

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

姜永刚 金属&新材料行业首席分析师

执业编号: S1500520010002

联系电话: 010-83326716

邮箱: louyonggang@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

降本增效，业绩稳增

2023年04月26日

- **事件:** 公司于4月25日发布2023年一季报, Q1实现营业收入、归母净利润分别为662.79、18.13亿元, 同比分别增长-17.6%、-9.78%, 环比营业收入增长-21.95%, 归母净利润实现环比扭亏为盈。

点评:

- **降本增效，业绩环比扭亏为盈。** 公司2023年Q1实现营业收入、归母净利润分别为662.79、18.13亿元, 同比分别增长-17.6%、-9.78%, 环比营业收入增长-21.95%, 归母净利润实现环比扭亏为盈。公司一季度生产电解铝153万吨, 氧化铝398万吨, 主要产品产量基本与2022年同期持平。2023年Q1长江铝均价18456元/吨, 同比、环比分别下降16.8%、1.6%, 我们认为电解铝价格下降是造成公司营业收入同环比下降的主要原因。原材料价格下降, 是公司在Q1商品价格有所波动的背景下, 业绩实现同比略降、环比反弹的部分原因; 另外公司Q1资产减值损失同比、环比增长70.13%、97.23%, 并表后期间费用环比下降27.97亿元至23.28亿元, 反映公司提质增效举措效力逐步显露。
- **一体化优势显现，电解铝产能有望增长。** 公司为国内铝土矿—氧化铝—电解铝产业链一体化的电解铝头部企业, 当前国内+海外拥有铝土矿资源量22.9亿吨, 氧化铝产能2086万吨/年, 产能全球第一; 电解铝产能445.6万吨/年, 产能居前。公司氧化铝及预焙阳极自给率为100%, 铝土矿自给率伴随广西教美铝土矿项目建成投产有望提升至70%-75%, 产业链一体化使公司电解铝生产成本优势逐步体现。公司子公司华云新材料新建42万吨/年电解铝产能项目加快推进、贵州华仁新材料于2023年2月通过公开转让承接南山铝业10万吨/年电解铝指标, 公司预计年内投产, 待产能全部投产后公司电解铝产能将增长近11.7%至497.6万吨/年。此外, 公司于2022年7月收购云铝股份19%股权, 并成为云铝股份第一大股东, 此次股权并购后, 公司水电铝投资收益有望增加。
- **行业深度变革，供需结构改善。** 供给侧改革和能源变革对电解铝行业供需两端带来深远影响。供给端短期来看, 受西南地区水库蓄水量持续低位叠加区域内用电需求增长影响, 云南及贵州等地电解铝或将继续面临限电压力; 欧洲能源供给紧张背景下, 欧洲前期减产产能较难快速复产, 2023年全年电解铝产量增量或将有限。中长期来看, 受中国电解铝产能天花板影响, 国内很快触及产能上限, 海外电解铝新增产能进展缓慢, 全球电解铝供给弹性减弱, 我们预计2023-2025年全球原铝供给年均增速或将稳定在2%。需求端方面, 传统需求有望在稳增长扩内需的政策推动下出现边际改善, 新能源领域新能源汽车以及光伏用铝量或将贡献新的增量。在全球绿色低碳发展的大背景下, 电解铝需求仍有韧性, 我们预计2023-2025年全球原铝需求年均增速约为2.4%。供需缺口或将继续扩大, 铝价中长期或将继续维持上行趋势。

- **盈利预测与投资评级。**我们预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.68、0.80、0.84 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 9.1x、7.68x、7.34x。考虑公司竞争力和盈利能力快速提升，行业迎来上行周期，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**新增产能不及预期，新能源及地产需求增长不及预期。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万）	298,885	290,988	440,472	453,516	457,387
同比(%)	60.7%	-2.6%	51.4%	3.0%	0.9%
归属母公司净利润（百万）	5,759	4,192	11,619	13,770	14,405
同比(%)	653.5%	-27.2%	177.2%	18.5%	4.6%
毛利率(%)	12.3%	11.5%	9.8%	10.7%	10.8%
ROE(%)	9.5%	7.7%	17.6%	17.3%	15.3%
EPS（摊薄）（元）	0.33	0.24	0.68	0.80	0.84
P/E	18.68	18.70	9.10	7.68	7.34
P/B	1.73	1.41	1.60	1.32	1.12
EV/EBITDA	4.91	4.56	5.92	4.42	3.06

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	54,110	54,536	75,351	108,454	146,019
货币资金	21,085	19,260	21,970	53,966	91,140
应收票据	1,208	411	622	641	646
应收账款	3,031	4,106	6,216	6,400	6,455
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	5,070	5,160	5,186
非流动资产	170,753	157,812	151,459	146,259	137,636
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	24,119	24,096	20,649
资产总计	224,863	212,348	226,810	254,714	283,655
流动负债	61,916	62,367	69,675	70,038	70,169
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	39,480	39,843	39,974
非流动负债	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
负债合计	135,165	124,592	117,810	118,173	118,304
少数股东权益	29,214	33,353	44,972	58,743	73,148
归属母公司股东权益	60,484	54,403	66,022	79,793	94,198
负债和股东权益	224,863	212,348	226,810	254,714	283,655

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	440,472	453,516	457,387
同比(%)	60.7%	-2.6%	51.4%	3.0%	0.9%
归属母公司净利润	5,759	4,192	11,619	13,770	14,405
同比(%)	653.5%	-27.2%	177.2%	18.5%	4.6%
毛利率(%)	12.3%	11.5%	9.8%	10.7%	10.8%
ROE%	9.5%	7.7%	17.6%	17.3%	15.3%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.24	0.68	0.80	0.84
P/E	18.68	18.70	9.10	7.68	7.34
P/B	1.73	1.41	1.60	1.32	1.12
EV/EBITDA	4.91	4.56	5.92	4.42	3.06

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	298,885	290,988	440,472	453,516	457,387
营业成本	262,223	257,603	397,267	405,076	407,987
营业税金及附加	2,595	2,860	3,876	3,991	4,025
销售费用	383	419	641	660	665
管理费用	4,535	4,092	6,114	6,296	6,349
研发费用	2,417	4,805	3,056	3,147	3,173
财务费用	4,274	3,505	2,871	2,524	1,832
减值损失合计	-5,056	-4,884	-84	0	0
投资净收益	-901	668	595	613	618
其他	-1,250	194	1,081	1,114	1,123
营业利润	15,250	13,682	28,240	33,549	35,096
营业外收支	-1,063	-473	69	0	0
利润总额	14,186	13,209	28,309	33,549	35,096
所得税	2,870	2,366	5,070	6,008	6,285
净利润	11,317	10,843	23,239	27,541	28,811
少数股东损益	5,557	6,651	11,619	13,770	14,405
归属母公司净利润	5,759	4,192	11,619	13,770	14,405
EBITDA	35,601	31,048	26,165	27,809	28,030
EPS(当年)(元)	0.33	0.24	0.68	0.80	0.84

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	35,232	27,806	19,675	34,953	38,643
净利润	11,317	10,843	23,239	27,541	28,811
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	-595	-613	-618
营运资金变动	1,041	-2,138	-12,792	-744	-260
其它	6,975	5,010	12	56	1,996
投资活动现金流	-1,748	-3,479	332	250	1,738
资本支出	-2,366	-4,664	36	-83	-83
长期投资	1,124	-163	-300	-300	-300
其他	-506	1,348	595	633	2,121
筹资活动现金流	-23,413	-27,038	-17,297	-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
现金净增加额	10,143	-2,867	2,710	31,996	37,174

研究团队简介

姜永刚，金属&新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016年任广发证券有色行业研究员。2020年1月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

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，从事稀贵金属及工业金属研究。

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，从事小金属及新材料研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张翔夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲航	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡浩颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。