

电解铝巨头呼之欲出，补齐绿电短板

2022年07月25日

➤ **2022年7月24日，公司发布拟收购云南铝业19%股权公告。**公司拟以非公开协议方式，现金收购云南冶金集团持有的云铝股份19%的股权，交易对价为66.6亿元，对应股价为10.11元/股，较7月22日股价溢价5.5%。交易完成后，公司持有云铝股份约29.1%股权，成为云铝控股股东，对云铝股份进行并表，云南冶金集团持股比例降至13%。

➤ **进一步解决同业竞争，云南电解铝资产对价约1.3万吨/吨。**公司和云铝股份同属中铝集团，同业竞争问题较为突出，此次交易解决了公司与控股股东之间的同业竞争问题，资产业务更为清晰。云铝股份资产包括325万吨合规电解铝产能，140万吨氧化铝及配套铝土矿产能，80万吨碳素产能，140万吨铝合金产能以及17万吨板带箔产能。云铝利润主要集中在电解铝冶炼端，电解铝权益产能约267万吨，按照交易对价，云铝股份总价约351亿元，电解铝资产交易价约1.3万/吨，价格可以作为国有铝企对云南省电解铝资产的定价参考。

➤ **电解铝产能跃居行业第一，完善一体化布局。**公司电解铝产能446万吨，收受云铝股份后，并表产能达770万吨，超越宏桥成为行业第一，规模优势进一步显现。公司上游布局较深，铝土矿和氧化铝资源丰富，2021年氧化铝销量912万吨，而云铝股份氧化铝产能缺口约480万吨，合并后氧化铝自给率100%，外销量下降至430万吨，原料自给水平提升，供应链优势进一步凸显。

➤ **云南电力成本低，电解铝资产结构优化。**公司电解铝产能主要分布在内蒙、山西等北方地区，电力以煤电为主，受全球能源短缺影响，动力煤价格涨至历史高位，煤电成本明显上升，山东、河南等地自备电成本约0.5元/度，公司利润承压。云铝股份资产均在云南，而云南水利资源丰富，2021年水力发电占比72.0%。水电成本低，云南22Q1枯水期，电力交易基准价0.27元/度，电解铝企业用电成本约0.45元/度，低于北方煤电，7月丰水期，基准价进一步下行至0.16元/度。公司收购云铝股份，有利于降低成本，补充优质电解铝资产，优化资产结构。

➤ **弥补绿电短板，提升产品竞争力。**云南风电、光伏发电占比分别为6.1%和1.2%，加上水电，绿电占比合计79.4%，云南电力不仅成本低，而且属于绿电，能源优势明显。世界主要经济体公布“双碳”时间表，欧美企业也对上游供应链实施碳追踪，收购云铝股份后，公司绿电占比明显提升，有利于强化与海外企业合作，提升产品竞争力，并且未来随着碳成本上升，绿电优势也将进一步显现。

➤ **投资建议：**电解铝价成本支撑较强，随着复产进行，公司业绩有望逐步企稳，预计公司2022-2024年将实现归母净利润58.70亿元、79.53亿元和92.73亿元（云铝股份未并表数值），EPS分别为0.34元、0.46元和0.54元，对应7月22日收盘价的PE分别为13、10和8倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**动力煤价格大幅上涨；下游需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	269748	285943	288745	294020
增长率(%)	45.0	6.0	1.0	1.8
归属母公司股东净利润(百万元)	5080	5870	7953	9273
增长率(%)	564.6	15.6	35.5	16.6
每股收益(元)	0.30	0.34	0.46	0.54
PE	15	13	10	8
PB	1.4	1.3	1.2	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年7月22日收盘价；云铝股份未并表）

推荐

维持评级

当前价格：

4.53元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1.中国铝业(601600.SH)2021年年报点评：成本控制能力突出，减值难掩业绩-2022/03/23

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	269748	285943	288745	294020
营业成本	241618	261434	260321	262721
营业税金及附加	2248	2431	2444	2485
销售费用	315	858	866	882
管理费用	3722	4715	4761	4848
研发费用	2362	2288	2310	2352
EBIT	17787	14218	18043	20731
财务费用	3714	2369	2162	1915
资产减值损失	-3071	-499	-524	-537
投资收益	-217	572	722	524
营业利润	11208	12175	16418	19093
营业外收支	-1029	-293	-319	-322
利润总额	10179	11882	16100	18771
所得税	2390	2852	3864	4505
净利润	7789	9030	12236	14266
归属于母公司净利润	5080	5870	7953	9273
EBITDA	26502	21907	25851	28508

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	19178	21186	23262	25527
应收账款及票据	4208	3525	4511	4269
预付款项	1015	1171	1151	1157
存货	18678	21488	22423	21897
其他流动资产	5636	7378	8720	8050
流动资产合计	48714	54747	60067	60901
长期股权投资	12988	12988	13076	13193
固定资产	91088	86708	81789	76493
无形资产	15419	15715	15993	16261
非流动资产合计	143663	139674	135118	131070
资产合计	192377	194421	195185	191971
短期借款	9219	16952	23433	27096
应付账款及票据	15505	17944	18403	18107
其他流动负债	27456	27614	27342	26062
流动负债合计	52181	62510	69179	71266
长期借款	36266	26266	21266	16266
其他长期负债	31147	27147	19147	13147
非流动负债合计	67413	53413	40413	29413
负债合计	119593	115922	109591	100678
股本	17023	17135	17135	17135
少数股东权益	15519	18679	22962	27955
股东权益合计	72783	78499	85594	91293
负债和股东权益合计	192377	194421	195185	191971

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	45.03	6.00	0.98	1.83
EBIT 增长率	215.99	-20.07	26.90	14.90
净利润增长率	564.60	15.55	35.50	16.60
盈利能力 (%)				
毛利率	10.43	8.57	9.84	10.65
净利润率	2.89	3.16	4.24	4.85
总资产收益率 ROA	2.64	3.02	4.07	4.83
净资产收益率 ROE	8.87	9.81	12.70	14.64
偿债能力				
流动比率	0.93	0.88	0.87	0.85
速动比率	0.56	0.51	0.53	0.53
现金比率	0.37	0.34	0.34	0.36
资产负债率 (%)	62.17	59.62	56.15	52.44
经营效率				
应收账款周转天数	4.15	4.50	5.19	4.79
存货周转天数	28.22	30.00	31.44	30.42
总资产周转率	1.40	1.47	1.48	1.53
每股指标 (元)				
每股收益	0.30	0.34	0.46	0.54
每股净资产	3.34	3.49	3.66	3.70
每股经营现金流	1.65	1.07	1.14	1.44
每股股利	0.03	0.20	0.30	0.50
估值分析				
PE	15	13	10	8
PB	1.4	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	5.35	6.09	4.83	4.05
股息收益率 (%)	0.71	4.42	6.62	11.04

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	7789	9030	12236	14266
折旧和摊销	8714	7689	7809	7777
营运资金变动	2527	-1429	-3055	-146
经营活动现金流	28306	18256	19613	24589
资本开支	-1093	-4209	-3653	-4157
投资	732	-197	-274	-311
投资活动现金流	-820	-3834	-3205	-3944
股权募资	0	112	0	0
债务募资	-7710	-6268	-6519	-7337
筹资活动现金流	-18478	-12415	-14331	-18380
现金净流量	9082	2008	2077	2265

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026