

云铝股份（000807.SZ）

二季度业绩同比增长 32%，中期分红比例超 40%

优于大市

核心观点

2025H1 公司归母净利润同比增长 10%。2025H1 归母净利润 27.7 亿元，同比+9.9%，扣非归母净利润 27.6 亿元，同比+15.4%，经营性净现金流 37.2 亿元，同比+35.5%。2025Q2 归母净利润 17.9 亿元（同比+32.3%，环比+84.1%），主因上半年氧化铝价格大幅下跌，公司铝冶炼成本下降。公司公布 2025 年中期分红预案，每 10 股派发现金红利 3.2 元，合计派发 11.1 亿元，占上半年归母净利润 40%。

原铝产量连续 4 个季度满产。公司电解铝产能 308 万吨，公司半年报没有公布原铝产量，由于去年 3/4 季度单季度产量都在 79 万吨左右，考虑到不同季度天数不同，预计今年上半年公司原铝产量在 157 万吨左右。2025H1 公司的氧化铝、炭素等产品产量均符合年度计划。

财务负担显著减轻，现金流强劲。截至 2025 年 6 月末，公司短期借款为零，长期借款不到 5 亿元。云铝股份借助近几年电解铝行业高景气周期，持续降低财务杠杆率，截至 2025 年 6 月末，公司资产负债率进一步降至 21.9%，2025H1 财务费用为-0.08 亿元，较 2020 年之前动辄每年 8-10 亿元的财务费用下降，显著增强了公司盈利能力。2025H1 公司经营性净现金流达到 37.2 亿元，折旧摊销 9 亿元左右，资本开支仅 4 亿元左右，现金流强劲。

风险提示：铝价下跌风险，氧化铝价格上涨风险，电费上涨风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

假设 2025-2027 年铝现货价格分别为 20500 元/吨，氧化铝价格为 3300 元/吨，预焙阳极价格为 5000 元/吨，公司用电含税价格为 0.44 元/度，预计 2025-2027 年归母净利润 68.89/71.65/71.69 亿元，同比增速 56.2%/4.0%/0.1%；摊薄 EPS 分别为 1.99/2.07/2.07 元，当前股价对应 PE 分别为 9.5/9.1/9.1x。公司是国内绿色水电铝龙头企业，受益于铝冶炼格局改善，产能满产后现金流强劲，暂无大额资本开支，分红比例稳中有升，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	42,669	54,450	57,937	57,937	57,937
(+/-%)	-12.0%	27.6%	6.4%	0.0%	0.0%
净利润(百万元)	3956	4412	6889	7165	7169
(+/-%)	-13.4%	11.5%	56.2%	4.0%	0.1%
每股收益(元)	1.14	1.27	1.99	2.07	2.07
EBIT Margin	12.9%	10.7%	16.3%	16.9%	16.9%
净资产收益率(ROE)	15.4%	15.6%	21.2%	19.5%	17.5%
市盈率(PE)	16.6	14.8	9.5	9.1	9.1
EV/EBITDA	10.4	9.9	6.4	6.2	6.1
市净率(PB)	2.55	2.31	2.02	1.78	1.60

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	18.84 元
总市值/流通市值	65336/65336 百万元
52 周最高价/最低价	19.27/11.13 元
近 3 个月日均成交额	649.16 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

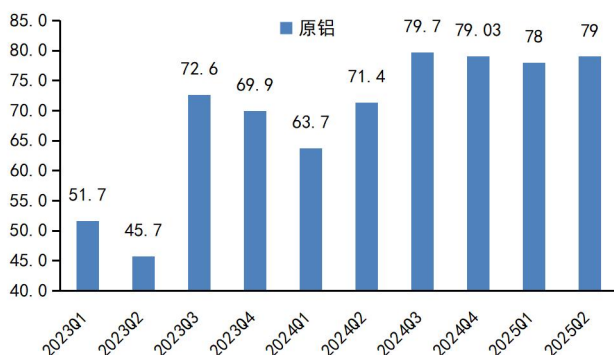
相关研究报告

- 《云铝股份(000807.SZ)-连续两个季度满产，现金流强劲》——2025-03-29
- 《云铝股份(000807.SZ)-电解铝产能满产，盈利弹性增加》——2024-10-29
- 《云铝股份(000807.SZ)-产能利用率提升，原铝产量增长明显》——2024-08-27
- 《云铝股份(000807.SZ)-受益于全国碳市场扩围，低碳铝产品优势进一步凸显》——2024-04-07
- 《云铝股份(000807.SZ)-复产叠加低电价，公司三季度盈利环比改善》——2023-10-30

2025H1 公司归母净利润同比增长 10%。2025H1 归母净利润 27.7 亿元，同比+9.9%，扣非归母净利润 27.6 亿元，同比+15.4%，经营性净现金流 37.2 亿元，同比+35.5%。2025Q2 归母净利润 17.9 亿元（同比+32.3%，环比+84.1%），主因上半年氧化铝价格大幅下跌，公司成本下降。公司公布 2025 年中期分红预案，每 10 股派发现金红利 3.2 元，合计派发 11.1 亿元，占上半年归母净利润 40%。

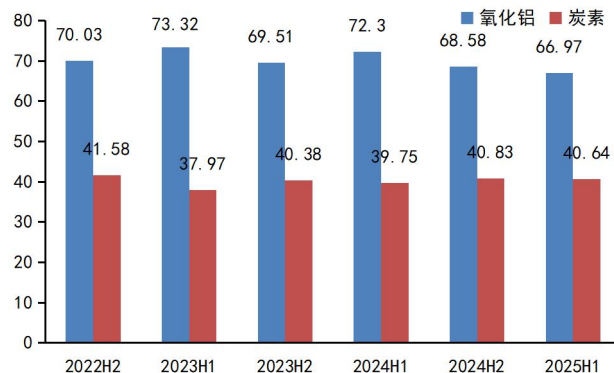
原铝产量连续 4 个季度满产。公司电解铝产能 308 万吨，公司半年报没有公布原铝产量，由于去年 3/4 季度单季度产量都在 79 万吨左右，考虑到不同季度天数不同，预计今年上半年公司原铝产量在 157 万吨左右。2025H1 公司的氧化铝、炭素等产品产量均符合年度计划。

图1：云铝股份季度原铝产量估算（单位：万吨）



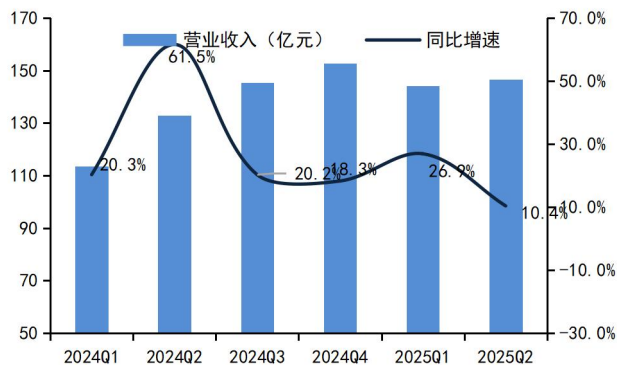
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：云铝股份氧化铝和炭素产量（单位：万吨）



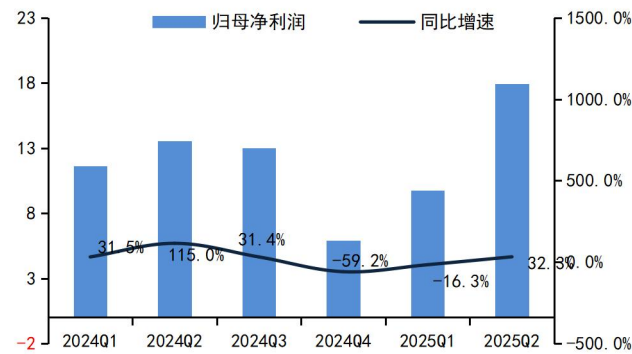
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：云铝股份单季度营收及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

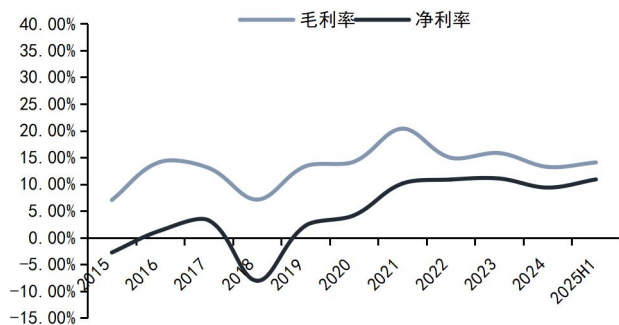
图4：云铝股份单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

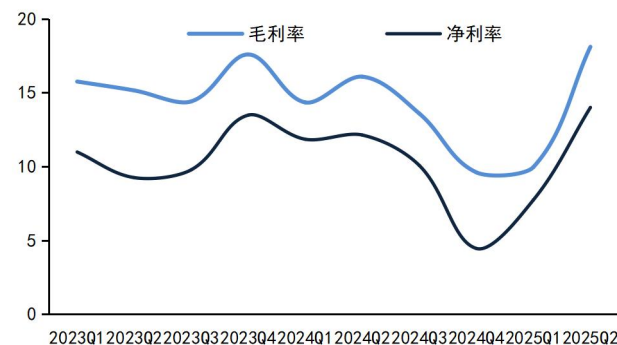
图5：云铝股份毛利率、净利率变化情况

图6：云铝股份单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



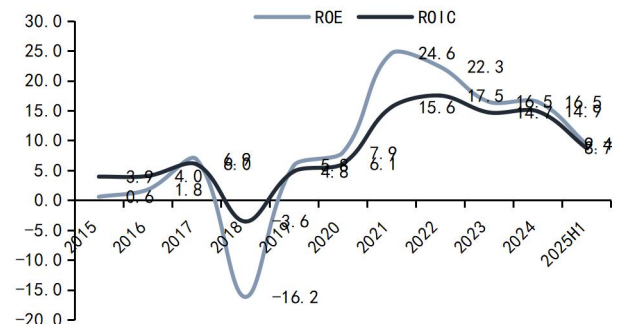
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 云铝股份 ROE、ROIC 变化情况 (%)



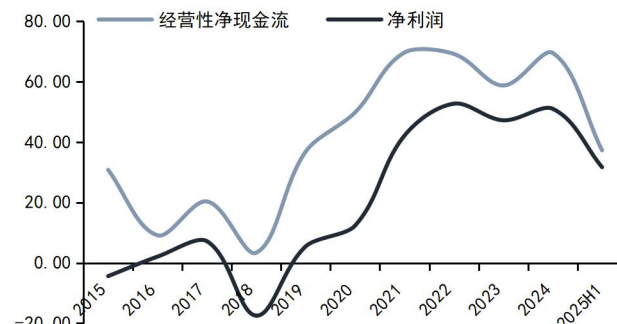
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 云铝股份经营性净现金流 (亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 云铝股份资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 云铝股份财务费用 (亿元)

财务负担显著减轻，现金流强劲。截至2025年6月末，公司短期借款为零，长期借款不到5亿元。云铝股份借助近几年电解铝行业高景气周期，持续降低财务杠杆率，截至2025年6月末，公司资产负债率进一步降至21.9%，2025H1财务费用为-0.08亿元，较2020年之前动辄每年8-10亿元的财务费用下降，显著增强了公司盈利能力。2025H1公司经营性净现金流达到37.2亿元，折旧摊销9亿元左右，资本开支仅4亿元左右，现金流强劲。

绿电优势突出：公司是国内规模最大的绿色低碳铝供应商，依托云南省丰富的绿

色电力优势，2025H1 公司生产用电结构中绿电比例 80%以上。公司依托绿色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。

公司对铝价具有高盈利弹性：公司电解铝权益产能 255 万吨，氧化铝自给率 23%，显著受益于铝价上涨，以及云南电费、氧化铝价格下降，冶炼利润有望显著扩大。以 2025 年为例，铝价每上涨 1000 元/吨，公司归母净利润增加近 20 亿元；氧化铝价格每下降 200 元/吨，公司归母净利润增加 6 亿元。

表1：2025 年公司盈利敏感性分析（百万元）

		铝价（元/吨）						
		18000	19000	20000	21000	22000	23000	24000
氧化铝价	2900	3, 195	5, 143	7, 092	9, 041	10, 989	12, 938	14, 887
	3100	2, 604	4, 553	6, 501	8, 450	10, 399	12, 347	14, 296
	3300	2, 014	3, 962	5, 911	7, 860	9, 808	11, 757	13, 706
	3500	1, 423	3, 372	5, 320	7, 269	9, 218	11, 166	13, 115
	3700	833	2, 781	4, 730	6, 679	8, 627	10, 576	12, 525

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所测算

投资建议：我们假设 2025-2027 年铝现货价格分别为 20500 元/吨，氧化铝价格为 3300 元/吨，预焙阳极价格为 5000 元/吨，公司用电含税价格为 0.44 元/度，预计 2025-2027 年归母净利润 68.89/71.65/71.69 亿元，同比增速 56.2/4.0/0.1%；摊薄 EPS 分别为 1.99/2.07/2.07 元，当前股价对应 PE 分别为 9.5/9.1/9.1x。公司是国内绿色水电铝龙头企业，受益于铝冶炼格局改善，产能满产后现金流强劲，暂无大额资本开支，分红比例稳中有升，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5261	6277	13418	20011	26679	营业收入	42669	54450	57937	57937	57937
应收款项	189	383	317	317	317	营业成本	35923	47244	47030	46654	46654
存货净额	4051	5320	4952	4903	4896	营业税金及附加	357	385	410	410	410
其他流动资产	362	447	463	463	463	销售费用	46	39	42	42	42
流动资产合计	9863	14432	21154	27698	34360	管理费用	621	749	797	797	797
固定资产	23608	22358	20918	19411	17849	研发费用	198	227	242	242	242
无形资产及其他	3137	2674	2568	2462	2356	财务费用	110	23	25	12	6
投资性房地产	2217	1969	1969	1969	1969	投资收益	(77)	(5)	0	0	0
长期股权投资	485	469	473	477	481	资产减值及公允价值变动	(0)	(324)	0	0	0
资产总计	39310	41902	47082	52018	57015	其他收入	8	287	(42)	(42)	(42)
短期借款及交易性金融负债	694	559	700	700	700	营业利润	5542	5968	9592	9981	9987
应付款项	3674	5256	4952	4903	4896	营业外净收支	1	4	4	0	0
其他流动负债	1718	1299	1837	1819	1816	利润总额	5544	5972	9596	9981	9987
流动负债合计	6085	7114	7489	7421	7413	所得税费用	825	873	1403	1460	1461
长期借款及应付债券	3765	2365	2365	2365	2365	少数股东损益	763	687	1304	1357	1358
其他长期负债	212	275	165	55	(55)	归属于母公司净利润	3956	4412	6889	7165	7169
长期负债合计	3977	2640	2530	2420	2310	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	10063	9754	10019	9841	9723	净利润	3956	4412	6889	7165	7169
少数股东权益	3518	3827	4609	5424	6238	资产减值准备	(249)	323	(13)	(21)	(23)
股东权益	25729	28320	32454	36753	41054	折旧摊销	1735	1770	2358	2435	2492
负债和股东权益总计	39310	41902	47082	52018	57015	公允价值变动损失	0	324	0	0	0
						财务费用	110	23	25	12	6
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1334)	247	530	(149)	(135)
每股收益	1.14	1.27	1.99	2.07	2.07	其它	817	48	795	835	838
每股红利	0.29	0.58	0.79	0.83	0.83	经营活动现金流	4925	7123	10560	10265	10340
每股净资产	7.42	8.17	9.36	10.60	11.84	资本开支	0	(415)	(801)	(801)	(801)
ROIC	14%	15%	26%	30%	31%	其它投资现金流	0	(2004)	0	0	0
ROE	15%	16%	21%	19%	17%	投资活动现金流	4	(2402)	(805)	(805)	(805)
毛利率	16%	13%	19%	19%	19%	权益性融资	0	80	0	0	0
EBIT Margin	13%	11%	16%	17%	17%	负债净变化	(612)	(1400)	0	0	0
EBITDA Margin	17%	14%	20%	21%	21%	支付股利、利息	(1010)	(2026)	(2756)	(2866)	(2868)
收入增长	-12%	28%	6%	0%	0%	其它融资现金流	532	3068	141	0	0
净利润增长率	-13%	12%	56%	4%	0%	融资活动现金流	(2712)	(3704)	(2615)	(2866)	(2868)
资产负债率	35%	32%	31%	29%	28%	现金净变动	2216	1016	7140	6594	6668
股息率	1.5%	3.1%	4.2%	4.4%	4.4%	货币资金的期初余额	3045	5261	6277	13418	20011
P/E	16.6	14.8	9.5	9.1	9.1	货币资金的期末余额	5261	6277	13418	20011	26679
P/B	2.5	2.3	2.0	1.8	1.6	企业自由现金流	0	6558	10127	9846	9916
EV/EBITDA	10.4	9.9	6.4	6.2	6.1	权益自由现金流	0	8227	10272	9935	10091

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032