


**公司评级**      **增持（维持）**

报告日期      2026 年 04 月 05 日

**基础数据**

04 月 03 日收盘价（元）	11.21
总市值（亿元）	1,923.07
总股本（亿股）	171.55

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

**相关研究**

【兴证金属】中国铝业中报点评：业绩稳健释放，一体化龙头优势显著-2025.08.31

**分析师：李怡然**

 S0190525040001  
liyiran@xyzq.com.cn

**分析师：汤璐阳**

 S0190525070012  
tangluyang@xyzq.com.cn

**分析师：温佳贝**

 S0190526030001  
wenjiabei@xyzq.com.cn

**中国铝业(601600.SH)**

# 铝价上行推动业绩增长，产业布局持续优化

**投资要点：**

- 业绩概要：** 公司发布 2025 年度报告，2025 年公司实现营业收入 2411.25 亿元，同比增长 1.7%；实现归母净利润 126.74 亿元，同比增长 2.3%，对应每股收益 0.74 元。公司拟以现金方式按每股 0.27 元（含税，含中期已派发股息）向全体股东派发 2025 年度股息，总计派息金额约 46.32 亿元（含税，含中期已派发股息），分红比例为 36.55%。
- 电解铝利润扩张推动公司业绩增长。**（1）原铝：2025 年 SMMA00 铝现货均价为 20726 元/吨，同比+4%。公司原铝产量/销量分别为 808/807 万吨，同比分别+6%/+6%；原铝板块实现利润总额 205.99 亿元，同比+130%，测算原铝吨利润水平为 2549 元，同比+1371 元。受益于电解铝量价齐升，公司原铝板块利润大幅提升。（2）氧化铝：2025 年 SMM 氧化铝五地现货均价为 3235 元/吨，同比-21%。公司冶金级氧化铝产量/销量分别为 1735/642 万吨，同比分别+3%/+1%；氧化铝板块实现利润总额 47.75 亿元，同比-59%，测算氧化铝吨利润水平为 275 元，同比-417 元。受氧化铝价格回落影响，公司氧化铝板块利润同比下滑。因此整体来看，虽然氧化铝板块利润下滑，但原铝板块受益电解铝利润扩张实现大幅增长，公司毛利水平同比提升。此外，2025 年公司计提资产减值损失 35.25 亿元，较去年同期资产减值损失 27.53 亿元增加 7.72 亿元，主要为公司本年积极优化产业布局、对效益不佳、停用淘汰的资产计提减值同比增加。
- 受减值影响，25Q4 业绩环比下滑。** 分季度来看，25Q1-Q4 公司分别实现归母净利润 35.38/35.33/38.01/18.92 亿元，25Q4 业绩环比下滑 53%。从价来看，25Q1-25Q4 SMMA00 铝锭现货均价分别为 20442/20201/20711/21539 元/吨，25Q4 环比+5%；氧化铝全国均价分别为 3860/3069/3185/2860 元/吨，25Q4 环比-10%。从量来看，25Q1-Q4 公司实现氧化铝产量分别为 448/412/444/431 万吨，25Q4 环比-3%，冶金级氧化铝销量分别为 168/164/159/151 万吨，25Q4 环比-5%；原铝产量 194/203/203/208 万吨，25Q4 环比+2%，原铝销量 190/205/204/208 万吨，25Q4 环比+2%。整体来看，电解铝价格及产销量环比均实现上涨，公司毛利水平环比提升，但 25Q4 公司计提资产减值损失 29.78 亿元，导致 25Q4 公司业绩环比下滑。
- 供需紧平衡背景下，电解铝吨盈利中枢有望长期上移。** 供给端，中东冲突引发电解铝产能减产，卡塔尔铝业（产能约 65 万吨）因天然气基础设施受损减产 40%约 26 万吨，巴林铝业以及阿联酋铝业受到袭击，此前巴林铝业（产能约 160 万吨）因原料供应不足减产 19%约 31 万吨，受袭击后影响产能范围尚在评估，阿联酋铝业 Al Taweelah（150 万吨）铝厂因遇袭被迫停产，合计停产产能超 200 万吨，占全球产能近 3%。此外，已减产产能需进行维护及系统恢复，复产或需 6-12 个月，因此即便冲突缓和，由于电解铝复产具有滞后性，仍将对年内电解铝供给产生持续影响。需求端，受此前春节假期较晚以及高价影响，库存有所累库，随着金三银四需求旺季到来，下游开工率稳步回升，铝棒库存去化，同时下游传统、储能以及汽车相关订单放量，传统包装箔、电池箔、汽车型材等需求有所提升，对下游需求形成支撑。成本端，氧化铝价格下滑后企稳，电解铝行业吨盈利水平修复至高位。整体来看，在不考虑中东冲突的情况下，2026 年海外新增产能贡献增量有限，全球电解铝维持紧平衡格局，中东产能扰动将进一步推动全球电解铝紧缺，或将推动铝价高位运行，电解铝吨盈利中枢有望长期上移。
- 全产业链优势显著，结构优化构建新格局。** 公司拥有完整的铝产业链，业务涵盖了从矿产资源开采、氧化铝、炭素、电解铝和铝合金生产、能源电力等多个方面。报告期内，公司围绕战略发展部署，持续强化铝土矿资源获取能力，资源保障基础进一步夯实。加快推进产业布局优化与结构调整，系统推进海外发展战略实施，持续提升公司在全球产

业链中的资源配置与整合能力。氧化铝产能布局稳步向具备资源、能源及物流优势的沿海地区集聚，电解铝坚持能源结构绿色转型方向，有序向清洁能源优势区域优化。一批节能改造、再生铝及高新技术项目顺利建成投产，推动产业发展不断向优向强迈进。此外，公司全资子公司中铝香港拟通过附属公司与力拓在巴西共同设立合资公司，并以该合资公司为主体现金收购沃特兰持有的巴西铝业 4.47 亿股普通股，占巴西铝业已发行股份总数的 68.596%，基础交易价款约合人民币 62.86 亿元（其中公司需支付约合人民币 42.11 亿元）。

- **盈利预测与投资建议：**随着电解铝行业延续高景气，公司作为铝业龙头将充分受益。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 222.33、240.79、243.68 亿元，EPS 分别为 1.30、1.40、1.42 元，4 月 3 日收盘价对应 PE 分别为 8.6、8.0、7.9 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：下游需求大幅下滑、项目建设不及预期、原材料与能源成本大幅波动等

### 主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	241125	274149	280734	283734
同比增长	1.7%	13.7%	2.4%	1.1%
归母净利润（百万元）	12674	22233	24079	24368
同比增长	2.3%	75.4%	8.3%	1.2%
毛利率	18.0%	23.4%	24.2%	24.2%
ROE	16.9%	25.0%	23.1%	20.4%
每股收益（元）	0.74	1.30	1.40	1.42
市盈率	15.2	8.6	8.0	7.9

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理  
 注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>71641</b>	<b>110173</b>	<b>150124</b>	<b>190761</b>
货币资金	29238	66211	105312	145573
交易性金融资产	4409	4330	4240	4139
应收票据及应收账款	5172	5773	5995	6036
预付款项	555	552	570	577
存货	24022	25392	25834	26063
其他	8245	7915	8173	8373
<b>非流动资产</b>	<b>155380</b>	<b>147834</b>	<b>140167</b>	<b>131850</b>
长期股权投资	12361	12361	12361	12361
固定资产	98678	94749	89679	83551
在建工程	5258	3129	2065	1532
无形资产	17457	16875	16268	15635
商誉	3495	3495	3495	3495
其他	18131	17226	16301	15275
<b>资产总计</b>	<b>227022</b>	<b>258007</b>	<b>290291</b>	<b>322611</b>
<b>流动负债</b>	<b>52782</b>	<b>54325</b>	<b>54549</b>	<b>54407</b>
短期借款	7385	6885	6385	5885
应付票据及应付账款	18187	20373	20379	20539
其他	27209	27067	27785	27983
<b>非流动负债</b>	<b>51668</b>	<b>51018</b>	<b>50368</b>	<b>49718</b>
长期借款	27215	26715	26215	25715
其他	24454	24304	24154	24004
<b>负债合计</b>	<b>104450</b>	<b>105343</b>	<b>104917</b>	<b>104125</b>
股本	17156	17155	17155	17155
未分配利润	32620	43281	54943	66754
少数股东权益	47647	63746	81183	98828
<b>股东权益合计</b>	<b>122572</b>	<b>152664</b>	<b>185374</b>	<b>218486</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>227022</b>	<b>258007</b>	<b>290291</b>	<b>322611</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	12674	22233	24079	24368
折旧和摊销	11236	12346	12967	13518
营运资金的变动	-3529	405	-215	-119
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>34092</b>	<b>53189</b>	<b>55793</b>	<b>56943</b>
资本支出	-8980	-5481	-5451	-5359
长期投资	-2576	50	50	50
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-11179</b>	<b>-4906</b>	<b>-4842</b>	<b>-4772</b>
债权融资	-1908	-1150	-1150	-1150
股权融资	115	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-15582</b>	<b>-11223</b>	<b>-11850</b>	<b>-11910</b>
现金净变动	7244	36972	39102	40261

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	<b>241125</b>	<b>274149</b>	<b>280734</b>	<b>283734</b>
营业成本	197655	210000	212900	214990
税金及附加	3619	4112	4211	4256
销售费用	478	548	561	567
管理费用	5235	6305	6457	6526
研发费用	3912	4661	4772	4823
财务费用	2162	2768	2813	2895
投资收益	693	725	759	737
公允价值变动收益	-128	-29	-40	-51
信用减值损失	-87	24	5	-4
资产减值损失	-3525	-1000	-500	-500
<b>营业利润</b>	<b>25806</b>	<b>46200</b>	<b>50015</b>	<b>50617</b>
营业外收支	34	-17	3	2
<b>利润总额</b>	<b>25840</b>	<b>46183</b>	<b>50018</b>	<b>50619</b>
所得税	4315	7851	8503	8605
净利润	21525	38332	41515	42013
少数股东损益	8851	16100	17436	17646
<b>归属母公司净利润</b>	<b>12674</b>	<b>22233</b>	<b>24079</b>	<b>24368</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>0.74</b>	<b>1.30</b>	<b>1.40</b>	<b>1.42</b>

**主要财务比率**

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	1.7%	13.7%	2.4%	1.1%
营业利润增长率	15.7%	79.0%	8.3%	1.2%
归母净利润增长率	2.3%	75.4%	8.3%	1.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	18.0%	23.4%	24.2%	24.2%
归母净利率	5.3%	8.1%	8.6%	8.6%
ROE	16.9%	25.0%	23.1%	20.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	46.0%	40.8%	36.1%	32.3%
流动比率	1.36	2.03	2.75	3.51
速动比率	0.85	1.51	2.23	2.98
<b>营运能力</b>				
资产周转率	108.9%	113.0%	102.4%	92.6%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.74	1.30	1.40	1.42
每股经营现金	1.99	3.10	3.25	3.32
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	15.2	8.6	8.0	7.9
PB	2.6	2.2	1.8	1.6

### 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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的表现依据；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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn