

## 产销稳定，铝价上涨增厚盈利

2025 年 10 月 30 日

► **事件:公司发布 2025 年三季度报。**25Q1-Q3 公司实现营收 1765.2 亿元,同比+1.6%,归母净利 108.7 亿元,同比+20.6%,扣非归母净利 107.2 亿元,同比+23.0%。单季度看,25Q3 营收 601.2 亿元,同比-4.7%,环比-0.8%,归母净利 38.0 亿元,同比+90.0%,环比+7.6%,扣非归母净利 37.8 亿元,同比+103.1%,环比+7.9%。

► **铝价上涨, Q3 毛利率同环比增加。**1) 量: 25Q1-Q3 电解铝产量 600 万吨,同比+6.8%,冶金级氧化铝产量 1304 万吨,同比+3.7%,煤炭产量 985 万吨,同比+1.1%;单季度看,25Q3 电解铝产量 203 万吨,环比持平,冶金级氧化铝产量 444 万吨,环比+7.8%,煤炭产量 324 万吨,环比-4.4%; **2025 年产量目标:**冶金级氧化铝产量 1681 万吨,电解铝产量 780 万吨,原煤产量 1410 万吨。2) 价: 25Q1-Q3 铝价 20447 元/吨,同比+3.7%,25Q3 为 20710 元/吨,同比+5.9%,环比+2.5%;25Q1-Q3 氧化铝价格 3302 元/吨,同比-8.4%,25Q3 为 3117 元/吨,同比-20.4%,环比+2.1%。3) 利: 25Q1-Q3 公司毛利率 17.3%,同比+2.1pct,净利率 9.8%,同比+1.1pct;25Q3 毛利率 18.4%,同比+6.7pct,环比+0.8pct,净利率 10.3%,同比+4.4pct,环比+1.0pct,预计主要由于铝价上涨。

► **25Q3 归母净利同环比增长, 主要由于毛利增加。**环比来看,25Q3 主要增利项:毛利(+3.8 亿元,预计主要由于铝价上涨),费用和税金(+3.8 亿元),减值损失等(+2.7 亿元),营业外利润(+0.5 亿元),主要减利项:其他/投资收益(-3.3 亿元),少数股东损益(-3.1 亿元),所得税(-2.4 亿元);同比来看,主要增利项:毛利(+36.8 亿元),公允价值变动(+1.5 亿元),主要减利项:少数股东损益(-6.6 亿元),所得税(-4.9 亿元),其他/投资收益(-4.6 亿元),费用和税金(-2.8 亿元)。

► **核心看点: 1) 产业链一体化布局, 资源保障显著。**公司一体化布局完善,上游铝土矿自给率较高,抗风险能力强。截至 2024 年底,公司铝土矿资源量约为 27 亿吨,2024 年铝土矿产量 3017.4 万吨,自给率不断提高。公司在几内亚投资建设的 Boffa 项目矿山品位较高,剩余可采年限长,2024 年产量达到 1566 万吨; **2) “中特估值”体系下, 价值有望重估。**面对不稳定的地缘政治环境,聚焦“安全”是经济重要主题,电解铝是国民经济重要资源,公司作为铝土矿、氧化铝、电解铝龙头,国企改革也将提升效率,公司估值有望重塑; **3) 资产负债表优化。**随着公司盈利能力提升,现金流改善,公司开始偿还本息债务,公司短期借款从 2020 年底的 207 亿元,大幅减少至 25Q3 末的 37 亿元。减值方面,随着资产不断夯实,未来资产质量更高。

► **投资建议:**公司作为国内铝产业链一体化企业,资源保障能力显著,随着铝价上涨,公司业绩弹性较大,我们预计公司 2025-2027 年将实现归母净利 145.4 亿元、166.6 亿元和 172.6 亿元,对应现价的 PE 分别为 12、10 和 10 倍,维持“推荐”评级。

► **风险提示:**铝需求不及预期,氧化铝价格下降超预期,项目进展不及预期。

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)       | 237,066 | 248,736 | 262,428 | 272,014 |
| 增长率(%)          | 5.2     | 4.9     | 5.5     | 3.7     |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 12,400  | 14,542  | 16,655  | 17,256  |
| 增长率(%)          | 85.4    | 17.3    | 14.5    | 3.6     |
| 每股收益(元)         | 0.72    | 0.85    | 0.97    | 1.01    |
| PE              | 14      | 12      | 10      | 10      |
| PB              | 2.5     | 2.2     | 1.9     | 1.7     |

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 10 月 29 日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格:

9.91 元



分析师 邱祖学

执业证书: S0100521120001

邮箱: qiuzuxue@glms.com.cn

分析师 南雪源

执业证书: S0100525080002

邮箱: nanxueyuan@glms.com.cn

## 相关研究

1.中国铝业 (601600.SH) 2025 年半年报点评: 电解铝量价齐升, 一体化优势持续巩固-2025/08/31

2.中国铝业 (601600.SH) 2024 年年报点评: 历史最佳业绩, 资产负债表不断优化-2025/03/31

3.中国铝业 (601600.SH) 深度报告: 潜龙在渊-2025/03/20

4.中国铝业 (601600.SH) 深度报告: 潜龙在渊-2025/03/18

5.中国铝业 (601600.SH) 2024 年三季度报点评: 营业成本大幅增加拖累 Q3 业绩, 铝土矿资源价值有待重估-2024/10/30

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入     | 237,066 | 248,736 | 262,428 | 272,014 |
| 营业成本      | 199,721 | 207,293 | 217,006 | 226,487 |
| 营业税金及附加   | 3,084   | 3,234   | 3,412   | 3,536   |
| 销售费用      | 447     | 473     | 499     | 517     |
| 管理费用      | 5,488   | 5,472   | 5,773   | 5,848   |
| 研发费用      | 3,064   | 3,209   | 3,359   | 3,210   |
| EBIT      | 26,004  | 29,056  | 32,380  | 32,416  |
| 财务费用      | 2,677   | 2,333   | 1,999   | 1,568   |
| 资产减值损失    | -2,751  | -1,000  | -800    | -200    |
| 投资收益      | 996     | 1,119   | 1,181   | 1,224   |
| 营业利润      | 22,319  | 27,913  | 31,969  | 33,123  |
| 营业外收支     | 2       | 10      | 10      | 10      |
| 利润总额      | 22,322  | 27,923  | 31,979  | 33,133  |
| 所得税       | 2,940   | 4,468   | 5,117   | 5,301   |
| 净利润       | 19,382  | 23,455  | 26,862  | 27,832  |
| 归属于母公司净利润 | 12,400  | 14,542  | 16,655  | 17,256  |
| EBITDA    | 38,168  | 42,895  | 46,866  | 47,664  |

| 资产负债表 (百万元) | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金        | 22,210  | 23,832  | 33,218  | 41,296  |
| 应收账款及票据     | 5,231   | 5,588   | 5,896   | 6,111   |
| 预付款项        | 508     | 712     | 738     | 770     |
| 存货          | 24,420  | 25,557  | 26,754  | 27,923  |
| 其他流动资产      | 6,682   | 8,237   | 8,494   | 8,666   |
| 流动资产合计      | 59,051  | 63,925  | 75,099  | 84,766  |
| 长期股权投资      | 11,549  | 11,549  | 11,549  | 11,549  |
| 固定资产        | 95,860  | 98,023  | 100,608 | 103,120 |
| 无形资产        | 17,258  | 17,658  | 18,058  | 18,458  |
| 非流动资产合计     | 156,844 | 156,562 | 156,322 | 155,915 |
| 资产合计        | 215,896 | 220,487 | 231,421 | 240,681 |
| 短期借款        | 3,077   | 2,077   | 1,077   | 77      |
| 应付账款及票据     | 19,824  | 20,741  | 21,926  | 22,743  |
| 其他流动负债      | 23,297  | 20,090  | 21,981  | 22,454  |
| 流动负债合计      | 46,198  | 42,908  | 44,984  | 45,274  |
| 长期借款        | 34,762  | 27,262  | 17,262  | 7,262   |
| 其他长期负债      | 22,895  | 19,895  | 17,895  | 15,895  |
| 非流动负债合计     | 57,657  | 47,157  | 35,157  | 23,157  |
| 负债合计        | 103,855 | 90,064  | 80,141  | 68,430  |
| 股本          | 17,156  | 17,156  | 17,156  | 17,156  |
| 少数股东权益      | 42,849  | 51,762  | 61,970  | 72,546  |
| 股东权益合计      | 112,041 | 130,423 | 151,281 | 172,250 |
| 负债和股东权益合计   | 215,896 | 220,487 | 231,421 | 240,681 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标     | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 (%)   |       |       |       |       |
| 营业收入增长率    | 5.21  | 4.92  | 5.50  | 3.65  |
| EBIT 增长率   | 40.13 | 11.74 | 11.44 | 0.11  |
| 净利润增长率     | 85.38 | 17.27 | 14.53 | 3.61  |
| 盈利能力 (%)   |       |       |       |       |
| 毛利率        | 15.75 | 16.66 | 17.31 | 16.74 |
| 净利率        | 8.18  | 9.43  | 10.24 | 10.23 |
| 总资产收益率 ROA | 5.74  | 6.60  | 7.20  | 7.17  |
| 净资产收益率 ROE | 17.92 | 18.49 | 18.65 | 17.31 |
| 偿债能力       |       |       |       |       |
| 流动比率       | 1.28  | 1.49  | 1.67  | 1.87  |
| 速动比率       | 0.74  | 0.88  | 1.06  | 1.24  |
| 现金比率       | 0.48  | 0.56  | 0.74  | 0.91  |
| 资产负债率 (%)  | 48.10 | 40.85 | 34.63 | 28.43 |
| 经营效率       |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数   | 8.05  | 8.00  | 8.00  | 8.00  |
| 存货周转天数     | 44.63 | 45.00 | 45.00 | 45.00 |
| 总资产周转率     | 1.10  | 1.13  | 1.13  | 1.13  |
| 每股指标 (元)   |       |       |       |       |
| 每股收益       | 0.72  | 0.85  | 0.97  | 1.01  |
| 每股净资产      | 4.03  | 4.59  | 5.21  | 5.81  |
| 每股经营现金流    | 1.91  | 1.99  | 2.57  | 2.50  |
| 每股股利       | 0.22  | 0.30  | 0.35  | 0.40  |
| 估值分析       |       |       |       |       |
| PE         | 14    | 12    | 10    | 10    |
| PB         | 2.5   | 2.2   | 1.9   | 1.7   |
| EV/EBITDA  | 5.54  | 4.62  | 3.75  | 3.25  |
| 股息收益率 (%)  | 2.22  | 3.03  | 3.53  | 4.04  |

| 现金流量表 (百万元) | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 净利润         | 19,382  | 23,455  | 26,862  | 27,832  |
| 折旧和摊销       | 12,164  | 13,839  | 14,487  | 15,248  |
| 营运资金变动      | -1,721  | -5,567  | 1,265   | -323    |
| 经营活动现金流     | 32,807  | 34,141  | 44,069  | 42,908  |
| 资本开支        | -9,420  | -14,465 | -14,964 | -14,963 |
| 投资          | 1,654   | -32     | -23     | -17     |
| 投资活动现金流     | -7,628  | -13,378 | -13,806 | -13,756 |
| 股权募资        | 657     | 0       | 0       | 0       |
| 债务募资        | -12,873 | -11,500 | -13,000 | -13,000 |
| 筹资活动现金流     | -22,930 | -19,142 | -20,877 | -21,075 |
| 现金净流量       | 2,309   | 1,621   | 9,386   | 8,078   |

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              |      | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048