

2024年03月31日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 铝价下跌影响公司盈利，看好公司长期绿电铝价值

## —云铝股份（000807.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

✉ fuhh@cfsc.com.cn

分析师：杜飞 S1050523070001

✉ dufei2@cfsc.com.cn

### 基本数据

2024-03-29

当前股价(元)	13.8
总市值(亿元)	479
总股本(百万股)	3468
流通股本(百万股)	3468
52周价格范围(元)	9.99-16.21
日均成交额(百万元)	489.14

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《云铝股份（000807）：电解铝复产，下半年产销量有望修复》  
2023-09-04

云铝股份发布 2023 年年报：2023 年公司营业收入为 426.69 亿元，同比-11.96%；归母净利润为 39.56 亿元，同比-13.41%；扣除非经常性损益后的归母净利润为 39.30 亿元，同比-9.69%。

### 投资要点

#### ■ 减产+价格下跌致公司盈利下降，氧化铝原料价格波动系短期影响

**量：**云南限电减产致公司主要产品产量下降。2023 年公司生产原铝 239.95 万吨，同比-7.59%；氧化铝 142.83 万吨，同比+1.93%；铝合金及加工产品 123.25 万吨，同比-11.68%；炭素制品 78.35 万吨，同比-4.92%。主要产品产量下降原因系 2023 年云南省于 2023 年一季度、四季度分别实施两轮能效管理降低用电负荷，对公司电解铝产量产生一定影响。

**价：**电解铝、氧化铝价格边际走强。年度来看，2023 年长江有色市场 A00 铝均价 18702 元/吨，同比-6.43%，氧化铝均价 3120 元/吨，同比-4.03%，预焙阳极均价 5378 元/吨，同比-24.68%；季度来看，2024Q1 长江有色市场 A00 铝均价 19019 元/吨，同比+3.09%，环比+0.26%，氧化铝均价 3378 元/吨，同比+7.8%，环比+5.82%，预焙阳极均价 4470 元/吨，同比-33.22%，环比-5.07%。

**利：**氧化铝成本边际走高，侵蚀电解铝行业利润。据百川盈孚和 SMM 数据，2023 年电解铝行业平均利润 2213 元/吨，同比-5.79%，2024 年 2 月电解铝平均利润为 2320 元/吨，环比-16.76%。2 月氧化铝成本占电解铝完全成本的 39.68%，叠加氧化铝价格边际走强，电力及其他辅料基本持稳，因此氧化铝成本上升致 2 月国内电解铝平均成本重心上移，侵蚀行业利润。

**2024 年年内电解铝成本不具备持续上升基础。**据 SMM，2024 年 2 月 26 日几内亚罢工事件致铝土矿供应预期收紧，导致氧化铝价格边际走强，但本次罢工仅历经 3 日就进入暂停阶段，影响的持续性有限。

#### ■ 分布式光伏发电项目加快推进，持续拓宽绿色电

## 力保障渠道

公司重点项目实现顺利投产运营，信息化、智能化水平持续提高。2023 年，公司所属企业云铝源鑫石墨化新材料等新建项目达产达效；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、云铝润鑫、云铝海鑫等 8 个厂区光伏项目建设，光伏发电累计装机容量为 216 兆瓦，进一步拓宽了公司绿色电力保障渠道。

## 盈利预测

预测公司 2024-2026 年主营收入分别为 436.92、441.74、446.56 亿元，归母净利润分别为 41.05、46.95、52.89 亿元，当前股价对应 PE 分别为 11.7、10.2、9.0 倍。

考虑到公司持续布局绿电项目，远期成本优势有望逐步显现，叠加近期铝价持续走高，我们看好今年公司盈利水平回升，因此维持“买入”投资评级。

## 风险提示

1) 电解铝限产风险；2) 电解铝价格下跌风险；3) 成本大幅上涨风险；4) 下游需求不及预期；5) 复产进度不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	42,669	43,692	44,174	44,656
增长率（%）	-12.0%	2.4%	1.1%	1.1%
归母净利润（百万元）	3,956	4,105	4,695	5,289
增长率（%）	-13.4%	3.8%	14.4%	12.6%
摊薄每股收益（元）	1.14	1.18	1.35	1.52
ROE（%）	13.5%	12.9%	13.4%	13.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	5,261	9,611	14,285	19,249
应收款	189	193	196	198
存货	4,051	4,198	4,169	4,141
其他流动资产	362	371	375	379
流动资产合计	9,863	14,373	19,025	23,966
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	23,019	21,769	20,432	19,115
在建工程	474	190	76	30
无形资产	3,137	2,981	2,824	2,675
长期股权投资	485	485	485	485
其他非流动资产	2,331	2,331	2,331	2,331
非流动资产合计	29,447	27,755	26,147	24,636
资产总计	39,310	42,129	45,172	48,602
<b>流动负债:</b>				
短期借款	70	70	70	70
应付账款、票据	3,674	3,807	3,781	3,755
其他流动负债	2,155	2,155	2,155	2,155
流动负债合计	6,085	6,223	6,199	6,176
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	3,765	3,765	3,765	3,765
其他非流动负债	212	212	212	212
非流动负债合计	3,977	3,977	3,977	3,977
负债合计	10,063	10,200	10,177	10,153
<b>所有者权益</b>				
股本	3,468	3,468	3,468	3,468
股东权益	29,247	31,928	34,995	38,449
负债和所有者权益	39,310	42,129	45,172	48,602

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4718	4734	5414	6098
少数股东权益	763	629	719	810
折旧摊销	1735	1691	1600	1503
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-1345	-22	-1	-1
经营活动现金净流量	5871	7032	7732	8410
投资活动现金净流量	-515	1535	1451	1362
筹资活动现金净流量	-1005	-2053	-2348	-2644
现金流量净额	4,351	6,514	6,836	7,128

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	42,669	43,692	44,174	44,656
营业成本	35,923	36,858	36,602	36,346
营业税金及附加	357	367	371	375
销售费用	46	48	49	49
管理费用	621	638	645	652
财务费用	110	18	-56	-136
研发费用	198	201	203	205
费用合计	975	905	840	771
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-77	0	0	0
营业利润	5,542	5,562	6,361	7,164
加:营业外收入	5	0	0	0
减:营业外支出	4	0	0	0
利润总额	5,544	5,562	6,361	7,164
所得税费用	825	828	946	1,066
净利润	4,718	4,734	5,414	6,098
少数股东损益	763	629	719	810
归母净利润	3,956	4,105	4,695	5,289

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-12.0%	2.4%	1.1%	1.1%
归母净利润增长率	-13.4%	3.8%	14.4%	12.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	15.8%	15.6%	17.1%	18.6%
四项费用/营收	2.3%	2.1%	1.9%	1.7%
净利率	11.1%	10.8%	12.3%	13.7%
ROE	13.5%	12.9%	13.4%	13.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	25.6%	24.2%	22.5%	20.9%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	0.9
应收账款周转率	225.8	225.8	225.8	225.8
存货周转率	8.9	8.9	8.9	8.9
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	1.14	1.18	1.35	1.52
P/E	12.1	11.7	10.2	9.0
P/S	1.1	1.1	1.1	1.1
P/B	1.9	1.7	1.6	1.5

## ■ 新材料组介绍

**傅鸿浩：**所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

**杜飞：**碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，3年大宗商品研究经验，负责有色及新材料研究工作。

## ■ 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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。