

云铝股份 (000807.SZ) 产能利用率提高贡献弹性，绿电铝凸显中长期价值

2024年09月23日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

李怡然（分析师）

温佳贝（分析师）

liyiran@kysec.cn

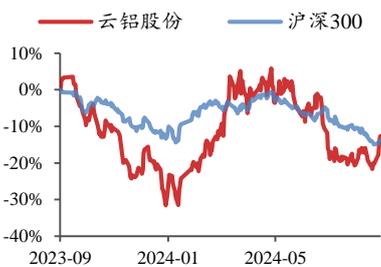
wenjiabei@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

证书编号：S0790524040009

日期	2024/9/20
当前股价(元)	12.55
一年最高最低(元)	15.99/9.73
总市值(亿元)	435.23
流通市值(亿元)	435.22
总股本(亿股)	34.68
流通股本(亿股)	34.68
近3个月换手率(%)	54.14

股价走势图



数据来源：聚源

● 电解铝板块量价、齐升，首次中期分红彰显投资价值

2024H1 公司实现营业收入 246.5 亿元，同比+39%，归母净利润 25.2 亿元，同比+66%；2024Q2 公司实现营业收入 132.9 亿元，同比+62%，环比+17%，实现归母净利润 13.6 亿元，同比+115%，环比+16%；主要系电解铝量价齐升所致。考虑到云南省电力供应较往年有所改善，我们预计下半年公司电解铝产线生产受限电限产的影响将会有所减少，预计 2024~2026 年公司实现归母净利润 49.48、56.18、59.30 亿元，同比分别变动+25.1%、+13.5%、+5.6%，EPS 分别为 1.43、1.62、1.71 元/股，对应 2024 年 9 月 20 日收盘价 PE 分别为 8.8、7.7、7.3 倍，维持“买入”评级。

● 上半年云南省复产工作提前，原铝板块实现量价齐升

产量来看，2024 年上半年，公司实现原铝产量 135.07 万吨，同比增长 39%，主要系上半年云南来水充足，电力供应高速增长，2024 年 1~7 月云南省发电量 1800.8 亿千瓦时，同比+23%，充足的电力供应也使得云南省在 2023 年 11 月减产 115 万吨电解铝产能后，并未进行新一轮减产，且于 2024 年 3 月开始推进复产，复产工作较往年提前。伴随云南省供电负荷增加，我们预计 2024Q4 电力对电解铝产能开工率的影响也将进一步下降。价格来看，2024H1 电解铝市场均价约为 1.98 万元/吨（含税），同比+7%，2024H1 氧化铝市场均价约 3535 元/吨（含税），同比+19%，2024H1 氧化铝产量达 72.3 万吨，氧化铝自给率接近 30%。

● 首次中期分红，夯实公司中长期投资价值

公司首次发布中期利润分配预案，拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 2.3 元（含税），共派发现金红利人民币 7.98 亿元，分红比例达 31.67%，较 2023 年全年分红比例 20.2% 大幅提高，首次中期分红+分红比例提高夯实公司中长期投资价值。

● **风险提示：**原材料价格波动风险、铝价波动风险、云南省光伏建设进展不及预期、云南省来水量不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	48,463	42,669	49,744	51,041	52,673
YOY(%)	16.1	-12.0	16.6	2.6	3.2
归母净利润(百万元)	4,568	3,956	4,948	5,618	5,930
YOY(%)	37.1	-13.4	25.1	13.5	5.6
毛利率(%)	14.9	15.8	16.2	17.2	17.9
净利率(%)	9.4	9.3	9.9	11.0	11.3
ROE(%)	20.8	16.1	17.2	16.6	15.1
EPS(摊薄/元)	1.32	1.14	1.43	1.62	1.71
P/E(倍)	9.5	11.0	8.8	7.7	7.3
P/B(倍)	1.9	1.7	1.5	1.2	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 专注绿电铝一体化，中铝入主共享平台优势.....	3
1.1、 电解铝行业精耕细作 50 余年，致力绿色铝一体化布局.....	3
1.2、 背靠中铝集团，通过子公司构建一体化产业链.....	3
1.3、 聚焦电解铝及铝加工业务，盈利持续高速增长.....	4
1.4、 2024 年首次实施中期分红，夯实中长期投资价值.....	6
2、 产能利用率提高贡献业绩弹性，绿电铝凸显中长期价值.....	7
2.1、 产能：拥有 305 万吨绿色铝产能，位居云南省第一位.....	7
2.2、 碳中和背景下，绿电铝大有可为.....	8
2.3、 云南地区电价处于全国低位，丰水期电力成本更为明显.....	9
2.4、 云南水力发电改善，公司电解铝产能利用率有望提高.....	10
3、 盈利预测与投资建议.....	11
4、 风险提示.....	12
附：财务预测摘要.....	14

图表目录

图 1： 公司坚持走低碳发展道路，绿电铝优势持续凸显.....	3
图 2： 中国铝业为公司控股股东，直接持股 29.1%（截至 20240630）.....	4
图 3： 2024H1 公司营收同比+39%.....	5
图 4： 2024H1 公司归母净利润同比+66%.....	5
图 5： 铝价中枢上行.....	5
图 6： 预计 2024 年电解铝产量达 270 万吨.....	5
图 7： 电解铝和铝加工贡献主要营收（亿元）.....	6
图 8： 电解铝和铝加工贡献主要毛利（亿元）.....	6
图 9： 截至 2024 年 6 月 30 日，公司资产负债率降至 23.4%.....	6
图 10： 2024H1 公司三项费用率降至 1.39%.....	6
图 11： 云铝股份一体化布局铝产业链（以 2024E 为准测算）.....	7
图 12： 云铝股份市占率中枢抬升.....	8
图 13： 上海碳排放市场交易价中枢不断上移.....	9
图 14： 云南省电网企业代理购电价格呈季节性变化（元/KWh）.....	9
图 15： 云南电力来源以水电为主.....	10
图 16： 云南水电平均利用小时数季节性变化较大（小时）.....	10
图 17： 云南水库库容有限.....	10
图 18： 魁北克调水工程库容远高于云南.....	10
图 19： ENSO 对我国西南地区降水量影响显著.....	11
图 20： 2019 年以来云南工业用电量快速增长.....	11
图 21： 2024 年云南省降雨量较 2023 年有所改善.....	11
图 22： 2024 年云南省发电量改善明显.....	11
表 1： 云铝股份电解铝产能分布在云南省.....	7
表 2： 碳排放交易市场建立对电解铝成本的影响（单位：元/吨）.....	8
表 3： 公司业绩拆分与盈利预测（百万元）.....	12
表 4： 可比公司盈利预测与估值（截至 2024/09/20）.....	12

1、专注绿电铝一体化，中铝入主共享平台优势

1.1、电解铝行业精耕细作 50 余年，致力绿色铝一体化布局

公司前身云南铝厂成立于 1970 年，在电解铝行业精耕细作 50 多年，不断提高电解槽电流强度，公司电解铝产能集中于近年来新投放的 400KA 和 500KA 的先进电解槽，吨铝电耗较低。此外，公司多年来公司通过不断内增外延，布局一体化产业链，截至 2024 年 6 月 30 日，公司上游铝土矿主要由子公司文山铝业中低品位铝土矿综合利用项目 300 万吨/年选矿产能供应，氧化铝主要由文山铝业一期及二期合计 140 万吨/年产能供应；中游电解铝主要由本部及 7 家子公司贡献产能，绿色铝产能达 305 万吨；辅料方面，公司拥有阳极炭素产能 80 万吨/年（权益炭素产能达 111.5 万吨/年）、石墨化阴极 2 万吨/年；下游方面，公司致力于扩大铝的应用和向中高端产品升级，研发并产业化生产铝焊材、高精铝、IT 用高端铝合金、新型锻造轮毂用铝合金、航空用铝合金、3N 铝锭等具有差异化竞争优势的新产品，公司铝合金产能达 160 万吨。

图1：公司坚持走低碳发展道路，绿电铝优势持续凸显



资料来源：公司官网、开源证券研究所

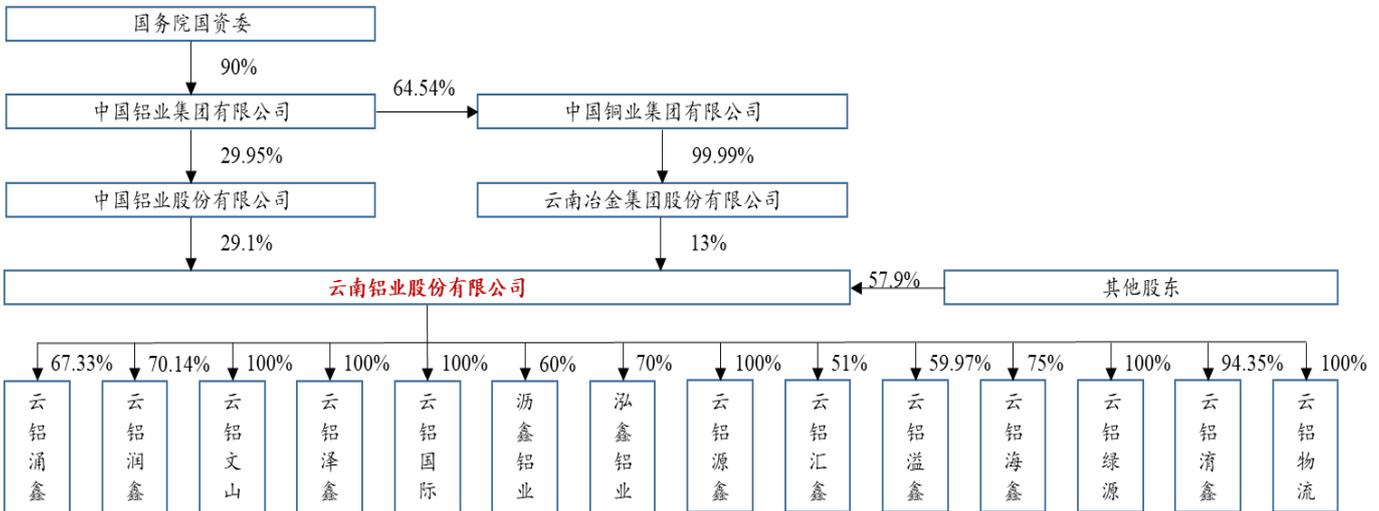
1.2、背靠中铝集团，通过子公司构建一体化产业链

背靠中铝集团，助力协同发展。2018 年 11 月，云南省政府无偿将持有的云南冶金 51% 股权划转至中国铜业，中铝集团间接成为公司控股股东。为解决同业竞争，中铝集团参与公司定增，分别于 2019 年及 2022 年收购公司 10%、19.9% 股权，成为公司控股股东。截至目前，国务院国资委通过中铝集团实际控制本公司，中铝集团持股的关联关系人云南冶金和中国铝业在云铝股份分别持股 13% 和 29.1%，共计 42.1%，中铝集团间接持股比例为 18.8%，股权分布较为集中。中铝集团是全球第一大氧化铝、电解铝供应商，铜业综合实力全国第一，铅锌综合实力全球第四、亚洲第一，在有色金属领域具有雄厚背景。背靠中铝集团，一方面公司氧化铝供应能够享受集采优势，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，另一方面能够发挥央企背景的资金优势及共享央企金融资源，拓宽融资渠道，降低融资成本。

通过子公司构建一体化铝产业链，子公司分工明确。公司通过子公司构建了集

铝土矿开采、氧化铝生产、电解铝冶炼、铝加工及铝用炭素制品生产为一体的较为完整的铝产业链，其中，云铝文山和云铝源鑫分别为公司提供氧化铝和电解铝用炭素两种原材料，云铝文山、云铝涌鑫、云铝海鑫、云铝溢鑫等七家子公司承担电解铝冶炼和铝加工的职能，云铝物流和云铝汇鑫则专注于物流和贸易业务。

图2：中国铝业为公司控股股东，直接持股 29.1%（截至 20240630）



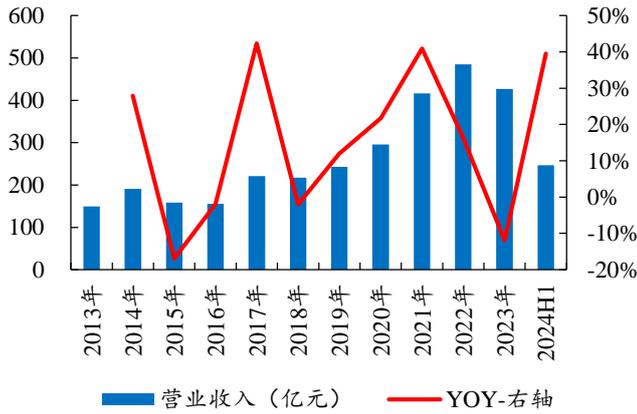
资料来源：Wind、开源证券研究所

1.3、聚焦电解铝及铝加工业务，盈利持续高速增长

2013 年至今公司营收稳步提高，主要受益于公司主营产品的量价齐升。2013~2023 年，公司营业收入由 149.28 亿元爬升至 426.69 亿元，CAGR 达 11%，主要系公司电解铝及铝加工产品产量的不断增加及铝价中枢上移所致。产量方面，2013 年至今公司电解铝产量稳步增长，由 2013 年的不足 100 万吨最高增长至 260 万吨；价格方面，伴随供给侧改革的实施，铝价中枢不断上移，2013~2023 年年复合增长率达 3%。

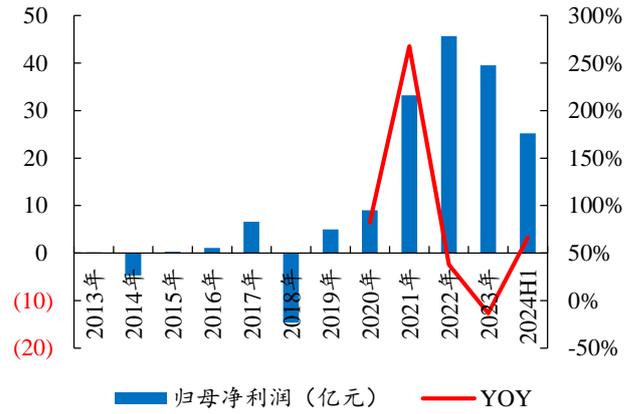
受益于铝价中枢上移，近年来公司净利润大幅提高。公司在 2013~2019 年间总体处于盈亏平衡的阶段，其中 2018 年出现严重亏损，主要系 2018Q4 铝价出现大幅下跌，叠加购电成本、购氧化铝成本、电价主要成本要素价格上涨所致。2020~2022 年，公司净利润开始大幅增长，从 2020 年的 9.03 亿元快速增长到 2022 年的 45.69 亿元，年复合增速高达 125%，主要系铝价由 2020 年的 1.42 万元/吨大幅上升至 2022 年的 1.99 万元/吨，复合增长率达 18.5%，叠加公司先前资产减值计提较为充分，财务费用也随着资本扩张结束而明显减少，使得公司盈利能力大幅提高。2023 年铝价承压，公司业绩小幅下滑，步入 2024 年伴随铝价高景气，公司业绩有望实现高增。

图3: 2024H1 公司营收同比+39%



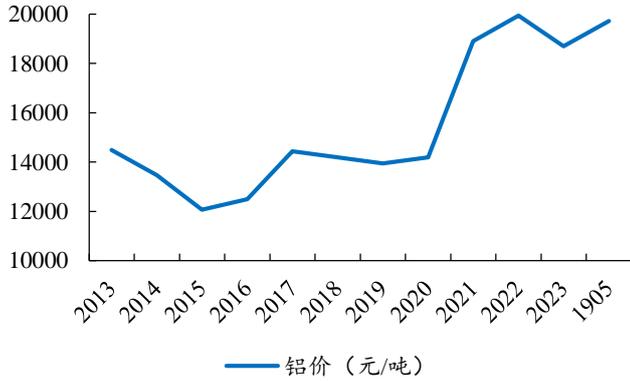
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 2024H1 公司归母净利润同比+66%



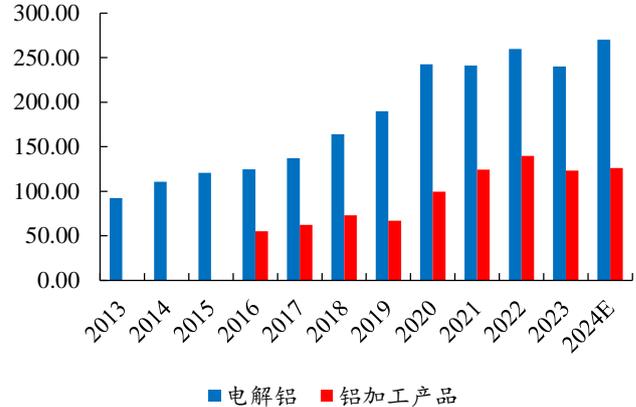
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 铝价中枢上行



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 预计 2024 年电解铝产量达 270 万吨



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

聚焦主业，电解铝和铝加工是公司利润的主要源泉。公司主营产品分为电解铝和铝加工产品两类，其中铝加工产品是由公司自产电解铝一体化加工而来；分产品看，电解铝和铝加工的营收占比及毛利占比相差不大，2023 年公司电解铝营收占比达 50.6%，毛利占比达 6.1%，铝加工营收占比达 47.8%，毛利占比达 42.3%。

图7: 电解铝和铝加工贡献主要营收 (亿元)

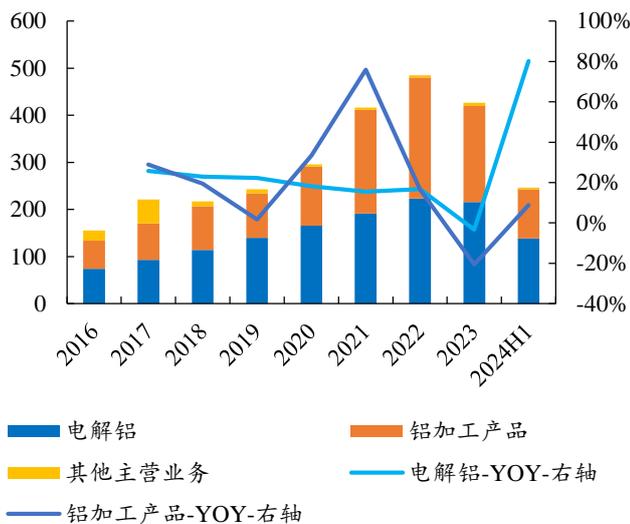
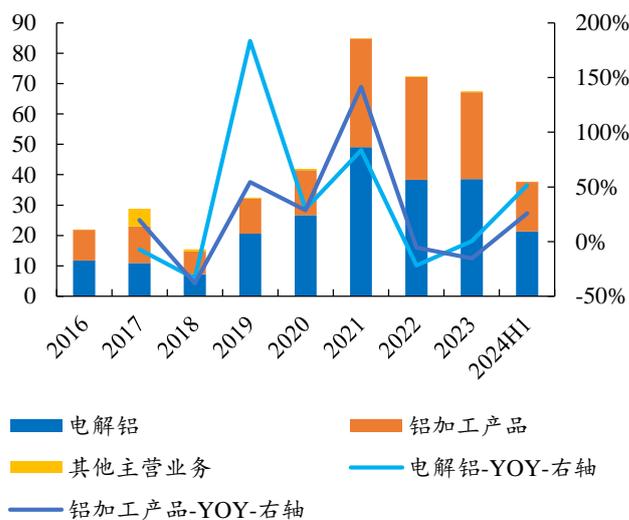


图8: 电解铝和铝加工贡献主要毛利 (亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

伴随公司资本扩张结束和盈利改善, 公司资产负债率明显优化。2020 年至今, 随着公司资本扩张接近尾声和盈利能力改善, 在建工程、长期借款、短期借款以及相关财务费用均大幅下降, 公司利用充裕的现金流来偿还债务, 公司长期借款从 2020 年的 99 亿元大幅减少至 2024 年 6 月 30 日的 39.77 亿元, 短期借款从 2020 年的 54.3 亿元减少至 2024 年 6 月 30 日的 0.3 亿元, 公司资产负债表得到明显优化, 资产负债率从 2020 年的 66% 降至 2024 年 6 月 30 日的 23.4%。

三项费用率占比不断下滑, 公司费控能力优异。2016 年至今公司三项费用率整体处于下滑趋势, 由 2016 年的 11.82% 下降至 2024H1 的 1.39%, 其中 2021 年较 2020 年大幅下滑 4.50pct 主要系 2021 年销售费用中的管理费用计入营业成本所致。统计口径改变后, 公司三项费用率占比依然处于下降状态, 可见公司费控能力较为优秀。

图9: 截至 2024 年 6 月 30 日, 公司资产负债率降至 23.4%

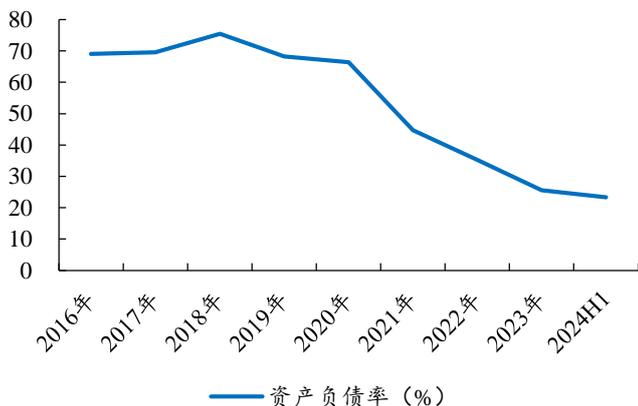
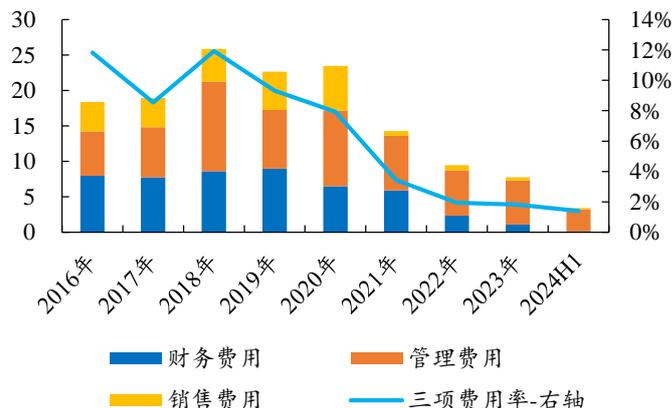


图10: 2024H1 公司三项费用率降至 1.39%



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

1.4、2024 年首次实施中期分红, 夯实中长期投资价值

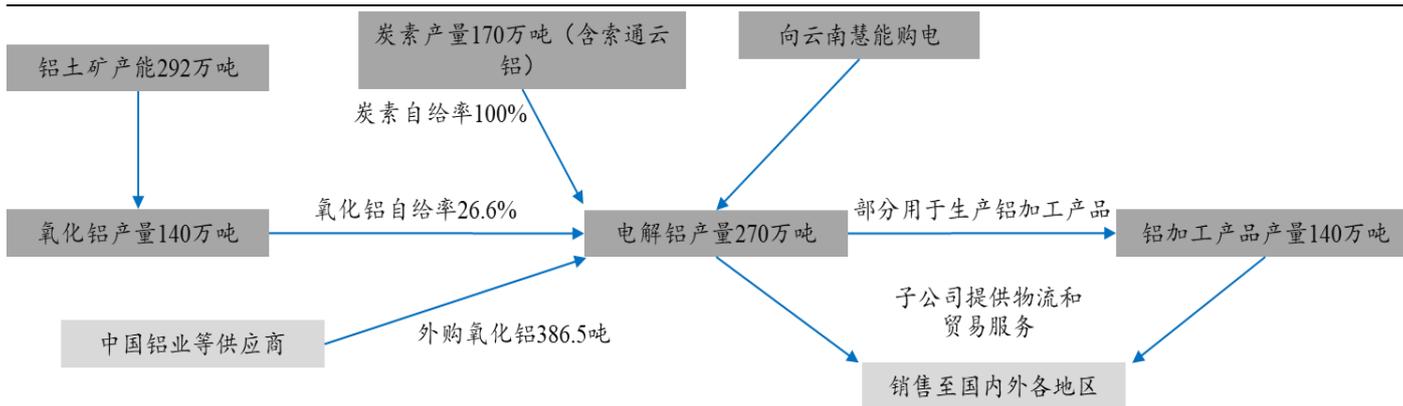
2024 年年中公司首次发布中期利润分配预案, 拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 2.3 元(含税), 共派发现金红利人民币 7.98 亿元, 分红比例达 31.67%,

较 2023 年全年分红比例 20.2% 大幅提高，首次中期分红+分红比例提高夯实公司中长期投资价值。

2、产能利用率提高贡献业绩弹性，绿电铝凸显中长期价值

公司向上延伸产业链，降低原材料价格波动风险。(1) 铝土矿：此前公司铝土矿供应来自于红舍克铝土矿项目以及卖酒瓶铝土矿项目，但由于持续开采导致矿山可采资源量下降，矿山无法继续供矿，2018 年，云铝募集资金用于文山铝土矿综合利用项目（包括歪山头矿山项目 80 万吨铝土矿、300 万吨/年选矿项目），该项目每年为公司提供 292 万吨铝土矿（歪山头矿山项目生产 80 万吨铝土矿、300 万吨/年选矿项目生产 212 万吨铝土矿），为文山铝业氧化铝生产提供铝土矿成品矿原材料。**(2) 氧化铝：**文山铝业一期 80 万吨+二期 60 万吨为电解铝的生产提供约 140 万吨年产量，氧化铝自给率达 28%，外购氧化铝主要来自大股东中铝集团，价格更低且供应稳定。**(3) 炭素：**按照 1 吨电解铝消耗 0.45 吨预焙阳极计算，公司每年约 260 万吨的电解铝产量需消耗 117 万吨炭素，子公司源鑫炭素生产预焙阳极，炭素产能 80 万吨，不足以覆盖公司需求，2018 年 2 月，公司与索通发展联合设立索通云铝，共同新建总计 90 万吨项目（一期 60 万吨，索通持股 65%，云铝持股 35%），一期项目 2021 年 7 月建成，二期项目 2022 年 7 月建成，至此公司炭素自有保障率可达 100%。

图11：云铝股份一体化布局铝产业链（以 2024E 为准测算）



资料来源：公司公告、SMM、开源证券研究所

2.1、产能：拥有 305 万吨绿色铝产能，位居云南省第一位

公司电解铝建成产能位居云南省第一位，2023 年产量市占率达 5.77%。产能端来看，目前公司合规绿色铝建成产能 305 万吨，截至 2024 年 7 月云南电解铝在产产能达 585 万吨，公司占比高达 52%，位居云南省第一位；放眼全国，截至 2024 年 7 月电解铝在产产能高达 4350 万吨，公司产能占比达 7%，在 A 股上市公司中，建成产能规模仅次于中国铝业。产量端来看，受益于新建产能的爬坡，2016 年至今公司电解铝产量市占率稳步提升，2023 年受限电影响略有下降。

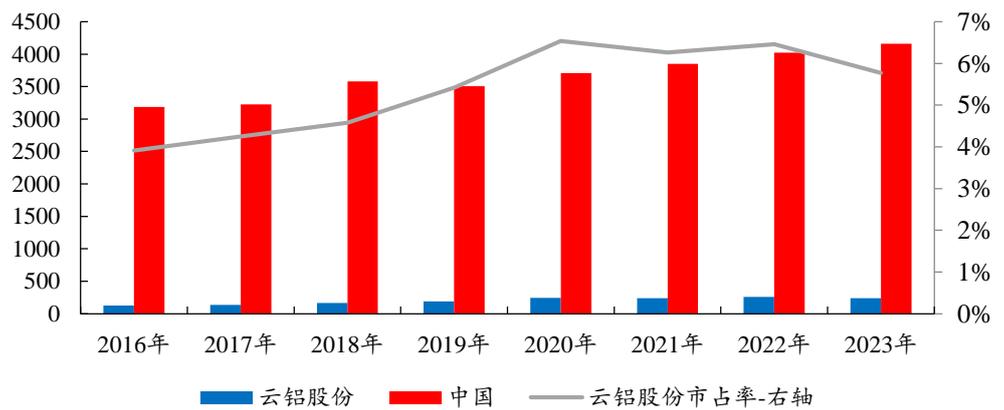
表1：云铝股份电解铝产能分布在云南省

产能	权益	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
本部（阳宗海）	100%	30	30	30	30
泽鑫铝业	100%	30	30	30	30
润鑫铝业	70%	30	30	30	30
涌鑫铝业	67%	30	30	30	30

产能	权益	2020年	2021年	2022年	2023年
涌鑫铝业	94%	38	38	38	38
鹤庆一期(溢鑫)	60%	21	21	21	21
鹤庆二期(溢鑫)	60%	24	24	24	24
昭通一期(海鑫)	75%	35	35	35	35
昭通二期(海鑫)	75%	0	0	35	35
文山铝业	100%	50	50	50	50

数据来源：中国有色金属报、公司公告等、开源证券研究所

图12：云铝股份市占率中枢抬升



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2.2、碳中和背景下，绿电铝大有可为

国内碳交易市场如火如荼，双碳目标下碳价上行势在必行。2013~2020年我国在北京、上海等8个省市先后开展碳排放交易试点，2020年12月，发电行业首先进入碳排放市场，2021年1月正式发布《全国碳排放交易权交易管理办法（试行）》，7月全国碳交易市场正式上线，政府确定配额总量，由市场交易形成碳价。全国碳交易市场开启后，碳价快随上行，目前已上涨至75元/吨左右，我们认为在双碳目标确立的大背景下，国内碳价上涨空间较大。

双碳目标提高绿电价值，绿色铝成本优势更为凸显。若电解铝进入碳排放交易市场，水电铝较火电铝的成本优势将更加凸显，按照吨铝碳排放量12吨进行测算，当碳价为80元/吨时，火电铝的碳排放成本达到960元/吨，水电铝碳排放成本则为0，绿色铝成本优势更加凸显。

绿色铝产能规模较大，绿色价值独具优势。公司拥有305万吨绿色铝产能，依托云南省丰富的绿色电力优势，2023年公司生产用电结构中绿电比例达到约80%。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%，碳排放成本优势凸显。此外公司坚持走“合金化”战略，致力于提高铝合金化率，减少碳排放足迹，2023年公司铝合金化率51%。

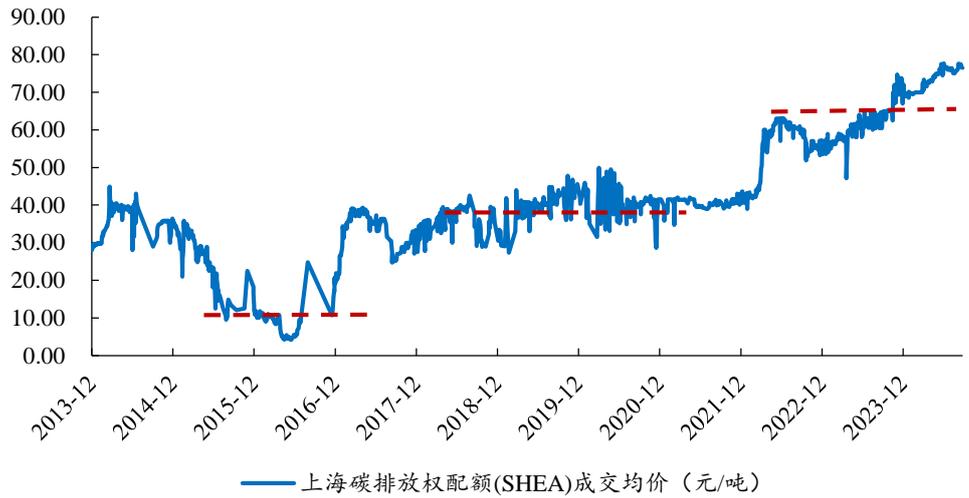
表2：碳排放交易市场建立对电解铝成本的影响（单位：元/吨）

碳排放成本	吨铝碳排放量 (吨)	吨铝碳排放成本	云铝股份吨铝碳排放成本	云铝股份优势
0	12	0	0	0

20	240	48	192
40	480	96	384
60	720	144	576
80	960	192	768
100	1200	240	960

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：上海碳排放市场交易价中枢不断上移

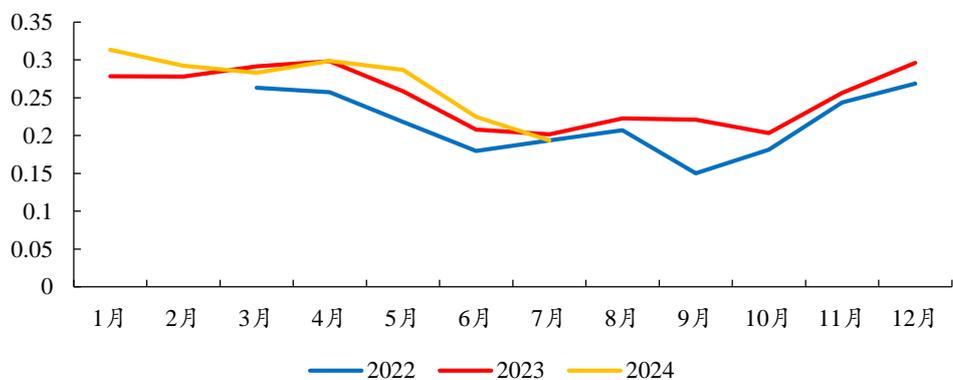


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、云南地区电价处于全国低位，丰水期电力成本更为明显

云南电价较其他地方成本优势明显。我国电解铝产地主要集中在山东、新疆、内蒙和云南。据北极星电力网数据，2024年7月上述地区电网代理购电价格中云南最低，主要系7月份为云南丰水期，电价普遍较低；枯水期来看，云南省电价虽相较于丰水期偏贵，但仍处于全国电价洼地，以2024年3月份为例，云南省电网代理购电价格为283元/MWh，仅高于蒙东、新疆地区，和青海地区持平，云南电力成本优势显著。

图14：云南省电网企业代理购电价格呈季节性变化 (元/KWh)



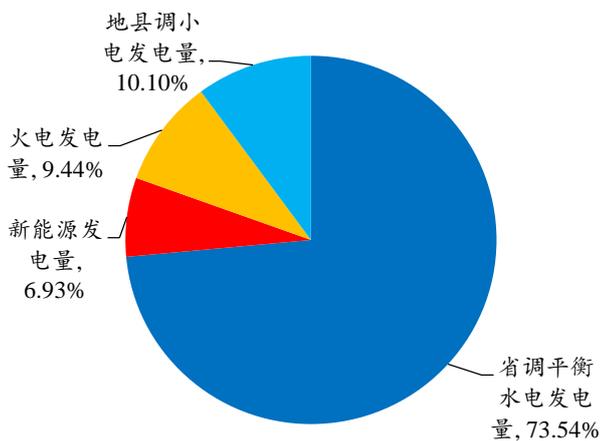
数据来源：北极星电力网、开源证券研究所

2.4、云南水力发电改善，公司电解铝产能利用率有望提高

云南冬春季节电力供应紧张问题主要源于枯水期水电出力不足。云南电力来源以水电为主。据昆明电力交易中心数据，2022年云南省省调平衡水电发电量达到2786.44亿千瓦时，占全年总发电量（含小电）73.54%。云南属于亚热带高原季风型气候，干湿季节分明，雨季为5-10月，集中了85%的降雨量，旱季为11月至次年4月，降水量只占全年的15%。而与同样以水电为主要电力来源的魁北克相比，云南大型调节水库数量有限，流域水电调蓄能力较弱，因而水电汛枯出力存在较大的季节性差异。

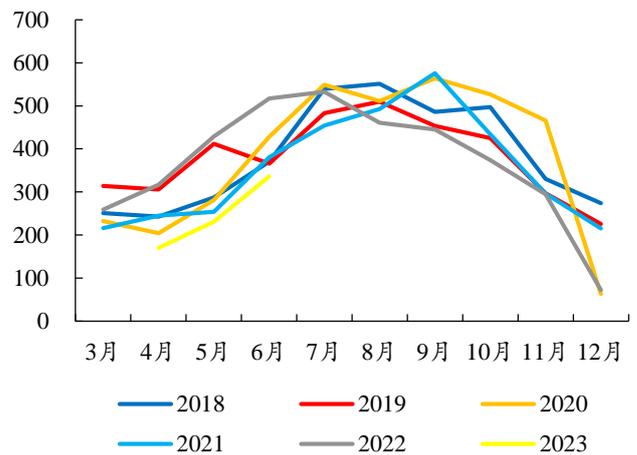
极端气候和工业用电需求的快速增长进一步加剧了云南枯水期用电的紧张状况。研究显示，厄尔尼诺-南方涛动（ENSO）对我国西南地区雨季长度和降水量有着较为显著的影响，具体表现为拉尼娜年雨季较长、降水较多，厄尔尼诺年雨季较短、降水较少，进一步加大了水库调蓄管理难度和水电汛枯出力差异。此外，近年来云南大量引入电解铝等高耗能工业，工业用电需求快速增长，这也进一步加剧了枯水期电力供应紧张情况。

图15：云南电力来源以水电为主



数据来源：昆明电力交易中心、开源证券研究所

图16：云南水电平均利用小时数季节性变化较大（小时）



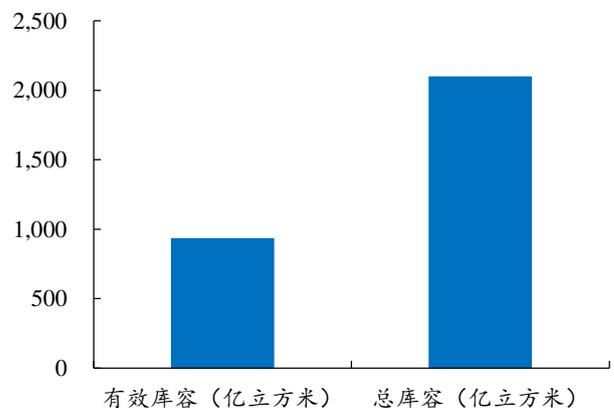
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：云南水库库容有限



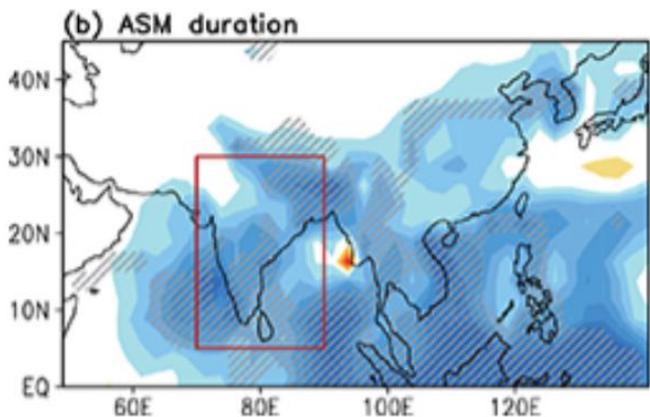
数据来源：Wind、云南省统计局、开源证券研究所

图18：魁北克调水工程库容远高于云南



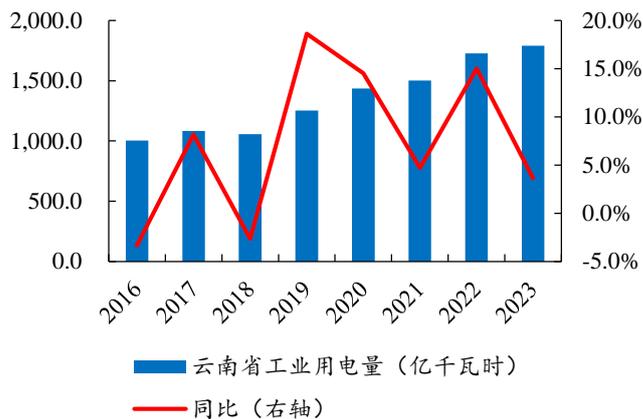
数据来源：水知识助手、开源证券研究所

图19: ENSO 对我国西南地区降水量影响显著



资料来源:《Revisiting the ENSO-monsoonal rainfall relationship: new insights based on an objective determination of the Asian summer monsoon duration》(注:蓝色部分表示拉尼娜年降水量减去厄尔尼诺年降水量的差值,颜色越深差值越大。)

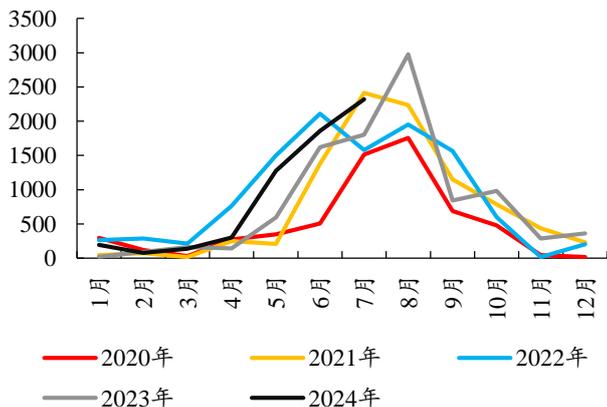
图20: 2019 年以来云南工业用电量快速增长



数据来源: Wind、云南省统计局、开源证券研究所

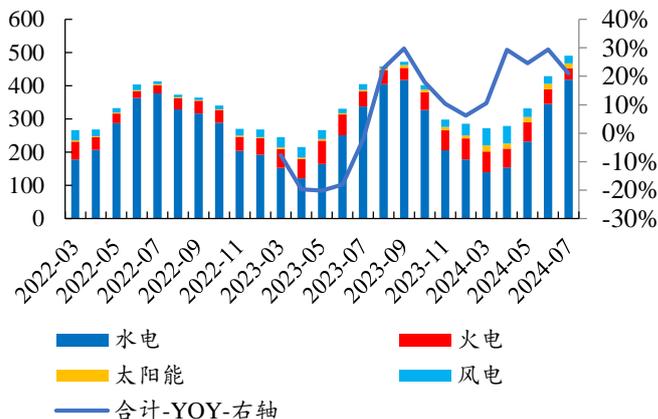
云南省枯水期发电量改善,公司电解铝产能利用率有望提高。步入 2024 年,云南省降雨量较 2023 年有所改善,枯水期发电量改善明显。2024 年上半年,公司实现原铝产量 135.07 万吨,同比增长 39%,主要系上半年云南来水充足,电力供应高速增长,2024 年 1~7 月云南省发电量 1800.8 亿千瓦时,同比+23%,充足的电力供应也使得云南省在 2023 年 11 月减产 115 万吨电解铝产能后,并未进行新一轮减产,且于 2024 年 3 月开始推进复产,复产工作较往年提前。伴随云南省供电负荷增加,我们预计 2024Q4 电力对电解铝产能开工率的影响也将进一步下降。

图21: 2024 年云南省降雨量较 2023 年有所改善



数据来源: Wind、开源证券研究所
注: 为云南省 11 市降雨量合计

图22: 2024 年云南省发电量改善明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

电解铝产量预测: 考虑到云南地区发电量改善明显,公司电解铝产能利用率明显提高,叠加光伏等其他发电方式的逐步推进,我们认为云南省电力波动受枯水期的影响将会有所减少,我们预计 2024~2026 年公司电解铝产量分别为 275、281、290 万吨。

铝价预测：目前国内电解铝产能有 4500 万吨天花板限制，增量有限，海外增量主要集中在东南亚及中东地区，受基础设施不完善影响进度缓慢，2026 年前难有大规模产能释放，需求端来看，国内地产竣工虽有拖累，但新能源、特高压等领域仍维持较高增速，尤其是亚非拉地区光伏装机规模的激增有望形成新的拉动力。我们认为 2024~2026 年铝行业有望持续维持高景气，我们预测 2024~2026 年铝价中枢分别为 1.98、2、2 万元/吨。

我们预计公司 2024~2026 年实现收入 497.44、510.41、526.73 亿元，同比分别变动+16.6%、+2.6%、+3.2%，实现归母公司净利润 49.48、56.18、59.30 亿元，同比分别变动+25.1%、+13.5%、+5.6%，EPS 分别为 1.43、1.62、1.71 元/股。

表3：公司业绩拆分与盈利预测（百万元）

业务板块	指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
电解铝	营业收入	191.2	223.4	216.0	280.5	271.1	260.8
	营业成本	142.1	185.0	177.4	234.1	223.3	213.0
	毛利	49.1	38.4	38.5	46.4	47.7	47.8
	毛利率	25.7%	17.2%	17.8%	16.5%	17.6%	18.3%
铝加工产品	营业收入	220.9	257.1	204.1	210.3	232.7	259.3
	营业成本	185.1	223.3	175.4	176.5	192.8	213.0
	毛利	35.8	33.8	28.7	33.8	39.9	46.3
	毛利率	16.2%	13.2%	14.0%	16.1%	17.1%	17.9%
其他业务收入	营业收入	4.6	4.1	6.7	6.7	6.7	6.7
	营业成本	4.6	3.9	6.4	6.4	6.4	6.4
	毛利	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
	毛利率	0.5%	5.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

电力供应+盈利能力改善带来短期业绩增长，绿电优势驱动公司长期向好。公司主营业务为电解铝，我们选取与公司业务相近的天山铝业、南山铝业和中国铝业作为可比公司，以 2024 年 9 月 20 日股价为基准，2024~2026 年可比公司平均估值分别为 10.0、8.6、8.1 倍，云铝股份分别为 8.8、7.7、7.3 倍，低于可比公司。公司电力来源以水电为主，全球低碳发展趋势下公司将持续受益。我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

表4：可比公司盈利预测与估值（截至 2024/09/20）

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601600.SH	中国铝业	7.1	0.39	0.72	0.78	0.87	14.4	9.8	9.1	8.1
002532.SZ	天山铝业	6.8	0.47	0.89	1.01	1.12	12.68	7.7	6.7	6.1
600219.SH	南山铝业	3.7	0.3	0.37	0.37	0.41	9.9	12.4	10.1	10.1
可比公司平均 PE							10.0	8.6	8.1	
000807.SZ	云铝股份	12.6	1.14	1.43	1.62	1.71	14.7	8.8	7.7	7.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（中国铝业来自 Wind 一致性预期，其余公司均为开源证券研究所预测）

4、风险提示

- (1) 云南光伏建设不及预期和云南省来水量不及预期，或将影响云南省发电量，进而影响公司电解铝产能利用率；
- (2) 下游需求不及预期，电解铝主要下游电力、交通、建筑领域需求超预期下滑，或将对铝价产生影响。
- (3) 原材料价格波动风险，氧化铝、预焙阳极、电力价格的大幅波动或将影响公司电解铝生产成本。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8246	9863	14277	16747	26104
现金	3045	5261	8797	11213	20800
应收票据及应收账款	960	162	1121	414	1032
其他应收款	36	27	60	21	66
预付账款	120	101	142	115	146
存货	3918	4051	3944	4747	3835
其他流动资产	168	261	214	237	226
非流动资产	30813	29447	33650	33009	32372
长期投资	489	485	441	376	322
固定资产	24380	23020	26811	26264	25757
无形资产	3126	3137	3337	3391	3413
其他非流动资产	2818	2805	3061	2978	2879
资产总计	39059	39310	47927	49757	58476
流动负债	9047	6085	9640	6506	9886
短期借款	470	70	270	170	220
应付票据及应付账款	5812	3674	6906	3866	7098
其他流动负债	2765	2342	2464	2469	2568
非流动负债	4736	3977	3936	2875	1877
长期借款	4377	3765	3650	2626	1610
其他非流动负债	359	212	286	249	267
负债合计	13783	10063	13576	9381	11764
少数股东权益	2925	3518	4472	5555	6698
股本	3468	3468	3468	3468	3468
资本公积	10693	10693	10693	10693	10693
留存收益	8142	11541	15672	20363	25314
归属母公司股东权益	22350	25729	29879	34821	40014
负债和股东权益	39059	39310	47927	49757	58476

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6914	5871	9672	5288	12153
净利润	5268	4718	5902	6701	7074
折旧摊销	1783	1737	1561	1746	1815
财务费用	233	110	-47	-151	-371
投资损失	-121	77	77	77	77
营运资金变动	-310	-881	2179	-3093	3553
其他经营现金流	62	109	0	9	6
投资活动现金流	-1033	-515	-5843	-1181	-1254
资本支出	964	733	5735	1206	1213
长期投资	-90	-87	44	65	54
其他投资现金流	20	305	-151	-40	-95
筹资活动现金流	-4589	-3080	-293	-1690	-1311
短期借款	-2248	-400	200	-100	50
长期借款	-2290	-612	-115	-1024	-1016
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	10	0	0	0	0
其他筹资现金流	-61	-2068	-378	-567	-345
现金净增加额	1297	2276	3536	2416	9587

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	48463	42669	49744	51041	52673
营业成本	41222	35923	41697	42252	43239
营业税金及附加	362	357	786	750	764
营业费用	71	46	35	31	26
管理费用	640	621	647	612	632
研发费用	83	198	75	77	79
财务费用	233	110	-47	-151	-371
资产减值损失	-251	-0	-817	-882	-512
其他收益	12	207	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	121	-77	-77	-77	-77
资产处置收益	153	0	0	0	0
营业利润	5905	5542	7285	8272	8731
营业外收入	7	5	6	6	6
营业外支出	5	4	5	4	5
利润总额	5907	5544	7286	8273	8733
所得税	639	825	1384	1572	1659
净利润	5268	4718	5902	6701	7074
少数股东损益	699	763	954	1083	1143
归属母公司净利润	4568	3956	4948	5618	5930
EBITDA	7915	7376	8770	9837	10150
EPS(元)	1.32	1.14	1.43	1.62	1.71

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	16.1	-12.0	16.6	2.6	3.2
营业利润(%)	24.6	-6.1	31.4	13.6	5.6
归属于母公司净利润(%)	37.1	-13.4	25.1	13.5	5.6
获利能力					
毛利率(%)	14.9	15.8	16.2	17.2	17.9
净利率(%)	9.4	9.3	9.9	11.0	11.3
ROE(%)	20.8	16.1	17.2	16.6	15.1
ROIC(%)	18.9	15.8	16.8	17.0	15.7
偿债能力					
资产负债率(%)	35.3	25.6	28.3	18.9	20.1
净负债比率(%)	14.1	-2.3	-11.2	-18.3	-38.4
流动比率	0.9	1.6	1.5	2.6	2.6
速动比率	0.5	0.9	1.1	1.8	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0
应收账款周转率	97.5	76.1	86.8	81.4	84.1
应付账款周转率	9.1	11.8	10.5	11.1	10.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.32	1.14	1.43	1.62	1.71
每股经营现金流(最新摊薄)	1.99	1.69	2.79	1.52	3.50
每股净资产(最新摊薄)	6.44	7.42	8.62	10.04	11.54
估值比率					
P/E	9.5	11.0	8.8	7.7	7.3
P/B	1.9	1.7	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.3	6.3	5.0	4.2	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn