

云铝股份 (000807.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 11.92 元

电解铝稀缺成长标的, 受益碳中和

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	31.28
已上市流通 A 股(亿股)	28.14
总市值(亿元)	372.88
年内股价最高最低(元)	12.12/3.82
沪深 300 指数	5057
深证成指	13761



公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
摊薄每股收益(元)	0.190	0.289	1.386	1.658	2.041
每股净资产(元)	4.19	3.77	4.58	5.58	6.80
每股经营性现金流(元)	1.16	1.35	2.95	3.18	3.69
市盈率(倍)	27.06	26.10	8.60	7.19	5.84
净利润增长率(%)	-133.78%	82.25%	380.43%	19.61%	23.10%
净资产收益率(%)	4.54%	7.65%	30.24%	29.72%	30.00%
总股本(百万股)	2,606.84	3,128.21	3,128.21	3,128.21	3,128.21

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 20 年年报, 营收 295.73 亿元, 同比增长 21.78%; 归母净利润 9.03 亿元, 同比增长 82.25%; 基本 EPS 0.29 元。

经营分析

- **主要项目建设顺利, 生产成本有所回落:** 随着海鑫、溢鑫、文山水电铝项目的建设, 20 年末公司水电铝产能增至 278 万吨, 产量 242 万吨、同比增长 28%, 新产能投产对公司业绩贡献明显。从产品价格看, 公司售价 (不含税) 11978 元/吨、同比下降 5%, 单位生产成本 (不含税) 10268 元/吨、同比下降 6%。随着氧化铝价格的回落及生产和管理指标的优化, 公司成本竞争力有所提升。公司预计 21 年老产能用电价格约 0.37 元/千万时, 较 20 年增加 0.024 元, 新产能用电价格约 0.28 元/千瓦时, 新产能投产有利于稳定综合用电成本。
- **产能天花板背景下, 公司成长属性稀缺:** 随着国内电解铝产能天花板的出现, 公司是行业内稀缺的成长标的。公司电解铝总产能 320 万吨、其中在建产能 42 万吨, 权益产能 256 万吨。公司预计 21 年电解铝产量 287 万吨, 较 20 年增长 19%。此外, 公司完成竞购山东华宇 13.5 万吨电解铝产能指标, 待指标转移完成后, 公司总产能将在 320 万吨的基础上继续增长。
- **公司能源结构为水电, 碳中和背景下水电铝产品具有稀缺性:** 公司地处云南, 能源结构全部为水电并采用网电, 这与国内以火电、以自备电为主的能源结构有明显差异。水电铝的碳排放量仅为火电铝的 20%, 国内实施碳交易后对水电铝企业成本影响有限, 受自备电厂缴纳相关费用影响的可能性低。
- **新一轮供给侧改革启动, 看好铝价走势:** 20 年末国内电解铝产能约 4100 万吨, 产能利用率约 92%, 需求增速约 4.7%。在产能接近天花板的背景下, 对违规产能的清理及新产能投产的延期, 将加剧国内供应紧张的情况。21 年国内铝价 (含税) 从年初 15475 元涨至 17535 元、涨幅为 13%, 一季度均价 16062 元、同比上涨 21%。我们看好铝价走势, 公司有望充分受益。

盈利调整与投资建议

- 预计 21-23 年铝价 (含税) 17000/17500/18000 元, 公司产量 287/300/320 吨, 预计未来三年归母净利润 43.36 (上调 176%) /51.87 (上调 188%) /63.85 亿元, EPS1.39/1.66/2.04 元, 对应 PE9/7/6X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 全球疫情反复; 美联储收紧流动性; 新项目延期; 安全和环保风险。

相关报告

1. 《电解铝弹性最大标的, 受益行业基本面好转-云铝股份点评报告》, 2020.7.21
2. 《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

冯孟乾 分析师 SAC 执业编号: S1130521010001
fengmengqian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	21,689	24,284	29,573	42,191	45,364	49,727
增长率		12.0%	21.8%	42.7%	7.5%	9.6%
主营业务成本	-20,145	-21,040	-25,374	-32,331	-34,325	-36,983
%销售收入	92.9%	86.6%	85.8%	76.6%	75.7%	74.4%
毛利	1,545	3,243	4,199	9,860	11,038	12,744
%销售收入	7.1%	13.4%	14.2%	23.4%	24.3%	25.6%
营业税金及附加	-153	-292	-278	-397	-427	-468
%销售收入	0.7%	1.2%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-463	-539	-629	-897	-964	-1,057
%销售收入	2.1%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
管理费用	-1,262	-827	-1,071	-1,528	-1,643	-1,801
%销售收入	5.8%	3.4%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
研发费用	-27	-10	-31	-44	-48	-52
%销售收入	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	-361	1,575	2,190	6,994	7,957	9,366
%销售收入	n.a	6.5%	7.4%	16.6%	17.5%	18.8%
财务费用	-862	-898	-647	-951	-756	-495
%销售收入	4.0%	3.7%	2.2%	2.3%	1.7%	1.0%
资产减值损失	-633	328	385	-44	-3	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	16	24	32	20	20	20
%税前利润	-0.9%	4.0%	2.4%	0.3%	0.3%	0.2%
营业利润	-1,791	583	1,370	6,119	7,318	8,987
营业利润率	n.a	2.4%	4.6%	14.5%	16.1%	18.1%
营业外收支	-8	14	-14	-10	-10	-10
税前利润	-1,798	597	1,357	6,109	7,308	8,977
利润率	n.a	2.5%	4.6%	14.5%	16.1%	18.1%
所得税	52	-51	-123	-553	-661	-812
所得税率	n.a	8.6%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润	-1,746	545	1,234	5,556	6,647	8,165
少数股东损益	-280	50	331	1,220	1,460	1,780
归属于母公司的净利润	-1,466	495	903	4,336	5,187	6,385
净利率	n.a	2.0%	3.1%	10.3%	11.4%	12.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	-1,746	545	1,234	5,556	6,647	8,165
少数股东损益	-280	50	331	1,220	1,460	1,780
非现金支出	1,905	1,054	1,186	1,818	1,924	2,042
非经营收益	845	954	640	988	819	602
营运资金变动	-668	484	1,152	857	547	738
经营活动现金净流	337	3,037	4,212	9,220	9,936	11,547
资本开支	-3,668	-3,537	-5,269	-3,320	-2,320	-2,320
投资	-57	0	-55	0	0	0
其他	77	-17	83	20	20	20
投资活动现金净流	-3,648	-3,554	-5,242	-3,300	-2,300	-2,300
股权募资	168	3,007	63	0	0	0
债权募资	3,181	-347	247	-906	-4,516	-2,026
其他	-110	-2,573	-2,769	-2,802	-2,903	-3,166
筹资活动现金净流	3,239	86	-2,459	-3,709	-7,419	-5,192
现金净流量	-72	-431	-3,489	2,211	217	4,055

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,390	4,052	1,187	3,398	3,615	7,669
应收账款	661	936	511	839	903	989
存货	4,006	3,376	3,544	4,364	4,633	4,992
其他流动资产	774	703	809	821	830	842
流动资产	9,830	9,067	6,051	9,422	9,981	14,493
%总资产	26.2%	22.9%	14.8%	20.5%	21.3%	28.1%
长期投资	504	561	530	530	530	530
固定资产	23,335	26,255	30,114	31,587	31,914	32,124
%总资产	62.2%	66.3%	73.4%	68.8%	68.1%	62.2%
无形资产	1,911	2,752	3,053	3,116	3,179	3,240
非流动资产	27,691	30,512	34,967	36,503	36,892	37,164
%总资产	73.8%	77.1%	85.2%	79.5%	78.7%	71.9%
资产总计	37,521	39,579	41,019	45,925	46,873	51,656
短期借款	13,889	12,456	6,991	6,900	2,885	1,358
应付款项	7,022	7,712	9,648	11,076	11,762	12,676
其他流动负债	288	347	714	1,318	1,515	1,789
流动负债	21,199	20,515	17,353	19,295	16,162	15,823
长期贷款	4,014	4,701	9,358	8,858	8,358	7,858
其他长期负债	3,093	1,790	550	262	270	282
负债	28,305	27,006	27,260	28,415	24,790	23,963
普通股股东权益	8,264	10,920	11,806	14,338	17,450	21,280
其中：股本	2,607	3,128	3,128	3,128	3,128	3,128
未分配利润	-1,139	-604	299	2,900	6,012	9,843
少数股东权益	951	1,654	1,953	3,173	4,633	6,413
负债股东权益合计	37,521	39,579	41,019	45,925	46,873	51,656

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	-0.562	0.190	0.289	1.386	1.658	2.041
每股净资产	3.170	4.189	3.774	4.583	5.578	6.803
每股经营现金净流	0.129	1.165	1.346	2.947	3.176	3.691
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.554	0.663	0.816
回报率						
净资产收益率	-17.74%	4.54%	7.65%	30.24%	29.72%	30.00%
总资产收益率	-3.91%	1.25%	2.20%	9.44%	11.07%	12.36%
投入资本收益率	-1.29%	4.83%	6.61%	19.10%	21.69%	23.06%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.99%	11.96%	21.78%	42.67%	7.52%	9.62%
EBIT 增长率	N/A	-536.28%	39.06%	219.39%	13.77%	17.71%
净利润增长率	-323.1%	-133.78%	82.25%	380.43%	19.61%	23.10%
总资产增长率	4.58%	5.49%	3.64%	11.96%	2.06%	10.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.7	4.1	2.5	2.5	2.5	2.5
存货周转天数	76.7	64.0	49.8	49.8	49.8	49.8
应付账款周转天数	89.4	93.7	95.2	95.2	95.2	95.2
固定资产周转天数	331.1	341.2	347.0	254.2	237.5	216.7
偿债能力						
净负债/股东权益	146.63%	104.22%	110.20%	70.59%	34.54%	5.59%
EBIT 利息保障倍数	-0.4	1.8	3.4	7.4	10.5	18.9
资产负债率	75.44%	68.23%	66.46%	61.87%	52.89%	46.39%

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	2	8	14	19	34
增持	0	2	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.22	1.21	1.00

来源：朝阳永续

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

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
2	2020-07-21	买入	6.60	N/A

来源：国金证券研究所



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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402