

主要产品产量提升，重点项目提前投产

——中国铝业(601600)2025 年半报点评

分析师：张珂

SAC NO: S1150523120001

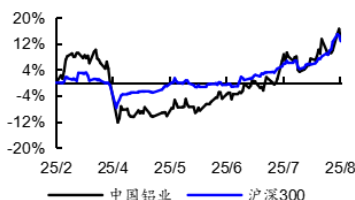
2025 年 08 月 29 日

有色金属-----铝

证券分析师

张珂
zhangke@bhq.com
022-23839062评级：增持
上次评级：增持
最新收盘价：7.89

最近半年股价相对走势



相关研究报告

主要产品量价齐升，增储扩产持续推进——中国铝业(601600) 2024 年年报点评
2025.03.31
国内铝行业龙头，提质增效稳健发展——中国铝业(601600) 深度报告
2024.11.20

事件：

公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 1,163.92 亿元，同比增长 5.12%；归母净利润 70.71 亿元，同比增长 0.81%；扣非后归母净利润 69.41 亿元，同比增长 1.27%。

点评：

● 产量实现提升，业绩稳步增长

2025 年上半年公司氧化铝和原铝产量均提升，业绩实现稳健增长。产品产量方面，2025 年上半年，公司冶金级氧化铝产量 860 万吨，同比增长 4.88%；自产冶金级氧化铝外销量 332 万吨，同比增长 4.08%；精细氧化铝产量 208 万吨，同比增长 0.48%；原铝（含合金）产量 397 万吨，同比增长 9.37%；煤炭产量 661 万吨，同比增长 3.61%。产品价格方面，根据公司公告，2025 年上半年，国内氧化铝期货主力合约均价同比下降 8.7%，SHFE 三月期铝均价同比增长 1.9%，LME 三月期铝均价同比增长 6.0%。

● 资源自给率提升，重点项目提前投产

公司加大铝土矿资源开采力度，把握铝土矿采购节奏和生产运输，矿石开采能力和保供能力进一步提升。2025 年上半年，氧化铝矿石自给率较年初提升 6 个百分点。重点项目方面，广西华昇二期、内蒙古华云三期、青海分公司 600KA 电解铝项目等一批重点项目提前投产。2025 年全年公司主要经营目标为冶金级氧化铝产量 1,681 万吨，精细氧化铝产量 446 万吨，原铝（含合金）产量 780 万吨，原煤产量 1,410 万吨，发电量 412 亿千瓦时。另外，公司不断增强运营流程协同，建立快速响应机制，大宗物资基本实现集采，大宗物资采购降本率近 10%。

● 盈利预测与评级

公司是我国铝行业龙头，上游原料保障能力强。中性情景下，考虑到公司生产计划和产品价格走势，我们小幅上调公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 132.16/152.31/169.47 亿元，EPS 分别为 0.77/0.89/0.99 元/股；对应 2025 年 PE 为 10.24X，高于可比公司的均值，公司作为国内铝业龙头享有一定估值溢价，维持公司的“增持”评级。

● 风险提示

资源获取与保供风险：我国铝土矿资源相对缺乏，近年来国内铝土矿储量、质量均有不同程度下降，资源获取竞争激烈，获取难度加大；国内对矿山安全、环保审批日趋严格，矿山项目建设推进速度缓慢；公司海外矿受当地政局形势、用工环境等的影响，资源保障风险较大。

安全环保风险：铝行业安全风险较大，行业能耗高、排放总量大、危险废物库存量大，存在一定的安全环保风险。

国际化经营风险：几内亚铝土矿因当地政策多变，罢工频繁，可能导致供矿波动。同时，国际环境日趋复杂，外部监管环境变化不确定性增加，或因境外业务不符合当地法律法规要求，可能导致面临处罚等经济损失的风险。

市场变化与市场竞争风险：国内外宏观经济形势、国家和行业政策、市场供需变化等诸多因素均会导致氧化铝、电解铝等产品及原燃料价格出现波动，可能造成成本上升、售价下降进而影响公司利润水平；另外，氧化铝、电解铝及大宗原燃材料市场是完全竞争市场，市场上参与者众多，存在市场份额被竞争者抢占的风险。

项目不及预期风险：项目推进慢于预期可能会导致实际产量小于预期，将对公司业绩造成一定影响。

财务摘要（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	225,319	237,066	234,074	240,336	244,777
营业收入增长率%	-22.6%	5.2%	-1.3%	2.7%	1.8%
息税前利润（EBIT）	18,557	26,004	25,961	29,555	32,524
息税前利润增长率%	-7.6%	40.1%	-0.2%	13.8%	10.0%
归母净利润	6,689	12,400	13,216	15,231	16,947
归母净利润增长率%	59.6%	85.4%	6.6%	15.2%	11.3%
每股收益（元）	0.39	0.72	0.77	0.89	0.99

表：三张表及主要财务指标

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	21,104	22,210	31,546	44,940	61,837	营业收入	225,319	237,066	234,074	240,336	244,777
应收票据及应收账款	4,028	5,231	5,177	5,329	5,441	营业成本	196,311	199,721	197,530	200,279	201,839
预付账款	443	508	492	499	503	营业税金及附加	2,590	3,084	3,043	3,122	3,177
其他应收款	1,842	1,609	1,601	1,658	1,702	销售费用	432	447	383	381	378
存货	22,847	24,420	24,143	24,367	24,445	管理费用	4,355	5,488	5,250	5,162	5,076
其他流动资产	567	1,069	1,069	1,069	1,069	研发费用	3,729	3,064	3,002	2,987	2,973
流动资产合计	58,422	59,051	68,043	81,953	99,149	财务费用	2,972	2,677	2,403	2,406	2,316
长期股权投资	10,040	11,549	12,549	13,549	14,549	资产减值损失	-755	-2,751	-1,010	-1,010	-1,010
固定资产合计	100,447	95,860	97,987	100,092	100,568	信用减值损失	146	131	42	42	42
无形资产	17,478	17,258	17,348	17,438	17,528	其他收益	668	1,040	1,030	1,057	1,077
商誉	3,495	3,495	3,495	3,495	3,495	投资收益	276	996	983	1,009	1,028
长期待摊费用	944	1,158	1,158	1,158	1,158	公允价值变动收益	-3	106	25	25	25
其他非流动资产	1,290	1,229	1,007	1,007	1,007	资产处置收益	8	213	23	24	24
资产总计	211,896	215,896	230,371	249,542	271,795	营业利润	15,268	22,319	23,554	27,146	30,205
短期借款	7,970	3,077	6,577	6,077	6,577	营业外收支	-205	2	3	3	3
应付票据及应付账款	21,112	19,824	19,040	18,748	18,334	利润总额	15,063	22,322	23,557	27,149	30,208
预收账款	111	144	136	135	132	所得税费用	2,507	2,940	3,534	4,072	4,531
应付职工薪酬	640	883	849	841	828	净利润	12,556	19,382	20,024	23,077	25,677
应交税费	1,842	2,404	2,224	2,163	2,081	归属于母公司所有者的净利润	6,689	12,400	13,216	15,231	16,947
其他流动负债	2,253	1,318	1,318	1,318	1,318	少数股东损益	5,867	6,982	6,808	7,846	8,730
长期借款	33,438	34,762	35,262	35,762	36,262	基本每股收益	0.39	0.72	0.77	0.89	0.99
预计负债	1,019	2,246	2,175	2,175	2,175						
负债合计	112,867	103,855	103,231	103,026	103,601	财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股东权益	99,029	112,041	127,140	146,517	168,193	营收增长率	-22.6%	5.2%	-1.3%	2.7%	1.8%
						EBIT 增长率	-7.6%	40.1%	-0.2%	13.8%	10.0%
现金流量表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	净利润增长率	59.6%	85.4%	6.6%	15.2%	11.3%
净利润	12,556	19,382	20,024	23,077	25,677	销售毛利率	12.9%	15.8%	15.6%	16.7%	17.5%
折旧与摊销	11,072	12,164	9,398	9,760	9,964	销售净利率	5.6%	8.2%	8.6%	9.6%	10.5%
经营活动现金流净额	27,030	32,807	30,754	34,410	37,238	ROE	11.0%	17.9%	17.1%	17.1%	16.6%
投资活动现金流净额	-11,181	-7,628	-14,800	-14,995	-14,975	ROIC	8.9%	12.9%	11.5%	11.9%	11.8%
筹资活动现金流净额	-14,143	-22,930	-6,611	-6,022	-5,366	资产负债率	53.3%	48.1%	44.8%	41.3%	38.1%
现金净变动	1,612	2,309	9,336	13,394	16,897	PE	14.50	10.17	10.24	8.89	7.99
期初现金余额	16,828	18,440	20,749	30,084	43,478	PB	1.60	1.82	1.75	1.52	1.33
期末现金余额	18,440	20,749	30,084	43,478	60,375	EV/EBITDA	5.11	4.39	4.76	3.95	3.29

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的数据和信息，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资分析意见或观点有直接或间接的联系。

风险提示及免责声明

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告由渤海证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，仅供本公司的客户使用。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为本公司客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发送，并仅为提供信息而发送，不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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，不保证该信息未经任何更新。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后表现的依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告内容的全部或部分均不构成对任何人的投资建议。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

在所知情的范围内，本公司、本报告撰写人以及财产上的利害关系人与本报告所评价或作出明确估值和投资评级的证券无利害关系。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权为本公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式刊载、转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经本公司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。如征得本公司同意进行引用、刊载或转发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“渤海证券股份有限公司”且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

渤海证券研究所机构销售团队：
高级销售经理：朱艳君

座机：+86 22 2845 1995

手机：135 0204 0941

邮箱：zhuyanjuan@bhq.com

天津：

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码：300381

电话：+86 22 2845 1888

传真：+86 22 2845 1615

高级销售经理：王文君

座机：+86 10 6810 4637

手机：186 1170 5783

邮箱：wangwj@bhq.com

北京：

北京市西城区西直门外大街甲 143 号凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码：100086

电话：+86 10 6810 4192

传真：+86 10 6810 4192

渤海证券股份有限公司公司网址：www.ewww.com.cn