

云铝股份（000807.SZ）

复产叠加低电价，公司三季度盈利环比改善

买入

核心观点

2023 年三季度公司归母净利润同比下降 9.8%。2023Q3 单季营收 120.91 亿元（同比-5.3%，环比+47.0%），归母净利润 9.9 亿元（同比-9.8%，环比 57.1%），扣非归母净利润 9.8 亿元（同比-8.4%，环比+61.0%），经营性净现金流 24.8 亿元（同比+60.3%，环比+281.7%）。

自 6 月下旬开始，云南电解铝复产，报告期内公司电解铝开工率从 60% 增加到 100%。恰逢三季度是丰水期，公司用电成本在 0.32 元/度（含税）附近，因此 Q3 毛利润环比增加近 5 亿元。

资产负债率和财务费用维持低位。截至三季度末，公司资产负债率 29.5%，比半年末 27.7%略增，带息债务 45 亿元，比半年末减少 4 亿元。三季度公司财务费用 3200 万元，2023Q1-Q3 财务费用 0.99 亿元，同比下降 48%。

产品低碳优势将凸显。2022 年公司生产用电结构中绿电比例达到约 88.6%，碳排放约为煤电铝的 20%，比煤电铝减排 10 吨二氧化碳当量/吨铝。今年 10 月 1 日欧盟正式启动碳边境调节机制过渡期，对包括铝在内的六大行业商品征收“碳关税”，对高碳排放企业的产品出口欧洲构成影响。过渡期至 2025 年 12 月 31 日，2026 年 1 月 1 日正式起征，并在 2034 年之前全面实施。国内外碳减排背景下，公司产品低碳优势将进一步凸显。

风险提示：限电影响产量，氧化铝价格大幅上行风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级

我们假设 2023-2025 年铝现货价格分别为 18800/19500/19500 元/吨（原预测值均为 20000 元/吨），氧化铝价格为 2900 元/吨，预焙阳极价格为 5500 元/吨，公司用电含税价格为 0.41 元/度，预计 2023-2025 年收入 396/489/533 亿元，同比增速-18.2/23.3/9.0%，归母净利润 40.10/55.39/60.56 亿元（原预测值 52.37/57.76/63.19 亿元），同比增速-12.2/38.1/9.3%；摊薄 EPS 分别为 1.16/1.60/1.75 元，当前股价对应 PE 分别为 11.6/8.4/7.7x。公司是国内绿色水电铝龙头企业，电力成本较低且稳定，产品低碳优势将进一步凸显，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41,669	48,463	39,629	48,873	53,265
(+/-%)	40.9%	16.3%	-18.2%	23.3%	9.0%
净利润(百万元)	3319	4569	4010	5539	6056
(+/-%)	267.7%	37.7%	-12.2%	38.1%	9.3%
每股收益(元)	0.96	1.32	1.16	1.60	1.75
EBIT Margin	17.4%	12.6%	14.9%	16.0%	15.7%
净资产收益率(ROE)	18.2%	20.4%	15.9%	19.1%	18.2%
市盈率(PE)	14.0	10.2	11.6	8.4	7.7
EV/EBITDA	6.9	7.7	7.8	6.0	5.7
市净率(PB)	2.55	2.08	1.85	1.60	1.40

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

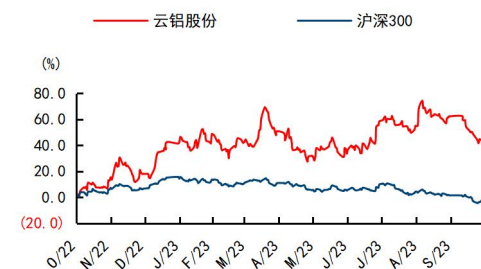
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	13.39 元
总市值/流通市值	46436/46435 百万元
52 周最高价/最低价	16.45/9.07 元
近 3 个月日均成交额	463.46 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

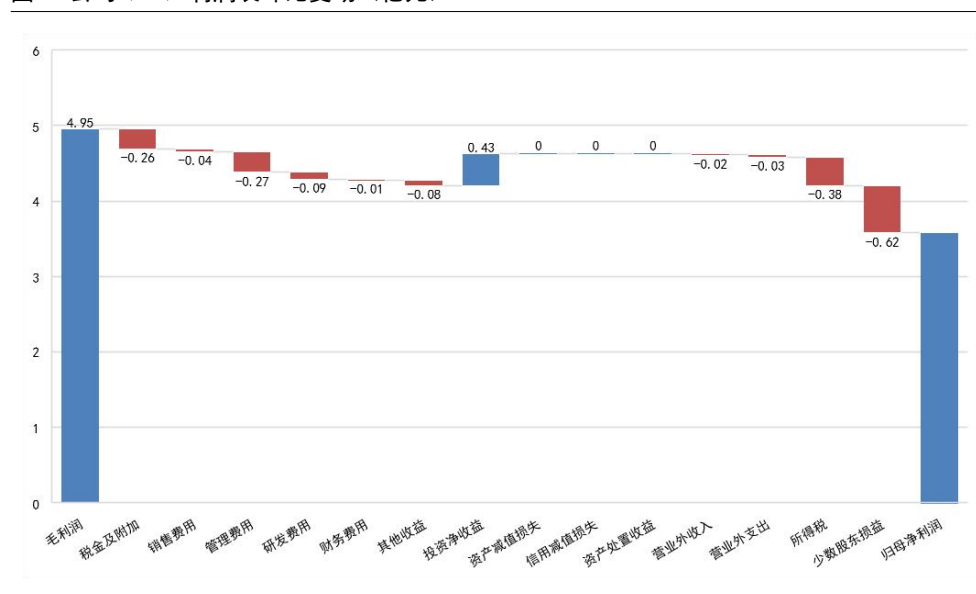
- 《云铝股份（000807.SZ）-成本优势凸显，盈利能力稳定》——2022-10-26
- 《云铝股份（000807.SZ）-发挥绿电优势，加码下游铝加工》——2022-08-22
- 《云铝股份（000807.SZ）-电力供应宽松，水电铝龙头迎来产量释放期》——2022-03-23

2023 年三季度公司归母净利润同比下降 9.8%。2023Q3 单季营收 120.91 亿元（同比-5.3%，环比+47.0%），归母净利润 9.9 亿元（同比-9.8%，环比 57.1%），扣非归母净利润 9.8 亿元（同比-8.4%，环比+61.0%），经营性净现金流 24.8 亿元（同比+60.3%，环比+281.7%）。

自 6 月下旬开始,云南电解铝复产,报告期内公司电解铝开工率从 60%增加到 100%。恰逢三季度是丰水期,公司用电成本在 0.32 元/度(含税)附近,因此 Q3 毛利润环比增加近 5 亿元。

资产负债率和财务费用维持低位。截至三季度末,公司资产负债率 29.5%,比半年末 27.7%略增,带息债务 45 亿元,比半年末减少 4 亿元。三季度公司财务费用 3200 万元,2023Q1-Q3 财务费用 0.99 亿元,同比下降 48%。

图1: 公司 Q3-Q2 利润表环比变动(亿元)



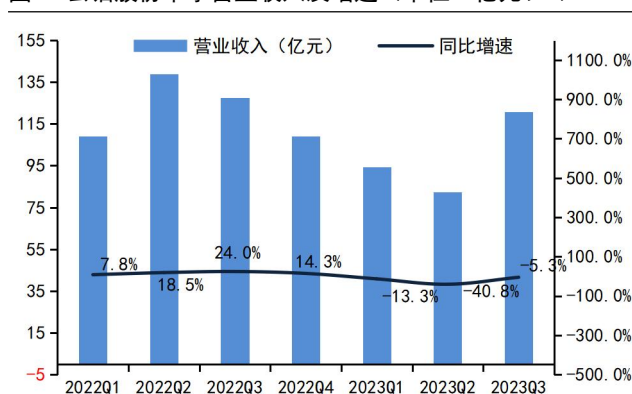
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 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3: 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4: 云铝股份归母净利润及增速(单位:亿元、%)

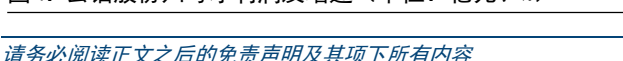
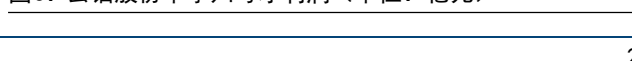
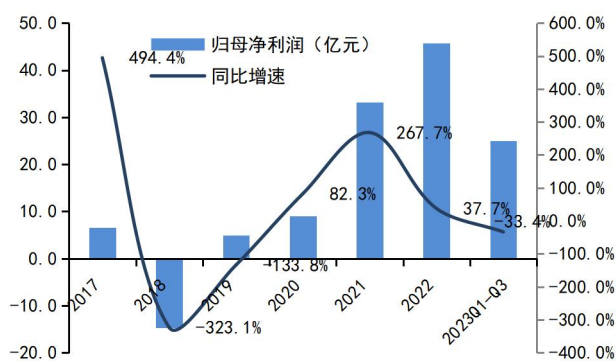
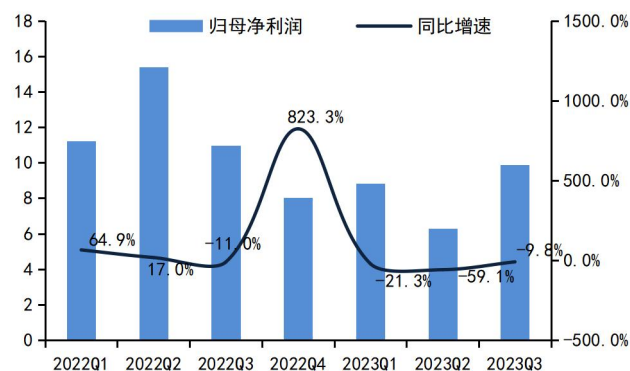


图5: 云铝股份单季归母净利润(单位:亿元)



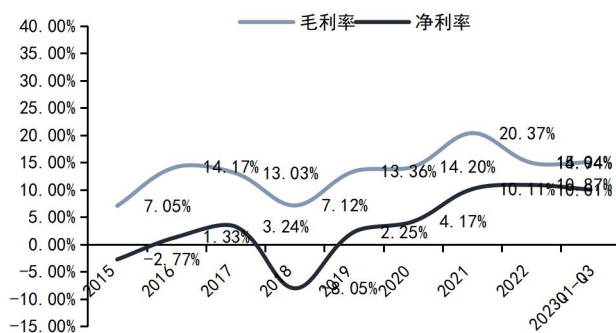


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



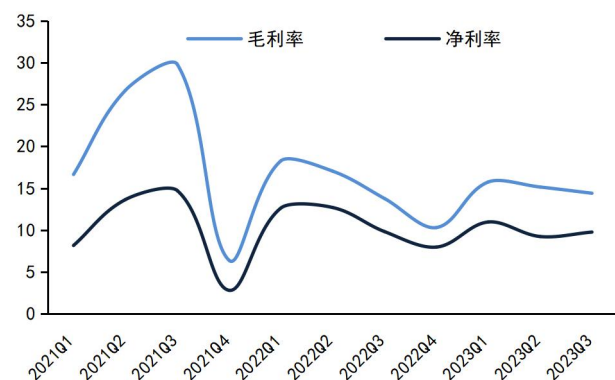
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 云铝股份毛利率、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

图7: 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

图8: 云铝股份ROE、ROIC变化情况 (%)

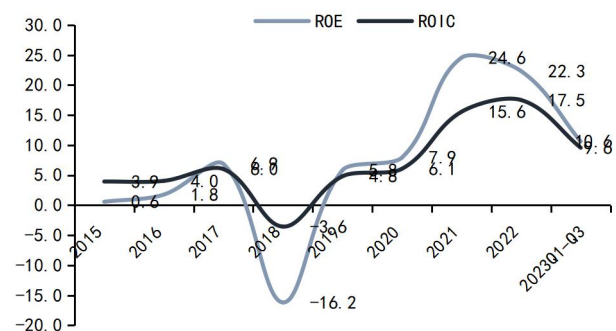
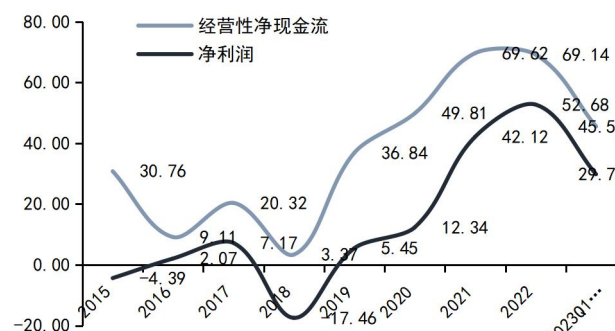


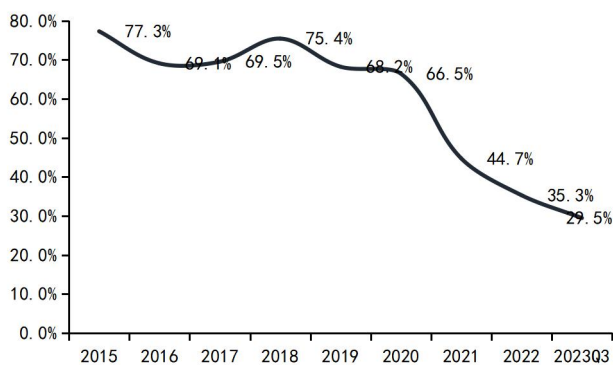
图9: 云铝股份经营性净现金流 (亿元)



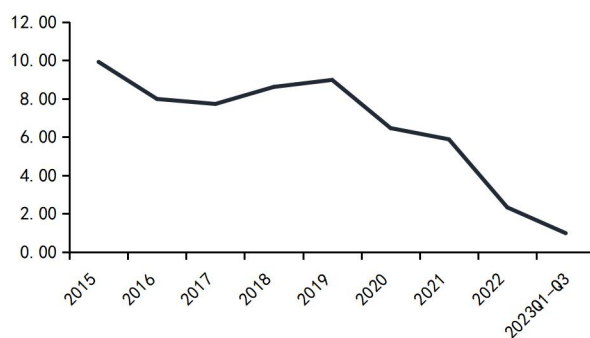
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 云铝股份资产负债率

图11: 云铝股份财务费用 (亿元)



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

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。我们假设 2023-2025 年铝现货价格分别为 18800/19500/19500 元/吨（原预测值均为 20000 元/吨），氧化铝价格为 2900 元/吨，预焙阳极价格为 5500 元/吨，公司用电含税价格为 0.41 元/度，预计 2023-2025 年收入 396/489/533 亿元，同比增速-18.2/23.3/9.0%，归母净利润 40.10/55.39/60.56 亿元（原预测值 52.37/57.76/63.19 亿元），同比增速-12.2/38.1/9.3%；摊薄 EPS 分别为 1.16/1.60/1.75 元，当前股价对应 PE 分别为 11.6/8.4/7.7x。公司是国内绿色水电铝龙头企业，电力成本较低且稳定，产品低碳优势将进一步凸显，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1623	3045	9382	11963	18708	营业收入	41669	48463	39629	48873	53265
应收款项	169	995	814	1004	1094	营业成本	33180	41222	32777	39907	43614
存货净额	3042	3918	3032	3724	4084	营业税金及附加	327	362	296	365	398
其他流动资产	527	288	235	290	316	销售费用	68	71	58	72	78
流动资产合计	5360	8246	13464	16981	24201	管理费用	774	640	649	771	829
固定资产	27849	24993	23796	22452	21029	研发费用	55	83	68	83	91
无形资产及其他	3236	3126	3001	2876	2751	财务费用	588	233	191	235	256
投资性房地产	985	2206	2206	2206	2206	投资收益	1	121	0	0	0
长期股权投资	407	489	571	653	735	资产减值及公允价值变动	1985	251	0	0	0
资产总计	37837	39059	43038	45168	50922	其他收入	(3996)	(402)	58	42	34
短期借款及交易性金融负债	3179	2129	7589	3136	3121	营业利润	4721	5905	5716	7566	8125
应付款项	5158	5812	4498	6162	6756	营业外净收支	(33)	2	0	0	0
其他流动负债	1500	1106	859	1055	1157	利润总额	4688	5907	5716	7566	8125
流动负债合计	9836	9047	12946	10352	11034	所得税费用	476	639	618	818	878
长期借款及应付债券	6667	4377	4377	4377	4377	少数股东损益	893	699	1088	1209	1190
其他长期负债	423	359	359	359	359	归属于母公司净利润	3319	4569	4010	5539	6056
长期负债合计	7090	4736	4736	4736	4736	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	16927	13783	17682	15089	15771	净利润	3319	4569	4010	5539	6056
少数股东权益	2719	2925	3687	4533	5367	资产减值准备	1600	(1734)	(7)	(13)	(15)
股东权益	18191	22351	25158	29035	33274	折旧摊销	1857	1780	2328	2482	2563
负债和股东权益总计	37837	39059	46527	48657	54411	公允价值变动损失	(1985)	(251)	0	0	0
						财务费用	588	233	191	235	256
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(665)	(4222)	(448)	910	206
每股收益	0.96	1.32	1.16	1.60	1.75	其它	(863)	2296	768	859	848
每股红利	0.17	0.26	0.35	0.48	0.52	经营活动现金流	3263	2439	6652	9777	9658
每股净资产	5.25	6.45	7.25	8.37	9.59	资本开支	0	2640	(1000)	(1000)	(1000)
ROIC	20%	17%	17%	24%	27%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	18%	20%	16%	19%	18%	投资活动现金流	67	2558	(1082)	(1082)	(1082)
毛利率	20%	15%	17%	18%	18%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	13%	15%	16%	16%	负债净变化	(2691)	(2290)	0	0	0
EBITDA Margin	22%	16%	21%	21%	21%	支付股利、利息	(581)	(896)	(1203)	(1662)	(1817)
收入增长	41%	16%	-18%	23%	9%	其它融资现金流	3651	2797	5460	(4453)	(14)
净利润增长率	268%	38%	-12%	38%	9%	融资活动现金流	(2895)	(3574)	4257	(6115)	(1831)
资产负债率	52%	43%	46%	40%	39%	现金净变动	436	1422	9827	2580	6745
息率	1.3%	1.9%	2.6%	3.6%	3.9%	货币资金的期初余额	1187	1623	3045	9382	11963
P/E	14.0	10.2	11.6	8.4	7.7	货币资金的期末余额	1623	3045	12871	11963	18708
P/B	2.6	2.1	1.8	1.6	1.4	企业自由现金流	0	5626	6148	9349	9244
EV/EBITDA	6.9	7.7	7.8	6.0	5.7	权益自由现金流	0	6133	11345	4712	9239

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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