

云铝股份(000807)

报告日期: 2025年01月08日

双碳先锋, “铝”创新高

——云铝股份深度报告

投资要点

云铝股份前身为云南铝厂, 始建于1970年, 2018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”, 国家绿色工厂, 获评首届ESG金牛奖“双碳”先锋。经过30年的发展, 通过募资新建、并购重组、灾后重建整合了云南省电解铝资源, 已形成铝土矿160万吨、氧化铝140万吨、绿色铝305万吨, 铝合金及铝加工产品157万吨, 炭素制品82万吨(不含跟索通合资的90万吨产能)的产能规模。

要点一: 铝价趋势性走高。长期来看, 铝行业价格中枢上移基本确定。全球正处于铝产业转移的迭代期, 电解铝产能“东升西落”创造供给侧的投产空窗期。同时铝行业进入了以中国供给侧改革以及“双碳”目标为主导的能源改革的政策收获期, 以大规模电力建设为基础的电解铝产能大爆发需静待火电市场/储能市场的高度完善, 在此之前板块存在长期机会。需求侧明年投资后周期需求有望重点发力, 地产竣工端/电力电网侧需求边际走强, 叠加新能源汽车需求持续。电解铝供需缺口扩大的趋势基本确定, 基本面长期向好。

要点二: 氧化铝价格趋势性走低。国内减产以及GAC停运造成的铝土矿短缺趋于缓解, 原来预期在半年或者一季度缓和的减产影响被提前消化。同时国内整体铝土矿减产情况增速边际趋缓, 减量已显著低于增量, 随着2025年国内/印尼氧化铝提供新增量, 且受制于电解铝新增产能有限以及成本高位带来的停产潮, 氧化铝价格持续维持高位的动力相对不足, 2025年下跌趋势基本确定。

公司稳健经营能力居前, 提质增效成果显著, 基本面质优, 云南电力格局缓解带动公司产能利用率提升, 2025年有望继续增产放量, 同时带动公司成本显著下滑。

- ① 基本面质优:** 截止到2024年9月底, 三费费率(销售/管理/财务费用率)达到1%的历史低点, 在手现金达到82亿元, 同比提升106%。2023年资产负债率降至26%, 有息负债率降至11%, 现金短债比已达到758%;
- ② 增产放量降本:** 云南省从“弃电”到“电荒”, 再到“新能源基地建设”, 逐步推动电力稳步供应, 目前云南省电力供需矛盾趋于缓解。从2025年来看, 云南水电的宽松或带动全年满产运行, 则电解铝产量仍然存在约17万吨的增量。从集中启停槽费用来看, 以单吨1000元进行核算, 2024上半年存在约6.1亿元的成本支出, 在2025年这部分支出有望减少;
- ③ 长期低碳优势:** 2023年公司生产用电结构中绿电比例约80%, 欧盟碳关税调整机制(CBAM)从2026年开始逐步实施, 以63欧元/吨的碳排放许可证价格进行单吨铝碳税计价成本测算, 预计成本端将节约450元/吨左右。

盈利预测与估值

以电解铝价格以及氧化铝价格作为变量进行盈利预测, 公司2025年盈利弹性显著。以0.45元/度作为电价的基准值, 假设预焙阳极价格不发生大的波动, 即维持在4000元上下, 2025年随着氧化铝价格环节缓解, 电解铝价格走高, 以20919/4071的假设来看, 单吨毛利增至约3700元, 相较于2024全年吨毛利增厚约1000元, 涨幅超30%, 相较于目前20500/5500的价位单吨毛利上升约3600元。根据上述假设, 预计公司2024-2026年归母净利润为45/67/79亿元, 同比增长13%/50%/18%, EPS为1.29/1.94/2.29。参考2024年行业平均估值给予2025年10XPE估值, 则公司合理市值为673亿元, 对应股价19.40, 相较目前空间约为30%, 首次覆盖给予“买入”评级。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 沈皓俊
执业证书号: S1230523080011
shen haojun@stocke.com.cn

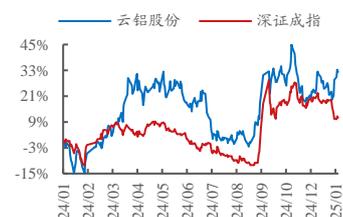
分析师: 王南清
执业证书号: S1230523100001
wangnanqing@stocke.com.cn

研究助理: 何玉静
heyujing@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 14.95
总市值(百万元)	51,845.96
总股本(百万股)	3,467.96

股票走势图



相关报告

- **与市场的观点的差异（一）：业内普遍担心氧化铝价格下跌会显著带动电解铝价格下行。我们认为电解铝/氧化铝形成了相对独立的基本面定价体系。** 商品价格由供需基本面进行定价，大多数时候原材料成本通过影响边际供给从而传导到供需结构，如原材料大幅下降的情况下，下游利润走高而出现大量投产，进而影响定价。而电解铝板块存在产能投放特殊性：一方面因停槽费用较高且对槽型损伤较大，电解铝未因氧化铝大涨而出现供给侧大量出清/减产；另一方面因供给侧改革以及海外电力基础设施限制，难以因为原材料大短跌期内释放较大产能，传导中枢被切割，氧化铝/电解铝形成了相对独立的基本面定价体系。
- **与市场的观点的差异（二）：市场普遍认为云南水电价格存在较大不确定性。** 我们认为随着风光基地的建设云南水电供需格局已经得到改善，电价上涨可持续性较差，同时随着电力稳定性增强，公司增产放量叠加费用端减少，显著增厚公司利润。
- **催化剂：重点关注铝价上涨。** 整体来看 2024 年淡季不淡，需求结构性调整支撑全年铝价，历年春节前后开工率变化较为显著，如下游开工率水平快速回升或库存端连续去库，则铝价有望进入拐点反弹。
- **风险提示：** 下游需求不及预期，云南限电限产情况超预期等

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	42,669	51,216	57,254	57,293
(+/-) (%)	-11.96%	20.03%	11.79%	0.07%
归母净利润	3,956	4,472	6,727	7,932
(+/-) (%)	-13.41%	13.05%	50.42%	17.92%
每股收益(元)	1.14	1.29	1.94	2.29
P/E	13.11	11.59	7.71	6.54

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 云铝股份：绿色低碳先锋铝企	6
1.1 历史沿革：战略眼光独到，充分挖掘行业潜力	6
1.2 稳健经营能力居前，提质增效成果显著	8
1.2.1 稳健经营能力居前，盈利水平维持高位	8
1.2.2 费用率/资产负债率大幅下降，提质增效成果显著	10
1.2.3 现金流充足，分红比例持续提升	11
2 赛道 β：氧化铝下行&电解铝上行推高利润空间	12
2.1 电解铝：供需趋紧的格局基本确定	13
2.2 氧化铝：原材料端价格趋于缓解	15
2.3 利润弹性测算	18
3 公司 α：持续推进绿色能源，碳关税有望享有溢价	19
3.1 整合用电资源，打造稳定经营的生命力	19
3.2 碳关税在即，有望享有低碳溢价	20
4 主要预期差：铝价走势&水电变化	22
5 催化剂：主要关注铝价走势	25
6 盈利预测与估值	25
7 风险提示	27

图表目录

图 1: 公司经营稳健, 价格底部期间扩产增产, 高价期间享受价格弹性	6
图 2: 中铝持股 29.10%, 国务院国资委为实控人 (截止到 2024 年 Q3)	7
图 3: 生产网络主要集中于云南地区, 包括昭通、文山、曲靖、阳宗海、红河等地 (单位: 万吨)	7
图 4: 销售网络主覆盖华南、华中、川渝以及东南亚和南亚铝消费市场	8
图 5: 2024 年 Q1-Q3 营业收入同比增长 32%	9
图 6: 2024 年 Q1-Q3 归母净利润同比增长 52%	9
图 7: 铝价变化 (2017-2024)	9
图 8: 原材料端成本价格变化 (2020-2024)	9
图 9: 公司主要营业收入来源为电解铝/铝加工产品	10
图 10: 铝锭/铝加工品毛利率水平维持在 10%以上	10
图 11: 三费率持续下降	10
图 12: 除管理费用外, 其它费用水平均接近 0%	10
图 13: 2024 年 Q1-Q3 资产负债率 25%	11
图 14: 持续偿还短债, 短债占比仅为 16%	11
图 15: ROE 居于行业高位	11
图 16: 资产质量提升速度较快	11
图 17: 在手现金充沛	12
图 18: 资本开支维持较低水平	12
图 19: 现金分红比例持续提升	12
图 20: 2023 年公司股息率为 2%	12
图 21: 电解铝产业链 (单吨电解铝需要 1.92 吨氧化铝, 0.465 吨预焙阳极。13500 度电)	13
图 22: 中国电解铝运行产能达到 4394 万吨 (单位: 万吨)	13
图 23: 复产产能基本全数释放 (单位: 万吨)	13
图 24: 印尼单吨电解铝投资成本 (元/吨) — 增产受电力制约	14
图 25: 电解铝成本曲线以及当前价格位点 (2024/11)	14
图 26: 地产后周期 (竣工) 需求二阶导有望转正	14
图 27: 电网投资周期驱动特高压需求增长	14
图 28: 几内亚铝土矿发运量 (截止到 2024 年 11 月底) 单位: 吨	17
图 29: 几内亚铝土矿预计爬产情况 (单位: 万吨)	17
图 30: 1-11 月国内铝土矿产量同比减少 814 万吨 (单位: 万吨)	18
图 31: 1-11 月铝土矿主要港口出港量同比增长 1483 万吨 (单位: 万吨)	18
图 32: 电解铝成本结构	18
图 33: 云南电解铝平均电价 (丰枯水电价)	18
图 34: 云南水电电价计价构成 (以 2024 年 12 月为例)	20
图 35: 光伏装机布局	20
图 36: 特斯拉碳足迹核查	20
图 37: 公司通过 ASI 认证	20
图 38: 欧洲碳交易 & 碳关税收取原理	21
图 39: 碳关税收取预测 (2023-2034)	21
图 40: 中国碳市场碳排放配额累计成交金额 (单位: 亿元)	22
图 41: 全国碳市场碳排放配额 (CEA): 元/吨	22
图 42: 氧化铝价格与电解铝价格并非同频波动	22

图 43: 中国氧化铝月度平衡.....	22
图 44: 发电量与产能利用率之间的调配 (2020-2024)	23
图 45: 云南省电力需求 (第二产业占主导)	23
图 46: 2024 年云南省累计降水量相对充沛 (单位: 毫米)	24
图 47: 世界气象组织厄尔尼诺/拉尼娜最新情况 (2024 年 9 月)	24
图 48: 公司产能利用率存在 6%的提升空间.....	24
图 49: 云南省产能利用率 (2017-2024)	24
图 50: 下游开工率多数出现同比增长.....	25
图 51: 电解铝社会流通库存 (关键跟踪指标)	25
图 52: 当前处于历史估值低位 (2025 年 1 月 8 日)	26
表 1: 公司形成了电解铝产能 305 万吨, 权益产能 258 万吨 (截止到 2023 年)	8
表 2: 电解铝供需平衡表	15
表 3: 氧化铝产能利用率变化 (贵州、河南、澳大利亚、北美均有恢复)	16
表 4: 印尼氧化铝项目投产节奏.....	16
表 5: 电解铝盈利弹性-吨毛利测算 (电价基准: 0.45 元/度)	19
表 6: 2024-2026 年盈利预测.....	26
表 7: 公司 2024-2026 电解铝可比公司估值.....	26
表附录: 三大报表预测值.....	28

1 云铝股份：绿色低碳先锋铝企

云南铝业股份有限公司（以下简称“云铝股份”，股票代码 000807）前身为云南铝厂，始建于 1970 年，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”，国家绿色工厂，获评首届 ESG 金牛奖“双碳”先锋。

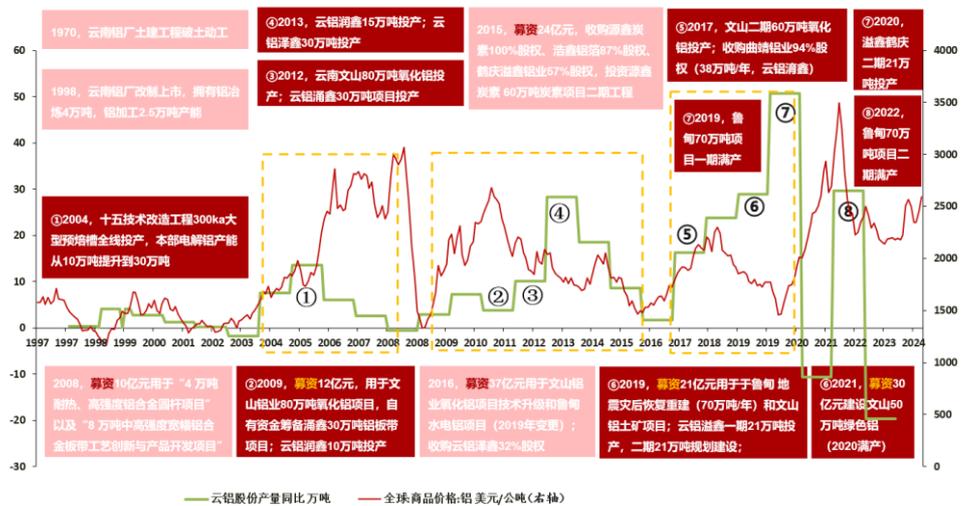
1.1 历史沿革：战略眼光独到，充分挖掘行业潜力

公司底蕴深厚，战略眼光独到，经过 30 年的发展，通过募资新建、并购重组、灾后重建整合了云南省电解铝资源，达到 305 万吨的电解铝产能，实现近 10 倍产能扩张。

- 1) 公司始建于 1970 年，前身为云南铝厂，1998 年改制上市，1999 年即跃升为全国 10 大重点铝企。上市初期，公司仅拥有铝冶炼 4 万吨，铝加工 2.5 万吨的生产能力，2004 年十五计划推动本部电解铝产能扩产提升到 30 万吨。
- 2) 此后十余年，公司以“拓展两头、优化中间”的思路，建成了年产 140 万吨的氧化铝生产线，完成源鑫炭素股权收购，实施了一批精深加工项目，先后实现了涌鑫（2012，30 万吨）、润鑫（2009/2013，25 万吨）、泽鑫（2013，30 万吨）铝厂投产，初步构建起集“铝土矿—氧化铝（炭素）—电解铝—铝深加工”于一体的完整产业链。
- 3) 2016 年后随着供给侧改革推进，公司新兴产能增长以并购重组为主，完成了曲靖铝业（更名云铝涌鑫，38 万吨/年）94% 股权收购。
- 4) 2018 年，随着中铝集团与云南省战略合作的东风，云铝股份正式加入中铝，先后建成了云铝海鑫（2019/2022，70 万吨）、云铝溢鑫（2019/2020，42 万吨）、云铝文山（2021，50 万吨）3 个绿色铝项目。

公司上市后以战略目标为导向，将具有发展前景和收益良好的优质项目，作为公司实施股权融资的募投项目，实施时间均处于铝价底部震荡之时。公司通过资本市场获取资金实现逆势扩张，价格反弹后充分享有量利齐升带来的弹性。从过往项目来看，目前仅 2019 年文山中低品位铝土矿综合利用项目（3%）未实现 100% 进度，其余均已满产。

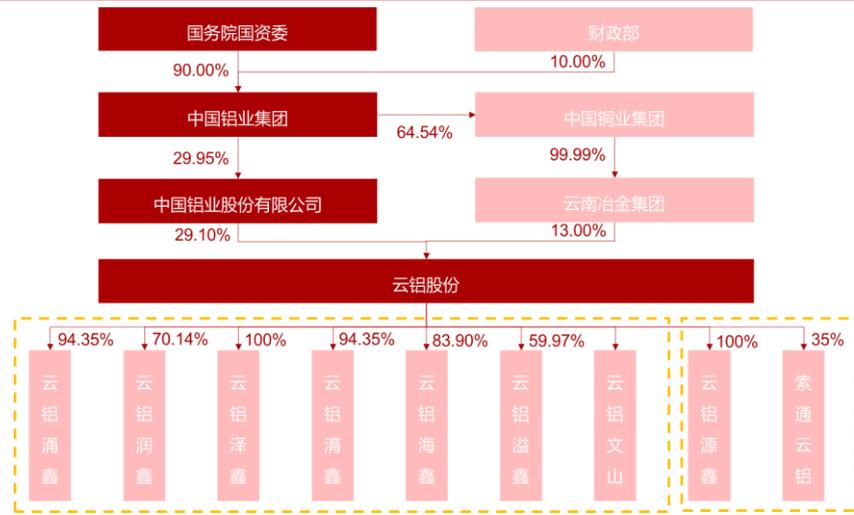
图1：公司经营稳健，价格底部期间扩产增产，高价期间享受价格弹性



资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所

中国铝业为公司控股股东，直接控股 29%，国务院国资委为公司实控人。2018 年 12 月，公司控股股东云南省国资委通过平台中铝集团无偿划转 51%股权到国务院国资委，公司实控人变更为国务院国资委。2022 年 11 月，中铝集团内部进行股权调整，云南冶金以非公开协议转让方式将其持有的公司 19%股份转让给中国铝业，股份转让完成后，中国铝业成为公司控股股东，控股比例 29.10%，中国铝业充足的氧化铝自给能力为公司原材料保供提供稳定保障。2023 年以来，新一轮国企改革深化提升行动启动，中铝集团提高核心竞争力，增强核心功能，加快建设世界一流优秀有色金属集团，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。

图2：中铝持股 29.10%，国务院国资委为实控人（截止到 2024 年 Q3）



资料来源：iFind, wind, 浙商证券研究所

截止到 2023 年底，公司已形成铝土矿 160 万吨、氧化铝 140 万吨、绿色铝 305 万吨，铝合金及铝加工产品 157 万吨，炭素制品 82 万吨（不含跟索通合资的 90 万吨产能）的产能规模。

图3：生产网络主要集中于云南地区，包括昭通、文山、曲靖、阳宗海、红河等地（单位：万吨）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所（备注：图例表明公司各个子公司电解铝/氧化铝/合金加工/炭素产能）

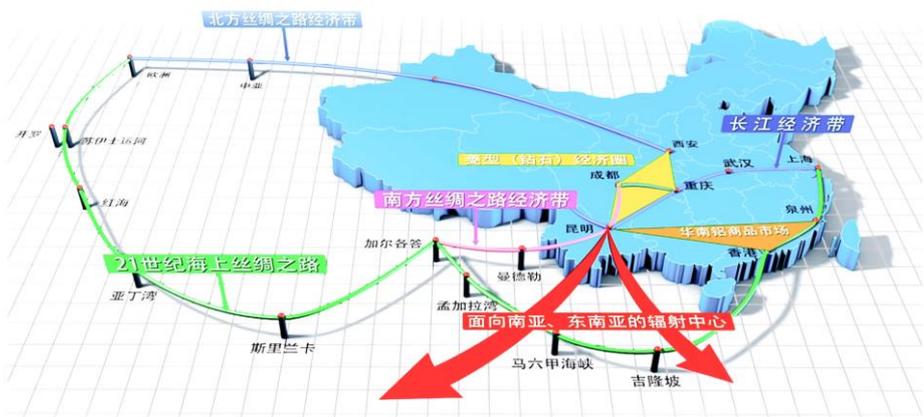
表1: 公司形成了电解铝产能 305 万吨, 权益产能 258 万吨 (截止到 2023 年)

分项目	地点	总产能: 万吨				持股比例	权益产能: 万吨			
		氧化铝	电解铝	合金及加工	炭素		氧化铝	电解铝	合金及加工	炭素
云铝本部	阳宗海	-	20	14.7	-	100%	-	20	15	-
云铝涌鑫	红河	-	30	32.5	-	67%	-	20	22	-
云铝溢鑫	大理	-	42	11.5	-	60%	-	25	7	-
云铝海鑫	昭通	-	70	32.5	-	84%	-	59	27	-
云铝泽鑫	曲靖	-	30	25	-	100%	-	30	25	-
云铝洧鑫	曲靖	-	38	-	-	94%	-	36	-	-
云铝文山	文山	140	50	15	-	100%	140	50	15	-
云铝润鑫	红河	-	25	26	-	70%	-	18	18	-
云铝源鑫	阳宗海	-	-	-	20	100%	-	-	-	20
云铝源鑫	红河建水	-	-	-	62	100%	-	-	-	62
索通云铝	曲靖	-	-	-	90	35%	-	-	-	32
合计		140	305	157	172	-	140	258	129	114
自给率 (%)		24%	-	-	121%	-	28%	-	-	95%

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所

公司销售网络主覆盖华南、华中、川渝以及东南亚和南亚铝消费市场。随着近年来“一带一路”、“长江经济带”等国家重大战略的加快推进实施,以及区域全面经济伙伴关系协定(RCEP)的正式签署,公司依托大通道面向南亚、东南亚进行资源开发及产品市场拓展的条件更加便利。公司所在的云南省地处西南,紧邻我国华南、华中、川渝以及东南亚和南亚铝消费市场,具备辐射长江经济带、珠三角经济区以及成渝经济区的独特区位优势。公司积极开拓周边市场,为公司加快实施“绿色铝一体化”战略提供了广阔的国内国际市场。

图4: 销售网络主覆盖华南、华中、川渝以及东南亚和南亚铝消费市场



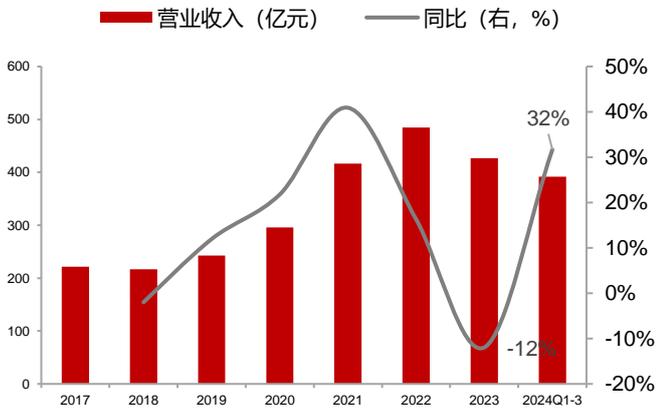
资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

1.2 稳健经营能力居前, 提质增效成果显著

1.2.1 稳健经营能力居前, 盈利水平维持高位

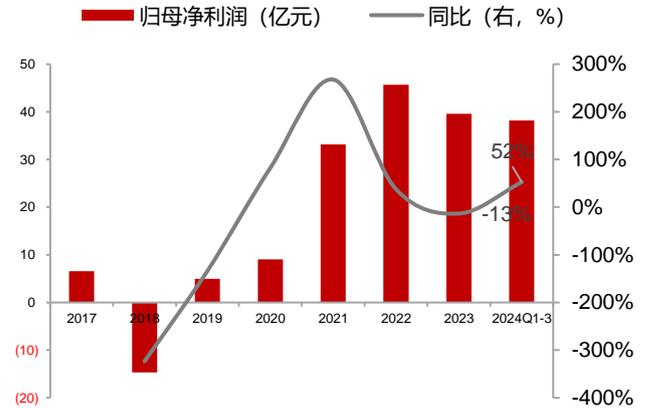
公司稳健经营能力居前，2024年1-9月公司实现累计归母净利润38亿元，同比增长52%。自2019年供给侧改革之后，公司营收/利润实现四联增，2023受云南减产以及铝价大幅下行影响，营收/利润承压，然而同比变化也仅为-12%/-13%，经营稳健。2024年上半年，公司原铝产量为135万吨，同比增加38万吨，主要系2024年3月云南来水情况佳，电力供需相对宽松，电解铝提前复产，实现主要产品产量创新高。

图5：2024年Q1-Q3营业收入同比增长32%



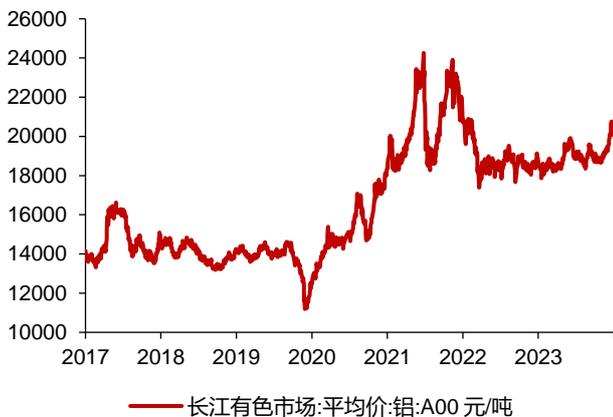
资料来源：iFind，浙商证券研究所

图6：2024年Q1-Q3归母净利润同比增长52%



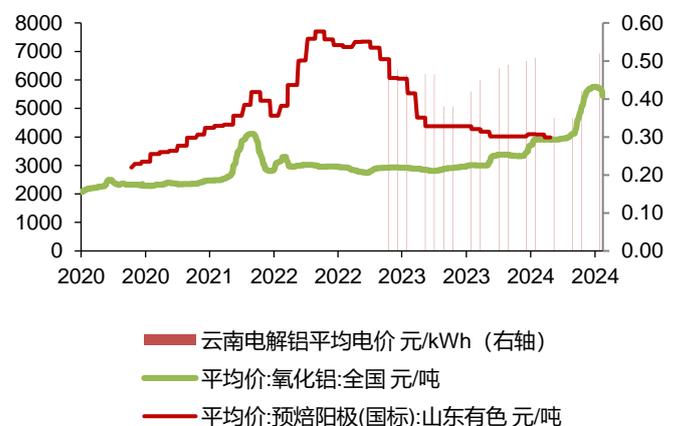
资料来源：iFind，浙商证券研究所

图7：铝价变化（2017-2024）



资料来源：iFind，浙商证券研究所

图8：原材料端成本价格变化（2020-2024）



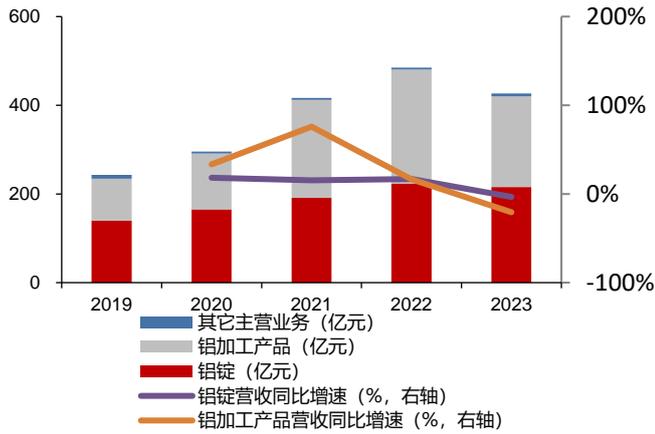
资料来源：iFind，浙商证券研究所

公司推进合金化，实现电解铝和铝加工业务一体化经营，电解铝为主要收入来源，复合增速为11%。公司电解铝、铝加工产品为公司主要收入来源，铝加工主要有高精铝、圆铝杆、铝合金、铝焊材等初级加工品。

从营业收入来看，公司电解铝收入从2019年的140亿元增长至2023年的216亿元，复合增速为11%，保持持续稳定增长；铝加工产品收入从2019年的94亿元增长至2023年的204亿元，复合增速为21%。公司不断延链强链，提高下游转化率。

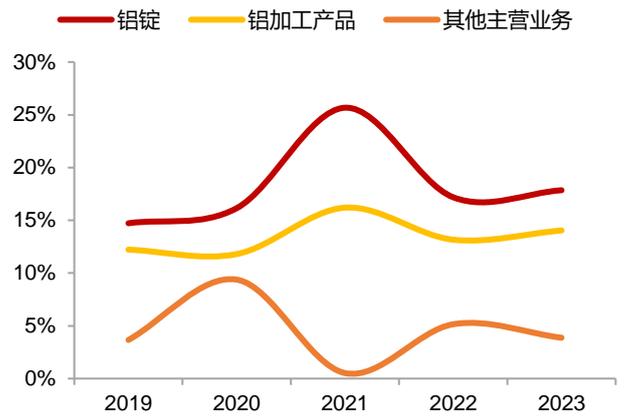
从毛利率来看，2019年以来公司铝锭以及铝加工产品均维持在10%以上，铝加工产品毛利相比铝锭约有4pct的差值，且毛利率水平呈现出与铝锭负相关增长，主要是受价格基数影响。截止到2024年9月底，公司毛利率为15%，净利率为11%。

图9：公司主要营业收入来源为电解铝/铝加工产品



资料来源：iFind，浙商证券研究所

图10：铝锭/铝加工品毛利率水平维持在10%以上

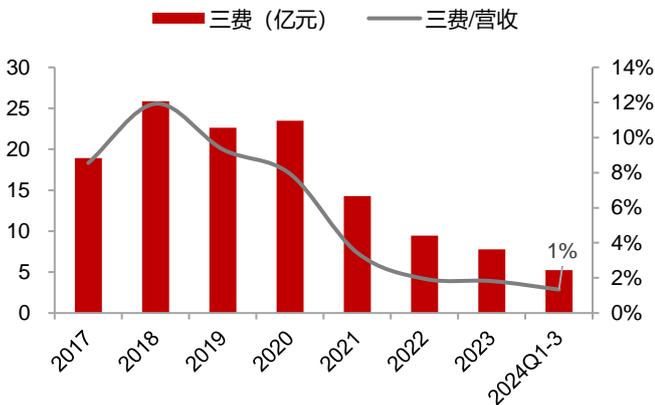


资料来源：iFind，浙商证券研究所

1.2.2 费用率/资产负债率大幅下降，提质增效成果显著

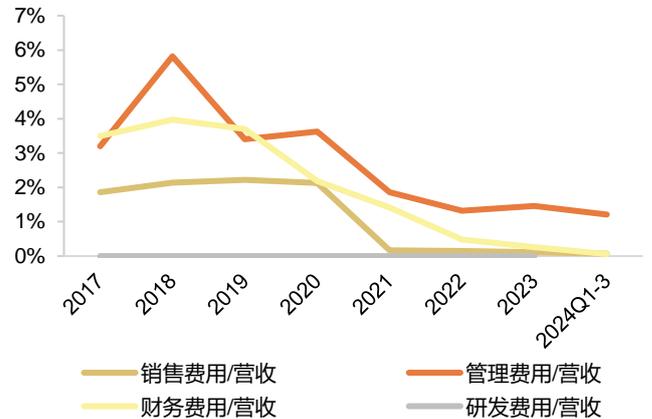
公司期间费用率持续走低，截止到2024年9月底，三费率（销售/管理/财务费用率）已达到1%的历史低点。其中：销售费用率始终维持低位，公司通过进一步减少仓储费等将其压减到近0.07%；管理费用率从2018年的6%持续降至2024年的1%，其主要原因在于公司积极开展业务外包、检修费用、机物料消耗、管理费用等对标，进行专业分析、精准分析，制定改进目标和针对性措施，铝液综合交流电耗、氟化盐单耗和阳极沥青单耗均降低；财务费用率从2018年的4%持续降至2024年的0.06%，其主要原因在于公司积极偿还债务，借款费用出现显著降低。

图11：三费率持续下降



资料来源：iFind，浙商证券研究所

图12：除管理费用外，其它费用水平均接近0%



资料来源：iFind，浙商证券研究所

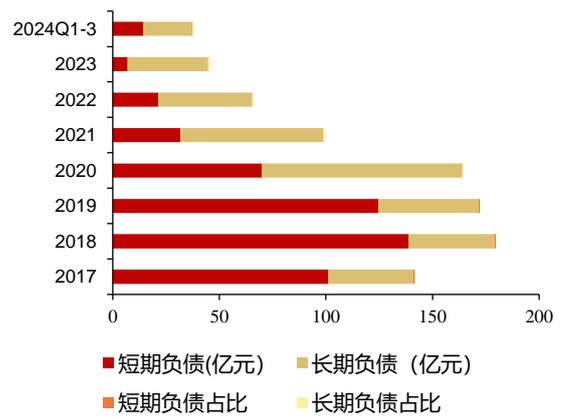
2023年资产负债率降至26%，有息负债率降至11%，现金短债比已达到758%，债务结构不断优化。2018年，公司资产负债率处于75%的高位，主要原因在于铝价大幅下滑以及电解槽设备的集中检修带来较大资金压力，后连续6年时间公司不断降低负债，截止到2024Q3，公司资产负债率已经达到25%。从债务组成来看，截止到2023年，公司有息债务合计为45亿元，其中短债7亿元，长债38亿元，有息负债率为11%，且以长债为主，债务结构健康。

图13: 2024年Q1-Q3资产负债率25%



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

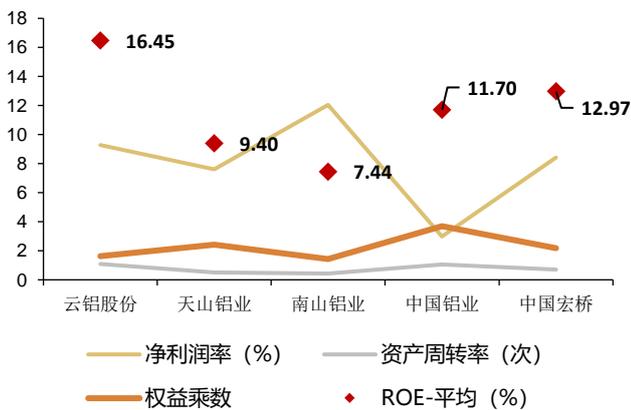
图14: 持续偿还短债, 短债占比仅为16%



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

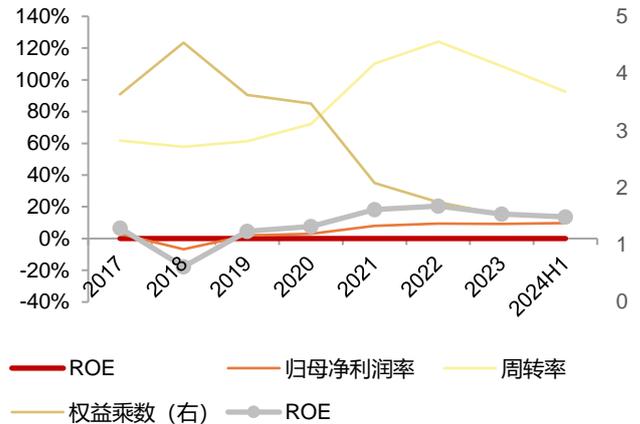
净资产收益率处于行业前列, 资产周转率提升显著。2023年公司ROE水平为16.45%, 位于行业前列, 从分拆来看, 公司净利润率/资产周转率处于相对较高水平。自2018年以来, 公司资产周转率持续提升, 资产运营能力不断转强, 截止到2023年, 公司资产周转率为109%。

图15: ROE居于行业高位



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

图16: 资产质量提升速度较快



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

1.2.3 现金流充足, 分红比例持续提升

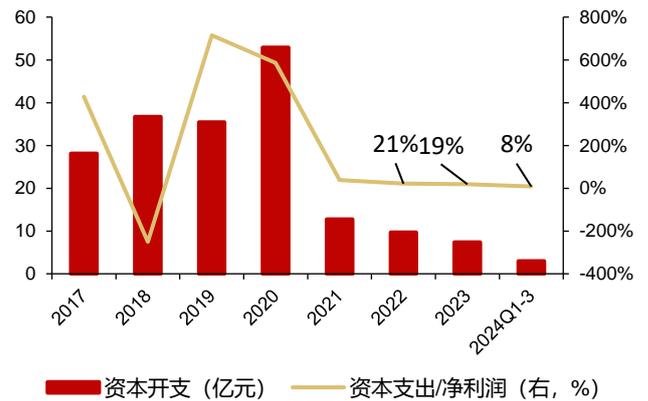
公司现金流充沛, 资本开支维持较低水平。截止到2024年9月, 公司在手现金已达到82亿元, 同比提升106%, 资本开支约3亿元, 资本开支方向主要集中在铝土矿资源获取以及下游铝基新材料产业发展、设备升级、科技创新、安全环保、智能制造等。

图17: 在手现金充沛



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

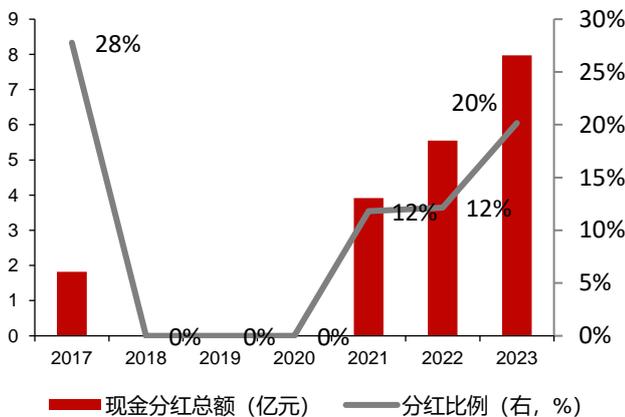
图18: 资本开支维持较低水平



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

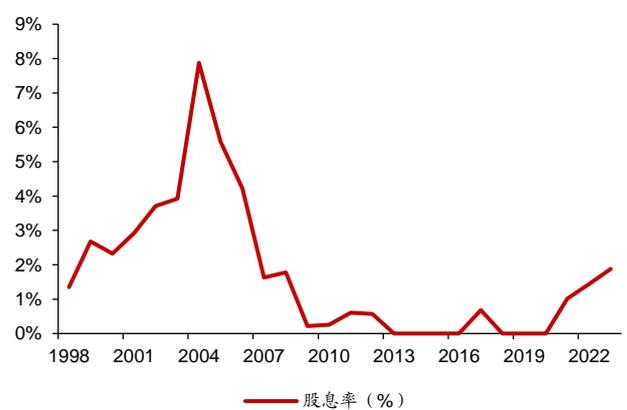
公司持续提升现金分红比例。自2020年之后，公司分红比例开始逐步提升，到2023年，分红比例提升到20%，2024年，公司发布中期分红公告向全体股东每10股派发现金红利人民币2.3元（含税），共派发现金红利人民币8亿元，占2024年半年度合并报表归属于上市公司股东净利润的比例为31.67%，分红比例再度提升。截止到2023年底公司股息率为2%。

图19: 现金分红比例持续提升



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

图20: 2023年公司股息率为2%



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

2 赛道β：氧化铝下行&电解铝上行推高利润空间

铝产业链包含铝土矿→氧化铝→电解铝。铝土矿经过洗矿开采后，对破碎铝土矿溶解、过滤、酸化和灼烧等工序提炼出氧化铝，再通过电解熔融的方式制备电解铝。电解铝经过重熔提纯后可进一步加工成各种铝材、铝合金以及铝粉等。

图21: 电解铝产业链 (单吨电解铝需要 1.92 吨氧化铝, 0.465 吨预焙阳极。13500 度电)



资料来源: 前瞻产业研究院, 中商产业研究院, 百度百科, 长江有色金属网, 华经产业研究院, 浙商证券研究所

2.1 电解铝: 供需趋紧的格局基本确定

电解铝以工业属性为主, 定价模式偏供需基本面博弈。电解铝供需存在核心约束, 国内产能接近天花板叠加海外限产停产持续, 地产/电力后周期需求边际走强, 叠加新能源汽车需求持续, 供需缺口扩大的趋势基本确定, 电解铝基本面长期向好。

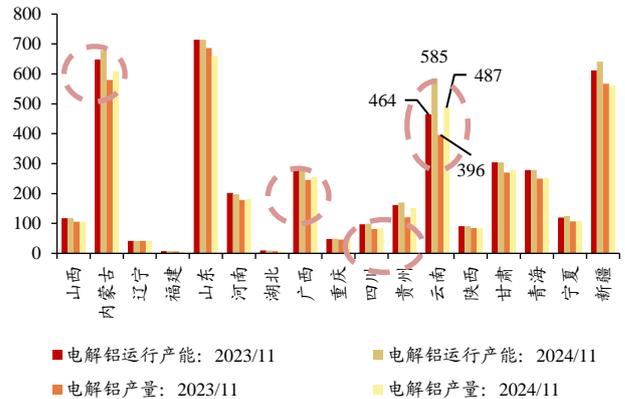
- 供给方面:** (1) 国内供给侧改革+节能降碳方案锁定产能红线, 严限国内新增, 国内后续新增产能仅限于目前少量指标投产。除此之外, 2024 年间复产产能基本全数得到释放, 尤其是云南电解铝提前复产带动全年复产产量提升, 目前仅存在 Q1 云南不减产预期带动的约 30 万吨的复产增量。2017 年供给侧改革确定了 4500 万吨电解铝合规产能“天花板”, 截止到 2024 年 12 月底, 电解铝运行产能达到 4386 万吨, 产能利用率提升至 98%, 无比接近产能天花板。(3) 海外东南亚地区成为增产主力, 然而中国承诺“不对外建设火电机组”, 新能源电力难以独立承接电解铝用电需求, 全球电解铝产能增速受到制约。(4) 铝土矿资源紧缺带动氧化铝成本抬升, 于近期带来新一轮减产潮。根据我们统计, 截止到 11 月电解铝企业减产叠加延期复产的约 7 例, 涉及产能约 80 万吨, 从成本曲线来看, 目前亏损产能已达到约 30%, 随着 12 月氧化铝价格持续走高, 亏损产能进一步扩大;

图22: 中国电解铝运行产能达到 4394 万吨 (单位: 万吨)



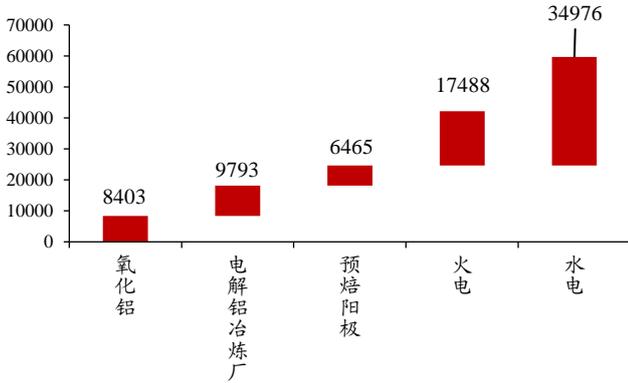
资料来源: iFind, 浙商证券研究所

图23: 复产产能基本全数释放 (单位: 万吨)



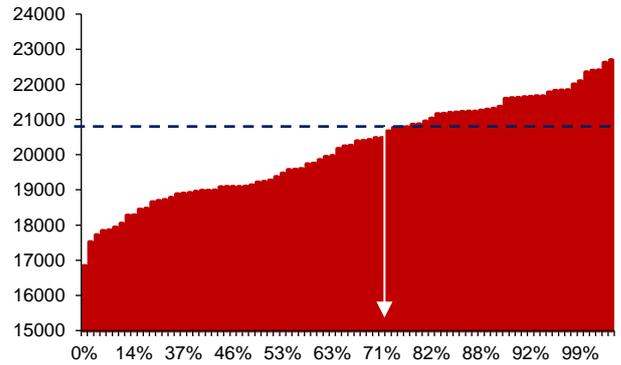
资料来源: iFind, 浙商证券研究所

图24: 印尼单吨电解铝投资成本(元/吨)——增产受电力制约



资料来源: 阿拉丁, 电解铝, 浙商证券研究所整理

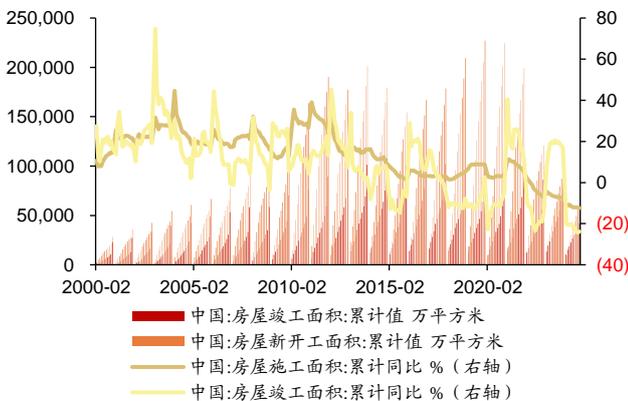
图25: 电解铝成本曲线以及当前价格位点(2024/11)



资料来源: 阿拉丁, 百川盈孚, 钢联, 浙商证券研究所

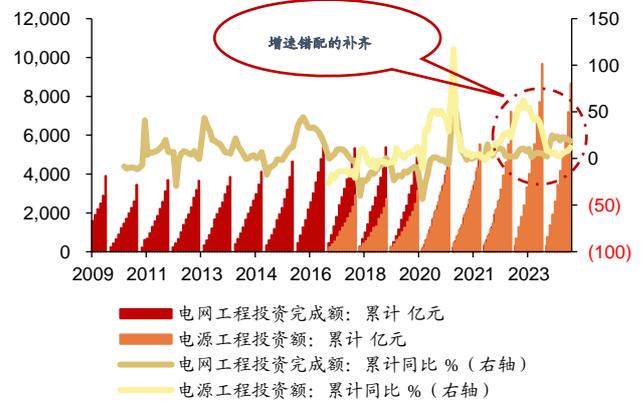
- 需求方面, 竣工端需求边际减量加速已不具有条件, 汽车领域新能源渗透率的提高以及车身轻量化的发展趋势拉动铝需求增长, 新能源基建也有望超预期发力, 电网、风电、光伏等的建设推动电子、电力行业用铝占比提升。(1) 我们预计2025年新能源汽车领域耗铝量约687万吨, 2030年超过1000万吨; 铝边框属于光伏不可或缺的辅材, 预计2025年光伏耗铝量约为259万吨; 铝在风电领域逐渐崭露头角, 预计2025年风电领域带动铝需求量145万吨。(2) 目前国内地产政策端频繁释放积极信号, “期房”带来大量的已开工待竣工面积溢出, 急切释放流动性推动逆向变化, 即竣工远大于开工, 地产后周期(竣工)需求二阶导有望转正。(3) 在过去的几年内全球快速增长的风光大基地建设速度远高于电网建设速度, 配套外送通道建设缓慢之下, 新能源并网问题成为弃电主因。新能源装机的高峰过后, 新型电力系统的主要矛盾已经从电源侧悄然转移至电网侧。国家电网2024年工作会议提出, “以特高压和超高压为骨干网架”被列入“四大基础”之首, 电力建设后周期对铝需求拉动力十足。此外, 海外美联储持续降息, 全球资本开支转向宽松, 有望实现机械/工业等需求边际走高。

图26: 地产后周期(竣工)需求二阶导有望转正



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

图27: 电网投资周期驱动特高压需求增长



资料来源: SMM, 浙商证券研究所

综上, 长期来看电解铝供给边际收窄, 需求边际走阔, 2025年供需缺口日益扩大的趋势基本确定, 铝价有望得到供给压制和需求提振的双重助推, 开启强劲的主升浪行情。

表2: 电解铝供需平衡表

	2022/万吨	2023/万吨	2024E/万吨	2025E/万吨	2026E/万吨
供给	6846	7033	7149	7247	7412
供给增速 (%)	2%	3%	2%	1%	2%
国内					
新建产能		23	37	10	55
复产产能		101	83	28	
运行产能	4043	4167	4287	4325	4380
海外					
新建产能		40	28	86	110
复产产能		43			0
减产产能		20	32	25	0
运行产能	2803	2866	2862	2922	3032
需求	6866	7029	7,175	7,344	7,530
需求增速	-1%	2%	2%	2%	3%
传统需求					
建筑	1558	1617	1485	1377	1298
电力&机械	1441	1478	1555	1636	1718
交通 (传统油车/轨交等)	1360	1175	1117	1047	973
包装&消费	1058	955	1044	1141	1246
其他	1029	1036	1042	1049	1055
新能源需求					
新能源汽车	200	450	564	687	811
光伏	144	199	235	259	272
风电	77	114	128	145	156
供需平衡	-20	8	-21	-93	-116

资料来源: IAA, iFind, 公司公告, wind 等, 浙商证券研究所

2.2 氧化铝: 原材料端价格趋于缓解

铝土矿减产影响被超预期消化, 从氧化铝/铝土矿产能释放节奏来看, 供需格局趋于缓解。我们预计氧化铝有效产量将于 2025 年底/2026 年间出现集中放量, 2024-2025Q1 年间氧化铝格局保持紧平衡的可能性较高, 后期随着几内亚铝土矿以及印尼氧化铝的投产放量, 新一轮铝土矿全球布局完善后, 格局趋于宽松, 我们预计随着年内铝土矿&氧化铝项目的投产, 价格回调到新一轮中枢。

1) 氧化铝: 高价刺激下氧化铝产能利用率提升, 印尼氧化铝投产将释放有效产能。

- ① 高价刺激下部分地区氧化铝产能利用率提升。截止到 2024 年 12 月, 国内氧化铝的建成产能为 10502 万吨, 运行产能为 8920 万吨, 产能利用率 85%, 较 2024 年 6 月上升 2.2pct。其中国内贵州、重庆、河南产能利用率提升速度较快, 海外则以澳大利亚和北美的产能利用率提升为主。从 11 月的全球运行产能来看, 相较于 6 月份已实现约 550 万吨的产能恢复。

表3: 氧化铝产能利用率变化(贵州、河南、澳大利亚、北美均有恢复)

	总产能 万吨	6月在产产能 万吨	12月在产产能 万吨	产能利用率 (6月)%	产能利用率 (12月)%	同比变化
中国	10,502	8,535	8,920	83%	85%	2.2%
山东	3,110	2,770	2,890	95%	93%	-2.3%
山西	2,620	1,970	1,950	74%	74%	0.0%
河南	1,307	875	905	66%	69%	3.1%
广西	1,535	1,370	1,425	90%	93%	2.4%
贵州	630	490	570	78%	90%	12.5%
重庆	540	440	460	76%	85%	9.0%
云南	140	140	140	100%	100%	-0.1%
澳大利亚	2,137	1,313	1,467	78%	84%	6.4%
俄罗斯	358	265	264	88%	88%	0.0%
北美	198	136	139	81%	84%	3.2%
南美	1,239	911	926	91%	90%	-1.0%

资料来源: wind, SMM, 浙商证券研究所

- ② 从目前印尼氧化铝的规划节奏可以锚定未来海外氧化铝有效产能/铝土矿产量投放到市场的节奏。印尼禁止铝土矿出口，从而将氧化铝产能与铝土矿资源实现绑定，氧化铝产能直接享有本土低价铝土矿资源而带来的超额利润，属于氧化铝产能的成本洼地，未来可向市场释放铝土矿资源产量可通过氧化铝建设进度进行锚定。目前印尼氧化铝建设进度如常推进，我们预计 2025 年氧化铝产能新增 300 万吨，其中 100 万吨为年底投产。

表4: 印尼氧化铝项目投产节奏

铝厂	地点	所属企业	类型	规划产能	2024E	2025E	2026E	待建产能
PT Borneo Alumindo Prima	西加里曼丹	锦江集团	新建	450		100		350
Borneo Alumina	西加里曼丹	Antam(Tayan) &Inalum	新建	200		100		100 (2030)
PT.Tianshan Alumina Indonesia -TAI	廖内群岛省新及岛	天山集团	新建	200				200
PT.Bintan Alumina Indonesia-BAI	廖内群岛省宾坦岛	南山铝业	新建	200		100	100	
合计				1050	0	300	100	650
以 1: 2.5 进行折算铝土矿产量(万吨)				2625	0	750	250	1625

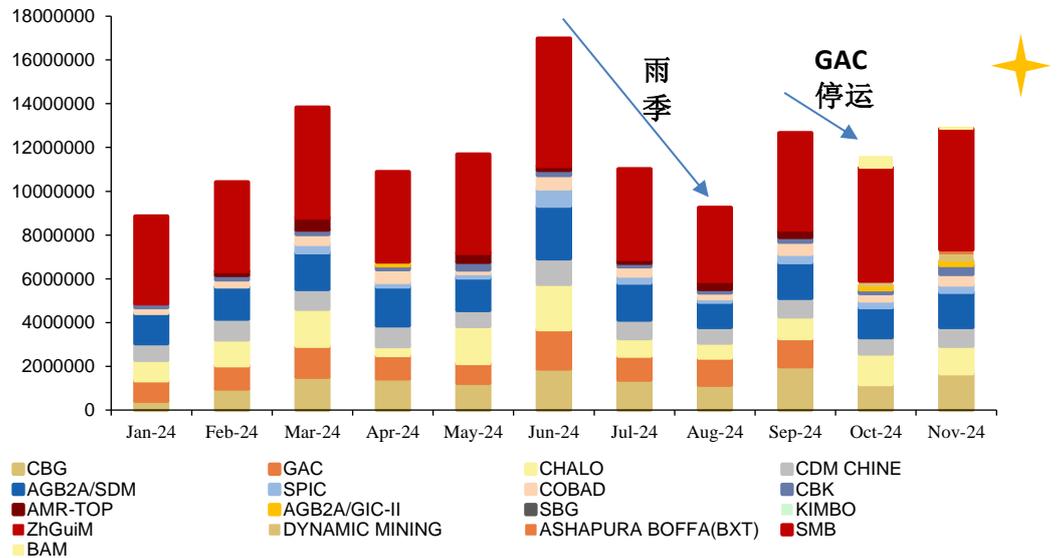
资料来源: 中商碳素研究院、阿拉丁、长江铝价、国机工程集团等、各公司公告, 浙商证券研究所

- 2) 铝土矿: 2024 年 11 月几内亚铝土矿发运量环比提升 133 万吨, 较上月低点出现显著缓解; 国内铝土矿减产降速, 进入 11 月以来同比下降 13%, 相较于 5 月已出现 7pct 的缓和。

从几内亚的铝土矿发运量来看, 2024 年 10 月的铝土矿发运量骤减, 11 月以来铝土矿发运量迅速增长, 目前已逐步恢复到 9 月情况。2024 年 11 月几内亚铝土矿环比发运量增加 133 万吨, 主要以 CBG、赢联盟以及双铝的铝土矿扩产增量为主。其中, CBG 完成了装船效率提升, 整体发运量月度环比增加 50 万吨; 赢联盟单月发运量约为 552 万吨, 环比增加 36 万吨, 截止到 2024 年 11 月, 总发运量约为 5000 万吨; 双铝(AGB2A)-SDM 为 2024 年持续增产的铝土矿项目, 截止到 11 月, 发运量达到约 1800 万吨, 后续其联盟公司

AGB2A -GIC 也会贡献新的增量。从发运周期来看，预计铝土矿 2 个月到港之后将为国内新增氧化铝项目建设投产的原料供应提供保障。

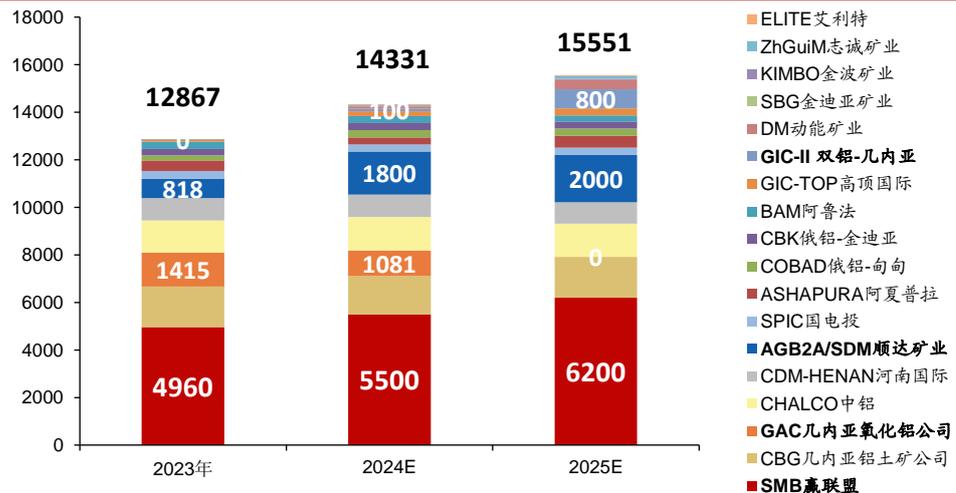
图28：几内亚铝土矿发运量（截止到 2024 年 11 月底）单位：吨



资料来源：阿拉丁，几内亚地矿局，浙商证券研究所

展望 2025 年，国内减产以及 GAC 停运造成的铝土矿短缺趋于缓解，原来预期在半年或者一季度缓和的减产影响被提前消化，2025 年氧化铝价格对业绩造成的影响相对有限。根据我们统计，在假定 GAC 完全停产的情况的下，预计 2025 年几内亚铝土矿年内新增产量为 1200 万吨，主要增量来源于赢联盟、双铝以及 DYNAMIC MINING、ASHAPURA BOFFA(BXT)等新增项目扩产。叠加印尼氧化铝项目投产，则全球铝土矿新增产量约为 2000 万吨，如不考虑其他减产，则 2025 年铝土矿产量增加足以补足 2024 年缺口。

图29：几内亚铝土矿预计爬产情况（单位：万吨）

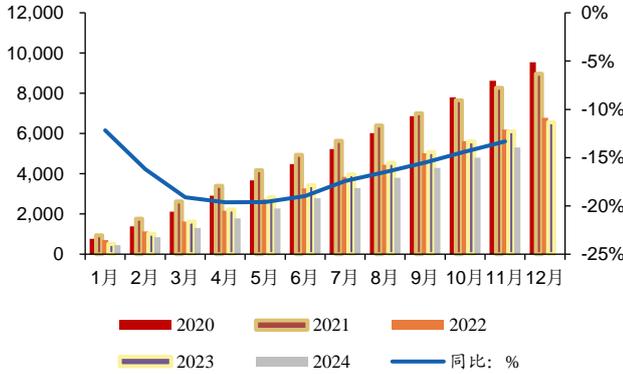


资料来源：阿拉丁，几内亚地矿局，浙商证券研究所

国内铝土矿产量或成为最大不确定因素，边际削减亦渐趋缓解。从上半年铝土矿的实际产量来看，海外主要港口出货量在正增长，然而国内山西/河南/广西等地铝土矿产量跌幅居前，整体跌幅大于涨幅。10 月以来，几内亚逐渐走出雨季，铝土矿发运量显著提升，然

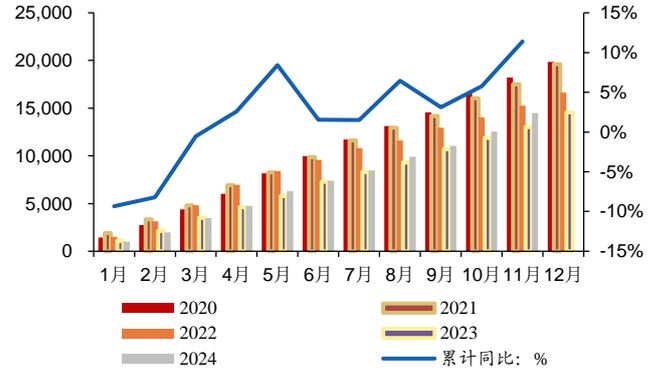
而 GAC 突发铝土矿停运减产以及多个电解铝项目投产的提振效应下，10 月铝土矿产量显著走低，全球陷入显著紧缺格局。从 2024 年 11 月铝土矿产量来看，国内整体铝土矿减产情况增速边际趋缓，减量已显著低于增量，1-11 月国内整体产量累计同比减少约 814 万吨，同减 13%，相较于 2024 年 5 月-20%的同比相对缓和较多，同时从铝土矿出港量来看，2024 年 11 月累计同比增加 1483 万吨，同比涨幅达到 11%。

图30: 1-11 月国内铝土矿产量同比减少 814 万吨 (单位: 万吨)



资料来源: SMM, 浙商证券研究所

图31: 1-11 月铝土矿主要港口出港量同比增长 1483 万吨 (单位: 万吨)



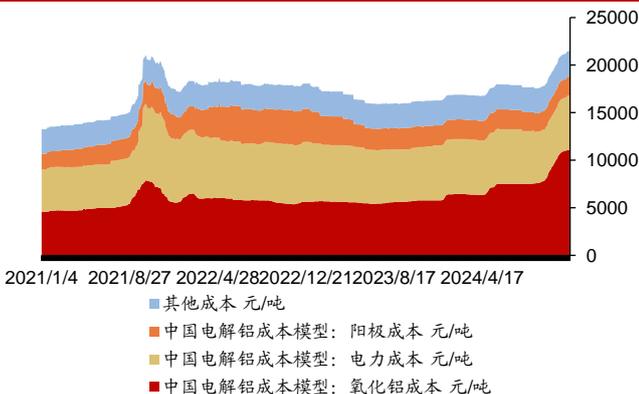
资料来源: SMMt, 浙商证券研究所

整体来看，国内减产以及 GAC 停运造成的铝土矿短缺趋于提前缓解，印尼氧化铝明年提供新增量，同时受制于电解铝新增产能有限以及成本高位带来的停产潮，氧化铝价格持续维持高位的动力相对不足，长期趋势易跌难涨。根据前文提到的公司的氧化铝自给率为 24%，存在 76% 的外购部分，原材料的长期格局趋缓显然有助于公司增厚利润。

2.3 利润弹性测算

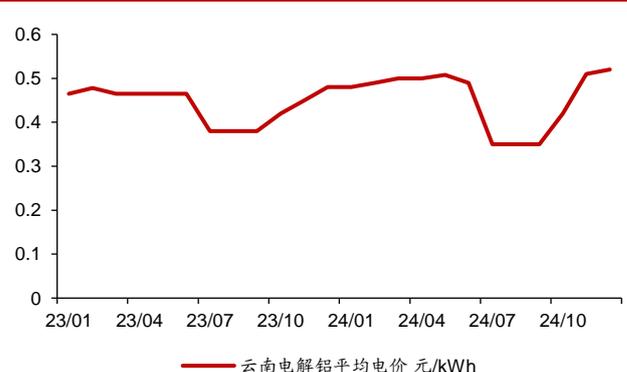
从盈利模式来看，电解铝吨铝利润主要与电解铝价格/电力成本/氧化铝成本/预焙阳极成本相关度较高。单吨电解铝往往需要 1.92 吨氧化铝，0.465 吨预焙阳极和 13500 度电。截止到 2024 年 12 月底，据 SMM 统计，电解铝成本盈利模型中氧化铝成本占比最高，为 51%，其次为电力成本，占比为 27%，预焙阳极成本占比约为 9%。氧化铝成本占比随着氧化铝价格上涨出现明显的提升，相较于 2024 年 6 月上涨 10pct。云南地区电价年均价相对稳定，但是受丰枯水期影响，实时电价会出现季节性波动，2023 年预计年均价为 0.44 元/度，2024 年预计年均价为 0.46 元/度，上涨约 0.013 元/度，相对稳定。

图32: 电解铝成本结构



资料来源: SMM, 浙商证券研究所

图33: 云南电解铝平均电价 (丰枯水电价)



资料来源: SMM, 浙商证券研究所

以电解铝价格以及氧化铝价格作为变量进行盈利预测，公司 2025 年盈利弹性显著。以 0.45 元/度作为电价的基准值，假设预焙阳极价格不发生大的波动，即维持在 4000 元上下，则 2024 年全年氧化铝价格从 3000 上下调整到 5500 左右，利润端承压累计约 4000 元。2025 年随着氧化铝价格环节缓解，电解铝价格走高，以 20919/4071 的假设来看，单吨毛利增至约 3700 元，相较于 2024 全年吨毛利增厚约 1000 元，相较于目前 20500/5500 的价位单吨毛利上升约 3600 元。

表5：电解铝盈利弹性-吨毛利测算（电价基准：0.45 元/度）

电价：0.45 元/度	铝价变动 (元/吨)	-30%	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%	30%
氧化铝价格变动 (元/吨)	2792	13946	15938	17931	18927	19923	20919	21915	23907	25900
-40%	2443	302	2065	3828	4709	5591	6472	7354	9117	10880
-30%	2850	(390)	1373	3136	4018	4899	5781	6662	8425	10188
-20%	3257	(1082)	681	2444	3326	4207	5089	5970	7733	9497
-10%	3664	(1774)	(11)	1752	2634	3516	4397	5279	7042	8805
0%	4071	(2466)	(702)	1061	1942	2824	3705	4587	6350	8113
10%	4479	(3157)	(1394)	369	1250	2132	3014	3895	5658	7421
20%	4886	(3849)	(2086)	(323)	559	1440	2322	3203	4966	6729
30%	5293	(4541)	(2778)	(1015)	(133)	748	1630	2512	4275	6038
40%	5700	(5233)	(3470)	(1706)	(825)	57	938	1820	3583	5346

资料来源：SMM，浙商证券研究所

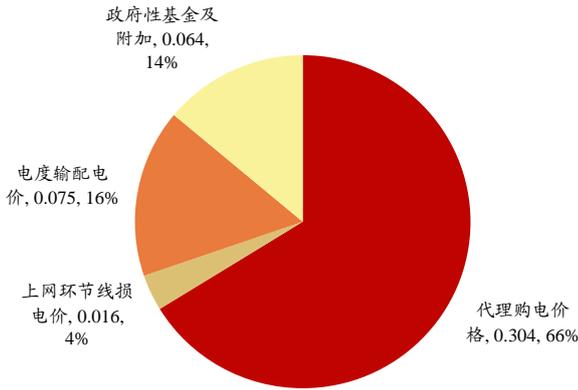
3 公司 α：持续推进绿色能源，碳关税有望享有溢价

3.1 整合用电资源，打造稳定经营的生命力

公司整合用电资源，以水电集中采购为主，2023 年公司生产用电结构中绿电比例约 80%，打造低碳/稳定经营的生命力。自 2016 年以来，公司积极整合冶金集团用电资源和部分集团外部用电资源，统一向云南电力交易中心集中采购电力以增强电力交易中的议价能力，有效降低公司的用电成本，形成稳定购电模式。公司向云南慧能售电股份有限公司购电，以公司当地供电局每月出具的电费结算清单的综合电价(包含：电度电价、输配电价(含线损)、政府性基金及附加、基本电价)及购销差价 0.001 元/kWh 作为双方结算电价，半年度/年度调整预算额，保障稳定的电力成本。

公司积极布局光伏直流电力，率先与国家电投云南国际联合开发成功光伏发电直流接入电解铝生产用电技术。截止到 2023 年底，公司由发电企业投资的厂区内分布式光伏发电项目加快推进，完成所属企业云铝溢鑫、云铝润鑫、云铝海鑫等 8 个厂区光伏项目建设，光伏发电累计装机容量为 216MW，进一步拓宽了公司绿色电力保障渠道。

图34: 云南水电电价计价构成(以2024年12月为例)



资料来源: 云南电网, 浙商证券研究所
备注: 按照 110KV 的电压等级进行代理购电

图35: 光伏装机布局



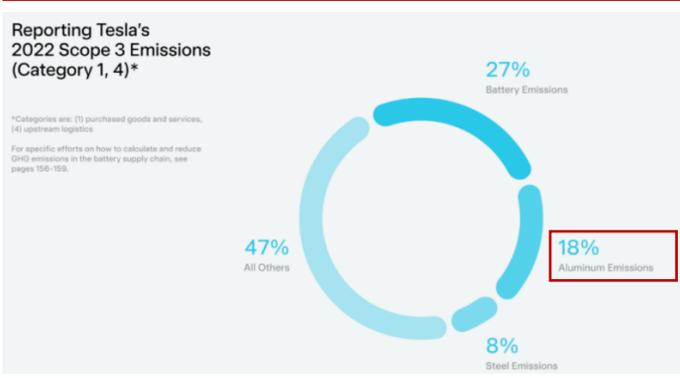
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.2 碳关税在即, 有望享有低碳溢价

云南电解铝低碳价值凸显。随着全球产业链低碳要求趋严, 碳交易以及碳关税的迅速推进, “绿色名片”对于电解铝的重要性逐步提升, 公司已顺利获得 ASI 认证, 进入全球 ASI 铝采购供应链。产业链要求目前为低碳要求推进的主要动力, 后期将随着绿证市场/碳市场的成熟获得更多的市场活力。

- (1) **全球产业链低碳要求:** 以特斯拉为例, 对特斯拉汽车产品中的范围三的碳足迹进行核查, 铝的排放占比为 18%, 电池占比 27%, 钢占比 8%, 其他占比 47%, 特斯拉计划要求 100% 的一级铝供应商实施铝业管理倡议 ASI 绩效标准并进行认证, 要求供应商制定相应的管理体系来跟踪温室气体排放并进行公开披露。公司分布在云南 6 个州市的 7 家工厂通过 ASI 绩效 (PS) 标准 V3 (2022) 和监管链 (CoC) 标准 V2 (2022) 认证。垂直一体化的业务涵盖了铝土矿开采、氧化铝精炼、铝冶炼、铝加工的铝价值链。公司是首家通过最新实施的 V3 版 ASI 绩效 (PS) 标准认证的中国公司, 也是目前中国唯一一家从铝土矿、氧化铝到电解铝、铝合金生产设施都通过 ASI 双认证的一体化铝业公司。

图36: 特斯拉碳足迹核查



资料来源: SGS 知识与管理, 浙商证券研究所

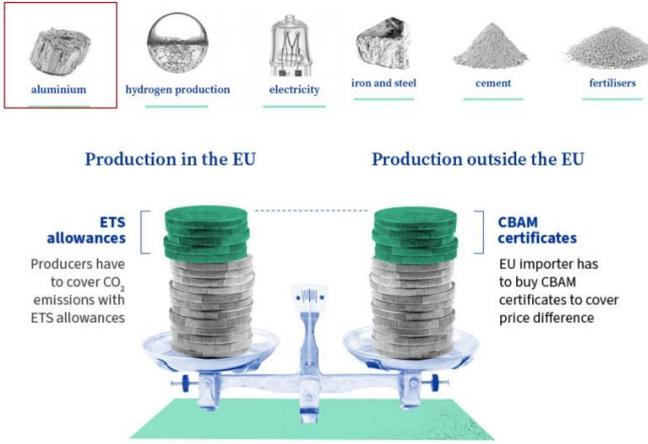
图37: 公司通过 ASI 认证



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

(2) **欧盟碳交易以及碳排放政策推进:** 欧盟碳关税调整机制 (CBAM) 从 2023 年 10 月开始试点, 2023 年至 2025 年为过渡期, 从 2026 年开始逐步实施, 以 63 欧元/吨的碳排放许可证价格进行单吨铝碳税计价成本测算, 预计 2026 年成本端将增加 450 元/吨左右。

图38: 欧洲碳交易&碳关税收取原理



资料来源: European Parliament, 浙商证券研究所

图39: 碳关税收取预测 (2023-2034)

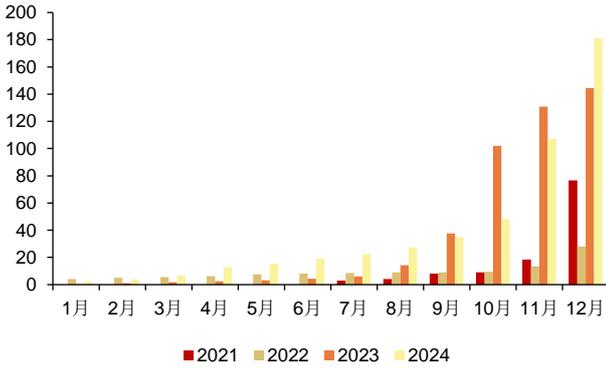


资料来源: European Parliament, 浙商证券研究所
备注: 测算碳配额单价采取 12 月 16 日价格 63.32 美元。

(3) **国内低碳市场推进:** 公司铝锭、铝合金等主要产品通过碳足迹认证, 主要产品碳足迹水平处于全球领先, 已获得了南方区域首批绿色电力“双证”——绿色电力证书和绿色电力消费凭证。中国的碳市场建设从地方试点起步。2011 年 10 月, 北京、天津、上海、重庆、广东、湖北、深圳 7 省市启动了碳排放权交易地方试点工作, 2024 年, 随着《碳排放权交易管理暂行条例》(以下简称《条例》) 实施, 全国温室气体自愿减排交易市场 (CCER) 重新启动, 全国碳市场活力稳步提升, 配额成交量价均上升, 碳排放数据质量全面提升, 行业减排效果逐步显现。2024 年, 全国碳市场碳排放配额总成交量 1.89 亿吨, 总成交额 181 亿元, 市场交易规模逐步扩大。

目前, 首批纳入全国碳排放配额管理的是发电行业, 陆续推动石化、化工、建材、钢铁、有色、造纸、航空等高排放行业加入碳交易市场。国内制度主要借鉴欧洲的碳交易制度: (1) 采取配额制度。我国碳排放配额总量和分配方案由生态环境部根据国家温室气体排放要求以及各方面因素综合考虑而制定, 然后由省级生态环境主管部门根据配额总量和分配方案向区域内重点排放单位分配规定年度的碳排放配额; (2) 利用碳配额进行交易。我国碳市场可以分为强制性的配额交易市场和中国核证自愿减排量 (CCER) 市场。配额和实际排放之间的缺口和盈余可以进行交易。随着国内碳市场的完善, 如电解铝被纳入碳市场交易体系, 公司有望通过碳配额交易实现较高的低碳溢价。

图40: 中国碳市场碳排放配额累计成交金额(单位: 亿元)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图41: 全国碳市场碳排放配额(CEA): 元/吨



资料来源: wind, 浙商证券研究所

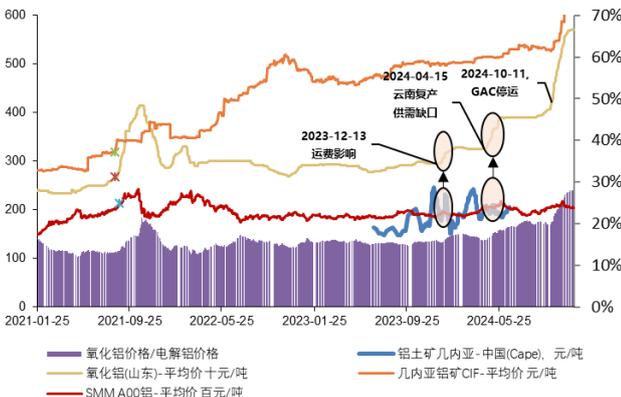
4 主要预期差: 铝价走势&水电变化

受矿端紧缺影响，氧化铝价格在2024下半年突破新高。截止到2024年11月底氧化铝价格抬升到5800元附近（澳洲FOB）。2023年氧化铝价格围绕3000左右上下震荡，从2023年底开始，氧化铝价格急剧上涨。2023年12月，由于红海危机造成的运费上涨，价格中枢上移300元；2024年4月，由于云南复产以及矿端供应受阻，价格中枢再次上移到3900左右；2024年10月，阿联酋环球铝业（EGA）的GAC矿山停产激化铝土矿矛盾，国内外氧化铝陷入生产危机，氧化铝价格再度抬升到5500左右。截止到2024年12月，国内氧化铝月度产量为728万吨，从供给侧来看国内已恢复到较高水平。

（一）市场普遍认为：氧化铝价格下跌会显著带动电解铝价格下行。

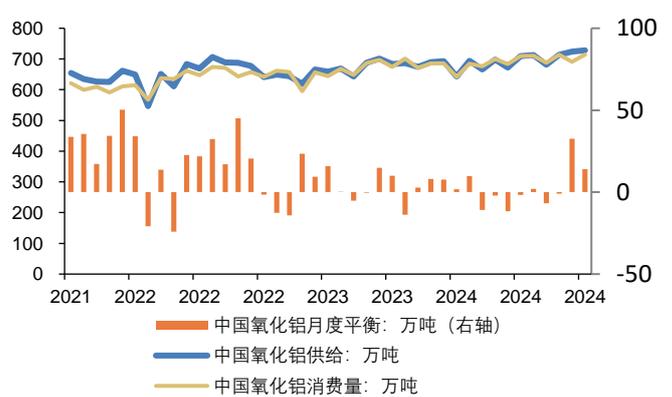
我们认为电解铝/氧化铝形成了相对独立的基本面定价体系。原因如下：商品价格由供需基本面进行定价，大多数时候原材料成本通过影响边际供给从而传导到供需结构，如原材料大幅下降的情况下，下游利润走高而出现大量投产，进而影响定价。而电解铝板块存在产能投放特殊性：一方面因停槽费用较高且对槽型损伤较大，电解铝未因氧化铝大涨而出现供给侧大量出清/减产；另一方面因供给侧改革以及海外电力基础设施限制，原材料大跌后短期内难以释放较大产能，传导中枢被切割，氧化铝/电解铝形成了相对独立的基本面定价体系。从全年电解铝&氧化铝的价格走势来看，可以发现以来价格并不存在显著相关关系，甚至很多时候存在明显的背离。

图42: 氧化铝价格与电解铝价格并非同频波动



资料来源: SMM, 浙商证券研究所

图43: 中国氧化铝月度平衡



资料来源: SMM, 浙商证券研究所

(二) 市场普遍认为云南水电价格存在较大不确定性。

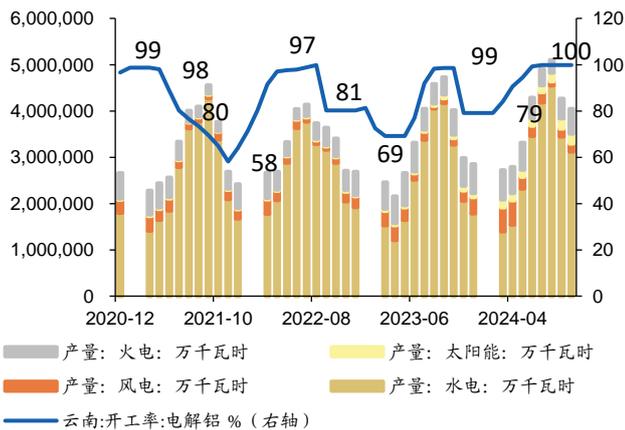
我们认为水电供需格局已经得到改善，电价上涨可持续性较差，同时随着电力稳定性增强，公司增产放量叠加费用端减少，显著增厚公司利润。云南汛枯矛盾突出，枯水期电力紧张，因缺电造成的减产限产成为了年度核心扰动，目前云南省电力供需矛盾趋于缓解。

电力供给侧：截止到2024年11月，云南省累计发电量约为4037亿度，同比增长12%，同比增加约400亿度电，其中水电占比约为72%，与2023年基本持平，1-11月发电量增长约187亿度；火电占比13%，相较于2023年底占比减少3pct，1-11月发电量同比减少约35亿度；风电光伏占比15%，相较于2023年底提升6pct，1-11月发电量同比增长260亿度。新能源快速崛起，电力结构出现变化，因引进高耗能产业引发的“电荒”问题正快速得到解决。按照云南省2022年提出的未来三年新能源新增装机达到5000万千瓦的规划以及《关于加快光伏发电发展若干政策措施》的要求，预计2025年云南省内仍将增价1500万千瓦的新能源装机规模，**假设按照1200h的平均发电小时数进行核算，则有望新增发电量180亿度。**

电力需求侧：根据云南省能源局《关于印发2025年云南电网优先发电计划安排的通知》，2025年云南省西电东送计划电量按协议计划电量1452亿千瓦时准备。2024年云南省规划1307亿度的送电量，截止到2024年10月，外送电量已达到1857亿度，大幅超额完成送电任务，相较于2025年规划亦绰绰有余。省内主要电力增长动力第二产业随着电解铝产能利用率提升以及硅企的大规模减产停工，云南电力需求维持24年的增速亦极为勉强。整体相较于2024年整体水平难有大幅提升。

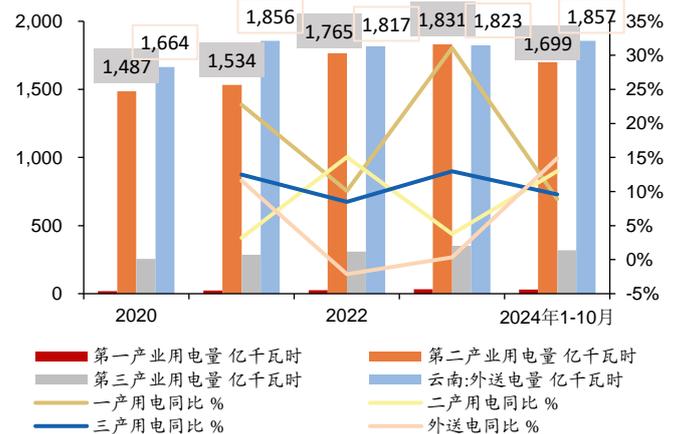
整体来看，云南省从“弃电”到“电荒”，再到“新能源基地建设”，逐步推动电力稳步供应，后续有望形成稳定的电价市场。

图44：发电量与产能利用率之间的调配（2020-2024）



资料来源：wind, iFind, 浙商证券研究所
左轴单位：万千瓦时

图45：云南省电力需求（第二产业占主导）

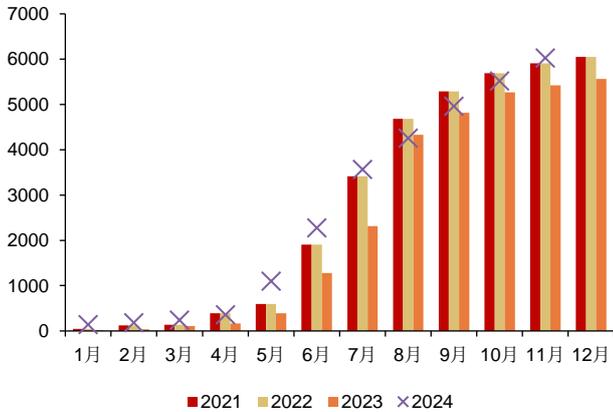


资料来源：iFind, 北极星售电网等公开资料整理, 浙商证券研究所

以水电为主的电力结构决定了其与降水蓄水量的紧密联系，从降水情况来看，目前来水情况相对乐观，预计明年将会维持。截止到2024年11月，云南省降水量已经累计同比增长11%，处于四年来相对高位。从ENSO(厄尔尼诺-南方涛动)条件来看，截至2024年11月底，海洋和大气观测结果继续反映出自5月份以来持续的ENSO中性条件，WMO(世界气象组织)全球长期预报制作中心的最新预报显示，2024年12月至2025年2月，会有

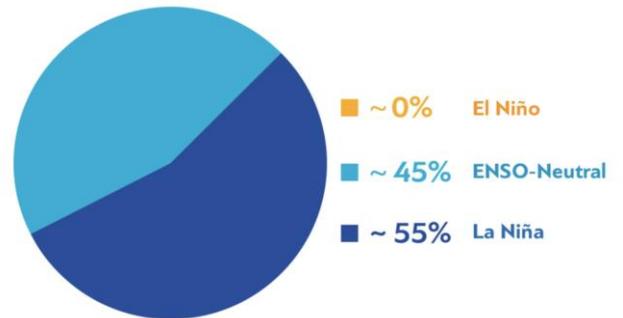
55%的可能性从目前的中性条件（既不是厄尔尼诺，也不是拉尼娜）转为拉尼娜条件。在拉尼娜环境下，在 La Nma(拉尼娜)事件发生的年份,西南地区的降水、气温与 SSTA 在滞后 2~4 个月时呈显著正相关关系，预计西南地区整体降水情况偏多。

图46: 2024 年云南省累计降水量相对充沛 (单位: 毫米)



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

图47: 世界气象组织厄尔尼诺/拉尼娜最新情况 (2024 年 9 月)

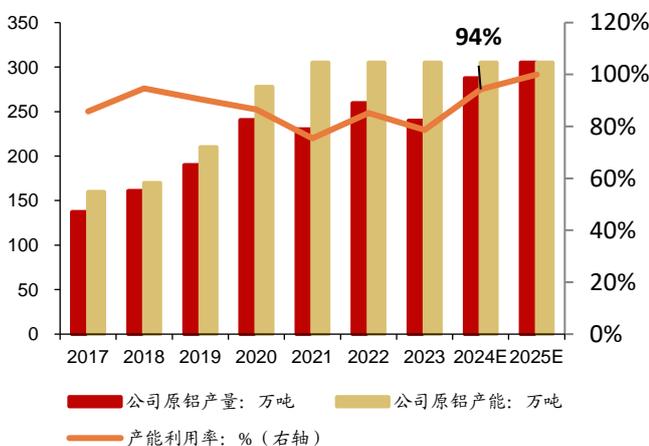


资料来源: WMO, 浙商证券研究所

备注: 根据研究统计, 降水量、气温与 ENSO 事件强度存在比较明显的相关关系, 且存在一定的滞后性; 在 EI Nino(厄尔尼诺)事件发生的年份, 西南地区的降水、气温与 SSTA 在滞后 2~4 个月时呈显著负相关; 在 La Nma(拉尼娜)事件发生的年份, 西南地区的降水、气温与 SSTA 在滞后 2~4 个月时呈显著正相关关系

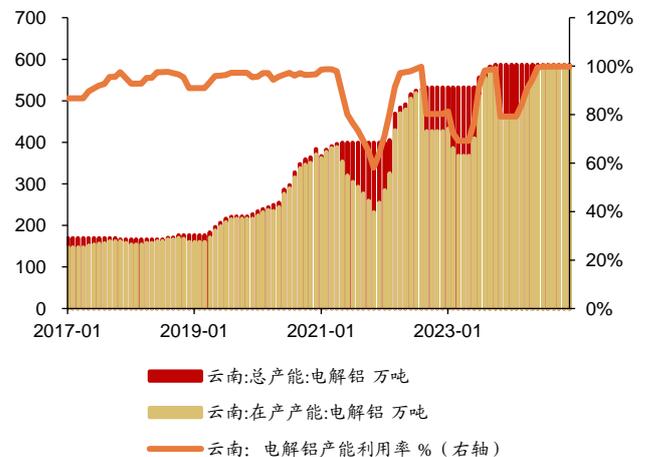
云南电力格局缓解带动公司产能利用率提升, 2025 年有望继续增产放量, 同时带动公司成本显著下滑。2023 年公司电解铝产量约为 240 万吨, 建设产能为 305 万吨, 产能利用率为 79%。由于云南限电原因公司出现大量的产能闲置, 不仅产品产量下滑, 启停槽较高的费用以及摊厚的成本也压缩了公司利润。截止到 2024 年 6 月, 公司实际生产电解铝产量为 135 万吨, 下半年未进行减产, 假设满产运行, 则产量预计约为 153 万吨, 合计 2024 年约 288 万吨原铝产量, 同比增长 20%。从 2025 年来看, 云南水电的宽松或带动全年满产运行, 则电解铝产量仍然存在约 17 万吨的增量。从集中启停槽费用来看, 以单吨 1000 元进行核算, 2024 上半年存在约 $305 \times 1000 \times 20\% = 6.1$ 亿元的成本支出, 在 2025 年这部分支出有望减少。

图48: 公司产能利用率存在 6%的提升空间



资料来源: 公司公告, wind, 浙商证券研究所

图49: 云南省产能利用率 (2017-2024)



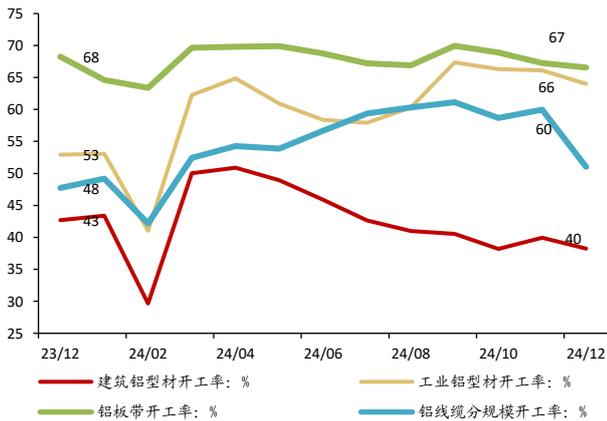
资料来源: wind, 浙商证券研究所

5 催化剂：主要关注铝价走势

长期来看，铝行业中枢上移基本确定。全球铝产业正处于产业转移的迭代期，欧洲等高成本地区的初级工业化程度减薄而第三方国家如东南亚/中东地区的工业化再次兴起，**电解铝产能逐渐完成“东升西落”的转移，创造供给端的产能空窗期。**同时铝行业进入了以中国供给侧改革以及“双碳”为主导的能源改革的政策收获期，火电逐渐退出全球市场，新能源电力成为核心驱动，**以大规模电力建设为基础的电解铝产能大爆发需静待火电市场/储能市场的高度完善，在此之前板块存在长期机会。**

短期来看，铝价定价模式以基本面博弈为主，下游需求核心领域存在显著的同频开复工变化，因此铝价存在年内的明确高低点。目前下游建筑铝型材/工业铝型材/铝板带/铝线缆下游开工率出现淡季回调，然而库存位置处于年度低点，且处于持续去库阶段，需求韧性较强。截止到2024年底，铝锭库存连续去库，社会流通库存约49万吨，保持较快去库幅度，铝棒流通由于淡季叠加云南复产影响，库存出现小幅累库，流通库存约12万吨。**整体来看2024年淡季不淡，需求侧结构性调整支撑全年铝价，历年春节前后开工率变化较为显著，如下游开工率水平快速回升或库存端连续去库，则铝价有望进入拐点反弹。**

图50：下游开工率多数出现同比增长



资料来源：SMM，浙商证券研究所

图51：电解铝社会流通库存（关键跟踪指标）



资料来源：SMM，浙商证券研究所

6 盈利预测与估值

基于上述对行业以及公司的分析，进行如下假设：

(1) 收入方面：根据云南省电力情况，预计2024年后电力供需格局趋于缓解，公司电解铝产能满产运行，2024-2026年销量分别为288万吨、305万吨、305万吨；考虑到目前铝价供需格局，预计2024-2026年铝价上升区间开启，保守估计单吨售价（含税）分别为19908元/吨、21000元/吨、21000元/吨。

(2) 成本方面：根据氧化铝格局以及云南省电力整体统筹思路，预计2024-2026年氧化铝价格为4056元/度，4000元/吨和3500元/吨，电力价格为0.45元/度，0.47元/度和0.49元/度，预焙阳极价格为3959元/吨，4175元/吨和4000元/吨。同时启停槽的减少将会大幅改善成本。

(3) 费用方面：公司债务结构优秀，短债基本偿还结束，截止到2024Q3，公司在手现金超过长债+短债之和，财务费用有望长期优化。

表6: 2024-2026 年盈利预测

(单位: 亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	485	427	512	573	573
铝锭+铝加工产品	480	420	507	567	567
铝价: 元/吨	19959	18719	19908	21000	21000
其他主营收入	4	7	5	5	6
营业成本(亿元)	412	359	440	469	454
铝锭+铝加工产品	408	353	435	464	448
其他主营成本	4	6	5	5	5
毛利(亿元)	72	67	72	104	119
毛利率(%)	15%	16%	14%	18%	21%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

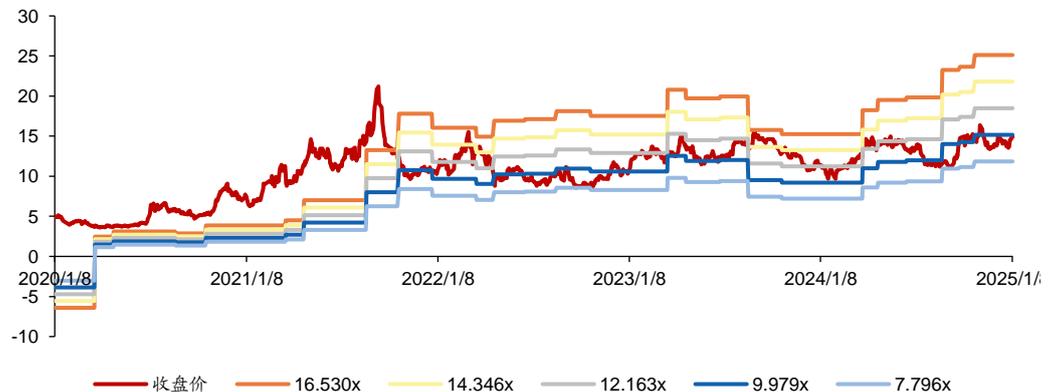
根据上述假设, 预计公司 2024-2026 年归母净利润为 45/67/79 亿元, 同比增长 13%/50%/18%, EPS 为 1.29/1.94/2.29。受益于电解铝行业景气度上行带来的铝价上涨以及氧化铝价格下跌带来的成本端下行, 公司利润显著增厚。同时云南电力格局缓解带动公司产能利用率提升, 2025 年有望继续增产放量, 成本端显著下滑形成公司 α 。受铝价下行影响, 行业估值承压, 处于全年低位, 公司目前估值水平亦处于历史低位, 参考 2024 年全年平均估值给予 2025 年 10XPE 估值, 则公司 2025 年合理市值为 673 亿元, 对应股价 19.40, 相较目前空间约为 30%, 首次覆盖给予“买入”评级。

表7: 公司 2024-2026 电解铝可比公司估值

证券代码	公司名称	收盘价(元) 2025/1/8	EPS(元/股)(可比公司按 Wind 一致预期)					P/E			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
601600.SH	中国铝业	7.07	0.39	0.78	0.87	0.94	14	9	8	8	
002532.SZ	天山铝业	8.00	0.47	0.88	0.97	1.08	13	9	8	7	
600595.SH	中孚实业	2.83	0.29	0.26	0.38	0.47	12	11	7	6	
	行业平均		0.43	0.83	0.92	1.01	13	10	8	7	
000807.SZ	云铝股份	14.95	1.14	1.29	1.94	2.29	13	12	8	7	

资料来源: wind, 浙商证券研究所

图52: 当前处于历史估值低位(2025年1月8日)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

7 风险提示

(1) 电解铝需求不及预期: 如果海外进入较为明显的衰退阶段或国内地产端需求超预期下滑/新能源端需求不及预期, 可能导致铝价出现明显下跌;

(2) 云南限电限产情况超预期: 公司电解铝业务部分处于电力紧张的云南地区, 如出现大规模性限电, 会对公司业绩整体产生影响;

(3) 安全生产等风险: 如果出现安全生产或其他监管风险, 煤炭供应量将会出现明显变化。同时如果煤炭供给因保供等原因出现明显放松, 可能导致煤价出现明显下跌。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9863	13403	23626	32265
现金	5261	8140	17987	26447
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	162	654	552	771
其它应收款	27	51	77	84
预付账款	101	130	297	397
存货	4051	4394	4678	4530
其他	261	34	35	37
非流动资产	29447	28906	28293	27157
金融资产类	1384	1827	2269	2279
长期投资	485	489	492	496
固定资产	23020	22267	21374	20309
无形资产	3137	3198	3149	3097
在建工程	588	282	141	70
其他	832	844	868	906
资产总计	39310	42309	51919	59422
流动负债	6085	7066	11714	13019
短期借款	70	50	30	10
应付款项	3674	3894	6619	7194
预收账款	284	114	127	127
其他	2058	3008	4938	5688
非流动负债	3977	2302	1286	481
长期借款	3765	2060	1043	239
其他	212	242	242	242
负债合计	10063	9368	12999	13500
少数股东权益	3518	4290	5518	6927
归属母公司股东权	25729	28651	33402	38995
负债和股东权益	39310	42309	51919	59422

现金流量表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5871	6258	13565	11853
净利润	4718	5244	7955	9341
折旧摊销	1756	1400	1403	1382
财务费用	154	53	29	12
投资损失	77	(12)	(18)	24
营运资金变动	(853)	(444)	4292	1146
其它	19	17	(96)	(51)
投资活动现金流	(515)	(871)	(676)	(218)
资本支出	(431)	(449)	(251)	(184)
长期投资	(87)	(446)	(446)	(13)
其他	3	25	20	(21)
筹资活动现金流	(3080)	(2508)	(3042)	(3174)
短期借款	(400)	(20)	(20)	(20)
长期借款	(612)	(1705)	(1017)	(804)
其他	(2068)	(783)	(2005)	(2350)
现金净增加额	2276	2879	9846	8460

利润表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	42669	51216	57254	57293
营业成本	35923	44040	46881	45395
营业税金及附加	357	404	453	462
营业费用	46	71	75	72
管理费用	621	677	782	791
研发费用	198	131	170	194
财务费用	110	(28)	(98)	(267)
资产减值损失	(0)	(66)	14	2
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(77)	12	18	(24)
其他经营收益	207	93	132	171
营业利润	5542	6016	9235	10843
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	5544	6017	9236	10844
所得税	825	773	1281	1504
净利润	4718	5244	7955	9341
少数股东损益	763	772	1228	1409
归属母公司净利润	3956	4472	6727	7932
EBITDA	7485	7389	10541	11959
EPS (最新摊薄)	1.14	1.29	1.94	2.29

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	(11.96%)	20.03%	11.79%	0.07%
营业利润	(6.14%)	8.54%	53.51%	17.42%
归属母公司净利润	(13.41%)	13.05%	50.42%	17.92%
获利能力				
毛利率	15.81%	14.01%	18.12%	20.77%
净利率	9.27%	8.73%	11.75%	13.84%
ROE	15.37%	15.61%	20.14%	20.34%
ROIC	14.46%	14.31%	19.01%	19.14%
偿债能力				
资产负债率	25.60%	22.14%	25.04%	22.72%
净负债比率	(2.70%)	(14.00%)	(39.81%)	(53.96%)
流动比率	1.62	1.90	2.02	2.48
速动比率	0.93	1.25	1.59	2.10
营运能力				
总资产周转率	1.09	1.26	1.22	1.03
应收账款周转率	76.06	176.73	129.59	122.80
应付账款周转率	11.80	19.04	17.82	17.00
每股指标(元)				
每股收益	1.14	1.29	1.94	2.29
每股经营现金	1.69	1.80	3.91	3.42
每股净资产	7.42	8.26	9.63	11.24
估值比率				
P/E	13.21	11.59	7.71	6.54
P/B	2.03	1.81	1.55	1.33
EV/EBITDA	5.56	6.45	3.49	2.30

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>