



云铝股份 (000807.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

复产逐步推进，旺季或迎量利齐升

事件

4月25日，公司发布24年一季度报，1Q24实现营收113.58亿元，环比-12.01%，同比+20.28%；归母净利润11.64亿元，环比-19.79%，同比+31.53%；扣非归母净利润10.35亿元，环比-28.92%，同比+17.66%。

点评

Q1 电解铝销量下滑，电解铝指标转让完成。1Q24 长江有色铝均价 1.90 万元/吨，环比+0.42%，河南氧化铝均价 3422 元/吨，环比+13.84%，预焙阳极均价 3726 元/吨，环比-6.23%，按行业平均单耗计算，原铝生产成本上涨 687 元/吨。Q1 公司氧化铝产量 36.56 万吨，炭素产量 19.84 万吨，原铝产量 63.69 万吨，铝合金及铝加工产品产量 27.85 万吨。按营收及铝价倒算原铝销量，根据我们测算，Q1 公司原铝销量约为 60 万吨，环比 4Q23 的 68 万吨减少 12.38%。受原铝量利缩减影响，Q1 公司毛利率环比-28.25%至 16.29 亿元。公司向控股股东中国铝业转让 10 万吨电解铝产能指标相关手续已经完成，公司收到全额转让价款，Q1 资产处置收益大幅增长至 1.67 亿元，Q1 归母净利润环比-19.79%，降幅低于毛利率降幅。

资产负债率稳步下行，费用管理持续优化。24 年 3 月底公司资产负债率 23.51%，相比 23 年底降低 2.09 个百分点，相比 22 年底降低 11.78 个百分点，资本结构趋势性优化。Q1 公司营业税金及附加/销售收入环比-0.06 个百分点至 0.69%，销售费用率环比-0.03 个百分点至 0.08%，管理费用率环比-0.39 个百分点至 1.30%，财务费用率环比+0.03 个百分点至 0.12%，期间费用整体改善，提升公司盈利能力。

限产产能逐步复产，旺季电解铝有望量利齐升。公司前期限产 61 万吨电解铝产能从 24 年 3 月开始复产，截至 4 月 25 日已复产 20 万吨，剩余 41 万吨待复产。公司持续加强与相关部门沟通，积极争取用电负荷，加快电解铝复产进度。4 月进入电解铝消费旺季，铝价上涨促进行业吨铝利润持续扩张，预计随着公司复产进程推进，旺季有望迎来量利齐升。

盈利预测&投资评级

预计公司 24-26 年营收分别为 493/505/517 亿元，实现归母净利润分别为 43.05/52.38/62.23 亿元，EPS 分别为 1.24/1.51/1.79 元，对应 PE 分别为 11.56/9.50/8.00 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

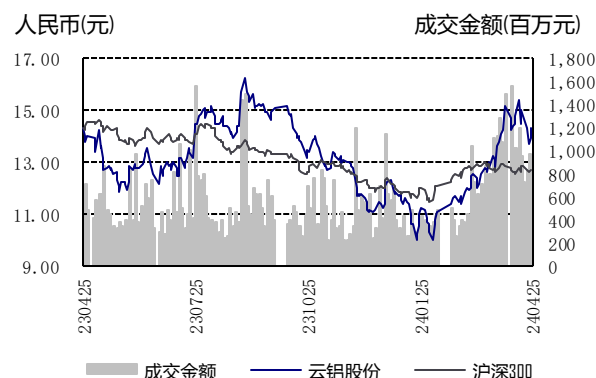
联系人：高梦遥

gaomengyao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.35 元

相关报告：

- 《云铝股份公司点评：Q4 销量环比提升驱动业绩显著增长》，2024.3.28
- 《云铝股份公司点评：绿色铝量利齐升推涨业绩》，2023.10.26
- 《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



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	49,261	50,476	51,690
营业收入增长率	16.31%	-11.96%	15.45%	2.47%	2.41%
归母净利润(百万元)	4,569	3,956	4,305	5,238	6,223
归母净利润增长率	37.65%	-13.41%	8.84%	21.65%	18.81%
摊薄每股收益(元)	1.32	1.14	1.24	1.51	1.79
每股经营性现金流净额	1.99	1.69	2.42	2.51	2.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.44%	15.37%	14.61%	15.30%	15.57%
P/E	8.44	10.71	11.56	9.50	8.00
P/B	1.73	1.65	1.69	1.45	1.25

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	49,261	50,476	51,690
增长率		16.3%	-12.0%	15.5%	2.5%	2.4%
主营业务成本	-33,180	-41,222	-35,923	-41,636	-41,636	-41,636
%销售收入	79.6%	85.1%	84.2%	84.5%	82.5%	80.5%
毛利	8,488	7,241	6,746	7,625	8,840	10,054
%销售收入	20.4%	14.9%	15.8%	15.5%	17.5%	19.5%
营业税金及附加	-327	-362	-357	-412	-422	-433
%销售收入	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-68	-71	-46	-53	-54	-55
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-774	-640	-621	-717	-734	-752
%销售收入	1.9%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用	-55	-83	-198	-229	-234	-240
%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	6,215	7,394	8,574
%销售收入	17.4%	12.6%	12.9%	12.6%	14.6%	16.6%
财务费用	-588	-233	-110	-41	97	263
%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	6,173	7,492	8,837
营业利润率	11.3%	12.2%	13.0%	12.5%	14.8%	17.1%
营业外收支	-33	2	1	1	1	1
税前利润	4,688	5,907	5,544	6,174	7,493	8,838
利润率	11.3%	12.2%	13.0%	12.5%	14.8%	17.1%
所得税	-476	-639	-825	-919	-1,115	-1,315
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	5,255	6,378	7,523
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	4,305	5,238	6,223
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	5,255	6,378	7,523
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	1,098	70	72
经营活动现金净流	6,392	6,914	5,871	8,401	8,692	10,049
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	4,275	4,841	6,198

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	9,533	14,372	20,568
应收款项	340	1,067	415	613	628	643
存货	3,042	3,918	4,051	4,563	4,563	4,563
其他流动资产	356	216	135	162	162	162
流动资产	5,360	8,246	9,863	14,871	19,725	25,937
%总资产	14.2%	21.1%	25.1%	32.6%	38.2%	44.2%
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%	54.6%	50.3%	45.7%
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%	67.4%	61.8%	55.8%
资产总计	37,837	39,059	39,310	45,635	51,611	58,733
短期借款	3,179	2,129	694	600	600	600
应付款项	5,565	6,250	4,251	6,085	6,086	6,086
其他流动负债	1,092	668	1,141	1,029	1,111	1,194
流动负债	9,836	9,047	6,085	7,714	7,796	7,880
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	215	216	218
负债	16,927	13,783	10,063	11,694	11,777	11,863
普通股股东权益	18,191	22,351	25,729	29,473	34,226	39,963
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	14,687	19,439	25,177
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	45,635	51,611	58,733

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.957	1.317	1.141	1.241	1.510	1.794
每股净资产	5.246	6.445	7.419	8.499	9.869	11.524
每股经营现金净流	1.843	1.994	1.693	2.423	2.506	2.898
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%	14.61%	15.30%	15.57%
总资产收益率	8.77%	11.70%	10.06%	9.43%	10.15%	10.60%
投入资本收益率	21.20%	17.06%	13.93%	13.79%	14.23%	14.23%
增长率						
主营业务收入增长率	40.90%	16.31%	-11.96%	15.45%	2.47%	2.41%
EBIT 增长率	231.73%	-16.22%	-9.23%	12.50%	18.98%	15.96%
净利润增长率	267.74%	37.65%	-13.41%	8.84%	21.65%	18.81%
总资产增长率	-7.76%	3.23%	0.64%	16.09%	13.09%	13.80%
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	180.1	183.6	185.4
偿债能力						
净负债/股东权益	39.33%	13.69%	-2.74%	-15.23%	-25.12%	-34.57%
EBIT 利息保障倍数	12.4	26.1	50.1	149.9	-76.1	-32.6
资产负债率	44.74%	35.29%	25.60%	25.63%	22.82%	20.20%

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	10	12	15	44
增持	2	5	6	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.33	1.33	1.29	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