



证券研究报告：有色金属 | 公司点评报告

2023年8月24日

股票投资评级

## 中国铝业(601600)

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:lishuahua@cnpsec.com  
研究助理:王靖涵  
SAC 登记编号:S1340122080037  
Email:wangjinghan@cnpsec.com

## 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%，创历史新高水平；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)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>									
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	毛利率	11.5%	11.8%	12.1%	12.6%
管理费用	4092	4230	4316	4402	净利率	1.4%	2.7%	2.9%	3.2%
研发费用	4805	4440	4658	4788	ROE	7.7%	12.4%	12.2%	12.2%
财务费用	3505	3085	2766	2218	ROIC	9.6%	9.8%	10.2%	10.4%
资产减值损失	-4884	-1189	-1257	-1248	偿债能力				
<b>营业利润</b>	<b>13682</b>	<b>17715</b>	<b>20007</b>	<b>22673</b>	资产负债率	58.7%	53.2%	47.9%	43.2%
营业外收入	114	0	0	0	流动比率	0.87	1.10	1.46	1.94
营业外支出	587	0	0	0	营运能力				
<b>利润总额</b>	<b>13209</b>	<b>17715</b>	<b>20007</b>	<b>22673</b>	应收账款周转率	81.54	63.69	67.92	71.36
所得税	2366	2834	3201	3628	存货周转率	12.55	11.40	12.24	12.34
<b>净利润</b>	<b>10843</b>	<b>14881</b>	<b>16806</b>	<b>19045</b>	总资产周转率	1.33	1.29	1.30	1.27
<b>归母净利润</b>	<b>4192</b>	<b>7589</b>	<b>8571</b>	<b>9713</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.24</b>	<b>0.44</b>	<b>0.50</b>	<b>0.57</b>	每股收益	0.24	0.44	0.50	0.57
<b>资产负债表</b>									
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	<b>估值比率</b>				
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	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>54536</b>	<b>59173</b>	<b>69161</b>	<b>83622</b>	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
<b>非流动资产合计</b>	<b>157812</b>	<b>158856</b>	<b>159201</b>	<b>159410</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>27806</b>	<b>33809</b>	<b>44513</b>	<b>49055</b>
<b>资产总计</b>	<b>212348</b>	<b>218029</b>	<b>228361</b>	<b>243031</b>	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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3479</b>	<b>-19062</b>	<b>-22488</b>	<b>-28169</b>
其他流动负债	33369	32122	31747	31681	股权融资	405	156	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>62367</b>	<b>53913</b>	<b>47440</b>	<b>43065</b>	债务融资	-10395	-8728	-6401	-5601
其他	62225	62042	62042	62042	其他	-17047	-4445	-3187	-2887
<b>非流动负债合计</b>	<b>62225</b>	<b>62042</b>	<b>62042</b>	<b>62042</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-27038</b>	<b>-13017</b>	<b>-9588</b>	<b>-8488</b>
<b>负债合计</b>	<b>124592</b>	<b>115955</b>	<b>109482</b>	<b>105107</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-2867</b>	<b>1778</b>	<b>12438</b>	<b>12398</b>
股本	17162	17162	17162	17162					
资本公积	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					
<b>所有者权益合计</b>	<b>87756</b>	<b>102074</b>	<b>118879</b>	<b>137924</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>212348</b>	<b>218029</b>	<b>228361</b>	<b>243031</b>					

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个月内相对市场表现，即报告发布日后的6个月内公司的股价（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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 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