

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国铝业 (601600.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

张航 金属&amp;新材料行业首席分析师

执业编号: S1500523080009

邮箱: zhanghang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 铝价下降拖累 H1 业绩，一体化优势逐步显现

2023 年 08 月 23 日

- **事件:**公司发布 2023 年半年报,2023 年 H1 公司实现营业收入 1340.63 亿元,同比下降 15.66%;归母净利润 34.17 亿元,同比下降 23.32%。Q2 实现营业收入 677.83 亿元,同比下降 13.68%、环比增长 2.27%;归母净利润 16.04 亿元,同比下降 34.45%、环比下降 11.55%。
- **铝价下降拖累业绩,毛利环比有所改善:**1)公司上半年生产氧化铝 823 万吨,同比下降 9.05%。生产及销售电解铝 306/306 万吨,同比下降 5.57%/5.11%。2)价格方面,上半年电解铝均价为 18489 元/吨,同比下降 13.6%;Q2 电解铝均价为 18520 元/吨,同比、环比分别下降 10.1%、增长 0.3%。Q2 氧化铝均价 3083 元/吨,环比下降 1.7%,同比下降 9.1%。Q2 铝土矿均价 424.8 元/吨,同比增长 6.6%,环比下降 0.8%。3)利润方面,公司 H1 氧化铝板块利润总额为 13.22 亿元,较去年同期增加 2.74 亿元,板块盈利主要得益于矿石利润增长。公司 H1 电解铝板块利润总额为 39.42 亿元,较去年同期减少 35.7 亿元,板块盈利下降主要受铝价下滑影响,另一方面云南省限产导致云铝产量下降拖累业绩(云铝 H1 产量同比下降 31 万吨,公司 Q2 归母净利同比、环比下降 34.45%、11.55%)。4)盈利环比逐步改善:受益于原材料价格下降(预焙阳极 Q2 均价 5485 元/吨,同比下降 30.2%,环比下降 20.3%),公司毛利率环比上升 0.81 个 pct 至 9.93%。
- **重点项目加快实施,产业链一体化优势逐步显现:**①云铝股份协议转让其 10 万吨/年电解铝闲置产能指标给公司子公司青海分公司;内蒙古华云三期 42 万吨电解铝项目开工建设;华仁新材料电解槽技改接近尾声。我们预计,待全部产能投产公司电解铝产能有望增长 62 万吨/年,在行业产能鲜有增量的情况下,公司电解铝板块仍将受益于产能增长。②公司继续加快推进国内外资源获取,上半年新增国内铝土矿资源量 2100 万吨。另外,广西华昇二期 200 万吨氧化铝项目顺利推进,银星能源宁东 250MW 光伏项目并网发电、贺兰山 91.8MW 风机改造项目批复开工,中铝山东、山西中润等 5 个分布式光伏发电项目启动建设,待上述项目全部投产,公司产业链一体化优势持续显现,电解铝绿电占比有望进一步提升。
- **需求淡季不淡,继续看好铝价上行趋势:**短期云南复产释放增量或对供给形成干扰,但当前需求受国内利好政策刺激,表现淡季不淡,铝棒及铝锭仍继续维持去库态势。从盈利端来看,当前行业平均净利润维持在 1800-1900 元/吨,位于历史盈利区间高位。我们预计伴随需求旺季来临,云南复产接近尾声叠加库存低点,将会继续支撑铝价上行趋势,行业盈利有望继续走阔。
- **盈利预测与投资评级:**我们预计 2023-2025 年摊薄每股收益分别为 0.42 元、0.51 元、0.68 元,对应当前股价的 PE 分别为 14x、11x、9x。考虑公司一体化产业链优势逐步显现,铝价有望维持上行趋势,维持公司

“买入”评级。

➤ **风险因素：**电解铝需求不及预期，云南电解铝产能生产受限。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	298,885	290,988	426,701	438,551	448,139
同比(%)	60.7%	-2.6%	46.6%	2.8%	2.2%
归属母公司净利润(百万元)	5,759	4,192	7,127	8,706	11,746
同比(%)	653.5%	-27.2%	70.0%	22.2%	34.9%
毛利率(%)	12.3%	11.5%	6.9%	7.6%	9.0%
ROE(%)	9.5%	7.7%	11.6%	12.4%	14.3%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.24	0.42	0.51	0.68
P/E	18.68	18.70	14.02	11.47	8.50
P/B	1.73	1.41	1.62	1.42	1.22
EV/EBITDA	4.91	4.56	8.28	6.85	4.66

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为2023年8月23日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	54,110	54,536	63,672	85,967	113,632	
货币资金	21,085	19,260	10,663	31,878	59,024	
应收票据	1,208	411	603	620	633	
应收账款	3,031	4,106	6,022	6,189	6,324	
预付账款	1,001	2,180	3,362	3,428	3,452	
存货	21,643	24,712	38,111	38,860	39,139	
其他	6,143	3,866	4,912	4,993	5,059	
<b>非流动资产</b>	170,753	157,812	151,543	146,343	141,417	
长期股权投资	9,793	9,743	10,043	10,343	10,643	
固定资产(合)	116,408	106,997	100,407	94,931	89,454	
无形资产	17,472	16,890	16,890	16,890	16,890	
其他	27,080	24,182	24,203	24,179	24,430	
<b>资产总计</b>	224,863	212,348	217,209	234,305	257,044	
<b>流动负债</b>	61,916	62,367	67,616	67,974	68,131	
短期借款	11,937	6,461	7,658	7,658	7,658	
应付票据	4,679	7,096	7,096	7,096	7,096	
应付账款	13,909	15,440	15,440	15,440	15,440	
其他	31,390	33,369	37,421	37,779	37,936	
<b>非流动负债</b>	73,250	62,225	48,135	48,135	48,135	
长期借款	42,933	34,063	35,297	35,297	35,297	
其他	30,317	28,162	12,838	12,838	12,838	
<b>负债合计</b>	135,165	124,592	115,751	116,109	116,266	
少数股东权益	29,214	33,353	39,930	47,964	58,803	
归属母公司股东权益	60,484	54,403	61,528	70,232	81,974	
<b>负债和股东权益</b>	224,863	212,348	217,209	234,304	257,044	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	298,885	290,988	426,701	438,551	448,139	
同比(%)	60.7%	-2.6%	46.6%	2.8%	2.2%	
归属母公司净利润	5,759	4,192	7,127	8,706	11,746	
同比(%)	653.5%	-27.2%	70.0%	22.2%	34.9%	
毛利率(%)	12.3%	11.5%	6.9%	7.6%	9.0%	
ROE%	9.5%	7.7%	11.6%	12.4%	14.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.24	0.42	0.51	0.68	
P/E	18.68	18.70	14.02	11.47	8.50	
P/B	1.73	1.41	1.62	1.42	1.22	
EV/EBITDA	4.91	4.56	8.28	6.85	4.66	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	298,885	290,988	426,701	438,551	448,139	
营业成本	262,223	257,600	397,267	405,076	407,987	
营业税金及附加	2,595	2,860	2,560	2,631	2,689	
销售费用	383	419	427	439	448	
管理费用	4,535	4,092	3,840	3,947	4,033	
研发费用	2,417	4,805	4,267	4,386	4,481	
财务费用	4,274	3,505	2,988	2,863	2,381	
减值损失合	-5,056	-4,884	0	0	0	
投资净收益	-901	668	469	175	134	
其他	-1,250	194	299	307	314	
<b>营业利润</b>	15,250	13,682	16,120	19,691	26,567	
营业外收支	-1,063	-473	0	0	0	
<b>利润总额</b>	14,186	13,209	16,120	19,691	26,567	
所得税	2,870	2,366	2,418	2,954	3,985	
<b>净利润</b>	11,317	10,843	13,702	16,738	22,582	
少数股东损	5,557	6,651	6,577	8,034	10,839	
<b>归属母公司</b>	5,759	4,192	7,125	8,704	11,743	
EBITDA	35,601	31,048	19,136	20,027	23,615	
EPS(当)	0.33	0.24	0.42	0.51	0.68	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	35,232	27,806	10,561	24,611	30,670	
净利润	11,317	10,843	13,702	16,738	22,582	
折旧摊销	10,561	10,974	6,605	5,506	5,507	
财务费用	4,436	3,785	3,207	3,207	3,207	
投资损失	901	-668	-469	-175	-134	
营运资金变	1,041	-2,138	-12,483	-723	-361	
其它	6,975	5,010	0	59	-129	
<b>投资活动现金流</b>	-1,748	-3,479	134	-190	-317	
资本支出	-2,366	-4,664	-35	-85	-85	
长期投资	1,124	-163	-300	-300	-300	
其他	-506	1,348	469	195	68	
<b>筹资活动现金流</b>	-23,413	-27,038	-19,292	-3,207	-3,207	
吸收投资	2,730	405	0	0	0	
借款	35,427	23,111	1,234	0	0	
支付利息或股息	-4,481	-6,288	-3,207	-3,207	-3,207	
<b>现金流净增加额</b>	10,143	-2,867	-8,597	21,215	27,147	

## 研究团队简介

**张航**，信达证券金属与新材料首席分析师，中国人民大学金融学本科，法国 KEDGE 商学院管理学硕士，先后任职于兴业证券、民生证券，2023 年加入信达证券。曾荣获第二十届新财富金属与新材料第二名（核心成员），第十九届新财富金属与新材料第三名（核心成员），第十六届水晶球奖有色金属第二名、第十届 wind 金牌分析师有色金属第一名、第十三届金牛奖有色金属组最佳分析师（核心成员）、第四届金麒麟有色金属白金分析师（核心成员）、上海证券报 2022 最佳材料分析师、第十届 choice 有色金属行业最佳分析师。

**陈光辉**，中南大学冶金工程硕士，2022 年 8 月加入信达证券研究开发中心，从事电池金属等能源金属研究。

**云琳**，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事铝铅锌及贵金属研究。

**白紫薇**，吉林大学区域经济学硕士，2021 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事钛镁等轻金属及锂钴等新能源金属研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。