

中国铝业 (601600.SH)

买入 (首次评级)

公司研究
证券研究报告

铝业龙头规模扩张可期

投资逻辑

资源优势雄厚的铝行业龙头。公司目前是全球最大的氧化铝、电解铝、精细氧化铝、高纯铝和铝用阳极生产供应商，形成氧化铝、原铝、能源、贸易和总部及其他营运五大业务板块，覆盖铝产业链中上游。2022年底公司拥有铝土矿资源量23.57亿吨，其中海外资源量17.6亿吨，实现海内外资源协同布局；2022年收购中铝集团旗下云铝股份19%股权，累计持有云铝股份29.1%股权，成为云铝股份控股股东，国内资源保有量进一步增厚。

产能地域分散性高，能源结构持续优化打开成本下降空间。公司拥有2226万吨氧化铝产能和750.6万吨电解铝产能。广西华昇新材料有限公司200万吨氧化铝产能为几内亚Boffa矿配套项目，未来随着广西华昇二期项目推进，公司氧化铝产能将进一步增加。产能地域分散性高和丰富的用电形式保障公司在电力紧张及能耗双控背景下生产受影响程度较小，形成公司生产经营稳健的独特优势。公司坚持全面预算管理，实施三年降本计划2.0，强化成本“五化”闭环管理，扎实开展提质增效和刚性降本1%等专项行动，电解铝降本跑赢行业平均水平。

并表云铝股份，规模扩张可期。2022年公司收购云铝股份19%股权成为云铝股份控股股东，将云铝股份纳入合并报表范围，有效解决中铝集团与云铝股份的同业竞争，但公司与云铝股份的同业竞争尚未完全解决，公司已经向云铝股份出具《关于避免与云南铝业股份有限公司同业竞争的承诺函》。将云铝股份纳入合并报表范围后，公司合计拥有2226万吨氧化铝将较好匹配750.6万吨电解铝，云铝股份88.6%的清洁能源使用占比优势能够降低用电成本，巩固产业链一体化优势。

国内产能红线已达，碳税推高长期铝价中枢。中长期来看，受到后续有色行业可能的碳税以及电价等因素影响，铝价运行中枢将逐步抬高；氧化铝价格预计将维持在目前的中枢水平。

盈利预测、估值和评级

预计公司23-25年营收分别为2768/2848/2899亿元，预计实现归母净利润分别为70.13/82.11/94.59亿元，EPS分别为0.41/0.48/0.55元，对应PE分别为12.92/11.04/9.58倍。参考电解铝行业2023年10.17倍PE估值以及公司历史估值水平，考虑到公司国内电解铝龙头地位以及未来成长性，给予2023年15XPE，目标价6.13元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

产品价格大幅下跌；电解铝复产不及预期；生产成本大幅上涨。

金属材料组

分析师：李超 (执业S1130522120001)

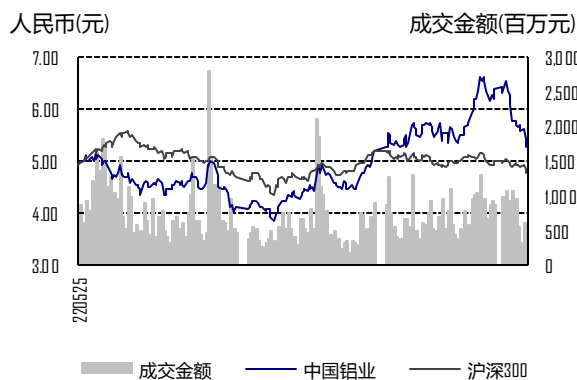
lichao3@gjzq.com.cn

联系人：宋洋

songyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：5.28元

目标价 (人民币)：6.13元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	269,748	290,988	276,810	284,804	289,873
营业收入增长率	45.03%	7.87%	-4.87%	2.89%	1.78%
归母净利润(百万元)	5,080	4,192	7,013	8,211	9,459
归母净利润增长率	585.50%	-17.47%	67.29%	17.09%	15.20%
摊薄每股收益(元)	0.298	0.244	0.409	0.478	0.551
每股经营性现金流净额	1.67	1.68	1.80	1.92	2.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.87%	7.71%	11.96%	12.46%	12.75%
P/E	20.41	18.30	12.92	11.04	9.58
P/B	1.81	1.41	1.54	1.38	1.22

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、中国铝业——资源优势雄厚的铝行业龙头.....	3
二、产能地域分散性高，能源结构持续优化打开成本下降空间.....	5
三、并表云铝股份，规模扩张可期.....	6
3.1 并表云铝股份，同业竞争逐步解决.....	6
3.2 收购产能指标，贵州华仁满产可期.....	7
四、国内产能红线已达，碳税推高长期铝价中枢.....	7
五、盈利预测&投资建议.....	7
5.1 核心假设.....	7
5.2 盈利预测.....	8
5.3 估值及投资建议.....	8
六、风险提示.....	9

图表目录

图表 1： 公司股权结构图（截至 2022 年年报）.....	3
图表 2： 公司营收及增速（单位：百万元）.....	4
图表 3： 归母净利润及增速（单位：百万元）.....	4
图表 4： 公司铝土矿资源量 23.57 亿吨.....	4
图表 5： 氧化铝产量持续增长.....	5
图表 6： 电解铝产量持续提升.....	5
图表 7： 公司氧化铝和电解铝产能分别达到 2226 万吨和 750.6 万吨.....	5
图表 8： 氧化铝产能各地分布占比.....	6
图表 9： 电解铝产能各地分布占比.....	6
图表 10： 对云铝股份并表后氧化铝较好匹配电解铝产能.....	6
图表 11： 电解铝和氧化铝价格震荡偏强（元/吨）.....	7
图表 12： 预焙阳极价格持续回调（元/吨）.....	7
图表 13： 营业收入及营业成本预测.....	8
图表 14： 可比公司估值（收盘价：元/股；EPS：元；PE：倍）.....	9

一、中国铝业——资源优势雄厚的铝行业龙头

中国铝业是国内铝行业龙头企业。公司成立于 2001 年，同年在纽交所和港交所上市，2007 年公司股票在上交所上市交易。经过二十多年深耕，公司目前已经成长为全球最大的氧化铝、电解铝、精细氧化铝、高纯铝和铝用阳极生产供应商，形成氧化铝、原铝、能源、贸易和总部及其他营运五大业务板块，核心业务覆盖铝产业链中上游。

(1) 氧化铝板块包括铝土矿开采、购买，生产氧化铝并销售给集团内电解铝企业及外部客户。其中，公司年产精细氧化铝超 400 万吨，产品广泛应用于人造板材、陶瓷、活性氧化铝、高温氧化铝、净水剂铝酸钠、医药用铝胶原料等化工行业。

(2) 原铝板块主要业务为将氧化铝电解生产为原铝，销售给集团内部的贸易企业和外部客户。公司生产电解铝所需氧化铝全部自供。

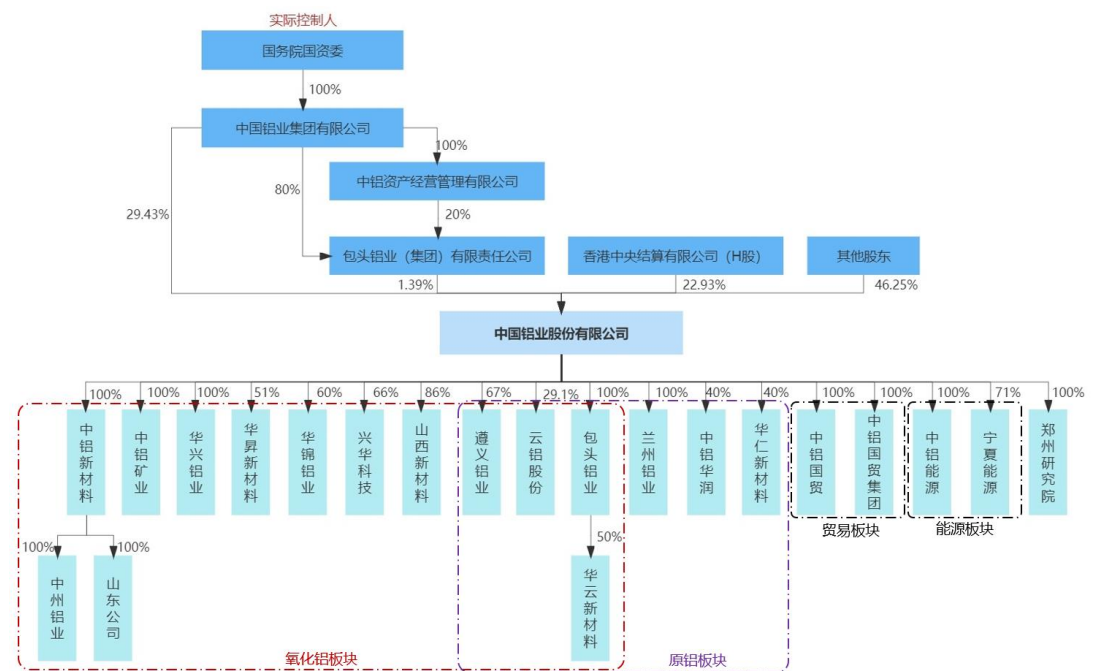
(3) 能源板块包括煤炭、火力发电、风力发电、光伏发电及新能源装备制造等。其中煤炭销售给集团内部生产企业及外部客户，公用电厂、风电及光伏发电销售给所在区域的电网公司。

(4) 贸易板块主要业务为向内部生产企业及外部客户提供氧化铝、原铝、其它有色金属产品和煤炭等原燃材料、原辅材料贸易及物流服务，同时也包括公司生产产品的销售。

(5) 总部及其他营运板块负责铝业务相关的研究开发，拥有国内轻金属专业领域唯一的大型科研机构中国铝业郑州轻金属研究院，并建有国家铝冶炼工程技术研究中心。

截至 2022 年 12 月 31 日，中国铝业集团直接持有公司 29.43% 股权，通过子公司间接持有公司 1.39% 股权，合计持股比例为 30.82%，是公司的控股股东。公司实际控制人为国务院国资委。

图表 1：公司股权结构图（截至 2022 年年报）



来源：公司公告，国金证券研究所

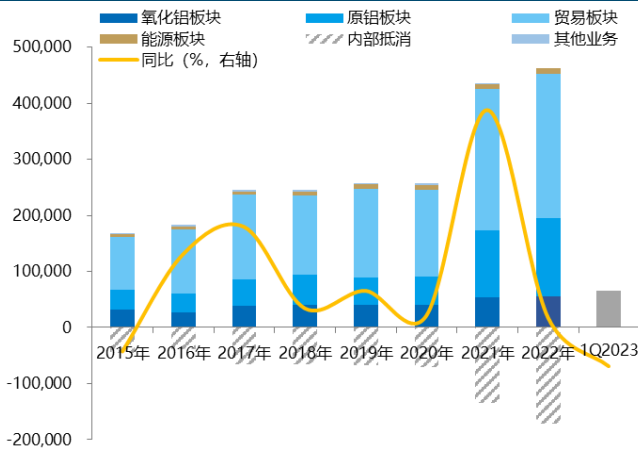
注：股权结构图中只包括公司各版块主要子公司

公司整体经营稳健，2022 年四大主营业务板块对营收贡献比例接近 100%。2022 年公司通过收购云铝股份 19% 的股权，合计持有云铝股份 29.1% 股权，收购中铝集团持有的平果铝业 100% 股权，实现对云铝股份和平果铝业的并表。2022 年公司营收规模 2909.88 亿元，同比减少 2.64% (2021 年经追溯调整)，营收规模的缩减主要是因为 2022 年减少了低毛利的贸易业务的业务量。1Q2023 由于电解铝及氧化铝价格同比回落，导致公司营收规模同比减少 17.6% 至 662.79 亿元。

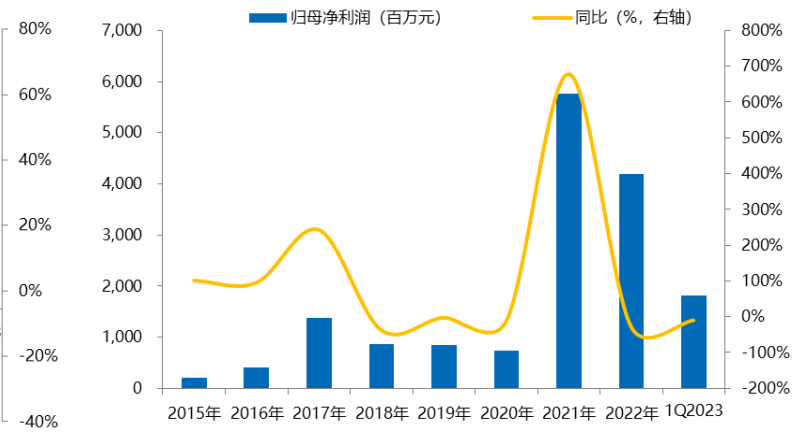
2022 年公司实现归母净利润 41.92 亿元，同比减少 27.22% (2021 年经追溯调整)。业绩下降幅度超过营收规模下降幅度，主要因为在原材料及能源成本较高的情况下，氧化铝和

电解铝产品利润空间缩窄。1Q2023 在产品价格同比下跌、原材料价格上涨的情况下，公司通过技术创新降低电解铝综合电耗，缓解原材料成本上涨带来的压力，实现归母净利润 18.13 亿元，同比减少 9.78%，低于营收规模下降幅度。

图表2: 公司营收及增速 (单位: 百万元)



图表3: 归母净利润及增速 (单位: 百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 2021 年为追溯调整后数据

注: 2021 年为追溯调整后数据

截至 2022 年底, 公司拥有铝土矿资源量 23.57 亿吨, 其中海外资源量 17.6 亿吨, 实现海内外资源协同布局, 保障公司主要业务板块资源需求。2022 年公司成为云铝股份控股股东, 将云铝股份在云南地区的铝土矿资源收入囊中, 进一步增厚公司在国内的资源保有量。

图表4: 公司铝土矿资源量 23.57 亿吨

矿山名称	资源量 (百万吨)	储量 (百万吨)	品位	年产量 (万吨)	许可证/采矿权有效期
博法矿	1,758.20	98.08	38.64	1,355.0	2018.07-2033.07
平果矿	73.92	41.14	9.91	551.7	2024.03-2036.04
贵州矿	111.28	32.38	8.07	185.0	2024.10-2032.12
遵义矿	17.03	5.46	6.04	109.8	2026.07-2032.05
孝义矿	72.28	6.66	5.06	59.7	2023.05-2031.09
山西其他矿		15.36	4.65	158.5	2017.09-2035.07
三门峡分公司		4.15	4.06	44.7	2020.12-2031.10
洛阳分公司	96.98	2.41	4.59	32.9	2024.12-2031.10
郑州分公司		10.92	4.88	62.3	2021.06-2032.06
许平矿		0.96	5.31	6.5	2019.05-2031.09
三门峡矿	76.67	23.61	4.61	28.7	2025.05-2035.02
焦作矿		0.25	5.08	16.6	2014.10-2024.10
阳泉矿	2.66	1.00	4.18	7.9	2031.09-2036.05
文山矿	18.61	1.52	5.07	16.6	2021.09-2028.03
华兴矿	62.87	1.58	5.65	176.9	2020.09-2022.08
云铝股份	66.00				
合计	2,356.50	245.48		2,812.83	

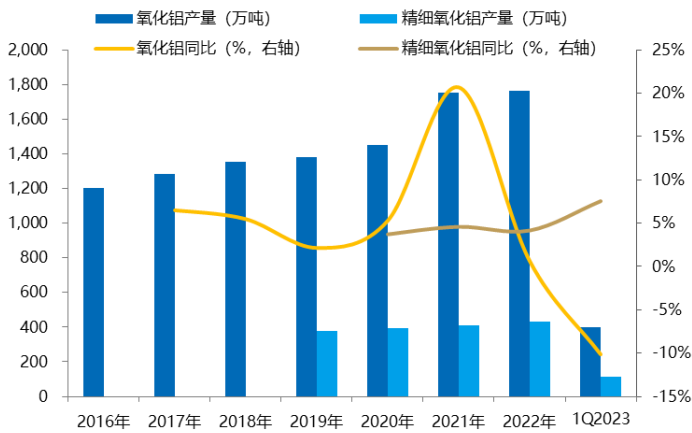
来源: 公司公告, 云铝股份公告, 国金证券研究所

2020 年 9 月广西华昇 200 万吨氧化铝项目建成投产, 2021 年该项目全年运行叠加氧化铝产能利用率提升, 2021 年经追溯调整后的氧化铝产量为 1753 万吨; 2022 年公司氧化铝产量同比增长 0.6% 至 1764 万吨, 对外销售 523 万吨。同时公司精细氧化铝产量逐年增长, 2022 年生产精细氧化铝 429 万吨, 2019-2022 年产量复合增长率为 4.13%。1Q2023 精细氧化铝产量 111 万吨, 同比增长 7.56%。

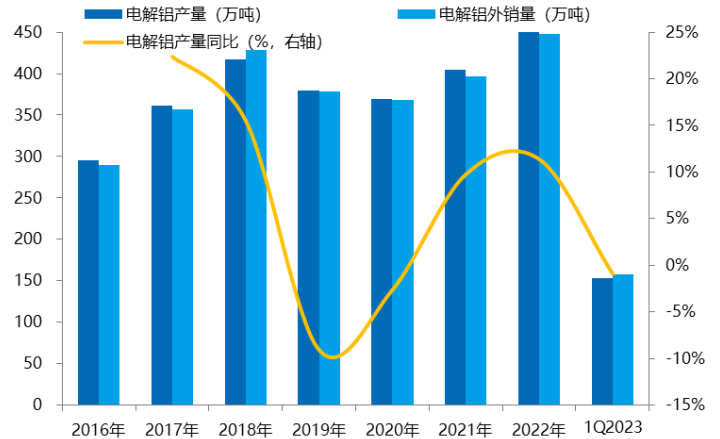
由于铝价攀升, 山西新材料 14 万吨/年电解铝产线自 2021 年 11 月复产; 连城分公司 38.8 万吨停产产能于 2022 年 8 月开始复产。受益于上述因素, 2022 年公司原铝 (含合金) 产

量 688 万吨，经追溯调整后同比增长 8.01%。

图表5: 氧化铝产量持续增长



图表6: 电解铝产量持续提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

二、产能地域分散性高，能源结构持续优化打开成本下降空间

公司拥有 2226 万吨氧化铝产能和 750.6 万吨电解铝产能。广西华昇新材料有限公司 200 万吨氧化铝产能为几内亚 Boffa 矿配套项目,未来随着广西华昇二期项目推进,公司氧化铝产能将进一步增加。

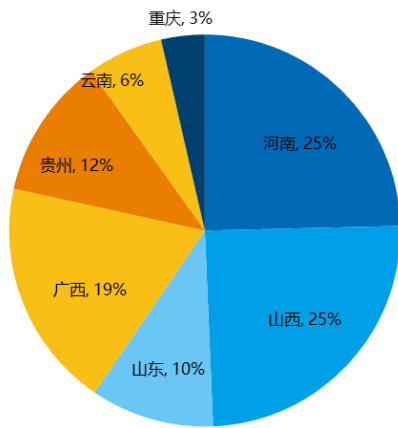
公司氧化铝产能主要分布在主要分布在河南、山西、广西以及贵州等氧化铝主产地,与公司铝土矿资源分布较为匹配;电解铝产能主要分布在云南、内蒙古、甘肃、青海、山西等地,电解铝产能地域分散性较高,如果再次出现地区级能耗限制,公司受到的影响较为有限。

图表7: 公司氧化铝和电解铝产能分别达到 2226 万吨和 750.6 万吨

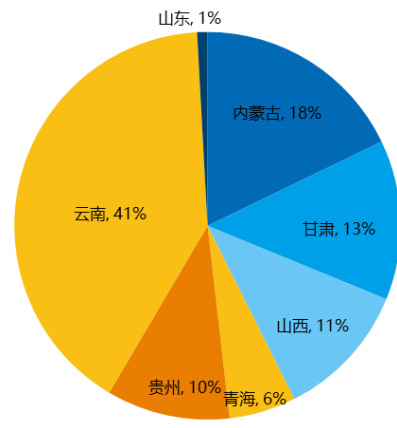
氧化铝企业	股权比例	氧化铝产能(万吨)	电解铝企业	股权比例	电解铝产能(万吨)
中铝中州铝业有限公司	100%	305	内蒙古华云新材料有限公司	50%	74
中铝山西新材料有限公司	86%	260	包头铝业有限公司	100%	60
中铝矿业有限公司	100%	241	中国铝业连城分公司	100%	55
中铝山东有限公司	100%	227	兰州铝业有限公司	100%	45
中国铝业广西分公司	100%	221	山西中铝华润有限公司	40%	43.2
山西华兴铝业有限公司	100%	200	中铝山西新材料有限公司	86%	42.4
广西华昇新材料有限公司	51%	200	中国铝业青海分公司	100%	42
贵州华锦铝业有限公司	60%	160	贵州华仁新材料有限公司	40%	40
遵义铝业股份有限公司	67%	100	遵义铝业股份有限公司	67%	37.5
兴华科技	66%	90	山东华宇合金材料有限公司	55%	6.5
中铝重庆分公司	100%	80	云南铝业股份有限公司	29.1%	305
郑州研究院	100%	2	电解铝产能合计(万吨)		750.6
云南铝业股份有限公司	29.1%	140			
氧化铝产能合计(万吨)		2226			

来源: 公司公告, 中国铝业集团募集说明书, 中国铝业集团跟踪评级报告, 国金证券研究所

图表8: 氧化铝产能各地分布占比



图表9: 电解铝产能各地分布占比



来源: 公司公告, 中国铝业集团募集说明书, 中国铝业集团跟踪评级报告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 中国铝业集团募集说明书, 中国铝业集团跟踪评级报告, 国金证券研究所

公司因地制宜使用清洁能源, 2022 年电解铝生产所用绿电 (包括风电、光伏新能源、水电) 已达到总用电量的 45%, 其中水电占比 29%, 风电与光伏新能源占比 16%。公司所属企业清洁能源使用占比均有不同程度提升, 其中云铝股份清洁能源占比 88.6%, 青海分公司清洁能源占比 80.4%, 兰州铝业清洁能源占比约 67.4%。

产能地域分散性高和丰富的用电形式保障公司在电力紧张及能耗双控背景下生产受影响程度较小, 形成公司生产经营稳健的独特优势。公司坚持全面预算管理, 实施三年降本计划 2.0, 强化成本“五化”闭环管理, 扎实开展提质增效和刚性降本 1%等专项行动, 电解铝降本跑赢行业平均水平。

三、并表云铝股份, 规模扩张可期

3.1 并表云铝股份, 同业竞争逐步解决

公司和云铝股份同属于中铝集团, 业务重合度高, 存在明显的同业竞争。为解决这一问题, 中铝集团承诺在 2019 年开始筹划同业竞争业务整合工作, 并在 5 年内解决同业竞争问题。2022 年公司通过非公开协议方式以现金收购云南冶金持有的云铝股份 19% 股权, 交易完成后, 公司持有云铝股份约 29.1% 股权, 成为云铝股份第一大股东, 将云铝股份纳入合并报表范围。本次交易有效解决了中铝集团与云铝股份之间的同业竞争问题, 但公司与云铝股份的同业竞争问题尚未完全解决。公司已经向云铝股份出具《关于避免与云南铝业股份有限公司同业竞争的承诺函》, 承诺的期限、方式等与中铝集团承诺保持一致。

2022 年 7 月, 中国铝业收购云南冶金持有的云铝股份 19% 股权, 股份于 2022 年 11 月完成过户登记手续。交易完成后, 公司合计持有云铝股份 29.10% 的股权, 成为云铝股份第一大股东, 云铝股份纳入公司合并报表范围。

云铝股份并表前, 公司拥有氧化铝产能 2086 万吨, 电解铝产能 445.6 万吨, 按 1.92 吨氧化铝生产 1 吨电解铝折算, 自给率超过 200%, 2022 年公司生产的氧化铝在满足内部使用后还向外部销售 523 万吨。云铝股份拥有氧化铝产能 140 万吨, 难以匹配 305 万吨电解铝产能的原材料需求, 需要从外部采购氧化铝以满足生产。

公司实现对云铝股份的并表后, 共计拥有 2226 万吨氧化铝产能将较好匹配 750.6 万吨电解铝, 同时云铝股份用电结构中 88.6% 的水电优势能够进一步降低用电成本, 产业链一体化优势得到巩固。

图表10: 对云铝股份并表后氧化铝较好匹配电解铝产能

公司名称	氧化铝产能 (万吨)	电解铝产能 (万吨)	自给率
中国铝业股份有限公司	2086	445.6	244%
云南铝业股份有限公司	140	305	24%
合计	2226	750.6	154%

来源: 公司公告, 云铝股份公告, 国金证券研究所

3.2 收购产能指标，贵州华仁满产可期

南山铝业 2022 年 12 月 23 日披露公告，拟对外转让 33.6 万吨电解铝产能指标。根据最新进展公告，中国铝业子公司贵州华仁新材料有限公司以 6633 元/吨的含税价购买南山铝业 10 万吨电解铝产能指标。

2023 年 2 月 8 日，贵州华仁所在地清镇市人民政府已经对该扩能项目进行了环评信息第一次公示，待项目建设完成后，贵州华仁电解铝产能将从 40 万吨/年提升至 50 万吨/年，成为公司产量规模扩张的增长点。

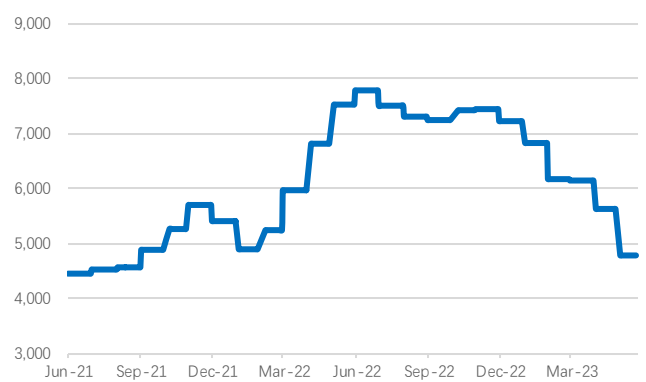
四、国内产能红线已达，碳税推高长期铝价中枢

2023 年以来，国内电解铝和氧化铝价格均维持震荡偏强运行。电解铝方面，国内产能天花板基本达到，后续新增产能较少，而需求端增速韧性较强，叠加云南缺电导致的当地电解铝停产比例达 40%，在旺季去库的背景下，铝价支撑性较强。中长期来看，受到后续有色行业可能的碳税以及电价等因素影响，铝价运行中枢将逐步抬高。氧化铝方面，国内总体产能略有过剩，但是因为氧化铝相对电解铝更容易停产复产，而国内山西河南等地氧化铝成本较高，对氧化铝价格形成有效支撑，因此我们预计在供给端不出现大规模减产的情况下，预计氧化铝价格将维持在目前的中枢水平。预焙阳极价格受到石油焦和煤沥青等原材料价格下跌影响，市场价格逐步回归正常水平。

图表 11：电解铝和氧化铝价格震荡偏强（元/吨）



图表 12：预焙阳极价格持续回调（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

五、盈利预测&投资建议

5.1 核心假设

(1) 价格假设

氧化铝价格：2022 年氧化铝含税均价为 3011 元/吨，国内山西河南等地氧化铝成本对国内价格形成支撑，在供给过剩的背景下，预计 23-25 年国内氧化铝含税均价分别为 3000/3000/3000 元/吨。

电解铝价格：2022 年电解铝含税价格为 1.99 万元/吨，当前电解铝运行产能已接近产能红线，电力紧张导致的限产或将常态化，增加供给端不确定性；地产竣工的改善以及疫后经济的复苏预期将有效拉动需求。供需紧平衡和成本端支撑将导致电解铝价格高位运行。预计 23-25 年电解铝含税均价分别为 1.90/1.95/2.00 万元/吨。

(2) 成本假设

预焙阳极价格：预焙阳极价格与石油焦、煤沥青等价格相关度较高，主要受原油价格影响，2022 年国内预焙阳极含税均价为 7172 元/吨，今年以来，随着原油价格的回调，预焙阳极价格也有所下降，预计 23-25 年预焙阳极含税均价分别为 5000/5000/5000 元/吨。

电力成本：公司用电结构中自备电比例约为 30%，其余 70%为网电，其中水电和光伏发电各占一半左右。综合公司自身发电成本和网电价格，预计 23-25 年平均用电成本（含税）为 0.44 元/度。

吨铝制造成本：基于以上两个核心假设，预计 23-25 年公司电解铝不含税单吨制造成本分别为 1.50/1.50/1.50 万元/吨。

(3) 销量假设

电解铝销量：随着公司华云三期的逐步建设投产以及贵州华仁和遵义铝业的逐步复产，预计 23-25 年公司原铝（含合金）销量分别为 701/726/736 万吨。

氧化铝销量：随着公司山西交口兴华氧化铝逐步复产，预计 23-25 年公司氧化铝（含精细氧化铝）销量（含内销）分别为 2257/2280/2280 万吨。

(4) 其他假设

除氧化铝和原铝板块外，公司主营业务还有贸易和能源两大板块。假设贸易板块、能源板块以及内部抵消项目 23-25 年营业收入和营业成本维持 2022 年水平。

公司在 2022 年年报中对云铝股份实现并表，历史期间内，公司和云铝股份三项费用与营收的比例基本维持稳定，因此我们预计 23-25 年销售费用率、管理费用率以及研发费用率维持在 2022 年的水平。

5.2 盈利预测

根据上述核心假设，预计公司 23-25 年营收分别为 2768/2848/2899 亿元，预计实现归母净利润分别为 70.13/82.11/94.59 亿元，EPS 分别为 0.41/0.48/0.55 元，对应 PE 分别为 12.92/11.04/9.58 倍。

图表13：营业收入及营业成本预测

单位：百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入					
氧化铝板块	54,728.62	55,761.73	59,914.18	60,522.59	60,522.59
原铝板块	71,199.72	138,465.82	120,135.10	127,521.24	132,590.27
贸易板块	220,210.52	258,854.32	258,854.32	258,854.32	258,854.32
能源板块	7,882.19	9,322.54	9,322.54	9,322.54	9,322.54
内部抵消	-87,656.38	-174,943.53	-174,943.53	-174,943.53	-174,943.53
主营业务收入	266,364.67	287,460.88	273,282.62	281,277.16	286,346.18
其他业务收入	3,383.56	3,527.06	3,527.06	3,527.06	3,527.06
合计	269,748.23	290,987.94	276,809.67	284,804.22	289,873.24
营业成本					
氧化铝板块	43,376.38	45,992.14	47,221.92	47,499.70	47,499.70
原铝板块	57,919.67	120,764.48	106,449.23	110,056.87	111,632.33
贸易板块	217,635.69	255,990.51	255,990.51	255,990.51	255,990.51
能源板块	5,387.79	5,652.53	5,652.53	5,652.53	5,652.53
内部抵消	-86,050.62	-173,640.53	-173,640.53	-173,640.53	-173,640.53
主营业务成本	238,268.90	254,759.13	241,673.65	245,559.08	247,134.54
其他业务成本	3,348.63	2,843.38	2,843.38	2,843.38	2,843.38
合计	241,617.54	257,602.51	244,517.03	248,402.45	249,977.92

来源：Wind，国金证券研究所

5.3 估值及投资建议

参考电解铝行业 2023 年 10.17 倍 PE 估值以及公司历史估值水平，考虑到公司国内电解铝龙头地位以及未来成长性，给予 2023 年 15XPE，目标价 6.13 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表14：可比公司估值（收盘价：元/股；EPS：元；PE：倍）

公司简称	股票代码	收盘价	EPS					PE				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
云铝股份	000807.SZ	12.22	1.06	1.32	1.48	1.81	2.14	42.92	11.62	8.24	6.75	5.71
天山铝业	002532.SZ	6.39	0.82	0.57	0.90	1.03	1.09	19.83	9.37	7.10	6.18	5.87
南山铝业	600219.SH	3.07	0.29	0.29	0.33	0.36	0.40	27.46	11.23	9.40	8.44	7.60
创新新材	600361.SH	5.09	-	0.32	0.32	0.36	0.40	37.13	27.93	15.94	14.01	12.74
平均								31.83	15.04	10.17	8.84	7.98
中国铝业	601600.SH	5.28	0.29	0.24	0.41	0.48	0.55	139.90	15.10	12.92	11.04	9.58

来源：Wind，国金证券研究所

注：除天山铝业外，可比公司预测期EPS均为Wind一致预期，天山铝业2023-2024年EPS为国金证券预测，2024年EPS为Wind一致预期。

六、风险提示

产品价格大幅下跌。公司对外销售产品主要为氧化铝和电解铝，若产品市场价格大幅波动，会对公司营收规模、业绩水平产生较大影响。

电解铝复产不及预期。受市场环境和环保限产等因素影响，公司2018年12月关停连城分公司38.8万吨电解铝产能，上述产能于2022年3月开始复产，复产速度将影响公司电解铝产销量和业绩规模。

生产成本大幅上涨。公司电解铝成本端主要为氧化铝、预焙阳极以及电力等，如果成本端出现大幅上涨，将对公司业绩产生较大影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	185,994	269,748	290,988	276,810	284,804	289,873
增长率		45.0%	7.9%	-4.9%	2.9%	1.8%
主营业务成本	-170,675	-241,618	-257,603	-244,517	-248,402	-249,978
%销售收入	91.8%	89.6%	88.5%	88.3%	87.2%	86.2%
毛利	15,319	28,131	33,385	32,293	36,402	39,895
%销售收入	8.2%	10.4%	11.5%	11.7%	12.8%	13.8%
营业税金及附加	-1,601	-2,248	-2,860	-2,721	-2,799	-2,849
%销售收入	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-1,457	-315	-419	-398	-410	-417
%销售收入	0.8%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-3,067	-3,722	-4,092	-3,892	-4,005	-4,076
%销售收入	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
研发费用	-1,434	-2,362	-4,805	-4,571	-4,703	-4,787
%销售收入	0.8%	0.9%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	7,760	19,484	21,210	20,710	24,485	27,766
%销售收入	4.2%	7.2%	7.3%	7.5%	8.6%	9.6%
财务费用	-4,241	-3,714	-3,505	-3,757	-3,921	-3,547
%销售收入	2.3%	1.4%	1.2%	1.4%	1.4%	1.2%
资产减值损失	-2,733	-4,456	-5,299	-1,055	-1,090	-1,098
公允价值变动收益	-10	-59	59	60	60	60
投资收益	944	-300	668	600	600	600
%税前利润	43.8%	n.a	5.1%	3.7%	3.0%	2.6%
营业利润	2,303	11,208	13,682	16,558	20,134	23,781
营业利润率	1.2%	4.2%	4.7%	6.0%	7.1%	8.2%
营业外收支	-148	-1,029	-473	-300	-300	-300
税前利润	2,155	10,179	13,209	16,258	19,834	23,481
利润率	1.2%	3.8%	4.5%	5.9%	7.0%	8.1%
所得税	-582	-2,390	-2,366	-2,601	-3,173	-3,757
所得税率	27.0%	23.5%	17.9%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	1,573	7,789	10,843	13,657	16,661	19,724
少数股东损益	832	2,709	6,651	6,644	8,450	10,265
归属于母公司的净利润	741	5,080	4,192	7,013	8,211	9,459
净利率	0.4%	1.9%	1.4%	2.5%	2.9%	3.3%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,687	19,178	19,260	19,104	19,366	19,424
应收款项	13,292	9,180	7,586	7,975	8,205	8,737
存货	19,857	18,678	24,712	25,202	26,678	27,237
其他流动资产	2,368	1,678	2,977	2,516	3,040	3,050
流动资产	46,204	48,714	54,536	54,797	57,289	58,449
%总资产	23.7%	25.3%	25.7%	25.6%	26.0%	25.5%
长期投资	15,804	15,154	13,892	13,892	13,892	13,892
固定资产	100,889	93,427	109,277	113,386	116,234	122,593
%总资产	51.8%	48.6%	51.5%	52.9%	52.7%	53.5%
无形资产	20,339	19,522	21,224	22,848	24,391	25,901
非流动资产	148,698	143,663	157,812	159,473	163,396	170,822
%总资产	76.3%	74.7%	74.3%	74.4%	74.0%	74.5%
资产总计	194,902	192,377	212,348	214,270	220,685	229,271
短期借款	32,756	19,249	25,434	19,930	13,587	6,349
应付款项	23,947	22,489	29,683	33,630	34,170	34,392
其他流动负债	5,924	10,443	7,250	4,515	4,974	5,412
流动负债	62,627	52,181	62,367	58,074	52,731	46,153
长期贷款	39,386	36,266	34,063	34,063	32,063	30,063
其他长期负债	21,717	31,147	28,162	23,477	21,560	20,134
负债	123,730	119,593	124,592	115,614	106,354	96,351
普通股股东权益	54,332	57,265	54,403	58,659	65,885	74,209
其中：股本	17,023	17,023	17,162	17,162	17,162	17,162
未分配利润	-1,649	6,917	10,183	16,354	23,580	31,903
少数股东权益	16,840	15,519	33,353	39,997	48,447	58,712
负债股东权益合计	194,902	192,377	212,348	214,270	220,685	229,271

比率分析						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.044	0.298	0.244	0.409	0.478	0.551
每股净资产	3.192	3.364	3.170	3.418	3.839	4.324
每股经营现金净流	0.866	1.672	1.682	1.795	1.919	2.210
每股股利	0.000	0.032	0.036	0.049	0.057	0.066
回报率						
净资产收益率	1.36%	8.87%	7.71%	11.96%	12.46%	12.75%
总资产收益率	0.38%	2.64%	1.97%	3.27%	3.72%	4.13%
投入资本收益率	3.62%	10.22%	10.61%	10.36%	11.73%	12.63%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.15%	45.03%	7.87%	-4.87%	2.89%	1.78%
EBIT 增长率	14.42%	151.08%	8.86%	-2.36%	18.23%	13.40%
净利润增长率	-12.93%	585.50%	-17.47%	67.29%	17.09%	15.20%
总资产增长率	-4.02%	-1.30%	10.38%	0.91%	2.99%	3.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.1	5.3	4.5	4.5	4.5	4.5
存货周转天数	42.1	29.1	30.7	38.0	40.0	41.0
应付账款周转天数	19.1	15.8	18.7	19.1	19.1	19.1
固定资产周转天数	190.4	123.3	134.2	147.2	147.2	153.0
偿债能力						
净负债/股东权益	103.01%	72.21%	63.31%	50.90%	36.39%	24.31%
EBIT 利息保障倍数	1.8	5.2	6.1	5.5	6.2	7.8
资产负债率	63.48%	62.17%	58.67%	53.96%	48.19%	42.02%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,573	7,789	10,843	13,657	16,661	19,724
少数股东损益	832	2,709	6,651	6,644	8,450	10,265
非现金支出	11,412	13,170	16,272	12,443	13,847	15,452
非经营收益	2,928	4,820	2,829	4,509	3,930	3,480
营运资金变动	-1,179	2,676	-1,078	202	-1,509	-735
经营活动现金净流	14,733	28,455	28,866	30,811	32,929	37,921
资本开支	-3,212	-1,093	-4,664	-16,207	-17,780	-22,880
投资	4,219	732	-163	60	60	60
其他	878	-459	1,348	600	600	600
投资活动现金净流	1,885	-820	-3,479	-15,547	-17,120	-22,220
股权募资	197	0	405	-1,595	0	0
债权募资	-10,751	-13,096	-12,893	-5,882	-8,443	-9,338
其他	-5,799	-4,637	-7,891	-5,424	-5,275	-4,975
筹资活动现金净流	-16,352	-17,733	-20,380	-12,902	-13,718	-14,314
现金净流量	178	9,976	4,851	2,362	2,091	1,387

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

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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 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
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806