

量价齐升改善公司盈利能力，绿电铝塑造长期价值

云铝股份(000807)

►绿电铝一体化龙头，盈利能力稳步提升

公司为国内绿电铝龙头企业。主要业务是铝土矿开采、氧化铝、绿色铝、铝加工及铝用炭素生产和销售，主要产品有氧化铝、铝用阳极炭素、石墨化阴极、重熔用铝锭、高精铝、圆铝杆、铝合金、铝焊材等。截至2025年6月，公司已形成氧化铝140万吨、绿色铝308万吨，铝合金及铝加工产品161万吨，阳极炭素80万吨，石墨化阴极2万吨的产能规模。

得益于产量增长与铝价走强，公司业绩稳步增长。2025年H1，公司实现铝行业生产量161.32万吨，同比增长15.59%，实现营业收入290.78亿元，同比增长17.98%。实现归母净利润27.68亿元，同比增长9.88%。

►产能利用率逐步提高，绿电铝长期价值突出

全产业链布局，临近原料主产区。公司铝土矿自给率约19.30%。氧化铝自给率约24.71%。公司预焙阳极自给率约60.94%。公司临近广西，广西铝土矿资源丰富，且价格相对河南、山西等地更为便宜。中国铝土矿进口依赖度高，广西临海，便于公司采购进口铝土矿，节约公司采购交通成本。

公司产能利用率逐步提升。2024年，公司产能利用率达96.34%，创2021年来新高，我们预计2025全年产能利用率将继续维持高位。公司全部电解铝产能均位于云南省内，云南地区由于其地理环境，电力资源丰富，尤其水电资源，2025年丰水期以来，云南地区电网代理购电价格处于较低水平，电力成本优势突出。2025H1云南发电量中水电、风电、光伏、火电占比分别为63.58%、11.01%、9.92%和15.49%。其中太阳能发电量199.34亿千瓦时，同比增长40.5%，光伏装机量激增，提供多种便宜绿电能源。

►资产负债率大幅下降，分红比例逐年提升

受行业政策影响，公司2022年后无主要新增项目建设，资本开支大幅下降，同时受益于铝价上行，公司资产负债率从2019年的68.23%降至2025H1的21.95%，结合行业特点与公司在建项目情况，公司资产负债率还有进一步下降空间。随着公司盈利能力的逐渐提高，以及资产负债率的逐年降低，公司重视股东回报，2022年以来分红率均保持较高水平，2025年中期分红占2025H1归母净利润的40.10%。

►投资建议

我们预测公司2025-2027年营业收入为576亿元、589亿元、602亿元，同比分别增长5.8%、2.3%、2.2%；归母净利润分别为65.0亿元、74.1亿元、82.9亿元，同比分别增长47.4%、14.0%、11.9%；对应EPS分别为1.87元/2.14元/2.39元对应2025年9月10日收盘价18.58元，PE分别为

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	18.58
股票代码:	000807
52周最高价/最低价:	19.88/11.13
总市值(亿)	644.35
自由流通市值(亿)	644.34
自由流通股数(百万)	3,467.92



分析师: 晏溶

邮箱: yanrong@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519100004
联系电话: 0755-83026989

分析师: 陈宇文

邮箱: chenyw@hx168.com.cn
SAC NO: S1120525070003
联系电话:

相关研究

9.91/8.69/7.77 倍；首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

电力供应及成本变动风险；主营产品价格不稳定风险；水电供应短缺致使产量受限风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	427	545	576	589	602
YoY (%)	-12.0%	27.6%	5.8%	2.3%	2.2%
归母净利润(亿元)	39.6	44.1	65.0	74.1	82.9
YoY (%)	-13.4%	11.5%	47.4%	14.0%	11.9%
毛利率 (%)	15.8%	13.2%	18.4%	20.2%	22.0%
每股收益 (元)	1.14	1.27	1.87	2.14	2.39
ROE	15.4%	15.6%	19.2%	18.5%	17.7%
市盈率	16.30	14.63	9.91	8.69	7.77

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 绿电铝一体化龙头，盈利能力稳步提升.....	4
1.1. 公司深耕电解铝，全产业链布局铝行业.....	4
1.2. 背靠中铝集团，共享平台协同优势.....	5
1.3. 盈利能力稳步提升，经营指标持续改善.....	6
2. 产能利用率逐步提高，绿电铝长期价值突出.....	9
2.1. 全产业链布局，临近原料主产区.....	9
2.2. 公司产能利用率逐步提升，云南低价绿电提供竞争优势.....	10
2.3. 云南地区发电持续改善，区位优势突出.....	13
2.4. 碳中和背景下绿电铝优势突出.....	15
3. 盈利预测与投资建议.....	17
4. 风险提示.....	19

图表目录

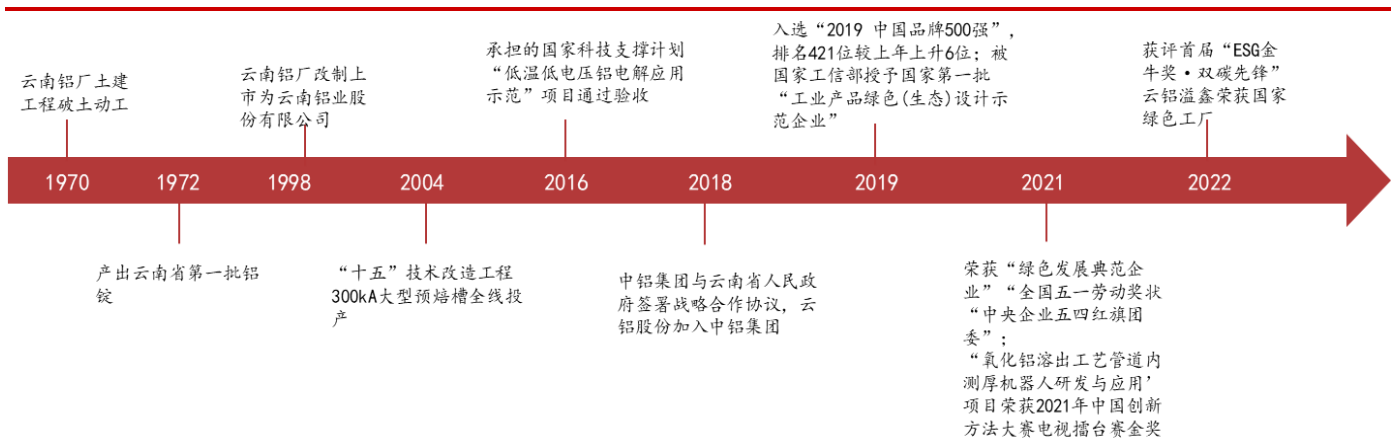
图 1 云铝股份发展历程.....	4
图 2 公司主要产品产能（截至 2025 年 6 月 30 日）.....	4
图 3 公司产能产业布局.....	5
图 4 公司股权结构示意图.....	6
图 5 公司 2019 年至今营业收入和同比增速.....	6
图 6 公司 2019 年至今归母净利和同比增速.....	6
图 7 公司 2019 年至今公司铝行业生产量与同比.....	7
图 8 2019 年至今铝价走势.....	7
图 9 公司营业收入结构.....	7
图 10 公司毛利结构.....	7
图 11 公司费用率整体下降.....	8
图 12 公司盈利能力持续攀升.....	8
图 13 公司资产负债率持续下降.....	8
图 14 公司现金流改善明显.....	8
图 15 公司 2021 年至今分红情况.....	9
图 16 国内主要产区铝土矿价格（元/吨）.....	10
图 17 中国铝土矿进口量（亿吨）.....	10
图 18 公司主要产品产能（截至 2025 年 6 月 30 日）.....	10
图 19 公司电解铝产能分布（截至 2026 年 6 月 30 日）.....	11
图 20 云南电解铝总产能（万吨）.....	11
图 21 云南电解铝总产量（万吨）.....	11
图 22 公司电解铝产能利用率情况（万吨）.....	12
图 23 云南电网代理购电价格.....	13
图 24 2025H1 云南省各类型电源及占比（万千瓦）.....	13
图 25 2024 年云南省各类型电源及占比（万千瓦）.....	13
图 26 2024 年云南省火电产量.....	14
图 27 云南水库总容量.....	14
图 28 公司产品销售网络.....	15
图 29 上海碳交易价格.....	16
图 30 欧洲碳交易价格.....	16
图 31 盈利拆分表.....	18
图 32 可比公司估值表.....	19

1. 绿电铝一体化龙头，盈利能力稳步提升

1.1. 公司深耕电解铝，全产业链布局铝行业

公司为国内绿电铝龙头企业。云铝股份前身为云南铝厂，始建于1970年，2019年加入中铝集团。公司主要业务是铝土矿开采、氧化铝、绿色铝、铝加工及铝用炭素生产和销售，主要产品有氧化铝、铝用阳极炭素、石墨化阴极、重熔用铝锭、高精铝、圆铝杆、铝合金、铝焊材等。依托云南天然地理优势，公司为目前国内唯一一家从铝土矿、氧化铝到电解铝、铝合金生产设施均通过ASI双认证的一体化铝企业。

图1 云铝股份发展历程



资料来源：公司官网，华西证券研究所

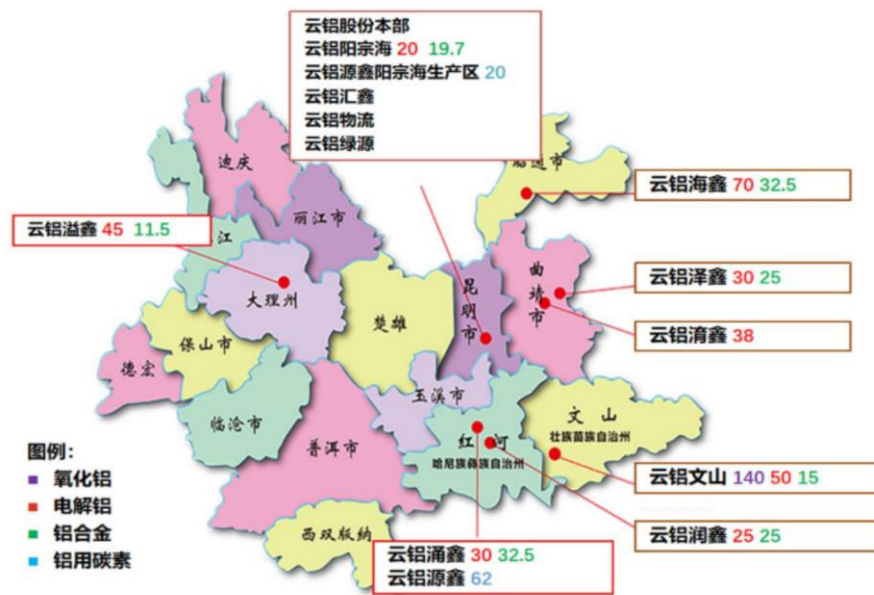
截至2025年6月，公司已形成氧化铝140万吨、绿色铝308万吨、阳极炭素80万吨、石墨化阴极2万吨、铝合金及铝加工产品161万吨的产能规模。公司所有产能均位于云南，旗下共有1家铝土矿-氧化铝-绿色铝一体化企业、7家绿电铝企业、1家铝用炭素企业、1家铝加工企业以及相关配套企业，在云南六州八县形成8个铝产业集群基地。

图2 公司主要产品产能（截至2025年6月30日）

产品名称	氧化铝	绿色铝	铝合金及加工产品	阳极炭素	石墨化阴极
产品产能	140万吨	308万吨	161万吨	80万吨	2万吨

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 公司产能产业布局



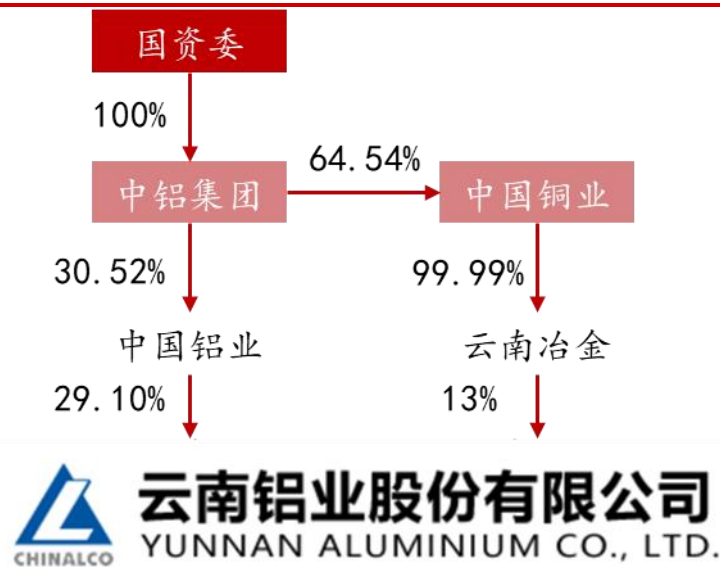
资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2. 背靠中铝集团，共享平台协同优势

中国铝业为公司控股股东，国资委为公司实控人。2018年11月13日，云南省国资委向中国铜业无偿划转云南冶金集团股份有限公司51%股权。后续为解决同业竞争问题分两次通过定增收购公司10%、19.9%股权，截至2025年6月30日，中铝集团共持有公司42.10%股份，股权占比相对集中。

公司共享平台协同优势，助力公司高质量发展。1. 发挥集采优势，提高市场话语权，提高直购比例和性价比，增强保供和议价能力；2. 增强公司技术研发能力和市场影响力；3. 发挥央企背景的资金优势及共享央企金融资源，拓宽融资渠道，降低融资成本。

图 4 公司股权结构示意图

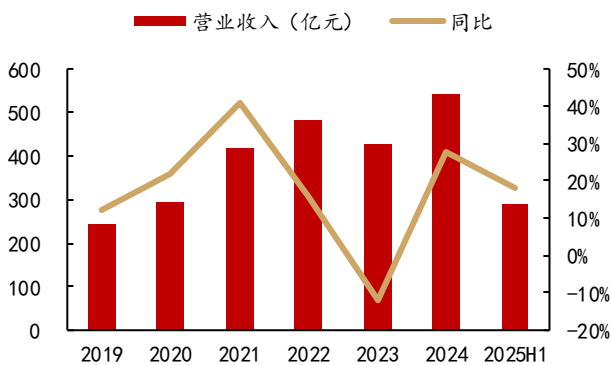


资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3. 盈利能力稳步提升，经营指标持续改善

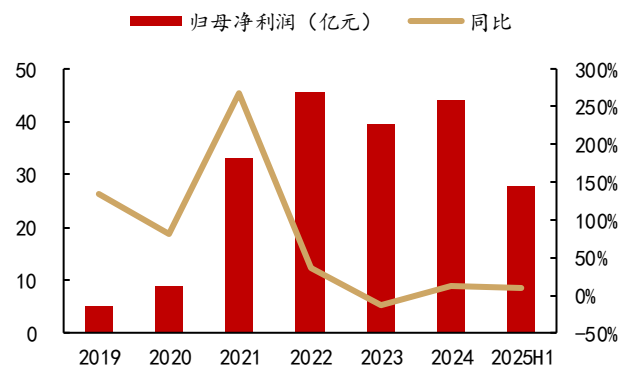
得益于产量增长与铝价走强，公司业绩稳步增长。产量增加是公司营收增长主要原因，2025H1，公司实现铝行业生产量 161.32 万吨，同比增长 15.59%，实现营收 290.78 亿元，同比增长 17.98%。2024 年，公司实现铝行业生产量 302.99 万吨，同比增长 21.49%，实现营收 544.50 亿元，同比增长 27.61%。2020 年后，受全球央行降息、国内指标限制等多方面因素影响，铝价进入上涨通道，公司利润从 2021 年起大幅增长。2025H1，公司实现归母净利润 27.68 亿元，同比增长 9.88%。2024 年，公司实现归母净利润 44.12 亿元，同比增长 11.52%。

图 5 公司 2019 年至今营业收入和同比增速



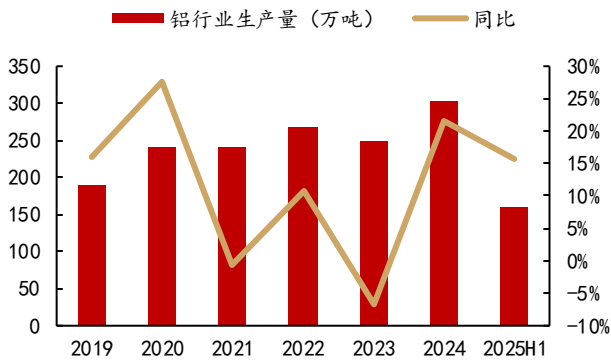
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 6 公司 2019 年至今归母净利润和同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 7 公司 2019 年至今公司铝行业生产量与同比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

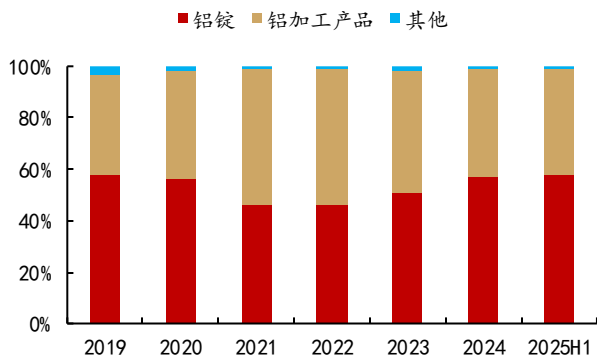
图 8 2019 年至今铝价走势



资料来源: Wind, 华西证券研究所

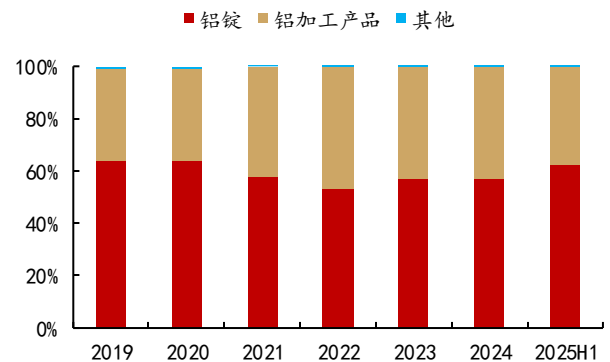
铝锭和铝加工产品为公司主要营收和利润来源。为提升公司盈利能力，公司将部分铝水直接加工为合金进行销售，增加产品附加值。2025H1，铝锭营收占比 58.12%，铝加工产品营收占比 40.67%。铝锭毛利占比 62.06%，铝加工产品毛利占比 37.87%。2024 年，铝锭营收占比 50.6%，铝加工产品营收占比 56.89%。铝锭毛利占比 56.91%，铝加工产品毛利占比 41.98%。铝锭和铝加工产品的营收与毛利占比接近 100%。

图 9 公司营业收入结构



资料来源: Wind, 华西证券研究所

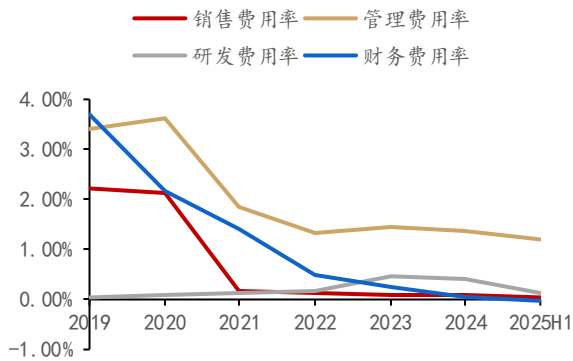
图 10 公司毛利结构



资料来源: Wind, 华西证券研究所

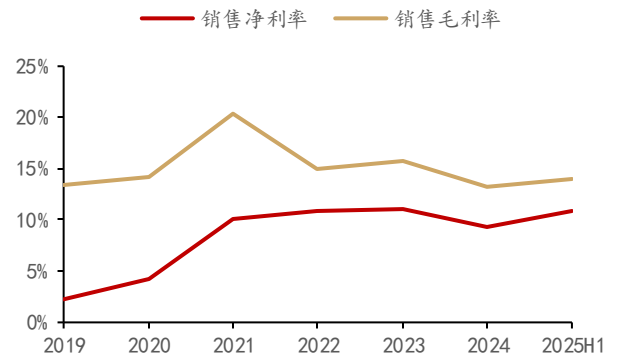
费用率下降显著，盈利能力持续提升。公司销售费用率、管理费用率、财务费用率 2019 年至今稳步下降，研发费用率保持相对稳定，并有小幅增长。2019 年至今公司销售净利率持续上升，从 2019 年的 4.17% 上升至 2025H1 的 10.89%。

图 11 公司费用率整体下降



资料来源: Wind, 华西证券研究所

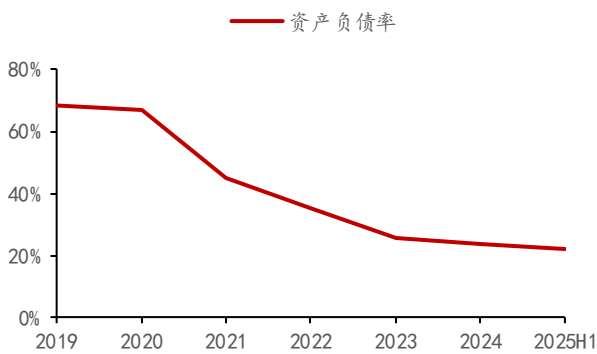
图 12 公司盈利能力持续攀升



资料来源: Wind, 华西证券研究所

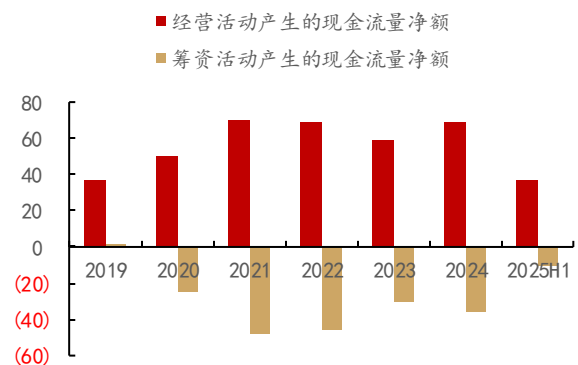
公司现金流改善明显，资产负债率大幅下降。受行业政策影响，公司 2022 年后无主要新增项目建设，资本开支大幅下降，同时受益于铝价上行，公司经营性现金流改善明显。公司资产负债率从 2019 年的 68.23% 降至 2025H1 的 21.95%，公司经营性现金流净额保持高位，筹资活动产生的现金流净额也因还款转为净流出。结合行业特点与公司在建项目情况，公司资产负债率还有进一步下降空间。

图 13 公司资产负债率持续下降



资料来源: Wind, 华西证券研究所

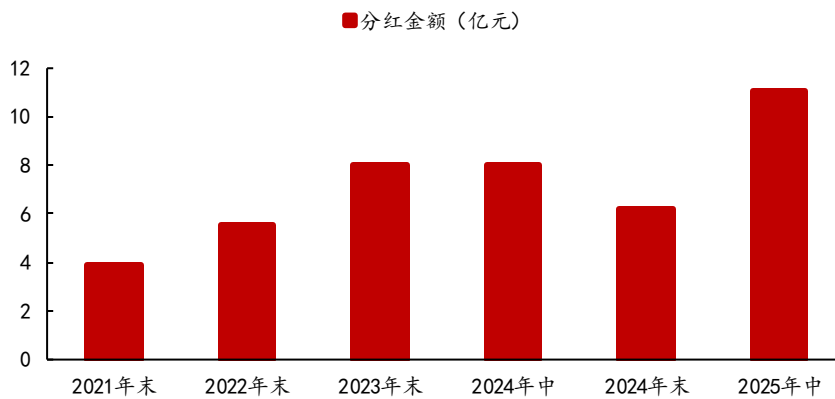
图 14 公司现金流改善明显



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2025 年中期分红占 2025H1 归母净利润的 40.10%。随着公司盈利能力的逐渐提高，以及资产负债率的逐年降低，公司重视股东回报，2022 年以来分红率均保持较高水平，2025 年中期分红占 2025H1 归母净利润的 40.10%。

图 15 公司 2021 年至今分红情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

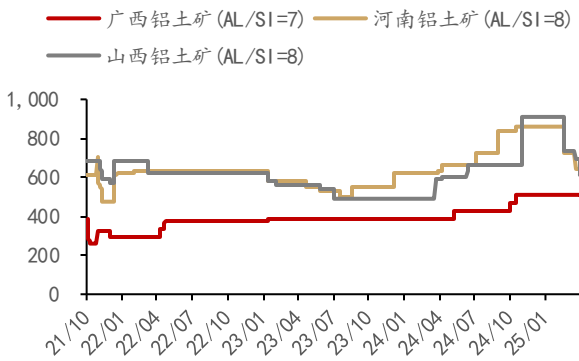
2. 产能利用率逐步提高，绿电铝长期价值突出

2.1. 全产业链布局，临近原料主产区

公司在云南文山铝业拥有铝土矿产能 264 万吨，自给率约 19.30%。冶炼 1 吨电解铝大约需要消耗 1.94 吨氧化铝、0.45 吨预焙阳极、25kg 氟化铝、10kg 冰晶石和 13500kw·h 直流电。生产一吨氧化铝大约需要 2.4 吨铝土矿，2024 年公司生产原铝 293.83 万吨，按此计算公司铝土矿自给率约 19.30%。

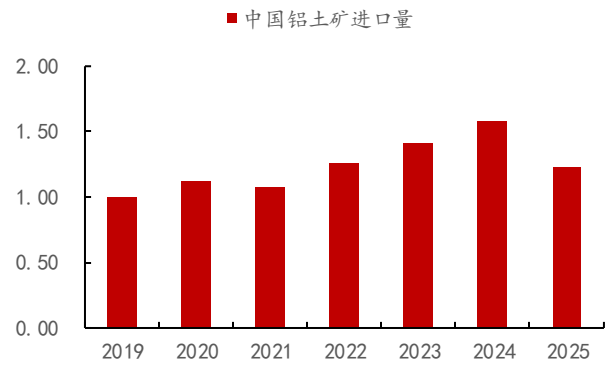
公司在云南文山铝业拥有氧化铝产能 140 万吨，自给率约 24.71%。2024 年公司生产原铝 293.83 万吨，生产氧化铝 140.88 万吨，氧化铝自给率约 24.71%。公司临近广西，广西铝土矿资源丰富，且价格相对河南、山西等地更为便宜。中国铝土矿进口依赖度高，广西临海，便于公司采购进口铝土矿，节约公司采购交通成本。

图 16 国内主要产区铝土矿价格（元/吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 17 中国铝土矿进口量（亿吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

公司预焙阳极权益产能 113.5 万吨，自给率约 60.94%。公司通过全资子公司云南远心拥有炭素产品产能 82 万吨，与索通发展合资建设云南索通，拥有炭素产能 90 万吨，权益产能 31.5 万吨。2024 年公司生产原铝 293.83 万吨，生产炭素制品 80.58 万吨，自给率约 60.94%，目前云南索通已建成投产，考虑到此部分权益产能，公司预焙阳极自给率将进一步提升。

图 18 公司主要产品产能（截至 2025 年 6 月 30 日）

公司	权益占比	产能（万吨）	权益产能（万吨）
云南源鑫	100%	82	82
云南索通	35%	90	31.5
		总计	113.5

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2. 公司产能利用率逐步提升，云南低价绿电提供竞争优势

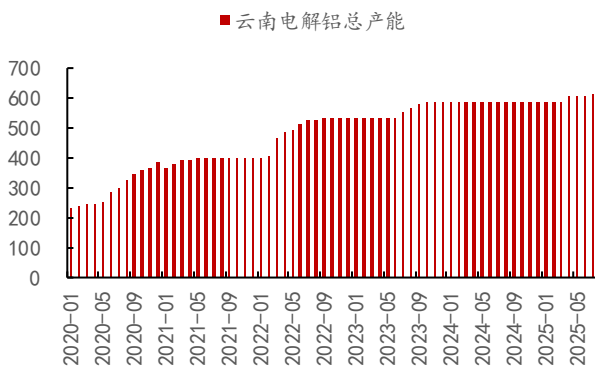
公司拥有 308 万吨电解铝产能，权益产能 253 万吨。公司旗下共有 8 家生产电解铝企业，全部位于云南，合计共有电解铝产能 305 万吨，权益产能 251 万吨。截至 2025 年 3 月，云南省共建成电解铝产能 586 万吨，公司占比为 52.05%。2024 年云南省电解铝产量 546.66 万吨，公司占比为 53.75%，公司在云南省产能与产量均超过 50%，为云南省最大电解铝企业。

图 19 公司电解铝产能分布（截至 2026 年 6 月 30 日）

公司	权益占比	产能（万吨）	权益产能（万吨）
云铝阳宗海	100%	20	20
云铝海鑫	75%	70	53
云铝溢鑫	59.97%	45	27
云铝泽鑫	100%	30	30
云铝清鑫	94.35%	38	36
云铝文山	100%	50	50
云铝润鑫	70.14%	25	18
云铝涌鑫	67.33%	30	20
总计		305	253

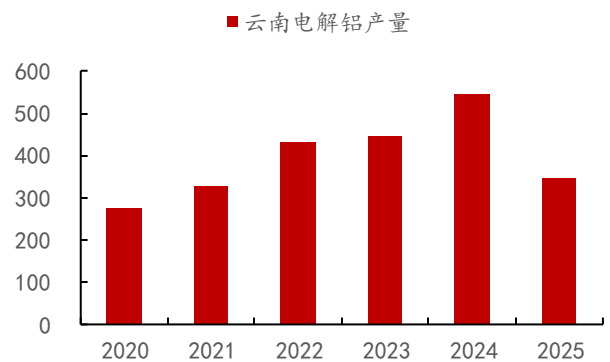
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 20 云南电解铝总产能（万吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

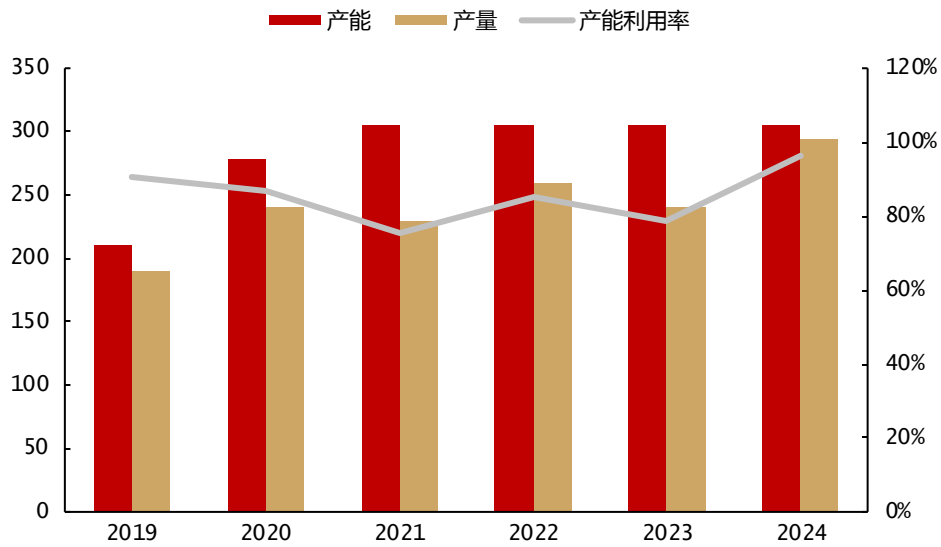
图 21 云南电解铝总产量（万吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

公司产能利用率逐步提升。公司在 2024 年产能达到 305 万吨，在 2025 年产能达到 308 万吨，2023 年云南地区受降雨不足影响，电力供应不足，行业整体受到限电影响，公司产能利用率下滑。2024 年，公司产能利用率达 96.34%，创 2021 年来新高，我们预计 2025 全年产能利用率将继续维持高位。

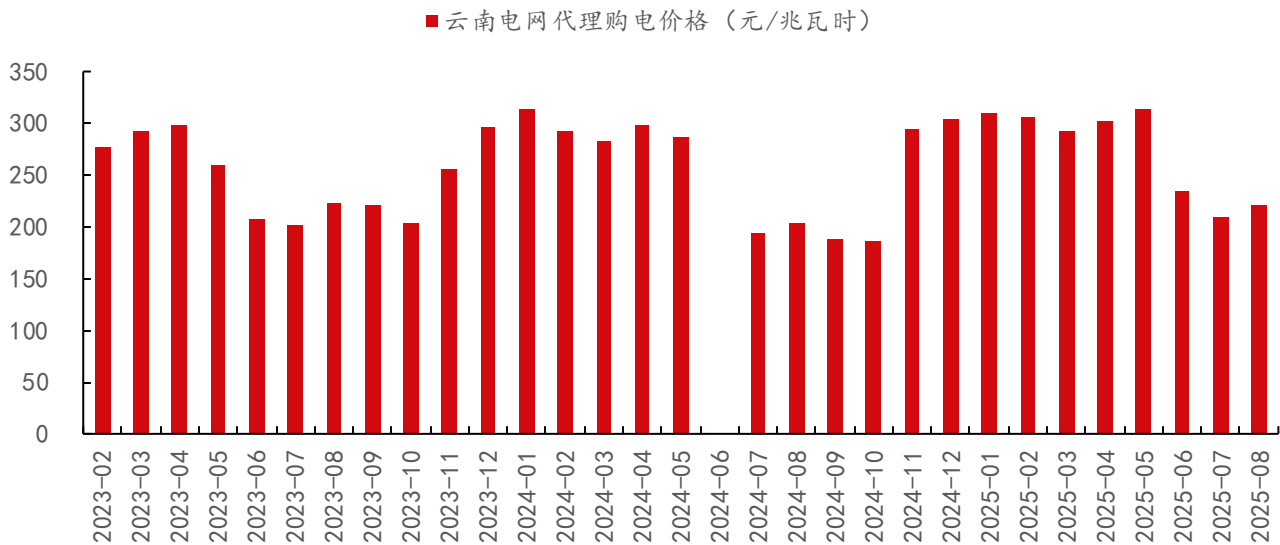
图 22 公司电解铝产能利用率情况（万吨）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

云南地区电价便宜，氧化铝采购便利。公司全部电解铝产能均位于云南省内，云南地区由于其地理环境，电力资源丰富，尤其水电资源，云南统计局数据显示2024年云南规模以上工业发电量4362.91亿千瓦时，其中水电发电总量3107.26亿千瓦时，占比71.22%。2025上半年，云南规模以上工业发电量2029.36亿千瓦时，其中水电发电总量1277.61亿千瓦时，占比62.96%。水电成本更为低廉，2025年丰水期以来，云南地区电网代理购电价格处于较低水平，2025年7月，云南地区电网代理购电价格208.92元/兆瓦时，电力成本优势突出。同时，云南地区临近广西、贵州等华南氧化铝主产区，原料采购便利。

图 23 云南电网代理购电价格



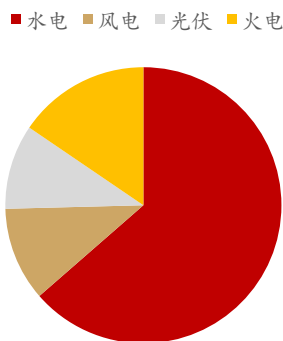
资料来源: Wind, 华西证券研究所

2.3. 云南地区发电持续改善，区位优势突出

云南是全国发电大省，供需矛盾凸显。2016 年前后，云南因电力过剩出现严重“弃水”。为解决“弃水”问题，云南引进多家电解铝、电解硅等高耗能企业，大力发展绿色铝、绿色硅产业，2020 年，云南自用电量首次超过外送电量。目前云南“缺电”的深层次原因是以水电为主的电力结构应对不确定性风险的能力不足。

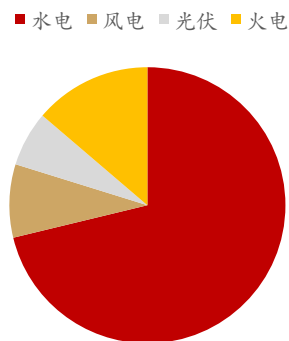
发电结构持续改善，光伏装机量激增。根据云南省统计局公布的数据，2024 年云南发电量中水电、风电、光伏、火电占比分别为 71.22%、8.58%、6.46%和 13.74%。2025H1 云南发电量中水电、风电、光伏、火电占比分别为 63.58%、11.01%、9.92%和 15.49%。其中太阳能发电量 199.34 亿千瓦时，同比增长 40.5%，光伏装机量激增。

图 24 2025H1 云南省各类型电源及占比 (万千瓦)



资料来源: 云南省统计局官网, 华西证券研究所

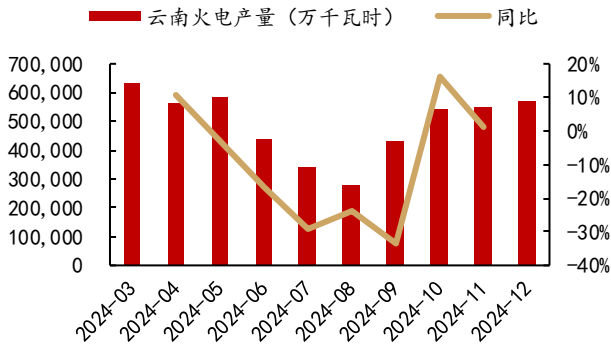
图 25 2024 年云南省各类型电源及占比 (万千瓦)



资料来源: 云南省统计局官网, 华西证券研究所

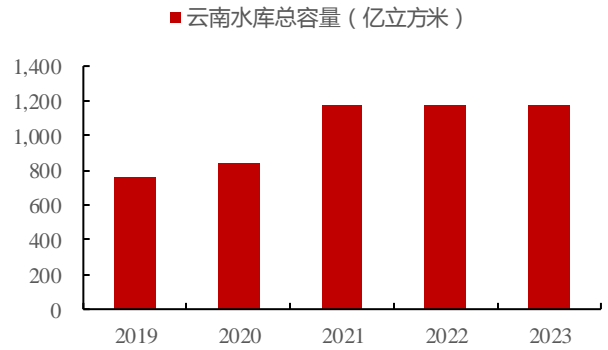
2024 年，云南全省降雨量较常年同期偏少，气温较常年同期偏高，气象干旱发展较快。云南通过提升存煤蓄水水平、鼓励火电稳发增发，平稳度过了枯水期。2024 年存煤、蓄水的水平很高。水电蓄能在汛前同比多出 70 亿千瓦时，存煤比去年同期多出 100 万吨，火电发电量一季度同比去年增长 16% 左右。

图 26 2024 年云南省火电产量



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 27 云南水库总容量

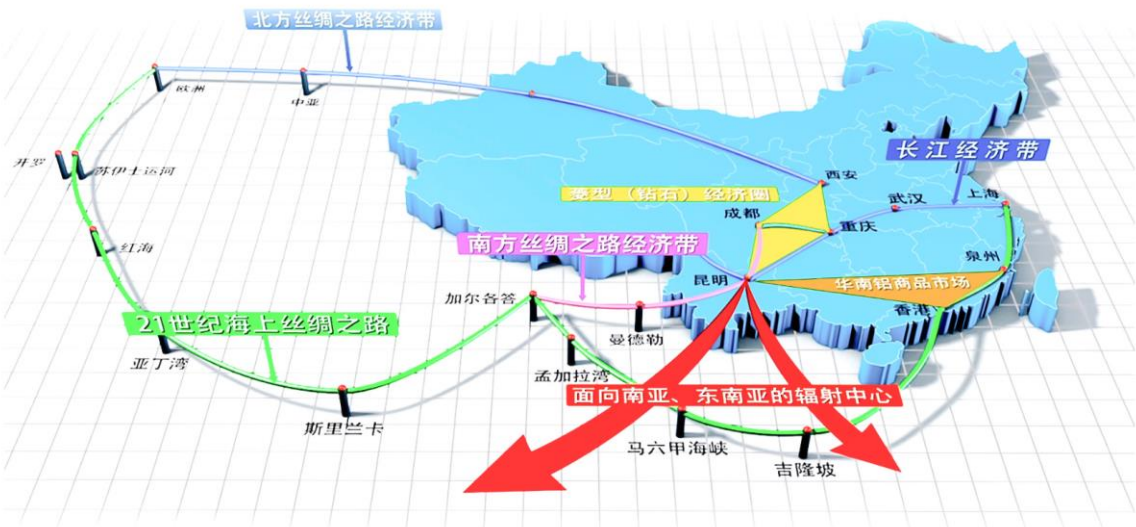


资料来源：Wind，华西证券研究所

此外，为保障公司用电，公司与专业电力企业合作，由发电企业投资的厂区内分布式光伏发电项目加快推进，完成所属企业云铝溢鑫、云铝润鑫、云铝海鑫等 8 个厂区光伏项目建设，光伏发电累计装机容量为 216 兆瓦，进一步拓宽了公司绿色电力保障渠道。

公司地理区位优势。近年来“一带一路”、“长江经济带”等国家重大战略的加快推进实施，以及区域全面经济伙伴关系协定(RCEP)的正式签署，一个世界上人口数量最多、成员结构最多元、发展潜力最大的自贸区建设正式启动。RCEP 覆盖全球最有增长潜力的两大市场(中国和东盟)，涵盖全球约 30%的人口、30%的 GDP。根据安泰科统计，东南亚十一国和南亚七国人口合计约 24 亿，人均铝产品消费远低于国际平均水平，铝的消费空间及增长潜力巨大。随着中老铁路通车，公司依托大通道面向南亚、东南亚进行资源开发及产品市场拓展的条件更加便利，未来泛亚铁路全面建成后，公司依托云南省面向南亚、东南亚辐射中心的区位优势将更加凸显。同时，公司所在的云南省紧邻我国铝消费最集中的华南市场和铝消费快速增长的华中、川渝等市场，具备辐射长江经济带、珠三角经济区以及成渝经济区独一无二的区位优势。

图 28 公司产品销售网络



资料来源：公司官网，华西证券研究所

2.4. 碳中和背景下绿电铝优势突出

自 2021 年全国性碳交易市场正式启动以来，碳价格便开启了逐步上升的通道。当前阶段，碳交易主要集中在电力行业，碳价格已稳定在 70 元/吨以上的水平，这充分彰显了碳排放权作为一种稀缺资源的价值正在日益凸显。展望未来，随着电解铝等其他高耗能行业逐步被纳入碳交易范畴，市场对碳排放权的需求将进一步增加，碳价格有望继续走高。鉴于国家坚定推进“双碳”政策目标的决心，参考欧洲碳市场价格的长期走势，中国的碳价在未来无疑具备广阔的上行空间，其市场发展潜力巨大，将在推动经济绿色转型过程中发挥关键作用。

2024 年 9 月 9 日，生态环境部办公厅发布《全国碳排放权交易市场覆盖水泥、钢铁、电解铝行业工作方案（征求意见稿）》。继发电行业后，水泥、钢铁、电解铝三大行业将于年内纳入全国碳市场管理。届时，全国碳市场覆盖排放量占全国总量的比例将达到约 60%。2023 年公司生产用电结构中绿电比例约 80%。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，成本优势凸显。此外公司坚持走“合金化”战略，致力于提高铝合金化率，减少碳排放足迹，2023 年公司铝合金化率 51%。

图 29 上海碳交易价格



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 30 欧洲碳交易价格



资料来源: Wind, 华西证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

价格预测：国内电解铝供给面临天花板，海外主要增量或不及预期；下游需求端，新能源板块持续向好，地产等领域对铝需求的影响逐步减少，同时叠加各项政策端利好，铝供需格局长期向好。假设 2025-2027 年电解铝价格分别为 21000 元/吨，21500 元/吨，22000 元/吨。氧化铝价格分别为 3400 元/吨，3200 元/吨，3200 元/吨。

各板块销量预测：

自产铝锭销量：公司产能为 308 万吨，产销比较为稳定，假设自产铝锭 2025-2027 年销量分别为 295.9 万吨、295.9 万吨、295.9 万吨。

氧化铝与阳极产量：公司氧化铝与阳极产量比较稳定，假设氧化铝 2025-2027 年产量为 141 万吨，2025-2027 年阳极产量为 81 万吨

各板块成本与毛利率预测：

自产铝锭成本与毛利率：公司地处云南，绿电资源丰富，电价比较稳定，同时氧化铝供需处于过剩状态，预计氧化铝价格将比较稳定。假设自产铝锭 2025-2027 年成本均为 15100 元/吨。得益于铝价上行，2025-2027 年自产铝锭毛利率分别为 18.75%、20.64%、22.44%。

氧化铝与阳极成本与毛利率：公司氧化铝原料铝土矿主要来源于自产矿产与外采，目前铝土矿供应相对宽松，预计价格保持相对稳定，假设氧化铝 2025-2027 年成本分别为 2350、2400、2500 元/吨，毛利率分别为 69.12%、75.00%、78.13%。阳极市场竞争加剧，成本构成主要是石油焦（80%）、煤沥青（15%）及天然气，假设阳极 2025-2027 年成本为 3830 元/吨，毛利率为 23.4%。

我们预测公司 2025-2027 年营业收入为 576 亿元、589 亿元、602 亿元，同比分别增长 5.8%、2.3%、2.2%；

归母净利润分别为 65.0 亿元、74.1 亿元、82.9 亿元，同比分别增长 47.4%、14.0%、11.9%；

对应 EPS 分别为 1.87 元/2.14 元/2.39 元；

对应 2025 年 9 月 10 日收盘价 18.58 元，PE 分别为 9.91/8.69/7.77 倍；

首次覆盖，给予“买入”评级。

图 31 盈利拆分表

价格假设		单位	2025E	2026E	2027E
氧化铝	元/吨		3,400.0	3,200.0	3,200.0
阳极炭素	元/吨		5,000	5,000	5,000
铝	元/吨		21,000	21,500	22,000
铝材加工费	元/吨		1,500	1,500	1,500
氧化铝	单位		2025E	2026E	2027E
产量	万吨		141.00	141.00	141.00
销量	万吨		141.00	141.00	141.00
营业收入	亿元		47.94	45.12	45.12
单吨售价	元/吨		3,400.00	3,200.00	3,200.00
营业成本	亿元		33.14	33.84	35.25
单吨成本	元/吨		2,350.00	2,400.00	2,500.00
毛利	元/吨		14.81	11.28	9.87
毛利率			69.12%	75.00%	78.13%
碳素阳极	单位		2025E	2026E	2027E
产量	万吨		81.00	81.00	81.00
销量	万吨		81.00	81.00	81.00
营业收入	亿元		40.50	40.50	40.50
单吨售价	元/吨		5,000.00	5,000.00	5,000.00
营业成本	亿元		31.02	31.02	31.02
单吨成本	元/吨		3,830.0	3,830.0	3,830.0
毛利	亿元		9.48	9.48	9.48
毛利率			23.4%	23.4%	23.4%
电解铝	单位		2025E	2026E	2027E
产量	万吨		295.9	295.9	295.9
销量	万吨		167.7	167.7	167.7
营业收入	亿元		311.64	319.06	326.48
单吨售价	元/吨		18,584.07	19,026.55	19,469.03
营业成本	亿元		253.21	253.21	253.21
单吨成本	元/吨		15,100.00	15,100.00	15,100.00
毛利	亿元		58.42	65.84	73.26
毛利率			18.75%	20.64%	22.44%
铝材加工	单位		2025E	2026E	2027E
产量	万吨		128.16	128.16	128.16
销量	万吨		128.16	128.16	128.16
营业收入	亿元		257.40	263.07	268.74
单吨售价	元/吨		20,084.07	20,526.55	20,969.03
营业成本	亿元		210.2	210.2	210.2
单吨成本	元/吨		16,400.00	16,400.00	16,400.00
毛利	亿元		47.22	52.89	58.56
毛利率			18.34%	20.10%	21.79%
贸易及其他	单位		2025E	2026E	2027E
营业收入	亿元		7.0	7.0	7.0
营业成本	亿元		6.5	6.5	6.5
毛利	亿元		0.5	0.5	0.5
毛利率			7.1%	7.1%	7.1%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 32 可比公司估值表

代码	公司	收盘价	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2025/9/10		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002532.SZ	天山铝业	10.42	484.73	48.3	57.6	65.7	10.04	8.41	7.38
600219.SH	南山铝业	3.86	448.29	50.5	53.2	57.0	8.88	8.42	7.87
600595.SH	中孚实业	5.06	202.80	19.6	25.9	30.9	10.34	7.82	6.57
601600.SH	中国铝业	7.60	1,303.83	141.7	158.9	174.5	9.20	8.21	7.47
	平均值						9.62	8.22	7.32
000807.SZ	云铝股份	18.58	644.35	65.0	74.1	82.9	9.91	8.69	7.77

资料来源: Wind, 华西证券研究所 (可比公司盈利预测均来自 Wind 一致盈利预测, 最新收盘日为 2025/9/10)

4. 风险提示

电力供应及成本变动风险: 在原铝的生产过程中, 电力消耗巨大, 电力成本在总成本中占据着较高的比例。倘若遭遇电价上调的情况, 或者受到限电措施的影响, 公司的生产经营活动将会面临诸多不确定因素, 进而对公司的稳定运营产生潜在的干扰。

主营产品价格不稳定风险: 本公司核心产品为铝锭以及各类铝加工制品, 其市场价格受到来自国内外宏观经济形势变化周期、产业政策导向以及市场供求关系等多重因素的综合作用。鉴于此, 公司主要产品的价格在中呈现出一定程度的波动特性。一旦公司所处行业的供求格局出现明显的改变, 或者铝产品市场价格出现急剧下滑的态势, 那么公司产品的售价极有可能随之降低, 这将会对公司的盈利水平产生负面的冲击, 削弱公司的盈利能力。

水电供应短缺致使产量受限风险: 公司电解铝的生产在很大程度上依赖于水力发电所提供的电力资源。若出现来水不足的情况, 将可能引发电力供应的短缺, 进而打乱公司的正常生产节奏, 使得公司的实际产量无法达到预期的生产目标, 对公司的生产计划和经营业绩造成不利的影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	545	576	589	602	净利润	51	77	88	99
YoY (%)	27.6%	5.8%	2.3%	2.2%	折旧和摊销	18	17	18	18
营业成本	472	470	470	470	营运资金变动	-2	-82	39	37
营业税金及附加	4	5	5	5	经营活动现金流	69	14	145	154
销售费用	0	1	1	1	资本开支	-4	-3	-3	-3
管理费用	7	8	8	8	投资	-20	-13	-13	-13
财务费用	0	0	0	0	投资活动现金流	-23	-16	-16	-16
研发费用	2	2	2	2	股权募资	1	0	0	0
资产减值损失	-3	0	0	0	债务募资	-15	-5	-5	-5
投资收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	-36	-14	-18	-19
营业利润	60	91	104	116	现金净流量	11	-15	111	118
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	60	91	104	116	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	9	14	16	17	成长能力 (%)				
净利润	51	77	88	99	营业收入增长率	27.6%	5.8%	2.3%	2.2%
归属于母公司净利润	44	65	74	83	净利润增长率	11.5%	47.4%	14.0%	11.9%
YoY (%)	11.5%	47.4%	14.0%	11.9%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.27	1.87	2.14	2.39	毛利率	13.2%	18.4%	20.2%	22.0%
					净利率	8.1%	11.3%	12.6%	13.8%
资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	12.6%	15.2%	15.0%	17.3%
货币资金	63	47	158	276	净资产收益率 ROE	15.6%	19.2%	18.5%	17.7%
预付款项	1	6	5	0	偿债能力 (%)				
存货	53	209	105	0	流动比率	2.03	1.79	3.51	52.59
其他流动资产	28	77	56	53	速动比率	1.25	0.65	2.30	52.18
流动资产合计	144	339	324	329	现金比率	0.88	0.25	1.71	44.19
长期股权投资	5	5	5	5	资产负债率	23.3%	35.2%	18.9%	3.1%
固定资产	217	203	189	174	经营效率 (%)				
无形资产	27	27	27	27	总资产周转率	1.34	1.13	1.00	1.05
非流动资产合计	275	262	250	239	每股指标 (元)				
资产合计	419	601	574	568	每股收益	1.27	1.87	2.14	2.39
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	8.17	9.78	11.55	13.54
应付账款及票据	53	171	81	0	每股经营现金流	2.00	0.41	4.17	4.43
其他流动负债	19	19	11	6	每股股利	0.41	0.32	0.36	0.41
流动负债合计	71	190	92	6	估值分析				
长期借款	24	19	14	9	PE	14.63	9.91	8.69	7.77
其他长期负债	3	3	3	3	PB	1.66	1.90	1.61	1.37
非流动负债合计	26	22	17	12					
负债合计	98	212	109	18					
股本	35	35	35	35					
少数股东权益	38	51	65	81					
股东权益合计	321	390	465	550					
负债和股东权益合计	419	601	574	568					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。