

2023年09月04日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

电解铝复产，下半年产销量有望修复

—云铝股份（000807.SZ）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004
fuhh@cfsc.com.cn
分析师：杜飞 S1050523070001
dufei2@cfsc.com.cn

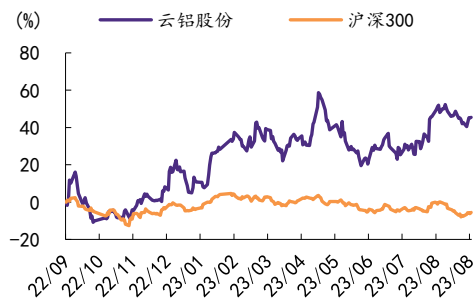
云铝股份发布 2023 年半年报公告：2023 年上半年营业收入为 176.70 亿元，同比-28.71%；归母净利润为 15.15 亿元，同比-43.16%；扣除非经常性损益后的归母净利润为 14.91 亿元，同比-43.70%。

基本数据

2023-09-01

当前股价（元）	15.69
总市值（亿元）	544
总股本（百万股）	3468
流通股本（百万股）	3468
52 周价格范围（元）	8.96-15.95
日均成交额（百万元）	588.51

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

投资要点

■ 云南限产致产量同比下滑，铝价下跌影响盈利

云南限产影响公司铝产品产能，近期云南省内来水增加，当前公司已完成复产。

量：2023H1 电解铝产量 97.4 万吨，同比-24.09%，云南电解铝限产构成产量下降主因；氧化铝产量为 73.32 万吨，同比+4.59%；炭素产量 37.97 万吨，同比-6.98%；铝合金及铝加工产品产量 57.65 万吨，同比-10.31%。

价格：2023Q2 长江有色 A00 铝均价 18521 元/吨，同比-10.16%，环比+0.35%，铝价同比下跌令盈利短期承压。

毛利：2023H1 电解铝板块毛利 14.10 亿元，同比-39.52%，毛利率 18.27%，同比-1.15pct；铝加工板块毛利 12.95 亿元，同比-35.21%，毛利率 13.51%，同比-2.33pct。

据 SMM，7 月底云南运行产能已恢复至 488 万吨附近，预计 8 月底将提升至 550 万吨附近，当前公司已完成复产，公司 2023H2 铝产品产销有望改善。

■ 吨铝电耗降低，转让指标助力盘活产能

2023H1 公司降低吨铝综合交流电耗 260kWh 以上，持续降低电力成本。2023H1 公司已完成云铝溢鑫分布式光伏项目建设，加快建设云铝润鑫、云铝海鑫等 6 个厂区光伏项目建设，光伏累计装机容量达 215MW，进一步保障绿电供应渠道，降低用电成本。在欧盟碳关税政策逐步落地后，免费碳配额比例将由 2025 年至 2034 年期间逐步降低，绿电铝优势将逐步显现，公司有望受益。

转让产能指标，助力盘活集团产能。在当前电解铝产能指标已满足需要的情况下，公司拟将 10 万吨电解铝产能指标以 6.02 亿元的价格转让至控股股东中国铝业下属青海分公司，兑现闲置资产，实现资产保值增值。

■ H1 降费增效显著，四费控制持续优化

费用管理加强，H1 四费同比大幅下降。2023H1 公司销售

费用同比-44.06%，研发费用同比-72.11%，主要由于 2022 年末将板带箔业务资产投资入股到中铝高端后，销售与研发费用下降。管理费用同比-25.38%，主要由于修理费等减少。财务费用同比-54.77%，主要由于偿还到期借款与借款利率降低。2023H1 四费合计 3.5 亿元，同比-37.77%，公司费用端控制良好，降费增效成果显著。

■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 455.46、554.76、568.87 亿元，归母净利润分别为 45.45、55.72、67.09 亿元，当前股价对应 PE 分别为 12.0、9.8、8.1 倍。

考虑到公司电解铝产能完成复产，下半年铝产品产销有望回升，叠加近期铝价走高的考虑，下半年公司盈利水平仍有释放空间。我们首次覆盖公司，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 电解铝限产风险；2) 电解铝价格下跌风险；3) 成本大幅上涨风险；4) 下游需求不及预期；5) 复产进度不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入 (百万元)	48,463	45,546	55,476	56,887
增长率 (%)	16.3%	-6.0%	21.8%	2.5%
归母净利润 (百万元)	4,569	4,545	5,572	6,709
增长率 (%)	37.7%	-0.5%	22.6%	20.4%
摊薄每股收益 (元)	1.32	1.31	1.61	1.93
ROE (%)	18.1%	16.1%	17.5%	18.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	3,045	7,745	13,234	19,173
应收款	995	935	1,139	1,168
存货	3,918	3,672	4,483	4,484
其他流动资产	288	270	329	338
流动资产合计	8,246	12,622	19,186	25,163
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	24,379	23,038	21,616	20,221
在建工程	474	190	76	30
无形资产	3,126	2,970	2,813	2,665
长期股权投资	489	489	489	489
其他非流动资产	2,346	2,346	2,346	2,346
非流动资产合计	30,814	29,032	27,340	25,750
资产总计	39,059	41,655	46,526	50,914
流动负债:				
短期借款	470	470	470	470
应付账款、票据	5,812	5,447	6,650	6,652
其他流动负债	2,627	2,627	2,627	2,627
流动负债合计	9,047	8,673	9,905	9,911
非流动负债:				
长期借款	4,377	4,377	4,377	4,377
其他非流动负债	359	359	359	359
非流动负债合计	4,736	4,736	4,736	4,736
负债合计	13,783	13,409	14,641	14,647
所有者权益				
股本	3,468	3,468	3,468	3,468
股东权益	25,277	28,245	31,885	36,266
负债和所有者权益	39,059	41,655	46,526	50,914

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	5268	5241	6426	7736
少数股东权益	699	696	853	1027
折旧摊销	1780	1782	1684	1582
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-833	-50	158	-33
经营活动现金净流量	6914	7669	9121	10312
投资活动现金净流量	-1033	1625	1536	1441
筹资活动现金净流量	-1181	-2273	-2786	-3354
现金流量净额	4,700	7,022	7,871	8,399

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	48,463	45,546	55,476	56,887
营业成本	41,222	38,235	46,686	46,687
营业税金及附加	362	396	483	495
销售费用	71	50	61	63
管理费用	640	601	732	751
财务费用	233	92	4	-91
研发费用	83	32	39	40
费用合计	1,027	775	836	762
资产减值损失	-251	-251	-251	-251
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	121	0	0	0
营业利润	5,905	5,889	7,220	8,692
加:营业外收入	7	0	0	0
减:营业外支出	5	0	0	0
利润总额	5,907	5,889	7,220	8,692
所得税费用	639	648	794	956
净利润	5,268	5,241	6,426	7,736
少数股东损益	699	696	853	1,027
归母净利润	4,569	4,545	5,572	6,709

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	16.3%	-6.0%	21.8%	2.5%
归母净利润增长率	37.7%	-0.5%	22.6%	20.4%
盈利能力				
毛利率	14.9%	16.1%	15.8%	17.9%
四项费用/营收	2.1%	1.7%	1.5%	1.3%
净利率	10.9%	11.5%	11.6%	13.6%
ROE	18.1%	16.1%	17.5%	18.5%
偿债能力				
资产负债率	35.3%	32.2%	31.5%	28.8%
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.1
应收账款周转率	48.7	48.7	48.7	48.7
存货周转率	10.5	10.5	10.5	10.5
每股数据(元/股)				
EPS	1.32	1.31	1.61	1.93
P/E	11.9	12.0	9.8	8.1
P/S	1.1	1.2	1.0	1.0
P/B	2.4	2.2	2.0	1.8

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 新材料组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，3年大宗商品研究经验，负责有色及新材料研究工作。

■ 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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。