云铝股份（000807.SZ）

强烈推荐（维持）

Q1 利润环比大增 预计 Q2 利润继续提升

公司发布 2024 年报和 2025 年一季报，2024 年实现营业收入 544.50 亿元，增 27.61%；归母净利润 44.12 亿元，增 11.52%；扣非归母净利润 42.58 亿元，同比+8.34%。2024Q4，归母净利润 5.92 亿元，同比-59.21%，环比-54.52%。2025 年一季报归母净利润 9.74 亿元，同比-16.26%，环比+64.66%。

- **2024 年利润增长主要得益于量增：**2024 年云南电力供应充足，公司电解铝产量大增：氧化铝 140.88 万吨，同比降 1.37%；原铝 293.83 万吨，同比增 22.45%；炭素制品 80.58 万吨，同比增 2.85%；铝合金及铝加工产品 125.41 万吨，同比增 1.75%。简单按照利润总额/原铝产量计算，2023/2024 年吨铝利润 0.23/0.2 万元。单吨利润下滑主因 2024 年氧化铝大涨。2024 年氧化铝均价 4100 元/吨，较 2023 年涨 1211 元/吨，涨幅 42%。电解铝均价 19922 元/吨，涨 1222 元/吨，涨幅 7%。
- **2025Q1 利润环比大增主要得益于氧化铝高位回落：**2025Q1 氧化铝均价 3938 元/吨，环比跌 1349 元/吨，跌幅 26%，同比仍涨 540 元/吨，涨幅 16%。4 月氧化铝均价 2912 元/吨，氧化铝价格趋势下跌，预计得益于氧化铝下跌，公司 Q2 利润环比有望进一步提升。
- **2025 年公司利润有望刷新高。**2025 年电解铝计划产量继续提升。主要生产目标是：氧化铝产量约 141 万吨，电解铝产量约 301 万吨，铝合金及加工产品产量约 128 万吨，炭素制品产量约 78 万吨。截止 4 月份底，SMM 统计国内电解铝建成产能约为 4569 万吨，左右运行产能约为 4391 万吨左右，开工率高达 96.1%，产能瓶颈问题日益突出，预计未来铝价大趋势向上。然而原料氧化铝新建产能高速释放中，预计氧化铝价格长期磨底。
- **财务状况稳健，分红进一步提升。**公司资产负债率 2018 年 75.44%，2025 年一季度 23.97%。2024 年财务费用 0.23 亿元，同比下降 79.09%。2025 年 Q1 财务费用-0.08 亿元。财务状况显著改善。2024Q4，公司计提减值准备 3.3 亿元，主要包含存货 0.77 亿元、固定资产 1.83 亿元、在建工程 0.62 亿元，进一步夯实报表。公司自 2021 年以来重视股东回报， 2024 年股利支付率从 2021 年的 11.76%升至 32.23%。2024 现金分红总额为 14.22 亿元，较 2023 年增长 78.26%，股息率 3.03%。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**预计 2025-2027 年，公司归母净利润 61.9/83.1/83.8 亿元，对应市盈率为 9/6/6 倍。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。
- **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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	42669	54450	56985	57839	57939
同比增长	-12%	28%	5%	1%	0%
营业利润(百万元)	5542	5968	8374	11239	11337
同比增长	-6%	8%	40%	34%	1%
归母净利润(百万元)	3956	4412	6189	8306	8378
同比增长	-13%	12%	40%	34%	1%
每股收益(元)	1.14	1.27	1.78	2.40	2.42

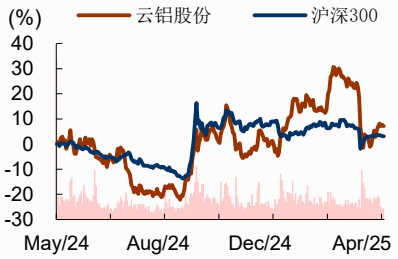
周期/金属及材料
当前股价：15.2 元

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）	52.7
流通市值（十亿元）	52.7
每股净资产（MRQ）	8.5
ROE（TTM）	14.4
资产负债率	24.0%
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	6	9
相对表现	-9	9	5



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《云铝股份（000807）—领跑“铝”途，“绿”动未来》2024-12-31

刘伟洁 S1090519040002
liuweijie@cmschina.com.cn

PE	13.3	11.9	8.5	6.3	6.3
PB	2.0	1.9	1.6	1.4	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

价格假设：

电解铝价格：2025 年均价=2026 年均价=2027 年均价=2025 年 1-4 月均价。

氧化铝：2025 年均价=2025 年 1-4 月均价。4 月底氧化铝价格 2880 元/吨，保守估计 2026 年均价=2027 年均价=3000 元/吨。

预焙阳极价格：2025 年均价=2026 年均价=2027 年均价=2025 年 1-4 月均价。

表 1：价格假设

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
电解铝（元/吨）	18,700	19,922	20,312	20,312	20,312
氧化铝（元/吨）	2,889	4,100	3,658	3,000	3,000
预焙阳极（元/吨）	5,348	4,398	5,263	5,263	5,263
电价（元/度）	0.42	0.45	0.44	0.44	0.44

资料来源：wind、招商证券

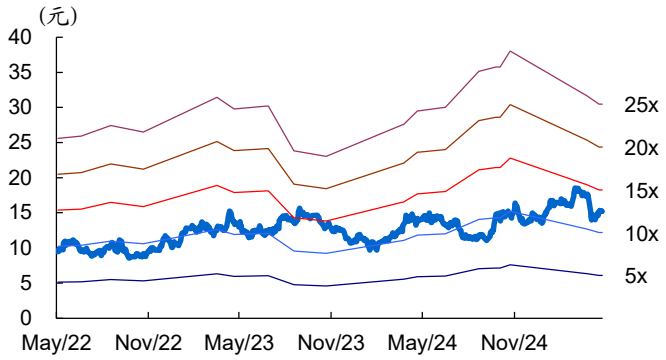
表 2：季度经营数据（百万元）

	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
一、营业总收入		11358	13290	14538	15265	14411
二、营业总成本		9984	11446	12895	14667	13192
其中：营业成本		9729	11153	12563	13799	12976
营业税金及附加		79	91	109	106	89
营业费用		9	9	10	12	9
管理费用		148	162	164	275	176
研发费用		7	29	42	148	13
财务费用		14	2	7	0	-8
资产减值损失		-1	0	0	326	-64
三、其他经营收益		238	93	70	110	132
其它收益		71	97	70	107	93
公允价值变动收益		0	0	0	4	-4
投资收益		0	-4	0	-1	43
四、营业利润		1611	1937	1713	707	1352
加：营业外收入		0	2	2	3	0
减：营业外支出		0	0	0	3	0
五、利润总额		1611	1939	1714	708	1352
减：所得税		266	327	251	29	237
六、净利润		1345	1612	1464	679	1114
减：少数股东损益		181	257	162	87	140
七、归属母公司所有者净利润		1164	1355	1301	592	974
毛利率		14.3%	16.1%	13.6%	9.6%	10.0%
主营税金率		0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%
营业费率		0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费率		1.3%	1.2%	1.1%	1.8%	1.2%
营业利润率		14.2%	14.6%	11.8%	4.6%	9.4%
实际税率		16.5%	16.9%	14.6%	4.1%	17.6%
净利率		10.2%	10.2%	8.9%	3.9%	6.8%
yoy						
营业总收入增长率		20.3%	61.5%	20.2%	18.3%	26.9%
营业利润增长率		32.9%	104.0%	21.1%	-64.0%	-16.1%

	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
归母净利润增长率		31.5%	115.0%	31.4%	-59.2%	-16.3%

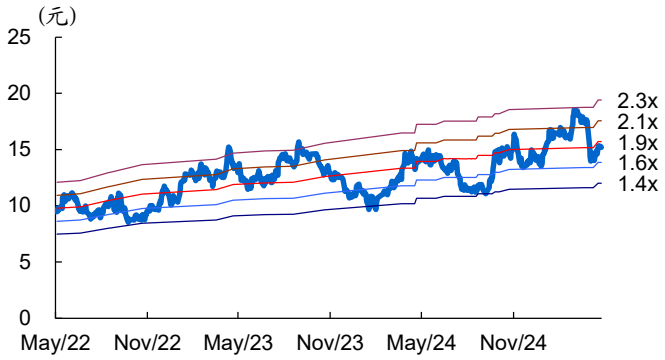
资料来源：wind、公司公告、招商证券

图 1：云铝股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：云铝股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	9863	14432	21109	29360	36983
现金	5261	6277	12890	21352	28965
交易性投资	0	2004	2004	2004	2004
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	162	344	360	365	366
其它应收款	27	39	41	42	42
存货	4051	5320	5350	5130	5139
其他	362	447	465	467	468
非流动资产	29447	27469	25996	24637	23385
长期股权投资	485	469	469	469	469
固定资产	23020	21730	20533	19423	18394
无形资产商誉	3137	2674	2406	2166	1949
其他	2805	2597	2588	2580	2574
资产总计	**39310**	**41902**	**47105**	**53998**	**60368**
流动负债	6085	7114	6586	6355	6364
短期借款	70	0	0	0	0
应付账款	3674	5256	5285	5068	5077
预收账款	471	309	311	298	298
其他	1871	1549	990	989	989
长期负债	3977	2640	2640	2640	2640
长期借款	3765	2365	2365	2365	2365
其他	212	275	275	275	275
负债合计	**10063**	**9754**	**9226**	**8995**	**9004**
股本	3468	3468	3468	3468	3468
资本公积金	10693	10743	10743	10743	10743
留存收益	11568	14110	18877	24707	29763
少数股东权益	3518	3827	4791	6085	7390
归属于母公司所有者权益	25729	28320	33088	38918	43974
负债及权益合计	**39310**	**41902**	**47105**	**53998**	**60368**

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5871	6947	8609	10871	10786
净利润	4718	5099	7153	9600	9683
折旧摊销	1737	1791	1850	1735	1629
财务费用	154	104	(16)	(100)	(181)
投资收益	77	5	(344)	(344)	(344)
营运资金变动	(830)	(28)	(34)	(20)	(1)
其它	15	(23)	0	0	0
投资活动现金流	(515)	(2341)	(33)	(33)	(33)
资本支出	(733)	(658)	(376)	(376)	(376)
其他投资	218	(1682)	344	344	344
筹资活动现金流	(3080)	(3552)	(1965)	(2375)	(3142)
借款变动	(2248)	(2057)	(559)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	50	0	0	0
股利分配	(555)	(1595)	(1422)	(2476)	(3322)
其他	(277)	51	16	100	181
现金净增加额	2276	1055	6612	8463	7612

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	42669	54450	56985	57839	57939
营业成本	35923	47244	47506	45556	45636
营业税金及附加	357	385	403	409	410
营业费用	46	39	41	42	42
管理费用	621	749	784	795	797
研发费用	198	227	238	241	242
财务费用	110	23	(16)	(100)	(181)
资产减值损失	(1)	(158)	0	0	0
公允价值变动收益	0	4	4	4	4
其他收益	207	345	345	345	345
投资收益	(77)	(5)	(5)	(5)	(5)
营业利润	5542	5968	8374	11239	11337
营业外收入	5	7	7	7	7
营业外支出	4	3	3	3	3
利润总额	5544	5972	8378	11244	11341
所得税	825	873	1225	1644	1658
少数股东损益	763	687	964	1294	1305
归属于母公司净利润	3956	4412	6189	8306	8378

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-12%	28%	5%	1%	0%
营业利润	-6%	8%	40%	34%	1%
归母净利润	-13%	12%	40%	34%	1%
获利能力					
毛利率	15.8%	13.2%	16.6%	21.2%	21.2%
净利率	9.3%	8.1%	10.9%	14.4%	14.5%
ROE	16.5%	16.3%	20.2%	23.1%	20.2%
ROIC	14.7%	14.9%	19.0%	21.7%	18.8%
偿债能力					
资产负债率	25.6%	23.3%	19.6%	16.7%	14.9%
净负债比率	11.3%	7.0%	5.0%	4.4%	3.9%
流动比率	1.6	2.0	3.2	4.6	5.8
速动比率	1.0	1.3	2.4	3.8	5.0
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.3	1.3	1.1	1.0
存货周转率	9.0	10.1	8.9	8.7	8.9
应收账款周转率	76.1	215.0	162.0	159.0	158.0
应付账款周转率	7.6	10.6	9.0	8.8	9.0
每股资料(元)					
EPS	1.14	1.27	1.78	2.40	2.42
每股经营净现金	1.69	2.00	2.48	3.13	3.11
每股净资产	7.42	8.17	9.54	11.22	12.68
每股股利	0.23	0.41	0.71	0.96	0.97
估值比率					
PE	13.3	11.9	8.5	6.3	6.3
PB	2.0	1.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.4	7.0	5.3	4.2	4.2

资料来源：公司数据、招商证券

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。