

评级：买入（维持）

市场价格：11.89元

分析师：刘耀齐

执业证书编号：S0740523080004

Email: liuyq07@zts.com.cn

分析师：郭中伟

执业证书编号：S0740521110004

Email: guozw@zts.com.cn

分析师：谢鸿鹤

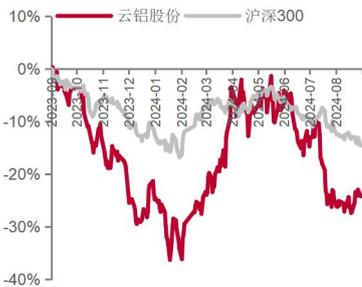
执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3,468
流通股本(百万股)	3,468
市价(元)	11.89
市值(百万元)	41,893
流通市值(百万元)	41,892

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	48,463	42,669	49,534	58,074	64,316
增长率 yoy%	16%	-12%	16%	17%	11%
净利润(百万元)	4,569	3,956	5,129	8,964	10,854
增长率 yoy%	38%	-13%	30%	75%	21%
每股收益(元)	1.32	1.14	1.48	2.58	3.13
每股现金流量	1.99	1.69	5.19	0.77	6.75
净资产收益率	18%	14%	15%	20%	19%
P/E	9.2	10.6	8.2	4.7	3.9
P/B	1.9	1.6	1.4	1.1	0.9

备注：股价取自于2024年9月4日

投资要点

- 事件：2024上半年，公司实现营业收入246.48亿元，同比+39%；实现归母净利润25.2亿元，同比增长66%。24年Q2，公司实现营业收入132.9亿元，环比+17%同比+62%；实现归母净利润13.6亿元，同比增长115%，环比增长16.5%。**
- 二季度抢抓机遇快速复产，产量持续释放。**根据百川，公司云南部分产能自23年11月减产61万吨，24年3月开始复产，同时报告期内，公司聚焦改善生产工艺，完成两条电解生产线技术改造，产能利用率大幅提升，电解槽高效稳定运行，实现主要产品产量创新高。2024上半年，公司生产原铝135.07万吨，同比+39%，生产铝合金及铝加工产品58.77万吨，同比+2%。其中二季度生产原铝71.38万吨，环比+12%，生产铝合金及铝加工产品30.92万吨，环比+11%。
- 电解铝与氧化铝价格上行，盈利扩张。**24年以来，电解铝及氧化铝价格明显上行。24Q1、Q2电解铝均价分别为19047元/吨、20584元/吨；氧化铝均价分别为3325元/吨、3564元/吨。同时主要原材料阳极炭块采购价格有所下降，预焙阳极均价分别为4534元/吨、4597元/吨（23Q4均价4858元/吨）。电价方面，目前云南处于丰水期，电价环比大幅降低。根据我们测算，24Q1、Q2电解铝行业吨净利分别为1658元/吨、2502元/吨。公司一方面受益于云南地区电价下降及行业整体盈利提升，另一方面受益于公司拥有140万吨氧化铝，能实现部分自给，进一步增厚盈利，主营业务盈利明显扩张。
- 期间费用率连续缩减，资产质量与结构持续改善。**报告期内，公司不断提升经营管理效率，期间费用率屡创新低，截至24年H1期间费用率已降至1.54%，较去年同期下降0.44pct。其中由于仓储费及借款费用减少，销售费用及财务费用下降较为明显，管理费用由于人工费增加有所增长。此外，公司资产负债率也持续下降，截至本报告期资产负债率23.35%，较去年同期下降4.39pct。
- 首次实现中期分红，分红比例显著提升。**为落实国务院国资委《提高央企控股上市公司质量工作方案》的相关要求，增强投资者回报，公司拟实施2024年中期分红。公司公告拟每10股派发现金红利2.3元（含税），共计分红7.98亿元，占上半年归母净利润的31.67%，对应当前（9月4日收盘价11.89元）股息率为1.9%，分红比例创近年新高。
- 电解铝质变真正开始：供给端，国内电解铝的电供矛盾不仅仅在于水电，更取决于风光储新能源，电力供应天然具备“脆弱性”；进一步延伸，能源体系变革与新能源建设过程中，传统能源严重压缩资本开支及原料争抢，会最终带来电解铝另一个生产原料—石油大炼化副产品石油焦的短缺，中长期对全球电解铝生产影响会更为**

深远。需求端，在国内逆周期调节不断发力背景下，传统需求拖累将放缓。新能源需求（新能源汽车、光伏等）将带动电解铝需求趋势性回升，全局影响正在显现出来。绿色金属电解铝需求不能过分悲观—年均需求增速或将维持 2-3%。电解铝自身结构正在发生深刻变化，“类资源”属性将逐步显现。

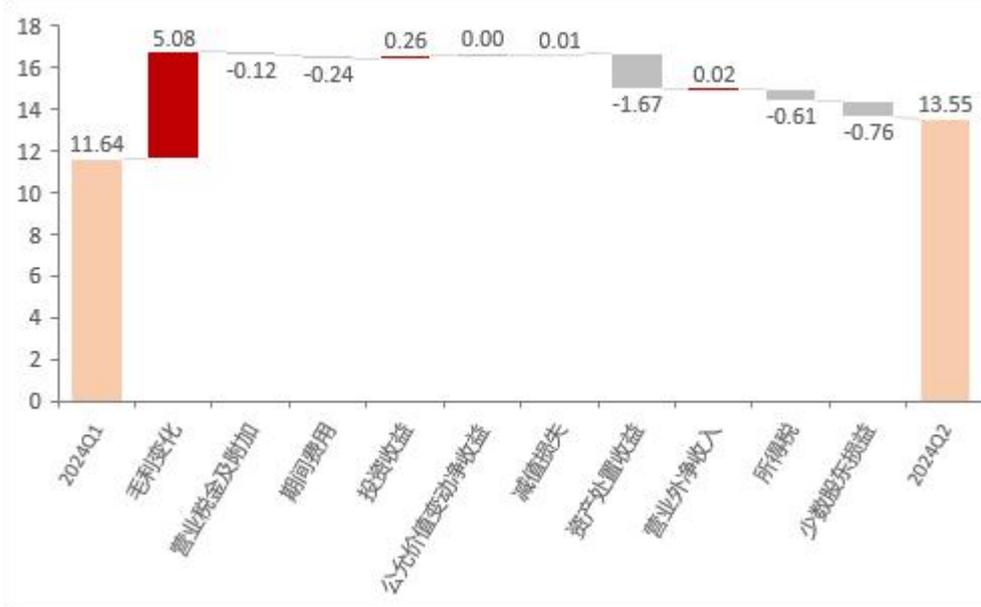
- **盈利预测及投资建议：**我们对 2024/2025/2026 年铝价假设为 2.0/2.3/2.5（前值 2.3/2.5/-）万元/吨，预计公司 2024/2025/2026 年净利润分别为 51/90/109（前值 78/102/-）亿元，对应 PE 分别为 8.2/4.7/3.9 倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**商品价格及原材料波动风险、能源价格波动风险、同业竞争解决不及预期风险、研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险等。

图表 1：公司主要财务指标变化（亿元）

	2023Q2	2024Q1	2024Q2	环比	同比	2023H1	2024H1	同比	指标变动原因
营业收入	82.27	113.58	132.90	17.02%	61.55%	176.70	246.48	39%	主要是报告期内铝商品销量、销价上升所致
营业成本	69.80	97.29	111.53	14.64%	59.77%	149.36	208.82	40%	主要是报告期内铝商品销量等上升所致
毛利	12.46	16.29	21.37	31.22%	71.48%	27.34	37.66	38%	
毛利率	15.15%	14.34%	16.08%	1.74%	0.93%	15%	15%	0%	
销售费用	0.09	0.09	0.09	7.61%	-1.47%	0.19	0.18	-8%	主要是报告期内仓储费等减少所致
销售费用率	0.11%	0.08%	0.07%	-0.01%	-0.04%	0.11%	0.07%	-0.04%	
管理费用	1.24	1.48	1.62	9.21%	30.81%	2.52	3.10	23%	主要是报告期内人工工资等增加所致
管理费用率	1.50%	1.30%	1.22%	-0.09%	-0.29%	1.43%	1.26%	-0.17%	
财务费用	0.31	0.14	0.02	-86.83%	-194.13%	0.66	0.16	-76.38%	主要是报告期内借款费用减少所致
财务费用率	0.38%	0.12%	0.01%	-0.11%	-0.36%	0.38%	0.06%	-0.31%	
研发费用	0.06	0.07	0.29	296.40%	371.84%	0.12	0.37	206%	
研发费用率	0.08%	0.07%	0.22%	0.16%	0.15%	0.07%	0.15%	0.08%	
期间费用	1.70	1.78	2.02	13.67%	18.77%	3.50	3.80	9%	
期间费用率	2.07%	1.57%	1.52%	-0.04%	-0.55%	1.98%	1.54%	-0.44%	
投资收益	-0.59	0.00	-0.04	1979.72%	-93.16%	-0.79	-0.04	-95%	
资产减值损失	0.00	0.00	0.00			0.00	0.00		
信用减值损失	0.00	0.01	0.00	-64.21%		0.00	0.02		
营业利润	9.50	16.11	19.37	20.27%	103.99%	21.62	35.48	64%	主要是报告期铝商品销量、销价同比上升所致
利润总额	9.51	16.11	19.39	20.37%	103.81%	21.64	35.50	64%	主要是报告期铝商品销量、销价同比上升所致
所得税费用	1.91	2.66	3.27	23.06%	71.41%	3.66	5.93	62%	主要是本报告期盈利增加，企业所得税增加所致
归母净利润	6.30	11.64	13.55	16.46%	115.01%	15.15	25.19	66%	主要是报告期铝商品销量、销价同比上升所致
扣非净利润	6.11	10.35	13.53	30.72%	121.40%	14.91	23.88	60%	
经营活动产生的现金流量净额	6.51	9.30	18.18	95.45%	179.43%	20.68	27.48	33%	主要是报告期铝商品销量、销价同比上升所致
投资活动产生的现金流量净额	-0.03	2.53	-1.30	-151.20%	3753.68%	-1.64	1.24	-175%	主要是报告期内处置资产收回的现金等增加所致
筹资活动产生的现金流量净额	-22.77	-4.21	-8.90			-31.59	-13.11	-59%	主要是报告期内偿还到期借款同比减少所致

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2：净利润变化拆解（亿元）



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 公司产业链布局

产业链位置

云铝股份产业链布局图



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4：盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,261	22,141	24,022	46,896	营业收入	42,669	49,534	58,074	64,316
应收票据	0	0	0	0	营业成本	35,923	41,385	44,436	48,051
应收账款	162	189	-206	-405	税金及附加	357	410	464	516
预付账款	101	117	125	135	销售费用	46	53	62	69
存货	4,051	4,602	15,259	7,958	管理费用	621	594	639	643
合同资产	0	0	0	0	研发费用	198	230	269	298
其他流动资产	287	541	635	703	财务费用	110	-157	-372	-487
流动资产合计	9,863	27,589	39,835	55,288	信用减值损失	-2	0	-15	-15
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	485	485	485	485	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	23,019	21,939	20,981	20,137	投资收益	-77	0	0	0
在建工程	474	574	574	474	其他收益	207	168	0	0
无形资产	3,137	2,966	2,738	2,565	营业利润	5,542	7,187	12,560	15,210
其他非流动资产	2,331	2,314	2,297	2,288	营业外收入	6	5	6	5
非流动资产合计	29,447	28,278	27,075	25,949	营业外支出	4	4	4	4
资产合计	39,310	55,867	66,910	81,237	利润总额	5,544	7,188	12,562	15,211
短期借款	70	97	226	335	所得税	826	1,070	1,870	2,264
应付票据	1,595	1,770	1,494	1,976	净利润	4,718	6,118	10,692	12,947
应付账款	2,079	12,415	13,464	14,704	少数股东损益	763	989	1,728	2,093
预收款项	284	82	121	167	归属母公司净利润	3,956	5,129	8,964	10,854
合同负债	187	892	1,045	1,158	NOPLAT	4,812	5,985	10,375	12,533
其他应付款	577	577	577	577	EPS (按最新股本摊薄)	1.14	1.48	2.58	3.13
一年内到期的非流动负债	624	624	624	624					
其他流动负债	670	663	683	687	主要财务比率				
流动负债合计	6,085	17,120	18,234	20,227	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	3,765	3,815	3,745	3,825	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-12.0%	16.1%	17.2%	10.7%
其他非流动负债	212	212	212	212	EBIT增长率	-7.9%	24.4%	73.3%	20.8%
非流动负债合计	3,977	4,027	3,957	4,037	归母公司净利润增长率	-13.4%	29.7%	74.8%	21.1%
负债合计	10,063	21,147	22,191	24,264	获利能力				
归属母公司所有者权益	25,729	30,213	38,484	48,644	毛利率	15.8%	16.5%	23.5%	25.3%
少数股东权益	3,518	4,507	6,235	8,328	净利率	11.1%	12.4%	18.4%	20.1%
所有者权益合计	29,247	34,720	44,719	56,972	ROE	13.5%	14.8%	20.0%	19.1%
负债和股东权益	39,310	55,867	66,910	81,237	ROIC	19.8%	20.5%	27.5%	25.9%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	25.6%	37.9%	33.2%	29.9%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	16.0%	13.7%	10.7%	8.8%
经营活动现金流	5,871	17,987	2,672	23,418	流动比率	1.6	1.6	2.2	2.7
现金收益	6,566	7,899	12,160	14,208	速动比率	1.0	1.3	1.3	2.3
存货影响	-133	-550	-10,657	7,301	营运能力				
经营性应收影响	816	-42	386	189	总资产周转率	1.1	0.9	0.9	0.8
经营性应付影响	-1,537	10,310	811	1,768	应收账款周转天数	5	1	0	-2
其他影响	159	370	-28	-47	应付账款周转天数	31	63	105	106
投资活动现金流	-515	-646	-528	-526	存货周转天数	40	38	80	87
资本支出	-389	-786	-654	-630	每股指标(元)				
股权投资	4	0	0	0	每股收益	1.14	1.48	2.58	3.13
其他长期资产变化	-130	140	126	104	每股经营现金流	1.69	5.19	0.77	6.75
融资活动现金流	-3,080	-461	-262	-18	每股净资产	7.42	8.71	11.10	14.03
借款增加	-2,047	76	59	189	估值比率				
股利及利息支付	-1,010	-1,348	-2,147	-2,579	P/E	11	8	5	4
股东融资	0	0	0	0	P/B	2	1	1	1
其他影响	-23	811	1,826	2,372	EV/EBITDA	124	102	65	56

来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。