

中国铝业 (601600.SH)

上半年原铝产量同比提升9%，加强资源保障和成本管控

优于大市

核心观点

公司2025年上半年归母净利润同比增长1%，中期分红比例30%。公司2025年上半年实现营收1,163.92亿元，同比+5.12%；实现归母净利润70.71亿元，同比+0.81%；实现扣非归母净利润69.41亿元，同比+1.27%。其中，单二季度实现营收605.99亿元，环比+8.60%；实现归母净利润35.71亿元，环比+2.03%；实现扣非归母净利润34.97亿元，同比-25.18%，环比+1.55%。此外，公司计划派发2025年中期股息，按每股0.123元（含税）派发现金红利，派息总额约为21.10亿元（含税），占公司2025年上半年归母净利润的29.84%。

公司业绩稳健增长主要受益于主营产品产销两旺及成本有效管控。公司2025年上半年在原铝及氧化铝产销量提升的带动下，主要经营指标创历史同期新高。市场价格方面，上半年SHFE三月期铝均价同比上涨1.9%，LME三月期铝均价同比上涨6.0%，为原铝板块盈利提供支撑。尽管国内氧化铝期货主力合约均价同比下降8.7%，但公司通过提升矿石自给率、严控生产成本及提高产量，氧化铝板块实现增利。2025H1，公司氧化铝矿石自给率较年初提升6pct，创近五年新高。另外，公司上半年计提资产减值损失4.82亿元，较去年同期的0.48亿元大幅增加，主要系铝价波动较大导致对存货计提的跌价准备同比增加。

原铝产量同比提升超9%，铝业利润贡献突出。2025年上半年，公司实现冶金级氧化铝产量860万吨（+4.88%），精细氧化铝产量208万吨（+0.48%）；原铝（含合金）产量397万吨（+9.37%），自产原铝（含合金）外销量395万吨（+10.03%）；煤炭产量661万吨（+3.61%）。分板块业绩看，核心主业增长强劲，上半年氧化铝板块实现税前利润47.07亿元，同比增加9.92亿元；原铝板块实现税前利润81.05亿元，同比增加5.10亿元；营销及能源板块则受市场价格波动影响，税前利润分别为5.05亿元和5.42亿元，同比减少6.01亿元和3.87亿元。

风险提示：电解铝和氧化铝价格波动；原料价格上行致电解铝盈利能力下降。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。预计公司2025-2027年营业收入2,613.14/2,644.30/2,675.91亿元，同比增速10.2%/1.2%/1.2%；归母净利润146.40/157.95/178.00亿元，同比增速18.1%/7.9%/12.7%；摊薄EPS为0.85/0.92/1.04元，当前股价对应PE为9.2/8.5/7.5x。考虑到公司为大型有色央企龙头，拥有完整铝产业链，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	225,071	237,066	261,314	264,430	267,591
(+/-%)	-22.7%	5.3%	10.2%	1.2%	1.2%
归母净利润(百万元)	6717	12400	14640	15795	17800
(+/-%)	60.2%	84.6%	18.1%	7.9%	12.7%
每股收益(元)	0.39	0.72	0.85	0.92	1.04
EBIT Margin	8.0%	10.7%	11.6%	12.3%	13.3%
净资产收益率(ROE)	11.1%	17.9%	19.1%	18.7%	19.1%
市盈率(PE)	20.0	10.8	9.2	8.5	7.5
EV/EBITDA	8.9	6.6	5.7	5.3	4.8
市净率(PB)	2.22	1.94	1.76	1.59	1.44

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

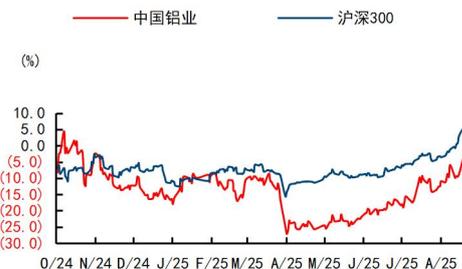
证券分析师：刘孟峦 010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：马可远 010-88005007
makeyuan@guosen.com.cn
S0980524070004

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 7.83元
总市值/流通市值 134329/133968百万元
52周最高价/最低价 9.72/5.96元
近3个月日均成交额 1190.16百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

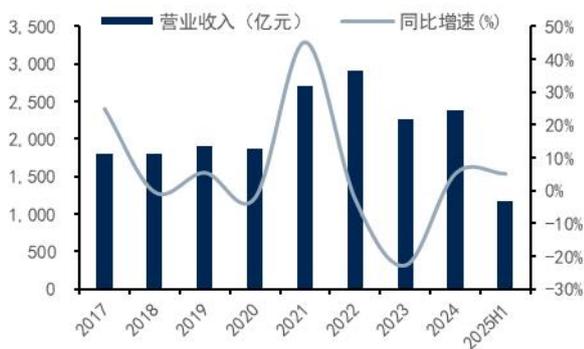
相关研究报告

- 《中国铝业(601600.SH)-2024年归母净利润同增85%，分红比例提升》——2025-03-30
- 《中国铝业(601600.SH)-成本增加导致Q3利润环比下滑，主业产量稳中有增》——2024-10-31
- 《中国铝业(601600.SH)-上半年受益商品价格提升，归母净利润同增105%》——2024-09-03
- 《中国铝业(601600.SH)-一季度受益价格上涨，归母净利润涨超63%》——2024-04-26
- 《中国铝业(601600.SH)-盈利能力显著提升，资产负债率稳步下降》——2024-03-31

公司 2025 年上半年归母净利润同比增长 1%，中期分红比例 30%。公司 2025 年上半年实现营收 1,163.92 亿元，同比+5.12%；实现归母净利润 70.71 亿元，同比+0.81%；实现扣非归母净利润 69.41 亿元，同比+1.27%。其中，单二季度实现营收 605.99 亿元，环比+8.60%；实现归母净利润 35.71 亿元，环比+2.03%；实现扣非归母净利润 34.97 亿元，同比-25.18%，环比+1.55%。此外，公司计划派发 2025 年中期股息，按每股 0.123 元（含税）派发现金红利，派息总额约为 21.10 亿元（含税），占公司 2025 年上半年归母净利润的 29.84%。

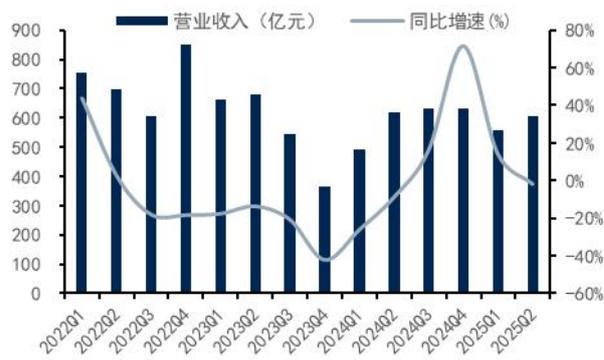
公司业绩稳健增长主要受益于主营产品产销两旺及成本有效管控。公司 2025 年上半年在原铝及氧化铝产销量提升的带动下，主要经营指标创历史同期新高。市场价格方面，上半年 SHFE 三月期铝均价同比上涨 1.9%，LME 三月期铝均价同比上涨 6.0%，为原铝板块盈利提供支撑。尽管国内氧化铝期货主力合约均价同比下降 8.7%，但公司通过提升矿石自给率、严控生产成本及提高产量，氧化铝板块实现增利。2025H1，公司氧化铝矿石自给率较年初提升 6pct，创近五年新高。另外，公司上半年计提资产减值损失 4.82 亿元，较去年同期的 0.48 亿元大幅增加，主要系铝价波动较大导致对存货计提的跌价准备同比增加。

图1：中国铝业营业收入及增速（单位：亿元、%）



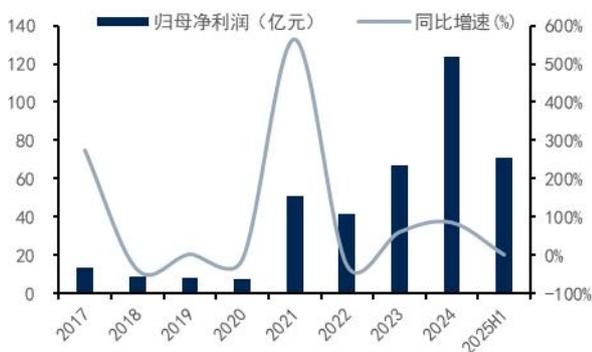
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：中国铝业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



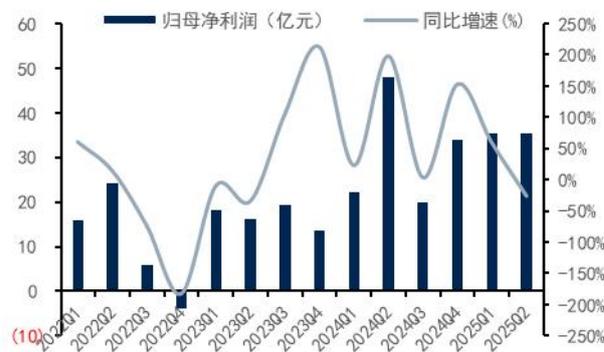
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：中国铝业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

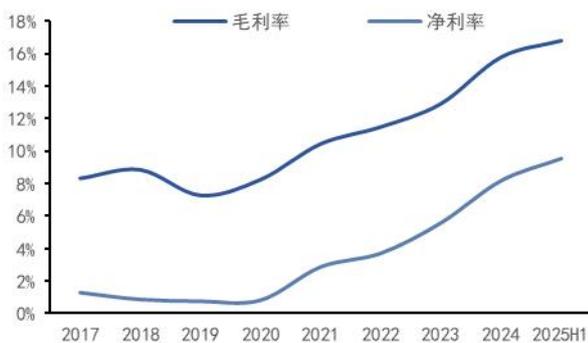
图4：中国铝业单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

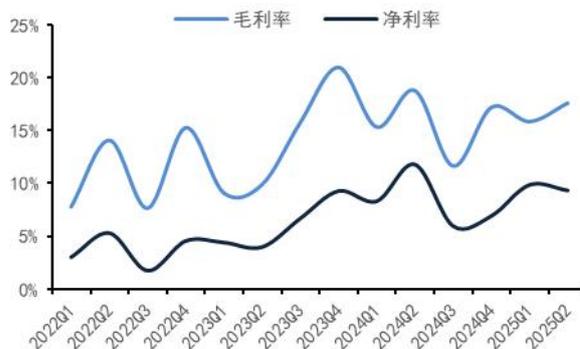
盈利能力基本稳定，资产负债率持续优化。2025年上半年，公司毛利率为16.76%，同比微降0.49pct；净利率为9.53%，同比微降0.66pct。期间费用管控效果显著，销售/管理/研发/财务费用率分别为0.16%/2.07%/1.18%/1.02%，期间费用率为4.44%，同比下降0.66pct。截至2025年6月末，公司的资产负债率为46.88%，较2024年末下降1.22pct。

图5：中国铝业毛利率、净利率变化情况（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：中国铝业单季度毛利率、净利率变化情况（%）



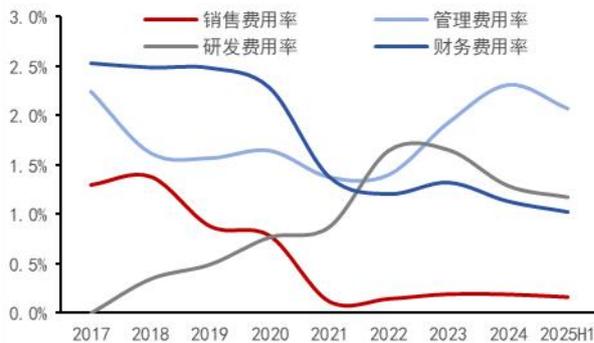
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图7：中国铝业ROE、ROIC变化情况（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图8：中国铝业期间费用率（%）



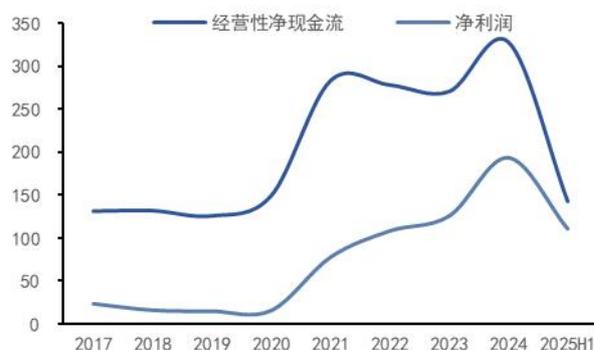
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图9：中国铝业资产负债率（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图10：中国铝业经营性现金流（亿元）

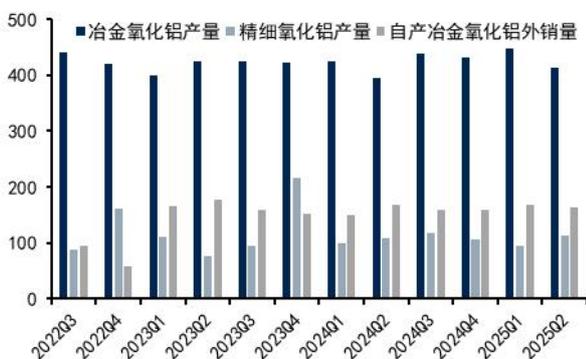


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

原铝产量同比提升超 9%，铝主业利润贡献突出。2025 年上半年，公司实现冶金级氧化铝产量 860 万吨（+4.88%），精细氧化铝产量 208 万吨（+0.48%）；原铝（含合金）产量 397 万吨（+9.37%），自产原铝（含合金）外销量 395 万吨（+10.03%）；煤炭产量 661 万吨（+3.61%）。分板块业绩看，核心主业增长强劲，上半年氧化铝板块实现税前利润 47.07 亿元，同比增加 9.92 亿元；原铝板块实现税前利润 81.05 亿元，同比增加 5.10 亿元；营销及能源板块则受市场价格波动影响，税前利润分别为 5.05 亿元和 5.42 亿元，同比减少 6.01 亿元和 3.87 亿元。

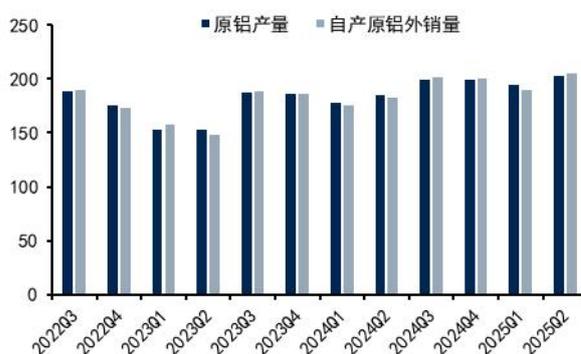
2025 年全年公司经营目标：冶金级氧化铝产量 1,681 万吨，精细氧化铝产量 446 万吨，原铝（含合金）产量 780 万吨，原煤产量 1,410 万吨，发电量 412 亿千瓦时。

图 11：中国铝业氧化铝板块产销情况（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 12：中国铝业原铝板块产销情况（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。预计公司 2025-2027 年营业收入 2,613.14/2,644.30/2,675.91 亿元，同比增速 10.2%/1.2%/1.2%；归母净利润 146.40/157.95/178.00 亿元，同比增速 18.1%/7.9%/12.7%；摊薄 EPS 为 0.85/0.92/1.04 元，当前股价对应 PE 为 9.2/8.5/7.5x。考虑到公司为大型有色金属央企龙头，拥有完整铝产业链，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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	21104	22210	25658	43449	62728	营业收入	225071	237066	261314	264430	267591
应收款项	5516	6449	10739	10867	10997	营业成本	196040	199721	217673	218549	218319
存货净额	22847	24420	28854	28868	28788	营业税金及附加	2589	3084	3400	3440	3481
其他流动资产	3961	3969	4704	4760	4817	销售费用	432	447	496	502	508
流动资产合计	58441	59051	71958	89947	109332	管理费用	4351	5488	6010	6082	6155
固定资产	104810	106431	104613	98005	91042	研发费用	3729	3064	3377	3417	3458
无形资产及其他	17476	17258	16568	15878	15187	财务费用	2972	2677	2288	2194	1650
投资性房地产	20990	21606	21606	21606	21606	投资收益	276	996	0	0	0
长期股权投资	10040	11549	11149	10749	10349	资产减值及公允价值变动	(759)	(2645)	(500)	(500)	(500)
资产总计	211756	215896	225894	236184	247516	其他收入	(2908)	(1679)	(3377)	(3417)	(3458)
短期借款及交易性金融负债	25204	11539	20726	19156	17140	营业利润	15296	22319	27570	29745	33519
应付款项	21112	19824	11542	11547	11515	营业外净收支	(205)	2	0	0	0
其他流动负债	12390	14835	12987	12998	12967	利润总额	15091	22322	27570	29745	33519
流动负债合计	58706	46198	45254	43701	41623	所得税费用	2507	2940	4687	5057	5698
长期借款及应付债券	41840	43843	43843	43843	43843	少数股东损益	5867	6982	8243	8893	10022
其他长期负债	12321	13813	13313	12813	12313	归属于母公司净利润	6717	12400	14640	15795	17800
长期负债合计	54161	57657	57157	56657	56157	现金流量表 (百万元)					
负债合计	112867	103855	102411	100358	97779	净利润	6717	12400	14640	15795	17800
少数股东权益	38431	42849	46971	51417	56428	资产减值准备	(4129)	1996	200	(147)	(189)
股东权益	60458	69191	76512	84409	93309	折旧摊销	9790	10645	11126	11945	12342
负债和股东权益总计	211756	215896	225894	236184	247516	公允价值变动损失	759	2645	500	500	500
关键财务与估值指标						财务费用	2972	2677	2288	2194	1650
每股收益	0.39	0.72	0.85	0.92	1.04	营运资本变动	(4214)	1690	(19207)	(828)	(858)
每股红利	0.32	0.47	0.43	0.46	0.52	其它	5162	485	3922	4593	5200
每股净资产	3.52	4.03	4.46	4.92	5.44	经营活动现金流	14084	29861	11181	31858	34794
ROIC	8.63%	13.48%	15%	15%	18%	资本开支	0	(10721)	(10000)	(5000)	(5000)
ROE	11.11%	17.92%	19%	19%	19%	其它投资现金流	(5013)	3009	0	0	0
毛利率	13%	16%	17%	17%	18%	投资活动现金流	(5310)	(9221)	(9600)	(4600)	(4600)
EBIT Margin	8%	11%	12%	12%	13%	权益性融资	(93)	657	0	0	0
EBITDA Margin	12%	15%	16%	17%	18%	负债净变化	(626)	1324	0	0	0
收入增长	-23%	5%	10%	1%	1%	支付股利、利息	(5535)	(7995)	(7320)	(7897)	(8900)
净利润增长率	60%	85%	18%	8%	13%	其它融资现金流	5483	(6849)	9186	(1569)	(2016)
资产负债率	71%	68%	66%	64%	62%	融资活动现金流	(6930)	(19533)	1866	(9467)	(10916)
股息率	4.1%	6.0%	5.4%	5.9%	6.6%	现金净变动	1844	1107	3447	17791	19278
P/E	20.0	10.8	9.2	8.5	7.5	货币资金的期初余额	19260	21104	22210	25658	43449
P/B	2.2	1.9	1.8	1.6	1.4	货币资金的期末余额	21104	22210	25658	43449	62728
EV/EBITDA	8.9	6.6	5.7	5.3	4.8	企业自由现金流	0	23548	7116	33041	36089
						权益自由现金流	0	18023	14404	29650	32704

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 ±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 ±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