



云铝股份 (000807.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q4 销量环比提升驱动业绩显著增长

事件

3月27日,公司发布23年年报,23年实现营收426.69亿元,同比-11.96%;归母净利润39.56亿元,同比-13.41%;扣非归母净利润39.30元,同比-9.69%。4Q23营收129.08亿元,环比+6.75%,同比+18.27%;归母净利润14.51亿元,环比+46.54%,同比+80.25%;扣非归母净利润14.56亿元,环比+48.01%,同比+133.06%。

点评

2H23 原铝产量大幅上涨。23年原铝产量239.95万吨,同比-7.59%,铝液水及铝锭销量130万吨,平均售价1.66万元/吨,平均成本1.36万元/吨。2H23原铝产量142.55万吨,环比+46.36%,我们认为主因公司前期因云南限电停产的123.2万吨电解铝产能从6月开始陆续复产,8月复产完毕,Q3公司复产产能逐步释放,Q4产能完全释放,2H23电解铝产销量逐季度提升。

Q4 产销环比提升驱动业绩显著增长。Q4长江有色铝均价环比+0.71%至1.90万元/吨,氧化铝价格环比+4.04%至3004.50元/吨,预焙阳极均价环比-2.77%至4089元/吨,按行业平均单耗计算,原铝生产成本上涨171.45元/吨。公司电价按照全年预算进行结算,云南地区枯水期及丰水期电价波动对公司季度成本影响较弱。Q4公司营收环比+6.75%至129.08亿元,毛利润环比+30.31%至22.70亿元,归母净利润环比+46.54%至14.51亿元,我们认为一方面Q3公司复产启槽过程中,需要将空电解槽充满铝液,影响实际销量和生产成本。Q4已经复产完毕,虽11月因限电再度停产61万吨产能,但停槽需要将铝水抽出,带来Q4销量环比提升。另一方面Q3存在复产费用,进一步扩大Q4利润增幅。受益于销量增长和不存在启槽成本,Q4公司毛利率环比提升3.18个百分点至17.59%,ROE环比提升3.71个百分点至13.48%。

提升能源保供,规划产量进一步提升。云南省3月17日决定释放80万千瓦电力负荷用于电解铝企业复产,据Mysteel测算,理论可供50余万吨/年电解铝产能复产使用,Mysteel预计实际复产产能40万吨/年。公司将积极争取最大用电负荷,提升电解槽运行效率,规划24年电解铝、铝合金及铝加工产品产量分别为270/126万吨,同比23年产量分别提升12.52%/2.23%。

盈利预测&投资建议

预计公司24-26年营收分别为480/493/505亿元,实现归母净利润分别为41.72/51.00/60.82亿元,EPS分别为1.20/1.47/1.75元,对应PE分别为10.62/8.68/7.28倍。维持“买入”评级。

风险提示

铝价大幅波动;限电限产;原材料价格上涨。

金属材料组

分析师:李超(执业S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

分析师:王钦扬(执业S1130523120001)

wangqinyang@gjzq.com.cn

联系人:高梦遥

gaomengyao@gjzq.com.cn

市价(人民币):12.77元

相关报告:

1.《云铝股份公司点评:绿色铝量利齐升推涨业绩》,2023.10.26

2.《云铝股份公司点评:吨铝电耗持续降低,原铝产量增长可期》,2023.8.22

3.《云铝股份:绿电铝龙头成本优势凸显》,2023.5.31



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	48,463	42,669	48,047	49,261	50,476
营业收入增长率	16.31%	-11.96%	12.60%	2.53%	2.47%
归母净利润(百万元)	4,569	3,956	4,172	5,100	6,082
归母净利润增长率	37.65%	-13.41%	5.46%	22.25%	19.25%
摊薄每股收益(元)	1.32	1.14	1.20	1.47	1.75
每股经营性现金流净额	1.99	1.69	2.37	2.47	2.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.44%	15.37%	14.22%	15.02%	15.38%
P/E	8.44	10.71	10.62	8.68	7.28
P/B	1.73	1.65	1.51	1.30	1.12

来源:公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	41,669	48,463	42,669	48,047	49,261	50,476
增长率	16.3%	-12.0%	12.6%	2.5%	2.5%	
主营业务成本	-33,180	-41,222	-35,923	-40,611	-40,611	-40,611
%销售收入	79.6%	85.1%	84.2%	84.5%	82.4%	80.5%
毛利	8,488	7,241	6,746	7,436	8,651	9,865
%销售收入	20.4%	14.9%	15.8%	15.5%	17.6%	19.5%
营业税金及附加	-327	-362	-357	-402	-412	-422
%销售收入	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-68	-71	-46	-51	-53	-54
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-774	-640	-621	-699	-717	-734
%销售收入	1.9%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用	-55	-83	-198	-223	-229	-234
%销售收入	0.1%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	7,264	6,085	5,524	6,060	7,240	8,420
%销售收入	17.4%	12.6%	12.9%	12.6%	14.7%	16.7%
财务费用	-588	-233	-110	-44	90	251
%销售收入	1.4%	0.5%	0.3%	0.1%	-0.2%	-0.5%
资产减值损失	-1,990	-233	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	121	-77	0	0	0
%税前利润	0.0%	2.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	4,721	5,905	5,542	6,016	7,330	8,671
营业利润率	11.3%	12.2%	13.0%	12.5%	14.9%	17.2%
营业外收支	-33	2	1	1	1	1
税前利润	4,688	5,907	5,544	6,017	7,331	8,672
利润率	11.3%	12.2%	13.0%	12.5%	14.9%	17.2%
所得税	-476	-639	-825	-896	-1,091	-1,291
所得税率	10.1%	10.8%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%
净利润	4,212	5,268	4,718	5,122	6,240	7,382
少数股东损益	893	699	763	950	1,140	1,300
归属于母公司的净利润	3,319	4,569	3,956	4,172	5,100	6,082
净利率	8.0%	9.4%	9.3%	8.7%	10.4%	12.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	4,212	5,268	4,718	5,122	6,240	7,382
少数股东损益	893	699	763	950	1,140	1,300
非现金支出	3,860	2,070	1,758	1,774	1,984	2,194
非经营收益	398	48	248	274	260	260
营运资金变动	-2,078	-472	-853	1,051	70	72
经营活动现金净流	6,392	6,914	5,871	8,220	8,554	9,907
资本开支	-1,271	-964	-431	-3,101	-3,104	-3,104
投资	63	-90	-87	0	0	0
其他	26	20	3	0	0	0
投资活动现金净流	-1,182	-1,033	-515	-3,101	-3,104	-3,104
股权募资	3,049	0	0	0	0	0
债权募资	-6,472	-3,535	-2,048	-200	0	0
其他	-1,350	-1,054	-1,032	-825	-747	-747
筹资活动现金净流	-4,773	-4,589	-3,080	-1,025	-747	-747
现金净流量	436	1,297	2,276	4,094	4,703	6,057

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,623	3,045	5,261	9,352	14,053	20,108
应收款项	340	1,067	415	598	613	628
存货	3,042	3,918	4,051	4,450	4,450	4,450
其他流动资产	356	216	135	159	159	159
流动资产	5,360	8,246	9,863	14,560	19,276	25,346
%总资产	14.2%	21.1%	25.1%	32.1%	37.7%	43.6%
长期投资	471	1,860	1,869	1,869	1,869	1,869
固定资产	27,849	24,993	23,608	24,895	25,973	26,841
%总资产	73.6%	64.0%	60.1%	54.9%	50.8%	46.2%
无形资产	3,296	3,188	3,191	3,241	3,290	3,338
非流动资产	32,477	30,814	29,447	30,764	31,885	32,796
%总资产	85.8%	78.9%	74.9%	67.9%	62.3%	56.4%
资产总计	37,837	39,059	39,310	45,323	51,161	58,142
短期借款	3,179	2,129	694	600	600	600
应付款项	5,565	6,250	4,251	5,935	5,936	5,936
其他流动负债	1,092	668	1,141	1,004	1,085	1,168
流动负债	9,836	9,047	6,085	7,539	7,621	7,704
长期贷款	6,667	4,377	3,765	3,765	3,765	3,765
其他长期负债	423	359	212	212	213	215
负债	16,927	13,783	10,063	11,516	11,599	11,684
普通股股东权益	18,191	22,351	25,729	29,340	33,954	39,551
其中：股本	3,468	3,468	3,468	3,468	3,468	3,468
未分配利润	3,495	7,534	10,867	14,553	19,168	24,764
少数股东权益	2,719	2,925	3,518	4,468	5,608	6,908
负债股东权益合计	37,837	39,059	39,310	45,323	51,161	58,142

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.957	1.317	1.141	1.203	1.471	1.754
每股净资产	5.246	6.445	7.419	8.460	9.791	11.405
每股经营现金净流	1.843	1.994	1.693	2.370	2.467	2.857
每股股利	0.000	0.113	0.160	0.140	0.140	0.140
回报率						
净资产收益率	18.25%	20.44%	15.37%	14.22%	15.02%	15.38%
总资产收益率	8.77%	11.70%	10.06%	9.20%	9.97%	10.46%
投入资本收益率	21.20%	17.06%	13.93%	13.50%	14.01%	14.09%
增长率						
主营业务收入增长率	40.90%	16.31%	-11.96%	12.60%	2.53%	2.47%
EBIT 增长率	231.73%	-16.22%	-9.23%	9.71%	19.47%	16.30%
净利润增长率	267.74%	37.65%	-13.41%	5.46%	22.25%	19.25%
总资产增长率	-7.76%	3.23%	0.64%	15.30%	12.88%	13.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.9	3.7	4.8	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	36.2	30.8	40.5	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	68.1	40.1	30.9	30.9	30.9	30.9
固定资产周转天数	221.0	183.6	196.9	184.7	188.1	189.8
偿债能力						
净负债/股东权益	39.33%	13.69%	-2.74%	-14.75%	-24.49%	-33.89%
EBIT 利息保障倍数	12.4	26.1	50.1	137.2	-80.8	-33.5
资产负债率	44.74%	35.29%	25.60%	25.41%	22.67%	20.10%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	4	9	40
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.20	1.10	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究