

电解铝盈利能力继续上行，产能持续增长

——云铝股份（000807）三季报点评报告

事件：

公司发布2020年三季度业绩，累计实现营收198.9亿元、同比+10.9%，归母净利润5.7亿元、同比+95.2%，扣非归母净利润4.3亿元、同比+132.1%。

投资要点：

- **新项目投产带动产销量增长、铝价恢复、电解铝盈利能力上行促盈利高增：**在前三季度铝均价同比微降背景下，受益于溢鑫水电铝二期、文山水电铝项目一段投产，公司产销量同比较大增长，Q1-3营收同比增10.9%；盈利能力方面，受益于铝价恢复（Q3均价环比H1涨12%）、盈利能力上行（电解铝与氧化铝、预焙阳极等原料价差4月起逐月上行，7月后高位维持），以及公司自身采购降本、满产满销摊薄单位成本的努力，Q1-3毛利率达14.8%，环比上半年提升2.2pct；费用端，Q3资产大修和固定资产、在建工程等减值计提较多，但也有利于后续资产负债表稳健运行。
- **电解铝领先企业，全行业产能封顶背景下未来3年20%年规模增长尤为可贵：**公司电解铝布局均在水电丰富的云南地区，国内份额超5%，铝土矿（305万吨）—氧化铝（140万吨）—炭素制品（80万吨）—水电铝（239万吨）—铝加工（110万吨）为一体，协同构建成本优势。随着铝溢鑫水电铝二期35万吨、鹤庆二期25万吨、文山水电铝50万吨项目建成投产，公司20年末电解铝产能可达320万吨；最新增发拟募投文山铝业年产50万吨电解铝项目，总投资44.3亿元，建设周期18个月，达产后总产能约370万吨。公司2019-2022年期间产能年复合增速约20%，在供给侧改革电解铝产能封顶背景下增长尤为可贵。
- **电解铝盈利水平有望高位维持：**当前电解铝盈利水平高位维持，考虑到成本端氧化铝行业利用率持续下降、产能过剩明显，而电解铝在供给侧改革后产能趋于稳定，下游铝消费受益于房地产竣工周期、家电回暖、汽车销售转正形势向好，电解铝当前盈利水平有望高位维持。
- **盈利预测与投资建议：**考虑新投项目少数股权占比提升，预计公司20-22年归母净利润9.2/11.5/14.8亿元，对应PE为18.7/15.0/11.6倍，鉴于电解铝盈利能力高位维持以及公司产能增长，维持“增持”评级。
- **风险因素：**电解铝盈利空间下降，铝消费需求不及预期。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	242.8	274.4	416.4	451.1
增长比率	12.0%	13.0%	51.7%	8.3%
净利润(亿元)	5.0	9.2	11.5	14.8
增长比率	133.8%	85.9%	24.6%	29.4%
每股收益(元)	0.16	0.29	0.37	0.47
市盈率(倍)	34.7	18.7	15.0	11.6

资料来源：Wind，万联证券研究所

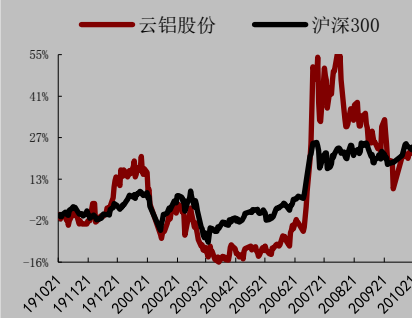
增持（维持）

日期：2020年10月22日

基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	云南冶金集团股份有限公司/42.57%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	3,128.21
流通A股(百万股)	2,606.69
收盘价(元)	5.49
总市值(亿元)	171.74
流通A股市值(亿元)	143.11

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2020年10月21日

相关研究

万联证券研究所 20200826_公司半年报点评_电解铝盈利维持高位，规模持续增长——云铝股份

分析师：夏振荣

执业证书编号：S0270520090002

电话：01056508505

邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

研究助理：阮鹏

电话：18275035519

邮箱：ruanpeng@wlzq.com.cn

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9,067	10,822	17,163	20,621	营业收入	24,284	27,439	41,638	45,108
货币资金	4,052	5,246	9,278	12,156	营业成本	21,040	23,067	35,417	38,368
应收票据及应收账款	238	268	407	441	营业税金及附加	292	330	501	543
其他应收款	153	203	289	315	销售费用	539	609	924	1,001
预付账款	95	220	292	309	管理费用	827	1,133	1,854	1,803
存货	3,376	3,701	5,682	6,156	研发费用	10	12	18	19
其他流动资产	1,154	1,184	1,214	1,244	财务费用	898	883	935	895
非流动资产	30,512	32,034	32,011	31,943	资产减值损失	-328	-200	-200	-200
长期股权投资	346	346	346	346	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	22,698	22,240	21,741	21,199	投资净收益	24	10	10	10
在建工程	3,557	5,557	6,057	6,557	资产处置收益	-12	4	4	4
无形资产	2,656	2,635	2,611	2,583	营业利润	583	1,406	1,853	2,343
其他长期资产	1,255	1,256	1,257	1,258	营业外收入	22	11	0	0
资产总计	39,579	42,857	49,174	52,564	营业外支出	8	21	0	0
流动负债	20,515	20,481	25,078	26,276	利润总额	597	1,396	1,853	2,343
短期借款	8,502	8,502	8,502	8,502	所得税	51	80	133	152
应付票据及应付账款	7,165	7,875	11,996	13,042	净利润	545	1,315	1,720	2,191
预收账款	179	289	369	414	少数股东损益	50	395	573	706
其他流动负债	4,668	3,815	4,211	4,319	归属母公司净利润	495	921	1,147	1,485
非流动负债	6,491	8,487	8,487	8,487	EBITDA	2,956	3,786	4,469	4,963
长期借款	4,701	6,697	6,697	6,697	EPS (元)	0.16	0.29	0.37	0.47
应付债券	0	0	0	0	主要财务比率				
其他非流动负债	1,790	1,790	1,790	1,790	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	27,006	28,968	33,565	34,763	成长能力				
股本	3,128	3,128	3,128	3,128	营业收入	12.0%	13.0%	51.7%	8.3%
资本公积	8,023	8,023	8,023	8,023	营业利润	132.5%	141.3%	31.8%	26.4%
留存收益	-259	662	1,809	3,294	归属于母公司净利润	133.8%	85.9%	24.6%	29.4%
归属母公司股东权益	10,920	11,840	12,988	14,472	获利能力				
少数股东权益	1,654	2,048	2,621	3,328	毛利率	13.4%	15.9%	14.9%	14.9%
负债和股东权益	39,579	42,857	49,174	52,564	净利率	2.2%	4.8%	4.1%	4.9%
现金流量表					ROE	4.5%	7.8%	8.8%	10.3%
单位: 百万元					ROIC	4.8%	6.7%	8.0%	8.8%
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力				
经营活动现金流	7,368	4,032	6,527	5,372	资产负债率	68.2%	67.6%	68.3%	66.1%
净利润	545	1,315	1,720	2,191	净负债比率	104.2%	93.7%	57.5%	34.3%
折旧摊销	1,381	1,499	1,544	1,589	流动比率	0.44	0.53	0.68	0.78
营运资金变动	4,168	98	2,089	418	速动比率	0.27	0.34	0.45	0.54
其它	1,273	1,120	1,174	1,174	营运能力				
投资活动现金流	-3,554	-3,018	-1,507	-1,507	总资产周转率	0.61	0.64	0.85	0.86
资本支出	-3,537	-3,027	-1,516	-1,516	应收账款周转率	102.20	102.20	102.20	102.20
投资变动	0	0	0	0	存货周转率	6.23	6.23	6.23	6.23
其他	-17	9	9	9	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	84	179	-988	-988	每股收益	0.16	0.29	0.37	0.47
银行借款	11,616	1,996	0	0	每股经营现金流	2.36	1.29	2.09	1.72
债券融资	0	0	0	0	每股净资产	3.49	3.79	4.15	4.63
股权融资	3,007	0	0	0	估值比率				
其他	-14,539	-1,816	-988	-988	P/E	34.68	18.65	14.97	11.57
现金净增加额	216	1,194	4,032	2,877	P/B	1.57	1.45	1.32	1.19
期初现金余额	3,045	4,052	5,246	9,278	EV/EBITDA	9.87	7.97	5.85	4.69
期末现金余额	3,261	5,246	9,278	12,156					

资料来源: Wind, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场