

信达证券研究报告

公司研究

公司点评报告

云铝股份(000807)

投资评级 买入

上次评级 买入

姜永刚

执业编号: S1500520010002

联系电话: 010-83326716

邮箱: louyonggang@cindasc.com

黄礼恒

执业编号: S1500520040001

联系电话: 18811761255

邮箱: huangliheng@cindasc.com

相关研究

公司深度报告: 云铝股份: 水电铝龙头, 或将
受益碳资产扩张 (20210329)

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

铝价上行, Q2 盈利走阔

2021年07月15日

事件: 公司发布 2021 年半年度业绩预告, 归母净利润预计为 18-20 亿元, 比上年同期增加 6.4-7.2 倍; EPS 预计为 0.58-0.64 元/股, 比上年同期增加 7.25-8 倍。

点评:

- **铝价上行, 盈利走阔。**公司实现归母净利润预计为 18-20 亿元, 比上年同期增加 6.4-7.2 倍。归母净利润大幅增长, 得益于电解铝量价齐升: 一方面, 公司 2020 年云铝文山、溢鑫、海鑫合计新投约 78 万吨/年电解铝产能((根)据百川盈孚, 公司云铝海鑫仍有 30 万吨/年已建未投产产能)陆续投产并达产, 电解铝产销量有所增长。另一方面, 电解铝价格持续增长带动公司利润增厚。2021 年 H1 长江铝市场均价约为 17426 元/吨, 同比上涨 32.6%, 而预焙阳极和氧化铝 H1 均价约为 4149 元/吨、2372 元/吨, 同比上涨 30%以及 3%, 对应电解铝成本分别上涨约 5%以及 2%。原料价格上涨幅度远低于铝价涨幅, 公司盈利空间随铝价走阔。公司 Q2 归母净利润约为 11.18-13.18 亿元, 环比增幅 63.9-93.3%, 主要受益铝价上涨, Q2 均价约为 18565 元/吨, 环比上涨 14.3%。
- **产能释放, 业绩受益。**公司 320 万吨/年电解铝产能全部集中于云南省, Q2 受云南用电高峰期限电政策影响, 子公司云铝海鑫 30 万吨/年电解铝产能未能如期投产。同时((根)据百川盈孚, 此次限电约影响公司 68 万吨/年电解铝产能, 产量约 20 万吨/年。限产并未影响公司业绩的持续增长, 同时考虑金沙江白鹤滩水电站首批机已投产发电, 预计下半年云南缺电状况将有所缓解。预计云铝海鑫剩余 30 万吨/年电解铝产能将逐步投产, 受限产能产量也将陆续释放, 公司业绩有望受益。
- **高盈利有保障, 水电铝将受益。**当前云南限电政策仍未放松, 蒙西限电政策再加码, 叠加夏季为传统用电高峰以及电煤持续紧缺, 预计在严格的限电政策下, 部分高成本电解铝产能将面临减产的可能。在此背景下预计国内新增产能将投产不及预期, 考虑当前库存去库趋势延续, 预计全年电解铝供需格局将持续改善, 铝价仍有较强支撑。中长期来看, 双碳目标持续推进, 电解铝一方面将持续受益于新能源及光伏等需求的驱动, 另一方面供给端将持续收紧, 预计全球电解铝消费增速将超供给增速, 供需缺口进一步扩大。价格平稳上行将继续保证行业持续高盈利, 拥有水电产能的电解铝企业将充分受益。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 1.74、2.09、2.4 元/股, 对应当前股价的 PE 分别为 7.4x、6.2x、5.4x。考虑公司云铝海鑫新增产量贡献较大, 且电解铝板块盈利能力强, 维持公司“买入”评级。
- **风险因素:** 云铝海鑫投产不及预期; 疫情反复铝价大幅下降; 碳达峰相

关政策推进不及预期。

| 重要财务指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 24,284 | 29,573 | 41,137 | 49,600 | 51,117 |
| 增长率 YoY % | 12.0% | 21.8% | 39.1% | 20.6% | 3.1% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 495 | 903 | 5,458 | 6,540 | 7,495 |
| 增长率 YoY% | 133.8% | 82.3% | 504.7% | 19.8% | 14.6% |
| 毛利率% | 13.4% | 14.2% | 29.2% | 29.9% | 31.7% |
| 净资产收益率ROE% | 4.5% | 7.6% | 31.6% | 27.5% | 23.9% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.19 | 0.29 | 1.74 | 2.09 | 2.40 |
| 市盈率 P/E(倍) | 27.05 | 25.97 | 7.45 | 6.21 | 5.42 |
| 市净率 P/B(倍) | 1.47 | 2.00 | 2.35 | 1.71 | 1.30 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年07月14日收盘价

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 流动资产 | 9,067 | 6,051 | 12,330 | 20,925 | 31,369 | |
| 货币资金 | 4,052 | 1,187 | 5,581 | 13,671 | 24,148 | |
| 应收票据 | 0 | 0 | 130 | 52 | 72 | |
| 应收账款 | 238 | 163 | 405 | 415 | 404 | |
| 预付账款 | 95 | 135 | 211 | 198 | 213 | |
| 存货 | 3,376 | 3,544 | 4,841 | 5,408 | 5,373 | |
| 其他 | 1,307 | 1,023 | 1,163 | 1,181 | 1,160 | |
| 非流动资产 | 30,512 | 34,967 | 36,433 | 37,235 | 37,217 | |
| 长期股权投资 | 346 | 474 | 474 | 474 | 474 | |
| 固定资产 | 22,698 | 28,116 | 29,583 | 30,506 | 30,949 | |
| 无形资产 | 2,656 | 2,955 | 3,489 | 4,100 | 4,581 | |
| 其他 | 4,812 | 3,423 | 2,887 | 2,155 | 1,212 | |
| 资产总计 | 39,579 | 41,019 | 48,762 | 58,159 | 68,585 | |
| 流动负债 | 20,515 | 17,353 | 14,727 | 12,133 | 9,241 | |
| 短期借款 | 8,502 | 5,632 | 2,763 | -106 | -2,976 | |
| 应付票据 | 1,276 | 2,015 | 2,015 | 2,015 | 2,015 | |
| 应付账款 | 5,889 | 7,348 | 7,348 | 7,348 | 7,348 | |
| 其他 | 4,848 | 2,358 | 2,602 | 2,876 | 2,854 | |
| 非流动负债 | 6,491 | 9,907 | 12,816 | 15,724 | 18,633 | |
| 长期借款 | 4,701 | 9,358 | 12,266 | 15,174 | 18,083 | |
| 其他 | 1,790 | 550 | 550 | 550 | 550 | |
| 负债合计 | 27,006 | 27,260 | 27,543 | 27,857 | 27,874 | |
| 少数股东权益 | 1,654 | 1,953 | 3,956 | 6,499 | 9,414 | |
| 归属母公司 | 10,920 | 11,806 | 17,263 | 23,803 | 31,298 | |
| 负债和股东权益 | 39,579 | 41,019 | 48,762 | 58,159 | 68,585 | |

| 重要财务指标 | | 单位:百万元 | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 营业总收入 | 24,284 | 29,573 | 41,137 | 49,600 | 51,117 | |
| 同比 | 12.0% | 21.8% | 39.1% | 20.6% | 3.1% | |
| 归属母公司净利润 | 495 | 903 | 5,458 | 6,540 | 7,495 | |
| 同比 | 133.8 | 82.3% | 504.7% | 19.8% | 14.6% | |
| 毛利率(%) | 13.4% | 14.2% | 29.2% | 29.9% | 31.7% | |
| ROE% | 4.5% | 7.6% | 31.6% | 27.5% | 23.9% | |
| EPS(摊薄)(元) | 0.19 | 0.29 | 1.74 | 2.09 | 2.40 | |
| P/E | 27.05 | 25.97 | 7.45 | 6.21 | 5.42 | |
| P/B | 1.47 | 2.00 | 2.35 | 1.71 | 1.30 | |
| EV/EBITDA | 9.27 | 10.10 | 6.07 | 4.28 | 2.95 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 营业总收入 | 24,28 | 29,573 | 41,137 | 49,600 | 51,117 | |
| 营业成本 | 21,04 | 25,374 | 29,106 | 34,785 | 34,931 | |
| 营业税金及附加 | 292 | 278 | 494 | 595 | 613 | |
| 销售费用 | 539 | 629 | 1,028 | 1,240 | 1,176 | |
| 管理费用 | 827 | 1,071 | 1,440 | 1,885 | 1,789 | |
| 研发费用 | 10 | 31 | 43 | 56 | 56 | |
| 财务费用 | 898 | 647 | 499 | 423 | 316 | |
| 减值损失合 | -328 | -385 | -100 | -64 | -82 | |
| 投资净收益 | 24 | 32 | 45 | 55 | 56 | |
| 其他 | 210 | 180 | 2 | 3 | 3 | |
| 营业利润 | 583 | 1,370 | 8,474 | 10,610 | 12,213 | |
| 营业外收支 | 14 | -14 | 4 | 77 | 33 | |
| 利润总额 | 597 | 1,357 | 8,478 | 10,686 | 12,246 | |
| 所得税 | 51 | 123 | 1,017 | 1,603 | 1,837 | |
| 净利润 | 545 | 1,234 | 7,461 | 9,083 | 10,409 | |
| 少数股东损 | 50 | 331 | 2,003 | 2,543 | 2,915 | |
| 归属母公司 | 495 | 903 | 5,458 | 6,540 | 7,495 | |
| EBITDA | 3,147 | 3,835 | 8,476 | 10,143 | 11,175 | |
| EPS(当年)(元) | 0.19 | 0.29 | 1.74 | 2.09 | 2.40 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | | |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 经营活动现金流 | 3,684 | 4,981 | 7,890 | 10,880 | 12,458 | |
| 净利润 | 545 | 1,234 | 7,461 | 9,083 | 10,409 | |
| 折旧摊销 | 1,381 | 1,571 | 1,502 | 1,577 | 1,528 | |
| 财务费用 | 943 | 677 | 519 | 520 | 520 | |
| 投资损失 | -24 | -32 | -45 | -55 | -56 | |
| 营运资金变 | 484 | 1,152 | -1,640 | -230 | 11 | |
| 其它 | 354 | 381 | 94 | -15 | 46 | |
| 投资活动现金流 | -3,554 | -5,242 | -3,017 | -2,309 | -1,500 | |
| 资本支出 | -3,537 | -5,269 | -3,061 | -2,364 | -1,556 | |
| 长期投资 | 0 | -55 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他 | -17 | 83 | 45 | 55 | 56 | |
| 筹资活动现金流 | 84 | -2,455 | -480 | -480 | -481 | |
| 吸收投资 | 3,007 | 63 | 0 | 0 | 0 | |
| 借款 | 11,616 | 16,526 | 39 | 39 | 39 | |
| 支付利息或股息 | -820 | -673 | -519 | -520 | -520 | |
| 现金净增加额 | 216 | -2,719 | 4,394 | 8,090 | 10,477 | |

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008 年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016 年任广发证券有色行业研究员。2020 年 1 月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

黄礼恒，金属和新材料行业资深分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017 年任广发证券有色金属行业研究员，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

董明斌，中国科学技术大学物理学硕士，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事新材料、小金属及钢铁等研究。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究发展中心，从事铝铅锌及贵金属研究。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|----------------|-----|-------------|--------------------------|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiyue@cindasc.com |
| 华北区销售副总监(主持工作) | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售 | 卞双 | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com |
| 华北区销售 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北区销售 | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com |
| 华北区销售 | 欧亚菲 | 18618428080 | ouyafei@cindasc.com |
| 华北区销售 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北区销售 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华东区销售副总监(主持工作) | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东区销售 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东区销售 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com |
| 华南区销售 | 闫娜 | 13229465369 | yanna@cindasc.com |
| 华南区销售 | 焦扬 | 13032111629 | jiaoyang@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。