

证券研究报告—动态报告

有色金属

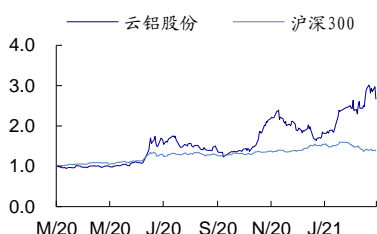
有色金属冶炼

云铝股份(000807)
买入

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 25 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	3,128/2,814
总市值/流通(百万元)	33,566/30,194
上证综指/深圳成指	3,412/13,607
12 个月最高/最低(元)	13.04/3.78

相关研究报告:

《云铝股份-000807-2020 年三季度报告点评: 三季度业绩充分释放, 水电铝产能快速增长》——2020-10-23

《云铝股份-000807-2020 年中报点评: 原铝产量逆势增长, 新产能投建进度超预期》——2020-08-31

证券分析师: 刘孟峦

电话: 010-88005312

E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040001

证券分析师: 杨耀洪

电话: 021-60933161

E-MAIL: yangyaohong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040005

联系人: 焦方冉

电话: 021-60933177

E-MAIL: jiaofangran@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

低碳铝龙头, 受益于电解铝行业高盈利周期

● 云铝股份公布 2020 年年报, 公司业绩基本符合预期

2020 年公司营业收入 295.73 亿元, 同比增长 21.8%, 公司实现归母净利润 9.03 亿元, 同比增长 82.3%, 经营活动产生的现金流量净额 49.81 亿元, 基本符合预期。

● 受益于行业盈利周期, 公司产品量价齐升, 利润增厚

2020 年公司营收增长主要依靠铝锭和铝加工产品量价齐升拉动。产量方面, 去年公司位于鹤庆、昭通、文山电解铝项目逐步投产, 公司原铝产量大幅增长, 2020 年公司原铝产量 240.63 万吨, 同比增长 27%; 2020 年公司销售铝产品 243.08 万吨, 比 2019 年增长 30.93%。价格方面, 2020 年长江铝锭年均价 14197 元/吨, 比 2019 年年均价高出 230 元/吨。

● 公司期间费用率下降, 资产负债结构优化

2020 年管理费用率比 2019 年略有上升, 主因疫情期间电解生产线停槽大修导致停工损失、修理费、危废处置费增加。财务费用从 2019 年 8.98 亿元下降到 2020 年 6.47 亿元。2020 年末公司资产负债率为 66.5%, 比 2019 年末有明显下降。公司力争今年二季度完成 30 亿元定增, 将进一步改善资产负债结构, 实现资产负债率持续下降。

● 投资建议: 维持“买入”评级

参照今年年初至今电解铝长江现货均价, 假设 2021/2022/2023 年铝锭现货年均价 16000 元/吨, 氧化铝现货价格年均价 2400 元/吨, 阳极炭素价格 3900 元/吨, 预计公司 2021-2023 年营业收入为 417/466/466 亿元, 同比增速 41.1%/11.6%/0.1%, 归母净利润分别为 39.97/48.37/49.48 亿元, 同比增速 342.8%/21.0%/2.3%, 摊薄 EPS 分别为 1.28/1.55/1.58 元, 当前股价对应 EPS 为 8.4/6.9/6.8X。考虑到公司是全球绿色低碳铝头部企业, 拥有国内稀缺的水-电-铝产业链, 今明两年原铝产量稳步提升, 对铝价具有高业绩弹性, 在电解铝行业高盈利周期中收益显著, 维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济下行风险导致铝价超预期下跌; 公司新增产能进度不及预期; 氧化铝价格上行风险。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	24,284	29,573	41,724	46,583	46,628
(+/-%)	12.0%	21.8%	41.1%	11.6%	0.1%
净利润(百万元)	495	903	3997	4837	4948
(+/-%)	-133.8%	82.3%	342.8%	21.0%	2.3%
摊薄每股收益(元)	0.16	0.29	1.28	1.55	1.58
EBIT Margin	6.5%	7.5%	18.3%	18.3%	18.4%
净资产收益率(ROE)	4.5%	7.6%	31.5%	35.1%	33.2%
市盈率(PE)	67.8	37.2	8.4	6.9	6.8
EV/EBITDA	20.5	16.1	7.3	6.5	6.3
市净率(PB)	3.07	2.84	2.64	2.43	2.25

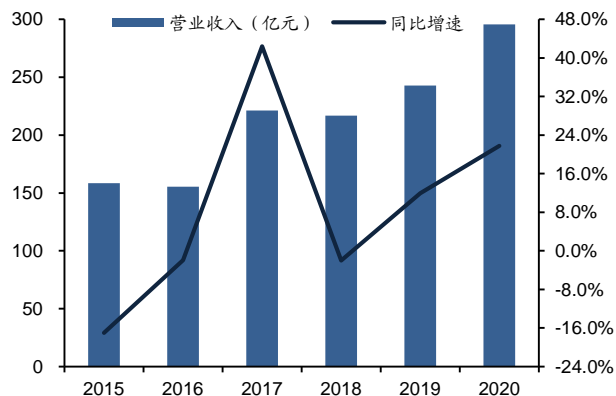
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020 年公司业绩表现良好

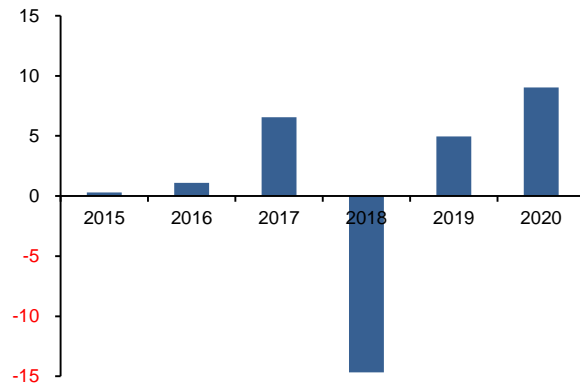
2020 年公司营业收入 295.73 亿元,同比增长 21.8%,公司实现归母净利润 9.03 亿元,同比增长 82.3%,经营活动产生的现金流量净额 49.81 亿元,均达到公司上市以来最好水平。

图 1: 云铝股份营业收入变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

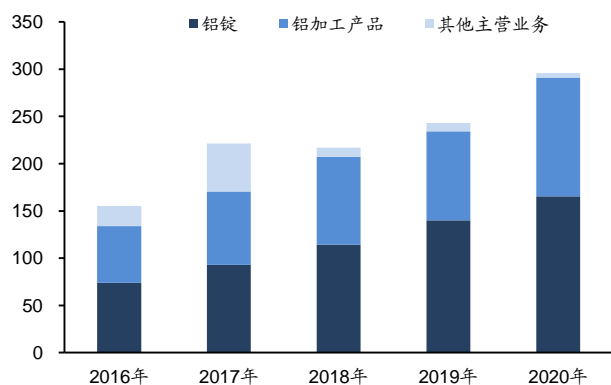
图 2: 云铝股份归母净利润变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

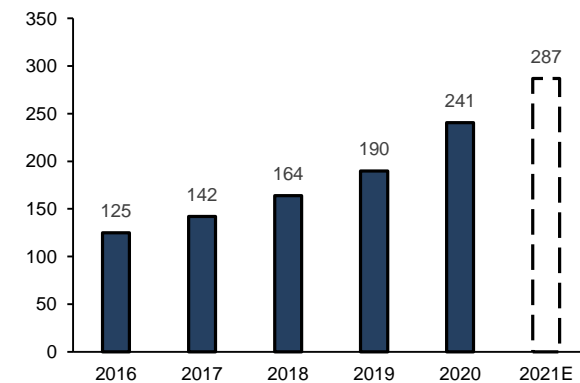
2020 年公司营收增长主要依靠铝锭和铝加工产品量价齐升拉动。产量方面,去年公司位于鹤庆、昭通、文山电解铝项目逐步投产,公司原铝产量大幅增长,2020 年公司原铝产量 240.63 万吨,同比增长 27%;2020 年公司销售铝产品 243.08 万吨,比 2019 年增长 30.93%。价格方面,2020 年一季度受疫情及美元流动性危机影响,铝价一度探底,但很快“V”型反转,下半年不断创新高,长江铝锭年均价达到 14197 元/吨,比 2019 年年均价高出 230 元/吨。

图 3: 云铝股份营收分产品构成 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

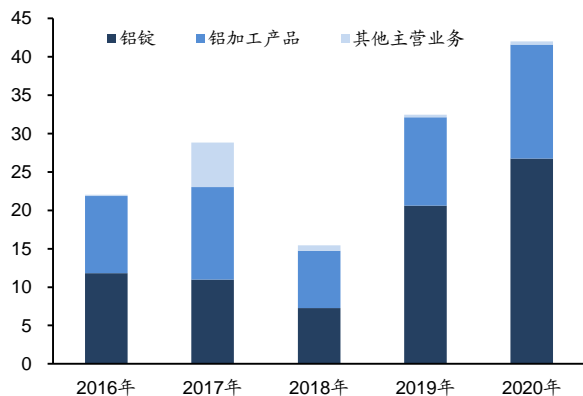
图 4: 公司原铝产量高速扩张 (万吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

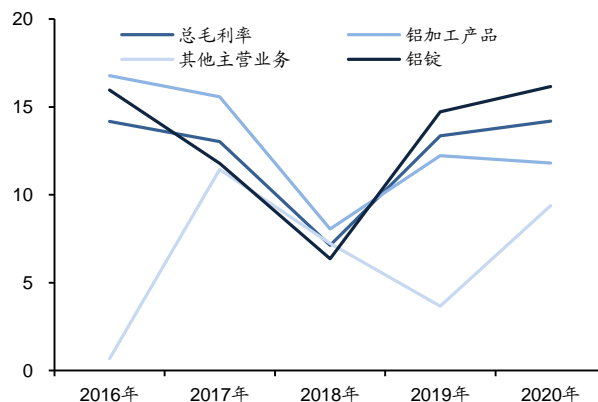
公司盈利主要来自销售铝锭和铝加工产品。2020 年公司毛利润中 64%来自铝锭销售,35%来自铝加工产品销售。2020 年长江铝价比 2019 年高 230 元/吨,而 2020 年广西氧化铝年均价 2320 元/吨,比 2019 年低 339 元/吨,仅氧化铝价格下降和铝价上升,就使得 2020 年电解铝单吨利润比 2019 年增厚 880 元/吨。2020 年公司铝锭销售毛利率 16.15%,较 2019 年 14.72%毛利率略有上涨;2020 年公司铝加工产品销售毛利率 11.8%,略低于 2019 年。

图 5: 云铝股份毛利润构成 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 云铝股份分产品毛利率 (%)

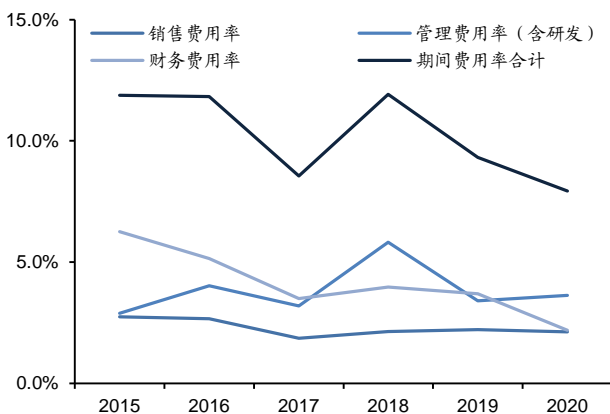


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2020 年公司期间费用率明显下降。2020 年管理费用率比 2019 年略有上升, 主因疫情期间电解生产线停槽大修导致停工损失、修理费、危废处置费增加。2020 年公司销售费用率和财务费用率相比 2019 年均有所下降, 其中财务费用从 2019 年 8.98 亿元下降到 2020 年 6.47 亿元, 主因公司融资利率下降且降低了有息债务规模。

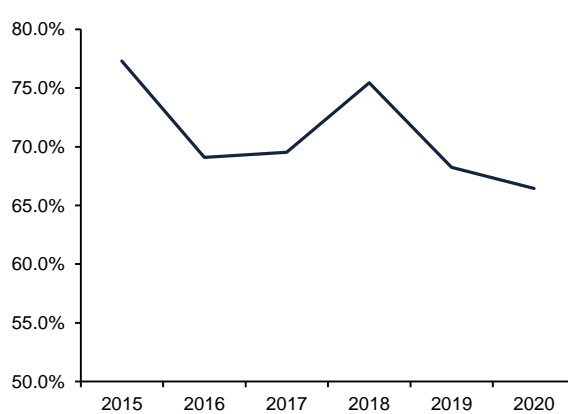
公司资产负债率持续下降。截至 2020 年末公司资产负债率为 66.5%, 比 2019 年末有明显下降。2020 年末公司固定资产比 2019 年末增加 54.18 亿元, 主因公司子公司云铝文山和云铝海鑫在建项目转固所致。公司力争今年二季度完成 30 亿元定增, 将进一步改善资产负债结构, 实现资产负债率持续下降。

图 7: 云铝股份期间费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 云铝股份资产负债率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

水电铝龙头企业, 电解铝产量维持高增长

截至 2020 年末, 公司拥有年产铝土矿 304 万吨、氧化铝 140 万吨、电解铝运行 278 万吨、铝合金及铝加工 150 万吨、炭素制品 80 万吨的生产能力, 电解铝产能市场占有率 8%。公司在年报中披露 **2021 年主要生产经营目标**: 氧化铝产量约 140 万吨, 电解铝产量约 287 万吨, 铝合金和加工产品产量约 140 万吨, 炭素制品产量约 80 万吨。据此推算公司 2021 年电解铝产量将比 2020 年增加 46.37 万吨, 产量维持高增长。

在原材料端, 公司“文山中低品位铝土矿综合利用项目”在有序推进, 截至 2021 年 2 月底施工单位招投标工作已基本完成, 计划于 2022 年底建成投产。项目建成后每年能够增加 300 万吨铝土矿洗选能力, 替代公司现有的红舍克铝土矿

和卖酒瓶铝土矿，可以进一步提升公司铝土矿资源的供应能力并降低氧化铝生产成本。另外，公司持股 35% 的索通云铝炭素项目将在今年三季度投产，公司炭素自给率有望进一步提高。

公司正加快推进 30 亿元定向增发，募集资金用于公司文山电解铝项目及补充流动资金和偿还银行贷款。文山电解铝项目目前已基本建设完毕，主体工程已投产，公司以自筹资金先行投入，待募集资金到位后再予以置换。公司力争在今年二季度完成发行。

行业长期供需格局改善，抛储传闻压力有限

根据行业研究机构阿拉丁统计，截至 3 月下旬，我国电解铝建成产能 4270 万吨，运行产能 3999 万吨，产能开工率达 93.6%。我国电解铝开工产能逐步逼近 4500 万吨的产能“天花板”。受能耗双控影响，内蒙古地区电解铝产能投放进度将显著放缓，未来仅依靠西南地区扩产会面临较大不确定性，电解铝投产周期可能被拉长，铝行业有望走出过去“供应短缺→高利润→刺激新投产或复产→供应过剩→价格下跌→减产→供需再平衡”的行业循环，电解铝企业有望摆脱过去的微利状态，并长期维持偏高的冶炼利润。

近期抛储传闻使得铝价出现大幅回调。国储局上一次抛储铝锭发生在 2010 年 11 月份，分两次共抛储 21 万吨铝锭，当时抛储仅造成铝价短期回调，没有影响到铝价上涨趋势。且 2010 年 11 月抛储的背景是当时的高通胀压力，而当前时点并不具备 2010 年末的通胀压力。从抛储过程来看，往往事先发布公告，并采取分批次公开竞价方式销售，目前我们尚未看到发改委或国储局的官方公告。抛储目的之一是平抑价格，防止铝价非理性上涨，但并不改变铝行业供需向好的大趋势。今年铝价重心仍将显著高于去年。

盈利预测

参照今年年初至今电解铝长江现货均价，假设 2021/2022/2023 年铝锭现货年均价 16000 元/吨，氧化铝现货价格年均价 2400 元/吨，阳极炭素价格 3900 元/吨，预计公司 2021-2023 年营业收入为 417/466/466 亿元，同比增速 41.1%/11.6%/0.1%，归母净利润分别为 39.97/48.37/49.48 亿元，同比增速 342.8%/21.0%/2.3%，摊薄 EPS 分别为 1.28/1.55/1.58 元，当前股价对应 EPS 为 8.4/6.9/6.8X。考虑到公司是全球绿色低碳铝头部企业，拥有国内稀缺的水-电-铝产业链，今明两年原铝产量稳步提升，对铝价具有高业绩弹性，在电解铝行业高盈利周期中收益显著，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1187	3210	2816	2404	营业收入	29573	41724	46583	46628
应收款项	236	333	372	373	营业成本	25374	31260	34878	34882
存货净额	3544	4413	4923	4907	营业税金及附加	278	393	438	439
其他流动资产	1084	1530	1708	1710	销售费用	629	887	990	991
流动资产合计	6051	9486	9819	9393	管理费用	1071	1673	1854	1856
固定资产	30114	34162	35427	36582	财务费用	647	626	559	420
无形资产及其他	2955	2837	2718	2600	投资收益	32	32	32	32
投资性房地产	1424	1424	1424	1424	资产减值及公允价值变动	385	385	385	385
长期股权投资	474	602	730	858	其他收入	(621)	(486)	(486)	(486)
资产总计	41019	48511	50119	50858	营业利润	1370	6816	7795	7972
短期借款及交易性金融负债	6991	11140	10715	10920	营业外净收支	(14)	(14)	(14)	(14)
应付款项	9363	11659	13005	12963	利润总额	1357	6803	7781	7958
其他流动负债	999	1261	1407	1402	所得税费用	123	615	704	720
流动负债合计	17353	24060	25127	25285	少数股东损益	331	2191	2240	2291
长期借款及应付债券	9358	9358	9358	9358	归属于母公司净利润	903	3997	4837	4948
其他长期负债	550	(58)	(1109)	(2075)					
长期负债合计	9907	9299	8249	7283					
负债合计	27260	33360	33376	32567					
少数股东权益	1953	2446	2950	3384					
股东权益	11806	12705	13793	14907					
负债和股东权益总计	41019	48511	50119	50858					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	903	3997	4837	4948
资产减值准备	65	71	22	17
折旧摊销	1567	1671	1859	1974
公允价值变动损失	(385)	(385)	(385)	(385)
财务费用	647	626	559	420
营运资本变动	1109	609	(263)	(982)
其它	19	422	482	417
经营活动现金流	3278	6385	6552	5989
资本开支	(5791)	(5287)	(2643)	(2643)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(5919)	(5415)	(2771)	(2771)
权益性融资	63	0	0	0
负债净变化	4656	0	0	0
支付股利、利息	(673)	(3097)	(3749)	(3834)
其它融资现金流	(8253)	4150	(425)	205
融资活动现金流	(224)	1052	(4174)	(3630)
现金净变动	(2865)	2023	(393)	(412)
货币资金的期初余额	4052	1187	3210	2816
货币资金的期末余额	1187	3210	2816	2404
企业自由现金流	(1096)	3933	6721	6151
权益自由现金流	(4692)	8083	6295	6356

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.29	1.28	1.55	1.58
每股红利	0.22	0.99	1.20	1.23
每股净资产	3.77	4.06	4.41	4.77
ROIC	7%	21%	22%	21%
ROE	8%	31%	35%	33%
毛利率	14%	25%	25%	25%
EBIT Margin	8%	18%	18%	18%
EBITDA Margin	13%	22%	22%	22%
收入增长	22%	41%	12%	0%
净利润增长率	82%	343%	21%	2%
资产负债率	71%	74%	72%	71%
息率	2.0%	9.2%	11.2%	11.4%
P/E	37.2	8.4	6.9	6.8
P/B	2.8	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA	16.1	7.3	6.5	6.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032