

分析师: 李泽森
登记编码: S0730523080001
lzs1@ccnew.com 021-50586702

重点项目顺利投产, 产业链有望继续升级

——云铝股份(000807)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

市场数据(2024-04-23)

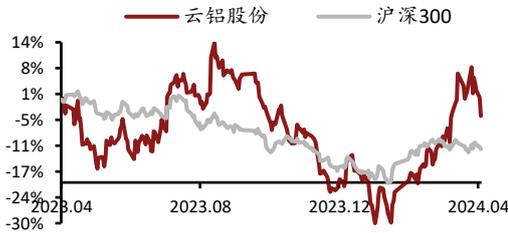
发布日期: 2024年04月24日

收盘价(元)	13.68
一年内最高/最低(元)	16.21/9.99
沪深300指数	3,506.22
市净率(倍)	1.84
流通市值(亿元)	474.41

基础数据(2023-12-31)

每股净资产(元)	7.42
每股经营现金流(元)	1.69
毛利率(%)	15.81
净资产收益率_摊薄(%)	15.37
资产负债率(%)	25.60
总股本/流通股(万股)	346,795.74/346,790.80
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深300指数表现



资料来源: Wind, 中原证券

相关报告

- 《云铝股份(000807)公司点评报告: 重点项目顺利投产, 业绩有望逐步修复》 2023-09-07
- 《云铝股份(000807)公司点评报告: 产品结构持续优化, 降本增效仍具空间》 2023-03-29
- 《云铝股份(000807)季报点评: 营收稳步增长, 保持绿电铝盈利优势》 2022-10-26

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编: 200122

事件: 公司发布2023年年报, 2023年公司实现营业收入426.69亿元, 同比下降11.96%; 实现归母净利润39.56亿元, 同比下降13.41%; 实现扣非归母净利润39.30亿元, 同比下降9.69%。

投资要点:

- 受限于限电限产、铝价震荡下行等因素影响, 公司业绩受到一定扰动。2023年第一和第四季度, 公司按照要求进行了两轮能效管理降低用电负荷, 在开展用能管理期间公司的电解铝产量相应减少, 2023年公司生产氧化铝142.83万吨, 生产炭素制品78.35万吨, 生产原铝239.95万吨; 围绕市场需求, 公司进一步优化调整产品结构, 生产铝合金及铝加工产品123.25万吨。公司主营产品营收金额受产销影响下降, 但毛利率实现增长。分产品来看, 公司电解铝/铝加工产品/其他产品的营业收入分别为215.96/204.07/6.65亿元, 分别同比增长-3.32%/-20.63%/60.68%, 占营业收入比重分别为50.61%/47.83%/1.56%; 公司电解铝/铝加工产品/其他产品的毛利率分别为17.85%/14.04%/3.87%, 较上年同期分别增长0.67%/0.88%/-1.28%。
- 公司重点项目顺利投产运营, 信息化、智能化水平持续提升。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。公司及所属企业ERP系统等已成功上线运行, 拓展公司办公平台运用, 实现招标项目立项、调研、对标、采购审批等重要环节线上协同管理。云铝溢鑫数字孪生工厂系统实现数据和模型驱动生产过程全要素管控; 云铝文山电解铝智能工厂项目入选国家“智能制造示范工厂”。
- 公司拟定2024年度生产经营计划。2024年公司主要生产经营目标为: 氧化铝产量约140万吨, 电解铝产量约270万吨, 铝合金及加工产品产量约126万吨, 炭素制品产量约80万吨。公司拟加快延链补链步伐, 在做强做优产业发展上取得新突破。一是充分发挥公司绿色铝资源优势, 加快推进下游的合金化、炭素回转窑改罐式炉等项目建设, 进一步打造公司完整产业链; 二是深入推进铝灰、大修渣、炭渣无害化处置及资源化利用技术, 筹划“三废”集中处置产业化布局, 完善废铝回收体系, 提高再生铝产业化规模, 加快赤泥脱钠等关键技术攻关; 三是通过自身获取、与发电企业合作等方式大力争取新能源指标, 持续完善光伏项目建设, 提升新能源占比。

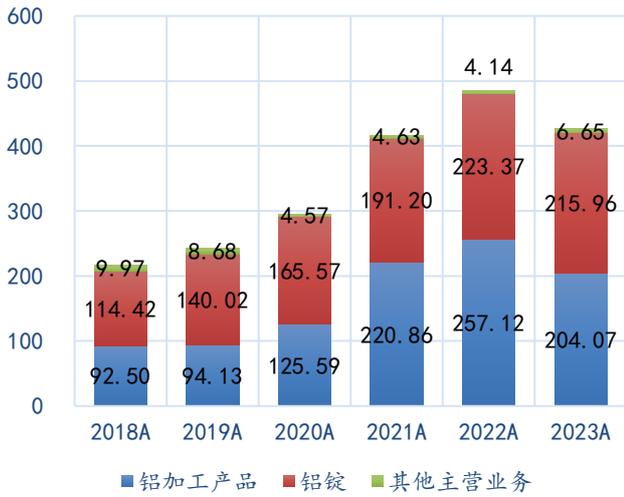
- **维持公司“增持”投资评级。**根据宏观环境变化、公司项目进展进度和未来生产规划，我们调整公司 2024/2025 年营业收入 556.24/588.68 亿元至 476.11/502.31 亿元，调整 2024/2025 年归母净利润 60.29/66.56 亿元至 42.78/46.10 亿元，预计公司 2024/2025/2026 年全面摊薄后的 EPS 分别为 1.23 元/1.33 元/1.41 元，按照 4 月 23 日 13.68 元的收盘价计算，对应的 PE 分别为 11.09 倍、10.29 倍和 9.69 倍。美联储加息即将进入尾声，叠加国内利好政策频出，铝价有望企稳回升；随着未来公司产业链升级以及下游需求逐步回暖，公司业绩有望持续修复，结合行业发展前景及公司行业地位，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：(1) 美联储加息超预期；(2) 国际宏观经济下行；(3) 国际局势复杂多变；(4) 行业政策发生变化；(5) 铝价大幅波动；(6) 下游需求不及预期；(7) 公司产能供给不及预期。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	48,463	42,669	47,611	50,231	52,301
增长比率(%)	16.08	-11.96	11.58	5.50	4.12
净利润(百万元)	4,568	3,956	4,278	4,610	4,894
增长比率(%)	37.06	-13.41	8.14	7.77	6.15
每股收益(元)	1.32	1.14	1.23	1.33	1.41
市盈率(倍)	10.38	11.99	11.09	10.29	9.69

资料来源：聚源数据，中原证券

图 1：公司主营业务构成占比（亿元）



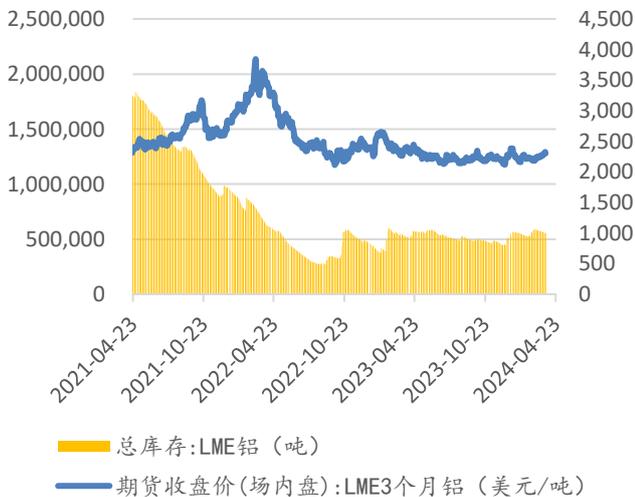
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司营业总收入及同比



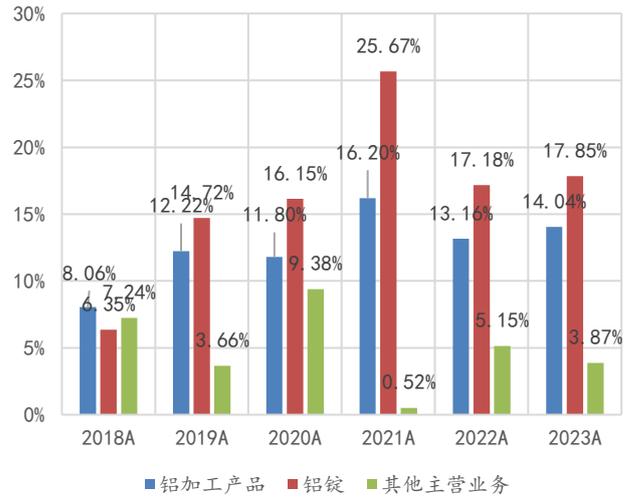
资料来源：Wind，中原证券

图 5：LME 铝价格及库存



资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司主营业务毛利率



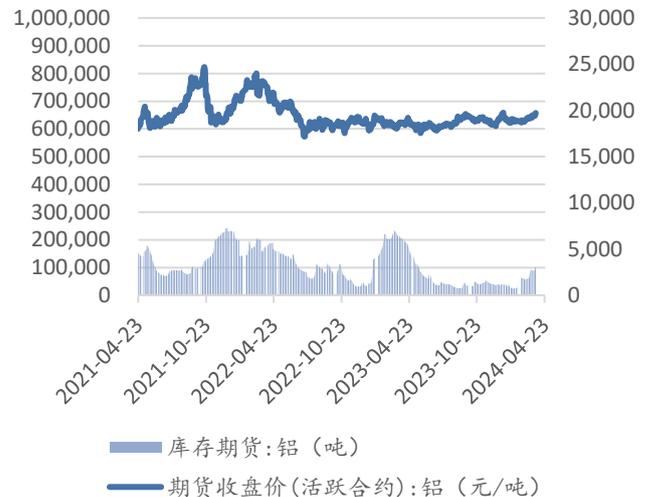
资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司归母净利润及同比



资料来源：Wind，中原证券

图 6：SHFE 铝价格及库存



资料来源：Wind，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,246	9,863	15,159	18,712	24,418
现金	3,045	5,261	9,217	12,619	18,182
应收票据及应收账款	960	162	951	1,016	1,068
其他应收款	36	27	33	35	36
预付账款	120	101	120	126	131
存货	3,918	4,051	4,525	4,595	4,675
其他流动资产	168	261	312	320	325
非流动资产	30,813	29,447	30,057	30,635	30,795
长期投资	489	485	522	578	611
固定资产	24,380	23,020	23,457	23,832	23,866
无形资产	3,126	3,137	3,198	3,252	3,303
其他非流动资产	2,819	2,805	2,881	2,973	3,015
资产总计	39,059	39,310	45,216	49,347	55,213
流动负债	9,047	6,085	8,420	8,835	9,156
短期借款	470	70	59	49	37
应付票据及应付账款	5,812	3,674	5,780	6,086	6,325
其他流动负债	2,765	2,342	2,581	2,700	2,794
非流动负债	4,736	3,977	3,256	2,384	3,102
长期借款	4,377	3,765	3,037	2,159	2,872
其他非流动负债	359	212	218	225	231
负债合计	13,783	10,063	11,676	11,219	12,258
少数股东权益	2,925	3,518	4,333	5,211	6,143
股本	3,468	3,468	3,468	3,468	3,468
资本公积	10,693	10,693	10,693	10,693	10,693
留存收益	8,142	11,541	15,019	18,729	22,623
归属母公司股东权益	22,350	25,729	29,207	32,918	36,812
负债和股东权益	39,059	39,310	45,216	49,347	55,213

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,914	5,871	8,375	8,111	8,483
净利润	5,268	4,718	5,093	5,488	5,826
折旧摊销	1,820	1,756	1,955	2,069	2,139
财务费用	275	154	173	133	128
投资损失	-121	77	-29	-30	-31
营运资金变动	-472	-853	875	110	88
其他经营现金流	145	19	308	341	333
投资活动现金流	-1,033	-515	-2,712	-2,794	-2,499
资本支出	-964	-431	-2,685	-2,734	-2,485
长期投资	-90	-87	-52	-85	-46
其他投资现金流	20	3	25	25	31
筹资活动现金流	-4,589	-3,080	-1,706	-1,915	-421
短期借款	-2,248	-400	-11	-10	-11
长期借款	-2,290	-612	-728	-878	712
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	10	0	0	0	0
其他筹资现金流	-61	-2,068	-967	-1,026	-1,122
现金净增加额	1,297	2,276	3,957	3,402	5,563

资料来源：聚源数据，中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	48,463	42,669	47,611	50,231	52,301
营业成本	41,222	35,923	40,016	42,136	43,789
营业税金及附加	362	357	367	387	403
营业费用	71	46	57	60	63
管理费用	640	621	648	683	711
研发费用	83	198	190	201	209
财务费用	233	110	147	87	65
资产减值损失	-251	0	-327	-362	-350
其他收益	12	207	14	15	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	121	-77	29	30	31
资产处置收益	153	0	4	4	5
营业利润	5,905	5,542	5,918	6,378	6,775
营业外收入	7	5	6	8	0
营业外支出	5	4	3	3	0
利润总额	5,907	5,544	5,922	6,382	6,775
所得税	639	825	829	893	948
净利润	5,268	4,718	5,093	5,488	5,826
少数股东损益	699	763	815	878	932
归属母公司净利润	4,568	3,956	4,278	4,610	4,894
EBITDA	7,936	7,485	8,023	8,538	8,978
EPS (元)	1.32	1.14	1.23	1.33	1.41

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	16.08	-11.96	11.58	5.50	4.12
营业利润 (%)	24.65	-6.14	6.78	7.77	6.22
归属母公司净利润 (%)	37.06	-13.41	8.14	7.77	6.15
获利能力					
毛利率 (%)	14.94	15.81	15.95	16.12	16.27
净利率 (%)	9.43	9.27	8.99	9.18	9.36
ROE (%)	20.44	15.37	14.65	14.01	13.29
ROIC (%)	17.15	14.46	14.00	13.57	12.64
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.29	25.60	25.82	22.73	22.20
净负债比率 (%)	54.53	34.41	34.81	29.42	28.54
流动比率	0.91	1.62	1.80	2.12	2.67
速动比率	0.45	0.93	1.25	1.58	2.14
营运能力					
总资产周转率	1.26	1.09	1.13	1.06	1.00
应收账款周转率	97.48	76.06	85.51	51.06	50.18
应付账款周转率	9.11	11.80	13.16	10.26	10.19
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.32	1.14	1.23	1.33	1.41
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.99	1.69	2.41	2.34	2.45
每股净资产 (最新摊薄)	6.44	7.42	8.42	9.49	10.61
估值比率					
P/E	10.38	11.99	11.09	10.29	9.69
P/B	2.12	1.84	1.62	1.44	1.29
EV/EBITDA	5.30	5.56	5.23	4.41	3.66

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10%至 5%；

坚持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15%至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。