

中国铝业 (601600.SH)

强烈推荐 (维持)

2025 电解铝量价齐升, 26Q1 业绩有望续创新高

2025 年业绩稳中有进, Q4 利润短期承压。铝业主营稳健增长, 氧化铝业务承压。期间费用率稳中有降, 研发投入大幅增加。公司注重股东回报, 分红比例连续五年提升, ESG 融入战略, 强化风险防控与绩效考核。

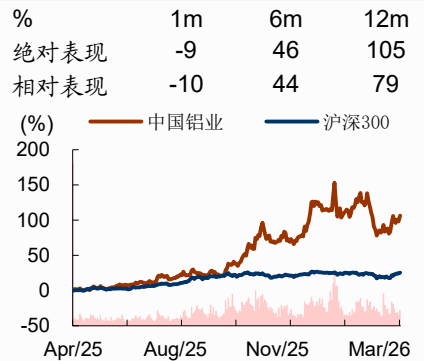
- 全年业绩稳中有进, Q4 利润短期承压。公司发布 2025 年年度报告, 全年实现营业收入 2411.25 亿元, YoY+1.69%; 实现归母净利润 126.74 亿元, YoY+2.25%; 实现扣非归母净利润 124.64 亿元, YoY+4.1%。单季度 Q4 实现营业收入 646.09 亿元, YoY+2.02%; 实现归母净利润 18.02 亿元, YoY-46.74%; 实现扣非归母净利润 17.48 亿元, YoY-46.44%; Q4 业绩下行主要系当季计提资产减值损失 29.78 亿元所致。
- 分红比例连续五年提升。公司 2025 年拟每股派发现金红利 0.147 元 (含税), 叠加中期股息后全年每股分红 0.27 元, 分红总额 46.32 亿元, 分红比率达 36.55%, 自 2021 年以来连续五年提升, 2025 年股息率 2.21%。
- 拟并购巴西铝业 46% 股权, 海外布局再落一子。2026 年 1 月公司公告, 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巴西铝业 68.596% 股份, 公司和力拓分别持股 67% 和 33%。交易对价约合人民币 62.86 亿元, 其中公司需支付 42.11 亿元。巴西铝业目前拥有 3 座在产铝土矿山, 年铝土矿产量约 200 万吨, 氧化铝产能 80 万吨/年, 电解铝产能 43 万吨/年, 下游加工产能 21.5 万吨/年, 可再生能源权益装机规模 1.6GW, 原铝产量占比超过巴西市场三分之一。交易完成后, 巴西铝业将实现并表, 公司在铝产业链的产能产量将实现进一步增长, 并有效拓展海外布局。
- 公司发布 26Q1 业绩预增公告。预计 2026 年第一季度实现归母净利润 53.02-55.85 亿元, 同比增加 50% 至 58%; 扣非归母净利润 51.37-54.20 亿元, 同比增加 49% 至 58%。2026Q1, 电解铝均价为 2.40 万元/吨, 同比提高 17.5%, 且公司资源端自采矿比率进一步提高, 产成品端全部产能满产稳产优产, 业绩再创同期历史新高。
- 投资建议: 我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 207.48 亿元、226.85 亿元、233.14 亿元, 同比增长 64%、9%、3%, 对应 PE 分别为 10.6/9.7/9.4 倍, 维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 下游需求不及预期, 几内亚铝土矿政策风险, 海外产能超预期释放风险。

周期/金属及材料  
目标估值: NA  
当前股价: 12.8 元

基础数据

总股本 (百万股)	17155
已上市流通股 (百万股)	13173
总市值 (十亿元)	219.6
流通市值 (十亿元)	168.6
每股净资产 (MRQ)	4.4
ROE (TTM)	16.9
资产负债率	46.0%
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



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国铝业 (601600) — 主业稳健发展, 铝业龙头再创业绩新高》 2026-01-26

刘伟洁 S1090519040002  
liuweijie@cmschina.com.cn  
张洵伊 研究助理  
zhangxunyi@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	237109	241125	261722	268183	267804
同比增长	5%	2%	9%	2%	-0%
营业利润(百万元)	22310	25806	42341	46296	47568
同比增长	46%	16%	64%	9%	3%
归母净利润(百万元)	12395	12674	20748	22685	23314
同比增长	85%	2%	64%	9%	3%
每股收益(元)	0.72	0.74	1.21	1.32	1.36
PE	17.7	17.3	10.6	9.7	9.4
PB	3.2	2.9	2.4	2.1	1.8

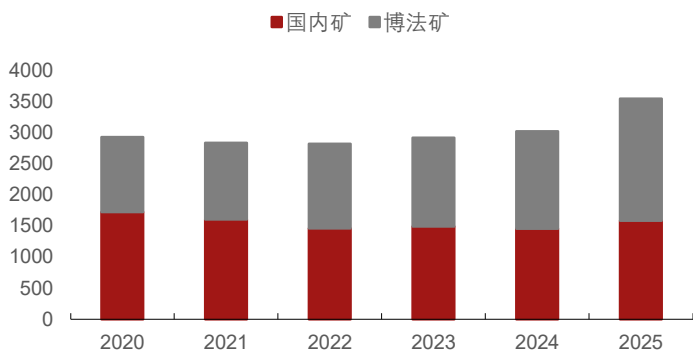
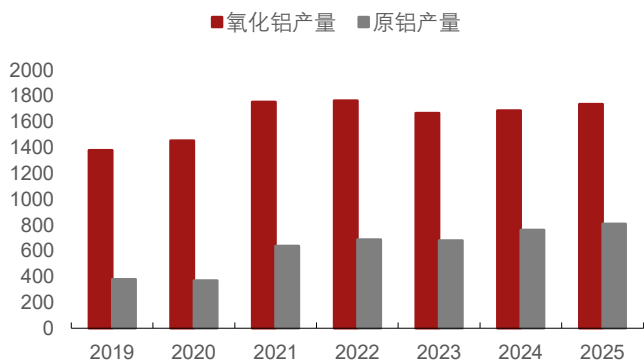
资料来源: 公司数据、招商证券

## 一、主要产品产销增长，2025 业绩受益于铝价上行

主业持续发展,主要产品产销量均实现增长。2025 年公司生产电解铝 808 万吨,同比增加 6.18%,销售电解铝 807 万吨,同比增加 6.18%;生产氧化铝 1735 万吨,同比增加 2.85%,销售氧化铝 642 万吨,同比增加 1.10%。2025 年公司自有矿山共生产铝土矿 3,540.42 万吨,同比增加 523.02 万吨,其中几内亚博法矿生产铝土矿 1,961 万吨,较去年增加 395 万吨。

图 1 氧化铝和原铝产量 (万吨)

图 2 铝土矿产量 (万吨)



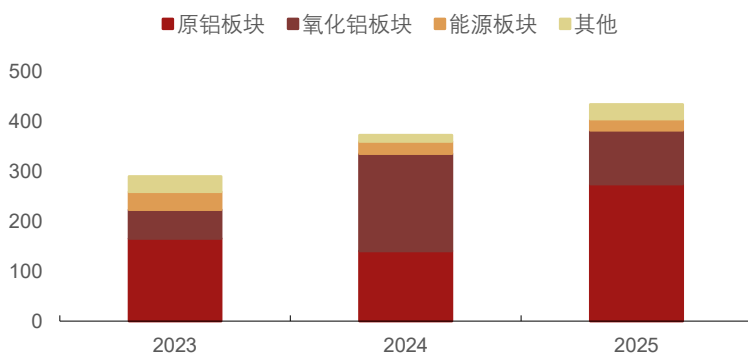
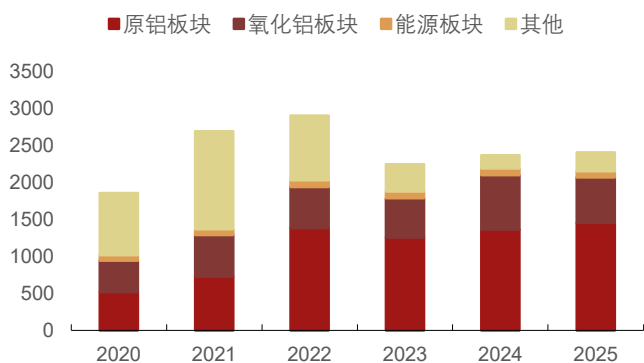
资料来源:公司公告、招商证券

资料来源:公司公告、招商证券

电解铝量价齐升显著增厚业绩。分产品来看,2025 年氧化铝营业收入 615.85 亿元,同比下降 16.78%,毛利率 17.52%,同比减少 8.88 个百分点;原铝营业收入 1455.64 亿元,同比增长 6.75%,毛利率 18.88%,同比增加 8.58 个百分点。从毛利结构看,原铝板块实现毛利 274.89 亿元,占全部毛利的 63.24%;氧化铝板块实现毛利 107.90 亿元,占全部毛利的 24.82%。

图 3 分业务收入 (亿元)

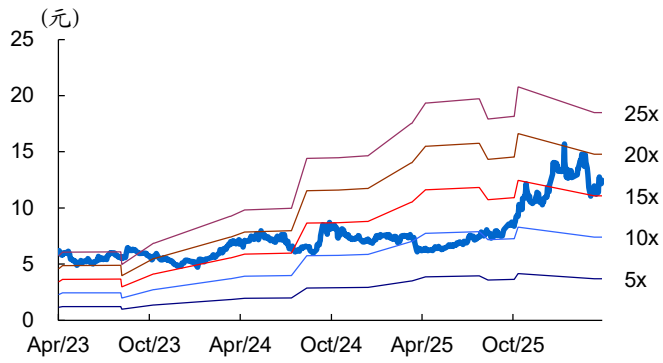
图 4 分业务毛利 (亿元)



资料来源:公司公告、招商证券

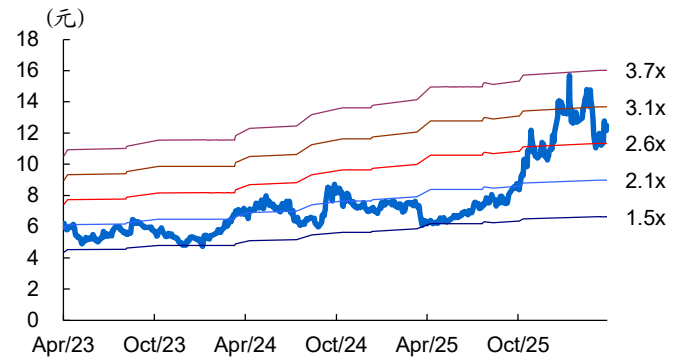
资料来源:公司公告、招商证券

图 5: 中国铝业历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 6: 中国铝业历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

金属行业深度报告\_中国铝业 (601600.SH): 主业稳健发展, 铝业龙头再创业绩新高 2026-1-25

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	59054	71641	83408	113738	143927
现金	22210	29238	39524	69129	99460
交易性投资	2094	4410	4410	4410	4410
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	5231	5172	5614	5753	5744
其它应收款	1594	1419	1540	1578	1575
存货	24421	24022	24349	24706	24588
其他	3504	7381	7971	8162	8149
<b>非流动资产</b>	156887	155380	155569	155783	156011
长期股权投资	11549	12361	12361	12361	12361
固定资产	95873	98678	101222	103528	105620
无形资产商誉	20768	20952	18857	16971	15274
其他	28697	23389	23130	22922	22757
<b>资产总计</b>	<b>215942</b>	<b>227022</b>	<b>238978</b>	<b>269521</b>	<b>299938</b>
<b>流动负债</b>	46228	52782	34132	34448	34343
短期借款	3077	7385	0	0	0
应付账款	19825	18187	18435	18706	18616
预收账款	1952	3015	3056	3101	3086
其他	21374	24194	12641	12641	12641
<b>长期负债</b>	57659	51668	51668	51668	51668
长期借款	34762	27215	27215	27215	27215
其他	22898	24454	24454	24454	24454
<b>负债合计</b>	<b>103887</b>	<b>104450</b>	<b>85801</b>	<b>86116</b>	<b>86011</b>
股本	17156	17156	17156	17156	17156
资本公积金	24074	21122	21122	21122	21122
留存收益	27973	36647	52763	67149	81389
少数股东权益	42850	47647	62136	77979	94260
归属于母公司所有者权益	69204	74925	91041	105427	119667
<b>负债及权益合计</b>	<b>215942</b>	<b>227022</b>	<b>238978</b>	<b>269521</b>	<b>299938</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	32809	34092	46472	50486	51939
净利润	19372	21525	35237	38527	39596
折旧摊销	11169	10139	11551	11527	11512
财务费用	3004	2448	2347	2405	2402
投资收益	(996)	(693)	(1472)	(1564)	(1608)
营运资金变动	1552	1181	(1192)	(410)	38
其它	(1292)	(507)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(7637)	(11179)	(10269)	(10176)	(10132)
资本支出	(10369)	(9244)	(11740)	(11740)	(11740)
其他投资	2731	(1935)	1472	1564	1608
<b>筹资活动现金流</b>	(22923)	(15582)	(25917)	(10704)	(11476)
借款变动	(18943)	(6241)	(18938)	0	0
普通股增加	(5)	(1)	0	0	0
资本公积增加	(816)	(2952)	0	0	0
股利分配	(2780)	(5833)	(4632)	(8299)	(9074)
其他	(380)	(554)	(2347)	(2405)	(2402)
<b>现金净增加额</b>	<b>2248</b>	<b>7332</b>	<b>10286</b>	<b>29605</b>	<b>30331</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	237109	241125	261722	268183	267804
营业成本	199765	197655	200348	203290	202312
营业税金及附加	3084	3619	3928	4025	4019
营业费用	447	478	519	532	531
管理费用	5492	5235	5682	5822	5814
研发费用	3065	3912	4246	4351	4344
财务费用	2679	2162	2347	2405	2402
资产减值损失	(2409)	(3485)	(3783)	(3026)	(2421)
公允价值变动收益	106	(128)	(9)	(10)	(49)
其他收益	1040	661	718	735	734
投资收益	996	693	763	839	923
<b>营业利润</b>	22310	25806	42341	46296	47568
营业外收入	356	282	306	313	313
营业外支出	354	248	269	276	276
<b>利润总额</b>	22312	25840	42378	46333	47606
所得税	2940	4315	7140	7806	8010
少数股东损益	6978	8851	14489	15842	16282
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>12395</b>	<b>12674</b>	<b>20748</b>	<b>22685</b>	<b>23314</b>

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	5%	2%	9%	2%	-0%
营业利润	46%	16%	64%	9%	3%
归母净利润	85%	2%	64%	9%	3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.7%	18.0%	23.4%	24.2%	24.5%
净利率	5.2%	5.3%	7.9%	8.5%	8.7%
ROE	19.1%	17.6%	25.0%	23.1%	20.7%
ROIC	13.6%	14.2%	21.2%	20.6%	18.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	48.1%	46.0%	35.9%	32.0%	28.7%
净负债比率	21.4%	20.3%	11.4%	10.1%	9.1%
流动比率	1.3	1.4	2.4	3.3	4.2
速动比率	0.7	0.9	1.7	2.6	3.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	0.9
存货周转率	8.5	8.2	8.3	8.3	8.2
应收账款周转率	51.2	46.4	48.5	47.2	46.6
应付账款周转率	9.8	10.4	10.9	10.9	10.8
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.72	0.74	1.21	1.32	1.36
每股经营净现金	1.91	1.99	2.71	2.94	3.03
每股净资产	4.03	4.37	5.31	6.15	6.98
每股股利	0.22	0.27	0.48	0.53	0.54
<b>估值比率</b>					
PE	17.7	17.3	10.6	9.7	9.4
PB	3.2	2.9	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	9.4	8.8	5.8	5.4	5.3

## 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。