

# 云铝股份 (000807)

## 高弹性水电铝龙头

### 买入 (首次)

2023年05月07日

证券分析师 杨件

执业证书: S0600520050001

yangjian@dwzq.com.cn

证券分析师 王钦扬

执业证书: S0600523030004

wangqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	48,463	50,034	55,070	60,025
同比	16%	3%	10%	9%
归属母公司净利润 (百万元)	4,569	5,066	5,846	7,804
同比	37%	11%	15%	33%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.32	1.46	1.69	2.25
P/E (现价&最新股本摊薄)	10.29	9.28	8.04	6.03

关键词: #稀缺资产 #产品价格上涨

#### 投资要点

- **水电铝龙头, 央企控股:** 公司位于云南, 以水电铝为核心产品, 实现由铝土矿到铝合金产品产业链全覆盖。截至 2022 年末拥有年产能水电铝 305 万吨, 居于行业前列。历经多次资本运作, 公司目前由中铝控股。
- **电解铝行业: 供需持续向好, 成本或有让利。** 供给端有望于 2023 年逼近 4500 万吨产能, 且短期内云南枯水导致用电紧张, 开启负荷管理, 西南地区电解铝限产预期加强; 而需求端, “三支箭”对地产行业松绑, 竣工端探底回升有望充分拉升电解铝需求; 此外光伏和新能源车需求增量显著, 有望为电解铝需求持续注入增长动力; 成本端氧化铝过剩且动力煤价格下行, 叠加电解铝供需向好, 我们认为电解铝盈利有望回升。
- **吨铝市值行业最低, 涨价弹性领先行业:** 根据各公司电解铝权益产能和市值, 我们测算可得云铝股份吨市值为可比公司最低, 仅为 2 万元, 远低于可比公司。当电解铝价格上涨 10% 时, 公司 2022 年 PE 有望从 11 倍下降至 6 倍, 涨价弹性可观。
- **产业链一体化协同发展:** 截至 2022 年底, 公司已经形成年产氧化铝 140 万吨、水电铝 305 万吨、阳极炭素 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。
- **绿电铝龙头, 成本优势凸显:** 公司产能全部位于云南, 用电结构中水电比例约达 88.6%; 得益于云南低价水电, 云南地区电解铝企业综合用电成本长期位于全行业前 20% 分位水平。且随着欧洲碳税政策加码, 公司未来有望享受显著成本优势。
- **管理改善+资产提质, 盈利向好:** 国企改革持续推进, 管理层购股参与分红; 财务报表和资产结构优化, 业绩释放可期。2018 年至 2022 年, 公司 ROE 大幅增长、资产周转率和销售净利率也迅猛提高, 公司资产结构显著优化, 盈利质量和资产质量明显提升。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年实现营收分别为 500/551/600 亿元, 同比增速分别为 3%/10%/9%; 实现归属母公司股东净利润分别为 51/58/78 亿元, 同比增速分别为 11%/15%/33%。对应 2023-2025 年的 PE 分别为 9/8/6 倍, 低于可比公司估值, 考虑公司业绩弹性较大、未来碳税加码有望享受成本优势, 且公司估值较低, 因此首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期风险; 铝价波动风险; 供给超预期。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	13.56
一年最低/最高价	8.90/16.11
市净率(倍)	2.02
流通 A 股市值(百万元)	46,533.44
总市值(百万元)	47,025.50

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.70
资产负债率(% ,LF)	31.82
总股本(百万股)	3,467.96
流通 A 股(百万股)	3,431.67

#### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 水电铝龙头，央企控股</b> .....	<b>5</b>
1.1. 云南铝业龙头，水电铝先行者 .....	5
1.2. 中铝入主，国务院国资委实控 .....	6
1.3. 营收利润高速增长，深耕铝冶炼业务 .....	8
<b>2. 电解铝：供需持续向好，成本或有让利</b> .....	<b>10</b>
2.1. 供给瓶颈已近，限电加剧紧缺 .....	10
2.2. 光伏+新能源车需求显著增长 .....	11
2.3. 库存加速去化 .....	12
2.4. 供需平衡：2023 年电解铝供需有望反转 .....	13
2.5. 氧化铝过剩+煤价走弱，成本有望让利 .....	14
<b>3. 吨铝市值行业最低，涨价弹性领先行业</b> .....	<b>15</b>
<b>4. 产业链系统发展，实现由矿到合金全覆盖</b> .....	<b>16</b>
4.1. 上游：依托资源优势提升自给率，控制原料成本 .....	17
4.2. 中游：产能规模行业领先 .....	18
4.3. 下游：铝加工产品瞄准高端市场 .....	19
<b>5. 绿色铝龙头，成本优势凸显</b> .....	<b>20</b>
5.1. 有效纾解电解铝高能耗、高碳排痛点 .....	21
5.2. 欧洲碳税加码，未来成本优势显著 .....	22
<b>6. 管理改善显著，资产质量提升</b> .....	<b>23</b>
6.1. 国企改革持续推进，管理层购股参与分红 .....	23
6.2. 财务报表和资产结构优化，业绩释放可期 .....	24
<b>7. 盈利预测与估值</b> .....	<b>26</b>
<b>8. 风险提示</b> .....	<b>28</b>

## 图表目录

图 1:	云铝股份发展历程 .....	5
图 2:	云铝“绿色低碳水电铝加工一体化”产业布局图 .....	6
图 3:	公司股份结构: 国资委实控 (2023 年 4 月 25 日) .....	7
图 4:	公司近五年营业收入持续高增长 .....	8
图 5:	2019 年起公司业绩扭亏为盈并高速增长 .....	8
图 6:	公司去除其他业务包袱, 专注电解铝和铝加工产品业务 .....	9
图 7:	公司近两年资产负债率快速下降 .....	9
图 8:	公司有息负债结构持续优化 .....	9
图 9:	铝行业产业链 .....	10
图 10:	主要市场电解铝库存迅速去化 (单位: 万吨) .....	12
图 11:	电解铝盈利触底回升 (元/吨) .....	14
图 12:	我国氧化铝产量长期过剩 (单位: 万吨) .....	14
图 13:	动力煤价格下降 .....	15
图 14:	公司产业链各端产能情况 .....	16
图 15:	公司炭素制品自给率回升到 70% .....	18
图 16:	氧化铝产能利用率回升 .....	18
图 17:	公司产能和收入高速增长 .....	19
图 18:	公司产量情况 .....	19
图 19:	公司铝合金及铝加工品营收占比上升、毛利较稳定 .....	19
图 20:	公司高端下游技术受云南新闻联播报道 .....	20
图 21:	公司高端下游项目接连投产 .....	20
图 22:	2021 年世界电解铝用电结构 .....	21
图 23:	2023 年 3 月电解铝企业综合用电价格 (元/度) .....	22
图 24:	云南电解铝厂综合用电价格 (元/度) .....	22
图 25:	2018 年-2022 年 ROE (%) .....	24
图 26:	2018 年-2022 年资产周转率和销售净利率 .....	24
图 27:	2018 年-2022 年公司和母公司资产负债率 .....	25
图 28:	2018 年-2022 年有息债占全部资本比重和资本固定化比率 .....	26
表 1:	公司主要产品及用途 .....	5
表 2:	公司股权变更情况 .....	7
表 3:	西南地区限产举措 .....	11
表 4:	地产三支箭 .....	11
表 5:	电力行业用铝情况 .....	12
表 6:	2023 年电解铝供需有望反转 .....	13
表 7:	公司吨铝市值行业最低 .....	15
表 8:	公司业绩弹性测算 .....	16
表 9:	公司铝土矿资源 (平方公里) .....	17
表 10:	公司历年落地水电铝产能以及在建产能一览 .....	18
表 11:	2021 年世界电解铝行业耗能 (单位: 千瓦时) .....	21
表 12:	高管持股情况 (截至 2022 年报) .....	24

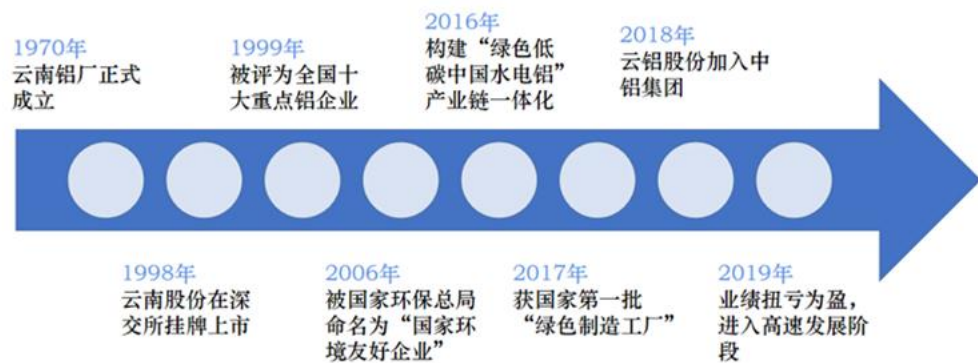
表 13: 公司营收毛利拆分 (单位: 百万元) .....	27
表 14: 可比公司估值 (2023 年 5 月 6 日) .....	28

## 1. 水电铝龙头，央企控股

### 1.1. 云南铝业龙头，水电铝先行者

云南铝业股份有限公司的前身是云南铝厂，创立于1970年，1998年改制，在深圳交易所IPO上市（代码：000807）。公司是国家重点支持的云南省骨干企业，也是全国有色行业、中国西部省份的工业企业中唯一一家“国家环境友好企业”。区别于其他铝厂使用火电生产电解铝，多年来，公司利用云南地区的水能优势，抓住国家支持云南省打好“绿色能源牌”的政策机遇，以低碳、清洁、可持续的“水电铝加工一体化”的产业模式为核心，加快水电铝项目的建设和投产进度，同时打造了“铝土矿—氧化铝—碳素制品—铝冶炼—铝加工”产业链一体化，有利于公司发挥整体的协同效应，控制上游成本，提升公司的降本空间和抗风险能力。

图1：云铝股份发展历程



数据来源：东吴证券研究所

公司从事的主要业务是铝土矿开采、氧化铝、绿色铝、铝加工及铝用炭素生产和销售，主要产品有氧化铝、铝用阳极炭素、石墨化阴极、重熔用铝锭、高精铝、圆铝杆、铝合金、铝焊材等。从上游资源到下游产品，公司的产品完整覆盖了金属铝产业链。公司积极拓展电解固废资源综合利用、铝灰资源化利用等循环经济业务。

表1：公司主要产品及用途

产品名称	主要用途
氧化铝	主要用于熔盐电解法生产金属铝，也是生产刚玉、陶瓷、耐火材料等的重要原料

铝用阳极炭素	电解铝行业重要的、不可或缺的原材料，用于电解槽上部
石墨化阴极	电解铝行业重要的、不可或缺的材料，用于电解槽下部。石墨化阴极具有较高的导电率、导热性、抗钠浸蚀性和抗热震性，在大型电解槽电流强化生产和节能方面有显著的优势
重熔用铝锭	生产铝制品的主要原料，重熔后用于铝产品的初级加工及深加工
高精铝	广泛用于电子工业、航空航天工业、交通领域、光学应用及化工冶金工业等领域，主要用于制作高压电容器铝箔、高性能导线、集成电路用键合线、高速轨道用合金、光学反光面等
圆铝杆	用于电力、通讯、机械等行业用电线、电缆和线管等的生产
铝合金	铸造铝合金、变形铝合金（含铝合金扁锭）等，主要用于航空航天、轨道交通、船舶、汽车、建筑装饰、3C 电子、包装印刷等领域
变形铝合金圆铸锭	用于建筑型材、工业型材、3C 产品、航空航天及轨道交通等领域
铝焊材	用于航空、船舶、汽车、轨道交通等领域铝构件的焊接

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司坚持走绿色低碳的发展道路，稳步推进实施绿色铝材一体化的发展战略，依托云南省及周边地区丰富的铝土矿资源和水电能源优势，以及市场区位优势，积极部署产业链各环节的产能。截至 2022 年末，公司已经形成年产氧化铝 140 万吨、水电铝 305 万吨、阳极炭素 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。2022 年公司铸造铝合金销量同比增长约 10%，国内市场占有率达 26%左右，铸造铝合金市场占有率行业领先地位得到持续加强。

图2：云铝“绿色低碳水电铝加工一体化”产业布局图

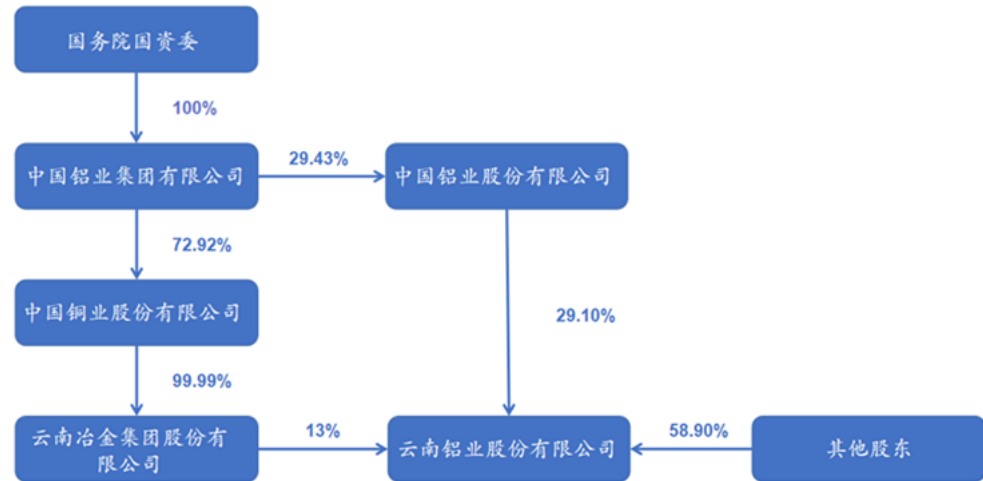


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 1.2. 中铝入主，国务院国资委实控

公司实控人为国务院国资委。公司最新直接控股股东为中国铝业股份有限公司，直接持股比例 29.10%；间接控股股东为中国铝业集团有限公司，总持股比例 42.1%，中铝集团由国务院国资委 100%持股，则公司实际控制人为国务院国资委。

图3：公司股份结构：国资委实控（2023 年 4 月 25 日）



数据来源：公司公告，Choice，东吴证券研究所

公司原控股股东及实控人为云南冶金集团，后为了整合和发挥云南省有色金属资源优势及中铝集团在中国有色金属行业的领军优势，实现优势互补、互利共赢，云南省人民政府与中铝集团于 2018 年 11 月签署了《关于云南冶金集团股份有限公司的无偿划转协议》，将云铝股份的控股母公司云冶集团划转至中国铝业集团的子公司中国铜业名下。彼时云铝股份的直接控股股东仍然是云冶集团，而实际控制人由云南省国资委转变为国务院国资委；2020 年 1 月，公司向中国铝业股份（601600）非公开发行股票，后者以 4.1 元每股的价格认购 3.14 亿股，占彼时总股本的 10.04%。针对公司与中铝集团产生同业竞争的问题，集团承诺在五年内完成业务整合；2021 年 12 月，公司再次非公开发行 A 股股票，彼时云冶集团持股比例由 35.48% 下降到 32%，中铝股份持股比例下降 0.03pct；2022 年 7 月 24 日，公司与中铝集团签订《股份转让协议》，拟通过非公开协议方式向中国铝业转让股份，转让份额占公司总股本的 19.00%；2022 年 11 月，公司发布控股股东变更完成公告，云冶集团不再为公司的控股股东，中铝股份成为公司第一大股东并成为公司控股股东。

表2：公司股权变更情况

变更时间	变更说明	变更后公司股权结构
2018 年 11 月	公司控股母公司云冶集团划转至中国铝业集团子公司中国铜业名下	公司实际控制人由云南省国资委转变为国务院国资委

2020年1月	公司向中国铝业股份非公开发行股票	中国铝业股份对公司直接持股比例 10.04%
2021年12月	公司非公开发行 A 股股票	云冶集团持股比例由 35.48% 下降到 32%，中铝股份持股比例下降 0.03pct;
2022年11月	公司通过非公开协议方式向中国铝业转让股份，转让份额占公司总股本的 19.00%	云冶集团不再为公司的控股股东，中铝股份成为公司第一大股东并成为公司控股股东

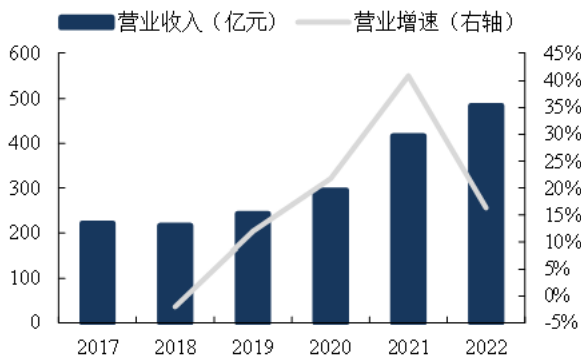
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

与中国铝业的“强强联手”产生了较好的协同效应。一方面，通过利益绑定，两家企业的行业地位得到巩固与提升，同时与电力供应商南网以及当地政府的博弈能力更强；另一方面，双方在上游资源、下游渠道等多方面实现调配与共享。尤其对于云铝来说，电解铝的原料氧化铝不足以自给，中铝作为稳定的上游资源供应商，使得云铝无需保持长期氧化铝高库存，降低了氧化铝存货波动。

### 1.3. 营收利润高速增长，深耕铝冶炼业务

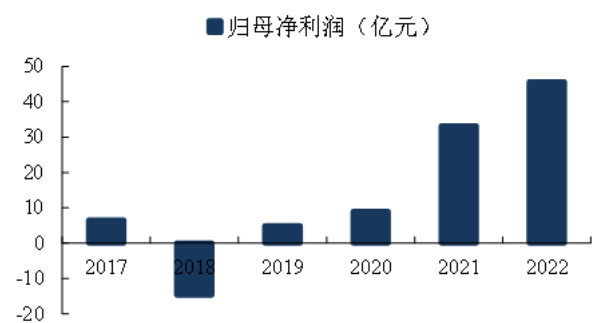
回溯公司近几年业绩表现，2017 年以后营业收入持续增长，而归母净利润在经历 2018 年净亏损 14.7 亿元后 2019 年扭亏为盈并在近三年高速增长。公司各环节产能稳步扩张，近五年营业收入持续上升。而 2018 年铝价下跌，公司依靠产能增长抹平了价跌的不利影响，但在当年计提了大量资产减值，一次性清理了历史包袱，导致 2018 年全年净亏损 14.7 亿元。2019 年，随着中铝的正式入主，公司在经营各方面持续发力，成功实现扭亏为盈，重新回到增长正轨。2021 年，公司经营业绩同比实现大幅提升，公司营业收入为 416.69 亿元，同比增加 40.90%，增速达到近几年峰值，公司归母净利润 33.19 亿元，同比增长 267.74%，经营业绩实现“三连增”，创历史新高。

图4：公司近五年营业收入持续高增长



数据来源：Choice，东吴证券研究所

图5：2019年起公司业绩扭亏为盈并高速增长

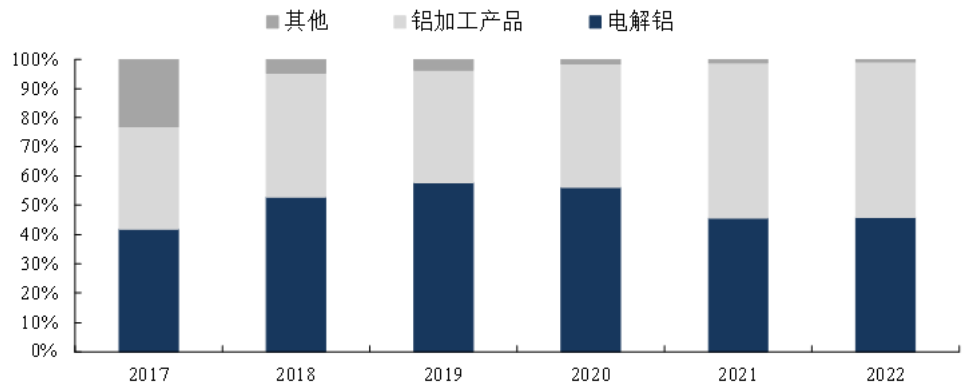


数据来源：Choice，东吴证券研究所



从营收构成角度，2018 年公司剥离了其他资产包袱，公司的电解铝和铝加工产品成为了绝对核心的营收来源，两项业务各自占比稳定。根据公司 2022 年报披露，电解铝产品主营收入为 223.37 亿元，占收入比例超四成；铝加工产品营收 257.12 亿元，贡献了剩余近六成收入。两者毛利率分别为 17.18%和 13.16%。公司的铝土矿及氧化铝产能均未直接创收，产品全部供给本公司下游生产，体现其产业链一体化模式，其余氧化铝原料通过中铝的渠道采购获得。

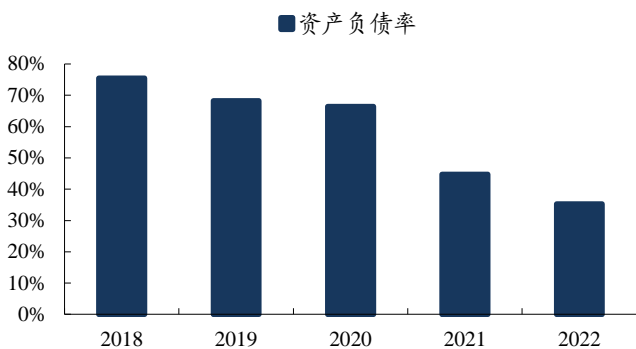
图6：公司去除其他业务包袱，专注电解铝和铝加工产品业务



数据来源：Choice，东吴证券研究所

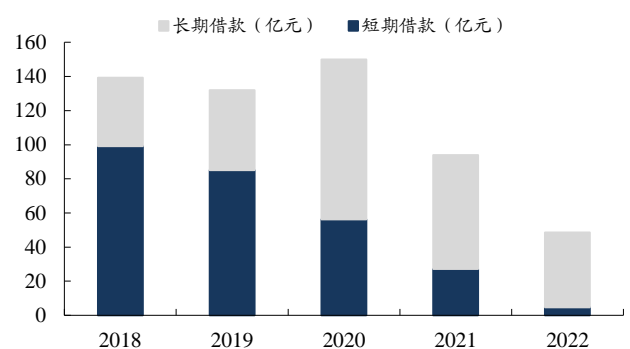
财务方面，受益于中铝入主，公司作为国资控股企业，财务结构逐渐优化。公司自 2021 年以来资产负债率逐渐下降，从 2018 年末近 75%回落至 2022 年末的 35%。此外公司有息债券结构不断优化，短期借款占比相对减少，长期借款占比有所提升，减小了公司的短期还款压力，负债质量逐渐提升。另外，公司近两年应收账款及应收票据也大幅减少。

图7：公司近两年资产负债率快速下降



数据来源：Choice，东吴证券研究所

图8：公司有息负债结构持续优化

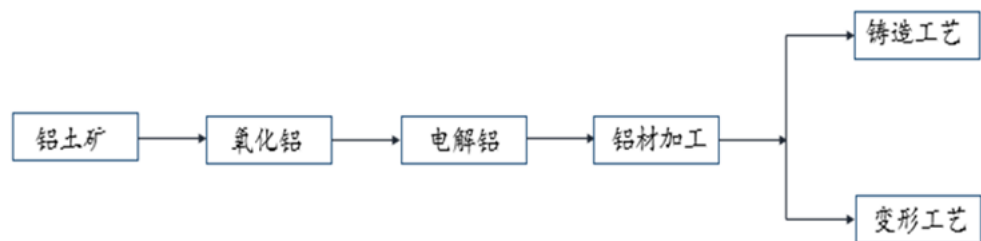


数据来源：Choice，东吴证券研究所

## 2. 电解铝：供需持续向好，成本或有让利

铝（Al）是一种银白色金属，在地壳中含量仅次于氧和硅，具有轻便性、高导电性、高导热性、耐腐蚀性等优良特性，是机械、电力、航空航天、船舶制造、汽车制造、包装、建筑、交通运输和房地产等行业的重要材料，在国民经济中占有重要地位。

图9：铝行业产业链



数据来源：mymetal，东吴证券研究所

### 2.1. 供给瓶颈已近，限电加剧紧缺

经过二十多年来的高速发展，我国近几年电解铝产能增速放缓。根据 ALD，从 2001 年至 2017 年，中国电解铝产量从 385 万吨增至 4356 万吨高位，年复合增速达 15.83%。从 2015 年开始，我国电解铝产量全球占比超过 50%。受去产能的影响，2017 年增速较 2016 年 9.8% 的增速出现断崖式下滑，仅为 2.8%，随后 2018 年产能下滑 8.5%，仅为 3986 万吨。2019 年增长 2.9%，重回 4100 万吨水平。根据 choice 行业经济数据，2020 年-2022 年国内电解铝产量分别为 3732 万吨、3892 万吨、4039 万吨。

**电解铝产能逼近天花板，产能减量置换为大趋势。**电解铝供给侧改革开始于 2017 年，2018 年颁布的《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》逐步确立了电解铝行业的产能天花板为 4500 万吨；截止 2023 年 1 月，我国电解铝建成产能为 4423 万吨，未来增量有限；有效产能为 4029 万吨。

2023 年 2 月 18 日左右，云南省电解铝企业再度收到了压减用电负荷的限电通知。当地电解铝企业要以 2022 年 9 月云南省第一轮限电初期的生产和用电为基础，压减负荷比例扩大至 40% 左右。这是继 2022 年 9 月的两轮限电之后的第三轮大规模限电。2022 年 9 月 10 日左右，云南电解铝行业开启第一轮限电，初步压减 10% 用电负荷。9 月 16 日左右，云南电解铝行业又开启了第二轮限电，压减用电负荷加大至 15%-30% 不等。

表3: 西南地区限产举措

省份	时间	限产政策
云南	2021年5月	对各地州用电企业应急错峰限电, 错峰限电量为10-30%
	2021年9-12月	工业硅企业和黄磷生产线月均产量不得超过8月份产量的10% (即削减90%产量)
	2022年9月	电解铝行业第一轮限电, 初步压减10%用电负荷
	2022年9月	电解铝行业第二轮限电, 压减用电负荷加大至15%-30%不等
	2023年2月	第三轮压减负荷比例扩大至40%左右。在528万吨运行产能的基础上, 减产约211万吨左右
贵州	2022年12月	第一轮各电解铝企业暂按70万千瓦总规模调减
	2022年12月	第二轮电解铝企业按照30万千瓦总规模压减负荷
	2023年1月	第三轮对五户电解铝企业实施停槽减负荷50万千瓦
广西	2019年5月	对高耗能、高排放企业错峰、限电
	2021年9月	对电解铝、氧化铝、钢铁、水泥等高耗能企业实行限产减产

数据来源: mysteel, 东吴证券研究所

作为云南省内的第二大电源, 火电肩负着调节水电出力不均的重要责任。不过在2020年之前, 云南省内火电在发电小时数方面被水电大幅度挤压。2019年12月, 国电宣威电厂申请破产清算, 就是云南火电生存状况堪忧的集中体现。根据《云南省能源发展规划(2016—2020年)》及《云南省能源保障网五年行动计划(2016—2020年)》, “十二五”期间, 云南火电利用小时数极低, 从2010年的4855小时下降至2015年的1550小时, 火电企业亏损严重, “十二五”累计亏损额超过100亿元, 且有扩大态势。一面是云南水电开发规模不断扩大, 另一面是云南的火电规模踟躇不前。最终结构失衡, 火电难以为整个电力系统通过兜底支撑。

## 2.2. 光伏+新能源车需求显著增长

地产需求: 地产三支箭保交楼, 后周期电解铝有望率先受益。2022年11月23日, 央行、银保监会发布“金融16条”, “第一支箭”落地超80家房企获银行意向性授信逾3万亿元。中国银行间市场交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具(“第二支箭”), 支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。“第三支箭”是民营企业股权融资支持工具。但“三支箭”着力消化房企的存量资产, 保证现有项目的正常交付, 从而实现“保交楼, 保民生”, 因此对于稳健经营的房企是一大利好, 对中高风险房企的作用有限。但爆雷房企也可以通过重组清理债务关系, 提高行业集中度。

表4: 地产三支箭

一、信贷	二、债券	三、股权
国有六大行向优质房企提供万亿级	支持包括房地产企业在内的民营企	重启房企股权融资, 恢复涉房上市

授信额度，目前约 80 家全国或地方性房企获得银行的融资支持。在已披露对房企授信总额度的银行中，授信总额度较大的工商银行、中国银行、浦发银行，对房企授信总额度分别为 6550 亿元、6000 亿元和 5300 亿元。

业发债融资，额度为 2500 亿元。截至目前，在“第二支箭”扩容下已有 8 家房企披露储架式注册发行总金额达到 1210 亿元。

公司并购重组及配套融资，恢复上市房企和涉房上市公司再融资，调整完善房地产企业境外市场上市政策，进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用，积极发挥私募股权投资基金作用。

数据来源：观点网，东吴证券研究所

### 新能源需求：光伏+汽车轻量化拉动。

1) 光伏电站建设：建设装机 1 兆瓦光伏电站，需要消耗 70 吨玻璃、56 吨钢材、19 吨铝、7 吨铜和 7 吨硅。

2) 汽车轻量化拉动：根据国际铝协数据，2020 年国内传统乘用车/纯电动/混动新能源乘用车单车用铝量分别为 138.6/157.9/198.1kg，其预计到 2025 年中国传统燃油车/纯电动/插电混动车的单车用铝量能分别提升至 180/227/238kg。

表5：电力行业用铝情况

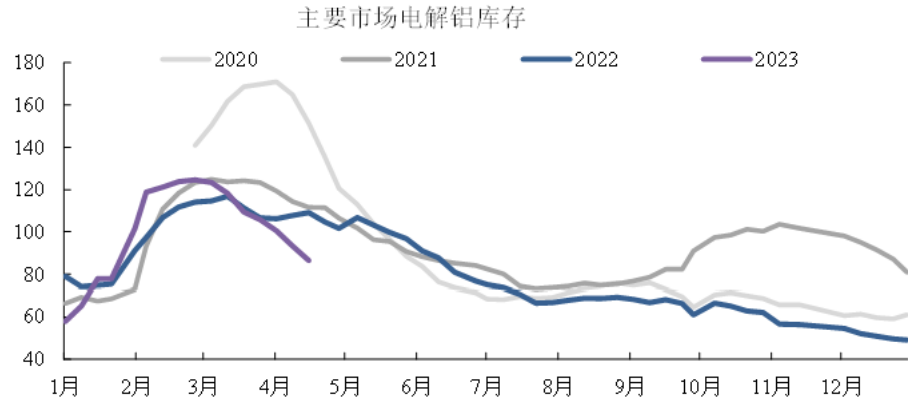
	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E
非光伏用铝（万吨）	353.5	357.0	361.3	363.1	366.7
YOY		1.0%	1.2%	0.5%	1%
光伏新增装机量（Gwh）	30.2	45.0	65.0	85.0	115.0
光伏用铝（万吨）	57.4	85.5	123.5	161.5	218.5
YOY		48.9%	44.4%	30.8%	35.3%
电力行业用铝总计（万吨）	410.9	442.5	484.8	524.6	585.2
YOY		7.7%	9.6%	8.2%	11.6%
光伏用铝行业占比	14.0%	19.3%	25.5%	30.8%	37.3%

数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

### 2.3. 库存加速去化

得益于电解铝下游地产开工回暖，汽车轻量化和光伏电站建设旺盛，电解铝迅速去库；根据我国主要市场（上海、无锡等地）电解铝库存数据，2023 年 4 月 20 日库存仅为 86 万吨，同比下滑 19%、周度环比下滑 14%。

图10：主要市场电解铝库存迅速去化（单位：万吨）



数据来源: mysteel, 东吴证券研究所

#### 2.4. 供需平衡: 2023 年电解铝供需有望反转

2022 年新建投产产能+复产产能有近 100 万吨释放空间, 2022 年电解铝产能为 4423.4 万吨, 产能增速为 3.4%, 产能增量为 145.5 万吨, 产能利用率为 91.3%; 2023 年产能增量将放缓至 82.5 万吨, 产能增速 1.8%, 产能利用率为 91.4%。2022 年电解铝产量预计为 4038.0 万吨, 同比增长 3.6%; 2023 年电解铝产量预计为 4120.0 万吨, 同比增长 2.0%。2022 年电解铝消费量预计为 4020.7 万吨, 同比降低 2.3%; 2023 年电解铝消费量预计为 4217.4 万吨, 同比增长 4.9%。每年都存在一定的进口量, 预计 2022 供大于求 49.3 万吨, 预计 2023 年供小于求, 存在供需缺口 17.4 万吨。

表6: 2023 年电解铝供需有望反转

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E
电解铝产能 (万吨)	4100.5	4253.9	4277.9	4423.4	4505.9
产能增量 (万吨)		153.4	24.0	145.5	82.5
产能利用率	87.1%	87.5%	91.1%	91.3%	91.4%
电解铝产量 (万吨)	3573.0	3724.0	3898.0	4038.0	4120.0
YOY		4.2%	4.7%	3.6%	2.0%
电解铝消费量 (万吨)	3570.0	3840.7	4117.4	4020.7	4217.4
YOY		7.6%	7.2%	-2.3%	4.9%
净进口 (万吨)	-0.1	105.0	156.0	32.0	80.0
抛储 (万吨)			28.0		
缺口 (万吨)	2.9	(11.7)	(35.4)	49.3	(17.4)

数据来源: 百川盈孚, 国家统计局, 东吴证券研究所测算

**盈利重回中高水平。**得益于氧化铝、煤价偏弱运行, 铝价高位震荡, 电解铝盈利触底回升, 截至 2023 年 4 月下旬, 吨铝平均毛利重回 2000 元以上水平。

图11: 电解铝盈利触底回升 (元/吨)



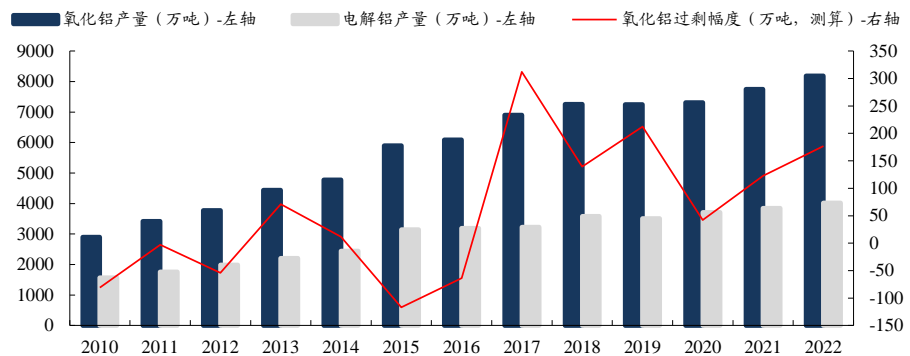
数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所测算

### 2.5. 氧化铝过剩+煤价走弱, 成本有望让利

**氧化铝过剩, 价格弱运行, 行业利润空间受挤压。**对比全球氧化铝和电解铝年产量, 氧化铝产量增速和增幅与电解铝相较, 有明显的增长正差额。结合氧化铝与电解铝需求端勾稽关系, 氧化铝在全球范围内产量过剩, 价格弱势运行, 行业整体利润空间压缩, 利好电解铝原材料成本。

中国氧化铝和电解铝同样出现同步的增长变化, 且中国氧化铝的产量增速远高于全球增速, 由此产生的氧化铝过剩产量对国内电解铝成本影响很可能更明显。

图12: 我国氧化铝产量长期过剩 (单位: 万吨)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所测算

**动力煤价格有望下降，成本有望让利：**截至 2023 年 4 月 25 日，大同动力煤（车板价）价格下跌至 885 元/吨，回归至历史中低水平，成本端降低电解铝行业压力，给盈利回升空间。

图13：动力煤价格下降



数据来源：Choice，东吴证券研究所

### 3. 吨铝市值行业最低，涨价弹性领先行业

根据各公司电解铝权益产能和市值，我们测算可得云铝股份吨市值为可比公司最低，仅为 2 万元，远低于可比公司。

表7：公司吨铝市值行业最低

	市值（亿元）	权益产能（万吨）	吨铝市值（万元）
云铝股份	488	254	1.9
神火股份	353	120	2.9
天山铝业	330	120	2.8
中国铝业	1100	392	2.8

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

在 2022 年的成本与费用的基准上，考虑公司用电成本为云南水电价，因此简单假设铝价在 2022 年电解铝价格基础上下波动。当电解铝价格上涨 10%时，公司 2022 年 PE 有望从 11 倍下降至 6 倍，估值水平快速下降，表明公司业绩弹性较大。

表8: 公司业绩弹性测算

PE(倍)		产量 (万吨)				
		0%	3%	5%	10%	
		265	273	278	292	
电解铝价格 (万元/吨)	-10%	1.79	51	50	49	47
	-5%	1.89	18	17	17	16
	-3%	1.93	14	14	13	13
	0%	1.99	11	10	10	10
	3%	2.05	9	8	8	8
	5%	2.09	8	8	7	7
	10%	2.19	6	6	6	5
	15%	2.29	5	5	5	4
20%	2.39	4	4	4	4	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

#### 4. 产业链系统发展, 实现由矿到合金全覆盖

立足于水电铝业务, 公司积极推行产业一体化, 构建了从铝土矿、氧化铝、电解铝到终端产品绿色铝完整产业链, 减少中间原材料加工费用, 控制上游原料成本, 挖掘降本空间, 提升原料自给率, 抵御外部价格波动风险; 下游增加产品附加值, 探索新的利润增长点。

图14: 公司产业链各端产能情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所



#### 4.1. 上游：依托资源优势提升自给率，控制原料成本

公司铝土矿资源丰富，持有 5 宗采矿权和 4 宗在办矿转采。云铝股份铝土矿资源主要集中在云南省文山市，文山市已经探获铝土矿储量 1.5 亿吨，可开发储量 1.1 亿吨，远景储量 2 亿吨以上，储量占全省 80% 以上，居全省第一位。截至 2021 年 6 月云铝文山持有的 5 宗采矿权中铝土矿合计保有资源量约为 1170 万吨。同时，云铝文山目前正在办理 4 宗勘查许可证转为采矿许可证的手续，探明储量合计约为 5800 万吨，预计可开采 10 年左右。上述项目相关“探转采”手续均按计划开展。

表9：公司铝土矿资源（平方公里）

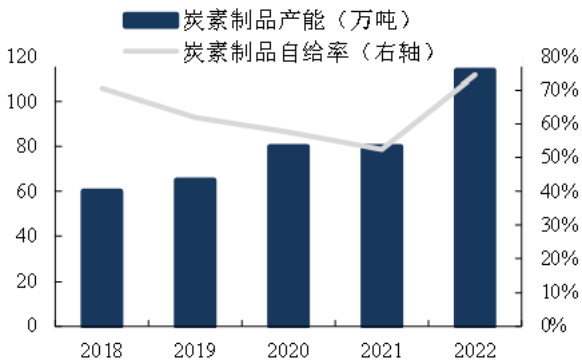
矿山名称	矿产类型	矿区面积	有效期
红舍克铝土矿	采矿权	2.24	2018.6-2022.6
卖酒坪铝土矿	采矿权	9.44	2020.9-2021.9
板茂铝土矿	采矿权	1.49	2018.4-2026.4
歪山头铝土矿	采矿权	1.75	2019.7-2026.7
麻栗坡县铁厂铝土矿	采矿权	3.73	2021.3-2028.3
大石盆铝土矿	探转采	/	/
杨柳井铝土矿	探转采	/	/
菲尺角铝土矿	探转采	/	/
天生桥铝土矿	探转采	/	/

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司依托资源优势扩大产能，力求提升自给率。公司着力加大文山地区铝土矿开发力度，依托自有铝土矿资源优势，云铝文山已形成年产 140 万吨氧化铝生产规模，氧化铝产能利用率自 2019 年开始回升。2017 年后由于公司在水电铝产能上的逐步扩产，公司炭素制品的自给率有所下滑。随着近年公司炭素制品新增产能逐渐释放，公司已具备铝用阳极炭素产能 80 万吨，公司与索通发展合资设立的云南索通炭素阳极项目已顺利投产，公司权益炭素产能达到 113.5 万吨，以 1 吨电解铝消耗 0.5 吨铝土矿计算，公司铝用炭素自给率提升至 74%。

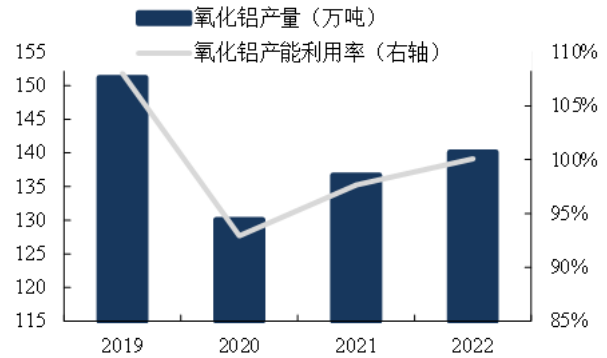
公司大力降低原料成本。氧化铝和电力成本占到了生产水电铝成本的 70% 以上，其余组成部分包括阳极炭素、冰晶石、氟化铝等。其中，氧化铝除了公司具有的 140 万吨产能自供以外，不足部分由中国铝业供给。随着云冶集团 18 年并入中铝名下，中国铝业将保证公司氧化铝供给量和价格的稳定，公司无需保持较高氧化铝库存，减轻了库存负担。

图15: 公司炭素制品自给率回升到 70%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图16: 氧化铝产能利用率回升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司在铝土矿—氧化铝及铝用炭素方面的资源优势为公司控制生产成本, 规避大宗原辅料价格波动风险提供坚强保障。

#### 4.2. 中游: 产能规模行业领先

自 2017 年以来, 公司的水电铝产能逐年有着较大的提升, 从 2017 年约 150 万吨, 增加至 2021 年的 305 万吨, CAGR 达到 30%以上。撇开铝市场供需关系变化导致的价格波动, 公司近几年在产能扩张上具有相当高的弹性以及成长性。随着多个项目的落地投产, 公司的新增产能将得到加速释放, 产能全球排名跃居第六。

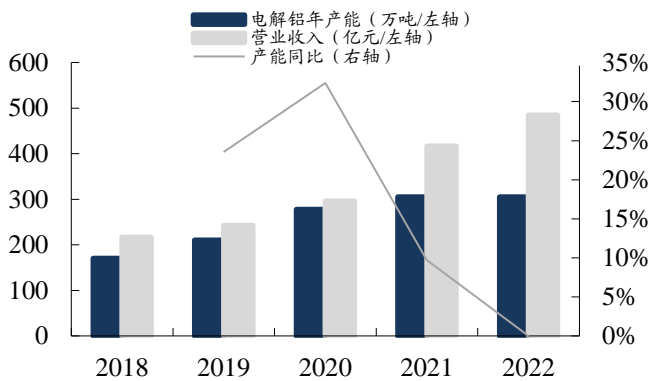
表10: 公司历年落地水电铝产能以及在建产能一览

项目主体	年产能	建成投产时间	项目地点	持股比例
云铝本部	20 万吨	2003 年以前	昆明	100%
云铝涌鑫	32 万吨	2012 年	建水	67.33%
云铝润鑫	25 万吨	2012 年	个旧	70.14%
云铝泽鑫	30 万吨	2013 年	富源	100%
云铝涪鑫	38 万吨	2017 年	曲靖	94.35%
云铝海鑫一期	35 万吨	2018 年 7 月	昭通	75%
云铝溢鑫一期	25 万吨	2019 年初	鹤庆	59.97%
云铝溢鑫二期	25 万吨	2020 年初	鹤庆	59.97%
文山铝业	50 万吨	2020 年 9 月	文山	100%
云铝海鑫二期	35 万吨	2022 年 4 月	昭通	75%
总产能	305 万吨	权益产能	264 万吨	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

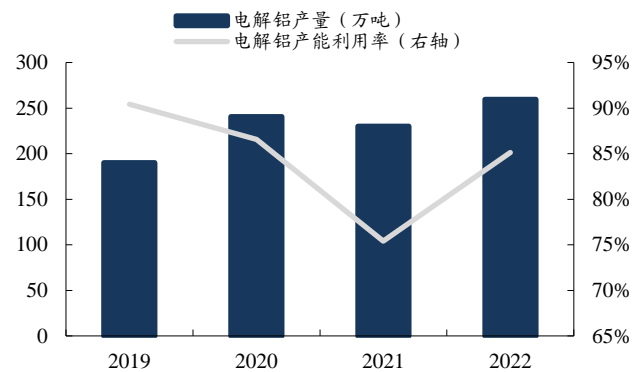
根据公司产能规划，到 2022 年底，公司拥有水电铝产能 305 万吨，同比 2018 同期大增 80%，权益产能超过 260 万吨，接近翻倍。从历年水电铝产能和公司营业收入的对应关系来看，两者有较强的同步性，新建产能将在次年完全释放，此外由于电解铝新建产能尚在爬坡，未能完全转化成产量，近两年产能利用率下调，未来随着产能项目的进一步建设，水电铝产量存在较大释放空间，叠加经济复苏带来盈利空间增大，公司未来业绩持续爆发值得期待。

图17: 公司产能和收入高速增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图18: 公司产量情况



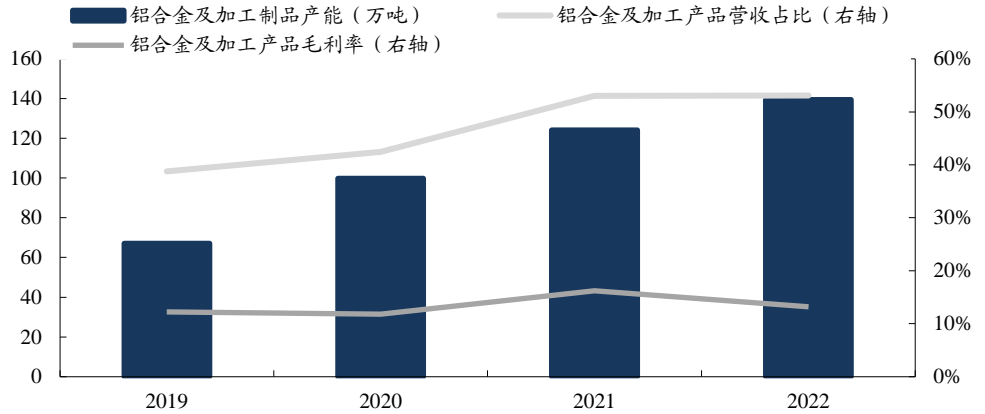
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 4.3. 下游：铝加工产品瞄准高端市场

下游产业链延伸方面，公司尤其瞄准了高端市场，推进铝加工产品向下游高端材料发展，有效延长、做强产业链。子公司云铝浩鑫作为国内最顶级的铝箔生产商，拥有包括铸轧法制备超薄铝箔技术在内的多个自主知识产权，生产技术全球领先。

截至 2022 年，公司已有 157 万吨铝合金及铝加工品产能，营业收入占总营收比例超五成。在产能同比去年同期增加超 10% 的情况下，营业收入同比例稳增，摆脱了疫情带来的不利影响后增速稳定，毛利率小幅波动但总体维持稳定。疫情期间，云铝浩鑫的产品超薄铝箔持续销往欧洲，尤其是大客户，作为全球电力自动化领军企业的瑞典 ABB 集团一直保持着稳定的订单，连续多年将浩鑫评为“优秀供应商”。

图19: 公司铝合金及铝加工品营收占比上升、毛利较稳定



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

此外，公司也将有先进新增下游产线投产。2019年12月，云铝涌顺年产15万吨中高端铝合金新材料项目顺利投产，预计今年将实现业绩增量。2020年8月，云铝38万吨高强高韧耐蚀铝合金项目建成投产，实现了该公司原铝合金化率100%。高强高韧耐蚀铝合金属于高端铝材产品，主要用于高铁、船舶、汽车、电子通讯、轨道交通等领域，有助于公司进一步打开高端铝材市场。云铝海鑫板锭、云铝溢鑫扁锭、云铝润鑫合金生产线正在全力以赴推进投产，帮助公司快速抢占市场，创造新优势。

图20：公司高端下游技术受云南新闻联播报道



数据来源：云南电视台，东吴证券研究所

图21：公司高端下游项目接连投产



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

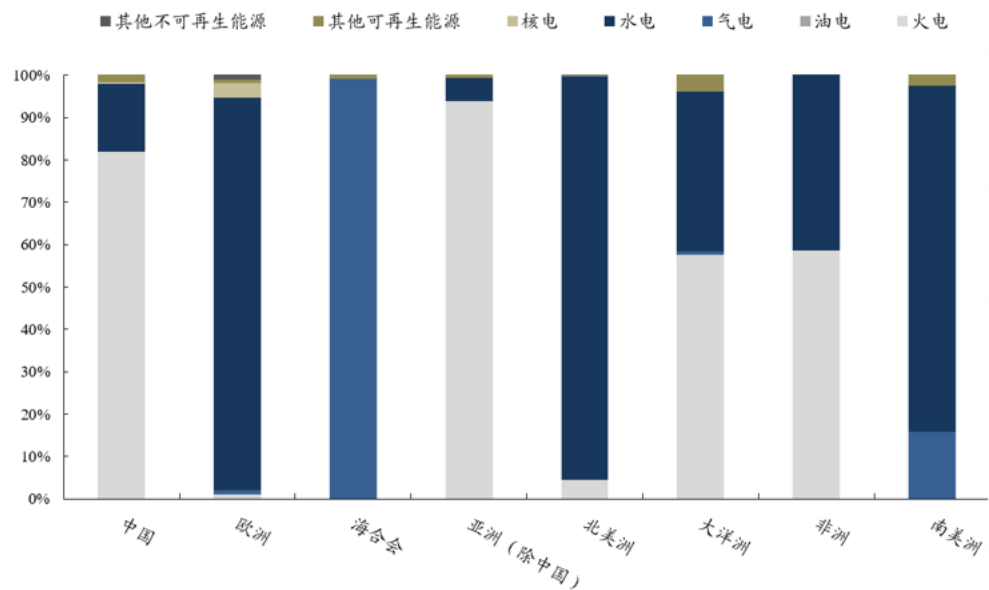
## 5. 绿色铝龙头，成本优势凸显

### 5.1. 有效纾解电解铝高能耗、高碳排痛点

电解铝为高能耗、高碳排放行业。能耗方面，生产1吨电解铝约需消耗电能13000~14000kWh。同时，电解铝行业也属于高碳排放的行业。电解铝排放分为发电和电解两部分：1) 电力环节中分为火电生产与水电生产，其中，使用火电生产1吨电解铝所排放的二氧化碳量约为11.2吨，而使用水电生产1吨电解铝所排放的二氧化碳量几乎为零。2) 电解环节中生产1吨电解铝所排放的二氧化碳约为1.8吨。2019年，电解铝行业二氧化碳总排放量约为4.12亿吨，约占全社会二氧化碳净排放量100亿吨的4%，约占全社会发电碳排放量45亿吨的9%，占比有色金属排放冶炼近60%。

近年来，我国电解铝行业用电结构中水电占比不断提升。我国电解铝行业用电模式分为自备电和网电。根据安泰科统计，2019年，自备电所占比例约为65%，均为火力发电；网电所占比例约为35%，其中火力发电约占21%，水电约占14%。随着我国推动推动电解铝绿色低碳转型政策的实施，截至2021年底，我国电解铝行业火电占比82%，水电占比提升至16%，虽然相较世界电解铝用电结构（火电占比57%，水电占比31%）还有差距，但随着电解铝行业产能置换进程的加快，水电等绿色产能的占比将进一步提高。

图22: 2021年世界电解铝用电结构



数据来源: IAI, 东吴证券研究所

表11: 2021年世界电解铝行业耗能 (单位: 千瓦时)

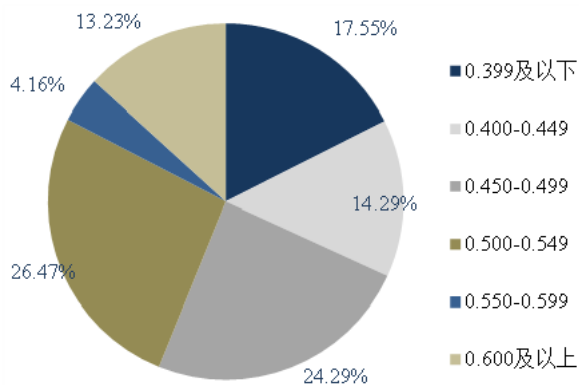
	火电	油电	气电	水电	核电	其他可再生 再生能源	其他不可 再生能源	总耗能
中国	426578	0	0	83235	2601	7803	0	520217

欧洲	1138	30	1230	97743	3553	789	1064	105546
海合会	0	5	77528	0	0	560	0	78093
亚洲（除中国）	20809	2	0	1218	0	112	0	22141
北美洲	2264	0	0	47323	48	0	6	49641
大洋洲	18058	0	212	11780	0	1201	0	31251
非洲	10832	0	0	7591	0	0	0	18423
南美洲	0	0	2842	14651	0	417	0	17910

数据来源：IAI，东吴证券研究所

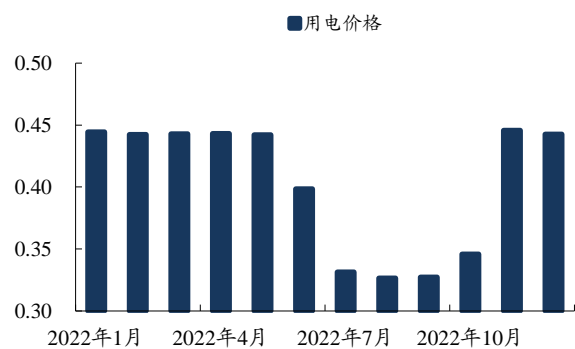
**绿电铝龙头，成本优势凸显。** 依托云南省丰富的绿色电力优势，2022 年公司生产用电结构中绿电比例达到约 88.6%。公司依托绿色能源生产的绿色铝与煤电铝相比，碳排放仅为煤电铝的约 20%左右。水电铝相比火电铝，除了用电成本更低，还有很好的减排效果。生产一吨水电铝，要比火电铝减少碳排放 10 吨以上，降幅达 90%，同时减少粉尘量 4 吨以上。尽管云南省政府从 2021 年 9 月份取消了 0.25 元/千瓦时的优惠电价政策，但相较于全国其他省份，云南省电价仍处于全国低位。云铝股份因产能全部位于云南，可以充分享受云南低价水电带来的成本优势，生产成本位于行业前 20%的低位水平。

图23：2023年3月电解铝企业综合用电价格（元/度）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所测算

图24：云南电解铝厂综合用电价格（元/度）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所测算

## 5.2. 欧洲碳税加码，未来成本优势显著

碳边界调整机制（Carbon Border Adjustment Mechanism, CBAM）是欧盟为应对气候变化和碳排放问题推出的一项新政策。该机制旨在确保进口产品与欧盟境内生产的同类产品享受相同的碳排放成本，以保护欧盟内部企业免受来自高碳排放国家的不公平竞争。CBAM 将对进口产品征收碳税，即根据产品的碳足迹计算应缴纳的税额，以此鼓励

非欧盟国家减少碳排放并提高能源效率。

2023年2月9日，欧洲议会环境、公共卫生和食品安全委员会（ENVI）正式通过欧洲碳边界调整机制（CBAM）协议，2023年10月1日生效，协议要求对钢铁、水泥、铝、化肥等领域征收碳关税，2026年开始起征，并逐步取消免费配额量，直至2034年全面取消。欧盟碳关税征收金额公式如下： $CBAM = \text{碳含量} \times (\text{欧盟碳支付成本} - \text{出口国碳支付成本})$ 。2023年4月18日，欧洲议会议员投票通过了包括碳边界调整机制（CBAM）在内的三项法案。该法规将于2026年生效，将首先涵盖钢铁、铝、水泥、化肥、电力和氢气的进口。从今年10月份开始，企业必须开始报告其进口商品的排放量，包括为海外工厂供电的发电厂排放的间接排放量。与此同时，欧盟正在逐步取消根据排放交易体系向欧洲制造商提供的免费配额。同时，4月18日的立法还批准了2026年至2034年完全淘汰免费配额的时间表。

欧盟是中国铝材及铝制品出口的主要目的地之一，因此，随着欧洲碳关税政策落地，中国铝材出口欧洲面临的绿色壁垒将进一步提高，对绿色铝标准提高将倒逼铝行业提供低碳铝。企业层面，若无清洁能源使用，铝业企业将要缴纳碳关税等费用，因此，终端用户将对铝材料供应商提出更高的低碳足迹要求，出口型铝企业为满足国外碳税，碳足迹等要求，绿电购买需求将不断攀升。除此之外，国内碳排放配额免费分配会降低水电铝企业的成本抬高超额排放企业的成本，因此，火电铝和水电铝的成本差异将逐渐增大。另一方面，水电铝厂可通过出售自身碳配额来实现更多的收入，未来若存在变为有偿分配的情况，将直接抬高火电铝厂的成本。作为国内最大的绿色铝供应商，云铝股份以绿色低碳作为核心竞争优势，与多家国内外知名企业建立了稳固的上下游供应链关系，同时致力于构建绿色铝完整产业链。因此长远来看，在欧洲碳关税政策和国家双碳战略的大背景下，公司存在较大的降本空间，绿色铝的经济价值将进一步提升。

## 6. 管理改善显著，资产质量提升

### 6.1. 国企改革持续推进，管理层购股参与分红

2022年11月，中国铝业收购公司19%股权，成为控股股东，持股29.1%。2022年云铝股份贡献归母净利润占中国铝业自身比例46.5%，公司业绩对中国铝业盈利影响明显增强。2021年11月中国铝业发布股权激励政策，扣非归母净利润不低于对标企业75%分位值和同行业平均水平，加之未来电解铝行业盈利回升，而中国铝业氧化铝在资产结构中占比较高，考虑到中国铝业的业绩诉求，这也会进一步促使子公司云铝股份通过改善管理等各种途径提高盈利能力。

在国企改革积极推动的背景下，加之管理层持股较多，股权和分红的激励又会反作用于促进改革和管理完善，提高公司经营效率和盈利能力。

表12: 高管持股情况 (截至 2022 年报)

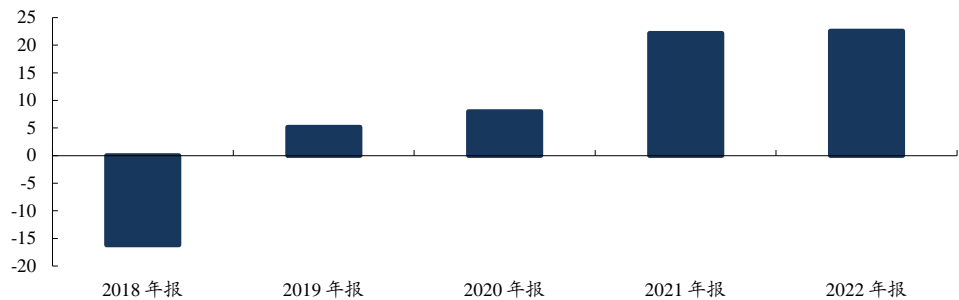
姓名	职务	持股数 (股)
陈德斌	高级副总裁, 董事	38206
丁吉林	董事	10000
焦云	党委副书记, 董事	5000
宁德纲	副总裁	5000
唐正忠	财务总监, 董事会秘书	5000
周飞	副总裁	800
骆灵芝	职工监事	200

数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

## 6.2. 财务报表和资产结构优化, 业绩释放可期

2019 年开始, 产能天花板约束显现, 供应减速开始, 氧化铝和铝价走势背离, 公司盈利持续优化, 同时管理有效改善。在多重因素影响下, 公司积极推动资产质量提升, 处置不良资产, 仅 2018 年到 2022 年间, 权益净利率 ROE 就得到了有效且大幅的增长, 公司盈利质量和资产质量同步明显提升。

图25: 2018 年-2022 年 ROE (%)

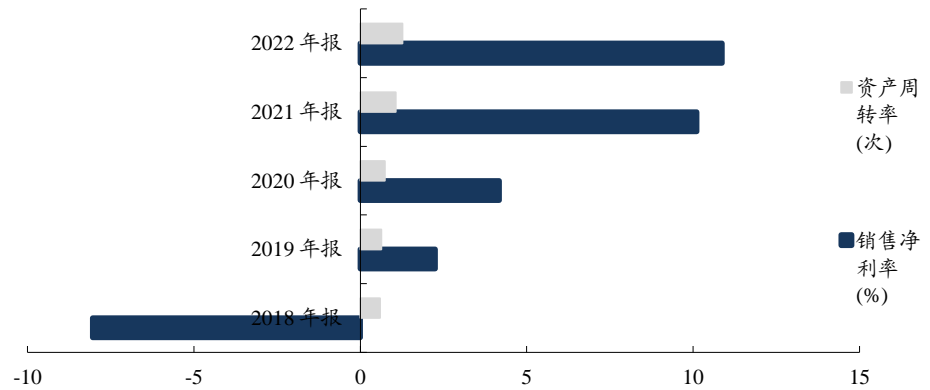


数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

2018 年到 2022 年间, 运营管理和资产利用效率提高, 对盈利质量显著提升的促进作用, 还体现在 2018-2022 期间资产周转率和销售净利率的迅猛增长。

图26: 2018 年-2022 年资产周转率和销售净利率

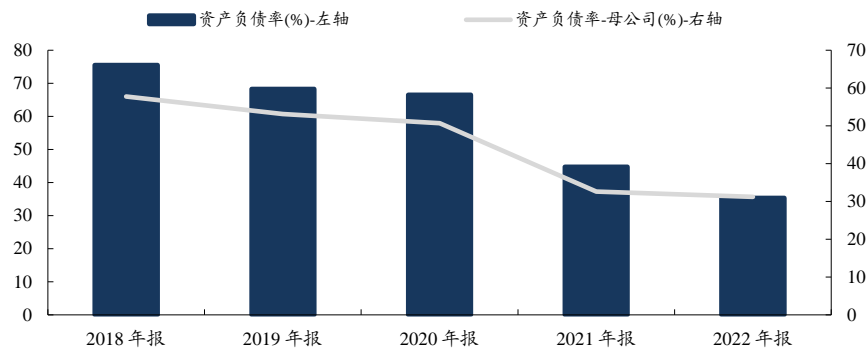




数据来源：iFinD，东吴证券研究所

除了营运能力和盈利水平，公司资产结构也明显优化，最终体现为 2018 年-2022 年资产负债率的不断降低，母公司受此影响和 ROE 变化影响，资产负债率同步下降；其中，不仅资产提质增量，是否发生负债的有效减少尤为重要。

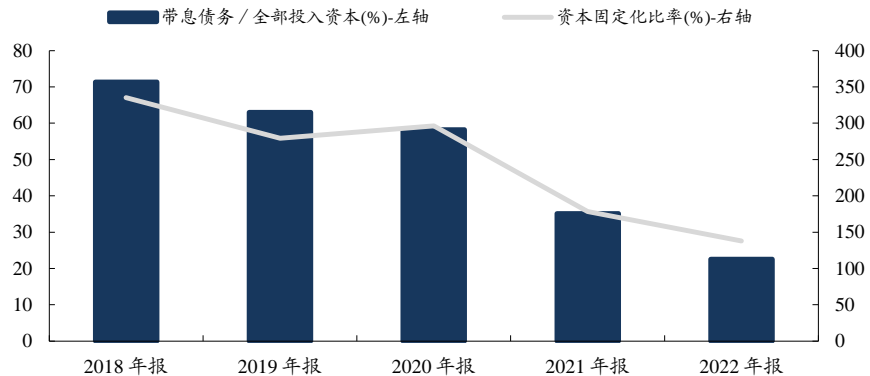
图27：2018 年-2022 年公司和母公司资产负债率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

根据 2018 年-2022 年年报数据分析发现，公司负债大幅下降。考虑公司随着盈利能力改善和资本周期扩张结束，现金充足，因此偿还债务，具体表现为 2018-2022 总负债和流动负债均快速减少，这也是公司资产结构优化的有效佐证。

图28：2018年-2022年有息债占全部资本比重和资本固定化比率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

同期间即2018年-2022年间，这部分资产结构变化的具体表现为带息债务占全部投入资本的比重明显降低，资本固定化比率大幅降低，这就意味着有息债是主要减少的负债部分，而且投入资本和资产也很可能获得增量，年报披露和筹资公告也证实了这一点。且资本固定化的程度有效减少，即流动资产大幅提升，这与资产周转率的提高是一致的，均是资产结构优化下，盈利质量提升和负债水平下降的有效证明。

## 7. 盈利预测与估值

根据公司产能扩张计划及宏观经济情况，我们做出以下假设：

- 1) 公司云铝海鑫水电铝项目二期全面投产，下游市场供需关系良好，假设公司电解铝业务2023/2024/2025年分别实现同比3.91%/12.77%/7.83%的营业收入增长；
- 2) 公司积极拓展产业链下游，增加铝加工产品产能，提升高端产品比重，假设公司铝加工产品业务2023/2024/2025年分别实现同比2.62%/8%/10.21%的营业收入增长；
- 3) 公司电解铝业务的成本端主要受原料价格、电力价格影响，收入端主要受大宗商品价格影响。预计未来氧化铝原料由于产能过剩价格低位运行；公司受益水电价格在全国范围内偏低，电力成本稳中有降；全球铝行业供需关系持续偏紧，假设未来铝价维持在14500元/吨水平。故假设公司未来三年电解铝毛利率小幅上升。
- 4) 公司铝产品加工业务增量提质，该业务毛利率呈上升趋势。

表13: 公司营收毛利拆分 (单位: 百万元)

		2022A	2023E	2024E	2025E
电解铝	营业收入	22336	23209	26172	28222
	YOY	16.47%	3.91%	12.77%	7.83%
	营业成本	18499	19048	21480	22126
	YOY	29.80%	2.97%	12.77%	3.01%
	毛利率	17.18%	17.93%	17.93%	21.60%
	毛利	3837	4161	4692	6096
	YOY	-22%	8%	13%	30%
铝加工产品	营业收入	25712	26386	28496	31405
	YOY	16.29%	2.62%	8.00%	10.21%
	营业成本	22329	22342	23721	26002
	YOY	20.57%	0.06%	6.17%	9.62%
	毛利率	13.16%	15.33%	16.76%	17.20%
	毛利	3383	4044	4775	5403
	YOY	-5%	20%	18%	13%
其他业务	营业收入	414	439	402	398
	YOY	-10.46%	6.04%	-8.43%	-1.00%
	营业成本	392	413	400	372
	YOY	-14.62%	5.36%	-3.15%	-7.00%
	毛利率	5.15%	5.92%	0.50%	6.53%
	毛利	22	26	2	26
	YOY	1000%	18.18%	-92.31%	1200.00%
合计	营业收入	48463	50034	55070	60025
	YOY	16.08%	3.24%	10.07%	9.00%
	营业成本	41222	41803	45601	48500
	YOY	24.04%	1.41%	9.09%	6.36%
	毛利率	14.94%	16.45%	17.19%	19.20%
	毛利	7241	8231	9469	11525
	YOY	-15%	13.67%	15.04%	21.71%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

我们预计公司 2023-2025 年实现营收分别为 500/551/600 亿元, 同比增速分别为 3%/10/9%; 实现归属母公司股东净利润分别为 51/58/78 亿元, 同比增速分别为 11%/15%/33%。对应 2023-2025 年的 PE 分别为 9/8/6 倍, 低于可比公司估值, 考虑公司业绩弹性较大、未来碳税加码有望享受成本优势, 且公司估值较低, 因此首次覆盖给予公司“买入”评级。

表14: 可比公司估值 (2023 年 5 月 6 日)

证券简称	股票代码	股价 (元/股)	PE			EPS (元/股)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
天山铝业	002532.sz	7.02	9	7	6	0.79	0.99	1.09
中国铝业	601600.sz	6.32	15	12	11	0.43	0.52	0.58
均值			12	10	9			
<b>云铝股份</b>	<b>000807.sz</b>	<b>13.56</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>1.46</b>	<b>1.69</b>	<b>2.25</b>

数据来源: 未加粗估值来自 Wind 一致预期, 其他由东吴证券研究所测算

## 8. 风险提示

### 1) 下游需求不及预期

电解铝需求主要来源于建筑、光伏、汽车尤其是新能源车。建筑端看来, 即使开工面积、销售面积大幅回升, 但增长不稳定, 后续存在回落风险; 光伏端看来, 增长向好但可能会受多方因素影响增量不稳; 汽车端看来, 汽车价格仍未企稳, 降价销售比例较高, 说明目前增长原因为经销商以价换量。因此整体需求处于底部回升状态, 但不排除后续需求低于预期。

### 2) 疫情反复导致铝价波动

若国内外疫情出现反复, 导致包括铝在内的大宗商品价格波动, 对电解铝吨利润产生较大影响。

### 3) 国内电解铝扩产超预期

电解铝产能理论上存在 4500 万吨的天花板, 但不排除电解铝生产企业因为高盈利而加大扩产力度, 扩产进度超预期, 导致供需格局反转。

## 云铝股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>8,246</b>	<b>11,060</b>	<b>15,863</b>	<b>22,909</b>	<b>营业总收入</b>	<b>48,463</b>	<b>50,034</b>	<b>55,070</b>	<b>60,025</b>
货币资金及交易性金融资产	3,045	5,762	10,075	16,727	营业成本(含金融类)	41,222	41,803	45,601	48,500
经营性应收款项	1,152	1,187	1,308	1,421	税金及附加	362	385	441	450
存货	3,918	3,973	4,334	4,609	销售费用	71	75	99	114
合同资产	0	0	0	0	管理费用	640	650	914	786
其他流动资产	131	137	146	151	研发费用	83	70	94	108
<b>非流动资产</b>	<b>30,814</b>	<b>36,107</b>	<b>37,913</b>	<b>40,322</b>	财务费用	233	48	10	-49
长期股权投资	489	489	505	527	加:其他收益	12	10	11	18
固定资产及使用权资产	24,516	29,218	30,637	32,615	投资净收益	121	0	46	67
在建工程	613	663	743	843	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	3,126	3,657	3,933	4,229	减值损失	-233	-890	-859	-784
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	153	5	6	6
长期待摊费用	62	72	87	99	<b>营业利润</b>	<b>5,905</b>	<b>6,127</b>	<b>7,115</b>	<b>9,422</b>
其他非流动资产	2,008	2,008	2,008	2,008	营业外净收支	2	1	0	1
<b>资产总计</b>	<b>39,059</b>	<b>47,167</b>	<b>53,776</b>	<b>63,230</b>	<b>利润总额</b>	<b>5,907</b>	<b>6,128</b>	<b>7,115</b>	<b>9,423</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,047</b>	<b>10,682</b>	<b>10,645</b>	<b>11,295</b>	减:所得税	639	662	769	1,019
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,129	1,659	1,659	1,659	<b>净利润</b>	<b>5,268</b>	<b>5,466</b>	<b>6,346</b>	<b>8,404</b>
经营性应付款项	5,812	7,586	7,460	8,041	减:少数股东损益	699	400	500	600
合同负债	138	249	256	260	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,569</b>	<b>5,066</b>	<b>5,846</b>	<b>7,804</b>
其他流动负债	968	1,187	1,269	1,335	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.32	1.46	1.69	2.25
非流动负债	4,736	5,236	5,536	5,936	EBIT	6,117	7,050	7,922	10,066
长期借款	4,377	4,877	5,177	5,577	EBITDA	7,936	8,819	9,559	11,781
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.94	16.45	17.19	19.20
租赁负债	29	29	29	29	归母净利率(%)	9.43	10.12	10.62	13.00
其他非流动负债	330	330	330	330	收入增长率(%)	16.08	3.24	10.07	9.00
<b>负债合计</b>	<b>13,783</b>	<b>15,918</b>	<b>16,181</b>	<b>17,231</b>	归母净利润增长率(%)	37.07	10.88	15.40	33.49
归属母公司股东权益	22,351	27,923	33,770	41,574					
少数股东权益	2,925	3,325	3,825	4,425					
<b>所有者权益合计</b>	<b>25,277</b>	<b>31,249</b>	<b>37,595</b>	<b>45,999</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>39,059</b>	<b>47,167</b>	<b>53,776</b>	<b>63,230</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6,914	10,228	8,370	11,198	每股净资产(元)	6.45	7.95	9.61	11.84
投资活动现金流	-1,033	-7,946	-4,251	-4,833	最新发行在外股份(百万股)	3,468	3,468	3,468	3,468
筹资活动现金流	-4,589	435	194	287	ROIC(%)	17.43	18.06	17.17	18.37
现金净增加额	1,297	2,717	4,313	6,652	ROE-摊薄(%)	20.44	18.14	17.31	18.77
折旧和摊销	1,820	1,769	1,637	1,714	资产负债率(%)	35.29	33.75	30.09	27.25
资本开支	-964	-7,936	-4,266	-4,866	P/E (现价&最新股本摊薄)	10.29	9.28	8.04	6.03
营运资本变动	-310	1,796	-600	195	P/B (现价)	2.10	1.71	1.41	1.15

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

