

云铝股份 (000807.SZ)

产能利用率提升，原铝产量增长明显

优于大市

核心观点

2024H1 公司归母净利润同比增长 66%。2024H1 营收 246.5 亿元，同比+39.5%，归母净利润 25.2 亿元，同比+66.3%，扣非归母净利润 23.9 亿元，同比+60.2%，经营性净现金流 27.5 亿元，同比+32.9%。公司公告了中期利润分配预案：以公司现有总股本 34.68 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.3 元（含税），共派发现金红利 7.98 亿元，占 2024 年半年度合并报表归属于上市公司股东的净利润的比例为 31.67%。

原铝产量同比增长 39%。公司 2024H1 生产原铝 137 万吨，比 2023H1 增加 37.7 万吨，比 2023H2 减少 7.5 万吨。随着上半年云南供电形势好转，公司抓住机遇快速复产，公司对 2024 年电解铝生产计划是 270 万吨，目前时间过半任务过半，如果四季度云南供电充足，公司大概率完成或者超过全年目标。除了原铝之外，公司的氧化铝、炭素等产品产量均符合年度计划。

资产负债率持续下降，财务负担显著减轻。公司借助近几年电解铝行业高景气周期，持续降低财务杠杆率，截至 2024 年 6 月末，公司资产负债率进一步降至 23.4%，2024H1 财务费用降至 0.2 亿元，较 2020 年之前动辄每年 8-10 亿元的财务费用显著下降，财务费用率从 2015 年的 6.3% 降至 2024H1 的 0.1%，显著增强了公司盈利能力。

绿电优势突出：公司是国内规模最大的绿色低碳铝供应商，依托云南省丰富的绿色电力优势，2024 年上半年公司生产用电结构中绿电比例 80% 以上。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% 左右。

风险提示：铝价下跌风险，氧化铝价格上涨风险，电费上涨风险。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级

我们假设 2024-2026 年铝现货价格分别为 19500 元/吨（前值 19000 元/吨），氧化铝价格为 3700 元/吨（前值 3200 元/吨），预焙阳极价格为 4000 元/吨（原预测值 4500 元/吨），公司用电含税价格为 0.44 元/度，预计 2024-2026 年收入 470/506/533 亿元，同比增速 10.5%/7.3%/5.3%，归母净利润 45.26/46.84/48.91 亿元（原预测值 41.05/43.93/46.13 亿元），同比增速 14.4%/3.5%/4.4%；摊薄 EPS 分别为 1.31/1.35/1.41 元，当前股价对应 PE 分别为 9.0/8.7/8.3x。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“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 48,463 | 42,669 | 47,142 | 50,603 | 53,265 |
| (+/-%) | 16.3% | -12.0% | 10.5% | 7.3% | 5.3% |
| 净利润(百万元) | 4569 | 3956 | 4526 | 4684 | 4891 |
| (+/-%) | 37.7% | -13.4% | 14.4% | 3.5% | 4.4% |
| 每股收益(元) | 1.32 | 1.14 | 1.31 | 1.35 | 1.41 |
| EBIT Margin | 12.6% | 12.9% | 13.1% | 12.8% | 12.6% |
| 净资产收益率 (ROE) | 20.4% | 15.4% | 15.7% | 14.6% | 13.7% |
| 市盈率 (PE) | 8.9 | 10.2 | 9.0 | 8.7 | 8.3 |
| EV/EBITDA | 6.9 | 7.0 | 6.9 | 6.1 | 5.9 |
| 市净率 (PB) | 1.81 | 1.58 | 1.40 | 1.26 | 1.14 |

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 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 11.69 元 |
| 总市值/流通市值 | 40540/40540 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 16.45/9.73 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 474.33 百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

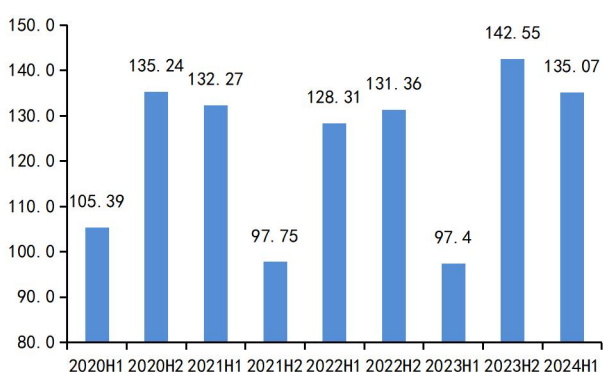
相关研究报告

- 《云铝股份 (000807.SZ) - 受益于全国碳市场扩围，低碳铝产品优势进一步凸显》——2024-04-07
- 《云铝股份 (000807.SZ) - 复产叠加低价，公司三季度盈利环比改善》——2023-10-30
- 《云铝股份 (000807.SZ) - 成本优势凸显，盈利能力稳定》——2022-10-26

2024H1 公司归母净利润同比增长 66%。2024H1 营收 246.5 亿元，同比+39.5%，归母净利润 25.2 亿元，同比+66.3%，扣非归母净利润 23.9 亿元，同比+60.2%，经营性净现金流 27.5 亿元，同比+32.9%。公司公告了中期利润分配预案：以公司现有总股本 34.68 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.3 元（含税），共派发现金红利 7.98 亿元，占 2024 年半年度合并报表归属于上市公司股东的净利润的比例为 31.67%。

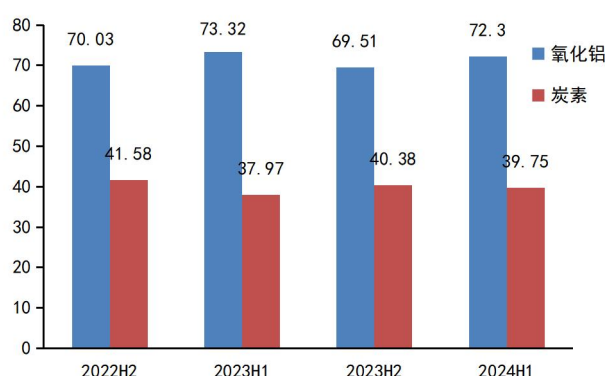
原铝产量同比增长 39%。公司 2024H1 生产原铝 137 万吨，比 2023H1 增加 37.7 万吨，比 2023H2 减少 7.5 万吨。随着上半年云南供电形势好转，公司抓住机遇快速复产，公司对 2024 年电解铝生产计划是 270 万吨，目前时间过半任务过半，如果四季度云南供电充足，公司大概率完成或者超过全年目标。除了原铝之外，公司的氧化铝、炭素等产品产量均符合年度计划。

图1：云铝股份原铝产量（单位：万吨）



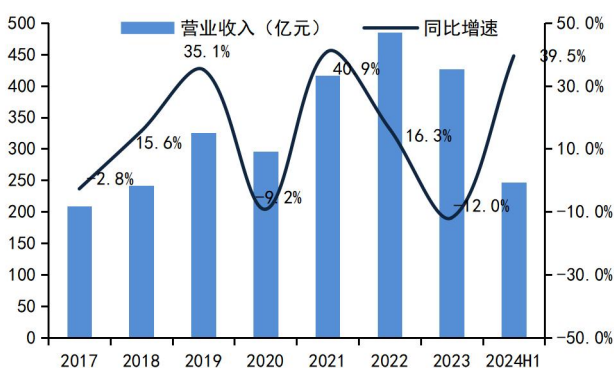
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：云铝股份氧化铝和炭素产量（单位：万吨）



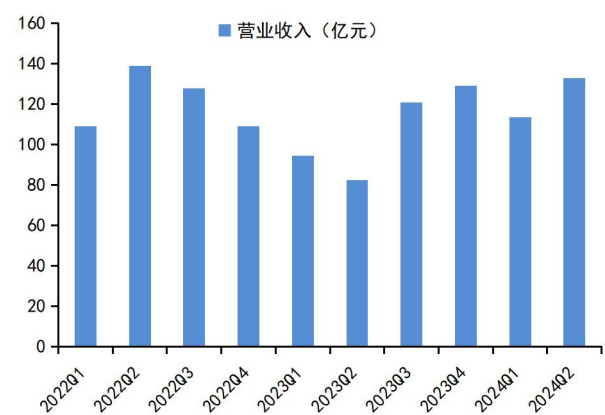
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：云铝股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



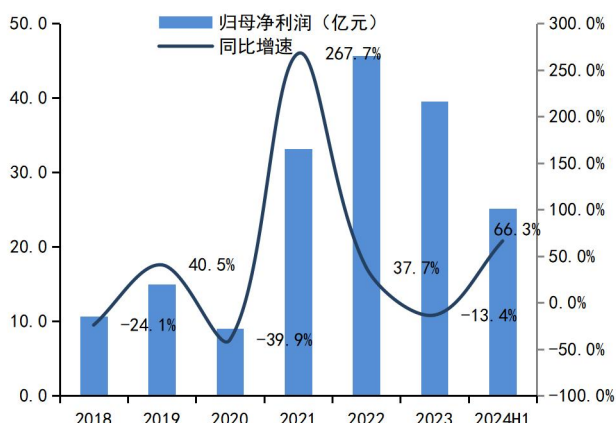
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：云铝股份单季营业收入



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、%）



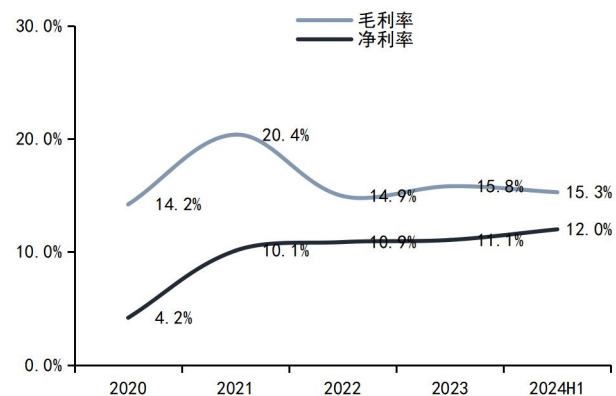
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：云铝股份单季归母净利润（单位：亿元）



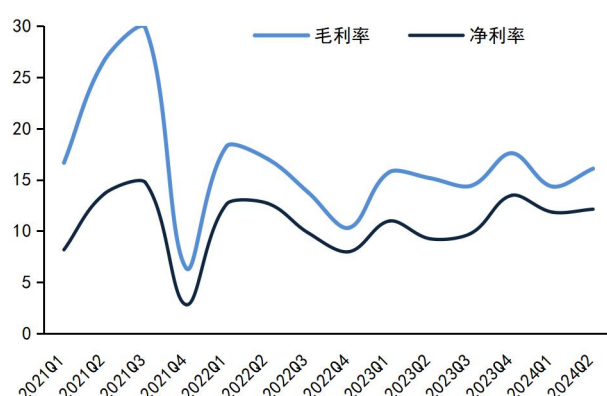
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：云铝股份毛利率、净利率变化情况



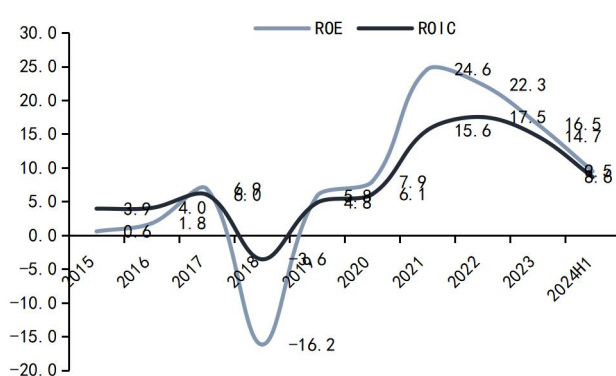
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：云铝股份单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



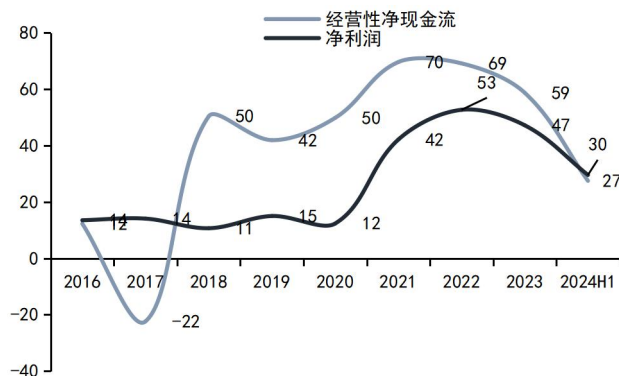
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：云铝股份ROE、ROIC变化情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：云铝股份经营性净现金流（亿元）

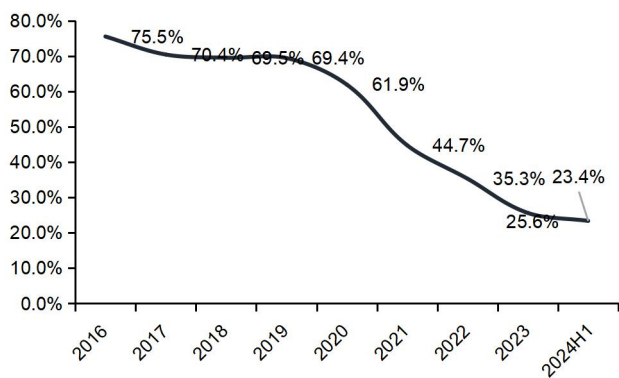


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资产负债率持续下降，财务负担显著减轻。截至2024年6月末，公司货币资金达

到 67.8 亿元，比 2023 年末增加 15.2 亿元；存货 46.7 亿元，比上年末增加 6.2 亿元，主因报告期内复工，运行产能增加，相应的库存增加；与其他电解铝上市公司类似，云铝股份借助近几年电解铝行业景气周期，持续降低财务杠杆率，截至 2024 年 6 月末，公司带息债务 40.2 亿元，与 2023 年末基本持平，资产负债率进一步降至 23.4%。公司短期借款 0.3 亿元，比 2020 年之前动辄 50-100 亿元的水平明显下降。2024H1 财务费用降至 0.2 亿元，较 2020 年之前动辄每年 8-10 亿元的财务费用显著下降，财务费用率从 2015 年的 6.3% 降至 2024H1 的 0.1%，显著增强了公司盈利能力。

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: 云铝股份财务费用（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

绿电优势突出： 公司是国内规模最大的绿色低碳铝供应商，依托云南省丰富的绿色电力优势，2024 年上半年公司生产用电结构中绿电比例 80% 以上。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% 左右。

公司对铝价具有高盈利弹性：

表1: 2024 年公司盈利敏感性分析（百万元）

| | 铝价（元/吨） | | | | | | |
|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 18000 | 18500 | 19000 | 19500 | 20000 | 20500 | 21000 |
| 氧化铝价 | 3,503 | 4,308 | 5,113 | 5,918 | 6,723 | 7,529 | 8,334 |
| 3100 | 3,039 | 3,844 | 4,649 | 5,454 | 6,259 | 7,064 | 7,870 |
| 3300 | 2,574 | 3,380 | 4,185 | 4,990 | 5,795 | 6,600 | 7,405 |
| 3500 | 2,110 | 2,915 | 3,721 | 4,526 | 5,331 | 6,136 | 6,941 |
| 3700 | 1,646 | 2,451 | 3,256 | 4,062 | 4,867 | 5,672 | 6,477 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所测算

投资建议： 我们假设 2024-2026 年铝现货价格分别为 19500 元/吨（前值 19000 元/吨），氧化铝价格为 3700 元/吨（前值 3200 元/吨），预焙阳极价格为 4000 元/吨（原预测值 4500 元/吨），公司用电含税价格为 0.44 元/度，预计 2024-2026 年收入 470/506/533 亿元，同比增速 10.5%/7.3%/5.3%，归母净利润 45.26/46.84/48.91 亿元（原预测值 41.05/43.93/46.13 亿元），同比增速 14.4%/3.5%/4.4%；摊薄 EPS 分别为 1.31/1.35/1.41 元，当前股价对应 PE 分别为 9.0/8.7/8.3x。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“优于大市”评级。

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 3045 | 5261 | 11770 | 12740 | 18451 | 营业收入 | 48463 | 42669 | 47142 | 50603 | 53265 |
| 应收款项 | 995 | 189 | 209 | 224 | 236 | 营业成本 | 41222 | 35923 | 39679 | 42756 | 45122 |
| 存货净额 | 3918 | 4051 | 4426 | 4771 | 5041 | 营业税金及附加 | 362 | 357 | 354 | 380 | 399 |
| 其他流动资产 | 288 | 362 | 400 | 429 | 452 | 销售费用 | 71 | 46 | 47 | 51 | 53 |
| 流动资产合计 | 8246 | 9863 | 16805 | 18164 | 24179 | 管理费用 | 640 | 621 | 686 | 736 | 775 |
| 固定资产 | 24993 | 23608 | 22371 | 20814 | 19176 | 研发费用 | 83 | 198 | 189 | 202 | 213 |
| 无形资产及其他 | 3126 | 3137 | 3012 | 2886 | 2761 | 财务费用 | 233 | 110 | 24 | 25 | 27 |
| 投资性房地产 | 2206 | 2217 | 2217 | 2217 | 2217 | 投资收益 | 121 | (77) | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 489 | 485 | 481 | 477 | 473 | 资产减值及公允价值变动 | 251 | 0 | 166 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 39059 | 39310 | 44885 | 44558 | 48806 | 其他收入 | (402) | 8 | 11 | (2) | (13) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 2129 | 694 | 7848 | 1608 | 1434 | 营业利润 | 5905 | 5542 | 6530 | 6653 | 6876 |
| 应付款项 | 5812 | 3674 | 4014 | 5942 | 6278 | 营业外净收支 | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 1106 | 1718 | 1881 | 2028 | 2142 | 利润总额 | 5907 | 5544 | 6530 | 6653 | 6876 |
| 流动负债合计 | 9047 | 6085 | 13743 | 9578 | 9854 | 所得税费用 | 639 | 825 | 972 | 990 | 1023 |
| 长期借款及应付债券 | 4377 | 3765 | 3765 | 3765 | 3765 | 少数股东损益 | 699 | 763 | 1033 | 980 | 961 |
| 其他长期负债 | 359 | 212 | 212 | 212 | 212 | 归属于母公司净利润 | 4569 | 3956 | 4526 | 4684 | 4891 |
| 长期负债合计 | 4736 | 3977 | 3977 | 3977 | 3977 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 13783 | 10063 | 17721 | 13555 | 13832 | 净利润 | 4569 | 3956 | 4526 | 4684 | 4891 |
| 少数股东权益 | 2925 | 3518 | 4241 | 4926 | 5599 | 资产减值准备 | (1734) | (249) | (0) | (0) | (0) |
| 股东权益 | 22351 | 25729 | 28897 | 32176 | 35600 | 折旧摊销 | 1780 | 1735 | 2203 | 2357 | 2438 |
| 负债和股东权益总计 | 39059 | 39310 | 44885 | 44558 | 48806 | 公允价值变动损失 | (251) | (0) | (166) | 0 | 0 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 233 | 110 | 24 | 25 | 27 |
| 每股收益 | 1.32 | 1.14 | 1.31 | 1.35 | 1.41 | 营运资本变动 | (4222) | (1334) | 71 | 1685 | 146 |
| 每股红利 | 0.26 | 0.29 | 0.39 | 0.41 | 0.42 | 其它 | 2296 | 817 | 723 | 686 | 673 |
| 每股净资产 | 6.45 | 7.42 | 8.33 | 9.28 | 10.27 | 经营活动现金流 | 2439 | 4925 | 7357 | 9411 | 8148 |
| ROIC | 17% | 14% | 17% | 19% | 22% | 资本开支 | 0 | (21) | (800) | (800) | (800) |
| ROE | 20% | 15% | 16% | 15% | 14% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 15% | 16% | 16% | 16% | 15% | 投资活动现金流 | (82) | (17) | (796) | (796) | (796) |
| EBIT Margin | 13% | 13% | 13% | 13% | 13% | 权益性融资 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 16% | 17% | 18% | 17% | 17% | 负债净变化 | (2290) | (612) | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 16% | -12% | 10% | 7% | 5% | 支付股利、利息 | (896) | (1010) | (1358) | (1405) | (1467) |
| 净利润增长率 | 38% | -13% | 14% | 3% | 4% | 其它融资现金流 | 5433 | 553 | 7154 | (6241) | (174) |
| 资产负债率 | 43% | 35% | 43% | 36% | 35% | 融资活动现金流 | (934) | (2691) | 5797 | (7646) | (1641) |
| 息率 | 2.2% | 2.5% | 3.3% | 3.5% | 3.6% | 现金净变动 | 1422 | 2216 | 12357 | 970 | 5711 |
| P/E | 8.9 | 10.2 | 9.0 | 8.7 | 8.3 | 货币资金的期初余额 | 1623 | 3045 | 5261 | 11770 | 12740 |
| P/B | 1.8 | 1.6 | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 货币资金的期末余额 | 3045 | 5261 | 17618 | 12740 | 18451 |
| EV/EBITDA | 6.9 | 7.0 | 6.9 | 6.1 | 5.9 | 企业自由现金流 | 0 | 5081 | 6741 | 8756 | 7489 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 5023 | 13743 | 2426 | 7419 |

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

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 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