



# 中国铝业 (601600.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 同业竞争承诺期限临近,原铝产能扩张可期事件

8月22日公司公布23半年报,1H23实现营收1340.63亿元,同比-15.66%;归母净利34.17亿元,同比-23.32%;扣非归母净利28.84亿元,同比-24.85%。2Q23实现营收677.83亿元,环比+2.27%;归母净利16.04亿元,环比-11.55%;扣非归母净利12.74亿元,环比-20.83%。

### 点评

**Q2冶金氧化铝产销环比提升,电解铝盈利边际改善。**2023长江有色电解铝含税均价1.85万元/吨,环比+0.35%,河南氧化铝含税均价2939元/吨,环比-1.7%,预焙阳极含税均价5307元/吨,环比-20.78%。(1)公司冶金氧化铝1Q23产量398万吨,2Q23产量425万吨,环比+6.78%,1Q23外销量165万吨,2Q23外销178万吨,环比+7.88%。精细氧化铝1Q23产量111万吨,2Q23产量77万吨,环比-30.63%。1H23氧化铝板块营收215.27亿元,同比-23.59%,利润总额13.22亿元,同比+26.15%,主因氧化铝价格下跌但矿石利润增厚,1H22对中铝矿业停产氧化铝资产减值较多,1H23资产减值同比-92.79%至2.17亿元。(2)公司原铝1Q23产量153万吨,2Q23产量153万吨,环比不变,1Q23销量158万吨,2Q23销量148万吨,环比-6.33%。1H23原铝板块营收565.93亿元,同比-18.69%,利润总额39.42亿元,同比-47.52%,主因铝价下跌及云南限产导致产量同比-5.11%。(3)公司煤炭1Q23产量270万吨,2Q23产量352万吨,环比+30.37%,外售电厂1Q23发电量39亿kWh,2Q23发电量36亿kWh,1H23能源板块利润总额13.01亿元,同比+19.25%。公司2Q23综合毛利率提升0.81个百分点至9.93%,ROE降低0.45个百分点至2.82%。

**夯实资源基础,产能扩张可期。**1H23公司新增国内铝土矿资源量2100万吨,推进华晟二期200万吨氧化铝、华云三期42万吨电解铝项目建设,控股子公司云铝股份拟通过协议转让方式将10万吨电解铝产能指标转让给青海分公司,有利于盘活云铝股份闲置电解铝产能指标。云南复产即将完成,伴随在建项目推进,年内及中长期氧化铝、电解铝产销增长均可期待。公司与云铝股份解决同业竞争的承诺期限将于2023年底到期,预计同业竞争具体解决方案将为公司长期发展创造深层动力。

**优化资产质量,财务费用持续下降。**公司持续压缩有息负债规模,6月底资产负债率55.61%,较3月底降低1.74个百分点。2Q23财务费用6.86亿元,环比-16.09%,盈利能力持续提升。

### 盈利预测&投资评级

预计公司23-25年营收分别为2768/2848/2899亿元,实现归母净利润分别为70.13/82.11/94.59亿元,EPS分别为0.41/0.48/0.55元,对应PE分别为14.61/12.48/10.83倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

产品价格大幅下跌;电解铝限电限产;生产成本大幅上涨。

金属材料组

分析师:李超(执业S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

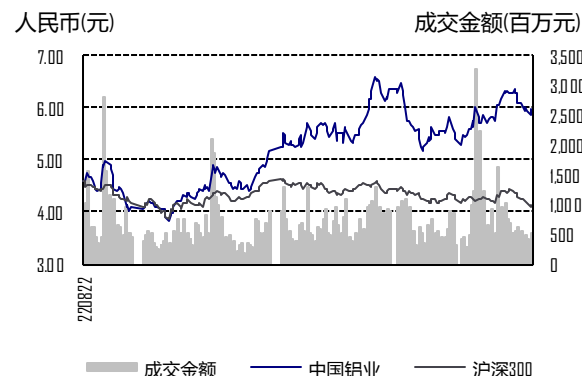
分析师:宋洋(执业S1130523070004)

songyang@gjzq.com.cn

市价(人民币):5.97元

相关报告:

1.《中国铝业:铝业龙头规模扩张可期》,2023.5.25



### 公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	269,748	290,988	276,810	284,804	289,873
营业收入增长率	45.03%	7.87%	-4.87%	2.89%	1.78%
归母净利润(百万元)	5,080	4,192	7,013	8,211	9,459
归母净利润增长率	585.50%	-17.47%	67.29%	17.09%	15.20%
摊薄每股收益(元)	0.298	0.244	0.409	0.478	0.551
每股经营性现金流净额	1.67	1.68	1.80	1.92	2.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.87%	7.71%	11.96%	12.46%	12.75%
P/E	20.41	18.30	14.61	12.48	10.83
P/B	1.81	1.41	1.75	1.56	1.38

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	185,994	269,748	290,988	276,810	284,804	289,873
增长率		45.0%	7.9%	-4.9%	2.9%	1.8%
主营业务成本	-170,675	-241,618	-257,603	-244,517	-248,402	-249,978
%销售收入	91.8%	89.6%	88.5%	88.3%	87.2%	86.2%
毛利	15,319	28,131	33,385	32,293	36,402	39,895
%销售收入	8.2%	10.4%	11.5%	11.7%	12.8%	13.8%
营业税金及附加	-1,601	-2,248	-2,860	-2,721	-2,799	-2,849
%销售收入	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-1,457	-315	-419	-398	-410	-417
%销售收入	0.8%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-3,067	-3,722	-4,092	-3,892	-4,005	-4,076
%销售收入	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
研发费用	-1,434	-2,362	-4,805	-4,571	-4,703	-4,787
%销售收入	0.8%	0.9%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	7,760	19,484	21,210	20,710	24,485	27,766
%销售收入	4.2%	7.2%	7.3%	7.5%	8.6%	9.6%
财务费用	-4,241	-3,714	-3,505	-3,757	-3,921	-3,547
%销售收入	2.3%	1.4%	1.2%	1.4%	1.4%	1.2%
资产减值损失	-2,733	-4,456	-5,299	-1,055	-1,090	-1,098
公允价值变动收益	-10	-59	59	60	60	60
投资收益	944	-300	668	600	600	600
%税前利润	43.8%	n.a	5.1%	3.7%	3.0%	2.6%
营业利润	2,303	11,208	13,682	16,558	20,134	23,781
营业利润率	1.2%	4.2%	4.7%	6.0%	7.1%	8.2%
营业外收支	-148	-1,029	-473	-300	-300	-300
税前利润	2,155	10,179	13,209	16,258	19,834	23,481
利润率	1.2%	3.8%	4.5%	5.9%	7.0%	8.1%
所得税	-582	-2,390	-2,366	-2,601	-3,173	-3,757
所得税率	27.0%	23.5%	17.9%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	1,573	7,789	10,843	13,657	16,661	19,724
少数股东损益	832	2,709	6,651	6,644	8,450	10,265
归属于母公司的净利润	741	5,080	4,192	7,013	8,211	9,459
净利率	0.4%	1.9%	1.4%	2.5%	2.9%	3.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,573	7,789	10,843	13,657	16,661	19,724
少数股东损益	832	2,709	6,651	6,644	8,450	10,265
非现金支出	11,412	13,170	16,272	12,443	13,847	15,452
非经营收益	2,928	4,820	2,829	4,509	3,930	3,480
营运资金变动	-1,179	2,676	-1,078	202	-1,509	-735
经营活动现金净流	14,733	28,455	28,866	30,811	32,929	37,921
资本开支	-3,212	-1,093	-4,664	-16,207	-17,780	-22,880
投资	4,219	732	-163	60	60	60
其他	878	-459	1,348	600	600	600
投资活动现金净流	1,885	-820	-3,479	-15,547	-17,120	-22,220
股权募资	197	0	405	-1,595	0	0
债权募资	-10,751	-13,096	-12,893	-5,882	-8,443	-9,338
其他	-5,799	-4,637	-7,891	-5,424	-5,275	-4,975
筹资活动现金净流	-16,352	-17,733	-20,380	-12,902	-13,718	-14,314
现金净流量	178	9,976	4,851	2,362	2,091	1,387

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,687	19,178	19,260	19,104	19,366	19,424
应收款项	13,292	9,180	7,586	7,975	8,205	8,737
存货	19,857	18,678	24,712	25,202	26,678	27,237
其他流动资产	2,368	1,678	2,977	2,516	3,040	3,050
流动资产	46,204	48,714	54,536	54,797	57,289	58,449
%总资产	23.7%	25.3%	25.7%	25.6%	26.0%	25.5%
长期投资	15,804	15,154	13,892	13,892	13,892	13,892
固定资产	100,889	93,427	109,277	113,386	116,234	122,593
%总资产	51.8%	48.6%	51.5%	52.9%	52.7%	53.5%
无形资产	20,339	19,522	21,224	22,848	24,391	25,901
非流动资产	148,698	143,663	157,812	159,473	163,396	170,822
%总资产	76.3%	74.7%	74.3%	74.4%	74.0%	74.5%
资产总计	194,902	192,377	212,348	214,270	220,685	229,271
短期借款	32,756	19,249	25,434	19,930	13,587	6,349
应付款项	23,947	22,489	29,683	33,630	34,170	34,392
其他流动负债	5,924	10,443	7,250	4,515	4,974	5,412
流动负债	62,627	52,181	62,367	58,074	52,731	46,153
长期贷款	39,386	36,266	34,063	34,063	32,063	30,063
其他长期负债	21,717	31,147	28,162	23,477	21,560	20,134
负债	123,730	119,593	124,592	115,614	106,354	96,351
普通股股东权益	54,332	57,265	54,403	58,659	65,885	74,209
其中：股本	17,023	17,023	17,162	17,162	17,162	17,162
未分配利润	-1,649	6,917	10,183	16,354	23,580	31,903
少数股东权益	16,840	15,519	33,353	39,997	48,447	58,712
负债股东权益合计	194,902	192,377	212,348	214,270	220,685	229,271

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.044	0.298	0.244	0.409	0.478	0.551
每股净资产	3.192	3.364	3.170	3.418	3.839	4.324
每股经营现金净流	0.866	1.672	1.682	1.795	1.919	2.210
每股股利	0.000	0.032	0.036	0.049	0.057	0.066
回报率						
净资产收益率	1.36%	8.87%	7.71%	11.96%	12.46%	12.75%
总资产收益率	0.38%	2.64%	1.97%	3.27%	3.72%	4.13%
投入资本收益率	3.62%	10.22%	10.61%	10.36%	11.73%	12.63%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.15%	45.03%	7.87%	-4.87%	2.89%	1.78%
EBIT 增长率	14.42%	151.08%	8.86%	-2.36%	18.23%	13.40%
净利润增长率	-12.93%	585.50%	-17.47%	67.29%	17.09%	15.20%
总资产增长率	-4.02%	-1.30%	10.38%	0.91%	2.99%	3.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.1	5.3	4.5	4.5	4.5	4.5
存货周转天数	42.1	29.1	30.7	38.0	40.0	41.0
应付账款周转天数	19.1	15.8	18.7	19.1	19.1	19.1
固定资产周转天数	190.4	123.3	134.2	147.2	147.2	153.0
偿债能力						
净负债/股东权益	103.01%	72.21%	63.31%	50.90%	36.39%	24.31%
EBIT 利息保障倍数	1.8	5.2	6.1	5.5	6.2	7.8
资产负债率	63.48%	62.17%	58.67%	53.96%	48.19%	42.02%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-05-25	买入	5.28	6.13~6.13

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究