

铝

云铝股份 (000807.SZ)

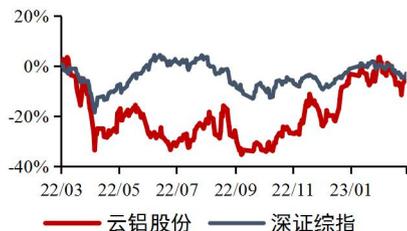
增持-A(首次)

铝价下跌与限电减产影响公司利润，2023Q1 业绩仍将承压

2023年3月22日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



数据来源：最闻

市场数据：2023年3月21日

收盘价(元):	13.14
年内最高/最低(元):	14.72/8.90
流通A股/总股本(亿):	34.32/34.68
流通A股市值(亿):	450.92
总市值(亿):	455.69

数据来源：最闻

基础数据：2022年12月31日

基本每股收益:	1.32
摊薄每股收益:	1.32
每股净资产(元):	7.29
净资产收益率:	20.84

数据来源：最闻

分析师:

杨立宏

执业登记编码: S0760522090002

邮箱: yanglihong@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2022年年度报告，2022年公司实现营收484.63亿元，同比增长16.08%；实现归母净利润45.69亿元，同比增长37.07%；基本每股收益1.32元。其中，2022Q4公司实现营收109.14亿元，同比增长14.33%，环比减少14.49%；实现归母净利润8.05亿元，同比增长823.35%，环比减少26.66%；基本每股收益0.23元。

事件点评

➢ **产销量创新高，毛利率下降致业绩承压。**量：2022年公司生产原铝259.67万吨，同比增长12.89%；生产铝合金及加工产品139.55万吨，同比增长12.37%；铝产品销量为267.31万吨，同比增长10.86%。利：2022年公司电解铝单吨毛利约3004元，同比减少29%，毛利率由25.68%下滑至17.18%；铝加工品单吨毛利约2424元，同比减少16%，毛利率由16.24%下滑至13.16%。虽然公司产销量创新高，但受原材料以及能源价格上涨影响，主营业务利润同比减少15.70%。根据百川盈孚数据，2022年电解铝行业平均单吨成本为17681元，较2021年平均成本上涨18.83%。

➢ **限电减产影响持续，2023Q1业绩承压。**经测算，公司电解铝2022Q1-Q4分季度毛利率分别为20.19%、18.99%、16.20%、12.67%，主要系2022年9月以来限电减产影响，海鑫水电铝项目二期投产转固定资产，折旧摊销成本增加。根据百川盈孚数据，云南2022Q4电解铝总产量105万吨，较2022Q3减少19万吨，降幅为16%。2023年云南降水量低于往年同期，2月再次压减企业用电负荷，据SMM统计，此次减产后，云南电解铝企业减产规模由20%左右扩大至35%-42%，公司2023Q1业绩或因持续限电减产而承压。

**具备一体化低碳低成本优势，持续优化产品结构。**公司依托云南的水电资源，已经形成年产氧化铝140万吨、绿色铝305万吨、阳极碳素80万吨、石墨化阴极2万吨、铝合金157万吨的绿色铝一体化产业规模优势。目前公司氧化铝自给率约30%，阳极碳素自给率约70%，与索通发展合资建设年产90万吨阳极碳素项目顺利投产后，公司权益碳素产能达到113.5万吨，阳极碳素自给率会得到进一步提升。公司绿色铝碳排放约为煤电铝的20%，且云南水电具备低成本优势，公司2022年电解铝单吨盈利能力(3004元)高于行业平均水平(据百川盈孚数据2349元)。据北极星电力网数据，2023年3月云南、新疆、蒙东、河南、山东、山西工商业电价分别为291.6、265.8、279.9、506.4、392.2、419.1元/MWh。2022年公司转让浩鑫铝箔100%股权，不再直接从事铝板带箔业务，大力拓展铝合金产品市场，致力于向中高端铝合金



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



产品升级；2022 年公司铸造铝合金销量同比增长约 10%，国内市场占有率约 26%。2023 年公司主要生产经营目标：氧化铝产量约 140 万吨左右，电解铝产量约 255 万吨左右，铝合金及加工产品产量约 137 万吨左右，炭素制品产量约 82 万吨左右。

### 投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.38/1.62/1.99，对应公司 3 月 21 日收盘价 13.14 元，2023-2025 年 PE 分别为 9.5/8.1/6.6，首次覆盖给予“增持-A”评级。。

### 风险提示

➤ 电解铝下游需求不及预期风险；原材料与能源价格波动风险。

### 财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41,669	48,463	52,614	54,688	57,779
YoY(%)	40.9	16.3	8.6	3.9	5.7
净利润(百万元)	3,319	4,569	4,792	5,634	6,908
YoY(%)	267.7	37.7	4.9	17.6	22.6
毛利率(%)	20.4	14.9	19.0	20.4	21.6
EPS(摊薄/元)	0.96	1.32	1.38	1.62	1.99
ROE(%)	20.1	20.8	19.0	18.8	18.5
P/E(倍)	13.7	10.0	9.5	8.1	6.6
P/B(倍)	2.5	2.0	1.7	1.4	1.2
净利率(%)	8.0	9.4	9.1	10.3	12.0

数据来源：最闻，山西证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**
**资产负债表(百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	5360	8246	9689	15318	21865
现金	1623	3045	5851	9903	17639
应收票据及应收账款	101	960	192	1005	260
预付账款	104	120	123	130	137
存货	3042	3918	3279	4073	3578
其他流动资产	491	203	244	208	251
<b>非流动资产</b>	32477	30814	33426	33985	34985
长期投资	407	489	594	699	812
固定资产	25234	24379	26417	26646	27424
无形资产	3236	3126	3368	3610	3717
其他非流动资产	3600	2820	3048	3030	3031
<b>资产总计</b>	37837	39059	43115	49303	56850
<b>流动负债</b>	9836	9047	8339	8642	8908
短期借款	2718	470	470	470	470
应付票据及应付账款	5158	5812	5532	6056	6003
其他流动负债	1961	2765	2337	2116	2434
<b>非流动负债</b>	<b>7090</b>	<b>4736</b>	<b>4238</b>	<b>3339</b>	<b>2496</b>
长期借款	6667	4377	3878	2980	2136
其他非流动负债	423	359	359	359	359
<b>负债合计</b>	16927	13783	12576	11981	11403
少数股东权益	2719	2925	3951	5336	6849
股本	3468	3468	3468	3468	3468
资本公积	10683	10693	10693	10693	10693
留存收益	3948	8143	13612	20106	27739
归属母公司股东权益	18191	22351	26588	31986	38598
<b>负债和股东权益</b>	37837	39059	43115	49303	56850

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	6962	6914	8713	7298	11328
净利润	4212	5268	5817	7020	8420
折旧摊销	1864	1783	1542	1697	1821
财务费用	588	233	55	-78	-278
投资损失	-1	-121	-44	-50	-54
营运资金变动	-2145	-310	1344	-1291	1419
其他经营现金流	2443	62	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1182	-1033	-4110	-2207	-2767
<b>筹资活动现金流</b>	-4773	-4589	-1798	-1039	-825
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.96	1.32	1.38	1.62	1.99
每股经营现金流(最新摊薄)	2.01	1.99	2.51	2.10	3.27
每股净资产(最新摊薄)	5.25	6.45	7.67	9.22	11.13

**利润表(百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	41669	48463	52614	54688	57779
营业成本	33180	41222	42629	43546	45317
营业税金及附加	327	362	484	464	477
营业费用	68	71	612	492	343
管理费用	774	640	1342	1278	1165
研发费用	55	83	59	71	79
财务费用	588	233	55	-78	-278
资产减值损失	-1990	-233	-1030	-1158	-1348
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	121	44	50	54
<b>营业利润</b>	4721	5905	6447	7806	9383
营业外收入	4	7	10	7	7
营业外支出	37	5	18	21	20
<b>利润总额</b>	4688	5907	6439	7792	9370
所得税	476	639	622	773	949
<b>税后利润</b>	4212	5268	5817	7020	8420
少数股东损益	893	699	1025	1386	1512
<b>归属母公司净利润</b>	3319	4569	4792	5634	6908
EBITDA	7108	7915	8012	9395	10891

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	40.9	16.3	8.6	3.9	5.7
营业利润(%)	244.6	25.1	9.2	21.1	20.2
归属于母公司净利润(%)	267.7	37.7	4.9	17.6	22.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	20.4	14.9	19.0	20.4	21.6
净利率(%)	8.0	9.4	9.1	10.3	12.0
ROE(%)	20.1	20.8	19.0	18.8	18.5
ROIC(%)	16.8	18.9	18.3	19.0	19.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	44.7	35.3	29.2	24.3	20.1
流动比率	0.5	0.9	1.2	1.8	2.5
速动比率	0.2	0.4	0.7	1.3	2.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.3	1.3	1.2	1.1
应收账款周转率	315.7	91.4	91.4	91.4	91.4
应付账款周转率	4.6	7.5	7.5	7.5	7.5
<b>估值比率</b>					
P/E	13.7	10.0	9.5	8.1	6.6
P/B	2.5	2.0	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	8.0	6.6	6.1	4.8	3.5

数据来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

