

云铝股份 (000807.SZ)

优于大市

电解铝维持满产，充分受益于铝冶炼利润增长

核心观点

2025 年公司归母净利润同比增长 37%。2025 年归母净利润 60.5 亿元，同比 +37.2%，扣非归母净利润 60.0 亿元，同比 +40.9%，经营性净现金流 84.3 亿元，同比 +21.4%。年内公司计提固定资产减值准备 3.2 亿元。公司 2025 年度累计分红金额有望达到人民币 24 亿元，占公司 2025 年归母净利润 40%。

财务负担显著减轻，现金流强劲。截至 2025 年末，公司短期借款为零，长期借款仅有 18 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 年末，公司资产负债率进一步降至 20%，全年财务费用-2900 万元，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。2025 年公司经营性净现金流达到 84 亿元，固定资产折旧 17 亿元左右，资本开支仅 6.4 亿元左右，现金流强劲。

电解铝长期供需格局将大幅改善。中东局势导致电解铝产能受影响，叠加 Mozal 电解铝厂停产，近一个月全球损失了 3.5% 电解铝运行产能，并且可能几年内无法复产。这两年市场担心中国电解铝出海大幅增产，是投资铝板块的最大顾虑。2026-2027 年国外新投产能，加起来最多也就 300 万吨出头。即这轮减产基本将未来两年内新增产能抵消。以前国外电解铝减产，靠中国电解铝补充（中国电解铝曾长期开工率不到 85%）。现在中国电解铝开工率已经 99%，无法提供弹性产能。全球铝市场将出现大的硬缺口，并且是长期逻辑，铝价将开启进一步上涨。

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 2026-2028 年铝现货价格分别为 23500 元/吨，氧化铝价格为 2700 元/吨，预焙阳极价格为 6000 元/吨，公司用电含税价格为 0.43 元/度，预计 2026-2028 年归母净利润均为 143.9 亿元，摊薄 EPS 均为 4.15 元，当前股价对应 PE 为 7.7 倍。公司是国内绿色水电铝龙头企业，受益于全球电解铝供需格局进一步改善，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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	54,450	60,043	66,383	66,383	66,383
(+/-%)	27.6%	10.3%	10.6%	0.0%	0.0%
净利润(百万元)	4412	6055	14391	14391	14391
(+/-%)	11.5%	37.2%	137.7%	0.0%	0.0%
每股收益(元)	1.27	1.75	4.15	4.15	4.15
EBIT Margin	10.7%	14.4%	28.9%	28.9%	28.9%
净资产收益率 (ROE)	15.6%	18.9%	35.4%	29.2%	24.8%
市盈率 (PE)	25.1	18.3	7.7	7.7	7.7
EV/EBITDA	15.9	11.5	5.6	5.5	5.5
市净率 (PB)	3.92	3.46	2.73	2.25	1.91

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

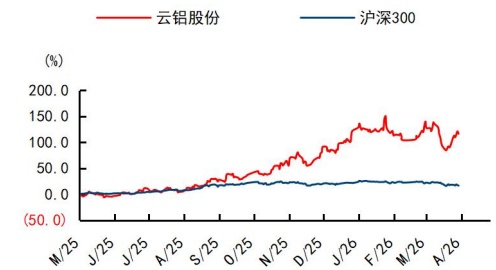
有色金属 · 工业金属

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	31.99 元
总市值/流通市值	110940/110939 百万元
52 周最高价/最低价	38.23/13.47 元
近 3 个月日均成交额	2480.74 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

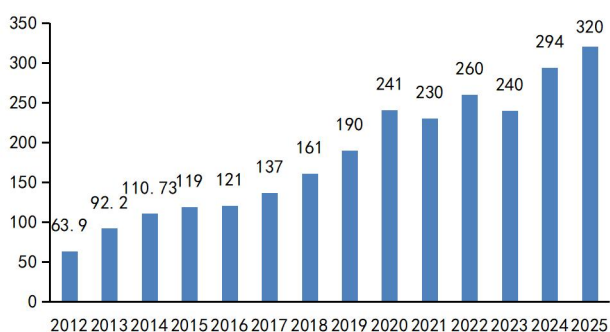
相关研究报告

- 《云铝股份 (000807.SZ) - 二季度业绩同比增长 32%，中期分红比例超 40%》——2025-08-27
- 《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

2025 年公司归母净利润同比增长 37%。2025 年归母净利润 60.5 亿元,同比+37.2%,扣非归母净利润 60.0 亿元,同比+40.9%,经营性净现金流 84.3 亿元,同比+21.4%。公司 2025 年度利润分配方案获股东会表决通过并实施后,公司 2025 年度累计分红金额为人民币 24 亿元,占公司 2025 年归母净利润 40%。

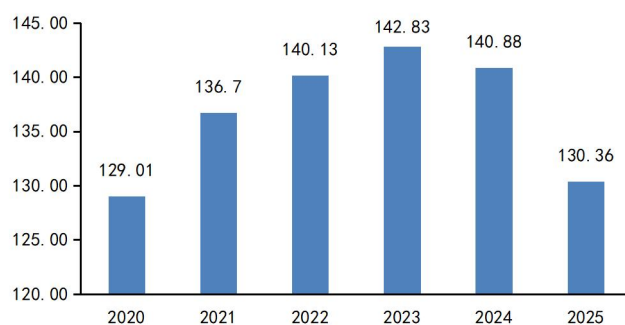
计提 3.2 亿元资产减值。云铝股份本部以及所属 4 家企业因能效提升、产业升级、赤泥库加高扩容等原因进行技术改造及设备设施更新,停用和拆除的部分固定资产尚未完成处置,在对相关资产的可变现性进行分析、评估后,公司 2025 年计提固定资产减值准备人民币 3.2 亿元。

图1: 云铝股份原铝产量估算 (单位: 万吨)



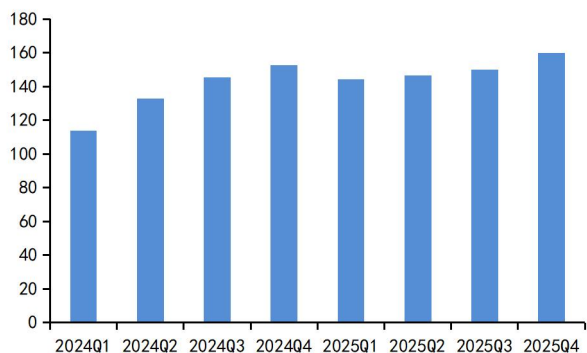
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 云铝股份氧化铝产量 (单位: 万吨)



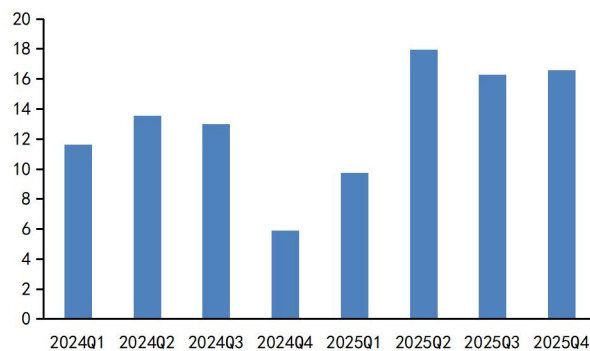
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 云铝股份单季度营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

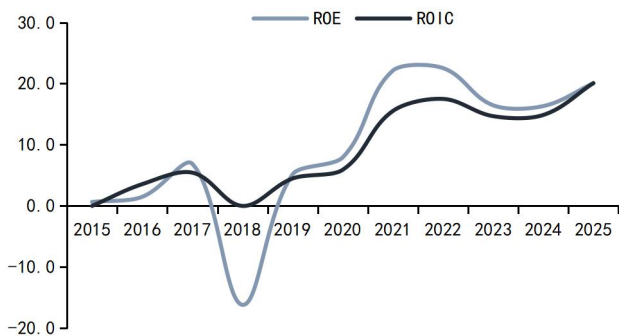
图4: 云铝股份单季归母净利润 (单位: 亿元)



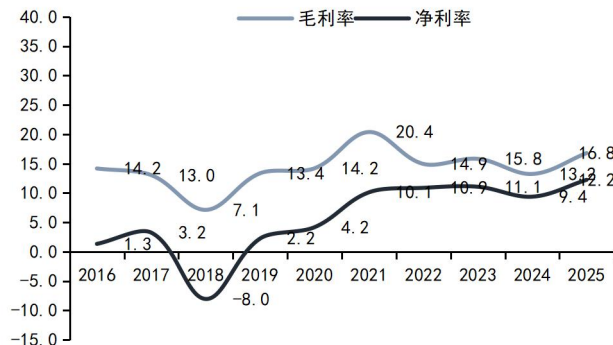
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 云铝股份 ROE、ROIC 变化情况 (%)

图6: 云铝股份毛利率 (%)



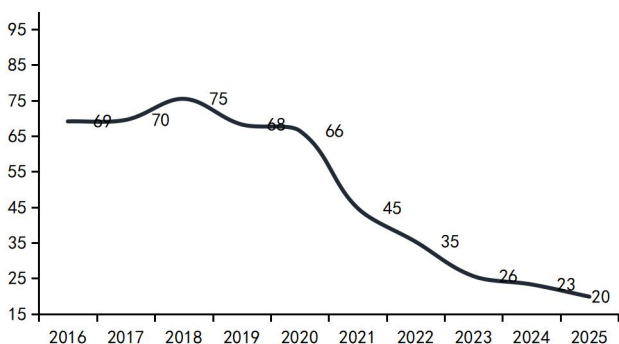
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

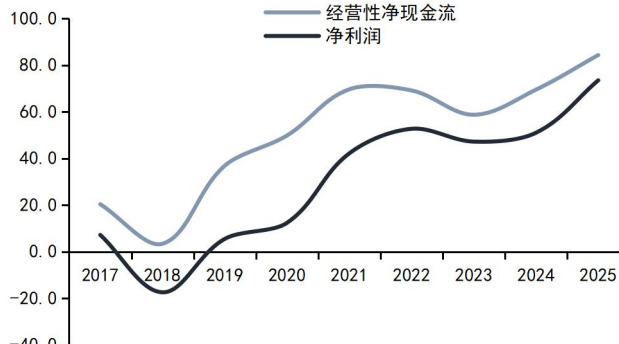
财务负担显著减轻，现金流强劲。截至 2025 年末，公司短期借款为零，长期借款仅有 18 亿元。云铝股份借助近几年电解铝行业高景气周期，持续降低财务杠杆率，截至 2025 年末，公司资产负债率进一步降至 20%，全年财务费用-2900 万元，较 2020 年之前动辄每年 8-10 亿元的财务费用下降，显著增强了公司盈利能力。2025 年公司经营性净现金流达到 84 亿元，固定资产折旧 17 亿元左右，资本开支仅 6.4 亿元左右，现金流强劲。

图7：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

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，2025 年公司生产用电结构中清洁能源比例约 87.5%。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。

电解铝长期供需格局将大幅改善。中东局势导致电解铝产能受影响，据彭博社消息，某电解铝厂 152 万吨产能受破坏全部停产，铝水凝固在电解槽里面，产能回归可能要数年。中东某 162 万吨电解铝厂 20%产能也收到破坏而关停。卡塔尔铝业公告减产 26 万吨。再加上 3 月 15 日停产的莫桑比克 Mozal 厂 57 万吨，近一个月全球损失了 3.5%电解铝运行产能，并且可能几年内无法复产。这两年市场担心中国电解铝出海大幅增产，是投资铝板块的最大顾虑。2026-2027 年国外新投产产能，加起来最多也就 300 万吨出头。即这轮减产基本将未来两年内新增产能抵消。以前国外电解铝减产，靠中国电解铝补充（中国电解铝曾长期开工率不到 85%）。现在中国电解铝开工率已经 99%，无法提供弹性产能。全球铝市场将出现大的硬缺口，并且是长期逻辑，铝价将开启进一步上涨。

公司对铝价具有高盈利弹性：公司电解铝权益产能 270 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 2026 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: 2026 年公司盈利敏感性分析（亿元）

	铝价（元/吨）						
	21000	22000	23000	24000	25000	26000	27000
2300	106	126	146	167	187	207	227
2500	100	120	140	160	181	201	221
氧化铝价 2700	94	114	134	154	175	195	215
2900	88	108	128	148	168	189	209
3100	81	102	122	142	162	182	203

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 2026-2028 年铝现货价格分别为 23500 元/吨，氧化铝价格为 2700 元/吨，预焙阳极价格为 6000 元/吨，公司用电含税价格为 0.43 元/度，预计 2026-2028 年归母净利润均为 143.9 亿元，摊薄 EPS 均为 4.15 元，当前股价对应 PE 为 7.7 倍。公司是国内绿色水电铝龙头企业，受益于全球电解铝供需格局进一步改善，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)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	6277	6769	20914	32166	43348	营业收入	54450	60043	66383	66383	66383
应收款项	383	546	546	546	546	营业成本	47244	49963	45570	45570	45570
存货净额	5320	4714	4817	4811	4807	营业税金及附加	385	441	485	485	485
其他流动资产	2451	5775	1992	1992	1992	销售费用	39	34	40	40	40
流动资产合计	14432	17804	28268	39514	50692	管理费用	749	814	929	929	929
固定资产	22471	20696	19206	17676	16105	研发费用	227	171	193	193	193
无形资产及其他	2674	2682	2575	2469	2363	财务费用	23	(29)	7	7	7
投资性房地产	1856	1962	1962	1962	1962	投资收益	(5)	91	0	0	0
长期股权投资	469	1032	1213	1456	1785	资产减值及公允价值变动	(324)	(284)	0	0	0
资产总计	41902	44176	53225	63077	72905	其他收入	287	25	7	7	7
短期借款及交易性金融负债	559	559	550	550	550	营业利润	5968	8651	19361	19361	19361
应付款项	5256	3928	3613	3609	3605	营业外净收支	4	1	0	0	0
其他流动负债	1299	2245	1793	1791	1789	利润总额	5972	8652	19361	19361	19361
流动负债合计	7114	6733	5956	5949	5944	所得税费用	873	1304	2904	2904	2904
长期借款及应付债券	2365	1814	1814	1814	1814	少数股东损益	687	1293	2065	2065	2065
其他长期负债	275	216	168	154	113	归属于母公司净利润	4412	6055	14391	14391	14391
长期负债合计	2640	2030	1982	1968	1927	现金流量表 (百万元)					
负债合计	9754	8763	7938	7917	7871	净利润	4412	6055	14391	14391	14391
少数股东权益	3827	3380	4620	5859	7098	资产减值准备	323	(31)	(16)	(21)	(23)
股东权益	28320	32032	40667	49302	57936	折旧摊销	1770	1817	2202	2258	2302
负债和股东权益总计	41902	44176	53225	63077	72905	公允价值变动损失	324	284	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	23	(29)	7	7	7
每股收益	1.27	1.75	4.15	4.15	4.15	营运资本变动	(1759)	(3466)	2860	(36)	(64)
每股红利	0.58	0.61	1.66	1.66	1.66	其它	48	876	1255	1260	1262
每股净资产	8.17	9.24	11.73	14.22	16.71	经营活动现金流	5118	5534	20692	17852	17868
ROIC	14.82%	20.81%	48%	52%	55%	资本开支	0	376	(601)	(601)	(601)
ROE	15.58%	18.90%	35%	29%	25%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	13%	17%	31%	31%	31%	投资活动现金流	16	(187)	(782)	(844)	(930)
EBIT Margin	11%	14%	29%	29%	29%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	17%	32%	32%	32%	负债净变化	(1400)	(551)	0	0	0
收入增长	28%	10%	11%	0%	0%	支付股利、利息	(2026)	(2098)	(5756)	(5756)	(5756)
净利润增长率	12%	37%	138%	0%	0%	其它融资现金流	2735	443	(9)	0	0
资产负债率	32%	27%	24%	22%	21%	融资活动现金流	(4117)	(4855)	(5766)	(5756)	(5756)
股息率	1.8%	1.9%	5.2%	5.2%	5.2%	现金净变动	1016	492	14145	11252	11182
P/E	25.1	18.3	7.7	7.7	7.7	货币资金的期初余额	5261	6277	6769	20914	32166
P/B	3.9	3.5	2.7	2.3	1.9	货币资金的期末余额	6277	6769	20914	32166	43348
EV/EBITDA	15.9	11.5	5.6	5.5	5.5	企业自由现金流	0	6046	20753	17913	17929
						权益自由现金流	0	5938	20759	18036	18147

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提及的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