

Q3 电解铝增量明显，绿色铝凸显长期价值

2024 年 10 月 28 日

► **事件：公司发布 2024 年三季度报。** 24Q1-3 营业收入 391.86 亿元，同比增长 31.67%；归母净利润 38.2 亿元，同比增长 52.49%；扣非归母净利润 36.8 亿元，同比增长 48.81%。单季度看，2024Q3 营业收入 145.38 亿元，同比增长 20.24%，环比增长 9.39%；归母净利 13.0 亿元，同比增长 31.42%，环比-3.99%；扣非归母净利 12.9 亿元，同比增长 31.58%，环比-4.32%。符合业绩预告区间。

► **2024Q3，公司归母净利润环比小幅下降。环比来看，**主要增利项：所得税 (+0.76 亿元)，少数股东损益 (+0.94 亿)。主要减利项：毛利 (-1.62 亿元，主要因为电解铝价格下跌，氧化铝上涨)，费用和税金(-0.38 亿元)，其他/投资收益 (-0.24 亿元)。

► **电解铝产能利用率大幅提升，单吨利润小幅下滑。**量：三季度公司电解铝产能利用率大幅提升，实现满负荷生产，氧化铝维持满产。24Q1-3 公司生产氧化铝 107.32 万吨，电解铝 214.8 万吨。单季度看，24Q3 公司生产氧化铝 35.02 万吨，环比略减少 0.72 万吨；电解铝 79.73 万吨，环比增加 8.4 万吨，同比增加 13.2 万吨（主要由于 2023 年 6 月复产，8 月才复产完毕）。价&利：24Q3 市场铝价环比-975 元/吨，氧化铝环比+212 元/吨，预焙阳极环比-183 元/吨，云南市场电价由于进入丰水期环比下滑。测算公司电解铝 Q3 税前利润环比减少 567 元/吨，至 2150 元/吨（包含上游氧化铝和预焙阳极利润）。

► **资产负债表进一步优化。** Q3 公司长期借款较 Q2 减少 14.8 亿元，至 22.7 亿元，资产负债率降至 25%。Q3 货币资金 82.0 亿元，环比增加 14.2 亿元，为上市以来最高值，公司计划使用自有资金开展保本型现金管理业务，提高公司资金使用效率，盘活余量资金，降低财务费用。

► **核心看点：1) 业绩弹性大。**公司电解铝产能 305 万吨，预计公司 2024 权益产量超过 230 万吨，相对较低的成本以及高产能，公司业绩弹性大。**2) 资产负债表优化，业绩充分释放。**随着盈利改善以及资本扩张结束，公司资产负债表、利润表、现金流量表优化明显，2021 年公司计提减值充分，2022-2023 年业绩释放，证明了公司未来可以轻装上阵，公司未来业绩有保障。**3) “双碳”目标下，绿色铝价值凸显。**欧洲确立征收进口商品碳关税，按照欧洲碳关税政策，绿色铝未来可免除碳关税额度可观，且国内“双碳”背景下，电解铝行业纳入碳交易势在必行，绿色铝溢价将体现，公司电解铝均位于云南，估值有望提升。

► **投资建议：**公司电解铝权益产能大，业绩弹性高，而绿色铝未来价值潜力大，我们预计公司 2024-2026 年将实现归母净利 49.69 亿元、54.77 亿元和 60.95 亿元，对应现价的 PE 分别为 10、9 和 8 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**电解铝需求不及预期，云南限产超预期，电解铝行业纳入碳交易进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	42,669	53,486	51,868	53,219
增长率 (%)	-12.0	25.4	-3.0	2.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,956	4,969	5,477	6,095
增长率 (%)	-13.4	25.6	10.2	11.3
每股收益 (元)	1.14	1.43	1.58	1.76
PE	13	10	9	8
PB	2.00	1.77	1.57	1.40

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

14.86 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qizuxue@mszq.com

分析师 孙二春

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

研究助理 范钧

执业证书：S0100124080024

邮箱：fanjun@mszq.com

相关研究

1.云铝股份 (000807.SZ) 2024 年半年报点评：量价齐升驱动业绩改善，绿色铝长期价值可期-2024/09/02

2.云铝股份 (000807.SZ) 2023 年年报点评：产量回升驱动 Q4 业绩超预期，绿色铝长期价值可期-2024/03/29

3.云铝股份 (000807.SZ) 2023 年三季度报点评：电解铝量价齐升，启槽成本拖累 Q3 业绩-2023/10/29

4.云铝股份 (000807.SZ) 2023 年半年报点评：成本上升拖累 Q2 业绩，期待 Q3 量利齐升-2023/08/27

5.云铝股份 (000807.SZ) 深度报告：拨“云”见日，绿色铝凸显长期价值-2023/03/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	42,669	53,486	51,868	53,219
营业成本	35,923	45,756	42,880	43,320
营业税金及附加	357	374	391	415
销售费用	46	43	57	59
管理费用	621	695	752	772
研发费用	198	80	78	85
EBIT	5,729	6,538	7,711	8,569
财务费用	110	80	71	49
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	-77	-11	-10	-11
营业利润	5,542	6,957	7,853	8,738
营业外收支	1	3	3	3
利润总额	5,544	6,960	7,856	8,741
所得税	825	1,114	1,335	1,486
净利润	4,718	5,846	6,520	7,255
归属于母公司净利润	3,956	4,969	5,477	6,095
EBITDA	7,485	8,273	9,439	10,285

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,261	8,889	13,996	19,605
应收账款及票据	162	293	284	292
预付款项	101	133	123	125
存货	4,051	5,265	5,052	5,103
其他流动资产	287	399	333	361
流动资产合计	9,863	14,979	19,788	25,485
长期股权投资	485	499	519	532
固定资产	23,020	22,410	21,764	21,108
无形资产	3,137	3,082	3,017	2,952
非流动资产合计	29,447	28,647	27,876	27,108
资产合计	39,310	43,626	47,664	52,593
短期借款	70	70	70	70
应付账款及票据	3,674	4,137	3,877	3,917
其他流动负债	2,342	2,251	2,168	2,218
流动负债合计	6,085	6,458	6,115	6,205
长期借款	3,765	3,465	3,165	2,865
其他长期负债	212	212	212	212
非流动负债合计	3,977	3,677	3,377	3,077
负债合计	10,063	10,135	9,492	9,282
股本	3,468	3,468	3,468	3,468
少数股东权益	3,518	4,395	5,438	6,599
股东权益合计	29,247	33,492	38,172	43,311
负债和股东权益合计	39,310	43,626	47,664	52,593

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-11.96	25.35	-3.03	2.61
EBIT 增长率	-6.34	14.11	17.95	11.13
净利润增长率	-13.41	25.62	10.22	11.28
盈利能力 (%)				
毛利率	15.81	14.45	17.33	18.60
净利润率	11.06	10.93	12.57	13.63
总资产收益率 ROA	10.06	11.39	11.49	11.59
净资产收益率 ROE	15.37	17.08	16.73	16.60
偿债能力				
流动比率	1.62	2.32	3.24	4.11
速动比率	0.94	1.48	2.39	3.26
现金比率	0.86	1.38	2.29	3.16
资产负债率 (%)	25.60	23.23	19.91	17.65
经营效率				
应收账款周转天数	1.39	2.00	2.00	2.00
存货周转天数	41.16	42.00	43.00	43.00
总资产周转率	1.09	1.23	1.09	1.01
每股指标 (元)				
每股收益	1.14	1.43	1.58	1.76
每股净资产	7.42	8.39	9.44	10.59
每股经营现金流	1.69	1.86	2.41	2.62
每股股利	0.23	0.46	0.53	0.61
估值分析				
PE	13	10	9	8
PB	2.00	1.77	1.57	1.40
EV/EBITDA	6.78	5.66	4.39	3.45
股息收益率 (%)	1.55	3.10	3.57	4.11

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,718	5,846	6,520	7,255
折旧和摊销	1,756	1,735	1,728	1,715
营运资金变动	-853	-1,116	-45	1
经营活动现金流	5,871	6,451	8,349	9,103
资本开支	-431	-764	-919	-914
投资	-87	19	-19	-14
投资活动现金流	-515	-756	-948	-939
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-2,048	-300	-300	-300
筹资活动现金流	-3,080	-2,067	-2,293	-2,556
现金净流量	2,276	3,628	5,107	5,609

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026