

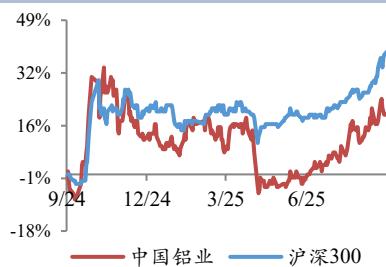
业绩表现稳健，中期分红回馈股东

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-02

收盘价（元）	7.85
近 12 个月最高/最低（元）	9.72/5.96
总股本（百万股）	17,156
流通股本（百万股）	13,166
流通股比例（%）	76.74
总市值（亿元）	1,347
流通市值（亿元）	1,034

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：黄玺

执业证书号: S0010524060001

邮箱: huangxi@hazq.com

分析师：许勇其

执业证书号: S0010522080002

邮箱: xuyq@hazq.com

主要观点：

● 中国铝业发布 2025 年半年报

公司 25H1 实现营收 1163.92 亿元, 同比+5.12%; 实现归母净利润 70.71 亿元, 同比+0.81%。单 25Q2 实现营收 606.09 亿元, 同比-1.87%, 环比+8.65%; 实现归母净利润 35.33 亿元, 同比-26.18%, 环比-0.13%。业绩波动主要受到公司原铝、氧化铝产销量提升增利, 以及自产煤炭毛利下降及贸易业务减利共同影响。

● 主要产品产量均有所提升, 氧化铝价格承压

2025 年上半年公司原铝板块收入 759.46 亿元 (同比+11.38%), 氧化铝板块收入 332.43 亿元 (同比+5.75%)。产量方面, 公司 25H1 冶金级氧化铝、电解铝、煤炭产量分别为 860 万吨、397 万吨和 661 万吨, 同比分别增长 4.88%、9.37% 和 3.61%。价格方面, 电解铝行业相对稳定; 氧化铝 25H1 国内期货主力合约均价 3192 元/吨, 同比-8.7%, 随着行业供应压力缓解, 氧化铝价格趋稳。利润方面, 公司 25H1 原铝板块利润 81.05 亿元 (同比+6.7%); 氧化铝板块利润 47.07 亿元 (同比+26.7%), 主要来自矿石自给率提升、产量提升和控制生产成本。

● 延续中期分红, 注重股东回报

截至 25H1 期末, 公司资产负债率为 46.88%, 较年初下降 1.23pcts。公司注重股东回报, 2025 年再次发布中期利润分配方案, 计划按每股人民币 0.123 元 (含税) 向全体股东派发现金红利。本次派息总额为人民币 21.10 亿元 (含税), 约占公司 2025 年上半年归母净利润的 30%。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 148.40/158.86/166.05 亿元 (前值为 140.3/155.3/174.5 亿元), 对应 PE 分别为 9.08/8.48/8.11 倍, 维持“买入”评级。

● 风险提示

电解铝和氧化铝价格大幅波动; 电力供应不稳定及电价超预期上涨; 产能释放不及预期等。

相关报告

1. 电解铝量价齐增, 资源保障能力提升 2025-04-17

2. 业绩受益于氧化铝价涨, 深化全产业链布局 2025-01-25

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	237066	240026	246079	249193
收入同比 (%)	5.2%	1.2%	2.5%	1.3%
归属母公司净利润	12400	14840	15886	16605
净利润同比 (%)	85.4%	19.7%	7.1%	4.5%
毛利率 (%)	15.8%	16.5%	17.4%	17.5%
ROE (%)	17.9%	18.1%	16.6%	15.1%
每股收益 (元)	0.72	0.87	0.93	0.97
P/E	10.17	9.08	8.48	8.11
P/B	1.82	1.64	1.41	1.22
EV/EBITDA	4.39	3.66	2.70	1.83

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	59051	88943	127511	164627	营业收入	237066	240026	246079	249193
现金	22210	51259	88619	125299	营业成本	199721	200468	203266	205546
应收账款	5231	4642	4922	5015	营业税金及附加	3084	3360	3445	3489
其他应收款	1609	1704	1766	1766	销售费用	447	456	467	473
预付账款	508	689	598	625	管理费用	5488	5521	5660	5738
存货	24420	23238	24008	24269	财务费用	2677	2025	1619	958
其他流动资产	5072	7412	7599	7652	资产减值损失	-2751	-488	-1094	-1290
非流动资产	156844	148179	136351	123564	公允价值变动收益	106	109	93	80
长期投资	11549	11549	11549	11549	投资净收益	996	694	751	795
固定资产	95860	90972	80986	70738	营业利润	22319	25925	28330	29515
无形资产	17258	16423	15176	13938	营业外收入	356	330	230	285
其他非流动资产	32178	29236	28640	27340	营业外支出	354	352	403	369
资产总计	215896	237123	263862	288191	利润总额	22322	25904	28157	29431
流动负债	46198	44295	45440	45311	所得税	2940	3419	3717	3885
短期借款	3077	6030	6102	5613	净利润	19382	22484	24440	25546
应付账款	13044	13191	13466	13554	少数股东损益	6982	7645	8554	8941
其他流动负债	30077	25074	25872	26144	归属母公司净利润	12400	14840	15886	16605
非流动负债	57657	60168	63580	64854	EBITDA	38168	40836	42717	43354
长期借款	34762	37476	40888	42162	EPS (元)	0.72	0.87	0.93	0.97
其他非流动负债	22895	22692	22692	22692					
负债合计	103855	104462	109020	110165					
少数股东权益	42849	50494	59048	67989					
股本	17156	17156	17156	17156					
资本公积	23273	23273	23273	23273					
留存收益	28762	41737	55364	69608					
归属母公司股东权益	69191	82166	95793	110037					
负债和股东权益	215896	237123	263862	288191					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	32807	37017	40252	41576	成长能力				
净利润	19382	22484	24440	25546	营业收入	5.2%	1.2%	2.5%	1.3%
折旧摊销	12164	12908	12941	12965	营业利润	46.2%	16.2%	9.3%	4.2%
财务费用	3002	2469	2644	2731	归属于母公司净利	85.4%	19.7%	7.1%	4.5%
投资损失	-996	-694	-751	-795	盈利能力				
营运资金变动	-1721	-192	-43	5	毛利率 (%)	15.8%	16.5%	17.4%	17.5%
其他经营现金流	22080	22719	25502	26665	净利率 (%)	5.2%	6.2%	6.5%	6.7%
投资活动现金流	-7628	-5834	-1474	-588	ROE (%)	17.9%	18.1%	16.6%	15.1%
资本支出	-9420	-3914	-1681	-859	ROIC (%)	12.9%	12.2%	11.5%	10.6%
长期投资	1654	-2331	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	137	411	207	271	资产负债率 (%)	48.1%	44.1%	41.3%	38.2%
筹资活动现金流	-22930	-2128	-1419	-4308	净负债比率 (%)	92.7%	78.7%	70.4%	61.9%
短期借款	-4893	2953	72	-489	流动比率	1.28	2.01	2.81	3.63
长期借款	1324	2714	3413	1273	速动比率	0.72	1.44	2.24	3.06
普通股增加	-5	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-22	0	0	0	总资产周转率	1.11	1.06	0.98	0.90
其他筹资现金流	-19334	-7795	-4903	-5092	应收账款周转率	51.23	48.62	51.46	50.16
现金净增加额	2309	29049	37359	36681	应付账款周转率	14.97	15.28	15.25	15.21
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.72	0.87	0.93	0.97
					每股经营现金流 (摊薄)	1.91	2.16	2.35	2.42
					每股净资产	4.03	4.79	5.58	6.41
					估值比率				
					P/E	10.17	9.08	8.48	8.11
					P/B	1.82	1.64	1.41	1.22
					EV/EBITDA	4.39	3.66	2.70	1.83

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。