

分析师: 李泽森  
 登记编码: S0730523080001  
 lizs1@ccnew.com 021-50586702

## 重点项目顺利投产, 业绩有望逐步修复

——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)

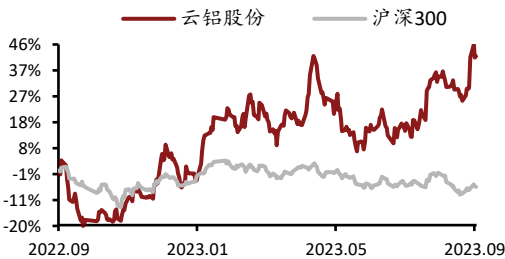
#### 市场数据(2023-09-06)

收盘价(元)	15.73
一年内最高/最低(元)	16.21/8.96
沪深 300 指数	3,812.03
市净率(倍)	2.34
流通市值(亿元)	545.50

#### 基础数据(2023-06-30)

每股净资产(元)	6.72
每股经营现金流(元)	0.60
毛利率(%)	15.47
净资产收益率_摊薄(%)	6.50
资产负债率(%)	27.74
总股本/流通股(万股)	346,795.74/346,791.0
	0
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: Wind, 中原证券

#### 相关报告

- 《云铝股份(000807)公司点评报告: 产品结构持续优化, 降本增效仍具空间》 2023-03-29
- 《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

发布日期: 2023 年 09 月 07 日

**事件:** 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 公司实现营业收入 176.70 亿元, 同比下降 28.71%; 实现归母净利润 15.15 亿元, 同比下降 43.16%; 实现扣非归母净利润 14.91 亿元, 同比下降 43.70%。

#### 投资要点:

- 受到限电限产、铝价震荡下行等因素影响, 公司上半年营收和盈利受到一定影响。2023 年 2 月公司按电力管理部门要求配合调整生产组织, 在开展用能管理期间公司的电解铝产量相应减少, 2023 年上半年公司生产氧化铝 73.32 万吨, 生产炭素制品 37.97 万吨, 生产原铝 97.4 万吨; 公司围绕市场需求, 进一步优化调整产品结构, 生产铝合金及铝加工产品 57.65 万吨。2023 年上半年, LME 铝与 SHFE 铝价分别下跌 9.34%/3.61%, 2023H1 公司铝加工产品收入/成本/毛利分别为 95.90/82.94/12.95 亿元, 分别下降 24.02%/28.07%/35.21%; 铝锭收入/成本/毛利分别为 76.78/62.67/14.10 亿元, 分别同比下降 35.74%/58.28%/39.52%。
- 公司重点项目顺利投产, 信息化、智能化水平持续提升。公司与专业电力企业合作, 由发电企业投资的厂区内分布式光伏发电项目加快推进, 完成所属企业云铝溢鑫分布式光伏项目(二期)建设, 加快云铝润鑫、云铝海鑫等 6 个厂区光伏项目建设, 光伏发电累计装机容量为 215MW, 进一步拓宽了公司绿色电力保障渠道。公司积极推进 ERP 系统建设, 第一批次 6 家企业已成功上线运行, 拓展公司办公平台运用, 实现招标项目立项、调研、对标、采购审批等重要环节线上协同管理。云铝文山依托工业互联网平台, 实现数据集中存储和分析, 成为行业智能工厂标杆。云铝溢鑫实施数字孪生工厂建设, 实现数据和模型驱动生产过程全要素管控。
- 公司成本竞争力持续提升, 创新能力不断增强。2023 年上半年, 公司巩固了电解铝完全成本对标的优势, 氧化铝完全成本较标杆企业差距不断缩小, 阳极炭块完全成本对标已从劣势转化为优势; 公司氧化铝一级品率、阳极炭块一级品率、铝液 Al99.85%槽台率等技术经济指标较 2022 年均有提升, 氧化铝碱耗、电解铝阳极毛耗等技术经济指标同比均有优化。公司实施降低阳极系统压降、石墨化阴极技术、阳极抗氧化涂层、燃气焙烧启动等专项节能改造技术 19 项, 上半年, 公司降低吨铝综合交流电耗 260 千瓦时以上, 处于行业领先水平。开展免热处理压铸铝合金、泡沫铝、铝锌合金及铝钛硼丝等新产品研发, 研发生产应用颗粒熔剂、阳极抗氧化涂层等新产品。
- 公司拟定下半年重点生产经营措施。公司紧紧抓住云南省进入丰水

期水电资源充足、电价低的有利时机，加快限产产能复产，努力实现满产稳产。着力提升资源能源保供能力。坚持经营创收，协同创效。持续推动补链强链，加快延伸产业链，一是充分发挥公司绿色铝资源优势，加强与地方政府及客户对接，创造条件“一企一策”开展合金化项目建设，持续打造公司完整产业链；二是持续深入推进赤泥掺烧、选铁及铝钙等有价值组分回收综合利用，进一步提高赤泥综合利用率；三是继续加强与专业发电企业合作，进一步扩大云铝润鑫等6个厂区分布式光伏项目装机容量，加快直流接入技术的推广运用，加强光伏直流接入电解槽等技术攻关。持续深化全要素对标，增强成本竞争力。深化改革创新，强化科技引领支撑，聚焦科技成果转化应用，推广复制节能项目技术，推进阳极炭块预热技术、高残极应用、微合金节能钢爪等项目的攻关与产业化实施，促进平均吨铝电耗在上半年基础上再降低 50kWh/t·Al 以上；推进新产品产业化，加快高品质铝钛硼丝、铝合金生产用高效熔剂、磷生铁浇铸及抗氧化涂层等示范生产线产业化项目建设，降低市场依赖度；持续抓好异型铝合金、铝锌合金、免热处理压铸铝合金等高附加值新产品研发，增强科技价值创造力。精准发力，持续做好安全环保工作。保持定力，在党建引领上再用细功。

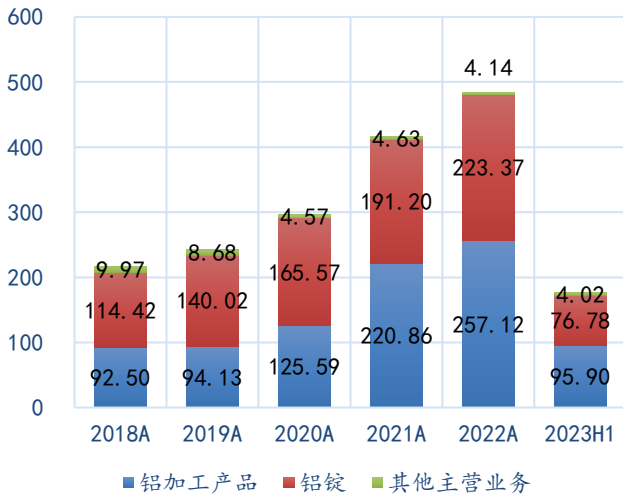
- **维持公司“增持”投资评级。**根据宏观环境变化、公司项目进展进度和未来生产规划，我们调整公司 2023 年营业收入 516.69 亿元至 446.76 亿元，调整 2023 年归母净利润 50.28 亿元至 40.52 亿元，预计公司 2023/2024/2025 年全面摊薄后的 EPS 分别为 1.17 元/1.74 元/1.92 元，按照 9 月 6 日 15.73 元的收盘价计算，对应的 PE 分别为 13.46 倍、9.05 倍和 8.20 倍。美联储加息即将进入尾声，叠加国内利好政策频出，铝价有望企稳回升；随着未来公司部分原有产能复产以及新增产能的扩建投产，公司营收和盈利有望持续修复，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) 国际局势复杂多变；(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	44,676	55,624	58,868
增长比率(%)	41.18	16.08	-7.81	24.50	5.83
净利润(百万元)	3,333	4,569	4,052	6,029	6,656
增长比率(%)	269.29	37.07	-11.32	48.81	10.39
每股收益(元)	0.96	1.32	1.17	1.74	1.92
市盈率(倍)	16.37	11.94	13.46	9.05	8.20

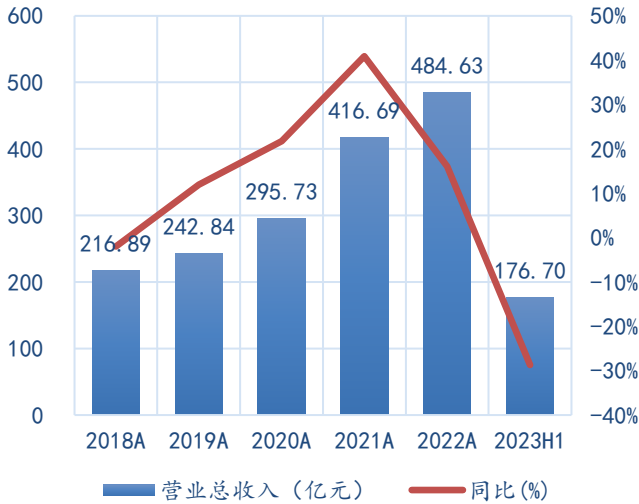
资料来源：聚源数据，中原证券

图 1：公司主营业务构成占比（亿元）



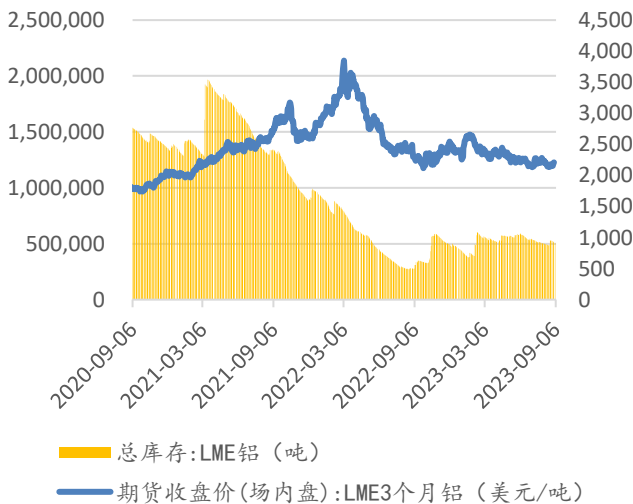
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司营业总收入及同比



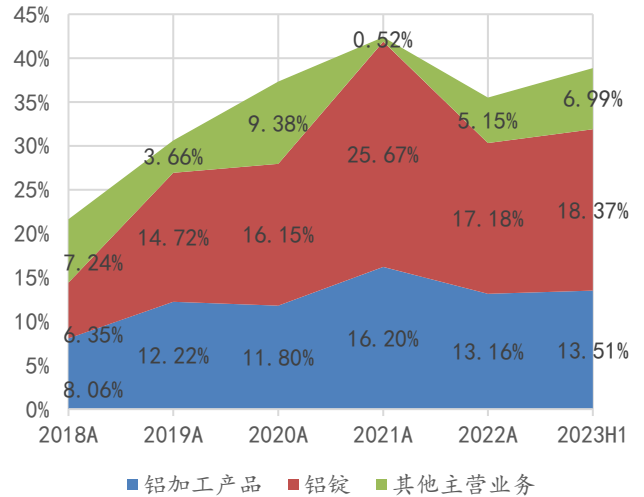
资料来源：Wind，中原证券

图 5：LME 铝价格及库存



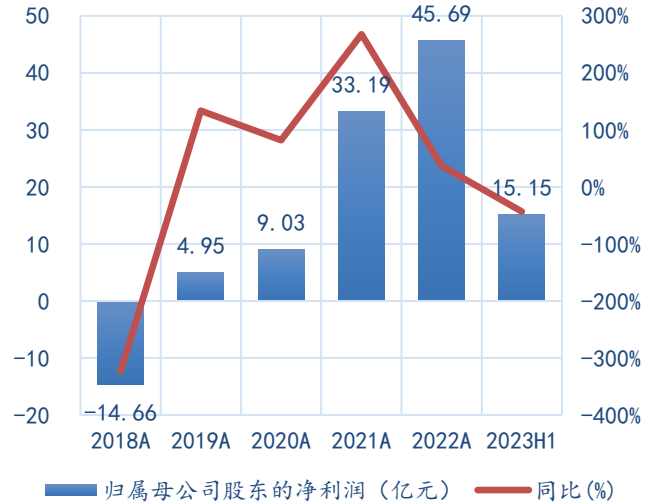
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司主营业务毛利率



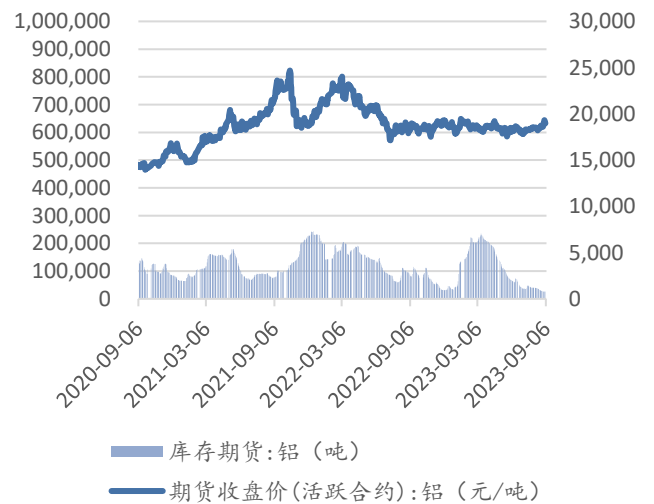
资料来源：Wind，中原证券

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
<b>流动资产</b>	<b>5,360</b>	<b>8,246</b>	<b>8,888</b>	<b>16,293</b>	<b>18,081</b>
现金	1,623	3,045	4,124	8,066	12,016
应收票据及应收账款	101	960	938	1,743	1,422
其他应收款	68	36	61	59	68
预付账款	104	120	114	139	146
存货	3,042	3,918	3,562	6,175	4,312
其他流动资产	423	168	89	111	118
<b>非流动资产</b>	<b>32,333</b>	<b>30,814</b>	<b>32,108</b>	<b>33,195</b>	<b>35,305</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>37,694</b>	<b>39,059</b>	<b>40,996</b>	<b>49,488</b>	<b>53,386</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,836</b>	<b>9,047</b>	<b>7,923</b>	<b>11,163</b>	<b>8,234</b>
短期借款	2,718	470	756	416	249
应付票据及应付账款	5,158	5,812	4,402	7,666	4,763
其他流动负债	1,961	2,765	2,766	3,081	3,222
<b>非流动负债</b>	<b>6,931</b>	<b>4,736</b>	<b>3,664</b>	<b>1,936</b>	<b>1,059</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>16,767</b>	<b>13,783</b>	<b>11,587</b>	<b>13,099</b>	<b>9,292</b>
少数股东权益	2,721	2,925	3,563	4,512	5,560
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	11,637	17,668	24,326
归属母公司股东权益	18,205	22,351	25,846	31,877	38,534
<b>负债和股东权益</b>	<b>37,694</b>	<b>39,059</b>	<b>40,996</b>	<b>49,488</b>	<b>53,386</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,962</b>	<b>6,914</b>	<b>5,378</b>	<b>8,788</b>	<b>8,873</b>
净利润	4,229	5,268	4,689	6,978	7,703
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	-89	-111	-118
营运资金变动	-1,514	-472	-1,094	-15	-764
其他经营现金流	1,770	144	190	207	230
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,182</b>	<b>-1,033</b>	<b>-2,733</b>	<b>-2,629</b>	<b>-3,806</b>
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	81	108	112
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-4,773</b>	<b>-4,589</b>	<b>-1,564</b>	<b>-2,219</b>	<b>-1,119</b>
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	-779	-151	-74
<b>现金净增加额</b>	<b>1,005</b>	<b>1,297</b>	<b>1,079</b>	<b>3,942</b>	<b>3,950</b>

资料来源：聚源数据，中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>41,751</b>	<b>48,463</b>	<b>44,676</b>	<b>55,624</b>	<b>58,868</b>
营业成本	33,232	41,222	38,062	46,216	48,636
营业税金及附加	327	362	344	428	453
营业费用	68	71	71	89	94
管理费用	770	640	594	740	783
研发费用	55	83	71	100	118
财务费用	588	233	177	131	33
资产减值损失	-1,985	-251	-208	-227	-252
其他收益	14	12	13	17	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	121	89	111	118
资产处置收益	2	153	3	4	5
<b>营业利润</b>	<b>4,737</b>	<b>5,905</b>	<b>5,265</b>	<b>7,837</b>	<b>8,651</b>
营业外收入	4	7	5	6	8
营业外支出	37	5	1	3	3
<b>利润总额</b>	<b>4,704</b>	<b>5,907</b>	<b>5,269</b>	<b>7,841</b>	<b>8,656</b>
所得税	476	639	580	862	952
<b>净利润</b>	<b>4,229</b>	<b>5,268</b>	<b>4,689</b>	<b>6,978</b>	<b>7,703</b>
少数股东损益	896	699	638	949	1,048
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,333</b>	<b>4,569</b>	<b>4,052</b>	<b>6,029</b>	<b>6,656</b>
EBITDA	9,158	7,936	6,995	9,633	10,535
EPS (元)	1.07	1.32	1.17	1.74	1.92

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	41.18	16.08	-7.81	24.50	5.83
营业利润 (%)	245.80	24.65	-10.84	48.85	10.39
归属母公司净利润 (%)	269.29	37.07	-11.32	48.81	10.39
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	20.40	14.94	14.81	16.91	17.38
净利率 (%)	7.98	9.43	9.07	10.84	11.31
ROE (%)	18.31	20.44	15.68	18.91	17.27
ROIC (%)	21.30	17.15	14.01	17.89	16.74
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	44.48	35.29	28.26	26.47	17.41
净负债比率 (%)	80.12	54.53	39.40	36.00	21.07
流动比率	0.54	0.91	1.12	1.46	2.20
速动比率	0.20	0.45	0.66	0.89	1.65
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.06	1.26	1.12	1.23	1.14
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
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.96	1.32	1.17	1.74	1.92
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.01	1.99	1.55	2.53	2.56
每股净资产 (最新摊薄)	5.25	6.45	7.45	9.19	11.11
<b>估值比率</b>					
P/E	16.37	11.94	13.46	9.05	8.20
P/B	3.00	2.44	2.11	1.71	1.42
EV/EBITDA	5.13	5.30	8.03	5.21	4.29

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 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。