



云铝股份 (000807.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

吨铝电耗持续降低，原铝产量增长可期

事件

8月22日公司公布23半年报，1H23实现营收176.70亿元，同比-28.71%；归母净利15.15亿元，同比-43.16%；扣非归母净利14.91亿元，同比-43.70%。2Q23实现营收82.27亿元，环比-12.88%；归母净利6.30亿元，环比-28.75%；扣非归母净利6.11亿元，环比-30.53%。

点评

Q2 原铝盈利改善，合金化率提升优化产品结构。2Q23 长江有色铝均价 1.85 万元/吨，环比+0.35%，河南氧化铝均价 2939 元/吨，环比-1.7%，预焙阳极均价 5307 元/吨，环比-20.78%，按单吨原铝消耗 1.92 吨氧化铝和 0.45 吨预焙阳极计算，可降低原铝成本约 724 元/吨。(1) 1H23 公司生产氧化铝 73.32 万吨，同比+4.59%，生产原铝 97.4 万吨，同比-24.09%，生产炭素制品 37.97 万吨，同比-6.98%，电解铝板块营收 76.78 亿元，同比-35.74%，毛利率同比降低 1.23 个百分点至 18.37%，主因云南地区限电限产导致公司原铝产量同比下滑且同期铝价下跌。(2) 公司 22 年 12 月将浩鑫铝箔 100% 股权向中铝高端增资，剥离部分加工产能，1H23 公司生产铝合金及加工产品 57.65 万吨，同比-10.31%，合金化率达到 59.19%，较 22 年提升 5.45 个百分点，产品结构持续优化。1H23 铝加工产品营收 95.90 亿元，同比-24.02%，毛利率同比降低 2.33 个百分点至 13.51%。2Q23 公司综合毛利率降低 0.6 个百分点至 15.15%，ROE 降低 1.17 个百分点至 2.71%。

吨铝电耗持续降低，复产即将完成，原铝产量增长可期。公司 1H23 吨铝综合交流电耗降低 260kWh 以上，2H23 计划在此基础上继续降低 50kWh 以上，叠加云南低成本水电，持续巩固成本优势。公司加快厂区内光伏项目建设，累计装机容量 215MW，进一步保障绿电供应，提升原铝生产稳定性。欧盟启动碳关税政策后，水电铝绿色溢价有望进一步提升，公司产品盈利能力有望增强。据百川盈孚，23 年 6 月以来公司已复产原铝产能 116.2 万吨，仅剩 7 万吨待复产。预计随复产产能释放，公司原铝产量将迎来显著增长。

转让电解铝产能指标，助力集团资产盘活。公司拟向中国铝业青海分公司协议转让 10 万吨电解铝产能指标，有利于盘活闲置电解铝产能，优化集团产能布局。

深化费用管理，财务费用显著下降。公司偿还有息负债，6 月底资产负债率 27.74%，较 3 月底降低 4.08 个百分点，叠加借款利率降低，2Q23 财务费用 0.31 亿元，环比-11.97%，盈利能力持续提升。

盈利预测&投资评级

预计公司 23-25 年营收分别为 444/470/482 亿元，实现归母净利润分别为 49.39/59.55/68.71 亿元，EPS 分别为 1.42/1.72/1.98 元，对应 PE 分别为 10.05/8.34/7.23 倍。维持“买入”评级。

风险提示

铝价大幅波动；限电限产；原材料价格上涨。

金属材料组

分析师：李超 (执业 S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

分析师：宋洋 (执业 S1130523070004)

songyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.32 元

相关报告：

1. 《云铝股份：绿电铝龙头成本优势凸显》，2023.5.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41,669	48,463	44,434	47,029	48,195
营业收入增长率	40.90%	16.31%	-8.31%	5.84%	2.48%
归母净利润(百万元)	3,319	4,569	4,939	5,955	6,871
归母净利润增长率	267.74%	37.65%	8.11%	20.56%	15.38%
摊薄每股收益(元)	0.957	1.317	1.424	1.717	1.981
每股经营性现金流净额	1.84	1.99	2.05	2.80	3.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.25%	20.44%	18.50%	18.51%	17.82%
P/E	11.67	8.44	10.05	8.34	7.23
P/B	2.13	1.73	1.86	1.54	1.29

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	29,573	41,669	48,463	44,434	47,029	48,195
增长率		40.9%	16.3%	-8.3%	5.8%	2.5%
主营业务成本	-25,374	-33,180	-41,222	-36,407	-37,588	-37,588
%销售收入	85.8%	79.6%	85.1%	81.9%	79.9%	78.0%
毛利	4,199	8,488	7,241	8,027	9,441	10,607
%销售收入	14.2%	20.4%	14.9%	18.1%	20.1%	22.0%
营业税金及附加	-278	-327	-362	-340	-360	-369
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-629	-68	-71	-69	-73	-75
%销售收入	2.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-1,071	-774	-640	-706	-747	-766
%销售收入	3.6%	1.9%	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%
研发费用	-31	-55	-83	-67	-71	-73
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	2,190	7,264	6,085	6,844	8,189	9,324
%销售收入	7.4%	17.4%	12.6%	15.4%	17.4%	19.3%
财务费用	-647	-588	-233	-267	-266	-199
%销售收入	2.2%	1.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-372	-1,990	-233	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	32	1	121	0	0	0
%税前利润	2.4%	0.0%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,370	4,721	5,905	6,577	7,924	9,126
营业利润率	4.6%	11.3%	12.2%	14.8%	16.8%	18.9%
营业外收支	-14	-33	2	2	2	2
税前利润	1,357	4,688	5,907	6,579	7,925	9,127
利润率	4.6%	11.3%	12.2%	14.8%	16.9%	18.9%
所得税	-123	-476	-639	-689	-831	-957
所得税率	9.0%	10.1%	10.8%	10.5%	10.5%	10.5%
净利润	1,234	4,212	5,268	5,889	7,095	8,171
少数股东损益	331	893	699	950	1,140	1,300
归属于母公司的净利润	903	3,319	4,569	4,939	5,955	6,871
净利率	3.1%	8.0%	9.4%	11.1%	12.7%	14.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,234	4,212	5,268	5,889	7,095	8,171
少数股东损益	331	893	699	950	1,140	1,300
非现金支出	1,955	3,860	2,070	1,838	2,085	2,401
非经营收益	640	398	48	838	487	465
营运资金变动	1,152	-2,078	-472	-1,457	55	40
经营活动现金净流	4,981	6,392	6,914	7,108	9,721	11,075
资本开支	-5,269	-1,271	-964	-4,325	-6,503	-8,503
投资	-55	63	-90	0	0	0
其他	83	26	20	0	0	0
投资活动现金净流	-5,242	-1,182	-1,033	-4,325	-6,503	-8,503
股权募资	63	3,049	0	0	0	0
债权募资	247	-6,472	-3,535	1,377	212	-1,091
其他	-2,765	-1,350	-1,054	-1,000	-974	-952
筹资活动现金净流	-2,455	-4,773	-4,589	376	-762	-2,043
现金净流量	-2,719	436	1,297	3,159	2,456	529

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,187	1,623	3,045	6,196	8,646	9,171
应收款项	511	340	1,067	1,352	1,431	1,467
存货	3,544	3,042	3,918	3,990	4,119	4,119
其他流动资产	809	356	216	387	396	396
流动资产	6,051	5,360	8,246	11,925	14,593	15,153
%总资产	14.8%	14.2%	21.1%	26.6%	28.1%	25.9%
长期投资	530	471	1,860	1,860	1,860	1,860
固定资产	30,114	27,849	24,993	27,220	31,208	36,887
%总资产	73.4%	73.6%	64.0%	60.8%	60.2%	63.0%
无形资产	3,053	3,296	3,188	3,635	4,073	4,505
非流动资产	34,967	32,477	30,814	32,844	37,264	43,368
%总资产	85.2%	85.8%	78.9%	73.4%	71.9%	74.1%
资产总计	41,019	37,837	39,059	44,769	51,857	58,521
短期借款	6,991	3,179	2,129	3,570	3,782	2,691
应付款项	9,648	5,565	6,250	5,219	5,388	5,388
其他流动负债	714	1,092	668	825	919	990
流动负债	17,353	9,836	9,047	9,614	10,089	9,069
长期贷款	9,358	6,667	4,377	4,377	4,377	4,377
其他长期负债	550	423	359	206	210	209
负债	27,260	16,927	13,783	14,197	14,676	13,656
普通股股东权益	11,806	18,191	22,351	26,696	32,165	38,550
其中：股本	3,128	3,468	3,468	3,468	3,468	3,468
未分配利润	299	3,495	7,534	11,988	17,457	23,842
少数股东权益	1,953	2,719	2,925	3,875	5,015	6,315
负债股东权益合计	41,019	37,837	39,059	44,769	51,857	58,521

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.289	0.957	1.317	1.424	1.717	1.981
每股净资产	3.774	5.246	6.445	7.698	9.275	11.116
每股经营现金净流	1.592	1.843	1.994	2.050	2.803	3.194
每股股利	0.000	0.113	0.160	0.140	0.140	0.140
回报率						
净资产收益率	7.65%	18.25%	20.44%	18.50%	18.51%	17.82%
总资产收益率	2.20%	8.77%	11.70%	11.03%	11.48%	11.74%
投入资本收益率	6.61%	21.20%	17.06%	15.91%	16.17%	16.07%
增长率						
主营业务收入增长率	21.78%	40.90%	16.31%	-8.31%	5.84%	2.48%
EBIT增长率	39.06%	231.73%	-16.22%	12.47%	19.65%	13.86%
净利润增长率	82.25%	267.74%	37.65%	8.11%	20.56%	15.38%
总资产增长率	3.64%	-7.76%	3.23%	14.62%	15.83%	12.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.5	0.9	3.7	4.0	4.0	4.0
存货周转天数	49.8	36.2	30.8	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	95.2	68.1	40.1	40.1	40.1	40.1
固定资产周转天数	347.0	221.0	183.6	210.3	214.2	229.3
偿债能力						
净负债/股东权益	110.20%	39.33%	13.69%	5.73%	-1.31%	-4.69%
EBIT利息保障倍数	3.4	12.4	26.1	25.6	30.8	46.9
资产负债率	66.46%	44.74%	35.29%	31.71%	28.30%	23.33%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-05-31	买入	12.34	14.24~14.24

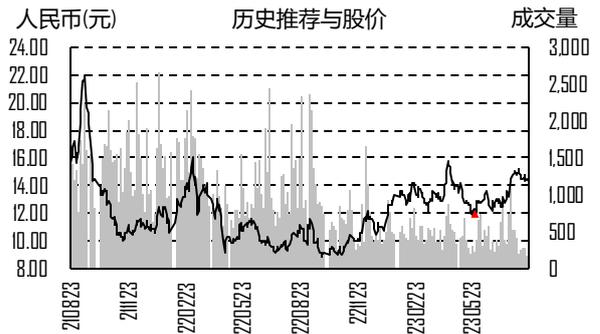
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究