

绿色低碳铝龙头， 2025 年利润有望大幅走扩

核心观点

- 1、2024 年公司实现营业收入 544.5 亿元，同比+27.6%；实现归母净利润 44.1 亿元，同比+11.5%。2024Q4 实现归母净利润 5.9 亿元，同比-59.2%，环比-54.5%。
- 2、公司目前拥有氧化铝 140 万吨、绿色铝 305 万吨，绿色铝合金 160 万吨，炭素制品 82 万吨的绿色铝一体化产业规模。由于氧化铝价格大幅上涨等原因，2024 年公司铝产品吨成本上涨 16.3%，但受益于电解铝量价齐升（产量同增 22.45%，价格同增 6.53%），2024 年公司业绩同比仍实现较大增长。
- 3、电解铝供应缺乏弹性加剧缺口，铝价上&成本下，推动公司 2025 年利润走扩。

事件

公司发布 2024 年年度报告

2024 年公司实现营业收入 544.5 亿元，同比+27.6%；实现归母净利润 44.1 亿元，同比+11.5%。2024Q4 实现归母净利润 5.9 亿元，同比-59.2%，环比-54.5%。

简评

氧化铝价格大幅上涨，2024Q4 业绩承压

公司目前拥有氧化铝 140 万吨、绿色铝 305 万吨，绿色铝合金 160 万吨，炭素制品 82 万吨的绿色铝一体化产业规模。

1、量：2024 年公司电解铝产量同增 22.45%

量：氧化铝产量 140.88 万吨（-1.37%），**电解铝产量 293.83 万吨（+22.45%）**，炭素制品 80.58 万吨（+2.85%），铝合金及铝加工产品 125.41 万吨（+1.75%）；

2、价：2024 年电解铝价格同增 6.53%

2024 年 Q1-Q4，电解铝均价分别为 19047 元/吨、20537 元/吨、19562 元/吨、20535 元/吨，**年均价 19922 元/吨（+6.53%）**；

3、本：2024 年氧化铝价格同增 23.57%

2024 年 Q1-Q4，氧化铝均价分别为 3375 元/吨、3633 元/吨、3845 元/吨、4538 元/吨，年均价 3854 元/吨（+23.57%）；

由于氧化铝价格大幅上涨等原因，2024 年公司铝产品吨成本 14817 元（+16.29%）。

尽管存在成本上升等不利影响，但受益于电解铝量价齐升，2024 年公司业绩同比仍实现较大增长。

云铝股份 (000807. SZ)

调升

买入

王介超

wangjiechao@csc.com.cn

010-56135290

SAC 编号:S1440521110005

覃静

qinjing@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524080002

邵三才

shaosancai@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070004

发布日期：2025 年 04 月 13 日

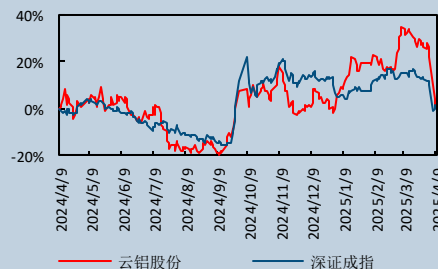
当前股价：14.53 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-24.64/-19.13	-6.49/-5.15	-5.03/-9.61
12 月最高/最低价 (元)		18.55/11.25
总股本 (万股)		346,795.74
流通 A 股 (万股)		346,791.94
总市值 (亿元)		484.82
流通市值 (亿元)		484.82
近 3 月日均成交量 (万)		4461.88
主要股东		
中国铝业股份有限公司		29.10%

股价表现



相关研究报告

【中信建投工业金属】云铝股份
19.07.16 (000807):降本增效逆势布局，进入利润
修复期

电解铝供应缺乏弹性加剧缺口，铝价上&成本下，推动公司 2025 年利润走扩

供应失去弹性，消费生命力旺盛，缺口铸就铝价上行动能。截止 2024 年年底，国内电解铝运行产能达 4372.1 万吨，预计到 2025 年底运行产能将达 4436 万吨，接近产能天花板，海外项目投资进度缓慢，电解铝供应已然失去弹性。地产用铝持续被市场诟病，但电解铝以其轻量化的旺盛张力在特高压、新能源车、光伏、家电等领域中全面爆发，助力电解铝消费增长，刚性缺口有望推动铝价中枢上移。

氧化铝供给紧张困局已解，价格持续下挫。随着国内外项目的投放，氧化铝供给紧张的困局已迎刃而解。截止 4 月 11 日，安泰科氧化铝（一级）均价为 3394 元/吨，较年初下降 31.31%；2025Q1 均价为 4075 元/吨，环比 2024Q4 下降 10.19%。公司氧化铝存在净买入敞口，充分受益氧化铝价格下行，2025 年公司铝产品吨成本有望大幅下降。

绿色低碳铝龙头，主要产品碳足迹水平处于全球领先

依托云南省丰富的绿色电力优势，2024 年公司生产用电结构中清洁能源比例 80% 以上。公司依托清洁能源生产的绿色铝与煤电铝相比，碳排放约为煤电铝的 20% 左右。此外，公司是国内企业中首批获得产品碳足迹认证的企业之一，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，获得南方区域首批绿色电力“双证”，是中国唯一一家完成铝土矿、氧化铝、电解铝、铝加工全产业链 ASI 绩效（PS）标准和监管链（CoC）标准认证的企业。依托绿色铝品牌优势，公司与多家国内、国际知名企业建立稳固的上下游供应链关系。从长远来看，在国家“双碳”战略的大背景下，公司绿色铝的品牌价值和经济价值将进一步提升。

表 1：公司主营业绩预测简表（亿元）

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
电解铝	营业收入	216	310	318	343	343
	营业成本	177	269	250	244	238
	毛利	39	41	68	99	105
铝加工产品	营业收入	204	228	225	242	242
	营业成本	175	198	179	174	170
	毛利	29	31	46	67	72
	归母净利润	40	44	76	115	123

数据来源：公司公告，中信建投

投资建议：在 2025-2027 年电解铝价格分别为 1.95 万元/吨、2.10 万元/吨、2.10 万元/吨，氧化铝价格分别为 3200 元/吨、3000 元/吨、2800 元/吨的基准假设下，预计公司 2025 年-2027 年归母净利分别为 75.6 亿元、114.5 亿元、123.0 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 6.67、4.40、4.10 倍，考虑到公司行业地位、成长性及低成本优势，给予公司“买入”评级。

表 2：公司重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	42,668.77	54,450.46	54,938.28	59,121.91	59,121.91
增长率（%）	-11.96	27.61	0.90	7.62	0.00
净利润（百万元）	3,955.77	4,411.67	7,555.91	11,452.41	12,298.25
增长率（%）	-13.41	11.52	71.27	51.57	7.39
ROE（%）	15.37	15.58	22.48	27.51	24.48
EPS（元/股，摊薄）	1.14	1.27	2.18	3.30	3.55
P/E（倍）	12.74	11.42	6.67	4.40	4.10
P/B（倍）	1.96	1.78	1.50	1.21	1.00

资料来源：Wind，中信建投

风险分析

（1）**电解铝价格波动风险**。电解铝业务是公司的主要毛利来源，2024 年毛利占比约 99%；相关商品价格受供求关系、货币政策等因素的影响。价格波动将对公司的营收和利润带来一定影响。

（2）**原材料价格上涨**。若原材料、人力成本等价格上涨，将对公司盈利能力造成不利影响。

（3）**盈利预测不及预期风险**。我们预计公司 2025 年-2027 年归母净利分别为 75.6 亿元、114.5 亿元、123.0 亿元，较 wind 一致预期存在较大程度偏离，我们作出较为乐观的盈利预测主要是基于（1）对电解铝价格的持续看好，2025 年初至今 SHFE 铝均价为 2.04 万元/吨，我们预计 2025-2027 年电解铝均价将分别达到 1.95 万元/吨、2.10 万元/吨、2.10 万元/吨；（2）对氧化铝价格的持续看跌，我们预计 2025-2027 年氧化铝均价分别达到 3200 元/吨、3000 元/吨、2800 元/吨，若电解铝、氧化铝价格较我们假设值下降 5%、上涨 5%，或将造成公司归母净利润较我们预测下降 25%、8%。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,862.92	14,432.02	24,374.20	37,075.67	50,564.71
现金	5,260.94	6,277.38	16,724.36	29,462.74	43,064.89
应收票据及应收账款合计	388.85	600.74	758.83	816.62	816.62
其他应收款	26.55	39.24	38.04	40.94	40.94
预付账款	101.30	83.81	117.07	125.99	125.99
存货	4,051.14	5,320.42	4,645.69	4,532.59	4,419.48
其他流动资产	34.15	2,110.43	2,090.20	2,096.79	2,096.79
非流动资产	29,446.79	27,469.49	23,561.43	19,636.97	15,720.41
长期投资	484.91	468.87	468.87	468.87	468.87
固定资产	23,134.23	21,841.07	18,507.55	15,157.64	11,791.34
无形资产	3,137.42	2,673.68	2,228.07	1,782.45	1,336.84
其他非流动资产	2,690.23	2,485.87	2,356.94	2,228.00	2,123.36
资产总计	39,309.71	41,901.50	47,935.63	56,712.64	66,285.12
流动负债	6,085.49	7,114.03	7,654.96	7,506.99	7,329.92
短期借款	70.20	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	3,673.69	5,255.83	5,139.66	5,014.53	4,889.39
其他流动负债	2,341.59	1,858.20	2,515.30	2,492.46	2,440.52
非流动负债	3,977.28	2,640.01	1,666.90	790.99	15.77
长期借款	3,776.47	2,383.62	1,410.51	534.60	-240.62
其他非流动负债	200.82	256.39	256.39	256.39	256.39
负债合计	10,062.77	9,754.04	9,321.87	8,297.98	7,345.69
少数股东权益	3,517.70	3,826.99	5,004.15	6,788.37	8,704.36
股本	3,467.96	3,467.96	3,467.96	3,467.96	3,467.96
资本公积	10,693.21	10,742.77	10,742.77	10,742.77	10,742.77
留存收益	11,568.06	14,109.74	19,398.88	27,415.57	36,024.35
归属母公司股东权益	25,729.23	28,320.47	33,609.61	41,626.30	50,235.08
负债和股东权益	39,309.71	41,901.50	47,935.63	56,712.64	66,285.12

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,870.99	6,947.40	13,664.32	16,942.07	17,872.76
净利润	4,718.50	5,098.98	8,733.07	13,236.63	14,214.25
折旧摊销	1,755.95	1,808.19	3,908.06	3,924.46	3,916.56
财务费用	110.28	23.06	51.75	-33.66	-119.79
投资损失	76.89	4.87	-13.10	-13.10	-13.10
营运资金变动	-880.75	-194.03	1,045.73	-111.07	-63.96
其他经营现金流	90.12	206.32	-61.19	-61.19	-61.19
投资活动现金流	-515.30	-2,340.51	74.29	74.29	74.29
资本支出	862.25	602.49	0.00	0.00	0.00
长期投资	-87.00	-1,987.72	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-1,290.55	-955.28	74.29	74.29	74.29
筹资活动现金流	-3,079.91	-3,552.08	-3,291.64	-4,277.98	-4,344.90
短期借款	-399.79	-70.20	0.00	0.00	0.00
长期借款	-629.91	-1,392.84	-973.11	-875.91	-775.22
其他筹资现金流	-2,050.21	-2,089.04	-2,318.53	-3,402.07	-3,569.68
现金净增加额	2,275.99	1,054.87	10,446.98	12,738.38	13,602.15

资料来源：公司公告，中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	42,668.77	54,450.46	54,938.28	59,121.91	59,121.91
营业成本	35,923.23	47,244.37	43,494.99	42,436.06	41,377.12
营业税金及附加	357.05	384.89	388.34	417.91	417.91
销售费用	45.72	39.35	39.71	42.73	42.73
管理费用	620.87	748.88	760.27	818.17	818.17
研发费用	198.00	227.10	229.14	246.59	246.59
财务费用	110.28	23.06	51.75	-33.66	-119.79
资产减值损失	0.00	-327.22	-54.94	0.00	0.00
信用减值损失	-1.56	2.39	0.00	0.00	0.00
其他收益	206.86	344.90	187.84	187.84	187.84
公允价值变动收益	0.00	3.58	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-76.89	-4.87	13.10	13.10	13.10
资产处置收益	0.24	166.46	106.50	106.50	106.50
营业利润	5,542.27	5,968.05	10,226.59	15,501.57	16,646.64
营业外收入	5.43	7.38	6.48	6.48	6.48
营业外支出	4.17	3.03	4.10	4.10	4.10
利润总额	5,543.53	5,972.39	10,228.97	15,503.95	16,649.02
所得税	825.03	873.41	1,495.90	2,267.32	2,434.77
净利润	4,718.50	5,098.98	8,733.07	13,236.63	14,214.25
少数股东损益	762.73	687.31	1,177.16	1,784.21	1,915.99
归属母公司净利润	3,955.77	4,411.67	7,555.91	11,452.41	12,298.25
EBITDA	7,409.76	7,803.65	14,188.79	19,394.74	20,445.79
EPS (元)	1.14	1.27	2.18	3.30	3.55

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-11.96	27.61	0.90	7.62	0.00
营业利润(%)	-6.14	7.68	71.36	51.58	7.39
归属于母公司净利润(%)	-13.41	11.52	71.27	51.57	7.39
获利能力					
毛利率(%)	15.81	13.23	20.83	28.22	30.01
净利率(%)	9.27	8.10	13.75	19.37	20.80
ROE(%)	15.37	15.58	22.48	27.51	24.48
ROIC(%)	16.72	16.18	28.36	50.99	62.79
偿债能力					
资产负债率(%)	25.60	23.28	19.45	14.63	11.08
净负债比率(%)	-4.84	-12.11	-39.66	-59.75	-73.47
流动比率	1.62	2.03	3.18	4.94	6.90
速动比率	0.93	1.25	2.55	4.31	6.27
营运能力					
总资产周转率	1.09	1.30	1.15	1.04	0.89
应收账款周转率	109.73	90.64	72.40	72.40	72.40
应付账款周转率	17.28	16.84	13.98	13.98	13.98
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.27	2.18	3.30	3.55
每股经营现金流(最新摊薄)	1.69	2.00	3.94	4.89	5.15
每股净资产(最新摊薄)	7.42	8.17	9.69	12.00	14.49
估值比率					
P/E	12.74	11.42	6.67	4.40	4.10
P/B	1.96	1.78	1.50	1.21	1.00
EV/EBITDA	6.39	6.31	3.00	1.60	0.91

分析师介绍

王介超

金属新材料首席分析师，中南大学硕士，高级工程师，一级建造师，咨询师，曾主编 GB/T18916.31，拥有《一种利用红土镍矿生产含镍铁水的方法》等多项专利，擅长金属新材料及建筑材料产业研究，上榜新财富最佳分析师，新浪财经金麒麟钢铁有色最佳分析师，wind 金牌分析师，水晶球钢铁行业第二名，上证报材料行业最佳分析师等。

覃静 中信建投证券金属和金属新材料研究员，一级建造师，有色期货研究 10 年，大类资产配置商品策略分析 2 年。曾任国内头部期货公司有色研究负责人，为国内多家上市企业提供风险管理指导，善于供需与宏观结合，兼顾卖方系统研究与买方战略布局，挖掘行业投资机会，曾获“上期所最佳产业分析师”。

邵三才

中信建投证券金属新材料分析师，上海财经大学投资学本硕，2022 年加入中信建投证券，2023 年新财富、金牛奖团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk