

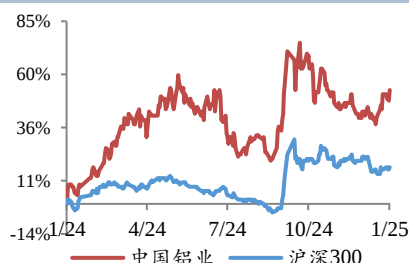
业绩受益于氧化铝价涨，深化全产业链布局

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-01-24

收盘价（元） 7.87
近 12 个月最高/最低（元） 9.72/5.23
总股本（百万股） 17,156
流通股本（百万股） 13,134
流通股比例（%） 76.56
总市值（亿元） 1,350
流通市值（亿元） 1,034

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：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

相关报告

1. 铝链一体化优势凸显，上调盈利预期 2024-08-29

2. 铝产业链一体布局，深耕主业迈向全球 2024-03-30

主要观点：

● 中国铝业发布 2024 年业绩预增公告

公司预计 2024 年实现归母净利润 120 亿元至 130 亿元，同比+79%至+94%；预计扣非后净利润 115 亿元至 125 亿元，同比+74%至+89%。

● 公司业绩高增主要得益于氧化铝价格上涨

2024 年现货铝价和氧化铝价格分别为 19942.55 元/吨和 4078.05 元/吨，较上年同期分别+6.58%和+39.71%，2024 年氧化铝价格上涨助力公司业绩提升。2025 年 1 月 23 日铝价和氧化铝价格分别为 20230 元/吨和 4129 元/吨，Q1 业绩仍有望保持。公司氧化铝完全自给，且在国内和几内亚均有铝土矿供给，一体化优势显著。

● 持续优化产业布局，电解铝产能有望提升

公司依托央企平台，获取国内外优质铝土矿资源并取得阶段性进展。产能方面，公司广西华昇二期 200 万吨氧化铝项目、内蒙古华云三期 42 万吨电解铝项目、青海分公司 50 万吨电解铝项目有序推进，后续氧化铝、电解铝产能持续提升，带动未来业绩增长。

● 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 123.18/139.08/154.55 亿元（前值为 140.32/161.86/169.57 亿元，由于成本上行下调），对应 PE 分别为 11/10/9 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

电解铝和氧化铝价格大幅波动；能源等成本大幅波动；产能释放不及预期等。

● 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	213669	221066	229846
收入同比（%）	-22.7%	-5.1%	3.5%	4.0%
归属母公司净利润	6717	12318	13908	15455
净利润同比（%）	60.2%	83.4%	12.9%	11.1%
毛利率（%）	12.9%	17.5%	18.7%	18.6%
ROE（%）	11.1%	17.5%	16.5%	15.5%
每股收益（元）	0.39	0.72	0.81	0.90
P/E	14.42	10.96	9.71	8.74
P/B	1.60	1.91	1.60	1.35
EV/EBITDA	5.05	4.07	2.89	1.96

资料来源：wind，华安证券研究所

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	70458	108963	148856	营业收入	225071	213669	221066	229846
现金	21104	38731	76017	114614	营业成本	196040	176293	179798	187078
应收账款	4024	3276	3532	3696	营业税金及附加	2589	2808	2321	2413
其他应收款	1860	1583	1645	1739	销售费用	432	421	377	397
预付账款	443	809	801	773	管理费用	4351	4264	4043	4137
存货	22847	18335	19209	20113	财务费用	2972	1084	538	-358
其他流动资产	8163	7724	7759	7921	资产减值损失	-755	-1300	-1200	-1200
非流动资产	153315	142686	131432	120573	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	939	272	255
固定资产	100290	89685	79007	68280	营业利润	15296	26516	29891	31936
无形资产	17476	19094	20415	21745	营业外收入	221	220	230	310
其他非流动资产	25509	24196	22372	21005	营业外支出	426	425	299	297
资产总计	211756	213144	240395	269429	利润总额	15091	26311	29822	31949
流动负债	58706	49331	50349	52736	所得税	2507	4315	4987	5302
短期借款	7970	8770	8770	9870	净利润	12584	21996	24835	26647
应付账款	13636	11212	11682	12212	少数股东损益	5867	9678	10927	11192
其他流动负债	37101	29350	29898	30655	归属母公司净利润	6717	12318	13908	15455
非流动负债	54161	45138	46538	46538	EBITDA	29957	39066	42625	43708
长期借款	33438	24638	26038	26038	EPS（元）	0.39	0.72	0.81	0.90
其他非流动负债	20723	20500	20500	20500	主要财务比率				
负债合计	112867	94469	96887	99274	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	38431	48110	59037	70229	成长能力				
股本	17162	17158	17158	17158	营业收入	-22.7%	-5.1%	3.5%	4.0%
资本公积	23127	23172	23172	23172	营业利润	11.8%	73.4%	12.7%	6.8%
留存收益	20169	30236	44141	59596	归属于母公司净利	60.2%	83.4%	12.9%	11.1%
归属母公司股东权	60458	70566	84471	99926	获利能力				
负债和股东权益	211756	213144	240395	269429	毛利率（%）	12.9%	17.5%	18.7%	18.6%
现金流量表					净利率（%）	3.0%	5.8%	6.3%	6.7%
单位:百万元					ROE（%）	11.1%	17.5%	16.5%	15.5%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	ROIC（%）	9.0%	12.6%	12.2%	11.2%
经营活动现金流	27041	35523	39312	41149	偿债能力				
净利润	12584	21996	24835	26647	资产负债率（%）	53.3%	44.3%	40.3%	36.8%
折旧摊销	11056	11670	12265	12117	净负债比率（%）	114.1%	79.6%	67.5%	58.3%
财务费用	3284	1612	1506	1542	流动比率	1.00	1.43	2.16	2.82
投资损失	-276	-939	-272	-255	速动比率	0.59	1.03	1.76	2.42
营运资金变动	-230	137	-201	-9	营运能力				
其他经营现金流	13437	22907	26215	27763	总资产周转率	1.06	1.01	0.97	0.90
投资活动现金流	-11181	-1345	-1917	-2110	应收账款周转率	55.36	58.53	64.93	63.59
资本支出	-6519	-2407	-2020	-2215	应付账款周转率	13.48	14.19	15.71	15.66
长期投资	-5258	81	-170	-151	每股指标（元）				
其他投资现金流	595	980	272	255	每股收益	0.39	0.72	0.81	0.90
筹资活动现金流	-14143	-16452	-108	-442	每股经营现金流薄）	1.58	2.07	2.29	2.40
短期借款	1508	800	0	1100	每股净资产	3.52	4.11	4.92	5.82
长期借款	-626	-8800	1400	0	估值比率				
普通股增加	0	-3	0	0	P/E	14.42	10.96	9.71	8.74
资本公积增加	207	45	0	0	P/B	1.60	1.91	1.60	1.35
其他筹资现金流	-15233	-8494	-1508	-1542	EV/EBITDA	5.05	4.07	2.89	1.96
现金净增加额	1623	17627	37286	38596					

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。