

## 国内铝行业龙头，提质增效稳健发展

——中国铝业（601600）深度报告

分析师：张珂

SAC NO: S1150523120001

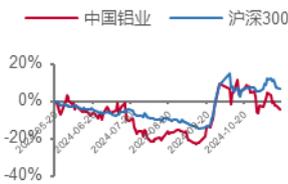
2024年11月20日

有色金属——工业金属

证券分析师

张珂  
022-23839062  
zhangke@bhzq.com评级：增持  
最新收盘价：7.80

最近半年股价相对走势



## 投资要点：

## ● 公司积极提质增效，盈利能力持续改善

公司是国内铝行业龙头，业务布局铝土矿、氧化铝和原铝环节，并且配有能源业务。公司持续提质增效同时压缩低毛利的贸易业务，2024年前三季度公司归母净利润90.17亿元，同比增长68.46%，创自2020年以来的同期新高；毛利率/净利率分别为15.23%/8.65%，同比分别增加3.90pct./3.76pct。

## ● 原铝供给受限需求向好，资源布局多的企业有望受益

目前国内铝土矿资源日趋紧张，对进口矿的依赖度增加，铝土矿定价权逐渐外移，铝土矿价格短期或维持强势，对铝价有支撑；国内原铝产能存在合规上限，未来新增产能有限；海外降息、国内促进地产止跌回稳和新兴领域发展有望带动铝下游需求向好。我们认为在资源端布局较多的铝行业企业有望受益于行业供需格局的改善。

## ● 公司资源保证度高，产能仍有增长空间

公司拥有丰富的铝土矿资源，不仅国内铝土矿资源拥有量第一，还积极在非洲、东南亚等地获取海外铝土矿资源，资源保证度高。公司生产规模优势较大，截至2024年6月底，公司氧化铝、原铝、精细氧化铝、高纯铝及铝用阳极的产能均位居全球第一。同时，公司积极推进氧化铝和原铝新建产能项目进度，产能未来仍有增长空间。

## ● 盈利预测与评级

在中性情景下，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为113.12/125.83/141.24亿元，EPS分别为0.66/0.73/0.82元/股，对应PE分别为11.83X/10.64X/9.47X。公司是国内铝行业龙头，首次覆盖给予“增持”评级。

## ● 风险提示

资源获取与保供风险、安全环保风险、国际化经营风险、市场变化与市场竞争风险、项目不及预期风险。

财务摘要（百万元）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	290,988	225,071	213,309	220,166	227,630
(+/-)	-2.6%	-22.7%	-5.2%	3.2%	3.4%
息税前利润（EBIT）	21,952	18,900	23,269	25,612	28,475
(+/-)	-12.3%	-13.9%	23.1%	10.1%	11.2%
归母净利润	4,192	6,717	11,312	12,583	14,124
(+/-)	-27.2%	60.2%	68.4%	11.2%	12.3%
每股收益（元）	0.24	0.39	0.66	0.73	0.82

表：三张表及主要财务指标（百万元）

资产负债表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,260	21,104	26,011	47,586	69,569	营业收入	290,988	225,071	213,309	220,166	227,630
应收票据及应收账款	4,518	4,028	4,169	4,201	4,236	营业成本	257,603	196,040	180,047	184,269	188,597
预付款项	2,180	443	360	369	377	营业税金及附加	2,860	2,589	2,773	2,884	3,005
其他应收款	1,712	1,860	1,739	1,754	1,770	销售费用	419	432	373	383	394
存货	24,712	22,847	20,956	21,142	21,329	管理费用	4,092	4,351	4,266	4,359	4,462
其他流动资产	797	567	767	867	967	研发费用	4,805	3,729	3,562	3,699	3,801
流动资产合计	54,536	58,441	57,854	79,674	101,904	财务费用	3,505	2,972	1,737	1,661	1,590
长期股权投资	9,743	10,040	10,840	10,840	10,840	资产减值损失	-4,884	-755	-150	-150	-150
固定资产合计	106,997	100,290	98,732	99,276	101,697	信用减值损失	-414	146	42	42	42
无形资产	16,890	17,476	17,376	17,476	17,576	其他收益	218	668	1,067	1,101	1,138
商誉	3,495	3,495	3,495	3,495	3,495	投资收益	668	276	747	771	797
长期待摊费用	839	944	938	932	926	公允价值变动收益	59	-3	0	0	0
其他非流动资产	1,523	1,290	1,249	1,249	1,249	资产处置收益	331	8	21	22	23
资产总计	212,348	211,756	212,597	235,645	260,640	营业利润	13,682	15,296	22,276	24,696	27,630
短期借款	6,461	7,970	3,970	5,470	6,970	营业外收支	-473	-205	-745	-745	-745
应付票据及应付账款	22,536	21,112	17,755	17,915	18,074	利润总额	13,209	15,091	21,531	23,951	26,885
预收账款	114	111	149	143	137	所得税费用	2,365	2,507	3,577	3,979	4,466
应付职工薪酬	804	640	900	829	754	净利润	10,843	12,584	17,955	19,972	22,419
应交税费	1,341	1,842	1,877	1,937	2,003	归属于母公司所有者的净利润	4,192	6,717	11,312	12,583	14,124
其他流动负债	2,934	2,253	753	1,253	1,753	少数股东损益	6,651	5,867	6,643	7,390	8,295
长期借款	34,063	33,438	32,438	34,438	36,438	基本每股收益	0.24	0.39	0.66	0.73	0.82
预计负债	1,060	1,019	1,104	1,104	1,104	<b>财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
负债合计	124,593	112,867	97,963	103,038	108,115	营收增长率	-2.6%	-22.7%	-5.2%	3.2%	3.4%
股东权益	87,754	98,889	114,634	132,607	152,526	EBIT 增长率	-12.3%	-13.9%	23.1%	10.1%	11.2%
<b>现金流量表</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	净利润增长率	-27.2%	60.2%	68.4%	11.2%	12.3%
净利润	10,843	12,584	17,955	19,972	22,419	销售毛利率	11.5%	12.9%	15.6%	16.3%	17.1%
折旧与摊销	10,974	11,056	8,310	8,612	9,174	销售净利率	3.7%	5.6%	8.4%	9.1%	9.8%
经营活动现金流净额	27,806	27,041	26,240	30,988	34,115	ROE	7.7%	11.1%	16.3%	15.7%	15.4%
投资活动现金流净额	-3,479	-11,181	-4,576	-9,892	-11,965	ROIC	10.5%	9.0%	10.8%	10.6%	10.5%
筹资活动现金流净额	-27,038	-14,143	-16,659	479	-166	资产负债率	58.7%	53.3%	46.1%	43.7%	41.5%
现金净变动	-2,867	1,623	4,907	21,575	21,983	PE	18.70	14.42	11.83	10.64	9.47
期初现金余额	19,684	16,817	18,440	23,347	44,922	PB	1.41	1.60	1.92	1.67	1.46
期末现金余额	16,817	18,440	23,347	44,922	66,905	EV/EBITDA	4.30	5.05	5.45	4.52	3.65

## 目 录

1.中国铝行业龙头 .....	6
2.铝：进口原料依赖增加，供需格局有望改善.....	8
2.1 几内亚铝土矿增量多，国内进口依赖度增加.....	8
2.2 氧化铝：我国是主要生产国，后续供应增速或放缓.....	10
2.3 原铝：我国产能存合规上限，海外产能建设小.....	12
2.4 海外降息+国内地产放松+新兴领域支撑需求 .....	14
3.公司积极提质增效，盈利能力持续提升.....	18
4.公司资源保证度高，产能仍有增长空间.....	19
4.1 国内外均布局铝土矿资源，原料保证度高.....	19
4.2 氧化铝/原铝产能全球第一，后续仍有增量产能.....	20
5.盈利预测 .....	21
6.估值与评级 .....	23
7.风险提示 .....	23

# 图 目 录

图 1: 公司发展历程 .....	6
图 2: 公司股权结构图 (截至 2024 年 11 月 18 日) .....	7
图 3: 2023 年各国铝土矿和氧化铝储量占全球总储量比例 (%) .....	8
图 4: 各国铝土矿产量 (千吨) .....	8
图 5: 我国铝矿砂及其精矿进口量、铝土矿产量 (万吨) 和两者比例 .....	9
图 6: 我国从几内亚进口的铝矿砂及其精矿数量 (万吨) 和其占我国总进口量比例 (%) .....	9
图 7: 几内亚铝土矿分布图 .....	9
图 8: 我国氧化铝和铝土矿储量 (万吨) .....	10
图 9: 我国铝土矿产量 (万吨) .....	10
图 10: 近年我国铝土矿开采相关政策 .....	10
图 11: 全球氧化铝产量 (万吨) 及其同比 .....	11
图 12: 2023 年不同国家或地区的氧化铝产量全球占比 (%) .....	11
图 13: 澳大利亚、印度和印度尼西亚的氧化铝产量 (万吨) .....	11
图 14: 2023 年澳大利亚、印度和印度尼西亚的氧化铝产量占全球比例 (%) .....	11
图 15: 我国主要氧化铝生产地的氧化铝产量 (万吨) .....	12
图 16: 全球原铝产量 (万吨) .....	12
图 17: 2023 年各国或地区原铝产量占全球比例 (%) .....	12
图 18: 我国原铝月度产量 (万吨) 及其同比 .....	13
图 19: 云南原铝建成产能和运行产能 (万吨/年) .....	13
图 20: 云南原铝产量 (万吨)、云南和全国原铝开工率 (%) .....	13
图 21: 全球原铝消费量 (万吨) .....	15
图 22: 2023 年我国原铝消费量占全球消费总量比例 (%) .....	15
图 23: 美国供应管理协会 (ISM) 制造业 PMI 指数 .....	15
图 24: 欧元区 19 国工业生产指数 (季调) .....	15
图 25: 2023 年国内铝下游需求分布 (%) .....	15
图 26: 我国新能源汽车产量累计值 (万辆) 及其同比 .....	16
图 27: 我国汽车产量累计值 (万辆) 及其同比 .....	16
图 28: 中国光伏累计装机容量 (MW) 及占全球总量比例 .....	16
图 29: 我国电网工程投资完成额累计值 (亿元) 及其同比 .....	16
图 30: 我国房地产开发投资、施工面积、新开工面积、商品房销售面积累计同比 (%) .....	17
图 31: 公司营收 (亿元) 及同比 .....	18
图 32: 公司归母净利润 (亿元) 及同比 .....	18
图 33: 公司毛利率和净利率 .....	18
图 34: 公司季度毛利率和净利率 .....	18
图 35: 公司各业务毛利 (亿元) .....	19
图 36: 公司主要业务毛利率 .....	19
图 37: 公司销售/管理/财务费用率以及期间费用率 .....	19
图 38: 公司资产负债率 .....	19
图 39: 公司冶金级+精细氧化铝产量 (万吨) 及其同比 .....	21
图 40: 公司原铝 (含合金) 产量 (万吨) 及其同比 .....	21

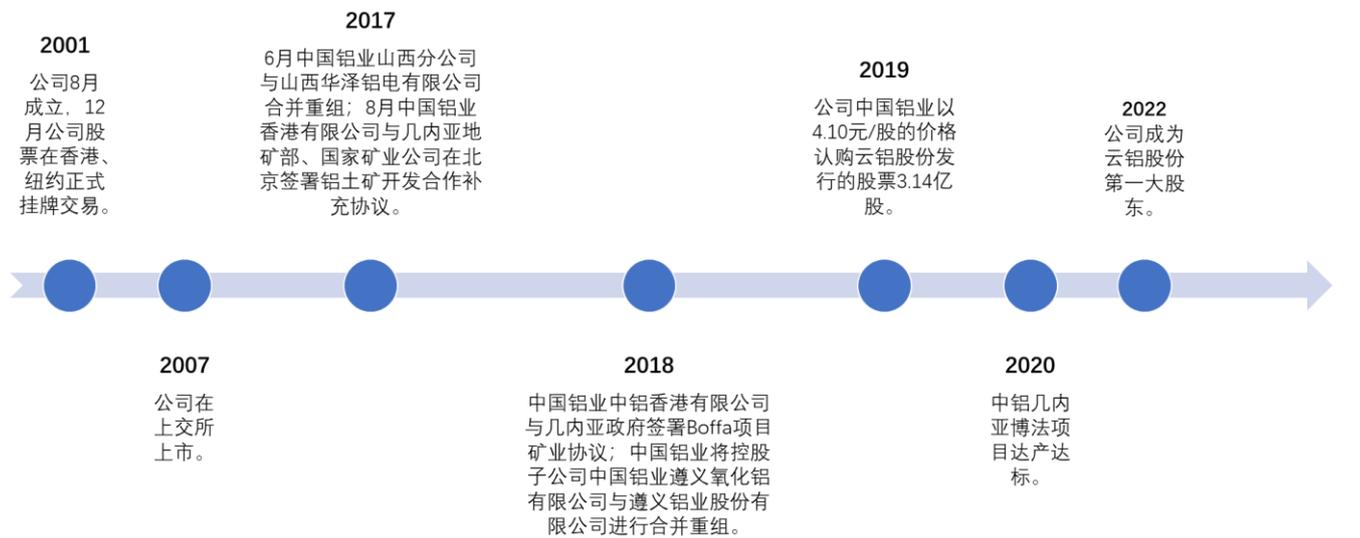
## 表 目 录

表 1: 公司主要业务介绍 .....	7
表 2: 海外原铝部分新增项目介绍 .....	14
表 3: 在国务院新闻办公室 10 月 18 日举行的新闻发布会上, 住房和城乡建设部部长倪虹介绍的房地产市场一揽子政策 .....	17
表 4: 截至 2023 年底公司自有铝土矿山的基本情况 .....	20
表 5: 截至 2024 年 H1 公司部分重点在建项目情况 .....	21
表 6: 公司盈利预测 .....	22
表 7: 可比公司估值表 (表格数据为 11 月 18 日数据) .....	23

## 1. 中国铝业行业龙头

公司经多年发展，已成国内铝业头部企业。2001年8月中国铝业股份有限公司成立，同年12月公司股票在香港、纽约正式挂牌交易；2007年4月公司在上交所上市。公司在发展过程中，一方面通过内部合并重组降低运营成本，在2017年和2018年分别完成两次内部合并重组；另一方面积极向外拓展业务，2018年在几内亚开发博法铝土矿项目，2022年通过股权收购成为云铝股份第一大股东。目前公司已成为集铝土矿、煤炭等资源开采；氧化铝、炭素、原铝和铝合金产品生产、销售、技术研发；火力和新能源发电于一体的大型铝生产经营企业，是中国铝行业的头部企业。

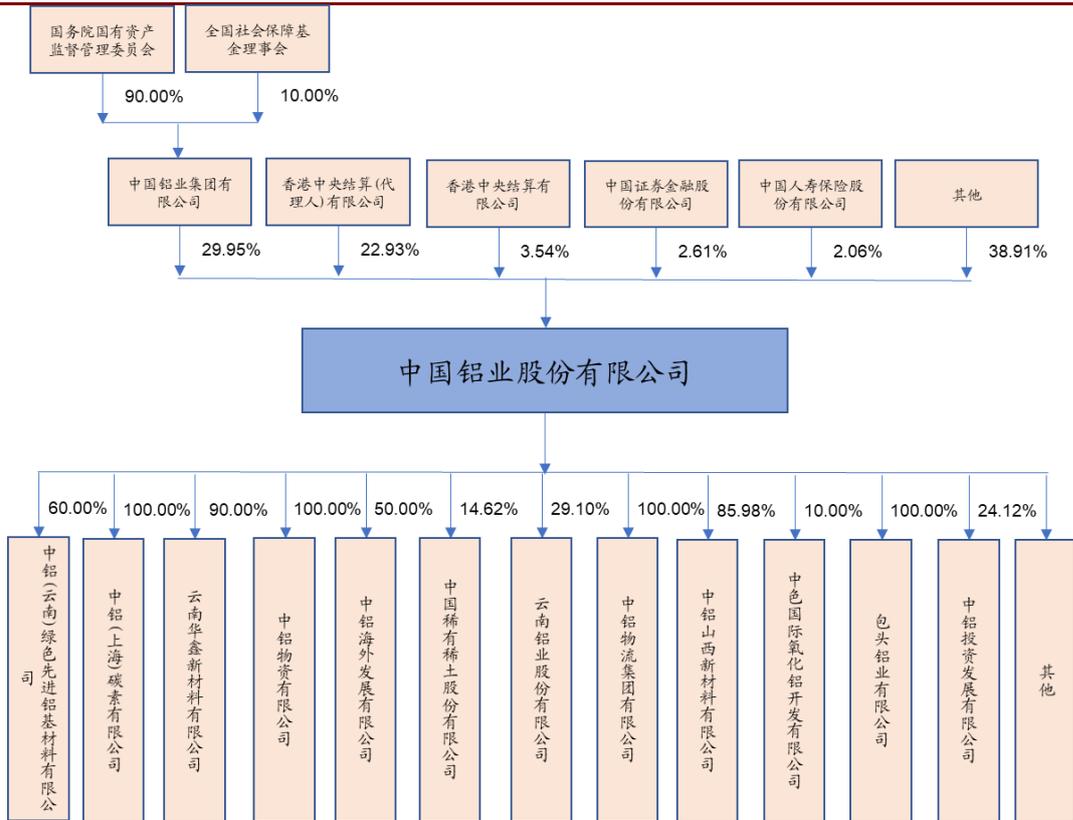
图 1: 公司发展历程



资料来源：公司官网、渤海证券研究所

公司实控人为国务院国有资产监督管理委员会，中国铝业集团有限公司是公司第一大股东。截至2024年11月18日，公司第一大股东为中国铝业集团有限公司，直接持股占比29.95%。国务院国有资产监督管理委员会是公司实控人，间接持有公司约26.96%股权，公司是我国有色行业的大型央企。公司众多子公司涉及铝金属冶炼、铝材加工、新材料、贸易、能源等多个业务。

图 2: 公司股权结构图 (截至 2024 年 11 月 18 日)



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

公司主要业务包括铝土矿的开采和氧化铝、原铝的生产，同时配套能源业务。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。公司氧化铝、原铝、精细氧化铝、高纯铝、铝用阳极及金属镓的产能均处于全球前列。

表 1: 公司主要业务介绍

业务	介绍
氧化铝	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，并将氧化铝销售给本集团内部的原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	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，销售给本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、铝合金产品及其他原铝产品。
营销	主要从事向本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	主要包括煤炭、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，煤炭销售给本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	涵盖公司总部及其他有关铝业务的研究开发及其他活动。

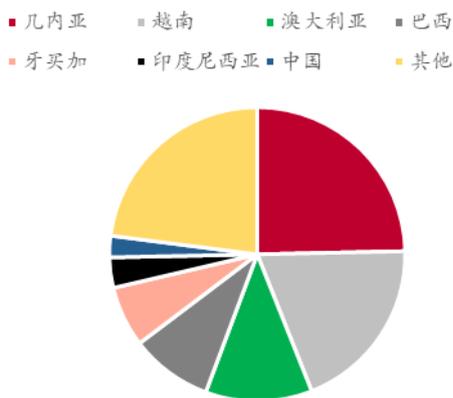
资料来源: 公司公告、渤海证券研究所

## 2. 铝：进口原料依赖增加，供需格局有望改善

### 2.1 几内亚铝土矿增量多，国内进口依赖度增加

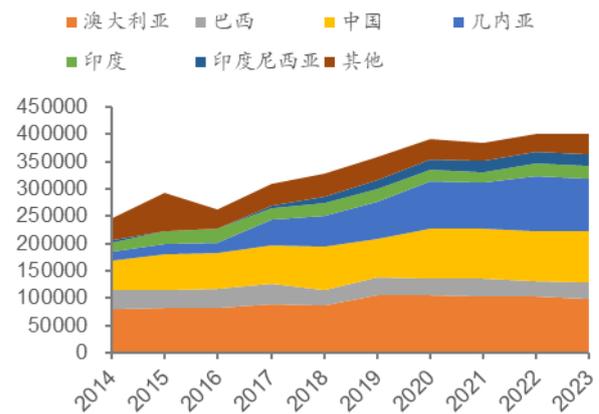
全球铝资源储量分布集中，我国铝资源储量较为贫乏。2023 年全球铝土矿和氧化铝储量主要集中在几内亚、越南和澳大利亚，而铝土矿产出主要集中在澳大利亚、几内亚和中国。2023 年中国铝土矿产量约为 9,300 万吨，占全球总产量的 23.25%；而我国铝土矿和氧化铝储量较为贫乏，2023 年我国储量仅占全球总储量的 2.37%。铝土矿和氧化铝储量最多的国家是几内亚，2023 年该国储量占全球总储量的 24.67%；同时，几内亚的资源品位高、易开采，2023 年该国铝土矿产量占全球总产量的 24.25%。

图 3: 2023 年各国铝土矿和氧化铝储量占全球总储量比例(%)



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

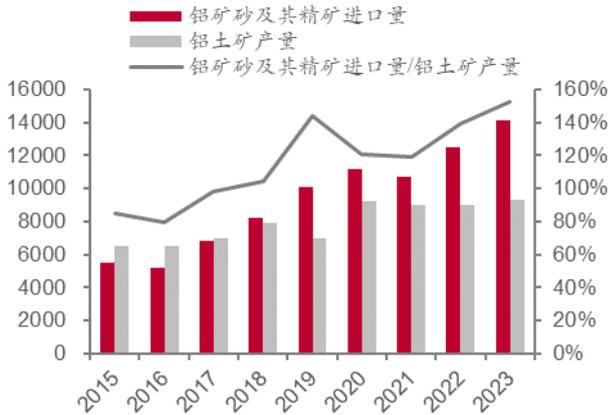
图 4: 各国铝土矿产量 (千吨)



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

我国铝资源进口依赖度加大，进口来源主要是几内亚。自 2018 年开始，我国铝矿砂及其精矿进口量持续超过我国铝土矿产量。作为制造业大国，我国的铝资源产出难以满足自身铝行业生产制造的需求，因此我国需要从海外大量进口铝资源；同时我国对铝资源的进口依赖度不断增加，近三年的铝矿砂及其精矿进口量占国内铝土矿产量的比例持续上升。进口来源上，我国的铝资源进口来源主要是几内亚，我国从几内亚进口的铝矿砂及其精矿数量占我国总进口量比例整体呈现上升趋势，2023 年该比例达到 70.13%。

图 5: 我国铝矿砂及其精矿进口量、铝土矿产量(万吨)和两者比例



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

图 6: 我国从几内亚进口的铝矿砂及其精矿数量(万吨)和其占我国总进口量比例(%)



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

海外矿山产出增量主要在自几内亚，但当地项目具有一定不确定性。在几内亚的铝土矿企业主要有赢联盟 SMB、美铝 CBG、中国铝业、阿铝 GAC 和河南国际等；随着中国企业的进入，几内亚的铝土矿开发速度加快。在 2024SMM 铝业年会上，SMM 预计海外铝土矿产量将呈现逐年增长的态势，2025 年增量为 3100 万吨；其中几内亚矿山增量为 2400 万吨，贡献主要增量。需要注意的是，几内亚的政治局势不稳定，历史上曾发生几次夺权事件；当地工会势力较大，罢工事件频发，对工厂的生产运营具有一定干扰；几内亚基础设施建设不完善，运输和电力供应等也成为当地铝土矿行业发展的瓶颈。因此，社会局势和基础设施等因素可能对该国铝土矿项目的放量带来一定不确定性。

图 7: 几内亚铝土矿分布图

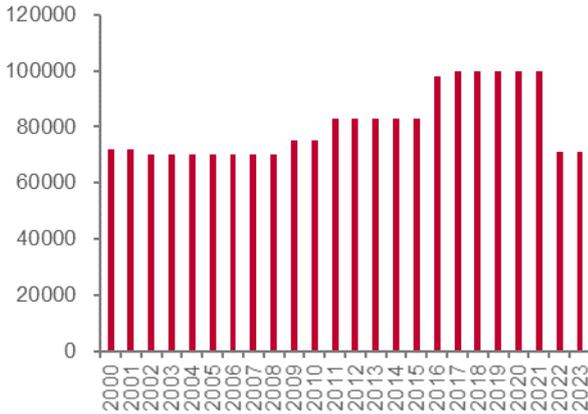


资料来源: 《铝土矿分布特点、主要类型与勘查开发现状》, 渤海证券研究所

国内储量不足且管控趋严，铝资源供应难有较大增量。我国铝资源供应主要集中在

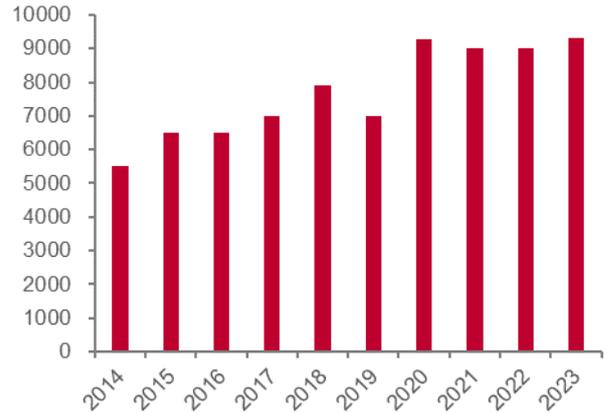
在河南、山西、贵州和广西等地，经过多年开采，目前我国资源储量已处于较低位置。近年来，随着各类环保管控措施的严格执行和打击矿山违法违规生产建设行为的推进，国内铝土矿生产受到制约，近四年铝土矿产量在 9,000 万吨左右波动，没有明显增量。预计在储量限制和开采政策收紧影响下，我国铝资源供应难有较大增量。

图 8: 我国氧化铝和铝土矿储量 (万吨)



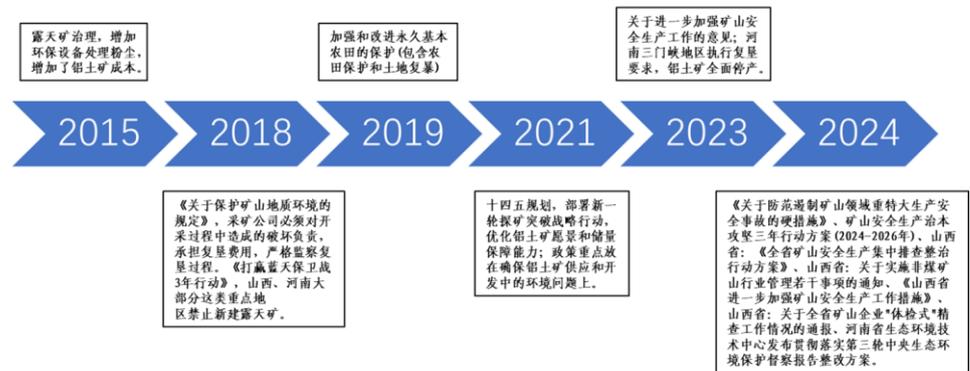
资料来源: iFinD、渤海证券研究所

图 9: 我国铝土矿产量 (万吨)



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

图 10: 近年我国铝土矿开采相关政策

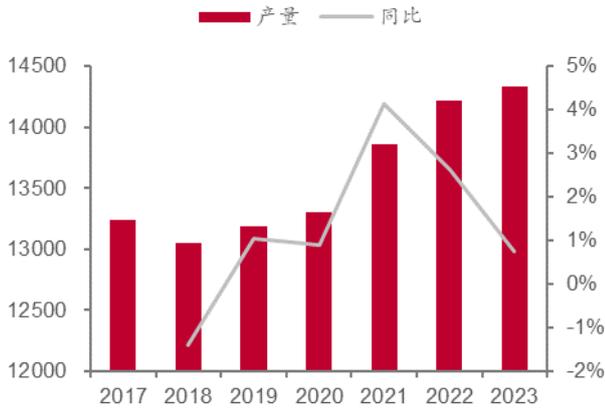


资料来源: SMM、渤海证券研究所

## 2.2 氧化铝: 我国是主要生产国, 后续供应增速或放缓

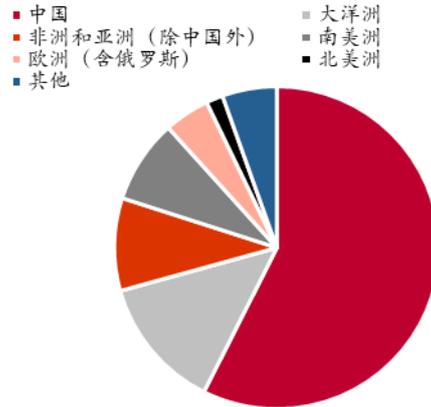
我国是全球氧化铝主要生产国。2023 年全球氧化铝产量为 14,331.30 万吨, 同比增长 0.76%。其中, 我国是全球氧化铝主要生产国, 2023 年生产氧化铝 8,227.00 万吨, 同比增长 3.15%, 主要得益于广西等地产能的释放; 2023 年其他海外国家和地区生产氧化铝 6,104.30 万吨, 同比下降 2.28%。

图 11: 全球氧化铝产量(万吨)及其同比



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

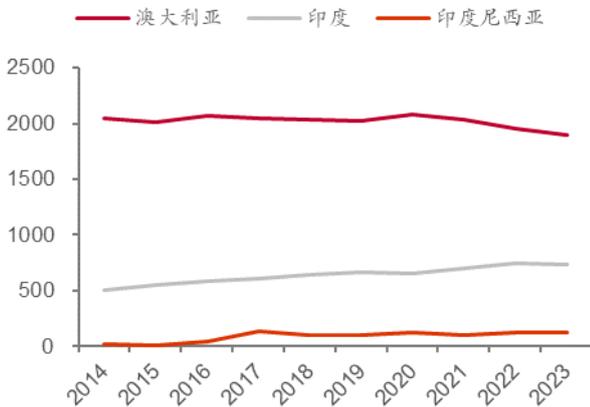
图 12: 2023 年不同国家或地区的氧化铝产量全球占比 (%)



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

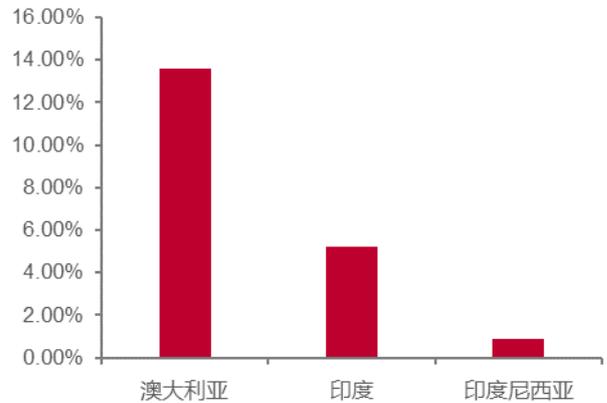
海外氧化铝新增产能有限，2024/2025 年预计分别新增产能 340/510 万吨。海外氧化铝供应主要来自于澳大利亚，2023 年澳大利亚受天然气供应问题影响，氧化铝产量下降。据 SMM 数据，2024 年到 2027 年，海外氧化铝的新增产能将集中于印度和印度尼西亚；根据海外氧化铝产能的投产情况来看，预计 2024 年海外氧化铝新增产能在 340 万吨左右，2025 年新增产能 510 万吨左右。

图 13: 澳大利亚、印度和印度尼西亚的氧化铝产量(万吨)



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

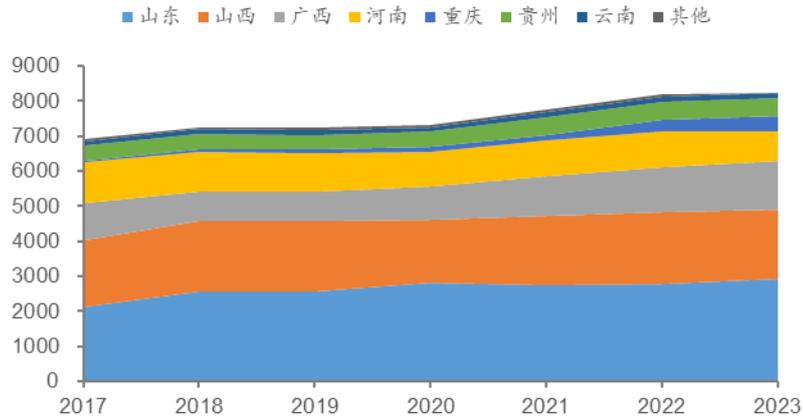
图 14: 2023 年澳大利亚、印度和印度尼西亚的氧化铝产量占全球比例 (%)



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

国内氧化铝建设项目较多，2025 年产能增量或达 1320 万吨。根据 SMM 数据，国内 2024 年将有约 360 万吨新增氧化铝产能投产；2025 年将有约 1320 万吨新增氧化铝产能投产且新增产能主要集中在广西地区；乐观预计 2026 年及远期国内将还有约 680 万吨氧化铝产能待投产。但是考虑到我国原铝的 4500 万吨合规产能的上限限制，未来我国氧化铝产量增速或有放缓。

图 15: 我国主要氧化铝生产地的氧化铝产量 (万吨)

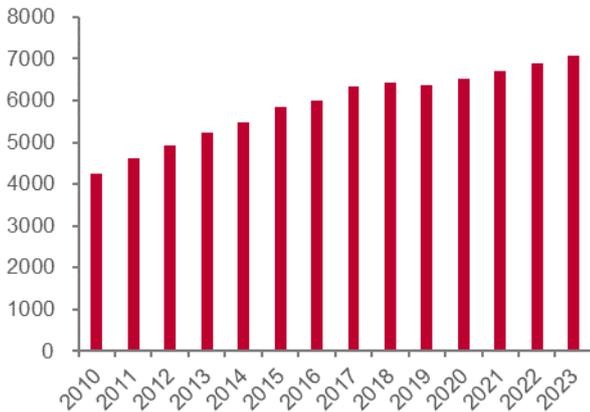


资料来源: iFinD、渤海证券研究所

### 2.3 原铝: 我国产能存合规上限, 海外产能建设小

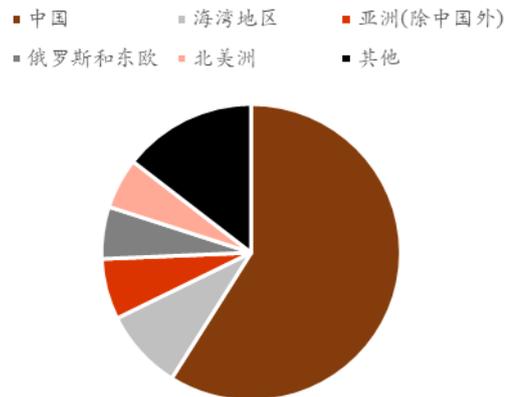
我国是全球原铝主要生产国。2023 年全球原铝产量为 7,071.60 万吨, 同比增长 2.43%。其中, 我国是全球原铝的主要生产国, 2023 年生产原铝 4,166.60 万吨, 同比增长 3.06%, 主要得益于云南地区产能的释放; 其他国家和地区生产原铝 2,905.00 万吨, 同比增长 1.55%, 增量主要来自于印度尼西亚新增项目和印度部分项目的技改增量等。

图 16: 全球原铝产量 (万吨)



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

图 17: 2023 年各国或地区原铝产量占全球比例 (%)



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

国内原铝产能存合规上限, 预计未来新增产能较低。我国自 2017 年原铝供给侧结构性改革以来, 逐渐形成 4500 万吨左右的合规产能上限; 目前, 我国原铝产能项目主要通过产能置换推进, 新增产能较少。2024 年国内新增产能投产放缓, 行业产能变动多以产能转移项目为主, 产能净增主要是内蒙古华云三期 42 万吨项目投产, 带来行业产能净增约 17 万吨。根据 SMM 预测, 2024 年国内原铝建成产能有望达到 4557 万吨, 考虑到实际开工率, 实际运行产能可能为 4284 万吨;

2025 及未来国内仍有少量新增产能投产预期,但进度较慢,或难以在短期内投产。

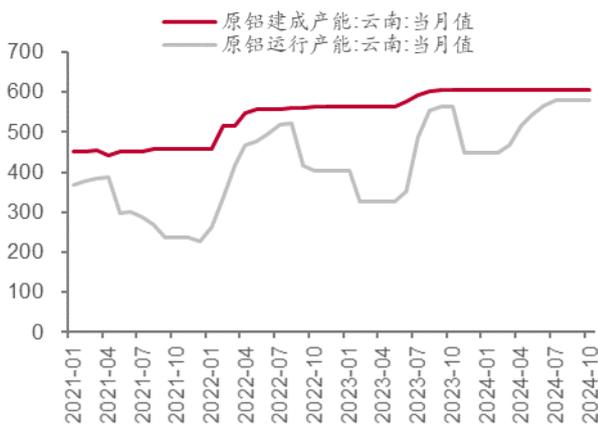
图 18: 我国原铝月度产量(万吨)及其同比



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

云南是我国原铝生产大省,生产波动性有望逐渐减小。近年来在我国铝行业“北铝南移”的大趋势下,云南凭借丰富的水电资源逐渐发展成为原铝生产大省;SMM 预计到 2025 年云南建成产能将达 850 万吨,位居全国第一。2023 年云南的原铝生产受到能效管控和丰枯水期对电力供应的影响,全年开工率低于全国水平,开工率的波动性较大。2023 年 3 月,云南省发布《云南省发展和改革委员会、云南省能源局关于进一步规范开发行为加快光伏发电发展的通知》,提出 2023-2025 年光伏年度建设方案,我们预计随着光伏发电装机的持续补足,电力供应对云南原铝生产干扰有望逐年减少。

图 19: 云南原铝建成产能和运行产能(万吨/年)



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

图 20: 云南原铝产量(万吨)、云南和全国原铝开工率(%)



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

海外建设产能小,建设周期长,主要集中在印度尼西亚等国家。海外原铝新增产能主要集中在印度尼西亚、马来西亚等东南亚国家;但海外相比国内来说,海外建设周期较长,建设产能较小。其中,SMM 预计印度尼西亚国内原铝建成产能

有望在 2026 年达到约 500 万吨，成为亚洲未来重要的原铝供应国。

表 2: 海外原铝部分新增项目介绍

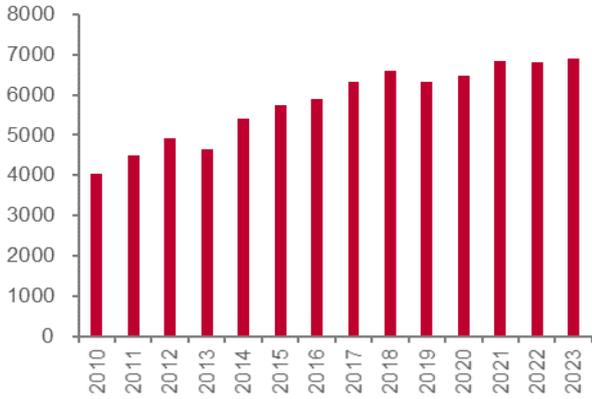
国家	原铝厂	所属企业	项目
印度尼西亚	阿达罗能源	阿达罗能源	计划建设年产 150 万吨原铝项目，该项目已于 2021 年底开工建设。项目分三期建设，目前正在建设第一期年产 50 万吨原铝项目，计划 2025 年第一季度投产。
印度尼西亚	PT BAI	南山集团	规划年产 100 万吨原铝项目，预计 2025 年投产。
印度尼西亚	Inalum	Inalum	计划将原有的 25 万吨/年的产能扩大至 50 万吨/年。
马来西亚	大马关丹项目	博赛集团	项目将建成 200 万吨氧化铝厂、100 万吨原铝厂、100 万吨锰铁合金厂，生产出的氧化铝及电解锰产品将填补马来西亚此类产品的空白；项目在 2022 年开工建设。
阿联酋	EMAL	EGA	计划建设 11 万吨/年的原铝项目，目前暂未投产。
沙特	-	创新集团	计划建设 100 万吨/年的原铝厂，项目不确定性较大。
沙特	-	锦江集团	计划建设 100 万吨/年的原铝厂，项目不确定性较大。
越南	陈红泉冶金公司	-	计划建设年产 60 万吨原铝项目，一期建设 15 万吨/年的工厂将于 2024 年建成；二期 45 万吨/年的工厂将于 2026 年建成。
安哥拉	安哥拉原铝	华通集团	安哥拉原铝一期 12 万吨原铝项目将开工建设，预计 2025 年建成。

资料来源：SMM、渤海证券研究所

## 2.4 海外降息+国内地产放松+新兴领域支撑需求

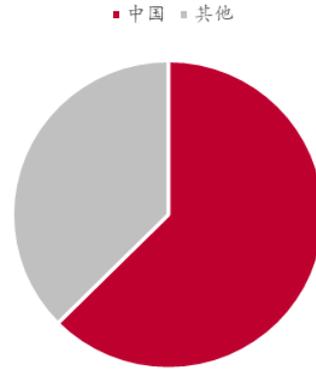
美国等地进入降息周期，海外需求有望获得支撑。2023 年全球原铝消费量为 6,891.59 万吨，同比增长 1.27%。我国是全球原铝主要消费国，2023 年我国原铝消费量约占全球原铝消费量的 62.57%。海外需求方面，考虑到欧美等地进入降息周期，欧美等地的制造业需求有望逐渐回暖，支撑铝的海外需求。

图 21: 全球原铝消费量 (万吨)



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

图 22: 2023 年我国原铝消费量占全球消费总量比例 (%)



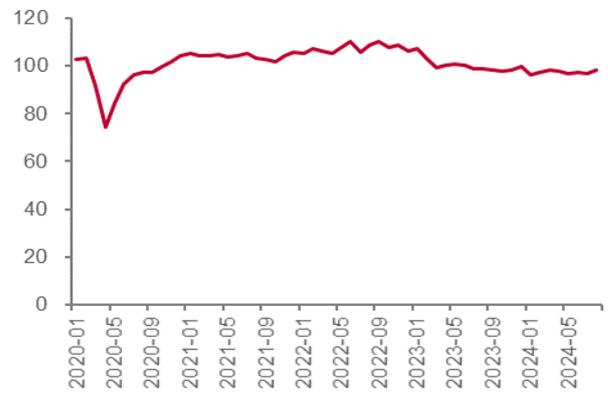
资料来源: iFinD、Mysteel、渤海证券研究所

图 23: 美国供应管理协会 (ISM) 制造业 PMI 指数



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

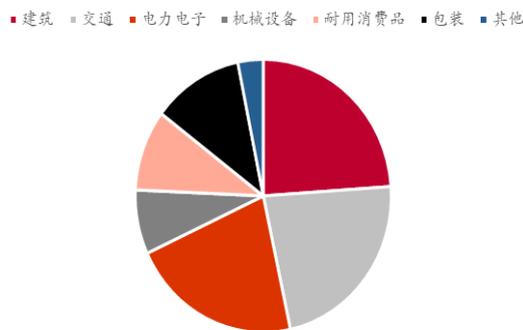
图 24: 欧元区 19 国工业生产指数 (季调)



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

我国铝下游需求主要来自于建筑、交通和电子电力行业。我国铝的下游需求主要来自于建筑、交通以及电力电子等领域。2023 年国内推出保交楼等楼市政策,对国内建筑用铝方面的需求有托底作用。另外,随着我国新能源汽车和光伏行业的快速发展,交通和电力电子领域也为铝带来了新兴的需求增量。

图 25: 2023 年国内铝下游需求分布 (%)



资料来源: SMM、渤海证券研究所

轻量化带动汽车用铝需求抬升。目前市场内汽车用铝主要包括轧制材、挤压材、

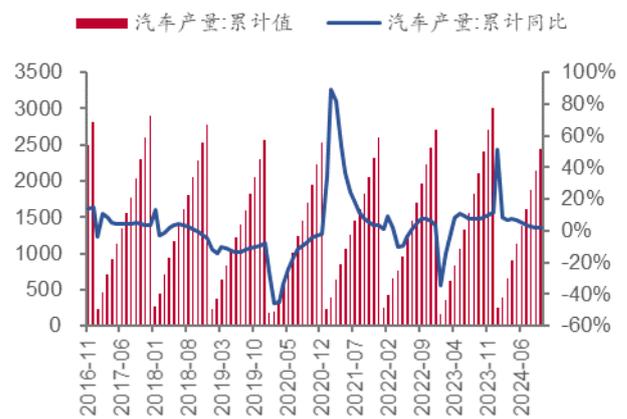
锻造材和铸造铝合金等。工信部发布的《节能与新能源汽车技术路线图》提出了汽车轻量化用铝标准，到 2025 年和 2030 年要分别实现 250kg/辆、350kg/辆。我们预计在国内新能源汽车行业的快速发展和汽车轻量化的发展趋势下，汽车行业用铝有望持续增长。

图 26: 我国新能源汽车产量累计值(万辆)及其同比



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

图 27: 我国汽车产量累计值(万辆)及其同比



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

光伏、特高压建设等带动电力领域用铝需求。铝型材因具备质量轻、耐腐蚀、导热性能好、强度高、运输和安装方便以及使用寿命长等优点，适用于光伏组件的支架和框架制造。光伏是我国重点发展的新兴产业之一，我国目前已是全球光伏发电装机容量最大的国家，光伏行业的快速发展有望带动光伏组件中铝型材的需求增长。同时，随着我国风电、光伏建设，新能源发电的消纳问题也催生出特高压输电线路的建设需求。由于铝的密度小、质量轻、成本低且适合长距离架设，在特高压电缆中广泛使用。2024 年 5 月 28 日，国家能源局发布《关于做好新能源消纳工作保新能源高质量发展的通知》，提出推进特高压建设，有望带动特高压电缆用铝需求。

图 28: 中国光伏累计装机容量 (MW) 及占全球总量比例



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

图 29: 我国电网工程投资完成额累计值(亿元)及其同比



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

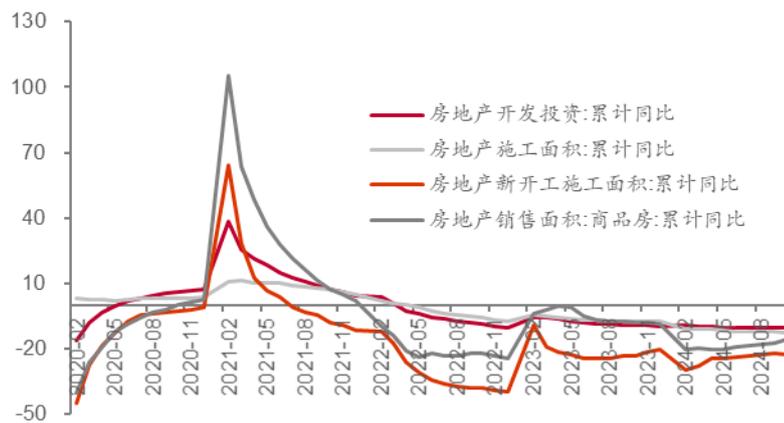
促进地产止跌回稳政策或支撑建筑用铝需求。建筑用铝主要包括铝模板、脚手架、门窗、幕墙以及阳台栏杆等。针对我国地产行业发展现状，我国政府积极推出了房地产止跌回稳的政策。2024年9月26日召开的中共中央政治局会议强调“要促进房地产市场止跌回稳”；10月18日住房和城乡建设部部长倪虹对近期房地产优化调整一揽子政策进行了具体介绍。地产优化调整的一揽子政策有望激发市场回温和信心复苏，我们预计随着政策效果的逐渐显现，地产市场有望回暖，建筑用铝需求也将得到支撑。10月，房地产市场销售环节指标有所改善，前期出台的一揽子房地产相关支持政策效果正在逐步显现。

表 3: 在国务院新闻办公室 10 月 18 日举行的新闻发布会上，住房和城乡建设部部长倪虹介绍的房地产市场一揽子政策介绍

四个取消	充分赋予城市政府调控自主权，城市政府要因城施策，调整或取消各类购房的限制性措施。主要包括取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。
四个降低	降低住房公积金贷款利率，大家都知道，降了 0.25 个百分点；降低住房贷款的首付比例，统一一套、二套房贷最低首付比例到 15%；降低存量贷款利率；降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。通过落实这些已出台的政策，降低居民购房成本，减轻还贷压力，支持居民刚性和改善性住房需求。
两个增加	一是通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造。这次主要采取货币化安置的方式，更有利于群众根据自己的意愿和需要来选择合适的房子。二是年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿。城市房地产融资协调机制要将所有房地产合格项目都争取纳入“白名单”，应进尽进、应贷尽贷，满足项目合理融资需求。

资料来源：中国政府网、渤海证券研究所

图 30: 我国房地产开发投资、施工面积、新开工面积、商品房销售面积累计同比 (%)



资料来源：iFinD、渤海证券研究所

**总结：**目前国内铝土矿资源日趋紧张，对进口矿的依赖度增加，铝土矿定价权逐渐外移，铝土矿价格短期或维持强势，对铝价有支撑；国内原铝产能存在合规上限，未来新增产能有限；海外降息、国内促进地产止跌回稳和新兴领域发展有望带动铝下游需求向好。我们认为在资源端布局较多的铝行业企业有望受益于行业供需格局的改善。

### 3.公司积极提质增效，盈利能力持续提升

24年前三季度归母净利创自2020年以来同期新高。2022-2024年前三季度，公司营收持续下降，而归母净利实现增长，主要原因是公司积极提质增效和压缩低毛利的贸易业务。2024年前三季度公司营收/归母净利分别为1,737.78/90.17亿元，同比分别下降7.76%/增长68.46%。2024年前三季度公司归母净利创自2020年以来的同期新高，并超过自2020年以来各年全年归母净利。

图 31: 公司营收 (亿元) 及同比

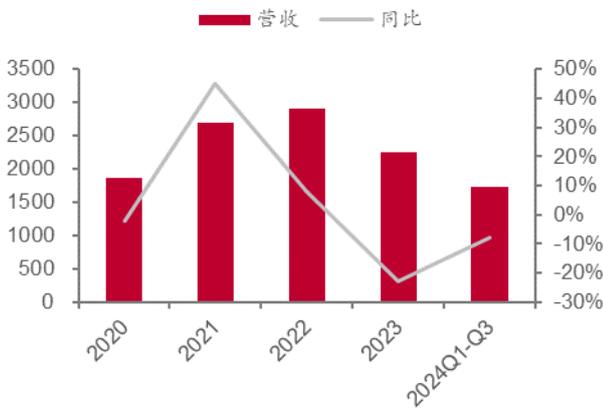
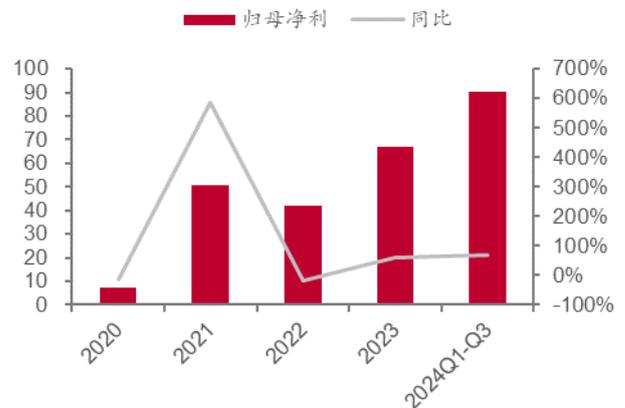


图 32: 公司归母净利 (亿元) 及同比

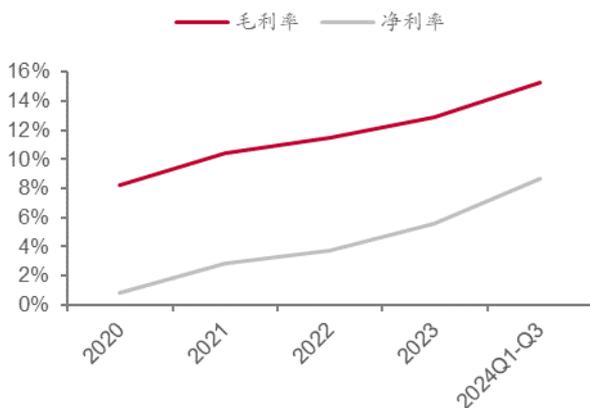


资料来源: iFinD、渤海证券研究所

资料来源: iFinD、渤海证券研究所

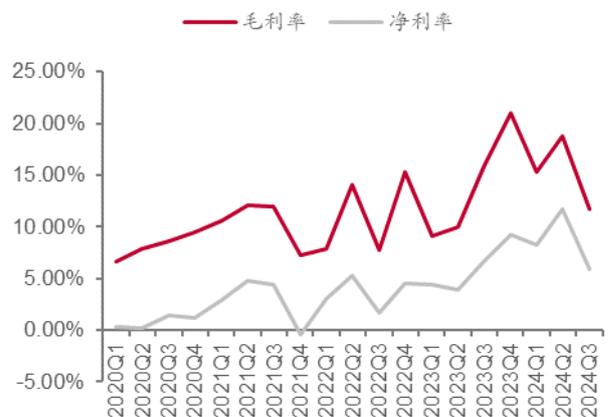
**盈利能力持续提升。**盈利能力上，随着公司提质增效的推进，2021-2024年前三季度公司盈利能力持续提升；其中，2024年前三季度公司毛利率/净利率分别为15.23%/8.65%，分别同比增加3.90pct./3.76pct。公司毛利的贡献主要来自于原铝和氧化铝业务。分业务毛利率看，能源业务毛利率最高，原铝和氧化铝业务毛利率较为接近，贸易业务拖累整体毛利率。

图 33: 公司毛利率和净利率



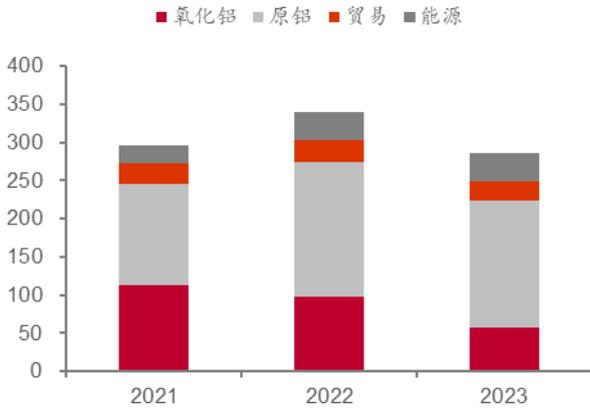
资料来源: iFinD、渤海证券研究所

图 34: 公司季度毛利率和净利率



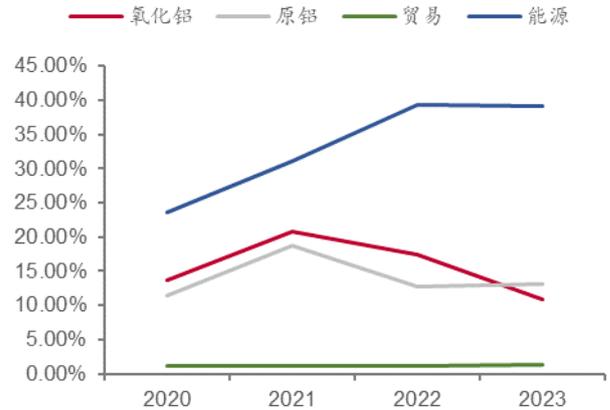
资料来源: iFinD、渤海证券研究所

图 35: 公司各业务毛利 (亿元)



资料来源: 公司公告、渤海证券研究所

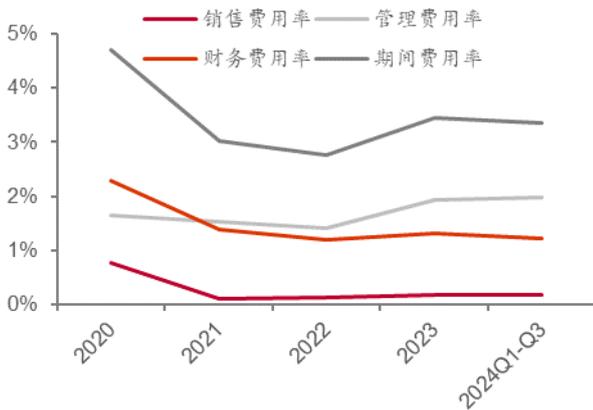
图 36: 公司主要业务毛利率



资料来源: 公司公告、渤海证券研究所

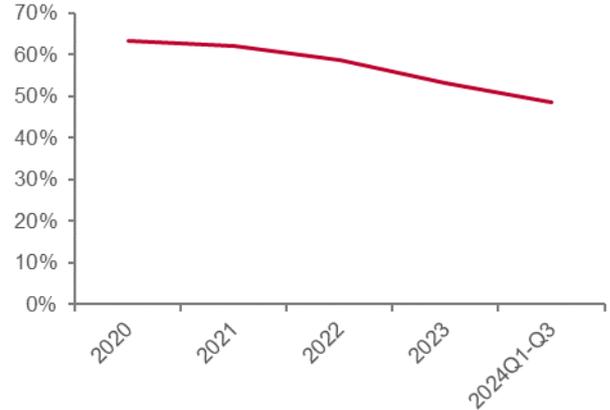
期间费用率稍有回升, 资产负债率持续下降。公司期间费用率在 2020-2022 年持续下行, 但在 2023 年出现回升, 主要原因是股权激励等管理人员薪酬费用、数字化建设开发费用及其他管理性费用增加; 2024 年前三季度期间费用率为 3.36%, 同比去年同期增加 0.49pct., 主要原因是新增确认辞退福利等。近年公司资产负债率持续下降, 2024 年前三季度公司资产负债率为 48.68%, 主要原因是公司利用经营产生的货币资金偿还带息债务。

图 37: 公司销售/管理/财务费用率以及期间费用率



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

图 38: 公司资产负债率



资料来源: iFinD、渤海证券研究所

## 4. 公司资源保证度高, 产能仍有增长空间

### 4.1 国内外均布局铝土矿资源, 原料保证度高

铝土矿资源保证度高。公司拥有丰富的铝土矿资源, 不仅国内铝土矿资源拥有量第一, 还积极在非洲、东南亚等地获取海外铝土矿资源, 资源保证度高。2023

年公司开展铝土矿资源获取专项行动，新增国内铝土矿资源量 0.21 亿吨。截至 2023 年底，公司铝土矿总资源量约 23.00 亿吨，总储量约 2.71 亿吨，矿山合计年产量约 29,12.51 万吨。

表 4：截至 2023 年底公司自有铝土矿山的基本情况

矿山名称	资源量 (百万吨)	储量 (百万吨)	品位 (%)	年产量(千吨)	资源剩余可 开采年限(年)	许可证/采矿权有 效期
平果矿	72.03	36.89	9.89	5,757.8	7.7	2024.03-2036.04
贵州矿	103.98	33.92	8.21	2,023.4	16.3	2024.10-2038.12
遵义矿	16.35	5.43	5.82	1,078.7	5.9	2026.07-2032.05
孝义矿		5.93	5.31	372.2		2018.06-2031.09
山西其他矿	86.40	21.65	4.56	2,073.3	18.3	2017.09-2035.07
三门峡分公司		4.83	4.45	109.4		2020.12-2039.04
洛阳分公司	99.45	11.35	4.54	87.9	14.8	2024.12-2040.08
郑州分公司		9.04	5.05	625.2		2021.07-2032.06
许平矿		1.25	5.07	49.6		2019.05-2031.09
三门峡矿	77.35	20.85	4.67	172.3	11.4	2025.05-2035.02
焦作矿		0.49	4.96	72.1		2014.10-2024.10
阳泉矿	2.47	1.00	4.18	0	2.6	2031.09-2036.05
文山矿	18.67	1.17	5.41	1,626	11.2	2023.07-2028.03
华兴矿	62.12	3.44	6.13	826.2	7.9	2020.09-2029,12
博法矿	1,761.14	113.41	33.40	14,251	> 60	2018.07-2033.07
合计	2,299.97	270.65	8.11	29,125.1	-	-

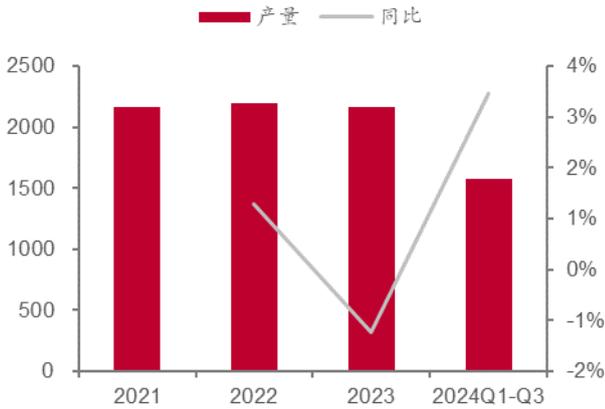
资料来源：公司公告、渤海证券研究所

几内亚博法矿储量大、品位高、距离港口近，是公司优质的铝土矿资源之一。博法矿区位于几内亚博法省省会博法市东北部，包含博法北和博法南两个矿区。博法矿具有诸多优点：1、资源储量大，为公司业务持续发展提供后续资源保障；2、开采成本较低，矿石品质较好，有利于降低对下游氧化铝生产碱耗及能耗；3、矿区离港口较近，采用自主矿山皮带运输。

## 4.2 氧化铝/原铝产能全球第一，后续仍有增量产能

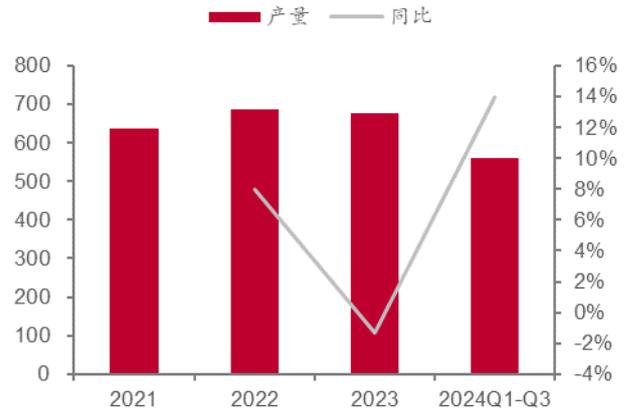
**氧化铝/原铝产能全球第一。**根据公司公告，截至 2024 年 6 月底，公司氧化铝、原铝、精细氧化铝、高纯铝及铝用阳极的产能均位居全球第一。2024 年前三季度公司生产冶金级氧化铝 1,257 万吨，同比增长 0.88%；生产精细氧化铝 325 万吨，同比增长 14.84%。2024 年前三季度公司生产原铝（含合金）562 万吨，同比增长 14.00%。

图 39: 公司冶金级+精细氧化铝产量(万吨)及其同比



资料来源: 公司公告、渤海证券研究所

图 40: 公司原铝(含合金)产量(万吨)及其同比



资料来源: 公司公告、渤海证券研究所

**存量项目优化升级, 新建项目提供增长空间。**对于存量氧化铝项目, 公司坚持优化升级, 推进低效氧化铝产能向沿海和海外转移; 对于存量原铝项目, 公司积极实施原铝清洁能源转换, 利用新技术对存量产能改造升级, 降低电耗和碳排放水平, 提升公司清洁能源使用占比, 降低能源资源消耗。增量项目方面, 公司目前重点在建项目有广西华昇二期 200 万吨氧化铝项目、包头铝业三期项目、青海分公司 50 万吨 600kA 电解铝项目以及铝合金扁锭和再生铝合金项目等, 公司产能未来仍有增长空间。

表 5: 截至 2024 年 H1 公司部分重点在建项目情况

项目名称	年产能	工程进度
广西华昇二期工程 200 万吨氧化铝项目	200 万吨氧化铝	47%
包头铝业三期项目	42 万吨电解铝	78%
青海分公司 50 万吨 600kA 电解铝项目	50 万吨电解铝	16%

资料来源: 公司公告、渤海证券研究所

## 5. 盈利预测

**原铝板块:** 在中性情景下, 假设海外降息周期内下游需求复苏, 国内楼市在政策推动下止跌回稳, 新兴领域需求继续增长, 需求向好支撑原铝价格; 假设公司产能建设基本符合预期。2024-2026 年, 我们预计板块收入分别为 1,381.77/1,476.93/1,550.32 亿元; 均价分别为 18,500.00/18,600.00/18,700.00 元/吨; 毛利率分别为 12.58%/12.85%/13.08%。

**氧化铝板块:** 在中性情景下, 假设下游的原铝需求向好, 几内亚铝土矿项目放量导致上游原料铝土矿价格回落, 氧化铝价格向历史中枢靠拢; 假设公司产能建设

基本符合预期。2024-2026 年，我们预计板块收入分别为 799.98/803.27/806.05 亿元；均价分别为 3,583.24/3,400.00/3,300.00 元/吨；毛利率分别为 14.64%/15.44%/17.23%。

**能源板块：**在中性情景下，假设煤炭产量基本稳定，煤炭价格向历史中枢靠拢；假设公司发电量基本稳定，随着可再生能源技术的不断成熟和规模的扩大，电价随发电成本降低。2024-2026 年，我们预计板块收入分别为 90.14/90.88/91.53 亿元；毛利率分别为 21.00%/23.00%/25.00%。

**贸易板块：**在中性情景下，假设 2024 年公司压缩贸易板块业务后，后续不再压缩，保守假设贸易板块收入以 5.00% 增速缓慢增长。2024-2026 年，我们预计板块收入分别为 1,483.85/1,558.04/1,635.94 亿元；毛利率分别为 1.20%/1.21%/1.22%。

**内部抵销：**参考过往数据，假设内部抵销业务规模占原铝+能源板块业务规模的 -112.00%，毛利率维持在 -0.07%。

**其他板块：**其他板块对公司盈利贡献很小，参考过往表现，我们保守预计公司 2024-2026 年其他业务收入分别为 25.89/28.48/31.33 亿元，毛利率维持在 14.54%。

综上，我们预计 2024-2026 年公司总营收分别为 2,133.09/2,201.66/2,276.30 亿元，整体毛利率分别为 15.59%/16.30%/17.15%。

表 6: 公司盈利预测

		2023A	2024E	2025E	2026E
原铝板块	收入(百万元)	125,311.59	138,176.50	147,693.30	155,032.35
	毛利率 (%)	13.20%	12.58%	12.85%	13.08%
氧化铝板块	收入(百万元)	53,526.19	79,998.34	80,327.38	80,604.81
	毛利率 (%)	10.85%	14.64%	15.44%	17.23%
能源板块	收入(百万元)	9,256.02	9,014.34	9,087.75	9,153.40
	毛利率 (%)	39.10%	21.00%	23.00%	25.00%
贸易板块	收入(百万元)	185,480.98	148,384.78	155,804.02	163,594.22
	毛利率 (%)	1.41%	1.20%	1.21%	1.22%
内部抵销	收入(百万元)	-150,857.68	-164,853.74	-175,594.78	-183,888.04
	毛利率 (%)	-0.07%	-0.07%	-0.07%	-0.07%
其他板块	收入(百万元)	2,353.77	2,589.15	2,848.07	3,132.87
	毛利率 (%)	14.54%	14.54%	14.54%	14.54%
总营业收入 (百万元)		225,070.88	213,309.37	220,165.74	227,629.62

整体毛利率 (%)	12.90%	15.59%	16.30%	17.15%
-----------	--------	--------	--------	--------

资料来源: iFinD、渤海证券研究所

## 6.估值与评级

在中性情景下，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 113.12/125.83/141.24 亿元，EPS 分别为 0.66/0.73/0.82 元/股，对应 PE 分别为 11.83X/10.64X/9.47X。从可比公司 iFinD 一致预期看，我们选取了云铝股份、南山铝业、神火股份和天山铝业四个可比公司，截至 11 月 18 日，可比公司 2024 年平均 PE 值为 9.28X，低于中国铝业 2024 年 PE 值，公司作为国内铝行业龙头，享有一定估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

表 7: 可比公司估值表 (表格数据为 11 月 18 日数据)

公司	代码	最新收盘价 (元)	TTM	PE		PB
				2024E	2025E	(MRQ)
云铝股份	000807	13.86	9.12	9.71	8.26	1.72
南山铝业	600219	4.12	10.00	9.99	9.66	0.97
神火股份	000933	17.03	7.17	7.89	6.59	1.77
天山铝业	002532	8.35	10.64	9.51	8.65	1.47
平均值	-	-	9.23	9.28	8.29	1.48
中国铝业	601600	7.80	12.89	11.83	10.64	2.01

资料来源: iFinD、渤海证券研究所

## 7.风险提示

### ● 资源获取与保供风险

我国铝土矿资源相对缺乏，近年来国内铝土矿储量、质量均有不同程度下降，资源获取竞争激烈，获取难度加大；国内对矿山安全、环保审批日趋严格，矿山项目建设推进速度缓慢；公司海外矿受当地政局形势、用工环境等的影响，资源保障风险较大。

### ● 安全环保风险

铝行业安全风险较大，行业能耗高、排放总量大、危险废物库存量大，存在一定的安全环保风险。

### ● 国际化经营风险

几内亚铝土矿因当地政策多变，罢工频繁，可能导致供矿波动。同时，国际环境日趋复杂，外部监管环境变化不确定性增加，或因境外业务不符合当地法律法规要求，可能导致面临处罚等经济损失的风险。

- **市场变化与市场竞争风险**

国内外宏观经济形势、国家和行业政策、市场供需变化等诸多因素均会导致氧化铝、电解铝等产品及原燃料价格出现波动，可能造成成本上升、售价下降进而影响公司利润水平；另外，氧化铝、电解铝及大宗原燃材料市场是完全竞争市场，市场上参与者众多，存在市场份额被竞争者抢占的风险。

- **项目不及预期风险**

项目推进慢于预期可能会导致实际产量小于预期，将对公司业绩造成一定影响。

**分析师声明:**

本报告署名分析师在此声明: 我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师, 以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的数据和信息, 独立、客观地出具本报告; 本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点, 结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资分析意见或观点有直接或间接的联系。

**免责声明:**

本报告由渤海证券股份有限公司(以下简称“本公司”)制作, 仅供本公司的客户使用。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为本公司客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发送, 并仅为提供信息而发送, 不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后表现的依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。在任何情况下, 本报告内容的全部或部分均不构成对任何人的投资建议。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保, 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。

在所知情的范围内, 本公司、本报告撰写人以及财产上的利害关系人与本报告所评价或作出明确估值和投资评级的证券无利害关系。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权为本公司所有。未经本公司事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式刊载、转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分的内容, 亦不得从未经本公司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分的内容。如征得本公司同意进行引用、刊载或转发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“渤海证券股份有限公司”且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议, 本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

**投资评级说明:**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**渤海证券研究所机构销售团队:****高级销售经理: 朱艳君**

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjun@bhqz.com

**天津:**

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

**高级销售经理: 王文君**

座机: +86 10 6810 4637

手机: 186 1170 5783

邮箱: wangwj@bhqz.com

**北京:**

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

渤海证券股份有限公司网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)