

云铝股份 (000807)

绿电铝一体化龙头，享受长期成本优势

买入 (维持)

2023年11月29日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	48,463	46,525	54,823	57,765
同比	16%	-4%	18%	5%
归属母公司净利润 (百万元)	4,569	4,552	5,827	6,805
同比	37%	-0.36%	28%	17%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.32	1.31	1.68	1.96
P/E (现价&最新股本摊薄)	9.85	9.88	7.72	6.61

关键词: #稀缺资产

投资要点

- **公司是国内水电铝一体化龙头企业，背靠中铝增强原材料保供能力：**公司现已经形成年产氧化铝 140 万吨、绿色铝 305 万吨、阳极炭素 80 万吨、石墨化阴极 2 万吨、绿色铝合金 157 万吨的绿色铝一体化产业规模；随着 2018 年正式并表中铝集团，我们认为随着双方协同效应的进一步显现，云铝对原材料的保供能力及应对上游涨价风险的能力加强。
- **公司运营管理能力大幅优化，资产负债表持续改善，ROE 有望持续提升：**公司自 2019 年来三费逐年降低，通过大量偿还带息负债，公司资产负债率自 2018 年的 75.44% 的高点下降至 35.29%，以经营活动现金流净额和带息债务的比值作为偿债能力的指标得到显著改善，从 2018 年的 1.64% 大幅提升至 2022 年的 105.70%，摊薄 ROE 达 20.44%，显著高于行业同类公司，通过对老旧设备的计提减值，公司轻装上阵，随着铝价的进一步回升，公司有望享受行业贝塔和企业自身阿尔法的双重估值抬升。
- **公司吨铝市值位于可比公司低位，业绩具备高弹性：**根据主要可比公司电解铝权益产能和市值，我们测算可得云铝股份吨市值为 1.7 万元，远低于可比公司；在铝价增长 5%、10%、和 15% 的情境下，云铝股份利润增厚比例分别为 29%、58%，和 87%，具备高弹性。
- **供给刚性约束，需求变革带来新的增长驱动力，铝价向上空间打开：**1) 供给端，我国电解铝行业目前有效产能 4300 万吨，逼近 4500 万吨上限，叠加西南地区因季节性枯水期限电限产因素，电解铝供给受到刚性约束，未来有效产能难以增长；2) 需求端，在“保交楼”、中央财政发债等一系列政策托底背景下，以房地产为主的传统需求拖累趋于平缓，以光伏、新能源汽车为首的新需求成为新的增长点；3) 库存端，伦铝和沪铝库存分别处于进入 2000 年以来 6% 的分位和 34% 分位，海内外库存低位对铝价形成向上支撑，电解铝企业利润有望走阔。
- **云南大力发展光伏产业，季节性限电影响有望逐步消退：**2023 年底云南新增并网光伏装机将达到 3,165.04 万千瓦，预期新增发电量占 2022 年云南电网发电量的 11.03%，带来理论电解铝 65.34 万吨新增产量空间。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年实现营收分别为 465/548/578 亿元，同比增速分别为 -4.0%/17.8%/5.4%；实现归属母公司股东净利润分别为 46/58/68 亿元，同比增速分别为 -0.4%/28.0%/16.8%。对应 2023-2025 年的 PE 分别为 9.88/7.72/6.61 倍，低于可比公司估值，考虑公司业绩弹性较大、未来碳税加码有望享受成本优势，且公司估值较低，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期风险；美元持续走强风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.97
一年最低/最高价	10.42/16.45
市净率(倍)	1.85
流通 A 股市值(百万元)	44,978.79
总市值(百万元)	44,979.41

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.01
资产负债率(% ,LF)	29.45
总股本(百万股)	3,467.96
流通 A 股(百万股)	3,467.91

相关研究

《云铝股份(000807): 高弹性水电铝龙头》

2023-05-07

内容目录

1. 公司基础介绍	5
1.1. 股东背景雄厚，打造绿色铝业一体化产业链.....	5
1.2. 量价齐升公司盈利能力再创新高，运营管理能力大幅优化，期间费用率持续降低，ROE有望持续提升.....	7
2. 一体化产业链打造坚实护城河，绿电铝凸显成本优势	10
2.1. 铝产业链上下游打通全覆盖.....	10
2.2. 电力成本优势愈发明显，季节性扰动无可避免.....	12
2.3. 欧洲碳税加码，公司绿色铝优势凸显.....	15
2.4. 公司吨铝市值处于行业低位，业绩弹性较大.....	17
3. 行业变局：宏观压制因素消退，供给刚性约束，需求变革	18
3.1. 电解铝产能受到刚性约束，对铝价支撑形成正向反馈.....	18
3.2. 从“地产引领”到“新能源驱动”，电解铝需求结构正面临变革	19
3.3. 电解铝行业利润中枢有望上移，库存低位对铝价形成向上支撑.....	22
4. 盈利预测与估值	23
5. 风险提示	25

图表目录

图 1:	发展历程.....	5
图 2:	公司股权架构 (截至 2023 年 6 月 30 日)	6
图 3:	公司拥有绿铝全产业链布局.....	6
图 4:	公司营业收入 (亿元) 及同比 (%)	7
图 5:	公司归母净利润 (亿元) 及同比 (%)	7
图 6:	公司各业务占总营收比重 (%)	8
图 7:	公司各业务毛利率变动 (%)	8
图 8:	公司期间费用率逐年降低 (%)	8
图 9:	公司研发费用 (亿元) 及费用率 (%)	8
图 10:	公司资产负债率持续改善.....	9
图 11:	公司资产周转率逐年提高.....	9
图 12:	公司偿债指标持续优化 (%)	10
图 13:	公司 ROE 自 2018 年后稳步上升 (%)	10
图 14:	公司阳极炭素产量及自给率 (万吨)	11
图 15:	公司氧化铝产量及自给率 (万吨)	11
图 16:	公司铝合金及加工产量.....	12
图 17:	公司铝合金及加工业务收入及增速.....	12
图 18:	2023 年 6 月电解铝成本项拆解.....	13
图 19:	2023 年 8 月电解铝主要产地电价 (元/兆瓦时)	13
图 20:	2022 年云南省发电结构.....	13
图 21:	云南电解铝产量呈现季节性波动 (万吨)	13
图 22:	云南水力发电呈现较强的季节性 (亿千瓦时)	14
图 23:	欧盟碳税免费配额.....	16
图 24:	中国及欧盟碳排放配额价格走势 (元/吨)	16
图 25:	中国电解铝产能产量及产能利用率 (万元/吨)	19
图 26:	2023 年 9 月中国电解铝开工产能分布.....	19
图 27:	中国房屋竣工面积累计同比 (%)	20
图 28:	中国房屋新开工面积累计同比 (%)	20
图 29:	中国商品房销售额累计同比 (%)	20
图 30:	中国房屋施工面积同比 (%)	20
图 31:	中国广义乘用车销量 (万辆)	21
图 32:	中国新能源车销量 (万辆)	21
图 33:	中国光伏组件产量 (GW)	22
图 34:	中国光伏新增装机量 (GW)	22
图 35:	预焙阳极及其成本项价格走势 (元/吨)	22
图 36:	煤炭价格走势 (元/吨)	22
图 37:	中国电解铝行业平均盈利 (元/吨)	23
表 1:	公司电解铝建成及权益产能 (万吨)	11
表 2:	2022 年 9 月起云南因限电导致电解铝企业减产明细表.....	14
表 3:	光伏发电对云南省电解铝理论产量增量的测算.....	15

表 4: 铝生命周期碳能耗与排放占比.....	16
表 5: 电解铝生产过程中碳排放环节.....	17
表 6: 电解铝企业利润随铝价阶梯变动弹性测试.....	18
表 7: 公司吨铝市值在可比公司中处于低位（截至 2023 年 11 月 29 日）.....	18
表 8: 公司营收毛利拆分.....	24
表 9: 可比公司估值（2023 年 11 月 29 日）.....	25

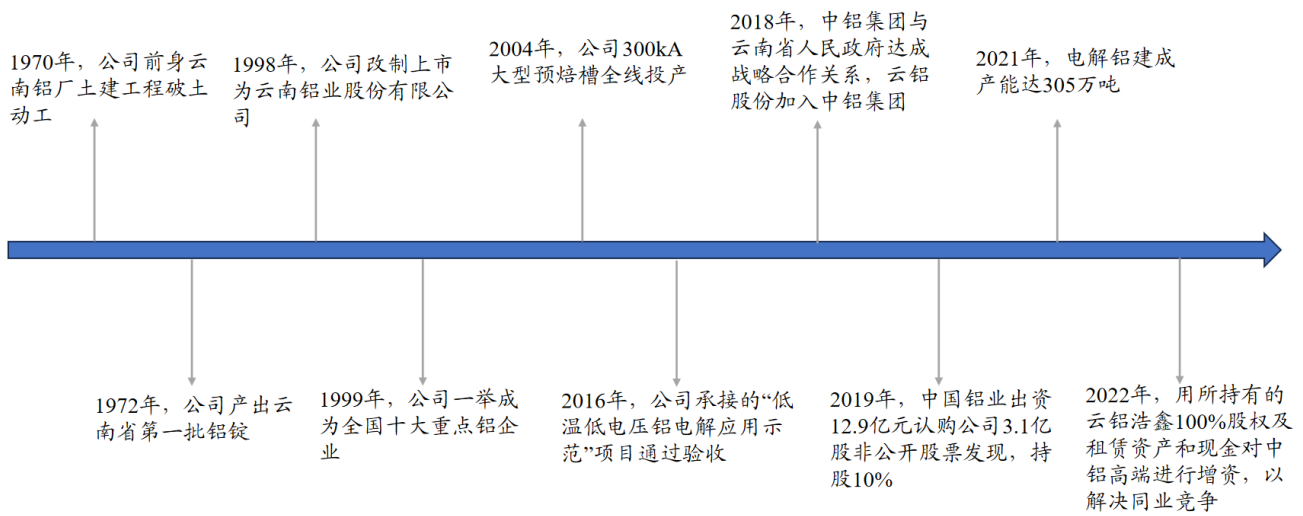
1. 公司基础介绍

1.1. 股东背景雄厚，打造绿色铝业一体化产业链

深耕铝行业二十余载，形成绿色铝产业价值链。公司前身为 1970 年创立的云南铝厂，1998 年改制并于深交所上市为云南铝业股份有限公司，1999 年跃升成为全国十大重点铝企业，2018 年中铝集团与云南省人民政府达成战略合作关系，中铝集团间接成为公司控股股东。

依托云南省的绿色能源优势以及抓住国家“双碳”战略机遇，公司现已发展为国内最大的绿色低碳铝供应商，已建成“铝土矿—氧化铝—炭素制品—铝冶炼—铝加工”为一体的绿色产业链，已经形成年产氧化铝 140 万吨、绿色铝 305 万吨、阳极炭素 80 万吨（与索通发展合资建设年产 90 万吨阳极炭素项目已顺利投产，公司权益炭素产能达到 113.5 万吨）、石墨化阴极 2 万吨、绿色铝合金 157 万吨的绿色铝一体化产业规模。

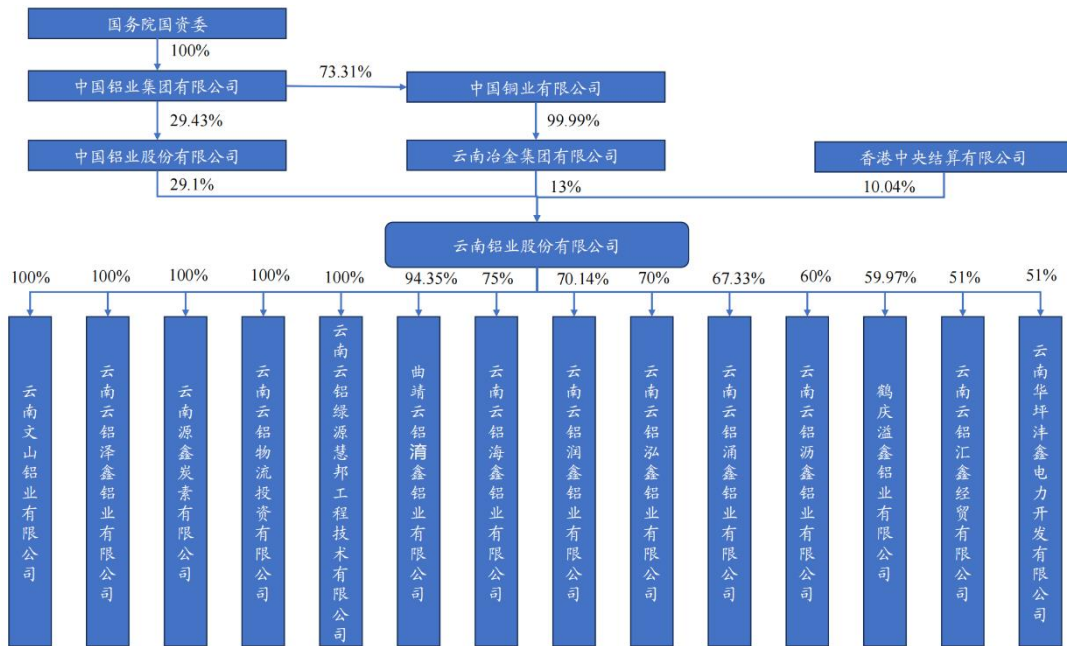
图1：发展历程



数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券研究所

实际控制人为国务院国资委，控股股东实力雄厚。云铝股份实际控制人为国务院国资委，合计持有公司 18.1% 股权。2022 年，云南国资委将云南冶金 51% 的股权无偿划拨给了中铝集团下属的中国铜业有限公司，截至 2023 年 6 月 30 日，中国铝业股份有限公司持有 29.1% 的公司股权，为公司控股股东，其也是全球最大的氧化铝、电解铝、以及铝用阳极生产供应商；云南冶金集团持有 13.0% 的公司股权，为公司第二大股东。

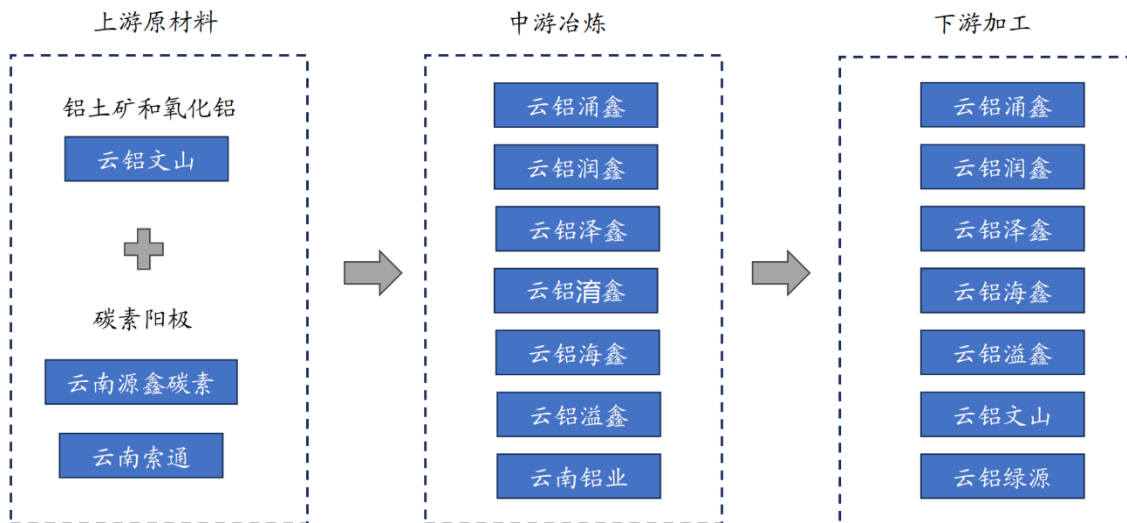
图2: 公司股权架构 (截至 2023 年 6 月 30 日)



数据来源: 公司年报, 企查查, 东吴证券研究所

产业链覆盖上中下游, 协同效应未来可期。公司旗下参股十余家二级子公司, 涵盖铝土矿开采及氧化铝生产、电解铝冶炼及铝加工、铝用炭素生产以及物流贸易这四大板块。公司是中国第一家完成铝土矿、氧化铝、电解铝、铝加工全产业链 ASI 审核的企业, 充分发挥了云南省“绿色能源”优势, 优化产业结构, 逐步实现上游原料成本可控, 中游原材料加工成本降低, 下游终端产品附加值拓宽的协同效应。

图3: 公司拥有绿铝全产业链布局



数据来源: 公司官网, 公司年报, 东吴证券研究所

1.2. 量价齐升公司盈利能力再创新高，运营管理能力大幅优化，期间费用率持续降低，ROE有望持续提升

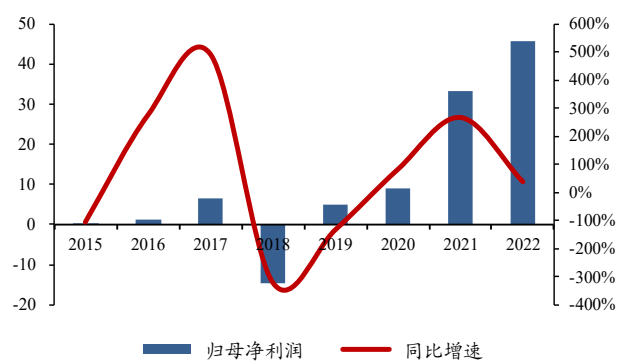
公司营收增长保持高韧性，归母净利润再创新高。由于中美贸易摩擦和环保整治等影响，公司经营业绩在 2018 年短暂出现下滑，自 2019 年行业进入景气周期以来，公司收入利润进入快速增长期。2022 年随着铝价中枢上移以及公司海鑫水电铝项目二期等多项重点项目的顺利投产，公司迎来量价齐升阶段，全年实现营业收入 484.63 亿元，同比增长 16.31%；归母净利润 45.69 亿元，同比增长 37.65%，实现经营业绩四连增。

图4：公司营业收入（亿元）及同比（%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图5：公司归母净利润（亿元）及同比（%）

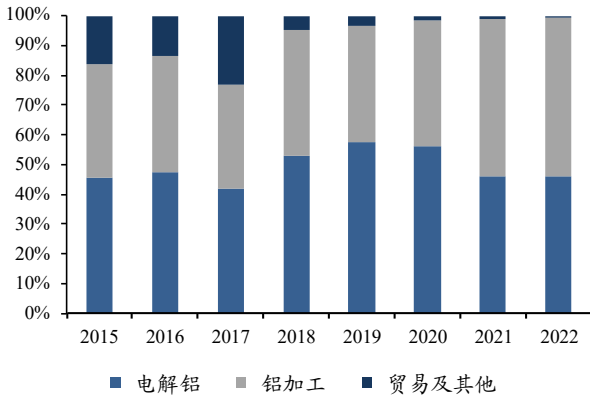


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司核心业务成长性突出，电解铝+铝加工双轮驱动。公司深耕绿色铝产业链，已形成了以电解铝+铝加工双轮驱动的业务模式，2022 年公司电解铝和铝加工业务分别贡献营业收入的 46.09%和 53.06%，对整体毛利的贡献占比分别达到 52.99%和 46.72%。

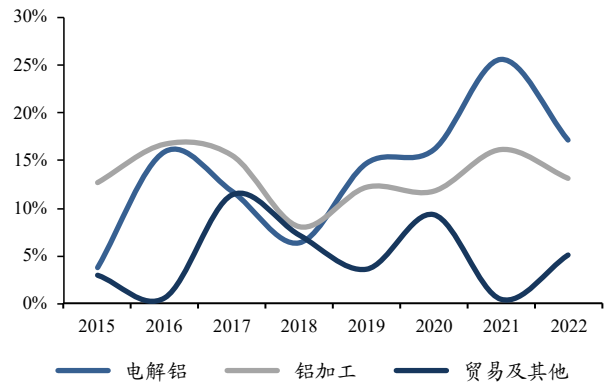
2022 年公司电解铝和铝加工业务板块的毛利率分别较上年同比下降 8.50%和 3.08% 17.18%和 13.16%，其主要原因为成本端的预焙阳极、氧化铝及电力成本受到地缘政治影响较 2021 年大幅上升。进入 2023 年以来，随着地缘政治风险对基础能源价格影响的进一步减弱，各主要原材料价格快速回落，我们预计当下平均成本处于下行期，公司主要业务板块毛利率有望回升。

图6: 公司各业务占总营收比重 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图7: 公司各业务毛利率变动 (%)

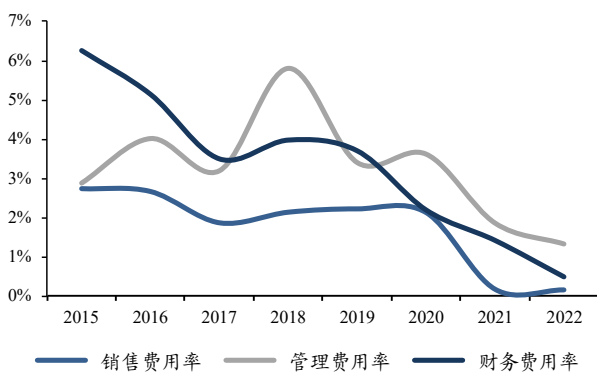


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

公司运营管理能力持续加强, 三费费率逐年稳步降低。公司充分发挥产业资源协同效应, 内部运营管理能力得到大幅增强, 三费费率自 2019 年来稳步下降。2022 年公司三费综合费率为 1.95%, 同比减少 1.48%, 其中销售费用率的降低得益于公司大力开拓周边市场, 2022 年公司周边市场合金产品销量同比增长约 63%; 报告期内, 公司大幅降低带息负债规模, 公司 2022 年财务费用为 2.3 亿元, 同比减少 60.37%。

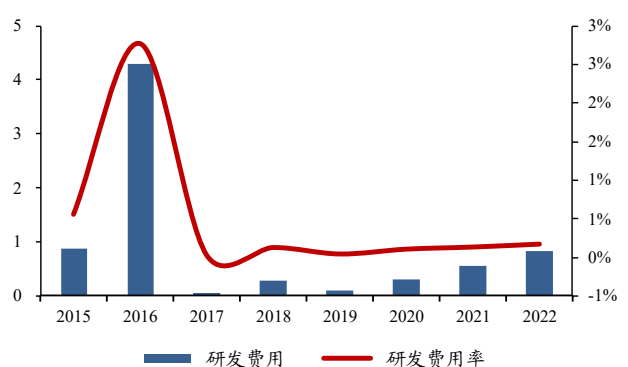
公司研发费用率稳步增长, 推动公司合金化发展。公司在 2016 年研发费用率曾一度高达 2.77%, 主要原因为 1) 公司在该年加大对铝合金铸锭及特种铝合金电缆制备产业化等多项技术的研发投入, 全力推动公司合金化的发展, 加快对附加值大的铝基材料、铝精深加工产品和终端产品的研发进程, 进一步延伸产业链; 2) 公司该年度对研发投入的资本化率较低, 仅为 1.19%。公司 2022 年研发费用率为 0.17%, 自 2018 年以来连续 4 年稳步增长。

图8: 公司期间费用率逐年降低 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图9: 公司研发费用 (亿元) 及费用率 (%)

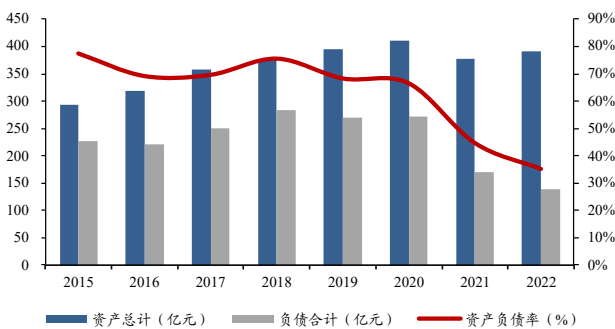


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

公司大量偿还带息负债，资产负债率及偿债能力指标不断优化。随着公司在 2020 年和 2021 年通过定增等融资活动有效支撑了公司扩张并减少了负债规模。截至 2022 年底，公司资产负债率已从 2018 年的 75.44% 降至 35.29%，同时随着公司大量偿还带息负债，以经营活动现金流净额和带息债务的比值作为偿债能力的指标得到显著改善，该指标从 2018 年的 1.64% 大幅提升至 2022 年的 105.70%。

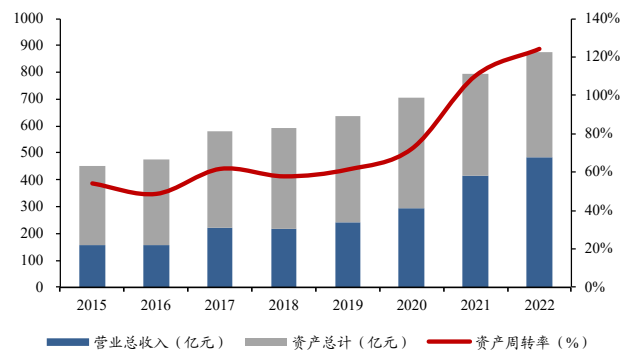
公司正处景气周期，资产周转率不断提升，ROE 提升至阶段新高。截至 2022 年底，公司资产周转率为 1.24 次，摊薄 ROE 为 20.44%，两项数据均为自公司上市以来的第二高，我们认为公司正处于景气周期，未来公司盈利能力有望进一步提升，其主要得益于 1) 铝价上升带来的行业贝塔：国内现货铝价从 2019 年初的 1.3 万元/吨涨至 2022 年底的近 2 万元/吨，随着电解铝长期供给受限以及经济增速好转带来的需求提升，铝价有望持续保持高位；2) 公司自身资产优化带来的阿尔法：公司已成功构建了电解铝产业链闭环，在做大规模的同时主动去化不良资产，公司于 2021 及 2022 年在氧化铝、铝土矿、阳极炭素等原材料及配套设备领域共计计提减值 22.36 亿元，资本性资产瘦身较为充分，随着公司资产质量的进一步提升，企业成长的确定性正在提升。

图10: 公司资产负债率持续改善



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 公司资产周转率逐年提高



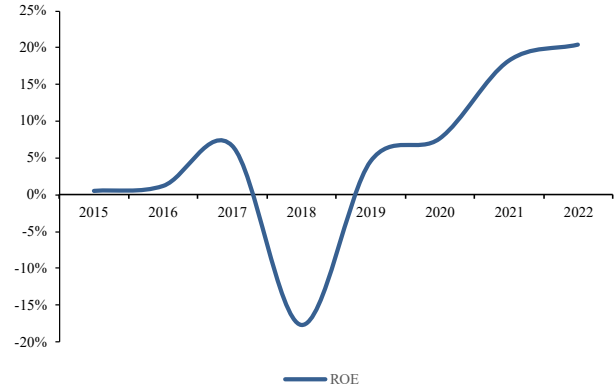
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 公司偿债指标持续优化 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图13: 公司 ROE 自 2018 年后稳步上升 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

2. 一体化产业链打造坚实护城河, 绿电铝凸显成本优势

2.1. 铝产业链上下游打通全覆盖

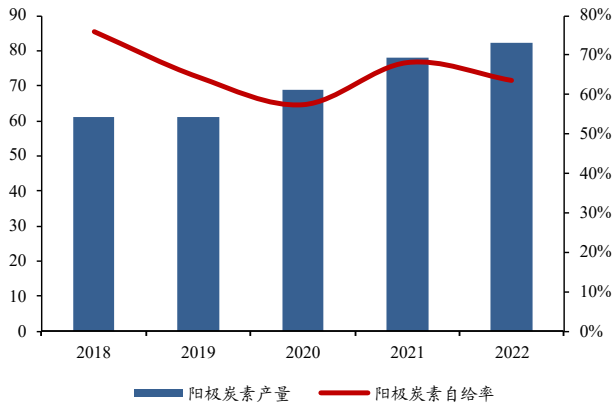
公司拥有铝土矿 5 宗采矿权和 18 宗探矿权, “探+采”合计保有量约为 6970 万吨。云南省铝土矿主要集中于滇东南(文山州), 公司依托子公司云铝文山着力加大文山地区铝土矿开发力度, 截至 2021 年 6 月, 云铝文山持有的 5 宗采矿权中铝土矿合计保有铝土矿资源量约为 1,170 万吨, 按照 140 万吨/年产能算, 预计可开采 3-4 年。同时, 云铝文山目前正在办理 4 宗勘查许可证转为采矿许可证的手续(分别是: 大石盆铝土矿、杨柳井铝土矿、菲尺角铝土矿、天生桥铝土矿), 上述 4 宗矿权探明储量合计约 5,800 万吨, 预计可开采 10 年左右。

公司自有氧化铝产能 140 万吨, 背靠中铝进一步增强市场议价与保供能力。公司 2022 年度氧化铝产量为 140.13 万吨, 达到满产状态, 按照 2022 年公司电解铝产量 259.67 万吨且单吨电解铝需要 1.95 吨氧化铝计算, 公司氧化铝自给率为 27.67%, 仍需外部购买氧化铝 366.23 万吨。公司地处云南, 靠近全国氧化铝重要产区广西有色, 且该地区氧化铝价格较全国氧化铝均价较低, 公司具备相当的运输及价格成本优势。此外, 2022 年 11 月公司正式并表中国铝业集团, 同时中国铝业作为云铝最大的供应商, 2022 年采购金额占比 65.45%, 其 2022 年氧化铝产量 1764 万吨, 公司氧化铝外购量仅占其产量的 20.76%。我们认为公司日后将收益于中铝集团作为有色金属领域的领军企业所带来的资源及政策优势, 进一步提高公司的市场议价及保供能力。

公司通过自产+合资持股方式, 拥有阳极炭素权益产能达 111.5 万吨。公司通过其下属云铝源鑫炭素(持股 100%)拥有铝用阳极炭素产能 80 万吨, 石墨化阴极产能 2 万吨, 通过与索通发展合资成立的云铝炭材料(持股 35%)拥有 31.5 万吨预焙阳极权益

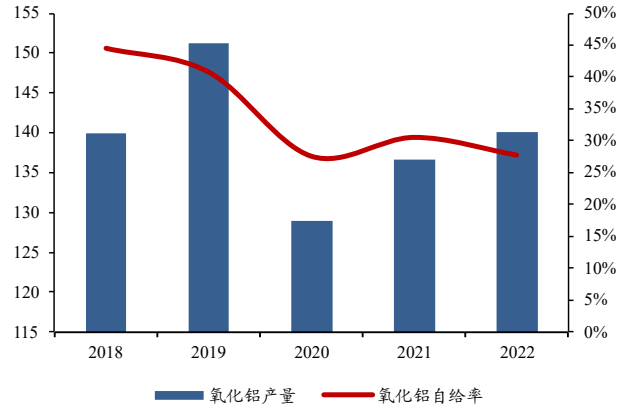
产能，公司权益炭素产能共计达到 111.5 万吨，公司铝用炭素自给率得到进一步提升，在利用资源优势控制生产成本的同时，规避了大宗原辅料价格波动风险。

图14: 公司阳极炭素产量及自给率 (万吨)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图15: 公司氧化铝产量及自给率 (万吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司拥有电解铝建成产能 305 万吨，权益产能 258 万吨。近年来公司不断提升电解铝的产能产量，其产能从 2017 年的 160 万吨产能提升至 2022 年的 305 万吨（权益产能 258 万吨），2022 年公司生产电解铝 259.67 万吨，同比增长 12.89%。

表1: 公司电解铝建成及权益产能 (万吨)

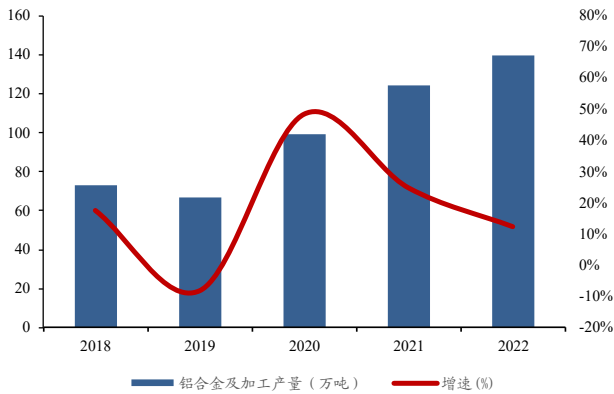
公司	所在地	持股比例	建成产能	权益产能
云铝涌鑫	云南建水	67%	30	20
云铝润鑫	云南个旧	70%	25	18
云铝泽鑫	云南富源	100%	30	30
云铝海鑫	云南昭通	84%	70	59
云铝消鑫	云南曲靖	94%	38	36
云铝溢鑫	云南鹤庆	60%	42	25
云铝文山	云南文山	100%	50	50
本部	云南昆明	100%	20	20
-	-	-	305	258

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

“合金化”为公司铝加工业务的主要发展方向。公司依托自身电解铝资源优势，继续开拓高品质铝锭及高精铝的市场份额，拓展广泛应用于军工、轨道交通、电子等高端

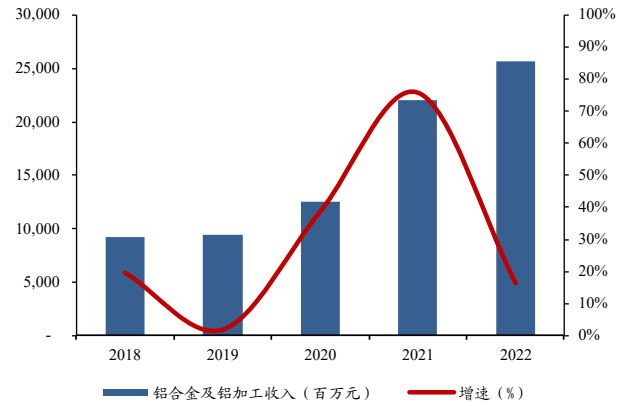
领域的高质量产品市场渠道，2022 年公司生产铝合金及加工产品 139.55 万吨，同比增长 12.37%，产量再创新高，产品结构进一步优化。其中，公司大力发展原铝系铸造铝合金(A356.2)、铝扁锭、铝焊材等行业内具有竞争优势的合金产品，公司铸造铝合金销量同比增长约 10%，国内市场占有率达 26%左右，铸造铝合金市场占有率行业领先地位得到持续加强。

图16: 公司铝合金及加工产量



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图17: 公司铝合金及加工业务收入及增速

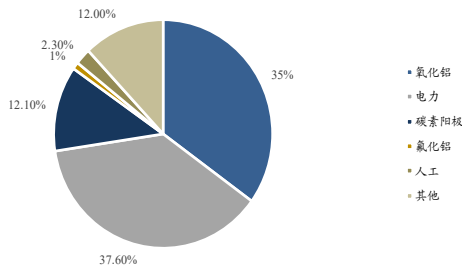


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.2. 电力成本优势愈发明显，季节性扰动无可避免

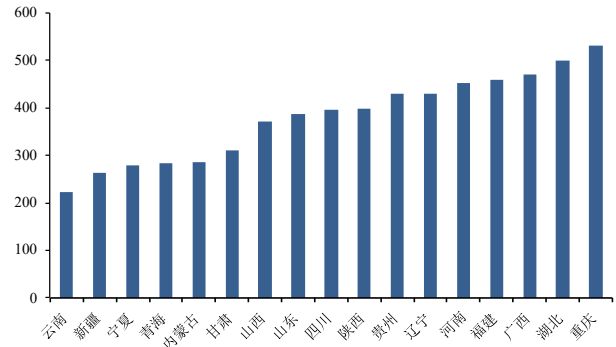
电力成本在我国电解铝生产的成本项中占据重要位置。2022 年电解铝行业完全平均成本中氧化铝占比 33%、预焙阳极占比 17%、电力成本占比 36%，不同地区电解铝企业的用电成本差异对整体生产成本造成重大影响。2021 年 8 月，国家发改委发布《关于完善电解铝行业阶梯电价政策的通知》，明确提出各地要严格执行国家电价政策，严禁对电解铝行业实施优惠电价，电解铝企业需严格执行阶梯电价政策，优惠电价的取消进一步抬升了电解铝企业的综合成本，目前云南和新疆的电解铝企业拥有明显的低电价成本优势，其中新疆的优势来源于低廉的火电成本，而云南则拥有充沛的水电资源。

图18: 2023年6月电解铝成本项拆解



数据来源: 安泰科, 东吴证券研究所

图19: 2023年8月电解铝主要产地电价(元/兆瓦时)

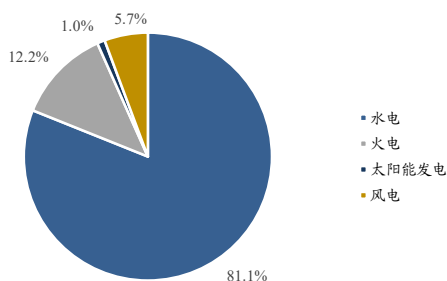


数据来源: 北极星电力网, 东吴证券研究所

公司是国内最大的绿电铝供应商, 充分享受云南水电资源。2022年云南省规模以上发电企业发电量为3749.9亿千瓦时, 其中水电3038.8千瓦时, 占比81.1%, 火电459.1亿千瓦时, 占比仅12.2%。公司依托云南丰富的绿电优势, 2022年公司生产用电结构中绿电比例达到约88.6%。

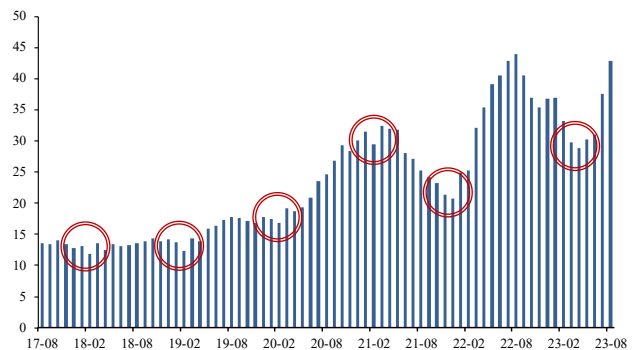
云南水力发电呈现较强的季节性干扰, 枯水期限电或成为常态。受季节性降雨量差异影响, 云南存在明显的丰水期和枯水期现象(每年的10月至次年4月为枯水期, 其余为丰水期), 每年的7-10月为全年的水电发电量占比高点, 历史平均可达85%-90%; 而每年的1-4月为全年水电发电量占比低点, 历史平均值仅为60%-70%。由于电解铝的生产是一种高能耗过程, 在电力供需严峻时需根据电网要求减少产能以降低用电负荷, 所以云南电解铝产量在逐年均值向上的过程中同样呈现出较为明显的季节性波动, 每年年初为全年产量低点, 而7-10月为产量相对高点。

图20: 2022年云南省发电结构



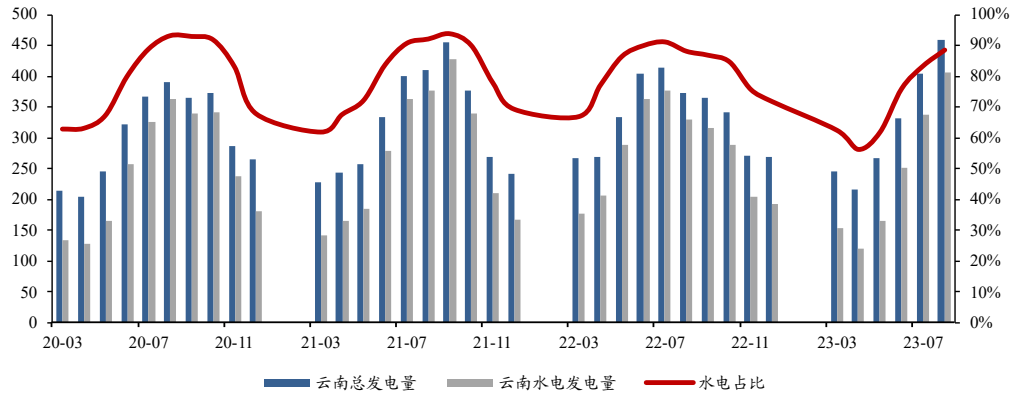
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 云南电解铝产量呈现季节性波动(万吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: 云南水力发电呈现较强的季节性 (亿千瓦时)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

本轮云南限电减产共计减少产能 191.2 万吨，占原有运行产能的 36.21%。本轮云南限电减产共分三轮：1) 2022 年 9 月 10 日左右，云南电解铝行业开启第一轮限电，初步压减 10%用电负荷；2) 2022 年 9 月 16 日左右，云南电解铝行业又开启了第二轮限电，压减用电负荷加大至 15%-30%不等；3) 2023 年 2 月 18 日左右，云南电解铝行业又开启了第三轮限电，当地电解铝企业要以 2022 年 9 月云南省第一轮限电初期的生产和用电为基础，压减负荷比例扩大至 40%左右。

表2: 2022 年 9 月起云南因限电导致电解铝企业减产明细表

省份	企业	总产能	运行产能	现运行产能	已减产	减产时间
云南	云铝集团	310	308	227	81	2022 年 9 月
云南	云南神火铝业有限公司	90	90	72	18	2022 年 9 月
云南	云南宏泰新型材料有限公司	165	95	77	18	2022 年 9 月
云南	云南其亚金属有限公司	35	35	28	7	2022 年 9 月
减产比例 (2022/9-2022/12)					23.48%	
云南	云铝集团	310	227	184.8	42.2	2023 年 2 月
云南	云南神火铝业有限公司	64	72	54	18	2023 年 2 月
云南	云南其亚金属有限公司	25	28	21	7	2023 年 2 月
减产比例 (2022/9-2023/4)					36.21%	

数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

光伏发电助力平滑电力波动，带来理论电解铝 65.34 万吨新增产量空间。2022 年 7 月，云南省能源局正式印发了《云南省 2022 年新能源建设方案通知》。明确了 2022 年云南全省加快推动开工新能源项目 355 个，装机 3,200.54 万千瓦，其中光伏项目 350 个，装机 3,165.04 万千瓦；风电项目 5 个，装机 35.5 万千瓦。且光伏全容量并网时间不得超

过 2023 年 12 月底，风电项目开工时间不得晚于 2023 年 7 月。

截至 2023 年 8 月，云南今年新增并网光伏装机 481.5 万千瓦，全省光伏装机达 1,006.5 万千瓦，根据能源局的规划，2023 年底云南新增并网光伏装机将达到 3,165.04 万千瓦，按照以往云南光伏落地项目数据估算，云南光伏年平均利用小时数为 1,320 小时，预计可以为云南省带来新增发电量 417.79 亿千瓦，占 2022 年云南电网发电量的 11.03%，假设在西电东送及其他云南省用电主体用电量年化增长 5%的情况下，对应折算可增加理论电解铝产量 65.34 万吨，可有效缓解因枯水期所造成的限电情况。

表3: 光伏发电对云南省电解铝理论产量增量的测算

	总发电量 (亿千万时)	西电东送 (亿千万时)	其他用电主体用电量 (亿千万时)	可用于电解铝生产电量 (亿千万时)	理论电解铝产量上限 (万吨)
2022 年	3789.11	1436.48	1797.97	554.66	420.20
2024 年	4206.90	1583.72	1982.26	640.92	485.54

数据来源：《云南电力市场 2022 年运行总结及 2023 年预测分析报告》，东吴证券研究所

2.3. 欧洲碳税加码，公司绿色铝优势凸显

全力贯彻“双碳目标”，公司是国内最大的绿色铝供应商。公司是国内企业中首批获得产品碳足迹认证的企业之一，铝锭、铝合金等主要产品通过碳足迹认证，获得南方区域首批绿色电力“双证”，是中国第一家完成铝土矿、氧化铝、电解铝、铝加工全产业链 ASI 审核的企业。从长远来看，在国家双碳战略的大背景下，公司绿色铝的品牌价值和经济价值将进一步提升。

欧盟已正式开始施行碳边界调整机制（CBAM）。碳边界调整机制（Carbon Border Adjustment Mechanism, CBAM）是欧盟为应对气候变化和碳排放问题推出的一项新政策，即根据产品的碳足迹计算应缴纳的税额，通过对进口产品征收碳税的方式确保进口产品与欧盟境内生产的同类产品享受相同的碳排放成本。该法案于 2023 年 10 月 1 日生效，协议要求对钢铁、水泥、铝、化肥等领域征收碳关税；碳税征收边界分为直接排放（生产工艺与燃料燃烧排放）和间接排放（电力生产过程排放），其中钢铁、铝和氢仅考虑直接排放，水泥、电力和化肥既对生产过程中的直接排放收费，也对间接排放收费。

电解铝为铝产业链中主要碳排放环节。根据《中国铝生命周期能耗与碳排放的情景分析及减排对策》，电解铝为铝产业链中主要的耗能及碳排放环节，整个电解过程共需消耗全产业周期的 76% 能量以及排放 88.9% 的二氧化碳。

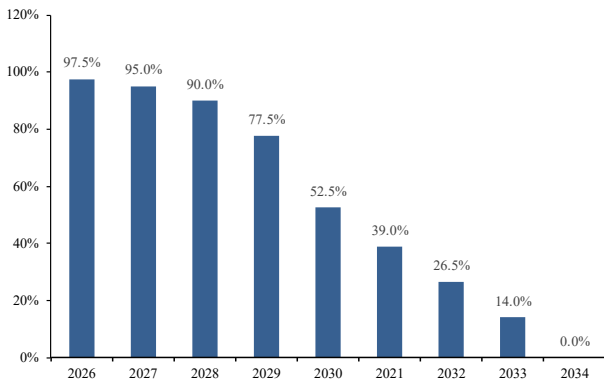
表4: 铝生命周期碳能耗与排放占比

铝生命周期碳能耗与排放占比及产品价格						
阶段	开采	冶炼	电解	加工	回收预处理	再熔铸
碳排放占比	0.1%	8.5%	88.9%	2.3%	0.1%	0.1%
能耗占比	0.3%	17.3%	76%	5.6%	0.4%	0.4%

数据来源: 百川盈孚,《中国铝生命周期能耗与碳排放的情景分析及减排对策》, 东吴证券研究所

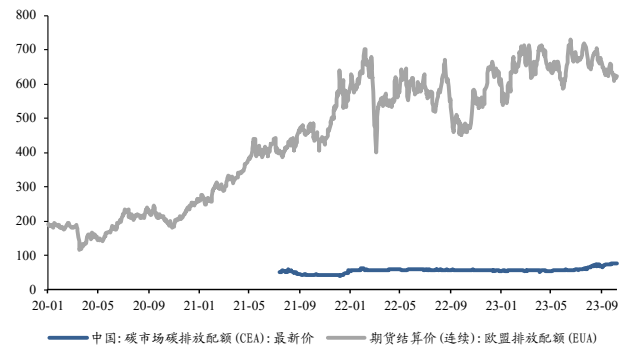
欧盟碳价远高于国内, 免费配额将逐步取消。截至 10 月 9 号, 欧盟碳排放配额期货结算价为 624 元/吨, 远高于国内碳排放配额价格的 77 元/吨。根据安泰科数据, 生产单吨火电铝需要排放二氧化碳 13 吨, 其中直接排放为 1.8 吨, 间接排放为 11.2 吨, 由于在过渡期期间, CBAM 目前不针对铝的间接排放收入碳税, 所以目前情形下对铝行业所受影响有限。碳税将于 2026 年开始起征, 并逐步取消免费配额量, 直至 2034 年全面取消。欧盟碳关税征收金额公式如下: $CBAM = (EU\ ETS\ 碳价 - 出口国碳价) \times (产品碳排放量 - 欧盟同类产品企业获得的免费排放额度)$ 。

图23: 欧盟碳税免费配额



数据来源: 公开新闻整理, 东吴证券研究所

图24: 中国及欧盟碳排放配额价格走势 (元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表5: 电解铝生产过程中碳排放环节

用电量及碳排放		耗电	用火电生产 1 吨电解铝		用水电生产 1 吨电解铝
		kWh/t 铝	火电煤耗 t 标煤/t 铝	排放 CO ₂ tCO ₂ /t 铝	排放 CO ₂ tCO ₂ /t 铝
电力环节	单度火电消耗标煤 320 克 单吨标煤产生二氧化碳 2.6 吨	13500	4.32	11.2	0
电解环节	电解环节阳极消耗			1.4	1.4
	阳极效应			0.4	0.4
电解铝生产排放合计				13	1.8

数据来源: 安泰科, 东吴证券研究所

在纳入间接排放的情境下, 欧盟碳税对出口影响较大, 绿电铝优势凸显。2022 年欧盟将在过渡期后重新对核算边界做出界定, 铝存在被要求对间接排放征收碳税的潜在不利影响。基于未来对铝行业征收碳税对出口造成实际影响进行有效测算, 我们针对以下不同场景进行分别测算 1) 欧盟是否对铝征收碳税时纳入间接排放; 2) 欧盟碳税价格在不同区间的影响。

在纳入间接排放的情境下, 欧盟碳税占出口金额比例在不同价格区间内将跃升至 10.03%至 30.09%, 对中国电解铝企业出口影响巨大。根据云铝股份年报显示, 公司依托绿色能源生产的绿色铝与煤电铝相比, 碳排放约为煤电铝的 20%, 根据火电铝单吨产生 13 吨二氧化碳排放量计算, 云铝生产的绿色铝单吨减碳量达到 10.4 万吨, 向欧盟出口所需交纳碳税单吨较火电铝减少 6,489.6 元/吨 (按欧盟完全取消免费配额计算)。

2.4. 公司吨铝市值处于行业低位, 业绩弹性较大

基于可比公司 2022 年电解铝销量及单吨售价, 我们对未来电解铝潜在不同涨价梯度进行利润端的弹性测试, 在铝价增长 5%、10%, 和 15%的情境下, 云铝股份利润增厚比例分别为 29%、58%, 和 87%, 在可比公司中仅次于中国铝业。同时根据各公司电解铝权益产能和市值, 我们测算可得云铝股份吨市值为可比公司最低, 仅为 1.7 万元, 远低于可比公司。

表6: 电解铝企业利润随铝价阶梯变动弹性测试

证券简称	2022年电解铝业务经营数据			铝价变动对应利润增厚(百万元)			铝价变动对应利润增厚比例		
	销量 (万吨)	单吨价格 (元/吨)	毛利润 (百万元)	5%	10%	15%	5%	10%	15%
云铝股份	126.02	17725	3837	1117	2234	3351	29%	58%	87%
神火股份	162.60	17379	7545	1413	2826	4239	19%	37%	56%
天山铝业	116.01	17436	4640	1011	2023	3034	22%	44%	65%
中国铝业	685.00	20214	17696	6923	13847	20770	39%	78%	117%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表7: 公司吨铝市值在可比公司中处于低位(截至2023年11月29日)

证券简称	市值(亿元)	权益产能(万吨)	吨铝市值(万元)
云铝股份	448	258	1.7
神火股份	359	120	3.0
天山铝业	285	120	2.4
中国铝业	879	392	2.2

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 行业变局: 宏观压制因素消退, 供给刚性约束, 需求变革

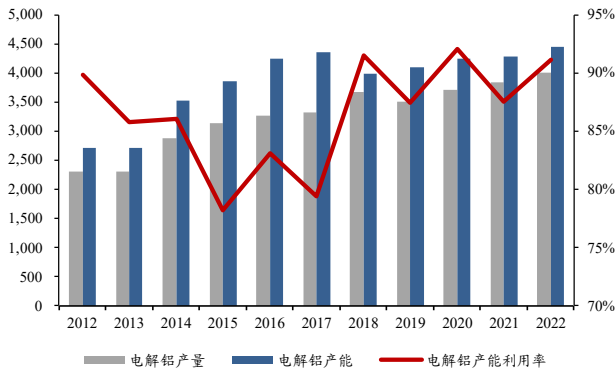
3.1. 电解铝产能受到刚性约束, 对铝价支撑形成正向反馈

双碳背景叠加供给侧改革, 电解铝产能逼近天花板。从2001年至2017年, 中国电解铝产能从433万吨增至4356.8万吨高位, 年复合增速达15.52%。2017年中国电解铝供给侧改革开始, 政府对新增产能的规模进行了严格的限制, 所有新增产能必须通过关闭旧有产能以实现等量或减量替换。2018年颁布的《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》逐步确立了电解铝行业的产能天花板为4500万吨。根据百川盈孚, 截至2023年10月, 我国电解铝建成产能为4724.9万吨, 有效产能为4297.9万吨, 总产能逼近4500万吨上限, 未来增量有限。

电解铝生产受多重因素影响, 产能的刚性约束对铝价的支撑形成正向反馈。我国电解铝产能除了受到供给侧改革、双碳政策的影响外, 还受到自然气候的影响, 由于单吨电解铝的生产需要消耗13,500度电, 自然天气影响所造成的电力价格波动将会极大的影响产能的有效释放。2023年2月, 云南电解铝行业开启了本周的第三轮限电, 整体压减负荷比例扩大至以2022年9月为基准的40%左右, 本轮限电造成仅云川贵地区对电解铝减产就达到了328.7万吨, 占彼时全国电解铝运行产能的8.1%。此外, 自然降雨量变化的阶段性与电解铝生产要求的连续性形成矛盾, 电解铝产能从停产到开工的周期较

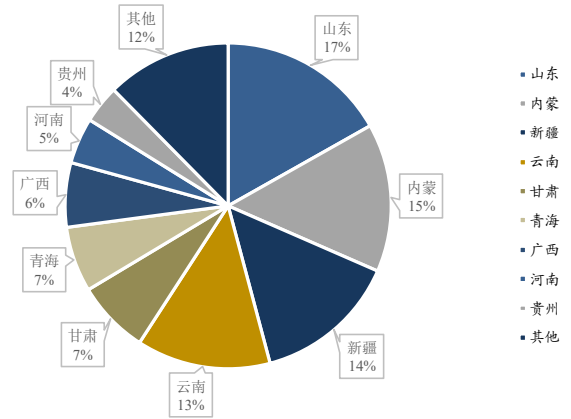
长,重置成本较高,无法快速响应自然天气的变化,电解铝整体产能的刚性约束被放大,对铝价的支撑形成正向反馈。

图25: 中国电解铝产能产量及产能利用率 (万元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 2023年9月中国电解铝开工产能分布



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

3.2. 从“地产引领”到“新能源驱动”, 电解铝需求结构正面临变革

“双碳”助力新能源行业具备持续高增的潜力, 铝行业需求变革正当时。我们认为站在当下的时点, 房地产行业受整体经济周期影响无法独善其身, 而“碳中和”的宏大长远目标给予新能源行业清晰的成长路径, 我们预计随着电车和光伏的持续增长, 电解铝的需求将获得新的驱动引擎。

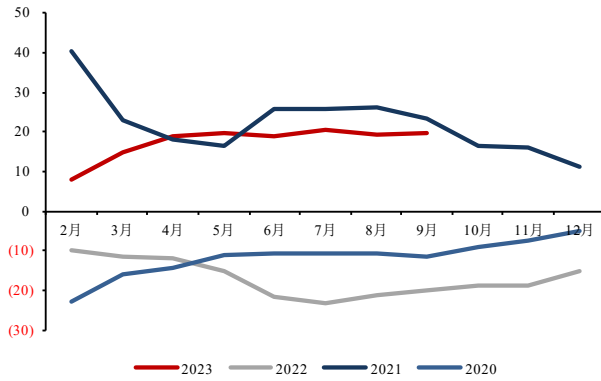
从竣工端推断建筑用铝短期大幅改善, 地产引领的长期格局存疑。建筑业用铝主要表现在门窗、建筑装饰等及隔墙等方面。铝的密集使用主要集中在房屋快要竣工阶段, 房屋竣工面积增速可以较好的反映当下建筑业用铝需求。2022年国内房屋开工面积、施工面积、竣工面积增速分别下滑 39.4%、7.2%、15%; 进入2023年, 密集的房地产政策为楼市竣工进行托底, 但国民信心仍未有效增长, 处于当下时点, 我们认为地产对铝的需求量格局呈现短期无忧, 长期占比下滑的态势。

1) 从竣工端角度, 2023年疫情影响消退, 叠加2022年11月国家出台一系列“保交楼、保民生”政策托底市场, 截至2023年9月, 中国房屋竣工面积累计同比增长19.8%, 建筑业对铝的短期消费起到提振作用。

2) 从销售端及新开工端角度, 中国房地产行业正在经历连续两年的下行周期, 2022年中国房屋新开工面积同比下降39.4%、商品房销售金额同比下降26.7%; 截至2023年9月, 中国房屋新开工面积同比下降23.4%, 商品房销售金额同比下降4.6%, 增速的连续下降体现了房企目前回款难度加大以及现金流的紧张, 我们认为上述先行指标可以对往后2-4年的竣工端数据形成一定的指引作用, “保交楼”的延续性有待相关政策的进一

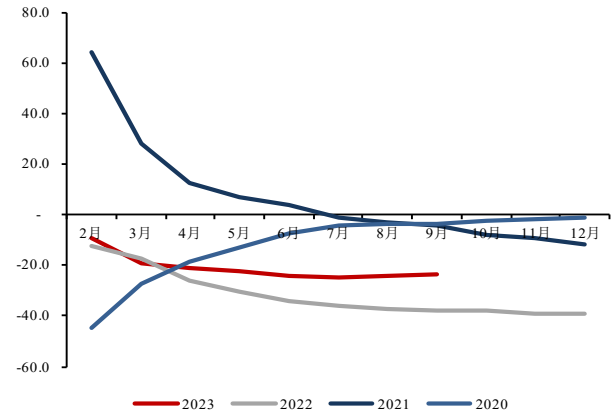
步刺激。

图27: 中国房屋竣工面积累计同比 (%)



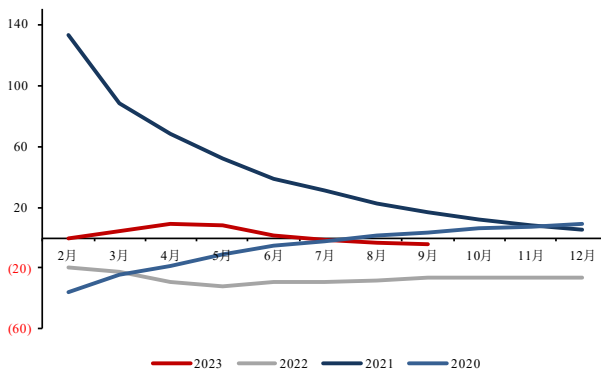
数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

图28: 中国房屋新开工面积累计同比 (%)



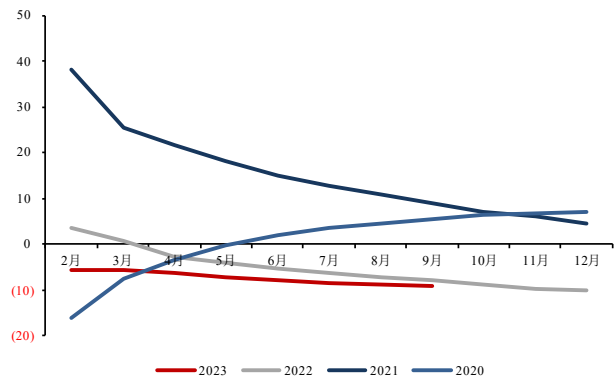
数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

图29: 中国商品房销售额累计同比 (%)



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

图30: 中国房屋施工面积同比 (%)



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

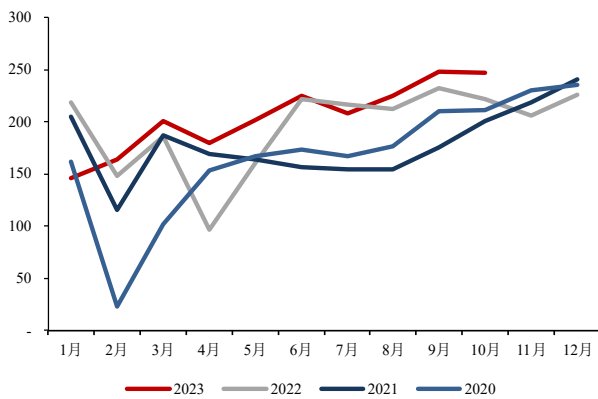
汽车轻量化是新能源汽车用铝主要增长方向。汽车用铝合金主要包括铸造、轧制、挤压和锻造四大类, 分别占用铝总量的 66%、18%、11%和 5%。铝合金凭借其低密度、高强度、高抗腐蚀性的物理特性是目前实现整车轻量化的首选, 可在保持汽车整体强度与安全的情况下, 减轻重量, 主要运用于前后防撞梁、水箱框架、机器盖等, 据中国汽车协会数据, 2022 年, 国内汽车销量 2686 万辆, 其中乘用车 2335 万辆, 占比 87.7% (2021 年占比 81.8%, 2020 年占比 79.7%)。基于以下假设, 根据东吴证券研究所测算, 2023-2025 年中国新能源车用铝增速有望达到 43%/35%/27%; 整体汽车用铝增速有望达到 14%/5%/11%。

1) 从单车用铝角度, 由于新能源汽车的轻量化需求明显, 新能源汽车的单车用铝

量明显高于传统燃油车，据 IAI 数据，2022 年我国纯电动乘用车单车用铝量 188 千克，大幅高于燃油乘用车 154 千克的单车用铝量，根据 CM group 的预测，到 2025 年，新能源乘用车和燃油乘用车的用铝渗透率将达到 50%和 36%；

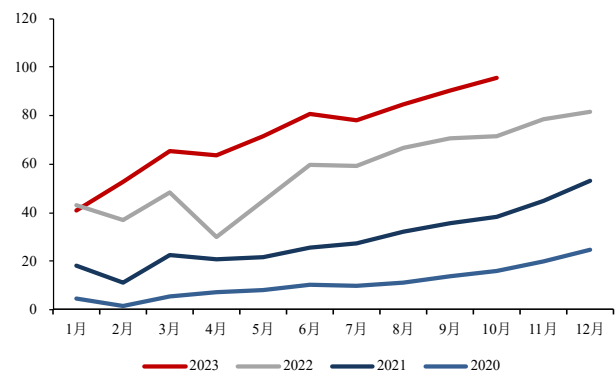
2) 从汽车产量增长角度，预计 2023-2025 年新能源车产量增速分别为 40%/27%/22%；预计燃油车 2023-2025 年产量增速分别为-6%/-19%/-11%。

图31: 中国广义乘用车销量 (万辆)



数据来源：中汽协，Wind，东吴证券研究所

图32: 中国新能源车销量 (万辆)



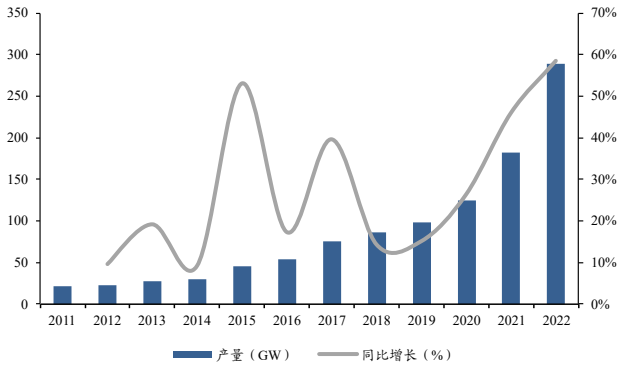
数据来源：中汽协，Wind，东吴证券研究所

光伏用铝主要体现在光伏组件的铝边框以及电站装机所用的铝支架。铝边框主要用于固定和密封太阳能电池组件，而铝支架则主要用于放置、安装和固定太阳能面板。铝制边框具有轻量化、耐腐蚀、结构稳定性高等特点，在光伏辅材中具有不可替代的作用。据 Mysteel 调研及测算得出，每 GW 光伏组件边框的耗铝量在 0.9-1.1 万吨，每 GW 电站建设所需光伏支架的用铝量约为 0.4-0.6 万吨。根据国家能源局数据，2022 年我国新增光伏装机量 87.41GW，同比增长 59.13%。基于以下假设，根据东吴证券研究所测算，2023-2025 年中国光伏用铝增速有望达到 49%/28%/13%。

1) 从光伏装机单 GW 用铝消耗量的角度，随着硅片尺寸从 166 到 182 再到 210，光伏装机单 GW 用铝消耗量有所下降，我们预计 2023 年开始小幅下调光伏装机单 GW 用铝量从 1.5 万吨至 1.4 万吨。

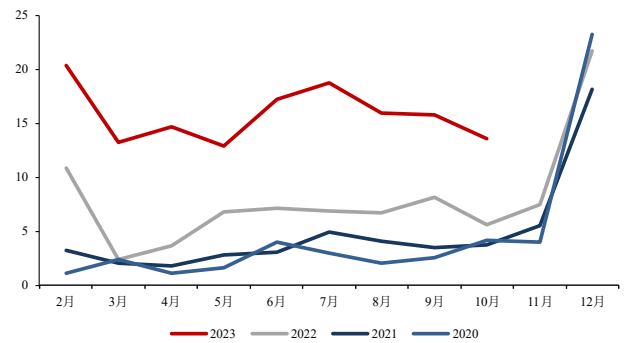
2) 从中国光伏整体装机量的角度，我们预计 2023-2025 年中国光伏新增装机量增速有望达到 84%/5%/18%；中国光伏组件产量增速有望达到 54%/20%/12%。

图33: 中国光伏组件产量 (GW)



数据来源: 中汽协, Wind, 东吴证券研究所

图34: 中国光伏新增装机量 (GW)

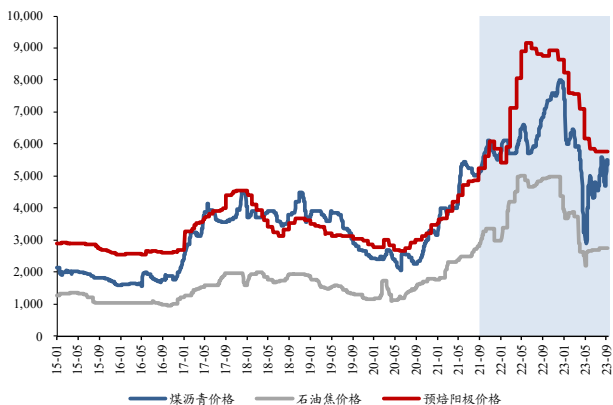


数据来源: 中汽协, Wind, 东吴证券研究所

3.3. 电解铝行业利润中枢有望上移, 库存低位对铝价形成向上支撑

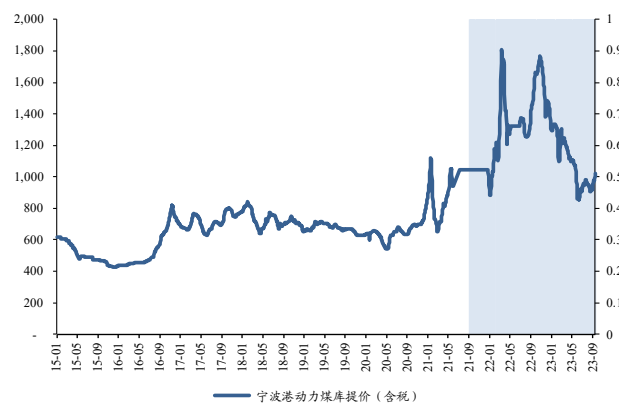
平均成本处于下行阶段, 行业盈利能力受成本端影响加大。随着动力煤的供给短缺, 煤炭价格自 2021 年 9 月开始快速上涨行情, 从而带动电力成本的快速上升, 结合预焙阳极等原材料价格的同步上涨, 电解铝企业平均完全成本快速上涨至 2021 年 11 月高点的单吨 20,117 元, 后续随着煤炭价格受到窗口指导, 煤炭价格快速回落; 2022 年 4 月, 俄乌地缘政治风险导致全球对能源供给产生担忧, 煤炭价格进入二次上涨阶段; 进入 2023 年以来, 随着地缘政治风险对基础能源价格影响的进一步减弱, 煤炭价格回落, 预焙阳极价格随着煤沥青和石油焦价格快速回落至平稳阶段。在当下平均成本下行阶段, 电解铝行业单吨平均盈利在 2200 元/吨左右, 基本上处于全行业盈利状态。

图35: 预焙阳极及其成本项价格走势 (元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图36: 煤炭价格走势 (元/吨)

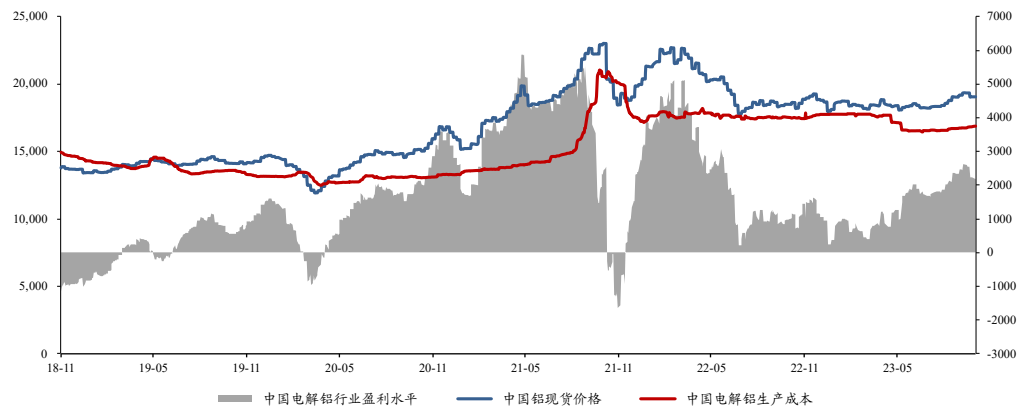


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

全球低库存现状尚未改善, 为铝价提供长期向上支撑。2022 年, 受到能源危机影

响，电解铝供应端减产频繁，而需求维持强劲，海内外铝进行了一轮清库过程，进入 2023 年，国内外铝库存依旧处于相对低位，截至 2023 年 10 月 24 日，LME 铝库存 48.45 万吨，处于进入 2000 年以来 6% 的分位；沪铝库存 11.61 万吨，处于进入 2000 年以来 34% 的分位。我们认为处在当下位置，电解铝综合成本趋势向下，而海内外库存低位对铝价形成向上支撑，电解铝企业利润有望走阔。

图37：中国电解铝行业平均盈利（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

根据宏观经济状况及公司自身经营情况，我们对未来电解铝的量价做出核心假设：

1) 量：截至 2022 年底，公司目前运行产能 305 万吨，根据 2023 年公司内部生产经营目标以及我们对云南电力情况改善的预期，我们预计公司在 2024 和 2025 年枯水期分别对电解铝产能减产 20%、15%，并在丰水期保持满产，预计公司 2023-2025 年电解铝产量为 234.0/274.5/282.1 万吨；公司大力发展铝加工产业，推行合金化战略，预计公司 2023-2025 年铝加工产量为 125/140/160 万吨；由于公司使用自产电解铝生产铝加工产品，因此 2023-2025 年公司电解铝销量分别为 112/137.5/125.1 万吨。

2) 价：从宏观层面，我们判断在过去一年中由欧美高通胀引起宏观负面因素有望逐步消退，美元的走强对大宗商品的压制有望减弱；从供需层面，电解铝产能受到硬性约束，房地产对铝需求有望在国家“保交楼”的政策长期影响下保持平稳，新能源汽车和光伏行业将拉动铝的需求稳步逐年提升，我们预计 2023-2025 年含税铝价均值为 21,300/22,500/23,000 元/吨；由于公司铝加工业务定价采取“铝价+加工费”的定价模式，参照以往三年加工费平均价格，预计 2023-2025 年公司加工业务定价为当年铝价加上 1150 元，此外由于公司先后将毛利率较低的云铝浩鑫 100% 股权和云铝涌鑫所持有的云

铝涌顺 51%股权转让给了中铝高端，预计公司铝加工毛利率将有所上升。

表8: 公司营收毛利拆分

	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
电解铝	产量	万吨	190	241	230	260	234	275	282
	销量	万吨	119	143	120	126	112.0	137.5	125.1
	税前单价	百元/吨	118	116	160	177	188	190	195
	营业收入	百万元	14002	16557	19120	22337	21112	26162	24361
	营业成本	百万元	11941	13883	14212	18499	17206	20834	18959
	毛利	百万元	2061	2674	4908	3837	3906	5328	5402
	毛利率	%	14.7%	16.2%	25.7%	17.2%	18.5%	20.4%	22.2%
	铝加工产品	产量	万吨	67	100	124	140	125	140
销量		万吨	67	100	124	140	125	140	160
税前单价		百元/吨	140	126	178	184	200	211	215
营业收入		百万元	9413	12559	22086	25712	24999	29486	34406
营业成本		百万元	8263	11077	18508	22329	21625	25358	29245
毛利		百万元	1150	1482	3578	3383	3375	4128	5161
毛利率		%	12.2%	11.8%	16.2%	13.2%	13.50%	14.0%	15.0%
其他		营业收入	百万元	868	457	463	414	414	414
	营业成本	百万元	836	414	460	393	399	399	399
	毛利	百万元	32	43	2	21	15	15	15
	毛利率	%	3.7%	9.4%	0.5%	5.2%	3.7%	3.7%	3.7%
合计	营业收入	百万元	24,284	29,573	41,669	48,463	46,525	54,823	57,765
	YOY	%	11.96%	21.8%	40.9%	16.3%	-4.0%	17.8%	5.4%
	营业成本	百万元	21,040	25,374	33,180	41,222	39,229	45,526	47,400
	毛利	%	3,243	4,199	8,488	7,241	7,296	9,297	10,365
	YOY	%	110.0%	29.5%	102.2%	-14.7%	0.8%	27.4%	11.5%
	毛利率	%	13.4%	14.2%	20.4%	14.9%	15.7%	17.0%	17.9%

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年实现营收分别为 465/548/578 亿元, 同比增速分别为-4.0%/17.8%/5.4%; 实现归属母公司股东净利润分别为 46/58/68 亿元, 同比增速分别为-0.4%/28.0%/16.8%。对应 2023-2025 年的 PE 分别为 9.9/7.7/6.6 倍, 低于可比公司估值, 考虑公司业绩弹性较大、未来碳税加码有望享受成本优势, 且公司估值较低, 因此首次覆盖给予公司“买入”评级。

表9: 可比公司估值 (2023 年 11 月 29 日)

证券简称	股票代码	股价 (元/股)	PE			EPS (元/股)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
天山铝业	002532.sz	6.12	11	9	7	0.57	0.73	0.86
中国铝业	601600.sz	5.59	14	11	9	0.41	0.51	0.62
均值				10	8			
云铝股份	000807.sz	12.92	10	8	7	1.31	1.68	1.96

数据来源: 未加粗估值来自 Wind 一致预期, 其他由东吴证券研究所测算

5. 风险提示

1) 下游需求不及预期

铝的下游消费主要为房地产、电力和交通。地产端来看, 虽然在“保交楼”的政策下, 2023 年至今竣工端增速较快, 但新开工数据依旧大幅同比下降, 若明后年地产竣工端疲软则对铝的需求影响很大; 电力端, 光伏为主要用铝增长方向, 若因世界经济陷入衰退导致海外对光伏组件需求量降低, 会对铝的需求影响较大; 交通端看来, 新能源汽车为主要汽车用铝需求增长方向, 若后续因政策变动导致新能源汽车增长放缓, 则整体用铝需求放缓。

2) 美元持续走强风险

铝作为大宗商品具备一定的金融属性, 美元若持续走强将对铝价形成向下的压制作用。

云铝股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,246	11,664	18,889	27,229	营业总收入	48,463	46,525	54,823	57,765
货币资金及交易性金融资产	3,045	6,789	13,259	21,183	营业成本(含金融类)	41,222	39,229	45,526	47,400
经营性应收款项	1,152	843	1,012	1,108	税金及附加	362	405	439	462
存货	3,918	3,941	4,424	4,641	销售费用	71	51	60	64
合同资产	0	0	0	0	管理费用	640	614	724	763
其他流动资产	131	91	195	297	研发费用	83	42	77	81
非流动资产	30,814	31,229	31,022	30,794	财务费用	233	129	34	(99)
长期股权投资	489	529	565	610	加:其他收益	12	23	27	29
固定资产及使用权资产	24,516	24,608	23,868	23,355	投资净收益	121	(102)	66	69
在建工程	613	716	836	597	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	3,126	3,287	3,378	3,458	减值损失	(233)	6	(409)	(259)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	153	0	5	6
长期待摊费用	62	65	58	52	营业利润	5,905	5,981	7,654	8,940
其他非流动资产	2,008	2,024	2,317	2,722	营业外净收支	2	(1)	0	0
资产总计	39,059	42,892	49,911	58,022	利润总额	5,907	5,980	7,654	8,940
流动负债	9,047	9,018	9,547	10,011	减:所得税	639	598	765	894
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,129	490	490	490	净利润	5,268	5,382	6,889	8,046
经营性应付款项	5,812	7,119	7,448	7,859	减:少数股东损益	699	830	1,062	1,241
合同负债	138	231	254	257	归属母公司净利润	4,569	4,552	5,827	6,805
其他流动负债	968	1,178	1,354	1,406	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.32	1.31	1.68	1.96
非流动负债	4,736	3,760	3,361	2,962	EBIT	6,117	6,109	7,688	8,841
长期借款	4,377	3,579	3,180	2,781	EBITDA	7,936	7,531	9,019	10,168
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.94	15.68	16.96	17.94
租赁负债	29	14	14	14	归母净利率(%)	9.43	9.78	10.63	11.78
其他非流动负债	330	167	167	167	收入增长率(%)	16.08	(4.00)	17.83	5.37
负债合计	13,783	12,778	12,908	12,973	归母净利润增长率(%)	37.07	(0.36)	28.00	16.79
归属母公司股东权益	22,351	26,359	32,186	38,991					
少数股东权益	2,925	3,755	4,818	6,058					
所有者权益合计	25,277	30,114	37,003	45,049					
负债和股东权益	39,059	42,892	49,911	58,022					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6,914	9,022	8,487	9,746	每股净资产(元)	6.45	7.60	9.28	11.24
投资活动现金流	(1,033)	(1,918)	(1,461)	(1,283)	最新发行在外股份(百万股)	3,468	3,468	3,468	3,468
筹资活动现金流	(4,589)	(3,361)	(555)	(539)	ROIC(%)	17.43	16.66	18.48	17.88
现金净增加额	1,297	3,744	6,471	7,924	ROE-摊薄(%)	20.44	17.27	18.10	17.45
折旧和摊销	1,820	1,421	1,331	1,327	资产负债率(%)	35.29	29.79	25.86	22.36
资本开支	(964)	(1,779)	(1,211)	(914)	P/E (现价&最新股本摊薄)	9.85	9.88	7.72	6.61
营运资本变动	(472)	1,936	(226)	49	P/B (现价)	2.01	1.71	1.40	1.15

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>