

铝价上涨带动 Q3 毛利率同环比上行

华泰研究

季报点评

2025 年 10 月 28 日 | 中国内地/中国香港

基本金属及加工

中国铝业发布三季报: Q3 实现营收 601.24 亿元(yoy-4.66%, qoq-0.80%), 归母净利 38.01 亿元(yoy+90.31%, qoq+7.59%)。2025 年 Q1-Q3 实现营收 1765.16 亿元(yoy+1.57%), 归母净利 108.72 亿元(yoy+20.65%), 扣非净利 107.16 亿元(yoy+22.95%)。考虑公司作为行业龙头, 铝价上涨或对公司业绩带动明显, 我们维持“买入”评级。

毛利率同环比改善助力公司 Q3 业绩增长

盈利方面, 公司 25Q3 毛利率为 18.37%, 同比+6.70pct, 环比+0.77pct, 公司盈利能力上升主要得益于三季度电解铝氧化铝价格环比均有所上涨, 根据 SMM, 三季度电解铝均价 2.07 万元/吨, 同比+5.88%, 环比+2.5%, 氧化铝三季度均价 3165 元/吨, 同比-19.46%, 环比+3.54%。产量方面, 25Q1-Q3, 中国铝业主要产品产量多数实现增长, 冶金级氧化铝/精细氧化铝/原铝(含合金)分别为 1304/304/600 万吨, 其中 Q3 分别为 444/96/203 万吨, 整体产量维持稳定。费用方面, 公司 Q3 合计期间费用率为 4.86%, 环比-0.11pct, 此外公司三季度资产减值较上季度的 3.36 亿元大幅收窄至-6506 万元, 公司费用端控制效果显著。

铝价上行或将带动公司业绩稳定增长

供给端国内电解铝产能供给硬约束下, 产量增长明显放缓, 而海外新增电解铝产能依旧偏少, 欧洲待复产产能受电力因素扰动较大, 整体海外电解铝供给增速依然偏低; 需求端国内汽车、电网等领域依旧维持高景气度, 海外或将受益于制造业复苏过程。综上我们预期全球电解铝供需格局在 26 年或进一步收紧。相比之下原料端氧化铝供需格局仍偏宽松, 但在成本端支撑下, 我们认为氧化铝价格或呈现低位震荡, 进一步下跌空间较小。因此尽管公司有部分氧化铝外销, 但电解铝端利润将有效对冲氧化铝业绩承压, 综合来看, 公司业绩仍将主要收益于铝价上涨, 我们看好公司未来业绩保持稳步增长趋势。

盈利预测与估值

我们维持公司 25-27 年归母净利润 150.64/156.55/162.20 亿元, 对应 EPS 为 0.88/0.91/0.95 元。可比公司 26 年 iFind 一致预期 PE 均值为 9.8 倍, 考虑公司作为铝行业龙头, 我们给予公司 26 年 12 倍 PE 估值(前值 25 年 12.0XPE), 对应目标价为 10.92 元(前值 10.56 元), 基于 25 年 10 月 28 日, 港币兑人民币汇率 0.91, 公司近三个月 A/H 平均溢价率 18.57%, 上调目标价为 10.12 港元(前值 8.27 港元)。

风险提示: 铝下游需求不及预期, 宏观政策扰动导致铝价超预期下跌。

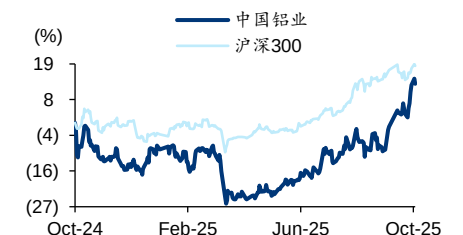
	601600 CH	2600 HK
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	人民币: 10.92	港币: 10.12

李斌	研究员
SAC No. S0570517050001	libin@htsc.com
SFC No. BPN269	+(86) 10 6321 1166
马晓晨*	研究员
SAC No. S0570522030001	maxiaochen@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166

基本数据

(人民币/港币)	601600 CH	2600 HK
收盘价(截至 10 月 28 日)	9.26	9.19
市值(百万)	158,861	157,660
6 个月平均日成交额(百万)	1,553	335.41
52 周价格范围	6.28-9.40	3.66-9.35

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	237,066	228,127	228,618	230,205
+/-%	5.33	(3.77)	0.22	0.69
归属母公司净利润 (百万)	12,400	15,064	15,655	16,220
+/-%	84.61	21.48	3.92	3.61
EPS (最新摊薄)	0.72	0.88	0.91	0.95
ROE (%)	19.13	20.13	18.20	16.67
PE (倍)	13.00	10.71	10.30	9.94
PB (倍)	2.33	2.00	1.76	1.57
EV EBITDA (倍)	5.61	4.73	4.11	4.03
股息率 (%)	2.34	2.84	2.95	3.06

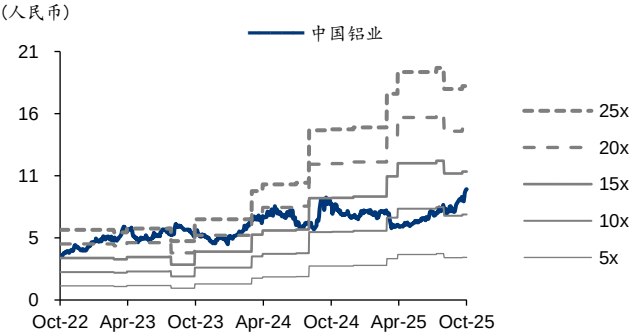
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：可比公司估值表

公司代码	公司简称	PE (2026E)
000807 CH	云铝股份	9.9
002532 CH	天山铝业	10.3
600219 CH	南山铝业	9.2
平均值		9.8

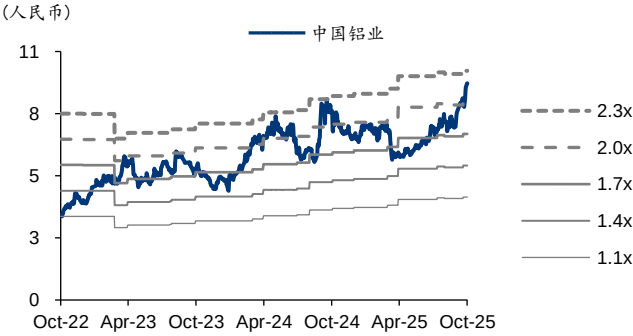
注：数据截至 2025 年 10 月 28 日，取自 iFind 一致预期
资料来源：iFind、华泰研究

图表2：中国铝业 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表3：中国铝业 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	58,441	59,051	69,711	95,670	110,842
现金	21,104	22,210	39,198	58,807	78,813
应收账款	4,024	5,231	3,675	5,250	3,737
其他应收账款	1,860	1,609	1,729	1,617	1,752
预付账款	442.75	508.35	406.89	510.32	413.26
存货	22,847	24,420	19,625	24,414	21,049
其他流动资产	8,163	5,072	5,076	5,072	5,076
非流动资产	153,315	156,844	153,703	148,217	141,652
长期投资	10,040	11,549	12,170	12,618	13,772
固定投资	99,831	95,576	93,845	89,714	83,693
无形资产	17,476	17,258	16,771	16,231	15,851
其他非流动资产	25,968	32,461	30,918	29,654	28,336
资产总计	211,756	215,896	223,414	243,887	252,494
流动负债	58,706	46,198	39,150	44,125	40,163
短期借款	7,970	3,077	3,077	3,077	3,077
应付账款	13,636	13,044	11,817	13,041	12,621
其他流动负债	37,101	30,077	24,257	28,007	24,465
非流动负债	54,161	57,657	49,827	41,749	33,661
长期借款	33,438	34,762	26,932	18,854	10,766
其他非流动负债	20,723	22,895	22,895	22,895	22,895
负债合计	112,867	103,855	88,978	85,875	73,824
少数股东权益	38,431	42,849	53,956	66,462	75,665
股本	17,162	17,156	17,156	17,156	17,156
资本公积	23,127	23,273	23,273	23,273	23,273
留存公积	18,192	27,719	45,923	65,512	83,197
归属母公司股东权益	60,458	69,191	80,480	91,550	103,005
负债和股东权益	211,756	215,896	223,414	243,887	252,494

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	27,041	32,807	37,148	37,299	36,136
净利润	12,584	19,382	26,170	28,161	25,423
折旧摊销	11,056	12,164	9,450	10,091	10,686
财务费用	2,972	2,677	1,833	1,402	45.92
投资损失	(276.06)	(996.11)	(996.11)	(996.11)	(996.11)
营运资金变动	(351.23)	(1,029)	883.13	(1,166)	1,168
其他经营现金	1,056	609.43	(191.88)	(191.60)	(190.72)
投资活动现金	(11,181)	(7,628)	(4,994)	(3,290)	(2,807)
资本支出	(6,709)	(10,360)	(5,004)	(3,455)	(2,094)
长期投资	(5,256)	1,582	(620.81)	(448.45)	(1,154)
其他投资现金	783.57	1,149	630.35	613.33	441.21
筹资活动现金	(14,143)	(22,930)	(15,166)	(14,401)	(13,322)
短期借款	1,508	(4,893)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(625.53)	1,324	(7,829)	(8,078)	(8,088)
普通股增加	0.00	(5.09)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	206.88	145.82	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(15,233)	(19,502)	(7,337)	(6,323)	(5,234)
现金净增加额	1,623	2,309	16,988	19,608	20,007

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	225,071	237,066	228,127	228,618	230,205
营业成本	196,040	199,721	186,107	186,083	192,101
营业税金及附加	2,589	3,084	2,968	2,974	2,995
营业费用	432.38	446.89	430.04	430.96	433.96
管理费用	4,351	5,488	4,106	3,429	3,453
财务费用	2,972	2,677	1,833	1,402	45.92
资产减值损失	(755.17)	(2,751)	(1,825)	(1,143)	(1,151)
公允价值变动收益	(3.49)	105.90	105.90	105.90	105.90
投资净收益	276.06	996.11	996.11	996.11	996.11
营业利润	15,296	22,319	30,138	32,430	29,277
营业外收入	220.89	356.12	356.12	356.12	356.12
营业外支出	425.91	353.71	353.71	353.71	353.71
利润总额	15,091	22,322	30,140	32,432	29,279
所得税	2,507	2,940	3,970	4,272	3,856
净利润	12,584	19,382	26,170	28,161	25,423
少数股东损益	5,867	6,982	11,107	12,506	9,203
归属母公司净利润	6,717	12,400	15,064	15,655	16,220
EBITDA	29,077	36,876	40,511	42,782	38,860
EPS (人民币，基本)	0.39	0.72	0.88	0.91	0.95

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(22.65)	5.33	(3.77)	0.22	0.69
营业利润	11.79	45.92	35.03	7.61	(9.72)
归属母公司净利润	60.24	84.61	21.48	3.92	3.61
获利能力 (%)					
毛利率	12.90	15.75	18.42	18.61	16.55
净利率	5.59	8.18	11.47	12.32	11.04
ROE	11.70	19.13	20.13	18.20	16.67
ROIC	16.99	24.68	37.95	52.90	69.03
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.30	48.10	39.83	35.21	29.24
净负债比率 (%)	47.65	31.40	6.42	(12.27)	(26.81)
流动比率	1.00	1.28	1.78	2.17	2.76
速动比率	0.59	0.72	1.24	1.58	2.20
营运能力					
总资产周转率	1.06	1.11	1.04	0.98	0.93
应收账款周转率	55.36	51.23	51.23	51.23	51.23
应付账款周转率	13.48	14.97	14.97	14.97	14.97
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.72	0.88	0.91	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.58	1.91	2.17	2.17	2.11
每股净资产(最新摊薄)	3.52	4.03	4.69	5.34	6.00
估值比率					
PE (倍)	24.01	13.00	10.71	10.30	9.94
PB (倍)	2.67	2.33	2.00	1.76	1.57
EV EBITDA (倍)	7.27	5.61	4.73	4.11	4.03

免责声明

分析师声明

本人，李斌、马晓晨，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中国铝业（601600 CH）、中国铝业（2600 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 中国铝业（2600 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李斌、马晓晨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国铝业（601600 CH）、中国铝业（2600 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 中国铝业（2600 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司