

2025年03月30日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 铝产品量价齐升带来利润增长，费用率及负债比例降低

## —云铝股份（000807.SZ）公司事件点评报告 买入(维持) 事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

✉ fuhh@cfsc.com.cn

分析师：杜飞 S1050523070001

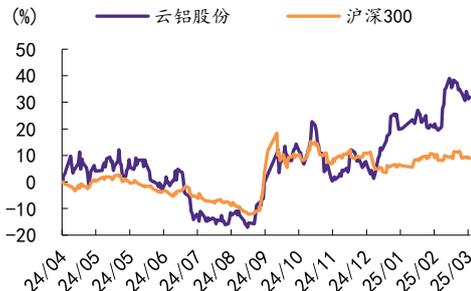
✉ dufei2@cfsc.com.cn

### 基本数据

2025-03-28

|            |             |
|------------|-------------|
| 当前股价(元)    | 17.37       |
| 总市值(亿元)    | 602         |
| 总股本(百万股)   | 3468        |
| 流通股本(百万股)  | 3468        |
| 52周价格范围(元) | 11.25-18.55 |
| 日均成交额(百万元) | 650.26      |

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《云铝股份（000807）：2024H1公司利润大幅增长，主因铝产品量价提升》2024-08-29
- 2、《云铝股份（000807）：2024H1业绩预告大幅增长，主因产能恢复及铝价上涨》2024-07-13
- 3、《云铝股份（000807）：铝价下跌影响公司盈利，看好公司长期绿电铝价值》2024-03-31

云铝股份发布 2024 年报：2024 年公司实现总营业收入 544.50 亿元，同比+27.61%；实现归母净利润 44.12 亿元，同比+11.52%。扣除非经常性损益后的归母净利润 42.58 亿元，同比+8.34%。经营活动现金流量净额为 69.47 亿元，同比+18.33%。

### 投资要点

#### ■ 利润实现增长，主因铝产品量价齐升

利润增长，铝产品量价齐升为其主因。

产销方面，2024 年铝行业产量 302.11 万吨，同比+21.43%；销量 302.99 万吨，同比+21.49%。分产品来看，氧化铝产量 140.88 万吨，同比-1.37%；原铝产量 293.83 万吨，同比+22.45%；铝合金及铝加工产品产量 125.41 万吨，同比+1.75%；炭素产量 80.58 万吨。

价格方面，2024 年国内长江有色市场 A00 级铝均价为 19919.77 元/吨，同比 2023 年高出 1218.14 元/吨，增幅为 6.51%。

分季度看，原铝产能 Q3 开始达到满产产能。2024Q1-Q4 分季度原铝产量分别为 63.69、71.38、79.73、79.03 万吨。Q2 开始产量大幅增长，主要因为云南来水较好，公司在第三季度实现满负荷生产。

#### ■ 氧化铝价格暴涨致 Q4 业绩环比下滑，当前氧化铝价格已经回落

2024 年 Q4 公司归母净利润 5.92 亿元，同比-59.21%，环比-54.52%。Q4 业绩环比下滑，主要因为公司氧化铝原料自给率只有 30%，氧化铝价格暴涨带来成本上升。2024 年国内氧化铝月度均价最高达到了 4897 元/吨，当前月度均价回落至 3600 元/吨之下，且最新日度价格已降至 3200 元/吨之下。原料价格回落有望带动公司单季净利润环比回升。

#### ■ 财务报表进一步向好，费用率及负债降低，现金流改善

各项费用率均有所降低。2024 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 0.07%、1.38%、0.42%、0.04%，同比分别下降 0.04pct、0.08pct、0.05pct、0.22pct。2024 年四项费用合计 10.38 亿元，同比+0.63 亿元；四项费用率为 1.91%，同比下降 0.38pct。

财务费用中，利息费用 1.15 亿元，同比-0.39 亿元，利息收入 0.94 亿元，同比+0.46 亿元。资产负债率从 2023 年的 25.60%下降至 23.28%。

现金流持续向好。2024 年经营活动现金流净额为 69.47 亿元，同比+18.33%。筹资活动现金流净额为-35.52 亿元，同比-15.33%；其中筹资活动现金流出 65.12 亿元，同比+106.74%，主要是因为偿还部分未到期的借款及分配股利增加。投资活动现金流净额-23.41 亿元，同比-354.20%；该项大幅减少，主要因为购买了保本型结构性存款。

### 盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 552.4、559.65、559.65 亿元，归母净利润分别为 67.28、68.88、69.58 亿元，当前股价对应 PE 分别为 9.0、8.7、8.7 倍，维持“买入”投资评级。

### 风险提示

1) 电解铝限产风险；2) 电解铝价格下跌风险；3) 成本大幅上涨风险；4) 下游需求不及预期；5) 云南限电限产风险等。

| 预测指标       | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元）  | 54,450 | 55,240 | 55,965 | 55,965 |
| 增长率（%）     | 27.6%  | 1.4%   | 1.3%   | 0.0%   |
| 归母净利润（百万元） | 4,412  | 6,728  | 6,888  | 6,958  |
| 增长率（%）     | 11.5%  | 52.5%  | 2.4%   | 1.0%   |
| 摊薄每股收益（元）  | 1.27   | 1.94   | 1.99   | 2.01   |
| ROE（%）     | 13.7%  | 18.4%  | 16.8%  | 15.3%  |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表         | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产:</b>  |        |        |        |        |
| 现金及现金等价物      | 6,277  | 12,250 | 18,247 | 24,208 |
| 应收款           | 383    | 389    | 394    | 394    |
| 存货            | 5,320  | 5,078  | 5,145  | 5,145  |
| 其他流动资产        | 2,451  | 2,457  | 2,463  | 2,463  |
| 流动资产合计        | 14,432 | 20,174 | 26,249 | 32,210 |
| <b>非流动资产:</b> |        |        |        |        |
| 金融类资产         | 2,004  | 2,004  | 2,004  | 2,004  |
| 固定资产          | 21,729 | 20,590 | 19,341 | 18,101 |
| 在建工程          | 516    | 206    | 83     | 33     |
| 无形资产          | 2,674  | 2,540  | 2,406  | 2,279  |
| 长期股权投资        | 469    | 469    | 469    | 469    |
| 其他非流动资产       | 2,082  | 2,082  | 2,082  | 2,082  |
| 非流动资产合计       | 27,469 | 25,887 | 24,381 | 22,965 |
| 资产总计          | 41,902 | 46,061 | 50,630 | 55,174 |
| <b>流动负债:</b>  |        |        |        |        |
| 短期借款          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应付账款、票据       | 5,256  | 5,016  | 5,082  | 5,082  |
| 其他流动负债        | 1,549  | 1,549  | 1,549  | 1,549  |
| 流动负债合计        | 7,114  | 6,879  | 6,949  | 6,949  |
| <b>非流动负债:</b> |        |        |        |        |
| 长期借款          | 2,365  | 2,365  | 2,365  | 2,365  |
| 其他非流动负债       | 275    | 275    | 275    | 275    |
| 非流动负债合计       | 2,640  | 2,640  | 2,640  | 2,640  |
| 负债合计          | 9,754  | 9,519  | 9,589  | 9,589  |
| <b>所有者权益</b>  |        |        |        |        |
| 股本            | 3,468  | 3,468  | 3,468  | 3,468  |
| 股东权益          | 32,147 | 36,542 | 41,041 | 45,585 |
| 负债和所有者权益      | 41,902 | 46,061 | 50,630 | 55,174 |

| 现金流量表     | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润       | 5099  | 7759  | 7942  | 8024  |
| 少数股东权益    | 687   | 1030  | 1055  | 1066  |
| 折旧摊销      | 1770  | 1582  | 1500  | 1410  |
| 公允价值变动    | 4     | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动    | -612  | -5    | -8    | 0     |
| 经营活动现金净流量 | 6947  | 10367 | 10489 | 10499 |
| 投资活动现金净流量 | -2341 | 1449  | 1373  | 1289  |
| 筹资活动现金净流量 | 1365  | -3364 | -3444 | -3479 |
| 现金流量净额    | 5,972 | 8,451 | 8,418 | 8,309 |

| 利润表          | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>  | <b>54,450</b> | <b>55,240</b> | <b>55,965</b> | <b>55,965</b> |
| 营业成本         | 47,244        | 44,629        | 45,214        | 45,214        |
| 营业税金及附加      | 385           | 464           | 470           | 470           |
| 销售费用         | 39            | 61            | 62            | 62            |
| 管理费用         | 749           | 806           | 817           | 817           |
| 财务费用         | 23            | -90           | -186          | -281          |
| 研发费用         | 227           | 254           | 257           | 257           |
| 费用合计         | 1,038         | 1,032         | 951           | 855           |
| 资产减值损失       | 2             | 0             | 0             | 0             |
| 公允价值变动       | 4             | 0             | 0             | 0             |
| 投资收益         | -5            | 0             | 0             | 0             |
| <b>营业利润</b>  | <b>5,968</b>  | <b>9,115</b>  | <b>9,331</b>  | <b>9,426</b>  |
| 加:营业外收入      | 7             | 0             | 0             | 0             |
| 减:营业外支出      | 3             | 0             | 0             | 0             |
| <b>利润总额</b>  | <b>5,972</b>  | <b>9,115</b>  | <b>9,331</b>  | <b>9,426</b>  |
| 所得税费用        | 873           | 1,356         | 1,388         | 1,403         |
| <b>净利润</b>   | <b>5,099</b>  | <b>7,759</b>  | <b>7,942</b>  | <b>8,024</b>  |
| 少数股东损益       | 687           | 1,030         | 1,055         | 1,066         |
| <b>归母净利润</b> | <b>4,412</b>  | <b>6,728</b>  | <b>6,888</b>  | <b>6,958</b>  |

| 主要财务指标           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长性</b>       |       |       |       |       |
| 营业收入增长率          | 27.6% | 1.4%  | 1.3%  | 0.0%  |
| 归母净利润增长率         | 11.5% | 52.5% | 2.4%  | 1.0%  |
| <b>盈利能力</b>      |       |       |       |       |
| 毛利率              | 13.2% | 19.2% | 19.2% | 19.2% |
| 四项费用/营收          | 1.9%  | 1.9%  | 1.7%  | 1.5%  |
| 净利率              | 9.4%  | 14.0% | 14.2% | 14.3% |
| ROE              | 13.7% | 18.4% | 16.8% | 15.3% |
| <b>偿债能力</b>      |       |       |       |       |
| 资产负债率            | 23.3% | 20.7% | 18.9% | 17.4% |
| <b>营运能力</b>      |       |       |       |       |
| 总资产周转率           | 1.3   | 1.2   | 1.1   | 1.0   |
| 应收账款周转率          | 142.1 | 142.1 | 142.1 | 142.1 |
| 存货周转率            | 8.9   | 8.9   | 8.9   | 8.9   |
| <b>每股数据(元/股)</b> |       |       |       |       |
| EPS              | 1.27  | 1.94  | 1.99  | 2.01  |
| P/E              | 13.7  | 9.0   | 8.7   | 8.7   |
| P/S              | 1.1   | 1.1   | 1.1   | 1.1   |
| P/B              | 2.1   | 1.9   | 1.7   | 1.6   |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 有色组介绍

**傅鸿浩：**所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

**杜飞：**碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，负责有色及新材料研究工作。曾就职于江铜集团金瑞期货，具备3年有色金属期货研究经验。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入   | > 20%               |
| 2 | 增持   | 10% — 20%           |
| 3 | 中性   | -10% — 10%          |
| 4 | 卖出   | < -10%              |

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐   | > 10%               |
| 2 | 中性   | -10% — 10%          |
| 3 | 回避   | < -10%              |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。