

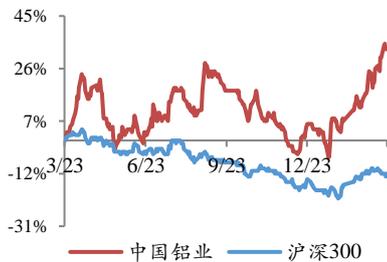
铝产业链一体布局，深耕主业迈向全球

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-03-30

收盘价（元）	7.40
近12个月最高/最低（元）	7.40/5.01
总股本（百万股）	17,158
流通股本（百万股）	17,023
流通股比例（%）	99.21
总市值（亿元）	1,270
流通市值（亿元）	1,260

公司价格与沪深300走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

分析师：汪浚哲

执业证书号：S0010523120003

邮箱：wangjz@hazq.com

联系人：黄玺

执业证书号：S0010122060011

邮箱：huangxi@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 大型有色央企，铝产业一体化布局

中国铝业是全球铝行业唯一拥有完整产业链的国际化大型铝业公司，业务包括三大核心主产业：铝土矿、氧化铝、电解铝；三个核心子产业：高纯铝、铝合金、精细氧化铝；三个配套产业：炭素、煤炭、电力。公司2023年收入/归母净利润分别为2250.71亿元和67.17亿元，同比分别-22.65%和+60.23%，收入下滑主要是公司减少了占比高但毛利相对较低的贸易业务，利润提升得益于电解铝成本优化以及公司降本增效、资产优化。2023年公司原铝、氧化铝收入分别为1253.12和535.26亿元，占收入比重分别为55.68%和23.78%；原铝和氧化铝板块贡献税前利润分别为112.43亿元和9.85亿元，我们认为伴随印尼、几内亚氧化铝项目积极推进，公司氧化铝板块的业绩仍具增长空间。

● 行业供需错配，铝价仍具上行空间。

原料端，国内铝土矿进口依赖度持续提升，2023年中国铝土矿产量为9300万吨，从几内亚进口铝土矿9931.5万吨，但海外政策和能源问题持续扰动原料供应，我们认为后续原料的稳定供应能力亦将成为铝企竞争力之一。**供给端**，电解铝目前中长期产能上限控制在4500万吨，新建产能均需置换原有产能指标，当前运行产能基本接近天花板，供给端增量有限。**需求端**，汽车和光伏行业用铝贡献需求增量：新能源汽车对于减重提升续航能力的要求更高，伴随新能源汽车的发展，轻质高强的汽车用铝型材或将持续替代；光伏装机量高增长带动光伏铝边框需求提升。

● 重点项目持续释放，一体化优势凸显。

铝土矿方面，公司国内铝土矿保有量第一，且持续拓展海外布局，几内亚博法矿资源量17.61亿吨，资源自给率高且禀赋优异，稳定可靠的铝土矿资源凸显公司一体化优势。中下游方面，未来两年公司铝产品持续投产：广西华昇二期200万吨氧化铝项目、青海分公司50万吨和内蒙古华云三期42万吨电解铝项目预期释放，重点项目有望带动分公司量利齐升。

● 投资建议

我们预计公司2024/25/26年归母净利润分别为80.43/96.69/111.78亿元，对应PE分别为15.79/13.13/11.36倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

铝价大幅波动；产能释放不及预期；下游需求不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	225071	236459	245936	254118
收入同比 (%)	-22.7%	5.1%	4.0%	3.3%
归属母公司净利润	6717	8043	9669	11178
净利润同比 (%)	60.2%	19.7%	20.2%	15.6%
毛利率 (%)	12.9%	13.6%	14.4%	15.3%
ROE (%)	11.1%	11.8%	12.4%	12.5%
每股收益 (元)	0.39	0.47	0.56	0.65
P/E	14.42	15.79	13.13	11.36
P/B	1.60	1.86	1.63	1.42
EV/EBITDA	5.05	4.92	3.56	2.46

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 中国铝业：大型有色央企，铝产业一体化布局.....	5
1.1 铝产业链一体化布局，全球领先的大型铝业公司.....	5
1.2 国务院国资委控股，国企改革激发活力.....	7
1.3 推进降本增效，利润率提升.....	9
2 行业供需错配，铝价具备上行空间.....	11
2.1 铝土矿生产和供应仍存不稳定因素.....	11
2.2 电解铝产能受限，需求回暖，供需矛盾持续突出.....	12
3 重点项目持续释放，一体化优势凸显.....	13
4 盈利预测和估值探讨.....	15
风险提示：.....	18
财务报表与盈利预测.....	19

图表目录

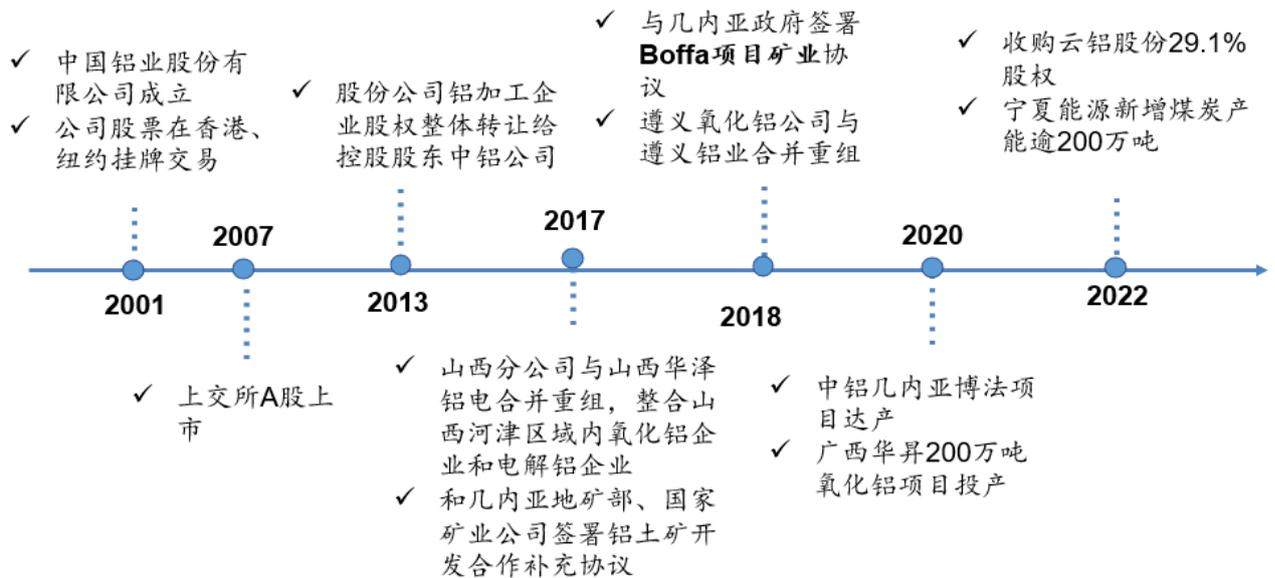
图表 1 中国铝业发展历程	5
图表 2 中国铝业五大板块业务介绍	6
图表 3 公司收入及增速	7
图表 4 公司归母净利润及增速	7
图表 5 公司氧化铝&原铝收入及增速	7
图表 6 公司分板块税前利润（亿元）	7
图表 7 中国铝业股权结构	8
图表 8 中国铝业核心高管	8
图表 9 可比公司杜邦分析	9
图表 10 中国铝业杜邦分析	9
图表 11 可比公司销售净利率	10
图表 12 可比公司销售毛利率	10
图表 13 可比公司销售费用率	10
图表 14 可比公司管理费用率	10
图表 15 可比公司研发费用率	11
图表 16 可比公司财务费用率	11
图表 17 国内铝土矿产量及占比	11
图表 18 2023 年铝土矿&氧化铝储量分布	11
图表 19 中国铝土矿出口量（吨）	12
图表 20 中国铝土矿进口量	12
图表 21 中国电解铝产能	13
图表 22 汽车单车用铝量（KG）	13
图表 23 光伏装机量及增速	13
图表 24 中国铝业铝土矿布局	14
图表 25 公司氧化铝产销量	15
图表 26 公司电解铝产销量	15
图表 27 中国铝业收入预测	16
图表 28 可比公司近三年估值波动	17
图表 29 可比公司估值对比	17

1 中国铝业：大型有色央企，铝产业一体化布局

1.1 铝产业链一体化布局，全球领先的大型铝业公司

中国铝业股份围绕铝生产经营，具备资源开采、产品开发生产销售、国际贸易、物流产业，火力及新能源发电于一体。中国铝业成立于2001年，并于2007年上交所上市，公司在上市后多次梳理旗下铝产业链相关业务，2018年在几内亚开发博法铝土矿项目，2022年收购云铝股份29.1%股权，进一步拓展氧化铝及电解铝业务布局。中国铝业是全球铝行业唯一拥有完整产业链的国际化大型铝业公司，业务包括三大核心主产业：铝土矿、氧化铝、电解铝；三个核心子产业：高纯铝、铝合金、精细氧化铝；三个配套产业：炭素、煤炭、电力。

图表 1 中国铝业发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 2 中国铝业五大板块业务介绍

板块	产品	详情
氧化铝板块	冶金级氧化铝	氧化铝是生产铝锭的主要原料，具有流动性好、易溶解、吸氟性强的特点，适用于熔盐电解法生产金属铝，也是生产刚玉、陶瓷、耐火材料等的重要原料。
	精细氧化铝	除生产铝锭用氧化铝以外的氢氧化铝、氧化铝和含铝化合物。产品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。
原铝板块	普通铝锭	重熔用铝锭是生产铝制品的主要原料，是一种质量轻、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，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。
	碳素材料	碳素材料是生产铝锭的主要辅助材料，具有灰分低、硫分低、塑性好、强度高等特点。中国铝业股份有限公司是我国阳极碳块和半石墨质阴极碳块的大型生产企业
	铝基合金	在普通铝中添加微量元素，通过挤压、铸造等工艺，生产出的具有一定物理和化学性能的铝加工产品，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。中国铝业能够生产扁锭、变形铝合金（铝棒）、铸造铝合金、电工圆铝杆、铸轧卷、高纯铝锭等各种铝基合金产品。
能源板块	煤炭、火电、风电、光伏发电、新能源装备制造等	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。
贸易板块	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等业务	
总部及其他营运板块	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，华安证券研究所

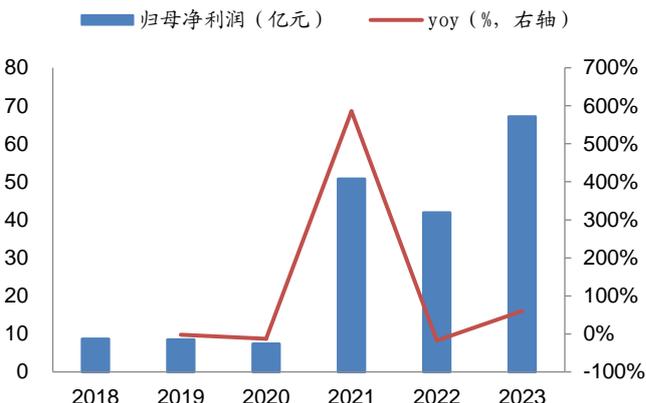
降本增效带动业绩修复。公司 2023 年收入/归母净利润分别为 2250.71 亿元和 67.17 亿元，同比分别-22.65%和+60.23%，收入下滑主要是公司减少了占比高但毛利相对较低的贸易业务，并且伴随 2023 年电解铝成本优化以及公司降本增效、资产优化带动业绩持续修复。

图表3 公司收入及增速



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

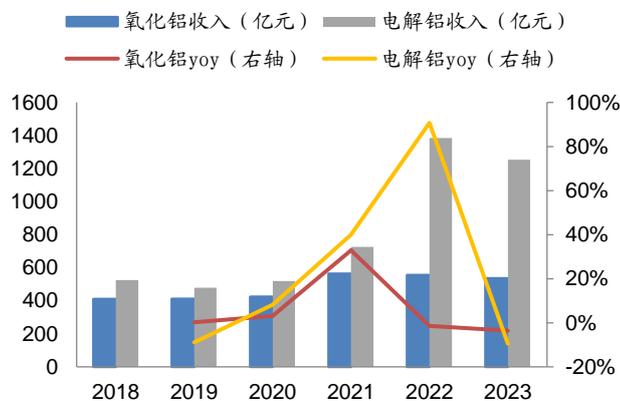
图表4 公司归母净利润及增速



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

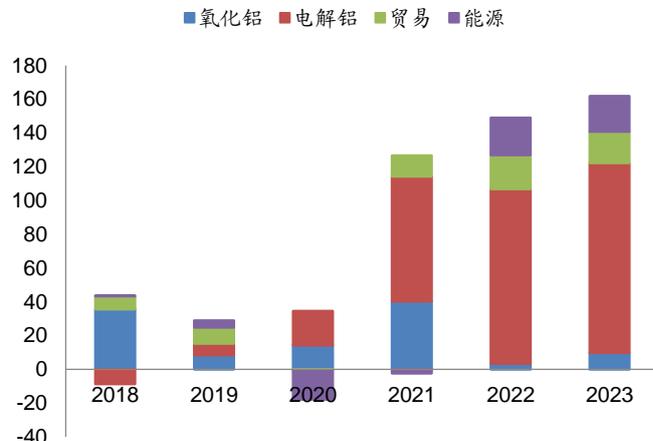
电解铝板块贡献主要利润, 氧化铝具备增长空间。2023 年公司原铝、氧化铝收入分别为 1253.12 和 535.26 亿元, 占收入比重分别为 55.68%和 23.78%。从利润端来看, 2023 年原铝、氧化铝、贸易、能源四大业务板块均贡献正向利润, 业绩持续向好。2023 年原铝板块和氧化铝板块贡献税前利润分别为 112.43 亿元和 9.85 亿元, 电解铝贡献主要业绩。我们认为伴随印尼、几内亚氧化铝项目积极推进, 公司氧化铝业务仍具增长空间。

图表5 公司氧化铝&原铝收入及增速



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表6 公司分板块税前利润 (亿元)

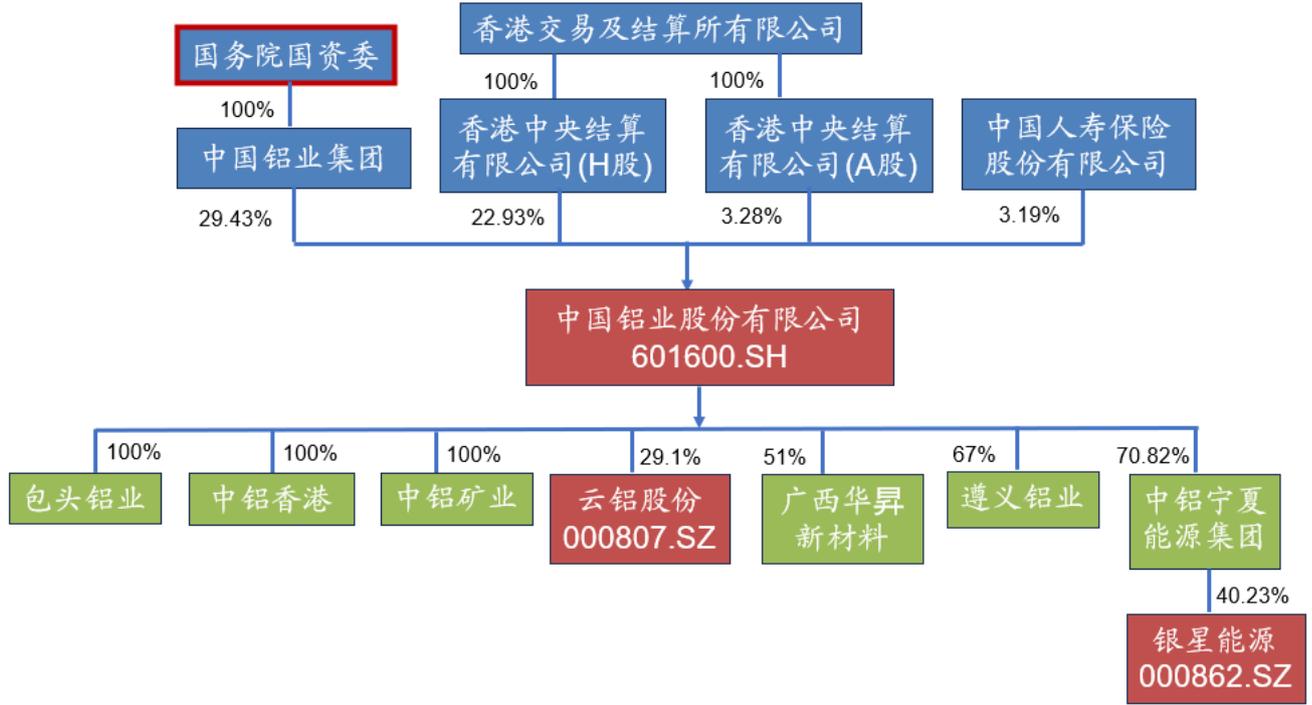


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

1.2 国务院国资委控股, 国企改革激发活力

公司是重要有色央企, 实控人为国务院国资委。公司第一大股东中国铝业集团是国务院国资委的全资子公司, 中铝集团持有公司 29.43%的股份。中铝集团旗下有中国铝业、中铝国际、驰宏锌锗、银星能源、云南铜业、云铝股份六家上市公司, 其中银星能源和云铝股份通过中铝股份控股。公司通过子公司从事矿业、氧化铝、电解铝、新材料、贸易、能源等业务, 供应链和市场遍布全球。

图表 7 中国铝业股权结构



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

核心高管经验丰富，管理团队稳定。公司核心管理人员在有色金属冶炼、企业管理、能源等行业具备丰富经验，为公司的发展和业务拓展提供技术支持。

图表 8 中国铝业核心高管

姓名	职位	经历
董建雄	董事长, 执行董事	毕业于西安冶金建筑学院有色金属冶金专业，正高级工程师， 在有色金属冶炼、企业管理等方面拥有丰富经验 。历任包头铝业副总工程师、副总经理、党委书记；长城铝业党委书记；中铝矿业有限公司董事长等职务。目前还担任中国矿业联合会第六届理事会副会长等职务。
朱润洲	总裁	毕业于武汉大学软件工程专业，工程硕士，教授级高级工程师。历任甘肃靖远发电厂副总工程师、副总经理兼白银华电供水有限公司董事长，国电贵州凯里发电厂厂长，国电都匀技改项目筹建处主任，国电广西分公司总经理等职务。
蒋涛	副总裁	毕业于东北大学有色金属冶金专业，工学博士，成绩优异的高级工程师。 在企业管理、生产技术方面拥有丰富经验 ，曾先后担任中铝山东生产运行部副经理，氧化铝厂厂长等职务。
许峰	副总裁	毕业于西安交通大学项目管理领域工程专业，工程硕士，高级工程师。 在铝及能源行业拥有丰富经验 ，历任宁夏发电集团有限责任公司马莲台电厂工程技术部主任、副总工程师，宁夏银仪电力设备检修安装有限公司党委副书记，中铝宁夏能源集团有限公司副总经理，云南铝业股份有限公司副董事长、党委副书记等职务。

葛小雷	财务总监, 董事会秘书	毕业于南京大学经济管理专业, 后获得美国德克萨斯大学工商管理硕士学位, 高级经济师、中级会计师、香港公司治理公会联席成员。 在财务管理、企业管理方面拥有丰富经验 , 曾先后担任中州铝厂计划处副处长、财务处副处长, 中铝中州分公司财务部经理, 青海黄河水电再生铝有限公司财务总监, 中铝财务有限责任公司副总经理等职务。
梁鸣鸿	总法律顾问	历任中国铝业公司法律事务室一级法律顾问、法律部副主任; 中国铝业股份有限公司法律部法律二处经理; 中国铝业集团有限公司法律部副主任、副总经理; 中铝国际贸易集团有限公司董事等职务

资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

1.3 推进降本增效, 利润率提升

杜邦分析: 公司周转效率领先, 利润率逐步回升。我们选取 SW 铝板块中市值 200 亿以上的公司作为可比公司, 中国铝业 2022 年和 2023 年前三季度净资产收益率分别为 7.5% 和 9.4%, 盈利能力持续优化, 得益于公司销售净利率逐年提升。和同业对比, 公司净利率主要受到占比高且毛利低的贸易业务拖累, 但伴随降本增效和央企贸易业务管控, 盈利能力有望持续优化。公司周转率领先于同行, 凸显头部企业的供应链管理能力和

图表 9 可比公司杜邦分析

2022年	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
中国铝业	7.51%	3.73%	1.44	3.62
天山铝业	12.02%	8.03%	0.60	2.50
云铝股份	22.54%	10.87%	1.26	1.90
南山铝业	7.99%	11.28%	0.55	1.45
神火股份	59.59%	20.08%	0.75	4.49
23Q1-Q3	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
中国铝业	9.43%	4.88%	0.89	3.72
天山铝业	7.06%	7.33%	0.39	2.45
云铝股份	10.74%	10.01%	0.76	1.68
南山铝业	4.64%	11.15%	0.32	1.46
神火股份	24.21%	16.71%	0.47	3.57

资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

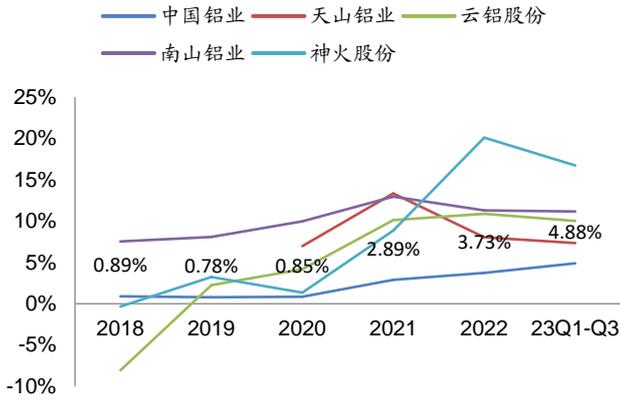
图表 10 中国铝业杜邦分析

中国铝业	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
2018	1.89%	0.89%	0.90	4.36
2019	1.59%	0.78%	0.94	3.77
2020	1.36%	0.85%	0.93	3.65
2021	9.10%	2.89%	1.39	3.47
2022	7.51%	3.73%	1.44	3.62
23Q1-Q3	9.43%	4.88%	0.89	3.72

资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

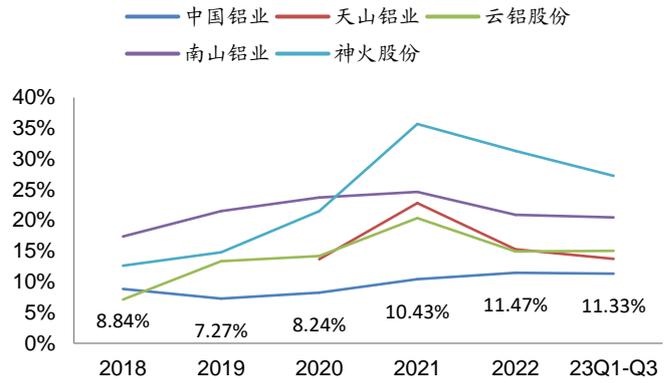
盈利能力优化, 降本增效带动利润率提升。中国铝业 2022 年和 2023 年前三季度销售净利率分别为 3.73% 和 4.88%, 销售毛利率分别为 11.47% 和 11.33%, 公司净利率提升, 主要是推进降本增效, 控制公司费用水平。

图表 11 可比公司销售净利率



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 12 可比公司销售毛利率

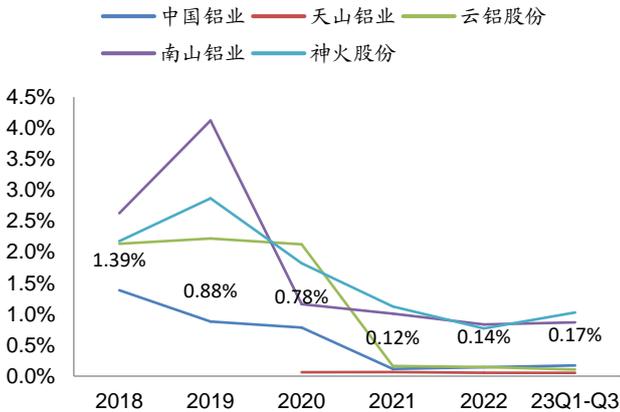


资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

销售费用率: 公司 2022 年和 2023 年前三季度销售费用率分别为 0.14% 和 0.17%，费用率相对稳定。

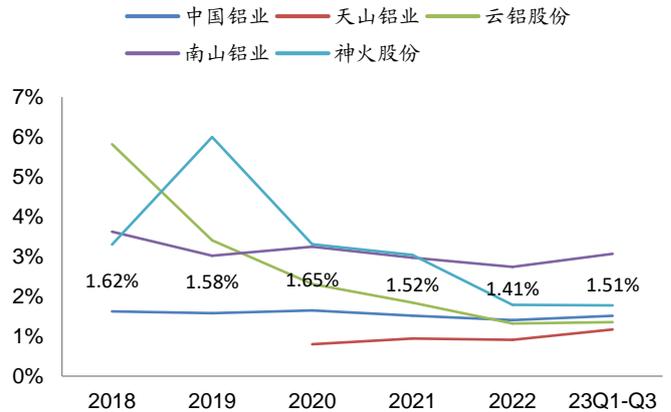
管理费用率: 公司 2022 年和 2023 年前三季度管理费用率分别为 1.41% 和 1.51%，低于行业均值。

图表 13 可比公司销售费用率



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 14 可比公司管理费用率

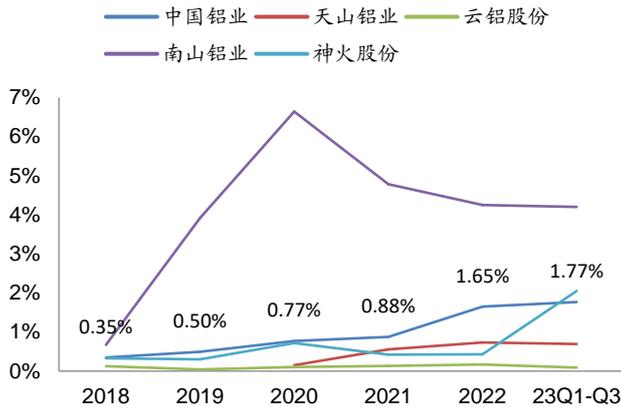


资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

研发费用率: 公司 2022 年和 2023 年前三季度研发费用率分别为 1.65% 和 1.77%。

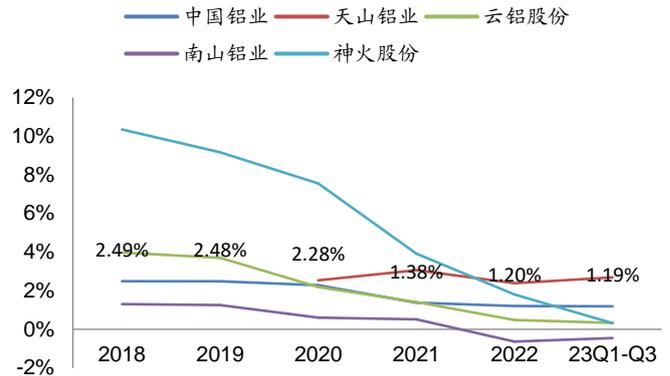
财务费用率: 公司 2022 年和 2023 年前三季度财务费用率分别为 1.20% 和 1.19%。

图表 15 可比公司研发费用率



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 16 可比公司财务费用率



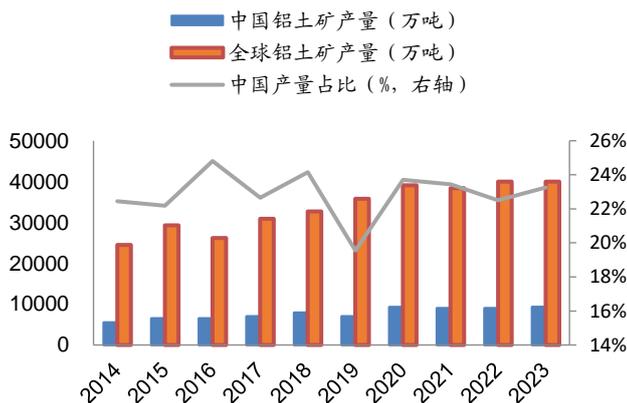
资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

2 行业供需错配, 铝价具备上行空间

2.1 铝土矿生产和供应仍存不稳定因素

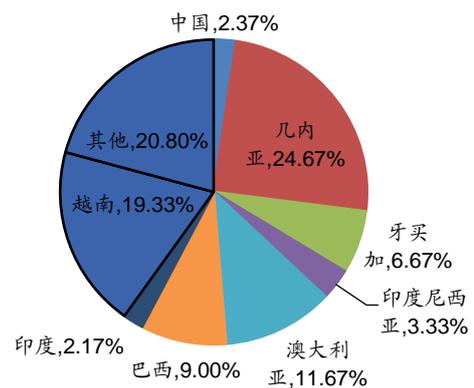
国内铝土矿储量有限且品位较低, 铝企出海是必经之路。根据 USGS 的数据, 2023 年中国铝土矿产量为 9300 万吨, 占全球总产量的 23.25%, 而铝土矿及氧化铝储量仅占全球总储量的 2.37%。并且国内铝土矿以加工难度大的一水硬铝矿石为主, 品位较低, 而几内亚的铝土矿以三水矿石为主, 且品位高、开采容易。2023 年几内亚铝土矿储量 74 亿吨, 占全球总储量的 24.7%, 几内亚和澳大利亚、越南的铝土矿储量合计接近全球储量的 60%, 矿产资源相对集中。

图表 17 国内铝土矿产量及占比



资料来源: USGS, 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 18 2023 年铝土矿&氧化铝储量分布

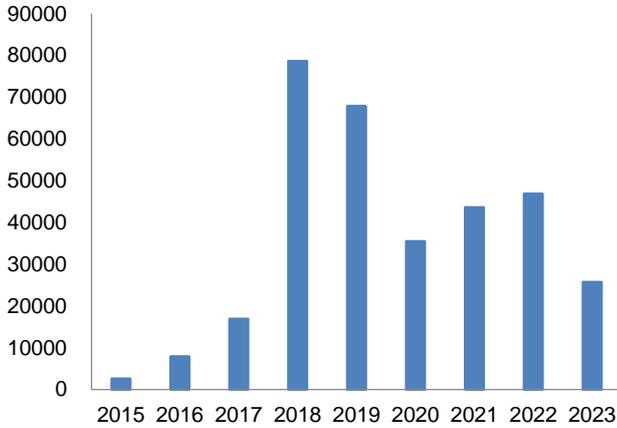


资料来源: USGS, 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

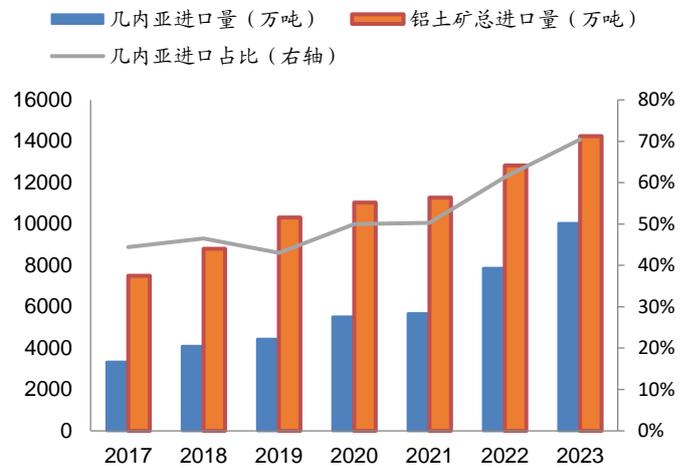
国内铝土矿需求持续旺盛, 进口依赖度高。延续上文, 中国 2023 年铝土矿产量为 9300 万吨, 同年进口量为 1.425 亿吨, 出口量仅为 2.57 万吨, 国内大部分铝土矿都用于生产氧化铝, 根据 USGS 数据, 2023 年中国氧化铝产量 8200 万吨, 占全球产量的 58.6%。在需求持续旺盛的背景下, 国内铝土矿进口依赖度持续提升,

尤其是对于几内亚的铝土矿进口依赖，2023 年国内从几内亚进口铝土矿约 1.00 亿吨，占进口总量的比重超过 70%。

图表 19 中国铝土矿出口量（吨）



图表 20 中国铝土矿进口量



资料来源：海关数据，同花顺 iFinD，华安证券研究所

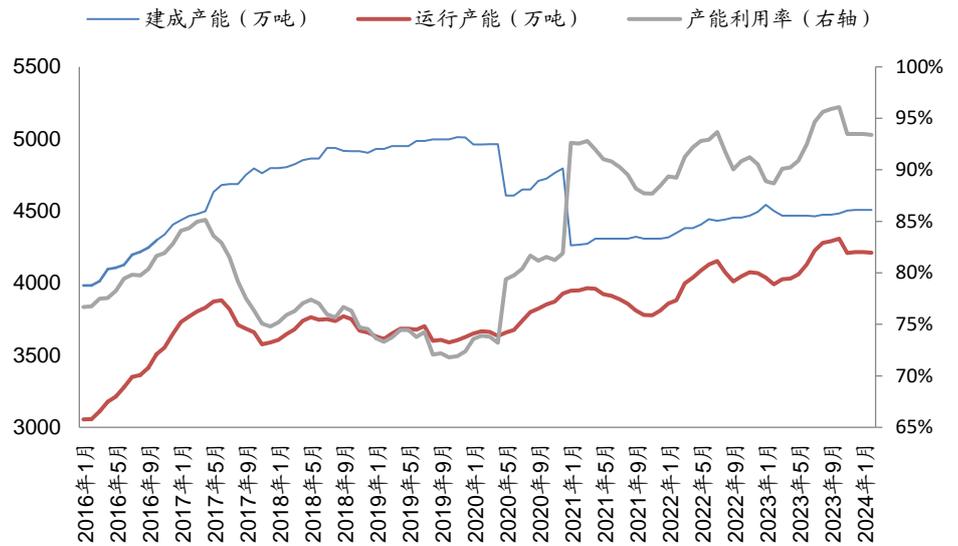
资料来源：海关数据，同花顺 iFinD，华安证券研究所

海外限制铝土矿出口，原料端存在不确定因素。相比于产业链中下游，铝土矿出口附加值较低，海外很多国家对于铝土矿的开采和出口发布相关限制：印度尼西亚 2023 年 6 月起禁止铝土矿出口；几内亚政府也曾提出要求在当地铝土矿年开采量超过 1500 万吨的外资矿企，必须承诺在几内亚投资建设氧化铝厂，将一部分铝土矿就地加工成氧化铝，帮助几内亚逐步实现工业化，提升价值链。

2.2 电解铝产能受限，需求回暖，供需矛盾持续突出

电解铝产能接近天花板，产量增速受限电政策影响。自 2017 年供给侧改革以来，国内电解铝违规产能陆续关停、目前中长期产能上限控制在 4500 万吨，新建产能均需置换原有产能指标。截止 2024 年 2 月国内电解铝运行产能为 4211.05 万吨，产能利用率 93.41%，接近 4500 万吨的天花板。

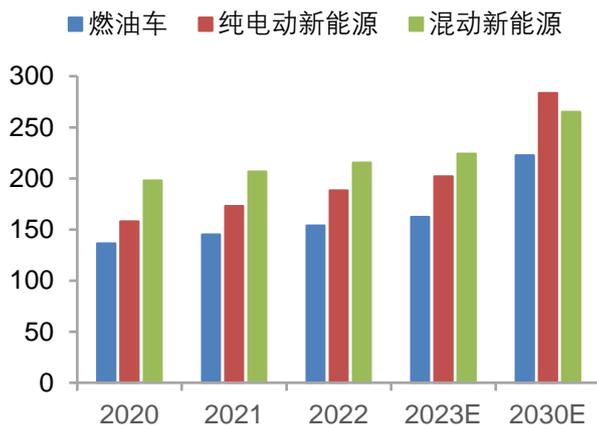
图表 21 中国电解铝产能



资料来源: 钢联 Mysteel, 华安证券研究所

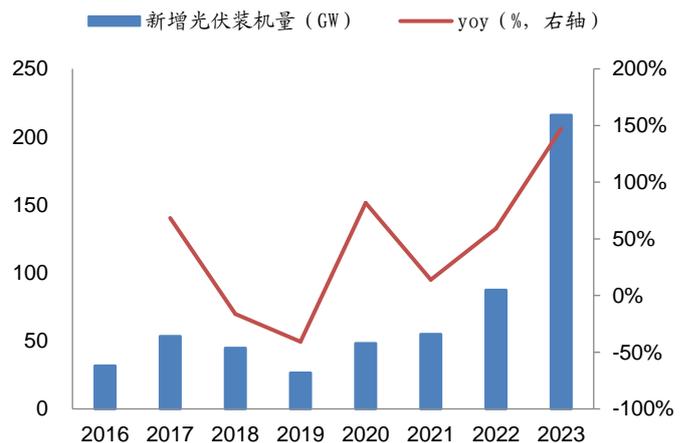
需求端: 光伏+新能源市场带动铝型材需求提升。 **汽车:** 根据美国铝协会报告, 汽车每使用 0.45kg 铝可减轻车重 1kg, 铝车身的新能源汽车可以通过减重增加续航能力, 并降低电池成本, 因此随着轻量化要求越来越高, 对铝需求量也随之增大。 **光伏:** 政策支持下, 光伏行业景气度大幅提升, 国内光伏装机规模持续增长, 2023 年新增光伏装机量 216GW, 同比+147%。根据永臻股份招股说明书, 边框占光伏组件成本结构约 9%, 而铝合金凭借其轻量化、易强化、导电性佳、可回收性高等优势, 是目前最主要光伏边框材料, 且短时间内较难被替代。

图表 22 汽车单车用铝量 (kg)



资料来源: IAI, 华安证券研究所

图表 23 光伏装机量及增速



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

3 重点项目持续释放, 一体化优势凸显

铝土矿资源丰富，自有矿山稳定出产。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 18 亿吨左右，资源保证度高。2023 年公司新增国内铝土矿资源量 2100 万吨，截至 2023 年底，中国铝业铝土矿总资源量约 23 亿吨，2023 年贡献总产量 2912.51 万吨。

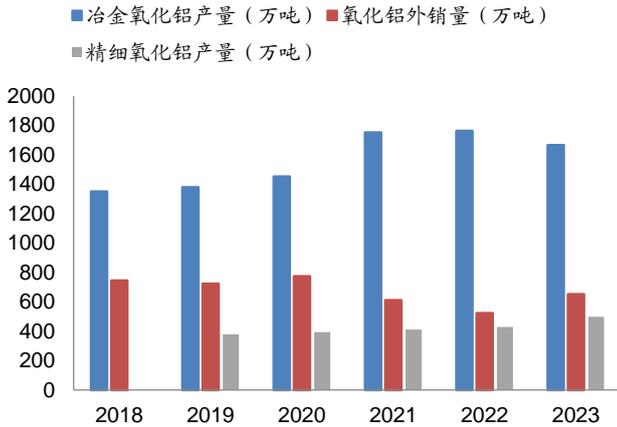
图表 24 中国铝业铝土矿布局

东	地区	资源量 (百万吨)	储量 (百万吨)	品位	2023年产量 (千吨)	剩余可开采 年限(年)	许可证/采矿权有 效期
	广西	72.03	36.89	9.89	5,758	7.7	2024.03-2036.04
	贵州	103.98	33.92	8.21	2,023	16.3	2024.10-2038.12
		16.35	5.43	5.82	1,079	5.9	2026.07-2032.05
	山西	62.12	3.44	6.13	826	7.9	2020.09-2029.12
		2.47	1	4.18	0	2.6	2031.09-2036.05
		86.4	5.93	5.31	372.2	18.3	2018.06-2031.09
			21.65	4.56	2,073		2017.09-2035.07
	河南	99.45	4.83	4.45	109.4	14.8	2020.12-2039.04
			11.35	4.54	87.9		2024.12-2040.08
			9.04	5.05	625.2		2021.07-2032.06
		77.35	1.25	5.07	49.6	11.4	2019.05-2031.09
			20.85	4.67	172.3		2025.05-2035.02
			0.49	4.96	72.1		2014.10-2024.10
	文山矿	18.67	1.17	5.41	1626	11.2	2023.07-2028.03
	博法矿	1,761.14	113.41	33.4	14,251	> 60	2018.07-2033.07
	合计	2,299.97	270.65	8.11	29,125.10	/	/

资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

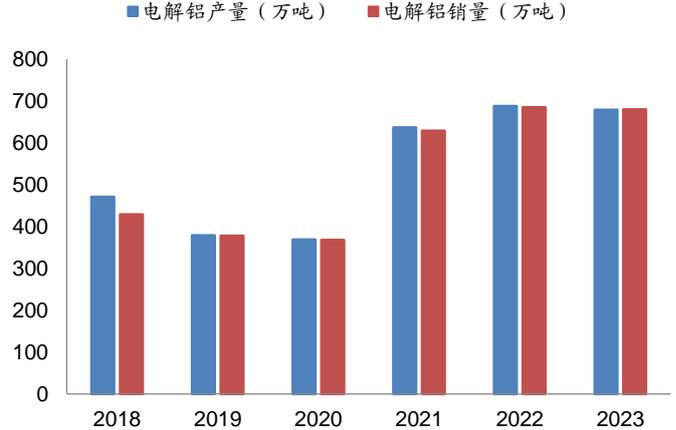
氧化铝和电解铝产能持续释放。2023 年公司冶金和精细氧化铝产量分别为 1667 万吨和 499 万吨，较去年分别同比-97 万吨和+70 万吨；电解铝产销量分别为 679 和 680 万吨，较去年基本持平。2024-2025 年公司铝产品投产：广西华昇二期 200 万吨氧化铝项目、青海分公司 50 万吨电解铝项目、内蒙古华云新材料有限公司三期 42 万吨轻合金材料项目预期释放，公司未来两年业绩有望持续提升。

图表 25 公司氧化铝产销量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 26 公司电解铝产销量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 盈利预测和估值探讨

盈利预测和基本假设：

氧化铝板块：量方面，公司 2023 年冶金氧化铝产量 1667 万吨，后续产能增量包括华昇二期 200 万吨氧化铝项目，我们预计公司 2024-26 年氧化铝产量分别为 2200、2270 和 2350 万吨。价格方面，考虑到公司氧化铝自用+外销，我们参考公司氧化铝收入和产量的比值，和实际氧化铝外销价格有一定出入。2023 年底供给扰动氧化铝价格回升，我们假设 2024-2026 年氧化铝价格为 2500 元/吨。利润率方面，伴随价格提升，假设 2024-2026 年氧化铝毛利率分别为 12%、13%和 14%。

原铝板块：量方面，原铝增量青海分公司 50 万吨和内蒙古华云三期 42 万吨项目，假设 2024-2026 年公司原铝产量分别为 700、740、772 万吨；价格方面，参考过去两年均价，假设 2024-2026 年电解铝吨价 1.9 万元。利润率方面，伴随成本优化，假设 2024-2026 年原铝毛利率分别为 14%、15%和 16%。

贸易板块：2023 年公司减少了利润相对较低的贸易板块，贸易收入同比-28%，公司贸易板块涉及同主业相关的氧化铝、原铝、其它有色金属产品和煤炭等业务，我们假设 2024-2026 年贸易板块相对平稳，收入、成本增速均为 0%。

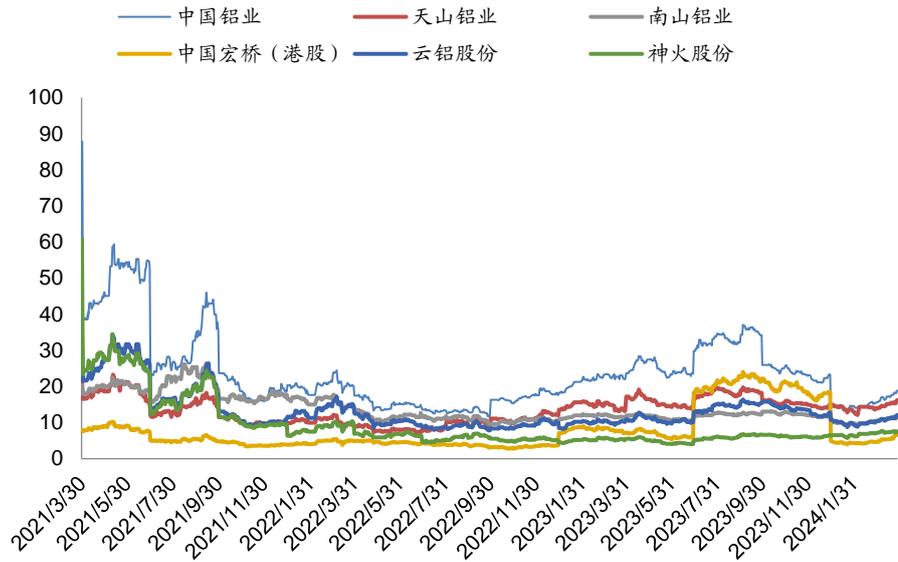
图表 27 中国铝业收入预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
氧化铝收入（百万元）	41105	40349	54729	55514	53526	55000	56750	58750
yoy		-1.84%	35.64%	1.43%	-3.58%	2.75%	3.18%	3.52%
成本（百万元）	36594	34797	43376	45992	47719	44772	48216	51660
yoy		-4.91%	24.65%	6.03%	3.75%	-6.18%	7.69%	7.14%
毛利率	10.97%	13.76%	20.74%	17.15%	10.85%	12%	13%	14%
总产量（万吨）	1760	1847	2165	2193	2166	2200	2270	2350
氧化铝收入/产量（元/吨）	2335.5	2184.6	2527.9	2531.4	2471.2	2500	2500	2500
电解铝（原铝）收入（百万元）	47949	50652	71200	138429	125800	135226	142953	149135
yoy		5.64%	40.57%	94.42%	-9.12%	7.49%	5.71%	4.32%
成本（百万元）	43957	44866	57920	120764	110704	116294	121510	125273
yoy		2.07%	29.09%	108.50%	-8.33%	5.05%	4.49%	3.10%
毛利率	8.32%	11.42%	18.65%	12.76%	13.20%	14%	15%	16%
销量（万吨）	378	368	629	685	680	700	740	772
电解铝售价（元/吨）	12685	13764	11320	20209	18500	19318	19318	19318
能源板块收入（百万元）	7212.34	7048.97	7882.19	9322.54	9256.02	9256	9256	9256
yoy	1.56%	-2.27%	11.82%	18.27%	-0.71%	0%	0%	0%
成本（百万元）	5149	5382	5388	5653	5637	5637	5637	5637
yoy	9.62%	4.54%	0.10%	4.91%	-0.27%	0%	0%	0%
毛利率	28.61%	23.65%	31.65%	39.37%	39.10%	39.1%	39.1%	39.1%
贸易板块收入（百万元）	158496.35	155219.54	220210.52	258806.11	185480.98	185481	185481	185481
yoy	11.68%	-2.07%	41.87%	17.53%	-28.33%	0%	0%	0%
成本（百万元）	156175	153485	217636	255991	182868	182868	182868	182868
yoy	12.66%	-1.72%	41.80%	17.62%	-28.56%	0%	0%	0%
毛利率	1.46%	1.12%	1.17%	1.09%	1.41%	1.4%	1.4%	1.4%

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

估值探讨：截至 2024 年 3 月 29 日，中国铝业 PE-TTM 为 18.9 倍，历史三年均值为 23.73，公司估值处于相对低点。横向对比，中国铝业作为大型央企，规模和业绩领先铝板块，持续发挥规模优势带动盈利提升，我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 80.43/96.69/111.78 亿元，对应 PE 分别为 15.79/13.13/11.36 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 28 可比公司近三年估值波动



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 29 可比公司估值对比

公司	股价	市值 (亿元)	EPS					PE				
			22A	23A/E	24E	25E	26E	22A	23A/E	24E	25E	26E
中国铝业	7.40	1,155.56	0.24	0.39	0.47	0.56	0.65	18.30	14.41	15.79	13.13	11.36
云铝股份	13.80	478.58	1.32	1.14	1.51	1.78	1.66	8.44	10.71	9.13	7.77	8.32
神火股份	19.90	447.69	3.36	2.62	2.84	3.12	3.24	4.45	6.40	7.01	6.38	6.14
天山铝业	6.59	306.56	0.57	0.41	0.74	0.82	-	13.55	16.27	8.87	8.07	-
南山铝业	3.40	398.09	0.30	0.33	0.33	0.35	-	10.89	10.44	10.44	9.81	-

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所；注：股价截至 2024/3/29 收盘，中国铝业为模型预测值，其余为一致预期均值；天山铝业、南山铝业 2023 年报未披露，故 2023 年数据采用一致预期。

风险提示：

铝价大幅波动：公司主要从事铝资源开采、氧化铝及原铝生产、销售和贸易等，铝价波动对于公司业绩有一定影响；

产能释放不及预期：公司在建项目包括华昇二期氧化铝项目、青海电解铝项目、华云三期电解铝项目等，产能释放进度将影响公司利润；

下游需求不及预期：铝下游应用于建筑建材、汽车交运、机械等领域，如果下游需求下滑，将导致公司销量减少、影响业绩。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	58441	74680	107400	141854	营业收入	225071	236459	245936	254118
现金	21104	39170	70216	103633	营业成本	196040	204249	210437	215353
应收账款	4024	3626	3930	4087	营业税金及附加	2589	2477	2634	2735
其他应收款	1860	1752	1830	1923	销售费用	432	391	420	438
预付账款	443	937	938	890	管理费用	4351	4493	4498	4752
存货	22847	21243	22483	23153	财务费用	2972	1084	527	-213
其他流动资产	8163	7953	8004	8168	资产减值损失	-755	-1300	-1200	-1200
非流动资产	153315	142488	131233	120374	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	10040	9712	9639	9543	投资净收益	276	207	302	282
固定资产	100290	89685	79007	68280	营业利润	15296	19182	22996	26488
无形资产	17476	19094	20415	21745	营业外收入	221	200	100	113
其他非流动资产	25509	23997	22173	20807	营业外支出	426	600	600	600
资产总计	211756	217168	238633	262228	利润总额	15091	18782	22496	26001
流动负债	58706	57953	59424	61521	所得税	2507	3314	3902	4504
短期借款	7970	8770	8770	9870	净利润	12584	15468	18594	21497
应付账款	13636	12990	13673	14058	少数股东损益	5867	7425	8925	10318
其他流动负债	37101	36194	36981	37594	归属母公司净利润	6717	8043	9669	11178
非流动负债	54161	44961	46361	46361	EBITDA	29957	31537	35288	37905
长期借款	33438	24638	26038	26038	EPS (元)	0.39	0.47	0.56	0.65
其他非流动负债	20723	20323	20323	20323					
负债合计	112867	102914	105785	107882					
少数股东权益	38431	45856	54781	65100	主要财务比率				
股本	17162	17162	17162	17162	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	23127	23127	23127	23127	成长能力				
留存收益	20169	28110	37779	48957	营业收入	-22.7%	5.1%	4.0%	3.3%
归属母公司股东权益	60458	68398	78067	89246	营业利润	11.8%	25.4%	19.9%	15.2%
负债和股东权益	211756	217168	238633	262228	归属于母公司净利润	60.2%	19.7%	20.2%	15.6%
					获利能力				
					毛利率 (%)	12.9%	13.6%	14.4%	15.3%
					净利率 (%)	3.0%	3.4%	3.9%	4.4%
					ROE (%)	11.1%	11.8%	12.4%	12.5%
					ROIC (%)	9.0%	9.0%	9.4%	9.5%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	53.3%	47.4%	44.3%	41.1%
					净负债比率 (%)	114.1%	90.1%	79.6%	69.9%
					流动比率	1.00	1.29	1.81	2.31
					速动比率	0.59	0.90	1.40	1.91
					营运能力				
					总资产周转率	1.06	1.10	1.08	1.01
					应收账款周转率	55.36	61.82	65.10	63.40
					应付账款周转率	13.48	15.34	15.79	15.53
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.39	0.47	0.56	0.65
					每股经营现金流薄)	1.58	1.77	1.95	2.12
					每股净资产	3.52	3.99	4.55	5.20
					估值比率				
					P/E	14.42	15.79	13.13	11.36
					P/B	1.60	1.86	1.63	1.42
					EV/EBITDA	5.05	4.92	3.56	2.46

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。