

## 云铝股份（000807）

# 2025 年半年报点评：氧化铝价格下行推升公司毛利率，中期分红比例持续提升

买入（维持）

2025 年 08 月 27 日

证券分析师 孟祥文

执业证书：S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

证券分析师 徐毅达

执业证书：S0600524110001

xuyd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	42,669	54,450	58,898	62,114	63,525
同比（%）	(11.96)	27.61	8.17	5.46	2.27
归母净利润（百万元）	3,956	4,412	6,900	8,813	9,726
同比（%）	(13.41)	11.52	56.40	27.73	10.36
EPS-最新摊薄（元/股）	1.14	1.27	1.99	2.54	2.80
P/E（现价&最新摊薄）	16.52	14.81	9.47	7.41	6.72

### 投资要点

- **事件：公司披露 2025 年半年报，业绩同比增长。**2025 年 H1 公司实现营收 290.78 亿元，同比+17.98%；归母净利润 27.68 亿元，同比+9.88%；公司 2025 年 Q2 实现营收 146.67 亿元，同比+10.36%，归母净利润 17.93 亿元，同比+32.33%，环比+84.05%。
- **公司主营业务板块量价齐升，铝产品板块全年产量有望高增：**1) 量：由于 2025 年 H1 云南省内整体电力供应情况良好，且公司 2024 年 Q4 枯水期电解铝并未减产，预计 2025 年整体产量增长。2025 年上半年，公司氧化铝产量 66.97 万吨（yoy-7.37%），炭素制品产量 40.64 万吨（yoy+2.23%），铝产品产量 161.32 万吨（yoy+15.59%）；2) 价：受益于耐用品及新能源用铝需求持续增长，2025 年上半年中国电解铝表观消费量同比增长 2.2%至 2288 万吨，上半年电解铝长江有色均价录得 20317 元/吨（yoy+2.6%）。
- **氧化铝价格下行带动公司毛利率提升，预计后续仍有进一步增长空间：**2024 年受到全球铝土矿供应维持紧缺、以及国内氧化铝产能错配影响，海内外氧化铝价格全线攀升，公司由于自身氧化铝产量无法满足自身原铝生产需求，外购高价氧化铝对公司 2024 年全年及 2025Q1 原铝板块毛利率产生不利影响。氧化铝价格自 2025Q1 见顶并快速回落，2025Q2 中国氧化铝现货均价录得 3128 元/吨，环比下跌 25.8%，公司 2025Q2 毛利率为 18.10%，环比+8.15pct，我们预计随着几内亚铝土矿的持续增产，以及我国及印尼氧化铝产能的不断扩张，氧化铝价格有望进一步下行，公司毛利率仍有提升空间。
- **公司大幅提升分红比例，注重股东回报：**2025 年公司拟实施中期分红，分红金额约为人民币 11.09 亿元，占公司 2025 年半年度合并报表归属于上市公司股东的净利润的比例约为 40.10%，随着公司大型资本开支阶段接近尾声，公司股东回报有望持续向好。
- **盈利预测与投资评级：**我们继续看好公司从上游铝土矿、氧化铝、电解铝，到下游铝加工产品的绿色铝全产业链布局，由于 2025H1 几内亚频繁对铝土矿施加限制措施，氧化铝价格下行幅度低于预期，我们小幅下调公司 2025 年归母净利润为 69.00 亿元（前值为 75.58 亿元），基于我们对降息预期铝价的乐观判断，我们小幅上调公司 2026-27 年归母净利润为 88.13/97.26 亿元（前值为 86.84/93.28 亿元），对应 2025-27 年的 PE 分别为 9.47/7.41/6.72 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期导致铝价下跌风险；美元持续走强风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	18.84
一年最低/最高价	11.13/19.27
市净率(倍)	2.13
流通 A 股市值(百万元)	65,335.63
总市值(百万元)	65,336.32

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.85
资产负债率(% ,LF)	21.95
总股本(百万股)	3,467.96
流通 A 股(百万股)	3,467.92

### 相关研究

- 《云铝股份(000807)：2024 年年报点评：原铝板块量价齐升，成本端拖累 Q4 业绩》  
2025-03-29
- 《云铝股份(000807)：2024 三季度报点评：原铝产量超出预期，利润同比高增》  
2024-10-30

## 云铝股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>14,432</b>	<b>23,870</b>	<b>35,091</b>	<b>47,944</b>	<b>营业总收入</b>	<b>54,450</b>	<b>58,898</b>	<b>62,114</b>	<b>63,525</b>
货币资金及交易性金融资产	8,281	17,731	28,761	41,621	营业成本(含金融类)	47,244	47,875	48,508	48,850
经营性应收款项	685	977	879	956	税金及附加	385	473	501	511
存货	5,320	4,909	5,095	5,005	销售费用	39	74	77	80
合同资产	0	0	0	0	管理费用	749	850	904	924
其他流动资产	146	253	357	362	研发费用	227	199	218	216
<b>非流动资产</b>	<b>27,469</b>	<b>26,624</b>	<b>25,962</b>	<b>24,920</b>	财务费用	23	(18)	(188)	(386)
长期股权投资	469	488	502	518	加:其他收益	345	29	30	0
固定资产及使用权资产	21,841	20,674	19,475	18,289	投资净收益	(5)	(12)	(26)	0
在建工程	628	748	838	940	公允价值变动	4	0	0	0
无形资产	2,674	2,685	2,710	2,735	减值损失	(325)	(49)	(20)	(31)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	166	0	0	0
长期待摊费用	49	38	29	29	<b>营业利润</b>	<b>5,968</b>	<b>9,413</b>	<b>12,078</b>	<b>13,300</b>
其他非流动资产	1,809	1,990	2,407	2,407	营业外净收支	4	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>41,902</b>	<b>50,494</b>	<b>61,053</b>	<b>72,863</b>	<b>利润总额</b>	<b>5,972</b>	<b>9,413</b>	<b>12,078</b>	<b>13,300</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,114</b>	<b>8,420</b>	<b>8,505</b>	<b>8,764</b>	减:所得税	873	1,236	1,605	1,748
短期借款及一年内到期的非流动负债	559	556	556	556	<b>净利润</b>	<b>5,099</b>	<b>8,177</b>	<b>10,473</b>	<b>11,552</b>
经营性应付款项	5,256	6,176	6,073	6,353	减:少数股东损益	687	1,277	1,660	1,826
合同负债	309	237	274	281	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,412</b>	<b>6,900</b>	<b>8,813</b>	<b>9,726</b>
其他流动负债	990	1,452	1,603	1,574	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.27	1.99	2.54	2.80
非流动负债	2,640	2,645	2,645	2,645	EBIT	6,076	9,395	11,890	12,914
长期借款	2,365	2,365	2,365	2,365	EBITDA	7,885	10,883	13,435	14,443
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	13.23	18.72	21.90	23.10
租赁负债	19	19	19	19	归母净利率(%)	8.10	11.71	14.19	15.31
其他非流动负债	256	262	262	262	收入增长率(%)	27.61	8.17	5.46	2.27
<b>负债合计</b>	<b>9,754</b>	<b>11,065</b>	<b>11,151</b>	<b>11,409</b>	归母净利润增长率(%)	11.52	56.40	27.73	10.36
归属母公司股东权益	28,320	34,325	43,138	52,864					
少数股东权益	3,827	5,104	6,764	8,590					
<b>所有者权益合计</b>	<b>32,147</b>	<b>39,429</b>	<b>49,902</b>	<b>61,454</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>41,902</b>	<b>50,494</b>	<b>61,053</b>	<b>72,863</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6,947	11,236	12,054	13,474	每股净资产(元)	8.17	9.90	12.44	15.24
投资活动现金流	(2,341)	(819)	(929)	(518)	最新发行在外股份(百万股)	3,468	3,468	3,468	3,468
筹资活动现金流	(3,552)	(967)	(95)	(95)	ROIC(%)	15.08	21.07	21.66	19.14
现金净增加额	1,055	9,450	11,029	12,860	ROE-摊薄(%)	15.58	20.10	20.43	18.40
折旧和摊销	1,808	1,488	1,545	1,529	资产负债率(%)	23.28	21.91	18.26	15.66
资本开支	(357)	(507)	(487)	(502)	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.81	9.47	7.41	6.72
营运资本变动	(202)	1,321	(105)	266	P/B(现价)	2.31	1.90	1.51	1.24

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>