

公司研究

2020 年全年归母净利创历史新高

——云铝股份（000807.SZ）2020 年年报点评

要点

事件：

2020 年，公司实现营收 295.73 亿元，同比增加 21.78%，实现归母净利 9.03 亿元，同比增长 82.25%，扣非后归母净利 7.71 亿元，同比增长 128.31%。单四季度，公司实现营收 96.80 亿元，同比增加 52.57%，归母净利 3.32 亿元，同比增长 63.63%，扣非后归母净利 3.41 亿元，同比 123.76%。

点评：

净利润大幅增长主要原因：1) 2020 年原铝价格大幅上涨，上期所电解铝价格由 4 月最低 11255 元/吨，上涨至年末 14622 元/吨，涨幅达 29.9%。2) 电解铝主要原材料氧化铝价格因为产能较为过剩，并没随电解铝价格上涨，长期处于低位，2020 年全国氧化铝均价为 2439 元/吨，较上年同期下滑 10%。3) 公司产销量大幅增长，公司生产铝商品量 242.39 万吨，销售和使用铝商品量 243.08 万吨，同比增长 30.89%。

2021 年，公司主要生产经营目标：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，力争实现营业收入较 2020 年有所增长。

非公开发行有望尽快落地，电解铝产能或进一步扩充

为进一步优化完善公司绿色铝材一体化产业链，公司通过云铝文山实施电解铝绿色项目。项目建设完成后，公司将增加原铝产能 50 万吨。项目总投资 44 亿元，拟使用募集资金投入金额 21 亿元，根据项目可行性研究报告，达产后年实现营业收入 56.92 亿元，净利润约 3.27 亿元，项目税后投资回收期 8.52 年（含建设期），全部投资税后内部收益率 12.02%，有利于保障广大投资者利益。同时，该项目对贫困地区社会经济发展有较强的带动作用，综合效益好。

盈利预测、估值与评级：

基于下游需求向好带动铝价上涨的态势有望延续（预计 2021~2023E 上期所年平均铝价为 17000、17500、17500 元/吨），且同时公司未来产能有望继续释放，增厚业绩，我们大幅上调 2021~2022 年 EPS 为 0.76（上调 101%）/1.05（上调 163%）元，新增 2023 年 EPS 为 1.29 元。鉴于公司水电铝一体化优势明显，我们维持公司“增持”评级。

风险提示：

新冠疫情影响超预期，铝下游需求进一步恶化。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	24,284	29,573	36,911	43,430	48,430
营业收入增长率	11.96%	21.78%	24.81%	17.66%	11.51%
净利润（百万元）	495	903	2,376	3,283	4,031
净利润增长率	-133.78%	82.25%	163.25%	38.19%	22.77%
EPS（元）	0.16	0.29	0.76	1.05	1.29
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.54%	7.65%	16.75%	19.76%	20.87%
P/E	61	33	13	9	7
P/B	2.8	2.6	2.1	1.8	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-24

增持（维持）

作者

分析师：刘慨昂

执业证书编号：S0930518050001

021-52523821

liuka@ebsecn.com

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

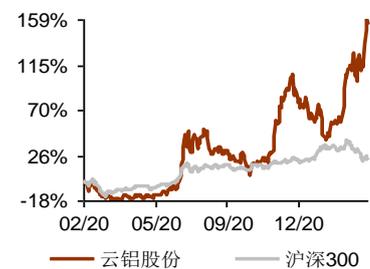
021-52523811

wangzhh@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	31.28
总市值(亿元)	302.19
一年最低/最高(元)	3.78/13.04
近 3 月换手率	263.64%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.04	29.17	110.34
绝对	1.15	26.93	142.74

资料来源：Wind

相关研报

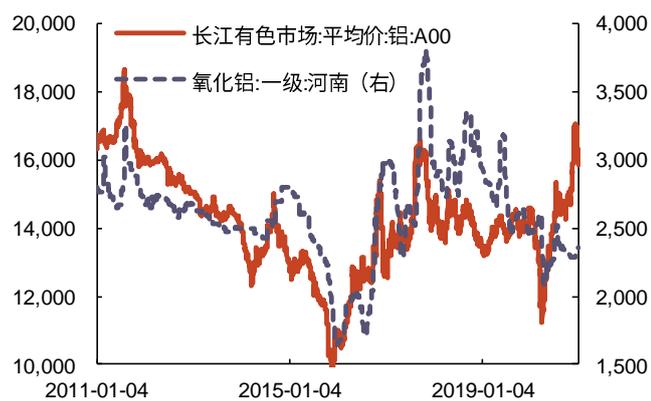
附录

表 1: 云铝股份各年业绩情况

单位: 亿元	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
营业收入	45	68	70	62	52	73	80	107	149	191	159	155	221	217	243	296
同比增长		49.1%	3.6%	-12.0%	-15.4%	40.6%	9.3%	33.6%	39.6%	27.9%	-17.0%	-1.9%	42.4%	-2.0%	12.0%	21.8%
毛利	5	9	11	6	6	6	8	6	7	8	11	22	29	15	32	42
毛利率	10.0%	12.6%	15.5%	9.2%	12.3%	7.5%	10.2%	5.8%	4.5%	4.3%	7.0%	14.2%	13.0%	7.1%	13.4%	14.2%
销售费用	0.8	1.0	1.1	1.1	1.3	1.5	1.7	2.0	3.0	3.9	4.3	4.1	4.1	4.6	5.4	6.3
管理费用	1.1	1.6	1.4	2.7	2.2	2.5	2.9	2.6	3.4	4.3	4.6	6.2	7.1	12.6	8.3	10.7
财务费用	0.8	1.5	1.4	1.6	1.0	1.7	2.4	3.2	5.3	8.8	9.9	8.0	7.7	8.6	9.0	6.5
研发费用														0.3	0.1	0.3
期间费用率	6.0%	6.1%	5.6%	8.8%	8.5%	7.8%	8.8%	7.4%	7.8%	8.9%	11.9%	11.8%	8.6%	12.1%	9.4%	8.0%
税前利润	2	4	7	0	1	1	1	0	-1	-9	-4	3	8	-18	6	14
税前利润率	3.7%	6.4%	10.0%	0.6%	1.2%	0.8%	1.8%	0.4%	-0.9%	-4.7%	-2.3%	1.8%	3.6%	-8.3%	2.5%	4.6%
净利润	1	4	6	0	1	0	1	0	-1	-7	-4	2	7	-17	5	12
所得税率	15.2%	12.6%	16.1%	40.8%	-0.3%	17.8%	18.4%	39.8%	18%	20%	-21.3%	24.0%	10.7%	2.9%	8.6%	9.0%
归母净利润	1	3	5	1	0	0	1	0	0	-5	0	1	7	-15	5	9
扣非净利润	1.3	3.0	4.7	0.6	0.4	-0.1	0.6	-1.2	-2.5	-5.1	-3.7	1.0	6.3	-14.9	3.4	7.7
总资产	46	56	57	74	97	119	149	188	230	244	293	319	359	375	396	410
期末净资产	17	21	25	35	45	46	50	50	54	47	66	99	109	92	126	138
年化 ROE	8.3%	18.0%	23.2%	0.6%	1.4%	1.1%	2.4%	0.6%	-2.0%	-15.4%	-6.6%	2.1%	6.6%	-18.9%	4.3%	9.0%
资产负债率	63.2%	62.4%	55.5%	53.5%	53.6%	61.7%	66.5%	73.4%	76.4%	80.7%	77.3%	69.1%	69.5%	75.4%	68.2%	66.5%
归母净资产	16	19	22	29	40	39	40	39	39	34	56	92	99	83	109	118
其他权益工具	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
在建工程	0.3	0.8	2.6	8.1	16.2	28.1	60.1	49.6	33.4	25.3	22.0	19.0	35.1	34.9	33.4	19.2
带息债务	24	19	18	28	28	57	82	111	127	127	120	116	141	179	172	163
货币资金	4	9	9	19	18	22	23	14	11	17	32	43	41	44	41	12
存货金额	10	11	10	7	14	13	11	17	25	28	24	32	45	40	34	35
存货周转次数		1.44	1.45	1.69	1.10	1.28	1.52	1.78	1.70	1.74	1.43	1.19	1.25	1.19	1.43	1.83
折旧	1.8	2.2	2.3	2.4	2.6	3.0	3.2	3.9	5.7	7.4	9.2	9.8	11.4	12.7	13.8	15.7
自由现金流	2.3	3.8	7.6	-3.6	-13.6	-23.2	-20.1	-22.3	4.4	-9.4	21.1	-5.1	-7.8	-33.3	1.4	-3.1
支付的各项税费	3.6	3.6	3.9	2.6	1.5	1.0	2.1	2.7	1.5	2.1	4.8	4.5	5.7	7.0	7.6	10.0
税费/销售收入	8.0%	4.9%	6.6%	3.7%	0.5%	-0.1%	1.0%	0.4%	4.9%	1.2%	3.5%	2.4%	2.8%	3.3%	3.5%	2.8%

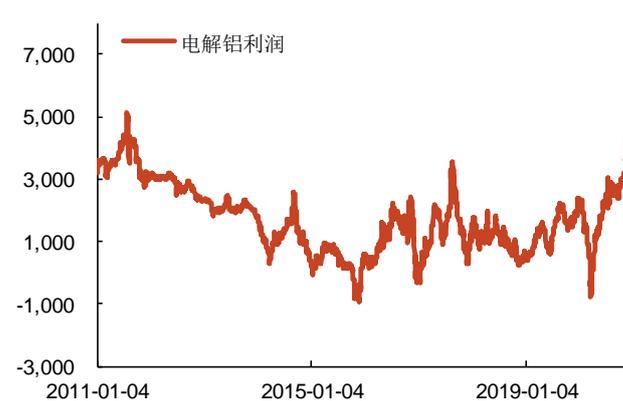
资料来源: Wind

图 1: 电解铝价格和氧化铝价格 (元/吨) (截至 20201231)



资料来源: Wind

图 2: 电解铝利润 (元/吨) (截至 20201231)



资料来源: Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	24,284	29,573	36,911	43,430	48,430
营业成本	21,040	25,374	31,198	36,434	40,337
折旧和摊销	1,374	1,567	1,662	1,696	1,725
税金及附加	292	278	295	304	339
销售费用	539	629	785	923	1,030
管理费用	827	1,071	1,337	1,573	1,754
研发费用	10	31	39	46	51
财务费用	898	647	562	441	345
投资收益	24	32	0	0	0
营业利润	583	1,370	2,923	4,013	4,911
利润总额	597	1,357	2,914	4,004	4,902
所得税	51	123	488	671	821
净利润	545	1,234	2,426	3,333	4,081
少数股东损益	50	331	50	50	50
归属母公司净利润	495	903	2,376	3,283	4,031
EPS(按最新股本计)	0.16	0.29	0.76	1.05	1.29

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,684	4,981	5,803	6,545	6,924
净利润	495	903	2,376	3,283	4,031
折旧摊销	1,374	1,567	1,662	1,696	1,725
净营运资金增加	-1,073	-2,241	-664	-816	-575
其他	2,887	4,752	2,430	2,382	1,743
投资活动产生现金流	-3,554	-5,242	-745	-325	-300
净资本支出	-3,537	-5,269	-250	-250	-250
长期投资变化	346	474	0	0	0
其他资产变化	-363	-447	-495	-75	-50
融资活动现金流	84	-2,455	-4,764	-3,980	-1,678
股本变化	521	0	0	0	0
债务净变化	-746	-808	-4,201	-2,690	0
无息负债变化	-553	1,062	1,967	2,053	1,503
净现金流	216	-2,719	294	2,239	4,946

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	13.4%	14.2%	15.5%	16.1%	16.7%
EBITDA 率	14.4%	14.6%	14.1%	14.2%	14.4%
EBIT 率	8.7%	9.3%	9.6%	10.2%	10.9%
税前净利润率	2.5%	4.6%	7.9%	9.2%	10.1%
归母净利润率	2.0%	3.1%	6.4%	7.6%	8.3%
ROA	1.4%	3.0%	5.9%	7.7%	8.6%
ROE (摊薄)	4.5%	7.6%	16.8%	19.8%	20.9%
经营性 ROIC	7.4%	8.4%	10.6%	14.5%	18.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	68%	66%	61%	57%	55%
流动比率	0.44	0.35	0.49	0.73	1.02
速动比率	0.28	0.14	0.21	0.38	0.67
归母权益/有息债务	0.64	0.72	1.17	1.76	2.04
有形资产/有息债务	2.13	2.31	3.15	4.24	4.69

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	39,579	41,019	41,211	43,058	47,309
货币资金	4,052	1,187	1,481	3,721	8,666
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收帐款	238	163	183	215	240
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	153	74	92	108	121
存货	3,376	3,544	4,353	5,089	5,634
其他流动资产	1,154	949	1,133	1,296	1,421
流动资产合计	9,067	6,051	7,478	10,692	16,366
其他权益工具	215	56	56	56	56
长期股权投资	346	474	474	474	474
固定资产	22,698	28,116	27,069	25,896	24,626
在建工程	3,345	1,915	1,541	1,261	1,051
无形资产	2,656	2,955	2,940	2,931	2,922
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	689	1,003	1,439	1,439	1,439
非流动资产合计	30,512	34,967	33,733	32,366	30,943
总负债	27,006	27,260	25,026	24,389	25,892
短期借款	8,502	5,632	2,690	0	0
应付账款	5,889	7,348	9,034	10,550	11,681
应付票据	1,276	2,015	2,477	2,893	3,203
预收账款	179	0	0	0	0
其他流动负债	-	26	26	26	26
流动负债合计	20,515	17,353	15,232	14,595	16,098
长期借款	4,701	9,358	9,358	9,358	9,358
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	282	326	326	326	326
非流动负债合计	6,491	9,907	9,794	9,794	9,794
股东权益	12,573	13,759	16,185	18,669	21,417
股本	3,128	3,128	3,128	3,128	3,128
公积金	8,368	8,378	8,616	8,944	9,347
未分配利润	-604	299	2,437	4,543	6,837
归属母公司权益	10,920	11,806	14,182	16,616	19,314
少数股东权益	1,654	1,953	2,003	2,053	2,103

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.22%	2.13%	2.13%	2.13%	2.13%
管理费用率	3.41%	3.62%	3.62%	3.62%	3.62%
财务费用率	3.70%	2.19%	1.52%	1.02%	0.71%
研发费用率	0.04%	0.11%	0.11%	0.11%	0.11%
所得税率	9%	9%	17%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.27	0.43	0.52
每股经营现金流	1.18	1.59	1.86	2.09	2.21
每股净资产	3.49	3.77	4.53	5.31	6.17
每股销售收入	7.76	9.45	11.80	13.88	15.48

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	61	33	13	9	7
PB	2.8	2.6	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	13.5	11.6	8.8	6.7	5.2
股息率	0.0%	0.0%	2.8%	4.4%	5.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------