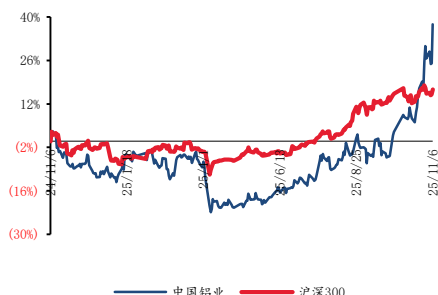


全产业链布局铝系列产品，龙头地位显著

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	171.56/131.66
总市值/流通(亿元)	1,863.1/1,429.79
12 个月内最高/最低价(元)	10.86/5.96

相关研究报告

<<毛利率回落但主要营运指标普遍改善——中国铝业跟踪点评>>—2019-10-31

<<氧化铝一枝独秀，下半年三大看点——中国铝业2018年半年报点评>>—2018-08-17

<<看好公司改革红利兑现及行业竞争格局改善——中国铝业2017年年报点评>>—2018-03-26

证券分析师：张文臣

电话：

E-MAIL: zhangwc@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525060001

事件：2025 年 Q3，实现营业收入 601.24 亿元，同比下降 4.66%，归母净利润 38.01 亿元，同比增长 90.31%；扣除非后的净利润达 37.75 亿元，增幅高达 103.37%。2025 年前三季度，公司实现营业收入 1765.15 亿元，同比增长 1.57%，归母净利润 108.72 亿元，同比增长 20.65%，扣非后归母净利润 107.16 亿元，同比增长 23.03%。利润增长主要源于公司持续强化成本管控、优化资源保障与产销量提升。

点评：

公司系列产品产量持续增长，盈利能力持续提高。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、精细氧化铝、电解铝、高纯铝及金属镓的产能均位居世界第一。2025 年前三季度，公司冶金级氧化铝产量 1304 万吨，精细氧化铝产量 327 万吨，自产冶金氧化铝对外销量 491 万吨。原铝（含合金）产量 600 万吨，自产原铝（含合金）外销量 599 万吨。煤炭产量 985 万吨，外售电厂发电量 128 亿 kwh。2025 年上半年，氧化铝矿石自给率较年初提升 6 个百分点，创近 5 年新高。同时，公司全产业链竞争优势突出，大宗物资采购降本近 10%。业务的不断增长和经营改善，极大地增厚了公司的利润。

电解铝成本可控，公司盈利能力持续。铝是地壳含量最丰富的金属元素，仅次于钢铁，以铝土矿的形式存在，几内亚拥有世界上最大的铝土矿储量，约为 74 亿吨，全球占比 25.52%。今年以来，国内铝土矿供应维持稳定，海外铝土矿供应同比出现较大增长，叠加全球氧化铝价格高位回调，进口铝土矿价格下行。国内外氧化铝价格相当，现货价格在 2900 元/吨以下。公司积极获取铝土矿资源，加大国内矿权勘查找矿力度，积极参与铝土矿资源省份矿权竞争出让，力争获取更多的国内新增资源量；积极加快建设海外第二供矿基地，深化与国外主流矿企合作，进一步拓展多元海外供矿渠道。

电解铝供给受限，需求稳中有增，价格高位运行。2024 年，全球电解铝产量 7200 万吨，我国年产量为 4300 万吨，国内电解铝总产能受限，海外新老产能有增有减，全球总供给变化不大。在需求端，电解铝被广泛应用

到建筑、交通、电力和新能源等领域，近年来，在传统市场不景气的情况下，新能源汽车和新能源电力的快速发展，极大地推动了电解铝的需求，使得电解铝的供需处于平衡状态。电解铝的成本主要包括氧化铝、预培阳极、电力和制造等，在成本端无明显变化的情况下，电解铝价格高位运行，根据公司经营计划，2025 年全球有望生产 780 万吨的电解铝，公司将持续受益。

投资建议：公司具有铝产品完整产业链，从资源到电解铝，再到精加工等，全球电解铝产能无明显增量，电解铝价格有望高位运行。我们看好公司的发展前景，预测 2025-2027 年公司归母净利润分别为 146.35 亿元，161.07 亿元和 177.2 亿元，对应的 PE 分别为 12 倍，11 倍和 10 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：(1) 新能源汽车和新能源是电解铝重要的新增市场，上述方向发展变化对需要有一定的影响；(2) 铝资源全球配套，地缘冲突的不确定性有较大影响；(3) 宏观经济情况和其他风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	237,066	260,772	286,849	315,534
营业收入增长率(%)	5.21%	10.00%	10.00%	10.00%
归母净利（百万元）	12,400	14,635	16,107	17,720
净利润增长率(%)	85.38%	18.02%	10.06%	10.02%
摊薄每股收益（元）	0.72	0.85	0.94	1.03
市盈率（PE）	10.17	11.92	10.83	9.85

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	21,104	22,210	42,022	64,378	89,839
应收和预付款项	4,471	5,739	559	615	677
存货	22,847	24,420	26,862	29,548	32,502
其他流动资产	10,001	6,682	7,536	8,425	9,353
流动资产合计	58,422	59,051	76,978	102,966	132,371
长期股权投资	10,040	11,549	13,058	14,567	16,076
投资性房地产	2,048	2,039	2,039	2,039	2,039
固定资产	100,447	95,860	91,965	87,451	82,317
在建工程	4,520	10,572	16,624	22,676	28,728
无形资产开发支出	17,478	17,258	16,762	16,234	15,675
长期待摊费用	944	1,158	1,891	2,625	3,359
其他非流动资产	76,420	77,460	94,509	119,780	148,359
资产总计	211,896	215,896	236,848	265,372	296,553
短期借款	7,970	3,077	3,077	3,077	3,077
应付和预收款项	21,223	19,968	21,965	24,161	26,578
长期借款	33,438	34,762	36,086	37,410	38,734
其他负债	50,237	46,048	43,802	45,952	48,250
负债合计	112,867	103,855	104,929	110,600	116,638
股本	17,162	17,156	17,156	17,156	17,156
资本公积	23,295	23,273	23,282	23,282	23,282
留存收益	18,164	27,719	40,141	53,925	69,090
归母公司股东权益	60,598	69,191	80,830	94,614	109,779
少数股东权益	38,431	42,849	51,089	60,158	70,135
股东权益合计	99,029	112,041	131,919	154,772	179,914
负债和股东权益	211,896	215,896	236,848	265,372	296,553

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	27,030	32,807	40,077	37,919	41,163
投资性现金流	-11,181	-7,628	-14,931	-15,051	-14,951
融资性现金流	-14,143	-22,930	-5,231	-512	-751
现金增加额	1,612	2,309	19,812	22,356	25,461

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	225,319	237,066	260,772	286,849	315,534
营业成本	196,311	199,721	219,693	241,663	265,829
营业税金及附加	2,590	3,084	3,393	3,732	4,105
销售费用	432	447	492	541	595
管理费用	4,355	5,488	6,037	6,641	7,305
财务费用	2,972	2,677	3,439	3,783	4,161
资产减值损失	-755	-2,751	-50	-50	-50
投资收益	276	996	900	1,000	1,100
公允价值变动	-3	106	0	0	0
营业利润	15,268	22,319	26,343	28,992	31,896
其他非经营损益	-205	2	2	2	2
利润总额	15,063	22,322	26,345	28,994	31,899
所得税	2,507	2,940	3,470	3,819	4,201
净利润	12,556	19,382	22,875	25,175	27,697
少数股东损益	5,867	6,982	8,240	9,069	9,977
归母股东净利润	6,689	12,400	14,635	16,107	17,720

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	12.87%	15.75%	15.75%	15.75%	15.75%
销售净利率	2.97%	5.23%	5.61%	5.62%	5.62%
销售收入增长率	-22.57%	5.21%	10.00%	10.00%	10.00%
EBIT 增长率	-7.56%	40.13%	14.54%	10.05%	10.01%
净利润增长率	59.56%	85.38%	18.02%	10.06%	10.02%
ROE	11.04%	17.92%	18.11%	17.02%	16.14%
ROA	5.92%	9.06%	10.11%	10.03%	9.86%
ROIC	8.85%	12.86%	13.36%	13.03%	12.75%
EPS (X)	0.39	0.72	0.85	0.94	1.03
PE (X)	14.50	10.17	11.92	10.83	9.85
PB (X)	1.60	1.82	2.16	1.84	1.59
PS (X)	0.43	0.53	0.67	0.61	0.55
EV/EBITDA (X)	5.11	4.39	4.57	3.76	2.99

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应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的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。