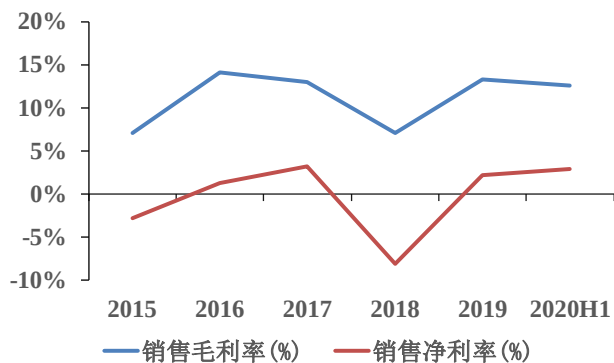
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2020H1 公司归母净利润 2.43 亿元，增速 51.38%


数据来源：公司公告，西南证券整理

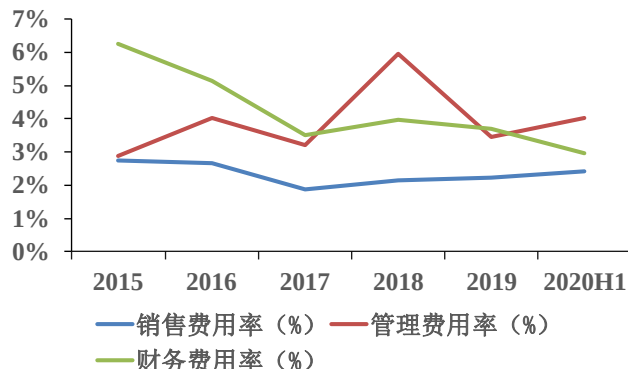
毛利率与期间费用率情况：2015-2019 年公司销售毛利率由 7.05% 上升至 13.36%，销售净利率由 -2.77% 上升至 2.25%；期间费用率由 11.88% 下降至 9.36%，其中财务费用率由 6.26% 下降至 3.70%。2020H1 毛利率由去年同期的 11.88pp 上升至 12.62%，其中电解铝产品毛利率上升 2.84pp 至 14.70%，贡献增量；铝加工产品毛利率下降 2.78pp 至 9.68%。2020H1 期间费用率由去年同期的 9.96% 下降至 9.41%。其中管理费用率上由 3.43% 上升至 3.96%，系报告期内大修理费增加等所致；销售费用率由 2.29% 上升至 2.41%，系报告期内铝商品销量增加、运输费用等增加所致；财务费用率由 4.20% 显著下降至 2.97% 系报告期借款利率降低，借款费用减少所致。

图 8：2015-2020H1 公司销售毛利率、净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

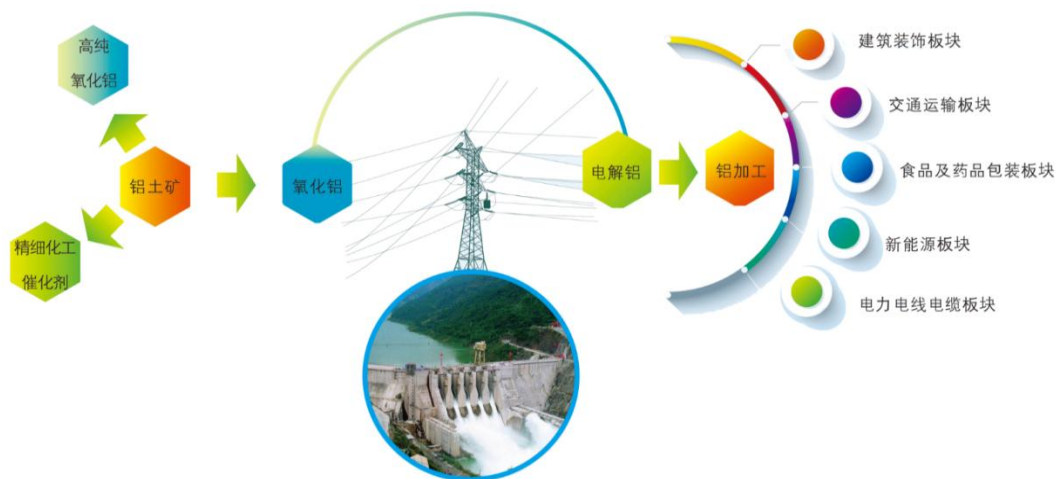
图 9：2015-2020H1 公司期间费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

公司已构建了集“铝土矿—氧化铝—炭素制品—铝冶炼—铝加工”为一体的“绿色低碳水电铝材一体化”完整产业链。根据国产电解铝产业政策的相关安排部署：“严控电解铝产能，优化电解铝产业布局，引导国内电解铝有效产能向具有资源能源优势及环境承载能力的比较优势地区特别是水电丰富的西南地区转移，推动铝电一体化产业布局。”公司加快实施“拓展两头、优化中间”升级发展战略，积极拓展绿色低碳水电铝项目，全面提升公司整体竞争能力。截止 2020H1，公司拥有年产铝土矿 305 万吨、氧化铝 140 万吨、水电铝 239 万吨、铝合金及铝加工 110 万吨、炭素制品 80 万吨的生产能力，这将有利于公司发挥整体协同效应，减少中间原材料加工费用，控制上游原料成本，有利于挖掘降本空间，提高公司整体抗风险能力和可持续发展能力。

图 10：公司产业链布局



数据来源：公司官网，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：2020-2022 年水电铝产量分别是 208.8、239.7 和 274.6 万吨；

假设 2：2020-2022 年水电铝平均用电成本分别是 0.32、0.30 和 0.30 元/千瓦时；

假设 3：2020-2022 年电解铝平均含税价分别是 13941、13941 和 13941 元/吨；

假设 4：2020-2022 年氧化铝平均含税价分别是 2661.1、2740.9 和 2740.9 元/吨；

假设 5：2020-2022 年预焙阳极平均含税价分别是 3475.6、3406.1 和 3303.9 元/吨；

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 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	2019A	2020E	2021E	2022E
自产氧化铝	万吨	140.00	140.00	140.00	140.00
自产炭素制品	万吨	20.00	80.00	80.00	80.00
自产水电铝	万吨	181.30	208.80	239.70	274.55
氧化铝现货价格	含税价，元/吨	2687.95	2661.07	2740.90	2740.90
预焙阳极平均价格	含税价，元/吨	3620.43	3475.61	3406.10	3303.92
A00 铝平均价格	含税价，元/吨	13941.15	13941.15	13941.15	13941.15
铝锭综合用电成本	含税价，元/千瓦时	0.33	0.32	0.30	0.30
营业收入	百万元	24283.62	27390.46	31286.65	35680.90
营业成本	百万元	21040.32	23600.05	26679.36	30438.92
毛利率		13.36%	13.84%	14.73%	14.69%

数据来源：公司公告，西南证券

2.2 相对估值

表 3：可比公司估值比较

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
000807.SZ	云铝股份	6.05	0.16	0.18	0.26	0.33	38	33	23	19
601600.SH	中国铝业	3.22	0.05	0.04	0.07	0.11	71	77	45	30
000933.SZ	神火股份	5.46	0.71	0.30	0.49	0.60	8	18	11	9

数据来源：Wind，西南证券整理（注：公司以外的 EPS 为万得一致预测值；股价为 2020.8.25 日收盘价。）

3 风险提示

电解铝价格剧烈波动、新项目建设投产不及预期、电价成本波动的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	24283.62	27390.47	31286.66	35680.91	净利润	545.21	787.80	1032.00	1236.72
营业成本	21040.32	23600.05	26679.36	30438.92	折旧与摊销	1381.07	1369.54	1429.41	1514.58
营业税金及附加	292.28	273.90	375.44	428.17	财务费用	898.15	1013.45	1157.61	1284.51
销售费用	538.96	583.93	676.27	771.17	资产减值损失	-327.52	-100.00	-50.00	-50.00
管理费用	827.13	1143.57	1311.72	1447.10	经营营运资本变动	1502.59	824.85	462.05	636.99
财务费用	898.15	1013.45	1157.61	1284.51	其他	-315.58	159.50	-58.82	111.16
资产减值损失	-327.52	-100.00	-50.00	-50.00	经营活动现金流净额	3683.92	4055.14	3972.25	4733.96
投资收益	23.63	-10.00	-10.00	-10.00	资本支出	-3261.19	-2000.00	-2000.00	-2000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-293.07	-10.00	-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	-3554.25	-2010.00	-2010.00	-2010.00
营业利润	582.72	865.57	1126.26	1351.03	短期借款	-1419.20	1635.95	-415.03	-1000.03
其他非经营损益	13.83	-18.00	-18.00	-18.00	长期借款	687.34	0.00	0.00	0.00
利润总额	596.55	847.57	1108.26	1333.03	股权融资	2104.86	0.00	0.00	0.00
所得税	51.34	59.77	76.26	96.32	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	545.21	787.80	1032.00	1236.72	其他	-1289.14	-4994.32	-1157.61	-1284.51
少数股东损益	49.98	220.00	220.00	220.00	筹资活动现金流净额	83.86	-3358.37	-1572.63	-2284.54
归属母公司股东净利润	495.23	567.80	812.00	1016.72	现金流量净额	216.14	-1313.22	389.62	439.42
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4052.27	2739.05	3128.67	3568.09	成长能力				
应收和预付款项	484.44	680.20	735.38	840.63	销售收入增长率	11.96%	12.79%	14.22%	14.05%
存货	3375.67	3745.51	4368.81	4933.57	营业利润增长率	132.54%	48.54%	30.12%	19.96%
其他流动资产	1155.07	687.39	785.17	895.45	净利润增长率	131.23%	44.50%	31.00%	19.84%
长期股权投资	345.92	345.92	345.92	345.92	EBITDA 增长率	733.71%	13.51%	14.31%	11.76%
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	26042.41	26804.31	27506.34	28123.20	毛利率	13.36%	13.84%	14.73%	14.69%
无形资产和开发支出	2656.43	2534.54	2412.64	2290.75	三费率	9.32%	10.01%	10.05%	9.82%
其他非流动资产	1467.25	1457.70	1448.15	1438.60	净利率	2.25%	2.88%	3.30%	3.47%
资产总计	39579.46	38994.62	40731.08	42436.22	ROE	4.34%	5.91%	7.18%	7.93%
短期借款	8501.81	10137.77	9722.74	8722.71	ROA	1.38%	2.02%	2.53%	2.91%
应付和预收款项	7690.90	8618.95	9684.61	11087.35	ROIC	5.56%	6.61%	7.94%	8.98%
长期借款	4701.18	4701.18	4701.18	4701.18	EBITDA/销售收入	11.79%	11.86%	11.87%	11.63%
其他负债	6112.07	2202.62	2256.44	2322.15	营运能力				
负债合计	27005.96	25660.51	26364.97	26833.39	总资产周转率	0.63	0.70	0.78	0.86
股本	3128.21	3128.21	3128.21	3128.21	固定资产周转率	1.15	1.20	1.34	1.47
资本公积	8023.27	8023.27	8023.27	8023.27	应收账款周转率	88.96	99.23	93.36	94.72
留存收益	-258.99	308.81	1120.81	2137.53	存货周转率	5.47	6.45	6.48	6.51
归属母公司股东权益	10919.67	11460.28	12272.29	13289.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.35%	—	—	—
少数股东权益	1653.82	1873.82	2093.82	2313.82	资本结构				
股东权益合计	12573.49	13334.11	14366.11	15602.83	资产负债率	68.23%	65.81%	64.73%	63.23%
负债和股东权益合计	39579.46	38994.62	40731.08	42436.22	带息债务/总负债	48.89%	57.83%	54.71%	50.03%
					流动比率	0.44	0.41	0.45	0.50
					速动比率	0.28	0.21	0.23	0.26
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.16	0.18	0.26	0.33
					每股净资产	3.49	3.66	3.92	4.25
					每股经营现金	1.18	1.30	1.27	1.51
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	2861.93	3248.56	3713.28	4150.13					
PE	38.22	33.33	23.31	18.61					
PB	1.73	1.65	1.54	1.42					
PS	0.78	0.69	0.60	0.53					
EV/EBITDA	10.71	9.13	7.77	6.60					
股息率	0.00%	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 指数涨幅介于-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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@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
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn