

## 构建“1+2”创新体系，全面迎接能源转型浪潮

### ——中国铝业（601600）首次覆盖报告

#### 报告要点：

#### ● 2025 年业绩创历史新高，2026 年上半年营收净利双增长

公司 2025 年经营业绩创历史最佳水平。公司 2025 年实现营业收入 2,411.25 亿元，同比增长 1.69%。2026 年上半年，公司实现营业收入 1,254.13 亿元，同比增长 7.74%；公司实现归母净利润 118.71 亿元，同比增长 67.91%，盈利能力显著提升。主要受益于原铝销售价格上涨带动相关业务收入和利润增加，推动公司营业收入与归母净利润实现双增长。

#### ● 加快新兴产业布局，强化科技创新支撑

2026 年上半年，公司继续推进“两海”战略，大连沿海氧化铝项目关键手续获得核准，几内亚氧化铝项目持续推进，宁夏能源固原彭阳煤电联营项目处于建设阶段。公司同步推进能源结构优化和产品高端化，2025 年全年电解铝绿电使用占比达 55%以上，金属镓产能继续位居全球第一。公司围绕氧化铝、电解铝、节能降耗、危废处理及高纯材料等领域开展关键核心技术攻关，截至 2026 年 6 月底拥有 15 个国家级研发平台、39 个省部级研发平台。中铝高端构建“1+2”科技规划体系，以科技创新为核心，围绕关键技术突破和高端产品研发两大方向，形成覆盖研发、生产、市场全链条的创新生态。

#### ● 小金属产业多元化开发，产业链得以延伸

2024 年以来，公司小金属选矿回收率、冶炼直收率指标显著提升，镓、铟、钨、钼、铌、钽等小金属得到了有效的回收利用。公司以盘活存量、整合资源、转型升级等多种方式打造小金属回收体系，进一步提升小金属产品附加值，聚力推进产业强链补链延链，提高资源综合利用率。

#### ● 投资建议与盈利预测

铝作为支撑现代工业体系的关键基础材料，其战略地位日益凸显。随着全球能源转型加速，特别是在新能源汽车、光伏储能等领域的广泛应用，铝的需求结构正在向高增长赛道持续优化。中国铝业拥有从铝土矿、氧化铝到电解铝的完整产业链，其资源保障能力与规模化成本优势突出，有望充分受益于下游绿色需求的长期增长。我们预计，公司 2026-2028 年归母净利润分别为 214.35、221.84、224.97 亿元，当前股价对应 PE 分别为 6.91、6.67 和 6.58 倍，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

铝行业具有一定的周期性，需关注行业景气度不及预期、市场变化与市场竞争风险、产能释放不及预期风险、能源成本大幅波动风险、安全环保风险。

#### 附表：盈利预测

| 财务数据和估值    | 2024      | 2025      | 2026E     | 2027E     | 2028E     |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元）  | 237109.21 | 241125.22 | 252251.21 | 257166.52 | 260427.60 |
| 收入同比（%）    | 5.23      | 1.69      | 4.61      | 1.95      | 1.27      |
| 归母净利润（百万元） | 12394.50  | 12673.92  | 21435.27  | 22183.64  | 22496.67  |
| 归母净利润同比（%） | 85.29     | 2.25      | 69.13     | 3.49      | 1.41      |
| ROE（%）     | 17.91     | 16.92     | 23.91     | 20.64     | 17.91     |
| 每股收益（元）    | 0.72      | 0.74      | 1.25      | 1.29      | 1.31      |
| 市盈率（P/E）   | 11.95     | 11.68     | 6.91      | 6.67      | 6.58      |

资料来源：iFinD，国元证券研究所（数据截至 2026 年 10 月 23 日）

## 买入|首次评级

当前价： 8.63 元

#### 基本数据

52 周最高/最低价（元）：15.60 / 7.69

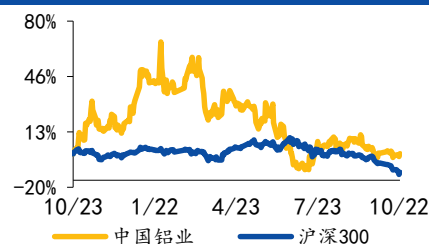
A 股流通股（百万股）：13203.34

A 股总股本（百万股）：17154.76

流通市值（百万元）：113944.82

总市值（百万元）：138141.06

#### 过去一年股价走势



资料来源：iFinD

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 马捷

执业证书编号 S0020522080002

电话 021-51097188

邮箱 majie@gyzq.com.cn

分析师 许元琨

执业证书编号 S0020523020002

电话 021-51097188

邮箱 xuyuankun@gyzq.com.cn

## 目 录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 1.行业排名领先，全产业链布局彰显实力 .....              | 4  |
| 1.1 行业地位领先，多项产品产量位居全球前列.....           | 4  |
| 1.2 公司 2025 年经营业绩创历史最佳水平 .....         | 6  |
| 2.公司竞争优势与战略布局 .....                    | 13 |
| 2.1 一体化产业链协同优势显著，资源保障能力持续强化 .....      | 13 |
| 2.1.1 上游资源端：公司铝土矿资源稳定可靠，攻克开采技术难题.....  | 13 |
| 2.1.2 中游生产端：公司氧化铝产量稳步增长，原铝板块盈利能力提升..   | 14 |
| 2.1.3 下游销售端：营销管理体系高效，销售网络覆盖全国 .....    | 15 |
| 2.2 加快发展战略性新兴产业，为建设现代化产业体系提供坚实保障 ..... | 16 |
| 2.2.1 中铝集团：全力以赴加快发展战略性新兴产业.....        | 16 |
| 2.2.2 中铝高端：以科技创新为核心引擎，推动高端铝材产品结构优化..   | 17 |
| 2.3 重点项目有序推进，未来增长空间广阔 .....            | 18 |
| 2.4 小金属产业多元化开发、产业链得以延伸 .....           | 21 |
| 3.盈利预测与估值.....                         | 24 |
| 3.1 可比公司 .....                         | 24 |
| 3.2 盈利预测与评级.....                       | 27 |
| 4.风险提示.....                            | 28 |

## 图表目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图 1：公司股权结构图 .....                        | 4  |
| 图 2：2021-2026H1 公司营业收入.....              | 7  |
| 图 3：2021-2026H1 公司归母净利润 .....            | 7  |
| 图 4：2021-2026H1 年公司主要营收构成（单位：亿元） .....   | 7  |
| 图 5：2021-2025 年公司毛利构成（亿元） .....          | 10 |
| 图 6：2021-2026H1 公司毛利率及净利率（%） .....       | 10 |
| 图 7：2021-2025 年主营业务毛利率（%） .....          | 10 |
| 图 8：2021-2026H1 公司期间费用率（%） .....         | 11 |
| 图 9：2021-2026H1 公司研发投入情况.....            | 11 |
| 图 10：2021-2026H1 公司经营活动现金流（亿元） .....     | 12 |
| 图 11：2021-2026H1 公司营运能力表现（天） .....       | 12 |
| 图 12：2021-2026H1 公司资产占比与资产负债率（%） .....   | 12 |
| 图 13：2021-2026H1 流动比率和速动比率 .....         | 12 |
| 图 14：中国铝业近五年氧化铝产量 .....                  | 15 |
| 图 15：中国铝业近五年氧化铝板块营业收入 .....              | 15 |
| 图 16：中国铝业近五年原铝产量.....                    | 15 |
| 图 17：原铝板块业务收入变化 .....                    | 15 |
| 图 18：包头铝业 20 万吨高品质变形铝合金及再生铝循环利用项目现场图 ... | 20 |
| 图 19：广西华昇分解槽 .....                       | 20 |

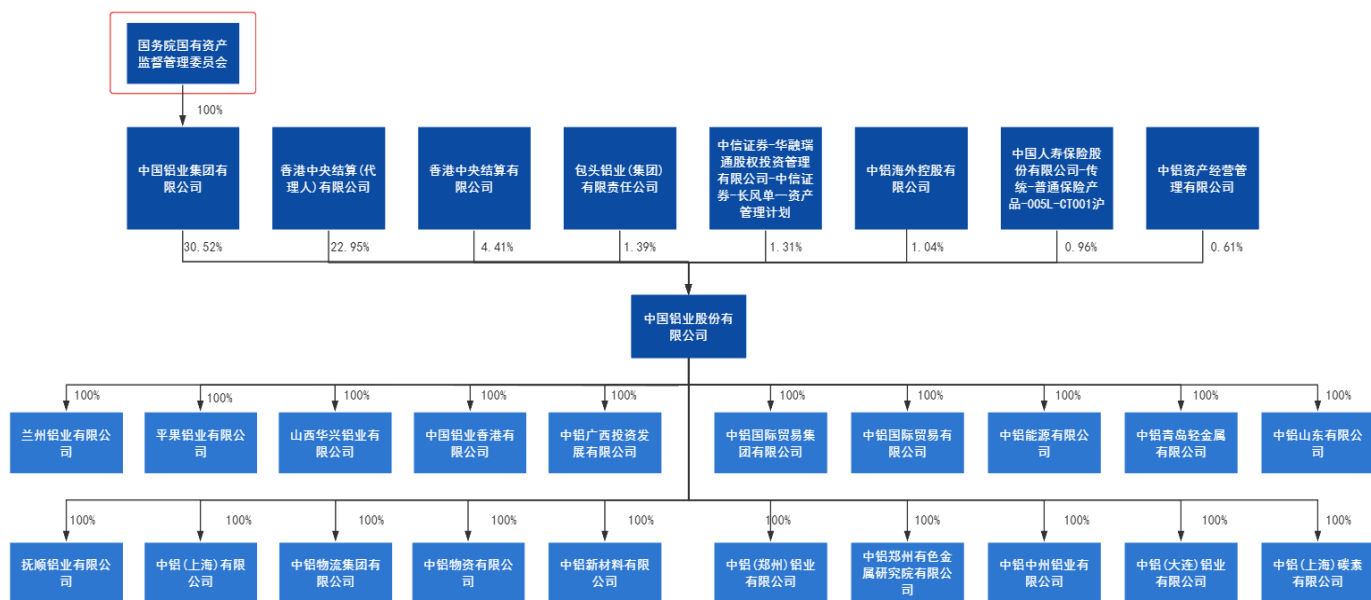
|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 图 20: 贵州华锦年产 50 吨金属镓项目现场图 .....             | 21 |
| 图 21: 金属镓应用领域: 半导体材料 .....                  | 22 |
| 图 22: 金属镓应用领域: 化工行业 .....                   | 22 |
| 图 23: 金属镓应用领域: 太阳能电池 .....                  | 22 |
| 图 24: 金属镓应用领域: 合金 .....                     | 22 |
| 图 25: 可比公司营业收入对比 (亿元) .....                 | 25 |
| 图 26: 可比公司归母净利润对比 (亿元) .....                | 25 |
| 图 27: 可比公司毛利率对比 .....                       | 26 |
| 图 28: 可比公司净利率对比 .....                       | 26 |
| 图 29: 可比公司 ROE 对比 .....                     | 26 |
| 图 30: 可比公司期间费用率对比 .....                     | 26 |
|                                             |    |
| 表 1: 2025 年中国铝业主要控股、参股公司情况 (单位: 亿元) .....   | 5  |
| 表 2: 公司主要产品 .....                           | 6  |
| 表 3: 公司主要业务板块 .....                         | 8  |
| 表 4: 2025 年公司主营业务分行业情况 (单位: 亿元) .....       | 8  |
| 表 5: 2025 年公司主营业务分产品情况 (单位: 亿元) .....       | 9  |
| 表 6: 公司自有铝土矿山资源情况 (截至 2025 年末) .....        | 14 |
| 表 7: 2026 年上半年重要在建工程项目本期变动情况 (单位: 万元) ..... | 19 |
| 表 8: 常见镓产品及其用途 .....                        | 23 |
| 表 9: 中国铝业与可比公司营收、主营产品一览 .....               | 24 |
| 表 10: 中国铝业与可比公司 EPS 和 PE 对比 .....           | 26 |
| 表 11: 中国铝业分产品收入预测 (单位: 百万元) .....           | 27 |
| 表 12: 盈利预测 .....                            | 28 |

## 1.行业排名领先，全产业链布局彰显实力

### 1.1 行业地位领先，多项产品产量位居全球前列

中国铝业股份有限公司成立于2001年9月10日，是中铝集团旗下核心控股子公司，也是全球主要的氧化铝、电解铝、精细氧化铝、高纯铝及金属镓生产供应商之一。公司业务覆盖矿产资源开发、氧化铝及电解铝冶炼、铝合金及炭素生产、煤炭开采、能源电力、高新技术推广应用、国际贸易、物资供应及物流运输等多个领域，已形成涵盖“铝土矿—氧化铝—电解铝—铝合金”的完整铝产业链，具备较强的产业链一体化运营优势，是具有全球竞争力的国际化大型铝业企业。公司分别于2001年12月和2007年4月在香港联合交易所及上海证券交易所上市，并控股云铝股份和银星能源两家上市公司。截至2025年末，公司资产总额达2,270.22亿元，员工总数约5.9万人，近年来持续保持百亿元级盈利规模，经营实力及行业地位稳固。

图1：公司股权结构图



资料来源：公司2026半年报，iFinD，国元证券研究所（注：股权比例截至2026半年报，仅展示100%控股子公司）

截至2026年6月末，中国铝业集团有限公司（简称“中铝集团”）总持股比例为30.52%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。其第二大股东为香港中央结算有限公司（H股），持股比例为22.95%。

中国铝业拥有18个全资子公司和16个控股子公司。其子公司主要分为两大类：能源与制造类子公司、贸易与服务类子公司。云铝股份依托云南清洁能源优势，覆盖氧化铝、电解铝及铝加工环节，是公司发展绿色铝、低碳铝产品的重要平台。宁夏能源布局煤炭、火电、风电及光伏业务，为公司电解铝生产提供能源保障，有助于增强能源协同与成本控制能力；包头铝业聚焦原铝、铝合金及炭素制品，是公司在北方地区的重要电解铝生产基地；中铝香港承担境外铝土矿开发及贸易职能，是公司获取海外资源、开展跨境贸易的重要平台。

**表 1：2025 年中国铝业主要控股、参股公司情况（单位：亿元）**

| 公司名称 | 业务类型 | 主要产品及服务                                            | 持股比例 | 注册资本     | 总资产    | 净资产    | 营业收入   | 净利润   |
|------|------|----------------------------------------------------|------|----------|--------|--------|--------|-------|
| 云铝股份 | 子公司  | 氧化铝的生产、原铝及铝制品的生产、加工及销售，炭素的生产。                      | 29%  | 34.68    | 441.76 | 354.13 | 600.43 | 73.48 |
| 宁夏能源 | 子公司  | 火电、铝、风电、太阳能发电、机械制造、铁路及其相关产业的投资、建设、运营管理、煤炭及相关产业的投资。 | 71%  | 50.26    | 324.65 | 162.03 | 81.57  | 6.66  |
| 包头铝业 | 子公司  | 原铝、铝合金及其加工产品、炭素制品等的生产与销售。                          | 66%  | 22.46    | 242.24 | 187.11 | 281.2  | 42.57 |
| 中铝香港 | 子公司  | 境外铝土矿开采与铝土矿贸易。                                     | 100% | 港币 67.79 | 184.62 | 109.91 | /      | 25.68 |
| 广西华银 | 参股公司 | 氧化铝的生产与销售。                                         | 33%  | 24.42    | 78.12  | 59.06  | 74.14  | 13.63 |

资料来源：中国铝业 2025 年年报，国元证券研究所（注：上述主要子公司是指占公司总资产 10% 以上或对公司净利润贡献率在 10% 以上的子公司）

**子公司产业链完善，贡献利润可观。**中国铝业子公司业务涉及铝土矿、氧化铝、电力、煤炭、炭素、电解铝多种业务领域，并集成贸易、物流、物资等配套行业，各子公司协同合作形成产业链上中下游一体化的多赢局面。2025 年母公司持续经营净利润为 72.16 亿元，合并利润表持续经营净利润为 215.25 亿元，合并口径下子公司合计贡献净利润 143.09 亿元，占公司合并净利润的 66.48%。2025 年，5 家重要参股控股公司分别占公司总资产 10% 以上或对公司净利润贡献率在 10% 以上，它们分别是云南铝业股份有限公司、中铝宁夏能源集团有限公司、包头铝业有限公司、中国铝业香港有限公司和广西华银铝业有限公司。

**中国铝业是中国铝行业的头部企业，综合实力位居全球铝行业前列，公司发展目标是成为具有全球竞争力的世界一流铝业公司。**2026 年，公司主要业务包括铝土矿、煤炭等资源的勘探开采，氧化铝、原铝、铝合金及炭素产品的生产、销售、技术研发，国际贸易，物流产业，火力及新能源发电等完整的铝产业链，其业务分为氧化铝板块、原铝板块、营销板块、能源板块、总部及其他营运板块。其中氧化铝、电解铝、精细氧化铝、高纯铝、铝用阳极及金属镓的产能均位居世界第一。

**公司聚焦科技创新，进一步提升其支撑引领作用。**公司强化专业研究建设，整合成立精细氧化铝分院，建成 2 条工业试验线、6 个分析检测平台，郑州研究院获批“国家技术创新示范企业”，云铝润鑫等 4 家单位被评为省级专精特新企业；建强科技人才队伍，新建 4 个专业科研团队，聘任中国工程院院士等专家 7 人、特级研究员 1 人、首席工程师 3 人。2024 年，公司在绿色铝生产前沿技术、铝冶炼生产过程节能降碳技术、铝土矿资源化利用技术等方面开展重点技术研究，一批重大、关键技术取得突破；公司全年新增专利授权 519 件，保持行业第一，荣获省部级科技一等奖 4 项。

表 2：公司主要产品

| 产品种类   | 主要用途                                                                                                   | 产品特点                              | 产品示意图                                                                                 |
|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 冶金级氧化铝 | 是生产铝锭的主要原料，也是生产刚玉、陶瓷、耐火材料等的重要原料。                                                                       | 飞扬轻、流动性好、易溶解、吸氟性强等特点              |    |
| 精细氧化铝  | 广泛应用于人造板材、陶瓷、耐火材料、洗涤、石化、氟化盐（氟化铝、冰晶石）、活性氧化铝、高温氧化铝、净水剂（聚氯化铝、硫酸铝）、铝酸钠、医药用铝胶原料、催化剂载体、橡胶、塑料、阻燃防火填料及玻璃制品等行业。 | 良好的化学稳定性、高硬度、高密度和高熔点              |    |
| 普通铝锭   | 广泛应用于建筑、电力、包装、交通运输和日用消费品等多个行业                                                                          | 质量轻、耐腐蚀、易导热导电、可延展、能循环使用的绿色环保型金属材料 |   |
| 碳素材料   | 生产铝锭的主要辅助材料、广泛应用于电解铝行业和其它冶金行业                                                                          | 灰分低、硫分低、塑性好、强度高等特点                |  |
| 铝基合金   | 广泛应用于航空航天、电力电子、建筑、装饰、食品包装、汽车、船舶机械制造等领域。                                                                | 轻量化、高强度、耐腐蚀性强                     |  |

资料来源：公司官网，国元证券研究所

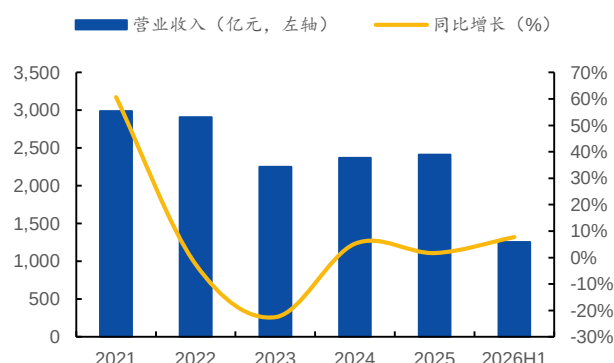
1.2 公司 2025 年经营业绩创历史最佳水平

公司 2025 年经营业绩创历史最佳水平。公司 2025 年实现营业收入 2,411.25 亿元，较去年同期的 2,371.09 亿元增加 40.16 亿元，增幅 1.69%，主要受到主营产品销售价格上涨致收入增加，以及压降低毛利贸易业务规模致收入减少共同影响。2020-

2025 年，公司营业收入年均复合增长率 5.33%，营业收入自 2023 年回落后有所上升。公司 2025 年归属于上市公司股东的净利润为 126.74 亿元，较 2024 年的 123.95 亿元增长 2.25%。2021-2025 年，公司归母净利润年均复合增长率达 21.80%。

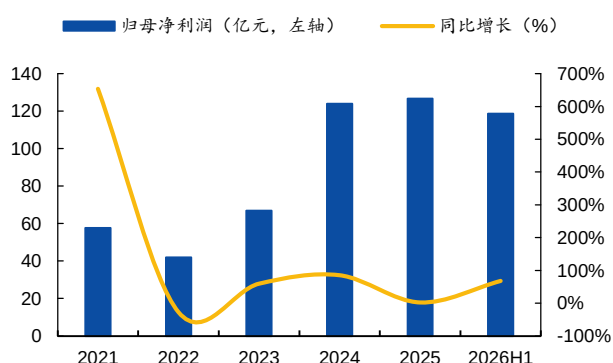
2026 年上半年，公司实现营业收入 1,254.13 亿元，同比增长 7.74%；公司实现归母净利润 118.71 亿元，同比增长 67.91%，盈利能力显著提升。主要受益于原铝销售价格上涨带动相关业务收入和利润增加，推动公司营业收入与归母净利润实现双增长。

图 2：2021-2026H1 公司营业收入



资料来源：iFinD，国元证券研究所

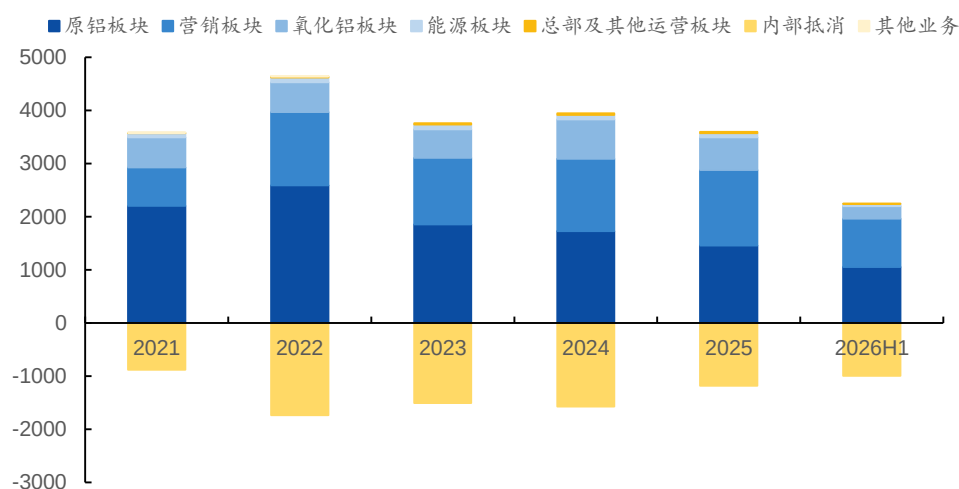
图 3：2021-2026H1 公司归母净利润



资料来源：iFinD，国元证券研究所

按照产品口径划分，营销板块、原铝板块、氧化铝板块是公司主要收入来源。2025 年，原铝板块营收 1455.64 亿元（同比+6.75%），营销板块营收 1421.82 亿元（同比-17.68%），氧化铝板块营收 615.85 亿元（同比-16.83%）。原铝板块营业收入增长主要受益于原铝销售价格同比上涨；营销板块营业收入下降主要由于公司主动压降低毛利贸易业务规模；氧化铝板块营业收入下滑则主要受氧化铝销售价格同比回落影响。

图 4：2021-2026H1 年公司主要营收构成（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

表 3：公司主要业务板块

| 业务板块      | 业务内容                                                                                  |
|-----------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 氧化铝板块     | 包括开采、购买铝土矿和其他原材料，将铝土矿生产为氧化铝，并将氧化铝销售给集团内部的电解铝企业和贸易企业以及集团外部的客户。该板块还包括生产、销售精细氧化铝及金属镓。    |
| 原铝板块      | 包括采购氧化铝、原辅材料和电力，将氧化铝进行电解生产为原铝，销售给集团内部的营销企业和集团外部客户。该板块还包括生产、销售炭素产品、铝合金产品及其他电解铝产品。      |
| 营销板块      | 主要从事向集团内部生产企业及外部客户提供氧化铝、原铝、其他有色金属产品和煤炭等原燃材料、原辅材料营销及物流服务等业务。                           |
| 能源板块      | 主要业务包括煤炭、火力发电、风力发电、光伏发电及新能源装备制造等。主要产品中，煤炭销售给集团内部生产企业及集团外部客户，公用电厂、风电及光伏发电销售给所在区域的电网公司。 |
| 总部及其他营运板块 | 涵盖公司总部及其他有关铝业务的研究开发及其他活动。                                                             |

资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司主要业务包括铝土矿、煤炭等资源的勘探开采，氧化铝、原铝、铝合金及炭素产品的生产、销售、技术研发，国际贸易，物流产业，火力及新能源发电等。

公司主要业务涉及铝行业和能源行业。2025 年公司铝行业业务营业收入 2329.43 亿元，同比增长 1.98%；铝行业业务营业成本 1917.26 亿元，同比降低 0.94%；铝行业业务毛利率 17.69%，比 2024 年增加 2.42pct。2025 年公司能源行业业务营业收入 81.82 亿元，同比下降 5.87%；能源行业业务营业成本 59.29 亿元，同比下降 4.81%；能源行业业务毛利率 27.54%，比 2024 年减少 0.81pct。

表 4：2025 年公司主营业务分行业情况（单位：亿元）

| 分行业  | 营业收入    | 营业成本    | 毛利     | 毛利率<br>(%) | 营业收入比上<br>年增减 (%) | 营业成本比上<br>年增减 (%) | 毛利率比上<br>年增减 (%) |
|------|---------|---------|--------|------------|-------------------|-------------------|------------------|
| 铝行业  | 2329.43 | 1917.26 | 412.17 | 17.69      | 1.98              | -0.94             | 增加 2.42 个<br>百分点 |
| 能源行业 | 81.82   | 59.29   | 22.54  | 27.54      | -5.87             | -4.81             | 减少 0.81 个<br>百分点 |

资料来源：中国铝业 2025 年年报，国元证券研究所

按产品来看，公司主营产品分为氧化铝、原铝、能源和营销。

**氧化铝板块：**主要包括开采、购买铝土矿和其他原材料，将铝土矿生产为氧化铝，并将氧化铝销售给集团内部的电解铝企业和营销企业以及集团外部的客户。该板块还包括生产、销售精细氧化铝及金属镓。2025 年，氧化铝板块营业收入 615.85 亿元，同比下降 16.83%，营业成本 507.95 亿元，同比下降 6.82%，毛利率 17.52%，较 2024 年减少 8.88pct。2025 年，公司氧化铝板块的税前利润为 47.75 亿元，较去年同期的 116.84 亿元减少 69.09 亿元，主要为本年氧化铝产品因销售价格下降致利润同比减少。

**原铝板块：**主要包括采购氧化铝、原辅材料和电力，将氧化铝进行电解生产为原铝，

销售给集团内部的营销企业和集团外部客户。该板块还包括生产、销售炭素产品、铝合金产品及其他电解铝产品。2025 年，原铝板块营业收入 1455.64 亿元，同比上升 6.75%，营业成本 1180.74 亿元，同比下降 3.46%，毛利率 18.88%，较 2024 年增加 8.57pct。2025 年，公司原铝板块的税前利润为 205.99 亿元，较去年同期的 89.66 亿元增加 116.33 亿元，为原铝销售价格同比增加、原燃材料成本下降致利润同比增加。

**能源板块：**主要业务包括煤炭、火力发电、风力发电、光伏发电及新能源装备制造等。主要产品中，煤炭销售给集团内部企业及集团外部客户，公用电厂、风电及光伏发电销售给所在区域的电网公司。2025 年，能源板块营业收入 81.82 亿元，同比下降 5.87%，营业成本 59.29 亿元，同比下降 4.81%，毛利率 27.54%，较 2024 年减少 0.81pct。2025 年，公司能源板块的税前利润为 8.62 亿元，较去年同期的 9.91 亿元减利 1.29 亿元，主要为煤炭业务收入同比下降影响。

**营销板块：**主要从事向集团内部企业及外部客户提供氧化铝、原铝、其他有色金属产品和煤炭等原燃材料、原辅材料营销及物流服务等业务。2025 年，营销板块营业收入 1421.82 亿元，同比下降 17.68%；营业成本 1395.39 亿元，同比下降 17.79%；毛利率 1.86%，较 2024 年增加 0.13pct。2025 年，公司营销板块的税前利润为 12.74 亿元，较去年同期的 18.75 亿元减少 6.01 亿元，主要为本年因市场价格大幅波动致氧化铝业务及焦煤业务同比减利影响。该板块毛利率较低，主要发挥内部资源统筹、产销协同及供应链服务功能，盈利贡献相对有限；公司利润仍主要来源于氧化铝、原铝等核心生产板块。

表 5：2025 年公司主营业务分产品情况（单位：亿元）

| 分产品 | 营业收入    | 营业成本    | 毛利     | 毛利率(%) | 营业收入比上年增减<br>(%) | 营业成本比上年增减<br>(%) | 毛利率比上年增减<br>(%) |
|-----|---------|---------|--------|--------|------------------|------------------|-----------------|
| 氧化铝 | 615.85  | 507.95  | 107.90 | 17.52  | -16.83           | -6.82            | -8.86           |
| 原铝  | 1455.64 | 1180.74 | 274.89 | 18.88  | 6.75             | -3.46            | 8.57            |
| 能源  | 81.82   | 59.29   | 22.54  | 27.54  | -5.87            | -4.81            | -0.81           |
| 营销  | 1421.82 | 1395.39 | 26.43  | 1.86   | -17.68           | -17.79           | 0.13            |

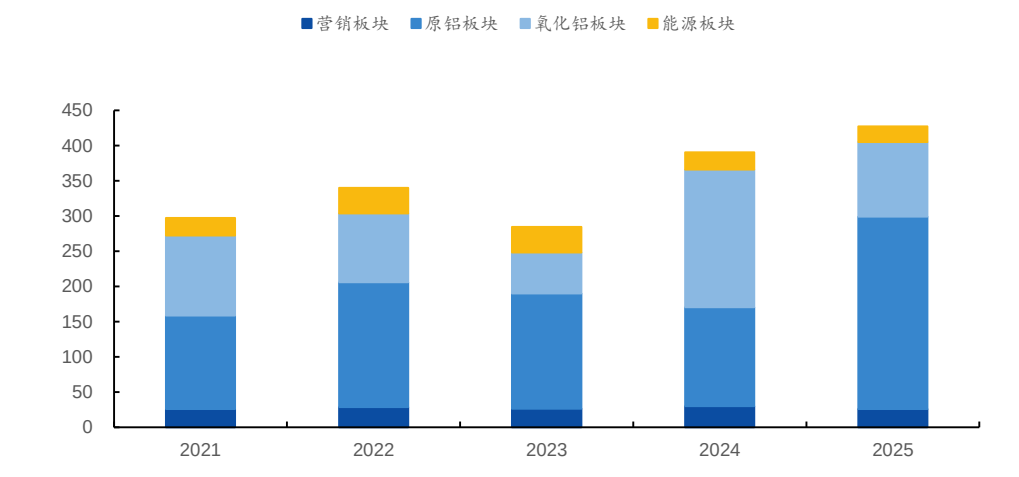
资料来源：公司公告，国元证券研究所

**盈利端，**公司盈利能力持续增强。2025 年，公司毛利率、净利率分别为 18.03%、8.93%，同比均有明显提升。其中，受原燃材料成本下降和原铝销售价格上涨的共同推动，公司整体销售毛利率同比提高 2.28 个百分点，产品盈利能力也随之增强。2026 年上半年，公司盈利能力进一步改善，毛利率和净利率分别达到 26.94%和 17.14%，同比均实现大幅增长。

**分板块来看，**2025 年氧化铝板块毛利率 17.52%，同比下降 8.88pct，毛利额为 107.90 亿元，较 2024 年的 195.34 亿元下降 44.76%，拖累整体盈利增长；营销板块毛利率提升至 1.86%，同比增长 0.13pct，毛利率相较于去年保持平稳，毛利额为 26.43 亿元，较 2024 年 29.93 亿元下降 11.68%；原铝板块毛利率为 18.88%，同比增长 8.58pct，毛利额从 140.57 亿元上升至 274.89 亿元；能源板块毛利率为 27.54%，低于 2024

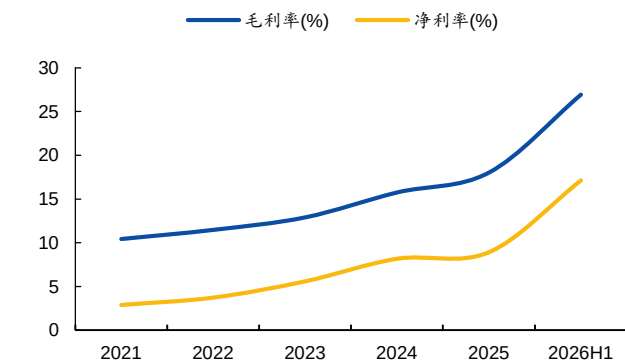
年的 28.35%，毛利额也从 24.64 亿元降至 22.54 亿元。整体来看，2025 年公司各业务板块盈利表现有所分化。其中，原铝板块毛利率显著提升，带动毛利额大幅增长，成为整体盈利增长的主要动力；而氧化铝和能源板块毛利率及毛利额均下降，部分抵消了原铝板块的盈利增量。同时，营销板块毛利率基本稳定，但盈利水平较低，因此对整体盈利的贡献相对有限。

图 5：2021-2025 年公司毛利构成（亿元）



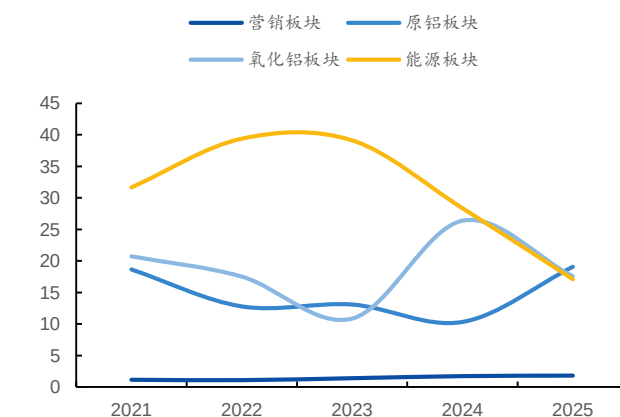
资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 6：2021-2026H1 公司毛利率及净利率（%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 7：2021-2025 年主营业务毛利率（%）

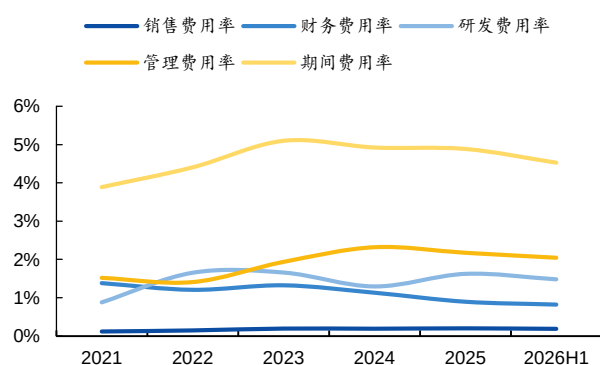


资料来源：iFinD，国元证券研究所

**费用端**，公司 2025 年期间费用率为 4.89%，比 2024 年减少 0.04pct。其中，研发费用率为 1.62%，较 2024 年增加 0.33pct；管理费用率为 2.17%，较 2024 年减少 0.15pct；销售费用率为 0.20%，较 2024 年增加 0.01pct；财务费用率为 0.90%，较 2024 年减少 0.23pct。公司 2025 年研发费用为 39.12 亿元，较去年同期的 30.65 亿元增加 8.47 亿元，增幅 27.62%，主要原因是公司本年加大了研发投入力度，同时新立项研发项目同比增加。

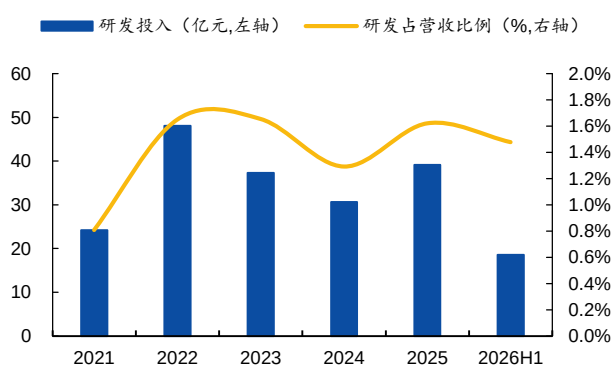
公司重视技术创新与结构优化，研发投入持续保持高位。2025 年公司研发投入为 39.12 亿元，同比增长 27.62%；研发占营业收入比例为 1.62%，较 2024 年增加 0.33pct。2026 上半年，公司期间费用率为 4.53%，同比增长 0.09pct。其中，研发费用率为 1.48%，同比增长 0.30pct；管理费用率为 2.04%，同比减少 0.03pct；销售费用率为 0.18%，同比增长 0.02pct；财务费用率为 0.82%，同比减少 0.20pct。2026 上半年，公司研发费用为 18.54 亿元，同比增长 35.30%，公司研发投入持续加强。

图 8：2021-2026H1 公司期间费用率（%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 9：2021-2026H1 公司研发投入情况



资料来源：iFinD，国元证券研究所

**现金流方面**，2025 年公司经营性现金流净额为 340.92 亿元，同比增长 3.91%，主要受经营利润增长带动。在经营管理方面，公司强化全面预算引领，产供销研财一体化高效协同，生产经营质量稳步提升；主要产品稳产高产，矿石、氧化铝、电解铝内部配套率更趋优化；持续深化全要素对标，电解铝综合交流电耗、氧化铝综合能耗等主要能耗指标持续降低，成本竞争力进一步增强。

公司归母净利润从 2024 年的 123.95 亿元提升至 2025 年的 126.74 亿元，同比增长 2.25%；经营性现金流与利润均增长，反映出公司盈利质量较强。2025 年末公司持有的现金及现金等价物余额为 279.93 亿元，同比增长 34.91%，为后续投资与债务偿付提供了充足保障。

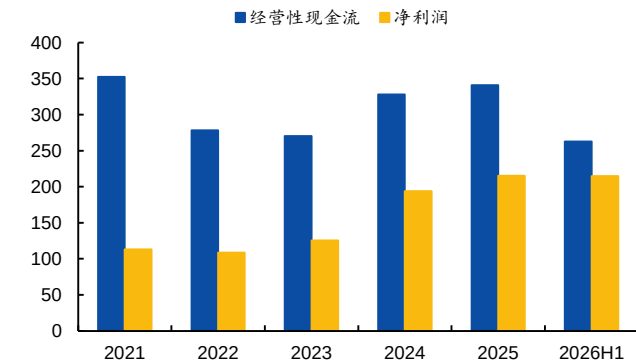
2026 上半年，中国铝业经营活动产生的现金流量净额为 262.63 亿元，同比增长 84.11%，主要受公司净利润大幅增长带动。同期，公司净利润由 2025 年上半年的 110.95 亿元提升至 214.96 亿元，同比增长 93.75%，盈利规模显著扩大，带动经营性现金流同步改善，反映出公司盈利质量与现金回收能力较强。2026 上半年末，公司现金及现金等价物余额为 431.10 亿元，同比增长 69.64%，资金实力进一步增强，为后续经营及项目投资提供保障。

**营运能力方面**，公司存货周转天数由 2021 年的 28.71 天增加至 2023 年的 43.67 天，存货周转周期有所延长；2024 年存货周转天数为 42.60 天，较 2023 年基本保持稳定；2025 年存货周转天数小幅延长至 44.11 天，存货周转效率略有下降。同期，公司氧化铝和电解铝产量分别增长 2.85%和 6.18%，对应产品库存量分别增长 8.04%和 36.83%。因此，存货周转放缓主要受生产规模扩大、存货结构调整以及压降低毛利贸

易业务导致营业成本下降共同影响。2026上半年公司存货周转天数提升至46.13天，较2025年持续上行。

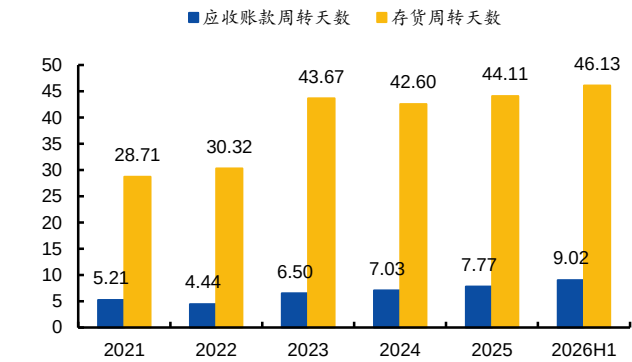
2025年，应收账款周转天数升至7.77天，主要由于年初应收账款余额较高，导致全年平均应收账款同比增长约12.41%，高于营业收入1.69%的增幅。尽管2025年末应收账款净额同比下降1.13%，全年周转效率仍受到较高期初余额的影响。2026年上半年，应收账款周转天数进一步升至9.02天，后续仍需关注销售回款与客户结算进度。

图 10：2021-2026H1 公司经营活动现金流（亿元）



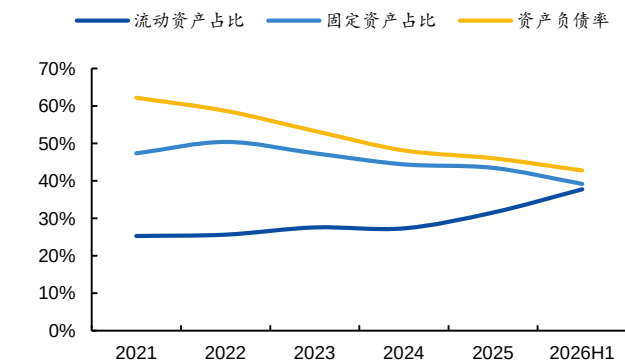
资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 11：2021-2026H1 公司营运能力表现（天）



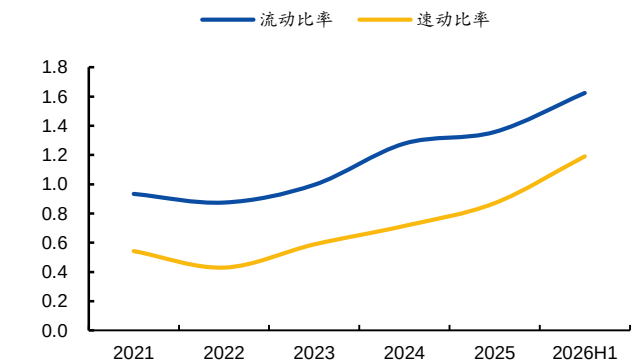
资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 12：2021-2026H1 公司资产占比与资产负债率（%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 13：2021-2026H1 流动比率和速动比率



资料来源：iFinD，国元证券研究所

**偿债能力方面**，2021-2025 年，公司资产负债率逐年下降，五年均值约为 53.65%。2025 年，公司资产负债率降至 46.01%，较 2024 年下降 2.10 个百分点，财务杠杆持续降低。资产结构方面，2025 年流动资产占比为 31.56%，同比上升 4.21 个百分点；固定资产占比为 43.47%，同比下降 0.93 个百分点，在保持较大生产性资产规模的同时，资产流动性有所改善。2026 年上半年，公司资产负债率进一步降至 42.76%，同比下降 4.12 个百分点；流动资产占比升至 37.73%，同比上升 6.86 个百分点；固定资产占比为 39.20%，同比有所下降。总体来看，公司财务杠杆持续下降，资产流动性逐步改善，为偿债能力提供了支撑。

## 2. 公司竞争优势与战略布局

### 2.1 一体化产业链协同优势显著，资源保障能力持续强化

**中国铝业持续强化产业链极致经营。**公司狠抓产线最低成本和产业链最优成本“两最”成本管控，公司的资源保障能力、成本竞争优势、供应链韧性实现系统性提升。通过实施全级次价值链穿透管理，快速响应市场变化，产供运销财高效协同，公司主要生产指标全面优化，持续巩固行业领先的成本竞争优势。

中国铝业资源保障能力持续增强，国内自有矿权挖潜与新增矿权获取同步突破。在2025上半年，中铝几内亚矿石回国量同比增长42%，各项生产指标再创历史新高，氧化铝矿石自给率较年初提升6个百分点。产业结构纵深优化调整，广西华昇二期全面投产，包头铝业源网荷储项目风电装机达96%，青海分公司600kA电解铝项目截至目前已全部投产。数转智改深度推进，“绿星链通”2.0、“贸易系统1.0”平台深度赋能经营。

#### 2.1.1 上游资源端：公司铝土矿资源稳定可靠，攻克开采技术难题

**在上游资源端，公司拥有稳定可靠的铝土矿资源，确保可持续发展能力。**2026年上半年，公司通过矿权内勘探、扩界（扩权）新增境内铝土矿资源量超1,800万吨，几内亚博法铝土矿提产稳步推进，大连沿海氧化铝项目关键手续获得核准，几内亚氧化铝项目、巴西铝业公司股权收购项目进展顺利，公司“两海”战略有序推进，国际化经营从单一资源获取加速向全产业链深度拓展。

公司通过强化国内自有铝土矿权管理、参与国内铝土矿权竞拍等措施，国内铝土矿资源实现增储千万吨级；加快推进几内亚铝土矿接续项目建设，积极打造海外其他铝土矿基地，形成了体系化推进的良好态势。公司还关注资源合理开采，深化矿山提质增效，不断提升矿山生产管理水平；注重加强资源储量管理，实行了资源动态监测、评估；同时，积极开展开采后的矿山复垦工作，主动保护生态环境。

**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。**2025年，公司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。

**公司铝土矿资源储备丰富，并持续拓展海外布局。**公司具备稳定可靠的铝土矿资源，国内铝土矿保有量第一，且持续拓展海外布局，积极在非洲、东南亚等地获取铝土矿资源，在海外拥有铝土矿资源20亿吨左右，资源保证度高。2025年，公司新增铝土矿资源量3026.03万吨，截至2025年末，公司控制的铝土矿资源量总共27.32亿吨，其中，国内铝土矿资源量约为6.42亿吨，主要集中在广西、贵州、山西、河南等地，国外铝土矿资源量约为20.90亿吨，主要集中在几内亚博法(Boffa)矿。

此外公司还在印尼等东南亚地区考察了氧化铝项目储备。通过“国内+海外”双管

齐下，公司铝土矿资源保障能力大幅提升。2025 年 11 月，山西省自然资源厅正式批准中国铝业兴县苏家吉铝矿地下采矿工程项目的初步设计，公司铝土矿资源量持续增加。2025 年公司铝土矿产量增至 3,540.42 万吨，不仅增强了氧化铝生产的原料供应保障，也在一定程度上降低了原料成本和供应链风险。

**表 6：公司自有铝土矿山资源情况（截至 2025 年末）**

| 矿山名称   | 主要品种 | 资源量（万吨）    | 储量（万吨）    | 品位    | 年产量（万吨）  | 资源剩余可开采年限（年） | 许可证/采矿权有效期      |
|--------|------|------------|-----------|-------|----------|--------------|-----------------|
| 平果矿    | 铝土矿  | 5,771.53   | 1,714.12  | 11.01 | 632.64   | 4.5          | 2024.03-2036.04 |
| 贵州矿    | 铝土矿  | 12,240.84  | 3,913.19  | 8.95  | 166.24   | 17.9         | 2026.09-2038.12 |
| 遵义矿    | 铝土矿  | 3,608.01   | 1,799.15  | 4.20  | 82.86    | 11.1         | 2025.01-2032.11 |
| 山西新材料矿 | 铝土矿  | 9,052.21   | 3,172.07  | 5.73  | 231.23   | 19.8         | 2013.07-2035.07 |
| 三门峡分公司 | 铝土矿  | 3,566.08   | 1,441.28  | 5.15  | 1.14     |              | 2020.12-2041.08 |
| 洛阳分公司  | 铝土矿  | 3,023.22   | 1,559.64  | 5.21  | 30.13    | 24.7         | 2017.07-2040.08 |
| 郑州分公司  | 铝土矿  | 5,044.07   | 1,478.00  | 5.37  | 167.51   |              | 2022.01-2033.11 |
| 许平矿    | 铝土矿  | 1,325.38   | 381.72    | 5.10  | 24.63    |              | 2025.11-2034.10 |
| 三门峡矿   | 铝土矿  | 6,905.53   | 1,785.74  | 6.32  | 42.78    | 10.5         | 2025.05-2035.02 |
| 焦作矿    | 铝土矿  | 127.44     | 48.87     | 5.10  | 4.48     |              | 2024.10-2029.11 |
| 阳泉矿    | 铝土矿  | 237.89     | 96.79     | 4.64  | 0        | 2.7          | 2031.09-2036.05 |
| 文山矿    | 铝土矿  | 7,132.69   | 425.35    | 6.52  | 100.86   | 13.8         | 2023.07-2030.11 |
| 华兴矿    | 铝土矿  | 6,148.51   | 350.90    | 8.65  | 94.92    | 8.2          | 2020.09-2029.12 |
| 博法矿    | 铝土矿  | 208,980.81 | 14,779.45 | 33.41 | 1,961    | >60          | 2018.07-2033.07 |
| 合计     | 铝土矿  | 273,164.21 | 32,946.27 | 8.68  | 3,540.42 | /            | /               |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

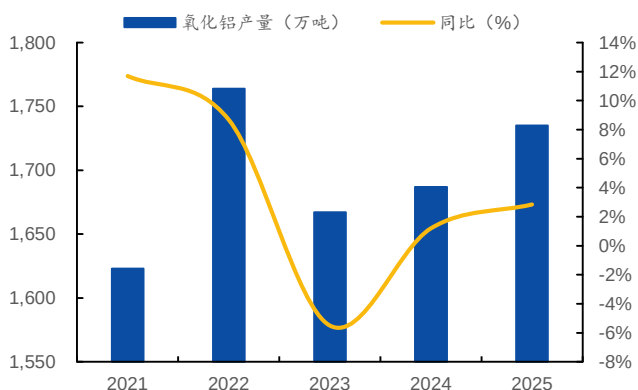
### 2.1.2 中游生产端：公司氧化铝产量稳步增长，原铝板块盈利能力提升

在中游生产端，公司坚持极致经营理念，狠抓成本领先战略。公司氧化铝、精细氧化铝、电解铝、高纯铝及金属镓的产能均位居世界第一。通过开展设备管理提升行动，关键设备运转效率大幅优化，全产业链的氧化铝成本和电解铝成本均优于行业平均水平；根据市场变化动态调整生产策略，氧化铝、电解铝实现稳产满产优产。2025 年，公司氧化铝、电解铝产量同比分别增长 2.85%、6.18%。

近年来公司氧化铝产量稳中有升。2025 年冶金级氧化铝产量为 1735 万吨，较 2024 年 1687 万吨增长 2.85%；2025 年自产冶金级氧化铝外销 642 万吨，较 2024 年 635 万吨销量增长 1.10%；2025 年精细氧化铝产量为 451 万吨，较 2024 年 431 万吨产量增长 4.64%。

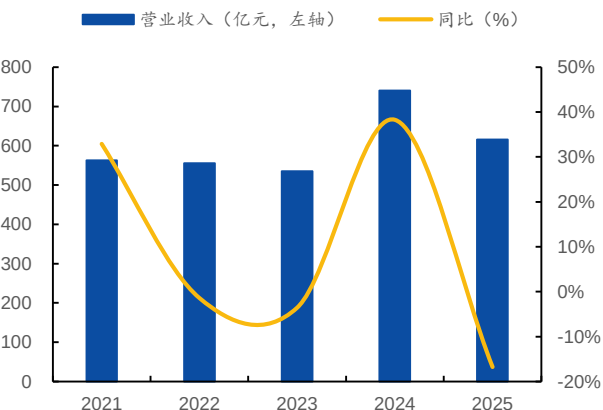
2025 年，公司氧化铝板块营业收入和税前利润均有所下降。2025 年，公司氧化铝板块的营业收入为 615.85 亿元，较去年同期的 740.46 亿元减少 124.61 亿元，主要是氧化铝销售价格同比降低影响。2025 年，公司氧化铝板块的税前利润为 47.75 亿元，较去年同期的 116.84 亿元减少 69.09 亿元，主要是本年氧化铝产品因销售价格下降致利润同比减少。

图 14：中国铝业近五年氧化铝产量



资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所

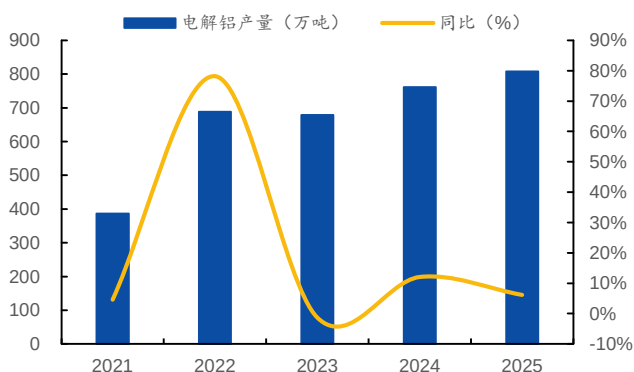
图 15：中国铝业近五年氧化铝板块营业收入



资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所

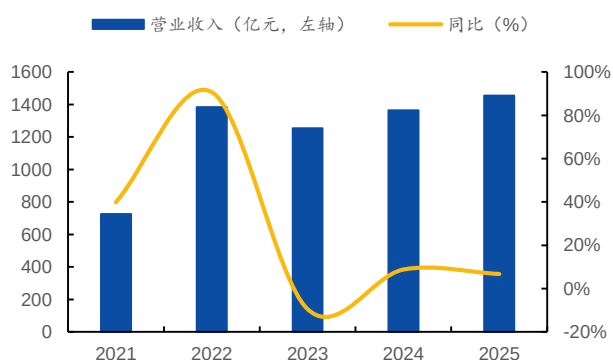
**2025 年公司原铝板块量利双增。**2025 年，公司原铝板块的营业收入为 1,455.64 亿元，较去年同期 1,363.59 亿元增加 92.05 亿元，主要是原铝销售价格同比增加影响。集团原铝板块的税前利润为 205.99 亿元，较去年同期的 89.66 亿元增加 116.33 亿元，主要受益于原燃材料成本下降及原铝销售价格上涨。

图 16：中国铝业近五年原铝产量



资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所

图 17：原铝板块业务收入变化



资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所

### 2.1.3 下游销售端：营销管理体系高效，销售网络覆盖全国

在下游销售端，公司建立了高效的营销管理体系和覆盖全国的销售网络。公司通过在总部设营销采购部、在分(子)公司设销售部、在国内主要消费地设地区销售公司，建立了运行有序、协调高效的营销管理体系，形成了覆盖全国的销售网络，32 个销售部门和地区销售公司广泛分布于华东、华南、华中、西南、西北等地区，具体负责所在区域的市场开发、产品销售、客户服务和客户关系管理工作。在进出口贸易方面，中铝国际贸易有限公司及其下属的中铝青岛国际贸易有限公司、中铝河南国际贸易有限公司共同构成了公司的进出口贸易体系，具体负责公司产品在国际市场的开发、销售及客户服务工作，以及铝土矿、煤炭等原材料的进口。

## 2.2 加快发展战略性新兴产业，为建设现代化产业体系提供坚实保障

中国铝业整体科技创新能力持续增强，推动铝产业向价值链高端跃升。公司 2025 年上半年专利授权量达 403 件，较去年同期增长 28.3%，国际专利申请 36 件，同比增长 44.0%。中铝股份与兄弟单位以资本为纽带推进专业化整合，实现上下游高效衔接。同时，协同构建“电解铝—铝合金—铝板带箔—再生铝”全链条产业体系，助力云南建设“中国绿色铝谷”，推动铝产业向价值链高端跃升。

中铝股份联合中铝高端、云铝股份、中铝绿联等单位申报的“中铝链主引领创新‘绿电铝’全产业链模式，为云南打造‘中国绿色铝谷’筑基”，该案例成功入选“2025 央企产业链创新发展优秀案例”，标志着中铝股份作为核心纽带，产业链协同实践获国家层面认可，有力推动了电解铝生产工艺绿色化智能化，为中铝集团构建“绿电—电解铝—铝合金—铝箔—回收”全生命周期绿色体系，建设绿色低碳低成本数智化“新中铝”贡献力量。

**公司建有完善的科技创新体系。**公司形成了以专业研究院负责技术开发、技术中心推进工业试验和产业化示范、各企业负责科技成果转化应用的系统化科技创新体系。截至 2026 年 6 月底，公司拥有 15 个国家级研发平台、39 个省部级研发平台、15 个国家和行业认定的实验室与检测中心、32 家国家高新技术企业；公司构建了“首席科学家+首席专家+五级技术职务（研究员、工程师）”的技术职务体系。公司长期坚持围绕氧化铝、电解铝、节能降耗、危废处理、高纯材料等产业高质量发展急需的关键技术，组织实施重大关键核心技术攻关，成功开发、应用和推广一系列高水平的科技创新成果，是铝行业技术发展进步的主要贡献者和引领者。

### 2.2.1 中铝集团：全力以赴加快发展战略性新兴产业

**中国铝业集团聚焦高端有色金属材料加大投资。**中铝集团立足先进有色金属材料保障使命，围绕国家战略和重大工程需求，积极培育壮大战略性新兴产业。与中国商飞深化国产大飞机项目战略合作，17 种主结构材料通过工程批准，占 C919 大飞机主结构铝材品种的 80%，其中 8 种材料打破国外垄断。建成国内首台套大型工业铝锂合金熔铸机组，研制出全球最大铝合金整体锻环、铝合金超宽幅厚板。成功开发船舶高冶金质量焊材，通过 3 家主机厂产品验证，实现进口替代。5N 高纯铝、6N 和 7N 高纯镓进入产业化阶段，高纯氯化铝完成百吨级示范建设，5N 高纯镉、高纯锌全线生产运行，保障了芯片和集成电路、半导体、新能源发展所需材料安全自主供给。

**中国铝业集团聚焦绿色低碳环保项目加大投资。**加大绿色低碳技术研发和推进力度，按照源网荷储一体化思路，积极推进光伏、风电等新能源产业与集团主业协同发展，推进包头铝业达茂旗新能源和华云三期项目建设，打造了“电解铝+新能源”协同发展标杆。加快发展赤泥综合利用、烟气治理、资源综合回收利用、再生金属等节能环保产业，全面推进包头铝业、云铝阳宗海等再生资源项目，拓展再生资源回收利用渠道，截至 2024 年末累计消纳再生铝 84.5 万吨、再生铜 22.1 万吨。

**中国铝业集团聚焦数字化智能化项目加大投资。**将“数智新中铝”建设作为打造“新中铝”的重要举措。成功发布有色行业首个人工智能“坤安”大模型，构建 18 个示范应用场景。“绿星链通 2.0”产业互联网平台上线运行，建设迪庆有色、易门铜业等智慧矿山，建成广西华昇氧化铝、云南文山电解铝智能工厂、中铝瑞闽“黑灯工厂”

等一批智能项目，成为行业标杆。

**中国铝业集团发挥中央企业创新主力军作用。**聚焦集团承担的战略性新兴产业攻关任务，牵头建设了中央企业高端有色金属材料创新联合体，汇集 19 家中央企业、5 所高校等 27 家单位协同攻关，着力开发第四代、第五代航空铝合金，高性能铜合金，高纯超纯氧化铝以及镓、锗、铟等有色金属关键材料。牵头建设有色金属材料（铝铜）领域原创技术策源地，聚焦航空航天、武器装备、新一代信息技术等领域，布局实施基础性、紧迫性、前沿性和颠覆性重点研发任务 43 项，加快关键核心技术的自主研发和应用。

**中国铝业集团推动关键核心技术攻关取得突破。**成立了由党组领导牵头的“攻关总队-攻关分队-项目组”三级攻关体系架构，设立“项目攻关”和“政策落实”双体系。加大关键核心技术攻关，深地资源未来空间不断拓展，安全开采深度达到 1500 米。加速新能源汽车轻量化进程，开发出 4 种具有自主知识产权的新材料。实现集成电路高纯氧化铝、氮化铝等自主保障，成为全球最大的高纯铝、镓、锗系列产品研制生产基地。

**中国铝业集团加快战略性新兴产业科技成果转化应用。**以 1500 米深铅锌深地开采技术应用场景入选首批中央企业科技成果应用拓展工程，推动了 23 家创新主体共计 30 项国产化成果在具体场景的体系化、规模化应用，促进了科技创新与产业创新深度融合。聚焦高纯、超纯物质和铝行业绿色低碳检测技术及服务领域，培育中铝检测科技（郑州）有限公司成为启航企业。

## 2.2.2 中铝高端：以科技创新为核心引擎，推动高端铝材产品结构优化

**公司的控股子公司中铝高端构建“1+2”创新体系，筑牢自主创新根基。**中铝高端全面构建以“科技创新”为核心，围绕“关键技术突破”和“高端产品研发”两大方向的“1+2”科技规划体系，形成覆盖研发、生产、市场全链条的创新生态，为高质量发展夯实创新根基。中铝高端着力破解创新资源分散、协同不足的痛点，构建起“四大科技创新平台”：以研究院为核心的自主创新平台、以制造基地为主体的成果转化平台、与科研院所及高校共建的中长期合作平台、与下游客户共建的应用技术合作平台。截至“十四五”末，已建成 3 个国家级企业技术中心、2 个国家级创新中心、7 个中试平台及 17 个联合实验室与创新中心，形成了自主、协同、开放的创新体系。

**面对航空航天、新能源汽车等高端领域的关键材料需求，中铝高端瞄准“卡脖子”技术难题持续发力。**通过加大研发投入、组建精锐科研团队，公司成功研制出系列优质铝合金材料，完成应用验证并实现系列重点型号用关键材料自主可控，从根本上化解了关键材料被“卡脖子”的风险；17 项民机铝材突破工程化关键制造技术并获商飞工程批准，助力中国商飞 C909、C919 两型飞机用铝合金国产化率达 80%，让我国民机铝材自主保障能力实现质的飞跃。

**中铝高端产品结构优化调整，助力公司高质量发展。**中铝高端主动响应市场变化，抓住需求趋势反转期，强化过程协同与调度，进一步提升生产效率，快速实现市场订单上规模。面对市场需求波动，强化调度管理，实施滚动计划，以提高产能利用率为抓手，科学精准动态制定经营计划，促进市场需求和企业产能两端调结构，向高附加值产品要增量。中铝高端调动企业发挥阶段性优势，形成企业差异化攻坚方向，以区域

专业化布局和产品专业化分工为纽带，打好一场增量保规模、结构调效益、稳定抗波动的协同战。通过持续优化产品结构，中铝高端的三类目标产品占比显著提升，企业盈利能力进一步增强。

**在核心产品领域**，中铝高端以服务国家战略需求为导向，通过质量提升专项行动和产能升级，巩固了在航空航天、国防军工等领域的领先地位。其中，民机铝材完成中国商飞两型飞机 21 种主结构材料中的 17 种材料工程批准，成为国内民机铝材合金最多、品种最全的供应商；汽车轻量化材料形成 5 大系列产品体系，15 项合金品种通过 20 家汽车主机厂认证，市场占有率稳居国内第一。核心产品销量占比达 28.3%，销售收入占比达 37.5%，成为企业发展的“压舱石”。同时，在高性能材料制备、铝锂合金工程化等领域，中铝高端填补多项国内空白，部分产品性能指标达到国际领先水平，让“中国智造”的铝材料在全球高端市场崭露头角。

**在重要产品领域**，金属包装材、轨道交通用铝、新能源电池用铝等产品通过“一目标三清单”管理机制，实现产销规模稳步增长。瓶盖料国内市场占有率约 30%，国内第一；高表面材料占据国内 50% 以上市场份额；薄型化罐身料、罐盖料推动金属包装材料升级换代；高强高延集流体铝箔等产品实现进口替代；在 PTP 药用铝箔领域，在表面质量控制、铝箔清洁生产、热封强度、针孔率等方面建立了显著的竞争优势，占据国内 40% 以上的市场份额；轨道交通板材市场占有率 50% 以上；在细分市场树立起“中铝高端”品牌标杆。

**在重要新产品领域**，中铝高端在航空航天、新能源、海洋与船舶等领域布局的重要新产品已崭露头角。高强高韧航空材料、高强高韧铝锂合金、新能源高强电池箔等形成系列化材料体系，积极推进半导体设备、海洋与船舶用铝产品开发，“预研一代、开发一代、量产一代”的良性格局逐步形成，为“十五五”期间抢占市场先机储备了强劲动能。

### 2.3 重点项目有序推进，未来增长空间广阔

**公司持续推进重点项目建设与产业布局优化。**广西华昇二期 200 万吨氧化铝项目已建成投产，内蒙古华云三期电解铝项目及配套达茂旗 1200MW 新能源项目已形成生产和供电能力。2026 年上半年，公司继续推进“两海”战略，大连沿海氧化铝项目关键手续获得核准，几内亚氧化铝项目持续推进，宁夏能源固原彭阳煤电联营项目处于建设阶段。公司同步推进能源结构优化和产品高端化，2025 年全年电解铝绿电使用占比达 55% 以上，金属镓产能继续位居全球第一。

**包头铝业达茂旗 1200MW 新能源项目：**2025 年 1 月包铝达茂旗 120 万千瓦新能源项目首次成功并网发电，该项目光伏区发电容量 20 万千瓦，选用采用国内最大、最先进的高性能光伏板，具备系统运行高效、发电量高、整体抗风强、抗雪压系数高等优点。该项目光伏区成功全容量并网发电，标志着包铝新能源项目建设取得重大进展，对进一步推进中铝集团、中铝股份绿色、低碳高质量发展，助力地方能源结构转型升级、完成“碳达峰碳中和”目标具有重大意义。

**宁能固原彭阳煤电联营项目：**固原彭阳煤电联营项目 2×660MW 超超临界燃煤发电机组是中铝集团和宁夏回族自治区“十四五”重点能源项目，是智慧、节能、环保的现代化坑口电厂，对王洼矿区矿井水综合利用、低热值煤消纳意义重大。项目于 7 月 1 日正式进入全面建设阶段，年内顺利实现主厂房出零米、锅炉钢架吊装等既定任务，

计划 2027 年二季度建成投产，将有力保障宁夏回族自治区能源安全稳定供应、极大促进地方经济社会发展。

**青海分公司 50 万吨 600KA 电解槽产能置换升级项目：**该项目建设规模为年产 50 万吨电解铝，青海分公司现有电解铝产能等量置换 40 万吨，中铝集团通过集团内部转移 10 万吨产能。利用现有青海分公司南侧购置土地。本项目采用节能型 SY600 预焙阳极电解槽及配套技术，配套建设 1 个 600kA 电解系列，整个电解系列安装 312 台 SY600 预焙阳极电解槽。产品全部为液态原铝，主要供应青海分公司现有铸造车间、熔铸车间或外售北川工业园内的其他铝合金加工企业。

表 7：2026 年上半年重要在建工程项目本期变动情况（单位：万元）

| 项目名称                          | 预算数        | 期初余额      | 期末余额      | 工程累计投入占预算比例 | 工程进度 | 资金来源  |
|-------------------------------|------------|-----------|-----------|-------------|------|-------|
| 包头铝业达茂旗 1200MW 新能源项目          | 460,000.00 | 5,804.60  | 602.60    | 96%         | 96%  | 自筹    |
| 宁能固原彭阳煤电联营项目                  | 458,856.00 | 51,021.00 | 88,697.60 | 19%         | 19%  | 自筹和借款 |
| 青海分公司 50 万吨 600KA 电解槽产能置换升级项目 | 398,158.00 | 33,248.70 | 3,678.80  | 72%         | 72%  | 自筹    |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

**中国铝业青海分公司 600KA 电铝项目阳极组装生产线投产：**2025 年 7 月中国铝业青海分公司 600 KA 电解铝项目阳极组装系统正式投产。这条集全行业自动化、机械化、智能化水平领先的阳极生产线正式投入运营，标志着青海分公司在绿色低碳、低成本、数智化、最具竞争力的电解铝基地建设征程中再次迈出关键一步。

该项目仅用时 107 天完成设备安装调试，项目团队以“目标倒逼、挂图作战、团结协作”的攻坚精神，创造了国内同类型生产线建设最快纪录，在施工进度、设备安装、系统集成等领域取得多项行业突破。该生产线装卸站、残极清理系统、磷铁环压脱等核心设备运行参数均达设计标准，工艺衔接高效流畅。项目投产后，阳极组装效率将显著提升，人工劳动强度大幅降低，为青海分公司打造“黑灯工厂”数智化标杆奠定坚实基础。

**包头铝业 20 万吨高品质变形铝合金及再生铝循环利用项目：**2025 年 7 月，中铝集团所属企业包头铝业 20 万吨高品质变形铝合金及再生铝循环利用项目热负荷试车一次性成功，第一炉扁锭顺利出井，标志着企业在推动资源循环利用、实现绿色高质量发展方面迈出了坚实一步。

该项目是包头铝业产业链延伸重点项目，充分发挥了包头铝业资源禀赋和产业协同优势，采用先进的绿色制造技术和装备，实现了再生铝高效回收与高品质变形铝合金协同生产，显著提升了资源利用效率和产品附加值。通过构建“绿色回收—高端制造”闭环产业链，项目每年可节约标准煤 68 万吨，减少二氧化碳排放 30 万吨，有效支

撑企业绿色低碳转型。该项目的建成将有力推动包头铝业向下游高端铝合金制造升级，提升行业绿色制造水平和核心竞争力，同时带动上下游产业协同发展，助力打造资源节约、环境友好、价值提升的新型产业生态。

图 18：包头铝业 20 万吨高品质变形铝合金及再生铝循环利用项目现场图



资料来源：中国铝业集团有限公司官网，国元证券研究所

**广西华昇生态铝工业基地建设：**该项目是自治区层面统筹推进重大项目及“双百双新”产业项目，规划建设 400 万吨氧化铝、80 万吨电解铝及配套铝合金、铝加工项目，共同推动地区经济协调发展。一期项目优化工艺 400 余项、科技创新 20 余项，综合能耗低至 266 千克标煤/吨氧化铝，并创下“全三维设计、100%使用几内亚矿、管带机卸矿不落地”三个第一；最优质量、最快超产等五个最佳；综合能耗、智能制造、安全环保等八个领先。二期项目建设三绿工厂、静音工厂、无泄漏工厂，“不环保不生产”，环保强化措施包括增加回水池、澄清池防渗层，运矿皮带升级为管状皮带，收尘设施升级为脉冲袋式除尘器，全面提高“三防”水平，减少无组织排放，达到 A 级环保绩效。该项目建设助推广西华昇核心引领带动作用，实现全球首家赤泥近零排放重大突破，进入“双百亿”企业行列，加快转型。

图 19：广西华昇分解槽



资料来源：人民网，国元证券研究所

**贵州华锦年产 50 吨金属镓项目：**2024 年 10 月建成并一次试车成功，产品质量达到国家标准。金属镓是一种相对小众却必不可少的工业材料，广泛应用于集成电路、光伏发电、医疗和军事等领域，被称作“半导体工业的新粮食”和“电子工业的脊梁”。基于镓的经济价值和战略价值，美国、日本已将其定位为“战略资源”，欧盟将其列入“关键原材料”目录。

2025 年全球镓产量为 900 吨，其中超过 95% 的产量来自中国。项目建成投产后，中铝集团产业链将进一步拓展，对于更好服务国家战略、保障国家战略性新兴产业发展和关键原材料供应具有重要的战略意义。贵州华锦在铝土矿生产氧化铝过程中，运用工艺截留，充分提取镓，最大化发挥铝土矿的附加值，实现资源的高效综合利用，目前已成功生产出纯度达到 99.999% 的产品金属镓。

图 20：贵州华锦年产 50 吨金属镓项目现场图



资料来源：中国铝业集团有限公司官网，国元证券研究所

## 2.4 小金属产业多元化开发、产业链得以延伸

**镓提取兼具资源与工艺门槛。**镓分散伴生于铝土矿，氧化铝母液提镓需克服低浓度富集、杂质干扰吸附及树脂损耗等难题。中铝股份依托大规模氧化铝生产体系获得含镓母液，并通过优化树脂使用周期、提高电流效率积累降本提效经验；叠加贵州华锦、云铝文山等项目投产，形成资源、工艺与规模协同优势，支撑其金属镓产能保持全球第一。

小金属在地壳中含量较少、资源稀缺，难以独立成矿，多以伴生为主，是具有独特功能性和广泛应用价值的金属元素，具有战略性和不可替代性，在保障国家安全和推动经济建设方面扮演着至关重要的角色。

中铝集团成立小金属产业专项工作组，设立小金属办公室，抽调专业技术人员从事小金属产业规划工作。工作组赴中铝集团内外部共 27 家企业调研，摸家底，找差距。中铝集团产业链涉及的基本金属主要是铜、铅、锌。

结合资源量、全国排位、未来趋势分析，中铝集团对具备资源优势、发展前景及未来 5 年内需要产线建设的 7 种优势小金属进行产业规划，编制《小金属产业规划》，并围绕铜、铅锌冶炼伴生的 20 种金属编制《伴生金属价值提升 3+5 年行动方案》，加快小金属产业发展。中铝集团对各部门及所属企业下达发展伴生金属的任务，每季度

对规划任务执行情况及管理机制落实情况进行跟踪督导。2024 年以来，中铝集团小金属选矿回收率、冶炼直收率指标显著提升，2024 年 1 至 8 月小金属产业营业收入同比增长 47.99%。

在中铝集团，锑、铋、铟、镉、钼、铈、钴等小金属也得到了有效的回收利用。中铝集团已成功制备出纯度为 99.999851% 的高纯金属铈粉，该产品采用的工艺由中铝集团首次提出，并拥有完全自主知识产权；以铅阳极泥为原料，回收锑、铋；相关企业的镉回收实现了“从 0 到 1”的突破等。中铝集团继续以盘活存量、整合资源、转型升级等多种方式打造小金属回收体系，进一步提升小金属产品附加值，聚力推进产业强链补链延链，提高资源综合利用率。

**我国金属镓的消费领域广泛。**金属镓的消费领域包括半导体和光电材料、太阳能电池、合金、医疗器械、磁性材料等。随着镓下游应用行业的快速发展，尤其是半导体行业和太阳能电池行业，未来金属镓需求也将稳步增长。

图 21：金属镓应用领域：半导体材料



资料来源：四川省金属学会，国元证券研究所

图 22：金属镓应用领域：化工行业



资料来源：四川省金属学会，国元证券研究所

图 23：金属镓应用领域：太阳能电池



资料来源：四川省金属学会，国元证券研究所

图 24：金属镓应用领域：合金



资料来源：四川省金属学会，国元证券研究所

**半导体行业是镓最大的消费领域。**镓是一种低熔点高沸点的稀散金属，有“电子工业脊梁”的美誉。镓的化合物是优质的半导体材料，被广泛应用到光电子工业和微波通信工业，用于制造微波通讯与微波集成、红外光学与红外探测器件、集成电路、发光二极管等。

**镓在光伏领域主要应用于铜铟镓硒薄膜太阳能电池及砷化镓等III-V族化合物半导体太阳能电池。**其中，铜铟镓硒（CIGS）薄膜太阳能电池以铜、铟、镓、硒组成的化合物半导体作为光吸收层，具有较高的光吸收系数、带隙可调及良好的光电转换性能；砷化镓（GaAs）则凭借其直接带隙特性和较高的光电转换效率，主要应用于航天等对电池性能要求较高的领域。此外，随着钙钛矿/CIGS 叠层太阳能电池等新技术的发展，镓在高效率光伏电池领域仍具有应用潜力。

**在合金领域，**镓与铟、铊、锡、铋、锌等可在 3°C-65°C 之间组成一系列低熔合金，用于温度测控、仪表中的代汞物、珠宝业作中支撑物、金属涂层、电子工业及核工业的冷却回路。

**在医疗领域，**可以使用枸橼酸镓（67Ga）来诊断肺癌和肝癌等。镓的合金还可以应用到医疗器件和医用材料中，例如使用镓合金作为牙齿填充材料，使用“铟镓合金”制作体温计等。

**在玻璃制造方面，**镓能增强玻璃折射率，可以用来制造特种光学玻璃。

**在化工行业，**镓的卤化物具有较高的活性，可以用于聚合和脱水等工艺，例如使用三氯化镓（GaCl<sub>3</sub>）作催化剂生产乙基苯、丙基苯和酮。美国 and 丹麦科研人员开发的一种镍—镓催化剂，可用于将氢气和二氧化碳转化为甲醇。

**在原子能工业中，**镓可以作为热传导物质，将反应堆中的热量传导出来。此外，镓还可以吸收中子，从而达到控制中子数目和反应速度的效果。

**表 8：常见镓产品及其用途**

| 常见产品 | 用途                                                  |
|------|-----------------------------------------------------|
| 纯镓   | 核反应堆的热交换介质、高温温度计、防火信号装置、制取各种镓化合物半导体的原料以及硅、锗半导体的掺杂剂。 |
| 砷化镓  | 半导体材料、转移器件、发光二极管（LED）、CIGS 太阳能电池                    |
| 氮化镓  | 新型电子器件（如：高温大功率电子器件和高频微波器件）、光电器件（如 LED）              |
| 磷化镓  | 半导体发光元件                                             |
| 氧化镓  | 光电子器件                                               |
| 镓铝合金 | 装饰、镀牙、有机合成的催化剂                                      |
| 镓锡合金 | 保险丝                                                 |

资料来源：四川省金属学会，国元证券研究所

**公司金属镓总产能全球第一。**2024 年公司金属镓产量约为 280 吨。公司目前已经建成贵州华锦、云铝文山金属镓项目，金属镓总产能保持全球第一，且产销量不断提升。依托先进的工艺和技术，郑州铝业成功生产出高品质金属镓及高纯镓材料，满足了国内不同客户需求，实现了进口替代。公司已经成为全球最大的镓系列产品研制生产基

地，5N 高纯铝、6N 和 7N 高纯镓进入产业化阶段。

### 3. 盈利预测与估值

#### 3.1 可比公司

公司主要业务包括铝土矿、煤炭等资源的勘探开采，氧化铝、原铝、铝合金及炭素产品的生产、销售、技术研发，国际贸易，物流产业，火力及新能源发电等，主要涉及铝行业。我们选取了云铝股份和天山铝业两个可比公司。公司与云铝股份、天山铝业均实现了铝产业链关键环节的一体化覆盖，均涉足从氧化铝、电解铝到铝加工的核心流程。中国铝业核心优势在于资源掌控和规模效应，云铝股份特色是低碳绿色的水电铝，天山铝业则依靠区域性煤电成本优势。

**云铝股份：**云南铝业股份有限公司的主营业务是铝土矿开采、氧化铝、绿色铝、铝加工及铝用炭素生产和销售。公司的主要产品是氧化铝、铝用阳极炭素、石墨化阴极、重熔用铝锭、重熔用精铝锭、变形铝及铝合金圆铸锭、变形铝及铝合金扁铸锭、铸造铝合金锭、电工圆铝杆、铝及铝合金焊材等。2025 年，公司生产氧化铝 130.36 万吨；铝商品 322.59 万吨，同比增长 6.47%。2025 年实现归母净利润 60.55 亿元，同比增长 37.24%；每股收益 1.75 元，同比增长 37.80%。绿色低碳是公司核心竞争优势，公司依托云南省丰富的绿色电力优势，2025 年公司生产用电结构中清洁能源比例约 87.5%。公司依托清洁能源生产的绿色铝，其碳排放量约为煤电铝的 20%。

**天山铝业：**天山铝业集团股份有限公司的主营业务是电解铝、氧化铝、预焙阳极、高纯铝、铝深加工产品及材料的生产和销售。公司拥有 140 万吨电解铝产能，2025 年公司对电解铝产能进行绿色低碳能效提升改造，2026 年改造项目全部完工，实际产能将提升至 140 万吨。2025 年，公司电解铝产量 118.58 万吨，同比增加约 0.84%；氧化铝产量 251.54 万吨，同比增加 10.38%；加工板块方面，高纯铝产量 2.23 万吨，同比减少 20.64%；铝箔及铝箔坯料产量 17.69 万吨，同比增加 283.73%。

表 9：中国铝业与可比公司营收、主营产品一览

| 股票代码      | 公司简称 | 2025 营收（亿元） | 业务介绍                                                                                                                                                          |
|-----------|------|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 601600.SH | 中国铝业 | 2411.25     | 公司是中国铝行业的头部企业，综合实力位居全球铝行业前列。本公司的主要业务包括铝土矿、煤炭等资源的勘探开采，氧化铝、原铝、铝合金及炭素产品的生产、销售、技术研发，国际贸易，物流产业，火力及新能源发电等。本公司氧化铝、精细氧化铝、电解铝、高纯铝及金属镓的产能均位居世界第一。                       |
| 000807.SZ | 云铝股份 | 600.43      | 公司从事的主要业务是铝土矿开采、氧化铝、绿色铝、铝加工及铝用炭素生产和销售，主要产品有氧化铝、铝用阳极炭素、石墨化阴极、重熔用铝锭、重熔用精铝锭、变形铝及铝合金圆铸锭、变形铝及铝合金扁铸锭、铸造铝合金锭、电工圆铝杆、铝及铝合金焊材等。同时，公司积极拓展再生铝、电解铝固废资源综合利用、铝灰资源化利用等循环经济业务。 |

002532.SZ 天山铝业

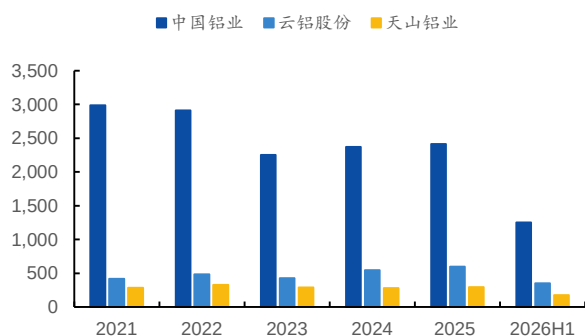
295.02

公司专注铝行业三十年，不断优化产业布局，在资源和能源富集的区域兴建产业基地，形成了从铝土矿、氧化铝到电解铝、高纯铝、铝箔研发制造的上下游一体化，并配套自备电厂和预焙阳极的完整铝产业链布局，具备较强的成本竞争优势和一体化竞争优势。随着广西本地的铝土矿及海外铝土矿项目逐步进入开发和开采，江阴电池铝箔项目投产并逐步产能爬坡，公司产业链优势得以加强和完善，将实现从上游矿产资源到金属铝锭到终端铝深加工产品的完整产业链，成为行业内垂直一体化水平及产能匹配度最高的企业之一。公司成本优势进一步巩固，抵御市场价格波动风险的能力进一步提高。

资料来源：iFinD，国元证券研究所

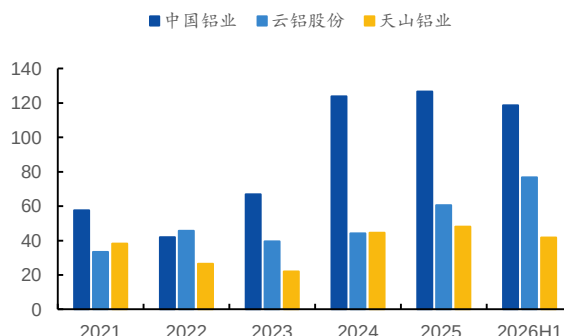
**营业收入和归母净利润方面**，2021-2025 年中国铝业、云铝股份和天山铝业的营业收入复合增速分别为-5.23%、9.51%和 0.65%，归母净利润复合增速分别为 21.80%、16.09%和 5.88%。2025 年，中国铝业、云铝股份和天山铝业的营业收入分别为 2411.25 亿元、600.43 亿元和 295.02 亿元；归母净利润分别为 126.74 亿元、60.55 亿元、48.18 亿元。2026 上半年，中国铝业、云铝股份和天山铝业的营业收入分别为 1254.13 亿元、349.81 亿元和 175.11 亿元；归母净利润分别为 118.71 亿元、76.84 亿元和 41.77 亿元。

图 25：可比公司营业收入对比（亿元）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

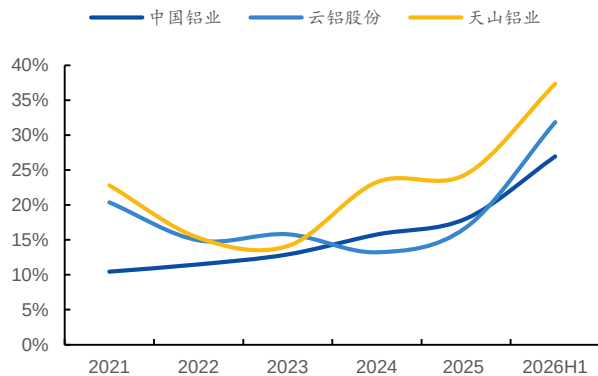
图 26：可比公司归母净利润对比（亿元）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

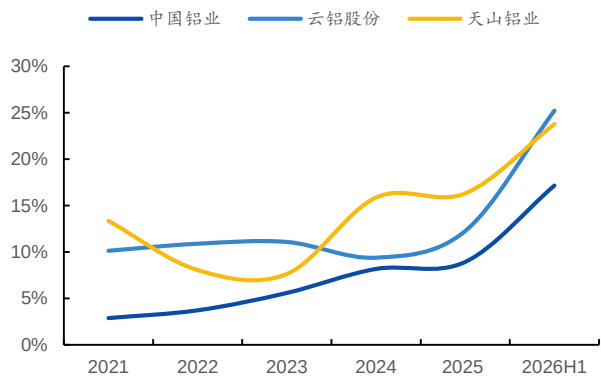
**毛利率和净利率方面**，2021-2025 年中国铝业、云铝股份和天山铝业的平均毛利率分别为 13.72%、16.23%和 19.97%，平均净利率分别为 5.86%、10.73%和 12.23%。2025 年，中国铝业、云铝股份和天山铝业的毛利率分别为 18.03%、16.79%和 24.40%；净利率分别为 8.93%、12.24%和 16.31%。2026 上半年，中国铝业、云铝股份和天山铝业的毛利率分别为 26.94%、31.84%和 37.36%；净利率分别为 17.14%、25.21%和 23.78%。

图 27：可比公司毛利率对比



资料来源：iFinD，国元证券研究所

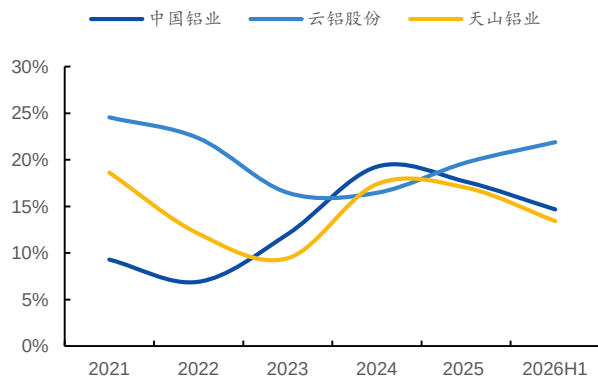
图 28：可比公司净利率对比



资料来源：iFinD，国元证券研究所

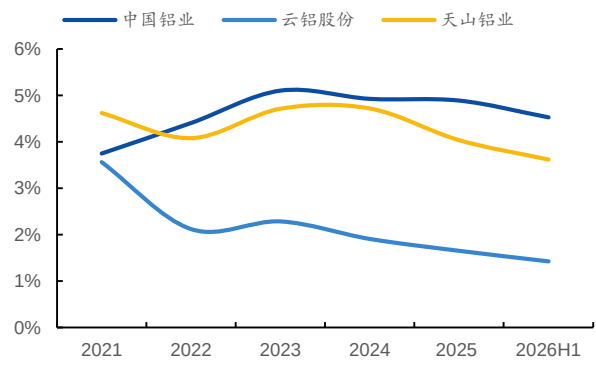
净资产收益率和期间费用方面，2021-2025 年中国铝业、云铝股份和天山铝业的平均净资产收益率分别为 13.02%、19.90%和 14.90%；平均期间费用率分别为 4.61%、2.31%和 4.44%。2025 年，中国铝业、云铝股份和天山铝业的 ROE 分别为 17.64%、19.70%和 17.00%；期间费用率分别为 4.89%、1.65%和 4.04%。2026 年上半年，中国铝业、云铝股份和天山铝业的 ROE 分别为 14.67%、21.89%和 13.42%；期间费用率分别为 4.53%、1.42%和 3.62%。

图 29：可比公司 ROE 对比



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 30：可比公司期间费用率对比



资料来源：iFinD，国元证券研究所

表 10：中国铝业与可比公司 EPS 和 PE 对比

| 股票代码      | 股票名称 | 收盘价 (元) | EPS (元) |       |       | PE    |       |       |
|-----------|------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |         | 2026E   | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 601600.SH | 中国铝业 | 8.63    | 1.25    | 1.29  | 1.31  | 6.91  | 6.67  | 6.58  |
| 000807.SZ | 云铝股份 | 25.16   | 3.96    | 4.25  | 4.58  | 6.36  | 5.92  | 5.49  |
| 002532.SZ | 天山铝业 | 11.29   | 1.87    | 1.97  | 2.09  | 6.05  | 5.74  | 5.39  |

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所（注：可比公司采用同花顺机构一致预测，收盘价日期为 2026 年 10 月 23 日）

### 3.2 盈利预测与评级

**氧化铝板块：**中国铝业是全球主要的氧化铝生产商，其业务涵盖从铝土矿到铝合金的全产业链。公司的核心优势在于持续提升的资源自给率与成本控制能力。公司通过国内外资源布局提升原料保障能力。2026 年上半年氧化铝产销量及销售价格同比下降，板块收入承压。若下半年量价表现未明显改善，预计全年氧化铝板块收入同比下降。2027-2028 年，预计氧化铝价格将回归基本面，行业整体供求关系保持稳定。我们预计公司 2026-2028 年氧化铝板块实现收入 465.21、484.00、503.56 亿元。

**原铝板块：**由于国家设定了 4500 万吨电解铝产能“天花板”，而 2025 年中国运行产量为 4421.9 万吨，增长空间非常有限；但由于原燃料成本和电力成本上升，预计原铝价格维持高位运行。我们预计公司 2026-2028 年原铝板块实现收入 1702.97、1754.39、1789.66 亿元。

铝作为支撑现代工业体系的关键基础材料，其战略地位日益凸显。随着全球能源转型加速，以及铝在新能源汽车、光伏和储能等领域的应用拓展，相关领域的用铝需求有望增长。中国铝业拥有从铝土矿、氧化铝到电解铝的完整产业链，其资源保障能力与规模化成本优势突出，有望充分受益于下游绿色需求的长期增长。我们预计，公司 2026-2028 年归母净利润分别为 214.35、221.84、224.97 亿元，当前股价对应 PE 分别为 6.91、6.67 和 6.58 倍，给予“买入”评级。

表 11：中国铝业分产品收入预测（单位：百万元）

| 产品名称      | 项目     | 2024        | 2025        | 2026E      | 2027E      | 2028E      |
|-----------|--------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| 营销板块      | 营业收入   | 172727.36   | 142181.69   | 147015.87  | 148486.03  | 149970.89  |
|           | 增长率(%) | -6.88%      | -17.68%     | 3.40%      | 1.00%      | 1.00%      |
|           | 毛利率(%) | 1.73%       | 1.86%       | 1.86%      | 1.90%      | 1.96%      |
| 原铝板块      | 营业收入   | 136358.77   | 145563.66   | 170296.50  | 175439.45  | 178965.78  |
|           | 增长率(%) | 8.82%       | 6.75%       | 16.99%     | 3.02%      | 2.01%      |
|           | 毛利率(%) | 10.31%      | 18.88%      | 27.28%     | 27.28%     | 27.28%     |
| 氧化铝板块     | 营业收入   | 74003.62    | 61585.10    | 46520.97   | 48400.41   | 50355.79   |
|           | 增长率(%) | 38.26%      | -16.78%     | -24.46%    | 4.04%      | 4.04%      |
|           | 毛利率(%) | 26.40%      | 17.52%      | 15.53%     | 15.12%     | 14.70%     |
| 能源板块      | 营业收入   | 8692.94     | 8182.35     | 8427.82    | 8469.96    | 8512.31    |
|           | 增长率(%) | -6.08%      | -5.87%      | 3.00%      | 0.50%      | 0.50%      |
|           | 毛利率(%) | 28.35%      | 27.54%      | 30.00%     | 30.00%     | 30.00%     |
| 总部及其他运营板块 | 营业收入   | 2663.05     | 1980.84     | 1909.52    | 1947.72    | 1967.19    |
|           | 增长率(%) | 13.14%      | -25.62%     | -3.60%     | 2.00%      | 1.00%      |
|           | 毛利率(%) | 13.75%      | 16.70%      | 17.00%     | 16.00%     | 15.00%     |
| 内部抵销      | 营业收入   | -157380.105 | -118368.414 | -121919.47 | -125577.05 | -129344.36 |
|           | 增长率(%) | -4.32%      | 24.79%      | 3.00%      | 3.00%      | 3.00%      |
|           | 毛利率(%) | -1.32%      | -0.03%      | -0.03%     | -0.03%     | -0.03%     |
| 营业收入合计    |        | 237065.63   | 237065.63   | 241125.22  | 252251.21  | 257166.52  |

资料来源：iFinD，国元证券研究所

**表 12：盈利预测**

| 财务数据和估值    | 2024      | 2025      | 2026E     | 2027E     | 2028E     |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元）  | 237109.21 | 241125.22 | 252251.21 | 257166.52 | 260427.60 |
| 收入同比（%）    | 5.23      | 1.69      | 4.61      | 1.95      | 1.27      |
| 归母净利润（百万元） | 12394.50  | 12673.92  | 21435.27  | 22183.64  | 22496.67  |
| 归母净利润同比（%） | 85.29     | 2.25      | 69.13     | 3.49      | 1.41      |
| ROE（%）     | 17.91     | 16.92     | 23.91     | 20.64     | 17.91     |
| 每股收益（元）    | 0.72      | 0.74      | 1.25      | 1.29      | 1.31      |
| 市盈率（P/E）   | 11.95     | 11.68     | 6.91      | 6.67      | 6.58      |

资料来源：iFinD，国元证券研究所

## 4.风险提示

铝行业具有一定的周期性，需关注行业景气度不及预期、市场变化与市场竞争风险、产能释放不及预期风险、能源成本大幅波动风险、安全环保风险。

**财务预测表**

| 资产负债表          |                  |                  |                  |                  |                  |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 单位:百万元         |                  |                  |                  |                  |                  |
| 会计年度           | 2024             | 2025             | 2026E            | 2027E            | 2028E            |
| <b>流动资产</b>    | <b>59054.04</b>  | <b>71641.36</b>  | <b>94434.35</b>  | <b>122641.15</b> | <b>152249.43</b> |
| 现金             | 22210.45         | 29238.07         | 54965.39         | 82245.94         | 111252.17        |
| 应收账款           | 5231.13          | 5172.22          | 5307.32          | 5490.04          | 5537.29          |
| 其他应收款          | 1610.42          | 1425.05          | 1654.72          | 1640.26          | 1656.08          |
| 预付账款           | 508.83           | 555.19           | 507.34           | 525.16           | 532.13           |
| 存货             | 24420.61         | 24021.60         | 23329.66         | 23817.22         | 24049.64         |
| 其他流动资产         | 5072.60          | 11229.23         | 8669.91          | 8922.54          | 9222.11          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>156887.46</b> | <b>155380.37</b> | <b>155551.03</b> | <b>156036.56</b> | <b>155953.73</b> |
| 长期投资           | 11548.69         | 12361.07         | 12090.28         | 12180.54         | 12150.45         |
| 固定资产           | 95873.24         | 98678.17         | 100490.44        | 101874.17        | 102475.70        |
| 无形资产           | 17273.27         | 17457.14         | 17578.76         | 17666.70         | 17781.86         |
| 其他非流动资产        | 32192.26         | 26883.99         | 25391.55         | 24315.15         | 23545.72         |
| <b>资产总计</b>    | <b>215941.50</b> | <b>227021.73</b> | <b>249985.38</b> | <b>278677.71</b> | <b>308203.16</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>46227.85</b>  | <b>52781.78</b>  | <b>51118.53</b>  | <b>50966.02</b>  | <b>51609.44</b>  |
| 短期借款           | 3076.71          | 7385.39          | 6046.53          | 5997.84          | 6245.33          |
| 应付账款           | 13045.77         | 12403.51         | 12488.13         | 12594.19         | 12719.13         |
| 其他流动负债         | 30105.38         | 32992.88         | 32583.88         | 32373.99         | 32644.98         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>57659.29</b>  | <b>51668.29</b>  | <b>47108.08</b>  | <b>43407.72</b>  | <b>39046.03</b>  |
| 长期借款           | 34761.67         | 27214.69         | 23778.27         | 19765.06         | 15355.16         |
| 其他非流动负债        | 22897.62         | 24453.60         | 23329.81         | 23642.66         | 23690.87         |
| <b>负债合计</b>    | <b>103887.14</b> | <b>104450.07</b> | <b>98226.61</b>  | <b>94373.74</b>  | <b>90655.47</b>  |
| 少数股东权益         | 42850.05         | 47646.84         | 62113.24         | 76800.02         | 91922.83         |
| 股本             | 17156.50         | 17155.63         | 17155.63         | 17155.63         | 17155.63         |
| 资本公积           | 23286.65         | 21219.31         | 21219.31         | 21219.31         | 21219.31         |
| 留存收益           | 27718.00         | 36177.11         | 50355.73         | 68360.70         | 86502.94         |
| 归属母公司股东权益      | 69204.31         | 74924.82         | 89645.52         | 107503.95        | 125624.87        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>215941.50</b> | <b>227021.73</b> | <b>249985.38</b> | <b>278677.71</b> | <b>308203.16</b> |

| 现金流量表          |                  |                  |                  |                  |                  |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 单位:百万元         |                  |                  |                  |                  |                  |
| 会计年度           | 2024             | 2025             | 2026E            | 2027E            | 2028E            |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>32809.27</b>  | <b>34092.34</b>  | <b>47060.39</b>  | <b>48671.38</b>  | <b>49532.60</b>  |
| 净利润            | 19372.35         | 21524.90         | 35901.67         | 36870.42         | 37619.47         |
| 折旧摊销           | 11093.38         | 10139.40         | 10547.66         | 11471.32         | 12379.00         |
| 财务费用           | 2678.63          | 2162.39          | 1553.42          | 939.45           | 308.99           |
| 投资损失           | -996.11          | -693.30          | -724.69          | -759.47          | -736.85          |
| 营运资金变动         | -2424.41         | -3960.26         | -484.06          | 126.13           | 60.69            |
| 其他经营现金流        | 3085.44          | 4919.21          | 266.41           | 23.53            | -98.69           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-7637.47</b>  | <b>-11178.63</b> | <b>-9424.78</b>  | <b>-11409.52</b> | <b>-11820.64</b> |
| 资本支出           | 10368.85         | 9244.02          | 10014.25         | 10818.02         | 11118.79         |
| 长期投资           | -1581.95         | 3303.82          | 161.84           | -3.67            | -55.23           |
| 其他投资现金流        | 1149.44          | 1369.21          | 751.31           | -595.17          | -757.08          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-22923.31</b> | <b>-15581.87</b> | <b>-11908.30</b> | <b>-9981.31</b>  | <b>-8705.73</b>  |
| 短期借款           | -4892.86         | 4308.68          | -1338.86         | -48.68           | 247.48           |
| 长期借款           | 1323.99          | -7546.98         | -3436.42         | -4013.21         | -4409.91         |
| 普通股增加          | -5.09            | -0.87            | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 资本公积增加         | -8.20            | -2067.34         | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他筹资现金流        | -19341.13        | -10275.36        | -7133.01         | -5919.42         | -4543.30         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>2309.15</b>   | <b>7244.32</b>   | <b>25727.32</b>  | <b>27280.55</b>  | <b>29006.23</b>  |

资料来源: iFinD, 国元证券研究所

| 利润表             |                  |                  |                  |                  |                  |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 单位:百万元          |                  |                  |                  |                  |                  |
| 会计年度            | 2024             | 2025             | 2026E            | 2027E            | 2028E            |
| <b>营业收入</b>     | <b>237109.21</b> | <b>241125.22</b> | <b>252251.21</b> | <b>257166.52</b> | <b>260427.60</b> |
| 营业成本            | 199765.40        | 197654.84        | 192951.08        | 196284.57        | 198382.23        |
| 营业税金及附加         | 3084.25          | 3618.58          | 4288.27          | 4886.16          | 5468.98          |
| 营业费用            | 447.48           | 478.33           | 489.57           | 500.49           | 508.00           |
| 管理费用            | 5491.60          | 5234.50          | 5498.12          | 5656.23          | 5698.34          |
| 研发费用            | 3065.10          | 3911.65          | 3828.88          | 3896.44          | 3994.72          |
| 财务费用            | 2678.63          | 2162.39          | 1553.42          | 939.45           | 308.99           |
| 资产减值损失          | -2753.03         | -3524.86         | -2805.97         | -3036.78         | -3041.19         |
| 公允价值变动收益        | 105.90           | -128.20          | 1.97             | -24.10           | -32.76           |
| 投资净收益           | 996.11           | 693.30           | 724.69           | 759.47           | 736.85           |
| <b>营业利润</b>     | <b>22310.03</b>  | <b>25805.89</b>  | <b>42511.22</b>  | <b>43640.38</b>  | <b>44631.55</b>  |
| 营业外收入           | 356.12           | 281.79           | 296.42           | 301.49           | 296.52           |
| 营业外支出           | 353.72           | 248.15           | 312.97           | 298.15           | 294.76           |
| <b>利润总额</b>     | <b>22312.43</b>  | <b>25839.53</b>  | <b>42494.67</b>  | <b>43643.72</b>  | <b>44633.31</b>  |
| 所得税             | 2940.08          | 4314.63          | 6593.00          | 6773.30          | 7013.84          |
| <b>净利润</b>      | <b>19372.35</b>  | <b>21524.90</b>  | <b>35901.67</b>  | <b>36870.42</b>  | <b>37619.47</b>  |
| 少数股东损益          | 6977.85          | 8850.98          | 14466.40         | 14686.78         | 15122.80         |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>12394.50</b>  | <b>12673.92</b>  | <b>21435.27</b>  | <b>22183.64</b>  | <b>22496.67</b>  |
| EBITDA          | 36082.03         | 38107.69         | 54612.30         | 56051.15         | 57319.54         |
| EPS (元)         | 0.72             | 0.74             | 1.25             | 1.29             | 1.31             |

**主要财务比率**

| 会计年度           | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 5.23  | 1.69  | 4.61  | 1.95  | 1.27  |
| 营业利润(%)        | 46.13 | 15.67 | 64.73 | 2.66  | 2.27  |
| 归属母公司净利润(%)    | 85.29 | 2.25  | 69.13 | 3.49  | 1.41  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 15.75 | 18.03 | 23.51 | 23.67 | 23.82 |
| 净利率(%)         | 5.23  | 5.26  | 8.50  | 8.63  | 8.64  |
| ROE(%)         | 17.91 | 16.92 | 23.91 | 20.64 | 17.91 |
| ROIC(%)        | 19.30 | 21.11 | 33.56 | 33.92 | 34.14 |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 48.11 | 46.01 | 39.29 | 33.86 | 29.41 |
| 净负债比率(%)       | 44.57 | 44.19 | 42.04 | 38.95 | 36.23 |
| 流动比率           | 1.28  | 1.36  | 1.85  | 2.41  | 2.95  |
| 速动比率           | 0.75  | 0.90  | 1.39  | 1.94  | 2.48  |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 1.11  | 1.09  | 1.06  | 0.97  | 0.89  |
| 应收账款周转率        | 44.23 | 41.08 | 42.73 | 42.06 | 41.81 |
| 应付账款周转率        | 14.97 | 15.53 | 15.50 | 15.65 | 15.67 |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.72  | 0.74  | 1.25  | 1.29  | 1.31  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 1.91  | 1.99  | 2.74  | 2.84  | 2.89  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 4.03  | 4.37  | 5.23  | 6.27  | 7.32  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 11.95 | 11.68 | 6.91  | 6.67  | 6.58  |
| P/B            | 2.14  | 1.98  | 1.65  | 1.38  | 1.18  |
| EV/EBITDA      | 5.53  | 5.24  | 3.66  | 3.56  | 3.48  |

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

|    |                         |
|----|-------------------------|
| 买入 | 股价涨幅优于基准指数 15%以上        |
| 增持 | 股价涨幅相对基准指数介于 5% 与 15%之间 |
| 持有 | 股价涨幅相对基准指数介于 -5% 与 5%之间 |
| 卖出 | 股价涨幅劣于基准指数 5%以上         |

### (2) 行业评级定义

|    |                           |
|----|---------------------------|
| 推荐 | 行业指数表现优于基准指数 10%以上        |
| 中性 | 行业指数表现相对基准指数介于 -10%~10%之间 |
| 回避 | 行业指数表现劣于基准指数 10%以上        |

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

## 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

| 合肥                                | 上海                                   | 北京                                 |
|-----------------------------------|--------------------------------------|------------------------------------|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 | 地址：北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼中建财富国际中心 5 层 |
| 邮编：230000                         | 邮编：200135                            | 邮编：100029                          |