

# 中国铝业 (601600.SH)

## 25年归母净利润同增2%，拟收购巴西铝业46%股份

优于大市

### 核心观点

**公司2025年归母净利润同比增加2.25%。**公司2025年实现营收2,411.25亿元，同比+1.69%；实现归母净利润126.74亿元，同比+2.25%；实现扣非归母净利润124.64亿元，同比+4.10%。其中单四季度实现营收646.09亿元，同比+2.03%，环比+7.46%；实现归母净利润18.02亿元，同比-46.74%，环比-52.60%；实现扣非归母净利润17.48亿元，同比-46.44%，环比-53.70%。公司在2025年计提资产减值损失35.25亿元，较2024年的27.53亿元有所增加，主要由于对效益不佳、停用淘汰的资产计提减值同比增加。此外，公司计划按每股0.270元（含税，含中期已派发股息）向股东派发现金红利，派息总额约为46.32亿元（含税，含中期已派发股息），占公司2025年归母净利润的36.55%。

**2025年公司原铝产量同比提升6.18%。**2025年全年，公司实现氧化铝总产量2,186万吨，其中冶金级氧化铝产量1,735万吨（+2.85%），精细氧化铝产量451万吨（+4.64%），自产冶金氧化铝外销量642万吨（+1.10%）；原铝（含合金）产量808万吨（+6.18%），自产原铝外销量807万吨（+6.18%）；煤炭产量1,372万吨（+4.26%）；外售电厂发电量172亿kwh（+5.52%）。板块业绩方面，2025年公司氧化铝板块实现税前利润47.75亿元（-59.14%），原铝板块实现税前利润205.99亿元（+129.75%），营销板块实现税前利润12.74亿元（-32.05%），能源板块实现税前利润8.62亿元（-13.02%）。

**拟收购巴西铝业46%股份，开拓境外资产新格局。**2026年1月，公司公告称，全资子公司中铝香港拟通过附属公司与力拓在巴西按67%和33%的股比共同设立合资公司，以该合资公司为主体现金收购巴西铝业68.60%股份，基础价款46.89亿雷亚尔，中铝香港需支付31.42亿雷亚尔，折合人民币约41.91亿元。巴西铝业目前拥有3座铝土矿山，年产铝土矿200万吨，氧化铝产能80万吨，电解铝产能43万吨，下游铝加工产能21.5万吨，原铝产量占比超巴西市场1/3。此次收购完成后巴西铝业将纳入中铝并表范围，也能够推动公司进一步融入全球市场，增强全球产业链配置和整合能力。

**风险提示：**电解铝和氧化铝价格波动；原料价格上行致电解铝盈利能力下降。

**投资建议：**上调盈利预测，维持“优于大市”评级。预计公司2026-2028年营业收入2,468.96/2,490.03/2,518.13亿元，同比增速2.4%/0.9%/1.1%；归母净利润227.00/237.32/253.91亿元，同比增速79.1%/4.5%/7.0%；摊薄EPS为1.32/1.38/1.48元，当前股价对应PE分别为8.5/8.1/7.6x。考虑到公司为大型有色央企龙头，拥有完整铝产业链，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	237,066	241,125	246,896	249,003	251,813
(+/-%)	5.3%	1.7%	2.4%	0.9%	1.1%
归母净利润(百万元)	12400	12674	22700	23732	25391
(+/-%)	84.6%	2.2%	79.1%	4.5%	7.0%
每股收益(元)	0.72	0.74	1.32	1.38	1.48
EBIT Margin	10.7%	12.5%	20.8%	21.4%	22.2%
净资产收益率(ROE)	17.9%	16.9%	26.3%	24.2%	22.9%
市盈率(PE)	15.5	15.2	8.5	8.1	7.6
EV/EBITDA	8.2	7.4	4.5	4.3	4.1
市净率(PB)	2.78	2.57	2.23	1.96	1.74

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：马可远

010-88005007

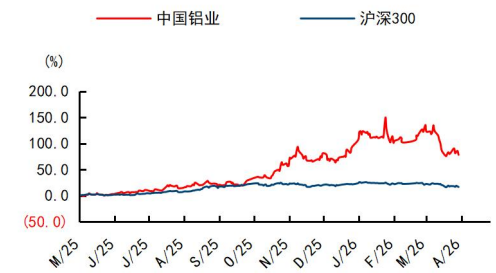
makeyuan@guosen.com.cn

S0980524070004

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	11.21元
总市值/流通市值	192307/192307百万元
52周最高价/最低价	15.85/5.96元
近3个月日均成交额	5370.13百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

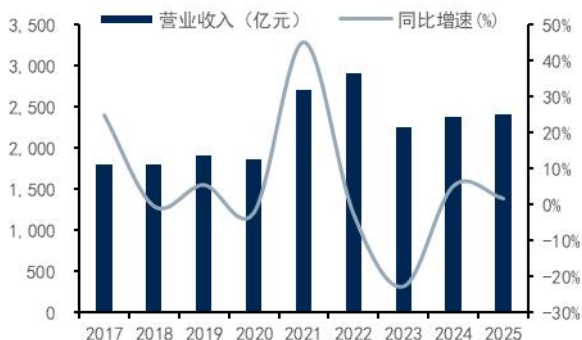
#### 相关研究报告

- 《中国铝业(601600.SH)-2025年前三季度实现量价齐升，利润同增21%》——2025-10-31
- 《中国铝业(601600.SH)-上半年原铝产量同比提升9%，加强资源保障和成本管控》——2025-08-31
- 《中国铝业(601600.SH)-2024年归母净利润同增85%，分红比例提升》——2025-03-30
- 《中国铝业(601600.SH)-成本增加导致Q3利润环比下滑，主业产量稳中有增》——2024-10-31
- 《中国铝业(601600.SH)-上半年受益商品价格提升，归母净利润同增105%》——2024-09-03

公司 2025 年归母净利润同比增加 2.25%。公司 2025 年实现营收 2,411.25 亿元，同比+1.69%；实现归母净利润 126.74 亿元，同比+2.25%；实现扣非归母净利润 124.64 亿元，同比+4.10%。其中单四季度实现营收 646.09 亿元，同比+2.03%，环比+7.46%；实现归母净利润 18.02 亿元，同比-46.74%，环比-52.60%；实现扣非归母净利润 17.48 亿元，同比-46.44%，环比-53.70%。此外，公司计划按每股 0.270 元（含税，含中期已派发股息）向股东派发现金红利，派息总额约为 46.32 亿元（含税，含中期已派发股息），占公司 2025 年归母净利润的 36.55%。

公司业绩增长主要受益于原铝价格提升。公司 2025 年归母净利润实现小幅增长，主要由于原铝销售价格上涨，拓宽了原铝产品的利润空间；2025 年长江有色市场 A00 铝含税均价为 2.07 万元/吨，同比增长 4.05%。公司营收增速相对平缓，主要由于营销板块营收由 2024 年的 1,727 亿元下降至 2025 年的 1,422 亿元，系降低低毛利贸易业务量所致。值得注意的是，公司在 2025 年计提资产减值损失 35.25 亿元，较 2024 年的 27.53 亿元有所增加，主要由于对效益不佳、停用淘汰的资产计提减值同比增加。

图1：中国铝业营业收入及增速（单位：亿元、%）



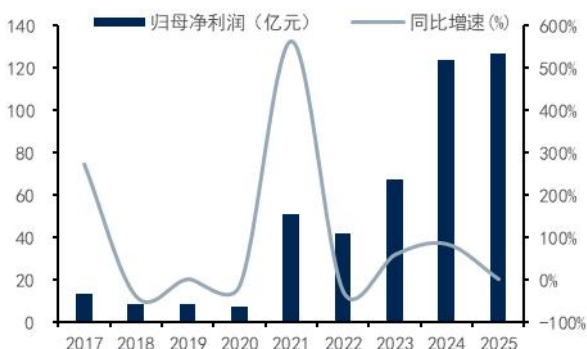
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：中国铝业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：中国铝业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：中国铝业单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

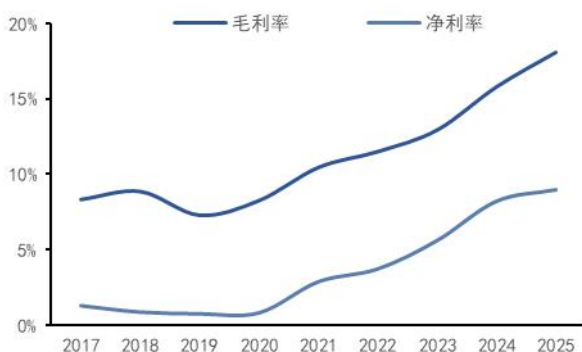


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

盈利能力持续提升，资产负债率稳步下降。2025 年，公司毛利率为 18.03%，同比提升 2.28pct；净利率为 8.93%，同比提升 0.76pct；期间费用率为 4.89%，同比下降 0.04pct，其中管理费用率下降 0.15pct，财务费用率下降 0.23pct，主要系

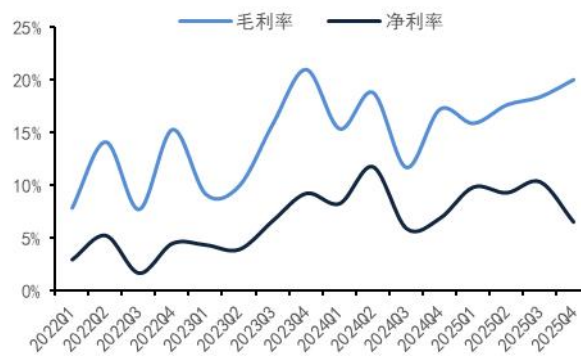
公司通过压缩带息债务规模、优化融资成本等方式实现利息费用同比降低，研发费用率提升 0.33pct，整体来看费用管控良好。截至 2025 年末，公司的资产负债率为 46.01%，较 2024 年末下降 2.10pct，主要为公司压缩带息负债规模所致，多年来保持稳步下降态势。

图5：中国铝业毛利率、净利率变化情况（%）



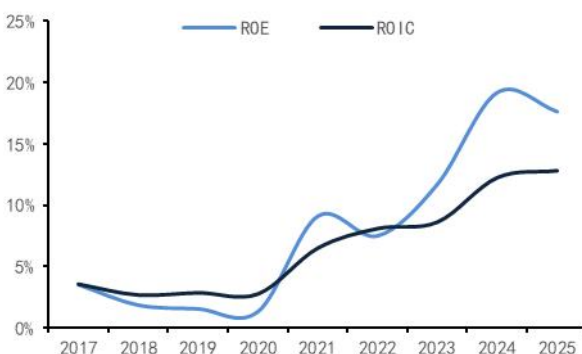
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：中国铝业单季度毛利率、净利率变化情况（%）



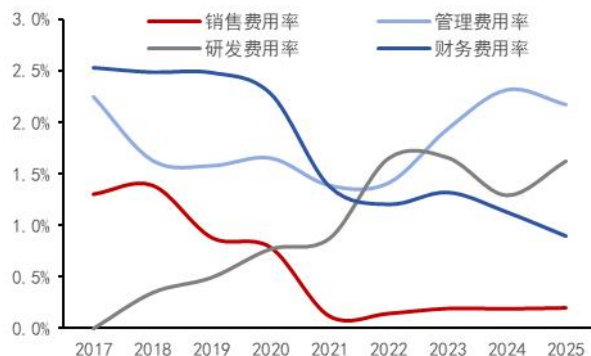
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图7：中国铝业 ROE、ROIC 变化情况（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图8：中国铝业期间费用率（%）



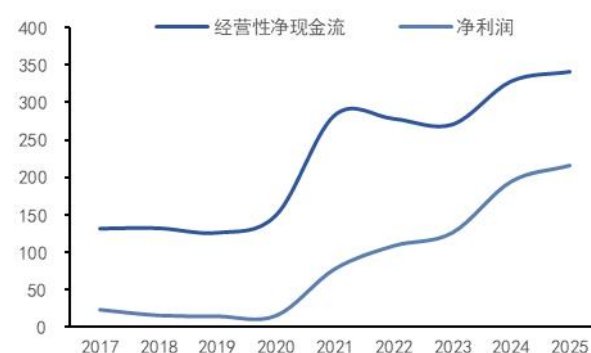
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图9：中国铝业资产负债率（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图10：中国铝业经营性现金流（亿元）

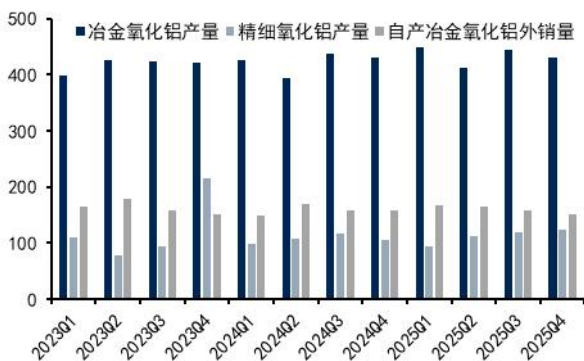


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

2025 年公司原铝产量同比提升 6.18%。2025 年全年，公司实现氧化铝总产量 2,186

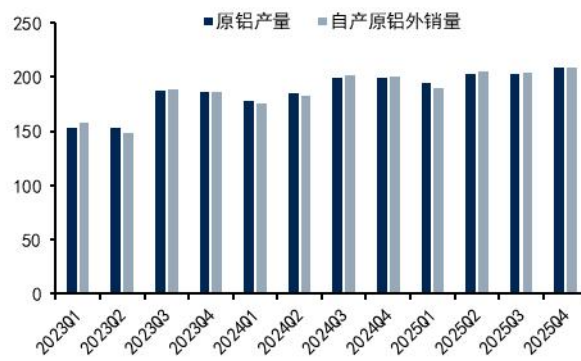
万吨，其中冶金级氧化铝产量 1,735 万吨（+2.85%），精细氧化铝产量 451 万吨（+4.64%），自产冶金氧化铝外销量 642 万吨（+1.10%）；原铝（含合金）产量 808 万吨（+6.18%），自产原铝外销量 807 万吨（+6.18%）；煤炭产量 1,372 万吨（+4.26%）；外售电厂发电量 172 亿 kwh（+5.52%）。板块业绩方面，2025 年公司氧化铝板块实现税前利润 47.75 亿元（-59.14%），原铝板块实现税前利润 205.99 亿元（+129.75%），营销板块实现税前利润 12.74 亿元（-32.05%），能源板块实现税前利润 8.62 亿元（-13.02%）。

图11：中国铝业氧化铝板块产销情况（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：中国铝业原铝板块产销情况（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**拟收购巴西铝业 46%股份，开拓境外资产新格局。**2026 年 1 月，公司发布公告称，全资子公司中铝香港拟通过附属公司与力拓在巴西按 67%和 33%的股比共同设立合资公司，以该合资公司为主体现金收购巴西铝业 68.60%股份，基础价款 46.89 亿雷亚尔，中铝香港需支付 31.42 亿雷亚尔，折合人民币约 41.91 亿元。巴西铝业目前拥有 3 座铝土矿山，年产铝土矿 200 万吨，氧化铝产能 80 万吨，电解铝产能 43 万吨，下游铝加工产能 21.5 万吨，原铝产量占比超巴西市场 1/3。此次收购完成后巴西铝业将纳入中铝并表范围，也能够推动公司进一步融入全球市场，增强全球产业链配置和整合能力。

**投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。**预计公司 2026-2028 年营业收入 2,468.96/2,490.03/2,518.13 亿元，同比增速 2.4%/0.9%/1.1%；归母净利润 227.00/237.32/253.91 亿元，同比增速 79.1%/4.5%/7.0%；摊薄 EPS 为 1.32/1.38/1.48 元，当前股价对应 PE 分别为 8.5/8.1/7.6x。考虑到公司为大型有色央企龙头，拥有完整铝产业链，维持“优于大市”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	22210	29238	39344	67240	100661	营业收入	237066	241125	246896	249003	251813
应收款项	6449	6202	10146	10233	10348	营业成本	199721	197655	181804	181804	181804
存货净额	24420	24022	23954	23869	23825	营业税金及附加	3084	3619	3705	3737	3779
其他流动资产	3969	7770	4444	4482	4533	销售费用	447	478	469	473	478
<b>流动资产合计</b>	<b>59051</b>	<b>71641</b>	<b>82298</b>	<b>110234</b>	<b>143776</b>	管理费用	5488	5235	5679	5727	5792
固定资产	106431	103936	99143	89655	79838	研发费用	3064	3912	4005	4039	4085
无形资产及其他	17258	17457	16759	16061	15362	财务费用	2677	2162	1744	1210	430
投资性房地产	21606	21626	21626	21626	21626	投资收益	996	693	0	0	0
长期股权投资	11549	12361	11961	11561	11161	资产减值及公允价值变动	(2645)	(3653)	(3500)	(3500)	(3500)
<b>资产总计</b>	<b>215896</b>	<b>227022</b>	<b>231786</b>	<b>249137</b>	<b>271763</b>	其他收入	(1679)	(3211)	(4005)	(4039)	(4085)
短期借款及交易性金融负债	11539	18938	18560	16346	17948	营业利润	22319	25806	45990	48512	51945
应付款项	19824	18187	9582	9548	9530	营业外净收支	2	34	0	0	0
其他流动负债	14835	15656	10819	10785	10769	<b>利润总额</b>	<b>22322</b>	<b>25840</b>	<b>45990</b>	<b>48512</b>	<b>51945</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>46198</b>	<b>52782</b>	<b>38961</b>	<b>36678</b>	<b>38247</b>	所得税费用	2940	4315	7818	8247	8831
长期借款及应付债券	43843	36210	36210	36210	36210	少数股东损益	6982	8851	15472	16533	17723
其他长期负债	13813	15459	14959	14459	13959	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>12400</b>	<b>12674</b>	<b>22700</b>	<b>23732</b>	<b>25391</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>57657</b>	<b>51668</b>	<b>51168</b>	<b>50668</b>	<b>50168</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>103855</b>	<b>104450</b>	<b>90129</b>	<b>87347</b>	<b>88416</b>	净利润	12400	12674	22700	23732	25391
少数股东权益	42849	47647	55383	63649	72511	资产减值准备	1996	774	(20)	(308)	(346)
股东权益	69191	74925	86275	98141	110836	折旧摊销	10645	9738	11345	11994	12362
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>215896</b>	<b>227022</b>	<b>231786</b>	<b>249137</b>	<b>271763</b>	公允价值变动损失	2645	3653	3500	3500	3500
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	2677	2162	1744	1210	430
	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	1690	(1556)	(13847)	(916)	(1001)
每股收益	0.72	0.74	1.32	1.38	1.48	其它	485	1481	7755	8575	9207
每股红利	0.47	0.55	0.66	0.69	0.74	<b>经营活动现金流</b>	<b>29861</b>	<b>26764</b>	<b>31434</b>	<b>46576</b>	<b>49114</b>
每股净资产	4.03	4.37	5.03	5.72	6.46	资本开支	0	(3621)	(10000)	(5000)	(5000)
ROIC	13.48%	15.25%	26%	27%	31%	其它投资现金流	3009	(2406)	0	0	0
ROE	17.92%	16.92%	26%	24%	23%	<b>投资活动现金流</b>	<b>1500</b>	<b>(6839)</b>	<b>(9600)</b>	<b>(4600)</b>	<b>(4600)</b>
毛利率	16%	18%	26%	27%	28%	权益性融资	61	115	0	0	0
EBIT Margin	11%	13%	21%	21%	22%	负债净变化	1324	(7547)	0	0	0
EBITDA Margin	15%	17%	25%	26%	27%	支付股利、利息	(7995)	(9445)	(11350)	(11866)	(12696)
收入增长	5%	2%	2%	1%	1%	其它融资现金流	(16973)	20971	(378)	(2214)	1602
净利润增长率	85%	2%	79%	5%	7%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(30254)</b>	<b>(12898)</b>	<b>(11728)</b>	<b>(14080)</b>	<b>(11093)</b>
资产负债率	68%	67%	63%	61%	59%	<b>现金净变动</b>	<b>1107</b>	<b>7028</b>	<b>10106</b>	<b>27896</b>	<b>33421</b>
股息率	4.2%	4.9%	5.9%	6.2%	6.6%	货币资金的期初余额	21104	22210	29238	39344	67240
P/E	15.5	15.2	8.5	8.1	7.6	货币资金的期末余额	22210	29238	39344	67240	100661
P/B	2.8	2.6	2.2	2.0	1.7	企业自由现金流	0	29742	30022	50253	52738
EV/EBITDA	8.2	7.4	4.5	4.3	4.1	权益自由现金流	0	43166	28197	47034	53983

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032