

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

云铝股份 (000807.SZ)

投资评级

上次评级

张航 金属&amp;新材料行业首席分析师

执业编号: S1500523080009

邮箱: zhanghang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 减产及成本上行影响，Q2 业绩略低预期

2023年08月24日

- **事件:** 公司发布 2023 年半年报, 2023 年 H1 公司实现营业收入 176.7 亿元, 同比下降 28.71%; 归母净利润 15.15 亿元, 同比下降 43.16%。Q2 实现营业收入 82.27 亿元, 同比下降 40.76%、环比下降 12.88%; 归母净利润 6.3 亿元, 同比下降 59.1%、环比下降 28.75%。
- **限产拖累业绩:** 1) 公司上半年生产电解铝 97.4 万吨, 同比下降 30.9 万吨。受云南上半年压减电力负荷影响, 公司 Q2 减产产能约 42.2 万吨/年, 影响公司电解铝产量。2) 价格方面, 上半年电解铝均价为 18488 元/吨, 同比下降 13.6%; Q2 电解铝均价为 18520 元/吨, 同比、环比分别下降 10.1%、增长 0.3%。3) 成本端预焙阳极 Q2 均价 5485 元/吨, 同比下降 30.2%, 环比下降 20.3%; 氧化铝 Q2 均价 3083 元/吨, 环比下降 1.7%, 同比下降 9.1%; Q2 云南基准电价 0.255 元/kwh, 环比-0.02 元/kwh, 电解铝原材料成本明显下降, 不计启停槽费用, 测算成本约 13640 元/吨(不含税), H1 平均理论成本约 14032 元/吨(不含税)。根据公司成本测算, 公司 H1 电解铝生产成本接近 15000 元/吨(不含税), 成本略高于预期。
- **资产负债表持续优化, 电解铝复产有望带来业绩释放:** 1) 随着盈利改善以及资本扩张结束, 公司资产负债表及利润表优化明显。H1 资产负债率为 27.74%, 同比下降 10.57 个 pct, 期间费用下降 2.39 亿元, 同时公司在 2021 年计提减值充分, 2022 年后轻装上阵, 保障公司业绩。2) 云南复产稳步推进, 公司此前减产 123.2 万吨/年产能陆续复产, 当前已复产约 116.2 万吨/年, 产能陆续复产叠加成本端偏低位运行, 有望带来公司 Q3 业绩释放。
- **需求淡季不淡, 继续看好铝价上行趋势:** 短期云南复产释放增量或对供给形成干扰, 但当前需求受国内利好政策刺激, 表现淡季不淡, 铝棒及铝锭仍继续维持去库态势。从盈利端来看, 当前行业平均净利润维持在 1800-1900 元/吨, 位于历史盈利区间高位。我们预计伴随需求旺季来临, 云南复产接近尾声叠加库存低点, 将会继续支撑铝价上行趋势, 行业盈利有望继续走阔。
- **盈利预测:** 我们预计 2023-2025 年摊薄每股收益分别为 0.98 元、1.44 元、2.03 元, 当前股价对应的 PE 分别为 14x、10x、7x。
- **风险因素:** 电解铝需求不及预期, 云南电解铝产能生产受限。

主要财务指标 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	41,751	48,463	39,905	46,573	50,211
同比(%)	41.2%	16.1%	-17.7%	16.7%	7.8%
归属母公司净利润	3,333	4,569	3,388	4,997	7,052
同比(%)	269.3%	37.1%	-25.8%	47.5%	41.1%
毛利率(%)	20.4%	14.9%	14.3%	16.9%	21.0%
ROE(%)	18.3%	20.4%	13.2%	16.4%	18.9%
EPS (摊薄) (元)	1.07	1.32	0.98	1.44	2.03
P/E	10.44	8.42	14.49	9.83	6.96
P/B	2.13	1.73	1.92	1.61	1.32
EV/EBITDA	5.13	5.30	7.19	4.76	2.80

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 8 月 24 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	5,360	8,246	10,730	18,745	29,007	
货币资金	1,623	3,045	6,372	13,806	23,897	
应收票据	67	0	22	26	28	
应收账款	35	960	790	922	994	
预付账款	104	120	100	113	116	
存货	3,042	3,918	3,250	3,676	3,768	
其他	491	203	197	202	204	
<b>非流动资产</b>	32,333	30,814	28,342	25,853	23,351	
长期股权投资	407	489	571	653	735	
固定资产(合计)	25,152	24,380	21,771	19,146	16,508	
无形资产	3,174	3,126	3,080	3,035	2,989	
其他	3,600	2,819	2,919	3,019	3,119	
<b>资产总计</b>	37,694	39,059	39,072	44,598	52,358	
<b>流动负债</b>	9,836	9,047	5,654	5,587	5,441	
短期借款	2,718	470	470	470	470	
应付票据	120	1,800	1,620	1,539	1,462	
应付账款	5,038	4,012	2,223	2,112	2,007	
其他	1,961	2,765	1,341	1,465	1,502	
<b>非流动负债</b>	6,931	4,736	4,347	4,347	4,347	
长期借款	6,667	4,377	3,988	3,988	3,988	
其他	264	359	359	359	359	
<b>负债合计</b>	16,767	13,783	10,001	9,934	9,788	
少数股东权益	2,721	2,925	3,432	4,178	5,232	
归属母公司股东权益	18,205	22,351	25,639	30,486	37,338	
<b>负债和股东权益</b>	37,694	39,059	39,072	44,598	52,358	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	41,751	48,463	39,905	46,573	50,211	
同比(%)	41.2%	16.1%	-17.7%	16.7%	7.8%	
归属母公司净利润	3,333	4,569	3,388	4,997	7,052	
同比(%)	269.3	37.1%	-25.8%	47.5%	41.1%	
毛利率(%)	20.4%	14.9%	14.3%	16.9%	21.0%	
ROE%	18.3%	20.4%	13.2%	16.4%	18.9%	
EPS(摊薄)(元)	1.07	1.32	0.98	1.44	2.03	
P/E	10.44	8.42	14.49	9.83	6.96	
P/B	2.13	1.73	1.92	1.61	1.32	
EV/EBITDA	5.13	5.30	7.19	4.76	2.80	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	41,75	48,463	39,905	46,573	50,211	
营业成本	33,23	41,222	34,194	38,679	39,644	
营业税金及附加	327	362	319	373	402	
销售费用	68	71	40	47	50	
管理费用	770	640	479	559	603	
研发费用	55	83	22	26	28	
财务费用	588	233	147	114	62	
减值损失合计	-	-251	-357	-357	-357	
投资净收益	1	121	0	0	0	
其他	12	182	17	19	21	
<b>营业利润</b>	4,737	5,905	4,365	6,438	9,087	
营业外收支	-33	2	2	2	2	
<b>利润总额</b>	4,704	5,907	4,366	6,440	9,089	
所得税	476	639	472	696	983	
<b>净利润</b>	4,229	5,268	3,894	5,743	8,106	
少数股东损益	896	699	506	747	1,054	
<b>归属母公司净利润</b>	3,333	4,569	3,388	4,997	7,052	
EBITDA	9,158	7,936	6,622	8,439	10,745	
EPS(当年)(元)	1.07	1.32	0.98	1.44	2.03	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	6,962	6,914	5,725	8,257	10,967	
净利润	4,229	5,268	3,894	5,743	8,106	
折旧摊销	1,864	1,820	2,616	2,632	2,649	
财务费用	614	275	174	174	174	
投资损失	-1	-121	0	0	0	
营运资金变	-1,514	-472	-1,313	-647	-317	
其它	1,770	144	355	355	355	
<b>投资活动现金流</b>	-1,182	-1,033	-499	-499	-502	
资本支出	-1,271	-964	-416	-416	-420	
长期投资	63	-90	-82	-82	-82	
其他	26	20	0	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	-4,773	-4,589	-1,900	-324	-374	
吸收投资	3,049	0	0	0	0	
借款	5,885	4,140	-389	0	0	
支付利息或股息	-581	-896	-274	-324	-374	
<b>现金流净增加额</b>	1,005	1,297	3,327	7,435	10,091	

## 研究团队简介

**张航**，信达证券金属与新材料首席分析师，中国人民大学金融学本科，法国 KEDGE 商学院管理学硕士，先后任职于兴业证券、民生证券，2023 年加入信达证券。曾荣获第二十届新财富金属与新材料第二名（核心成员），第十九届新财富金属与新材料第三名（核心成员），第十六届水晶球奖有色金属第二名、第十届 wind 金牌分析师有色金属第一名、第十三届金牛奖有色金属组最佳分析师（核心成员）、第四届金麒麟有色金属白金分析师（核心成员）、上海证券报 2022 最佳材料分析师、第十届 choice 有色金属行业最佳分析师。

**陈光辉**，中南大学冶金工程硕士，2022 年 8 月加入信达证券研究开发中心，从事电池金属等能源金属研究。

**云琳**，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事铝铅锌及贵金属研究。

**白紫薇**，吉林大学区域经济学硕士，2021 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事钛镁等轻金属及锂钴等新能源金属研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。