

# 云铝股份 (000807)

证券研究报告

2021年08月30日

## 量价齐升业绩创新高，水电一体化有望充分受益

### 公司发布 2021 中报

2021 年上半年公司实现营业收入 218.30 亿元，同比增长 80.89%；归母净利润 19.98 亿元，同比增长 721.48%。其中 Q2 实现营收 117.2 亿元，同比增长 93%，归母净利润 13.2 亿元，环比增长 93%，创历史新高。

### 量价齐升抵消产能影响，业绩创新高

2021H1 铝价中枢持续上行，现货均价 17426.7 元/吨，同比上涨 33%，氧化铝均价 2333 元/吨，同比下跌 1%。充分受益铝价上行，H1 实现毛利 48.1 亿元，同比增长 33 亿元，综合毛利率提升 9.4 个百分点至 22%。分行业看，电解铝量价齐升贡献了主要利润增长，上半年公司电解铝毛利 30 亿元（同比增长 19.5 亿元，占比 62%），铝加工毛利 17.6 亿元（同比增长 13 亿元，占比 37%），考虑合金化率，电解铝单位盈利同比提升约 127%。

尽管云南枯水期限电影响 H1 停槽降低电解铝产能约 63.7 万吨/年，公司仍全产业链产量实现增长，氧化铝 73.71 万吨（同比增长 30.89%），原铝生产 132.27 万吨（同比增长 25.58%），铝用阳极炭素生产 39.23 万吨（同比增长 20.67%），铝合金及铝加工产品生产 63.44 万吨（同比增长约 50%）。考虑公司加快复产电解铝产能及海鑫二期 38 万吨投产，巩固提升合金化率和中高端合金占比的提升，公司电解铝/铝加工盈利能力有望持续同步抬升。

### 供需共振，行业盈利进入新纪元，铝价有望再创新高

国内铝下游消费结构分布主要用于建筑地产/交通运输等房地产后周期行业，2021 年 2 月以来竣工数据持续保持高增长，7 月地产竣工同比增速仍在 26%，新能源汽车月度产量持续创新高，铝需求年化有望保持 5% 以上。碳中和背景下电解铝总量天花板可控，清洁能源占比提升及西南地区水电资源瓶颈，云南地区受限于电力供应新增产能释放不及预期，4 月以来库存高点下滑 40% 至 75 万吨，预计传统消费旺季到来铝价有望再创新高，同时氧化铝价格涨幅有限，目前伴随铝价突破 2 万元/吨，行业平均毛利水平突破 6000 元/吨，具有水电成本优势的新增产能有望在新一轮的铝价上行中持续保持较高的盈利优势。

### 盈利预测与评级：

考虑电解铝高盈利仍有望持续，我们上调盈利预测，预计公司 2021-2023 年实现 EPS 为 1.38、1.73、1.98 元/股（前值为 2020 年三季报 0.25 元/股、0.38 元/股，0.49 元/股），对应目前 PE 为 12.5、10、8.7 倍，由于“高盈利持续+产能爬坡+成本优势三重逻辑中期继续支撑公司业务增长，维持‘买入’评级。

**风险提示：**1) 全球需求不及预期，库存回升，铝价大幅下跌（2）公司电解铝产能投放进度低于预期（3）高利润下电解铝产能释放大幅超预期

| 财务数据和估值     | 2019      | 2020      | 2021E     | 2022E     | 2023E     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 24,283.62 | 29,573.10 | 42,881.00 | 49,313.15 | 55,230.72 |
| 增长率(%)      | 11.96     | 21.78     | 45.00     | 15.00     | 12.00     |
| EBITDA(百万元) | 3,309.87  | 4,204.87  | 7,717.33  | 9,026.74  | 10,052.52 |
| 净利润(百万元)    | 495.23    | 902.56    | 4,303.54  | 5,423.62  | 6,184.59  |
| 增长率(%)      | (133.78)  | 82.25     | 376.82    | 26.03     | 14.03     |
| EPS(元/股)    | 0.16      | 0.29      | 1.38      | 1.73      | 1.98      |
| 市盈率(P/E)    | 108.77    | 59.68     | 12.52     | 9.93      | 8.71      |
| 市净率(P/B)    | 4.93      | 4.56      | 3.34      | 2.50      | 1.94      |
| 市销率(P/S)    | 2.22      | 1.82      | 1.26      | 1.09      | 0.98      |
| EV/EBITDA   | 8.94      | 9.33      | 9.01      | 6.32      | 5.57      |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 有色金属/工业金属 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级）  |
| 当前价格   | 17.22 元   |
| 目标价格   | 元         |

### 基本数据

|               |            |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股)   | 3,128.21   |
| 流通 A 股股本(百万股) | 2,814.10   |
| A 股总市值(百万元)   | 53,867.72  |
| 流通 A 股市值(百万元) | 48,458.86  |
| 每股净资产(元)      | 4.43       |
| 资产负债率(%)      | 59.70      |
| 一年内最高/最低(元)   | 17.34/4.89 |

### 作者

**杨诚笑** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517020002  
yangchengxiao@tfzq.com

**孙亮** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516110003  
sunliang@tfzq.com

**田源** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030003  
tianyuan@tfzq.com

**王小芃** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517060003  
wangxp@tfzq.com

**田庆争** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518080005  
tianqingzheng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《云铝股份-季报点评:降本扩产助力弹性释放，后周期较高盈利有望持续》2020-10-23
- 《云铝股份-半年报点评:水电铝持续放量，盈利增长有望持续》2020-08-27
- 《云铝股份-首次覆盖报告:享三重催化，看风起云涌》2020-07-09

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)        | 2019              | 2020              | 2021E            | 2022E              | 2023E            | 利润表(百万元)         | 2019          | 2020            | 2021E           | 2022E           | 2023E           |
|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|--------------------|------------------|------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金              | 4,052.27          | 1,186.78          | 5,145.72         | 8,809.98           | 11,524.78        | 营业收入             | 24,283.62     | 29,573.10       | 42,881.00       | 49,313.15       | 55,230.72       |
| 应收票据及应收账款         | 237.62            | 162.62            | 1,993.34         | 77.81              | 1,916.64         | 营业成本             | 21,040.32     | 25,374.33       | 33,189.89       | 37,971.12       | 42,582.89       |
| 预付账款              | 94.92             | 134.97            | 482.98           | 68.71              | 530.39           | 营业税金及附加          | 292.28        | 278.28          | 471.69          | 533.34          | 574.87          |
| 存货                | 3,375.67          | 3,543.98          | 9,363.20         | 3,715.74           | 10,005.41        | 营业费用             | 538.96        | 628.67          | 943.38          | 1,035.58        | 1,215.08        |
| 其他                | 1,306.97          | 1,023.04          | 1,362.27         | 1,054.22           | 1,463.72         | 管理费用             | 827.13        | 1,070.97        | 1,836.10        | 1,859.01        | 2,149.05        |
| <b>流动资产合计</b>     | <b>9,067.45</b>   | <b>6,051.38</b>   | <b>18,347.51</b> | <b>13,726.46</b>   | <b>25,440.94</b> | 研发费用             | 10.28         | 31.12           | 42.88           | 50.30           | 57.46           |
| 长期股权投资            | 345.92            | 474.04            | 474.04           | 474.04             | 474.04           | 财务费用             | 898.15        | 646.82          | 814.13          | 530.80          | 231.57          |
| 固定资产              | 22,697.67         | 28,115.81         | 27,763.16        | 27,086.85          | 26,203.34        | 资产减值损失           | (327.52)      | (384.66)        | (30.00)         | 152.72          | (68.27)         |
| 在建工程              | 3,556.88          | 1,998.52          | 1,235.11         | 789.07             | 503.44           | 公允价值变动收益         | 0.00          | 0.00            | 0.55            | (0.37)          | 0.06            |
| 无形资产              | 2,656.43          | 2,954.75          | 2,865.09         | 2,775.43           | 2,685.77         | 投资净收益            | 23.63         | 32.26           | 24.02           | 24.02           | 24.02           |
| 其他                | 1,255.12          | 1,424.11          | 1,570.56         | 1,411.76           | 1,461.89         | 其他               | 397.67        | 525.29          | (49.13)         | (47.30)         | (48.16)         |
| <b>非流动资产合计</b>    | <b>30,512.01</b>  | <b>34,967.22</b>  | <b>33,907.96</b> | <b>32,537.14</b>   | <b>31,328.47</b> | <b>营业利润</b>      | <b>582.72</b> | <b>1,370.02</b> | <b>5,637.48</b> | <b>7,203.93</b> | <b>8,512.16</b> |
| <b>资产总计</b>       | <b>39,579.46</b>  | <b>41,018.60</b>  | <b>52,255.47</b> | <b>46,263.60</b>   | <b>56,769.41</b> | 营业外收入            | 21.70         | 8.86            | 12.21           | 14.26           | 11.77           |
| 短期借款              | 8,501.81          | 5,632.44          | 6,559.67         | 0.00               | 0.00             | 营业外支出            | 7.88          | 22.37           | 14.62           | 14.96           | 17.32           |
| 应付票据及应付账款         | 7,165.27          | 9,362.56          | 9,998.21         | 8,776.40           | 10,622.47        | <b>利润总额</b>      | <b>596.55</b> | <b>1,356.51</b> | <b>5,635.07</b> | <b>7,203.23</b> | <b>8,506.62</b> |
| 其他                | 4,847.58          | 2,357.59          | 5,060.69         | 3,982.34           | 4,453.61         | 所得税              | 51.34         | 122.72          | 386.40          | 588.50          | 682.62          |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>20,514.67</b>  | <b>17,352.59</b>  | <b>21,618.57</b> | <b>12,758.74</b>   | <b>15,076.08</b> | <b>净利润</b>       | <b>545.21</b> | <b>1,233.79</b> | <b>5,248.67</b> | <b>6,614.73</b> | <b>7,824.00</b> |
| 长期借款              | 4,701.18          | 9,357.66          | 9,819.47         | 6,500.00           | 7,000.00         | 少数股东损益           | 49.98         | 331.23          | 945.13          | 1,191.12        | 1,639.41        |
| 应付债券              | 0.00              | 0.00              | 0.00             | 0.00               | 0.00             | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>495.23</b> | <b>902.56</b>   | <b>4,303.54</b> | <b>5,423.62</b> | <b>6,184.59</b> |
| 其他                | 1,790.12          | 549.65            | 1,810.84         | 1,383.53           | 1,248.01         | 每股收益(元)          | 0.16          | 0.29            | 1.38            | 1.73            | 1.98            |
| <b>非流动负债合计</b>    | <b>6,491.30</b>   | <b>9,907.31</b>   | <b>11,630.31</b> | <b>7,883.53</b>    | <b>8,248.01</b>  | <b>主要财务比率</b>    | <b>2019</b>   | <b>2020</b>     | <b>2021E</b>    | <b>2022E</b>    | <b>2023E</b>    |
| <b>负债合计</b>       | <b>27,005.96</b>  | <b>27,259.90</b>  | <b>33,248.87</b> | <b>20,642.28</b>   | <b>23,324.08</b> | <b>成长能力</b>      |               |                 |                 |                 |                 |
| 少数股东权益            | 1,653.82          | 1,953.00          | 2,898.13         | 4,089.25           | 5,728.66         | 营业收入             | 11.96%        | 21.78%          | 45.00%          | 15.00%          | 12.00%          |
| 股本                | 3,128.21          | 3,128.21          | 3,128.21         | 3,128.21           | 3,128.21         | 营业利润             | -132.54%      | 135.11%         | 311.49%         | 27.79%          | 18.16%          |
| 资本公积              | 8,023.27          | 8,033.15          | 8,033.15         | 8,033.15           | 8,033.15         | 归属于母公司净利润        | -133.78%      | 82.25%          | 376.82%         | 26.03%          | 14.03%          |
| 留存收益              | 7,764.28          | 8,676.72          | 12,980.26        | 18,403.87          | 24,588.47        | <b>获利能力</b>      |               |                 |                 |                 |                 |
| 其他                | (7,996.09)        | (8,032.38)        | (8,033.15)       | (8,033.15)         | (8,033.15)       | 毛利率              | 13.36%        | 14.20%          | 22.60%          | 23.00%          | 22.90%          |
| <b>股东权益合计</b>     | <b>12,573.49</b>  | <b>13,758.70</b>  | <b>19,006.60</b> | <b>25,621.33</b>   | <b>33,445.33</b> | 净利率              | 2.04%         | 3.05%           | 10.04%          | 11.00%          | 11.20%          |
| <b>负债和股东权益总计</b>  | <b>39,579.46</b>  | <b>41,018.60</b>  | <b>52,255.47</b> | <b>46,263.60</b>   | <b>56,769.41</b> | ROE              | 4.54%         | 7.65%           | 26.72%          | 25.19%          | 22.31%          |
|                   |                   |                   |                  |                    |                  | ROIC             | 6.65%         | 7.51%           | 21.85%          | 22.36%          | 32.56%          |
|                   |                   |                   |                  |                    |                  | <b>偿债能力</b>      |               |                 |                 |                 |                 |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2019</b>       | <b>2020</b>       | <b>2021E</b>     | <b>2022E</b>       | <b>2023E</b>     | 资产负债率            | 68.23%        | 66.46%          | 63.63%          | 44.62%          | 41.09%          |
| 净利润               | 545.21            | 1,233.79          | 4,303.54         | 5,423.62           | 6,184.59         | 净负债率             | 104.22%       | 110.20%         | 75.38%          | 1.92%           | -6.30%          |
| 折旧摊销              | 1,381.07          | 1,570.51          | 1,265.71         | 1,292.01           | 1,308.80         | 流动比率             | 0.44          | 0.35            | 0.85            | 1.08            | 1.69            |
| 财务费用              | 943.17            | 676.53            | 814.13           | 530.80             | 231.57           | 速动比率             | 0.28          | 0.14            | 0.42            | 0.78            | 1.02            |
| 投资损失              | (23.63)           | (32.26)           | (24.02)          | (24.02)            | (24.02)          | <b>营运能力</b>      |               |                 |                 |                 |                 |
| 营运资金变动            | (595.20)          | 329.56            | (5,619.17)       | 6,008.55           | (6,484.11)       | 应收账款周转率          | 64.73         | 147.78          | 39.78           | 47.62           | 55.38           |
| 其它                | 1,433.30          | 1,202.77          | 945.68           | 1,190.75           | 1,639.47         | 存货周转率            | 6.58          | 8.55            | 6.64            | 7.54            | 8.05            |
| <b>经营活动现金流</b>    | <b>3,683.92</b>   | <b>4,980.89</b>   | <b>1,685.88</b>  | <b>14,421.71</b>   | <b>2,856.29</b>  | 总资产周转率           | 0.63          | 0.73            | 0.92            | 1.00            | 1.07            |
| 资本支出              | 6,619.95          | 7,093.78          | (1,201.19)       | 507.30             | 185.53           | <b>每股指标(元)</b>   |               |                 |                 |                 |                 |
| 长期投资              | 24.64             | 128.12            | 0.00             | 0.00               | 0.00             | 每股收益             | 0.16          | 0.29            | 1.38            | 1.73            | 1.98            |
| 其他                | (10,198.84)       | (12,463.63)       | 1,165.21         | (563.29)           | (211.51)         | 每股经营现金流          | 1.18          | 1.59            | 0.54            | 4.61            | 0.91            |
| <b>投资活动现金流</b>    | <b>(3,554.25)</b> | <b>(5,241.73)</b> | <b>(35.98)</b>   | <b>(55.98)</b>     | <b>(25.98)</b>   | 每股净资产            | 3.49          | 3.77            | 5.15            | 6.88            | 8.86            |
| 债权融资              | 17,156.68         | 16,348.57         | 19,472.52        | 9,301.85           | 9,417.90         | <b>估值比率</b>      |               |                 |                 |                 |                 |
| 股权融资              | 1,222.38          | (663.35)          | (814.90)         | (530.80)           | (231.57)         | 市盈率              | 108.77        | 59.68           | 12.52           | 9.93            | 8.71            |
| 其他                | (18,295.21)       | (18,140.10)       | (16,348.57)      | (19,472.52)        | (9,301.85)       | 市净率              | 4.93          | 4.56            | 3.34            | 2.50            | 1.94            |
| <b>筹资活动现金流</b>    | <b>83.86</b>      | <b>(2,454.88)</b> | <b>2,309.04</b>  | <b>(10,701.47)</b> | <b>(115.51)</b>  | EV/EBITDA        | 8.94          | 9.33            | 9.01            | 6.32            | 5.57            |
| 汇率变动影响            | 0.00              | 0.00              | 0.00             | 0.00               | 0.00             | EV/EBIT          | 15.28         | 14.88           | 10.78           | 7.37            | 6.41            |
| <b>现金净增加额</b>     | <b>213.53</b>     | <b>(2,715.72)</b> | <b>3,958.94</b>  | <b>3,664.26</b>    | <b>2,714.80</b>  |                  |               |                 |                 |                 |                 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                   | 武汉                            | 上海                             | 深圳                          |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号      | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031            | 邮编：430071                     | 邮编：201204                      | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889            | 电话：(8621)-68815388             | 电话：(86755)-23915663         |
|                      | 传真：(8627)-87618863            | 传真：(8621)-68812910             | 传真：(86755)-82571995         |
|                      | 邮箱：research@tfzq.com          | 邮箱：research@tfzq.com           | 邮箱：research@tfzq.com        |