

云铝股份 (000807.SZ)

买入 (首次评级)

公司研究
证券研究报告

绿电铝龙头成本优势凸显

投资逻辑

绿电铝一体化龙头，背靠中铝实现产业协同。公司成功构建集铝土矿、氧化铝、炭素制品、铝冶炼、铝加工为一体的绿电铝（使用绿色电力生产的电解铝）产业链，保有铝土矿资源量 0.66 亿吨，形成年产氧化铝 140 万吨、电解铝 305 万吨、阳极炭素 80 万吨、石墨化阴极 2 万吨、铝合金 157 万吨的产能规模。公司 2018 年进入中铝集团，2022 年 11 月中国铝业收购公司 19% 股权，合计持股比例 29.1%，成为公司控股股东，二者共计拥有的 2226 万吨氧化铝产能较好匹配 750.6 万吨电解铝，实现产业协同。22 年公司实现营收 484.63 亿元，归母净利润 45.69 亿元，其中铝锭和铝加工产品毛利占比超过 99%。

依托云南水电能源，降本效应显著。公司产业分布于云南六个地州，生产过程中绿电使用比例高达 88.6%，充分享受低价水电带来的降本优势；公司通过技术创新，铝液电解交流电耗仅为 13,170 千瓦时/吨铝，居于全国最优水平，实现科技降本。

双碳背景下绿电铝经济价值持续提升。国内三部门联合印发《有色金属行业碳达峰实施方案》，研究将有色金属行业重点品种纳入全国碳排放权交易市场，铝冶炼公司不同用电结构之间的成本差异将进一步扩大。欧盟碳边境调节机制 2026 年正式开始征收，届时低碳排放的绿电铝相比煤电铝将更具成本及销售优势。

公司是国内最大的绿电铝供应商，依托绿色能源生产的绿电铝碳排放约为煤电铝的 20%。成本端，公司较高的绿电比例降低了用电成本，后期或可通过碳排放配额交易进一步降低生产成本；售价端，绿电铝相比煤电铝在市场上享有一定的溢价，未来欧盟开始征收碳税后，公司绿电铝产品的竞争力有望进一步提升。

国内产能红线已达，碳税推高长期铝价中枢。中长期来看，受到后续有色行业可能的碳税以及电价等因素影响，铝价运行中枢将逐步抬高，预计 23-25 年分别为 1.9/1.95/2.0 万元/吨；氧化铝价格预计将维持在目前 3000 元/吨的中枢水平。

盈利预测、估值和评级

预计公司 23-25 年营收分别为 444.34/470.29/481.95 亿元，预计实现归母净利润分别为 49.39/59.55/68.71 亿元，EPS 分别为 1.42/1.72/1.98 元，对应 PE 分别为 8.66/7.19/6.23 倍。参考电解铝行业 2023 年 11.25 倍 PE 估值以及公司历史估值水平，考虑到公司绿电铝优势地位，给予 2023 年 10XPE，目标价 14.24 元，首次覆盖，给予“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；限售股解禁。

金属材料组

分析师：李超（执业 S1130522120001）

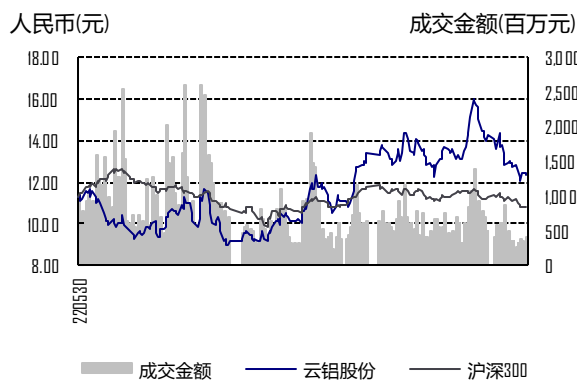
lichao3@gjzq.com.cn

联系人：宋洋

songyang@gjzq.com.cn

市价（人民币）：12.34 元

目标价（人民币）：14.24 元



公司基本情况（人民币）

| 项目 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 41,669 | 48,463 | 44,434 | 47,029 | 48,195 |
| 营业收入增长率 | 40.90% | 16.31% | -8.31% | 5.84% | 2.48% |
| 归母净利润(百万元) | 3,319 | 4,569 | 4,939 | 5,955 | 6,871 |
| 归母净利润增长率 | 267.74% | 37.65% | 8.11% | 20.56% | 15.38% |
| | % | | | | |
| 摊薄每股收益(元) | 0.957 | 1.317 | 1.424 | 1.717 | 1.981 |
| 每股经营性现金流净额 | 1.84 | 1.99 | 2.05 | 2.80 | 3.19 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 18.25% | 20.44% | 18.50% | 18.51% | 17.82% |
| P/E | 11.67 | 8.44 | 8.66 | 7.19 | 6.23 |
| P/B | 2.13 | 1.73 | 1.60 | 1.33 | 1.11 |

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

| | |
|-----------------------------|---|
| 一、绿电铝一体化龙头，背靠中铝实现产业协同..... | 3 |
| 1.1 业务结构聚焦，实现全产业链布局..... | 3 |
| 1.2 与中国铝业产业协同，逐步解决同业竞争..... | 5 |
| 二、依托云南水电能源，打造低碳+成本优势..... | 5 |
| 2.1 水电降本效应显著..... | 5 |
| 2.2 双碳背景下绿电铝经济价值持续提升..... | 6 |
| 三、国内产能红线已达，碳税推高长期铝价中枢..... | 6 |
| 四、盈利预测&投资建议..... | 7 |
| 4.1 核心假设..... | 7 |
| 4.2 盈利预测..... | 8 |
| 4.3 估值及投资建议..... | 8 |
| 五、风险提示..... | 9 |

图表目录

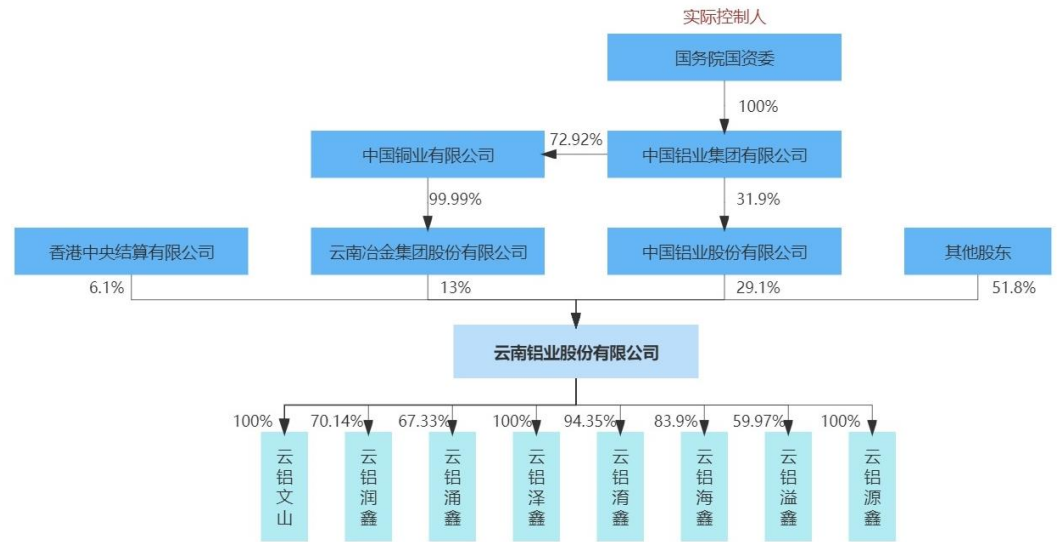
| | |
|--|---|
| 图表 1： 公司股权结构图（截至 2022 年年报）..... | 3 |
| 图表 2： 公司主营业务结构集中（单位：百万元）..... | 3 |
| 图表 3： 2018 年后公司业绩快速增长..... | 3 |
| 图表 4： 公司建成铝产业链一体化产能..... | 4 |
| 图表 5： 文山铝业目前拥有三项铝土矿采矿权..... | 4 |
| 图表 6： 氧化铝产量连续两年回升（单位：万吨）..... | 5 |
| 图表 7： 原铝及铝加工产能释放成果显著（单位：万吨）..... | 5 |
| 图表 8： 公司与中国铝业实现产业协同..... | 5 |
| 图表 9： 云南丰水期拉低 2022 年全年平均电价..... | 6 |
| 图表 10： 电解铝和氧化铝价格震荡偏强（元/吨）..... | 7 |
| 图表 11： 预焙阳极价格持续回调（元/吨）..... | 7 |
| 图表 12： 营业收入、营业成本及相关比率预测..... | 8 |
| 图表 13： 可比公司估值（收盘价：元/股；EPS：元；PE：倍；基于 23 年 5 月 30 日收盘价）..... | 9 |

一、绿电铝一体化龙头，背靠中铝实现产业协同

云铝股份是一家拥有完整铝产业链的绿色低碳企业。公司前身云南铝厂始建于1970年，1998年改制后在深交所上市，次年跃升为全国十大重点铝企业，2018年12月正式进入中铝集团。凭借云南省水利资源丰富的地理优势，公司始终坚持走绿色低碳发展之路，成功构建了集铝土矿—氧化铝—炭素制品—铝冶炼—铝加工为一体的产业链，形成了较为明显的资源保障优势。

公司主要业务为铝土矿开采、氧化铝生产、铝冶炼、铝加工及铝用炭素生产和销售，主要产品有氧化铝、铝用炭素、重熔用铝锭、圆铝杆、铝加工材等，加工产品除传统的铸造铝合金、板带箔外，还包括超薄铝箔、动力电池铝箔、铝焊材、航空用铝合金等具有竞争优势的新产品，广泛应用于汽车、轨道交通、国防军工等领域。

图表1：公司股权结构图（截至2022年年报）

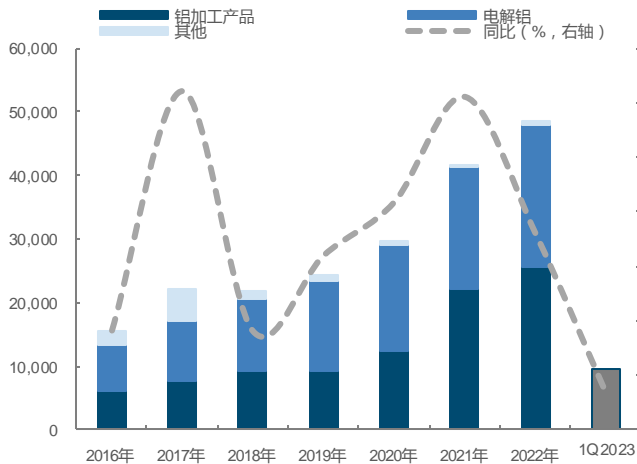


来源：公司公告，中国铝业公告，国金证券研究所

1.1 业务结构聚焦，实现全产业链布局

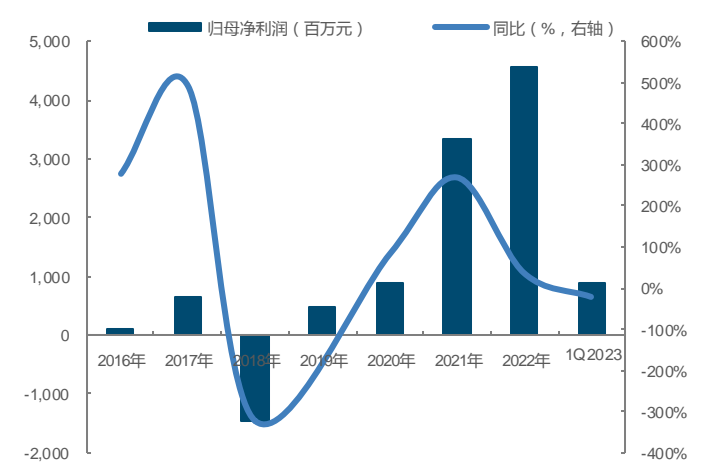
公司主营业务结构集中，铝加工产品和电解铝销售收入对营业收入的贡献超过99%，主营业务收入稳健增长，2022年实现营收484.63亿元，同比增长16.08%；归母净利润规模达到45.69亿元，同比增长37.07%。1Q2023受电解铝价格同比回落影响，公司营收规模同比下降13.35%至94.43亿元。

图表2：公司主营业务结构集中（单位：百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：2018年后公司业绩快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

截至2022年底，公司已经形成年产氧化铝140万吨、阳极炭素80万吨、石墨化阴极2万吨、电解铝305万吨、铝合金157万吨的产能规模，一体化产业链不断延伸。公司与索

通发展合资建设年产 90 万吨阳极炭素项目已顺利投产，公司权益炭素产能达到 113.5 万吨。

图表4：公司建成铝产业链一体化产能

| 产品 | 公司名称 | 股权比例 | 产能（万吨） |
|-------|------|--------|--------|
| 氧化铝 | 文山铝业 | 100% | 140 |
| | 源鑫炭素 | 100% | 80 |
| 预焙阳极 | 索通云铝 | 35% | 90 |
| | 源鑫炭素 | 100% | 2 |
| 石墨化阴极 | 云铝本部 | 100% | 20 |
| | 云铝润鑫 | 70.14% | 25 |
| | 云铝涌鑫 | 67.33% | 30 |
| | 云铝泽鑫 | 100% | 30 |
| | 云铝清鑫 | 94.35% | 38 |
| | 云铝海鑫 | 80.4% | 70 |
| | 鹤庆溢鑫 | 59.97% | 41.81 |
| | 文山铝业 | 100% | 50 |
| 总产能 | | | 304.81 |
| 权益产能 | | | 254.94 |
| 铝合金 | | | 157 |

来源：公司公告，云南冶金集团债券评级报告，鹤庆县人民政府官网，国金证券研究所

截至 2022 年上半年，公司下属文山铝业拥有板茂、歪山头及铁厂三项铝土矿采矿权，保有铝土矿资源量 0.66 亿吨，但近年受采矿权范围内储量下降、资源枯竭影响，铝土矿产量有所下降。

图表5：文山铝业目前拥有三项铝土矿采矿权

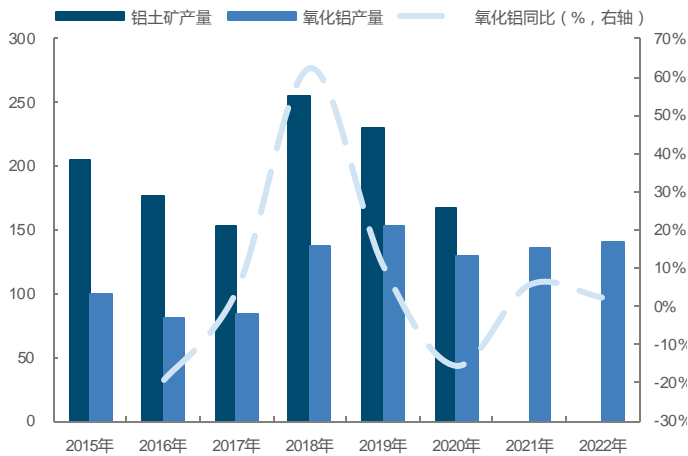
| 矿区名称 | 性质 | 设计矿山（核定） 规模（万吨/年） | 开采深度 （米） | 矿权面积 （平方公里） | 探（采）矿权证号 | 有效期 |
|---------------|-----|----------------------|-------------|----------------|-------------------------|---------------------|
| 板茂铝土矿 | 采矿权 | 133.43 | 1400-1150 | 1.4888 | C5300002018043130146086 | 2018.4.13-2026.4.13 |
| 歪山头铝土矿 | 采矿权 | 270.14 | -- | 1.747 | C5300002019073110148256 | 2019.7.15-2026.7.15 |
| 麻栗坡县铁厂 铝土矿 | 采矿权 | 85.89 | -- | 3.7254 | C5300002021033110151494 | 2021.3.2-2028.3.2 |

来源：公司公告，云南冶金集团募集说明书，国金证券研究所

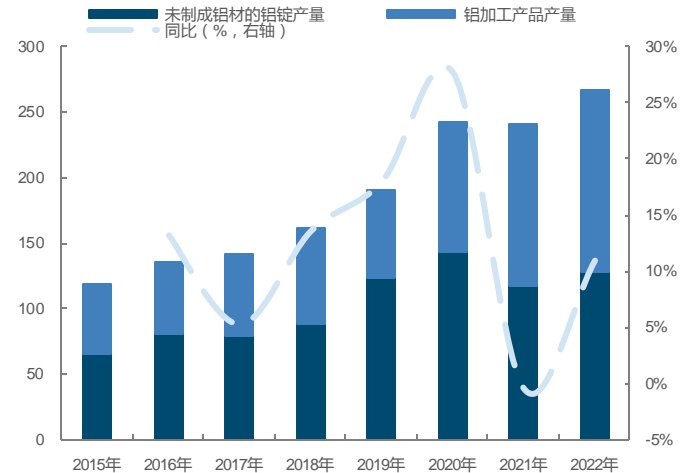
公司自产铝土矿产量难以匹配氧化铝产能的需求，还需通过中铝集团采购平台采购大量铝土矿，2022 年公司氧化铝产量同比增长 2.5%至 140.1 万吨。

2021 年受制于能耗双控政策影响，公司当期电解铝产量有所下降，但铝加工产品产量同比增长 24%，保障了公司铝产品整体产量的稳定。2022 年 9 月以来，云南省内电力供需形势严峻，水电蓄能同比大幅减少，云南省对电解铝企业实施能效管理。面对限电的不利影响，公司通过安排设备检修维护、合理组织生产、优化产品结构等方式积极应对，保持生产稳健运行。2022 年原铝产量同比增长 12.9%至 259.67 万吨，铝产品合计产量 267.31 万吨，同比增长 10.9%。2023 年 2 月由于云南省水电供给形势依旧严峻，公司接到云南电网通知再次降低用电负荷，导致 1Q2023 公司电解铝产量较计划减少 3.69 万吨。

图表6: 氧化铝产量连续两年回升 (单位: 万吨)



图表7: 原铝及铝加工产能释放成果显著 (单位: 万吨)



来源: 公司公告, 云南冶金集团债券评级报告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 云南冶金集团债券评级报告, 国金证券研究所

注: 公司未披露 2021-2022 年铝土矿产量

1.2 与中国铝业产业协同, 逐步解决同业竞争

公司与中国铝业同属于中铝集团, 业务重合度高, 存在明显的同业竞争。为解决这一问题, 中铝集团于 2018 年 12 月出具了《关于避免与云南铝业股份有限公司同业竞争的承诺函》, 承诺将在 2019 年内开始筹划同业竞争业务整合工作, 并在 5 年内解决同业竞争问题。

2022 年 7 月中国铝业通过非公开协议方式以现金收购云南冶金持有的公司 19% 股权, 2022 年 11 月 22 日已经办理完毕过户手续, 中国铝业持有公司 29.1% 股权, 成为公司第一大股东, 本次交易有效解决公司与中铝集团之间的同业竞争问题。

公司拥有氧化铝产能 140 万吨, 电解铝产能 305 万吨, 按 1.92 吨氧化铝生产 1 吨电解铝折算, 自给率仅为 24%, 需要从外部采购氧化铝以满足生产。中国铝业此前拥有氧化铝产能 2086 万吨, 电解铝产能 445.6 万吨, 自给率超过 200%。中国铝业成为公司控股股东后, 共计拥有 2226 万吨氧化铝产能将较好匹配 750.6 万吨电解铝, 实现产业协同。

图表8: 公司与中国铝业实现产业协同

| 公司名称 | 氧化铝产能 (万吨) | 电解铝产能 (万吨) | 自给率 |
|------------|------------|------------|------|
| 中国铝业股份有限公司 | 2086 | 445.6 | 244% |
| 云南铝业股份有限公司 | 140 | 305 | 24% |
| 合计 | 2226 | 750.6 | 154% |

来源: 公司公告, 中国铝业公告, 国金证券研究所

为解决同业竞争问题, 剥离部分加工产能。2022 年 12 月, 公司将所持有的浩鑫铝箔 100% 股权以及公司租赁给浩鑫铝箔使用的实物资产、无形资产向中铝高端进行增资, 解决了铝板带箔业务的同业竞争问题。2023 年 4 月, 为促进公司与中铝集团下属其他企业之间的产业协同发展, 同时解决公司与中铝高端扁锭业务的同业竞争问题, 公司控股子公司云铝涌鑫、云铝海鑫将向中铝高端转让云铝涌鑫所持有的云铝涌顺 51% 股权及云铝海鑫扁锭业务资产。

二、依托云南水电能源, 打造低碳+成本优势

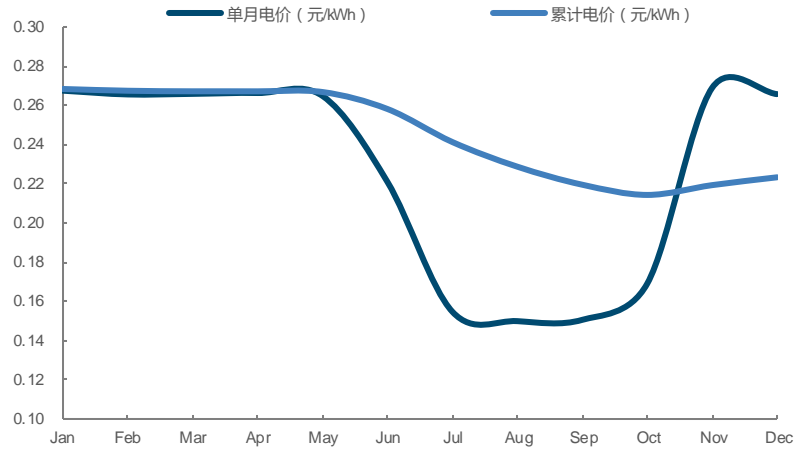
2.1 水电降本效应显著

公司产业分布于云南六个地州, 依托云南省丰富的水电资源, 2022 年公司生产过程中绿电使用比例高达 88.6%。

云南水资源丰富, 据云南省电力行业协会统计, 截至 2022 年底, 云南全省发电装机容量约为 11144.6 万千瓦, 其中以水电为主的绿色能源装机 9509.3 万千瓦, 占总装机容量的 86.22%。云南电力在昆明电力交易中心进行市场化交易, 交易中心每月公布的服务基准价, 加上政府性基金、输配电价、基本电费构成了公司的实际用电价格。水力发电周期分为丰水期、枯水期和平水期, 每年 6-10 月丰水期水量丰富、发电量大、电力成本低, 显著降

低全年平均电价。

图9：云南丰水期拉低 2022 年全年平均电价



来源：昆明电力交易中心，国金证券研究所

除度电成本较低外，公司自身能耗水平较低进一步降低生产成本。根据《国家发展改革委关于完善电解铝行业阶梯电价政策的通知》，按铝液综合交流电耗对电解铝行业阶梯电价进行分档，自 2023 年起，分档标准调整为铝液综合交流电耗每吨 13,450 千瓦时（不含脱硫电耗）；自 2025 年起，分档标准调整为铝液综合交流电耗每吨 13,300 千瓦时。公司铝液电解交流电耗仅为 13,170 千瓦时/吨铝，低于 2025 年分档标准且居于全国最优水平。

2.2 双碳背景下绿电铝经济价值持续提升

双碳背景下，国内、国际对于有色金属行业碳排放管理要求逐步完善。2022 年 11 月，工信部、发改委和生态环境部三部门联合印发《有色金属行业碳达峰实施方案》，指出力争 2025 年、2030 年电解铝使用可再生能源比例分别达到 25%、30% 以上，并研究将有色金属行业重点品种纳入全国碳排放权交易市场，通过市场化手段形成成本梯度，促进行业绿色转型。在国家双碳战略的大背景下，若有色金属行业纳入全国碳排放权交易市场，铝冶炼公司不同用电结构之间的成本差异将进一步扩大。

2023 年 5 月 16 日，欧盟碳边境调节机制（CBAM）法案文本在欧盟公报上正式发布，将对钢铁、铝等产品征收碳税。CBAM 将于 2023 年 10 月 1 日生效，2026 年正式开始征收，届时低碳排放的绿电铝相比非绿电铝将更具成本及销售优势。

公司是中国有色金属行业、中国西部地区工业企业中唯一一家“国家环境友好企业”。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电铝与煤电铝相比，碳排放约为煤电铝的 20%。

公司是国内最大的绿电铝供应商，是国内企业中首批获得产品碳足迹认证的企业之一，铝锭、铝合金等主要产品通过碳足迹认证，主要产品碳足迹水平处于全球领先，获得南方区域首批绿色电力“双证”，是中国第一家完成铝土矿、氧化铝、电解铝、铝加工全产业链 ASI 审核的企业。

成本端，公司较高的绿电比例从经营层面降低了用电成本，同时后期或可通过碳排放配额交易进一步降低生产成本。售价端，绿电铝相比煤电铝在市场上享有一定的“绿色溢价”，未来欧盟开始征收碳税后，公司绿电铝产品的竞争力有望进一步提升。

三、国内产能红线已达，碳税推高长期铝价中枢

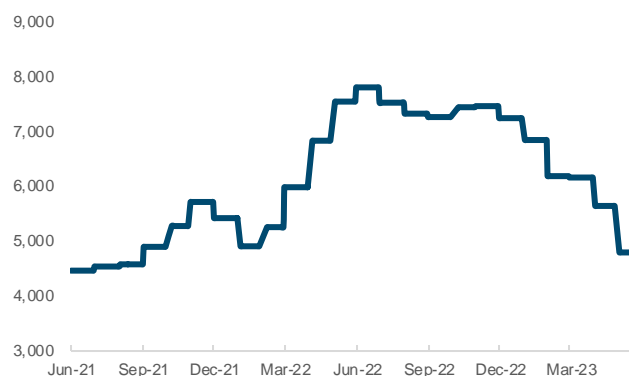
2023 年以来，国内电解铝和氧化铝价格均维持震荡偏强运行。电解铝方面，国内产能天花板基本达到，后续新增产能较少，而需求端增速韧性较强，叠加云南缺电导致的当地电解铝停产比例达 40%，在旺季去库的背景下，铝价支撑性较强。中长期来看，受到后续有色行业可能的碳税以及电价等因素影响，铝价运行中枢将逐步抬高。氧化铝方面，国内总体产能略有过剩，但是因为氧化铝相对电解铝更容易停产复产，而国内山西河南等地氧化铝成本较高，对氧化铝价格形成有效支撑，因此我们预计在供给端不出现大规模减产的情况下，预计氧化铝价格将维持在目前的中枢水平。预焙阳极价格受到石油焦和煤沥青等原材料价格下跌影响，市场价格逐步回归正常水平。

图表10: 电解铝和氧化铝价格震荡偏强 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 预焙阳极价格持续回调 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

四、盈利预测&投资建议

4.1 核心假设

(1) 价格假设

氧化铝价格: 2022 年氧化铝含税均价为 3011 元/吨, 国内山西河南等地氧化铝成本对国内价格形成支撑, 在供给过剩的背景下, 预计 23-25 年国内氧化铝含税均价分别为 3000/3000/3000 元/吨。(23 年 1-5 月氧化铝含税均价为 2979 元/吨)

电解铝价格: 2022 年电解铝含税价格为 1.99 万元/吨, 当前电解铝运行产能已接近产能红线, 电力紧张导致的限产或将常态化, 增加供给端不确定性; 地产竣工的改善以及疫后经济的复苏预期将有效拉动需求。供需紧平衡和成本端支撑将导致电解铝价格高位运行。预计 23-25 年电解铝含税均价分别为 1.90/1.95/2.00 万元/吨。(23 年 1-5 月电解铝含税均价为 18476 元/吨)

(2) 成本假设

预焙阳极价格: 预焙阳极价格与石油焦、煤沥青等价格相关度较高, 主要受原油价格影响, 2022 年国内预焙阳极含税均价为 7172 元/吨, 今年以来, 随着原油价格的回调, 预焙阳极价格也有所下降, 预计 23-25 年预焙阳极含税均价分别为 5000/5000/5000 元/吨。(23 年 1-5 月预焙阳极含税均价为 6253 元/吨)

电力成本: 结合云南水电成本变化, 预计 23-25 年平均用电成本 (含税) 为 0.40 元/度。

吨铝制造成本: 基于以上两个核心假设, 预计 23-25 年公司电解铝不含税单吨制造成本分别为 1.33/1.33/1.33 万元/吨。

(3) 销量假设

铝产品销量: 基于公司 22 年年报中所列 23 年经营计划以及考虑到云南水电特性, 预计 23-25 年公司铝产品销量分别为 255/263.5/263.5 万吨。(255 万吨为公司 23 年经营计划指引, 此指引已考虑云南今年以来的来水及缺电导致限产情况; 24 和 25 年销量假设主要基于过去两年云南地区限电限产情况, 假设云南每年存在两个季度压降用电负荷, 其中一个季度压降 40%, 一个季度压降 20%)

(4) 其他假设

营业税金及附加/销售收入: 该比率在 20-22 年分别为 0.94%、0.79%、0.75%, 20 年该比例略高主因增值税税率在 20 年发生过调整, 而 21-22 年总体维持稳定, 因此假设 23-25 年该比率维持 21-22 年均值 0.77%。

销售费用率: 20-22 年分别为 2.13%、0.16%、0.15%, 21 年大幅下降主因会计准则变更, 运费进入营业成本项目, 而 21-22 年总体维持稳定, 因此假设 23-25 年该比率维持 21-22 年均值 0.16%。

管理费用率: 20-22 年分别为 3.62%、1.86%、1.32%, 总体呈现下降趋势, 主因公司持续推进三年降本计划, 管理效益有所提升, 保守起见, 假设 23-25 年该比例维持 21-22 年均值 1.59%。

研发费用率: 20-22 年分别为 0.11%、0.13%、0.17%, 总体呈现上升趋势, 主因公司增加

研发投入，而近几年公司单季度研发费用率不超过 0.18%。结合 23 年一季度 0.06%，保守起见，假设 23-25 年该比例维持 21-22 年均值 0.15%。

4.2 盈利预测

根据上述核心假设，预计公司 23-25 年营收分别为 444.34/470.29/481.95 亿元，预计实现归母净利润分别为 49.39/59.55/68.71 亿元，EPS 分别为 1.42/1.72/1.98 元，对应 PE 分别为 8.66/7.19/6.23 倍。

图表12：营业收入、营业成本及相关比率预测

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | | | | | |
| 铝锭 | 19,120 | 22,337 | 19,841 | 21,830 | 22,389 |
| 铝加工产品 | 22,086 | 25,712 | 24,179 | 24,785 | 25,391 |
| 贸易及其他 | 463 | 414 | 414 | 414 | 414 |
| 营业收入 | 41,669 | 48,463 | 44,434 | 47,029 | 48,195 |
| 营业成本 | | | | | |
| 铝锭 | 14,212 | 18,499 | 15,701 | 16,856 | 16,856 |
| 铝加工产品 | 18,508 | 22,329 | 20,313 | 20,339 | 20,339 |
| 贸易及其他 | 460 | 393 | 393 | 393 | 393 |
| 营业成本 | 33,180 | 41,222 | 36,407 | 37,588 | 37,588 |
| 营业毛利 | | | | | |
| 铝锭 | 4,908 | 3,837 | 4,140 | 4,974 | 5,534 |
| 铝加工产品 | 3,578 | 3,383 | 3,866 | 4,446 | 5,052 |
| 贸易及其他 | 2 | 21 | 21 | 21 | 21 |
| 营业毛利 | 8,488 | 7,241 | 8,027 | 9,441 | 10,607 |
| 毛利率 | | | | | |
| 铝锭 | 26% | 17% | 21% | 23% | 25% |
| 铝加工产品 | 16% | 13% | 16% | 18% | 20% |
| 贸易及其他 | 1% | 5% | 5% | 5% | 5% |
| 毛利率 | 20% | 15% | 18% | 20% | 22% |
| 营业税金及附加/销售收入 | 0.79% | 0.75% | 0.77% | 0.77% | 0.77% |
| 销售费用率 | 0.16% | 0.15% | 0.16% | 0.16% | 0.16% |
| 管理费用率 | 1.86% | 1.32% | 1.59% | 1.59% | 1.59% |
| 研发费用率 | 0.13% | 0.17% | 0.15% | 0.15% | 0.15% |

来源：Wind，国金证券研究所

4.3 估值及投资建议

参考电解铝行业 2023 年 11.25 倍 PE 估值以及公司历史估值水平，考虑到公司绿电铝优势地位，给予 2023 年 10XPE，目标价 14.24 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表13: 可比公司估值 (收盘价: 元/股; EPS: 元; PE: 倍; 基于23年5月30日收盘价)

| 公司简称 | 股票代码 | 收盘价 | EPS | | | | | PE | | | | |
|------|-----------|-------|------|------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 中国铝业 | 601600.SH | 5.46 | 0.29 | 0.24 | 0.41 | 0.48 | 0.55 | 139.90 | 15.10 | 13.36 | 11.41 | 9.91 |
| 天山铝业 | 002532.SZ | 6.40 | 0.82 | 0.57 | 0.90 | 1.03 | 1.09 | 19.83 | 9.37 | 7.11 | 6.19 | 5.88 |
| 南山铝业 | 600219.SH | 3.03 | 0.29 | 0.29 | 0.33 | 0.36 | 0.40 | 27.46 | 11.23 | 9.27 | 8.33 | 7.50 |
| 创新新材 | 600361.SH | 4.87 | - | 0.32 | 0.32 | 0.36 | 0.40 | 37.13 | 27.93 | 15.25 | 13.40 | 12.19 |
| 平均 | | | | | | | 56.08 | 15.91 | 11.25 | 9.83 | 8.87 | |
| 云铝股份 | 000807.SZ | 12.34 | 1.06 | 1.32 | 1.42 | 1.72 | 1.98 | 42.92 | 11.62 | 8.66 | 7.19 | 6.23 |

来源: Wind, 国金证券研究所

注: 南山铝业和创新新材预测期 EPS 为 Wind 一致预期, 中国铝业预测期 EPS 和天山铝业 23-24 年预测期 EPS 为国金证券预测, 天山铝业 25 年 EPS 为 Wind 一致预期。

五、风险提示

铝价大幅波动。公司铝产品占营收规模比例高, 铝锭产品按电解铝价格定价, 铝加工产品按铝价+加工费模式定价, 若电解铝价格发生大幅波动, 会对公司营收规模、业绩水平产生较大影响。

限电限产。公司地处云南, 用电结构中绿电占比约为 88.6%, 降水资源相较于煤炭供给难以人为控制, 若降水不足引发电力供应紧张, 会导致公司电解铝产能开工受限, 影响公司产品产量和经营业绩。

原材料价格上涨。公司铝土矿、氧化铝及电解铝产能只能部分匹配, 需要通过中铝集团采购平台外购铝土矿和氧化铝以匹配产能, 若铝土矿和氧化铝价格大幅上涨, 会提升公司产品成本, 压缩盈利空间。

限售股解禁。2023 年 6 月 27 日存在限售股解禁风险, 解禁股东中国铝业股份有限公司, 本次解禁 3,624.01 万股。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 主营业务收入 | 29,573 | 41,669 | 48,463 | 44,434 | 47,029 | 48,195 |
| 增长率 | | 40.9% | 16.3% | -8.3% | 5.8% | 2.5% |
| 主营业务成本 | -25,374 | -33,180 | -41,222 | -36,407 | -37,588 | -37,588 |
| %销售收入 | 85.8% | 79.6% | 85.1% | 81.9% | 79.9% | 78.0% |
| 毛利 | 4,199 | 8,488 | 7,241 | 8,027 | 9,441 | 10,607 |
| %销售收入 | 14.2% | 20.4% | 14.9% | 18.1% | 20.1% | 22.0% |
| 营业税金及附加 | -278 | -327 | -362 | -340 | -360 | -369 |
| %销售收入 | 0.9% | 0.8% | 0.7% | 0.8% | 0.8% | 0.8% |
| 销售费用 | -629 | -68 | -71 | -69 | -73 | -75 |
| %销售收入 | 2.1% | 0.2% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 管理费用 | -1,071 | -774 | -640 | -706 | -747 | -766 |
| %销售收入 | 3.6% | 1.9% | 1.3% | 1.6% | 1.6% | 1.6% |
| 研发费用 | -31 | -55 | -83 | -67 | -71 | -73 |
| %销售收入 | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 息税前利润 (EBIT) | 2,190 | 7,264 | 6,085 | 6,844 | 8,189 | 9,324 |
| %销售收入 | 7.4% | 17.4% | 12.6% | 15.4% | 17.4% | 19.3% |
| 财务费用 | -647 | -588 | -233 | -267 | -266 | -199 |
| %销售收入 | -2.2% | -1.4% | -0.5% | -0.6% | -0.6% | -0.4% |
| 资产减值损失 | -372 | -1,990 | -233 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 32 | 1 | 121 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 2.4% | 0.0% | 2.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 1,370 | 4,721 | 5,905 | 6,577 | 7,924 | 9,126 |
| 营业利润率 | 4.6% | 11.3% | 12.2% | 14.8% | 16.8% | 18.9% |
| 营业外收支 | -14 | -33 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 税前利润 | 1,357 | 4,688 | 5,907 | 6,579 | 7,925 | 9,127 |
| 利润率 | 4.6% | 11.3% | 12.2% | 14.8% | 16.9% | 18.9% |
| 所得税 | -123 | -476 | -639 | -689 | -831 | -957 |
| 所得税率 | 9.0% | 10.1% | 10.8% | 10.5% | 10.5% | 10.5% |
| 净利润 | 1,234 | 4,212 | 5,268 | 5,889 | 7,095 | 8,171 |
| 少数股东损益 | 331 | 893 | 699 | 950 | 1,140 | 1,300 |
| 归属于母公司的净利润 | 903 | 3,319 | 4,569 | 4,939 | 5,955 | 6,871 |
| 净利率 | 3.1% | 8.0% | 9.4% | 11.1% | 12.7% | 14.3% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 净利润 | 1,234 | 4,212 | 5,268 | 5,889 | 7,095 | 8,171 |
| 少数股东损益 | 331 | 893 | 699 | 950 | 1,140 | 1,300 |
| 非现金支出 | 1,955 | 3,860 | 2,070 | 1,838 | 2,085 | 2,401 |
| 非经营收益 | 640 | 398 | 48 | 838 | 487 | 465 |
| 营运资金变动 | 1,152 | -2,078 | -472 | -1,457 | 55 | 40 |
| 经营活动现金净流 | 4,981 | 6,392 | 6,914 | 7,108 | 9,721 | 11,075 |
| 资本开支 | -5,269 | -1,271 | -964 | -4,325 | -6,503 | -8,503 |
| 投资 | -55 | 63 | -90 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 83 | 26 | 20 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -5,242 | -1,182 | -1,033 | -4,325 | -6,503 | -8,503 |
| 股权募资 | 63 | 3,049 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 247 | -6,472 | -3,535 | 1,377 | 212 | -1,091 |
| 其他 | -2,765 | -1,350 | -1,054 | -1,000 | -974 | -952 |
| 筹资活动现金净流 | -2,455 | -4,773 | -4,589 | 376 | -762 | -2,043 |
| 现金净流量 | -2,719 | 436 | 1,297 | 3,159 | 2,456 | 529 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 1,187 | 1,623 | 3,045 | 6,196 | 8,646 | 9,171 |
| 应收款项 | 511 | 340 | 1,067 | 1,352 | 1,431 | 1,467 |
| 存货 | 3,544 | 3,042 | 3,918 | 3,990 | 4,119 | 4,119 |
| 其他流动资产 | 809 | 356 | 216 | 387 | 396 | 396 |
| 流动资产 | 6,051 | 5,360 | 8,246 | 11,925 | 14,593 | 15,153 |
| %总资产 | 14.8% | 14.2% | 21.1% | 26.6% | 28.1% | 25.9% |
| 长期投资 | 530 | 471 | 1,860 | 1,860 | 1,860 | 1,860 |
| 固定资产 | 30,114 | 27,849 | 24,993 | 27,220 | 31,208 | 36,887 |
| %总资产 | 73.4% | 73.6% | 64.0% | 60.8% | 60.2% | 63.0% |
| 无形资产 | 3,053 | 3,296 | 3,188 | 3,635 | 4,073 | 4,505 |
| 非流动资产 | 34,967 | 32,477 | 30,814 | 32,844 | 37,264 | 43,368 |
| %总资产 | 85.2% | 85.8% | 78.9% | 73.4% | 71.9% | 74.1% |
| 资产总计 | 41,019 | 37,837 | 39,059 | 44,769 | 51,857 | 58,521 |
| 短期借款 | 6,991 | 3,179 | 2,129 | 3,570 | 3,782 | 2,691 |
| 应付款项 | 9,648 | 5,565 | 6,250 | 5,219 | 5,388 | 5,388 |
| 其他流动负债 | 714 | 1,092 | 668 | 825 | 919 | 990 |
| 流动负债 | 17,353 | 9,836 | 9,047 | 9,614 | 10,089 | 9,069 |
| 长期贷款 | 9,358 | 6,667 | 4,377 | 4,377 | 4,377 | 4,377 |
| 其他长期负债 | 550 | 423 | 359 | 206 | 210 | 209 |
| 负债 | 27,260 | 16,927 | 13,783 | 14,197 | 14,676 | 13,656 |
| 普通股股东权益 | 11,806 | 18,191 | 22,351 | 26,696 | 32,165 | 38,550 |
| 其中：股本 | 3,128 | 3,468 | 3,468 | 3,468 | 3,468 | 3,468 |
| 未分配利润 | 299 | 3,495 | 7,534 | 11,988 | 17,457 | 23,842 |
| 少数股东权益 | 1,953 | 2,719 | 2,925 | 3,875 | 5,015 | 6,315 |
| 负债股东权益合计 | 41,019 | 37,837 | 39,059 | 44,769 | 51,857 | 58,521 |

比率分析

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.289 | 0.957 | 1.317 | 1.424 | 1.717 | 1.981 |
| 每股净资产 | 3.774 | 5.246 | 6.445 | 7.698 | 9.275 | 11.116 |
| 每股经营现金净流 | 1.592 | 1.843 | 1.994 | 2.050 | 2.803 | 3.194 |
| 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 | 7.65% | 18.25% | 20.44% | 18.50% | 18.51% | 17.82% |
| 总资产收益率 | 2.20% | 8.77% | 11.70% | 11.03% | 11.48% | 11.74% |
| 投入资本收益率 | 6.61% | 21.20% | 17.06% | 15.91% | 16.17% | 16.07% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 21.78% | 40.90% | 16.31% | -8.31% | 5.84% | 2.48% |
| EBIT增长率 | 39.06% | 231.73% | -16.22% | 12.47% | 19.65% | 13.86% |
| 净利润增长率 | 82.25% | 267.74% | 37.65% | 8.11% | 20.56% | 15.38% |
| 总资产增长率 | 3.64% | -7.76% | 3.23% | 14.62% | 15.83% | 12.85% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 2.5 | 0.9 | 3.7 | 4.0 | 4.0 | 4.0 |
| 存货周转天数 | 49.8 | 36.2 | 30.8 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |
| 应付账款周转天数 | 95.2 | 68.1 | 40.1 | 40.1 | 40.1 | 40.1 |
| 固定资产周转天数 | 347.0 | 221.0 | 183.6 | 210.3 | 214.2 | 229.3 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 110.20% | 39.33% | 13.69% | 5.73% | -1.31% | -4.69% |
| EBIT利息保障倍数 | 3.4 | 12.4 | 26.1 | 25.6 | 30.8 | 46.9 |
| 资产负债率 | 66.46% | 44.74% | 35.29% | 31.71% | 28.30% | 23.33% |

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 |
|----|-----|-----|-----|-----|-----|
| | | | | | |

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：021-60753903 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-83831378 |
| 传真：021-61038200 | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 传真：0755-83830558 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮编：100005 | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 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 |
| 紫竹国际大厦 7 楼 | | 18 楼 1806 |