

中国铝业 (601600.SH)

主业稳健发展，铝业龙头再创业绩新高

中国铝业是由中铝集团控股的头部铝企，发展格局涵盖铝全产业链，氧化铝和电解铝为两大核心主业。公司自2021年来盈利能力持续优化，2025年受益于电解铝价格景气有望再创业绩新高，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

- **财报质量优化业绩景气，分红稳健提升。**2015年以来，公司资产负债率持续下降，2025Q3降至46.38%，财务费用率从2015年4.24%降至2024年1.13%，营业现金比率从2015年5.86%升至2024年13.84%。2020年以来，公司利润率稳步上升，从0.85%提升至2025Q1-3的9.80%。2025Q1-3，公司实现归母净利润108.72亿元，创同期历史新高。公司注重市值管理和股东回报，2024年首次进行中期分红，全年分红率达到30.02%。
- **电解铝、氧化铝和铝土矿产能雄厚。**公司电解铝总产能782万吨，权益产能487万吨，占国内建成产能的11%，通过并购和置换升级实现产能提质增量。公司拥有铝土矿资源量27亿吨，其中国内资源量6.2亿吨，海外几内亚博法矿20.8亿吨，2024年铝土矿产量达3,017.4万吨，自给率78%，有力保障原料供应。随着广西华昇二期200万吨氧化铝产能投产，公司氧化铝总产能2504万吨，权益产能2017万吨。
- **全产业链布局，覆盖重要能源、原辅材料及下游加工。**公司在山西、贵州、广西等地自有煤矿，2024年产煤1,316万吨，自给率45.60%，同时拥有铝加工权益产能134万吨、碳素权益产能223万吨、电力权益装机359.6万千瓦，形成了“5-6-3”产业发展格局。
- **供需态势良好，看涨铝价。**国内建成产能和开工率逼近天花板，2025M1-11国内电解铝产量为4069.5万吨，同比+2.7%，产量增速较2024年进一步放缓，同时开工率97%以上，增长空间小。海外电解铝投产较慢，同时供应扰动频出，可能在未来进一步加剧电解铝供给的紧张态势。目前主要交易所电解铝库存低位，叠加美联储降息和中央经济工作会议释放提振消费、稳定投资等积极信号，中美经济有望共振，支撑铝价上行。
- **首次覆盖给予“强烈推荐”评级。**我们测算2025/2026/2027年公司归母净利润分别145.72/161.50/179.32亿元，对应市盈率15.6/14.1/12.7倍。公司是国内外铝业龙头，铝土矿自给率高，煤炭、电力、碳素等辅料均有布局，有效管控成本，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：铝价大跌风险、原材料价格波动风险、连续生产和安全生产的风险、股价处于相对高位等。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	225071	237066	257922	262584	270967
同比增长	-23%	5%	9%	2%	3%
营业利润(百万元)	15296	22319	27069	30507	34452
同比增长	12%	46%	21%	13%	13%
归母净利润(百万元)	6717	12400	14572	16150	17932
同比增长	60%	85%	18%	11%	11%
每股收益(元)	0.39	0.72	0.85	0.94	1.05
PE	33.8	18.3	15.6	14.1	12.7
PB	3.8	3.3	2.8	2.5	2.2

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (首次)

周期/金属及材料

目标估值：NA

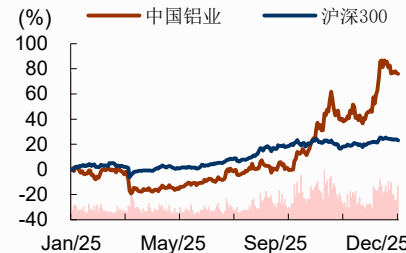
当前股价：13.23元

基础数据

总股本(百万股)	17156
已上市流通股(百万股)	13173
总市值(十亿元)	227.0
流通市值(十亿元)	174.3
每股净资产(MRQ)	4.3
ROE(TTM)	19.4
资产负债率	46.4%
主要股东	中国铝业集团有限公司
主要股东持股比例	30.52%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	21	76	78
相对表现	19	62	54



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

刘伟洁 S1090519040002

liuweijie@cmschina.com.cn

张洵伊 研究助理

zhangxunyi@cmschina.com.cn

正文目录

一、公司介绍	5
1、发展历程和股权结构	5
2、聚焦主业，持续优化盈利能力	6
3、2021 年以来业绩兑现度明显增强	10
4、分红比例不断提升	11
二、构建全产业链发展格局	13
1、并购+置换升级，电解铝产能提质增量	14
2、2025 年华昇二期投产，氧化铝产能超 2000 万吨	15
3、铝土矿资源雄厚，自给率超 70%	17
4、能源及辅料业务稳健增长	20
5、聚焦绿色低碳技术，引领产业高质量发展	22
三、看好电解铝涨价，利润走扩	24
1、供紧需增，预计电解铝长期紧平衡	24
2、铝土矿和氧化铝供应充足	26
3、看好铝价景气，利润走扩	27
四、盈利预测和估值	29
五、风险提示	31

图表目录

图 1 发展历程重要节点	5
图 2 公司股权结构	6
图 3 2014-2025H1 各部门营业收入占比	7
图 4 2014-2025H1 各部门营业收入（亿元）	7
图 5 现货价:铝（元/吨）	7
图 6 氧化铝现货价格（元/吨）	7
图 7 氧化铝板块营业收入	8
图 8 氧化铝产量	8
图 9 原铝板块营业收入	8
图 10 原铝产量	8

图 11 资产负债率(%)	9
图 12 财务费用及财务费用率	9
图 13 公司营业现金比率	9
图 14 ROE(TTM; %)	9
图 15 销售费用及销售费用率	9
图 16 管理费用及管理费用率	9
图 17 研发费用及研发费用率	10
图 18 同行业公司毛利率对比 (%)	10
图 19 公司理论利润和实际利润对比 (亿元)	10
图 20 公司净利润及同比 (右轴)	11
图 21 公司销售净利率和毛利率	11
图 22 中铝历年每股分红 (元)	11
图 23 可比公司股息率 (%，截至 2025/12/14)	12
图 24 可比公司股利支付率 (%，截至 2025/12/14)	12
图 25 公司“5-6-3”产业发展格局	13
图 26 公司一体化布局铝业全产业链	13
图 27 公司电解铝产能情况 (万吨)	15
图 28 公司电解铝产能国内占比 (万吨)	15
图 29 中国氧化铝产能 (万吨)	16
图 30 中国十大氧化铝企成本	16
图 31 公司自有矿山铝土矿自给率	18
图 32 公司铝土矿生产结构 (万吨)	18
图 33 Boffa 铝土矿生产现场	19
图 34 Boffa 项目首艘大型远洋货轮到港接卸	19
图 35 中铝广西分公司三期洗矿厂	20
图 36 全球首创“岩溶堆积型铝土矿的开发应用”技术	20
图 37 贵州矿区生产现场	20
图 38 文山矿区实现复垦	20
图 39 煤炭产量	20
图 40 外售电厂销售量	20
图 41 公司煤炭自给率	21
图 42 公司绿电铝占比	23

图 43 云铝光伏发电直流接入电解铝生产用电项目	23
图 44 国内电解铝运行产能（万吨）	24
图 45 国内电解铝开工率(%)	24
图 46 主要交易所电解铝库存（吨）	25
图 47 国内电解铝消费结构	25
图 48 我国铝土矿总供应	26
图 49 铝土矿分国别进口（万吨）	26
图 50 国内氧化铝产能情况	27
图 51 中国氧化铝行业理论利润	27
图 52 国内电解铝社会库存（万吨）	27
图 53 LME 电解铝库存（万吨）	27
图 54 铜铝价格走势（元/吨）	28
图 55 中国电解铝成本与盈亏（右）变化趋势	28
图 56: 中国铝业历史 PE Band	30
图 57: 中国铝业历史 PB Band	30
表 1: 公司业务板块.....	6
表 2: 公司电解铝权益产能.....	14
表 3: 公司氧化铝权益产能.....	15
表 4: 公司自有矿山（截至 2024.12.31）	17
表 5: 国内铝土矿硅铝比在下降	17
表 6: 公司铝加工权益产能.....	21
表 7: 公司碳素（含预焙阳极）权益产能.....	21
表 8: 公司发电装机.....	22
表 9: 2025-2027 年海外产量变动.....	24
表 10: 国内电解铝平衡.....	26
表 11 主要业务收入成本测算（亿元）	29
表 12 营业收入及营业成本测算（亿元）	29
表 13 电解铝主要公司对比表.....	30
附：财务预测表	32

一、公司介绍

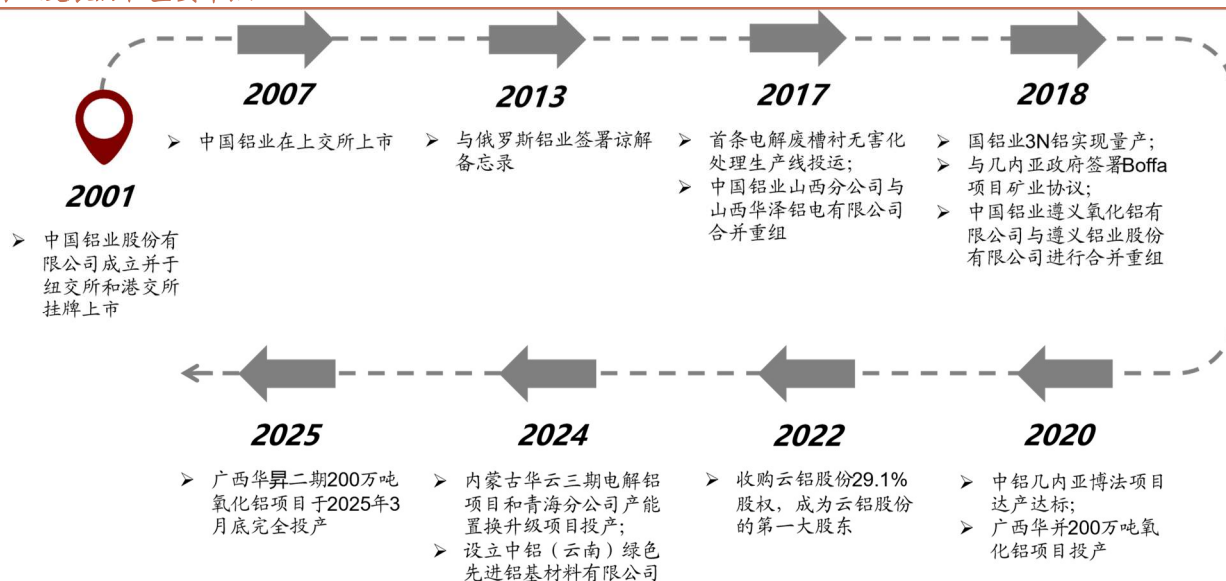
1、发展历程和股权结构

铝行业多环节产能全球第一，产业链完整。中国铝业股份有限公司（股票代码：601600.SH）是中铝集团的控股子公司，注册成立于2001年9月10日，同年12月，公司在香港和纽约成功发行了H股股份和美国存托凭证，并在纽约证券交易所和香港联交所挂牌上市；2007年公司股票在上交所上市交易。公司氧化铝、电解铝、精细氧化铝、高纯铝、铝用阳极及金属镓的产能均位居全球前列，业务包括铝土矿、煤炭等资源的勘探开采，氧化铝、原铝、铝合金及碳素产品的生产、销售、技术研发，国际贸易，物流产业，火力及新能源发电等，是全球铝行业少有的拥有完整产业链的国际化大型铝业公司。2022年为进一步解决公司与云铝股份的同业竞争问题，减少公司日常关联交易，公司收购云南冶金持有的云铝股份19%股权，从而持有云铝股份约29.1%的股权，成为云铝股份的第一大股东，并将云铝股份纳入公司合并报表范围。2025年3月，广西华昇二期200万吨氧化铝项目完全投产。

传统主业和新兴产业共同推进。2024年4月公司认缴2.88亿设立中铝（云南）绿色先进铝基材料有限公司，持股比例为60%，重点开展的项目包括云南昭通40万吨铝合金扁锭项目和云南文山20万吨铸轧卷项目。2024年，内蒙古华云三期电解铝项目建成投产，配套达茂旗1200MW新能源项目并网发电；青海分公司电解铝产能置换升级项目投产。公司2024年实施10个精细氧化铝项目，开工建设6个高纯铝、铝合金项目、18个新能源项目，电解铝清洁能源消纳占比达45.5%，业内领先。

近年来，公司加速推进布局优化与结构调整战略，积极孵化并壮大战略新兴产业，持续强化价值创造能力，致力于成为原创技术的“孵化器”与现代铝产业链的“领航者”。在此过程中，成功研发并推出了一系列核心装备与技术，包括新型稳流节能保温电解槽、高纯超细氧化铝、以及5N级超细氧化铝等，显著增强了公司的市场竞争力。

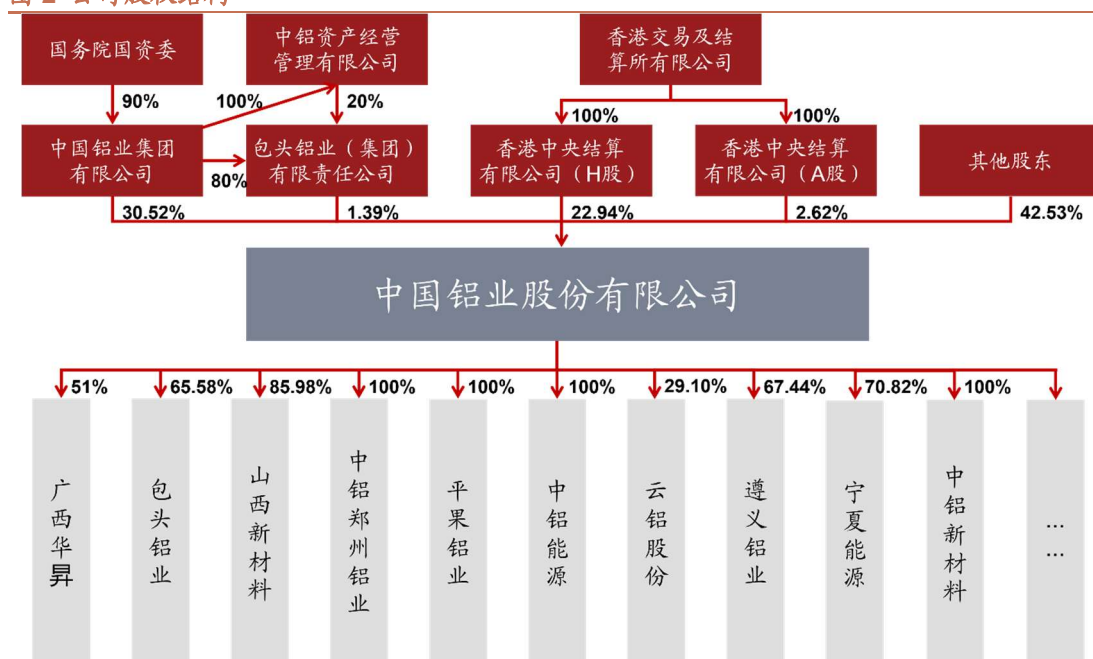
图1 发展历程重要节点



资料来源：公司公告、招商证券

控股股东中铝集团为有色金属行业重要央企。中国铝业股份第一大股东为中国铝业集团，是中央管理的国有重要骨干企业和国有资本投资公司试点企业，产业链涉及铝、铜、铅、锌、镓、锗等 20 余种有色金属元素，主营业务遍布全球 20 多个国家和地区。集团主营的氧化铝、电解铝、精细氧化铝、高纯铝、铝用阳极产能全球领先，铜综合实力位列国内第一梯队，铅、锌综合实力国内领先，锗、镓金属产量国内第一。拥有中国铝业、云南铜业、中铝国际、云铝股份、驰宏锌锗、银星能源等 6 家上市公司，形成了铝、铜、高端制造、工程技术、资产经营、产业金融、环保节能、智能科技、海外发展等有色金属领域多元化发展格局。目前中国铝业集团直接持有公司 30.52% 的股权，并通过包头铝业间接持股 1.39%，合计 31.91%。

图 2 公司股权结构



资料来源：公司公告、ifind、wind、招商证券

2、聚焦主业，持续优化盈利能力

公司拥有氧化铝、原铝、贸易、能源、总部及其他营运五大业务板块，其中氧化铝和原铝为核心主业，各业务相互支撑、协同发展，共同铸就了中铝股份在全球铝业中的领先地位。

表 1：公司业务板块

板块	业务内容
氧化铝	包括开采、购买铝土矿和其他原材料，将铝土矿生产为氧化铝，并将氧化铝销售给本集团内部的电解铝企业和贸易企业以及集团外部的客户。该板块还包括生产销售精细氧化铝及金属镓。
原铝	包括采购氧化铝、原辅材料和电力，将氧化铝进行电解生产为原铝，销售给集团内部的贸易企业和集团外部客户。该板块还包括生产销售碳素产品、铝合金产品及其他电解铝产品。
营销	主要从事向内部生产企业及外部客户提供氧化铝、原铝、其它有色金属产品和煤炭等原燃材料、原辅材料贸易及物流服务等业务。

板块	业务内容
能源	主要业务包括煤炭、火力发电、风力发电、光伏发电及新能源装备制造等。主要产品中，煤炭销售给集团内部生产企业及集团外部客户，公用电厂、风电及光伏发电销售给所在区域的电网公司。
总部及其他营	涵盖公司总部及其他有关铝业务的研究开发及其他活动。

资料来源：公司公告、招商证券

聚焦主业，原铝及氧化铝营业收入占比攀升。近年来公司聚焦主业、减少低毛利贸易业务影响，氧化铝及原铝营业收入之和自2014年的675.02亿元攀升至2024年2,103.62亿元，CAGR达10.89%，占主营业务收入比例自2014年的47.61%上升至2024年的88.74%。

图 3 2014-2025H1 各部门营业收入占比

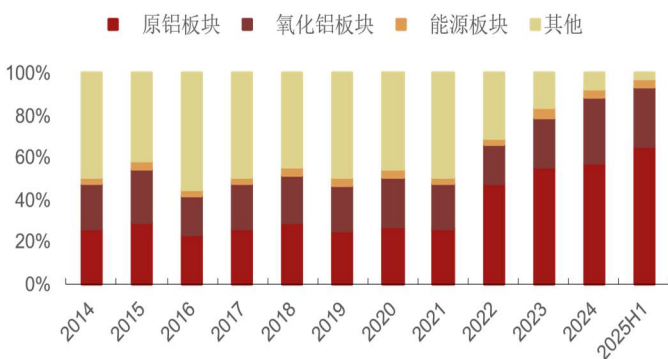
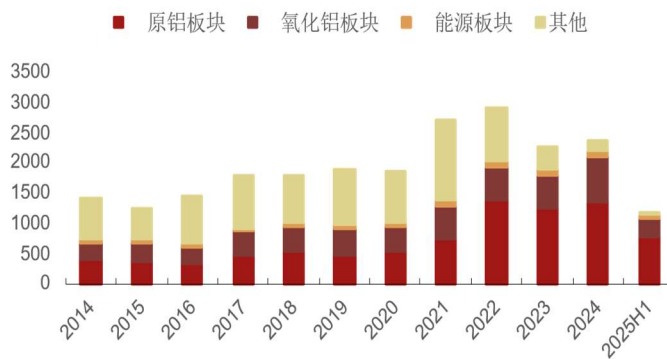


图 4 2014-2025H1 各部门营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、ifind、招商证券

资料来源：公司公告、ifind、招商证券

氧化铝与原铝两大核心业务板块实现量价齐升。2024年，我国年内铝现货价平均为19,943元/吨，同比+1,231元/吨，涨幅达6.58%；氧化铝均价为4,078元/吨，同比+1,159元/吨，涨幅达39.71%。铝价上涨为公司带来更大利润空间。

2024年，氧化铝板块营业收入飙升至740.04亿元，较2023年的535.26亿元增加204.78亿元，毛利跃升至195.34亿元，较上年同期的58.07亿元增加137.27亿元，同比激增236.39%；2024年氧化铝产量稳健提升至2,118万吨，同比增加2.47%，其中冶金级氧化铝产量为1,687万吨，精细氧化铝产量为431万吨。

原铝板块营业收入达1,363.59亿元，较上年同期的1,253.12亿元增加110.47亿元；原铝毛利总额为140.57亿元，同比-15.04%，主要系氧化铝等原料价格上涨导致成本增加较多；2024年原铝产量761万吨，同比增长12.08%。

图 5 现货价:铝（元/吨）

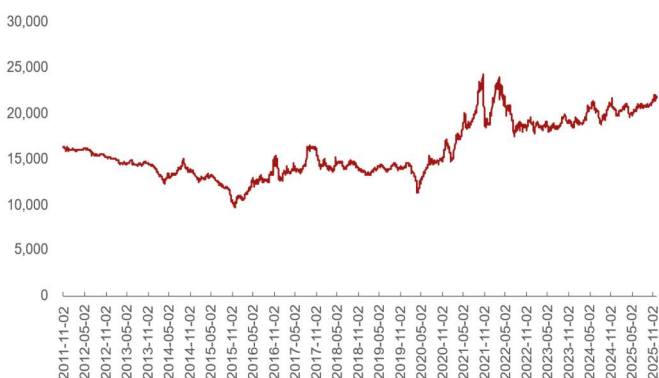
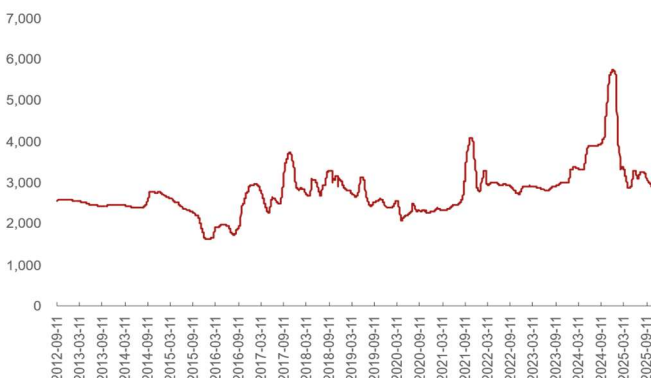


图 6 氧化铝现货价格（元/吨）

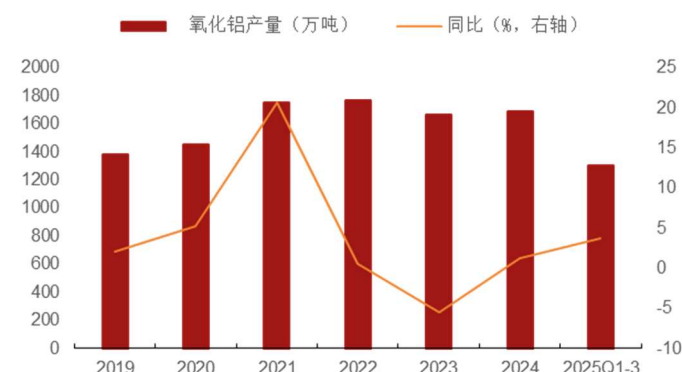
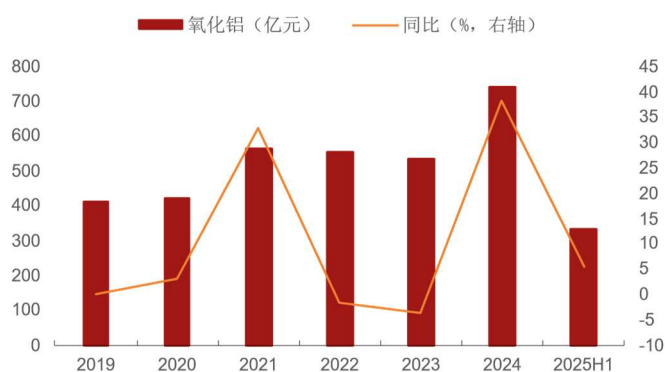


资料来源：Wind、招商证券

资料来源：Wind、招商证券

图 7 氧化铝板块营业收入

图 8 氧化铝产量

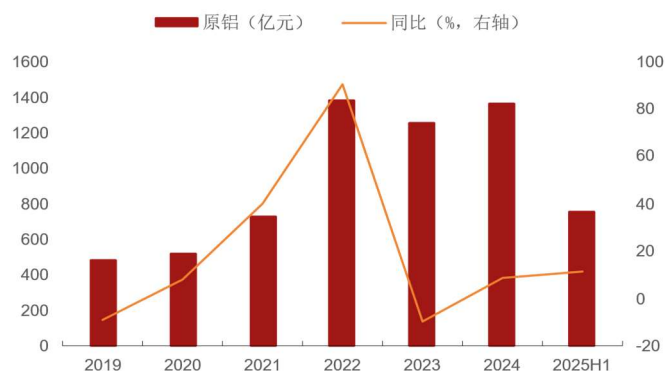


资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

图 9 原铝板块营业收入

图 10 原铝产量



资料来源：公司公告、招商证券

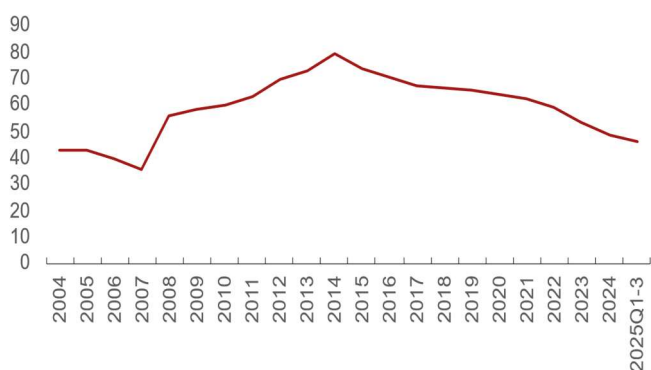
资料来源：公司公告、招商证券

近 10 年报表质量持续优化。2017 年公司抓住供给侧改革机遇，积极与金融机构开展合作，设立了 100 亿元的产业投资基金、引入了 100 亿元供给侧结构性改革投资基金等多种融资方式；抓住国家市场化和法治化债转股政策的机遇，通过发行股份购买资产的方式，启动市场化债转股项目，债转股总规模达 126 亿元，大幅降低公司的资产负债率，优化公司资产负债结构。2021 年，公司进一步通过压缩带息债务规模、优化融资成本等方式实现财务费用同比降低。

至 2024 年 H1，公司资产负债率已降至 49.97%，是近 10 年以来首次低于 50% 的重要里程碑，并在 2025 年 Q3 进一步降至 46.38%；同时，公司财务费用率也从 2015 年的 4.24% 下降至 2025 年前三季度的 0.94%。公司资本结构更加稳健，偿债能力增强，盈利能力进一步提高。

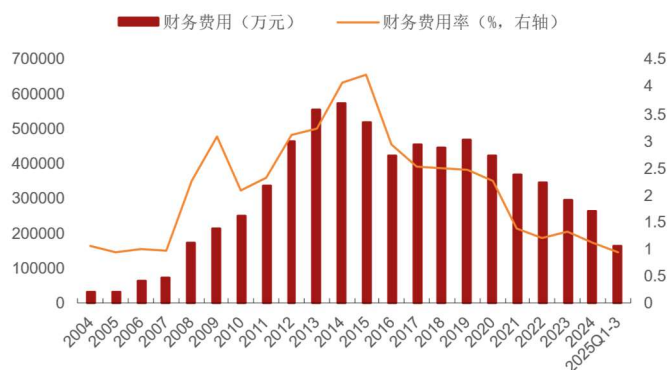
公司的营业现金比率也实现了大幅提升，从 2019 年的 6.62% 跃升至 2025 年前三季度的 14.38%，运营效率显著提升。公司净资产收益率持续攀升，2019 年公司 ROE 为 1.59%，2024 年公司 ROE 达 19.13%，提高 17.54pct。

图 11 资产负债率(%)



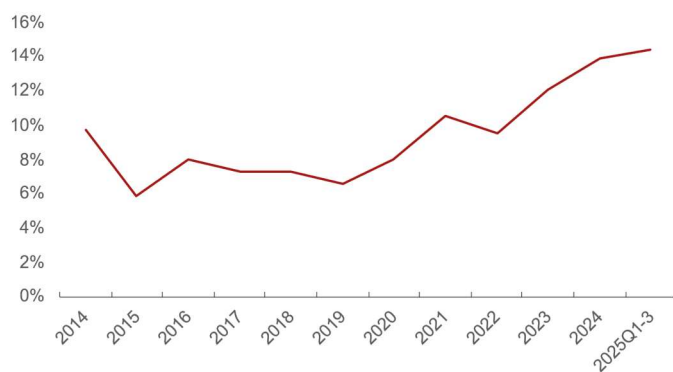
资料来源：公司公告、Wind、招商证券

图 12 财务费用及财务费用率



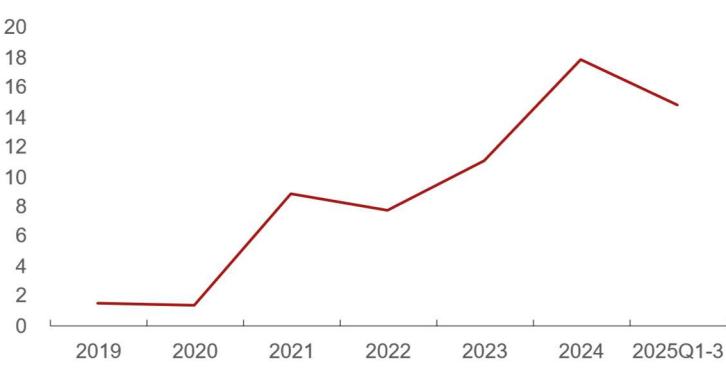
资料来源：公司公告、Wind、招商证券

图 13 公司营业现金比率



资料来源：公司公告、Wind、招商证券

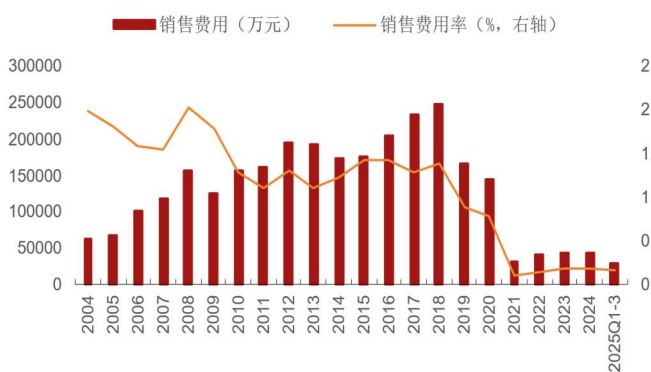
图 14 ROE(TTM; %)



资料来源：公司公告、Wind、招商证券

加强期间费用管理,销售费用率和管理费用率持续降低,进一步提高公司净利润。2021年,公司将为了履行收入合同而从事运输活动的相关运输成本在确认商品和服务收入时结转计入利润表的“营业成本”项目,不再计入“销售费用”项目,销售费用率由前一年的0.78%下降至0.12%,并在近几年始终维持在0.20%以下,2025年前三季度为0.17%。管理费用方面,公司持续优化内部管理、提升劳动效率、严控费用支出,虽然2020年以来由于疫情及员工激励等因素导致管理费用有所上升,但管理费用率仍维持在较低水平,2025年前三季度公司管理费用率为1.87%。

图 15 销售费用及销售费用率



资料来源：公司公告、Wind、招商证券

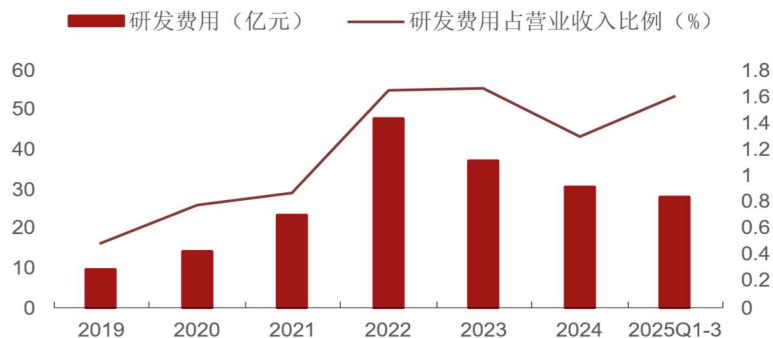
图 16 管理费用及管理费用率



资料来源：公司公告、Wind、招商证券

公司高度重视科技研发，研发费用率较 2019 年大幅提升。近年来，公司持续建强“四大平台”（即自主创新平台、成果转化平台、协同创新合作平台、应用技术合作平台），拓展研发资源，提升创新效能。重点推动高纯氧化铝、铝电解深度节能等技术突破；强化煤下铝、沉积型铝土矿高效利用技术攻关等，培育产业迭代升级新优势；积极开发高性能压铸铝合金等新产品；加快智能工厂、智能矿山建设，提升公司数智化水平。公司研发费用占营业收入比例整体呈上升态势，公司 2025 年前三季度研发费用 28.22 亿元，研发费用率 1.60%，费用总额及研发费用率相较于 2019 年均有显著提升。

图 17 研发费用及研发费用率



资料来源：Wind、招商证券

3、2021 年以来业绩兑现度明显增强

盈利能力显著加强。公司近年来净利润持续高速上升，2015-2024 年实现连续 10 年盈利，净利润从 2015 年的 4.24 亿元增至 2024 年的 193.82 亿元，十年 CAGR 为 46.57%，销售净利率从 2015 年的 0.34% 增至 2024 年的 8.18%。

公司持续扩张氧化铝及原铝产能，2024 年，由于市场氧化铝价格大幅上涨，叠加电解铝价格稳步提高，带动公司业绩显著提升，全年净利润 193.82 亿元，同比上升 54.02%，创历史新高。

2021 年之前，中国铝业的毛利率水平在同行业公司中偏低，但呈稳定上升的趋势，至 2025Q1-3 已达到 17.3%，与同行业公司差距显著收窄。根据公司电解铝和氧化铝权益产能计算理论利润，并与公司实际业绩进行对比，可以看到公司实际利润与理论利润的比值已经从 2020 年的 13.8% 提升至 2025Q1-3 的 66.3%，业绩兑现度显著提高。

图 18 同行业公司毛利率对比 (%)

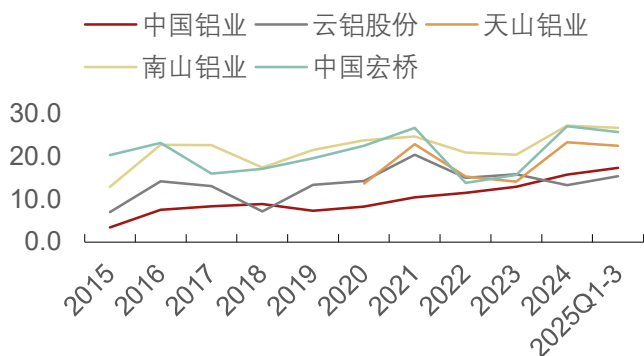
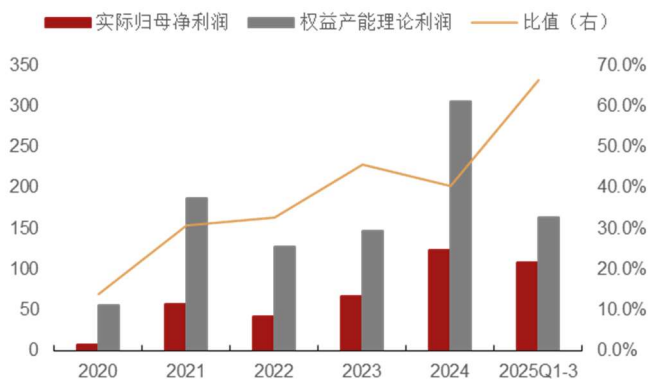


图 19 公司理论利润和实际利润对比 (亿元)



资料来源：ifind、招商证券
注：中国宏桥为 2025H1 毛利率

资料来源：ALD、SMM、公司公告、招商证券

此外，自 2021 年以来，公司销售毛利率和销售净利率开启同步上升，毛利率与净利率之差维持大约 7.5pct 的水平，表明公司得益于内部成本管控有效、资本结构优化，其盈利传导机制已畅通并稳固。

图 20 公司净利润及同比（右轴）

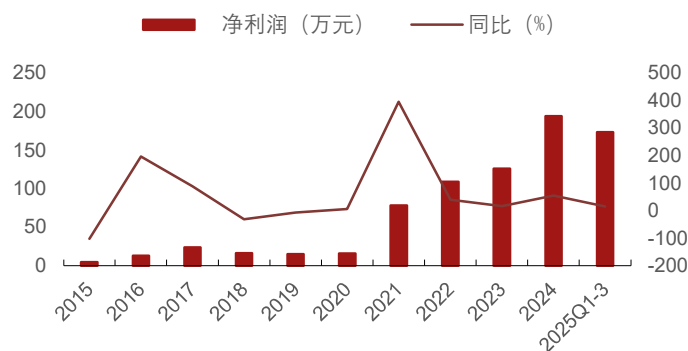
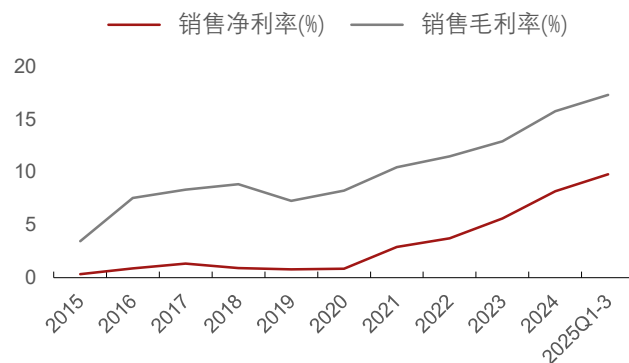


图 21 公司销售净利率和毛利率



资料来源：Wind、ifind、招商证券

资料来源：Wind、ifind、招商证券

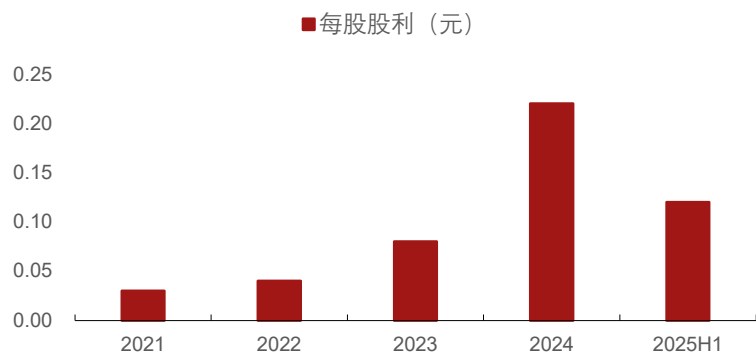
4、分红比例不断提升

市值管理成为关注重点，分红提升未来可期。国资委近年重视中央企业市值管理工作，要求中央企业将市值管理作为一项长期战略管理行为，引导控股上市公司牢固树立投资者回报意识，增加现金分红频次、优化现金分红节奏、提高现金分红比例。在此背景下，中铝股份在市值管理和分红方面表现突出。

公司连续三年提高分红比例，2024 年不仅首次进行了中期分红，而且全年分红水平较 2023 年进一步大幅提升，全年进行现金分红 37.23 亿元，股利支付率 30.02%，2025H1 再次进行中期分红。

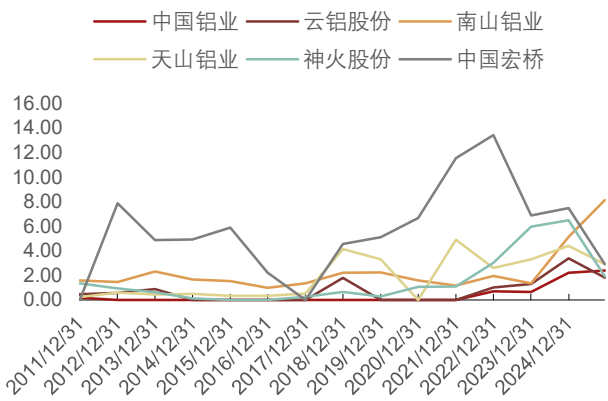
控股股东及其一致行动人首次增持公司股份。2025 年 4 月，公司控股股东中铝集团及其一致行动人拟通过上交所和香港联交所增持公司 A 股及 H 股股份。截至 2025 年 5 月 29 日，已累计完成增持 10.07 亿元，占总股本的 1.12%。增持体现了控股股东对公司长期发展的信心和对市值管理的重视。

图 22 中铝历年每股分红（元）



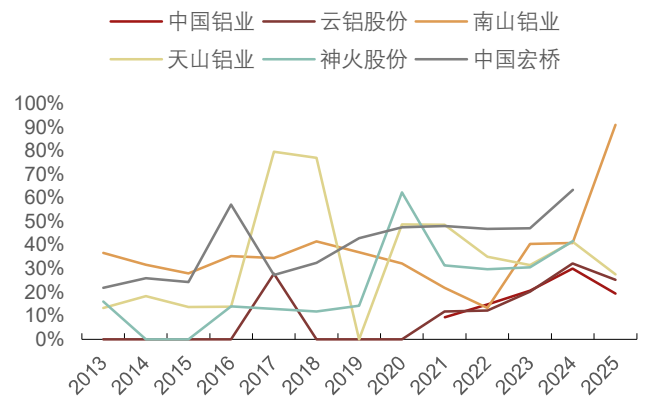
资料来源：Wind、招商证券

图 23 可比公司股息率（%，截至 2025/12/14）



资料来源：ifind、招商证券

图 24 可比公司股利支付率（%，截至 2025/12/14）



资料来源：ifind、招商证券

二、构建全产业链发展格局

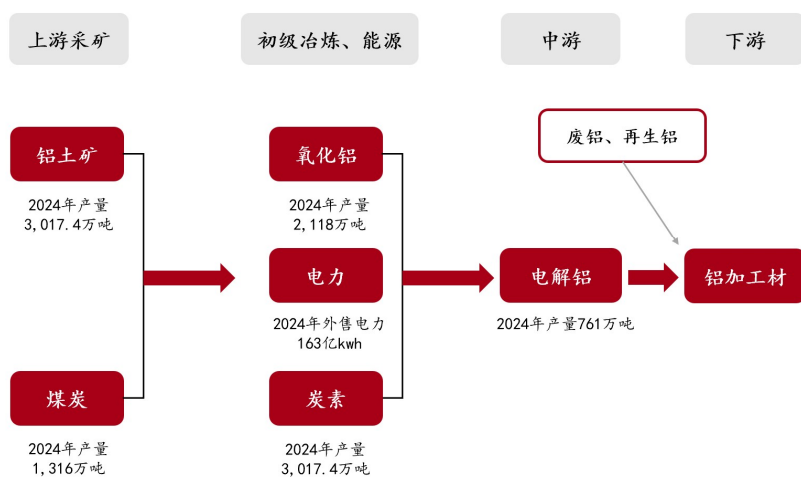
“5-6-3”格局展宏图，原料加工一体化，共绘世界一流铝业新篇章。公司立足国内国际双循环，以价值创造为导向，做优做强矿产资源、氧化铝、电解铝、碳素、发电 5 大传统产业；做精做专精细氧化铝、铝合金、高纯铝、新能源、小金属、资源综合利用 6 大战新产业；做实做优贸易、物流、物资 3 大平台产业，构建“5-6-3”产业发展格局，围绕建设具有全球竞争力的世界一流铝业公司的目标，坚定打造科技创新特强的主力军、矿产资源特强的压舱石、高端先进材料特强的顶梁柱、绿色低碳低成本数智化特强的引领者；坚持开放合作，以三大平台为依托，搭建线上线下融合，集生产、交易、金融、仓储、运输、数据、资讯等为一体的综合性供应链服务平台，不断培育、完善以产品价值创造为核心，与金融贸易增值密切结合的商业模式。

图 25 公司“5-6-3”产业发展格局



资料来源：公司年报、招商证券

图 26 公司一体化布局铝业全产业链



资料来源：公司年报、招商证券

1、并购+置换升级，电解铝产能提质增量

电解铝权益产能占国内 10.5%。根据阿拉丁数据显示，截至 2025 年 12 月，国内电解铝建成产能 4536 万吨，公司电解铝权益产能达 486.7 万吨，占国内总产能 11%。自 2021 年起，中国铝业对旗下电解铝企业则推广“五标一控”（即标准化管理、标准化作业、标准化班组、标准化现场、标准化岗位和严格控制工艺指标）的管理模式，进一步强化了成本控制和价值创造能力。

表 2: 公司电解铝权益产能

位置	公司	权益(%)	产能(万吨)	权益产能(万吨)
内蒙古	包头铝业	100	150	150
甘肃	兰州铝业	100	97	97
云南	云南铝业股份有限公司	29	305	88
青海	青海分公司	100	50	50
山西	中铝山西新材料有限公司	86	42	36
贵州	遵义铝业	67	38	25
贵州	贵州华仁	40	50	20
山西	山西中润铝业	40	50	20
合计产能(万吨)			782	487

资料来源: Wind、公司公告、公司官网、招商证券

2022 年并购云铝，实现并表产能产量大幅增长。公司持有云南铝业股份有限公司 29.10% 股权，为云铝股份的第一大股东。云铝股份当前拥有电解铝产能 305 万吨，按照 29.10% 的持股比例计算，公司权益产能为 88.76 万吨。

云铝股份权益产能有增量。2025 年 11 月，云铝股份公告拟斥资 22.67 亿元收购云南冶金持有的三家控股子公司少数股权，此次交易完成后，云铝股份将实现对云铝泓鑫 100% 控股，对云铝润鑫和云铝涌鑫的持股比例也将分别提升至 96% 以上。云铝涌鑫和云铝润鑫合计拥有电解铝产能 55 万吨，云铝股份此次收购将增加电解铝权益产能超过 15 万吨，云铝泓鑫目前主要经营铝合金业务，云铝股份计划以云铝泓鑫为平台拓展铝土矿开发运营业务。

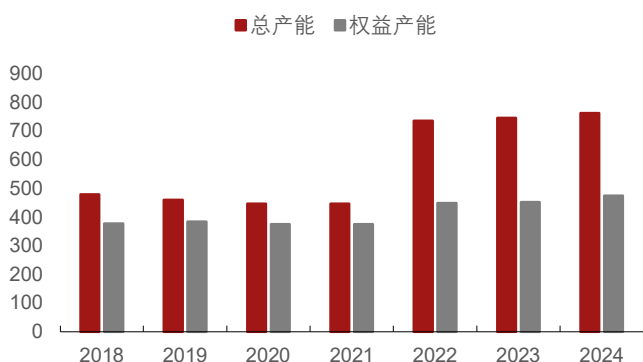
2024 年华云三期投产，净增产能 17 万吨。公司于 2007 年以换股方式取得了包头铝业 100% 的股权，包头铝业成为公司的全资子公司。目前，包头铝业现有电解铝产能 150 万吨，其中包括包头铝业的一条电解铝生产线，产能 30 万吨每年（原有产能 55 万吨，其中 15 万吨和 10 万吨生产线已置换到华云三期项目），以及内蒙古华云的三条电解铝生产线，产能分别为 46.4、28、42 万吨每年。

内蒙古华云三期电解铝项目于 2023 年 3 月开工建设，并于 2024 年 5 月通电投产，共建成电解铝产能 42 万吨（净增产能 17 万吨），轻合金材料产能 42 万吨，采用行业领先的 600KA 大型预焙电解槽技术，项目建成后达到“四高一高”，即经济技术指标最优、数智化程度最高、劳动生产率最高、建设投资最省，生产最具市场竞争力的“高品质绿色低碳铝合金系列产品”。

青海项目顺利投产，持续进行升级改造。中铝青海分公司 600KA 电解槽产能置换升级项目在 2022 年 12 月获批立项，设计规模为 50 万吨/年，其中 40 万吨由青海分公司原产能等量置换，另外 10 万吨电解铝指标为云铝股份从云南转让，自 2024 年开工以来仅用 7 个月实现投产。该项目将原 160KA 老旧电解生产线升级为世界一流的 600KA 电解生产线，总作战目标为“建设绿色低碳、高质量、低成本、数智化、最具竞争力的电解铝典范”。项目投产后还在持续进行升级建

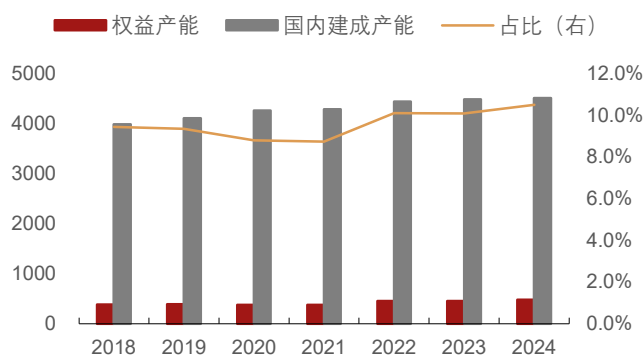
设, 2025 年 7 月, 600KA 电解铝项目阳极组装系统正式投产, 阳极组装效率将显著提升, 人工劳动强度大幅降低。

图 27 公司电解铝产能情况 (万吨)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 28 公司电解铝产能国内占比 (万吨)



资料来源: 公司公告、ALD、招商证券

2、2025 年华昇二期投产, 氧化铝产能超 2000 万吨

当前, 公司实现了氧化铝的完全自给, 确保了原料供应的稳定性。公司氧化铝产能分布在河南、山东、山西、广西等地。目前国内氧化铝建成产能为 1.15 亿吨/年, 中国铝业氧化铝权益产能达 2017 万吨, 占全国总产能 17.6%, 广西华昇二期 200 万吨产能于 2025 年投产, 进一步提升产能占比, 提高竞争力, 持续优化氧化铝产业布局, 推进氧化铝产能向沿海地区转移。在管理模式上, 中国铝业积极创新, 氧化铝企业推广“三化一提升”(即标准化、信息化、精细化管理和提升生产效率)的管理模式, 有效提升了生产效率和产品质量。

表 3: 公司氧化铝权益产能

位置	公司	权益 (%)	产能 (万吨)	权益产能 (万吨)
山西	中铝山西新材料有限公司	86	250	215
河南	中铝(郑州)铝业有限公司	100	241	241
山东	中铝山东有限公司	100	326	326
河南	中铝中州铝业有限公司	100	265	265
广西	中国铝业股份有限公司广西分公司	100	252	252
贵州	遵义铝业股份有限公司	67	100	67
贵州	贵州华锦铝业有限公司	60	160	96
山西	山西华兴铝业有限公司	100	200	200
山西	中铝集团山西交口兴华科技股份有限公司	33	90	30
广西	广西华昇新材料有限公司	51	400	204
云南	云南铝业股份有限公司	29	140	41
重庆	中国铝业重庆分公司	100	80	80
合计产能 (万吨)			2504	2017

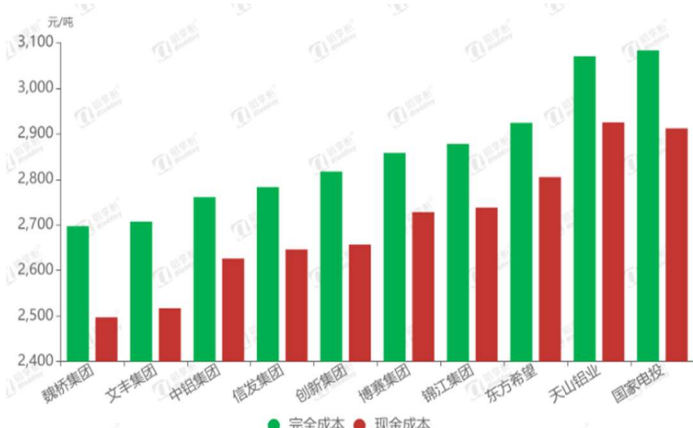
资料来源: Wind、公司公告、公司官网、招商证券

图 29 中国氧化铝产能（万吨）



资料来源：ALD、招商证券

图 30 中国十大氧化铝企成本



资料来源：ALD、招商证券

中铝山东有限公司为公司贡献了最多的氧化铝权益产能。目前，中铝山东氧化铝及高品质氧化铝产能 177.3 万吨，精细氧化铝产能 149 万吨，合计氧化铝产能 326.3 万吨。近年来，中铝山东加快推进“1+2+N”发展战略（“1”：是打造世界一流铝基新材料产业集群。“2”：是全力推进循环经济综合利用产业、铝合金精深加工产业。“N”：即推动建材、氯碱、职业教育等向产业集团化发展），加快产品产业结构调整，转型升级初见成效，中铝山东被评为高新技术企业和绿色工厂，是中国精细氧化铝的龙头企业。

中铝中州铝业自一期投产至今，通过不断挖潜改造，已形成拜耳法与强化烧结法两种工艺并行、国内矿与进口矿两种资源并用的生产组织模式，氧化铝年生产能力达到 265 万吨。主要产品为冶金级氧化铝、非冶金级氧化铝、精细氧化铝。其中：非冶金级氧化铝陆续推出了双五、中性、刚玉等产品，应用领域已拓展到耐材、氟化铝、净水剂等行业。精细氧化铝先后成功开发出实体面材填料、阻燃填料、铝盐、净水剂、高温氧化铝和高纯氧化铝等六大系列、三十多种常规产品，年实物产量 45 万吨，广泛应用于高端人造石、高端阻燃产品、高端低烟无卤电缆母粒、高端净水剂等行业，产品远销美国、日本、韩国等 20 多个国家和地区。

中铝山西新材料地处山西省河津市，是由中国铝业股份有限公司山西分公司和山西华泽铝电有限公司于 2017 年 8 月合并重组而成。截至 2023 年末，中铝山西新材料氧化铝产能 250 万吨，中国铝业持股比例为 86%，权益产能为 215 万吨。近年来，中铝山西新材料一线科技人员持续加大赤泥等固废分析研究力度，力争找到更多的资源化利用途径，与地方政府围绕氧化铝赤泥、铝灰等生产废弃物，共同探索资源化综合利用的有效途径，实现了国产矿赤泥在煤矸石制砖、灰陶琉璃仿古砖的成功应用，仅 2023 年就完成赤泥综合利用量 37 万吨，综合利用率 17.39%。

广西华昇新材料有限公司是中铝集团落实国家“一带一路”倡议，贯彻“两海战略”的生态铝工业基地项目，利用防城港港口优势和能源、资源及市场优势，规划建设 400 万吨氧化铝、80 万吨电解铝及配套铝合金、铝加工项目，采用“总体规划、分步实施”建设方案。一期 200 万吨氧化铝项目已于 2020 年 9 月建成投产，并实现投产即盈利，2024 年二期 200 万吨项目陆续投产，于 2025 年达产，目前 400 万吨氧化铝产能满产运行。

3、铝土矿资源雄厚，自给率超 70%

2024 年，公司全年铝土矿生产量达到 3,017.4 万吨，在深耕国内资源的同时，公司积极实施全球化战略，将目光投向非洲、东南亚等铝土矿资源丰富的地区，通过海外布局进一步提升资源自给率和可持续发展能力。目前，公司不仅在国内铝土矿资源拥有量上稳居第一，还在海外掌控了约 20.8 亿吨的铝土矿资源。2024 年，公司国内外新增铝土矿资源量 4 亿吨，自有矿山铝土矿资源量达 27 亿吨，资源保障度极高。

表 4: 公司自有矿山 (截至 2024.12.31)

矿山名称	资源量 (万吨)	储量 (万吨)	品位	年产量 (万吨)	资源剩余可开采年限 (年)	许可证/采矿权有效期
平果矿	6,585.40	2,266.78	10.8	580	5.7	2024.03-2036.04
贵州矿	10,342.00	3,661.81	9.26	178	15.9	2024.10-2038.12
遵义矿	3,018.72	1,380.35	3.83	81	8.6	2026.07-2032.11
山西新材料矿	9,583.43	3,482.53	5.72	221	20.3	2017.09-2035.07
三门峡分公司		1,270.95	5.23	0.4		2020.12-2041.08
洛阳分公司	10,804.95	1,214.75	4.96	2	15	2027.06-2040.08
郑州分公司		1,516.36	5.3	99		2022.01-2033.11
许平矿		337.93	5.25	6.5		2019.05-2033.01
三门峡矿	9,198.86	2,111.46	6.58	31.7	11.2	2025.05-2035.02
焦作矿		24.63	5.19	16.8		2014.10-2024.10
阳泉矿	246.52	96.79	4.64	0	2.6	2031.09-2036.05
文山矿	6,268.31	474.35	6.36	142	10.7	2023.07-2028.03
华兴矿	6,161.38	361.83	8.23	93	8	2020.09-2029.12
博法矿	207,928.61	16,780.29	33.72	1,566	>60	2018.07-2033.07
合计	270,138.18	34,980.81	8.84	3,017.40	/	/

资料来源: 公司公告、招商证券

我国铝土矿资源整体品位较低，主要矿石类型为一水硬铝石型，占全国总量的 99%，特点是铝和硅的含量较高，但铝硅比低，溶出性能较差。近年来新建氧化铝厂普遍采用对铝硅比要求高的拜耳法生产工艺，导致高品质矿石需求大增，矿石贫化趋势严重，国内矿山品位下降严重。

几内亚铝土矿为高铝低硅型三水铝石，储量大、品位高 (AL:45-60%, SI:1-3.5%)、易开采。截至 2024 年，中国铝业位于几内亚的博法矿品位达 33.72%，远超公司全部铝土矿 8.84% 的平均品位。

近年公司在国内铝土矿的产量有所下降，2020 年为 1720.9 万吨，2022-2024 年降至 1450-1500 万吨，博法矿连年增产，产量从 2020 年的 1200 万吨增至 2024 年的 1566 万吨，有力保障了矿产供应。按照单吨氧化铝需要 2.3 吨铝土矿测算，2024 年公司生产冶金级氧化铝的铝土矿自给率约 78%，自 2020 年以来基本稳定在 70% 以上。

表 5: 国内铝土矿铝硅比在下降

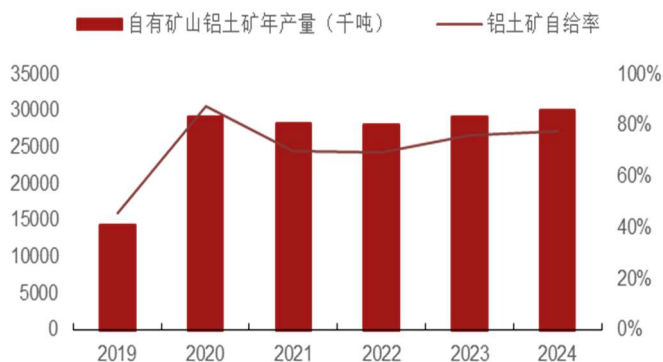
年份	河南	山西	贵州	广西
2018	4.5~5.0	4.5~5.0	5.5~6.5	8
2019	4.5~5.0	4.5~5.0	5.5~6.5	8
2020	4.0~5.0	4.0~5.0	5.5~6.5	6.0~8.0
2021	4.0~5.0	4.0~5.0	5.5~6.5	6.0~7.5
2022	4.0~5.0	4.0~5.0	5.5~6.5	6.0~7.5

年份	河南	山西	贵州	广西
2023	4.0~5.0	4.0~5.0	5.5~6.5	6.0~7.5

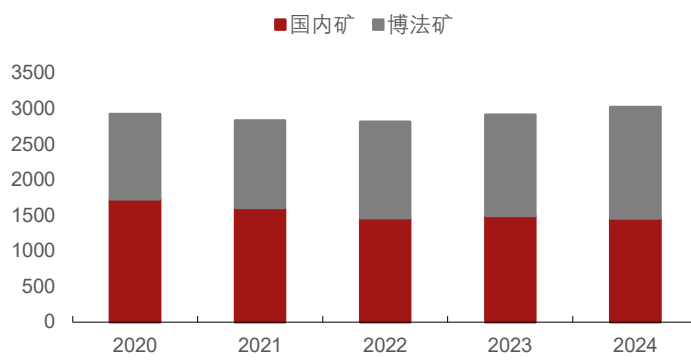
资料来源：《全球视角下的中国铝资源供需形势分析》王京等，招商证券

图 31 公司自有矿山铝土矿自给率

图 32 公司铝土矿生产结构（万吨）



资料来源：公司公告、招商证券



资料来源：公司公告、招商证券

2018 年，公司积极响应国家“一带一路”战略，大力实施全球化发展布局，确定了位于几内亚博法省博法市东北部的 Boffa 矿区。Boffa 项目于 2018 年 10 月 28 日奠基开工建设，首期建设规模为年产 1200 万吨铝土矿。2019 年 10 月 6 日，该项目启动现场采矿作业，2020 年 1 月 5 日，首船铝土矿启运回国，2 月 26 日在山东日照港正式接卸，随后发往中铝集团所属氧化铝企业使用。2020 年 6 月，Boffa 项目月矿石产量已达 110 万吨，提前圆满完成了各项建设和运营目标，创造了海外矿山建设运行的“中铝速度”。

2024 年，中铝几内亚铝土矿产量较 2023 年的 1,425.1 万吨增至 1,566 万吨，再创历史新高，有力保障了国内氧化铝生产需求。目前，公司博法矿资源量为 20.8 亿吨，资源剩余可开采年限超过 60 年。2024 年 11 月，中铝几内亚对博法北铝土矿资源开发项目进行可行性研究招标，设计产能为 2000 万吨/年，预计投产后将使得公司矿产资源保障能力有进一步跃升。

2025 年，Boffa 项目在稳产增效、产业链延伸及可持续发展方面均取得进展。2025 年 3 月，中铝几内亚对在博法地区建设一座年产 120 万吨冶金级氧化铝厂的可行性研究咨询服务进行公开招标，并规划了未来扩建至 240 万吨/年的可能性，这是中国铝业完善海外产业链、提升项目附加值的关键战略布局。公司在基础设施、农业支持、本地采购等方面也为当地做出贡献，进一步深化了该项目的可持续发展。

图 33 Boffa 铝土矿生产现场



资料来源：公司公告、招商证券

图 34 Boffa 项目首艘大型远洋货轮到港接卸



资料来源：公司公告、招商证券

公司国内自有矿山主要集中在山西、贵州、广西等地，其中年产量最高的是位于广西的平果矿，属世界上首次开发利用岩溶堆积型铝土矿床，2024 年年产量 580 万吨。截至 2024 年，平果矿剩余资源量 6,585.4 万吨，资源剩余可开采年限 5.7 年。公司充分发掘次生矿体开采和矿砂回收效能，进一步提升铝土矿生产能力。2025 年上半年公司生产全面加速，实现铝土矿超产 13 万余吨，吨氧化铝完全成本低于预算 7 元，较对标单位低 776 元，较 2024 年优势扩大 401 元。在降本增效的同时，矿山智能化水平持续提升，无人机测绘等技术的应用使得测量精度提升 8.3%，并大幅减少了人力需求。

公司在贵州拥有猫场铝矿、小长冲河铝矿、麦坝铝矿龙滩坝矿段等多个矿区，2024 年由于外部因素影响主力矿山全年停产 84 天，总产量 178 万吨，较 2023 年的 202.3 万吨有所下降。面对政策性停产影响，猫场铝矿排除万难实现超额生产；龙头山矿段投产即达产，通过优化抢采方案增加原定设计产量 1.6 万吨，4 个月累计“抢采”4.0 万吨；小长冲河铝矿克服矿体复变影响，通过优化设计成功扭转开拓困局。贵州矿在 2024 年实现爆破效率提升 20%以上，矿石贫化率显著降低。2025 年猫场铝矿应用了由中铝集团自主研发的“沉积型软破围岩铝土矿床顶板安全管控综合技术”，这一重大技术突破有效解决了长期存在的世界性开采难题。该铝土矿采场实现了安全回采，矿石大块率控制在 5%以内，爆破成本降低 0.27 元/吨，采场生产能力提高 10%-15%，采矿回收率提高 20%以上，整体技术达国际领先水平。

公司的控股子公司云铝股份，目前拥有 160 万吨的铝土矿产能，其矿区主要集中在云南省文山州。2024 年文山矿年产量 142 万吨，资源剩余可采年限 10.7 年。云铝文山成功研发出“两段法”铝灰资源化综合利用新工艺，在电石渣深度利用方面走在行业前列，赤泥综合利用率更是远超行业 15%的平均水平。

图 35 中铝广西分公司三期洗矿厂



资料来源：公司公告、招商证券

图 36 全球首创“岩溶堆积型铝土矿的开发应用”技术



资料来源：公司公告、招商证券

图 37 贵州矿区生产现场



资料来源：公司公告、招商证券

图 38 文山矿区实现复垦



资料来源：公司公告、招商证券

4、能源及辅料业务稳健增长

2024 公司煤炭产量 1,316 万吨，同比上升 0.84%，外售电厂销售量 163 亿 kwh，同比增长 0.62%。受 2024 年上半年煤炭市场价格大幅下降影响，公司 2024 年能源板块营业收入为 86.93 亿元，同比下降 6.08%；毛利为 24.64 亿元，同比下降 31.90%，较 2023 年降低 11.55 亿元；毛利率为 28.35%，同比下降 10.75pct。未来随着能源市场逐步回暖，公司能源板块有望实现稳健增长。

图 39 煤炭产量

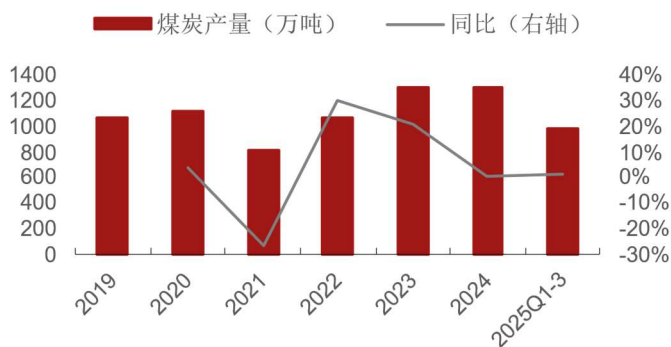
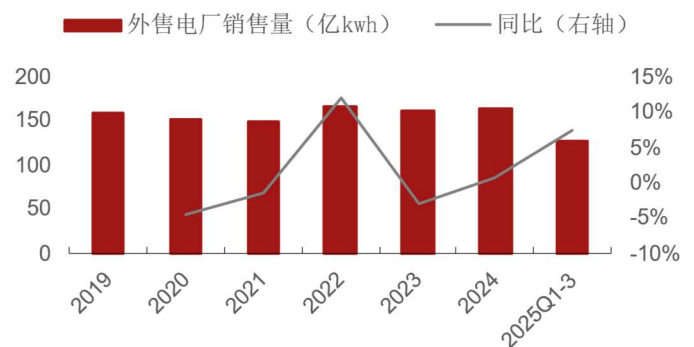


图 40 外售电厂销售量

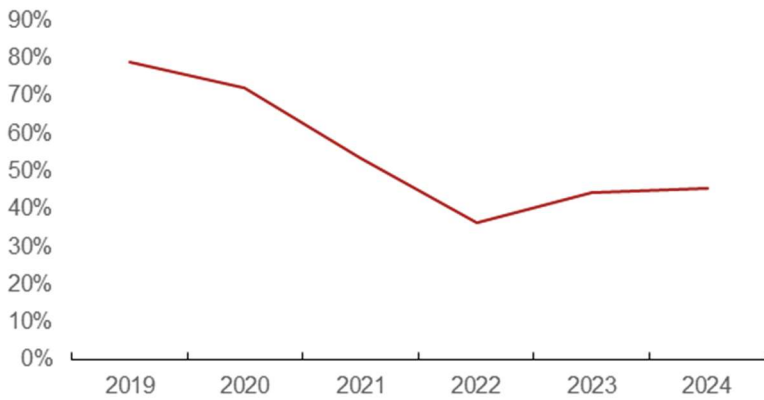


资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

公司煤炭主要源于宁夏能源旗下王洼煤业公司和银星煤业，共 4 对矿井及 2 个选煤厂，总产能达 1660 万吨/年。其中：王洼煤业公司煤炭勘查资源总量为 26.72 亿吨，拥有王洼一矿(产能 600 万吨/年)、王洼二矿(产能 360 万吨/年)、王洼三矿(产能 300 万吨/年)3 对矿井和 1 个王洼选煤厂(洗选能力 1200 万吨/年)；银星煤业公司地处宁夏灵武市马家滩镇，拥有银星一井 1 对矿井和 1 个银星选煤厂，产能 400 万吨/年。此外，在能源保障方面，宁夏能源 2023 年新增获取 2.71 亿吨煤炭资源量，为公司煤炭供应提供了有力支持。根据公司 2024 年总耗煤量 2,886.13 万吨测算，2024 年煤炭自给率达到了 45.60%，进一步降低了外部市场波动对公司运营的影响。

图 41 公司煤炭自给率



资料来源：公司公告、招商证券

公司在铝加工板块具备权益产能 134 万吨，碳素（含预焙阳极）权益产能 223 万吨，发电权益装机 359.61 万千瓦，进一步完善公司全产业链布局。并通过煤炭、电力，碳素三大配套产业进一步降低成本，提高价格波动下的成本竞争力。

表 6: 公司铝加工权益产能

公司	权益 (%)	产能 (万吨)	权益产能 (万吨)
中铝山西新材料有限公司	86	14	12
云南铝业股份有限公司	29	160	46
兰州铝业	100	66	66
包头铝业	100	10	10
合计产能 (万吨)		250	134

资料来源：公司官网、公司公告、企查查、Mysteel、内蒙古政府官网、招商证券

表 7: 公司碳素（含预焙阳极）权益产能

公司	权益 (%)	产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	备注
中铝山西新材料有限公司	86	44	38	
山西华圣铝业	51	6	3	
广西分公司	100	13	13	
云南铝业股份有限公司	29	82	24	
兰州铝业	100	73	73	
甘肃华鹭	51	15	8	预焙阳极
抚顺铝业	100	53	53	
包头铝业	100	12	12	

合计产能 (万吨)

298

223

资料来源：公司官网、公司公告、企查查、Mysteel、内蒙古政府官网、招商证券

表 8: 公司发电装机

公司	权益	装机 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)	备注
中铝山西新材料有限公司	86	60	51.59	2*300 兆瓦燃煤发电
广西分公司	100	11.7	11.7	11.7 万千瓦热电
包头铝业	100	120	120	2100 兆瓦新能源
银星能源	41	191.68	79.03	风电 160.68 万千瓦; 光伏 31 万千瓦
云南铝业股份有限公司	29	25.14	7.29	
兰州铝业	100	90	90	3*300 兆瓦
合计 (万千瓦)		498.52	359.61	

资料来源：公司官网、公司公告、企查查、Mysteel、内蒙古政府官网、招商证券

5、聚焦绿色低碳技术，引领产业高质量发展

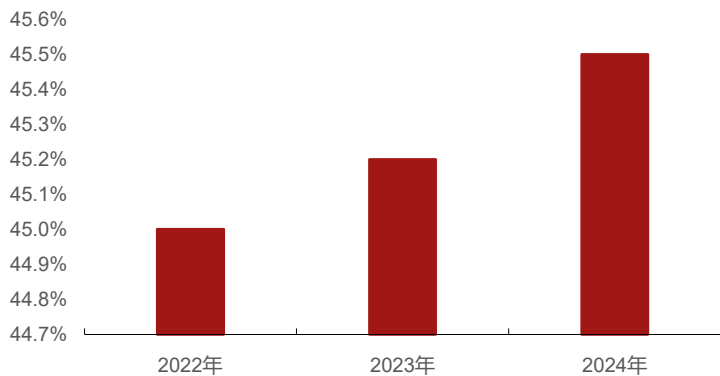
公司聚焦绿色低碳节能，持续加大对节能与低碳技术研发应用。公司定下 2025 年平均吨铝液综合交流电耗不超过 13,300 千瓦时的目标，2024 年实际平均吨铝液综合交流电耗为 13,285 千瓦时，提前完成目标。在发电业务单元，公司通过机组中生物质掺烧的应用推进发电机组“三改联动”改造，能耗降低 4.48 克煤耗。氧化铝业务单元，公司推进蒸发工序与焙烧工序改造，应用七效降膜蒸发器和焙烧节能技术，综合能耗下降了 5.6 千克每吨。

2024 年电解铝绿电占比提升至 45.5%。公司高度重视绿电的使用，将绿电占比指标纳入各生产企业的绩效考核体系，激励各企业积极采用绿色能源。通过技术和设施的优化配套，公司 2023 年电解铝生产过程中绿电（包括风电、光伏新能源、水电）的实际使用占比达到了 45.2%，超额完成了 45% 的既定目标，显著优化了能源消费结构，2024 年电解铝绿电使用比例进一步提升至 45.5%。

公司加快新能源和绿色产业的布局，推动新能源项目的快速规划建设。2024 年，公司重点推进源网荷储一体化低碳转型示范项目，达茂旗 1,200 兆瓦源网荷储新能源项目并网发电，预计每年可为包头铝业提供 39 亿千瓦时清洁电量。公司持续提升存量新能源产能效率，对老旧风场分步实施增容改造、大功率风机升级改造及涉网性能改造，有效提高现有风场资源利用效率。2024 年全年，中国铝业新能源发电量共计 36.96 亿千瓦时。

在拓展循环经济与降碳路径方面，公司于 2025 年 12 月宣布循环经济扁锭线扩能项目正式投产。该项目通过优化关键生产环节，显著提高了外购废铝的使用占比，并建立了全流程可追溯的数据系统，有助于全面提升再生铝规模化、低碳化利用水平。

图 42 公司绿电铝占比



资料来源：公司公告、招商证券

旗下多家企业获节能减碳相关认证。截至 2024 年，公司下属 8 家企业通过“低碳铝”认证，广西华磊、中州铝业两家企业获评国家能效“领跑者”，云铝文山、云铝海鑫两家企业获评国家水效“领跑者”。中铝股份广西分公司通过精准采购 6020 万千瓦时附带国家认证绿色电力证书（绿证）的绿电，已实现 2024 年全年二氧化碳同比减排 18.23 万吨。在国家双碳战略的推动下，绿色铝等低碳产品将享有更多的政策优惠和市场支持。这将使得公司在市场竞争中占据有利地位，通过差异化竞争策略吸引更多客户和合作伙伴，进一步提升品牌的市场竞争力。

图 43 云铝光伏发电直电接入电解铝生产用电项目



资料来源：公司公告、招商证券

三、看好电解铝涨价，利润走扩

1、供紧需增，预计电解铝长期紧平衡

国内建成产能和开工率逼近天花板。截至 2025 年 12 月，国内电解铝建成产能 4536 万吨，同比增加 0.58%，年内净增建成产能 26 万吨；运行产能 4459 万吨，同比增加 1.66%，年内净增运行产能 73 万吨。截至 2025 年 12 月电解铝开工率 98.3%，年内维持 97% 以上高位。

2025 年国内电解铝产量为 4449.71 万吨，同比+2.56%，增量 111.25 万吨，增量和增速均低于 2024 年。随着氧化铝价格回落以及中铝青海新建项目达产，产能逐步接近天花板，2025 年产能利用率维持高位，提升空间较小，2026 年增量可能更少。

图 44 国内电解铝运行产能（万吨）

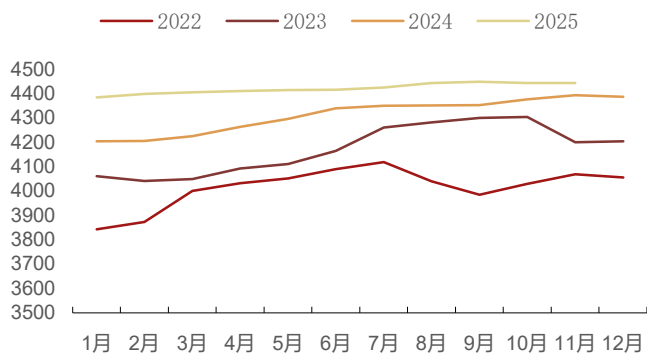
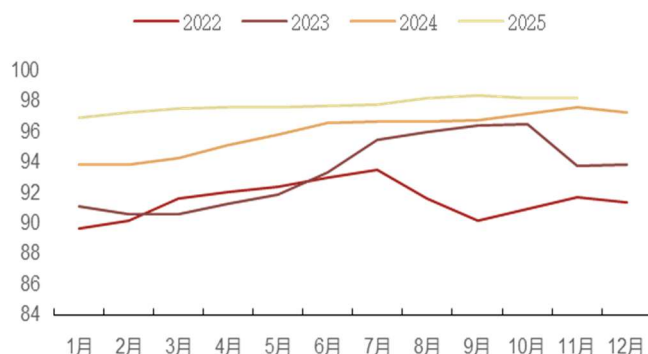


图 45 国内电解铝开工率(%)



资料来源：ALD、招商证券

资料来源：ALD、招商证券

海外电解铝投产进度可能较慢。目前海外在建产能主要集中于印尼、印度和中东，但投产约束较大，东南亚电力配套建设缓慢、中东氧化铝自给率低，此外海外普遍有建设效率低下的问题，涨价难以刺激电解铝快速放量。

据 ALD 统计，2025 年全球电解铝产量 7514.74 万吨，较 2024 年增长 168.51 万吨，增速 2.29%，增量和增速均较 2024 年明显收窄，且大部分增量来自中国，海外电解铝产量为 3065.03 万吨，较 2024 年增长 57.26 万吨，增速仅 1.9%。从产能来看，截至 2025 年末全球电解铝建成产能 8051.45 万吨，年内净增建成产能 60.5 万吨；全球电解铝运行产能 7538.07 万吨，年内净增运行产能 133.6 万吨，开工率 93.6%。

海外在产铝厂供应扰动频出。2025 年 10 月以来，多个海外铝厂传减停产消息。世纪铝业的冰岛 Grundartangi 铝厂电气故障致减产约 20 万吨/年，South32 旗下莫桑比克 Mozal 铝厂因电力成本压力与能源协议不确定性，宣布于 2026 年 3 月转入停产维护，力拓运营的澳洲最大铝厂 Tomago 因能源合约问题，可能在 2028 年停产。供应扰动可能在未来进一步加剧电解铝供给的紧张态势。

表 9：2025-2027 年海外产量变动

国家	铝厂	所属集团	2025	2026	2027
印度尼西亚	华青铝业	青山+华峰	20	3	-

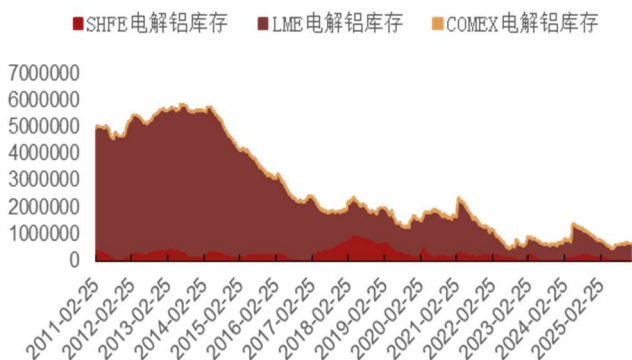
国家	铝厂	所属集团	2025	2026	2027
新西兰	新西兰铝厂(Tiwai Point)	RioTinto	-2	4	-
俄罗斯	泰舍特	俄罗斯铝业	10	2	-
德国/法国	埃森铝厂(Essen)/汉堡铝厂(Hamburg)	Trimet	5	4	-
马来西亚	民都鲁第三铝厂(Bintulu III)	齐力铝业	2	-	-
加拿大	阿尔维达 AP60 电解铝厂(Arvida AP60)	Rio Tinto	-2	2	5
美国	Salco-Asalouyeh	世纪铝业	1	3	1
西班牙	圣西普里安	美铝	6	8	-
莫桑比克	莫扎尔铝厂(Mozal)	South32	-3	-36	-14
美国	沃里克电解铝厂(Warrick)	美铝	3	2	-
巴西	阿卢慕铝厂(Alumar)	美铝	4	3	-
安哥拉	华通产业园	华通电缆	11	-	-
印度尼西亚	PT KALIMANTAN ALUMINIUM	阿达罗	20	30	-
印度尼西亚	PT Indonesia Asahan Aluminium	印尼国家铝业	0.1	-	-
印度尼西亚	信发集团	-	49	60	-
印度	BALCO	-	1	18	18
阿联酋	阿联酋环球铝业公司	Emirates	20	-	-
越南	达农铝厂	Tran Hong	5	15	-
俄罗斯	Kandalaksha, Nolgograd/Novokuznetsk	俄铝	-16.6	-10.4	-
冰岛	世纪铝业	-	-5	-	-
合计			128.5	87.6	136

资料来源: ALD, 招商证券

电解铝库存位于历史低位。2025 年国内电解铝社库整体低位, 2 月季节性累库一度冲上 80 万吨, 但随后去库较为顺利, 6 月之后出现的小幅累库幅度可控, 目前稳步去库。LME 年内库存约 30-60 万吨, 同样库存水平不高。截至 25 年末, 三大交易所电解铝库存 64.5 万吨, 处于历史低位, 有利于支撑价格。

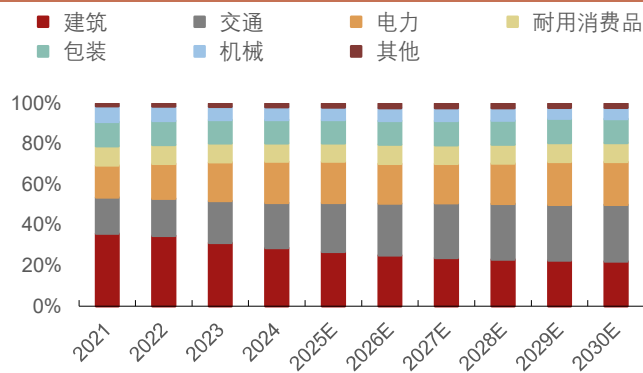
新兴行业持续拉动下游需求。从消费结构来看, 电解铝主要下游分为建筑、交通、电力、耐用消费品、包装、机械和其他, 建筑为最大下游但占比预计下行, 交通、电力、电子等行业将受益于新能源汽车、能源转型和电网建设、AI 及数据中心等新兴领域, 成为主要的需求驱动。根据 SMM 数据, 电力和汽车对铝的拉动明显, 过去 4 年贡献铝消费增量的约 87%, 约占 2025 年国内铝消费的 17%。

图 46 主要交易所电解铝库存 (吨)



资料来源: SMM, 招商证券

图 47 国内电解铝消费结构



资料来源: SMM, 招商证券

据 SMM 统计, 2021-2024 年国内电解铝持续出现缺口, 预计 2025-2026 年维持紧平衡状态。考虑到海外部分产能减停产, 以及新项目爬产进度, 预计 2026 年海外电解铝供应增量有限, 全球电解铝预计同样呈现供应短缺的格局。

表 10: 国内电解铝平衡

单位: 万吨	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
国内产量	3849	4007	4185	4355	4453	4527
国内净进口量	157	47	139	202	237	241
国内需求	4016	4085	4344	4559	4681	4776
国内平衡	-10	-31	-20	-2	9	-8

资料来源: SMM、招商证券

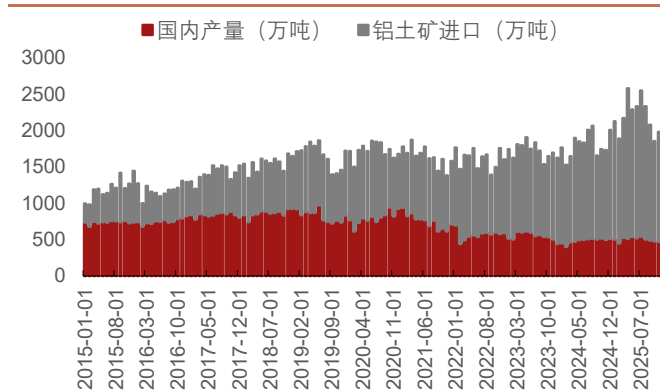
2、铝土矿和氧化铝供应充足

国产铝土矿供给瓶颈明显。国内铝土矿生产正面临储量、品位等资源瓶颈，储量仅占全球的 2.3%，产量则占全球的 20.7%，超采严重，静态储采比仅 7 年。近 10 年来，尽管国家持续重视铝土矿投入，但国内铝土矿产量几乎没有增长，叠加主产区持续进行环保、安全等相关矿业整顿，国内供应整体偏紧。

铝土矿对外依存度较高，几内亚和澳大利亚为主要进口来源国。由于国内资源禀赋不佳，铝土矿对外依存度持续提升，2025M1-11 我国共生产铝土矿 5521 万吨，进口 18651 万吨，对外依存度达到 77%。从进口结构来看，2025M1-11 我国自几内亚进口铝土矿 13785 万吨，占总进口量的 73.9%，自澳大利亚进口铝土矿 3495 万吨，占总进口量的 18.7%，合计占比达 92.6%，进口集中度较高。随着几内亚铝土矿产量快速提升，铝土矿供应整体充足。

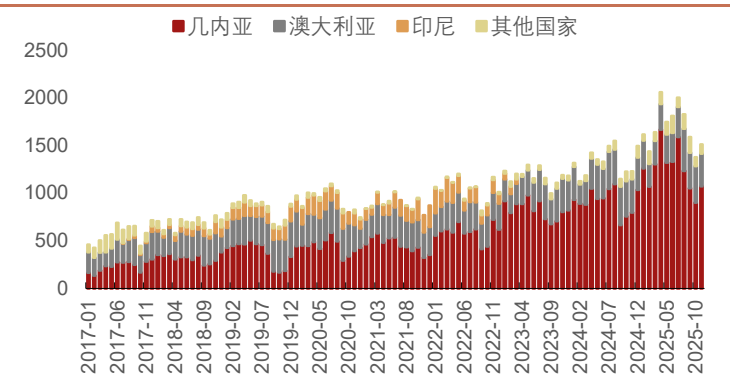
2025 年 12 月初，此前停运的 AXIS 矿区开始复产，进一步加剧了铝土矿的过剩压力，可能导致价格继续承压。据 SMM 调研，几内亚某大型矿山 2026 年一季度的长协价格定为 66.5 美元/吨，较上一季度下调 7.5 美元。

图 48 我国铝土矿总供应



资料来源: SMM、招商证券

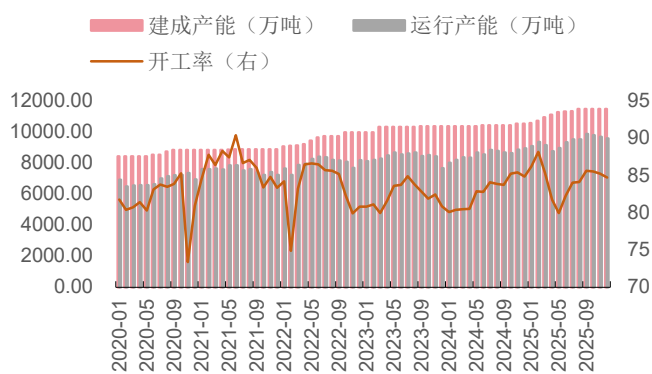
图 49 铝土矿分国别进口（万吨）



资料来源: ifind、招商证券

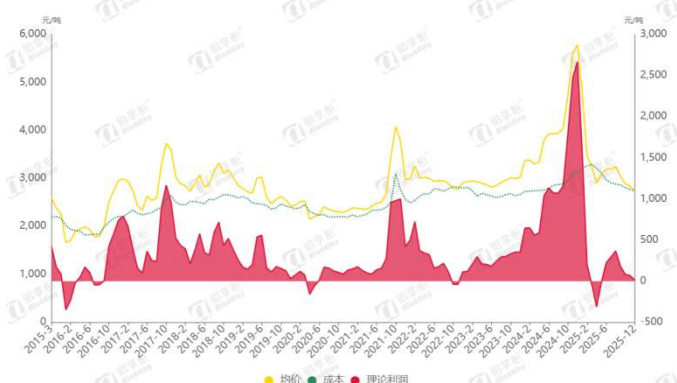
氧化铝预计供给充足，价格底部震荡。截至 2025 年末，我国氧化铝建成产能 11462 万吨，运行产能 9570 万吨，开工率 83.5%，开工率在历史中枢附近。2025 年国内氧化铝产量 9447.9 万吨，较 2024 年增长 9.4%，增幅较大。据 Mysteel 调研统计，2026 年氧化铝新投产产能约 1440 万吨/年，主要集中在上半年投产，预计供给持续宽松，价格底部震荡。

图 50 国内氧化铝产能情况



资料来源：SMM、招商证券

图 51 中国氧化铝行业理论利润

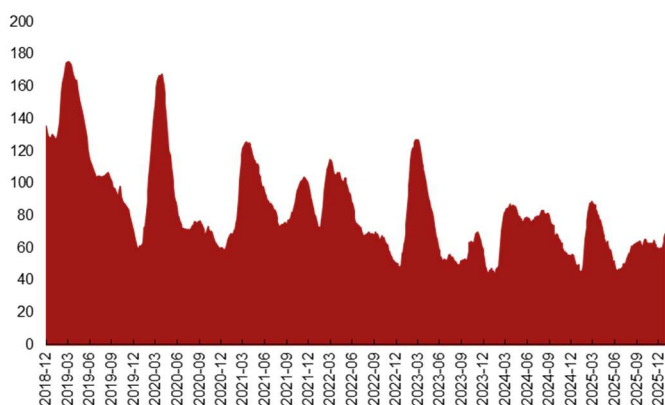


资料来源：ALD、招商证券

3、看好铝价景气，利润走扩

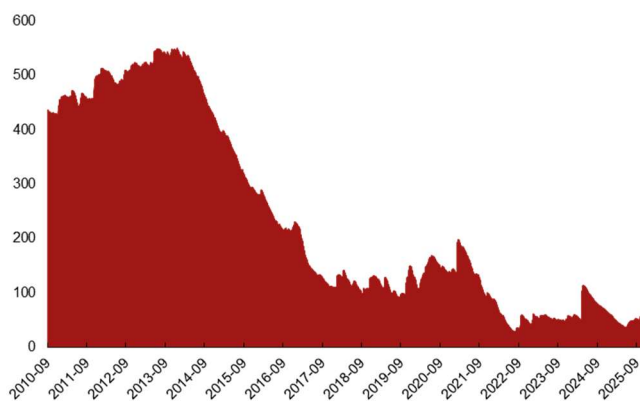
2025 年国内电解铝社库整体低位，2 月季节性累库一度冲上 80 万吨，但随后去库较为顺利，6 月之后进入传统淡季小幅累库，幅度可控，下半年稳步去库。元旦前后，电解铝季节性累库叠加发运端恢复和铝价快速冲高带来的供需矛盾，使得库存增至 68.4 万吨，但不改短期价格偏强以及中长期紧平衡趋势。LME 年内库存约 30-60 万吨，同样库存水平不高，显示国内外供需态势良好，对铝价形成支撑。

图 52 国内电解铝社会库存（万吨）



资料来源：SMM、招商证券

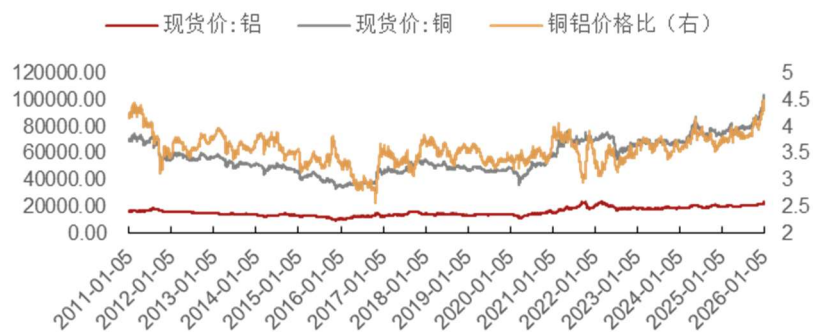
图 53 LME 电解铝库存（万吨）



资料来源：LME、招商证券

铜价强势上行或引发铝价跟涨。2025 年末铜价强势上行，拉动铜铝比来到 4.49 的历史高位，目前仍在 4.3 以上，为近 15 年最高。铜铝比走高之后一方面将在电力、家电等部分领域推动铝代铜，一方面也会带来资金的跨品种轮动，在短期抬升铝价。

图 54 铜铝价格走势（元/吨）

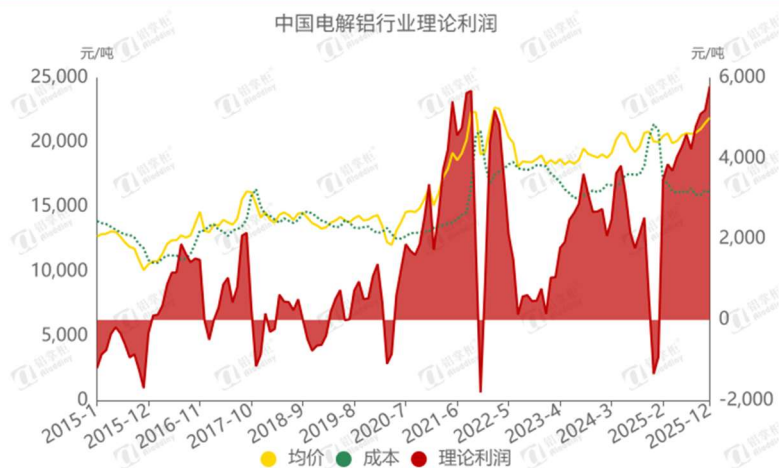


资料来源：ifind、招商证券

产业链利润向电解铝环节集中。2025 年以来，随着氧化铝和煤炭价格回落，以及电解铝价格持续走强，电解铝企业盈利改善明显，达到近几年高位。据 ALD 数据显示，2025 年 12 月中国电解铝行业加权平均成本为 1.61 万元/吨，现货铝月均价则为 2.19 万元/吨，吨铝盈利 5793 元，达到近 10 年高位。

原料供应充足，电解铝有望保持高盈利。近期氧化铝开工率 83.6%，若除去 1000 万吨僵尸产能(指近一年以上未开工生产的产能)，开工率为 91.7%，开工率较高，生产运行较平稳。据 Mysteel 调研统计，2026 年氧化铝新投产能约 1440 万吨/年，主要集中在上半年投产，预计供给持续宽松，价格可能维持低位。铝土矿整体供应较充足，叠加氧化铝价格低位带来的成本压力，预计价格短期上涨乏力。电解铝成本端可能继续低位运行，电解铝有望保持高盈利。

图 55 中国电解铝成本与盈亏（右）变化趋势



资料来源：ALD、招商证券

四、盈利预测和估值

价格假设:

国内供应逐步逼近天花板，海外产能放量缓慢，下游消费较好，2025 年铝价坚挺，我们预计电解铝价格中枢还将抬升，假设 2025-2027 年电解铝价格分别为 2.07/2.18/2.25 万元/吨。

氧化铝产能较为充裕，2025 年 8 月以来弱势运行，我们假设 2025-2027 年氧化铝均价分别为 0.32/0.29/0.29 万元/吨。

产量假设:

公司 2025Q1-3 电解铝产量为 600 万吨，结合公司电解铝产能以及全年经营计划，我们假设 2025 年公司电解铝产销量为 780 万吨。公司目前没有电解铝扩产计划，根据现有产能，我们假设 2026/2027 年电解铝产销量为 780 万吨/780 万吨。

广西华昇二期 200 万吨氧化铝项目在 2025H1 投产，2025 年下半年基本满产运行。公司在 2025Q1-3 共生产冶金级氧化铝 1304 万吨，我们假设全年生产 1720 万吨，同时假设 2026/2027 年生产氧化铝 1760/1800 万吨。

表 11 主要业务收入成本测算（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入					
原铝板块	1,253.12	1,363.59	1,593.34	1,674.61	1,728.38
氧化铝板块	535.26	740.04	609.23	565.59	582.38
能源板块	92.56	86.93	77.94	81.84	85.93
营业成本					
原铝板块	1,087.66	1,223.02	1,299.62	1,278.38	1,280.39
氧化铝板块	477.19	544.69	519.82	536.04	553.33
能源板块	56.37	62.29	56.79	59.63	62.61
毛利					
原铝板块	165.46	140.57	293.72	396.24	448.00
氧化铝板块	58.07	195.34	89.41	29.54	29.06
能源板块	36.19	24.64	21.15	22.21	23.32

资料来源：公司公告、招商证券

我们测算公司在 2025-2027 年包含贸易板块、总部及其他运营板块并经内部抵消后的营业收入为 2,579.22 亿元、2,625.84 亿元、2,709.67 亿元，同比增长 8.8%、1.8%、3.2%；毛利分别为 436.83 亿元、481.47 亿元、534.84 亿元，同比增长 17.0%、10.2%、11.1%。

表 12 营业收入及营业成本测算（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,250.71	2,370.66	2,579.22	2,625.84	2,709.67
yoy	-22.7%	5.3%	8.8%	1.8%	3.2%
营业成本	1,960.40	1,997.21	2,142.39	2,144.38	2,174.83
yoy	-23.9%	1.9%	7.3%	0.1%	1.4%
毛利	290.31	373.44	436.83	481.47	534.84
yoy	-13.0%	28.6%	17.0%	10.2%	11.1%

资料来源：公司公告、招商证券

根据以上假设，我们测算 2025/2026/2027 年公司归母净利润分别为 145.72/161.50/179.32 亿元，EPS 分别为 0.85/0.94/1.05 元，2025-2026 年 PE 分别为 15.6/14.1。

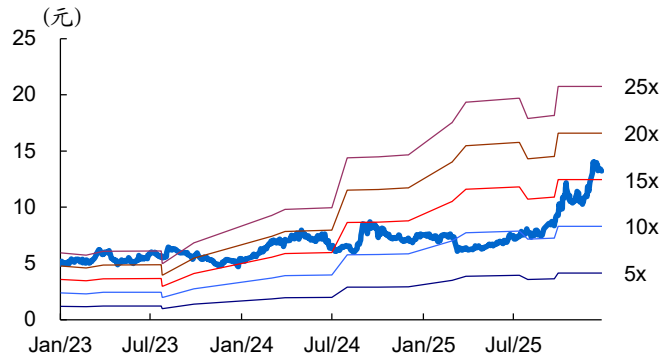
公司是全球铝行业龙头，全产业链优势显著，布局海内外矿端和原料端实现有效成本管控，预计矿端产量和成本稳定性高于同行业公司。2026 年，青海分公司投产和云铝股份权益产能提升将为公司带来业绩增量，叠加电解铝涨价，公司业绩将显著受益。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表 13 电解铝主要公司对比表

公司名称	代码	EPS				市盈率				PB(MRQ)
		2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E	
云铝股份	000807	1.14	1.27	1.78	2.40	10.7	10.6	18.3	13.6	3.5
天山铝业	002532	0.47	0.96	1.03	1.27	12.7	8.2	18.7	15.1	3.1
神火股份	000933	2.63	1.9	2.29	2.71	6.4	8.8	13.9	11.8	3.0
南山铝业	600219	0.30	0.42	0.44	0.49	9.9	9.4	15.5	13.9	1.5
PE 均值						9.9	9.3	16.6	13.6	
中国铝业	601600	0.39	0.72	0.85	0.94	14.4	10.2	15.6	14.1	3.1

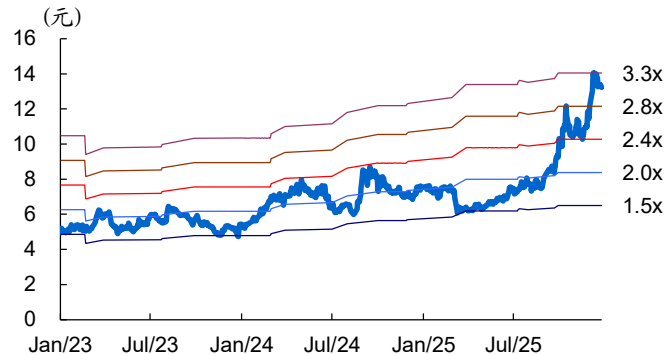
资料来源：各公司公告、wind、招商证券
部分公司采用 wind 一致预期

图 56: 中国铝业历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 57: 中国铝业历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

五、风险提示

1、铝价大跌风险

公司主要产品为铝合金及铝加工产品，其销售收入和利润水平与铝价的波动密切相关。铝价受国内外供需、政策、地缘冲突、汇率等多种因素的影响，存在较大的不确定性。如铝价出现大幅下跌，将直接影响公司的盈利能力和现金流水平，对公司的经营业绩造成不利影响。

2、原材料价格波动风险

公司的主要原材料为氧化铝、预焙阳极、电力等，其价格受市场供需、能源价格、环保政策等因素的影响，原材料价格出现大幅上涨，可能对业绩造成不利影响。

3、连续生产和安全生产的风险

公司的生产过程一旦发生设备故障、停电、事故等突发事件，将导致生产中断或停止，影响公司的生产效率和产品质量，造成经济损失和声誉损害。

4、股价处于相对高位

公司股价目前处于历史高位，可能存在估值均值回归的压力，尽管我们看好公司远期发展和股价，但短期内需关注股价回调风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	58441	59051	78374	103314	130247
现金	21104	22210	36912	61937	88577
交易性投资	5013	2094	4016	3708	3273
应收票据	4	0	0	0	0
应收款项	4024	5231	5691	5794	5979
其它应收款	1844	1593	1733	1764	1821
存货	22847	24420	26218	26247	26620
其他	3605	3503	3804	3863	3977
非流动资产	153315	156844	152683	149266	146536
长期股权投资	10040	11549	12473	13470	14548
固定资产	100290	95860	89782	84479	79879
无形资产商誉	20971	20753	21678	22510	23259
其他	22015	28683	28751	28806	28850
资产总计	211756	215896	231058	252580	276783
流动负债	58706	46198	40956	41007	41443
短期借款	7970	3077	4611	4635	4720
应付账款	21112	19824	21284	21308	21611
预收账款	1792	1952	2095	2098	2127
其他	27832	21346	12966	12968	12985
长期负债	54161	57657	58332	58427	58769
长期借款	33438	34762	35437	35532	35874
其他	20723	22895	22895	22895	22895
负债合计	112867	103855	99288	99434	100212
股本	17162	17156	17156	17156	17156
资本公积金	24722	24060	24060	24060	24060
留存收益	18574	27975	38773	49823	61294
少数股东权益	38431	42849	51781	62107	74061
归属于母公司所有者权益	60458	69191	79989	91039	102511
负债及权益合计	211756	215896	231058	252580	276783

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	27041	32807	33754	36886	39649
净利润	12584	19382	23504	26476	29886
折旧摊销	10005	11089	11385	10915	10507
财务费用	3284	3002	2214	2254	2326
投资收益	(276)	(996)	(2336)	(2564)	(2693)
营运资金变动	1418	1622	(1013)	(196)	(378)
其它	25	(1292)	0	0	0
投资活动现金流	(11181)	(7628)	(6809)	(4625)	(4649)
资本支出	(6709)	(10360)	(6000)	(6200)	(6400)
其他投资	(4472)	2731	(809)	1575	1751
筹资活动现金流	(14143)	(22930)	(12242)	(7236)	(8359)
借款变动	(3267)	(20510)	(6253)	119	427
普通股增加	0	(5)	0	0	0
资本公积增加	207	(662)	0	0	0
股利分配	(686)	(1373)	(3774)	(5100)	(6460)
其他	(10397)	(381)	(2214)	(2254)	(2326)
现金净增加额	1716	2248	14702	25025	26640

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	225071	237066	257922	262584	270967
营业成本	196040	199721	214429	214669	217722
营业税金及附加	2589	3084	3869	4201	4606
营业费用	432	447	486	626	782
管理费用	4351	5488	5416	5514	5690
研发费用	3729	3064	4127	4464	4877
财务费用	2972	2677	2214	2254	2326
资产减值损失	(602)	(2407)	(2648)	(2912)	(3204)
公允价值变动收益	(3)	106	(108)	(2)	(1)
其他收益	668	1040	1248	1311	1376
投资收益	276	996	1195	1255	1318
营业利润	15296	22319	27069	30507	34452
营业外收入	221	356	356	356	356
营业外支出	426	354	354	354	354
利润总额	15091	22322	27071	30509	34455
所得税	2507	2940	3567	4033	4568
少数股东损益	5867	6982	8931	10326	11954
归属于母公司净利润	6717	12400	14572	16150	17932

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-23%	5%	9%	2%	3%
营业利润	12%	46%	21%	13%	13%
归母净利润	60%	85%	18%	11%	11%
获利能力					
毛利率	12.9%	15.8%	16.9%	18.2%	19.7%
净利率	3.0%	5.2%	5.6%	6.2%	6.6%
ROE	11.7%	19.1%	19.5%	18.9%	18.5%
ROIC	10.0%	13.6%	15.3%	15.5%	15.4%
偿债能力					
资产负债率	53.3%	48.1%	43.0%	39.4%	36.2%
净负债比率	27.7%	21.4%	17.3%	15.9%	14.7%
流动比率	1.0	1.3	1.9	2.5	3.1
速动比率	0.6	0.7	1.3	1.9	2.5
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.1	1.0
存货周转率	8.2	8.5	8.5	8.2	8.2
应收账款周转率	52.7	51.2	47.2	45.7	46.0
应付账款周转率	9.0	9.8	10.4	10.1	10.1
每股资料(元)					
EPS	0.39	0.72	0.85	0.94	1.05
每股经营净现金	1.58	1.91	1.97	2.15	2.31
每股净资产	3.52	4.03	4.66	5.31	5.98
每股股利	0.08	0.22	0.30	0.38	0.42
估值比率					
PE	33.8	18.3	15.6	14.1	12.7
PB	3.8	3.3	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	13.1	10.3	8.7	8.1	7.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。