

# 原铝业务毛利率改善，拟收购巴西铝业股权

——中国铝业(601600)2025 年年报点评

分析师：张珂

SAC NO: S1150523120001

2026 年 04 月 01 日

有色金属-----铝

证券分析师

张珂  
zhangke@bhq.com  
022-23839062

评级：**增持**  
上次评级：**增持**  
最新收盘价：**11.40**

最近半年股价相对走势



相关研究报告

产量稳步提升，业绩同比增长——中国铝业(601600)2025 年三季报点评

2025.10.29

主要产品产量提升，重点项目提前投产——中国铝业(601600)2025 年半年报点评

2025.08.29

主要产品量价齐升，增持彰显股东信心——中国铝业(601600)2025 年一季报点评

2025.05.06

事件：

公司发布 2025 年年报，2025 年公司实现营业收入 2,411.25 亿元，同比增长 1.69%；归母净利润 126.74 亿元，同比增长 2.25%；扣非后归母净利 124.64 亿元，同比增长 4.10%。

点评：

## ● 主要产品产量提升，原铝业务毛利率改善

2025 年公司氧化铝和原铝产量均提升。**产量：**公司冶金级氧化铝产量 1,735 万吨，同比增长 2.85%；自产冶金级氧化铝外销量 642 万吨，同比增长 1.10%；精细氧化铝产量 451 万吨，同比增长 4.64%；原铝（含合金）产量 808 万吨，同比增长 6.18%；煤炭产量 1,372 万吨，同比增长 4.26%。**价格：**根据 iFinD 数据，2025 年，国内氧化铝均价同比下降 20.66%，国内铝锭市场均价同比增长 3.71%。**毛利率：**氧化铝业务毛利率同比减少 8.86 个百分点，原铝业务毛利率同比增加 8.57 个百分点。其中，氧化铝业务因销售价格下降而导致毛利率同比下降；原铝业务因原燃材料成本下降和销售价格增加而使毛利率同比提升。

## ● 推进稀有金属平台落地，拟收购巴西铝业大部分股权

公司推进稀有金属平台落地，2025 年 10 月完成中铝乾星的工商注册登记，业务向稀有金属产业延伸。2025 年 10 月公司子公司云铝股份拟以 5.0 亿元参股中铝铝箔（云南）16.7%股权，延伸新能源高精板带箔业务。2025 年 11 月公司子公司云铝股份拟以 22.7 亿元收购云铝涌鑫、云铝润鑫、云铝泓鑫部分股权，有利于进一步提升公司权益产能。2026 年 1 月公司拟联合力拓收购巴西铝业 68.6%股权，标的公司拥有氧化铝产能约 80 万吨/年、电解铝产能约 43 万吨/年，若完成收购，则巴西铝业将成为公司的附属公司，纳入公司合并报表范围。

## ● 盈利预测与评级

公司是我国铝行业龙头，上游原料保障能力强。中性情景下，考虑到原铝产品价格上涨和成本下降预期，以及公司产能增长预期，我们上调公司 2026/2027 年归母净利润预测分别至 202.73/214.89 亿元，新增 2028 年归母净利润预测为 227.04 亿元，EPS 分别为 1.18/1.25/1.32 元/股；对应 2026 年 PE 为 9.65X，低于可比公司的均值，维持公司的“增持”评级。

## ● 风险提示

**市场价格波动风险：**地缘政治冲突加剧、贸易壁垒提升，全球经济不确定性将对全球市场造成冲击，市场供需结构变化可能导致国内外大宗原材料（尤

其是有色金属) 价格出现大幅波动, 公司产品盈利空间可能面临收窄的风险。

**国际化经营风险:** 国际环境错综复杂, 宏观经济和地缘政治的不确定性, 给国际化经营带来多方面潜在影响, 可能对公司海外铝土矿资源保供产生不利影响。

**安全环保风险:** 随着国家安全环保政策日益严格, 公司所属企业安全环保风险增加, 新增产能和在建项目增多, 安全风险增大。

**项目投资风险:** 投资项目可能存在因产业政策变化或市场变化导致项目效益下降的风险。

**汇率波动风险:** 随着公司国际化经营不断深入, 人民币兑美元汇率双向大幅波动, 可能对公司的经营业绩和财务状况产生不利影响。

财务摘要 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	237,109	241,125	248,986	255,432	261,858
营业收入增长率%	5.2%	1.7%	3.3%	2.6%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	25,996	30,361	42,637	45,151	47,656
息税前利润增长率%	40.1%	16.8%	40.4%	5.9%	5.5%
归母净利润	12,395	12,674	20,273	21,489	22,704
归母净利润增长率%	85.3%	2.3%	60.0%	6.0%	5.7%
每股收益 (元)	0.72	0.74	1.18	1.25	1.32

表：三张表及主要财务指标

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	22,210	29,238	54,488	85,195	118,016	营业收入	237,109	241,125	248,986	255,432	261,858
应收票据及应收账款	5,231	5,172	5,307	5,413	5,519	营业成本	199,765	197,655	191,204	194,882	198,551
预付账款	509	555	554	585	616	营业税金及附加	3,084	3,619	3,737	3,833	3,930
其他应收款	1,610	1,425	1,441	1,447	1,453	销售费用	447	478	489	497	504
存货	24,421	24,022	21,710	20,629	19,547	管理费用	5,492	5,235	5,353	5,438	5,520
其他流动资产	1,070	1,092	1,097	1,102	1,107	研发费用	3,065	3,912	4,039	4,144	4,248
流动资产合计	59,054	71,641	95,926	126,867	159,921	财务费用	2,679	2,162	2,076	2,156	2,231
长期股权投资	11,549	12,361	16,572	17,572	18,572	资产减值损失	-2,753	-3,525	-3,050	-3,050	-3,050
固定资产合计	95,873	98,678	101,630	103,015	103,292	信用减值损失	131	-87	-50	-50	-50
无形资产	17,273	17,457	17,757	18,057	18,357	其他收益	1,040	661	683	700	718
商誉	3,495	3,495	3,495	3,495	3,495	投资收益	996	693	716	734	753
长期待摊费用	1,159	1,296	1,396	1,496	1,596	公允价值变动收益	106	-128	20	20	20
其他非流动资产	1,229	1,023	1,023	1,023	1,023	资产处置收益	213	127	124	128	131
资产总计	215,942	227,022	256,536	289,351	324,125	营业利润	22,310	25,806	40,531	42,964	45,395
短期借款	3,077	7,385	10,385	13,385	16,385	营业外收支	2	34	30	30	30
应付票据及应付账款	19,825	18,187	17,593	17,907	18,234	利润总额	22,312	25,840	40,561	42,994	45,425
预收账款	144	836	871	894	917	所得税费用	2,940	4,315	6,773	7,179	7,585
应付职工薪酬	883	964	975	994	1,032	净利润	19,372	21,525	33,788	35,815	37,840
应交税费	2,404	2,931	3,063	3,167	3,273	归属于母公司所有者的净利润	12,395	12,674	20,273	21,489	22,704
其他流动负债	1,318	304	304	304	304	少数股东损益	6,978	8,851	13,515	14,326	15,136
长期借款	34,762	27,215	27,715	28,215	28,715	基本每股收益	0.72	0.74	1.18	1.25	1.32
预计负债	2,246	2,741	2,741	2,741	2,741						
负债合计	103,887	104,450	107,265	111,375	115,519	<b>财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
股东权益	112,054	122,572	149,271	177,976	208,606	营收增长率	5.2%	1.7%	3.3%	2.6%	2.5%
						EBIT 增长率	40.1%	16.8%	40.4%	5.9%	5.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	净利润增长率	85.3%	2.3%	60.0%	6.0%	5.7%
净利润	19,372	21,525	33,788	35,815	37,840	销售毛利率	15.7%	18.0%	23.2%	23.7%	24.2%
折旧与摊销	12,169	11,236	8,072	8,216	8,369	销售净利率	8.2%	8.9%	13.6%	14.0%	14.5%
经营活动现金流净额	32,809	34,092	46,035	48,386	50,683	ROE	17.9%	16.9%	23.0%	21.0%	19.2%
投资活动现金流净额	-7,637	-11,179	-14,981	-11,748	-11,726	ROIC	12.8%	13.6%	16.4%	15.1%	14.1%
筹资活动现金流净额	-22,923	-15,582	-5,717	-5,921	-6,127	资产负债率	48.1%	46.0%	41.8%	38.5%	35.6%
现金净变动	2,309	7,244	25,250	30,707	32,821	PE	10.18	16.51	9.65	9.10	8.61
期初现金余额	18,440	20,749	27,993	53,243	83,950	PB	1.82	2.80	2.22	1.91	1.66
期末现金余额	20,749	27,993	53,243	83,950	116,771	EV/EBITDA	4.39	5.87	4.10	3.39	2.70

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的数据和信息，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资分析意见或观点有直接或间接的联系。

### 风险提示及免责声明

投资者应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。

本报告由渤海证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，仅供本公司的客户使用。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为本公司客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发送，并仅为提供信息而发送，不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新。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表现的依据。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。

在任何情况下，本报告内容的全部或部分均不构成对任何人的投资建议。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

在所知情的范围内，本公司、本报告撰写人以及财产上的利害关系人与本报告所评价或作出明确估值和投资评级的证券无利害关系。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权为本公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式刊载、转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分的内容，亦不得从未经本公司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分的内容。如征得本公司同意进行引用、刊载或转发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“渤海证券股份有限公司”且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**渤海证券研究所机构销售团队：****高级销售经理：朱艳君**

座机：+86 22 2845 1995

手机：135 0204 0941

邮箱：zhuyanjun@bhq.com

**天津：**

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码：300381

电话：+86 22 2845 1888

传真：+86 22 2845 1615

**北京：**

北京市西城区西直门外大街甲 143 号凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码：100086

电话：+86 10 6810 4192

传真：+86 10 6810 4192

渤海证券股份有限公司公司网址：[www.bhq.com](http://www.bhq.com)