

证券研究报告—动态报告

有色金属

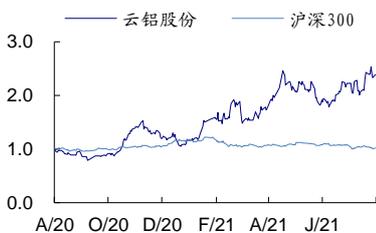
有色金属冶炼

云铝股份(000807)
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 24 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)	47,080/42,351
上证综指/深圳成指	3,477/14,536
12 个月最高/最低(元)	16.39/4.89

相关研究报告:

《云铝股份-000807-2020 年年报点评: 低碳铝龙头, 受益于电解铝行业高盈利周期》——2021-03-25

《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: yangyao hong@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: 18560060679

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, 短期减产不改长期扩张趋势

● 云铝股份公布 2021 年半年报, 公司盈利大增

受益于公司电解铝产品量价齐增, 2021 年上半年公司营业收入 218.30 亿元, 同比增长 80.89%, 公司实现归母净利润 19.98 亿元, 同比增长 721.48%, 扣非归母净利润 19.88 亿元, 同比增长 1753.02%, 经营活动产生的现金流量净额 41.42 亿元, 同比增长 92.97%。同时公司发布公告计提资产减值准备 5.02 亿元。

● 受益于行业高盈利周期, 公司产品量价齐升

产量方面, 上半年公司原铝产量 132.27 万吨, 同比增长 25.58%, 铝合金及铝加工产品产量 63.44 万吨, 同比增长约 50%。价格方面, 上半年长江铝价均值 17414 元/吨, 同比去年上半年均值 13138 元/吨上涨 32.55%。其中一季度均价 16255 元/吨, 二季度均价 18574 元/吨。下半年至今长江铝均价更是高达 19534 元/吨, 公司将继续受益于铝价持续上涨。

● 公司期间费用率下降, 资产负债结构优化

上半年公司期间费用率降至 6.4%。随着现金流大幅改善, 公司偿还部分借款, 截至 2021 年 6 月末, 公司短期借款 41.90 亿元, 比上年同期下降 14.4 亿元, 长期借款 73.6 亿元, 比去年同期下降 19.9 亿元, 资产负债率降至 59.7%。

● 投资建议: 维持“买入”评级

假设 2021/2022/2023 年铝锭现货年均价均为 18857 元/吨, 氧化铝现货价格年均价 2535 元/吨, 阳极炭素价格 4503 元/吨, 同时考虑到限电对公司生产的影响, 预计公司 2021-2023 年营业收入为 405/448/515 亿元, 同比增速 37.0%/10.6%/14.9%, 归母净利润分别为 51.31/59.52/71.29 亿元, 同比增速 468.5%/16.0%/19.8%, 摊薄 EPS 分别为 1.64/1.90/2.28 元, 当前股价对应 EPS 为 9.2/7.9/6.6X。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, 未来产量增长确定, 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; 限电对公司生产影响超预期; 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	40,530	44,836	51,498
(+/-%)	12.0%	21.8%	37.0%	10.6%	14.9%
净利润(百万元)	495	903	5131	5952	7129
(+/-%)	-133.8%	82.3%	468.5%	16.0%	19.8%
摊薄每股收益(元)	0.16	0.29	1.64	1.90	2.28
EBIT Margin	6.5%	7.5%	20.8%	20.8%	20.6%
净资产收益率(ROE)	4.5%	7.6%	39.6%	41.6%	44.8%
市盈率(PE)	95.1	52.2	9.2	7.9	6.6
EV/EBITDA	25.0	19.6	8.0	7.2	6.4
市净率(PB)	4.31	3.99	3.63	3.29	2.96

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

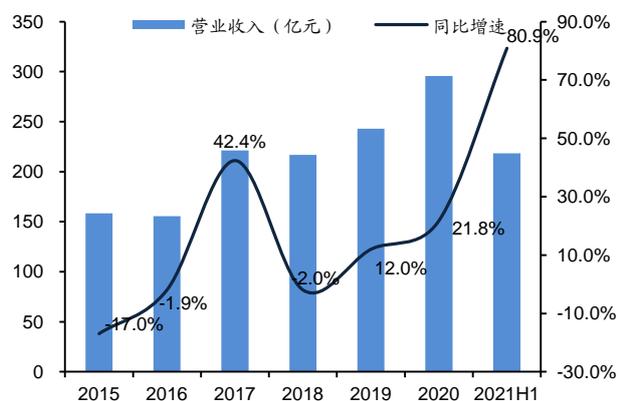
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2021 年上半年公司业绩同比大增 721%

受益于公司电解铝产品量价齐增，2021 年上半年公司营业收入 218.30 亿元，同比增长 80.89%，公司实现归母净利润 19.98 亿元，同比增长 721.48%，扣非归母净利润 19.88 亿元，同比增长 1753.02%，经营活动产生的现金流量净额 41.42 亿元，同比增长 92.97%。

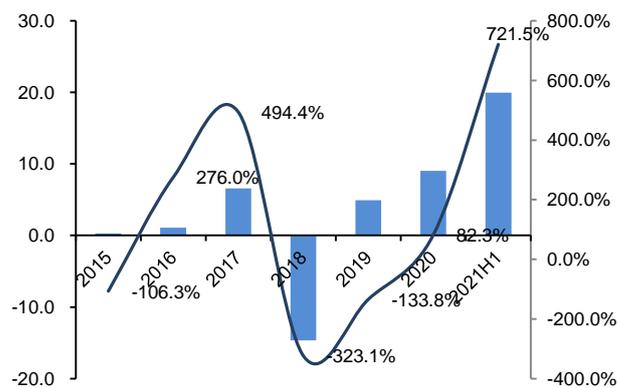
同时公司发布公告计提资产减值准备 5.02 亿元。其中计提存货跌价准备 928.92 万元，计提文山铝业熔盐炉、文山红舍克矿山洗选厂、186kA 系列电解槽、源鑫碳素等固定资产及在建工程减值准备 3.79 亿元，计提文山广南板茂矿山采矿权无形资产减值准备 1.13 亿元。

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

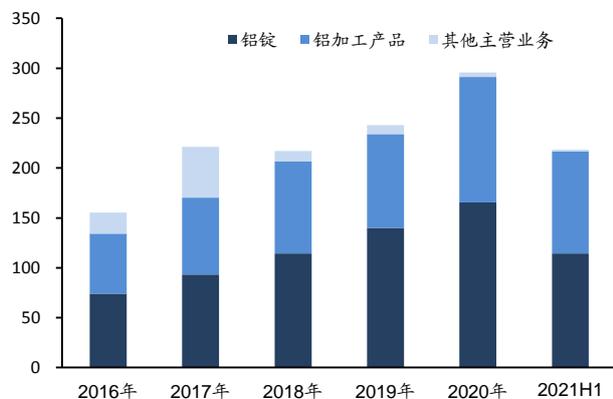
图 2: 云铝股份归母净利润变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

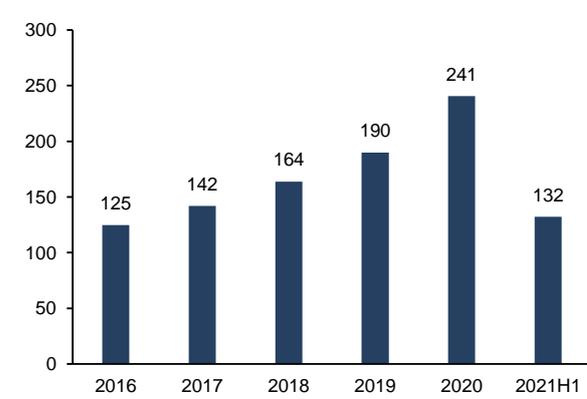
2021 年上半年公司营收增长主要依靠铝锭和铝加工产品量价齐升拉动。产量方面，上半年公司氧化铝产量 73.71 万吨，同比增长 30.89%；原铝产量 132.27 万吨，同比增长 25.58%；阳极炭素产量 39.23 万吨，同比增长 20.67%，铝合金及铝加工产品产量 63.44 万吨，同比增长约 50%。价格方面，上半年长江铝价均值 17414 元/吨，同比去年上半年均值 13138 元/吨上涨 32.55%。其中一季度均价 16255 元/吨，二季度均价 18574 元/吨。下半年至今长江铝均价更是高达 19534 元/吨，公司将继续受益于铝价持续上涨。

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)

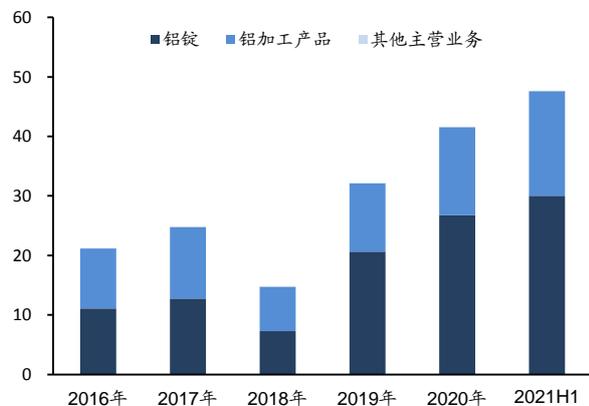


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司盈利主要来自销售铝锭和铝加工产品。2021 年上半年公司毛利润中 62.4% 来自铝锭销售，36.6% 来自铝加工产品销售。2021 年上半年公司铝锭销售毛利

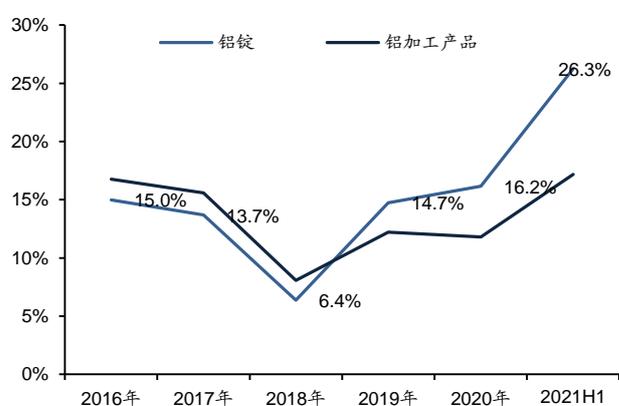
率 26.3%，较 2020 年 16.2% 毛利率显著上涨；2021 年上半年公司铝加工产品销售毛利率 17.2%，较 2020 年 11.8% 毛利率显著上涨。

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 (%)

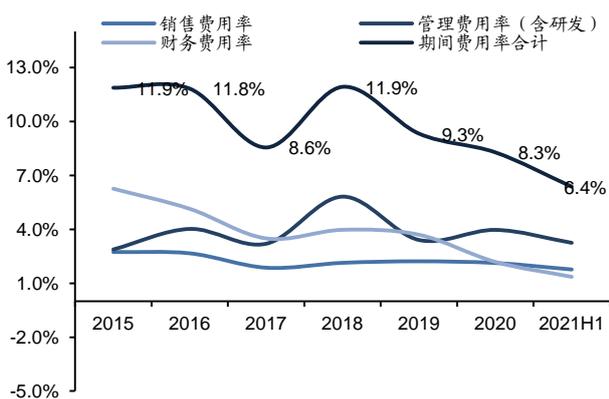


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2021 年上半年公司期间费用率明显下降。由于公司营收增加主因铝产品量价齐增,公司上半年各项期间费用率均有所下降。其中,上半年财务费用 2.96 亿元,比去年同期 3.58 亿元下降 0.62 亿元。随着现金流大幅改善,公司偿还部分借款,截至 2021 年 6 月末,公司短期借款 41.90 亿元,比上年同期下降 14.4 亿元,公司长期借款 73.6 亿元,比去年同期下降 19.9 亿元。公司带息债务比 2020 年末下降 26.5 亿元。

公司资产负债率持续下降。截至 2021 年 6 月末公司资产负债率为 59.7%,比 2020 年末有明显下降。随着铝价在高位继续走强,公司现金流持续改善,以及公司正积极推进 30 亿元非公开发行股票融资工作,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,短期限电不影响长期增长趋势

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。今年上半年公司与索通发展合资建设 90 万吨阳极炭素项目一期已顺利投产,项目达产后公司铝用阳极炭素自给率将得到进一步提升。

今年上半年云南电力供应紧张,限电导致公司运行产能下降 63.7 万吨。长期来

看，随着国家煤炭保供以及澜沧江上游梯级电站和金沙江中下游大型水电站建成投产，电煤供应紧张、云南电网供应缺口问题终将解决，公司尚有海鑫水电铝二期 38 万吨建成未投产，未来产量端增长确定性强。

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。

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。据公司半年报，公司 30 亿元非公开发行股票融资项目申请文件已报证监会，并通过证监会发审委初审会审核。

盈利预测

参照当前铝价及年初至今均价，假设 2021/2022/2023 年铝锭现货均价 18857 元/吨，氧化铝现货价格均价 2535 元/吨，阳极炭素价格 4503 元/吨，同时考虑到限电对公司生产的影响，预计公司 2021-2023 年营业收入为 405/448/515 亿元，同比增速 37.0/10.6/14.9%，归母净利润分别为 51.31/59.52/71.29 亿元，同比增速 468.5/16.0/19.8%，摊薄 EPS 分别为 1.64/1.90/2.28 元，当前股价对应 EPS 为 9.2/7.9/6.6X。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，未来产量增长确定，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	4381	4131	4857	营业收入	29573	40530	44836	51498
应收款项	236	324	358	412	营业成本	25374	29360	32475	37402
存货净额	3544	4137	4579	5299	营业税金及附加	278	381	422	485
其他流动资产	1084	1486	1644	1888	销售费用	629	862	953	1095
流动资产合计	6051	10329	10713	12456	管理费用	1071	1629	1789	2037
固定资产	30114	32565	33151	33661	财务费用	647	608	538	463
无形资产及其他	2955	2837	2718	2600	投资收益	32	(8)	(8)	(8)
投资性房地产	1424	1424	1424	1424	资产减值及公允价值变动	385	502	502	502
长期股权投资	474	602	730	858	其他收入	(621)	(720)	(720)	(720)
资产总计	41019	47756	48737	50999	营业利润	1370	7464	8433	9789
短期借款及交易性金融负债	6991	11112	10186	9430	营业外净收支	(14)	(14)	(14)	(14)
应付款项	9363	10930	12098	14000	利润总额	1357	7451	8420	9776
其他流动负债	999	1185	1312	1517	所得税费用	123	913	1032	1199
流动负债合计	17353	23227	23596	24946	少数股东损益	331	1407	1435	1448
长期借款及应付债券	9358	9358	9358	9358	归属于母公司净利润	903	5131	5952	7129
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	32527	31845	32229					
少数股东权益	1953	2270	2592	2867					
股东权益	11806	12960	14299	15903					
负债和股东权益总计	41019	47756	48737	50999					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	903	5131	5952	7129
资产减值准备	65	52	13	9
折旧摊销	1567	1641	1783	1863
公允价值变动损失	(385)	(502)	(502)	(502)
财务费用	647	608	538	463
营运资本变动	1109	116	(377)	132
其它	19	264	310	266
经营活动现金流	3278	6702	7179	8897
资本开支	(5791)	(3524)	(1762)	(1762)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(5919)	(3652)	(1890)	(1890)
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)	(3976)	(4613)	(5525)
其它融资现金流	(8253)	4121	(926)	(756)
融资活动现金流	(224)	145	(5539)	(6281)
现金净变动	(2865)	3195	(250)	726
货币资金的期初余额	4052	1187	4381	4131
货币资金的期末余额	1187	4381	4131	4857
企业自由现金流	(1096)	5617	7817	9531
权益自由现金流	(4692)	9738	6891	8775

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.29	1.64	1.90	2.28
每股红利	0.22	1.27	1.47	1.77
每股净资产	3.77	4.14	4.57	5.08
ROIC	7%	23%	24%	27%
ROE	8%	40%	42%	45%
毛利率	14%	28%	28%	27%
EBIT Margin	8%	21%	21%	21%
EBITDA Margin	13%	25%	24%	24%
收入增长	22%	37%	11%	15%
净利润增长率	82%	468%	16%	20%
资产负债率	71%	73%	71%	69%
息率	1.4%	8.4%	9.8%	11.7%
P/E	52.2	9.2	7.9	6.6
P/B	4.0	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA	19.6	8.0	7.2	6.4

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。

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