

中国铝业 (601600. SH)

主营业务经营稳健，重点项目有序推进

增持

核心观点

公司披露 2023 年半年报：2023 年上半年实现营收 1,340.63 亿元（同比-15.66%），归母净利润 34.17 亿元（同比-23.32%），扣非归母净利润 28.84 亿元（同比-24.85%）。其中二季度单季营收 677.83 亿元（环比+2.27%），归母净利润 16.04 亿元（环比-11.55%），扣非归母净利润 12.74 亿元（环比-20.83%）。二季度业绩的同比下降主要受到电解铝、原铝等公司主营产品价格下降的影响。

盈利能力保持稳定，资产负债率持续下降。上半年，公司净利率为 4.17%，同比提升 0.08pp；毛利率为 9.53%，同比下降 1.31pp；期间费用率为 5.20%，同比提升 0.65pp。二季度单季，公司实现毛利润 67.29 亿元，环比增加 6.85 亿元，同时研发费用环比增加 7.73 亿元，另外计提资产减值 1.69 亿元，因此归母净利润有所下降。截至 2023 年 6 月末，公司资产负债率为 55.61%，较 2022 年末下降 3.07pp，资产负债率持续改善。

主营产品产销量符合预期，重点项目有序推进。上半年，公司实现冶金氧化铝产量 823 万吨（同比-9.05%）、精细氧化铝产量 188 万吨（同比+5.13%）、电解铝产量 306 万吨（同比-5.57%）、煤炭产量 622 万吨（同比-11.67%）、总发电量 178 亿千瓦时（同比-4.81%）。重点项目方面，内蒙古华云三期 42 万吨电解铝项目于今年 3 月开工建设，广西华昇二期 200 万吨氧化铝项目也顺利推进。

电解铝产能即将触及天花板，竣工+新能源拉动需求。我国西南部水电的季节性明显，导致电解铝开工率受限，国内电解铝运行产能以及产量可能已经见顶或接近顶部。需求端，今年房地产竣工端向上的弹性较大，建筑地产领域对铝的需求量有望由 2022 年的 757 万吨增长至 833 万吨，同比增速 10%；另外新能源领域的光伏、电动汽车、风电也将继续对铝需求形成正向贡献。

风险提示：地产链后周期复苏偏弱，对电解铝需求不及预期的风险；美联储加息政策超预期导致金属价格受到压制的风险；原料价格大幅上行导致电解铝盈利能力下降的风险。

投资建议：维持盈利预测，维持“增持”评级。预计公司 2023-2025 年营业收入 2,909.09/2,968.52/3,014.48 亿元，同比增速-0.03%/2.04%/1.55%；归母净利润 77.84/90.66/102.36 亿元，同比增速 85.69%/16.47%/12.90%；摊薄 EPS 为 0.45/0.53/0.60 元，当前股价对应 PE 为 12.8/11.0/9.8x。考虑到公司为大型有色央企龙头，拥有完整铝产业链，且在行业产能存在天花板的情况下仍具备产能扩张能力，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	269,748	290,988	290,909	296,852	301,448
(+/-%)	45.0%	7.9%	-0.0%	2.0%	1.5%
净利润(百万元)	5080	4192	7784	9066	10236
(+/-%)	585.5%	-17.5%	85.7%	16.5%	12.9%
每股收益(元)	0.30	0.24	0.45	0.53	0.60
EBIT Margin	7.2%	7.3%	10.0%	11.3%	12.4%
净资产收益率(ROE)	8.9%	7.7%	12.5%	13.6%	14.3%
市盈率(PE)	21.3	26.1	14.0	12.0	10.6
EV/EBITDA	8.3	7.6	7.9	6.7	5.8
市净率(PB)	1.89	2.01	1.88	1.76	1.63

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦 联系人：马可远
010-88005312 0755-81982439
liumengluan@guosen.com.cn makeyuan@guosen.com.cn
S0980520040001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	5.94 元
总市值/流通市值	101940/101940 百万元
52 周最高价/最低价	6.76/3.85 元
近 3 个月日均成交额	689.73 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

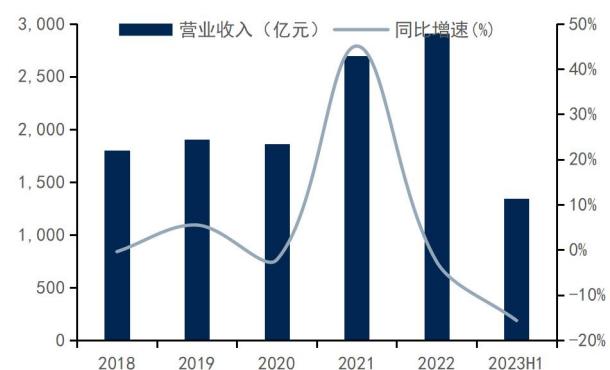
相关研究报告

《中国铝业 (601600. SH) - 拥有完整铝产业链的大型有色央企龙头》——2023-08-03

◆ 资产负债率持续下降，重点项目有序推进

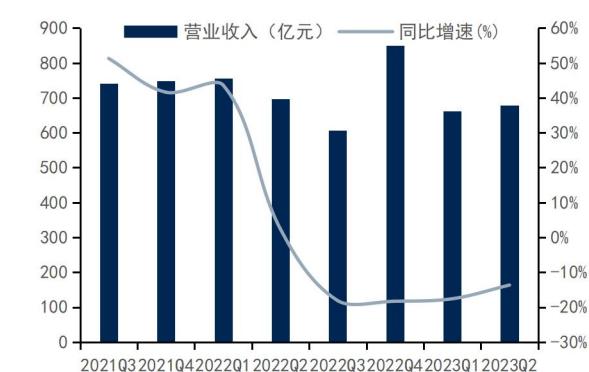
公司披露 2023 年半年报：2023 年上半年实现营收 1,340.63 亿元（同比-15.66%），归母净利润 34.17 亿元（同比-23.32%），扣非归母净利润 28.84 亿元（同比-24.85%）。其中二季度单季营收 677.83 亿元（环比+2.27%），归母净利润 16.04 亿元（环比-11.55%），扣非归母净利润 12.74 亿元（环比-20.83%）。二季度业绩的同比下降主要受到电解铝、原铝等公司主营产品价格下降的影响。

图1：中国铝业营业收入及增速（单位：亿元、%）



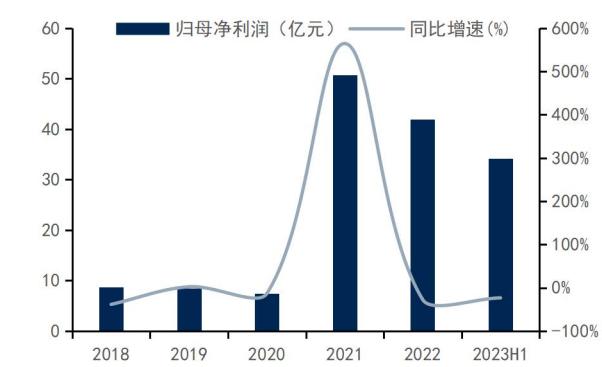
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：中国铝业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



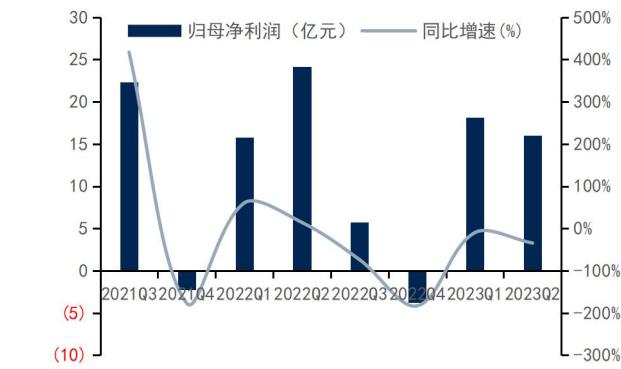
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：中国铝业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：中国铝业单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

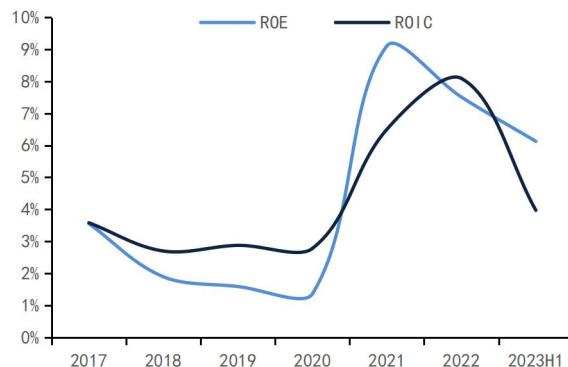


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

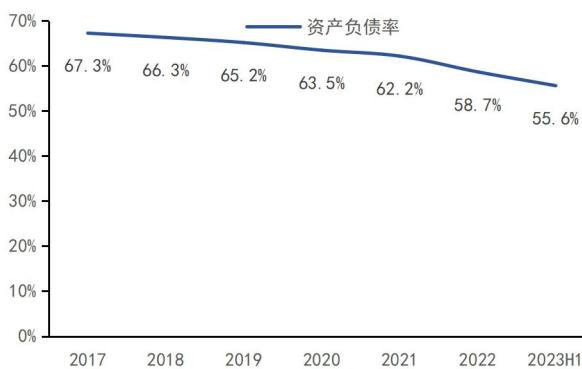
盈利能力保持稳定，资产负债率持续下降。上半年，公司净利率为 4.17%，同比提升 0.08pp；毛利率为 9.53%，同比下降 1.31pp；期间费用率为 5.20%，同比提升 0.65pp，其中研发费用率 1.26%，同比提升 0.14pp。二季度单季，公司实现毛利润 67.29 亿元，环比增加 6.85 亿元，同时研发费用环比增加 7.73 亿元，另外计提资产减值 1.69 亿元，因此净利润有所下降。截至 2023 年 6 月末，公司资产负债率为 55.61%，较 2022 年末下降 3.07pp，资产负债率持续改善。

图5：中国铝业毛利率、净利率变化情况（%）

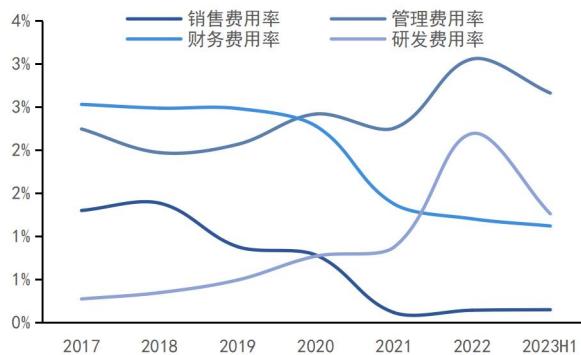

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：中国铝业ROE、ROIC变化情况（%）


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图7：中国铝业资产负债率（%）


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图8：中国铝业期间费用率（%）


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

主营产品产销量符合预期，重点项目有序推进。2023年上半年，公司实现冶金氧化铝产量823万吨（上年同期905万吨，同比-9.05%）、精细氧化铝产量188万吨（上年同期179万吨，同比+5.13%）、电解铝产量306万吨（上年同期324万吨，同比-5.57%）、煤炭产量622万吨（上年同期557万吨，同比-11.67%）、总发电量178亿千瓦时（上年同期187万吨，同比-4.81%），其中原铝产量的同比下滑主要由于西南地区电解铝限产所致。重点项目方面，内蒙古华云三期42万吨电解铝项目于今年3月开工建设，广西华昇二期200万吨氧化铝项目顺利推进，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。同时公司加快产品向中高端发展：新立项精细氧化铝项目12项，锂电池隔膜材料、微粉氢氧化铝项目开工建设。

◆ 电解铝产能即将触及天花板，竣工+新能源拉动需求

供给侧改革后，河南、山东地区的电解铝迫于成本或碳排放压力，将产能转移到火力发电成本低的内蒙古地区，或拥有廉价水电资源的云南、四川、广西等地区，云南、广西水电装机容量占比均在70%以上。我国西南部水电的季节性明显，导致电解铝开工率受限，国内电解铝运行产能以及产量可能已经见顶或接近顶部。需求端，2022年国内房地产开工和竣工数据低迷，2023年房地产竣工端向上的弹

性较大，建筑地产领域对铝的需求量有望由 2022 年的 757 万吨增长至 833 万吨，同比增速 10%；另外新能源领域的光伏、电动汽车、风电也将继续对铝需求形成正向贡献。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价		EPS			PE			PB	总市值 亿元
		2023/8/24	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E		
601600.SH	中国铝业	5.82	0.24	0.45	0.53	0.60	24.4	12.8	11.0	9.8	1.8
可比公司：											1,019
1378.HK	中国宏桥	6.81	0.86	1.02	1.15	1.26	7.9	6.7	5.9	5.4	0.8
000807.SZ	云铝股份	14.09	1.32	1.48	1.80	2.13	10.7	9.5	7.8	6.6	2.1
600219.SH	南山铝业	3.09	0.30	0.33	0.36	0.40	10.3	9.4	8.6	7.7	0.8
002532.SZ	天山铝业	6.24	0.57	0.78	0.98	1.09	10.9	8.0	6.4	5.7	1.2
											294

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示：地产链后周期复苏偏弱，对电解铝需求不及预期的风险；美联储加息政策超预期导致金属价格受到压制的风险；电力、氧化铝等原材料价格大幅上行，导致电解铝盈利能力下降的风险。

投资建议：维持盈利预测，维持“增持”评级。预计公司 2023–2025 年营业收入 2,909.09/2,968.52/3,014.48 亿元，同比增速-0.03%/2.04%/1.55%；归母净利润 77.84/90.66/102.36 亿元，同比增速 85.69%/16.47%/12.90%；摊薄 EPS 为 0.45/0.53/0.60 元，当前股价对应 PE 为 12.8/11.0/9.8x。考虑到公司为大型有色央企龙头，拥有完整铝产业链，且在行业产能存在天花板的情况下仍具备产能扩张能力，维持“增持”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	19178	19260	16375	18271	17969	营业收入	269748	290988	290909	296852	301448
应收款项	6109	5870	31880	32532	33035	营业成本	241618	257603	250671	252004	252638
存货净额	18678	24712	54262	54519	54627	营业税金及附加	2248	2860	2596	2649	2690
其他流动资产	4749	4694	11636	11874	12058	销售费用	315	419	407	386	362
流动资产合计	48714	54536	114154	117196	117689	管理费用	3722	4092	4748	4802	4836
固定资产	93427	109277	106657	105305	103782	研发费用	2362	4805	3491	3562	3617
无形资产及其他	15419	16890	16215	15539	14863	财务费用	3714	3505	4714	4810	4885
投资性房地产	21829	21902	21902	21902	21902	投资收益	(217)	668	90	0	0
长期股权投资	12988	9743	9343	8943	8543	资产减值及公允价值变动	(3130)	(4825)	(49)	0	0
资产总计	192377	212348	268271	268884	266780	其他收入	(3577)	(4670)	(2645)	(2887)	(2942)
短期借款及交易性金融负债	19249	25434	91260	80834	66225	营业利润	11208	13682	25169	29315	33097
应付款项	15505	22536	10174	10222	10243	营业外净收支	(1029)	(473)	0	0	0
其他流动负债	17427	14397	7562	7598	7613	利润总额	10179	13209	25169	29315	33097
流动负债合计	52181	62367	108996	98654	84081	所得税费用	2390	2366	4897	5728	6484
长期借款及应付债券	52489	49387	49387	49387	49387	少数股东损益	2709	6651	12329	14421	16326
其他长期负债	14924	12838	12338	11838	11338	归属于母公司净利润	5080	4192	7784	9066	10236
长期负债合计	67413	62225	61725	61225	60725	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	119593	124592	170721	159879	144806	净利润	5080	4192	20135	23452	26477
少数股东权益	15519	33353	39518	46728	54891	资产减值准备	1317	1813	20	(58)	(70)
股东权益	57265	54403	58032	62277	67083	折旧摊销	8017	9723	6371	6586	6768
负债和股东权益总计	192377	212348	268271	268884	266780	公允价值变动损失	3130	4825	49	0	0
						财务费用	3714	3505	4714	4810	4885
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	13080	1131	(81324)	(1619)	(1330)
每股收益	0.30	0.24	0.42	0.49	0.56	其它	(723)	(5139)	(6731)	(7693)	(8634)
每股红利	0.23	0.37	0.21	0.25	0.28	经营活动现金流	29901	16545	(61482)	20667	23212
每股净资产	3.36	3.17	3.38	3.63	3.91	资本开支	0	(25042)	(4000)	(4500)	(4500)
ROIC	9.15%	10.65%	10%	10%	12%	其它投资现金流	17	0	0	0	0
ROE	8.87%	7.71%	13%	14%	14%	投资活动现金流	(422)	(21797)	(3600)	(4100)	(4100)
毛利率	10%	11%	14%	15%	16%	权益性融资	74	405	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	10%	11%	12%	负债净变化	(3119)	(2203)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	11%	12%	13%	15%	支付股利、利息	(3966)	(6288)	(3629)	(4245)	(4806)
收入增长	45%	8%	-0%	2%	2%	其它融资现金流	(6890)	21911	65826	(10426)	(14608)
净利润增长率	585%	-17%	73%	17%	13%	融资活动现金流	(20988)	5334	62197	(14671)	(19414)
资产负债率	70%	74%	78%	77%	75%	现金净变动	8491	82	(2885)	1896	(302)
股息率	3.6%	5.8%	3.3%	3.9%	4.4%	货币资金的期初余额	10687	19178	19260	16375	18271
P/E	21.3	26.1	14.0	12.1	10.7	货币资金的期末余额	19178	19260	16375	18271	17969
P/B	1.9	2.0	1.9	1.8	1.6	企业自由现金流	0	3223	(55757)	27226	30782
EV/EBITDA	8.3	7.6	7.9	6.7	5.8	权益自由现金流	0	22931	6452	12175	12016

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032