

Q2 业绩大幅增长，分红超预期

2025 年 08 月 26 日

► **事件：公司发布 2025 年半年报。**2025H1 实现营收 290.8 亿元，同比增加 18.0%，归母净利润 27.7 亿元，同比增加 9.9%，扣非归母净利润 27.6 亿元，同比增加 15.4%。**单季度看**，25Q2 营收 146.7 亿元，同比增加 10.4%，环比增加 1.8%，归母净利润 17.9 亿元，同比增长 32.3%，环比增长 84.1%，扣非归母净利润 17.9 亿元，同比增长 32.0%，环比增长 84.2%，业绩符合前期业绩预告。Q2 业绩环比大幅增长主要由于氧化铝价格走弱。

► **中期分红：**2025H1 拟每 10 股派发现金红利 3.2 元（含税），现金分红 11.1 亿元，分红率 40.1%，相对 24 年提升 7.9pct。2021-2024 年公司分红率 11.8%、12.2%、20.2%、32.2%，分红率持续提升。根据我们对公司业绩预测，若 2025 年分红率与中期分红保持一致，公司股息率有望增至约 4.3%，分红超预期。

► **氧化铝价格走弱，Q2 盈利大幅增长。**1) **量：**公司目前产能电解铝 308 万吨、氧化铝 140 万吨、炭素 80 万吨、铝加工 161 万吨。25H1 各产线稳定运行，铝产品产量 161.3 万吨，同比+15.6%，氧化铝产量 67.0 万吨，炭素制品产量 40.6 万吨，同比+2.2%；2) **价：**25H1 铝价 20321 元/吨，同比+2.7%，广西氧化铝价格 3518 元/吨，同比-0.3%，西南预焙阳极均价 5329 元/吨，同比+18.4%，其中 25Q2 铝价 20201 元/吨，环比-1.2%，广西氧化铝价格 3072 元/吨，环比-22.5%，西南预焙阳极均价 5627 元/吨，环比+11.9%；3) **利：**25H1 公司毛利率 14.1%，净利率 10.9%，其中电解铝毛利率 15.0%，同比-0.4pct，铝加工毛利率 13.1%，同比-2.5pct。单季度看，25Q2 公司毛利率 18.1%，环比+8.1pct，净利率 14.0%，环比+6.3pct，我们预计主要由于 Q2 氧化铝价格下跌带动生产成本下降。

► **资源拓展持续推进，提升铝土矿保障能力。**2025 上半年资源获取成果显著，成功竞拍昭通太阳坝铝土矿普查探矿权，积极推进文山、鹤庆等探矿权的探转采和自有探矿权勘查和空白区找矿等工作，阳宗海 5 万吨铝资源综合利用项目顺利投产，建成“全自动一体化”再生铝示范线，公司铝土矿资源保障能力持续提升。

► **未来看点：**1) **资产负债表优化，业绩充分释放。**随着盈利改善以及资本扩张结束，公司资产负债表、利润表、现金流量表优化明显，2021 年公司计提减值充分，2022-2024 年业绩释放，公司未来轻装上阵，业绩将充分释放。2) **双碳“目标下，绿色铝价值凸显。**欧洲确立征收进口商品碳关税，国内“双碳”背景下，电解铝行业纳入碳交易势在必行，公司 25H1 使用清洁能源占比超 80%，绿色铝价值前景广阔。3) **业绩弹性大。**公司电解铝产能 308 万吨，相对较低的成本以及高产能，公司业绩显著。

► **投资建议：**公司电解铝权益产能大，业绩弹性高，绿色铝未来价值潜力大，我们预计公司 2025-2027 年将实现归母净利润 67.2 亿元、80.0 亿元和 84.2 亿元，对应现价的 PE 分别为 10、8 和 8 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**电解铝需求不及预期，云南限产超预期，电解铝行业纳入碳交易进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	54,450	57,711	59,136	59,715
增长率（%）	27.6	6.0	2.5	1.0
归属母公司股东净利润（百万元）	4,412	6,721	7,996	8,422
增长率（%）	11.5	52.4	19.0	5.3
每股收益（元）	1.27	1.94	2.31	2.43
PE	15	10	8	8
PB	2.3	2.0	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

18.84 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 南雪源

执业证书：S0100525080002

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

相关研究

- 1.云铝股份 (000807.SZ) 2024 年年报点评：24 年电解铝产量大幅增长，绿色铝长期价值可期-2025/03/29
- 2.云铝股份 (000807.SZ) 2024 年三季报点评：Q3 电解铝增量明显，绿色铝凸显长期价值-2024/10/28
- 3.云铝股份 (000807.SZ) 2024 年半年报点评：量价齐升驱动业绩改善，绿色铝长期价值可期-2024/09/02
- 4.云铝股份 (000807.SZ) 2023 年年报点评：产量回升驱动 Q4 业绩超预期，绿色铝长期价值可期-2024/03/29
- 5.云铝股份 (000807.SZ) 2023 年三季报点评：电解铝量价齐升，启槽成本拖累 Q3 业绩-2023/10/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	54,450	57,711	59,136	59,715
营业成本	47,244	47,357	47,028	47,105
营业税金及附加	385	404	414	418
销售费用	39	46	47	48
管理费用	749	750	769	776
研发费用	227	231	237	239
EBIT	6,076	8,923	10,641	11,129
财务费用	23	-19	-25	-58
资产减值损失	-327	-100	-80	-20
投资收益	-5	58	59	60
营业利润	5,968	9,246	11,000	11,585
营业外收支	4	3	3	3
利润总额	5,972	9,249	11,003	11,588
所得税	873	1,341	1,595	1,680
净利润	5,099	7,908	9,407	9,908
归属于母公司净利润	4,412	6,721	7,996	8,422
EBITDA	7,885	10,741	12,487	13,009

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,277	11,167	18,490	26,283
应收账款及票据	344	403	405	425
预付款项	84	110	104	102
存货	5,320	5,449	5,540	5,549
其他流动资产	2,406	2,497	2,506	2,510
流动资产合计	14,432	19,626	27,046	34,870
长期股权投资	469	473	469	466
固定资产	21,730	21,126	20,339	19,489
无形资产	2,674	2,658	2,632	2,607
非流动资产合计	27,469	26,656	25,723	24,760
资产合计	41,902	46,282	52,769	59,630
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	5,256	4,282	4,252	4,259
其他流动负债	1,858	2,286	2,243	2,243
流动负债合计	7,114	6,568	6,495	6,502
长期借款	2,365	1,365	865	565
其他长期负债	275	275	275	275
非流动负债合计	2,640	1,640	1,140	840
负债合计	9,754	8,208	7,635	7,342
股本	3,468	3,468	3,468	3,468
少数股东权益	3,827	5,013	6,424	7,910
股东权益合计	32,147	38,074	45,134	52,288
负债和股东权益合计	41,902	46,282	52,769	59,630

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	27.61	5.99	2.47	0.98
EBIT 增长率	6.06	46.84	19.26	4.59
净利润增长率	11.52	52.36	18.97	5.32
盈利能力 (%)				
毛利率	13.23	17.94	20.47	21.12
净利率	9.36	13.70	15.91	16.59
总资产收益率 ROA	10.53	14.52	15.15	14.12
净资产收益率 ROE	15.58	20.33	20.66	18.98
偿债能力				
流动比率	2.03	2.99	4.16	5.36
速动比率	1.27	2.14	3.30	4.49
现金比率	0.88	1.70	2.85	4.04
资产负债率 (%)	23.28	17.73	14.47	12.31
经营效率				
应收账款周转天数	2.31	2.55	2.50	2.60
存货周转天数	41.10	42.00	43.00	43.00
总资产周转率	1.30	1.25	1.12	1.00
每股指标 (元)				
每股收益	1.27	1.94	2.31	2.43
每股净资产	8.17	9.53	11.16	12.80
每股经营现金流	2.00	2.58	3.20	3.37
每股股利	0.41	0.60	0.70	0.80
估值分析				
PE	15	10	8	8
PB	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	7.86	5.22	3.87	3.09
股息收益率 (%)	2.18	3.18	3.72	4.25

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	5,099	7,908	9,407	9,908
折旧和摊销	1,808	1,818	1,846	1,879
营运资金变动	-202	-850	-170	-24
经营活动现金流	6,947	8,942	11,093	11,693
资本开支	-357	-973	-855	-856
投资	-1,987	29	4	3
投资活动现金流	-2,341	-886	-792	-794
股权募资	80	0	0	0
债务募资	-1,502	-1,000	-500	-300
筹资活动现金流	-3,552	-3,165	-2,978	-3,107
现金净流量	1,055	4,890	7,323	7,793

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048