



买入（维持）

所属行业：有色金属/工业金属  
当前价格(元)：11.91

#### 证券分析师

翟堃

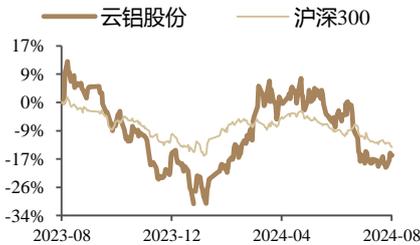
资格编号：S0120523050002  
邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

谷瑜

资格编号：S0120524080002  
邮箱：guyu5@tebon.com.cn

#### 研究助理

#### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.08	-11.84	-16.47
相对涨幅(%)	3.78	-6.53	-7.29

资料来源：德邦研究所，聚源数据

#### 相关研究

- 《云铝股份(000807.SZ)：公司受益于铝价上涨，24H1 归母同比增长66%》，2024.8.27
- 《云铝股份(000807.SZ)：Q4 业绩环比大幅增长，电解铝盈利进入改善通道》，2024.3.30
- 《云铝股份(000807.SZ)：复产致Q3盈利环比改善，利润高位叠加量增有望提振Q4业绩》，2023.10.26

# 云铝股份 (000807.SZ)：一体化产能利好铝盈利，受益几何？

## 投资要点

- 从铝土矿开采到铝材加工的一体化布局。**公司是云南铝行业龙头，实现绿色铝一体化产业规模。主营业务方面，公司主要从事铝土矿开采、氧化铝、绿色铝、铝加工及铝用炭素生产和销售等业务，公司紧靠云南绿色能源优势，打造绿色铝一体化。截至2023年，公司已形成年产氧化铝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。
- 产业链梳理。**铝土矿：云铝文山在当地资源禀赋优异。云南省铝土矿主要集中于滇东南（文山州）等地区，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。根据云南文山的铝土矿生产规模以及2023年云南省铝土矿产量测算，公司在云南当地的铝土矿产量占比超80%。据测算，公司铝土矿自给率为24.8%，全国铝土矿自给率为39.6%。氧化铝：铝文山依托铝土矿资源，氧化铝产能达140万吨。云南省在产产能为140万吨，即公司云铝文山项目，据测算，公司氧化铝自给率为30.9%，全国氧化铝自给率接近100%。预焙阳极：权益产能超110万吨。云南省预焙阳极产能为170万吨，包含云南源鑫80万吨的产能、云南索通90万吨的产能。据测算，公司预焙阳极自给率大于72.6%，全国预焙阳极自给率接近100%。电解铝及铝材：公司绿色铝产能达305万吨，铝合金产能157万吨。公司在云南当地的电解铝产能占到云南省在产产能的65.7%，占全国电解铝在产产能的比例达7.3%。公司2023年产原铝约240万吨，产能利用率达到78.7%，核心系云南年内因电力供需形势严峻而发生电解铝限产；公司产量占全国原铝产量比为5.8%。
- 受益于原材料自给，电解铝年内利润有望持续扩大。**以下数据为我们的测算结果。氧化铝：年内月均贡献毛利1081元/吨。生产氧化铝需要铝土矿、烧碱、石灰石、电力等其他费用，公式可以简化为：单吨氧化铝成本=铝土矿2.3吨+烧碱0.13吨+石灰石0.25吨+煤炭0.5吨+其他费用。截至今年7月，公司年内氧化铝生产预计平均贡献毛利1081元/吨，氧化铝价格大幅上涨，烧碱价格走低使得公司毛利有所扩大。考虑到铝土矿部分自供，自产氧化铝的成本实际更低。预焙阳极：年内月均贡献毛利571元/吨。根据SMM调研，预焙阳极的现金成本主要由石油焦、煤沥青、天然气以及其他加工成本构成，公式可以简化为：单吨预焙阳极成本=石油焦1.13吨+改质沥青0.15吨+天然气50立方米+其他费用。截至今年7月，公司年内预焙阳极生产预计平均贡献毛利571元/吨。电解铝：一体化生产可大幅降低电解铝生产成本。根据SMM模型，一吨电解铝消耗0.45吨预焙阳极、1.925吨氧化铝、13500度电及其他成本。截至今年7月，公司年内自给原材料生产的电解铝预计平均增厚利润2339元/吨（不考虑所得税及增值税）。
- 盈利预测。**考虑到铝土矿供应仍偏紧，我们预计未来三年铝均价保持在1.9万元/吨，我们假设氧化铝及阳极维持满产，2024-2026年氧化铝产量均为140万吨，阳极炭素产量均为80万吨，2024-2026年电解铝产量逐步达到满产状态，分别为270/290/305万吨。结合产量和价格假设，我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为44/46/49亿元，同比增速12.2%、4.4%、5.9%，EPS分别为1.28、1.34、1.42元/股，对应PE9.3x/8.9x/8.4x，低于可比公司估值均值，维持“买入”评级。
- 风险提示：**电价调整及限电风险；产品价格波动风险；云南来水不足导致公司产量不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	3,467.96		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	3,467.90	营业收入(百万元)	48,463	42,669	49,848	53,678	57,471
52 周内股价区间(元):	9.82-15.94	(+/-)YOY(%)	16.1%	-12.0%	16.8%	7.7%	7.1%
总市值(百万元):	41,303.37	净利润(百万元)	4,568	3,956	4,440	4,635	4,909
总资产(百万元):	40,739.56	(+/-)YOY(%)	37.1%	-13.4%	12.2%	4.4%	5.9%
每股净资产(元):	7.92	全面摊薄 EPS(元)	1.32	1.14	1.28	1.34	1.42
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	14.9%	15.8%	14.5%	14.3%	13.9%
		净资产收益率(%)	20.4%	15.4%	15.2%	14.1%	13.3%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

投资五要素 .....	6
核心逻辑 .....	6
盈利预测与投资建议 .....	6
区别于市场的观点 .....	6
股价表现的催化因素 .....	6
主要风险 .....	6
1. 云南铝业：中铝集团旗下绿色铝平台 .....	7
1.1. 从铝土矿开采到铝材加工的一体化布局 .....	7
1.2. 隶属中铝集团，电解铝绿色工厂 .....	7
1.3. 供给侧改革后，公司业绩迈入新阶段 .....	8
2. 公司铝产业链产能梳理 .....	9
2.1. 铝土矿：云铝文山在当地资源禀赋优异 .....	10
2.2. 氧化铝：云铝文山依托铝土矿资源，氧化铝产能达 140 万吨 .....	13
2.3. 预焙阳极：权益产能超 110 万吨 .....	14
2.4. 电解铝及铝材：公司绿色铝产能达 305 万吨，铝合金产能 157 万吨 .....	16
3. 公司成本跟踪及利润测算 .....	18
3.1. 氧化铝：年内月均贡献毛利 1081 元/吨 .....	18
3.2. 预焙阳极：年内月均贡献毛利 571 元/吨 .....	19
3.3. 电解铝：一体化生产可大幅降低电解铝生产成本 .....	20
4. 盈利预测与估值 .....	21
5. 风险提示 .....	22

## 图表目录

图 1: 中国铝及 LME 铝价走势	8
图 2: 公司营业收入及同比	8
图 3: 公司归母净利及同比	8
图 4: 公司营业收入结构	9
图 5: 公司毛利结构	9
图 6: 费用总额、整体费用率双下降	9
图 7: 净利润率连续 5 年上升	9
图 8: 公司产业布局	10
图 9: 全球 2021 年铝土矿储量分布 (亿吨)	11
图 10: 全国 2021 年铝土矿储量分布 (万吨)	11
图 11: 全球铝土矿产量及增速	11
图 12: 中国铝土矿产量、增速及占比	11
图 13: 全球 2023 年铝土矿产量分布 (万吨)	12
图 14: 全国 2023 年铝土矿产量分布 (万吨)	12
图 15: 中国铝土矿进口结构 (万吨)	13
图 16: 铝土矿价格	13
图 17: 中国氧化铝在产产能 (万吨)	14
图 18: 分省份氧化铝产量 (万吨) 及全国合计增速	14
图 19: 氧化铝进口结构 (万吨)	14
图 20: 氧化铝价格	14
图 21: 预焙阳极价格	15
图 22: 2024 年 6 月预焙阳极分省份年产能 (万吨)	15
图 23: 预焙阳极产量及增速	15
图 24: 云南源鑫预焙阳极产量	15
图 25: 中国电解铝总产能 (万吨) 增长缓慢	16
图 26: 中国电解铝产能利用率有所提升	16
图 27: 2016 年电解铝在产产能分布 (万吨)	16
图 28: 2023 年电解铝在产产能分布 (万吨)	16
图 29: 全球原铝产量及增速	17
图 30: 中国电解铝产量及增速	17
图 31: 电解铝进口量和出口量	17
图 32: 电解铝净进口量	17

图 33: 废铝产量及增速.....	18
图 34: 2023 年废铝产量分布 (万吨) .....	18
图 35: 绿色铝、铝合金及加工产品产量 .....	18
图 36: 绿色铝、铝合金及加工产品销量 .....	18
表 1: 公司主要产品产能 (截至 2023 年报) .....	7
表 2: 公司旗下制造业子公司情况.....	10
表 3: 2022 年全球十大铝土矿产量情况.....	12
表 4: 2023 年全球氧化铝建成产能.....	13
表 5: 公司预焙阳极产能梳理.....	15
表 6: 公司电解铝产能梳理 .....	17
表 7: 公司氧化铝毛利测算 .....	19
表 8: 公司预焙阳极毛利测算.....	20
表 9: 完全自给原材料和外购原材料成本对比 .....	20
表 10: 公司产量预测 .....	22
表 11: 可比公司估值 (截至 2024.08.29 收盘) .....	22

## 投资五要素

### 核心逻辑

2023 年，公司已形成年产氧化铝 140 万吨、绿色铝 305 万吨、阳极炭素 80 万吨、石墨化阴极 2 万吨、绿色铝合金 157 万吨的绿色铝一体化产业规模优势。受益于原材料自给，电解铝年内利润持续扩大。根据我们的测算，氧化铝年内月均贡献毛利 1081 元/吨；年内月均贡献毛利 507 元/吨，一体化生产可大幅降低电解铝生产成本。根据 SMM 模型，一吨电解铝消耗 0.45 吨预焙阳极、1.925 吨氧化铝、13500 度电及其他成本。截至今年 7 月，公司年内自给原材料生产的电解铝平均增厚利润 2339 元/吨（不考虑所得税及增值税）。

### 盈利预测与投资建议

2024 年上半年现货铝价大涨，主要受到成本端氧化铝价格上涨支撑、国家政策频繁刺激、以及海外价格带动共同作用，整体宏观情绪向好，推动现货铝价上涨；同时高价导致下游加工需求短期表现一般，下半年中国电解铝企业仍有待复产以及待投产产能。考虑到铝土矿供应仍偏紧，我们预计未来三年铝均价保持在 1.9 万元/吨，我们假设氧化铝及阳极维持满产，2024-2026 年氧化铝产量均为 140 万吨，阳极碳素产量均为 80 万吨，2024-2026 年电解铝产量逐步达到满产状态，分别为 270/290/305 万吨。结合产量和价格假设，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 44/46/49 亿元，同比增速 12.2%、4.4%、5.9%，EPS 分别为 1.28、1.34、1.42 元/股，对应 PE9.3x/8.9x/8.4x，低于可比公司估值均值，维持“买入”评级。

### 区别于市场的观点

公司作为一体化的绿色铝企业，受益于水电电价和原材料自给已是市场共识。本篇文章重点在于差异化的成本和利润模型的测算，考虑产业所在地（即云南）本身的铝土矿资源、阳极产业布局、氧化铝产能所使用的原材料来源及价格，对公司本身的成本和利润进行测算，量化公司原材料自给有望带来的利润增量。

### 股价表现的催化因素

- 第一，国家继续发布消费提振政策，涉及汽车、地产、电力等方面，铝价受到支撑。
- 第二，电解铝产量逐步达到满产状态。

### 主要风险

- 第一，电价调整及限电风险。
- 第二，产品价格波动风险。
- 第三，云南来水不足导致公司产量不及预期。

## 1. 云南铝业：中铝集团旗下绿色铝平台

### 1.1. 从铝土矿开采到铝材加工的一体化布局

公司是云南铝行业龙头，实现绿色铝一体化产业规模。主营业务方面，公司主要从事铝土矿开采、氧化铝、绿色铝、铝加工及铝用炭素生产和销售等业务，公司紧靠云南绿色能源优势，打造绿色铝一体化。产品主要包括氧化铝、铝用阳极炭素、石墨化阴极、重熔用铝锭、高精铝、圆铝杆、铝合金、铝焊材等产品。

2023年，公司已形成年产氧化铝140万吨、绿色铝305万吨、阳极炭素80万吨、石墨化阴极2万吨、绿色铝合金157万吨的绿色铝一体化产业规模优势。

表 1：公司主要产品产能（截至 2023 年报）

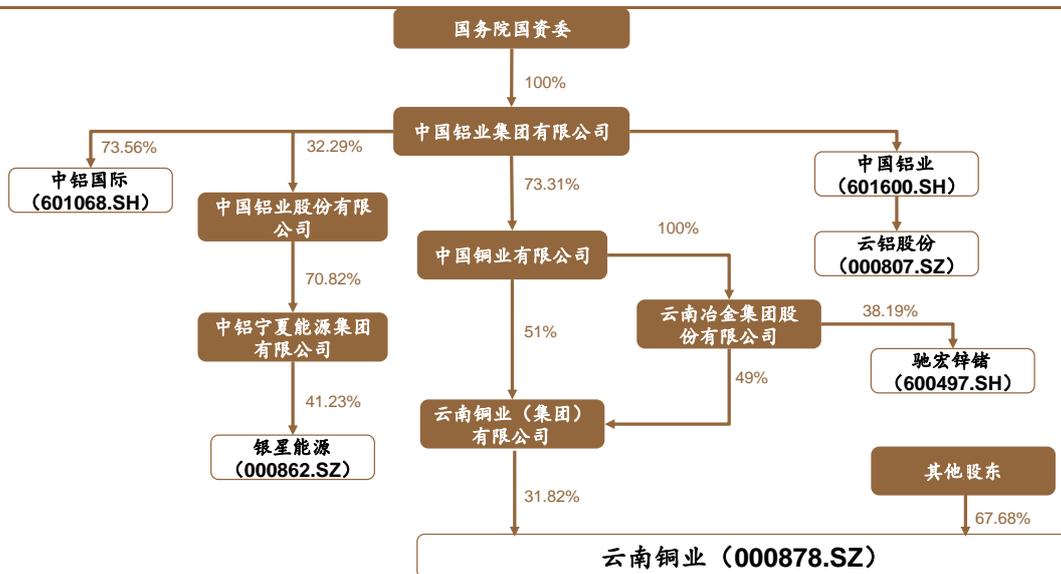
产品名称	产品产能
氧化铝	140 万吨
绿色铝	305 万吨
阳极炭素	80 万吨
石墨化阴极	2 万吨
铝合金	157 万吨

资料来源：公司公告-2023 年报，德邦研究所

### 1.2. 隶属中铝集团，电解铝绿色工厂

公司的前身是始建于 1970 年的云南铝厂，1998 年在深圳证券交易所改制上市。2006 年，公司获授“国家环境友好企业”。2018 年，中铝集团与云南省人民政府签署战略合作协议，云铝股份加入中铝集团。中国铝业为公司控股股东，国务院国资委为实控人。截至 2024 年一季度，公司前三大股东分别为中国铝业股份有限公司、云南冶金集团股份有限公司、香港中央结算有限公司，持股比例分别达到 29.10%、13.00%、5.03%。中国铝业通过直接持股及一致行动人云南冶金合计持有公司总股本的 42.10%。

图 2：云铝股份及中铝集团其他上市公司股权结构（截至 2024 年一季度）

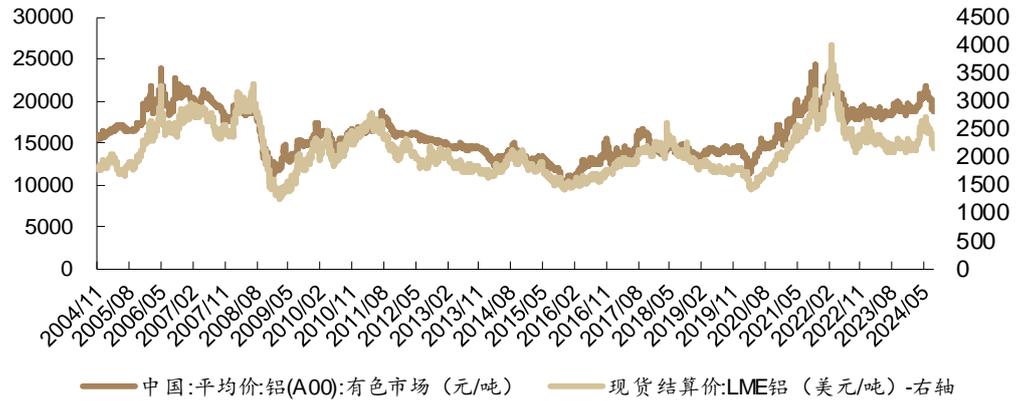


资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所，其中公司母公司与实际控制人的股权关系数据截至 2023 年报，集团其他公司之间的股权关系截至 2024Q1

### 1.3. 供给侧改革后，公司业绩迈入新阶段

2015年11月国家决策层正式提出“供给侧改革”的概念，对煤炭、螺纹钢等黑色产业链形成了不小冲击，改革的风口在2017年逐渐转向电解铝。从对部分地区采取电解铝及氧化铝的冬季限产，到新疆叫停违规在建电解铝项目，再到全国范围清理整顿电解铝违规产能，电解铝供给侧改革的政策推进不断深入。电解铝行业受益于供给侧改革，价格中枢上移；而公司水电铝新建项目陆续点火投产，业绩在2018年之后实现四连增。

图 1：中国铝及 LME 铝价走势



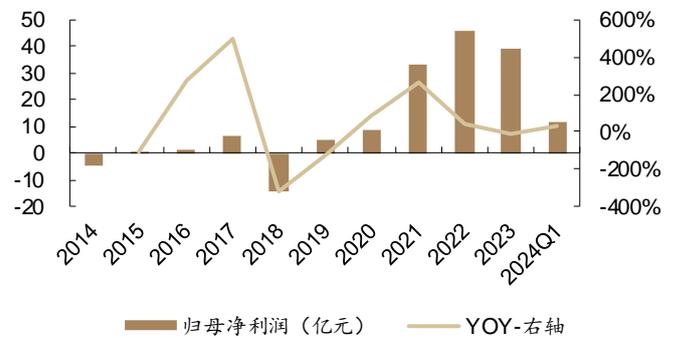
资料来源：Wind, LME, 德邦研究所

图 2：公司营业收入及同比



资料来源：Wind, 公司公告, 德邦研究所

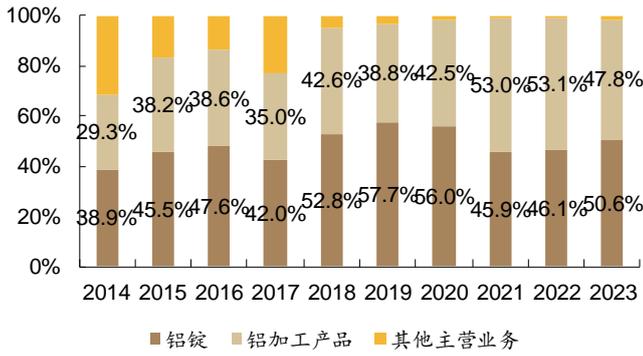
图 3：公司归母净利润及同比



资料来源：Wind, 公司公告, 德邦研究所

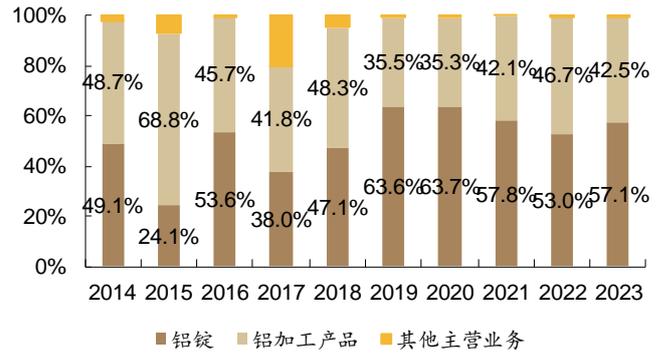
公司铝锭及铝加工产品业务营收占比接近 100%。营业收入构成方面，2023 年铝加工产品收入、铝锭产品收入占比分别达到 47.8%、50.6%，两项业务占营收比重接近 100%。

图 4：公司营业收入结构



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

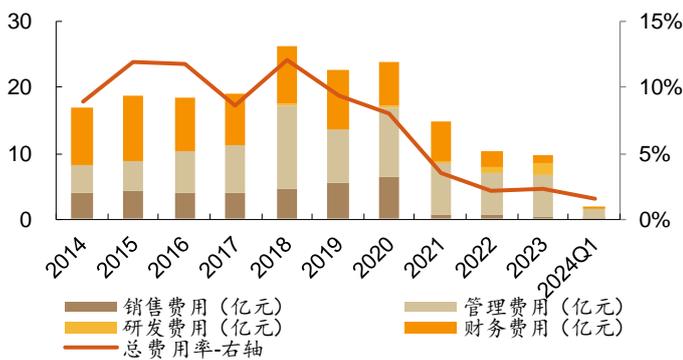
图 5：公司毛利结构



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

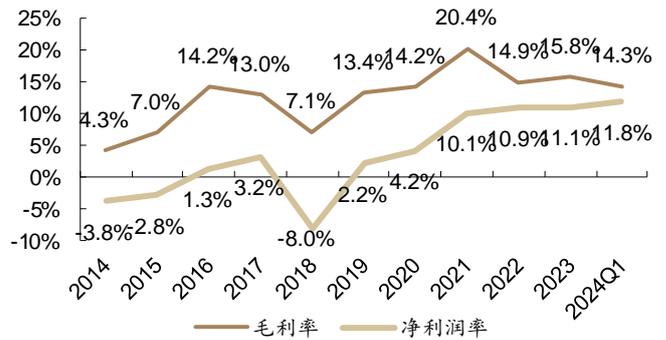
**费用率降幅明显，净利润率持续攀升。**整体费用方面，公司费用（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）及费用率呈下降趋势，由 2018 年的 12.1% 下降至 2024Q1 的 1.6%。净利率连续 5 年上涨，2019 年由负转正，净利率达到 2.2%，并且一路上升至 2024Q1 的 11.8%。

图 6：费用总额、整体费用率双下降



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 7：净利润率连续 5 年上升



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

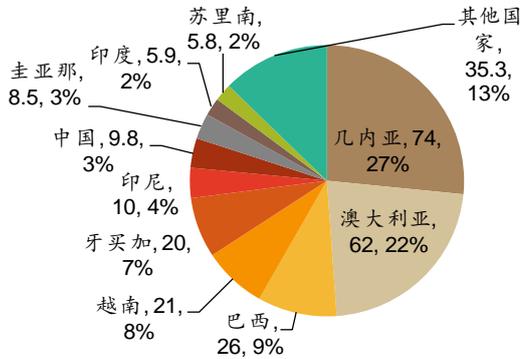
## 2. 公司铝产业链产能梳理

截至 2023 年末，公司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、绿色铝合金 157 万吨的绿色铝一体化产业规模。



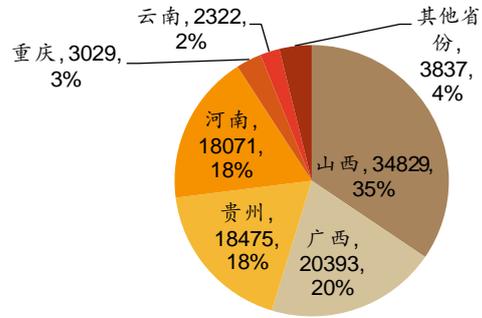
其中储量最丰富的国家分别为几内亚(74 亿吨, 占比 27%)、澳大利亚(62 亿吨, 占比 22%)和巴西(26 亿吨, 占比 9%), 而中国铝土矿储量为 9.8 亿吨, 占比 3%。而中国铝土矿储量分布方面, 储量前三名分别为山西(3.5 亿吨, 占比 35%)、广西(2.0 亿吨, 占比 20%)和贵州(1.8 亿吨, 占比 18%), 而云南省储量为 2322 万吨, 占比仅为 2%。根据目前勘查情况, 云南省铝土矿主要集中于滇东南(文山州)等地区, 公司着力加大云南省铝土矿开发力度, 依托自有铝土矿资源优势。

图 9: 全球 2021 年铝土矿储量分布 (亿吨)



资料来源: SMM, 德邦研究所

图 10: 全国 2021 年铝土矿储量分布 (万吨)

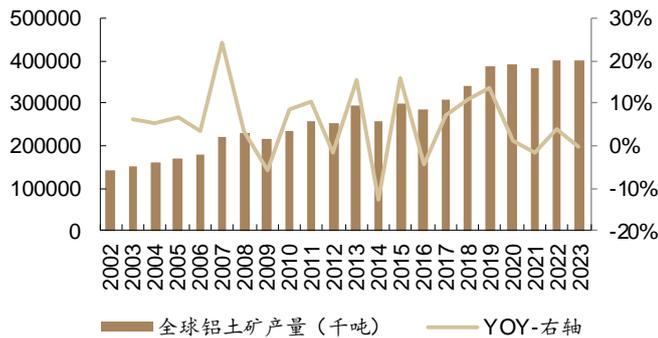


资料来源: SMM, 德邦研究所

注: 左图全球数据中, 中国的铝土矿储量为 9.8 亿吨, 右图全国储量总计为 10.1 亿吨, 存在差异, 差异率 3%左右。

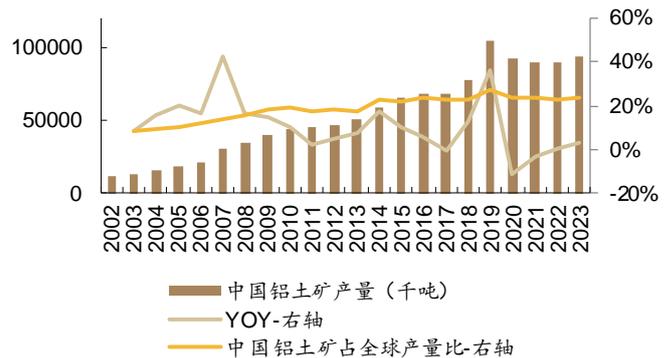
**产量方面。**根据 USGS 数据, 截至 2023 年全球铝土矿产量总计 4 亿吨, 其中产量较高的国家分别为澳大利亚(9800 万吨, 占比 24%)、几内亚(9700 万吨, 占比 24%)和中国(9300 万吨, 占比 23%)。近五年来, 全球铝土矿产量维持在 4 亿吨左右, 保持稳定, 中国铝土矿产量约为 0.9-1 亿吨, 占全球产量比例在 25%左右。国内, 根据 SMM 统计(与 USGS 数据存在差异), 产量前三名的省份分别为广西(2406 万吨, 占比 26%)、陕西(2197 万吨, 占比 24%)和贵州(998 万吨, 占比 11%), 而云南省产量为 327 万吨, 占比仅为 3%。

图 11: 全球铝土矿产量及增速



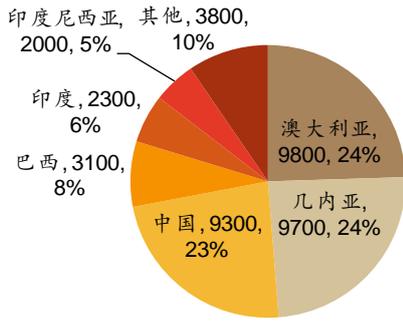
资料来源: SMM, USGS, 德邦研究所

图 12: 中国铝土矿产量、增速及占比



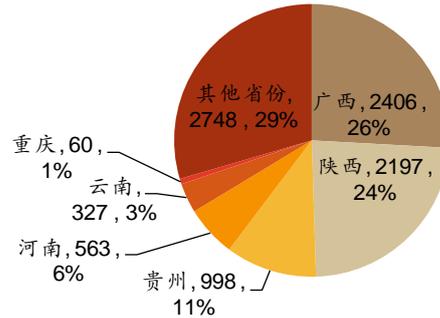
资料来源: SMM, USGS, 德邦研究所

图 13: 全球 2023 年铝土矿产量分布 (万吨)



资料来源: SMM, USGS, 德邦研究所

图 14: 全国 2023 年铝土矿产量分布 (万吨)



资料来源: SMM, 德邦研究所

主要的铝土矿矿山集中在澳大利亚、几内亚和巴西, 2022 年全球前十大铝土矿产量为 1.57 亿吨, 结合 USGS 数据 2022 年全球产铝土矿 4 亿吨, 前十大铝土矿约占全球铝土矿产量的 39%。

表 3: 2022 年全球十大铝土矿产量情况

序号	矿山名称	国家	产量 (万吨)
1	Weipa	澳大利亚	3493
2	Huntly	澳大利亚	1789
3	Sangaredi	几内亚	1678
4	Boddington	澳大利亚	1535
5	Gove	澳大利亚	1415
6	MRN	巴西	1293
7	Willowdale	澳大利亚	1222
8	GAC	几内亚	1151
9	Almas de Barreiro	巴西	1080
10	Tocantinzinho	巴西	1067
合计			15723

资料来源: SMM, 德邦研究所

公司全资子公司云南文山铝业有限公司坐落于素有“三七之乡”和“滇东南门户”美誉之称的文山, 云南文山现有铝土矿 264 万吨、氧化铝 140 万吨、电解铝 50 万吨、绿色铝材 15 万吨的综合生产规模。根据云南文山的铝土矿生产规模以及 2023 年云南省铝土矿产量测算, 公司在云南当地的铝土矿产量占比超 80%。

据测算, 公司铝土矿自给率为 24.8%, 全国铝土矿自给率为 39.6%。根据行业惯例, 一吨电解铝消耗 1.925 吨氧化铝, 而一吨氧化铝消耗 2.3 吨铝土矿来计算, 一吨电解铝需消耗铝土矿 4.43 吨。公司 2023 年生产约 240 万吨电解铝, 对应消耗 1062 吨铝土矿, 公司铝土矿自给率约为 24.8%。全国来看, 根据国家统计局数据, 中国 2023 年生产原铝 4159.4 万吨, 该领域对应消耗 18416 万吨铝土矿, 此外, 铝土矿还可用于耐火材料、研磨材料、化学制品及高铝水泥的原料。2023 年中国铝土矿产量为 9300 万吨, 进口量 14165 万吨, 测算自给率 39.6%, 对外依存度为 60.4%。

进口方面, 历史上几内亚、澳大利亚和印度尼西亚是我国主要的铝土矿进口国。2022 年底, 印尼宣布从 2023 年 6 月开始禁止铝土矿出口, 并鼓励印尼国内铝土矿加工和提炼行业的发展, 此举导致 2023 年从印尼进口量骤减, 2024 年至今, 我国未实现从印尼进口铝土矿。根据 SMM 数据, 2023 年我国进口铝土矿 1.4

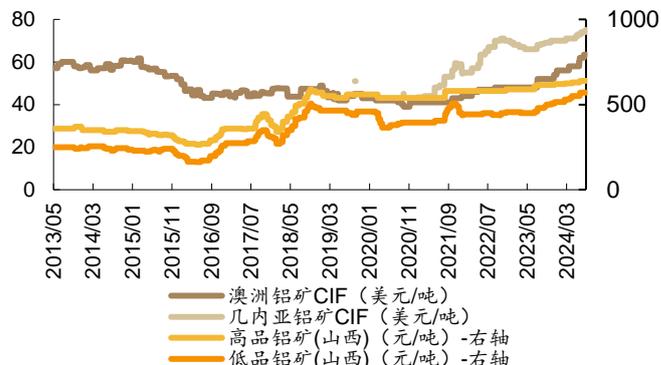
亿吨，同比增加 12.7%，其中来自几内亚 9932 万吨（和几内亚产量相当），澳大利亚 3461 万吨（约占澳大利亚产量的 35%），印尼 188 万吨，其他国家 583 万吨。

图 15：中国铝土矿进口结构（万吨）



资料来源：SMM，德邦研究所

图 16：铝土矿价格



资料来源：SMM，德邦研究所

全球铝土矿资源并不稀缺，据测算，2021 年静态开采年限接近 72 年；而中国铝土矿静态开采年限仅约为 11 年，我国铝土矿资源保障相对不足。据 SMM 报告，中国铝土矿难溶且铝硅比较低，存在能耗高和碱耗高的问题。①能耗高：中国铝土矿以沉积型为主，99% 以上为一水硬铝石型铝土矿，需要 260 度左右温度才能有效溶出矿石中的  $Al_2O_3$ ；相比国外三水软铝石矿溶出温度高约 100 度。②碱耗高：虽然中国铝土矿平均含  $Al_2O_3$  约为 50%，高于全球 45% 的平均水平，但国内铝土矿平均铝硅比仅为 5 左右，远低于全球大于 10 的平均水平。国内铝土矿经过多年大规模高强度开采后，资源贫化问题日益突出，铝土矿品位持续下降，河南、山西等地区供矿铝硅比已低于 5。

## 2.2. 氧化铝：云铝文山依托铝土矿资源，氧化铝产能达 140 万吨

总产能方面，2023 年中国氧化铝建成产能 10025 万吨，全球合计建成产能 18186 万吨，中国占比过半，达 55.1%。全球范围内氧化铝产能分布较为广泛，在亚、欧、非、北美、南美、大洋六大洲均有分布。据 SMM 数据显示，目前已有 29 个国家氧化铝生产记录在案。境外产能多分布在铝土矿资源较为丰富和电解铝生产较为集中的国家和地区。

表 4：2023 年全球氧化铝建成产能

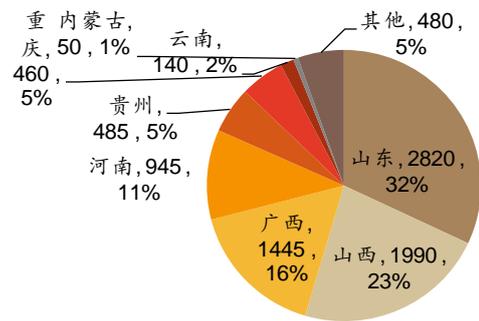
地区	2023 年建成产能 (万吨)
中国	10025
亚洲 (除中国)	2212
大洋洲	2124
南美洲	1789
欧洲	1413
北美	559
非洲	65
合计	18186

资料来源：SMM，德邦研究所，四舍五入导致各地区加总与合计存在误差

在产产能方面。根据阿拉丁数据，截至 2024 年 7 月，中国氧化铝总产能为 10402 万吨，在产产能 8815 万吨，修正过的产能利用率为 84.03%。在产产能集中在山东 (2820 万吨，占比 32%)、山西 (1990 万吨，占比 23%)、广西 (1445

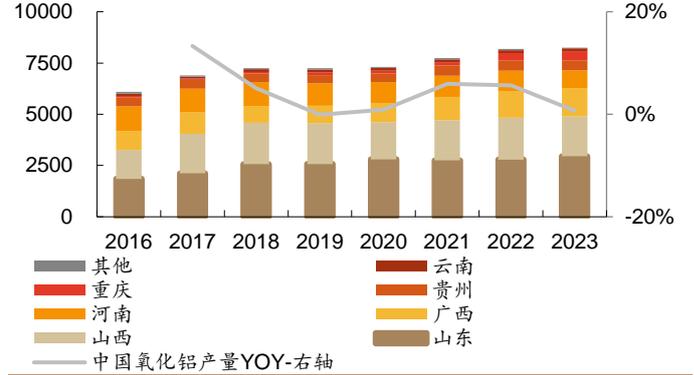
万吨, 占比 16%) 等地, 云南省在产产能为 140 万吨, 即公司云铝文山项目, 占国内在产产能比重仅为 2%。

图 17: 中国氧化铝在产产能 (万吨)



资料来源: Wind, 阿拉丁, 德邦研究所

图 18: 分省份氧化铝产量 (万吨) 及全国合计增速

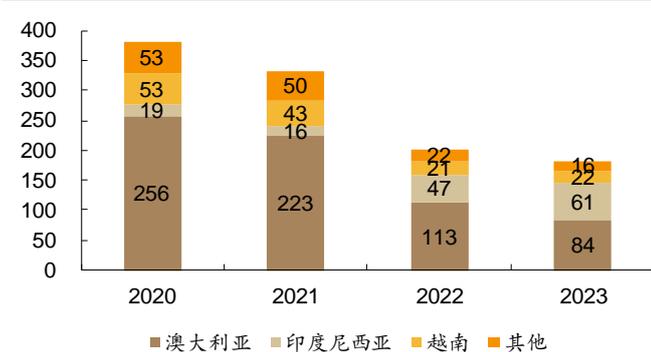


资料来源: Wind, 国家统计局, 德邦研究所

据测算, 公司氧化铝自给率为 30.9%, 全国氧化铝自给率接近 100%。根据行业惯例, 一吨电解铝消耗 1.925 吨氧化铝。公司 2023 年生产约 240 万吨电解铝, 对应消耗 462 吨氧化铝, 公司氧化铝产量为 143 万吨, 公司氧化铝自给率约为 30.9%。全国来看, 根据国家统计局数据, 中国 2023 年生产原铝 4159.4 万吨, 该领域对应消耗 8007 万吨氧化铝, 此外, 氧化铝还在耐火材料和磨料等领域中有着广泛的应用。2023 年中国氧化铝产量为 8224 万吨, 进口量 183 万吨, 出口 125 万吨, 自给程度高。

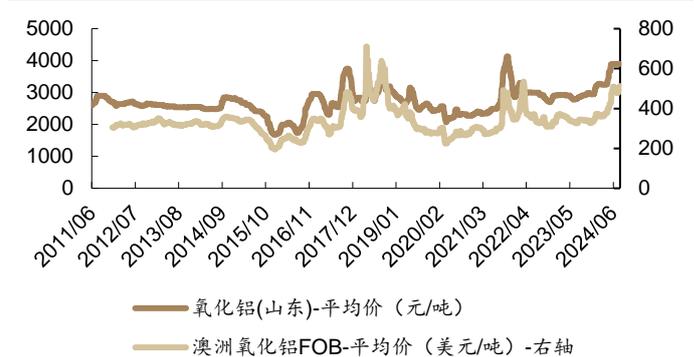
进出口方面, 澳大利亚、印度尼西亚和越南是我国主要的氧化铝进口国, 俄罗斯是我们主要的氧化铝出口国。印尼禁止铝土矿出口政策出台后, 印尼出口到我国的氧化铝量有所增加。根据海关总署数据, 2023 年我国进口氧化铝 183 万吨, 同比减少 8.2%, 其中来自澳大利亚 84 万吨, 印度尼西亚 61 万吨, 越南 22 万吨, 其他国家 16 万吨; 2023 年我国出口氧化铝 125 万吨, 同比增加 24.1%, 其中销往俄罗斯 116 万吨。

图 19: 氧化铝进口结构 (万吨)



资料来源: 海关总署, SMM, 德邦研究所

图 20: 氧化铝价格



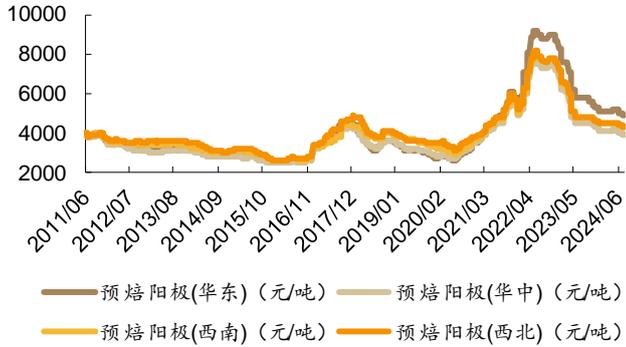
资料来源: SMM, 德邦研究所

### 2.3. 预焙阳极: 权益产能超 110 万吨

产能方面, 据百川盈孚统计, 截止 2024 年 6 月, 中国预焙阳极总产能为 3006.6 万吨, (其中商业产能为 1680.5 万吨, 配套产能为 1326.1 万吨), 较 2023 年 6 月增加 46 万吨 (总产能 2960.6 万吨), 主要贡献是商业产能投产, 其中淘汰产能

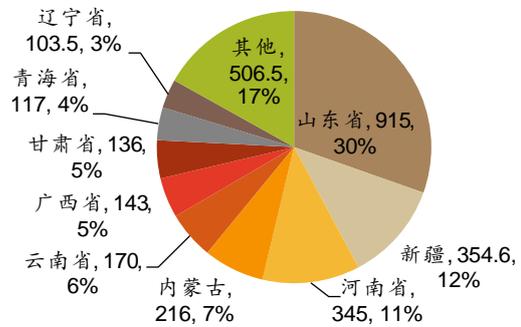
为 24 万吨，新增产能为 70 万吨。产能最多的三个省份为山东、新疆、河南，年产能分别为 915 万吨、354.6 万吨、345 万吨，三省合计占比超 50%。云南省预焙阳极产能为 170 万吨，包含云南源鑫 80 万吨的产能、云南索通 90 万吨的产能。

图 21：预焙阳极价格



资料来源：SMM，德邦研究所

图 22：2024 年 6 月预焙阳极分省份年产能（万吨）



资料来源：百川盈孚，德邦研究所

公司的预焙阳极权益产能达到 111.5 万吨。截至 2023 年报，公司与索通发展合资建设的 90 万吨阳极碳素项目已经顺利达产；云南源鑫的 80 万吨铝用阳极碳素产能基本打满，2023 年产碳素制品 78.35 万吨，产能利用率高达 98%。

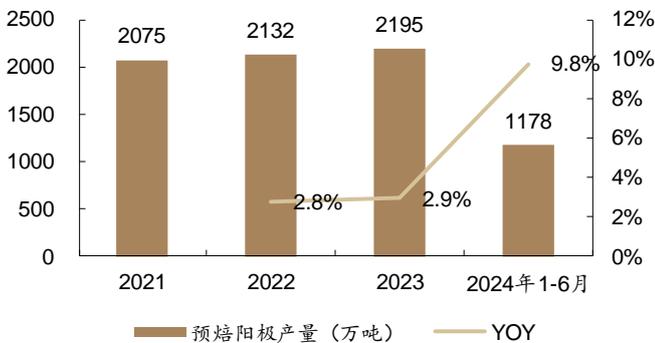
表 5：公司预焙阳极产能梳理

公司	地点	权益比例	参控关系	产能 (万吨)	权益产能 (万吨)
云南源鑫	建水	100%	全资子公司	80	80
云南索通	曲靖	35%	联营企业	90	31.5
合计					111.5

资料来源：Wind，公司公告-2023 年报，德邦研究所

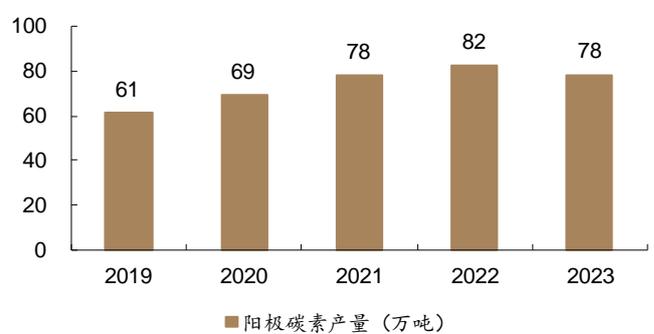
产量方面。2023 年中国预焙阳极产量为 2195 万吨，2021-2023 年保持低速增长，增速约为 3%；今年以来预焙阳极产量受到商业产能投产的影响，产量同比增幅显著，截至今年 6 月，产量达到 1178 万吨，同比增速 9.8%。云南源鑫近三年预焙阳极产量维持在 80 万吨左右，2023 年市占率 3.6%。

图 23：预焙阳极产量及增速



资料来源：SMM，德邦研究所

图 24：云南源鑫预焙阳极产量



资料来源：Wind，公司年报，德邦研究所

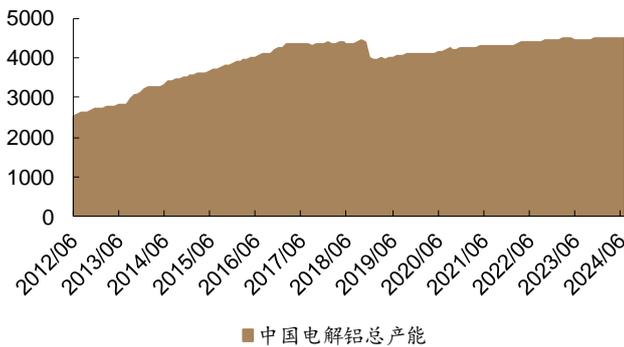
据我们测算，公司预焙阳极自给率大于 72.6%，全国预焙阳极自给率接近 100%。根据 SMM 模型，一吨电解铝消耗 0.45 吨预焙阳极。公司 2023 年生产约 240 万吨电解铝，对应消耗 108 吨预焙阳极，公司预焙阳极产量为 78 万吨，从并

表角度看，公司预焙阳极自给率约为 72.6%，考虑联营企业云南索通的产量，自给率更高。全国来看，根据 SMM 数据，中国 2023 年生产原铝 4159.4 万吨，该领域对应消耗 1872 万吨预焙阳极。2023 年中国预焙阳极产量为 2195 万吨，出口量 176 万吨，自给程度高。

## 2.4. 电解铝及铝材：公司绿色铝产能达 305 万吨，铝合金产能 157 万吨

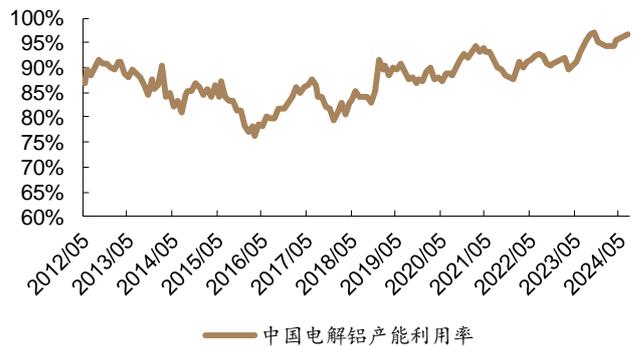
产能方面，电解铝总产能“天花板”已成。根据阿拉丁数据，截至 2023 年末，中国电解铝总产能为 4481 万吨，在产产能为 4204 万吨，修正产能利用率为 94.6%。国内电解铝行业建成产能已经达到 4500 万吨的产能天花板，且多年来增长乏力，未来新增产量更多的是通过开工率的提升来实现。

图 25：中国电解铝总产能（万吨）增长缓慢



资料来源：Wind，阿拉丁，德邦研究所

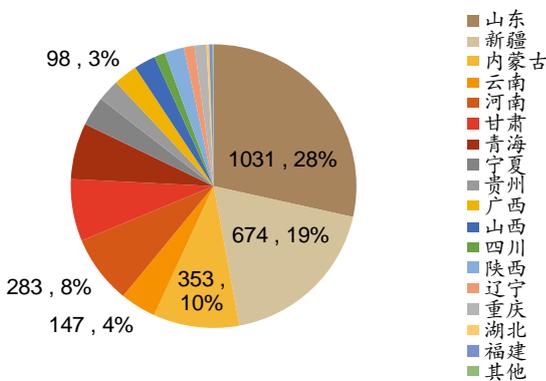
图 26：中国电解铝产能利用率有所提升



资料来源：Wind，阿拉丁，德邦研究所

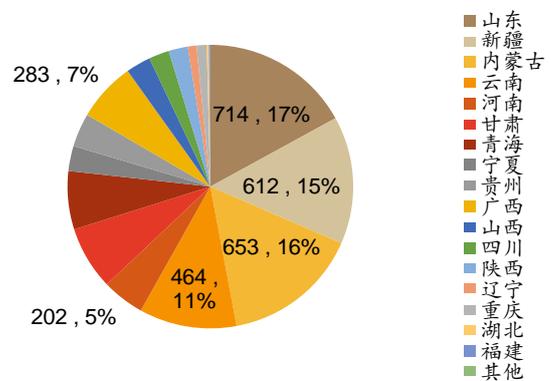
在总产能上限没有被突破的“平稳”中，电解铝版图重构。那些居于高电价区域或处于环境敏感区域的产能被关闭，关闭后的产能指标被置换到更具成本竞争力和环保压力更小的地方而得以新生，即从山东、河南向云南、内蒙和广西转移。截至 2023 年末，云南电解铝在产产能 464 万吨，2016-2023 年 CAGR17.8%；内蒙电解铝在产产能 653 万吨，2016-2023 年 CAGR9.2%；广西电解铝在产产能 283 万吨，2016-2023 年 CAGR16.4%。电解铝在产产能从 2016 年的 3619 万吨增长至 4204 万吨，CAGR2.2%。

图 27：2016 年电解铝在产产能分布（万吨）



资料来源：Wind，阿拉丁，德邦研究所

图 28：2023 年电解铝在产产能分布（万吨）



资料来源：Wind，阿拉丁，德邦研究所

公司电解铝产能全部位于云南省，达 305 万吨，权益产能高达 258 万吨，权益比例为 84%。公司在云南当地的电解铝产能占到云南省在产产能的 65.7%，占全国电解铝在产产能的比例达 7.3%。

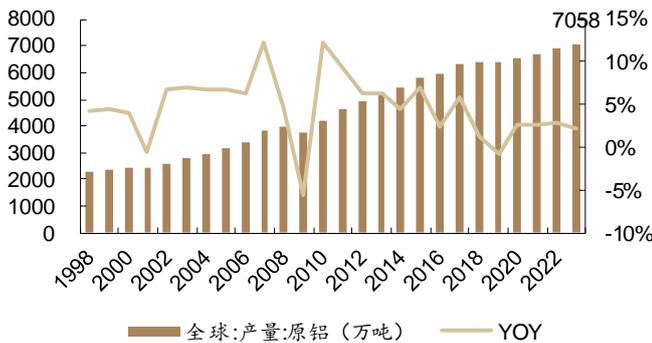
表 6: 公司电解铝产能梳理

产品	子公司	地点	权益比例	产能 (万吨)	权益产能 (万吨)
电解铝	本部-阳宗海铝分公司	昆明	100.0%	20	20
	云铝润鑫	个旧	70.14%	25	18
	云铝涌鑫	建水	67.33%	30	20
	云铝泽鑫	富源	100%	30	30
	云铝清鑫	曲靖	94.35%	38	36
	云铝溢鑫	鹤庆	59.97%	42	25
	云铝文山	文山	100%	50	50
	云铝海鑫	昭通	83.90%	70	59
	合计			84%	305

资料来源: 公司官网, 公司公告, 德邦研究所

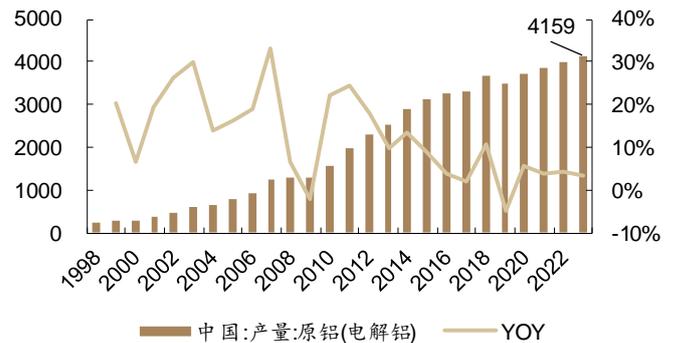
**产量方面。**2023 年全球电解铝原铝产量为 7058 万吨, 中国电解铝原铝产量为 4159 万吨, 2021-2023 年均保持低速增长, 2023 年中国产电解铝原铝占全球比例为 58.9%。公司 2023 年产原铝约 240 万吨, 产能利用率达到 78.7%, 核心系云南年内因电力供需形势严峻而发生电解铝限产; 公司产量占全国原铝产量比为 5.8%。

图 29: 全球原铝产量及增速



资料来源: Wind, 德邦研究所

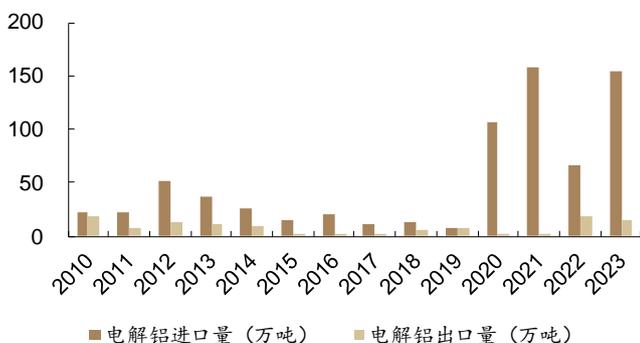
图 30: 中国电解铝产量及增速



资料来源: Wind, 国家统计局, 德邦研究所

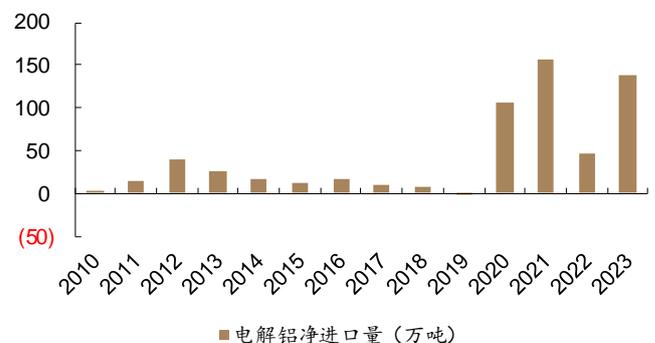
**进出口方面，我国电解铝进出口规模和产量规模相比体量较小。**2023 年，我国进口电解铝 154.22 万吨，出口 15.02 万吨，电解铝净进口量 139.20 万吨，和 4159 万吨的生产规模相比体量较小。

图 31: 电解铝进口量和出口量



资料来源: SMM, 德邦研究所

图 32: 电解铝净进口量

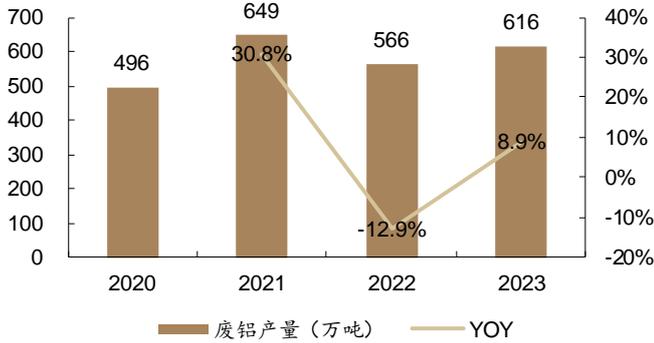


资料来源: SMM, 德邦研究所

**废铝方面，根据 SMM 数据，2023 年中国废铝产量 616 万吨，其中华东地区**

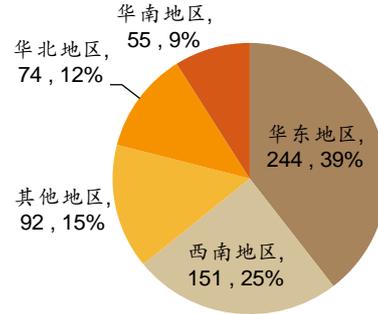
和西南地区合计占比过半。公司也积极拓展电解铝固废资源综合利用、铝灰资源化利用、再生铝等循环经济业务。

图 33：废铝产量及增速



资料来源：SMM，德邦研究所

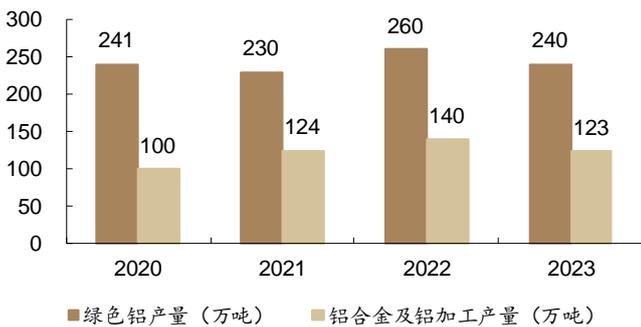
图 34：2023 年度铝产量分布（万吨）



资料来源：SMM，德邦研究所

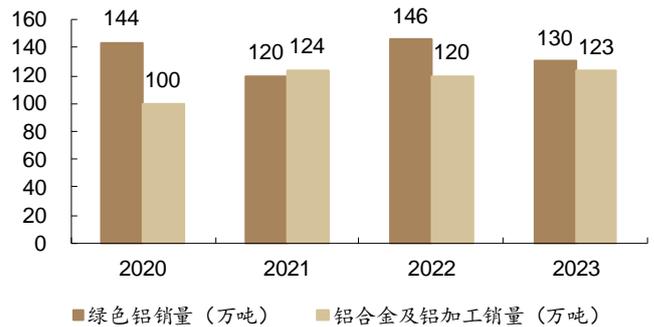
铝合金方面，公司具备 157 万吨的绿色铝一体化产业规模。2023 年生产铝合金及铝材加工产品 123 万吨，同年电解铝产销量差额为 110 万吨，忽略库存影响，铝合金及铝材加工产品 123 万吨的产量消耗电解铝约 110 万吨。

图 35：绿色铝、铝合金及加工产品产量



资料来源：Wind，公司年报，德邦研究所

图 36：绿色铝、铝合金及加工产品销量



资料来源：Wind，公司年报，德邦研究所

### 3. 公司成本跟踪及利润测算

#### 3.1. 氧化铝：年内月均贡献毛利 1081 元/吨

氧化铝具有良好的烧结性能转化率，是生产耐热、耐磨、耐腐产品的基本原料。据期货日报，生产氧化铝需要铝土矿、烧碱、石灰石、电力等其他费用，公式可以简化为：

**单吨氧化铝成本=铝土矿 2.3 吨+烧碱 0.13 吨+石灰石 0.25 吨+煤炭 0.5 吨+其他费用。**

我们选取广西的铝土矿、西南地区的烧碱价格作为测算依据，电力方面，一吨标煤发电量为 3333 度，一吨氧化铝消耗 0.5 吨煤炭即对应 1667 度电，按照中国南方电网的云南电网销售电价表，我们假设公司的平均电价为 0.4 元/度，公司氧化铝盈利模型测算如下。**截至今年 7 月，公司年内氧化铝生产预计平均贡献毛**

利 1081 元/吨，氧化铝价格大幅上涨，烧碱价格走低使得公司毛利有所扩大。考虑到铝土矿部分自供，自产氧化铝的成本实际更低。

表 7：公司氧化铝毛利测算

指标名称	西南:平均价:	广西:价格:铝	中国:西南地	单耗				现金成本测	氧化铝价格	毛利测算
	氧化铝(一级):	土矿	区:出厂价(中	铝土矿	烧碱	电力成本	石灰石及其他			
月:平均值	(AL/SI=7):月:	土矿	间价):烧碱:	单位	单位	单位	单位	算(元/吨)	(元/吨)	(元/吨)
频率	月	月	月	2.3 吨	0.13 吨	1667 度	510 元			
单位	元/吨	元/吨	元/吨	分部成本(元)						
来源	安泰科	Wind	中国氯碱网							
2024-07	3920	430	3125	989	406	667	510	2572	3920	1348
2024-06	3920	430	3129	989	407	667	510	2572	3920	1348
2024-05	3767	396	3150	911	410	667	510	2497	3767	1270
2024-04	3425	390	3182	897	414	667	510	2487	3425	938
2024-03	3417	390	3436	897	447	667	510	2520	3417	897
2024-02	3425	390	3318	897	431	667	510	2505	3425	920
2024-01	3348	390	3269	897	425	667	510	2499	3348	850
2023-12	3035	390	3386	897	440	667	510	2514	3035	521
2023-11	3023	390	3416	897	444	667	510	2518	3023	506
2023-10	3001	390	3847	897	500	667	510	2574	3001	427
2023-09	2925	390	3813	897	496	667	510	2569	2925	356
2023-08	2896	390	3377	897	439	667	510	2513	2896	384
2023-07	2829	390	3232	897	420	667	510	2494	2829	335
2023-06	2804	390	3298	897	429	667	510	2502	2804	301
2023-05	2812	390	3224	897	419	667	510	2493	2812	319
2023-04	2834	390	3297	897	429	667	510	2502	2834	332
2023-03	2860	390	3337	897	434	667	510	2507	2860	353
2023-02	2882	390	4220	896	549	667	510	2621	2882	261
2023-01	2867	380	4838	874	629	667	510	2679	2867	188

资料来源: Wind, SMM, 安泰科, 中国南方电网, 中国氯碱网, 期货日报等, 德邦研究所测算

### 3.2. 预焙阳极: 年内月均贡献毛利 571 元/吨

据长江有色金属网，预焙阳极的生产以石油焦为原料，以煤沥青为粘结剂。石油焦是预焙阳极生产的骨料，占预阳极总重量的 80% 以上，是炼油过程中产生的副产品，其质量波动较大，其质量的稳定与否对预培阳极质量的稳定有较大的影响。根据 SMM 调研，预焙阳极的现金成本主要由石油焦、煤沥青、天然气以及其他加工成本构成，公式可以简化为：

**单吨预焙阳极成本=石油焦 1.13 吨+改质沥青 0.15 吨+天然气 50 立方米+其他费用。**

我们选取武汉石化的石油焦、西南市场的改制煤沥青、万州工业天然气价格作为测算依据，计算得到 2023 年到公司月均盈利模型，如下。截至今年 7 月，公司年内预计预焙阳极生产平均贡献毛利 571 元/吨。

表 8: 公司预焙阳极毛利测算

指标名称	中国:西南地区:市场价(含税):预焙阳极(电解铝用辅料):月:平均值		中国:西南地区:出厂价:石油焦(2#B):武汉石化:月:平均值		中国:西南地区:市场价(主流价):煤沥青(改质沥青):月:平均值		万州:市场价(主流价):天然气(工业):月:平均值		单耗				现金成本测算 (元/吨)	阳极价格 (元/吨)	毛利测算 (元/吨)
	月	月	月	月	月	月	石油焦	煤沥青	天然气	人工及其他	分部成本 (元)				
频率	月	月	月	月	月	月	1.13 吨	0.15 吨	50 立方米	450 元					
单位	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/立方米									
来源	Wind	金联创	隆众资讯	隆众资讯	隆众资讯	隆众资讯									
2024-07	4390	2080	4650	3.48	2350	698	174	450	3672	4390	718				
2024-06	4500	2281	4989	3.48	2578	748	174	450	3950	4500	550				
2024-05	4550	2310	5619	3.48	2610	843	174	450	4077	4550	473				
2024-04	4470	2310	5700	3.48	2610	855	174	450	4089	4470	381				
2024-03	4470	2253	5514	3.48	2546	827	174	450	3997	4470	473				
2024-02	4470	2161	4935	3.48	2442	740	174	450	3807	4470	663				
2024-01	4470	2097	4909	3.48	2369	736	174	450	3729	4470	741				
2023-12	4600	2276	5019	3.48	2572	753	174	450	3948	4600	652				
2023-11	4710	2664	5266	3.48	3010	790	174	450	4424	4710	286				
2023-10	4817	2780	5721	3.48	3141	858	174	450	4624	4817	193				
2023-09	4815	2780	5185	3.48	3141	778	174	450	4543	4815	272				
2023-08	4815	2780	4891	3.48	3141	734	174	450	4499	4815	316				
2023-07	4815	2780	4629	3.48	3141	694	174	450	4460	4815	355				
2023-06	4815	2771	4633	3.48	3132	695	174	450	4451	4815	364				
2023-05	5125	2682	3881	3.48	3031	582	174	450	4237	5125	888				
2023-04	5945	2750	5535	3.48	3108	830	129	450	4517	5945	1428				
2023-03	6450	3734	6909	2.58	4220	1036	129	450	5835	6450	615				
2023-02	6470	4190	7148	2.58	4735	1072	129	450	6386	6470	84				
2023-01	7160	4280	8108	2.58	4836	1216	129	450	6632	7160	528				

资料来源: Wind, 金联创, 隆众资讯, SMM 等, 德邦研究所测算

### 3.3. 电解铝: 一体化生产可大幅降低电解铝生产成本

根据 SMM 模型, 一吨电解铝消耗 0.45 吨预焙阳极、1.925 吨氧化铝、13500 度电及其他成本。根据上述计算, 原材料中公司预焙阳极自给率约为 72.6% (不算联营企业)、氧化铝自给率为 30.9%, 原材料自给率的提升有助于公司降低电解铝生产成本, 下表为完全自给原材料和外购原材料的成本对比:

截至今年 7 月, 若公司年内完全自给原材料, 预计生产的电解铝平均增厚利润 2339 元/吨 (不考虑所得税及增值税)。

表 9: 完全自给原材料和外购原材料成本对比

月份	铝价 (元/吨)	氧化铝单耗 (吨)	预焙阳极单耗 (吨)	电力单耗 (度)	氧化铝价格 (元/吨)	预焙阳极价格 (元/吨)	电力成本 (元/度)	氧化铝成本 (元/吨)	预焙阳极成本 (元/吨)	电力成本 (元/度)	氟化铝、冰晶石及人工成本 <sup>1</sup> (元)	现金成本 (元/吨)	维修费用、其他费用及折旧 <sup>2</sup> (元)	总成本 (元/吨)	利润 (元/吨)	完全自给原材料增厚利润 (元/吨)
生产一吨电解铝成本及利润测算 (元/吨) -完全自给原材料																
2024-07	19730	1.925	0.45	13500	2572	3672	0.4	4951	1652	5400	420	12423	2200	14623	5106	2918
2024-06	20584	1.925	0.45	13500	2572	3950	0.4	4952	1777	5400	420	12549	2200	14749	5834	2842

<sup>1</sup> 数据来自 SMM

<sup>2</sup> 数据来自 SMM

2024-05	20784	1.925	0.45	13500	2497	4077	0.4	4807	1835	5400	420	12461	2200	14661	6122	2657
2024-04	20246	1.925	0.45	13500	2487	4089	0.4	4788	1840	5400	420	12448	2200	14648	5597	1976
2024-03	19201	1.925	0.45	13500	2520	3997	0.4	4851	1799	5400	420	12470	2200	14670	4531	1940
2024-02	18806	1.925	0.45	13500	2505	3807	0.4	4822	1713	5400	420	12355	2200	14555	4251	2070
2024-01	19065	1.925	0.45	13500	2499	3729	0.4	4810	1678	5400	420	12308	2200	14508	4557	1969
2023-12	18849	1.925	0.45	13500	2514	3948	0.4	4839	1777	5400	420	12436	2200	14636	4213	1296
2023-11	18968	1.925	0.45	13500	2518	4424	0.4	4847	1991	5400	420	12657	2200	14857	4110	1102
2023-10	19106	1.925	0.45	13500	2574	4624	0.4	4954	2081	5400	420	12855	2200	15055	4051	909
2023-09	19543	1.925	0.45	13500	2569	4543	0.4	4946	2044	5400	420	12810	2200	15010	4533	808
2023-08	18662	1.925	0.45	13500	2513	4499	0.4	4837	2025	5400	420	12681	2200	14881	3780	881
2023-07	18363	1.925	0.45	13500	2494	4460	0.4	4801	2007	5400	420	12627	2200	14827	3535	805
2023-06	18555	1.925	0.45	13500	2502	4451	0.4	4817	2003	5400	420	12640	2200	14840	3715	744
2023-05	18309	1.925	0.45	13500	2493	4237	0.4	4798	1907	5400	420	12525	2200	14725	3584	1014
2023-04	18702	1.925	0.45	13500	2502	4517	0.4	4817	2033	5400	420	12669	2200	14869	3833	1282
2023-03	18381	1.925	0.45	13500	2507	5835	0.4	4827	2626	5400	420	13273	2200	15473	2909	955
2023-02	18648	1.925	0.45	13500	2621	6386	0.4	5046	2874	5400	420	13739	2200	15939	2709	541
2023-01	18334	1.925	0.45	13500	2679	6632	0.4	5158	2984	5400	420	13962	2200	16162	2172	599
<b>生产一吨电解铝成本及利润测算 (元/吨) -完全外购原材料</b>																
2024-07	19730	1.925	0.45	13500	3920	4390	0.4	7546	1976	5400	420	15342	2200	17542	2188	
2024-06	20584	1.925	0.45	13500	3920	4500	0.4	7546	2025	5400	420	15391	2200	17591	2993	
2024-05	20784	1.925	0.45	13500	3767	4550	0.4	7251	2048	5400	420	15118	2200	17318	3465	
2024-04	20246	1.925	0.45	13500	3425	4470	0.4	6593	2012	5400	420	14424	2200	16624	3621	
2024-03	19201	1.925	0.45	13500	3417	4470	0.4	6578	2012	5400	420	14410	2200	16610	2591	
2024-02	18806	1.925	0.45	13500	3425	4470	0.4	6593	2012	5400	420	14425	2200	16625	2181	
2024-01	19065	1.925	0.45	13500	3348	4470	0.4	6446	2012	5400	420	14277	2200	16477	2588	
2023-12	18849	1.925	0.45	13500	3035	4600	0.4	5842	2070	5400	420	13732	2200	15932	2917	
2023-11	18968	1.925	0.45	13500	3023	4710	0.4	5820	2120	5400	420	13760	2200	15960	3008	
2023-10	19106	1.925	0.45	13500	3001	4817	0.4	5776	2168	5400	420	13764	2200	15964	3143	
2023-09	19543	1.925	0.45	13500	2925	4815	0.4	5631	2167	5400	420	13618	2200	15818	3725	
2023-08	18662	1.925	0.45	13500	2896	4815	0.4	5575	2167	5400	420	13562	2200	15762	2900	
2023-07	18363	1.925	0.45	13500	2829	4815	0.4	5446	2167	5400	420	13433	2200	15633	2730	
2023-06	18555	1.925	0.45	13500	2804	4815	0.4	5397	2167	5400	420	13383	2200	15583	2971	
2023-05	18309	1.925	0.45	13500	2812	5125	0.4	5413	2306	5400	420	13539	2200	15739	2570	
2023-04	18702	1.925	0.45	13500	2834	5945	0.4	5456	2675	5400	420	13951	2200	16151	2551	
2023-03	18381	1.925	0.45	13500	2860	6450	0.4	5506	2903	5400	420	14228	2200	16428	1953	
2023-02	18648	1.925	0.45	13500	2882	6470	0.4	5548	2912	5400	420	14280	2200	16480	2168	
2023-01	18334	1.925	0.45	13500	2867	7160	0.4	5519	3222	5400	420	14561	2200	16761	1573	

资料来源: Wind, SMM, 金联创, 安泰科, 德邦研究所测算

## 4. 盈利预测与估值

**价格假设。**2024 年上半年现货铝价大涨, 主要受到成本端氧化铝价格上涨支撑、国家政策频繁刺激、以及海外价格带动共同作用, 整体宏观情绪向好, 推动现货铝价上涨; 同时高价或导致下游加工需求短期表现一般, 下半年中国电解铝企业仍有待复产以及待投产产能。考虑到铝土矿供应仍偏紧张, 我们预计未来三年铝均价保持在 1.9 万元/吨。

**产量假设。**我们假设氧化铝及阳极产能利用率维持满产, 2024-2026 年氧化铝产量均为 140 万吨, 阳极碳素产量均为 80 万吨, 2024-2026 年电解铝产量逐步达到满产状态, 分别为 270/290/305 万吨。

**表 10: 公司产量预测**

产量 (万吨)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
氧化铝 (万吨)	140	143	140	140	140
阳极碳素 (万吨)	82	78	80	80	80
绿色铝 (万吨)	260	240	270	290	305

资料来源: 公司公告, 德邦研究所预测

公司共享中铝集团作为我国有色金属行业领军企业所带来的政策、资源、管理、技术等优势, 发挥协同效应, 助力公司高质量发展。一是发挥集采优势, 提高市场话语权, 提高直购比例和性价比, 增强保供和议价能力; 二是增强公司技术研发能力和市场影响力; 三是发挥央企背景的资信优势及共享央企金融资源, 拓宽融资渠道, 降低融资成本。结合产量和价格假设, 我们预计 2024-2026 年公司归母净利分别为 44/46/49 亿元, 同比增速 12.2%、4.4%、5.9%, EPS 分别为 1.28、1.34、1.42 元/股, 对应 PE9.3x/8.9x/8.4x, 低于可比公司估值均值, 维持“买入”评级。

**表 11: 可比公司估值 (截至 2024.08.29 收盘)**

证券简称	证券代码	市值 (亿元)	PE			EPS		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
中国铝业	601600.SH	1078	11.6	10.3	8.8	0.59	0.66	0.78
天山铝业	002532.SZ	315	8.4	7.8	7.2	0.81	0.87	0.94
<b>总体均值</b>			<b>10.0</b>	<b>9.1</b>	<b>8.0</b>			
<b>云铝股份</b>	<b>000807.SZ</b>	<b>413</b>	<b>9.3</b>	<b>8.9</b>	<b>8.4</b>	<b>1.28</b>	<b>1.34</b>	<b>1.42</b>

资料来源: Wind, 德邦研究所, 云铝股份及天山铝业 EPS 来自德邦研究所测算, 中国铝业来自 Wind 一致预测

## 5. 风险提示

①**电价调整及限电风险**。原铝生产耗电量大, 电力成本占总成本的比重高, 如电价上调或限电可能给公司生产经营带来不确定性。

②**产品价格波动风险**。公司主要产品为铝锭和铝加工产品, 其价格受国内外宏观经济周期、产业政策和供求关系等多种因素影响, 公司主要产品市场价格存在一定的波动性。如果公司所处行业的供需关系出现显著变化或铝产品市场价格发生大幅下跌, 则可能导致公司产品价格下跌, 从而对公司的盈利能力产生不利影响。

③**云南来水不足导致公司产量不及预期**。公司电解铝的生产很大程度依靠水力发电, 若来水不足, 可能会导致电力不足, 从而影响公司生产节奏。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.14	1.28	1.34	1.42
每股净资产	7.42	8.45	9.51	10.62
每股经营现金流	1.69	1.74	2.20	2.39
每股股利	0.23	0.25	0.28	0.30
价值评估(倍)				
P/E	10.72	9.30	8.91	8.41
P/B	1.65	1.41	1.25	1.12
P/S	0.97	0.83	0.77	0.72
EV/EBITDA	5.56	4.92	3.79	2.89
股息率%	1.9%	2.1%	2.4%	2.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	15.8%	14.5%	14.3%	13.9%
净利润率	11.1%	10.4%	10.0%	9.9%
净资产收益率	15.4%	15.2%	14.1%	13.3%
资产回报率	10.1%	10.0%	9.8%	8.9%
投资回报率	14.5%	13.9%	12.9%	12.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-12.0%	16.8%	7.7%	7.1%
EBIT 增长率	-6.3%	5.6%	5.8%	3.8%
净利润增长率	-13.4%	12.2%	4.4%	5.9%
偿债能力指标				
资产负债率	25.6%	24.7%	19.9%	22.6%
流动比率	1.6	2.2	3.6	3.4
速动比率	0.9	1.4	3.0	2.7
现金比率	0.9	1.3	2.9	2.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	4.7	2.0	3.0	2.5
存货周转天数	39.9	40.0	33.0	30.0
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.0
固定资产周转率	1.9	2.2	2.5	2.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,956	4,440	4,635	4,909
少数股东损益	763	723	755	799
非现金支出	1,758	1,333	1,570	1,463
非经营收益	248	173	231	206
营运资金变动	-853	-630	437	928
经营活动现金流	5,871	6,038	7,627	8,306
资产	-431	-699	-231	-213
投资	-87	-85	-80	-80
其他	3	15	-41	-13
投资活动现金流	-515	-769	-352	-306
债权募资	-2,048	0	200	100
股权募资	0	0	0	0
其他	-1,032	-1,058	-1,165	-1,239
融资活动现金流	-3,080	-1,058	-965	-1,139
现金净流量	2,276	4,212	6,311	6,861

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 29 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	42,669	49,848	53,678	57,471
营业成本	35,923	42,618	46,003	49,464
毛利率%	15.8%	14.5%	14.3%	13.9%
营业税金及附加	357	395	437	461
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	46	63	63	70
营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	621	692	763	807
管理费用率%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
研发费用	198	158	210	203
研发费用率%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%
EBIT	5,729	6,049	6,401	6,644
财务费用	110	138	99	41
财务费用率%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-0	-6	-8	-7
投资收益	-77	17	-39	-11
营业利润	5,542	5,923	6,255	6,586
营业外收支	1	1	2	3
利润总额	5,544	5,924	6,257	6,589
EBITDA	7,485	7,377	7,964	8,100
所得税	825	761	868	880
有效所得税率%	14.9%	12.8%	13.9%	13.4%
少数股东损益	763	723	755	799
归属母公司所有者净利润	3,956	4,440	4,635	4,909

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,261	9,472	15,783	22,644
应收账款及应收票据	162	391	503	295
存货	4,051	5,419	3,014	5,230
其它流动资产	388	368	432	445
流动资产合计	9,863	15,652	19,733	28,614
长期股权投资	485	565	645	725
固定资产	23,020	22,271	21,231	20,208
在建工程	588	762	533	373
无形资产	3,137	3,079	3,011	2,948
非流动资产合计	29,447	28,901	27,645	26,481
资产总计	39,310	44,553	47,379	55,095
短期借款	70	70	270	370
应付票据及应付账款	3,674	4,613	2,543	5,426
预收账款	284	249	313	311
其它流动负债	2,058	2,101	2,314	2,381
流动负债合计	6,085	7,033	5,440	8,489
长期借款	3,765	3,765	3,765	3,765
其它长期负债	212	212	212	212
非流动负债合计	3,977	3,977	3,977	3,977
负债总计	10,063	11,010	9,418	12,466
实收资本	3,468	3,468	3,468	3,468
普通股股东权益	25,729	29,302	32,966	36,835
少数股东权益	3,518	4,240	4,995	5,794
负债和所有者权益合计	39,310	44,553	47,379	55,095

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。