


**公司评级**      增持（维持）

报告日期      2025 年 08 月 27 日

**基础数据**

08 月 26 日收盘价（元）	18.84
总市值（亿元）	653.36
总股本（亿股）	34.68

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

**相关研究**

【兴证金属】云铝股份年报点评：电力供应好转叠加原料成本下移，产量提升推动业绩高增-2025.03.29

【兴证金属】云铝股份半年报点评：量价齐升推动半年度业绩明显增长-2024.08.28

**分析师：李怡然**

 S0190525040001  
 liyiran@xyzq.com.cn

**分析师：汤璐阳**

 S0190525070012  
 tangluyang@xyzq.com.cn

云铝股份(000807.SZ)

# 电解铝盈利扩张助力 Q2 业绩高增，分红水平进一步提升

**投资要点：**

- **业绩概要：**公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 290.78 亿元，同比增长 18.0%；实现归母净利润 27.68 亿元，同比增长 9.9%，对应每股收益 0.80 元。公司发布中期利润分配预案，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.2 元（含税），分红金额为 11.10 亿元（含税），分红比例为 40.1%。
- **电解铝产量提升，推动公司业绩同比增长。**从产量来看，2025 年上半年公司铝产品产量 161.32 万吨，同比+15.6%；氧化铝产量 66.97 万吨；炭素制品产量 40.64 万吨，同比增长 2.2%。云南电力供应充足，公司电解铝满产运行，铝产品产量同比实现增长。从价格来看，2025 年上半年 SMMA00 铝现货含税均价为 20318 元/吨，同比+2.6%，氧化铝五地现货含税均价为 3455 元/吨，同比-1.1%。从利润来看，2025 年上半年公司电解铝/铝加工产品毛利率分别为 15.0%/13.1%，同比分别-0.4/-2.5pct。整体来看，受益于铝产品产量提升，公司业绩同比实现增长。
- **受益于氧化铝价格下行带来电解铝盈利扩张，公司 Q2 业绩环比显著提升。**分季度来看，24Q2-25Q2 公司分别实现归母净利润 13.55/13.01/5.92/9.74/17.93 亿元，25Q2 环比+84.1%，实现大幅提升。从价格来看，24Q2-25Q2 SMMA00 铝现货均价分别为 20534/19560/20538/20442/20201 元/吨，25Q2 环比-1.2%/同比-1.6%；从成本来看，24Q2-25Q2 氧化铝五地现货均价分别为 3659/3933/5318/3860/3069 元/吨，25Q2 环比-20.5%/同比-16.1%。整体来看，虽然 25Q2 铝价环比小幅下滑，但氧化铝价格环比大幅下降，助力公司电解铝盈利得到修复。因此公司 Q2 业绩亮眼，充分释放氧化铝价格下滑带来的电解铝盈利扩张。
- **供需平衡背景下，电解铝吨盈利中枢有望长期上移。**供给端，电解铝产能天花板将至，未来国内电解铝供给压力较小。需求端，铝锭库存处于低位，尽管地产竣工用铝需求同比有所下滑，但在新能源汽车用铝、光伏用铝以及电缆用铝需求的拉动下，电解铝国内需求维持稳步增长。成本端，氧化铝价格下滑后企稳，电解铝行业吨盈利水平修复至高位。整体来看，电解铝供需格局趋紧，叠加低库存支持，铝价或将维持偏强运行，电解铝吨盈利中枢有望长期上移。
- **绿电铝龙头，推进铝土矿资源布局及电力能源保供。**公司目前已经形成年产氧化铝 140 万吨、绿色铝 308 万吨、阳极炭素 80 万吨、石墨化阴极 2 万吨、绿色铝合金 161 万吨的绿色铝一体化产业规模，通过产业链的协同效应降低生产成本。能源方面，依托云南省丰富的绿色电力优势，2025 年上半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。原材料供应方面，公司着力加大云南省铝土矿开发力度，重点开展已有矿权“探转采”手续办理及空白区找探矿工作，依托自有铝土矿资源优势，云铝文山已形成年产 140 万吨氧化铝生产规模，为公司绿色铝产业发展提供了较强的铝土矿—氧化铝资源保障；公司与索通发展合资建设年产 90 万吨阳极炭素项目已顺利投产，铝用炭素自给率得到进一步提升。公司在铝土矿—氧化铝及铝用炭素方面的资源优势，能有效控制生产成本，降低大宗原辅料价格波动风险。
- **盈利预测与投资建议：**随着电解铝行业维持高景气，同时成本端氧化铝价格回落，公司电解铝盈利能力有望维持较高水平，公司作为绿色铝龙头未来有望充分受益行业持续偏紧的供需格局。2025 年公司主要生产经营目标为：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。此外，公司发布中期利润分配预案，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.2 元（含税），分红金额为 11.10 亿元（含税），分红比例为 40.1%，分红比例有所提升。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 65.17、75.11、86.02 亿元，EPS 分别为 1.88、2.17、2.48 元，8 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 10.0、8.7、7.6 倍，维持“增持”评级。

- 风险提示：下游需求大幅下滑、项目建设不及预期、公司云南电解铝产能大规模关停等。

### 主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	54450	56990	58349	59708
同比增长	27.6%	4.7%	2.4%	2.3%
归母净利润（百万元）	4412	6517	7511	8602
同比增长	11.5%	47.7%	15.2%	14.5%
毛利率	13.2%	18.0%	19.9%	22.0%
ROE	15.6%	19.2%	18.7%	18.2%
每股收益（元）	1.27	1.88	2.17	2.48
市盈率	14.8	10.0	8.7	7.6

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>14432</b>	<b>23156</b>	<b>32183</b>	<b>42410</b>
货币资金	6277	15069	24054	34267
交易性金融资产	2004	2005	2007	2010
应收票据及应收账款	344	440	385	414
预付款项	84	108	104	101
存货	5320	5128	5195	5168
其他	403	406	438	451
<b>非流动资产</b>	<b>27469</b>	<b>25445</b>	<b>23528</b>	<b>21571</b>
长期股权投资	469	469	469	469
固定资产	21730	20608	19265	17787
在建工程	628	314	157	78
无形资产	2674	2322	1985	1662
商誉	0	0	0	0
其他	1969	1732	1652	1575
<b>资产总计</b>	<b>41902</b>	<b>48601</b>	<b>55711</b>	<b>63981</b>
<b>流动负债</b>	<b>7114</b>	<b>7483</b>	<b>7391</b>	<b>7384</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	5256	5290	5173	5200
其他	1858	2193	2218	2184
<b>非流动负债</b>	<b>2640</b>	<b>2345</b>	<b>2145</b>	<b>1945</b>
长期借款	2365	2065	1865	1665
其他	275	280	280	280
<b>负债合计</b>	<b>9754</b>	<b>9828</b>	<b>9537</b>	<b>9329</b>
股本	3468	3468	3468	3468
未分配利润	13407	17833	22936	28780
少数股东权益	3827	4844	6016	7359
<b>股东权益合计</b>	<b>32147</b>	<b>38773</b>	<b>46175</b>	<b>54651</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>41902</b>	<b>48601</b>	<b>55711</b>	<b>63981</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	4412	6517	7511	8602
折旧和摊销	1808	1854	1902	1942
营运资金的变动	-202	441	-132	-19
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>6947</b>	<b>10125</b>	<b>10653</b>	<b>12041</b>
资本支出	-357	-128	-127	-118
长期投资	-1987	50	50	50
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-2341</b>	<b>-41</b>	<b>-90</b>	<b>-75</b>
债权融资	-1502	-305	-200	-200
股权融资	80	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-3552</b>	<b>-1292</b>	<b>-1578</b>	<b>-1753</b>
现金净变动	1055	8792	8985	10213

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>54450</b>	<b>56990</b>	<b>58349</b>	<b>59708</b>
营业成本	47244	46730	46718	46576
税金及附加	385	399	408	418
销售费用	39	40	41	42
管理费用	749	798	817	836
研发费用	227	256	263	269
财务费用	23	56	57	58
投资收益	-5	-8	-18	-13
公允价值变动收益	4	2	2	2
信用减值损失	2	4	2	3
资产减值损失	-327	-200	-200	-200
<b>营业利润</b>	<b>5968</b>	<b>8861</b>	<b>10212</b>	<b>11696</b>
营业外收支	4	3	3	3
<b>利润总额</b>	<b>5972</b>	<b>8864</b>	<b>10215</b>	<b>11699</b>
所得税	873	1330	1532	1755
净利润	5099	7534	8683	9944
少数股东损益	687	1017	1172	1342
<b>归属母公司净利润</b>	<b>4412</b>	<b>6517</b>	<b>7511</b>	<b>8602</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>1.27</b>	<b>1.88</b>	<b>2.17</b>	<b>2.48</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	27.6%	4.7%	2.4%	2.3%
营业利润增长率	7.7%	48.5%	15.2%	14.5%
归母净利润增长率	11.5%	47.7%	15.2%	14.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	13.2%	18.0%	19.9%	22.0%
归母净利率	8.1%	11.4%	12.9%	14.4%
ROE	15.6%	19.2%	18.7%	18.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	23.3%	20.2%	17.1%	14.6%
流动比率	2.03	3.09	4.35	5.74
速动比率	1.25	2.38	3.62	5.01
<b>营运能力</b>				
资产周转率	134.1%	125.9%	111.9%	99.8%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.27	1.88	2.17	2.48
每股经营现金	2.00	2.92	3.07	3.47
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	14.8	10.0	8.7	7.6
PB	2.3	1.9	1.6	1.4

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn