


公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 08 月 31 日

基础数据

08 月 29 日收盘价 (元)	7.83
总市值 (亿元)	1,343.29
总股本 (亿股)	171.56

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证金属】中国铝业年报点评: 量价齐升推动业绩高增, 铝业龙头有望充分受益电解铝高景气-2025.03.29

【兴证金属】中国铝业半年报点评: 铝业龙头全产业链优势显著, 业绩同比大幅提升-2024.08.30

分析师: 李怡然

 S0190525040001
 liyiran@xyzq.com.cn

分析师: 汤璐阳

 S0190525070012
 tangluyang@xyzq.com.cn

中国铝业(601600.SH)
业绩稳健释放, 一体化龙头优势显著
投资要点:

- **业绩概要:** 公司发布 2025 年半年度报告, 2025 年上半年公司实现营业收入 1163.92 亿元, 同比增长 5.1%; 实现归母净利润 70.71 亿元, 同比增长 0.8%, 对应每股收益 0.41 元。公司拟以现金方式按每股 0.123 元 (含税) 向全体股东派发 2025 年中期股息, 总计派息金额约为 21.10 亿元 (含税), 约占本公司 2025 年上半年合并财务报表归属于上市公司股东净利润的 30%。
- **25H1 公司业绩同比稳健增长。**(1) **原铝:** 2025 年上半年 SMMA00 铝现货含税均价为 20318 元/吨, 同比+2.6%。公司原铝产量 397 万吨, 同比+9.4%, 销量 395 万吨, 同比+10.0%; 原铝板块实现利润总额 81.05 亿元, 同比增加 5.10 亿元, 主要由于电解铝产品因产销量增加致盈利增加; 以此测算原铝吨利润水平为 2042 元, 同比减少 51 元。(2) **氧化铝:** 2025 年上半年氧化铝五地现货含税均价为 3455 元/吨, 同比-1.1%。公司冶金级氧化铝产量 860 万吨, 同比+4.9%, 冶金级氧化铝销量 332 万吨, 同比+4.1%; 氧化铝板块实现利润总额 47.07 亿元, 同比增加 9.92 亿元, 主要为本年通过提高矿石自给率、严控生产成本、提高产量等方式实现同比增利; 以此测算氧化铝吨利润水平为 547 元, 同比增长 94 元。此外, 2025 年上半年公司计提资产减值损失 4.82 亿元, 较去年同期损失 0.48 亿元减利 4.34 亿元, 主要受到本年铝价波动较大影响, 各月对存货计提的跌价准备同比增加。
- **25Q2 业绩环比小幅下滑。**分季度来看, 25Q1-Q2 公司分别实现归母净利润 35.38/35.33 亿元, 25Q2 业绩环比小幅下滑 0.13%。从价来看, 25Q1-Q2 SMMA00 铝现货均价分别为 20442/20201 元/吨, 25Q2 环比-1.2%; 氧化铝五地现货均价分别为 3860/3069 元/吨, 25Q2 环比-20.5%。从量来看, 25Q1-Q2 公司实现氧化铝产量 448/412 万吨, 25Q2 环比-8.0%, 冶金级氧化铝销量 168/164 万吨, 25Q2 环比-2.4%; 原铝产量 194/203 万吨, 25Q2 环比+4.6%, 原铝销量 190/205 万吨, 25Q2 环比+7.9%。整体来看, 氧化铝价格环比下行同时销量有所下滑, 电解铝价格环比小幅下滑, 但产销量同比实现增长, 此外公司 25Q1-Q2 计提资产减值损失分别为 1.46/3.36 亿元。
- **供需紧平衡背景下, 电解铝吨盈利中枢有望长期上移。**供给端, 电解铝产能天花板将至, 未来国内电解铝供给压力较小。需求端, 铝锭库存处于低位, 尽管地产竣工用铝需求同比有所下滑, 但在新能源汽车用铝、光伏用铝以及电缆用铝需求的拉动下, 电解铝国内需求维持稳步增长。成本端, 氧化铝价格下滑后企稳, 电解铝行业吨盈利水平修复至高位。整体来看, 电解铝供需格局趋紧, 叠加低库存支持, 铝价或将维持偏强运行, 电解铝吨盈利中枢有望长期上移。
- **全产业链优势显著, 在建项目稳步推进。**公司拥有完整的铝产业链, 业务涵盖了从矿产资源开采、氧化铝、炭素、电解铝和铝合金生产、能源电力等多个方面。上游资源方面, 公司拥有稳定可靠的铝土矿资源, 国内铝土矿资源拥有量第一, 海外拥有铝土矿资源 18 亿吨左右, 2024 年内公司推进铝土矿资源勘探开发、增储上产, 全年新增资源量 7,355 万吨。在建项目方面, 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, 预计随着产能逐步释放, 未来公司电解铝及氧化铝产销量有望进一步增长。
- **盈利预测与投资建议:** 随着电解铝行业延续高景气, 公司作为铝业龙头将充分受益。考虑到公司广西华昇二期、内蒙古华云三期、青海分公司 600KA 电解铝项目的落地, 公司电解铝及氧化铝产销量有望进一步增长, 公司盈利能力有望进一步提升。2025 年全

年公司主要经营目标：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。此外，公司拟以现金方式按每股 0.123 元（含税）向全体股东派发 2025 年中期股息，总计派息金额约为 21.10 亿元（含税），约占本公司 2025 年上半年合并财务报表归属于上市公司股东净利润的 30%。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 148.35、161.16、182.57 亿元，EPS 分别为 0.86、0.94、1.06 元，8 月 29 日收盘价对应 PE 分别为 9.1、8.3、7.4 倍，维持“增持”评级。

- 风险提示：下游需求大幅下滑、项目建设不及预期、原材料与能源成本大幅波动等

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	237066	244044	249296	256247
同比增长	5.2%	2.9%	2.2%	2.8%
归母净利润（百万元）	12400	14835	16116	18257
同比增长	85.4%	19.6%	8.6%	13.3%
毛利率	15.8%	16.9%	17.5%	18.6%
ROE	17.9%	18.6%	17.8%	17.6%
每股收益（元）	0.72	0.86	0.94	1.06
市盈率	10.8	9.1	8.3	7.4

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	59051	81898	107061	135605
货币资金	22210	45006	69572	97459
交易性金融资产	2004	1954	1904	1854
应收票据及应收账款	5231	4745	4847	4983
预付款项	508	507	514	521
存货	24420	24774	25129	25483
其他	4678	4912	5096	5304
非流动资产	156844	154327	149078	143190
长期股权投资	11549	11649	11749	11849
固定资产	95860	97357	95271	91639
在建工程	10572	7786	5893	4946
无形资产	17258	16715	16146	15552
商誉	3495	3495	3495	3495
其他	18111	17326	16524	15708
资产总计	215896	236224	256139	278794
流动负债	46198	46839	47151	47494
短期借款	3077	3577	3477	3377
应付票据及应付账款	19824	20270	20560	20850
其他	23297	22992	23114	23267
非流动负债	57657	58607	57957	57307
长期借款	34762	32762	32662	32562
其他	22895	25845	25295	24745
负债合计	103855	105446	105108	104800
股本	17156	17156	17156	17156
未分配利润	24884	33055	41825	51780
少数股东权益	42849	51194	60260	70529
股东权益合计	112041	130779	151031	173994
负债及权益合计	215896	236224	256139	278794

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	12400	14835	16116	18257
折旧和摊销	12164	12424	13409	14304
营运资金的变动	-1721	44	-230	-258
经营活动产生现金流量	32807	37923	40274	44178
资本支出	-9420	-10503	-8490	-8484
长期投资	1654	0	0	0
投资活动产生现金流量	-7628	-10001	-7961	-7920
债权融资	-12873	1450	-750	-750
股权融资	657	0	0	0
融资活动产生现金流量	-22930	-5187	-7747	-8370
现金净变动	2309	22795	24566	27888

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	237066	244044	249296	256247
营业成本	199721	202700	205600	208500
税金及附加	3084	3173	3241	3331
销售费用	447	488	499	512
管理费用	5488	5369	5485	5637
研发费用	3064	3173	3241	3331
财务费用	2677	2694	2808	2852
投资收益	996	701	729	764
公允价值变动收益	106	62	66	71
信用减值损失	131	45	91	82
资产减值损失	-2751	-1000	-750	-500
营业利润	22319	27337	29669	33611
营业外收支	2	-67	-44	-51
利润总额	22322	27270	29626	33560
所得税	2940	4091	4444	5034
净利润	19382	23180	25182	28526
少数股东损益	6982	8345	9065	10269
归属母公司净利润	12400	14835	16116	18257
EPS(元)	0.72	0.86	0.94	1.06

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	5.2%	2.9%	2.2%	2.8%
营业利润增长率	46.2%	22.5%	8.5%	13.3%
归母净利润增长率	85.4%	19.6%	8.6%	13.3%
盈利能力				
毛利率	15.8%	16.9%	17.5%	18.6%
归母净利率	5.2%	6.1%	6.5%	7.1%
ROE	17.9%	18.6%	17.8%	17.6%
偿债能力				
资产负债率	48.1%	44.6%	41.0%	37.6%
流动比率	1.28	1.75	2.27	2.86
速动比率	0.72	1.18	1.70	2.28
营运能力				
资产周转率	110.8%	108.0%	101.3%	95.8%
每股资料(元)				
每股收益	0.72	0.86	0.94	1.06
每股经营现金	1.91	2.21	2.35	2.58
估值比率(倍)				
PE	10.8	9.1	8.3	7.4
PB	1.9	1.7	1.5	1.3

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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的表现依据；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn