

## 云铝股份深度报告——

# 一体化绿色铝龙头，竞争优势带来长期成长

太平洋证券研究院

首席 刘强 执业资格证书登记编号：S1190522080001

分析师 梁必果 执业资格证书登记编号：S1190524010001

研究助理 谭甘露 一般证券业务登记编号：S1190122100017

研究助理 钟欣材 一般证券业务登记编号：S1190122090007

## 报告摘要

**1、国内铝行业一体化产业链龙头，深耕铝行业四十余载。**云南铝业股份有限公司前身为云南铝厂，始建于1970年，1998年改制上市，1999年跃升为国家10大重点铝企业，2019年加入中铝集团，是全国有色行业、中国西部省份工业企业中唯一一家“国家环境友好企业”，及国家绿色工厂。在产业链布局中，公司上游自有铝土矿资源及开采，中游涵盖氧化铝、阳极碳素、石墨化、电解铝等生产冶炼，下游则覆盖多种铝加工应用产品，构建了一体化的绿色产业链。截至2024年H1末，公司已形成氧化铝140万吨、绿色铝305万吨，铝合金及铝加工产品160万吨，炭素制品82万吨的产能规模。

**2、中国铝土矿资源较为贫乏，电解铝产能接近“天花板”。**铝土矿储量主要集中在几内亚、越南、澳大利亚巴西、牙买加等国，根据USGS统计，2023年铝土矿储量前五国家合计占比约71%，相较而言，中国铝土矿资源较为贫乏，对外依赖度较高。受制于国内电解铝行业政策，电解铝产能“天花板”约为4500万吨，根据国家统计局等数据，自2024年4月以来，国内电解铝月度产量维持高水平，月度产能利用率维持95%以上水平，已接近产能上限。

**3、公司铝土矿资源禀赋优异，电解铝盈利优势明显。**公司铝土矿资源主要集中于云南省滇东南（文山州），子公司云铝文山拥有140万吨/年氧化铝生产规模，根据文山市政府信息披露，截至2023年6月23日，文山全州累计探明铝土矿资源量13332万吨，平均氧化铝品位49.91%，平均铝硅比为5.77，公司的铝土矿产能可达264万吨/年。经测算公司铝土矿自给率约25%，氧化铝自给率约30%，预焙阳极自给率分别约74%，根据SMM等数据测算，以2024年9月均价为例，生产1吨电解铝，在全部外采情形下毛利约0.22万元，公司对应毛利约0.31万元，公司电解铝单吨盈利具有明显优势。

**4、盈利预测与投资建议：**我们预计公司2024-2026年营业收入分别为487/517/550亿元，归母净利润分别为49/54/58亿元，对应EPS分别为1.40/1.56/1.68元/股。我们看好公司长期发展趋势，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**产品价格波动风险，电价调整以及限电风险，下游需求不及预期

## 目录

- 1、国内绿色铝龙头，经营状况持续向好
- 2、中国铝资源较为贫乏，电解铝产能接近上限
- 3、矿端资源带来单吨盈利优势
- 4、盈利预测与估值
- 5、风险提示

## 1.1 发展历程：国内绿色铝龙头企业，深耕铝行业四十余载

➤ **国内铝行业一体化产业链龙头，深耕铝行业四十余载。**云南铝业股份有限公司前身为云南铝厂，始建于1970年，1998年改制上市，1999年跃升为国家10大重点铝企业，2019年加入中铝集团，是全国有色行业、中国西部省份工业企业中唯一一家“国家环境友好企业”，及国家绿色工厂。在产业链布局中，公司上游自有铝土矿资源及开采，中游涵盖氧化铝、阳极碳素、石墨化、电解铝等生产冶炼，下游则覆盖多种铝加工应用产品，构建了一体化的绿色产业链。截至2024年H1末，公司已形成氧化铝140万吨、绿色铝305万吨，铝合金及铝加工产品160万吨，炭素制品82万吨的产能规模。

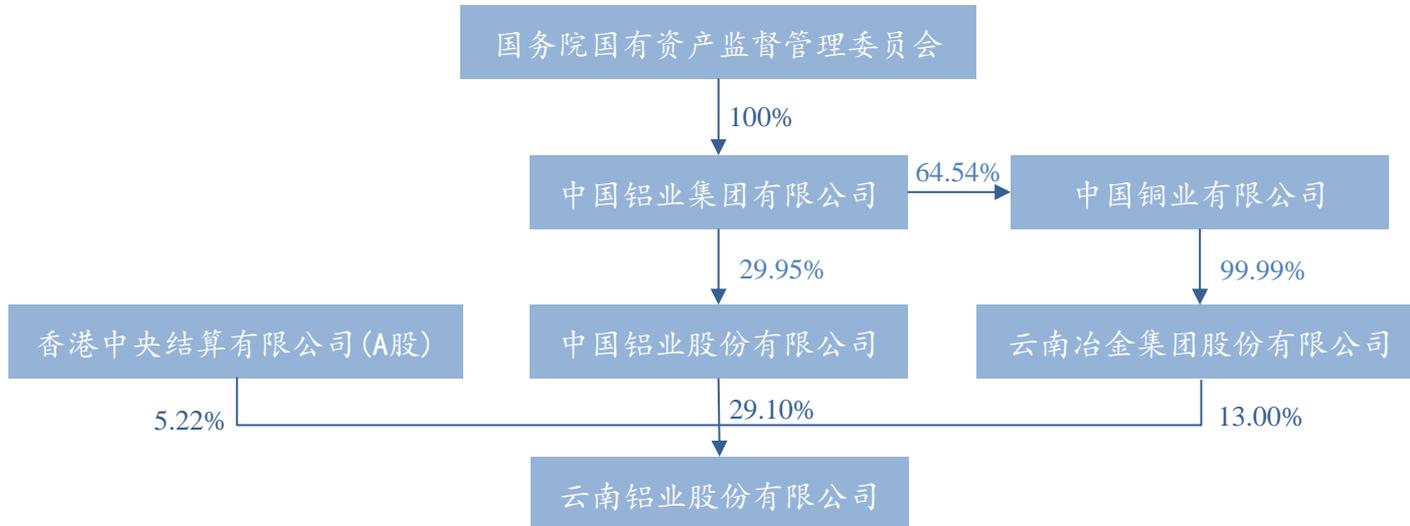
**图表：公司深耕铝行业四十余载，成为绿色铝龙头企业**



## 1.2 股权结构：公司实控人为国务院国资委

➤ **公司控股股东为中国铝业，实控人为国务院国资委。**自2019年，中铝集团逐步收购公司股份，公司控股股东从中国铜业变为中国铝业，实控人为国务院国资委。2022年中国铝业公告通过非公开协议方式现金收购云南冶金持有的云铝股份19%股权，交易完成后中国铝业直接持股29.1%，间接控股股东为中铝集团，中铝集团间接持股合计18%。中铝集团是全球最大的氧化铝、电解铝、高纯铝和铝用阳极生产供应商，公司与集团形成上下游协同发展。

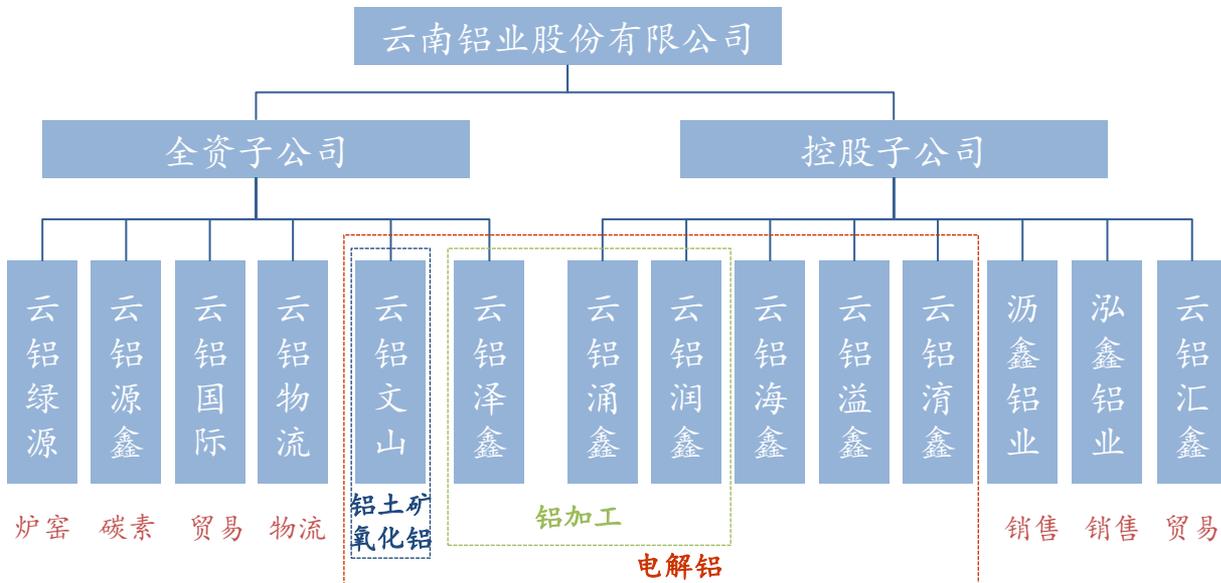
图表：公司实控人为国务院国资委（截至2024年H1末）



## 1.2 股权结构：公司实控人为国务院国资委

➤通过不同子公司布局，形成上下游一体化产业链。铝土矿及氧化铝：通过云铝文山布局铝土矿资源开发、氧化铝、电解铝生产；碳素：通过云铝源鑫布局铝用炭素制品业务；电解铝：海鑫、泽鑫、润鑫、涌鑫、溢鑫、涪鑫、云铝文山等子公司生产电解铝；铝应用：通过泽鑫、涌鑫、润鑫布局铝加工应用；贸易：云铝汇鑫及云铝国际两家子公司负责贸易；物流：通过云铝物流布局；销售：沥鑫铝业及泓鑫铝业两家子公司负责销售铝锭、铝加工、炭素等产品。

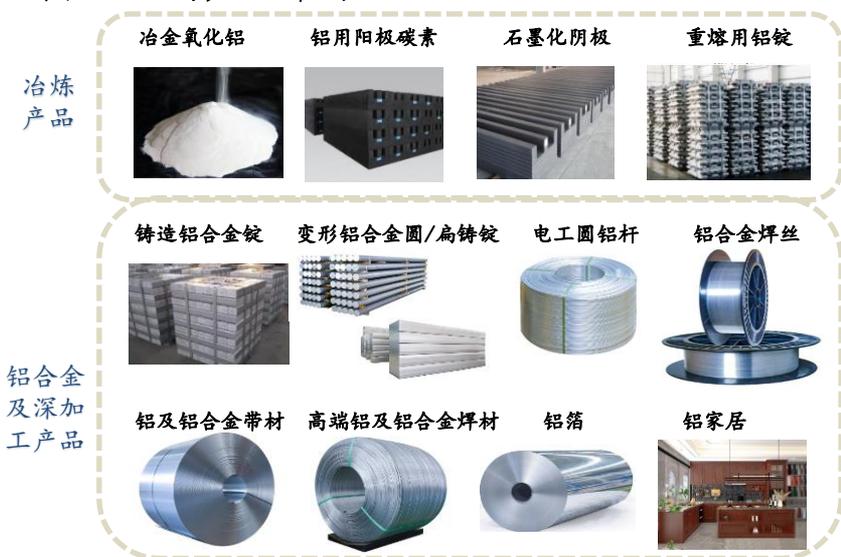
图表：公司拥有上下游一体化产业链



## 1.3 产品类型：全产业链布局，铝应用领域持续拓展

- **从资源端到应用端的一体化布局。**资源端：公司积极布局铝土矿资源。中游冶炼：自产碳素制品及氧化铝，自供给电解铝生产。下游应用：深化铝合金及其加工应用产品的研发生产，应用于建筑、汽车、电子、包装、家居等领域。
- **从基础工业到高端制造应用布局。**公司的铝合金及深加工产品广泛应用于不同领域。其中铸造铝合金锭可用于汽车轻量化的生产；铝箔可用于包装、电子、建筑装饰等行业；变形铝及铝合金铸锭用于轨道交通、航空航天等领域；铝合金焊丝可用于焊接、船舶及国防建筑等领域。

图表：公司产品布局



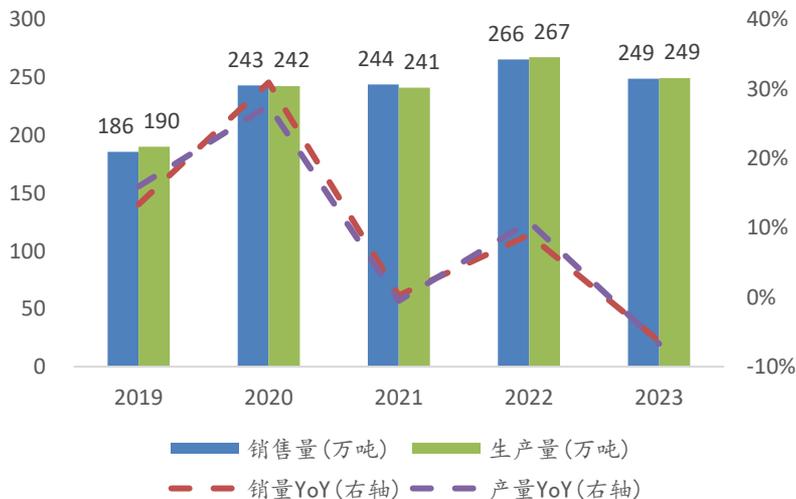
图表：产品类型及用途

产品类型	主要用途
冶金级氧化铝	铝冶炼生产
铝用炭素	铝冶炼生产
重熔用铝锭/重熔用精铝锭	清洁能源
铸造铝合金锭	汽车
铝箔产品	电子产品、电容器、无菌包装、食品及医药包装、建筑装饰、家用电器和汽车
铝及铝合金板带材	建筑、包装、印刷、家电制造
变形铝及铝合金圆/扁铸锭	航空航天、轨道交通
高端铝及铝合金焊材	焊接
铝合金焊丝	轨道交通、船舶及国防建筑、汽车、电力、自行车、集装箱
电工圆铝杆	线缆、冷媒通路铝管、电磁线、漆包线
全铝家居	家居

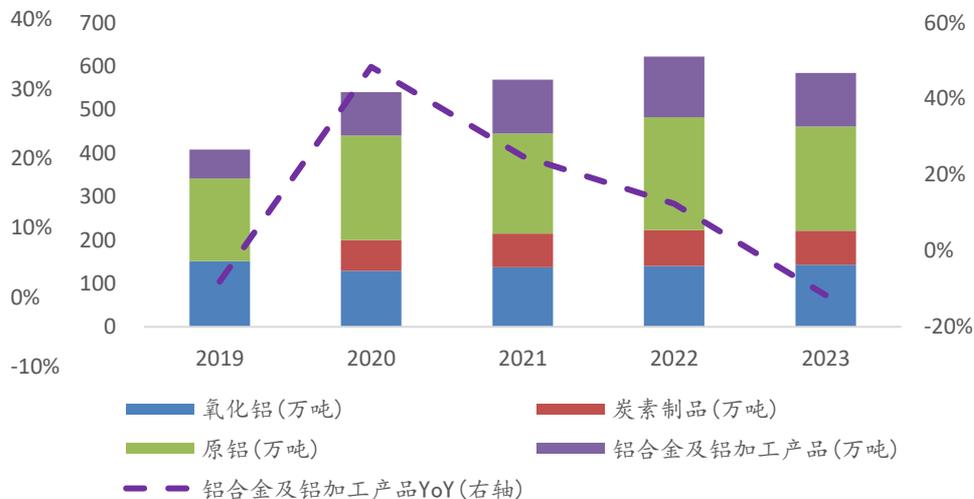
## 1.4 产销分析：产销趋于稳定，铝加工产品产量有所提升

- ▶ **公司经营以销定产，近年来产销趋于稳定。**公司铝行业销售量从2019年的185.65万吨增长至2023年的248.79万吨，复合增速为7.59%；铝行业生产量从2019年的189.94万吨增长至2023年的249.39万吨，复合增速为7.04%，近年来产销趋于稳定。
- ▶ **公司铝合金及铝加工产品产量上升。**公司主要产品有氧化铝、碳素制品、原铝、铝合金及铝加工产品，氧化铝、碳素制品、原铝近年来产量维稳。公司铝合金及铝加工产品产量从2019年的67.06万吨增长至2023年的123.25万吨，复合增速为16.43%，下游应用市场不断拓展。

图表：公司铝行业产销情况



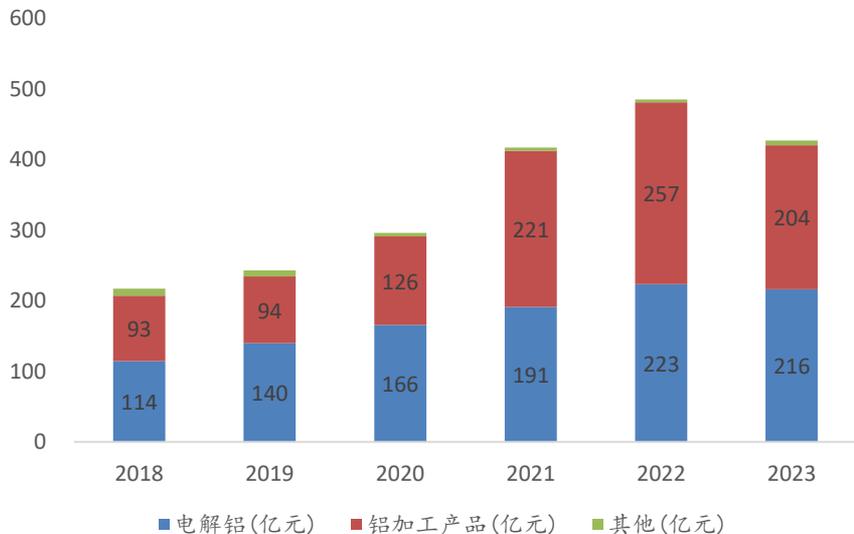
图表：公司主要产品产量情况



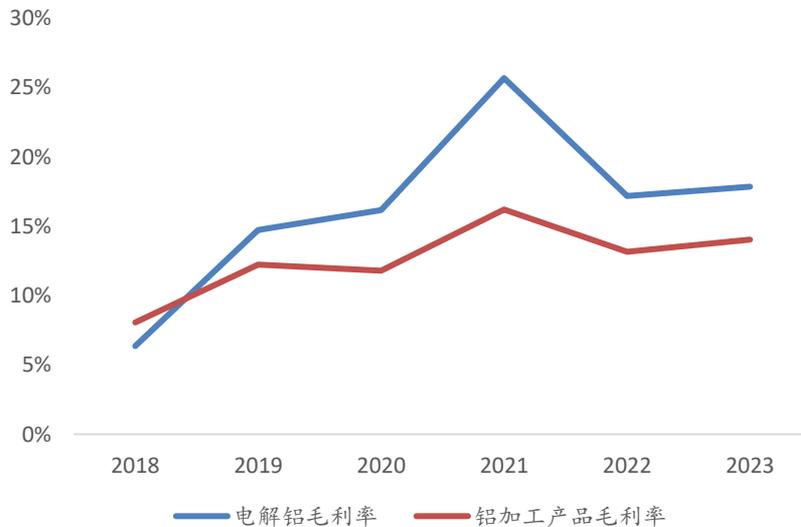
## 1.5 业务分析：电解铝、铝加工产品贡献主要收入来源

- **电解铝、铝加工产品为公司主要收入来源。**公司电解铝收入从2019年的140.02亿元增长至2023年的138.39亿元，复合增速为11.44%；铝加工产品收入从2019年的94.13亿元增长至2023年的204.07亿元，复合增速为21.34%，电解铝、铝加工产品为公司主要收入来源。
- **电解铝、铝加工产品业务毛利率维持较高水平。**2023年公司电解铝、铝加工产品毛利率分别为17.85%/14.04%，较2022年略有提升，保持较高水平。

图表：电解铝、铝加工为公司主要收入来源



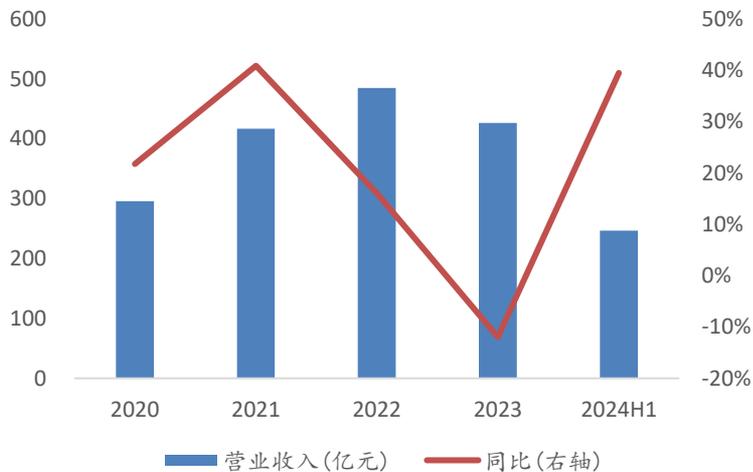
图表：公司主要业务毛利率维持较好水平



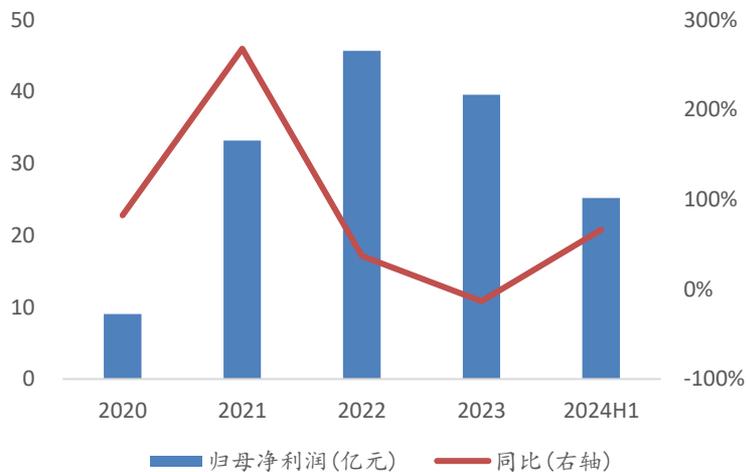
## 1.6 财务分析：公司2024H1业绩表现亮眼

➤**2024H1公司营收、净利润增速较高。**自2021年以来公司营收水平波动幅度较小，2024H1公司实现收入246亿元，同比+39%，实现归母净利润25亿元，同比+66%，主要受电解铝产量上升以及铝价走强影响。2024年上半年，公司原铝产量为135.1万吨，同比增加37.7万吨，主要系2024年3月云南复产电解铝，复产时间早于2023年。

图表：公司营业收入及增速



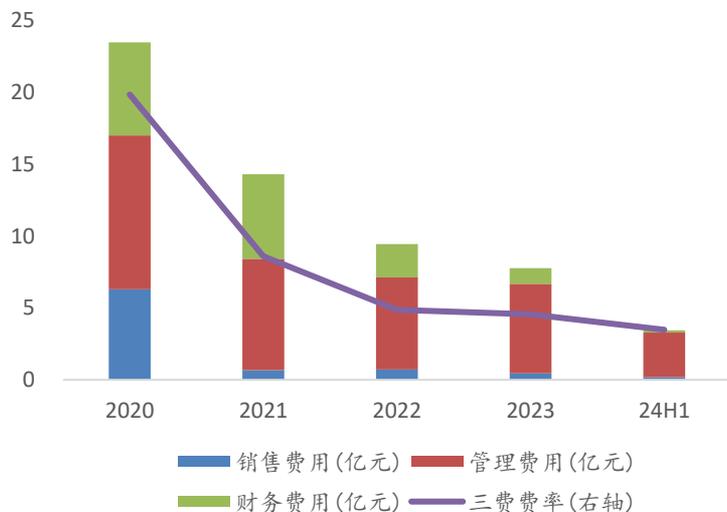
图表：公司归母净利润及增速



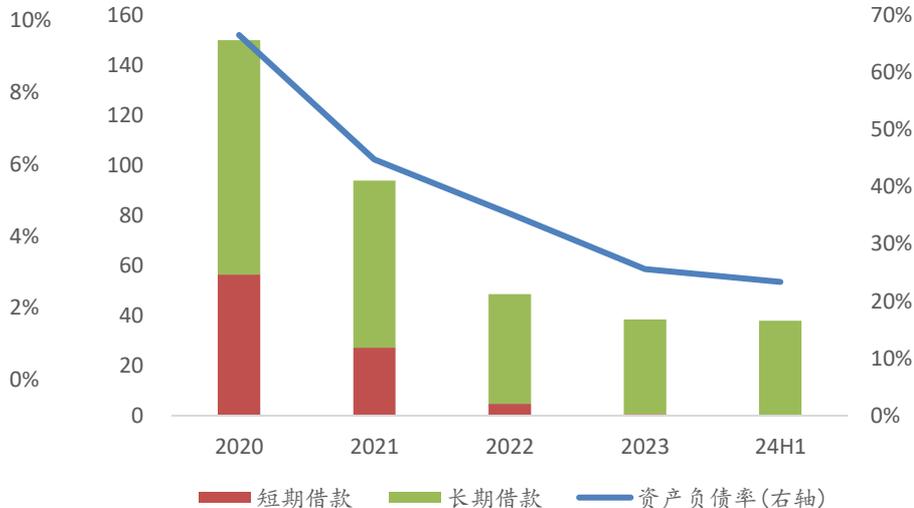
## 1.6 财务分析：期间费用率、杠杆率持续下降

➤ **期间费用率、资产负债率、长短期借款均持续下降。**公司销售、管理、财务合计费用率从2020年的7.93%下降至2024H1的1.39%，得益于近年来盈利中枢保持较高水平，公司长期借款、短期借款均有明显下降，助力财务费用不断下降。同时公司资产负债率不断下降，从2020年的66.46%下降至2024H1的23.35%，经营状况持续向好。

图表：公司费用率持续下降



图表：公司借款及杠杆率持续下降



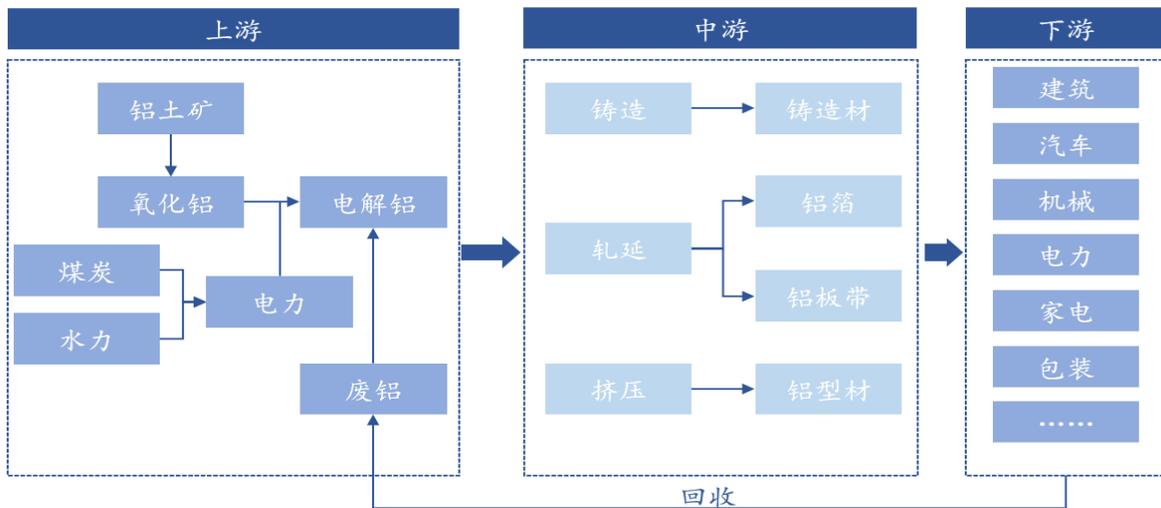
## 目录

- 1、国内绿色铝龙头，经营状况持续向好
- 2、中国铝资源较为贫乏，电解铝产能接近上限**
- 3、矿端资源带来单吨盈利优势
- 4、盈利预测与估值
- 5、风险提示

## 2.1 产业链：由铝土矿开采、氧化铝提炼、原铝生产和铝材加工组成

➤铝产业链包括上游资源开采和冶炼、中游深加工，以及下游各种行业的应用。铝产业链主要由铝土矿开采、氧化铝提炼、原铝生产和铝材加工四个环节组成。**资源及冶炼：**上游的矿产资源端以铝土矿为主，铝土矿经过开采、洗矿、溶解、过滤、酸化、灼烧等工序后，提炼出氧化铝；以氧化铝为原材料，冰晶石为溶剂，用高温熔盐电解工艺生产原铝。**铝合金及深加工：**电解铝可铸造成铝锭，或添加合金元素制成铝合金，通过锻、铸、轧、冲、压等方法进一步加工成板、带、管、线、箔等不同形状的铝材。**应用领域：**铝合金产品的下游应用领域广泛，包括建筑、汽车、光伏、包装、机械及家电等基础工业和高科技领域。

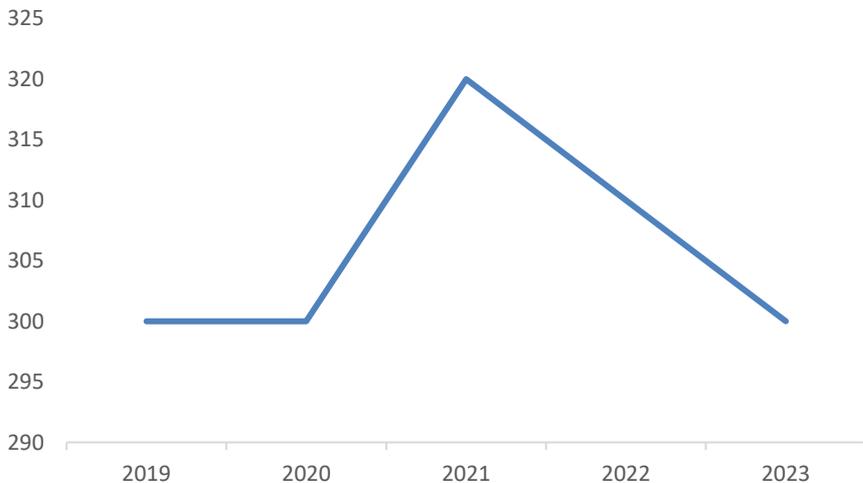
图表：铝产业链全景图



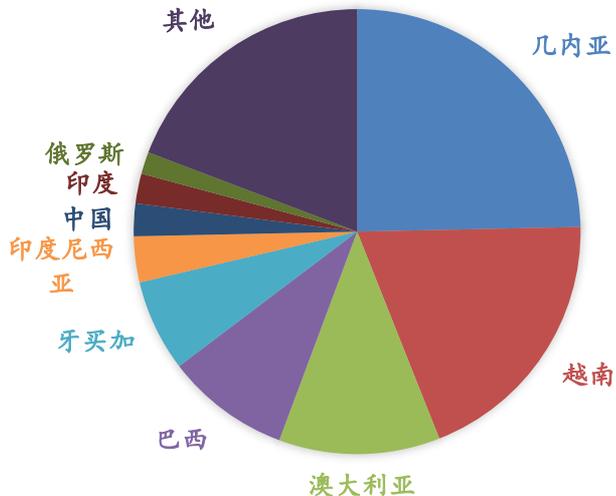
## 2.2 铝土矿：储量集中于几内亚、越南、澳大利亚等国

➤铝土矿储量主要集中在几内亚、越南、澳大利亚等国，中国资源量较为贫乏。根据USGS统计，2023年全球铝土矿储量约300亿吨，较2022年减少10亿吨。从国家来看，铝土矿储量主要集中在几内亚、越南、澳大利亚、巴西、牙买加等国，2023年铝土矿储量前五国家合计占比约71%。2023年中国铝土矿资源量为7.1亿吨，相较而言，中国铝土矿资源较为贫乏，对外依赖度较高。

图表：全球铝土矿储量（亿吨）



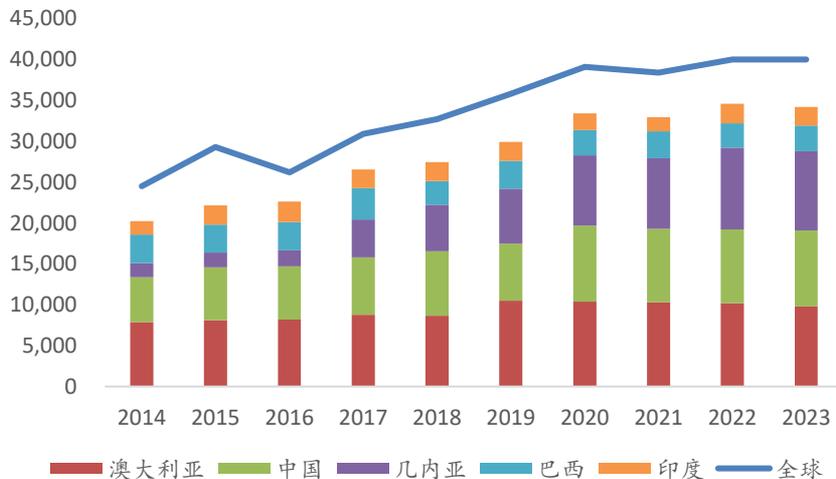
图表：主要国家铝土矿储量



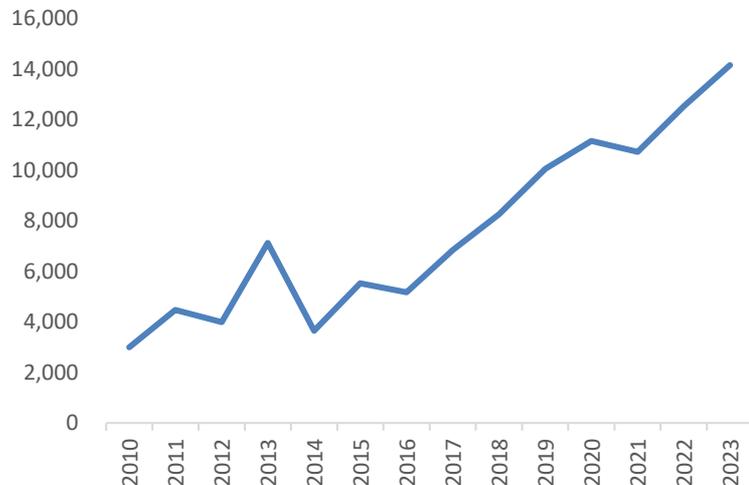
## 2.2 铝土矿：产量集中于澳大利亚、中国、几内亚等国

▶ 铝土矿产量主要集中在澳大利亚、中国、几内亚等国，中国对外铝资源依存度持续上升。根据USGS统计，2023年全球铝土矿产量约4亿吨，同比持平；其中澳大利亚、中国、几内亚、巴西、印度铝土矿产量分别为0.98/0.93/0.97/0.31/0.23亿吨，合计占全球总产量86%。根据海关总署统计，中国铝矿砂及其精矿净进口量从2016年的0.52亿吨上升至2023年的1.42亿吨，我国铝资源对外依存度持续上升。

图表：全球及主要国家铝土矿产量（万吨）



图表：中国铝矿砂净进口量（万吨）



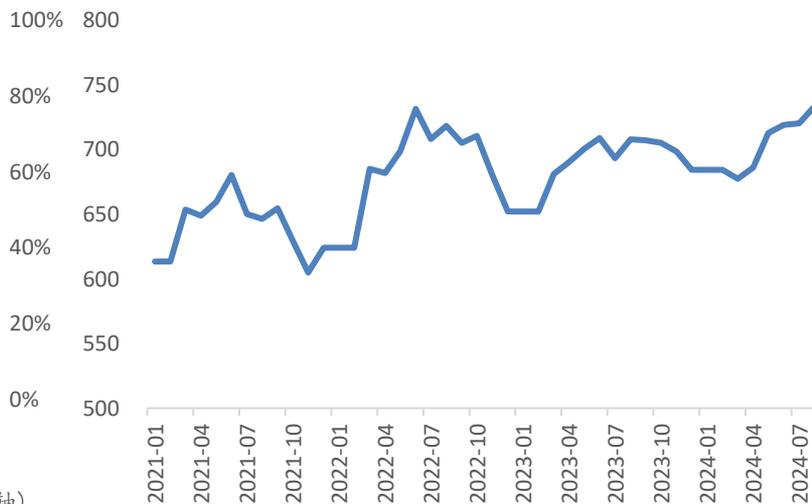
## 2.3 氧化铝：产能利用率维持较高水平

- **国内氧化铝产能利用率维持较高水平。** 根据国家统计局等数据，2023年底全国氧化铝产能约10402万吨，同比2022年底增加390万吨；2023年国内氧化铝产量为8244万吨，同比增加58万吨；全年氧化铝产能利用率为80%，自2017年以来维持80%及以上水平。
- **2024年3月以来国内氧化铝产量稳步提升。** 根据国家统计局等数据，2024年1-8月国内氧化铝产量为5588万吨，同比+2.5%；自2024年3月以来，国内氧化铝月度产量稳步提升，月度产能利用率维持80%以上水平。

图表：中国氧化铝产能、产量及利用率（年度）



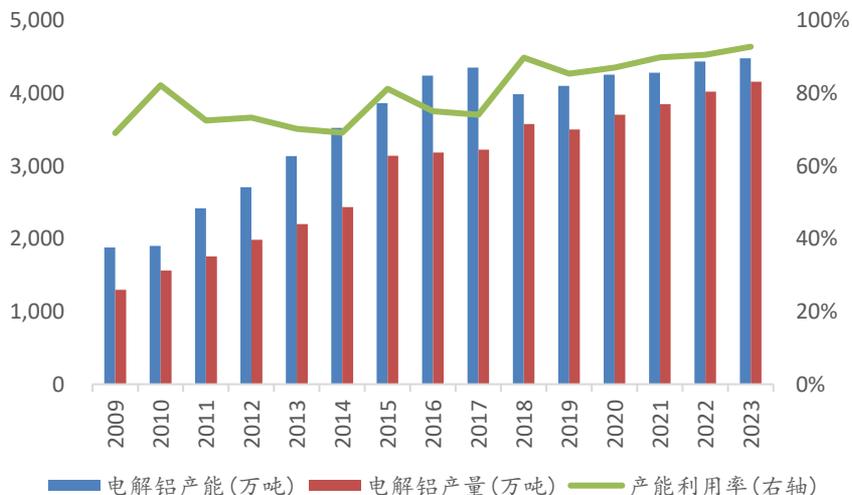
图表：中国氧化铝产量（万吨，月度）



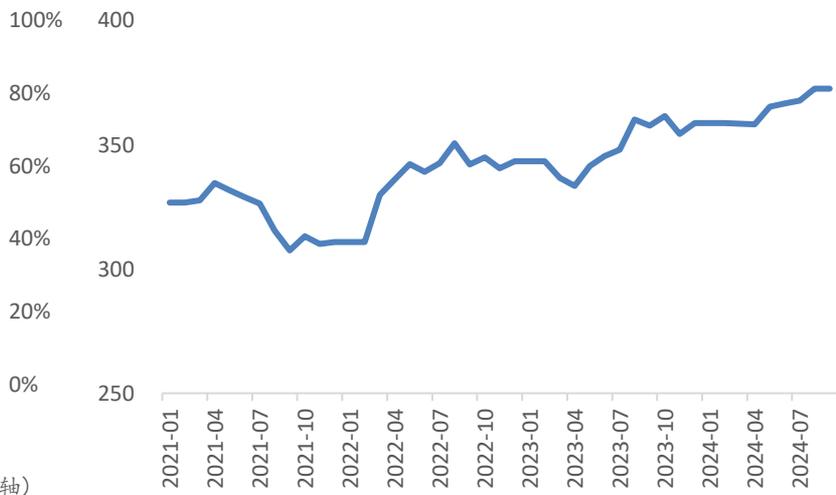
## 2.4 电解铝：产量已接近产能上限

- **国内电解铝产能利用率维持高水平。**受制于国内电解铝行业政策，电解铝产能“天花板”约为4500万吨，近年来全国电解铝产能已接近上限。根据国家统计局等数据，2023年底全国电解铝产能约4481万吨，同比2022年底增加44万吨；2023年国内电解铝产量为4159万吨，同比增加138万吨；全年电解铝产能利用率为93%，自2021年以来维持90%及以上水平。
- **2024年4月以来国内电解铝产能利用率维持95%以上水平。**根据国家统计局等数据，2024年1-8月国内氧化铝产量为2891万吨，同比+6.2%；自2024年4月以来，国内电解铝月度产量维持高水平，月度产能利用率维持95%以上水平，已接近产能上限。

图表：中国电解铝产能、产量及利用率（年度）



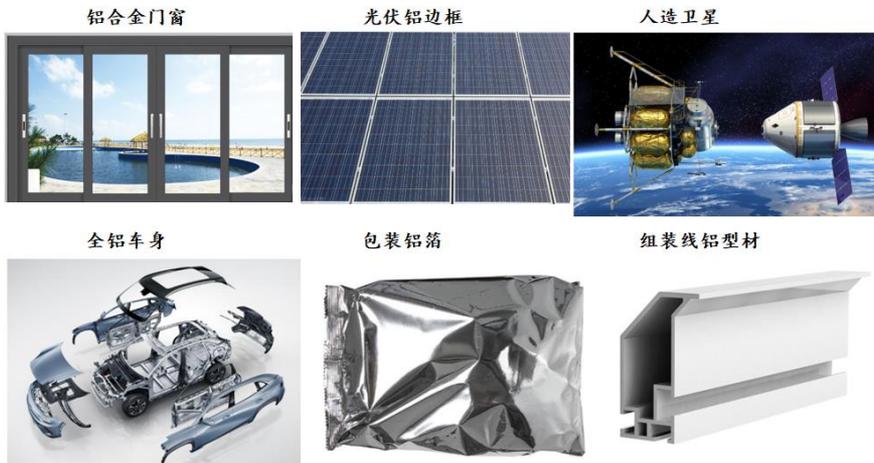
图表：中国电解铝产量（万吨，月度）



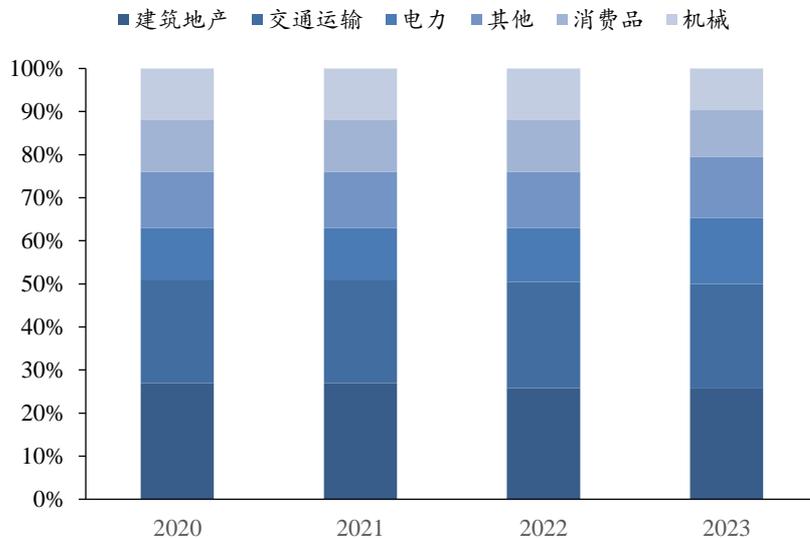
## 2.5 下游需求：建筑地产、交通运输为主要消费领域

- ▶ **铝合金具有较好的力学和加工性能。** 铝合金具有轻量化、良好的延展性、耐腐蚀性、良好导电性、较好导热率、无磁、耐低温等特点，广泛应用于房地产及建筑行业、汽车行业、电力设备等行业。
- ▶ **建筑地产和交通运输是铝材的主要消费领域。** 根据百川盈孚统计，2023年铝下游应用市场中，建筑地产、交通运输分别占比为26%/24%，合计约50%；其他消费领域中，电力、消费品、机械分别占比15%/11%/10%。

图表：铝合金产品应用



图表：铝下游应用市场



## 目录

- 1、国内绿色铝龙头，经营状况持续向好
- 2、中国铝资源较为贫乏，电解铝产能接近上限
- 3、矿端资源带来单吨盈利优势**
- 4、盈利预测与估值
- 5、风险提示

### 3.1 矿端资源：公司铝土矿资源禀赋优异

- 公司拥有264万吨/年铝土矿产能。**公司铝土矿资源主要集中于云南省滇东南（文山州），子公司云铝文山拥有140万吨/年氧化铝生产规模。根据文山市政府信息披露，截至2023年6月23日，文山全州累计探明铝土矿资源量13332万吨，平均氧化铝品位49.91%，平均铝硅比为5.77；已评审备案的铝土矿5830万吨，未评审备案的铝土矿7502万吨，公司的铝土矿产能可达264万吨/年。
- 公司铝土矿自给率约25%，氧化铝自给率约30%。**根据行业惯例，生产1吨电解铝需要1.93吨氧化铝，生产1吨氧化铝需要2.3吨铝土矿，2023年公司生产电解铝240万吨，经测算公司铝土矿自给率约25%，氧化铝自给率约30%。

图表：公司采矿权统计

序号	证号	内容	有效期	年原矿产量规模 (万吨/年)	原矿保有量 (万吨)	净矿保有量 (万吨)	目前状况
1	C5300002008123110002516	云铝文山红舍克铝土矿	2018.6.15-2022.6.15	131.26	1393.1	403.54	续办至2023年7月4日，目前已停产
2	C5300002008123110002519	云铝文山卖酒坪铝土矿	2020.9.13-2021.9.13	213.94	2004.92	1318.67	目前已停运不再续办
3	C5300002018043130146086	云铝文山板茂铝土矿	2018.4.13-2026.4.13	133.43	1118.06	625.55	开采中
4	C5300002019073110148256	云铝文山歪山头铝土矿	2019.7.15-2026.7.15	138.97	985.64	291.91	开采中
5	C5300002021033110151494	云铝文山麻栗坡县铁厂铝土矿	2021.3.2-2028.3.2	85.89	662.92	——	开采中

### 3.2 电解铝产能：占全国建成产能比例约7%

- ▶ **2023年底公司电解铝产能为305万吨。** 2018年公司电解铝产能为158万吨/年，后续通过增资鹤庆铝业、海鑫铝业（原昭通驰宏）以及投资文山铝业绿色水电铝材一体化项目实现电解铝产能快速扩张，截至2023年12月，公司现有电解铝产能305万吨/年，权益产能近252万吨/年。
- ▶ **2023年底公司电解铝产能占全国建成产能比例约7%。** 根据同花顺金融统计，2023年末全国电解铝建成产能为4481万吨，运行产能为4204万吨，公司电解铝产能占全国建成产能比例约7%。

图表：2023年底公司电解铝产能统计

	原有产能	关停产能	现有产能	权益占比	权益产能
云铝股份	30	10.16	19.84	100%	19.84
润鑫铝业	30	5.62	24.38	70.14%	17.10
涌鑫铝业	30	5.34	24.66	67.33%	16.60
泽鑫铝业	30	—	30	100%	30.00
消鑫铝业	38	—	38	94.35%	35.85
海鑫铝业	—	—	73	75%	52.50
鹤庆溢鑫	—	—	45	59.97%	26.99
文山铝业	—	—	50	100%	50.00
合计	158	21.12	304.88	—	251.13

图表：2023年主要企业统计

主要企业电解铝产能（万吨）		
中国铝业	495	不含云铝
中国宏桥	203	不含魏桥
山东魏桥	562	
云铝股份	305	
南山铝业	58	
天山铝业	120	
神火集团	170	
锦江集团	99.7	
信发集团	377	
国家电投	302	
合计	2692	

### 3.3 电解铝成本、利润测算：全部外购原材料情形

➤ **全部外购原材料情形下，电解铝成本与利润测算。** 根据SMM等统计，生产1吨电解铝需要1.93吨氧化铝、0.45吨预焙阳极、1.35万度电、0.04万元氧化铝，在全部原材料外采的情况下，以2024年9月均价为例，生产1吨电解铝总成本为1.75万元，其中氧化铝、预焙阳极、电力成本分别为0.77/0.17/0.54万元，合计占总成本约85%，再扣除人工、折旧等费用后，利润约为0.22万元。

图表：生产一吨电解铝成本与利润测算（全部外购原材料情形测算）

日期	铝现货月均价(万元/吨)	氧化铝月均价(万元/吨)	预焙阳极月均价(万元/吨)	电价	氧化铝成本(万元)	预焙阳极成本(万元)	用电成本(万元)	氧化铝、冰晶石等及人工成本(万元)	现金成本(万元)	折旧等费用(万元)	总成本(万元)	利润(万元)
2024-09	1.97	0.40	0.39	0.40	0.77	0.17	0.54	0.04	1.53	0.22	1.75	0.22
2024-08	1.93	0.39	0.39	0.40	0.75	0.18	0.54	0.04	1.51	0.22	1.73	0.20
2024-07	1.98	0.39	0.41	0.40	0.75	0.18	0.54	0.04	1.52	0.22	1.74	0.24
2024-06	2.06	0.39	0.41	0.40	0.75	0.19	0.54	0.04	1.52	0.22	1.74	0.32
2024-05	2.08	0.38	0.41	0.40	0.72	0.19	0.54	0.04	1.49	0.22	1.71	0.37
2024-04	2.03	0.33	0.41	0.40	0.64	0.19	0.54	0.04	1.41	0.22	1.63	0.39
2024-03	1.92	0.33	0.39	0.40	0.64	0.18	0.54	0.04	1.40	0.22	1.62	0.30
2024-02	1.88	0.34	0.39	0.40	0.65	0.17	0.54	0.04	1.41	0.22	1.63	0.26
2024-01	1.91	0.33	0.39	0.40	0.64	0.17	0.54	0.04	1.40	0.22	1.62	0.30
2023-12	1.88	0.30	0.40	0.40	0.58	0.18	0.54	0.04	1.34	0.22	1.56	0.32
2023-11	1.90	0.30	0.42	0.40	0.58	0.19	0.54	0.04	1.35	0.22	1.57	0.33
2023-10	1.92	0.30	0.44	0.40	0.58	0.20	0.54	0.04	1.35	0.22	1.57	0.34

### 3.4 氧化铝成本、毛利测算

➤ **氧化铝成本、毛利测算。** 根据上海有色网等统计，生产1吨氧化铝需要2.1-2.7吨铝土矿、0.12-0.14吨烧碱、0.3-0.5吨煤矿、0.2-0.9吨石灰，以2024年9月均价为例，生产1吨电解铝现金成本为0.24万元，其中铝土矿、烧碱、电力成本分别为0.10/0.04/0.05万元，合计占总成本约79%，再扣除石灰等费用后，毛利约为0.16万元。

图表：生产一吨氧化铝成本与毛利测算

日期	氧化铝月均价(万元/吨)	铝土矿月均价(万元/吨)	烧碱月均价(万元/吨)	电价	铝土矿成本(万元)	烧碱成本(万元)	用电成本(万元)	石灰及其它成本(万元)	现金成本(万元)	毛利(万元)
2024-09	0.40	0.04	0.31	0.40	0.10	0.04	0.05	0.05	0.24	0.16
2024-08	0.39	0.04	0.31	0.40	0.10	0.04	0.05	0.05	0.24	0.15
2024-07	0.39	0.04	0.32	0.40	0.10	0.04	0.05	0.05	0.24	0.15
2024-06	0.39	0.04	0.32	0.40	0.10	0.04	0.05	0.05	0.24	0.15
2024-05	0.38	0.04	0.32	0.40	0.09	0.04	0.05	0.05	0.24	0.14
2024-04	0.33	0.04	0.32	0.40	0.09	0.04	0.05	0.05	0.24	0.10
2024-03	0.33	0.04	0.33	0.40	0.09	0.04	0.05	0.05	0.24	0.10
2024-02	0.34	0.04	0.33	0.40	0.09	0.04	0.05	0.05	0.23	0.10
2024-01	0.33	0.04	0.33	0.40	0.09	0.04	0.05	0.05	0.24	0.10
2023-12	0.30	0.04	0.36	0.40	0.09	0.05	0.05	0.05	0.24	0.06
2023-11	0.30	0.04	0.36	0.40	0.09	0.05	0.05	0.05	0.24	0.06
2023-10	0.30	0.04	0.36	0.40	0.09	0.05	0.05	0.05	0.24	0.06

### 3.5 预焙阳极成本、毛利测算

► **预焙阳极成本、毛利测算。** 根据SMM等统计，生产1吨预焙阳极需要1.13吨石油焦、0.15吨改质沥青、50立方米天然气，以2024年9月均价为例，生产1吨预焙阳极现金成本为0.37万元，其中石油焦、沥青、天然气分别为0.23/0.07/0.02万元，合计占总成本约74%，再扣除人工等费用后，毛利约为0.06万元。

图表：生产一吨预焙阳极成本与毛利测算

日期	预焙阳极月均价(万元/吨)	石油焦月均价(万元/吨)	沥青月均价(万元/吨)	石油焦成本(万元)	沥青成本(万元)	天然气成本(万元)	人工及其它成本(万元)	现金成本(万元)	毛利(万元)
2024-09	0.43	0.20	0.46	0.23	0.07	0.02	0.05	0.36	0.06
2024-08	0.43	0.20	0.45	0.23	0.07	0.02	0.05	0.37	0.07
2024-07	0.44	0.21	0.45	0.23	0.07	0.02	0.05	0.37	0.07
2024-06	0.45	0.21	0.45	0.23	0.07	0.02	0.05	0.37	0.08
2024-05	0.45	0.21	0.46	0.24	0.07	0.02	0.05	0.38	0.08
2024-04	0.45	0.22	0.46	0.25	0.07	0.02	0.05	0.39	0.06
2024-03	0.45	0.24	0.45	0.27	0.07	0.02	0.05	0.40	0.05
2024-02	0.45	0.24	0.44	0.27	0.07	0.02	0.05	0.41	0.04
2024-01	0.45	0.25	0.44	0.28	0.07	0.02	0.05	0.42	0.03
2023-12	0.46	0.24	0.44	0.27	0.07	0.02	0.05	0.41	0.06
2023-11	0.47	0.25	0.46	0.28	0.07	0.02	0.05	0.41	0.06
2023-10	0.48	0.25	0.48	0.28	0.07	0.02	0.05	0.42	0.06

### 3.6 盈利优势：原材料自供部分可增厚公司单吨盈利

►公司氧化铝、预焙阳极自给率分别约30%/74%，原材料自供部分可增厚公司单吨盈利。根据SMM等数据测算，以2024年9月均价为例，生产1吨电解铝，在全部外采情形下毛利约0.22万元，公司对应毛利约0.31万元，公司电解铝单吨盈利具有明显优势。

图表：公司毛利优势测算

日期	电解铝毛利 (万元)	氧化铝毛利 (万元)	预焙阳极毛利 (万元)	全部外采毛利 (万元)	全部自供毛利 (万元)	公司毛利(万 元)
2024-09	0.22	0.16	0.06	0.22	0.44	0.31
2024-08	0.20	0.15	0.07	0.20	0.41	0.29
2024-07	0.24	0.15	0.07	0.24	0.46	0.33
2024-06	0.32	0.15	0.08	0.32	0.55	0.43
2024-05	0.37	0.14	0.08	0.37	0.58	0.47
2024-04	0.39	0.10	0.06	0.39	0.55	0.47
2024-03	0.30	0.10	0.05	0.30	0.44	0.36
2024-02	0.26	0.10	0.04	0.26	0.40	0.32
2024-01	0.30	0.10	0.03	0.30	0.43	0.35
2023-12	0.32	0.06	0.06	0.32	0.44	0.38
2023-11	0.33	0.06	0.06	0.33	0.45	0.39
2023-10	0.34	0.06	0.06	0.34	0.46	0.40

## 目录

- 1、国内绿色铝龙头，经营状况持续向好
- 2、中国铝资源较为贫乏，电解铝产能接近上限
- 3、矿端资源带来单吨盈利优势
- 4、盈利预测与估值**
- 5、风险提示

## 4 盈利预测与投资建议

- ▶ **关键假设：**（1）随着云南发电量提升，以及公司增加光伏等绿色能源配套，公司电解铝产能利用率有望逐步提升，我们预计2024-2026年公司电解铝产量分别为270/280/290万吨，铝加工产品产量分别为125/125/125万吨；（2）公司三费率及研发费用率保持稳定，2024-2026年销售费用率分别为0.1%/0.1%/0.1%，管理费用率分别为1.2%/1.2%/1.2%，财务费用率分别为0%/0%/0%，研发费用率分别为0.2%/0.2%/0.2%。
- ▶ **收入预测：**（1）电解铝收入：预计2024-2026年收入分别为270/294/321亿元；（2）铝加工产品收入：预计2024-2026年收入分别为211/216/221亿元；（3）其他收入：预计2024-2026年收入分别为7/7/8亿元。
- ▶ **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2024-2026年营业收入分别为487/517/550亿元，归母净利润分别为49/54/58亿元，对应EPS分别为1.40/1.56/1.68元/股。我们看好公司长期发展趋势，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 4 盈利预测与投资建议

图表：公司业务收入预测

		单位	2022	2023	2024E	2025E
电解铝	营业收入	亿元	223	216	270	294
	营业成本	亿元	142	177	227	246
	毛利率		17%	18%	16%	16%
铝加工产品	营业收入	亿元	257	204	211	216
	营业成本	亿元	223	175	181	184
	毛利率		13%	14%	14%	15%
其他	营业收入	亿元	4	7	7	7
	营业成本	亿元	4	6	6	7
	毛利率		5%	4%	4%	4%

## 4 盈利预测与投资建议

图表：盈利预测与财务指标

	单位	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	百万元	48,463	42,669	48,734	51,718	54,975
YoY		16.08%	-11.96%	14.22%	6.12%	6.30%
归母净利润	百万元	4,569	3,956	4,866	5,406	5,835
YoY		37.07%	-13.41%	23.00%	11.10%	7.94%
EPS	元/股	1.32	1.14	1.40	1.56	1.68
PE		10.92	12.65	10.28	9.25	8.57

图表：可比公司PE估值（根据iFind一致预期，2024年10月18日收盘价）

证券代码	公司名称	股价(元)	净利润(百万元)			EPS(元/股)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601600.SH	中国铝业	8.55	13,637	14,131	15,089	0.79	0.82	0.88	10.76	10.38	9.72
600219.SH	南山铝业	4.12	4,501	4,652	5,090	0.38	0.40	0.43	10.73	10.37	9.49
002532.SZ	天山铝业	8.15	4,062	4,517	4,928	0.87	0.97	1.06	9.33	8.40	7.70
	均值								10.27	9.72	8.97
000807.SZ	云铝股份	14.42	4,866	5,406	5,835	1.40	1.56	1.68	10.28	9.25	8.57

## 目录

- 1、国内绿色铝龙头，经营状况持续向好
- 2、中国铝资源较为贫乏，电解铝产能接近上限
- 3、矿端资源带来单吨盈利优势
- 4、盈利预测与估值
- 5、风险提示**

## 风险提示

- 产品价格波动风险；
- 电价调整以及限电风险；
- 下游需求不及预期。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街9号华远企业号D座二单元七层

上海市浦东南路500号国开行大厦10楼D座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心19层1904号

广州市大道中圣丰广场988号102室



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

### 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。