

# 云铝股份 (000807.SZ)

发挥绿电优势，加码下游铝加工

买入

## 核心观点

**2022H1 公司业绩同比增长 33.4%**。2022H1 实现营收 247.86 亿元 (+13.5%)，归母净利润 26.65 亿元 (+33.4%)，扣非归母净利润 26.47 亿元 (+32.3%)，经营性净现金流 31.5 亿元 (-23.9%)。其中二季度单季营收 138.88 亿元 (+18.5%)，归母净利润 15.41 亿元 (+17%)，扣非归母净利润 15.31 亿元 (+16.6%)。

公司上半年业绩增长主要受益于高铝价。今年上半年氧化铝和阳极碳素价格同比均上涨，其中氧化铝价格上涨使吨铝成本增加 1200 元，碳素价格上涨使吨铝成本同样增加 1200 元，去年 9 月份取消优惠电价后，用电成本也有所上涨，但铝价比去年同期上涨超过 4000 元/吨，抵消了原料涨价影响。2022Q1 与 Q2 铝现货均价分别为 22193/20619 元/吨，比去年同期分别上涨 36.5%和 11.0%。公司上半年电解铝产量 128.3 万吨，比去年同期减少 3.7 万吨。

**资产负债率下行，财务费用下降。**截至 2022 年 6 月末，公司资产负债率下降至 38.3%，较 2021 年末 44.7%的水平继续下降，2022 年上半年公司财务费用 1.47 亿元，比 2021H1 下降 50.3%。2022H1 公司财务费用率仅为 0.6%，公司借助过去两年电解铝行业高景气周期，完成重点项目资本开支的同时降低财务负担。

**绿电优势明显，发力下游铝加工。**2022 年上半年公司生产用电结构中绿电比例为约 85%，碳排放仅为煤电铝的约 20%。公司致力于向中高端产品升级，研发并产业化生产出了超薄铝箔、动力电池用铝箔等具有差异化竞争优势的新产品，产品结构持续优化。公司上半年生产电解铝 128 万吨，铝合金及铝加工产品超过 64 万吨，公司原铝合金化比例超过 50%。

**风险提示：**产能释放低于预期，氧化铝价格大幅上行风险。

**投资建议：**维持“买入”评级

由于铝价下跌及原材料价格上涨，我们下调了公司盈利预测，预计 2022-2024 年收入 497/541/541 亿元，同比增速 19.2/9.0/0.0%，归母净利润 49.53/56.28/57.76 亿元（原值 55.42/65.61/70.53 亿元），同比增速 49.2/13.6/2.6%；摊薄 EPS=1.43/1.62/1.67 元，当前股价对应 PE=7.3/6.4/6.3x。公司发挥绿电优势，加码下游铝加工，产品结构有望持续升级，带动公司盈利能力提升，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	29,573	41,669	49,664	54,124	54,124
(+/-%)	21.8%	40.9%	19.2%	9.0%	0.0%
净利润(百万元)	903	3319	4953	5628	5776
(+/-%)	82.3%	267.7%	49.2%	13.6%	2.6%
每股收益(元)	0.29	0.96	1.43	1.62	1.67
EBIT Margin	7.4%	17.4%	15.9%	15.8%	15.8%
净资产收益率 (ROE)	7.6%	18.2%	22.9%	22.0%	19.5%
市盈率 (PE)	36.1	10.9	7.3	6.4	6.3
EV/EBITDA	15.9	5.8	5.9	6.1	6.0
市净率 (PB)	2.76	1.98	1.67	1.41	1.22

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

### 基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

10.41 元

收盘价

总市值/流通市值

36102/32458 百万元

52 周最高价/最低价

23.58/9.08 元

近 3 个月日均成交额

976.59 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《云铝股份(000807.SZ)-电力供应宽松，水电铝龙头迎来产量释放期》——2022-03-23

《云铝股份-000807-2021 年三季度点评：减值影响短期业绩，低碳铝龙头长期向好》——2021-10-25

《云铝股份-000807-2021 年中报点评：低碳铝龙头，短期减产不改长期扩张趋势》——2021-08-25

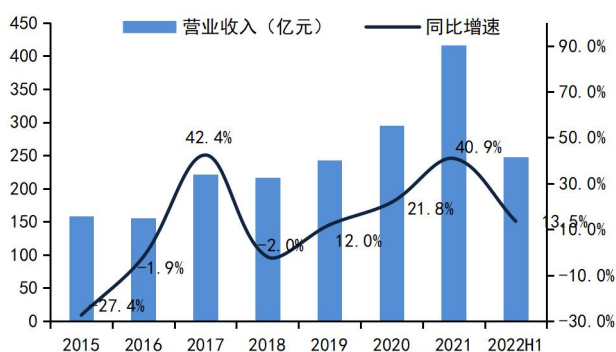
《云铝股份-000807-2020 年年报点评：低碳铝龙头，受益于电解铝行业高盈利周期》——2021-03-25

《云铝股份-000807-2020 年三季度报告点评：三季度业绩充分释放，水电铝产能快速增长》——2020-10-23

**2022H1 公司业绩同比增长 33.4%**。2022H1 实现营收 247.86 亿元 (+13.5%)，归母净利润 26.65 亿元 (+33.4%)，扣非归母净利润 26.47 亿元 (+32.3%)，经营性净现金流 31.5 亿元 (-23.9%)。其中二季度单季营收 138.88 亿元 (+18.5%)，归母净利润 15.41 亿元 (+17%)，扣非归母净利润 15.31 亿元 (+16.6%)。

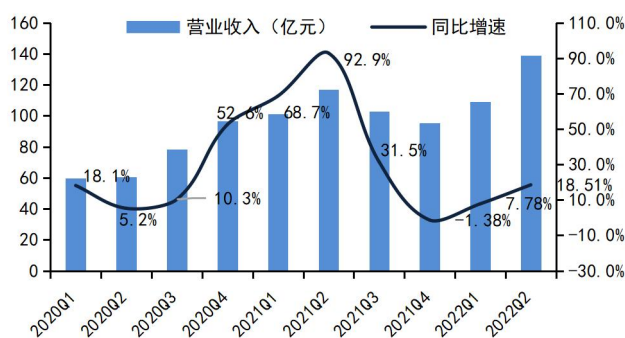
**公司上半年业绩增长主要受益于高铝价**。今年上半年氧化铝和阳极碳素价格同比均有一定上涨，其中氧化铝价格上涨使吨铝成本增加 1200 元，碳素价格上涨使吨铝成本同样增加 1200 元，去年 9 月份取消优惠电价后，用电成本也有所上涨，但铝价比去年同期上涨超过 4000 元/吨，因此公司业绩增长主要受益于铝价上涨。2022Q1 与 Q2 铝现货均价分别为 22193/20619 元/吨，比去年同期分别上涨 36.5% 和 11.0%。公司上半年电解铝产量 128.3 万吨，比去年同期减少 3.7 万吨。

图1：云铝股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



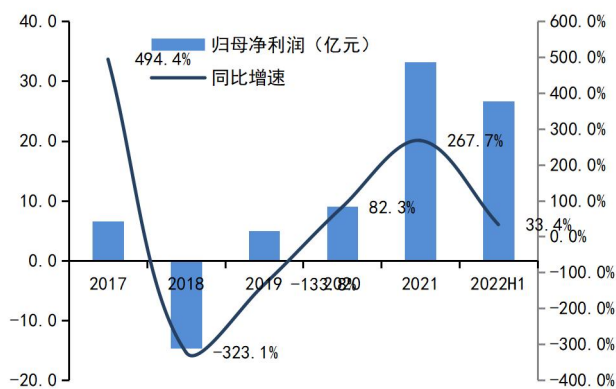
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：云铝股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



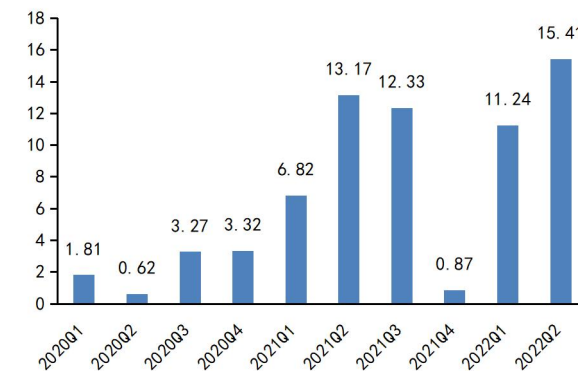
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：云铝股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

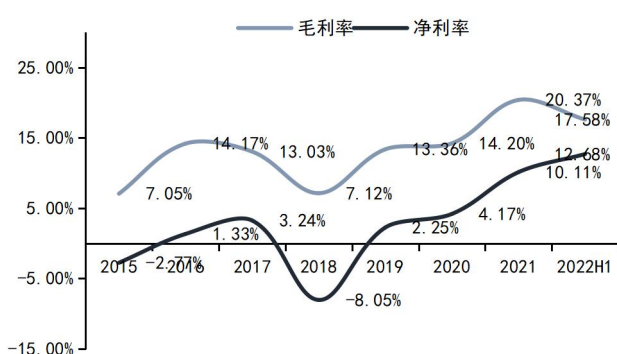
图4：云铝股份单季归母净利润（单位：亿元）



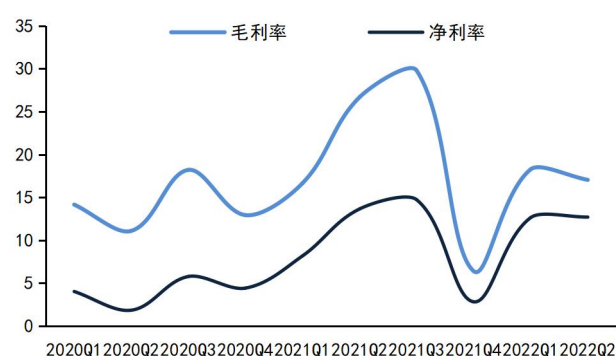
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：云铝股份毛利率、净利率变化情况

图6：云铝股份单季度毛利率、净利率变化情况（%）

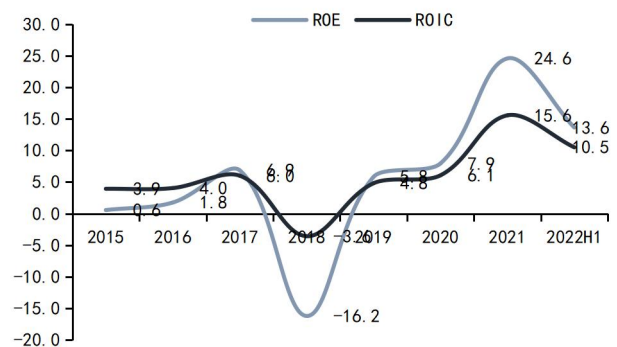


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



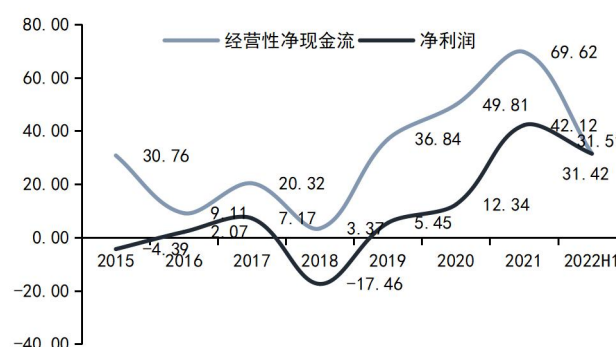
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 云铝股份 ROE、ROIC 变化情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

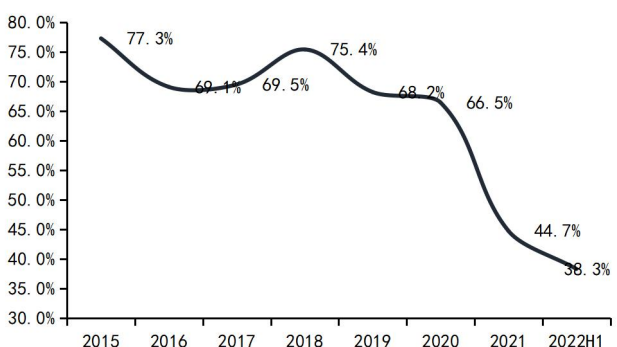
图8: 云铝股份经营性净现金流 (亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

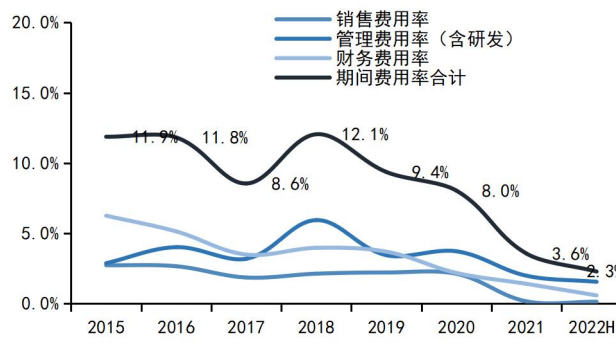
**资产负债率下行，财务费用明显降低。**截至 2022 年 6 月末，公司资产总额 384.15 亿元，比 2021 年末增加 5.78 亿元；截至 2022 年 6 月末公司负债合计 147.16 亿元，比 2021 年末减少 22.11 亿元，其中流动负债由 2021 年末 98.36 亿元下降至 2022 年 6 月末 91.31 亿元，非流动负债由 70.9 亿元下降至 55.85 亿元，公司长短期借款均有大幅减少。截至 2022 年 6 月末，公司资产负债率下降至 38.3%，较 2021 年末 44.7% 的水平继续下降，2022 年上半年公司财务费用 1.47 亿元，比 2021H1 下降 50.3%。2022H1 公司财务费用率仅为 0.6%，而在 2015 年公司财务费用率高达 6.3%，公司借助过去两年电解铝行业高景气周期，完成重点项目资本开支的同时降低财务负担。

图9: 云铝股份资产负债率



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图10: 云铝股份期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司发力下游铝加工，低碳铝优势明显。**公司经过多年的发展，已经形成年产氧化铝 140 万吨、绿色铝 305 万吨、阳极炭素 80 万吨、铝合金 141.7 万吨、铝板带 13.5 万吨、铝箔 7.1 万吨的绿色铝材一体化产业规模优势。公司致力于扩大铝的应用和向中高端产品升级，研发并产业化生产出了超薄铝箔、动力电池用铝箔、铝焊材、高精铝、IT 用高端铝合金、新型锻造轮毂用铝合金、航空用铝合金、3N 铝锭等具有差异化竞争优势的新产品，新产品对提升公司盈利能力的贡献逐步显现，产品结构持续优化。公司上半年生产电解铝 128 万吨，铝合金及铝加工产品超过 64 万吨，公司原铝合金化比例超过 50%。

**2022 年上半年公司生产用电结构中绿电比例为约 85%。**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。二是公司是国内主要的绿色铝供应商，铝锭、铝合金、铝箔等 8 种产品通过碳足迹认证，是国内企业中首批获得产品碳足迹认证的企业之一。

**投资建议：**由于铝价下跌及原材料价格上涨，我们下调了公司盈利预测。我们假设 2022-2024 年铝价均为 19800 元/吨，氧化铝价格 3000 元/吨，预焙阳极价格 6000 元/吨，公司用电成本 0.41 元/度。预计 2022-2024 年收入 497/541/541 亿元，同比增速 19.2/9.0/0.0%，归母净利润 49.53/56.28/57.76 亿元（原值 55.42/65.61/70.53 亿元），同比增速 49.2/13.6/2.6%；摊薄 EPS=1.43/1.62/1.67 元，当前股价对应 PE=7.3/6.4/6.3x。公司发挥绿电优势，加码下游铝加工，产品结构有望持续升级，带动公司盈利能力提升，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1187	1623	12606	25539	31616	营业收入	29573	41669	49664	54124	54124
应收款项	236	169	202	220	220	营业成本	25374	33180	40309	43978	43978
存货净额	3544	3042	3690	4030	4022	营业税金及附加	278	327	390	425	425
其他流动资产	1084	527	628	684	684	销售费用	629	68	81	89	89
<b>流动资产合计</b>	<b>6051</b>	<b>5360</b>	<b>17126</b>	<b>30473</b>	<b>36543</b>	管理费用	1071	774	1051	1134	1134
固定资产	30114	27849	26289	24820	23388	研发费用	31	55	66	72	72
无形资产及其他	2955	3236	3106	2977	2847	财务费用	647	588	497	433	325
投资性房地产	1424	985	985	985	985	投资收益	32	1	0	0	0
长期股权投资	474	407	339	272	204	资产减值及公允价值变动	385	1985	(300)	(200)	(100)
<b>资产总计</b>	<b>41019</b>	<b>37837</b>	<b>47846</b>	<b>59527</b>	<b>63968</b>	其他收入	(621)	(3996)	64	58	58
短期借款及交易性金融负债	6991	3179	9135	5904	5541	营业利润	1370	4721	7099	7922	8131
应付款项	9363	5158	6256	16287	16256	营业外净收支	(14)	(33)	0	0	0
其他流动负债	999	1500	1823	1991	1988	<b>利润总额</b>	<b>1357</b>	<b>4688</b>	<b>7099</b>	<b>7922</b>	<b>8131</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>17353</b>	<b>9836</b>	<b>17215</b>	<b>24182</b>	<b>23785</b>	所得税费用	123	476	1065	1188	1220
长期借款及应付债券	9358	6667	6667	6667	6667	少数股东损益	331	893	1081	1106	1135
其他长期负债	550	423	423	423	423	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>903</b>	<b>3319</b>	<b>4953</b>	<b>5628</b>	<b>5776</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>9907</b>	<b>7090</b>	<b>7090</b>	<b>7090</b>	<b>7090</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>27260</b>	<b>16927</b>	<b>24305</b>	<b>31273</b>	<b>30875</b>	净利润	903	3319	4953	5628	5776
少数股东权益	1953	2719	3476	4250	5045	资产减值准备	65	1600	56	(88)	(106)
股东权益	11806	18191	21659	25598	29641	折旧摊销	1567	1857	2332	2486	2567
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>41019</b>	<b>37837</b>	<b>49439</b>	<b>61121</b>	<b>65561</b>	公允价值变动损失	(385)	(1985)	300	200	100
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	647	588	497	433	325
每股收益	0.29	0.96	1.43	1.62	1.67	营运资本变动	1109	(665)	697	9696	(133)
每股红利	0.22	0.17	0.43	0.49	0.50	其它	19	(863)	700	862	900
每股净资产	3.77	5.25	6.25	7.38	8.55	<b>经营活动现金流</b>	<b>3278</b>	<b>3263</b>	<b>9039</b>	<b>18785</b>	<b>9105</b>
ROIC	5%	20%	21%	30%	44%	资本开支	0	(3092)	(1000)	(1000)	(1000)
ROE	8%	18%	23%	22%	19%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	14%	20%	19%	19%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(128)</b>	<b>(3024)</b>	<b>(933)</b>	<b>(933)</b>	<b>(933)</b>
EBIT Margin	7%	17%	16%	16%	16%	权益性融资	(4)	3049	0	0	0
EBITDA Margin	13%	22%	21%	20%	21%	负债净变化	4656	(2691)	0	0	0
收入增长	22%	41%	19%	9%	0%	支付股利、利息	(673)	(581)	(1486)	(1688)	(1733)
净利润增长率	82%	268%	49%	14%	3%	其它融资现金流	(13978)	3692	5956	(3231)	(362)
资产负债率	71%	52%	56%	58%	55%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(6015)</b>	<b>197</b>	<b>4470</b>	<b>(4920)</b>	<b>(2095)</b>
息率	1.9%	1.6%	4.1%	4.7%	4.8%	<b>现金净变动</b>	<b>(2865)</b>	<b>436</b>	<b>12577</b>	<b>12933</b>	<b>6077</b>
P/E	36.1	10.9	7.3	6.4	6.3	货币资金的期初余额	4052	1187	1623	12606	25539
P/B	2.8	2.0	1.7	1.4	1.2	货币资金的期末余额	1187	1623	14200	25539	31616
EV/EBITDA	15.9	5.8	5.9	6.1	6.0	企业自由现金流	0	4627	8741	18455	8707
						权益自由现金流	0	5629	14312	15041	8432

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032