

中国铝业（601600.SH）

“两海”战略顺利推进，加大绿电投入

优于大市

核心观点

2026H1 公司归母净利润同比增长 68%。2026H1 归母净利润 118.7 亿元，同比+67.91%，扣非归母净利润 116.5 亿元，经营性净现金流 262.6 亿元，同比+84.1%。拟实施中期分红，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.76 元（含税），总计 47.3 亿元，占上半年归母净利润 40%。报告期内，电解铝价格维持高位，公司充分发挥全产业链一体化优势，管控氧化铝、电力、原料端成本，电解铝环节盈利水平显著提升，带动整体业绩大幅增长。

财务负担减轻，经营现金流大幅改善。截至 2026 年中，公司短期借款为 52.3 亿元，较年初减少 21.5 亿元；长期借款 245.2 亿元，较年初减少 26.9 亿元，带息债务合计 331.6 亿元。中国铝业借助近几年铝行业高景气周期，持续压降带息负债、优化债务结构，截至 2026 年中，公司资产负债率进一步降至 42.8%，较年初 46.0%下降 3.25 个百分点，Q1 和 Q2 的财务费用分别为 5.6 亿元和 4.7 亿元，较 2020 年之前每年 50 亿元级别的财务费用显著回落，利息负担减轻，显著改善公司盈利空间。2026H1 公司经营性净现金流达到 262.6 亿元，折旧摊销规模约 38 亿元，资本开支约 46 亿元。

公司对铝价具有高盈利弹性，受益于行业高景气周期：公司电解铝权益产能 452 万吨，氧化铝权益产能 2000 万吨左右。以 2026 年为例，铝价每上涨 1000 元/吨，公司归母净利润增加近 46 亿元；氧化铝价格每下降 200 元/吨，公司归母净利润减少 11 亿元。

风险提示：铝价下跌风险，氧化铝价格下跌风险，海外项目进度不及预期风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

我们假设 2026–2028 年铝现货价格分别为 24000 元/吨，氧化铝价格为 2700 元/吨，预焙阳极价格为 6000 元/吨，公司用电含税价格为 0.44 元/度，预计 2026–2028 年归母净利润为 227.0/234.9/244.4 亿元，摊薄 EPS 为 1.32/1.37/1.42 元，当前股价对应 PE 为 7.4/7.2/6.9 倍。公司是国内铝行业龙头，近年来实施“海外铝土矿资源+国内沿海氧化铝”战略，并大力建设绿电，提高清洁能源占比，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	247,739	248,582
(+/-%)	5.3%	1.7%	2.4%	0.3%	0.3%
归母净利润(百万元)	12400	12674	22700	23485	24440
(+/-%)	84.6%	2.2%	79.1%	3.5%	4.1%
每股收益(元)	0.72	0.74	1.32	1.37	1.42
EBIT Margin	10.7%	12.5%	20.8%	21.3%	21.9%
净资产收益率(ROE)	17.9%	16.9%	26.3%	24.0%	22.2%
市盈率(PE)	13.6	13.3	7.4	7.2	6.9
EV/EBITDA	7.6	6.8	4.1	3.9	3.8
市净率(PB)	2.43	2.25	1.95	1.72	1.53

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：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

9.82 元

总市值/流通市值

168462/168387 百万元

52 周最高价/最低价

15.85/7.32 元

近 3 个月日均成交额

2696.99 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）-25 年归母净利润同增 2%，拟收购巴西铝业 46%股份》——2026-04-06

《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

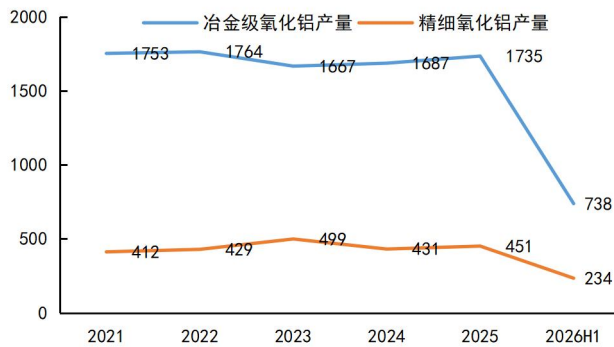
《中国铝业（601600.SH）-上半年原铝产量同比提升 9%，加强资源保障和成本管控》——2025-08-31

《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

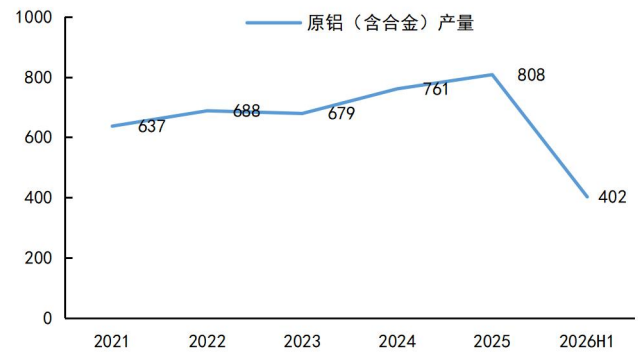
2026H1 公司归母净利润同比增长 68%。2026H1 归母净利润 118.7 亿元，同比 +67.91%，扣非归母净利润 116.5 亿元，经营性净现金流 262.6 亿元，同比 +84.1%。拟实施中期分红，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.76 元(含税)，总计 47.3 亿元，占上半年归母净利润 40%。报告期内，电解铝价格维持高位，公司充分发挥全产业链一体化优势，管控氧化铝、电力、原料端成本，电解铝环节盈利水平显著提升，带动整体业绩大幅增长。

图1：中国铝业氧化铝产量（单位：万吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国铝业原铝产量（单位：万吨）



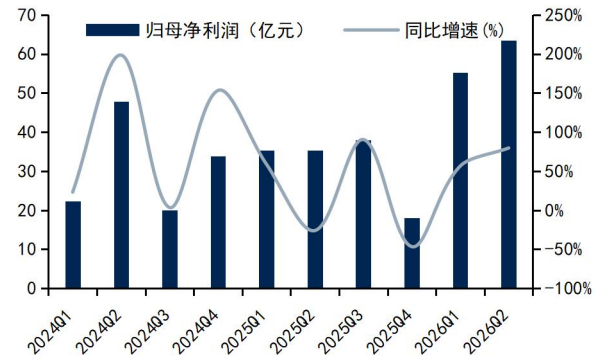
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：单季度营业收入（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：单季归母净利润（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5：ROE、ROIC变化情况（%）

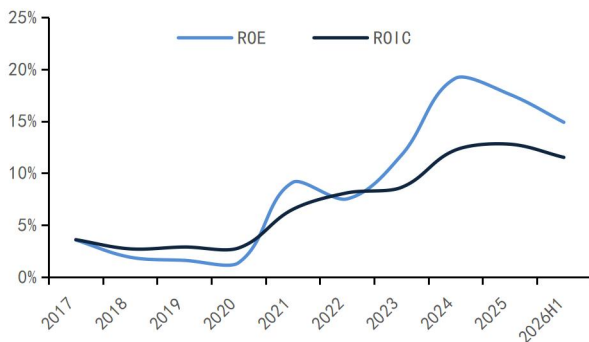
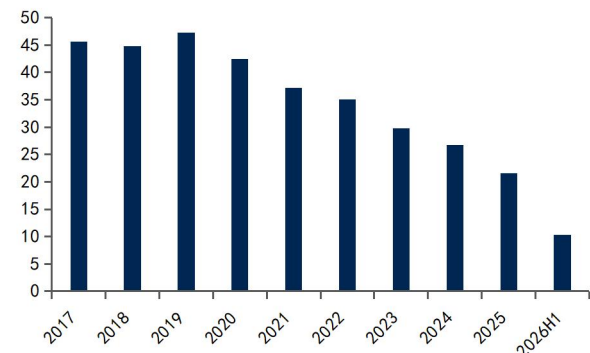


图6：中国铝业财务费用（亿元）

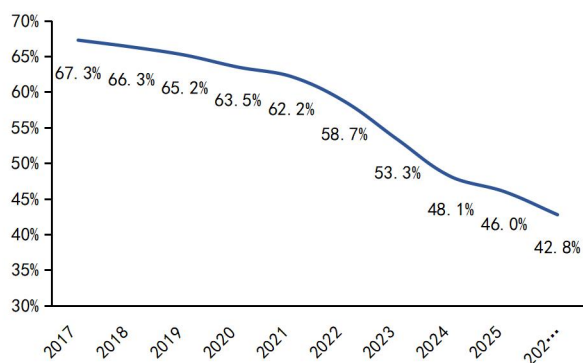


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

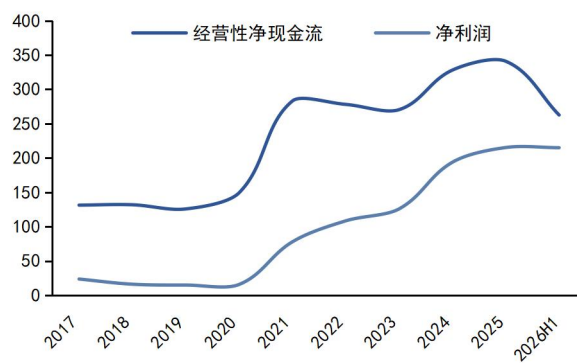
财务负担减轻，经营现金流大幅改善。截至 2026 年中，公司短期借款为 52.3 亿元，较年初减少 21.5 亿元；长期借款 245.2 亿元，较年初减少 26.9 亿元，带息债务合计 331.6 亿元。中国铝业借助近几年铝行业高景气周期，持续压降带息负债、优化债务结构，截至 2026 年中，公司资产负债率进一步降至 42.8%，较年初 46.0%下降 3.25 个百分点，Q1 和 Q2 的财务费用分别为 5.6 亿元和 4.7 亿元，较 2020 年之前每年 50 亿元级别的财务费用显著回落，利息负担减轻，显著改善公司盈利空间。2026H1 公司经营性净现金流达到 262.6 亿元，折旧摊销规模约 38 亿元，资本开支约 46 亿元。

图7：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8：经营性净现金流（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司对铝价具有高盈利弹性：公司电解铝权益产能 452 万吨，氧化铝权益产能 2000 万吨左右。以 2026 年为例，铝价每上涨 1000 元/吨，公司归母净利润增加近 46 亿元；氧化铝价格每下降 200 元/吨，公司归母净利润减少 11 亿元。

表1：2026 年公司盈利敏感性分析（亿元）

		铝价（元/吨）						
		20, 000	21, 000	22, 000	23, 000	24, 000	25, 000	26, 000
氧化铝价	2, 500	33	79	125	170	216	261	307
	2, 700	44	90	136	181	227	273	318
	2, 900	55	101	147	193	238	284	330
	3, 100	66	112	158	204	250	295	341
	3, 300	77	124	170	215	261	307	353

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所测算

投资建议：我们假设 2026-2028 年铝现货价格分别为 24000 元/吨，氧化铝价格为 2700 元/吨，预焙阳极价格为 6000 元/吨，公司用电含税价格为 0.44 元/度，预计 2026-2028 年归母净利润均为 227.0/234.9/244.4 亿元，摊薄 EPS 为 1.32/1.37/1.42 元，当前股价对应 PE 为 7.4/7.2/6.9 倍。公司是国内铝行业龙头，近年来实施“海外铝土矿资源+国内沿海氧化铝”战略，并大力建设绿电，提高清洁能源占比，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	22210	29238	39344	67159	100090	营业收入	237066	241125	246896	247739	248582
应收款项	6449	6202	10146	10181	10216	营业成本	199721	197655	181804	181023	180243
存货净额	24420	24022	23954	23760	23604	营业税金及附加	3084	3619	3705	3718	3730
其他流动资产	3969	7770	4444	4459	4474	销售费用	447	478	469	471	472
流动资产合计	59051	71641	82298	109968	142794	管理费用	5488	5235	5679	5698	5717
固定资产	106431	103936	99143	89655	79838	研发费用	3064	3912	4005	4019	4033
无形资产及其他	17258	17457	16759	16061	15362	财务费用	2677	2162	1744	1211	438
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)
资产总计	215896	227022	231786	248871	270780	其他收入	(1679)	(3211)	(4005)	(4019)	(4033)
短期借款及交易性金融负债	11539	18938	18560	16346	17948	营业利润	22319	25806	45990	48099	50448
应付款项	19824	18187	9582	9504	9442	营业外净收支	2	34	0	0	0
其他流动负债	14835	15656	10819	10735	10668	利润总额	22322	25840	45990	48099	50448
流动负债合计	46198	52782	38961	36585	38058	所得税费用	2940	4315	7818	8177	8576
长期借款及应付债券	43843	36210	36210	36210	36210	少数股东损益	6982	8851	15472	16437	17432
其他长期负债	13813	15459	14959	14459	13959	归属于母公司净利润	12400	12674	22700	23485	24440
长期负债合计	57657	51668	51168	50668	50168	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	103855	104450	90129	87253	88226	净利润	12400	12674	22700	23485	24440
少数股东权益	42849	47647	55383	63601	72317	资产减值准备	1996	774	(20)	(308)	(346)
股东权益	69191	74925	86275	98017	110237	折旧摊销	10645	9738	11345	11994	12362
负债和股东权益总计	215896	227022	231786	248871	270780	公允价值变动损失	2645	3653	3500	3500	3500
						财务费用	2677	2162	1744	1211	438
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	1690	(1556)	(13847)	(825)	(869)
每股收益	0.72	0.74	1.32	1.37	1.42	其它	485	1481	7755	8526	9062
每股红利	0.47	0.55	0.66	0.68	0.71	经营活动现金流	29861	26764	31434	46372	48149
每股净资产	4.03	4.37	5.03	5.71	6.43	资本开支	0	(3621)	(10000)	(5000)	(5000)
ROIC	13.48%	15.25%	26%	27%	30%	其它投资现金流	3009	(2406)	0	0	0
ROE	17.92%	16.92%	26%	24%	22%	投资活动现金流	1500	(6839)	(9600)	(4600)	(4600)
毛利率	16%	18%	26%	27%	27%	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)	(11742)	(12220)
收入增长	5%	2%	2%	0%	0%	其它融资现金流	(16973)	20971	(378)	(2214)	1602
净利润增长率	85%	2%	79%	3%	4%	融资活动现金流	(30254)	(12898)	(11728)	(13957)	(10618)
资产负债率	68%	67%	63%	61%	59%	现金净变动	1107	7028	10106	27815	32931
股息率	4.7%	5.6%	6.7%	7.0%	7.3%	货币资金的期初余额	21104	22210	29238	39344	67159
P/E	13.6	13.3	7.4	7.2	6.9	货币资金的期末余额	22210	29238	39344	67159	100090
P/B	2.4	2.2	2.0	1.7	1.5	企业自由现金流	0	29742	30022	50001	51634
EV/EBITDA	7.6	6.8	4.1	3.9	3.8	权益自由现金流	0	43166	28197	46781	52872

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

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