

历史最佳业绩，资产负债表不断优化

2025 年 03 月 31 日

➤ **事件：公司发布 2024 年报。**2024 年，公司实现归母净利润 124 亿元，同比+85.38%；扣非归母净利润 119.79 亿元，同比+81.12%。单季度看，2024Q4，公司实现归母净利润 33.83 亿元，同比+147.96%，环比+69.14%；扣非归母净利润 32.63 亿元，同比+93.72%，环比+75.54%。

➤ **2024 年氧化铝盈利贡献大幅增长。**量：2024 年冶金级氧化铝产量 1687 万吨，同比 1.20%；原铝产量 761 万吨，同比 12.08%；煤炭产量 1316 万吨，同比+0.84%。价：2024 年铝价 19922 元/吨，同比+1222 元/吨，氧化铝价格 4034 元/吨，同比+1134 元/吨，预焙阳极均价 4389 元/吨，同比-1478 元/吨，但由于氧化铝价格强势，原铝单吨盈利略下滑，测算 2024 年原铝单吨税前利润 1180 元/吨，同比-475 元/吨。2024 年氧化铝板块税前利润 116.85 亿元，同比+106.35 亿元，原铝板块税前利润 89.66 亿元，同比-22.88 亿元。

➤ **2024Q4 业绩拆分：**环比来看，主要增利项：毛利 (+35.19 亿元，主要由于 Q4 氧化铝及铝价环比上涨)，公允价值变动 (+2.83 亿元)，所得税 (+4.10 亿)，少数股东损益 (+7.64 亿元)；主要减利项：减值损失等 (-23.64 亿元，主要是公司在 24Q4 计提资产减值损失)，费用和税金 (-8.22 亿元)，其他/投资收益 (-2.33 亿元)，营业外利润 (-1.74 亿元)。同比来看，主要增利项：毛利 (+31.91 亿元)，所得税 (+2.23 亿)，少数股东损益 (+10.47 亿元)，其他/投资收益 (+1.08 亿元)，公允价值变动 (+0.67 亿元)；主要减利项：费用和税金 (-8.82 亿元)，减值损失等 (-16.66 亿元)，营业外利润 (-0.69 亿元)。

➤ **分红预案：**每股分红 0.217 元，分红额 37.23 亿元，分红比例 30.02%。

➤ **未来看点：一体化布局优势显现，价值有望重估**

(1) **产业链一体化布局，资源保障显著。**公司一体化布局完善，上游铝土矿自给率较高，抗风险能力强。截至 2024 年底，公司铝土矿资源量约为 27 亿吨。2024 年铝土矿产量 3017.4 万吨，自给率不断提高。公司在几内亚投资建设的 Boffa 项目矿山品位较高，剩余可采年限长，2024 年产量达到 1566 万吨。

(2) **“中特估值”体系下，价值有望重估。**面对不稳定的地缘政治环境，聚焦“安全”是经济重要主题，电解铝是国民经济重要资源，公司作为铝土矿、氧化铝、电解铝龙头，国企改革也将提升效率，公司估值有望重塑。

(3) **资产负债表优化。**随着公司盈利能力提升，现金流改善，公司开始偿还有息债务，公司短期借款从 2020 年底的 207 亿元，大幅减少至 2024 年底的 31 亿元。减值方面，随着资产质量不断夯实，未来减值拖累有望减缓。

➤ **投资建议：**公司作为国内铝产业链一体化企业，资源保障能力显著，随着铝价上涨，公司业绩弹性较大，我们预计公司 2025-2027 年将实现归母净利 154.61 亿元、176.75 亿元和 195.69 亿元，对应现价的 PE 分别为 8、7 和 7 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**铝需求不及预期，氧化铝价格下降超预期，项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	237,066	245,045	260,669	273,009
增长率 (%)	5.2	3.4	6.4	4.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	12,400	15,461	17,675	19,569
增长率 (%)	85.4	24.7	14.3	10.7
每股收益 (元)	0.72	0.90	1.03	1.14
PE	11	8	7	7
PB	1.9	1.6	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 3 月 28 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
7.58 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzechu@mszq.com

分析师 孙二春

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1. 中国铝业 (601600.SH) 深度报告：潜龙在渊-2025/03/20

2. 中国铝业 (601600.SH) 2024 年三季报点评：营业成本大幅增加拖累 Q3 业绩，铝土矿资源价值有待重估-2024/10/30

3. 中国铝业 (601600.SH) 2024 年半年报点评：氧化铝利润贡献可观，一体化布局优势显现-2024/09/02

4. 中国铝业 (601600.SH) 2023 年报点评：减值等拖累缓解，一体化优势显现-2024/03/31

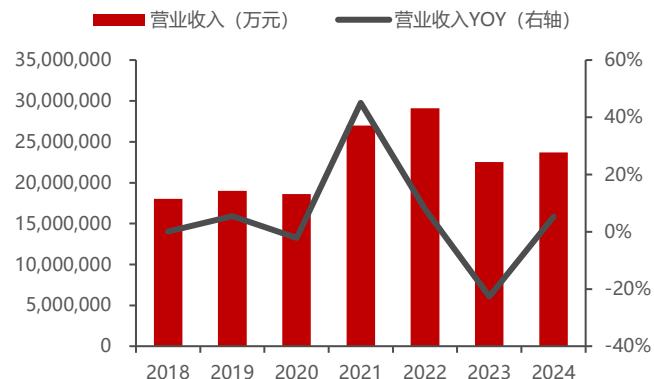
目录

1 事件：公司发布 2024 年报.....	3
2 2024 年业绩：氧化铝盈利大幅抬升	4
3 2024Q4 业绩：归母净利润同环比大幅增长.....	7
4 产业链一体化，资源保障显著	9
4.1 一体化布局，抗风险能力较强.....	9
4.2 并购云铝股份，加快拓展绿色产业	11
4.3 资产负债表优化，短期借款大幅降低	13
5 盈利预测与投资建议	17
6 风险提示	18
插图目录	20
表格目录	20

1 事件：公司发布 2024 年报

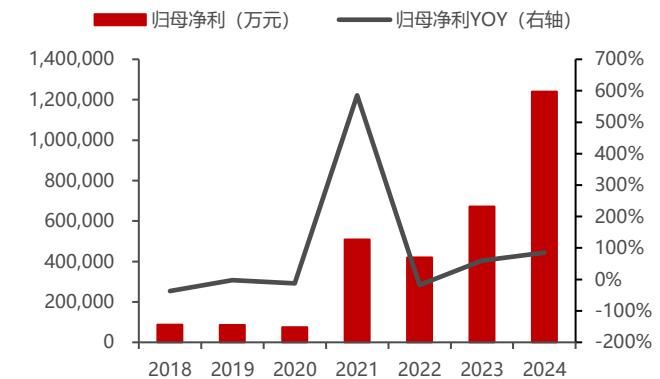
公司发布 2024 年报：2024 年，公司实现归母净利润 124 亿元，同比 +85.38%；扣非归母净利润 119.79 亿元，同比+81.12%。单季度看，2024Q4，公司实现归母净利润 33.83 亿元，同比+147.96%，环比+69.14%；扣非归母净利润 32.63 亿元，同比+93.72%，环比+75.54%。

图1：2024 年，公司营收同比下降 17%



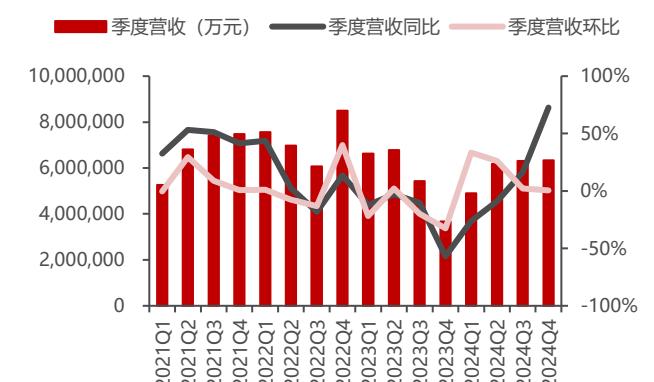
资料来源：wind, 民生证券研究院

图2：2024 年，公司归母净利润同比上升 85.38%



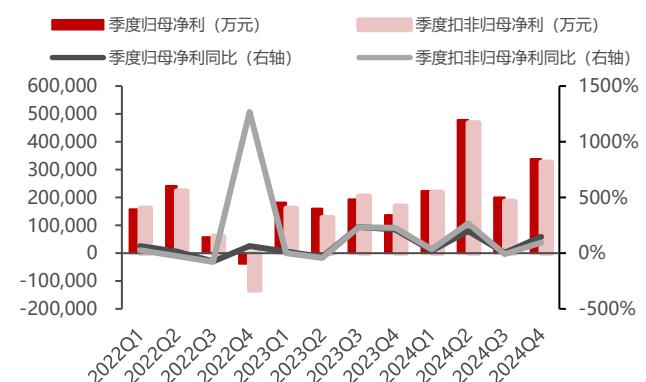
资料来源：wind, 民生证券研究院

图3：2024Q4，公司营收同比上升 72.60%



资料来源：wind, 民生证券研究院

图4：2024Q4，公司归母净利润同比增长 147.96%



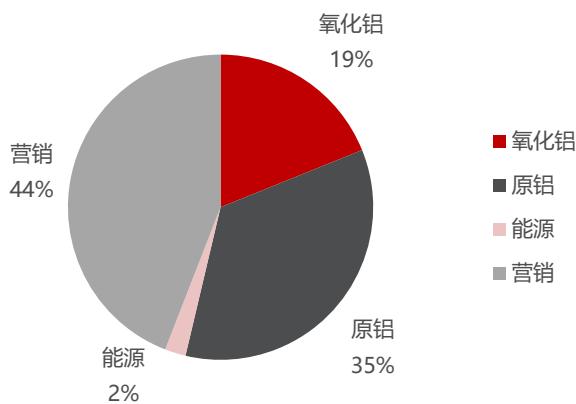
资料来源：wind, 民生证券研究院

2024 年业绩：氧化铝盈利大幅抬升

营收方面，2024 年公司营销营收 1727 亿元，同比-6.88%；能源营收 86.9 亿元，同比-6.08%；原铝营收 1363.6 亿元，同比+8.6%；氧化铝营收 740 亿元，同比+38.26%。

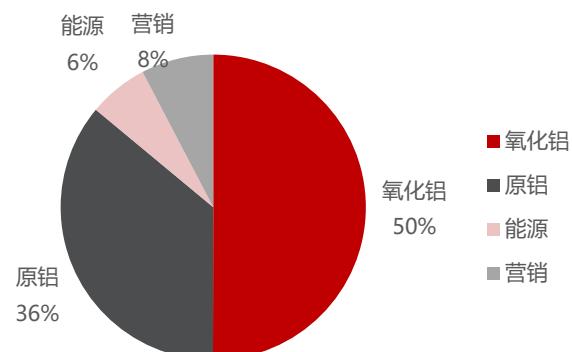
毛利方面，公司营销贡献毛利 29.9 亿元，同比+14.5%，毛利占比 8%；能源贡献毛利 24.6 亿元，同比-31.9%，毛利占比 6%；氧化铝贡献毛利 195.3 亿元，同比+236.4%，毛利占比 50%；原铝贡献毛利 140.6 亿元，同比-14.2%，毛利占比 36%。

图5：2024 年，公司分板块营收占比情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2024 年，公司分板块毛利占比情况



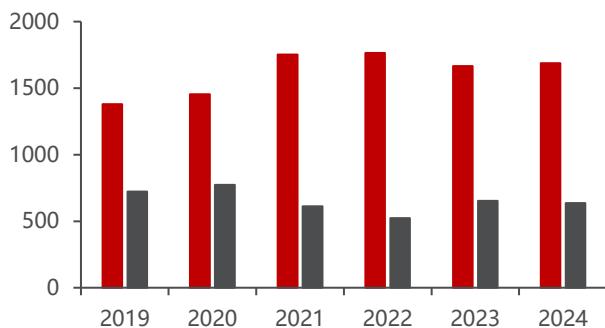
资料来源：wind，民生证券研究院

量：2024 年冶金级氧化铝产量 1687 万吨，同比+1.2%；原铝产量 761 万吨，同比+11.8%，主要由于子公司云铝股份产量大幅增长；煤炭产量 1316 万吨，同比+0.84%。

价：2024 年铝价 19922 元/吨，同比+1222 元/吨，氧化铝价格 4034 元/吨，同比+1134 元/吨，预焙阳极均价 4389 元/吨，同比-1478 元/吨。虽然铝价上涨，但由于氧化铝价格强势，公司单吨盈利略下滑，测算 2024 年原铝单吨税前利润 1180 元/吨，同比-475 元/吨。

图7：公司冶金氧化铝产量和销量（单位：万吨）

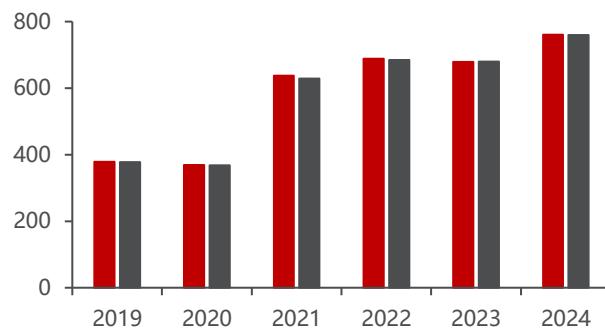
■氧化铝产量 ■氧化铝销量



资料来源：wind, 民生证券研究院

图8：公司原铝产量和销量（单位：万吨）

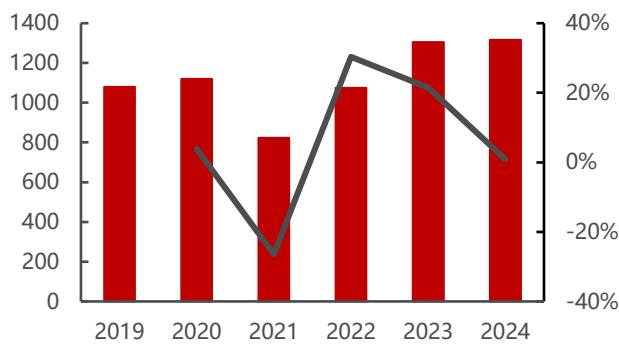
■原铝产量 ■原铝销量



资料来源：wind, 民生证券研究院

图9：公司煤炭产量和同比增长率（单位：万吨）

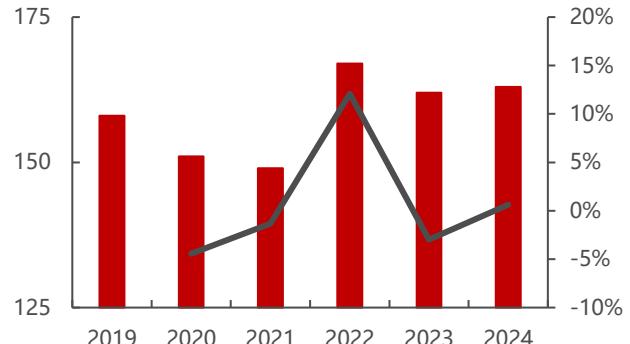
■煤炭产量 ─煤炭产量同比



资料来源：wind, 民生证券研究院

图10：公司发电量和同比增长率（单位：亿kwh）

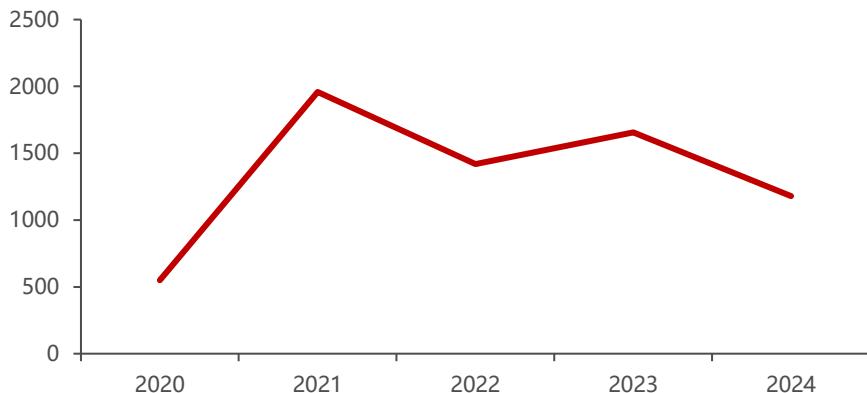
■发电量（不含自备电厂，亿kwh） ─发电量同比



资料来源：wind, 民生证券研究院

图11：2019-2024 年吨铝税前利润（单位：元/吨）

—吨铝税前利润（元/吨）

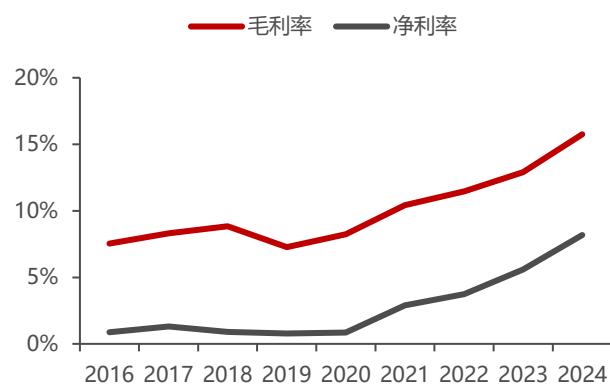


资料来源：wind, 民生证券研究院

备注：我们测算吨铝税前利润=（原铝税前利润总额）/原铝销量

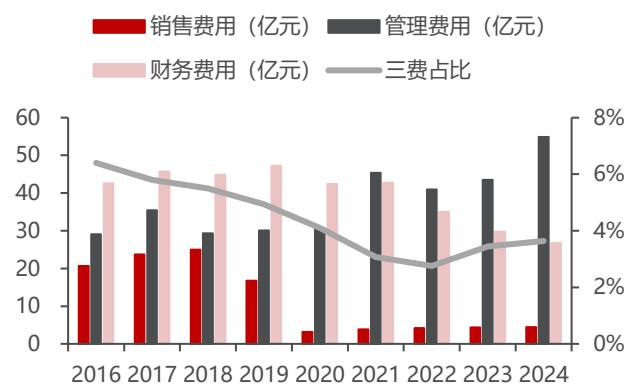
三费费率同比上升 0.19pct，毛利率上升 2.85pct 和 2.59pct。公司 2024 三费费用 86.12 亿元，同比增长 11.03%，三费费率 3.63%，同比增加 0.19pct，其中管理费用 54.88 亿元，同比增加 26%，主要是 24 年对部分企业实施人员改革新增计提辞退福利，以及管理人员薪酬提升等影响。2024 年公司毛利率、净利率为 15.75% 和 8.18%，同比分别上升 2.85pct 和 2.59pct。

图12：2024年，公司净利率同比下滑 0.36pct



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：2024年，公司三费费率同比上升 0.19pct

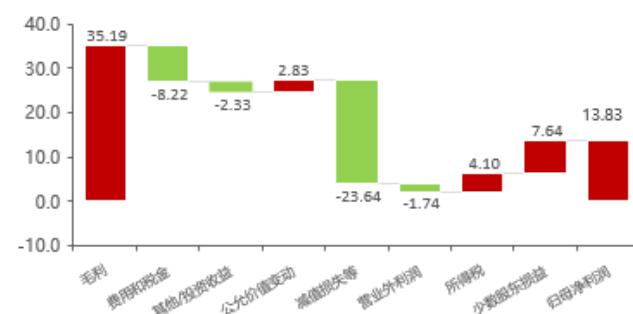


资料来源：wind，民生证券研究院

3 2024Q4 业绩：归母净利润同环比大幅增长

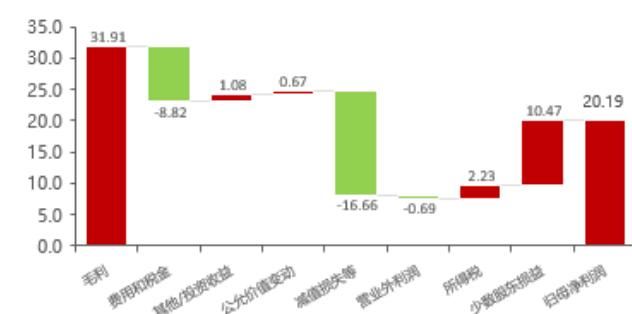
24Q4 业绩拆分。环比来看，主要增利项：毛利 (+35.19 亿元，主要由于 Q4 氧化铝及铝价环比上涨)，公允价值变动 (+2.83 亿元)，所得税 (+4.10 亿)，少数股东损益 (+7.64 亿元)；主要减利项：减值损失等 (-23.64 亿元，主要是公司在 24Q4 计提资产减值损失)，费用和税金 (-8.22 亿元)，其他/投资收益 (-2.33 亿元)，营业外利润 (-1.74 亿元)。同比来看，主要增利项：毛利 (+31.91 亿元)，所得税 (+2.23 亿)，少数股东损益 (+10.47 亿元)，其他/投资收益 (+1.08 亿元)，公允价值变动 (+0.67 亿元)；主要减利项：费用和税金 (-8.82 亿元)，减值损失等 (-16.66 亿元)，营业外利润 (-0.69 亿元)。

图14：2024Q4，公司归母净利润环比增长 13.83 亿元
(单位：亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2024Q4，公司归母净利润同比增长 20.19 亿元
(单位：亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

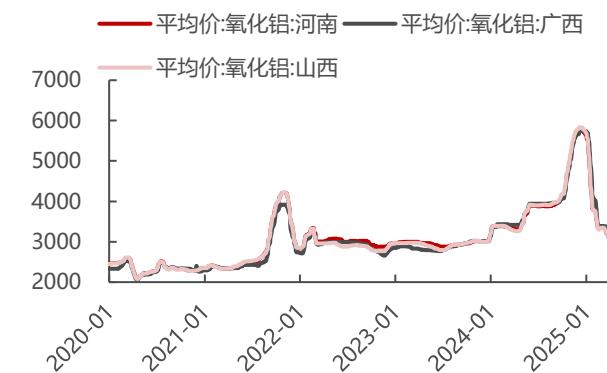
24Q4 原铝产量环比持平，氧化铝、电解铝价格大涨。量：24Q4 公司电解铝产量 199 万吨，环比持平。24Q4 冶金级氧化铝 430 万吨，环比减少 7 万吨。价：24Q4 市场铝价环比+973 元/吨，氧化铝环比+1397 元/吨，预焙阳极环比-21 元/吨，动力煤价格环比-25 元/吨。

图16：2024Q4，铝均价环比增加 973 元/吨 (单位：
元/吨)



资料来源：wind，民生证券研究院

图17：氧化铝价格走势 (单位：元/吨)

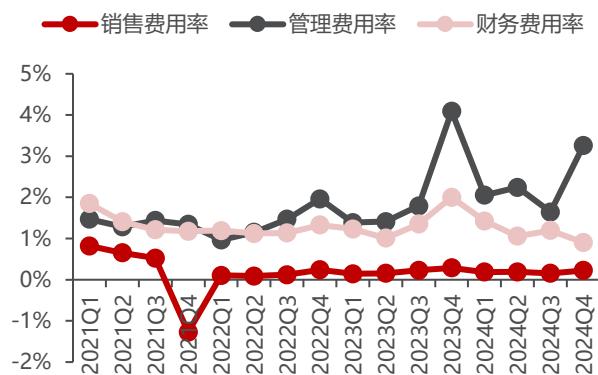


资料来源：ifind，民生证券研究院

2024Q4 三费费用率环比上升 1.39pct, 同比下滑 1.99pct。其中公司销售费用率环比上升 0.07pct, 管理费用率环比上升 1.61pct, 财务费用率环比下滑 0.29pct。

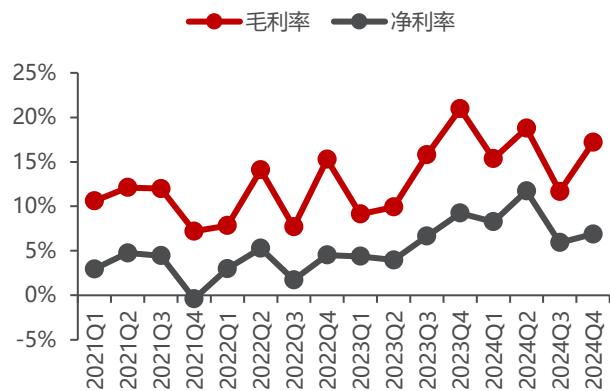
2024Q4 净利率环比上升 0.95pct, 同比下滑 2.35pct。2024Q4 公司毛利率、净利率为 17.19% 和 6.88%, 环比分别上升 5.52pct、0.95pct, 主要因为 24Q4 氧化铝、电解铝价格环比上涨。

图18: 2024Q4, 三费费率环比上升 1.39pct



资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 2024Q4, 净利率环比上升 0.95pct



资料来源: wind, 民生证券研究院

4 产业链一体化，资源保障显著

4.1 一体化布局，抗风险能力较强

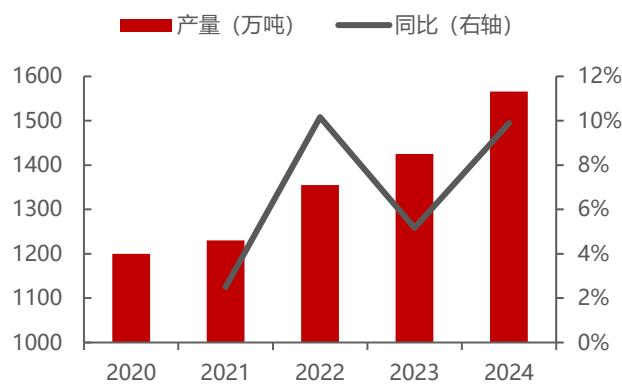
海内外铝土矿资源储量丰富，为公司可持续发展提供了有力保障。截至 2024 年底，公司铝土矿储量合计约为 3.5 亿吨，资源量约为 27 亿吨。2024 年自有矿山铝土矿产量 3017.4 万吨，自给率不断提高。公司国内矿山主要分布在河南，山西，广西。海外方面，公司在海外拥有铝土矿资源 20.79 亿吨左右，资源开采稳定可持续。公司在几内亚投资建设的 Boffa 项目矿山品位较高，剩余可采年限长，2024 年产量达到 1566 万吨。

表1：中国铝业国内自有矿山情况

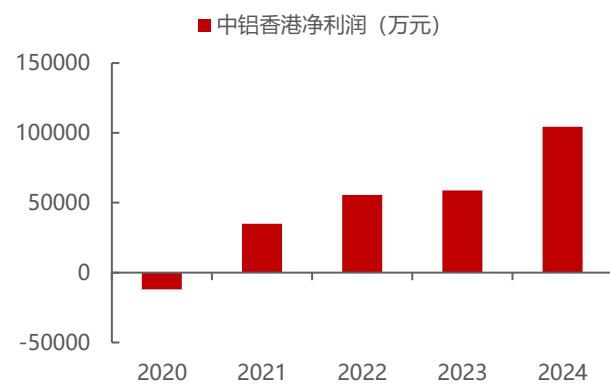
矿山名称	主要品种	资源量(万吨)	储量(万吨)	品位	年产量(万吨)	资源剩余可开采年限(年)	许可证/采矿权有效期
平果矿	铝土矿	6,585.40	2,266.78	10.8	580	5.7	2024.03-2036.04
贵州矿	铝土矿	10,342.00	3,661.81	9.26	178	15.9	2024.10-2038.12
遵义矿	铝土矿	3,018.72	1,380.35	3.83	81	8.6	2026.07-2032.11
山西新材料矿	铝土矿	9,583.43	3,482.53	5.72	221	20.3	2017.09-2035.07
三门峡分公司	铝土矿	10,804.95	1,270.95	5.23	0.4	15	2020.12-2041.08
洛阳分公司	铝土矿		1,214.75	4.96	2		2027.06-2040.08
郑州分公司	铝土矿		1,516.36	5.3	99		2022.01-2033.11
许平矿	铝土矿	9,198.86	337.93	5.25	6.5	11.2	2019.05-2033.01
三门峡矿	铝土矿		2,111.46	6.58	31.7		2025.05-2035.02
焦作矿	铝土矿		24.63	5.19	16.8		2014.10-2024.10
阳泉矿	铝土矿	246.52	96.79	4.64	0	2.6	2031.09-2036.05
文山矿	铝土矿	6,268.31	474.35	6.36	142	10.7	2023.07-2028.03
华兴矿	铝土矿	6,161.38	361.83	8.23	93	8	2020.09-2029.12
博法矿	铝土矿	207,928.61	16,780.29	33.72	1,566	> 60	2018.07-2033.07
合计	铝土矿	270,138.18	34,980.81	8.84	3,017.40	/	/

资料来源：中国铝业公告，民生证券研究院

几内亚博法矿投产以来，产量逐年攀升，2024年产量达到1566万吨。2020年以来，博法矿产量逐年攀升，2024年产量达到1566万吨，同比+9.9%。中铝香港作为项目直接控股股东，近几年随着博法铝土矿产能释放，经营情况逐年好转，2024年中铝香港实现净利润10.45亿元，同比+77.79%。

图20：博法矿产量（单位：万吨）


资料来源：中国铝业公告，民生证券研究院

图21：中铝香港净利润


资料来源：中国铝业公告，民生证券研究院

氧化铝方面，截至2023年末，公司共计拥有2226万吨氧化铝产能。从产能分布来看，河南、山西、广西三地构成了公司将近70%的氧化铝产能，丰富的铝土矿资源保障了氧化铝生产的稳定资源供给。从产销情况来看，公司近年来氧化铝产量稳中有升，2024年冶金级氧化铝产量1687万吨，同比增长1.2%。满足自身生产所需后，剩余氧化铝用于外销。

表2：公司氧化铝产能分布（截至2023年末）

氧化铝企业名称	氧化铝产能（万吨/年）	权益（%）
中铝中州铝业有限公司	305	100%
中铝山西新材料有限公司	260	86%
中铝（郑州）铝业有限公司	241	100%
中铝山东有限公司	227	100%
中国铝业广西分公司	221	100%
山西华兴铝业有限公司	200	100%
广西华昇新材料有限公司	200	51%
贵州华锦铝业有限公司	160	60%
遵义铝业股份有限公司	100	67%
山西交口兴华科技股份有限公司	90	66%
中国铝业重庆分公司	80	100%
中国铝业郑州有色金属研究院有限公司	2	100%
云南铝业股份有限公司	140	29.1%

氧化铝产能总计
2226

资料来源：中诚信国际，民生证券研究院

电解铝方面，并表云铝后，公司电解铝总产量大幅提升，从 2021 年的 386 万吨（不考虑云铝并表调整）升至 2023 年的 679 万吨（其中 240 万吨为云铝的电解铝产量）。从产能分布来看，公司电解铝主要分布在云南、内蒙古、甘肃等地，整体来看，公司云南、贵州地区电解铝产能围绕铝土矿、氧化铝资源集中布局，生产资源间协同作用明显，同时，内蒙古、甘肃、山西、青海临近煤炭、电力基地，生产一体化优势显著。

表3：公司电解铝产能分布（截至 2025 年 1 月）

电解铝企业名称	电解铝产能（万吨/年）	权益（%）
内蒙古华云新材料有限公司	116	50%
包头铝业有限公司	30	100%
中国铝业连城分公司	52.3	100%
兰州铝业有限公司	42	100%
山西中铝华润有限公司	49.7	40%
中铝山西新材料有限公司	42	86%
中国铝业青海分公司	50	100%
贵州华仁新材料有限公司	50	40%
遵义铝业股份有限公司	36	67%
云南铝业股份有限公司	305	29.1%
电解铝产能总计	773	

资料来源：中诚信国际，公司官网，中国铝业公告，民生证券研究院

4.2 并购云铝股份，加快拓展绿色产业

提升绿色铝产能占比，实现产品互补。公司现持股云铝股份比例为 29.10%，为云铝股份第一大股东。2019 年中国铝业以每股 4.1 元的价格认购云铝股份非公开发行股票 3100 余万股，2021 年中国铝业再次认购云铝股份定增股票，两次交易完成后持股比例达 10.10%。2022 年中国铝业以每股 10.11 元的价格支付 66.62 亿元的交易对价收购云铝股份 19% 的股权，此次收购后中国铝业共持股 29.10%，成为云铝股份第一大股东，并将其纳入公司合并报表范围，成为公司的控股子公司。云铝股份是国内最大的绿色铝供应商，是中国第一家完成铝土矿、氧化铝、电解铝、铝加工全产业链企业，截至 2024 年已形成年产氧化铝 140 万吨、绿色铝 305 万吨、炭素制品 82 万吨、铝合金及铝加工产品 160 万吨的绿色铝一体化产业规模，绿色铝品牌优势明显。

表4：云铝股份并表后公司电解铝产量大幅提升

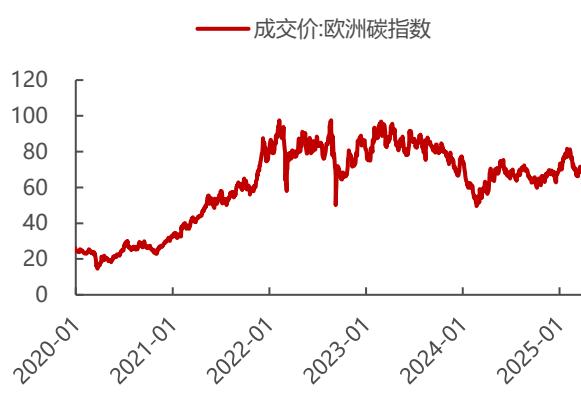
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
中国铝业电解铝产量 (万吨)	369	637	688	679	761
其中：云铝股份电解铝产量 (万吨)	-	230	260	239.95	293.83

资料来源：公司公告，云铝股份公告，民生证券研究院（注：2021 年度数据经追溯调整，统计口径包含云铝股份）

国内碳交易方兴未艾。国内碳交易参考欧洲市场，政府确定配额总量，由市场交易形成碳价。2021 年全国性碳交易开启，碳价开始逐步上行，目前碳价基本位于 90 元/吨以上，碳排放权的稀缺性逐步体现，随着电解铝等高耗能行业的纳入，碳价或将进一步上行。

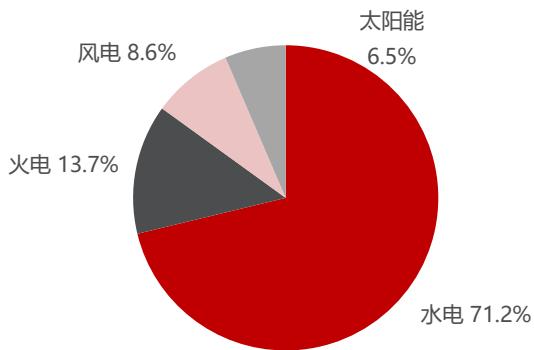
图22：上海碳排放交易价格（单位：元/吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

图23：欧洲碳交易价格（单位：欧元/吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

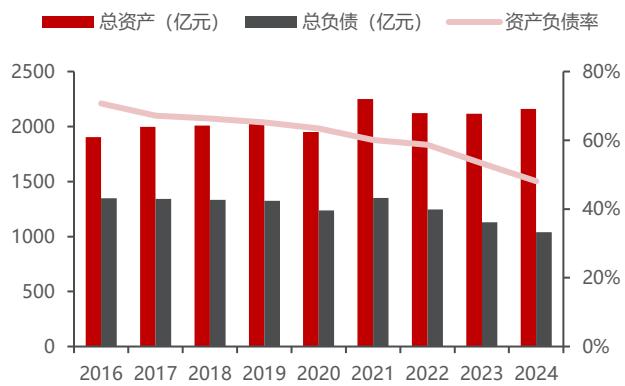
依托云铝股份，弥补绿电短板。云南可再生能源占比高，公司绿电价值空间巨大。2024 年云南电源结构中，水电占比高达 71.2%，风光等新能源发电占比 15.1%，可再生能源占比高达 86.3%，电解铝碳排放量较低，绿色铝特征明显。“双碳”背景下，随着电解铝行业纳入碳交易，云南绿色铝优势将会凸显。

图24：2024年云南发电结构


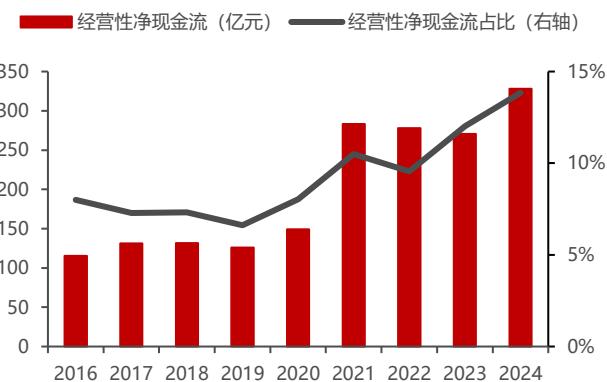
资料来源：wind，民生证券研究院

4.3 资产负债表优化，短期借款大幅降低

公司资本结构改善，经营性净现金流向好。近年来公司持续优化资本结构，2024年末公司资产负债率为48.1%，相较2023年底下降5.2pct，主要为公司压缩有息负债规模所致。随着经营改善，公司经营性现金流向好，2024年公司经营性净现金流328.1亿元，营收占比为13.8%，同比上升1.8pct。

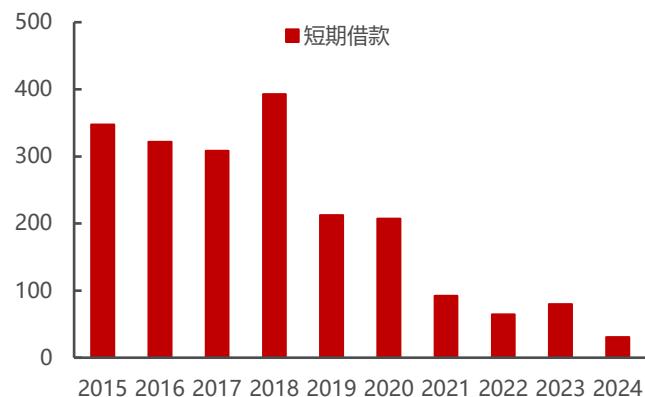
图25：近年来公司资产负债率不断下降


资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

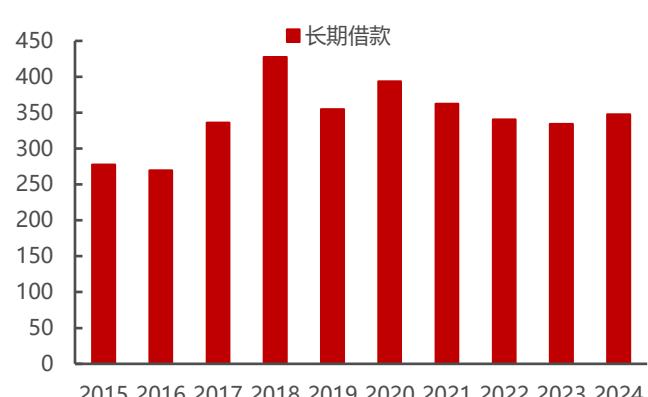
图26：公司经营性净现金流改善


资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

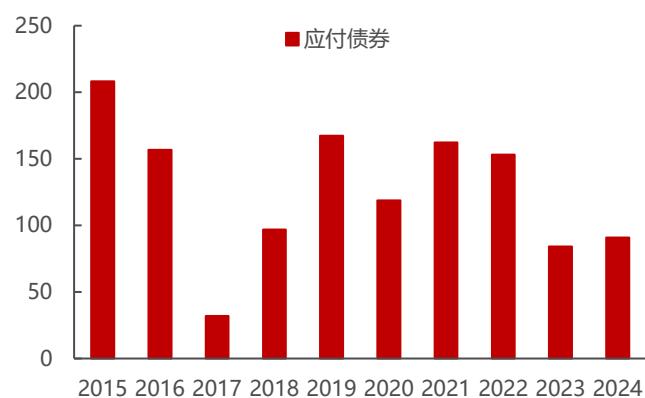
公司有息负债比例整体下降。随着公司盈利能力提升，现金流改善，公司开始偿还债务，近年来公司长期借款和短期借款整体下滑。公司长期借款从2020年底的394亿元，减少至2024年底的348亿元，短期借款从2020年底的207亿元，大幅减少至2024年底的31亿元。公司有息负债占总负债比重从2020年底的63%，减少至2024年底的53%。

图27：近年来公司短期借款大幅下滑（单位：亿元）


资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

图28：近年来公司长期借款整体下滑（单位：亿元）


资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

图29：近年来公司应付债券整体下滑（单位：亿元）


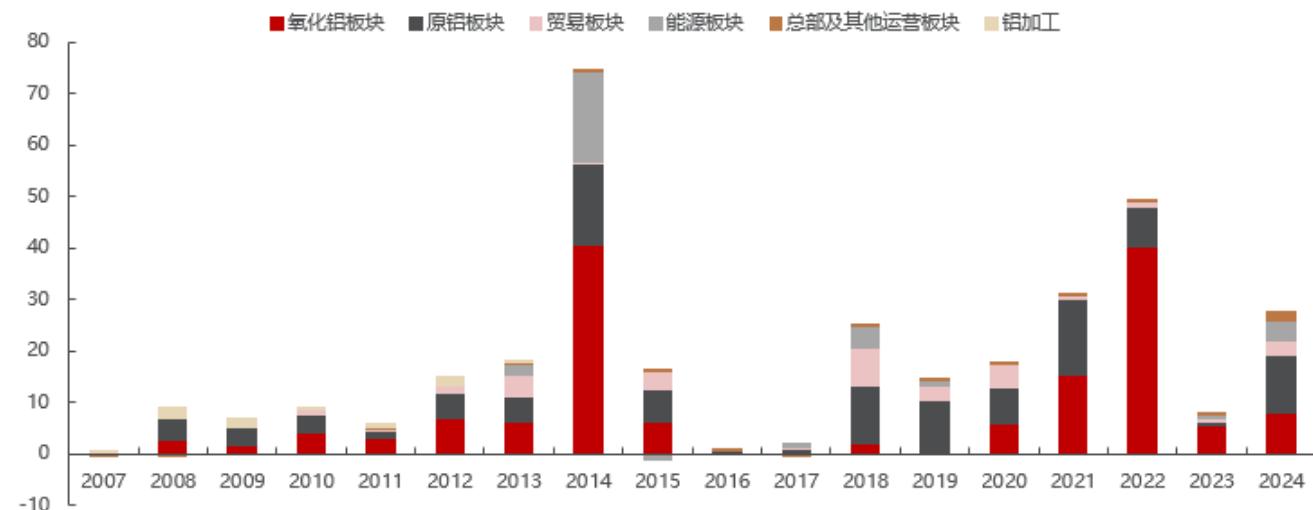
资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

图30：近年来公司有息负债占比整体下滑（单位：%）


资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院 (注：有息负债=短期借款+长期借款+应付债券+租赁负债)

2024 年资产减值 27.5 亿元，未来随着资产质量夯实，减值拖累有望减缓。

2024 年公司资产减值 27.5 亿元，减值主要由于公司积极优化产业布局、顺应国家安环标准提高等，更新老旧设备，对效益不佳、停用淘汰的资产计提减值，分版块看，其中氧化铝减值 8 亿元，原铝减值 11 亿元。历史来看，公司资产减值主要集中在氧化铝，原铝板块。2014 年公司资产减值 74.6 亿元，其中氧化铝板块减值 40.5 亿元，主要是重庆分公司 80 万吨氧化铝产能停产导致。2022 年公司资产减值 48.8 亿元，其中氧化铝板块减值 40.2 亿元，主要是中铝矿业旗下的氧化铝资产减值 21 亿元，重庆分公司氧化铝资产减值 9.4 亿元，中铝山西新材料氧化铝资产减值 2.8 亿元。2023 公司资产减值大幅下滑至 7.6 亿元。随着公司不断夯实资产质量，减值拖累有望减缓，未来业绩释放会更充分。

图31：公司资产减值概况（单位：亿元）


资料来源：中国铝业公告，民生证券研究院

表5：2014年公司资产减值细项

序号	涉及减值的资产	资产减值金额 (单位：亿元)	减值原因
1	重庆分公司 80 万吨氧化铝	33	停产
2	中铝宁夏能源集团硅产业	14	破产清算
3	贵州分公司电解铝 186KA 生产线、阴极炭素生产线及配套设施资产、连城分公司 600KA 试验线以及广西分公司电解铝 160KA、320KA 生产线等电解铝资产	8	停产等
4	其他	19.6	
合计		74.6	

资料来源：中国铝业公告，民生证券研究院

表6：2022年公司资产减值细项

序号	涉及减值的资产	资产减值金额 (单位：亿元)	减值原因
1	中铝矿业有限公司氧化铝生产线	21.0	2022年上半年，受到所处区域规划变化等因素影响，公司全资子公司中铝矿业有限公司部分已停产退出的氧化铝生产线资产减值迹象明显
2	公司所属重庆分公司停产氧化铝资产组减值	9.4	重庆分公司对外出租的已停产 80 万吨氧化铝资产，承租方于 2022 年解除租赁协议，公司经评估，相关资产后续复产可能性较小，资产减值迹象明显。根据北京中企华资产评估咨询有限责任公司出具的评估咨询结果，需要进一步计提资产减值准备。
3	公司控股子公司中铝山西新材料有限公司（以下简称“山西新材料”）氧化铝生产线闲置资产减值	2.8	山西新材料 140 万吨氧化铝生产线由于 2022 年生产组织方式发生变化，部分技术落后、市场竞争力弱的资产减值迹象明显，根据中通诚资产评估有限公司（以下简称“中通诚”）出具的评估咨询结果，需要计提资产减值准备。
4	公司控股子公司云南铝业股份有限公司下属子公司闲置资产减值	1.5	2022 年，受云南省限电影响，云南云铝润鑫铝业有限公司 240KA 电解设备停产，部分技术落后资产后续无进一步使用计划，根据中通诚出具的评估咨询结果，需要计提资产减值准备。

5	0.9	2022年,受云南省限电影响,曲靖云铝清鑫铝业有限公司230KA电解设备停产,部分技术落后资产后续无进一步使用计划,根据中通诚出具的评估咨询结果,需要计提资产减值准备。
6	0.2	2022年,云铝浩鑫铝箔有限公司新能源动力电池用铝箔设备因技术落后、运行成本高,减值迹象明显。根据北京国融兴华资产评估有限责任公司评估咨询结果,需要计提资产减值准备。
7	2.0	2022年,抚顺铝业已停产闲置的电解铝及海绵钛相关资产,经评估,预计后续盘活难度大,减值迹象明显。根据北京天健兴业资产评估有限公司出具的资产评估咨询结果,需要计提资产减值准备。
8	0.8	中铝山东对中铝山东工程技术有限公司(以下简称“山东工程”)持股比例为40%,受到山东工程持续经营状况不佳影响,中铝山东股权投资减值迹象明显。根据上海立信资产评估有限公司评估咨询报告,需要计提资产减值准备。
9	0.2	2022年,中铝山东已关停30万千瓦以下热电厂机组,受到无法满足国家环保政策要求、未来盘活难度大等影响,按照资产剩余残值计算,需要对固定资产计提资产减值准备。
10	0.8	中铝香港下属位于印尼的PT.NUSAPATI PRIMA铝土矿矿权已停建多年,近年来,公司积极与当地政府商讨进一步合作事宜,但受多种因素影响,谈判成效不显著。受到主要矿权已于2022年3月被撤销影响,中铝香港对相关资产计提减值准备。
其他	9.3	
合计	48.8	

资料来源：中国铝业公告，民生证券研究院

表7：2024年公司主要长期资产减值细项

资产类型	资产减值金额 (单位:亿元)	计提资产减值原因
固定资产	19.24	2024年因实施新项目而退出资产减值9.64亿元、因安全环保标准提高退出资产减值1.87亿元、因生产不经济退出资产减值4.66亿元,以及因预期运行效益下降的资产组减值3.07亿元等
在建工程	1.89	对2024年决策终止的项目前期费、预计难以盘活的房产等计提的减值
无形资产	0.05	对预计难以盘活的土地计提的减值
长期待摊费用	0.83	对被压覆矿区资产等计提的减值
其他非流动资产	1.22	对预计未来无法实现抵扣的税务资产计提的减值
合计	23.22	

资料来源：中国铝业公告，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

盈利预测与评级：公司作为国内铝产业链一体化企业，资源保障能力显著，随着铝价上涨，公司业绩弹性较大，我们预计公司 2025-2027 年将实现归母净利润 154.61 亿元、176.75 亿元和 195.69 亿元，对应现价的 PE 分别为 8、7 和 7 倍，维持“推荐”评级。

6 风险提示

1) 铝需求不及预期。公司产品中电解铝营收占比大，而电解铝供应较为确定，最大的不确定性在需求端，稳增长发力不足以及房地产继续大幅下滑，将对电解铝需求产生较大拖累，需求可能会不足，影响铝价。

2) 氧化铝价格下降超预期。电解铝供应增速放缓，氧化铝需求空间受限，而氧化铝产能长期过剩，随着氧化铝供给增加，氧化铝价格下行将影响公司利润。

3) 项目进展不及预期。目前银星一井项目、广西华昇二期工程 200 万吨氧化铝等项目仍在建，若项目进度受到干扰延期，则会对公司利润产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	237,066	245,045	260,669	273,009
营业成本	199,721	200,658	212,405	220,977
营业税金及附加	3,084	3,063	3,128	3,276
销售费用	447	441	443	450
管理费用	5,488	4,656	4,692	4,914
研发费用	3,064	3,308	3,337	3,495
EBIT	26,004	32,918	36,664	39,896
财务费用	2,677	2,333	1,979	1,528
资产减值损失	-2,751	-1,300	-1,100	-1,100
投资收益	996	613	652	683
营业利润	22,319	30,657	35,045	38,797
营业外收支	2	20	25	30
利润总额	22,322	30,677	35,070	38,827
所得税	2,940	4,908	5,611	6,212
净利润	19,382	25,769	29,458	32,615
归属于母公司净利润	12,400	15,461	17,675	19,569
EBITDA	38,168	46,757	51,151	55,144

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	22,210	26,392	38,578	52,209
应收账款及票据	5,231	5,505	5,856	6,133
预付款项	508	689	722	751
存货	24,420	24,739	26,187	27,244
其他流动资产	6,682	8,185	8,505	8,758
流动资产合计	59,051	65,510	79,848	95,096
长期股权投资	11,549	11,549	11,549	11,549
固定资产	95,860	98,023	100,408	102,120
无形资产	17,258	17,658	18,058	18,458
非流动资产合计	156,844	156,562	156,122	154,915
资产合计	215,896	222,072	235,970	250,011
短期借款	3,077	2,077	1,077	77
应付账款及票据	19,824	20,077	21,461	22,189
其他流动负债	23,297	19,799	21,759	22,219
流动负债合计	46,198	41,953	44,297	44,485
长期借款	34,762	27,262	17,262	7,262
其他长期负债	22,895	19,895	17,895	15,895
非流动负债合计	57,657	47,157	35,157	23,157
负债合计	103,855	89,109	79,454	67,642
股本	17,156	17,156	17,156	17,156
少数股东权益	42,849	53,157	64,940	77,986
股东权益合计	112,041	132,963	156,517	182,369
负债和股东权益合计	215,896	222,072	235,970	250,011

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.21	3.37	6.38	4.73
EBIT 增长率	40.13	26.59	11.38	8.81
净利润增长率	85.38	24.68	14.32	10.71
盈利能力 (%)				
毛利率	15.75	18.11	18.52	19.06
净利润率	8.18	10.52	11.30	11.95
总资产收益率 ROA	5.74	6.96	7.49	7.83
净资产收益率 ROE	17.92	19.37	19.30	18.75
偿债能力				
流动比率	1.28	1.56	1.80	2.14
速动比率	0.74	0.96	1.20	1.51
现金比率	0.48	0.63	0.87	1.17
资产负债率 (%)	48.10	40.13	33.67	27.06
经营效率				
应收账款周转天数	8.05	8.00	8.00	8.00
存货周转天数	44.63	45.00	45.00	45.00
总资产周转率	1.10	1.10	1.10	1.09
每股指标 (元)				
每股收益	0.72	0.90	1.03	1.14
每股净资产	4.03	4.65	5.34	6.08
每股经营现金流	1.91	2.17	2.76	2.86
每股股利	0.22	0.30	0.35	0.40
估值分析				
PE	11	8	7	7
PB	1.9	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	4.52	3.36	2.58	1.91
股息收益率 (%)	2.88	3.92	4.57	5.23
现金流量表 (百万元)				
净利润	19,382	25,769	29,458	32,615
折旧和摊销	12,164	13,839	14,487	15,248
营运资金变动	-1,721	-5,523	1,192	-428
经营活动现金流	32,807	37,222	47,407	49,008
资本开支	-9,420	-14,455	-14,949	-14,943
投资	1,654	-56	-47	-41
投资活动现金流	-7,628	-13,899	-14,344	-14,301
股权募资	657	0	0	0
债务募资	-12,873	-11,500	-13,000	-13,000
筹资活动现金流	-22,930	-19,142	-20,877	-21,075
现金净流量	2,309	4,182	12,186	13,632

插图目录

图 1: 2024 年, 公司营收同比下降 17%.....	3
图 2: 2024 年, 公司归母净利润同比上升 85.38%	3
图 3: 2024Q4, 公司营收同比上升 72.60%	3
图 4: 2024Q4, 公司归母净利润同比增长 147.96%	3
图 5: 2024 年, 公司分板块营收占比情况	4
图 6: 2024 年, 公司分板块毛利占比情况	4
图 7: 公司冶金氧化铝产量和销量 (单位: 万吨)	5
图 8: 公司原铝产量和销量 (单位: 万吨)	5
图 9: 公司煤炭产量和同比增长率 (单位: 万吨)	5
图 10: 公司发电量和同比增长率 (单位: 亿 kwh)	5
图 11: 2019-2024 年吨铝税前利润 (单位: 元/吨)	5
图 12: 2024 年, 公司净利率同比下滑 0.36pct.....	6
图 13: 2024 年, 公司三费费率同比上升 0.19pct.....	6
图 14: 2024Q4, 公司归母净利润环比增长 13.83 亿元 (单位: 亿元)	7
图 15: 2024Q4, 公司归母净利润同比增长 20.19 亿元 (单位: 亿元)	7
图 16: 2024Q4, 铝均价环比增加 973 元/吨 (单位: 元/吨)	7
图 17: 氧化铝价格走势 (单位: 元/吨)	7
图 18: 2024Q4, 三费费率环比上升 1.39pct.....	8
图 19: 2024Q4, 净利率环比上升 0.95pct.....	8
图 20: 博法矿产量 (单位: 万吨)	10
图 21: 中铝香港净利润	10
图 22: 上海碳排放交易价格 (单位: 元/吨)	12
图 23: 欧洲碳交易价格 (单位: 欧元/吨)	12
图 24: 2024 年云南发电结构	13
图 25: 近年来公司资产负债率不断下降	13
图 26: 公司经营性净现金流改善	13
图 27: 近年来公司短期借款大幅下滑 (单位: 亿元)	14
图 28: 近年来公司长期借款整体下滑 (单位: 亿元)	14
图 29: 近年来公司应付债券整体下滑 (单位: 亿元)	14
图 30: 近年来公司有息负债占比整体下滑 (单位: %)	14
图 31: 公司资产减值概况 (单位: 亿元)	15

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 中国铝业国内自有矿山情况	9
表 2: 公司氧化铝产能分布 (截至 2023 年末)	10
表 3: 公司电解铝产能分布 (截至 2025 年 1 月)	11
表 4: 云铝股份并表后公司电解铝产量大幅提升	12
表 5: 2014 年公司资产减值细项	15
表 6: 2022 年公司资产减值细项	15
表 7: 2024 年公司主要长期资产减值细项	16
公司财务报表数据预测汇总	19

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、不因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048