

云铝股份 (000807.SZ)

领跑“铝”途，“绿”动未来

公司是国内最大的绿色铝供应商，拥有 305 万吨电解铝产能，全部位于云南，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%。在全球不可逆的双碳大趋势下，低碳铝溢价以及稳定的成本将会给公司带来更强的竞争优势。

- **公司是国内最大的低碳铝供应商：**公司拥有 305 万吨电解铝产能，权益产能 257.5 万吨，全部位于云南。云南省水电蕴藏丰富，2023 年公司生产用电中绿电比例达到约 80%。水电铝碳排放量仅为煤电铝的 20%。水电铝不仅有稳定低电力成本优势，同时享受高溢价。控制碳排放成为人类的共识。随着碳关税、碳交易的执行，低碳铝溢价预计上升。SMM 报价，2024 年 12 月 20 日低碳铝 21028 元/吨，较普通 A00 铝锭 19830 元/吨溢价 1198 元/吨。
- **全产业链布局：**公司经过 20 余年发展，建成了集铝土矿—氧化铝—炭素制品—铝冶炼—铝加工为一体的绿色低碳完整产业链，产业分布于云南省昆明市、曲靖市、昭通市、红河州、文山州、大理州等六个州市。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（与索通发展合资建设年产 90 万吨阳极炭素项目已顺利投产，权益炭素产能达到 111.5 万吨）、石墨化阴极 2 万吨、铝合金及铝加工制品 160 万吨的绿色铝一体化产业规模。
- **费用和负债率明显改善：**得益于电解铝量价齐增，公司利润明显改善。资产负债率、现金流和费用随之改善。资产负债率从 2014-2018 年的 69%-80.75% 的高位，大幅下降到 2024Q3 的 24.99%。销售、管理和财务三项费用最近几年也出现明显的下降。
- **供需好转、成本趋势下移，看好铝厂利润：**2025 年预计电解铝供给瓶颈较为突出，国内新增产能受限，海外电解铝项目投产可能不及预期，且电解铝目前的产能利用率高达 97.59%，供应弹性缺乏。随着氧化铝价格回归正常区间，我们预计 2025 年电解铝利润将上行。
- **给出“强烈推荐”投资评级。**我们测算 2024/2025/2026 年公司归母净利润分别 43.3、61.1、87.0 亿元，对应市盈率 11.1/7.9/5.5 倍。公司是国内低碳铝龙头，一方面电力成本相对稳定，另外，未来有望相对更加受益低碳的加持。公司单位市值对应电解铝产能较大，也即铝价格弹性较高。公司氧化铝自给率约 25%。当前氧化铝价格处于高位，随着氧化铝价格回落，成本下移。
- **风险提示：**铝价下跌风险、原材料价格波动风险、气候导致的限电风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	48463	42669	51404	55953	58961
同比增长	16%	-12%	20%	9%	5%
营业利润(百万元)	5905	5542	6052	8545	12160
同比增长	25%	-6%	9%	41%	42%
归母净利润(百万元)	4569	3956	4330	6113	8699
同比增长	38%	-13%	9%	41%	42%
每股收益(元)	1.32	1.14	1.25	1.76	2.51
PE	10.6	12.2	11.1	7.9	5.5
PB	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

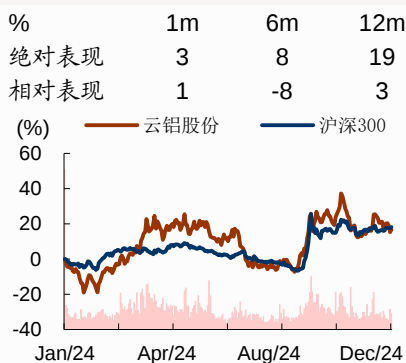
周期/金属及材料

当前股价：13.92 元

基础数据

总股本（百万股）	3468
已上市流通股（百万股）	3468
总市值（十亿元）	48.3
流通市值（十亿元）	48.3
每股净资产（MRQ）	8.1
ROE（TTM）	18.8
资产负债率	25.0%
主要股东	中国铝业股份有限公司
主要股东持股比例	29.1%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

刘伟洁 S1090519040002

liuwei jie@cmschina.com.cn

正文目录

一、公司介绍.....5

1、发展历程和股权结构.....5

2、公司电解铝助力营收利润再创新高.....7

3、财报质量不断提升.....9

二、水电铝龙头深耕绿色产业发展，构建全产业链发展新格局.....11

1、绿色铝一体化优势明显.....11

2、依托水电资源优势，打造云南水电铝龙头企业.....13

三、双碳目标赋能绿电铝.....16

1、水电铝用电符合碳中和背景.....16

2、欧洲碳税加码，未来绿电铝溢价预计提升.....17

四、供需好转、成本趋势下移，看好铝厂利润.....19

1、全球电解铝供应增速预期收窄.....19

2、2025 年国内特高压建设有望加速.....20

3、2025 年电解铝供应缺口明显，支持铝利润走阔.....21

五、盈利预测和估值.....24

六、风险提示.....26

图表目录

图 1 股份发展历程.....5

图 2 公司股权结构（截至 2024 年 12 月 20 日）.....6

图 3 公司分业务毛利率（单位：%）.....8

图 4 国内电解铝价格（单位：元/吨）.....8

图 5 公司营业收入（单位：亿元，%）.....8

图 6 公司毛利润（单位：亿元，%）.....8

图 7 公司铝产品总产量（单位：万吨）.....8

图 8 公司主要产品产量（单位：万吨）.....8

图 9 公司营业收入结构占比.....9

图 10 公司毛利润结构占比.....9

图 11 公司费用（单位：亿元）.....9

图 12 2021 年以来现金流量持续为正（亿元）10

图 13 2008-2024Q3 经营、投资、筹资现金流量情况（亿元）10

图 14 2008-2024Q3 资产负债率（单位： %）10

图 15 公司基本每股收益逐年提升（单位： 元）10

图 16 公司氧化铝产量及其自给率（单位： 万吨）12

图 17 公司阳极炭素产量及自给率（单位： 万吨）12

图 18 公司铝合金及加工产品的产量和增速（单位： 万吨， %）13

图 19 公司铝合金及加工产品营业收入和增速（亿元）13

图 20 公司铝合金及加工产品毛利润和增速（亿元）13

图 21 2024M1-11 全国发电结构（单位： %）14

图 22 2024M1-11 云南发电结构（单位： %）14

图 23 全国以及云南每月水力发电量（单位： 亿千瓦时）14

图 24 电力成本是电解铝成本的重要组成部分15

图 25 云南电力成本较低.....15

图 26 2024.11 国内电解铝产能分省份统计（万吨， %）17

图 27 欧盟单吨碳排放的报价（单位： 欧元/吨）18

图 28 国内电解铝运行产能（万吨）19

图 29 国内电解铝开工率(%)19

图 30 国内电解铝社会库存（万吨）22

图 31 LME 电解铝库存（万吨）22

图 32 氧化铝价格（元/吨）22

图 33 电解铝价格（元/吨）22

图 34 中国氧化铝行业理论利润（元/吨）23

图 35 2024 年 11 月中国分地区电解铝理论盈亏（元/吨）23

图 36: 云铝股份历史 PE Band26

图 37: 云铝股份历史 PB Band26

表 1: 公司主要产品及用途.....6

表 2: 公司铝土矿项目11

表 3: 公司产品建成及权益产能12

表 4: 2022 年 6 月云南省发改委发布《云南省绿色铝产业发展三年行动（2022—2024 年）》行动目标17

表 5: 2024 年中国电解铝新建项目统计表 (万吨/年)

19

表 6: 海外拟投电解铝项目 (万吨/年)

20

表 7: 2024 年共有 3 个特高压项目开工

21

表 8: 氧化铝产能规划 (万吨/年)

22

表 9: 产量假设 (万吨)

24

表 10: 收入成本测算 (亿元)

24

表 11: 价格敏感性测算 (元/吨、亿元)

25

表 12: 电解铝主要公司对比表 (万吨/年、万吨)

25

附: 财务预测表

27

一、公司介绍

1、发展历程和股权结构

云南铝业前身云南铝厂成立于 1970 年，1998 年在深交所上市，2018 年加入中铝集团，实际控制人由云南省国有资产监督管理委员会变更为国务院国有资产监督管理委员会。2022 年，公司控股股东变更为中国铝业。

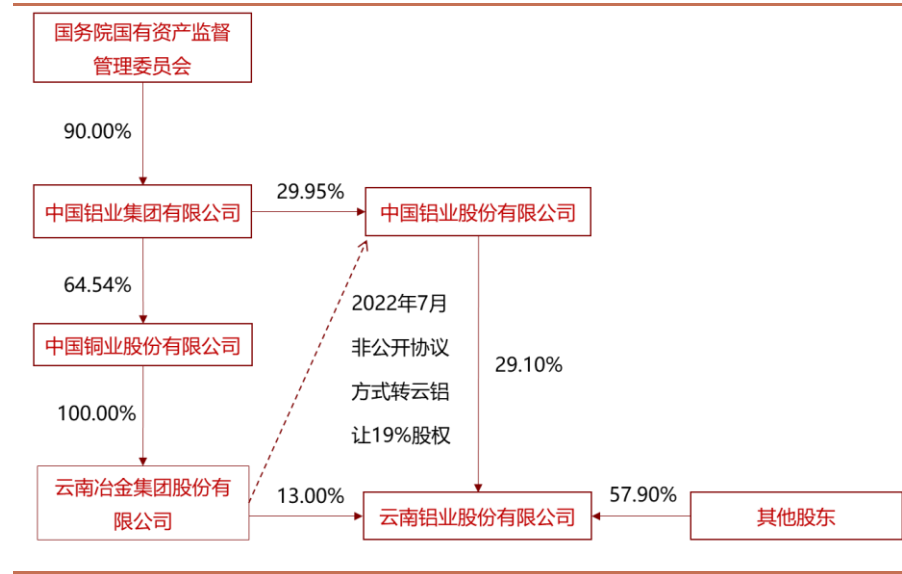
图 1 股份发展历程



资料来源：公司公告，招商证券

实际控制人为国务院国资委，控股股东实力雄厚。云铝股份实际控制人为国务院国资委，合计持有公司 15.4% 的股权。2022 年 7 月，云南冶金集团将所持有的云铝股份 19% 股权转让给中国铝业，使得中国铝业成为云铝股份的控股股东。2022 年 11 月，云南国资委将云南冶金集团 51% 的股权无偿划拨给中铝集团的全资子公司中国铜业，使得云铝股份的实控人由云南国资委变更为国务院国资委。截至 2024 年 12 月，中国铝业持有 29.1% 的公司股权，为公司控股股东，同时它也是全球最大的氧化铝、电解铝、铝用阳极生产供应商。云南冶金集团持有 13% 的公司股权，为公司第二大股东。

图 2 公司股权结构（截至 2024 年 12 月 20 日）



资料来源：公司公告，choice，招商证券

注：中国铜业对云南冶金直接控股 99.99%，通过全资孙公司对云南冶金间接控股 0.01%

公司经过 20 余年发展，建成了集铝土矿—氧化铝—炭素制品—铝冶炼—铝加工为一体的绿色低碳完整产业链，产业分布于云南省昆明市、曲靖市、昭通市、红河州、文山州、大理州等六个州市。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（与索通发展合资建设年产 90 万吨阳极炭素项目已顺利投产，公司权益炭素产能达到 111.5 万吨）、石墨化阴极 2 万吨、铝合金及铝加工制品 160 万吨的绿色铝一体化产业规模。

公司先后获得近百项荣誉称号，是国内主要的绿色低碳铝供应商之一，公司电解铝经济技术指标处于行业领先地位。还是“国家环境友好企业”、国家“绿色工厂”，连续六届蝉联“全国文明单位”，多年荣登《财富》中国 500 强企业榜单，是一家拥有完整铝产业链的绿色低碳企业。

表 1：公司主要产品及用途

产品名称	主要用途	产品名称	主要用途
氧化铝	主要成分为三氧化二铝，用于熔盐电解法生产金属铝，也是生产刚玉、陶瓷、耐火材料等的重要原料。	铝用阳极炭素	电解铝行业重要的、不可或缺的原材料。
			

重熔用铝锭



生产铝制品的主要原料，重熔后用于铝产品的初级加工及深加工。

高精铝



广泛用于电子工业、航空航天工业、交通领域、光学应用及化工冶金工业等领域，主要用于制作高压电容器铝箔、高性能导线、集成电路用键合线、高速轨道用合金、光学反光面等。

圆铝杆



用于电力、通讯、机械等行业用电线、电缆和线管等的生产。

铝合金



铸造铝合金、变形铝合金（含铝合金扁锭、圆棒）等，主要用于航空航天、轨道交通、船舶、汽车、建筑装饰、3C 电子、包装印刷等领域。

变形铝合金圆铸锭



用于建筑型材、工业型材、3C 产品、航空航天及轨道交通等领域。

铝焊材



用于航空、船舶、汽车、轨道交通等领域铝构件的焊接。

石墨化阴极



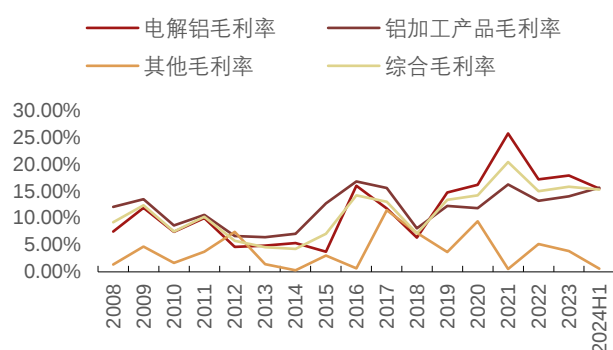
电解铝行业重要的、不可或缺的材料，用于电解槽下部。石墨化阴极具有较高的导电率、导热性、抗钠浸蚀性和抗热震性，在大型电解槽电流强化生产和节能方面有显著的优势。

资料来源：公司公告，招商证券

2、公司电解铝助力营收利润再创新高

自 2016 年以来，公司受益于电解铝量价齐增，实现了收入和利润的快速增长。原铝产量从 2015 年的 119.3 万吨上升至 2023 年的 239.95 万吨，年复合增速 9.1%。2015-2023 年，公司的营业总收入从 158.52 亿元增至 426.69 亿元，年复合增速 13.2%；销售毛利从 11.17 亿元增至 67.46 亿元，年复合增速 25.2%；归母净利润从 0.29 亿元增至 39.56 亿元。2024Q1-3，公司实现营业收入 391.86 亿元，同比+31.67%，归母净利润 38.20 亿元，同比+52.49%，均创三季报业绩新高。

图 3 公司分业务毛利率（单位：%）



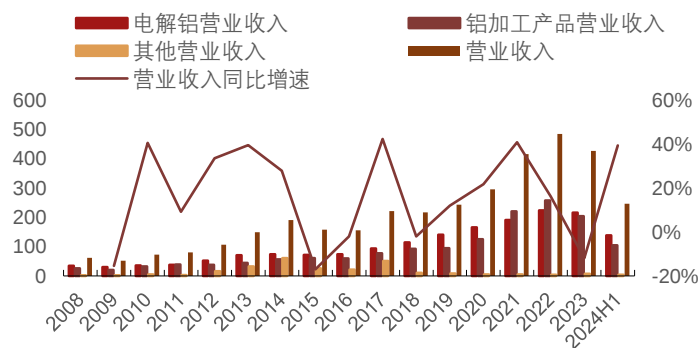
资料来源：公司公告，招商证券

图 4 国内电解铝价格（单位：元/吨）



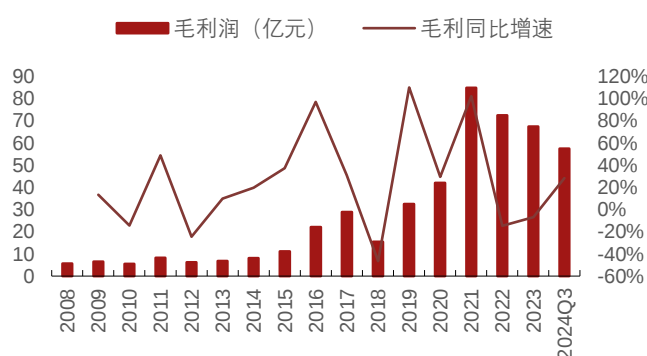
资料来源：iFinD，招商证券

图 5 公司营业收入（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，招商证券

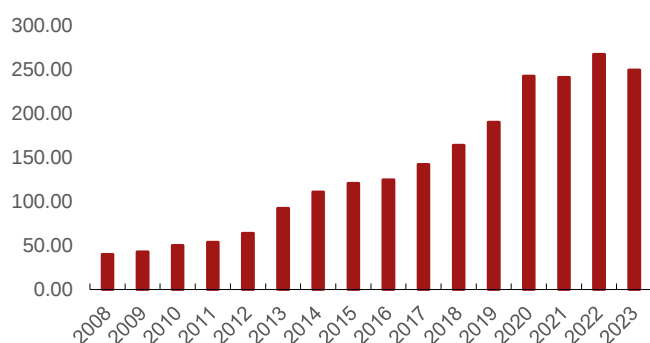
图 6 公司毛利润（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，招商证券

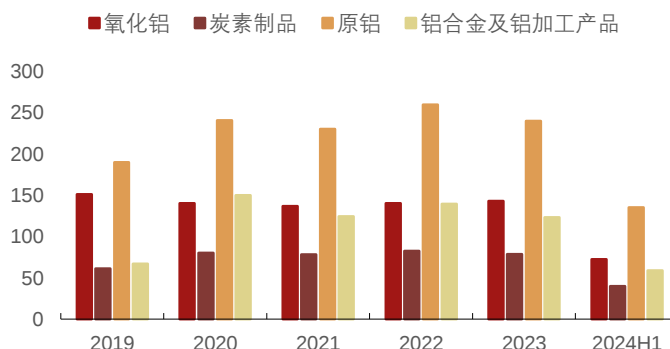
2024 年上半年公司电解铝和铝加工业务分别贡献营业收入的 56.15%和 42.32%，对整体毛利的贡献占比分别达到 56.70%和 43.24%。电解铝及铝加工产品分别实现营业收入 138.39 亿元、104.32 亿元，同比+80.25%、8.78%；分别实现毛利 21.35 亿元、16.28 亿元，同比+51.41%、25.71%。电解铝和铝加工业务共同促成公司营收、毛利高增长。公司利润来源主要来自电解铝和铝加工环节，公司致力于铝行业深加工，不断优化产品结构，深耕绿色铝产业链，拓宽利润来源。

图 7 公司铝产品总产量（单位：万吨）



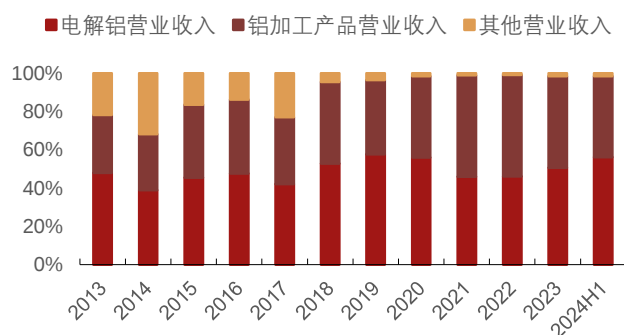
资料来源：公司公告，招商证券

图 8 公司主要产品产量（单位：万吨）



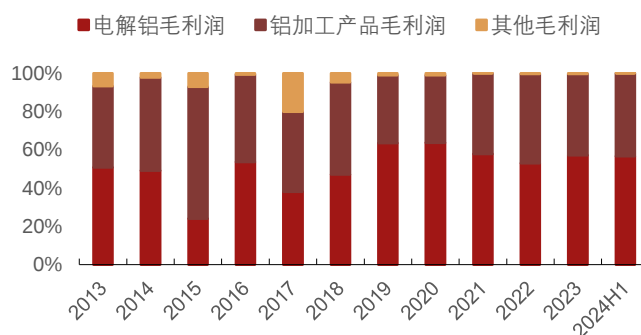
资料来源：公司公告，招商证券

图 9 公司营业收入结构占比



资料来源：公司公告，招商证券

图 10 公司毛利润结构占比

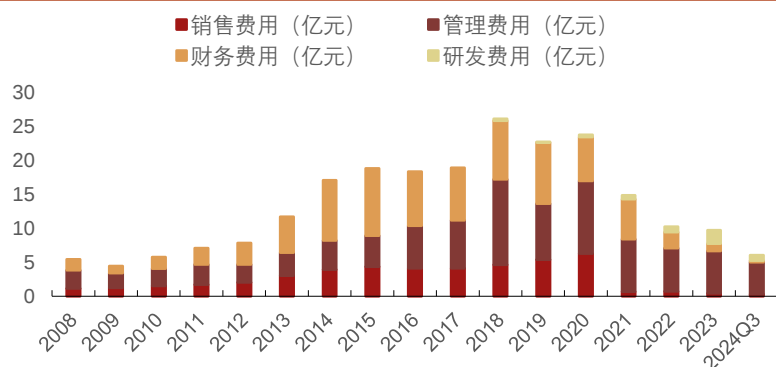


资料来源：公司公告，招商证券

3、财报质量不断提升

费用结构持续改善。公司的费用结构得到了优化,通过技术创新降低了生产成本,提高了资源利用率。公司有效地协调了产业链上下游的资源,增强了内部管理效率。销售、管理和财务三项费用在 2018 年达到了 25.87 亿元的历史高峰后持续下降,2024Q1-3 三费之和为 5.25 亿元,较 2018 年降幅显著。公司持续加大研发投入,研发费用从 2018 年的 0.27 亿元增至 2023 年的 1.98 亿元。公司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,推动了公司的合金化战略,加速了高附加值的铝基材料和铝深加工产品的研发,延长了产业链的价值。

图 11 公司费用（单位：亿元）



资料来源：公司公告，招商证券

现金流量改善明显。2018-2020 年,公司经营活动现金净流量分别为 3.37 亿元、36.84 亿元、49.81 亿元,呈快速上升态势。2021-2023 年,随着各产品产能达历史高点、期间费用持续下降、铝价中枢抬升,各年经营活动现金净流量稳定在 50-70 亿元,2024Q1-3 为 55.73 亿元,维持良好态势。2021-2024Q3,公司各产品产能和采矿权基本没有新增,投资活动现金流出持续收缩,2024Q1-3 仅净流出 0.32 亿元。同时,公司筹资活动现金持续净流出,带动资产负债率不断下降。2021-2024Q3,云铝股份各年现金净流量分别为 10.05 亿元、12.97 亿元、22.76 亿元、30.05 亿元,现金状况持续好转。

图 12 2021 年以来现金流量持续为正（亿元）

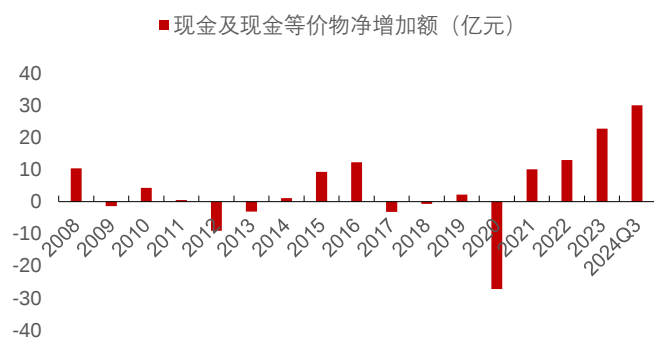
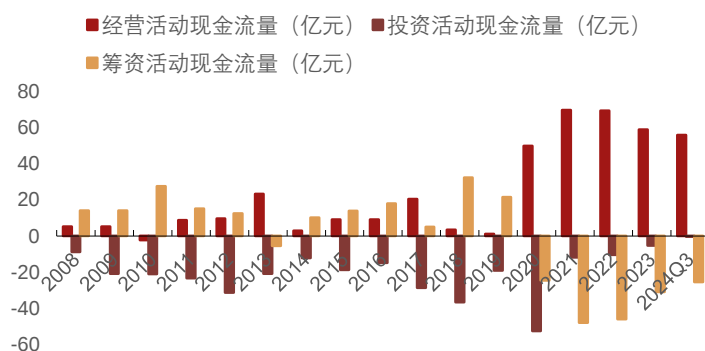


图 13 2008-2024Q3 经营、投资、筹资现金流量情况（亿元）



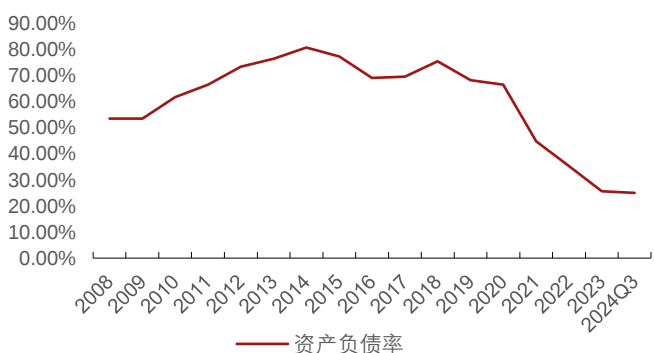
资料来源：公司公告，招商证券

资料来源：公司公告，招商证券

近年公司资产负债率明显下降。资产负债率从 2014-2018 年的 69%-80.75%，大幅下降到 2024 年第三季度的 24.99%，公司资产负债率状况明显改善。一方面，公司实施了供给侧结构性改革，优化了生产结构，提高了产品质量和附加值，增强了市场竞争力和盈利能力。另外，公司积极开展资产重组和股权融资，优化了资产质量，助力降低资产负债率。根据公司公告，2021 年，公司完成了云铝文山绿色铝项目的非公开发行股票，成功募集资金约 30 亿元，用于偿还部分债务，优化了公司的资本结构，提高了公司的抗风险能力，同时也有助于降低财务费用。

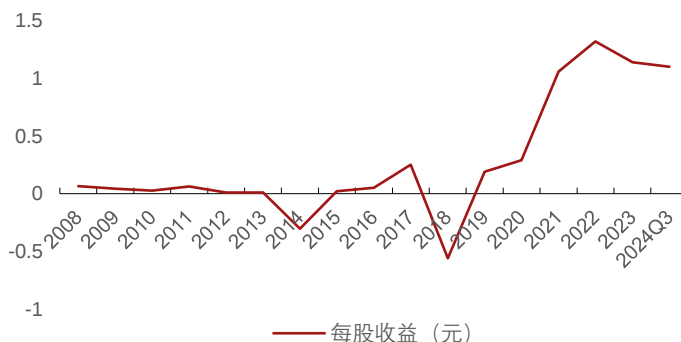
盈利能力显著提升。2019 年及以前，公司基本每股收益不足 0.3 元。2020-2023 年，基本每股收益分别为 0.29 元、1.06 元、1.32 元、1.14 元，2024Q1-3 基本每股收益为 1.10 元，盈利中枢随着产销规模抬升和财务报表质量改善而明显抬升。

图 14 2008-2024Q3 资产负债率（单位：%）



资料来源：公司公告，招商证券

图 15 公司基本每股收益逐年提升（单位：元）



资料来源：公司公告，招商证券

积极响应国资委号召，分红比例逐年提升。2024 年 8 月，云铝股份发布《关于质量回报双提升行动方案的公告》，提出每年现金分红比例逐步提升至不少于当年实现的可分配利润的 30%，并随着公司经营业绩的提升，进一步提高分红比例。2021-2024H1，云铝股份连续 4 年进行现金分红，分红金额分别为 3.92 亿元、5.55 亿元、7.98 亿元、7.98 亿元，股利支付率分别为 11.76%、12.15%、20.16%、31.67%，与以前年度相比，2024 年云铝股份进行了中期分红且分红比例有明显提升，体现出公司对于投资者回报的重视程度不断提高。

二、水电铝龙头深耕绿色产业发展，构建全产业链发展新格局

1、绿色铝一体化优势明显

原料到加工一体化，资源丰富优势明显。公司作为中国有色金属行业、中国西部地区工业企业中唯一一家“国家环境友好企业”，坚持走绿色低碳发展之路，实施绿色铝一体化发展战略，依托云南省丰富的绿色清洁能源优势、区位优势，逐步形成了年产氧化铝、绿色铝、阳极碳素、石墨阴极、铝合金的绿色铝一体化产业规模优势。

铝土矿资源丰富，有力保障资源竞争优势。公司铝土矿资源主要集中在云南省文山州。文山州已经探明铝土矿储量 1.5 亿吨，可开发储量 1.1 亿吨，远景储量 2 亿吨以上，储量占全省 80% 以上，全省第一。公司在云南省文山州的自有铝土矿资源，由全资子公司云南文山铝业有限公司持有矿权。云南文山铝业拥有 5 宗采矿权和 18 宗探矿权（其中红舍克矿山和卖酒坪矿山的采矿权已到期），仅采矿权和正在办理“探转采”程序的 4 宗探矿权合计保有铝土矿资源净矿量约为 8600 万吨。公司着力加大文山地区铝土矿开发力度，依托自有铝土矿资源优势，现已形成年产 140 万吨的氧化铝生产规模，保证公司绿色铝一体化产业链发展的铝土矿-氧化铝资源供给。

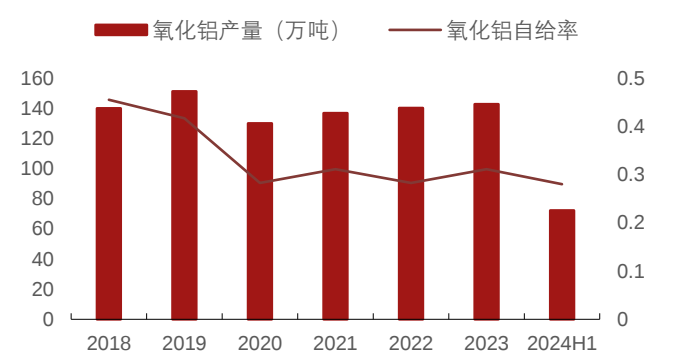
表 2：公司铝土矿项目

矿区	矿权类型	原矿可采储量（万吨）	净矿产能（万吨/年）	有效期
红舍克矿山	采矿权	477	35	2018.6.15-2022.6.15
卖酒坪矿山	采矿权	313	132	2020.9.13-2021.9.13
广南板茂矿山	采矿权	997	72	2018.4.13-2026.4.13
歪山头矿区	采矿权	845	40	2019.7.15-2026.7.15
麻栗坡铁厂矿山	采矿权	542	60	2021.3.2-2028.3.2
大石盆矿区	探转采	1700	68	-
杨柳井矿区	探转采	766	39	-
菲尺角铝土矿	探转采	4088	76	-
天生桥铝土矿	探转采	2046	100	-

资料来源：公司公告，招商证券

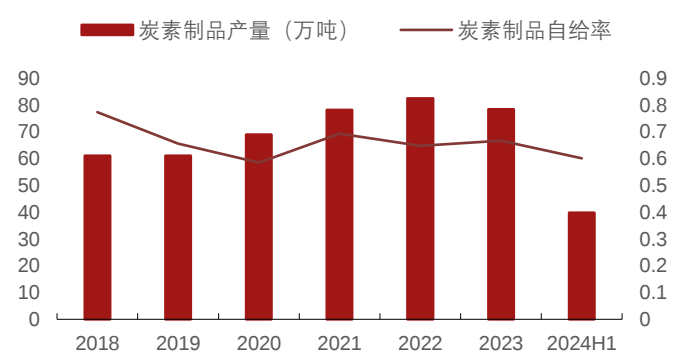
公司拥有自产氧化铝和阳极炭素的优势，提升了成本控制和市场竞争力。公司自有氧化铝产能 140 万吨，2022 年达产。按照 2024 年上半年公司电解铝产量 135.1 万吨，且单吨电解铝需要 1.91 吨氧化铝计算，公司氧化铝自给率为 28.0%。公司位于云南，邻近氧化铝重要产区广西百色市，享受较低的氧化铝价格和运输成本。2022 年 11 月公司并表中国铝业集团，获得其最大供应商的资源 and 政策支持。公司通过自产和合资的持股方式，拥有炭素权益产能 113.5 万吨（子公司云铝源鑫拥有铝用阳极炭素产能 80 万吨，石墨化阴极产能 2 万吨，持股 100%；与索通发展合资成立的云铝炭材料拥有 31.5 万吨预焙阳极权益产能，持股 35%），自给率得到提升，规避了原辅料价格波动的风险。

图 16 公司氧化铝产量及其自给率（单位：万吨）



资料来源：公司公告，招商证券

图 17 公司阳极炭素产量及自给率（单位：万吨）



资料来源：公司公告，招商证券

云铝股份是国内领先的铝制品生产商，截至 2024H1 拥有建成产能 160.2 万吨。

公司在绿色铸造铝合金市场具备较为稳固的领先地位，铝锭、铸造铝合金、铝扁锭、圆铸锭、焊材等产品广泛应用于汽车轻量化、轨道交通、国防军工、包装、铝制家具、电力电子等方面。

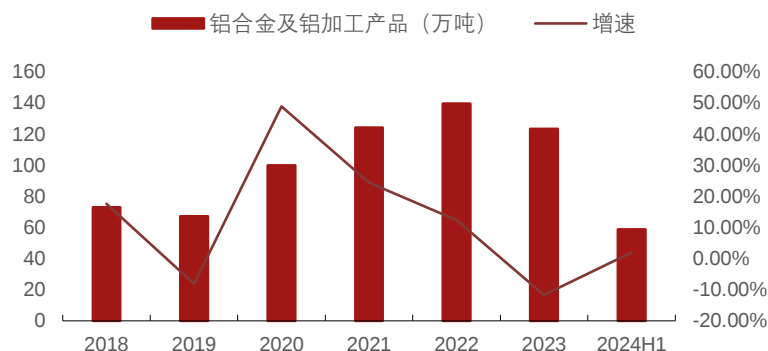
发掘产品差异化竞争优势，构筑铝合金精深加工体系。2019 年以来，云铝股份先后建成文山、鹤庆、昭通三个绿色铝项目及一批合金化项目，并已经形成以初级加工产品为主、向精深加工延伸的铝加工体系。公司大力发展原铝系铸造铝合金（A356.2）、铝扁锭、铝焊材等行业内具有竞争优势的合金产品。细分产品种类中，公司汽车轮毂用 A356 铝合金生产量和销量位居国内市场首位，是目前国内最大的 A356 铝合金优质生产商和供应商。

表 3：公司产品建成及权益产能

公司	产品	所在地	持股比例	建成产能（万吨）	权益产能（万吨）
云铝文山	氧化铝	云南文山	100.00%	140	140
-	总氧化铝	-	-	140	140
云铝涌鑫	电解铝	云南建水	67.33%	30	20.2
云铝润鑫	电解铝	云南个旧	70.14%	25	17.5
云铝泽鑫	电解铝	云南富源	100.00%	30	30.0
云铝海鑫	电解铝	云南昭通	83.90%	70	58.7
云铝涌鑫	电解铝	云南曲靖	94.35%	38	35.9
云铝溢鑫	电解铝	云南鹤庆	59.97%	42	25.2
云铝文山	电解铝	云南文山	100.00%	50	50.0
云铝阳宗海	电解铝	云南昆明	分公司	20	20.0
-	总电解铝	-	-	305	257.5
源鑫炭素	铝用阳极炭素	云南建水	100.00%	80	80
源鑫炭素	石墨化阴极	云南建水	100.00%	2	2
索通云铝	铝用阳极炭素	云南曲靖	35.00%	90	31.5
-	总铝用炭素制品	-	-	172	113.5
云铝涌鑫	铝型材	云南建水	67.33%	32.5	21.9
云铝润鑫	铝合金板、带、箔、型材	云南个旧	70.14%	26	18.2
云铝泽鑫	铝板带	云南富源	100.00%	25	25.0
云铝溢鑫	铝棒、铝母线	云南鹤庆	59.97%	11.5	6.9
云铝海鑫	铝合金轮毂	云南昭通	83.90%	32.5	27.3
云铝阳宗海		云南昆明	分公司	17.7	17.7
云铝文山	铸造铝合金	云南文山	100.00%	15	15
-	总铝合金及铝加工制品	-	-	160.2	132.0

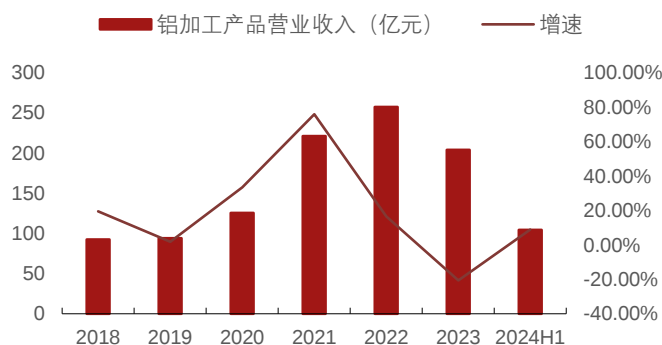
资料来源：公司官网，公司公告，招商证券

图 18 公司铝合金及加工产品的产量和增速（单位：万吨，%）



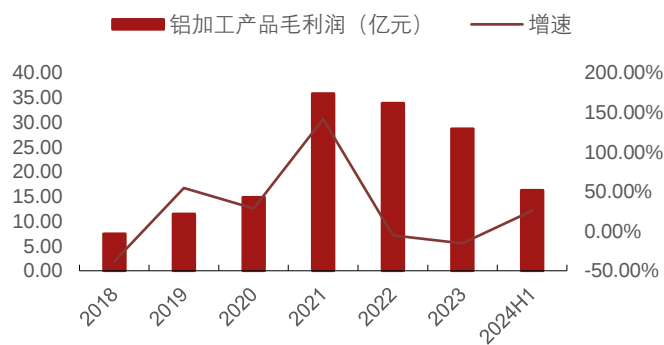
资料来源：公司公告，招商证券

图 19 公司铝合金及加工产品营业收入和增速（亿元）



资料来源：公司公告，招商证券

图 20 公司铝合金及加工产品毛利润和增速（亿元）

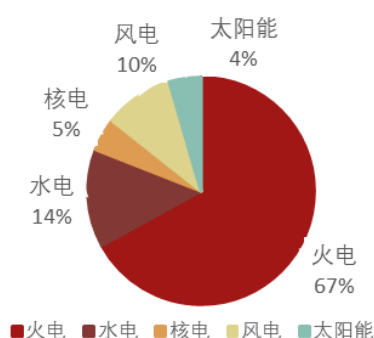


资料来源：公司公告，招商证券

2、依托水电资源优势，打造云南水电铝龙头企业

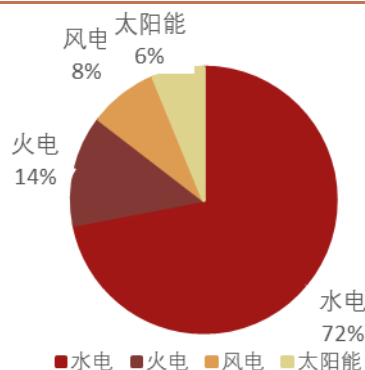
云南省水电蕴藏丰富，未来绿色电力开发资源充足。据新华网，目前云南绿色能源可开发总量 2 亿千瓦，约占全国的 20%，其中水能资源蕴藏量 1.04 亿千瓦，理论可开发量约 9795 万千瓦。云南省水电装机规模排名全国第二位，有 6 座水电站位于全国排名前十，全省中小水电站 2000 余座，大幅提升云南省绿色电力供应能力。截至 2023 年底，云南省全口径装机容量 1.32 亿千瓦，其中水电装机 8143 万千瓦，是 2012 年的 2.5 倍。从发电结构来看，2024 年 1-11 月，全国水力发电占总发电量的 14%，而云南水力发电占总发电量的 72%，远高于全国平均水平。根据国家统计局数据，2024 年 3-11 月，云南水力发电量 2612.3 亿千瓦时，占全国水力发电总量的 24.9%，是中国水力发电的重要来源。

图 21 2024M1-11 全国发电结构（单位：%）



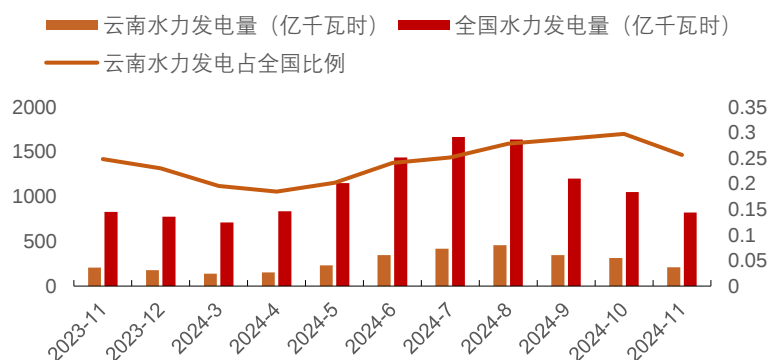
资料来源：国家统计局，招商证券

图 22 2024M1-11 云南发电结构（单位：%）



资料来源：国家统计局，招商证券

图 23 全国以及云南每月水力发电量（单位：亿千瓦时）



资料来源：国家统计局，招商证券

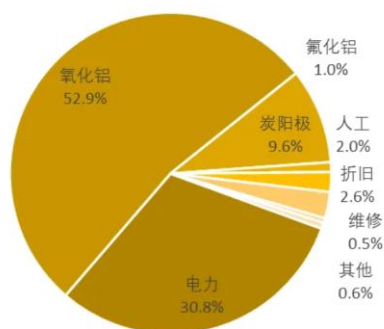
2016 年,电解铝行业开始严格实施供给侧结构性改革,限制产能规模,新建产能必须通过关闭合规产能来等量或减量置换。在这之后,电解铝行业的一些生产企业为节约生产成本以及减碳压力下,将产能逐步由北方煤炭丰富地区转移至南方水力发电地区。

云南电价优惠,电解铝成本优势明显。根据昆明电力交易中心的数据,2023 年云南省清洁能源市场平均成交价仅为 0.217 元/千瓦时,较 2022 年下降 0.0064 元/千瓦时,月度最低成交价仅为 0.141 元/千瓦时,而同期省内褐煤发电平均成交价为 0.351 元/千瓦时,烟煤无烟煤发电平均成交价为 0.407/千瓦时。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%,有效节省电力成本。尽管云南省政府从 2021 年 9 月份取消了 0.25 元/千瓦时的优惠电价政策,但相较于其他企业,云铝股份因产能全部位于云南,可以充分享受云南低价水电带来的成本优势。公司拥有自营水电站并签署长期购电协议,保障电力供应并控制用电成本。

电力供应稳定性有望提升,保障电解铝生产。2023 年,云南一度面临严重干旱问题,使得电力供应紧张,全省电解铝运行产能和产量均出现下降,云铝也受到一定波及,电解铝产量较 2022 年下降。2024 年以来,云南电力供应状况逐渐好转,9 月 30 日,据南方电网云南电网披露,云南全省水电蓄能 300 亿千瓦时,超过全省 1 个月的用电量,同比增加 43 亿千瓦时,存煤同比增加 51 万吨,云南电网今冬明春不会像往年一样对云铝股份等电解铝企业采取限电措施,预计云

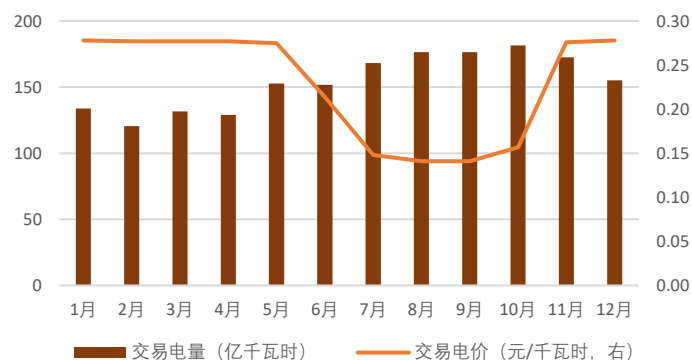
铝电解铝产能将平稳运行。

图 24 电力成本是电解铝成本的重要组成部分



资料来源：安泰科，招商证券

图 25 云南电力成本较低



资料来源：昆明电力交易中心，招商证券

三、双碳目标赋能绿电铝

自 2015 年《巴黎协定》签署后，控制碳排放成为人类的共识。截至 2024 年 5 月全球已有 151 个国家提出碳中和目标，其中 120 个国家以法律或政策文件形式确立了目标的法律地位，86 个国家提出了详细的碳中和路线图。这意味着全球碳中和行动已从目标设置迈向执行阶段。中国提出了“30-60”双碳目标，即力争 2030 年二氧化碳排放达到峰值，2060 年实现碳中和。

2018 年中国工信部提出加快淘汰落后产能、促进产业升级和布局优化，通过产能置换引导国内有效产能向优势企业和地区集中后，我国电解铝产能逐步向西南地区等具有水电优势的区域转移。近年来国家发改委和云南省出台支持水电就地消纳和绿色铝产业发展的系列政策，为公司构建绿色铝低成本竞争优势提供了强有力的政策保障。2022 年 4 月 28 日，云南省发改委发布《云南省 2022 年能源保供实施方案》，提出加强能源安全稳定供应，在确保全年电力供需平稳的基础上，全面放开已建成绿色铝项目用电负荷。公司积极抓住政策机遇，加快复产复工，作为云南省绿色铝引领企业，在政策引导下深化公司铝产业深加工竞争优势，整合绿色能源发展资源。

1、水电铝用电符合碳中和背景

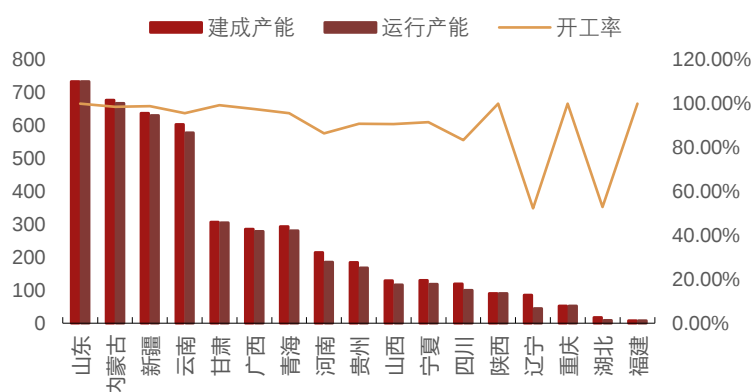
2023 年，我国电解铝产量为 4197.97 万吨，按照生产一吨电解铝耗电 13500kwh 计算，电力总需求为 5667.26 亿 kwh，占当年全社会用电量的 6.14%。中国原铝生产电力结构和我国社会发电的结构较为相似，为火电 86%、水电 10%、核电 1%，火电比例较高。电解铝行业的碳排放主要在能源消耗和电解过程中产生，根据安泰科数据，用火电生产一吨电解铝的碳排放总量约为 13 吨，其中发电环节碳排放 11.2 吨，电解环节碳排放 1.8 吨。而用水电生产电解铝时，发电环节无碳排放，仅有电解环节产生 1.8 吨的二氧化碳，水电铝碳排放约为煤电铝的 14% 左右。

在国家碳中和发展战略的背景下，鼓励电解铝企业提升清洁能源消纳能力，电解铝产业将逐步转变电力结构，进一步使用水电替代火电。工业和信息化部，国家发展和改革委员会，生态环境部三部门联合印发的《有色金属行业碳达峰实施方案》要求“十五五”期间电解铝使用可再生能源比例达到 30% 以上。云铝股份在此方面处于领先水平，2023 和 2024H1 生产用电结构中绿电占比 80% 以上，远高于国家要求。

由于电解铝行业耗电量巨大，能源依赖度高，产能主要分布在山东、内蒙古、新疆、甘肃等煤炭资源较为丰富的地区，其次为云南、广西、青海等水电资源丰富的地区。2018-2019 年电解铝产能指标经历转移期和建设期，由于电解铝大量集中投产，自 2020 年中起云南电解铝产量迎来快速上升。2022 年 1 月-2024 年 11 月，云南电解铝建成产能从 458 万吨增至 604 万吨，在山东、内蒙古、新疆、云南四大电解铝产区中增幅和增量均最大。据 SMM 统计，2024 年 M1-11 云南电解铝产量 489.5 万吨，按照生产 1 吨电解铝消耗 13500kwh 电力计算，共需电力 660.8 亿千瓦时，而云南 2024 年 1-11 月全省规模以上工业发电量 4036.77 亿千瓦时，生产电解铝耗电占总发电量的 16.4%，占比远高于全国平均。

时间	行动目标
2024 年	绿色铝产业链薄弱环节、高附加值环节延链补链强链取得显著成效，全省铝合金化率达到 90%左右，中高端铝制品占比大幅提升，规模以上涉铝工业企业实现倍增、突破 60 家，率先打造 2—3 个绿色低碳高端铝产业园区，培育形成一批各具特色、协同发展的绿色铝先进制造基地，绿色铝产业链产值力争达到 3500 亿元左右，成为国家重要的铝产业基地。
2030 年	全面建成中国绿色铝谷，云南绿色铝产业在绿色发展、产业规模、精深加工、创新研发上跻身全球领先水平。

图 26 2024.11 国内电解铝产能分省份统计 (万吨, %)



2、欧洲碳税加码，未来绿电铝溢价预计提升

2023 年 2 月，欧洲议会环境、公共卫生和食品安全委员会（ENVI）正式通过欧洲碳边界调整机制（CBAM）协议，具体生效日期为 2023 年 10 月 1 日。碳边境调节机制（CBAM）协议，也称为碳关税或碳边境调节税，指在实施国内严格气候政策的基础上，要求进口或出口的高碳产品缴纳或退还相应的税费或碳配额。CBAM 覆盖范围将包括欧盟碳市场下的所有产品，钢铁、水泥、玻璃、陶瓷、化肥的行业都将纳入其中。协议设置 2023 年至 2025 年作为过渡期，过渡期内上述行业无需缴纳相应费用，但需要提交进口产品的产品进口量、产品所含碳排放以及间接排放和产品在原产国支付的碳价等信息，过渡期结束后，进口商将需要为其进口产品的排放支付费用。

SMM 报价，2024 年 12 月 20 日低碳铝 21028 元/吨，较普通 A00 铝锭 19830 元/吨溢价 1198 元/吨。2025 年末 CBAM 过渡期结束之后，低碳铝溢价有望进一步上升，云铝的绿电铝产品优势将更加明显。

图 27 欧盟单吨碳排放的报价（单位：欧元/吨）



资料来源：ICE，招商证券

节能环保一体化清洁生产。作为中铝集团在云南的铝产业基地，公司积极践行国家“双碳”战略，以打造千亿级中铝铝产业西南基地为目标，目前是中国有色金属行业、中国西部地区工业企业中唯一一家“国家环境友好企业”、国家首批“绿色工厂”。云铝率先在国内铝行业开发建设了“LCA 产品全生命周期评价体系”，对铝锭、铝合金等主要产品进行了碳足迹核算，成为国内首批获得产品碳足迹认证的企业，主要产品碳足迹水平全球领先。

绿色能源和循环经济布局。云铝依托科技创新，积极布局绿色能源和循环经济，推动铝行业工业污染防治和减量化、无害化、资源化，开发和实施环保节能技术和固废资源化利用综合治理，实现了铝行业的绿色转型。云铝建成了国内首条铝灰资源化利用生产线，将铝灰中的铝金属回收，同时将铝灰中的氧化铝、碳酸钙等转化为高附加值的氧化铝、碳酸钙等产品，实现了铝灰的无害化处理和资源化利用。2023 年，云铝文山综合利用铝灰 4.8 万吨，其中 3.9 万吨为云铝股份产生的铝灰，集团铝灰综合利用率达 100%。

ASI 监管链认证和绿色铝品牌影响力。云铝是中国第一家实现铝土矿开采、氧化铝生产、铝冶炼、铝加工的全产业链 ASI 监管链（CoC）认证审核的企业，也是全球第一家实现氧化铝生产 ASI 认证的企业。ASI 是致力于铝价值链标准制定和认证的非营利性计划，其愿景是实现铝对可持续性社会贡献的最大化，推进铝价值链的可持续性发展，目前在全球有 370 余家参与者。ASI 监管链认证是包括通过价值链生产和加工后应用到不同下游领域的 ASI 铝产品规定了一定的监管链要求，旨在确保 ASI 铝产品的可追溯性和可信度。云铝完成 ASI 监管链认证审核，有力凸显了公司水电铝绿色供应链优势，有助于开发全球优质用户，扩大潜在市场，不断提升绿色铝品牌影响力。

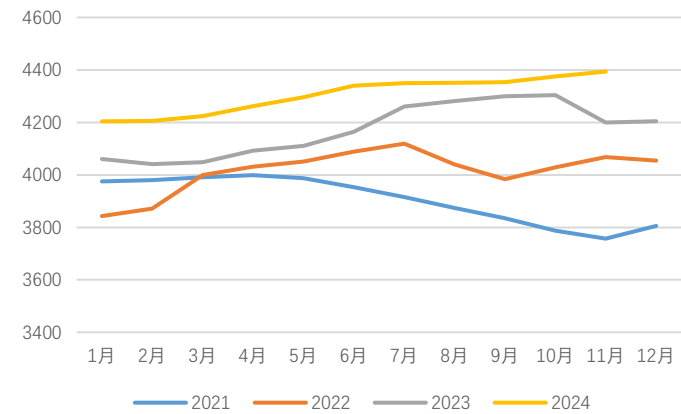
四、供需好转、成本趋势下移，看好铝厂利润

1、全球电解铝供应增速预期收窄

截至 2024 年 11 月份底，SMM 统计国内电解铝建成产能约为 4571 万吨，国内电解铝运行产能约为 4368 万吨左右，比 2023 年同期增加 125 万吨。运行产能增量主要来自于今年秋冬季云南不限产，根据 ALD 数据，2024 年 11 月云南电解铝运行产能 585 万吨，较 2023 年同期 464 万吨增加 119 万吨。

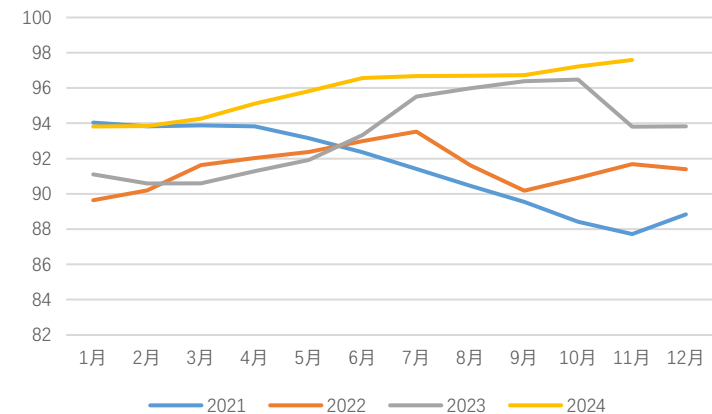
2025 年电解铝新增产能较少。2024 年以来，国内电解铝开工率明显走高，至 2024 年 11 月达到 97.59%，在产能增幅不大的情况下有效提升了产量。据 SMM 统计，2024 年我国电解铝净增产能预计仅 37 万吨，2025 年预计净增产能 65 万吨，较目前建成产能增加 1.4%。不考虑云南限产等供应干扰，预计 2025 年国内电解铝产量 4398 万吨，增幅 2.0%，相对 2024 年产量预计增速 3.9%明显收窄。

图 28 国内电解铝运行产能（万吨）



资料来源：iFinD、招商证券

图 29 国内电解铝开工率(%)



资料来源：iFinD、招商证券

表 5：2024 年中国电解铝新建项目统计表（万吨/年）

企业名称	省份	新建及拟建 年产能/万吨	产能净增/ 万吨	备注	预计完成 投产时间	2024 年投产 产能预期	2025 年投产 产能预期	2026 年及远 期投产产能
企业 A	内蒙古	42	17	2023 年 3 月份开工建设,2024 年 5 月 18 日通电投产,有 17 万吨指标,其他的 25 万吨需要减产包铝,8 月底运行产能已经达 17 万吨,其余产能仍需等待产能转移及电力接入		42		
企业 B	青海	50	10	建设 50 万吨 600KA 电解铝厂区,建成之后停掉现有的 40 万吨,另外从云铝转移 10 万吨指标	2026 年		50	
企业 C	内蒙古	35	35	有指标 35 万吨,计划 2024 年开始建设,2025 年投产	2025 年		35	
企业 D	贵州	10	0	产能转移项目(购得南山指标 10 万吨),于 2024 年 11 月份投产	2025 年	10		
企业 E	新疆	55	20	农六师合规指标共计 190 万吨,目前企业运行 170 万吨,通过搬迁扩建将部分产能转移到准东,达到 190 万吨。该项目 24 年 10 月份通电投产,达产仍需一段时间。	2025 年	20	35	
企业 F	新疆	20	20	企业总合规指标 140 万吨,剩余 20 万吨指标计划 25 年建成并于 25 年下半年投产	2025 年		20	
企业 G	内蒙古	20	0	伊电集团转移内蒙古项目目前公示转移产能 20 万吨,计划 25 年 6 月投产	2025 年		20	
企业 H	青海	11	11	电解铝指标共 35 万吨,前期 24 万吨复产完毕,剩余 11 万吨待建设待投产	待建设			11
企业 I	四川	13	13	2021 年拍卖成交,公司后期要扩建至总产能 25 万吨,目前暂未建设	待投			13
企业 J	内蒙古	40	0	待建设,尚无指标	待投			40

2023 年及远期新增产能预期	296	126	72	160	64
产能净增			37	65	24

资料来源：SMM、招商证券

海外电解铝投产进度可能较慢。根据 SMM 数据，2024 年 1-11 月海外电解铝产量 2694 万吨，同比增 34 万吨。根据 ALD 统计的项目建设规划，2025 年预计海外电解铝新增产能 71.85 万吨。但过去几年海外电解铝投产缓慢，2024 年新建项目投产进度明显不及预期，2025 年投产产能很可能低于规划数；且近期氧化铝等上游产品价格大涨拖累电解铝盈利，可能进一步影响 2025 年海外项目的投产进度。我们预计 2024 全年国外电解铝产量 2961 万吨，同比增 50 万吨、增幅 1.7%；2025 年国外电解铝产量 3016 万吨，同比增 55 万吨、增幅 1.9%。

表 6：海外拟投电解铝项目（万吨/年）

国家	铝厂	所属集团	2025 年	规划新增产能
印度尼西亚	曼帕瓦电解铝厂	MIND ID		60
印度尼西亚	INALUM	MIND ID	4	4
印度尼西亚	PT KALIMANTAN ALUMINIUM INDUSTRY	Adaro+力勤	25	50
印度尼西亚	华青铝业	华峰集团+青山实业	25	50
印度尼西亚		南山集团		100
印度尼西亚		信发集团		50
美国	世纪铝业	Century Aluminium		50
越南	Dak Nong	Tran Hong Quan Trading Ltd	15	60
印度	Angul	Nalco		50
印度	Jharsuguda II	Vedanta		3.5
印度	BALCO	Vedanta		41.4
印度	Mahan	Hindalco		5
巴林	Alba	Alba		54
阿联酋	EGA	Emirates Global Aluminum, EGA		50
沙特		锦江集团		
沙特		创新集团		
沙特		洛阳铝业		
哈萨克斯坦				12.5
俄罗斯	TaishetI	UC Rusal	15.85	42.85
加拿大	Arvida AP60	RioTinto		16
哥伦比亚	Galtco	NEO Aluminio Colombia		54
意大利	Portovesme	Portovesme		15
埃及	Egyptalum	Egyptalum		50
安哥拉	华通安哥拉实业有限公司	河北华通线缆集团股份有限公司	12	12
加纳	GIADDEC(加纳综合铝发展公司)			
合计			71.85	830.25

资料来源：ALD、招商证券

2、2025 年国内特高压建设有望加速

国家对特高压的重视程度提升。随着风电、光伏装机快速增长，电力消纳问题日益突出，特高压工程成为远距离送电的重要手段。“十四五”期间，国家电网规划

建设特高压工程“24 交 14 直”，总投资达 3800 亿元。2023 年，随着金上-湖北±800 千伏、陇东-山东±800 千伏、宁夏-湖南±800 千伏、哈密-重庆±800 千伏 4 条直流线路开工，投资额合计达 1103.4 亿元。2024 年特高压建设情况略有放缓，全年仅开工 3 条线路，投资额合计 702.0 亿元，线路数量及总金额较 2023 年有所下滑。一方面，甘肃-浙江特高压项目为首条特高压直流线路，前期准备和实际建设相对缓慢，可能对其他项目开工形成资源挤压；另一方面，阿坝-成都东特高压项目距离较短，也导致总投资金额偏低。

2025 年特高压建设有望加速，拉动铝的需求。2025 年及整个“十五五”期间，随着柔性直流技术逐步成熟，风光发电送出需求高涨，在发改委、国资委等上级部门大力推动下，预计特高压项目开工和投资将持续景气。目前有蒙西-京津冀±800kV、陕西-河南±800 千伏、藏东南-粤港澳±800 千伏柔直、大同-天津南 1000 千伏等多条特高压直流、柔性直流、交流储备项目，2025 年预算规划有保障。2025 年作为“十四五”收官之年，预计特高压建设进度将加速，全年有望开工 5-6 条特高压直流线路和 2-3 条特高压交流线路，数量为历史最高，与 2024 年相比有明显增幅。

与超高压、高压线路相比，特高压线路总长较长，所用的钢芯铝绞线导体直径更大，对铝的需求较高。2025 年，随着已开工项目持续建设和新开工项目数量增加，预计特高压建设将显著拉动铝的需求。

表 7：2024 年共有 3 个特高压项目开工

项目名称	直流/交流	开工时间	线路长度（千米）	投资额（亿元）
阿坝-成都东 1000 千伏特高压工程	交流	2024-01-11	371.7（双回）	145.4
陕北-安徽±800 千伏特高压直流输电工程	直流	2024-03-15	1069.9	202.0
甘肃-浙江±800 千伏特高压直流工程	柔性直流	2024-07-29	2370.1	354.6

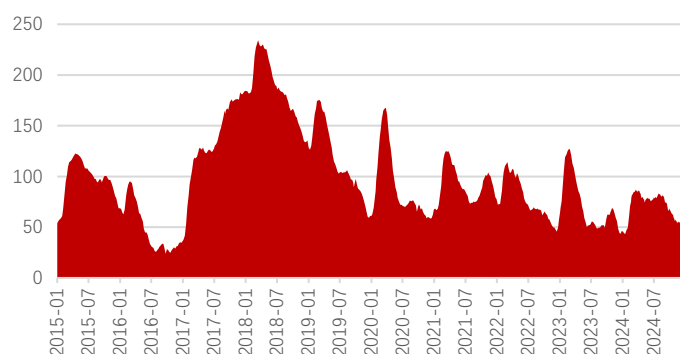
资料来源：北极星输配电网，项目环评文件，招商证券

3、2025 年电解铝供应缺口明显，支持铝利润走阔

2025 年电解铝供应缺口或将放大。由于海内外新投产产能不高，2025 年全球电解铝产量增速预计收窄。下游特高压建设、风光装机、新能源汽车等产业需求良好，持续拉动铝的消费。随着国内地产竣工数据下滑，基数走低，加上国内政策托底，预计，2025 年国内地产对铝消费的拖累预有望收敛。

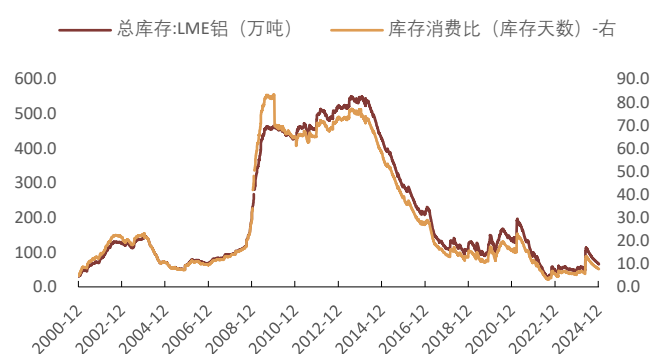
截至 2024 年 12 月 30 日，SMM 统计国内电解铝锭社会库存 49.0 万吨，国内可流通电解铝库存 36.4 万吨，较上周四持稳。同比来看，当前国内铝锭库存较去年同期仍高出 5.6 万吨。2024 年 12 月 30 日，LME 铝库存 64.4 万吨，5 月下旬以来持续下降，较 2023 年底库存 54.9 万吨增加 9.5 万吨。虽然 2024 年库存小幅走高，但是整体库存在历史上处于比较低的位置。

图 30 国内电解铝社会库存（万吨）



资料来源：Wind、招商证券

图 31 LME 电解铝库存（万吨）



资料来源：LME、招商证券

2025 年氧化铝价格回落，电解铝成本趋势下移。2024 年，受短期供需错配影响，氧化铝价格持续上升，带动全行业利润飙升至 2500 元/吨高位，而电解铝价格并未出现相应上升，使得多省电解铝企业出现普遍亏损。氧化铝投产进度较快，2024 年我国新增产能 160 万吨，预计 2025 年将投产 1120 万吨，而电解铝产能扩张相对缓慢，2024 年净增 37 万吨，预计 2025 年净增 65 万吨。我们认为，随着氧化铝大量产能投产，2025 年氧化铝供给将回到相对宽松的状态，超高盈利和价格难以为继。此外，煤炭价格有望维持弱势，预计电解铝成本趋势下移，盈利状况好转。在新投产受限以及下游需求持续景气的情况下，我们预计 2025 年电解铝供应将出现明显缺口，叠加成本下移，支持铝利润走阔。

表 8: 氧化铝产能规划（万吨/年）

公司	城市	原有产能	新建产能	2025 年投产	2026 年及远期投产
企业 A	广西防城港	300	100	100	
企业 B	广西防城港	0	240	240	
企业 C	广西北海	0	400	200	200
企业 D	广西北海	0	480	240	240
企业 E	河北曹妃甸	480	480	240	240
企业 F	山东滨州	200	100	100	
新投产产能合计			1800	1120	680

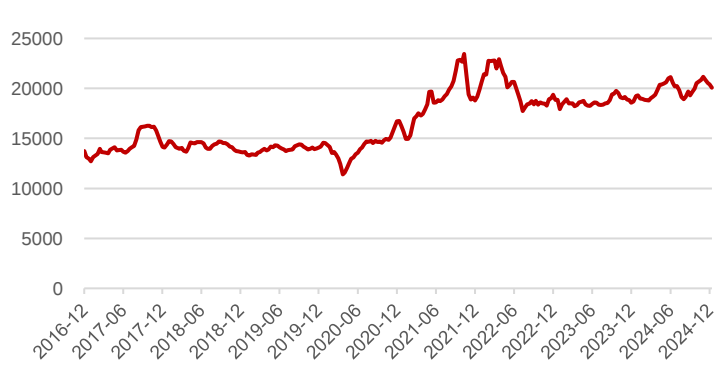
资料来源：SMM，招商证券

图 32 氧化铝价格（元/吨）



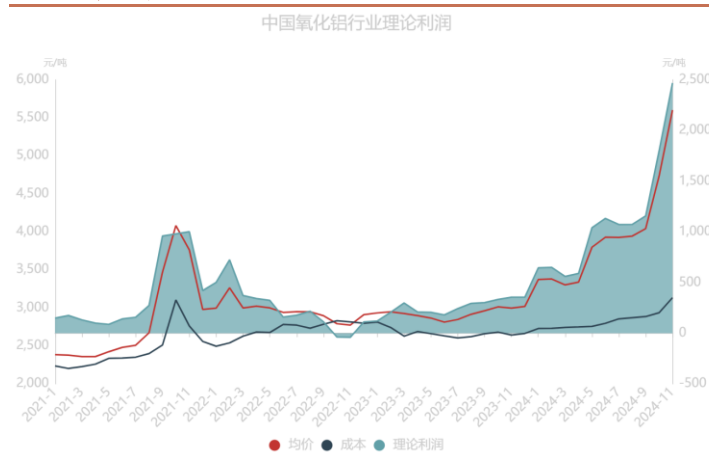
资料来源：iFinD、招商证券

图 33 电解铝价格（元/吨）



资料来源：iFinD、招商证券

图 34 中国氧化铝行业理论利润（元/吨）



资料来源：ALD、招商证券

图 35 2024 年 11 月中国分地区电解铝理论盈亏（元/吨）



资料来源：ALD、招商证券

五、盈利预测和估值

假设条件:

价格假设:

2024 年市场均价基本明确。

由于电解铝 2025-2026 年国内供应接近登顶，国外产能释放缓慢，供应矛盾突出，价格有望重心持续抬升。氧化铝则相反，预计价格有望持续下滑。

假设 2025/2026 年电解铝含税均价在 2024 年价格基础上每年上涨 10%。

假设 2025/2026 年氧化铝含税均价在 2024 年价格基础上每年下滑 5%。

假设 2025/2026 年预备阳极含税均价持平于 2024 年均价。

假设 2024/2025/2026 年公司用电成本，分别 0.42/0.45/0.46 元/千瓦时。

其他业务收入和成本均持平于 2023 年。

产量假设:

公司电解铝产能没有扩张计划，产量波动主要受电力干扰对运行产能的影响。2024 年枯水期云南电力充沛不限产，假设 2025-2026 年同样不考虑限电限产。2024 年 1-9 月，公司生产氧化铝 107.32 万吨；生产炭素制品 59.86 万吨；生产原铝 214.8 万吨。2024 上半年，告期内公司生产氧化铝 72.30 万吨，生产炭素制品 39.75 万吨，生产原铝 135.07 万吨，生产铝合金及铝加工产品 58.77 万吨。2024 年四季度产量假设持平于 2024 年三季度。

假设 2024/2025/2026 年电解铝产量分别 295/305/305 万吨。

表 9: 产量假设 (万吨)

	2023	2024E	2025E	2026E
氧化铝	143	143	143	143
电解铝	240	295	305	305
碳素	78	80	80	80
铝合金及加工产品	123	126	130	135

资料来源：公司公告、招商证券

根据以上假设，我们测算 2024/2025/2026 年公司归母净利润分别 43.3、61.1、87.0 亿元，对应市盈率 11.1/7.9/5.5 倍。

表 10: 收入成本测算 (亿元)

项目	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	427	514	560	590
铝锭	216	285	312	320
铝加工产品	204	222	241	263
其他业务	7	7	7	7
营业成本	359	442	460	454
铝锭	177	241	251	240
铝加工产品	175	195	202	207
其他业务	6	6	6	6
毛利润	67.5	71.8	99.5	136.0
铝锭	38.5	44.5	60.8	80.0

项目	2023	2024E	2025E	2026E
铝加工产品	28.7	27.1	38.4	55.7
其他业务	0.3	0.3	0.3	0.3
毛利率(%)	15.8	14.0	17.8	23.1
铝锭	17.8	15.6	19.5	25.0
铝加工产品	14.0	12.2	16.0	21.2
其他业务	3.88	3.88	3.88	3.88
收入 YOY	-12%	20%	9%	5%
成本/收入	84%	86%	82%	77%

资料来源：公司公告、招商证券

电解铝是公司利润和收入的主要来源。2025 年预计电解铝产量 305 万吨，不考虑其他的变化，电解铝含税价格每上涨 1000 元，毛利润增加约 27 亿元。假设 2025 年电解铝含税价格较假设价格 20918 元/吨上涨 10%，净利润增至 101 亿元，增幅超过 50%，对应市盈率下降至 5 倍。

表 11：价格敏感性测算（元/吨、亿元）

价格假设	电解铝价格	净利润-2024E	对应市盈率-2025E
盈利预测假设价格	20918	61	8
涨 10%	23010	101	5
跌 10%	18826	21	23

资料来源：公司公告、招商证券

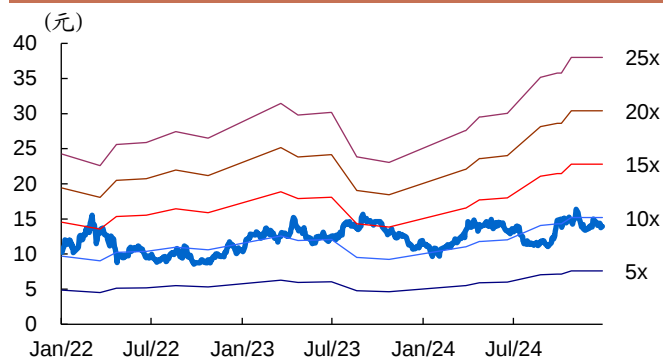
表 12：电解铝主要公司对比表（万吨/年、万吨）

公司名称	代码	市值	市盈率				电解铝产能	权益产能	2023 年电解铝产量	权益产能/市值	PB (MRQ)	ROE (TTM)
			2023PE	2024PE	2025PE	2026PE						
中国宏桥	1378	1,018	9	5	4	3	646	600	627	1.12		
云铝股份	000807	483	12	11	8	6	305	256	243	0.60	1.7	14
中国铝业	601600	1,283	19	10	9	8	746	415	679	0.44	1.9	8
天山铝业	002532	375	17	9	8	7	120	120	117	0.43	1.4	8
神火股份	000933	383	6	8	7	6	170	132	152	0.31	1.8	33
南山铝业	600219	460	13	10	9	8	49	68	68	0.14	0.9	6
中孚实业	600595	117	10	11	8	6	75	63	71	0.45	0.8	5
焦作万方	000612	78	13	12	8	7	37	37	35	0.54	1.3	5
怡球资源	601388	56	42				26	26	22	0.45	1.2	5
新疆众和	600888	101	6.5				18	18	18	0.27	1.0	16

资料来源：各公司公告、wind、招商证券

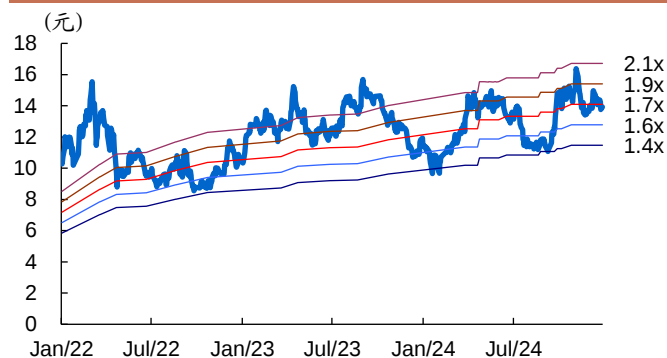
备注：除云铝股份之外，其他公司预测数据均为 wind 一致预期

图 36: 云铝股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 37: 云铝股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

六、风险提示

1、铝价下跌风险

公司主要产品为铝合金及铝加工产品，其销售收入和利润水平与铝价的波动密切相关。铝价受国内外供需、政策、地缘冲突、汇率等多种因素的影响，存在较大的不确定性。如铝价出现大幅下跌，将直接影响公司的盈利能力和现金流水平，对公司的经营业绩造成不利影响。

2、原材料价格波动风险

公司的主要原材料为氧化铝、预焙阳极、电力等，其价格受市场供需、能源价格、环保政策等因素的影响，存在一定的波动性。如原材料价格出现大幅上涨，而公司不能及时将成本上升转嫁给客户，将导致公司的毛利率下降，对公司的经营业绩造成不利影响。

3、气候导致的限电风险

尽管电力供应状况有望好转，但云南电力供应受降水因素影响较大，一旦由于气候干旱导致限电，可能影响公司的正常生产。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	8246	9863	16090	23762	33591
现金	3045	5261	10437	17855	27726
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	960	162	196	213	224
其它应收款	36	27	32	35	37
存货	3918	4051	4987	5188	5115
其他	288	362	439	471	488
非流动资产	30814	29447	27855	26384	25022
长期股权投资	489	485	485	485	485
固定资产	24380	23020	21753	20572	19471
无形资产商誉	3126	3137	2824	2541	2287
其他	2819	2805	2794	2786	2779
资产总计	39059	39310	43946	50146	58613
流动负债	9047	6085	6354	6562	6487
短期借款	470	70	0	0	0
应付账款	5812	3674	4522	4705	4639
预收账款	138	471	580	603	595
其他	2627	1871	1253	1254	1254
长期负债	4736	3977	3977	3977	3977
长期借款	4377	3765	3765	3765	3765
其他	359	212	212	212	212
负债合计	13783	10063	10332	10539	10464
股本	3468	3468	3468	3468	3468
资本公积金	10693	10693	10693	10693	10693
留存收益	8190	11568	15100	19914	26779
少数股东权益	2925	3518	4353	5531	7208
归属于母公司所有者权益	22351	25729	29261	34076	40940
负债及权益合计	39059	39310	43946	50146	58613

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6914	5871	6624	8842	11800
净利润	5268	4718	5165	7292	10376
折旧摊销	1783	1737	1888	1768	1658
财务费用	275	154	61	37	6
投资收益	(121)	77	(400)	(207)	(207)
营运资金变动	(334)	(830)	(94)	(50)	(33)
其它	44	15	5	2	0
投资活动现金流	(1033)	(515)	105	(88)	(88)
资本支出	(964)	(733)	(295)	(295)	(295)
其他投资	(70)	218	400	207	207
筹资活动现金流	(4589)	(3080)	(1552)	(1336)	(1840)
借款变动	(3910)	(2248)	(694)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	10	0	0	0	0
股利分配	(392)	(555)	(798)	(1299)	(1834)
其他	(297)	(277)	(61)	(37)	(6)
现金净增加额	1293	2276	5176	7418	9872

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	48463	42669	51404	55953	58961
营业成本	41222	35923	44220	46007	45358
营业税金及附加	362	357	430	468	493
营业费用	71	46	55	60	63
管理费用	640	621	748	783	814
研发费用	83	198	239	260	274
财务费用	233	110	61	37	6
资产减值损失	(80)	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	12	207	400	207	207
投资收益	121	(77)	0	0	0
营业利润	5905	5542	6052	8545	12160
营业外收入	7	5	5	5	5
营业外支出	5	4	4	4	4
利润总额	5907	5544	6053	8546	12161
所得税	639	825	889	1255	1785
少数股东损益	699	763	835	1179	1677
归属于母公司净利润	4569	3956	4330	6113	8699

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	16%	-12%	20%	9%	5%
营业利润	25%	-6%	9%	41%	42%
归母净利润	38%	-13%	9%	41%	42%
获利能力					
毛利率	14.9%	15.8%	14.0%	17.8%	23.1%
净利率	9.4%	9.3%	8.4%	10.9%	14.8%
ROE	22.5%	16.5%	15.7%	19.3%	23.2%
ROIC	17.5%	14.7%	14.7%	18.1%	21.8%
偿债能力					
资产负债率	35.3%	25.6%	23.5%	21.0%	17.9%
净负债比率	16.7%	11.3%	8.6%	7.5%	6.4%
流动比率	0.9	1.6	2.5	3.6	5.2
速动比率	0.5	1.0	1.7	2.8	4.4
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.1	1.2	1.2	1.1
存货周转率	11.8	9.0	9.8	9.0	8.8
应收账款周转率	91.4	76.1	287.0	274.0	270.0
应付账款周转率	7.5	7.6	10.8	10.0	9.7
每股资料(元)					
EPS	1.32	1.14	1.25	1.76	2.51
每股经营净现金	1.99	1.69	1.91	2.55	3.40
每股净资产	6.45	7.42	8.44	9.83	11.81
每股股利	0.16	0.23	0.37	0.53	0.75
估值比率					
PE	10.6	12.2	11.1	7.9	5.5
PB	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.7	7.2	6.6	5.1	3.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。