

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&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

复产放量增盈利，财务结构持续优化

2023年10月28日

- **事件:** 公司发布 2023 年三季报, 2023 年前三季度公司实现营业收入 297.61 亿元, 同比下降 20.74%; 归母净利润 25.05 亿元, 同比下降 33.44%。Q3 实现营业收入 120.91 亿元, 同比下降 5.27%、环比增长 46.97%; 归母净利润 9.9 亿元, 同比下降 9.85%、环比增长 57.07%。
- **复产放量增盈利, 财务结构持续优化:** **量:** 2023 年前三季度, 受云南限电限产影响, 公司电解铝产量有所下降: 据百川盈孚数据, 2023 年上半年云铝股份合计减产产能 123.2 万吨/年, 我们预计公司前三季度电解铝产量同比下降约 62 万吨。虽然上半年公司业绩受减产影响, 但伴随云南丰水季来临, 公司减产产能已于 6 月通电复产, 目前均已爬坡满产, 我们预计 Q3 产量环比增长约 20 万吨。**价:** 前三季度长江铝均价 18611 元/吨, 同比下降 8.4%; Q3 长江铝均价 18832 元/吨, 同比增长 2.4%, 环比增长 1.67%。**利:** ①前三季度预焙阳极均价 5604.9 元/吨, 同比下降 20.3%; Q3 预焙阳极均价 4847.5 元/吨, 同比下降 37.26%, 环比下降 8.87%。②前三季度云南水电均价 0.39 元/kwh, 同比基本持平; Q3 云南水电均价 0.318 元/kwh, 同比下降 0.009 元/kwh, 环比下降 0.112 元/kwh。③原料成本下降, 带动电解铝成本 Q3 环比下降 1199 元/吨至 12441 元/吨 (不含税)。产量回升叠加盈利空间扩张, 公司电解铝盈利环比增厚。**财务:** 2023 年前三季度公司短期借款同比下降 85.06%, 一年内到期的非流动负债同比下降 74.69%, 资产负债率显著下降至 27.7%, 财务结构进一步优化, 利息费用同比下降 30.55%至 0.4 亿元。
- **铝价可期, 绿电铝龙头享溢价:** 电解铝供给端受国内产能天花板影响, 新增产能有限, 海外电解铝新增产能无明显增量, 叠加“双碳”及能耗双控等政策持续推进, 原铝供给弹性将逐渐减弱, 我们预计 2023-2025 年全球原铝供给年均增速或将稳定在 2%。传统需求有望在稳增长扩内需的政策推动下出现边际改善, 新能源领域新能源汽车以及光伏用铝量或将贡献新的增量。在全球绿色低碳发展的大背景下, 电解铝需求仍有韧性, 我们预计 2023-2025 年全球原铝需求年均增速约为 2.2%。供需缺口或将继续扩大, 铝价中长期或将继续维持上行趋势, 电解铝板块盈利仍有支撑。公司电解铝产能复产完成, 产量满产增量有望带来业绩环比增厚, 同时公司为国内水电铝龙头企业, 伴随“双碳”政策推进, 水电铝溢价优势有望逐步显现。
- **盈利预测:** 我们预计 2023-2025 年摊薄每股收益分别为 1.31 元、1.55 元、2.14 元, 对应当前股价的 PE 分别为 10.2x、8.7x、6.3x。
- **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	40,940	46,573	50,211
同比(%)	41.2%	16.1%	-15.5%	13.8%	7.8%
归属母公司净利润	3,333	4,569	4,544	5,362	7,416
同比(%)	269.3%	37.1%	-0.5%	18.0%	38.3%
毛利率(%)	20.4%	14.9%	17.6%	18.0%	22.0%
ROE(%)	18.3%	20.4%	17.0%	16.8%	18.9%
EPS (摊薄) (元)	1.07	1.32	1.31	1.55	2.14
P/E	10.44	8.42	10.22	8.66	6.26
P/B	2.13	1.73	1.73	1.45	1.18
EV/EBITDA	5.13	5.30	6.68	4.96	2.83

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	5,360	8,246	12,406	20,099	29,982	
货币资金	1,623	3,045	6,696	13,648	23,310	
应收票据	67	0	0	0	0	
应收账款	35	960	561	638	688	
预付账款	104	120	98	111	114	
存货	3,042	3,918	4,619	5,234	5,366	
其他	491	203	432	467	503	
非流动资产	32,333	30,814	29,592	28,362	27,126	
长期股权投资	407	489	571	653	735	
固定资产(合)	25,152	24,380	23,021	21,655	20,283	
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	
资产总计	37,694	39,059	41,998	48,460	57,108	
流动负债	9,836	9,047	7,248	7,694	8,015	
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	3,093	3,402	3,742	
其他	1,961	2,765	2,065	2,283	2,341	
非流动负债	6,931	4,736	4,350	4,353	4,356	
长期借款	6,667	4,377	3,991	3,993	3,996	
其他	264	359	359	359	359	
负债合计	16,767	13,783	11,598	12,047	12,371	
少数股东权益	2,721	2,925	3,604	4,406	5,514	
归属母公司股东权益	18,205	22,351	26,795	32,008	39,223	
负债和股东权益	37,694	39,059	41,998	48,460	57,108	

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	40,940	46,573	50,211	
同比(%)	41.2%	16.1%	-15.5%	13.8%	7.8%	
归属母公司净利润	3,333	4,569	4,544	5,362	7,416	
同比(%)	269.3%	37.1%	-0.5%	18.0%	38.3%	
毛利率(%)	20.4%	14.9%	17.6%	18.0%	22.0%	
ROE%	18.3%	20.4%	17.0%	16.8%	18.9%	
EPS(摊薄)(元)	1.07	1.32	1.31	1.55	2.14	
P/E	10.44	8.42	10.22	8.66	6.26	
P/B	2.13	1.73	1.73	1.45	1.18	
EV/EBITDA	5.13	5.30	6.68	4.96	2.83	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	41,751	48,463	40,940	46,573	50,211	
营业成本	33,232	41,222	33,717	38,208	39,173	
营业税金及附加	327	362	328	373	402	
销售费用	68	71	41	47	50	
管理费用	770	640	491	559	603	
研发费用	55	83	23	26	28	
财务费用	588	233	146	114	64	
减值损失合计	-1,985	-251	-357	-357	-357	
投资净收益	1	121	0	0	0	
其他	12	182	17	19	21	
营业利润	4,737	5,905	5,855	6,909	9,555	
营业外收支	-33	2	2	2	2	
利润总额	4,704	5,907	5,856	6,911	9,557	
所得税	476	639	633	747	1,033	
净利润	4,229	5,268	5,223	6,164	8,524	
少数股东损益	896	699	679	801	1,108	
归属母公司净利润	3,333	4,569	4,544	5,362	7,416	
EBITDA	9,158	7,936	6,689	7,597	9,896	
EPS(当年)(元)	1.07	1.32	1.31	1.55	2.14	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	6,962	6,914	6,047	7,772	10,535	
净利润	4,229	5,268	5,223	6,164	8,524	
折旧摊销	1,864	1,820	1,365	1,374	1,382	
财务费用	614	275	174	174	174	
投资损失	-1	-121	0	0	0	
营运资金变动	-1,514	-472	-1,070	-295	100	
其它	1,770	144	355	355	355	
投资活动现金流	-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	
筹资活动现金流	-4,773	-4,589	-1,897	-321	-371	
吸收投资	3,049	0	0	0	0	
借款	5,885	4,140	-386	3	3	
支付利息或股息	-581	-896	-274	-324	-374	
现金流净增加额	1,005	1,297	3,651	6,952	9,662	

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。

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，从事基本金属研究。

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，从事稀贵金属和新材料研究。

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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。