Q4 利润同环比大幅改善 24 年电解铝产量预计提升

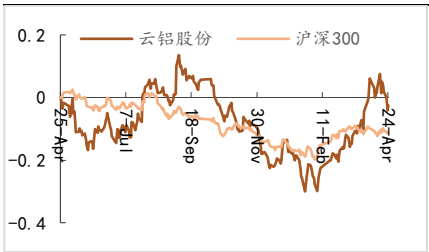
云铝股份(000807)公司简评报告 | 2024.04.25

评级： 买入

吴轩
有色行业首席分析师
SAC 执证编号：S0110521120001
wuxuan123@sczq.com.cn
电话：021-58820297

刘崇娜
有色行业研究助理
liuchongna@sczq.com.cn
电话：010-81152687

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	13.91
一年内最高/最低价（元）	16.45/9.73
市盈率（当前）	12.19
市净率（当前）	1.87
总股本（亿股）	34.68
总市值（亿元）	482.39

资料来源：聚源数据

相关研究

- 云南减产拖累 Q1 业绩下滑 绿铝凸显长期价值
-
-

核心观点

- **Q4 利润同环比大幅改善。**2023 年公司实现营业收入 426.69 亿元，同比-11.96%；归母净利润 39.56 亿元，同比-13.41%；扣非后归母净利润 39.30 亿元，同比-9.57%。其中，Q4 实现营业收入 129.08 亿元，同比 18.27%，环比 6.75%；归母净利润 14.51 亿元，同比 80.14%，环比 46.54%；扣非后归母净利润 14.56 亿元，同比 133.06%，环比 48.01%。
- **2024 年电解铝产量预计提升。**在 2023 年云南地区实施两次降低用电负荷下，公司生产电解铝 239.95 万吨，氧化铝 142.83 万吨，炭素制品 78.35 万吨，铝合金及铝加工产品 123.25 万吨。近期云南地区电力供应改善，公司加快电解铝复产进度，稳步提升电解铝产能利用率，计划 2024 年生产氧化铝约 140 万吨，电解铝约 270 万吨，铝合金及加工产品约 126 万吨，炭素制品约 80 万吨。
- **深化铝土矿及光伏发电布局，提升竞争力。**公司构建了“铝土矿-氧化铝-阳极碳素-电解铝-铝加工”的完整铝产业链，拥有绿色铝产能 305 万吨，是国内最大的绿色低碳铝供应商，也是目前国内唯一一家从铝土矿、氧化铝到电解铝、铝合金生产设施均通过 ASI 双认证的一体化铝企业。公司持续深化产业链布局，加强铝土矿资源保障，积极推进云南省及周边地区的铝土矿资源获取，加快探转采等手续办理。公司所属 8 个厂区光伏项目建设，光伏发电累计装机容量为 216 兆瓦，满发后发电量约 3 亿度左右，进一步拓宽了公司绿色电力保障渠道。
- **供稳需增下，铝价重心预计稳步上移。**国内电解铝建成产能已逼近产能“天花板”，且运行产能及产能利用率处于高位，电解铝产量增长空间有限。海外电解铝新增产能及复产产能进展缓慢。另外，新能源车、光伏等领域用铝保持高增长，房地产对电解铝需求影响减弱。电解铝淡季累库幅度低于往年同期，低库存表明供需结构良好，铝价重心有望抬升。
- **投资建议：**公司是国内最大的绿电铝生产企业，产业链一体化及区位优势突出，电解铝生产成本处于行业较低水平，盈利能力强。预计公司在 2024-2026 年营业收入分别达到 476.58/509.59/544.40 亿元，归母净利润分别为 43.05/51.32/56.92 亿元，EPS 分别为 1.24/1.48/1.64。维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**云南地区电解铝产能频繁减产，铝价大幅下跌。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收（亿元）	426.69	476.58	509.59	544.40
营收增速（%）	-11.96%	11.69%	6.93%	6.83%
归母净利润（亿元）	39.56	43.05	51.32	56.92
归母净利润增速（%）	-13.41%	8.84%	19.20%	10.91%
EPS(元/股)	1.14	1.24	1.48	1.64
PE	12.20	11.20	9.40	8.47

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,862.92	15,908.52	25,335.18	39,708.63
现金	5,260.94	9,531.56	20,383.66	32,664.05
应收账款	162.38	1,090.85	249.19	1,182.39
其它应收款	26.55	26.55	26.55	26.55
预付账款	101.30	146.16	108.40	161.74
存货	4,051.14	4,852.77	4,306.76	5,413.29
其他	260.62	260.62	260.62	260.62
非流动资产	29,446.79	27,822.18	26,135.24	24,437.79
长期投资	484.91	484.91	484.91	484.91
固定资产	23,019.64	21,600.75	20,117.33	18,586.85
无形资产	3,137.42	3,057.65	2,977.88	2,898.11
其他	2,163.05	2,163.05	2,163.05	2,163.05
资产总计	39,309.71	43,730.70	51,470.43	64,146.42
流动负债	6,085.49	8,037.10	9,159.03	11,708.61
短期借款	70.20	501.56	1,914.78	3,458.01
应付账款	2,078.69	3,402.49	3,500.17	3,714.36
其他	856.75	856.75	856.75	856.75
非流动负债	3,977.28	1,682.17	1,682.17	1,682.17
长期借款	3,765.00	1,469.88	1,469.88	1,469.88
其他	212.28	212.28	212.28	212.28
负债合计	10,062.77	9,719.27	10,841.20	13,390.77
少数股东权益	3,517.70	4,347.84	5,337.37	6,434.90
归属母公司股东权益	25,729.23	29,663.59	35,291.86	44,320.75
负债和股东权益	39,309.71	43,730.70	51,470.43	64,146.42

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	42,668.77	47,657.81	50,959.16	54,440.09
营业成本	35,923.23	40,137.95	41,290.26	43,816.99
营业税金及附加	357.05	398.80	426.42	455.55
营业费用	45.72	51.07	54.60	58.33
研发费用	198.00	221.15	236.47	252.62
管理费用	620.87	693.46	741.50	792.15
财务费用	110.28	123.18	1,019.18	1,088.80
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-76.89	0.00	0.00	0.00
营业利润	5,542.27	6,032.20	7,190.73	7,975.64
营业外收入	5.43	5.43	5.43	5.43
营业外支出	4.17	4.17	4.17	4.17
利润总额	5,543.53	6,033.47	7,191.99	7,976.90
所得税	825.03	897.95	1,070.37	1,187.19
净利润	4,718.50	5,135.52	6,121.62	6,789.72
少数股东损益	762.73	830.14	989.54	1,097.53
归属母公司净利润	3,955.77	4,305.38	5,132.08	5,692.19
EBITDA	7,388.91	7,953.02	10,019.88	10,884.93
EPS（元）	1.14	1.24	1.48	1.64

现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5870.99	6740.72	10071.15	8614.19
净利润	4718.50	4305.38	5132.08	5692.19
折旧摊销	1737.15	1797.63	1809.97	1820.49
财务费用	153.78	123.18	1019.18	1088.80
投资损失	76.89	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-956.57	-315.61	1120.37	-1084.81
其它	141.25	830.14	989.54	1097.53
投资活动现金流	-515.30	-174.98	-124.98	-124.98
资本支出	2.83	274.98	174.98	174.98
长期投资	3.91	0.00	0.00	0.00
其他	-522.04	-449.96	-299.96	-299.96
筹资活动现金流	-3079.91	-2295.12	905.93	3791.18
短期借款	-399.79	431.36	1413.22	1543.23
长期借款	-612.00	-2295.12	0.00	0.00
其他	-2068.11	-431.36	-507.29	2247.95
现金净增加额	2275.78	4270.62	10852.10	12280.39

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-11.96%	11.69%	6.93%	6.83%
营业利润	-6.14%	8.84%	19.21%	10.92%
归属母公司净利润	-13.41%	8.84%	19.20%	10.91%
获利能力				
毛利率	15.81%	15.78%	18.97%	19.51%
净利率	9.27%	9.03%	10.07%	10.46%
ROE	16.13%	15.10%	15.07%	13.38%
ROIC	18.13%	19.98%	28.11%	35.00%
偿债能力				
资产负债率	25.60%	22.23%	21.06%	20.88%
净负债比率	14.47%	1.01%	-5.93%	-26.70%
流动比率	1.62	1.98	2.77	3.39
速动比率	0.96	1.38	2.30	2.93
营运能力				
总资产周转率	1.09	1.15	1.07	0.94
应收账款周转率	76.06	76.06	76.06	76.06
应付账款周转率	14.01	17.39	14.77	15.09
每股指标(元)				
每股收益	1.14	1.24	1.48	1.64
每股经营现金	1.69	1.94	2.90	2.48
每股净资产	7.42	8.55	10.18	12.78
估值比率				
P/E	12.20	11.20	9.40	8.47
P/B	1.87	1.63	1.37	1.09

分析师简介

吴轩，金融硕士，曾就职于长城证券。2021 年 12 月加入首创证券，负责有色金属板块研究。

刘崇娜，有色行业研究助理，FRM，2022 年 5 月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创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。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创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。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. **投资建议的比较标准**
   投资评级分为股票评级和行业评级

   以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准
2. **投资建议的评级标准**
   报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅－5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现