

云铝股份 (000807.SZ)

电池箔进入试生产，与宁德建立购销关系

核心观点:

- **事件:** 公司发布 22 年半年报, 实现营收 247.86 亿元, 同比+13.11%, 实现归母净利润 26.65 亿元, 同比+32.43%, 实现扣非归母净利润 26.47 亿元, 同比+32.25%。22Q2 实现营收 138.88 亿元, 同比+17.68%, 环比+27.45%, 实现归母净利润 15.41 亿元, 同比+15.8%, 环比+37.05%。
- **量稳价增, Q2 业绩同环比有所增长。** 据公司 22 年半年报, 公司生产氧化铝 70.1 万吨, 生产炭素制品 40.82 万吨, 生产原铝 128.31 万吨; 围绕市场需求, 进一步优化调整产品结构, 生产铝合金及铝加工产品 64.28 万吨, 合金化率达到 50% 以上。22H1 公司原铝产量同比持稳略降, 铝合金及铝加工产品持稳略增。据 Wind, 22H1 长江有色铝均价为 2.14 万元/吨, 同比+22.78%。在成本端和价格端同比均有所上涨的背景下, 行业利润在上半年有所扩张, 带动公司利润同环比有所增长。
- **电解铝及动力电池箔产能持续释放, 公司铝加工产品结构持续优化。** 22H1 云铝海鑫水电铝项目二期全面顺利投产, 公司绿色铝规模稳步提升, 同时加快了云铝浩鑫新能源动力电池箔项目等铝加工及合金项目的投产进度。据公司在互动易披露, 目前年产 3.5 万吨新能源动力电池用铝箔项目正处于试生产阶段, 并已取得客户认证, 已与新能源汽车电池制造商宁德时代建立电池用铝箔产品的购销业务关系。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2022-2024 年实现营收分别为 527.82 亿元、552.15 亿元以及 552.15 亿元, 对应归母净利润分别为 50.02 亿元、58.07 亿元以及 58.54 亿元, 对应 EPS 分别为 1.44 元/股、1.67 元/股以及 1.69 元/股。基于可比公司估值, 我们认为公司 22 年合理 PE 估值为 10 倍, 对应合理价值 14.42 元/股, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 公司电解铝项目投复产不及预期, 电解铝价格大幅下跌。

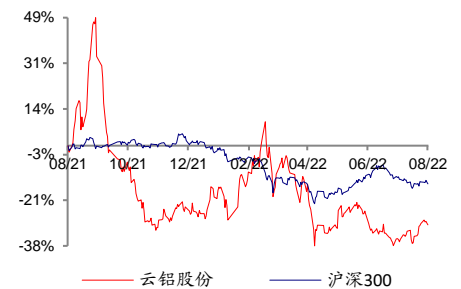
盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	29,573	41,669	52,782	55,215	55,215
增长率 (%)	21.8	40.9	26.7	4.6	0.0
EBITDA (百万元)	3,760	9,135	9,493	10,684	10,774
归母净利润 (百万元)	903	3,319	5,002	5,807	5,854
增长率 (%)	82.3	267.7	50.7	16.1	0.8
EPS (元/股)	0.29	0.96	1.44	1.67	1.69
市盈率 (x)	26.10	11.67	7.22	6.22	6.17
ROE (%)	7.6	18.2	20.7	18.7	15.3
EV/EBITDA (x)	10.30	5.14	4.17	3.18	2.61

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	10.41 元
合理价值	14.42 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-20

相对市场表现



分析师:

巨国贤



SAC 执证号: S0260512050006

SFC CE No. BNW287



0755-23608197



juguoqian@gf.com.cn

分析师:

李超



SAC 执证号: S0260521060001



021-38003592



shlichao@gf.com.cn

请注意, 李超并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 云铝股份 (000807.SZ): 电 2022-03-22
解铝复产进度加快, 有望迎来量价齐升
- 云铝股份 (000807.SZ): 限 2021-10-25
电限产及资产减值对公司业绩略有拖累
- 云铝股份 (000807.SZ): 铝 2021-08-24
产品量价齐升, 业绩同比大幅增长

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	6,051	5,360	12,803	16,814	22,761	
货币资金	1,187	1,623	7,917	11,815	17,770	
应收及预付	298	205	424	400	393	
存货	3,544	3,042	3,953	4,085	4,085	
其他流动资产	1,023	491	509	513	513	
非流动资产	34,967	32,477	35,873	38,996	41,904	
长期股权投资	474	407	407	407	407	
固定资产	28,116	25,234	27,536	29,561	31,353	
在建工程	1,999	2,615	3,188	3,804	4,421	
无形资产	2,955	3,236	3,757	4,238	4,739	
其他长期资产	1,424	985	985	985	985	
资产总计	41,019	37,837	48,676	55,809	64,666	
流动负债	17,353	9,836	13,358	11,979	12,079	
短期借款	5,632	2,718	4,272	2,600	2,700	
应付及预收	9,363	5,158	6,702	6,926	6,926	
其他流动负债	2,358	1,961	2,383	2,453	2,453	
非流动负债	9,907	7,090	7,090	7,090	7,090	
长期借款	9,358	6,667	6,667	6,667	6,667	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	550	423	423	423	423	
负债合计	27,260	16,927	20,448	19,070	19,170	
股本	3,128	3,468	3,468	3,468	3,468	
资本公积	8,033	10,683	10,683	10,683	10,683	
留存收益	644	3,948	9,919	16,868	24,048	
归属母公司股东权益	11,806	18,191	24,163	31,111	38,292	
少数股东权益	1,953	2,719	4,065	5,628	7,204	
负债和股东权益	41,019	37,837	48,676	55,809	64,666	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	29,573	41,669	52,782	55,215	55,215	
营业成本	26,334	33,180	43,117	44,557	44,557	
营业税金及附加	278	327	442	453	456	
销售费用	57	68	272	190	205	
管理费用	684	774	1,196	1,180	1,178	
研发费用	31	55	70	73	73	
财务费用	647	588	391	351	278	
资产减值损失	-385	-1,985	-324	-280	-280	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	32	1	0	0	0	
营业利润	1,370	4,721	7,098	8,236	8,302	
营业外收支	-14	-33	-33	-33	-33	
利润总额	1,357	4,688	7,065	8,203	8,269	
所得税	123	476	717	833	839	
净利润	1,234	4,212	6,348	7,370	7,430	
少数股东损益	331	893	1,346	1,563	1,576	
归属母公司净利润	903	3,319	5,002	5,807	5,854	
EBITDA	3,760	9,135	9,493	10,684	10,774	
EPS (元)	0.29	0.96	1.44	1.67	1.69	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	4,981	6,962	9,568	10,019	9,987	
净利润	1,234	4,212	6,348	7,370	7,430	
折旧摊销	1,571	1,871	1,808	1,922	2,027	
营运资金变动	1,164	-1,509	619	-19	-193	
其它	1,012	2,387	792	746	723	
投资活动现金流	-5,242	-1,182	-4,389	-4,012	-3,720	
资本支出	-5,269	-1,271	-4,389	-4,012	-3,720	
投资变动	-55	63	0	0	0	
其他	83	26	0	0	0	
筹资活动现金流	-2,455	-4,773	1,116	-2,109	-313	
银行借款	16,526	5,885	1,554	-1,672	100	
股权融资	63	3,049	0	0	0	
其他	-19,043	-13,707	-438	-436	-413	
现金净增加额	-2,719	1,005	6,295	3,898	5,955	
期初现金余额	3,261	541	1,623	7,917	11,815	
期末现金余额	541	1,546	7,917	11,815	17,770	

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	21.8%	40.9%	26.7%	4.6%	0.0%
营业利润增长	135.1%	244.6%	50.4%	16.0%	0.8%
归母净利润增长	82.3%	267.7%	50.7%	16.1%	0.8%
获利能力					
毛利率	11.0%	20.4%	18.3%	19.3%	19.3%
净利率	4.2%	10.1%	12.0%	13.3%	13.5%
ROE	7.6%	18.2%	20.7%	18.7%	15.3%
ROIC	6.6%	21.2%	17.4%	16.9%	14.2%
偿债能力					
资产负债率	66.5%	44.7%	42.0%	34.2%	29.6%
净负债比率	198.1%	80.9%	72.4%	51.9%	42.1%
流动比率	0.35	0.54	0.96	1.40	1.88
速动比率	0.14	0.23	0.65	1.05	1.53
营运能力					
总资产周转率	0.72	1.10	1.08	0.99	0.85
应收账款周转率	181.86	1,201.09	257.73	319.08	333.43
存货周转率	8.34	13.70	13.35	13.52	13.52
每股指标 (元)					
每股收益	0.29	0.96	1.44	1.67	1.69
每股经营现金流	1.59	2.01	2.76	2.89	2.88
每股净资产	3.77	5.25	6.97	8.97	11.04
估值比率					
P/E	26.10	11.67	7.22	6.22	6.17
P/B	2.00	2.13	1.49	1.16	0.94
EV/EBITDA	10.30	5.14	4.17	3.18	2.61

广发有色行业研究小组

- 巨国贤：首席分析师，材料学硕士，24年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验。
- 官帅：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。
- 李超：资深分析师，CPA，上海财经大学经济学硕士。
- 陈先龙：高级分析师，复旦大学-LUISS 大学国际商务双硕士，曾任 CRU 中国首位电池金属材料分析师。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。