

分析师: 刘智
 登记编码: S0730520110001
 liuzhi@ccnew.com 021-50586775
 研究助理: 李泽森
 登记编码: S0730121070006
 lizs1@ccnew.com 021-50586702

产品结构持续优化, 降本增效仍具空间

——云铝股份(000807)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

市场数据(2023-03-28)

收盘价(元)	13.45
一年内最高/最低(元)	14.36/8.96
沪深 300 指数	3,999.51
市净率(倍)	2.09
流通市值(亿元)	461.56

发布日期: 2023年03月29日

基础数据(2022-12-31)

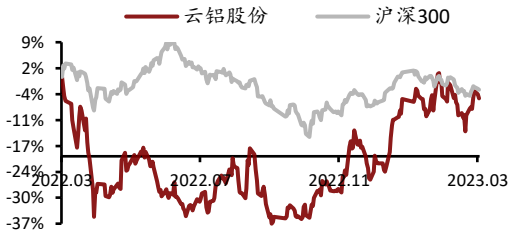
每股净资产(元)	6.45
每股经营现金流(元)	1.99
毛利率(%)	14.94
净资产收益率_摊薄(%)	20.44
资产负债率(%)	35.29
总股本/流通股(万股)	346,795.74/343,166.99
B股/H股(万股)	0.00/0.00

事件: 公司发布 2022 年年报, 2022 年度实现营业收入 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%; 实现扣非归母净利润 43.46 亿元, 同比增长 30.69%; 基本每股收益 1.32 元/股。

投资要点:

- 公司主营产品产量保持增长, 产品结构持续优化。** 受到美联储持续大幅加息、地缘政治冲突、疫情反复等因素影响, 2022 年铝价波动剧烈, 从二季度开始呈现震荡下行走势, 公司主营产品毛利率受到一定影响。2022 年公司电解铝和铝加工产品毛利率分别为 17.18% 和 13.16%, 较 2021 年分别下降 8.5% 和 3.08%。2022 年 9 月以来, 云南省内由于电力供应紧张采取能效管理, 面对限电影响, 公司积极与地方政府、供电部门沟通, 争取最大用电负荷, 加快推进电解铝产能复产以及云铝海鑫水电铝项目二期投产, 通过安排设备检修维护、合理组织生产、优化产品结构等方式积极应对, 保持生产稳健运行。2022 年公司生产用电结构中绿电比例达到约 88.6%。2022 年公司生产氧化铝 140.13 万吨, 同比增长 2.51%; 生产炭素制品 82.4 万吨, 同比增长 5.42%; 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%, 产量再创新高, 产品结构进一步优化。公司发挥营销龙头作用, 大力开拓铝合金产品市场, 持续优化产品结构, 实现了主要合金产品的量效齐增。一是加大新市场、新领域、新产品的开拓力度, 合金产品销量同比增长约 11%, 创历史新高; 二是不断优化产品结构, 把握行业新动态, 抓住新能源汽车、汽车轻量化、光伏棒、3C 板块等行业发展机遇, 加快开辟产品新领域; 三是加大周边市场开拓力度, 2022 年公司周边市场合金产品销量同比增长约 63%。

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

《云铝股份(000807)季报点评: 营收稳步增长, 保持绿电铝盈利优势》 2022-10-26

联系人: 马崧琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

- 公司生产线继续降本增效, 重点项目顺利投产。** 公司继续做好环保设施运行维护, 各条生产线排放达标, 二氧化硫、氮氧化物排放量同比减少; 率先建成国内首条铝电解槽大修渣综合利用生产线, 铝灰、废槽衬、炭渣项目保持高效稳定运行, 赤泥综合利用率、再生铝回收使用量持续提升。公司成本竞争力持续提升, 一是氧化铝一级品率、阳极炭块一级品率、铝液 Al99.85% 槽台率技术经济指标较 2021 年均有提升, 氧化铝单耗、阳极毛耗、铸造铝合金金属消耗等技术经济指标同比均有下降。氧化铝、阳极完全成本较标杆企业差距不断缩小, 电解铝完全成本跑赢标杆。公司加快推进延链补链步伐, 云铝海鑫水电铝项目二期全面投产, 云铝源鑫石墨化阴极项目、云铝阳宗海高性能铝合金线材项目等重点项目顺利建

成投产。公司持续推进“阶梯电价”节能专项工作，实施石墨化阴极、开槽阳极、燃气焙烧等 16 项节能措施，吨铝电耗持续降低；公司与专业发电企业合作，由发电企业投资的阳宗海分公司、云铝溢鑫分布式光伏项目稳定运行，国内首例光伏直流接入电解生产用电项目成功投运，继续推进与专业发电企业的合作，云铝润鑫等六个厂区分布式光伏项目全面开工，进一步拓宽了公司绿色电力保障渠道。

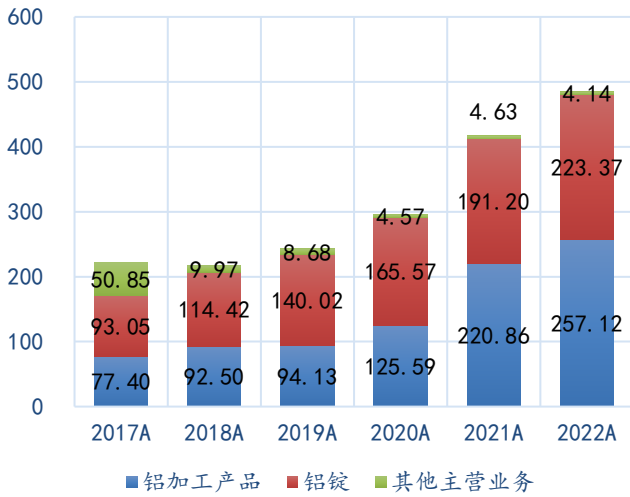
- **公司拟定 2023 年生产计划。**2023 年公司初步拟定主要生产经营目标为氧化铝产量约 140 万吨，电解铝产量约 255 万吨，铝合金及加工产品产量约 137 万吨，炭素制品产量约 82 万吨。公司有望继续发挥公司规模及绿色低碳优势，保持好 A356 铸造铝合金、焊材等公司拳头产品和市场领先品牌的地位，抢抓新能源汽车、3C 电子、包装等行业市场机遇，实现绿色溢价，同时建立再生铝闭环回收体系，扩大再生铝使用；公司大宗原辅料采购严控“两金”，有望继续维护好优势渠道和资源，深挖对标降本空间，实现期现结合，变频采购；公司积极巩固和加大铁路优价政策，大力推进公转铁，利用网络货运平台，扩展运力资源，实施买断线路、双向对流等方式，有望争取运价最优。
- **维持公司“增持”投资评级。**根据宏观环境变化、公司项目进展进度和未来生产规划，我们调整公司 2023/2024 年营业收入 556.59/648.68 亿元至 516.69/556.24 亿元，调整 2023/2024 年归母净利润 53.58/66.56 亿元至 50.28/60.36 亿元，预计公司 2023、2024 和 2025 年全面摊薄后的 EPS 分别为 1.45 元、1.74 元和 1.92 元，按照 3 月 28 日 13.45 元的收盘价计算，对应的 PE 分别为 9.28 倍、7.73 倍和 7.00 倍。受美联储加息终点不确定性增加、美国衰退风险预期有所增强影响，铝价波动加大；公司 2022 年业绩稳步提升，随着未来公司新增产能目的扩建投产，预计公司营收和盈利会继续保持增长，结合行业发展前景及公司行业地位，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：(1) 美联储加息超预期；(2) 国际宏观经济下行；(3) 疫情反复超预期；(4) 行业政策发生变化；(5) 铝价大幅波动；(6) 下游需求不及预期；(7) 公司产能供给不及预期。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	41,751	48,463	51,669	55,624	58,868
增长比率（%）	41.18	16.08	6.61	7.65	5.83
净利润（百万元）	3,333	4,569	5,028	6,036	6,662
增长比率（%）	269.29	37.07	10.06	20.05	10.37
每股收益(元)	0.96	1.32	1.45	1.74	1.92
市盈率(倍)	13.99	10.21	9.28	7.73	7.00

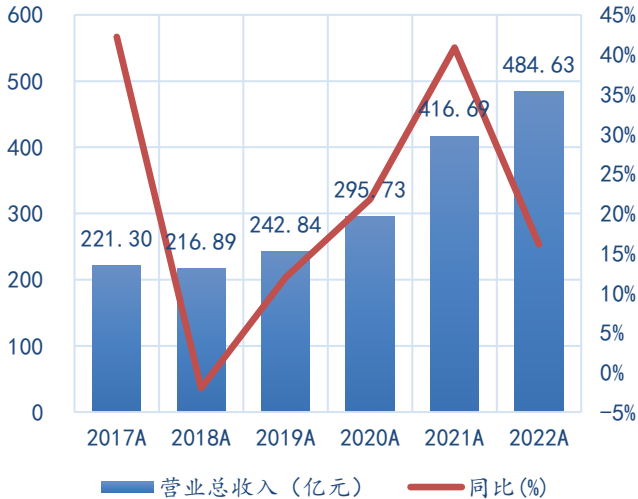
资料来源：中原证券

图 1：公司主营业务构成占比（亿元）



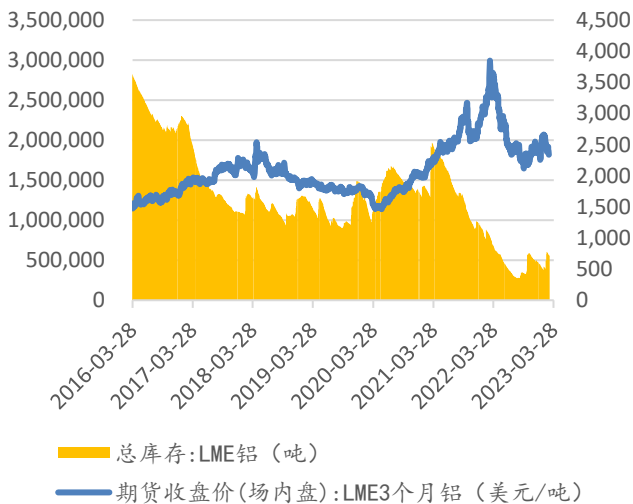
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司营业总收入及同比



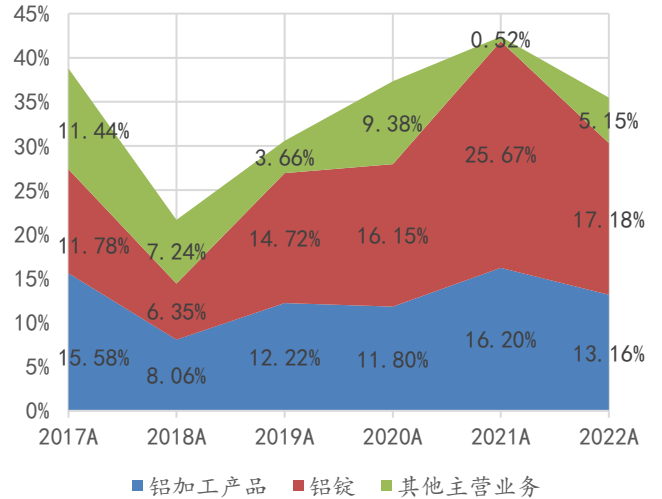
资料来源：Wind，中原证券

图 5：LME 铝价格及库存



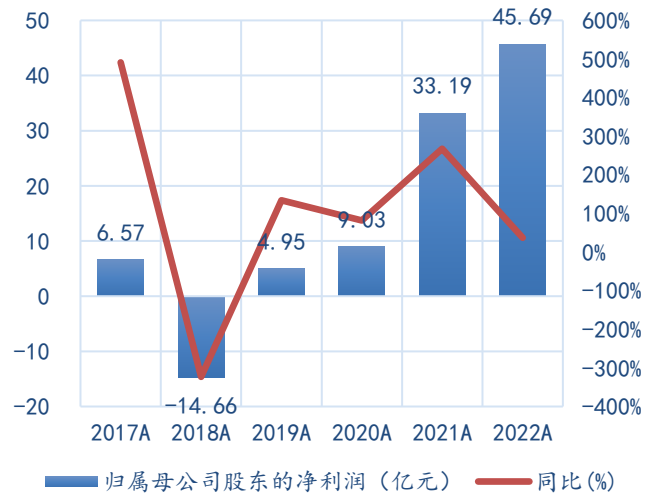
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司主营业务毛利率



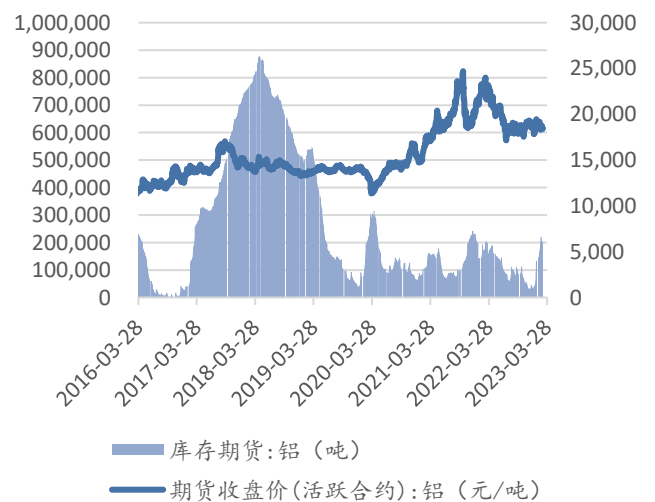
资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司归母净利润及同比



资料来源：Wind，中原证券

图 6：SHFE 铝价格及库存



资料来源：Wind，中原证券

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
流动资产	5,360	8,246	12,228	16,492	21,276
现金	1,623	3,045	6,008	9,689	13,786
应收票据及应收账款	101	960	1,233	1,448	1,717
其他应收款	68	36	76	44	83
预付账款	104	120	131	139	146
存货	3,042	3,918	4,676	5,061	5,426
其他流动资产	423	168	103	111	118
非流动资产	32,333	30,814	32,108	33,195	35,305
长期投资	407	489	534	571	627
固定资产	25,152	24,380	25,291	26,103	27,828
无形资产	3,174	3,126	3,308	3,468	3,723
其他非流动资产	3,600	2,819	2,975	3,052	3,127
资产总计	37,694	39,059	44,336	49,687	56,581
流动负债	9,836	9,047	9,578	9,668	9,729
短期借款	2,718	470	756	416	249
应付票据及应付账款	5,158	5,812	5,896	6,171	6,258
其他流动负债	1,961	2,765	2,926	3,081	3,222
非流动负债	6,931	4,736	3,664	1,936	1,059
长期借款	6,667	4,377	3,306	1,578	700
其他非流动负债	264	359	358	358	358
负债合计	16,767	13,783	13,242	11,605	10,787
少数股东权益	2,721	2,925	3,717	4,667	5,716
股本	3,468	3,468	3,468	3,468	3,468
资本公积	10,683	10,693	10,693	10,693	10,693
留存收益	3,962	8,143	13,169	19,207	25,870
归属母公司股东权益	18,205	22,351	27,377	33,415	40,079
负债和股东权益	37,694	39,059	44,336	49,687	56,581

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6,962	6,914	6,693	8,527	9,021
净利润	4,229	5,268	5,820	6,987	7,711
折旧摊销	1,864	1,820	1,460	1,578	1,747
财务费用	614	275	223	151	74
投资损失	-1	-121	-103	-111	-118
营运资金变动	-1,514	-472	-895	-285	-623
其他经营现金流	1,770	144	189	207	230
投资活动现金流	-1,182	-1,033	-2,719	-2,629	-3,806
资本支出	-1,271	-964	-2,751	-2,684	-3,834
长期投资	63	-90	-62	-52	-85
其他投资现金流	26	20	95	108	112
筹资活动现金流	-4,773	-4,589	-1,009	-2,219	-1,119
短期借款	-2,915	-2,248	286	-340	-167
长期借款	-2,691	-2,290	-1,071	-1,728	-878
普通股增加	340	0	0	0	0
资本公积增加	2,650	10	0	0	0
其他筹资现金流	-2,158	-61	-224	-151	-74
现金净增加额	1,005	1,297	2,963	3,681	4,098

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	41,751	48,463	51,669	55,624	58,868
营业成本	33,232	41,222	43,632	46,216	48,636
营业税金及附加	327	362	398	428	453
营业费用	68	71	83	89	94
管理费用	770	640	687	740	783
研发费用	55	83	83	100	118
财务费用	588	233	177	121	25
资产减值损失	-1,985	-251	-208	-227	-252
其他收益	14	12	16	17	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	121	103	111	118
资产处置收益	2	153	4	4	5
营业利润	4,737	5,905	6,535	7,846	8,660
营业外收入	4	7	5	6	8
营业外支出	37	5	1	3	3
利润总额	4,704	5,907	6,539	7,850	8,664
所得税	476	639	719	864	953
净利润	4,229	5,268	5,820	6,987	7,711
少数股东损益	896	699	791	950	1,049
归属母公司净利润	3,333	4,569	5,028	6,036	6,662
EBITDA	9,158	7,936	8,250	9,633	10,535
EPS (元)	1.07	1.32	1.45	1.74	1.92

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	41.18	16.08	6.61	7.65	5.83
营业利润 (%)	245.80	24.65	10.67	20.07	10.36
归属母公司净利润 (%)	269.29	37.07	10.06	20.05	10.37
获利能力					
毛利率 (%)	20.40	14.94	15.55	16.91	17.38
净利率 (%)	7.98	9.43	9.73	10.85	11.32
ROE (%)	18.31	20.44	18.37	18.06	16.62
ROIC (%)	21.30	17.15	16.40	17.17	16.15
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.48	35.29	29.87	23.36	19.06
净负债比率 (%)	80.12	54.53	42.59	30.47	23.56
流动比率	0.54	0.91	1.28	1.71	2.19
速动比率	0.20	0.45	0.77	1.17	1.61
营运能力					
总资产周转率	1.06	1.26	1.24	1.18	1.11
应收账款周转率	423.21	97.48	47.37	41.86	37.50
应付账款周转率	5.37	9.11	10.81	11.25	11.61
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.96	1.32	1.45	1.74	1.92
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.01	1.99	1.93	2.46	2.60
每股净资产 (最新摊薄)	5.25	6.45	7.89	9.64	11.56
估值比率					
P/E	13.99	10.21	9.28	7.73	7.00
P/B	2.56	2.09	1.70	1.40	1.16
EV/EBITDA	5.13	5.30	5.62	4.22	3.37

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。