

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	5.82
总股本/流通股本(亿股)	171.62 / 130.79
总市值/流通市值(亿元)	999 / 761
52 周内最高/最低价	6.63 / 3.86
资产负债率(%)	58.7%
市盈率	24.35
第一大股东	中国铝业集团有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 王靖涵
SAC 登记编号: S1340122080037
Email: wangjinghan@cnpsec.com

中国铝业(601600)

全产业链深化优势，降本增效成效明显

● 事件

公司发布 2023 年半年报，2023H1 公司实现营收 1340.63 亿元，同比下降 15.66%；实现归母净利润 34.17 亿元，同比下降 23.32%；实现扣非后归母净利润为 28.84 亿元，同比下降 24.85%。Q2 实现营业收入 677.83 亿元，同比下降 2.86%、环比增长 2.27%；归母净利润 16.04 亿元，同比下降 33.58%、环比下降 11.55%。

● 点评

氧化铝、原铝价格下降，公司业绩承压。(1)量：公司冶金氧化铝产量 823 万吨，同比下降 9.05%；精细氧化铝产量 188 万吨，同比增加 5.13%；电解铝产量 306 万吨，同比下降 5.57%；煤炭产量 622 万吨，同比增长 11.67%，总发电量 178 亿千瓦时，同比下降 4.81%。(2)价：受市场对经济恢复悲观情绪及铝消费需求走弱等因素影响，2023H1 SHFE 现货铝均价为 18509 元/吨，同比下降 13.7%。受到云南限电政策落地及北方新增产能预释放带来的供应宽松的预期，2023H1 国内氧化铝现货均价为 2896 元/吨，同比下降 3.7%。

产能布局更加科学，重点项目加速突破。资源拓展上半年新增国内铝土矿资源量 2100 万吨。云铝股份拟通过协议转让其 10 万吨/年电解铝闲置产能指标给中国铝业青海分公司。内蒙古华云三期 42 万吨电解铝项目开工建设，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；中铝碳素包头 12 万吨预焙阳极建成投产，抚顺铝业 9.5 万吨炭素点火启动。

落实再生铝产业三年规划，项目逐步落地。贵州分公司年产 5 万吨再生铝示范线建成投产，包头铝业 6 万吨再生铝项目批复立项，上半年消纳废铝 19.2 万吨。加快固废处置利用，赤泥综合利用率达到 14.85%，创历史最好水平；电解铝“三废”处置与综合利用取得新进展，建成文山铝业、山西新材料、云铝润鑫铝电解“三废”处置示范线，年处置能力达到 10 万吨。

● 盈利预测

预计公司 23-25 年归母净利润分别为 75.89/85.71/97.13 亿元，EPS 分别为 0.44/0.50/0.57 元，对应 PE 分别为 13.50/11.95/10.55 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

电解铝价格大幅波动；氧化铝价格大幅波动；原材料成本上涨；下游需求不及预期；宏观经济波动。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	290988	277515	291130	299276
增长率(%)	-2.64	-4.63	4.91	2.80
EBITDA（百万元）	31048.08	38315.42	44188.08	52218.65
归属母公司净利润（百万元）	4191.93	7589.12	8570.84	9713.02
增长率(%)	-27.22	81.04	12.94	13.33
EPS(元/股)	0.24	0.44	0.50	0.57
市盈率（P/E）	24.44	13.50	11.95	10.55
市净率（P/B）	1.88	1.67	1.46	1.29
EV/EBITDA	4.56	4.09	3.12	2.30

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	290988	277515	291130	299276	营业收入	-2.6%	-4.6%	4.9%	2.8%
营业成本	257603	244743	255768	261543	营业利润	-10.3%	29.5%	12.9%	13.3%
税金及附加	2860	2509	2674	2799	归属于母公司净利润	-27.2%	81.0%	12.9%	13.3%
销售费用	419	409	407	430	获利能力				
管理费用	4092	4230	4316	4402	毛利率	11.5%	11.8%	12.1%	12.6%
研发费用	4805	4440	4658	4788	净利率	1.4%	2.7%	2.9%	3.2%
财务费用	3505	3085	2766	2218	ROE	7.7%	12.4%	12.2%	12.2%
资产减值损失	-4884	-1189	-1257	-1248	ROIC	9.6%	9.8%	10.2%	10.4%
营业利润	13682	17715	20007	22673	偿债能力				
营业外收入	114	0	0	0	资产负债率	58.7%	53.2%	47.9%	43.2%
营业外支出	587	0	0	0	流动比率	0.87	1.10	1.46	1.94
利润总额	13209	17715	20007	22673	营运能力				
所得税	2366	2834	3201	3628	应收账款周转率	81.54	63.69	67.92	71.36
净利润	10843	14881	16806	19045	存货周转率	12.55	11.40	12.24	12.34
归母净利润	4192	7589	8571	9713	总资产周转率	1.33	1.29	1.30	1.27
每股收益(元)	0.24	0.44	0.50	0.57	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.24	0.44	0.50	0.57
货币资金	19260	21037	33475	45873	每股净资产	3.17	3.58	4.08	4.64
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	4518	5112	4671	4987	PE	24.44	13.50	11.95	10.55
预付款项	2180	1384	1529	1752	PB	1.88	1.67	1.46	1.29
存货	24712	23992	23573	24945	现金流量表				
流动资产合计	54536	59173	69161	83622	净利润	10843	14881	16806	19045
固定资产	106997	108561	109655	111576	折旧和摊销	10974	17515	21415	27328
在建工程	2280	-1080	-2736	-5306	营运资本变动	-2138	-2649	2378	-837
无形资产	16890	17252	17611	18341	其他	8127	4062	3915	3519
非流动资产合计	157812	158856	159201	159410	经营活动现金流净额	27806	33809	44513	49055
资产总计	212348	218029	228361	243031	资本开支	-4664	-20127	-23826	-29047
短期借款	6461	1535	-4865	-10466	其他	1185	1065	1338	878
应付票据及应付账款	22536	20255	20558	21850	投资活动现金流净额	-3479	-19062	-22488	-28169
其他流动负债	33369	32122	31747	31681	股权融资	405	156	0	0
流动负债合计	62367	53913	47440	43065	债务融资	-10395	-8728	-6401	-5601
其他	62225	62042	62042	62042	其他	-17047	-4445	-3187	-2887
非流动负债合计	62225	62042	62042	62042	筹资活动现金流净额	-27038	-13017	-9588	-8488
负债合计	124592	115955	109482	105107	现金及现金等价物净增加额	-2867	1778	12438	12398
股本	17162	17162	17162	17162					
资本公积金	22920	23075	23075	23075					
未分配利润	10183	16063	23348	31604					
少数股东权益	33353	40644	48879	58211					
其他	4139	5129	6415	7872					
所有者权益合计	87756	102074	118879	137924					
负债和所有者权益总计	212348	218029	228361	243031					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048