



中国铝业 (601600.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

经营生产稳步推进，利润同环比上行

业绩简评

2025 年 10 月 27 日，公司公布 2025 年三季报，前三季度实现营收 1765.2 亿元，同比+1.6%；归母净利 108.7 亿元，同比+20.6%；扣非归母净利 107.2 亿元，同比+22.9%。其中，Q3 实现营收 601.2 亿元，同比-4.7%；归母净利润 38.0 亿元，环比+7.6%，同比+90.0%。

经营分析

铝产品生产稳步推进，铝及氧化铝价格环比改善。25Q3 公司冶金级氧化铝产量 444 万吨，环比+7.8%，外销量 159 万吨，环比-3.0%；精细氧化铝产量 119 万吨，环比+5.3%；原铝产量 203 万吨，环比持平，外销量 204 万吨，环比-0.5%。公司 2025 年计划生产冶金级氧化铝、精细氧化铝和原铝 1681/446/780 万吨，分产品前三季度总产量占经营目标比例为 77.6%/73.3%/76.9%。25Q3 “金九”旺季来临，终端需求回暖，下游开工率提升，支撑铝价上行。Q3 长江有色铝均价 2.07 万元/吨，环比+2.5%，同比+5.9%，全国氧化铝均价 3184 元/吨，环比+3.5%，同比-19.2%。

公司盈利能力持续增强，中期分红 30%。25Q3 公司实现毛利润 110.4 亿元，环比+3.5%，同比+50.1%，前三季度毛利率达 17.3%，较上半年表现+0.5pct，净利率达 9.8%，较上半年表现+0.3pct。公司经营活动现金流净额增长至 253.8 亿元，同比+7.5%。受益于增长的经营利润，公司货币资金增长至 303.3 亿元，同比+32.1%，资产负债率降至 46.4%，同比-4.7pct。公司 2025 年 8 月公布利润分配方案，拟实施 2025 年中期分红，按每股 0.123 元（含税）派发现金红利，派息总额约 21.1 亿元，占 2025 年上半年归母净利润的比例为 30%。

公司参股 20%组建稀有金属延伸平台。2025 年 8 月，公司公告公司拟与控股股东中铝集团及其附属公司云南铜业、驰宏锌锗和中铝资本设立合资公司，其中，公司拟以货币资金及实物资产出资 3 亿元，持有合资公司 20%的股权。合资公司是中铝集团打造的稀有金属产业链延伸平台，公司参股合资公司，可以借助中铝集团的资源整合能力，在稀有金属功能材料领域拓展全球领先优势。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司将继续受益于一体化布局，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 2389/2422/2445 亿元，归母净利润分别为 148.08/161.77/172.94 亿元，EPS 分别为 0.86/0.94/1.01 元，公司股票现价对应 PE 估值为 11/10/9 倍。维持“买入”评级。

风险提示

铝价大幅下跌；产量不及预期；生产成本大幅上涨。

金属材料组

分析师：金云涛 (执业 S1130525030002)

jinyuntao@gjzq.com.cn

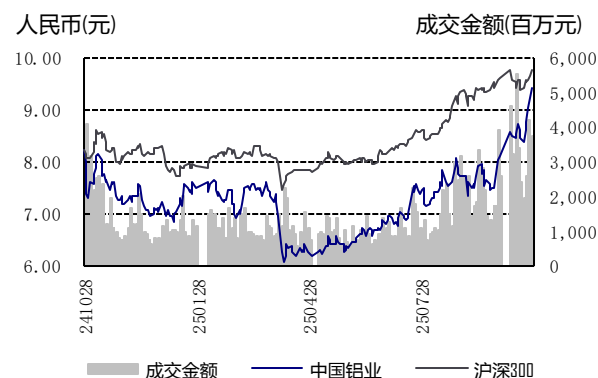
联系人：黄泽浩

huangzehao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：9.40 元

相关报告：

1. 《中国铝业公司点评：铝业利润同比上行，产能释放业绩可期》，2024.10.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	225,071	237,066	238,916	242,195	244,456
营业收入增长率	-22.65%	5.33%	0.78%	1.37%	0.93%
归母净利润(百万元)	6,717	12,400	14,808	16,177	17,294
归母净利润增长率	60.24%	84.61%	19.42%	9.24%	6.91%
摊薄每股收益(元)	0.391	0.723	0.863	0.943	1.008
每股经营性现金流净额	1.57	1.87	1.95	2.00	2.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.11%	17.92%	18.87%	18.05%	17.05%
P/E	14.41	10.17	10.89	9.97	9.32
P/B	1.60	1.82	2.05	1.80	1.59

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	290,988	225,071	237,066	238,916	242,195	244,456
增长率		-22.7%	5.3%	0.8%	1.4%	0.9%
主营业务成本	-257,603	-196,040	-199,721	-200,394	-200,968	-201,186
%销售收入	88.5%	87.1%	84.2%	83.9%	83.0%	82.3%
毛利	33,385	29,031	37,344	38,522	41,227	43,270
%销售收入	11.5%	12.9%	15.8%	16.1%	17.0%	17.7%
营业税金及附加	-2,860	-2,589	-3,084	-3,575	-3,624	-3,657
%销售收入	1.0%	1.2%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%
销售费用	-419	-432	-447	-405	-419	-431
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-4,092	-4,351	-5,488	-4,978	-5,147	-5,195
%销售收入	1.4%	1.9%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	-4,805	-3,729	-3,064	-2,779	-2,873	-3,074
%销售收入	1.7%	1.7%	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	21,210	17,930	25,261	26,786	29,163	30,912
%销售收入	7.3%	8.0%	10.7%	11.2%	12.0%	12.6%
财务费用	-3,505	-2,972	-2,677	-1,730	-1,339	-888
%销售收入	1.2%	1.3%	1.1%	0.7%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-5,299	-609	-2,619	0	0	0
公允价值变动收益	59	-3	106	8	0	0
投资收益	668	276	996	1,428	1,500	1,575
%税前利润	5.1%	1.8%	4.5%	5.2%	4.9%	4.8%
营业利润	13,682	15,296	22,319	27,637	30,430	32,704
营业利润率	4.7%	6.8%	9.4%	11.6%	12.6%	13.4%
营业外收支	-473	-205	2	-12	-12	-12
税前利润	13,209	15,091	22,322	27,625	30,418	32,692
利润率	4.5%	6.7%	9.4%	11.6%	12.6%	13.4%
所得税	-2,366	-2,507	-2,940	-4,218	-4,644	-4,992
所得税率	17.9%	16.6%	13.2%	15.3%	15.3%	15.3%
净利润	10,843	12,584	19,382	23,407	25,773	27,700
少数股东损益	6,651	5,867	6,982	8,599	9,597	10,406
归属于母公司的净利润	4,192	6,717	12,400	14,808	16,177	17,294
净利率	1.4%	3.0%	5.2%	6.2%	6.7%	7.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	10,843	12,584	19,382	23,407	25,773	27,700
少数股东损益	6,651	5,867	6,982	8,599	9,597	10,406
非现金支出	16,272	11,666	14,783	9,612	9,725	9,863
非经营收益	2,829	3,022	363	240	149	-233
营运资金变动	-1,078	-351	-2,427	152	-1,396	-2,104
经营活动现金净流	28,866	26,920	32,102	33,411	34,251	35,226
资本开支	-4,664	-6,519	-9,420	-6,747	-8,033	-8,033
投资	-163	-5,256	1,654	-2,129	-1,332	-1,731
其他	1,348	595	137	1,428	1,500	1,575
投资活动现金净流	-3,479	-11,179	-7,628	-7,448	-7,865	-8,190
股权募资	405	1,262	657	-900	0	0
债权募资	-12,893	-8,430	-12,873	-7,800	-4,306	-6,666
其他	-8,000	-6,975	-9,538	-6,510	-6,701	-6,800
筹资活动现金净流	-20,489	-14,143	-21,755	-15,211	-11,008	-13,465
现金净流量	4,742	1,504	2,779	10,753	15,378	13,571

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	19,260	21,104	22,210	30,620	44,323	56,697
应收款项	7,586	8,467	8,749	11,626	11,922	12,175
存货	24,712	22,847	24,420	25,610	27,738	29,990
其他流动资产	2,977	6,023	3,672	5,277	5,279	5,280
流动资产	54,536	58,441	59,051	73,132	89,263	104,142
%总资产	25.7%	27.6%	27.4%	32.0%	36.6%	40.2%
长期投资	13,892	14,316	15,432	16,610	17,941	19,673
固定资产	109,277	104,810	106,431	103,682	101,953	100,056
%总资产	51.5%	49.5%	49.3%	45.4%	41.8%	38.6%
无形资产	21,224	21,915	21,911	22,473	22,906	23,348
非流动资产	157,812	153,315	156,844	155,264	154,892	154,781
%总资产	74.3%	72.4%	72.6%	68.0%	63.4%	59.8%
资产总计	212,348	211,756	215,896	228,397	244,155	258,923
短期借款	25,434	25,204	11,539	4,061	3,655	3,290
应付款项	29,683	26,951	28,102	32,467	33,073	33,122
其他流动负债	7,250	6,551	6,557	7,211	7,555	7,829
流动负债	62,367	58,706	46,198	43,739	44,283	44,241
长期贷款	34,063	33,438	34,762	31,562	26,762	19,562
其他长期负债	28,162	20,723	22,895	23,153	22,459	22,240
负债	124,592	112,867	103,855	98,454	93,504	86,043
普通股股东权益	54,403	60,458	69,191	78,494	89,606	101,429
其中：股本	17,162	17,162	17,156	17,156	17,156	17,156
未分配利润	10,183	15,851	24,884	35,087	46,198	58,022
少数股东权益	33,353	38,431	42,849	51,448	61,045	71,451
负债股东权益合计	212,348	211,756	215,896	228,397	244,155	258,923

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.244	0.391	0.723	0.863	0.943	1.008
每股净资产	3.170	3.523	4.033	4.575	5.223	5.912
每股经营现金净流	1.682	1.569	1.871	1.947	1.996	2.053
每股股利	0.040	0.080	0.220	0.268	0.295	0.319
回报率						
净资产收益率	7.71%	11.11%	17.92%	18.87%	18.05%	17.05%
总资产收益率	1.97%	3.17%	5.74%	6.48%	6.63%	6.68%
投入资本收益率	10.61%	8.93%	13.00%	12.69%	12.66%	12.42%
增长率						
主营业务收入增长率	7.87%	-22.65%	5.33%	0.78%	1.37%	0.93%
EBIT 增长率	8.86%	-15.47%	40.89%	6.03%	8.88%	6.00%
净利润增长率	-17.47%	60.24%	84.61%	19.42%	9.24%	6.91%
总资产增长率	10.38%	-0.28%	1.95%	5.79%	6.90%	6.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.5	6.6	7.1	10.3	10.5	10.7
存货周转天数	30.7	44.3	43.2	46.6	50.4	54.4
应付账款周转天数	18.7	27.1	24.4	25.4	25.9	25.9
固定资产周转天数	134.2	162.6	147.6	137.6	128.6	120.1
偿债能力						
净负债/股东权益	63.31%	41.39%	27.74%	10.80%	-2.64%	-13.31%
EBIT 利息保障倍数	6.1	6.0	9.4	15.5	21.8	34.8
资产负债率	58.67%	53.30%	48.10%	43.11%	38.30%	33.23%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	10	10	17
增持	0	1	5	6	3
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.33	1.38	1.39

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究