



云铝股份 (000807.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

原铝复产完毕，绿铝优势凸显

事件

8月26日，公司发布24年中报，1H24实现营收246.48亿元，同比+39.49%；归母净利25.19亿元，同比+66.26%；扣非归母净利23.88亿元，同比+60.19%。2Q24实现归母净利13.55亿元，环比+16.46%，同比+115.01%。

点评

Q2量价齐升，公司业绩环增。2Q24铝锭市场均价为2.05万元/吨，环比+7.82%，同期氧化铝均价3720元/吨，环比+9.48%。二季度公司生产原铝71.38万吨，环比+12%，铝合金及铝加工产品30.92万吨，环比+11%，氧化铝及炭素产量环比基本持平。3月以来公司电解铝运行产能逐步恢复，7月中下旬实现完全复产，Q2原铝产量实现产量环比小幅增长。在二季度量价齐升的背景下，公司业绩实现环比小幅增长。

1H24加工环节毛利改善显著，绿色铝一体化全产业链竞争优势凸显。1H24公司实现电解铝产品毛利率15.43%，同比下降2.94个百分点，铝加工产品实现毛利率15.61%，同比上升2.1个百分点，铝加工产品毛利率略高于电解铝环节，也即公司铝锭深加工环节在23年对公司业绩有所拖累的情形今年上半年得到显著改善。公司是国内规模最大的绿色低碳铝供应商，大力推进“合金化”战略，扩大铝的应用和向中高端产品升级，研发并产业化铝焊材、高精铝、IT用高端铝合金、新型锻造铝合金、航空用铝合金、3N铝锭等具有竞争优势的新产品，实现产品高端化。

供改提振行业长期业绩稳定性，估值体系逐步向资源端倾斜。公司着力加大云南省铝土矿开发力度，依托自有铝土矿资源优势，云铝文山已形成年产140万吨氧化铝生产规模，为公司绿色铝产业发展提供了较强的铝土矿—氧化铝资源保障。随着电解铝行业产能红线逐步达到，预计25年以后国内产量增速显著下滑，而需求端受益于新能源车及光伏等领域应用而稳健增长，电解铝环节供需缺口逐步扩大，预计行业盈利稳定性将得到进一步增强，估值体系或将逐步从冶炼加工转移至上游资源定价。

盈利预测&投资评级

预计公司24-26年营收分别为492/497/509亿元，实现归母净利润分别为46.84/50.15/59.94亿元，EPS分别为1.35/1.45/1.73元，对应PE分别为8.66/8.08/6.76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

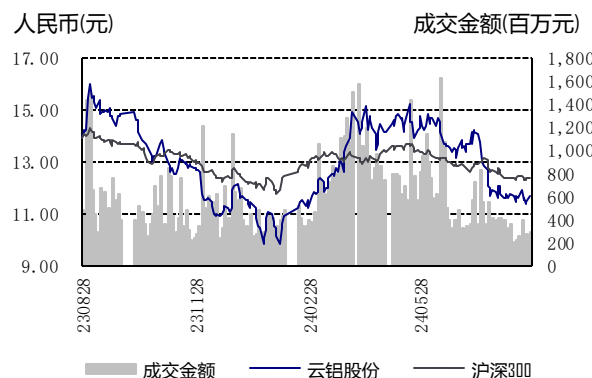
分析师：李超 (执业S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：11.69元

相关报告：

- 《云铝股份公司点评：复产逐步推进，旺季或迎量利齐升》，2024.4.26
- 《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



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	49,196	49,681	50,896
营业收入增长率	16.31%	-11.96%	15.30%	0.99%	2.44%
归母净利润(百万元)	4,569	3,956	4,684	5,015	5,994
归母净利润增长率	37.65%	-13.41%	18.40%	7.07%	19.52%
摊薄每股收益(元)	1.317	1.141	1.351	1.446	1.728
每股经营性现金流净额	1.99	1.69	2.53	2.43	2.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.44%	15.37%	15.69%	14.59%	15.03%
P/E	8.44	10.71	8.66	8.08	6.76
P/B	1.73	1.65	1.36	1.18	1.02

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	41,669	48,463	42,669	49,196	49,681	50,896	货币资金	1,623	3,045	5,261	9,915	14,494	20,461
增长率	16.3%	-12.0%	15.3%	1.0%	2.4%		应收款项	340	1,067	415	612	618	634
主营业务成本	-33,180	-41,222	-35,923	-41,134	-41,134	-41,134	存货	3,042	3,918	4,051	4,508	4,508	4,508
%销售收入	79.6%	85.1%	84.2%	83.6%	82.8%	80.8%	其他流动资产	356	216	135	161	161	161
毛利	8,488	7,241	6,746	8,061	8,547	9,762	流动资产	5,360	8,246	9,863	15,196	19,781	25,763
%销售收入	20.4%	14.9%	15.8%	16.4%	17.2%	19.2%	%总资产	14.2%	21.1%	25.1%	33.1%	38.3%	44.0%
营业税金及附加	-327	-362	-357	-412	-416	-426	长期投资	471	1,860	1,869	1,869	1,869	1,869
%销售收入	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	27,849	24,993	23,608	24,895	25,973	26,841
销售费用	-68	-71	-46	-53	-53	-55	%总资产	73.6%	64.0%	60.1%	54.2%	50.3%	45.8%
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	3,296	3,188	3,191	3,241	3,290	3,338
管理费用	-774	-640	-621	-716	-723	-741	非流动资产	32,477	30,814	29,447	30,764	31,885	32,796
%销售收入	1.9%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	%总资产	85.8%	78.9%	74.9%	66.9%	61.7%	56.0%
研发费用	-55	-83	-198	-228	-231	-236	资产总计	37,837	39,059	39,310	45,960	51,666	58,559
%销售收入	0.1%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	短期借款	3,179	2,129	694	600	600	600
息税前利润 (EBIT)	7,264	6,085	5,524	6,653	7,125	8,305	应付款项	5,565	6,250	4,251	6,012	6,012	6,012
%销售收入	17.4%	12.6%	12.9%	13.5%	14.3%	16.3%	其他流动负债	1,092	668	1,141	1,049	1,087	1,169
财务费用	-588	-233	-110	-36	105	263	流动负债	9,836	9,047	6,085	7,661	7,699	7,782
%销售收入	1.4%	0.5%	0.3%	0.1%	-0.2%	-0.5%	长期贷款	6,667	4,377	3,765	3,765	3,765	3,765
资产减值损失	-1,990	-233	-2	0	0	0	其他长期负债	423	359	212	215	214	216
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	16,927	13,783	10,063	11,641	11,678	11,763
投资收益	1	121	-77	0	0	0	普通股股东权益	18,191	22,351	25,729	29,852	34,381	39,889
%税前利润	0.0%	2.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	3,468	3,468	3,468	3,468	3,468	3,468
营业利润	4,721	5,905	5,542	6,617	7,230	8,568	未分配利润	3,495	7,534	10,867	15,065	19,594	25,103
营业利润率	11.3%	12.2%	13.0%	13.5%	14.6%	16.8%	少数股东权益	2,719	2,925	3,518	4,468	5,608	6,908
营业外收支	-33	2	1	1	1	1	负债股东权益合计	37,837	39,059	39,310	45,960	51,666	58,559
税前利润	4,688	5,907	5,544	6,619	7,231	8,569	比率分析						
利润率	11.3%	12.2%	13.0%	13.5%	14.6%	16.8%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-476	-639	-825	-985	-1,076	-1,275	每股指标						
所得税率	10.1%	10.8%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	每股收益	0.957	1.317	1.141	1.351	1.446	1.728
净利润	4,212	5,268	4,718	5,634	6,155	7,294	每股净资产	5.246	6.445	7.419	8.608	9.914	11.502
少数股东损益	893	699	763	950	1,140	1,300	每股经营现金净流	1.843	1.994	1.693	2.533	2.431	2.831
归属于母公司的净利润	3,319	4,569	3,956	4,684	5,015	5,994	每股股利	0.000	0.113	0.160	0.140	0.140	0.140
净利率	8.0%	9.4%	9.3%	9.5%	10.1%	11.8%	回报率						
							净资产收益率	18.25%	20.44%	15.37%	15.69%	14.59%	15.03%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.77%	11.70%	10.06%	10.19%	9.71%	10.24%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	21.20%	17.06%	13.93%	14.62%	13.66%	13.80%
净利润	4,212	5,268	4,718	5,634	6,155	7,294	增长率						
少数股东损益	893	699	763	950	1,140	1,300	主营业务收入增长率	40.90%	16.31%	-11.96%	15.30%	0.99%	2.44%
非现金支出	3,860	2,070	1,758	1,774	1,984	2,194	EBIT 增长率	231.73%	-16.22%	-9.23%	20.44%	7.09%	16.56%
非经营收益	398	48	248	274	260	260	净利润增长率	267.74%	37.65%	-13.41%	18.40%	7.07%	19.52%
营运资金变动	-2,078	-472	-853	1,103	33	71	总资产增长率	-7.76%	3.23%	0.64%	16.92%	12.41%	13.34%
经营活动现金净流	6,392	6,914	5,871	8,784	8,431	9,819	资产管理能力						
资本开支	-1,271	-964	-431	-3,101	-3,104	-3,104	应收账款周转天数	0.9	3.7	4.8	3.0	3.0	3.0
投资	63	-90	-87	0	0	0	存货周转天数	36.2	30.8	40.5	40.0	40.0	40.0
其他	26	20	3	0	0	0	应付账款周转天数	68.1	40.1	30.9	30.9	30.9	30.9
投资活动现金净流	-1,182	-1,033	-515	-3,101	-3,104	-3,104	固定资产周转天数	221.0	183.6	196.9	180.3	186.5	188.3
股权募资	3,049	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-6,472	-3,535	-2,048	-200	0	0	净负债/股东权益	39.33%	13.69%	-2.74%	-16.17%	-25.33%	-34.39%
其他	-1,350	-1,054	-1,032	-825	-747	-747	EBIT 利息保障倍数	12.4	26.1	50.1	186.3	-68.0	-31.6
筹资活动现金净流	-4,773	-4,589	-3,080	-1,025	-747	-747	资产负债率	44.74%	35.29%	25.60%	25.33%	22.60%	20.09%
现金净流量	436	1,297	2,276	4,658	4,581	5,968							

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	1	6	11	35
增持	0	0	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.33	1.27	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：北京市东城区建国内大街 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