

# 云铝股份 (000807.SZ)

成本抬升拖累业绩，资产负债率继续下降

买入

## 核心观点

**2022年公司业绩同比增长37.7%。**2022全年实现营收484.63亿元(+16.3%)，归母净利润45.69亿元(+37.7%)，扣非归母净利润43.46亿元(+30.7%)，经营性净现金流69.14亿元。其中四季度单季营收109.14亿元(+14.3%)，归母净利润8.05亿元(+823.3%)，扣非归母净利润6.25亿元(+540.3%)。

**公司毛利润下降主因成本抬升。**2022年公司毛利润72.4亿元，同比减少12.5亿元，其中铝锭业务毛利润38.4亿元，同比减少10.7亿元。毛利润下滑主因成本抬升，如西南地区预焙阳极均价上涨2500元/吨，折合吨铝成本增加1000元/吨；0.25元/度的优惠电价于2021年9月份取消，用电价格涨至0.41元/度，折合吨铝成本增加1200元/吨。另外，2022年9月云南限电也影响了公司生产。但得益于财务费用下降以及计提减值大幅减少，公司净利润同比增加10.6亿元。

**资产负债率下行，财务费用下降。**借助本轮电解铝行业高景气周期，公司显著降低了资产负债率和财务负担。截至2022年末，公司资产负债率降至35.3%，短期借款从期初27亿元降至期末4.7亿元，长期借款从期初66.7亿元降至期末43.8亿元，2022年度财务费用仅2.33亿元。

**产品低碳优势将凸显。**2022年公司生产用电结构中绿电比例达到约88.6%，碳排放约为煤电铝的20%，比煤电铝减排10吨二氧化碳当量/吨铝。欧盟计划今年10月1日启动碳边境调节机制过渡期，对包括铝在内的六大行业商品征收“碳关税”，对高碳排放企业的产品出口欧洲构成影响。国内外碳减排背景下，公司产品低碳优势将进一步凸显。

**风险提示：**限电影响产量，氧化铝价格大幅上行风险。

**投资建议：**维持“买入”评级

我们假设2023-2025年铝现货价格为20000元/吨，氧化铝价格为3000元/吨，预焙阳极价格为6500元/吨，公司用电含税价格为0.41元/度，预计2023-2025年收入457/501/546亿元，同比增速-5.8/9.7/9.0%，归母净利润52.37/57.76/63.19亿元，同比增速14.6/10.3/9.4%；摊薄EPS分别为1.51/1.67/1.82元，当前股价对应PE分别为8.7/7.9/7.2x。公司是国内绿色水电铝龙头企业，电力成本较低且稳定，产品低碳优势将进一步凸显，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41,669	48,463	45,674	50,112	54,616
(+/-%)	40.9%	16.3%	-5.8%	9.7%	9.0%
净利润(百万元)	3319	4569	5237	5776	6319
(+/-%)	267.7%	37.7%	14.6%	10.3%	9.4%
每股收益(元)	0.96	1.32	1.51	1.67	1.82
EBIT Margin	17.4%	12.6%	16.5%	16.2%	16.0%
净资产收益率(ROE)	18.2%	20.4%	20.1%	19.2%	18.3%
市盈率(PE)	13.7	10.0	8.7	7.9	7.2
EV/EBITDA	6.9	7.5	6.6	5.7	5.4
市净率(PB)	2.50	2.04	1.75	1.52	1.32

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

## 基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

13.14元

总市值/流通市值

45569/45092百万元

52周最高价/最低价

14.72/8.90元

近3个月日均成交额

570.43百万元

## 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

- 《云铝股份(000807.SZ)-成本优势凸显，盈利能力稳定》——2022-10-26
- 《云铝股份(000807.SZ)-发挥绿电优势，加码下游铝加工》——2022-08-22
- 《云铝股份(000807.SZ)-电力供应宽松，水电铝龙头迎来产量释放期》——2022-03-23
- 《云铝股份-000807-2021年三季度点评：减值影响短期业绩，低碳铝龙头长期向好》——2021-10-25
- 《云铝股份-000807-2021年中报点评：低碳铝龙头，短期减产不改长期扩张趋势》——2021-08-25

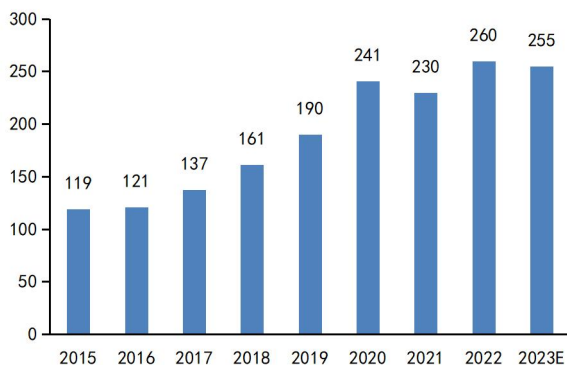
**2022 年公司业绩同比增长 37.7%。**2022 年全年实现营收 484.63 亿元 (+16.3%)，归母净利润 45.69 亿元 (+37.7%)，扣非归母净利润 43.46 亿元 (+30.7%)，经营性净现金流 69.14 亿元。其中四季度单季营收 109.14 亿元 (+14.3%)，归母净利润 8.05 亿元 (+823.3%)，扣非归母净利润 6.25 亿元 (+540.3%)。

公司公告了 2022 年度利润分配预案，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.6 元，共派发现金红利 5.55 亿元。同时公司公告 2022 年度计提资产减值和信用减值情况，共计提 2.58 亿元，其中计提存货跌价准备 184 万元，固定资产减值 2.34 亿元，在建工程减值 1901 万元，坏账准备 342 万元。公司计提资产减值和信用减值数额较 2021 年度显著减少。

**公司毛利润下降主因成本抬升。**2022 年公司毛利润 72.4 亿元，同比减少 12.5 亿元，其中铝锭业务毛利润 38.4 亿元，同比减少 10.7 亿元。毛利润下滑主因成本抬升，2022 年全年长江铝均价 19938 元/吨，比 2021 年上涨 1033 元/吨。但成本上涨更多，如西南地区预焙阳极均价上涨 2500 元/吨，折合吨铝成本增加 1000 元/吨；0.25 元/度的优惠电价于 2021 年 9 月份取消，用电价格涨至 0.41 元/度，折合吨铝成本增加 1200 元/吨。另外，2022 年 9 月云南限电减产，根据行业资讯机构消息，公司 25% 产能受到影响，产能利用率下降及电解槽清理、大修费用也拖累了公司业绩。

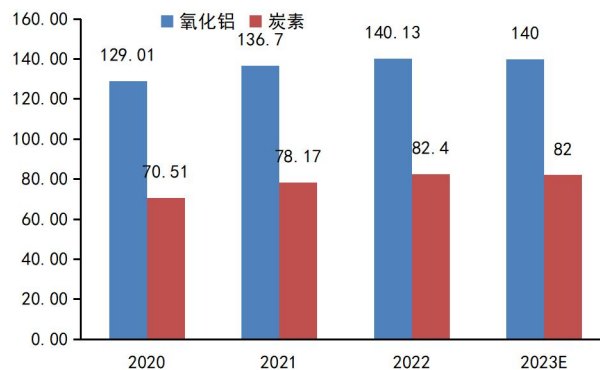
虽然毛利润同比减少 12.5 亿元，但得益于财务负担下降，公司期间费用减少 4.2 亿元，投资收益增加 1.2 亿元，计提资产减值和信用减值同比减少 17.5 亿元，资产处置收益增加 1.5 亿元，加总起来公司净利润反而同比增加了 10.6 亿元。

图1：云铝股份原铝产量（单位：万吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

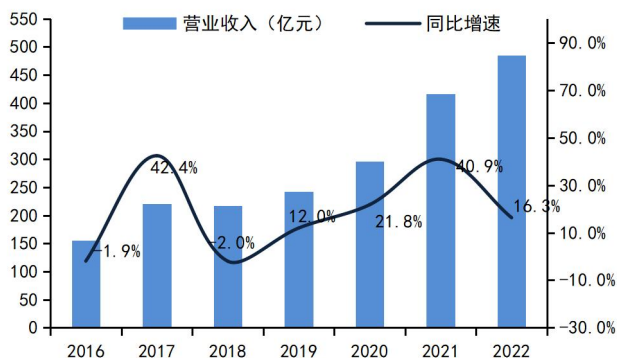
图2：云铝股份氧化铝和炭素产量（单位：万吨）



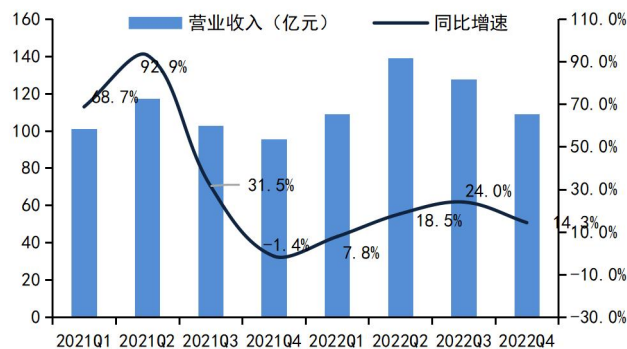
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：云铝股份营业收入及增速（单位：亿元、%）

图4：云铝股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 云铝股份归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 云铝股份单季归母净利润 (单位: 亿元)

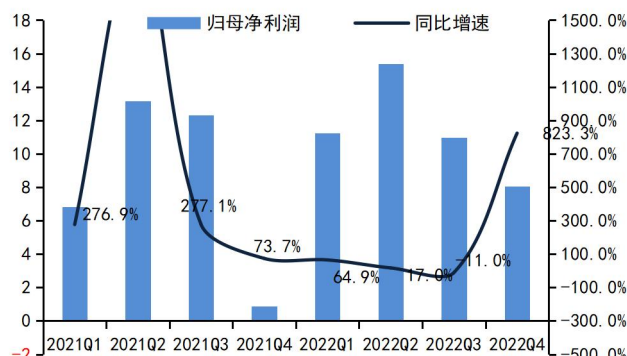


图7: 云铝股份毛利率、净利率变化情况

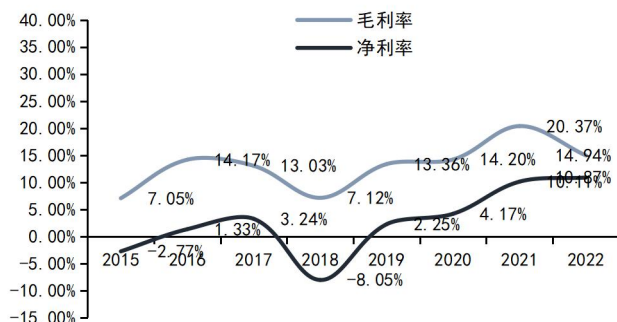
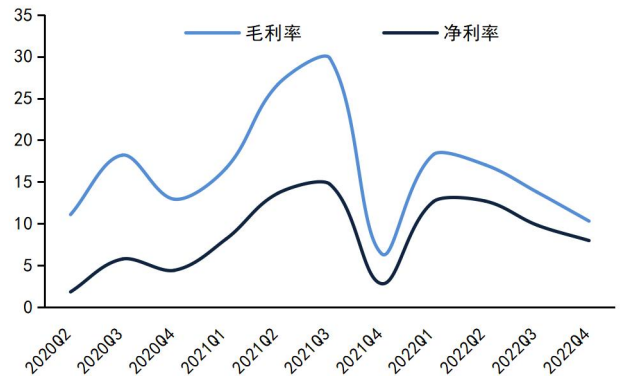


图8: 云铝股份单季度毛利率、净利率变化情况 (%)

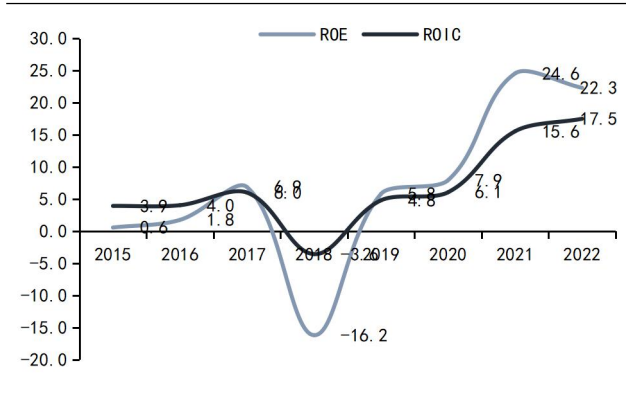


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 云铝股份ROE、ROIC变化情况 (%)

图10: 云铝股份经营性净现金流 (亿元)



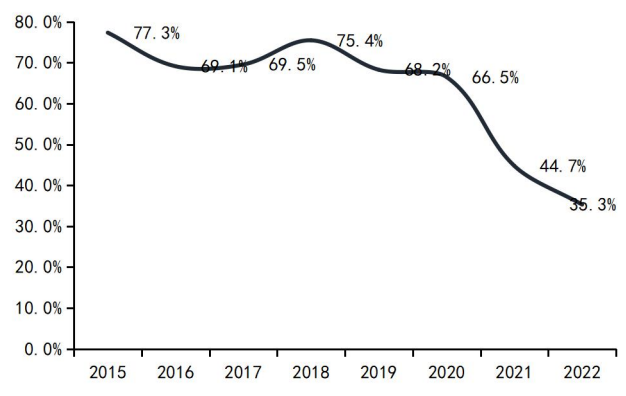
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

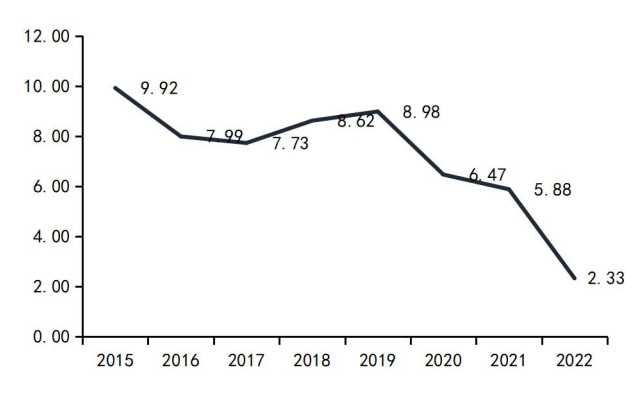
**资产负债率下行，财务费用明显降低。**借助本轮电解铝行业高景气周期，公司显著降低了资产负债率和财务负担。截至2022年末，公司资产负债率降至35.3%，短期借款从期初27亿元降至期末4.7亿元，长期借款从期初66.7亿元降至期末43.8亿元，2022年度财务费用仅2.33亿元。

图11: 云铝股份资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: EBITDA/利息费用



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司经过多年的发展，已经形成年产氧化铝140万吨、绿色铝305万吨、阳极炭素80万吨、石墨化阴极2万吨、铝合金157万吨的绿色铝一体化产业规模优势。尤其是水电铝优势突出，2022年公司生产用电结构中绿电比例达到约88.6%。公司依托绿色能源生产的绿色铝与煤电铝相比，碳排放约为煤电铝的20%，比煤电铝减排10吨二氧化碳当量/吨铝。欧盟计划于今年4月出台关于碳边境调节机制的正式立法，今年10月1日启动过渡期。在这一机制下，欧盟将对进口的水泥、钢铁、铝、化肥、电力和氢这六大行业商品征收“碳关税”，对高碳排放企业的产品出口欧洲构成影响。国内外碳减排背景下，公司产品低碳优势将进一步凸显。

**投资建议：**维持“买入”评级。我们假设2023-2025年铝现货价格为20000元/吨，氧化铝价格为3000元/吨，预焙阳极价格为6500元/吨，公司用电含税价格为0.41元/度，预计2023-2025年收入457/501/546亿元，同比增速-5.8/9.7/9.0%，归母净利润52.37/57.76/63.19亿元，同比增速14.6/10.3/9.4%；摊薄EPS分别为1.51/1.67/1.82元，当前股价对应PE分别为8.7/7.9/7.2x。公司是国内绿色水电铝龙头企业，电力成本较低且稳定，产品低碳优势将进一步凸显，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1623	3045	10543	12048	19018	营业收入	41669	48463	45674	50112	54616
应收款项	169	995	938	1029	1122	营业成本	33180	41222	37056	40786	44573
存货净额	3042	3918	3457	3812	4179	营业税金及附加	327	362	341	374	408
其他流动资产	527	288	271	297	324	销售费用	68	71	67	74	80
<b>流动资产合计</b>	<b>5360</b>	<b>8246</b>	<b>15209</b>	<b>17186</b>	<b>24643</b>	管理费用	774	640	728	787	847
固定资产	27849	24993	23796	22452	21029	研发费用	55	83	78	85	93
无形资产及其他	3236	3126	3001	2876	2751	财务费用	588	233	220	241	263
投资性房地产	985	2206	2206	2206	2206	投资收益	1	121	0	0	0
长期股权投资	407	489	571	653	735	资产减值及公允价值变动	1985	251	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>37837</b>	<b>39059</b>	<b>44783</b>	<b>45374</b>	<b>51364</b>	其他收入	(3996)	(402)	47	40	32
短期借款及交易性金融负债	3179	2129	8749	3136	3121	营业利润	4721	5905	7309	7889	8478
应付款项	5158	5812	5128	6306	6914	营业外净收支	(33)	2	0	0	0
其他流动负债	1500	1106	979	1080	1184	<b>利润总额</b>	<b>4688</b>	<b>5907</b>	<b>7309</b>	<b>7889</b>	<b>8478</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>9836</b>	<b>9047</b>	<b>14857</b>	<b>10521</b>	<b>11219</b>	所得税费用	476	639	790	853	917
长期借款及应付债券	6667	4377	4377	4377	4377	少数股东损益	893	699	1282	1261	1242
其他长期负债	423	359	359	359	359	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3319</b>	<b>4569</b>	<b>5237</b>	<b>5776</b>	<b>6319</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>7090</b>	<b>4736</b>	<b>4736</b>	<b>4736</b>	<b>4736</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>16927</b>	<b>13783</b>	<b>19593</b>	<b>15258</b>	<b>15955</b>	净利润	3319	4569	5237	5776	6319
少数股东权益	2719	2925	3823	4705	5575	资产减值准备	1600	(1734)	(7)	(13)	(15)
股东权益	18191	22351	26017	30060	34484	折旧摊销	1857	1780	2328	2482	2563
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>37837</b>	<b>39059</b>	<b>49433</b>	<b>50023</b>	<b>56014</b>	公允价值变动损失	(1985)	(251)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	588	233	220	241	263
每股收益	0.96	1.32	1.51	1.67	1.82	营运资本变动	(665)	(4222)	(282)	793	211
每股红利	0.17	0.26	0.45	0.50	0.55	其它	(863)	2296	904	895	884
每股净资产	5.25	6.45	7.50	8.67	9.94	<b>经营活动现金流</b>	<b>3263</b>	<b>2439</b>	<b>8180</b>	<b>9934</b>	<b>9962</b>
ROIC	20%	17%	22%	25%	29%	资本开支	0	2640	(1000)	(1000)	(1000)
ROE	18%	20%	20%	19%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	20%	15%	19%	19%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>67</b>	<b>2558</b>	<b>(1082)</b>	<b>(1082)</b>	<b>(1082)</b>
EBIT Margin	17%	13%	16%	16%	16%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	22%	16%	22%	21%	21%	负债净变化	(2691)	(2290)	0	0	0
收入增长	41%	16%	-6%	10%	9%	支付股利、利息	(581)	(896)	(1571)	(1733)	(1896)
净利润增长率	268%	38%	15%	10%	9%	其它融资现金流	3651	2797	6621	(5614)	(14)
资产负债率	52%	43%	47%	40%	38%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2895)</b>	<b>(3574)</b>	<b>5050</b>	<b>(7346)</b>	<b>(1910)</b>
息率	1.3%	2.0%	3.4%	3.8%	4.2%	<b>现金净变动</b>	<b>436</b>	<b>1422</b>	<b>12148</b>	<b>1505</b>	<b>6970</b>
P/E	13.7	10.0	8.7	7.9	7.2	货币资金的期初余额	1187	1623	3045	10543	12048
P/B	2.5	2.0	1.8	1.5	1.3	货币资金的期末余额	1623	3045	15193	12048	19018
EV/EBITDA	6.9	7.5	6.6	5.7	5.4	企业自由现金流	0	5626	7761	9527	9569
						权益自由现金流	0	6133	14108	3720	9569

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032