

云铝股份 (000807.SZ)

电力供应宽松，水电铝龙头迎来产量释放期

买入

核心观点

2021 年公司业绩同比增长 268%。2021 全年实现营收 416.69 亿元(+40.90%)，归母净利润 33.19 亿元(+267.74%)，扣非归母净利润 33.12 亿元(+329.63%)，经营性净现金流 69.62 亿元(+39.77%)。其中四季度单季营收 95.46 亿元(-1.38%)，归母净利润 0.87 亿元(-73.75%)，扣非归母净利润 0.98 亿元(-71.42%)。2021 年度公司计提各项信用减值准备及资产减值准备共计 19.90 亿元。

去年云南能耗双控及电力短缺造成公司减产 77 万吨，占公司产能超过 25%，叠加去年 11 月文山铝业漏槽导致产销量远低于预期，四季度业绩表现欠佳。公司全年业绩增长主要受益于高铝价。2021 年公司原铝产量 230.02 万吨，同比下降了 4.41%，而 2021 年长江铝现货含税均价 18905 元/吨，比 2020 年均价上涨达 33.2%。

资产负债率下行，财务费用下降。截至 2021 年末公司负债合计 169.27 亿元，比 2020 年末减少 103.33 亿元，其中流动负债由 2020 年末 174 亿元下降至 2021 年末 98 亿元，非流动负债由 99 亿元下降至 71 亿元，公司长短期借款、经营性应付项目均有大幅减少。截至 2021 年末，公司资产负债率下降至 44.7%，较 2020 年末 66.5%的水平显著下降，2021 年公司财务费用 5.88 亿元，比 2020 年下降 9.1%。

今年将迎来产量释放期。2022 年以来，随着用电指标宽松，公司复产、新投产加快步伐，有望摆脱缺电影响，迎来产量释放期。根据公司年报披露的生产经营计划，公司 2022 年氧化铝产量 140 万吨，电解铝产量 269 万吨。

风险提示：产能释放低于预期，氧化铝价格大幅上行风险。

投资建议：维持“买入”评级

我们保守假设 2022-2024 年铝现货价格为 20000 元/吨，氧化铝价格为 3000 元/吨，预焙阳极价格为 5000 元/吨，公司用电含税价格为 0.41 元/度，预计 2022-2024 年收入 484/546/574 亿元，同比增速 16.1%/12.8%/5.2%，归母净利润 55.42/65.61/70.53 亿元，同比增速 67.0%/18.4%/7.5%；摊薄 EPS=1.60/1.89/2.03 元，当前股价对应 PE=8.6/7.3/6.8x。公司是国内绿色水电铝龙头企业，电力成本较低且稳定，充分受益于电解铝高盈利周期，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	29,573	41,669	48,385	54,588	57,437
(+/-%)	21.8%	40.9%	16.1%	12.8%	5.2%
净利润(百万元)	903	3319	5542	6561	7053
(+/-%)	82.3%	267.7%	67.0%	18.4%	7.5%
每股收益(元)	0.29	0.96	1.60	1.89	2.03
EBIT Margin	7.4%	17.4%	18.8%	18.7%	18.6%
净资产收益率(ROE)	7.6%	18.2%	24.3%	23.3%	20.7%
市盈率(PE)	47.9	14.4	8.6	7.3	6.8
EV/EBITDA	18.8	7.1	5.5	5.1	5.0
市净率(PB)	3.66	2.63	2.11	1.70	1.41

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

公司研究·财报点评

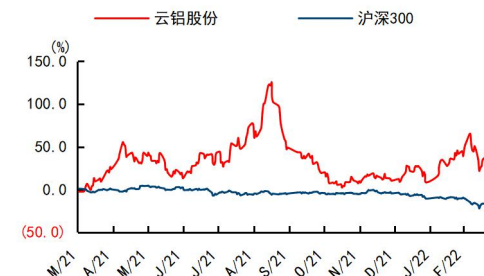
有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦 联系人：焦方冉
 010-88005312 021-60933177
 liumengluan@guosen.com.cn jiaofangran@guosen.com.cn
 S0980520040001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	14.02 元
总市值/流通市值	48621/39452 百万元
52 周最高价/最低价	23.58/9.02 元
近 3 个月日均成交额	1699.76 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《云铝股份-000807-2021 年三季度点评：减值影响短期业绩，低碳铝龙头长期向好》——2021-10-25
 《云铝股份-000807-2021 年中报点评：低碳铝龙头，短期减产不改长期扩张趋势》——2021-08-25
 《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，新产能按进度超预期》——2020-08-31

2021 年公司业绩同比增长 268%。2021 全年实现营收 416.69 亿元（+40.90%），归母净利润 33.19 亿元（+267.74%），扣非归母净利润 33.12 亿元（+329.63%），经营性净现金流 69.62 亿元（+39.77%）。其中四季度单季营收 95.46 亿元（-1.38%），归母净利润 0.87 亿元（-73.75%），扣非归母净利润 0.98 亿元（-71.42%）。

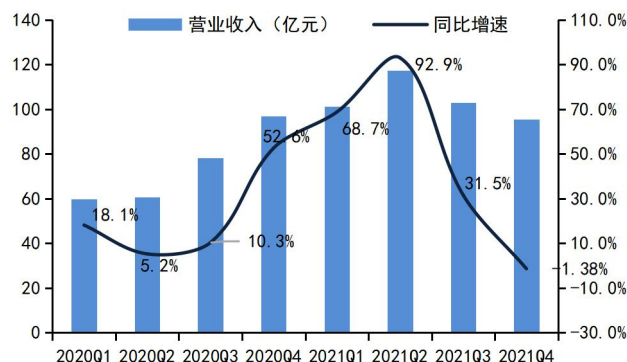
公司公告了 2021 年度利润分配预案，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.13 元。去年云南能耗双控及电力短缺造成公司减产 77 万吨，占公司产能超过 25%，叠加去年 11 月文山铝业漏槽导致产销量远低于预期，四季度业绩表现欠佳。公司全年业绩增长主要受益于高铝价。2021 年公司原铝产量 230.02 万吨，同比下降了 4.41%，而 2021 年长江铝现货含税均价 18905 元/吨，比 2020 年均价上涨达 33.2%。

图1：云铝股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



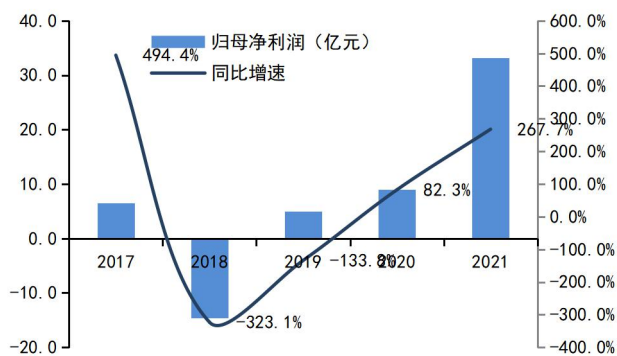
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：云铝股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



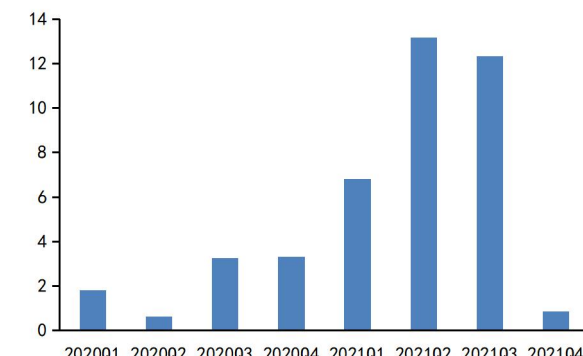
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：云铝股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

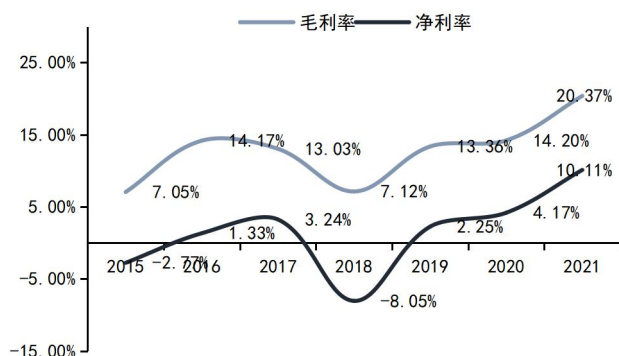
图4：云铝股份单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

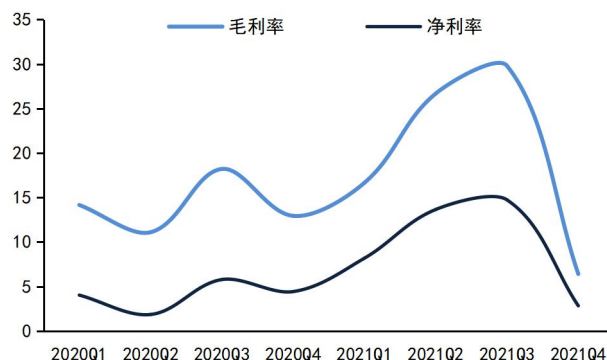
由于公司所在云南电网水电装机容量占比高，公司 2021 年用电结构中绿电比例达 85%，受煤炭价格上涨影响小，生产成本变动也相对较小，充分受益于铝价上行。2021 年公司销售毛利率达 20.4%，销售净利率 10.1%，净资产收益率达 24.6%。尽管 2021 年公司生产方面受云南地区限电、“能耗双控”及文山铝业生产中断的影响，产量同比小幅下滑，同时计提大额资产减值损失拖累公司业绩，但公司盈利能力整体呈上升态势。

图5：云铝股份毛利率、净利率变化情况



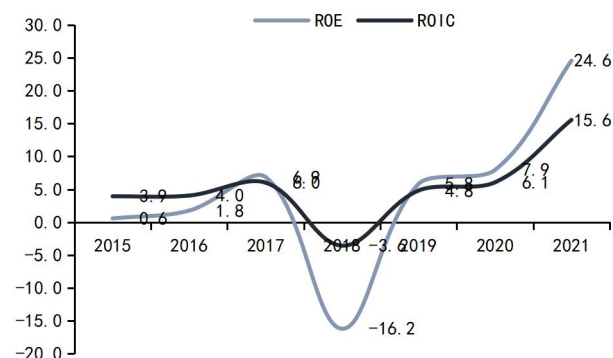
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：云铝股份单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



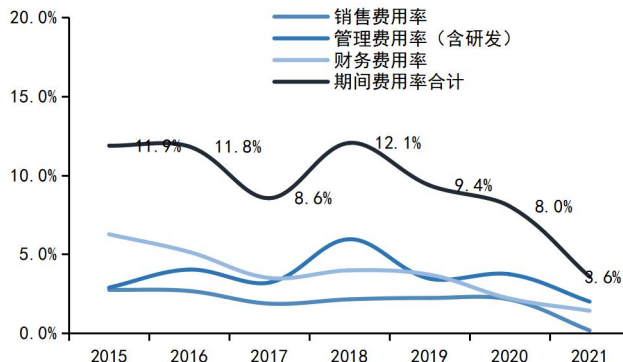
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：云铝股份ROE、ROIC变化情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：云铝股份单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资产负债率下行，财务费用明显降低。截至2021年末，公司资产总额378.37亿元，比2020年末减少31.82亿元，主因本报告期固定资产计提折旧以及对闲置及低效无效资产计提固定资产减值；截至2021年末公司负债合计169.27亿元，比2020年末减少103.33亿元，其中流动负债由2020年末174亿元下降至2021年末98亿元，非流动负债由99亿元下降至71亿元，公司长短期借款、经营性应付项目均有大幅减少。截至2021年末，公司资产负债率下降至44.7%，较2020年末66.5%的水平显著下降，2021年公司财务费用5.88亿元，比2020年下降9.1%。

图9：云铝股份资产负债率

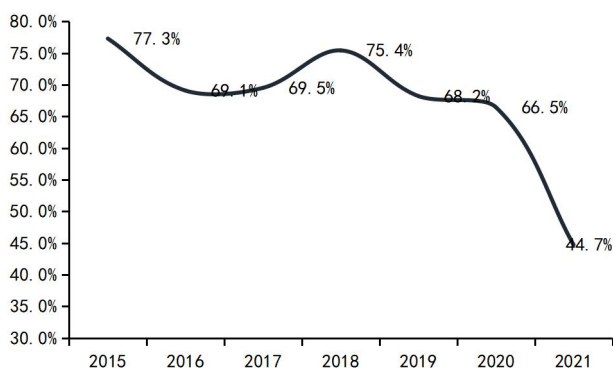
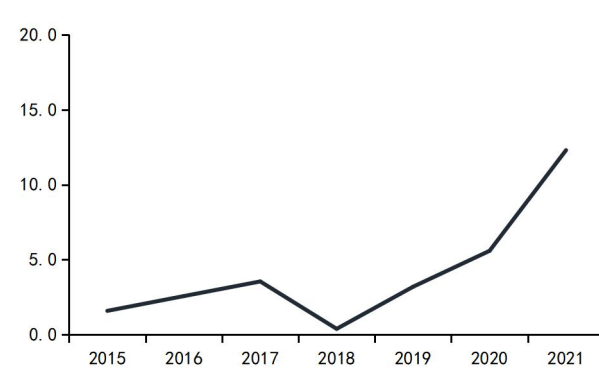


图10：EBITDA/利息费用



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司计提大额资产减值损失。公司 2021 年提取各项信用减值准备和资产减值准备共计 19.90 亿元，其中计提存货跌价准备 0.14 亿元，固定资产减值准备 16.98 亿元，无形资产减值准备 2.34 亿元，在建工程减值准备 0.39 亿元，应收账款及其他应收款坏账准备 460 万元。其中计提固定资产减值准备明细如下。

表 1：2021 年度公司计提固定资产减值准备

项目	固定资产减值准备（万元）	备注
本部 186kA 系列停产生产线	8133.68	
云铝润鑫 200 kA 系列停产生产线	5673.95	
本部阴极碳素闲置生产线	8556.22	
云铝泽鑫	21566.68	闲置及低效无效资产
云铝润鑫	17740.6	闲置及低效无效资产
云铝涌鑫	8328.61	闲置及低效无效资产
云铝清鑫	1691.95	闲置及低效无效资产
源鑫炭素	8426.25	闲置及低效无效资产
云铝海鑫	1249.2	220kV 临时供电线
鹤庆溢鑫	354.16	龙华山生产区 7 万吨石油压裂支撑剂项目
绿源慧邦	347.91	闲置及低效无效资产
文山铝业	12299.85	熔盐炉设备
文山铝业	15780.33	一期赤泥库
文山铝业	4000.91	1#低压锅炉
文山铝业	2442.13	卖酒坪矿山停运的洗选厂
文山铝业	36357.34	煤气站
文山铝业	1648.95	LNG 站
文山铝业	9656.85	红舍克矿山停运的洗选厂
文山铝业	5512.16	闲置及低效无效资产
小计	169767.73	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司迎来加速复产和投产。截至 2021 年末，公司氧化铝产能 140 万吨、电解铝产能 305 万吨、阳极炭素 80 万吨、铝合金 140 万吨、铝板带 13.5 万吨、铝箔 3.6 万吨。公司产能在 2021 年受限电和“能耗双控”冲击较大，2022 年以来，电力对公司产能的限制明显减小。根据云南省能源局消息，截至 2 月 22 日，全省绿色铝项目增加用电负荷 100 万千瓦，释放绿色铝产能 60 万吨，力争 3 月底前，各电解铝企业产能利用率达到 80%。随着 5 月份之后丰水期到来，公司产能利用率有望进一步提高。根据公司年报披露的生产经营计划，公司 2022 年氧化铝产量约 140 万吨，**电解铝产量约 269 万吨**，铝合金和加工产品产量约 139 万吨，炭素制品产量约 78 万吨。

投资建议：维持“买入”评级。我们保守假设 2022-2024 年铝现货价格为 20000 元/吨，氧化铝价格为 3000 元/吨，预焙阳极价格为 5000 元/吨，公司用电含税价格为 0.41 元/度，预计 2022-2024 年收入 484/546/574 亿元，同比增速 16.1%/12.8%/5.2%，归母净利润 55.42/65.61/70.53 亿元，同比增速 67.0%/18.4%/7.5%；摊薄 EPS=1.60/1.89/2.03 元，当前股价对应 PE=8.6/7.3/6.8x。公司是国内绿色水电铝龙头企业，电力成本较低且稳定，受限电影响的产能有望迎来加速释放，充分受益于电解铝高盈利周期，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1187	1623	3712	6660	9952	营业收入	29573	41669	48385	54588	57437
应收款项	236	169	197	222	233	营业成本	25374	33180	37850	42796	45086
存货净额	3544	3042	3398	3870	4090	营业税金及附加	278	327	380	429	451
其他流动资产	1084	527	612	690	726	销售费用	629	68	79	89	94
流动资产合计	6051	5360	5252	8339	11798	管理费用	1071	774	1028	1143	1196
固定资产	30114	27849	9972	8991	7998	研发费用	31	55	64	72	76
无形资产及其他	2955	3236	3106	2977	2847	财务费用	647	588	581	491	402
投资性房地产	1424	985	985	985	985	投资收益	32	1	0	0	0
长期股权投资	474	407	407	407	407	资产减值及公允价值变动	(385)	(1985)	(899)	(899)	(899)
资产总计	41019	37837	17377	19434	21850	其他收入	148	(26)	65	57	53
短期借款及交易性金融负债	6991	3179	3179	3179	3179	营业利润	1370	4721	7633	8798	9362
应付款项	9363	5158	5762	6562	6935	营业外净收支	(14)	(33)	0	0	0
其他流动负债	999	1500	1682	1915	2024	利润总额	1357	4688	7633	8798	9362
流动负债合计	17353	9836	10622	11656	12138	所得税费用	123	476	775	893	950
长期借款及应付债券	9358	6667	6667	6667	6667	少数股东损益	331	893	1317	1344	1358
其他长期负债	550	423	423	423	423	归属于母公司净利润	903	3319	5542	6561	7053
长期负债合计	9907	7090	7090	7090	7090	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	27260	16927	17713	18746	19228	净利润	903	3319	5542	6561	7053
少数股东权益	1953	2719	3805	4914	6034	资产减值准备	65	1600	50	(56)	(74)
股东权益	11806	18191	22762	28175	33992	折旧摊销	1567	1857	2907	2975	2992
负债和股东权益总计	41019	37837	44280	51835	59255	公允价值变动损失	(385)	(1985)	(899)	(899)	(899)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	647	588	581	491	402
每股收益	0.29	0.96	1.60	1.89	2.03	营运资本变动	1109	(665)	367	402	140
每股红利	0.22	0.17	0.28	0.33	0.36	其它	19	(863)	(4)	107	130
每股净资产	3.77	5.25	6.56	8.12	9.80	经营活动现金流	3278	3263	9003	10148	10407
ROIC	7%	22%	25%	31%	37%	资本开支	0	(3092)	(13)	(63)	(63)
ROE	8%	18%	24%	23%	21%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	14%	20%	22%	22%	22%	投资活动现金流	(128)	(3024)	(7)	(57)	(57)
EBIT Margin	7%	17%	19%	19%	19%	权益性融资	(4)	3049	0	0	0
EBITDA Margin	13%	22%	25%	24%	24%	负债净变化	4656	(2691)	0	0	0
收入增长	22%	41%	16%	13%	5%	支付股利、利息	(673)	(581)	(971)	(1149)	(1236)
净利润增长率	82%	268%	67%	18%	7%	其它融资现金流	(13978)	3692	0	0	0
资产负债率	71%	52%	49%	46%	43%	融资活动现金流	(6015)	197	(971)	(1149)	(1236)
息率	1.4%	1.2%	2.0%	2.4%	2.6%	现金净变动	(2865)	436	1586	2948	3293
P/E	47.9	14.4	8.6	7.3	6.8	货币资金的期初余额	4052	1187	1623	3712	6660
P/B	3.7	2.6	2.1	1.7	1.4	货币资金的期末余额	1187	1623	3712	6660	9952
EV/EBITDA	18.8	7.1	5.5	5.1	5.0	企业自由现金流	0	4627	11450	12469	12650
						权益自由现金流	0	5629	11391	12476	12723

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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