

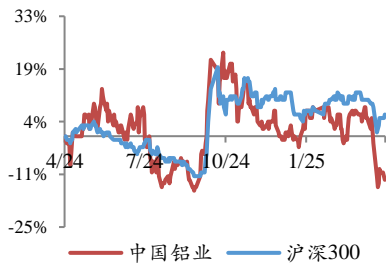
## 电解铝量价齐增，资源保障能力提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-17

收盘价（港元）	6.41
近12个月最高/最低（港元）	9.72/5.96
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（亿港元）	1,100
流通市值（亿港元）	842

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

### 相关报告

- 业绩受益于氧化铝价涨，深化全产业链布局 2025-01-25
- 铝链一体化优势凸显，上调盈利预期 2024-08-29

### 主要观点：

#### ● 公司发布2024年年报和2025年一季度业绩预告

公司2024年实现营业收入2370.66亿元，同比+5.21%；实现归母净利润124亿元，同比+85.38%。24Q4实现营业收入632.88亿元，同比+72.6%；实现归母净利润33.83亿元，同比+147.96%。公司25Q1预计实现净利润62至67亿元，同比+30%至40%；预计实现归母净利润34至36亿元，同比+53%至63%。

#### ● 氧化铝价格上行释放一体化优势

公司2024年电解铝板块实现收入1363.59亿元，同比+8.82%；氧化铝板块实现收入740.04亿元，同比+38.26%。**量：**2024年公司原铝产量761万吨，同比+12.08%，云铝增产+内蒙古和青海项目投产贡献增量；2024年公司冶金级氧化铝产量1687万吨，同比+1.2%，广西华昇二期陆续投产，2025年氧化铝板块有增量释放；铝土矿方面，2024年铝土矿产量3017.4万吨，同比+7.27%，增量主要来自几内亚博法矿产能爬坡，博法矿2024年产量1566万吨，同比+15.57%。**价：**2024年铝土矿供给紧缺导致氧化铝现货紧张从而价格持续上涨，氧化铝均价4078.05元/吨，同比+39.71%，2025年以来随着新增产能投产及铝土矿供应问题缓解，氧化铝价格呈现回落趋势；电解铝国内供给硬约束，需求稳定增长，2024年全年均价1.99万元/吨，同比+6.58%。**利：**原铝板块毛利率10.31%，同比-2.89pcts，主要受到原燃料成本上涨影响；氧化铝板块毛利率26.40%，同比+15.55%，主要得益于氧化铝价格上行。

#### ● 持续看好铝板块投资价值

“双碳”要求国内电解铝新增产能必须用原有产能置换，目前国内电解铝产量几乎饱和。2024年国内电解铝产能占全球的比重为59.72%，全球供应链高度依赖中国供给，短期来看增量弹性有限，供给仍然偏紧。需求角度，2024年国内电解铝需求量4490.03万吨，同比+5.1%，2025年1-2月国内电解铝需求量较上年同期+1.67%，仍然保持较高水平。

#### ● 铝土矿进口依赖度较高，供给风险仍需重视

矿端供给对于海外依存度持续提升，2025年1-2月国内铝矾土产量同比-12.57%，而进口量同比+25.08%，国内产能释放缓慢，矿产资源仍然具备竞争优势。氧化铝端，此前高价刺激产能释放后氧化铝现货紧张的局面缓解，价格回落后出现成本倒挂或将降低部分氧化铝厂的生产意愿，而下游电解铝开工维持高位，氧化铝价格下探空间有限。

#### ● 投资建议

公司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，铝土矿持续增产增储，资源保障提升抗风险能力。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为140.3/155.3/174.5亿元（前值为2025-2026年分别为139.08/154.55亿元），对应PE分别为8/7/6倍，维持“买入”评

级。

● **风险提示**

电解铝和氧化铝价格大幅波动; 能源成本大幅波动; 产能释放不及预期; 几内亚铝土矿出口政策变动等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	237066	236743	241104	247900
收入同比 (%)	5.2%	-0.1%	1.8%	2.8%
归属母公司净利润	12400	14026	15530	17454
净利润同比 (%)	85.4%	13.1%	10.7%	12.4%
毛利率 (%)	15.8%	16.2%	16.8%	17.7%
ROE (%)	17.9%	17.7%	17.3%	17.1%
每股收益 (元)	0.72	0.82	0.91	1.02
P/E	10.17	7.84	7.08	6.30
P/B	1.82	1.39	1.22	1.08
EV/EBITDA	4.39	3.10	2.21	1.32

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 一体化优势释放，业绩维持高增长.....	5
2 持续看好铝板块投资价值 .....	9
2.1 铝供给硬约束，价格易涨难跌.....	9
2.2 铝土矿供给矛盾仍存，原材料价格下探空间有限 .....	10
3 盈利预测和估值探讨.....	12
风险提示: .....	14
财务报表与盈利预测 .....	15

## 图表目录

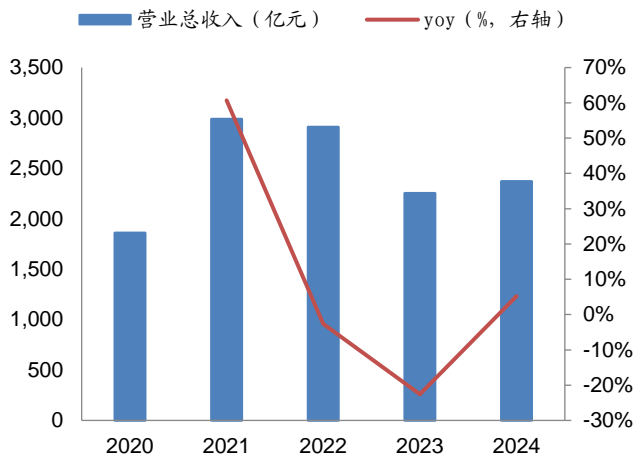
图表 1 中国铝业营收及增速	5
图表 2 中国铝业归母净利润及增速	5
图表 3 中国铝业分季度营收及增速	5
图表 4 中国铝业分季度归母净利润及增速	5
图表 5 原铝板块营收及增速	6
图表 6 氧化铝板块营收及增速	6
图表 7 氧化铝产销量	6
图表 8 原铝产销量	6
图表 9 2023 年以来铝现货价（元/吨）	7
图表 10 2023 年以来国内氧化铝现货均价（元/吨）	7
图表 11 公司毛利率和净利率变动	7
图表 12 公司分板块毛利率	7
图表 13 中国铝业旗下铝土矿	8
图表 14 国内电解铝产能	9
图表 15 中国电解铝产量占全球产量比重超过 50%	9
图表 16 国内电解铝需求（万吨）	10
图表 17 铝下游需求结构（数据截至 2023 年）	10
图表 18 氧化铝和铝土矿价格	10
图表 19 国内氧化铝产能	11
图表 20 国内氧化铝生产成本（元/吨）	11
图表 21 国内铝土矿进口数量（万吨）	11
图表 22 国内铝土矿产量	11
图表 23 中国铝业收入预测	12
图表 24 可比公司估值	13

## 1 一体化优势释放，业绩维持高增长

中国铝业发布 2024 年年报：公司 2024 年实现营业收入 2370.66 亿元，同比+5.21%；实现归母净利润 124 亿元，同比+85.38%。公司单 24Q4 实现营业收入 632.88 亿元，同比+72.6%，环比-32.53%；实现归母净利润 33.83 亿元，同比+147.96%，环比-29.51%。

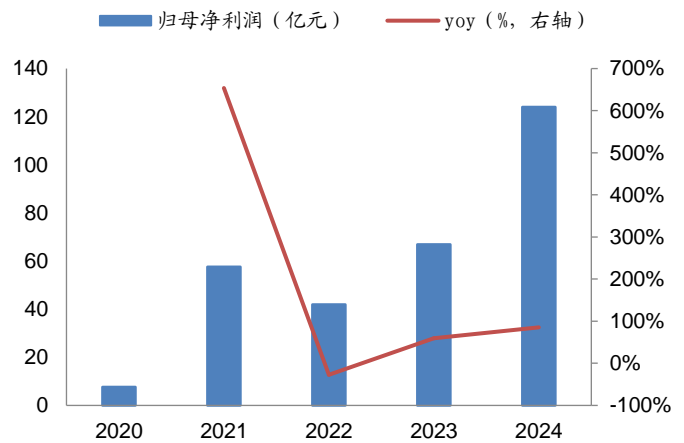
中国铝业发布 2025 年一季度业绩预增公告：公司 25Q1 预计实现净利润 62 至 67 亿元，同比+30%至 40%，环比+0.49%至 6%；预计实现归母净利润 34 至 36 亿元，同比+53%至 63%，环比+42%至 54%。

图表 1 中国铝业营收及增速



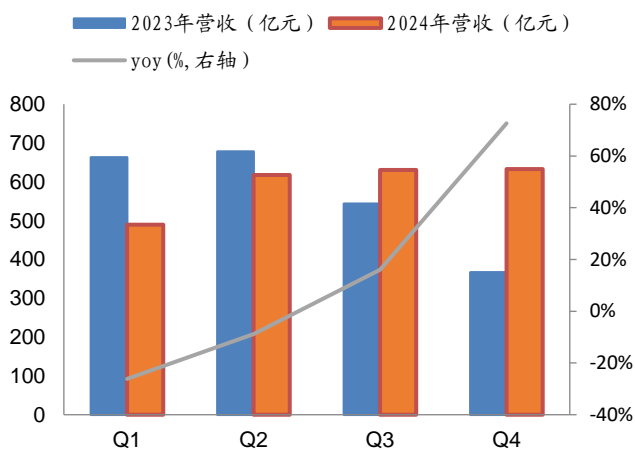
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 2 中国铝业归母净利润及增速



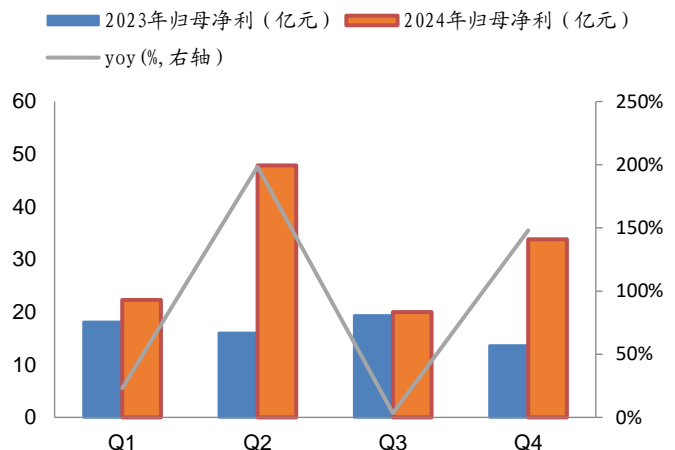
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 3 中国铝业分季度营收及增速



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 4 中国铝业分季度归母净利润及增速



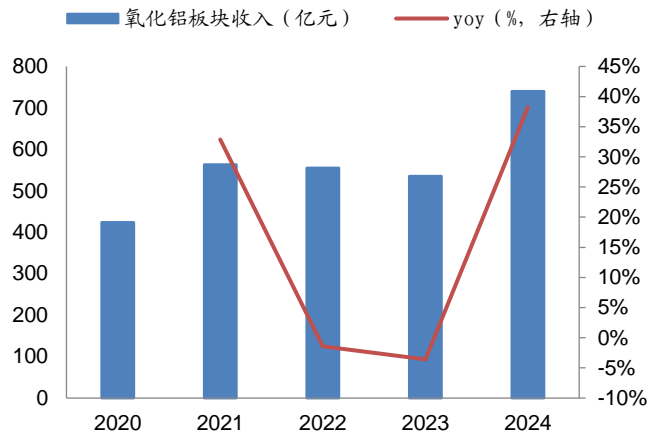
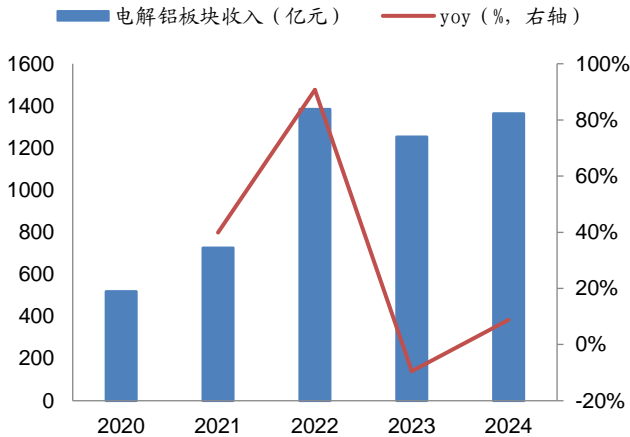
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

氧化铝和原铝贡献收入增量，一体化优势凸显。公司 2024 年电解铝板块实现收入 1363.59 亿元，同比+8.82%；氧化铝板块实现收入 740.04 亿元，同比+38.26%。

原铝和氧化铝板块占公司总收入的比重分别为 57.52%和 31.22%。2024 年氧化铝板块实现税前盈利 116.85 亿元,同比增加 106.35 亿元;原铝板块实现税前利润 89.66 亿元,同比减少约 20%,氧化铝价格大幅上涨支撑公司业绩,而原燃料成本上行影响了原铝板块的盈利。能源板块受到煤炭价格下降影响收入和利润均有下行;公司减少了毛利较低的贸易业务,贸易板块收入减少 6.88%,但国内物流业务增利贸易板块贡献利润微增。

图表 5 原铝板块营收及增速

图表 6 氧化铝板块营收及增速



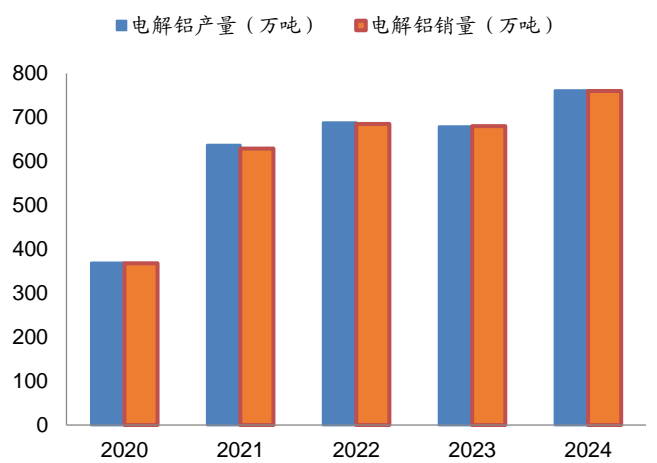
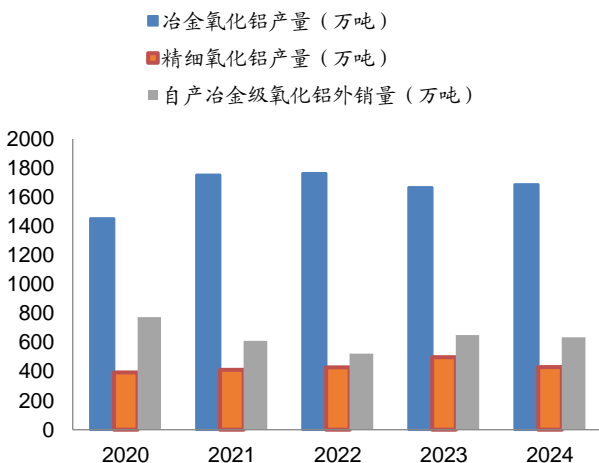
资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

**量:** 2024 年公司冶金级氧化铝产量 1687 万吨,同比+1.2%,广西华昇二期氧化铝项目陆续投产,2025 年氧化铝板块有增量释放;电解铝方面,2024 年内蒙古华云三期和青海分公司置换项目投产,叠加云铝增量,公司原铝产量 761 万吨,同比+12.08%,2025 年公司内蒙古和青海产能释放,原铝产量有望进一步增长。

图表 7 氧化铝产销量

图表 8 原铝产销量



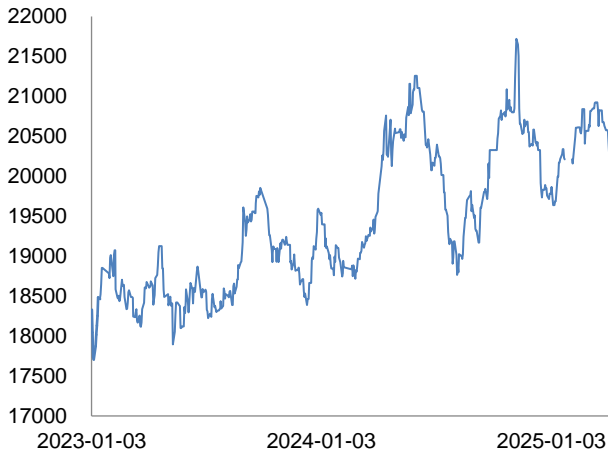
资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

**价:** 2024 年铝土矿供给紧缺导致氧化铝现货紧张从而价格持续上涨,国内全年氧化铝均价 4078.05 元/吨,同比+39.71%,2025 年以来随着新增产能投产及铝土

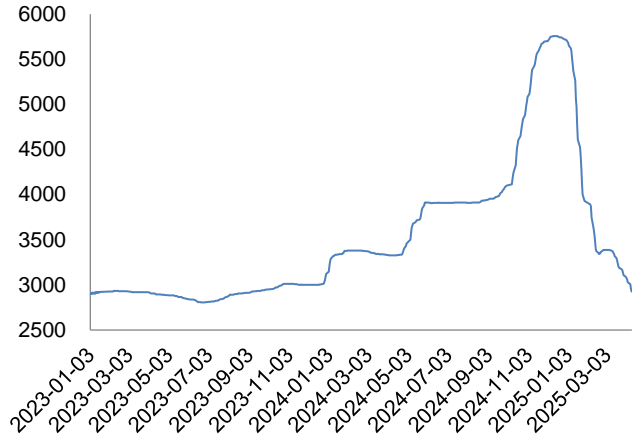
矿供应问题缓解, 氧化铝价格呈现回落趋势。电解铝国内供给硬约束, 需求稳定增长, 2024 年全年均价 1.99 万元/吨, 同比+6.58%。

图表 9 2023 年以来铝现货价 (元/吨)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

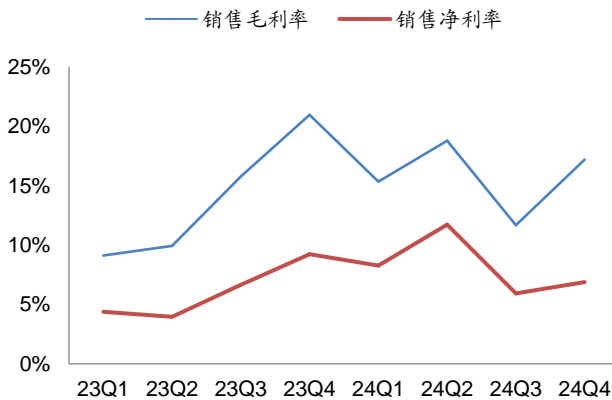
图表 10 2023 年以来国内氧化铝现货均价 (元/吨)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

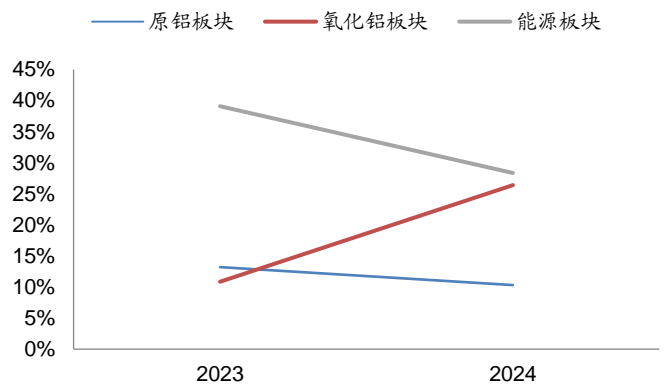
利润方面, 公司 2024 年毛利率 15.75%, 同比+2.85pcts, 其中原铝板块毛利率 10.31%, 同比-2.89pcts, 主要受到原燃料成本上涨影响; 氧化铝板块毛利率 26.40%, 同比+15.55%, 主要得益于氧化铝价格上行。

图表 11 公司毛利率和净利率变动



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 12 公司分板块毛利率



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

铝土矿资源量和产量均实现增长。公司 2024 年铝土矿产量 3017.4 万吨, 同比+7.27%, 增量主要来自几内亚博法矿产能爬坡, 博法矿 2024 年贡献铝土矿产量 1566 万吨, 同比+15.57%。据公告, 公司聚焦矿产资源特强, 推进铝土矿资源勘探开发、增储上产, 2024 年新增资源量 7355 万吨。

**图表 13 中国铝业旗下铝土矿**

矿山名称	主要品种	资源量 (百万吨)	储量 (百万吨)	品位	2023年产量 (万吨)	2024年产量 (万吨)	资源剩余可开 采年限(年)
平果矿	铝土矿	65.85	22.67	10.8	551.7	580	5.7
贵州矿	铝土矿	103.42	36.62	9.26	185	178	15.9
遵义矿	铝土矿	30.19	13.80	3.83	109.8	81	8.6
山西新材料	铝土矿	95.83	34.83	5.72	218.2	221	20.3
三门峡分公	铝土矿	108.05	12.71	5.23	44.7	0.4	15
洛阳分公司	铝土矿		12.15	4.96	32.9	2	
郑州分公司	铝土矿		15.16	5.3	62.3	99	
许平矿	铝土矿	91.99	3.38	5.25	6.5	6.5	11.2
三门峡矿	铝土矿		21.11	6.58	28.7	31.7	
焦作矿	铝土矿		0.25	5.19	16.6	16.8	
阳泉矿	铝土矿	2.4652	0.97	4.64	7.9	0	2.6
文山矿	铝土矿	62.68	4.74	6.36	16.63	142	10.7
华兴矿	铝土矿	61.61	3.62	8.23	176.9	93	8
博法矿	铝土矿	2,079.29	167.80	33.72	1355	1566	>60
<b>合计</b>	铝土矿	<b>2,701.38</b>	<b>349.81</b>	<b>8.84</b>	<b>2812.83</b>	<b>3017.4</b>	<b>/</b>

资料来源：公司公告，华安证券研究所

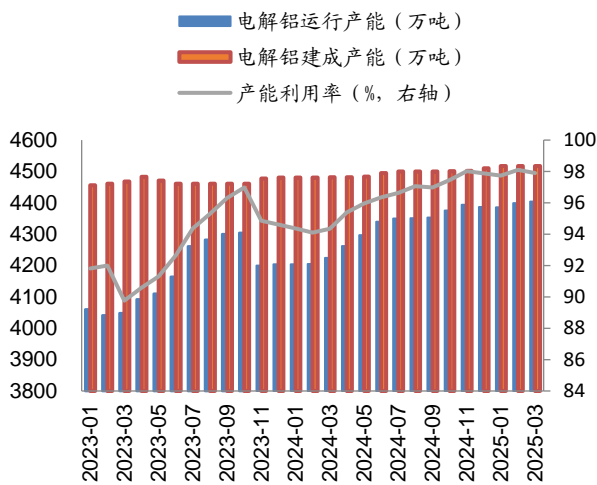


## 2 持续看好铝板块投资价值

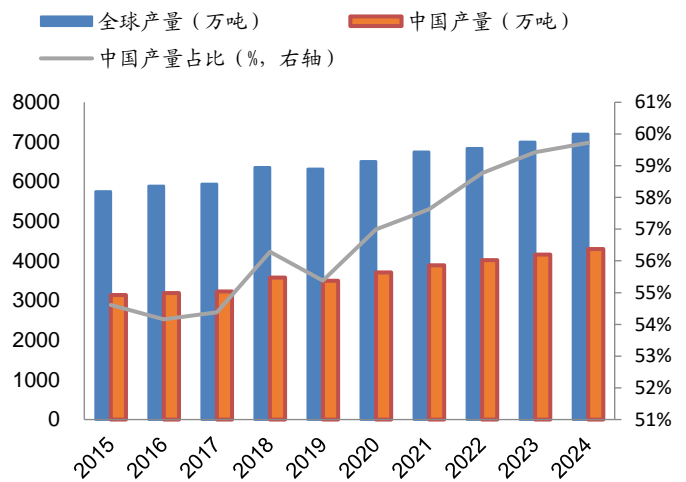
### 2.1 铝供给硬约束，价格易涨难跌

国内电解铝产能接近天花板，全球原铝增量有限。“双碳”要求国内电解铝新增产能必须用原有产能置换，2025年3月产能利用率97.9%，国内电解铝产线接近满产运营，产量增量有限。从全球来看，根据美国地质调查局的数据，2024年全球电解铝产能7200万吨，其中中国产量4300万吨，占比为59.72%，而美国本土铝产量仅67万吨，全球铝供应链高度依赖中国供给，产量增量均来自中国。从供应角度来看，铝供给受到硬性约束，短期来看增量弹性有限，供给仍然偏紧。

图表 14 国内电解铝产能



图表 15 中国电解铝产量占全球产量比重超过 50%

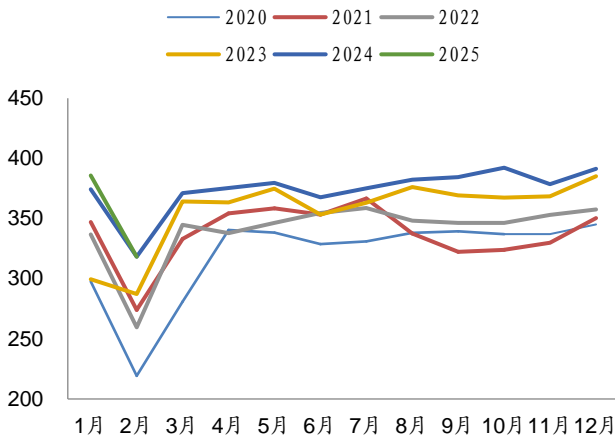


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：美国地质调查局，同花顺 iFinD，华安证券研究所

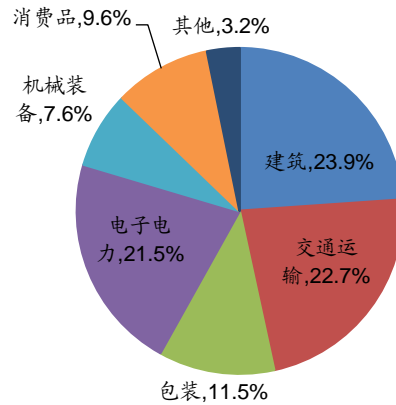
国内政策频出，需求保持乐观。2024年国内电解铝需求量4490.03万吨，同比+5.1%，2025年1-2月国内电解铝需求量较上年同期增长1.67%，仍然保持较高水平。从需求结构来看，截至2023年建筑和交通用铝比例分别为23.9%和22.7%，后续国内政策推进楼市止跌企稳，建筑需求仍托底铝消费。新能源汽车、光伏、电力电子等行业发展，贡献用铝需求增量。

图表 16 国内电解铝需求 (万吨)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 17 铝下游需求结构 (数据截至 2023 年)

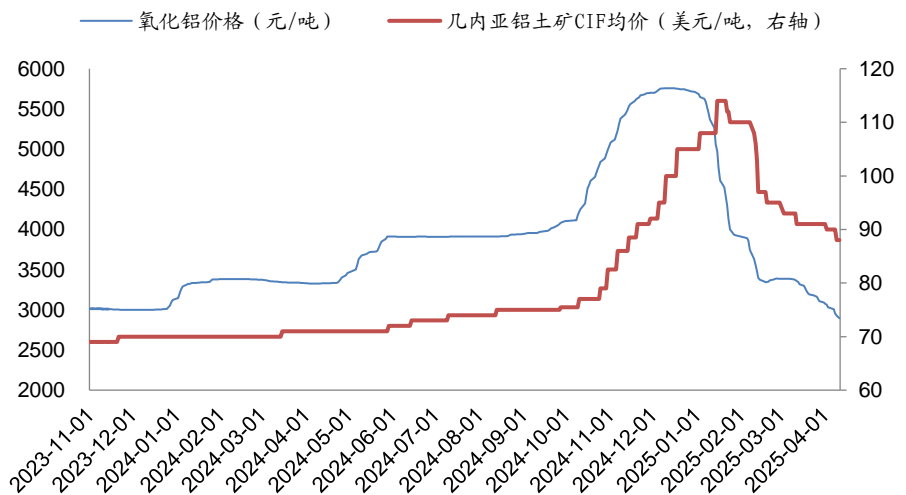


资料来源: SMM, 华安证券研究所

## 2.2 铝土矿供给矛盾仍存, 原材料价格下探空间有限

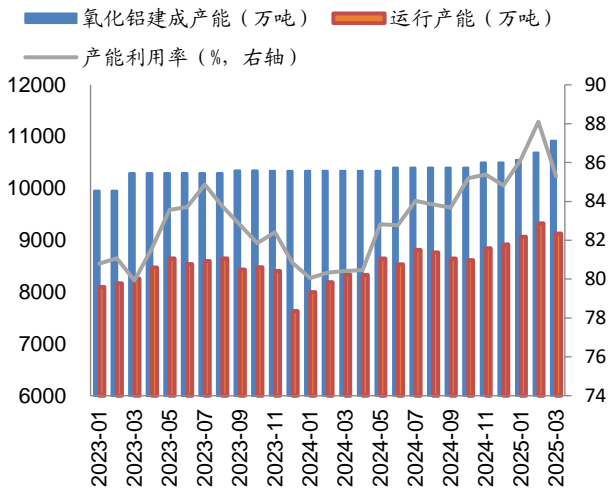
氧化铝产能释放致价格下行, 但较低利润或打压生产意愿。前期氧化铝价格高位刺激产能释放, 但随着现货紧张的局面缓解, 氧化铝价格回落, 截至 2025 年 4 月 11 日, 国内氧化铝现货价为 2895 元/吨 (2024 年均价为 4078 元/吨)。但铝土矿价格跌幅小于氧化铝跌幅, 2025 年 3 月国内氧化铝加权平均完全成本为 3292 元/吨, 成本倒挂或将降低部分氧化铝厂的生产意愿, 而下游电解铝开工维持高位, 氧化铝价格下探空间有限。

图表 18 氧化铝和铝土矿价格



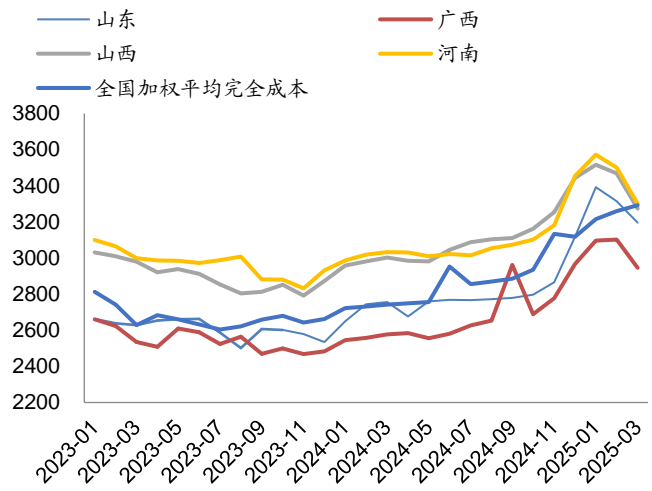
资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 19 国内氧化铝产能



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

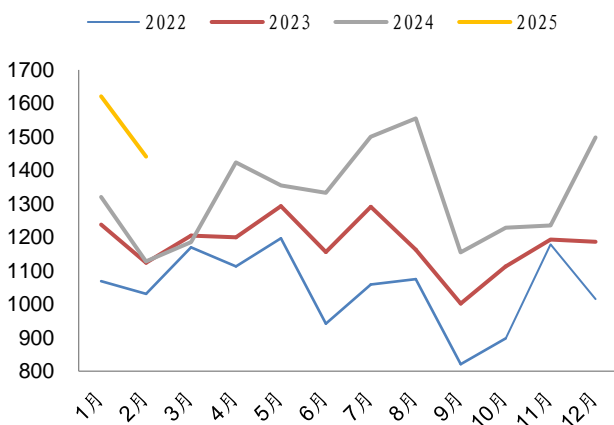
图表 20 国内氧化铝生产成本 (元/吨)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

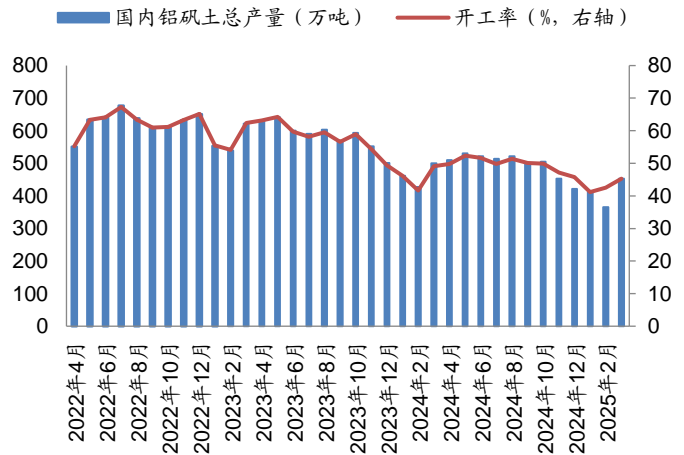
**铝土矿供给依然依赖进口。**我们在 2024 年 1 月 11 日外发行业专题《氧化铝供给趋紧, 关注高自给率铝企》中曾论述过国内铝土矿限产、依赖几内亚进口的问题, 2024 年由于铝土矿供给紧张造成氧化铝价格波动。站在当前时点, 尽管氧化铝产量逐步释放、国内铝矾土库存上行, 但供给依赖海外的局面仍然没有改变, 2025 年 1-2 月, 国内铝矾土产量 776.7 万吨, 较上年同期-12.57%; 铝矿砂及其精矿进口量 3062 万吨, 较上年同期+25.08%。进口依赖度高面临一定风险, 若出现类似印尼出口禁令、2023 年底几内亚油库事件、船运受阻等问题, 或进一步对产业链造成打击。

图表 21 铝矿砂及其精矿进口数量 (万吨)



资料来源: 海关总署, 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 22 国内铝土矿产量



资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

### 3 盈利预测和估值探讨

#### 盈利预测重要假设

**氧化铝板块：**量：广西华昇二期氧化铝投产产能释放，假设 2025-2027 年氧化铝产量分别为 2210/2250/2310 万吨（包括冶金级和精细氧化铝）；价：国内氧化铝现货转松价格下行，假设参考公司过去几年氧化铝收入和产量的比值，假设 2025-2027 年分别为 2950/2900/2900 元/吨；利：假设随着氧化铝价格下行后企稳，2025-2027 年板块毛利率分别为 16.9%/17.2%/17.2%。

**原铝板块：**量：内蒙古华云新材料项目和青海分公司置换项目投产，假设 2025-2027 年电解铝产量分别为 768/772/776 万吨；价：电解铝供给硬约束，需求持续延续增长，假设 2025-2027 年公司原铝板块销售均价分别为 1.89/1.93/1.99 万元/吨；利：假设随着铝价上行和原燃料成本修复，2025-2027 年原铝板块毛利率分别为 14.6%/15.6%/17%。

图表 23 中国铝业收入预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>氧化铝收入（百万元）</b>	<b>55514</b>	<b>53526</b>	<b>74004</b>	<b>65195</b>	<b>65250</b>	<b>66990</b>
yoy		-3.58%	38.26%	-11.90%	0.08%	2.67%
<b>成本（百万元）</b>	<b>45992</b>	<b>47719</b>	<b>44772</b>	<b>48216</b>	<b>51660</b>	<b>51661</b>
yoy		3.75%	-6.18%	7.69%	7.14%	0.00%
毛利率	17.15%	10.85%	26.40%	16.9%	17.2%	17.2%
总产量（万吨）	2193	2166	2118	2210	2250	2310
氧化铝收入/产量（元/吨）	2531.4	2471.2	3494.0	2950	2900	2900
<b>电解铝（原铝）收入（百万元）</b>	<b>138429</b>	<b>125800</b>	<b>136359</b>	<b>144845</b>	<b>149150</b>	<b>154207</b>
yoy		-9.12%	8.39%	6.22%	2.97%	3.39%
<b>成本（百万元）</b>	<b>120764</b>	<b>110704</b>	<b>122302</b>	<b>123648</b>	<b>125836</b>	<b>128040</b>
yoy		-8.33%	10.48%	1.10%	1.77%	1.75%
毛利率	12.76%	13.20%	10.31%	14.6%	15.6%	17.0%
销量（万吨）	685	680	760	768	772	776
电解铝售价（元/吨）	20209	18500	17942	18860	19320	19872
<b>能源板块收入（百万元）</b>	<b>9323</b>	<b>9256</b>	<b>8693</b>	<b>8693</b>	<b>8693</b>	<b>8693</b>
yoy		-0.71%	-6.08%	0%	0%	0%
<b>成本（百万元）</b>	<b>5653</b>	<b>5637</b>	<b>6229</b>	<b>6229</b>	<b>6229</b>	<b>6229</b>
yoy		-0.27%	10.49%	0%	0%	0%
毛利率	39.37%	39.10%	28.35%	28%	28%	28%
<b>贸易板块收入（百万元）</b>	<b>258806</b>	<b>185481</b>	<b>172727</b>	<b>172727</b>	<b>172727</b>	<b>172727</b>
yoy		-28.33%	-6.88%	0%	0%	0%
<b>成本（百万元）</b>	<b>255991</b>	<b>182868</b>	<b>169735</b>	<b>169735</b>	<b>169735</b>	<b>169735</b>
yoy		-28.56%	-7.18%	0%	0%	0%
毛利率	1.09%	1.41%	1.73%	1.73%	1.73%	1.73%

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

公司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，铝土矿持续增产增储，资源保障提升抗风险能力。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 140.3/155.3/174.5 亿元，对应 PE 分别为 8/7/6 倍，维持“买入”评级。

图表 24 可比公司估值

公司	股价	市值 (亿元)	EPS				PE			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
中国铝业	<b>6.41</b>	<b>994.68</b>	<b>0.72</b>	<b>0.82</b>	<b>0.91</b>	<b>1.02</b>	<b>10.17</b>	<b>7.84</b>	<b>7.08</b>	<b>6.30</b>
云铝股份	<b>14.03</b>	<b>486.55</b>	1.27	1.92	2.24	2.51	10.64	7.30	6.27	5.60
南山铝业	<b>3.41</b>	<b>396.03</b>	0.42	0.43	0.46	0.48	9.40	7.88	7.34	7.14
神火股份	<b>16.59</b>	<b>373.17</b>	1.91	2.46	2.86	3.19	8.83	6.73	5.81	5.20

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所测算；注：股价截至 2025/4/16 收盘，中国铝业为模型预测值，其余为一致预期均值

## 风险提示：

**电解铝和氧化铝价格大幅波动：**公司 2024 年原铝和氧化铝板块收入占比分别为 57.52% 和 31.22%，贡献主要业绩，如果电解铝和氧化铝价格超预期下滑将对公司业绩产生不利影响；

**能源成本大幅波动：**电解铝生产高度依赖电力供应，当电力能源成本大幅波动时对于公司生产成本有一定影响；

**产能释放不及预期：**公司华昇二期氧化铝项目、内蒙古华云三期和青海分公司电解铝项目投产爬坡中，如果产能释放不及预期将影响公司产销量从而影响收入；

**几内亚铝土矿出口政策变动：**公司在几内亚开采铝土矿并在国内生产氧化铝，如果几内亚铝土矿出口政策变动将影响公司自用或外购的铝土矿供应，对于生产经营造成影响。

**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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	59051	91188	125994	160946	<b>营业收入</b>	237066	236743	241104	247900
现金	22210	55983	89833	124131	营业成本	199721	198446	200489	204133
应收账款	5231	4578	4822	4989	营业税金及附加	3084	2841	2893	2975
其他应收款	1609	1681	1730	1757	销售费用	447	450	458	470
预付账款	508	682	590	621	管理费用	5488	5445	5545	5708
存货	24420	23003	23680	24103	财务费用	2677	2025	1525	934
其他流动资产	5072	5261	5339	5347	资产减值损失	-2751	0	0	0
<b>非流动资产</b>	156844	146679	136276	125189	公允价值变动收益	106	0	0	0
长期投资	11549	11549	11549	11549	投资净收益	996	685	736	791
固定资产	95860	86441	77012	67537	<b>营业利润</b>	22319	25670	28472	32001
无形资产	17258	16240	15221	14202	营业外收入	356	230	230	285
其他非流动资产	32178	32449	32495	31901	营业外支出	354	252	303	369
<b>资产总计</b>	215896	237867	262270	286135	<b>利润总额</b>	22322	25649	28399	31917
<b>流动负债</b>	46198	47345	48348	48475	所得税	2940	3386	3749	4213
短期借款	3077	6030	6102	5613	<b>净利润</b>	19382	22263	24650	27704
应付账款	13044	13058	13282	13461	少数股东损益	6982	8237	9121	10251
其他流动负债	30077	28257	28964	29401	<b>归属母公司净利润</b>	12400	14026	15530	17454
<b>非流动负债</b>	57657	60371	63783	65057	EBITDA	38168	39705	42019	45013
长期借款	34762	37476	40888	42162	EPS (元)	0.72	0.82	0.91	1.02
其他非流动负债	22895	22895	22895	22895					
<b>负债合计</b>	103855	107715	112131	113532					
少数股东权益	42849	51087	60207	70458					
股本	17156	17156	17156	17156					
资本公积	23273	23273	23273	23273					
留存收益	28762	38636	49503	61716					
归属母公司股东权益	69191	79065	89932	102145					
<b>负债和股东权益</b>	215896	237867	262270	286135					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	32807	35775	38550	41683
净利润	19382	22263	24650	27704
折旧摊销	12164	12031	12095	12161
财务费用	3002	2469	2644	2731
投资损失	-996	-685	-736	-791
营运资金变动	-1721	-171	-25	-37
其他经营现金流	22080	22302	24597	27657
<b>投资活动现金流</b>	-7628	-1048	-878	-198
资本支出	-9420	-1733	-1614	-989
长期投资	1654	0	0	0
其他投资现金流	137	685	736	791
<b>筹资活动现金流</b>	-22930	-1015	-3822	-7187
短期借款	-4893	2953	72	-489
长期借款	1324	2714	3413	1273
普通股增加	-5	0	0	0
资本公积增加	-22	0	0	0
其他筹资现金流	-19334	-6682	-7307	-7971
<b>现金净增加额</b>	2309	33773	33849	34298

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.2%	-0.1%	1.8%	2.8%
营业利润	46.2%	15.0%	10.9%	12.4%
归属于母公司净利	85.4%	13.1%	10.7%	12.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	15.8%	16.2%	16.8%	17.7%
净利率 (%)	5.2%	5.9%	6.4%	7.0%
ROE (%)	17.9%	17.7%	17.3%	17.1%
ROIC (%)	12.9%	12.0%	11.7%	11.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	48.1%	45.3%	42.8%	39.7%
净负债比率 (%)	92.7%	82.8%	74.7%	65.8%
流动比率	1.28	1.93	2.61	3.32
速动比率	0.72	1.40	2.08	2.79
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.11	1.04	0.96	0.90
应收账款周转率	51.23	48.27	51.30	50.53
应付账款周转率	14.97	15.21	15.22	15.27
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.72	0.82	0.91	1.02
每股经营现金流薄)	1.91	2.09	2.25	2.43
每股净资产	4.03	4.61	5.24	5.95
<b>估值比率</b>				
P/E	10.17	7.84	7.08	6.30
P/B	1.82	1.39	1.22	1.08
EV/EBITDA	4.39	3.10	2.21	1.32

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。