

2021年03月23日

# 云铝股份 (000807.SZ)

## 公司快报

有色金属 | 铝 III

投资评级

**买入-B(维持)**

股价(2021-03-22)

11.92 元

### 交易数据

总市值(百万元)	37,288.22
流通市值(百万元)	33,543.00
总股本(百万股)	3,128.21
流通股本(百万股)	2,814.01
12个月价格区间	3.78/13.04 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	28.8	58.69	163.91
绝对收益	20.77	56.84	194.32

分析师

杨立宏

 SAC 执业证书编号: S0910518030001  
 yanglihong@huajinsec.cn

报告联系人

胡锦琛

hujinchen@huajinsec.cn

### 相关报告

 云铝股份: 碳中和下的水电铝龙头  
 2021-03-17

 云铝股份: 定增助力低成本产能扩张  
 2021-01-21

 云铝股份: 水电铝产能释放, 电价成本下降助力  
 2021-01-18

## 减值计提夯实盈利基础

### 投资要点

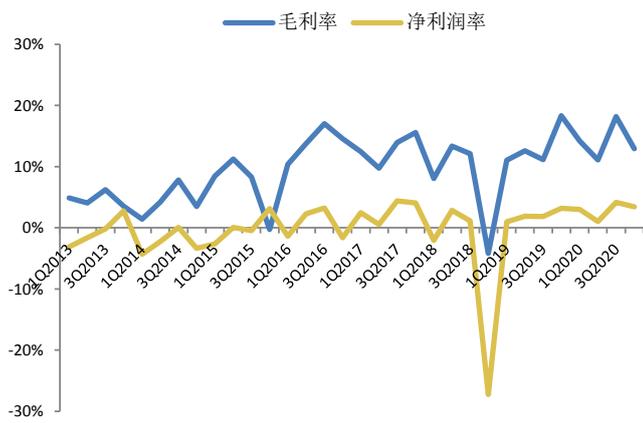
- ◆ **2020 归母同比增长 82.25%:** 2020 年公司实现营业收入 295.73 亿元, 同比增长 21.78%; 归母净利 9.03 亿元, 同比增长 82.25%。毛利率为 14.2%, 同比上升 0.84 个百分点; 净利润率为 3.15%, 同比上升 1.01 个百分点, EPS 为 0.29 元, 符合预期。公司计提减值准备 4.03 亿元, 占利润总额的比重为 30%。
- ◆ **公司全年业绩大增得益于公司量增与行业景气。第一, 产销量增加。**公司 2020 年溢鑫水电铝二期项目文山水电铝项目、海鑫水电铝项目二期一段顺利投产, 电解铝产量为 240.63 万吨, 同比 2019 年增加 26.7%, 新项目产能释放推动了产销较快增长。**第二, 电解铝毛利率提升。**2020 年全年氧化铝价格下跌 13.2%、预焙阳极价格下跌 6.8%、电解铝价格上升 1.77%, 公司用电成本也有所下降。在成本下降和产品价格上升的双重驱动下, 电解铝毛利率由 14.72% 提高到 16.56%。
- ◆ **源于费用增加, 四季度业绩环比小幅回落:** 2020 年四季度电解铝均价环比上涨 8%, 单吨利润明显增加, 但公司业绩出现小幅回落, 2020 年四季度营业利润 4.45 亿元, 环比三季度 5.16 亿元降低 13.76%; 归母净利润为 3.32 亿元, 环比三季度微增 1.6%。环比业绩出现回落, 主要源于主营业务成本增加, 和疫情期间电解生产线停槽大修导致停工损失和修理费增加所致。
- ◆ **2021 年电解铝行业延续景气回升, 碳中和下公司相对优势得到强化:** 受益于供给封顶, 产业链利润集中, 电解铝有望长期处于景气区间, 碳中和加速行业供给格局重塑进程; 同时公司量增降本, 水电铝的绿色、成本优势则有望进一步凸显。预计 2021 年随着文山水电铝项目达产、昭通水电铝二期项目的投产, 公司 2021 年底电解铝产能将增加至 323 万吨, 同比 2020 年的 278 万吨增加 16.2%。电解铝顺周期下, 一方面公司产能逆势扩张可以更大程度的分享行业景气, 另一方面, 作为唯一的全水电铝公司, 公司在碳中和带来的显性和隐性成本上升中优势凸显。
- ◆ **投资建议:** 2021 年经营目标为电解铝产量约 287 万吨, 铝合金和加工产品产量约 140 万吨, 结合价格预期, 预计公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 0.43、0.84 和 0.95 元, 净资产收益率分别为 11.7%、19.2% 和 17.8%。综合考虑行业的趋势、公司的区位优势、成本优势和产能增长潜力, 我们维持“买入-B”的投资评级。
- ◆ **风险提示:** 经济超预期下行、新建项目建设投产进度不及预期、云南电力政策变动、增发摊薄 EPS。

## 财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	24,284	29,573	36,458	42,856	43,531
YoY(%)	12.0	21.8	23.3	17.5	1.6
净利润(百万元)	495	903	1,336	2,629	2,974
YoY(%)	-133.8	82.3	48.0	96.8	13.1
毛利率(%)	13.4	14.2	15.4	18.9	19.1
EPS(摊薄/元)	0.16	0.29	0.43	0.84	0.95
ROE(%)	4.3	9.0	11.7	19.2	17.8
P/E(倍)	75.3	41.3	27.9	14.2	12.5
P/B(倍)	3.4	3.2	2.8	2.4	2.0
净利率(%)	2.0	3.1	3.7	6.1	6.8

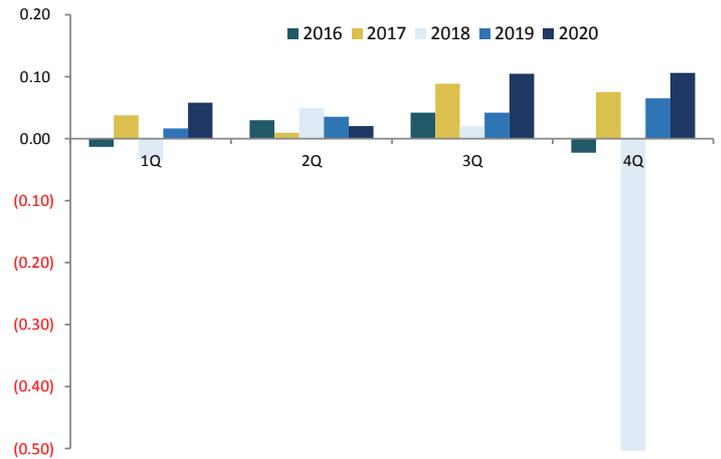
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1: 2013-2020 年公司分季度毛利率和利润率



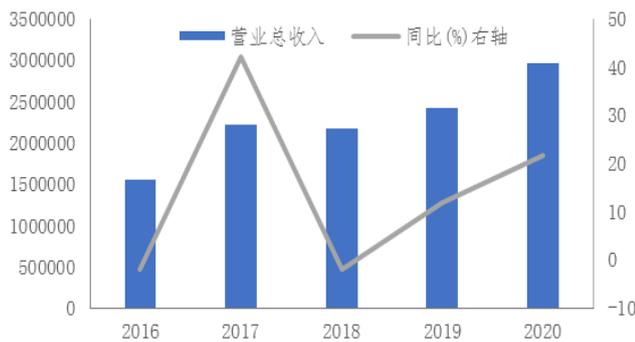
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 2: 2017-2020 年公司单季度 EPS 单位: 元



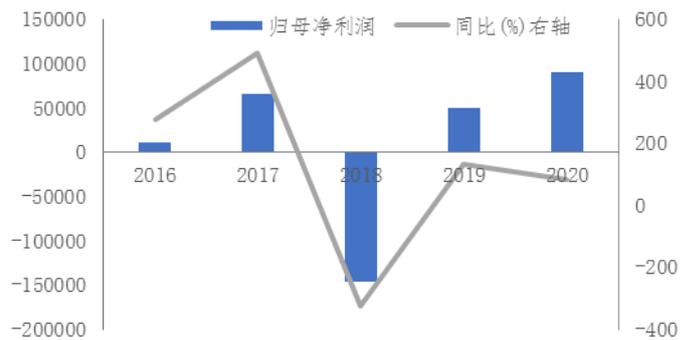
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 3: 2016-2020 公司营业收入及增速 (万元)



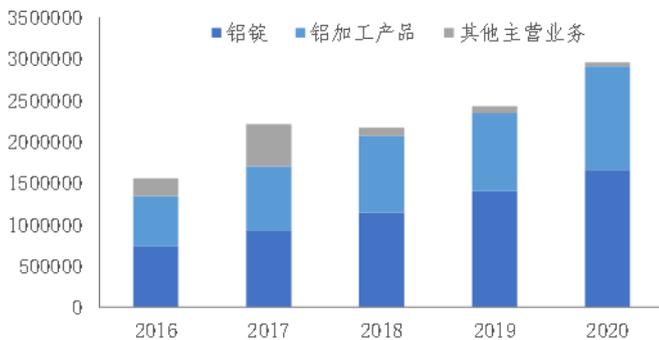
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 4: 2016-2020 公司归母净利润及增速 (万元)



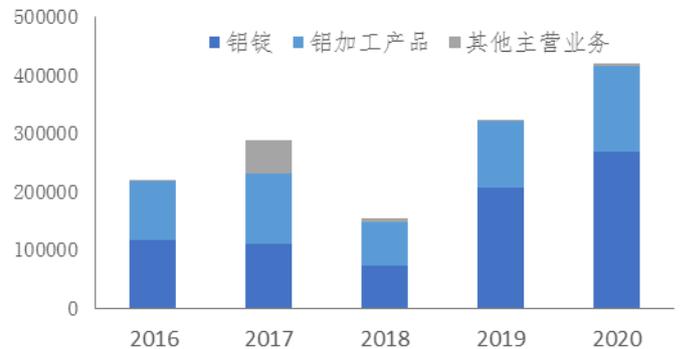
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 5: 2016-2020 公司收入构成 (万元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 6: 2016-2020 公司毛利构成 (万元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	9067	6051	14085	12714	18298	<b>营业收入</b>	24284	29573	36458	42856	43531
现金	4052	1187	6138	6809	10297	营业成本	21040	25374	30851	34743	35208
应收票据及应收账款	238	163	331	249	340	营业税金及附加	292	278	361	432	431
预付账款	95	135	304	173	291	营业费用	539	629	787	925	937
存货	3376	3544	6158	4411	6211	管理费用	827	1071	1428	1600	1643
其他流动资产	1307	1023	1155	1072	1160	研发费用	10	31	38	45	46
<b>非流动资产</b>	30512	34967	36406	37932	39448	财务费用	898	647	913	848	743
长期投资	346	474	535	605	670	资产减值损失	-328	-385	65	48	-257
固定资产	22698	28116	30256	32141	33748	公允价值变动收益	0	0	-0	0	0
无形资产	2656	2955	3214	3536	3858	投资净收益	24	32	10	0	2
其他非流动资产	4812	3423	2402	1651	1172	<b>营业利润</b>	583	1370	2158	4359	4930
<b>资产总计</b>	39579	41019	50492	50647	57746	营业外收入	22	9	12	12	14
<b>流动负债</b>	20515	17353	24038	21052	24792	营业外支出	8	22	16	15	15
短期借款	8502	5632	7067	6350	6708	<b>利润总额</b>	597	1357	2153	4356	4928
应付票据及应付账款	7165	9363	12964	10805	13073	所得税	51	123	323	653	739
其他流动负债	4848	2358	4007	3897	5010	<b>税后利润</b>	545	1234	1830	3703	4189
<b>非流动负债</b>	6491	9907	10864	10303	9473	少数股东损益	50	331	494	1074	1215
长期借款	4701	9358	9243	8866	8173	<b>归属母公司净利润</b>	495	903	1336	2629	2974
其他非流动负债	1790	550	1621	1437	1301	EBITDA	2682	3850	4652	6979	7644
<b>负债合计</b>	27006	27260	34903	31355	34265	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	1654	1953	2447	3521	4736	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	3128	3128	3128	3128	3128	<b>成长能力</b>					
资本公积	8023	8033	8033	8033	8033	营业收入(%)	12.0	21.8	23.3	17.5	1.6
留存收益	-259	644	2474	6177	10366	营业利润(%)	132.5	135.1	57.5	102.0	13.1
归属母公司股东权益	10920	11806	13142	15771	18745	归属于母公司净利润(%)	-133.8	82.3	48.0	96.8	13.1
<b>负债和股东权益</b>	39579	41019	50492	50647	57746	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	13.4	14.2	15.4	18.9	19.1
						净利率(%)	2.0	3.1	3.7	6.1	6.8
						ROE(%)	4.3	9.0	11.7	19.2	17.8
						ROIC(%)	4.0	7.3	7.6	12.4	12.4
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	68.2	66.5	69.1	61.9	59.3
						流动比率	0.4	0.3	0.6	0.6	0.7
						速动比率	0.2	0.1	0.3	0.3	0.4
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	64.7	147.8	147.8	147.8	147.8
						应付账款周转率	3.1	3.1	2.8	2.9	2.9
						<b>估值比率</b>					
						P/E	75.3	41.3	27.9	14.2	12.5
						P/B	3.4	3.2	2.8	2.4	2.0
						EV/EBITDA	20.0	14.2	11.6	7.6	6.7

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	3684	4981	5602	5706	7748
净利润	545	1234	1830	3703	4189
折旧摊销	1381	1571	1659	1861	2059
财务费用	898	647	913	848	743
投资损失	-24	-32	-10	-0	-2
营运资金变动	484	1164	1209	-705	759
其他经营现金流	399	398	0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-3554	-5242	-3088	-3386	-3572
<b>筹资活动现金流</b>	84	-2455	2438	-1648	-688
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.29	0.43	0.84	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	1.59	1.79	1.82	2.48
每股净资产(最新摊薄)	3.49	3.77	4.20	5.04	5.99

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)