

➤ **事件：公司发布 2025 年半年报。**2025H1 公司实现营收 105.7 亿元，同比-3.8%，归母净利润 7.1 亿元，同比+59.6%，扣非归母净利润 6.5 亿元，同比+52.2%。**单季度看**，25Q2 营收 55.5 亿元，同比-4.5%，环比+10.6%，归母净利润 4.8 亿元，同比+19.4%，环比+107.2%，扣非归母净利润 4.6 亿元，同比+13.8%，环比+152.9%。业绩符合前期业绩预告。

➤ **氧化铝价格走弱，Q2 盈利水平明显提升。**1) **量**：25 年 2 月底完成对豫联集团持有的中孚铝业 24%股权收购，公司电解铝权益产能提升至 75 万吨；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 11.7%，同比+1.4pct，净利率 5.9%，同比+1.6pct；25Q2 毛利率 14.5%，环比+5.9pct，净利率 7.9%，环比+4.2pct，预计主要由于成本端氧化铝价格下跌，电解铝盈利水平提升。

➤ **加工费上涨，铝加工盈利大幅增加。**25H1 公司积极应对国内外市场变化，铝深加工产品产销稳定，实现销量 29.3 万吨，净利润同比+56.0%，盈利水平同比改善，预计主要由于加工费上涨。同时 25H1 公司铝加工产品再生铝添加比例达到 61%，50 万吨铝循环再生项目稳步推进，有望进一步降低碳排放。

➤ **其他收益**：25H1 为 0.75 亿元，同比+0.30 亿元，主要由于增值税加计抵减增加，其中 25Q2 为 0.30 亿元，环比-0.15 亿元。

➤ **分红**：为持续回馈股东，25H1 公司制定《未来三年（2025 年-2027 年）股东分红回报规划》，计划 2025 年-2027 年度每年现金分红比例不低于 60%。

➤ **未来看点**：1) **电解铝权益产能提升至 75 万吨，增强业绩弹性。**25 年 2 月底完成对控股股东豫联集团持有的中孚铝业 24%股权收购，目前持有中孚铝业 100%权益，公司电解铝权益产能由 62.85 万吨提升至 75 万吨，增加业绩弹性；2) **氧化铝价格回落，电解铝利润修复明显。**公司氧化铝依赖外购，2025 年由于新增产能释放，供给过剩预期下氧化铝价格中枢大幅回落，原料成本下降明显，电解铝利润修复明显；3) **电力成本下降，增厚电解铝利润。**公司广元地区电解铝产能 50 万吨，为水电铝，巩义产能 25 万吨，为火电铝。2025 年四川省电力交易方案取消打捆购入非水电量，四川水电铝电力成本有望降低，同时随着煤炭价格下降，巩义火电铝电力成本降低，提升电解铝盈利能力；4) **实施股权激励，调动员工积极性。**目前公司 2025 年员工持股计划已完成股票购买，公司与员工利益深度绑定，有助于保障业绩释放。

➤ **投资建议**：电解铝权益产能提升，成本端氧化铝价格走弱，电解铝盈利修复，我们预计公司 2025-2027 年将实现归母净利润 18.3 亿元、24.6 亿元和 27.3 亿元，对应现价的 PE 分别为 12、9 和 8 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**：原材料价格大幅上涨，项目进展不及预期，电解铝下游需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	22,761	23,186	24,373	24,373
增长率 (%)	21.1	1.9	5.1	0.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	704	1,826	2,457	2,727
增长率 (%)	-39.3	159.5	34.6	11.0
每股收益 (元)	0.18	0.46	0.61	0.68
PE	31	12	9	8
PB	1.5	1.3	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.40 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

分析师 南雪源

执业证书：S0100525080002

邮箱：nanxueyuan@glms.com.cn

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	22,761	23,186	24,373	24,373
营业成本	20,554	19,842	20,122	19,863
营业税金及附加	153	162	171	171
销售费用	50	44	47	47
管理费用	398	394	414	390
研发费用	404	417	414	390
EBIT	1,302	2,492	3,380	3,688
财务费用	211	296	286	257
资产减值损失	-86	-41	-42	-42
投资收益	23	23	24	24
营业利润	1,087	2,174	3,072	3,409
营业外收支	-184	0	0	0
利润总额	903	2,174	3,072	3,409
所得税	155	435	614	682
净利润	748	1,739	2,457	2,727
归属于母公司净利润	704	1,826	2,457	2,727
EBITDA	2,182	3,411	4,358	4,733

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,102	1,945	4,329	7,091
应收账款及票据	1,946	1,940	2,039	2,039
预付款项	264	258	262	258
存货	2,459	2,725	2,763	2,728
其他流动资产	608	478	497	497
流动资产合计	6,380	7,345	9,890	12,614
长期股权投资	80	103	128	152
固定资产	14,468	14,391	14,375	14,354
无形资产	2,432	2,430	2,425	2,419
非流动资产合计	17,736	17,436	17,400	17,358
资产合计	24,116	24,781	27,291	29,972
短期借款	523	523	523	523
应付账款及票据	2,543	2,718	2,756	2,721
其他流动负债	2,108	2,198	2,212	2,201
流动负债合计	5,174	5,439	5,491	5,445
长期借款	914	932	932	932
其他长期负债	1,887	1,894	1,895	1,895
非流动负债合计	2,801	2,827	2,827	2,827
负债合计	7,975	8,266	8,318	8,272
股本	4,009	4,008	4,008	4,008
少数股东权益	1,521	68	68	68
股东权益合计	16,141	16,515	18,973	21,700
负债和股东权益合计	24,116	24,781	27,291	29,972

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	21.12	1.87	5.12	0.00
EBIT 增长率	-38.76	91.36	35.62	9.11
净利润增长率	-39.30	159.51	34.57	10.97
盈利能力 (%)				
毛利率	9.70	14.42	17.44	18.51
净利润率	3.09	7.88	10.08	11.19
总资产收益率 ROA	2.92	7.37	9.00	9.10
净资产收益率 ROE	4.81	11.10	13.00	12.61
偿债能力				
流动比率	1.23	1.35	1.80	2.32
速动比率	0.66	0.79	1.24	1.75
现金比率	0.21	0.36	0.79	1.30
资产负债率 (%)	33.07	33.35	30.48	27.60
经营效率				
应收账款周转天数	31.21	31.00	31.00	31.00
存货周转天数	43.67	50.89	50.89	50.89
总资产周转率	0.96	0.95	0.94	0.85
每股指标 (元)				
每股收益	0.18	0.46	0.61	0.68
每股净资产	3.65	4.10	4.72	5.40
每股经营现金流	0.35	0.72	0.84	0.95
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	31	12	9	8
PB	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.74	6.87	5.38	4.95
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	748	1,739	2,457	2,727
折旧和摊销	880	919	979	1,045
营运资金变动	-580	34	-182	-80
经营活动现金流	1,404	2,873	3,366	3,804
资本开支	-560	-805	-923	-983
投资	22	135	0	0
投资活动现金流	-518	-670	-923	-983
股权募资	0	-3	0	0
债务募资	313	111	0	0
筹资活动现金流	-702	-1,360	-59	-59
现金净流量	206	843	2,385	2,762

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