

## 研发费用上升拖累 Q2 业绩，产能扩张正当时

➤ **事件：2023 年 8 月 22 日，公司发布 2023 年半年报。**2023H1 公司营收 1340.6 亿元，同比下降 15.66%，归母净利 34.17 亿元，同比下降 23.3%；扣非归母净利 28.84 亿元，同比下降 24.8%；2023Q2 营收 677.8 亿元，同比下降 2.86%，归母净利 16.04 亿元，同比下降 33.58%，环比下降 11.55%；扣非归母净利 12.74 亿元，同比下降 42.85%，环比下降 20.83%。业绩符合我们预期。

➤ **煤铝价格齐跌，23H1 盈利能力下降。**量：23H1 氧化铝产量 823 万吨，同比下降 9.0%，主要因为盈利相对较弱，公司调整生产计划；原铝产量 306 万吨，同比下降 5.6%，主要因为电力紧张，贵州、云南电解铝复产缓慢；煤炭产量 622 万吨，同比增加 11.7%，主要因为宁夏能源产量上升。利：23H1 公司氧化铝吨铝税前利润 385 元，同比增加 102 元，主要因为 22H1 氧化铝板块计提减值，电解铝吨铝税前利润 1288 元，同比下降 1041 元，主要因为铝价下跌明显。

➤ **研发费用上升导致 Q2 业绩下滑：**量：23Q2 氧化铝产量 425 万吨，环比 6.8%，原铝产量 153 万吨，环比持平，煤炭产量 352 万吨，环比 30.3%。价：Q2 铝均价 18521 元/吨，环比增加 64 元/吨；预焙阳极均价 6350 元/吨，环比下降 1404 元/吨；氧化铝均价 3083 元/吨，环比下降 52 元/吨，据此测算，电解铝成本环比下降约 746 元/吨，电解铝和氧化铝盈利均有改善。**归母净利润环比看，增利项：**毛利 (+6.85 亿元)，主要因为预焙阳极价格下行，电解铝盈利改善；减值损失 (+1.01 亿元)，主要因为收回部分历史坏帐；**减利项：**费用及税金 (-7.86 亿元)，主要因为研发费用季节性计提增加；营业外利润 (-1.80 亿元)，主要因为本年冲回以前年度计提的罚金。

➤ **未来看点：**①**产业链一体化布局，为数不多的α属性公司。**公司铝土矿自给率约 70%，氧化铝自给率 100%，一体化布局完善，公司电解铝产能 790 万吨，权益产能约 476 万吨。截至 2023 年 8 月，国内电解铝闲置资产约 120 万吨，公司背景深厚，资产整合能力强，未来有望成为电解铝资产整合主力，产能扩张较快。②**收购云铝，资产结构优化。**云铝电解铝产能高，成本低，合并后原料自给率提升，一体化布局完善，云铝电解铝资产注入，有助于降低生产成本，减弱煤价波动影响，并且可以弥补公司绿电短板，提升产品竞争力。③**“中特估值”体系下，价值有望重估。**面对不稳定的地缘政治环境，聚焦“安全”是经济重要主题，电解铝是国民经济重要资源，公司作为铝土矿、氧化铝、电解铝龙头，保障电解铝供应责任下，有望成为行业海外扩张的主体，而国企改革也将提升效率，公司估值有望重塑。

➤ **投资建议：**随着需求逐步改善，电解铝行业β渐现，而公司是唯一具有α的上市公司，随着铝价上涨，公司业绩弹性较大，我们预计公司 2023-2025 年将实现归母净利 63.14 亿元、92.93 亿元和 114.66 亿元，EPS 分别为 0.37 元、0.54 元和 0.67 元，对应 8 月 25 日收盘价的 PE 分别为 16、11 和 9 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**氧化铝、电解铝价格下降超预期；电解铝资产整合进展不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	290988	272969	283772	291742
增长率（%）	-2.6	-6.2	4.0	2.8
归属母公司股东净利润（百万元）	4192	6314	9293	11466
增长率（%）	-27.2	50.6	47.2	23.4
每股收益（元）	0.24	0.37	0.54	0.67
PE	24	16	11	9
PB	1.8	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价）

**推荐**

维持评级

当前价格：

5.82 元



**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiu.zuxue@mszq.com

**分析师 张建业**

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

**研究助理 吴纪磊**

执业证书：S0100122010038

邮箱：wujilei@mszq.com

### 相关研究

1. 中国铝业 (601600.SH) 2022 年半年报点评：Q2 业绩超预期，收购云铝优化资产结构 -2022/08/28

2. 中国铝业 (601600.SH) 事件点评：电解铝巨头呼之欲出，补齐绿电短板-2022/07/25

3. 中国铝业 (601600.SH) 2021 年年报点评：成本控制能力突出，减值难掩业绩-2022/03/23

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>290988</b>	<b>272969</b>	<b>283772</b>	<b>291742</b>
营业成本	257603	239391	241820	243660
营业税金及附加	2860	2457	2617	2699
销售费用	419	437	424	443
管理费用	4092	3822	4034	4119
研发费用	4805	4504	4569	4756
EBIT	20074	22359	30308	36065
财务费用	3505	1925	1308	618
资产减值损失	-4884	-1272	-878	-377
投资收益	668	0	709	476
<b>营业利润</b>	<b>13682</b>	<b>19244</b>	<b>29084</b>	<b>35796</b>
营业外收支	-473	-225	-375	-376
<b>利润总额</b>	<b>13209</b>	<b>19019</b>	<b>28709</b>	<b>35421</b>
所得税	2366	3233	4881	6022
净利润	10843	15786	23828	29399
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4192</b>	<b>6314</b>	<b>9293</b>	<b>11466</b>
EBITDA	31048	34672	43025	49170

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	19260	24598	39700	61115
应收账款及票据	4518	4572	4516	4705
预付款项	2180	1504	1596	1658
存货	24712	22682	22515	22935
其他流动资产	3866	4561	4430	4357
<b>流动资产合计</b>	<b>54536</b>	<b>57917</b>	<b>72758</b>	<b>94770</b>
长期股权投资	9743	9743	9743	9743
固定资产	106997	105014	103005	101095
无形资产	16890	16390	15890	15390
<b>非流动资产合计</b>	<b>157812</b>	<b>153136</b>	<b>148371</b>	<b>143713</b>
<b>资产合计</b>	<b>212348</b>	<b>211053</b>	<b>221129</b>	<b>238482</b>
短期借款	6461	6193	5675	4338
应付账款及票据	22536	19715	19867	20251
其他流动负债	33369	33996	33228	32753
<b>流动负债合计</b>	<b>62367</b>	<b>59904</b>	<b>58769</b>	<b>57341</b>
长期借款	34063	26063	20063	15063
其他长期负债	28162	22162	16162	11162
<b>非流动负债合计</b>	<b>62225</b>	<b>48225</b>	<b>36225</b>	<b>26225</b>
<b>负债合计</b>	<b>124592</b>	<b>108129</b>	<b>94995</b>	<b>83567</b>
股本	17162	17162	17162	17162
少数股东权益	33353	42824	57360	75293
<b>股东权益合计</b>	<b>87756</b>	<b>102924</b>	<b>126134</b>	<b>154916</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>212348</b>	<b>211053</b>	<b>221129</b>	<b>238482</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-2.64	-6.19	3.96	2.81
EBIT 增长率	-19.83	11.38	35.55	18.99
净利润增长率	-27.22	50.63	47.18	23.38
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	11.47	12.30	14.78	16.48
净利润率	3.73	5.78	8.40	10.08
总资产收益率 ROA	1.97	2.99	4.20	4.81
净资产收益率 ROE	7.71	10.51	13.51	14.40
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.87	0.97	1.24	1.65
速动比率	0.44	0.56	0.83	1.22
现金比率	0.31	0.41	0.68	1.07
资产负债率 (%)	58.67	51.23	42.96	35.04
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	5.15	5.36	5.02	5.15
存货周转天数	35.02	34.58	33.98	34.36
总资产周转率	1.37	1.29	1.28	1.22
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.24	0.37	0.54	0.67
每股净资产	3.17	3.50	4.01	4.64
每股经营现金流	1.62	1.84	2.24	2.52
每股股利	0.04	0.04	0.04	0.04
<b>估值分析</b>				
PE	24	16	11	9
PB	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	5.30	4.18	2.73	1.72
股息收益率 (%)	0.62	0.62	0.62	0.62
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	10843	15786	23828	29399
折旧和摊销	10974	12312	12717	13106
营运资金变动	-2138	-238	-354	-689
<b>经营活动现金流</b>	<b>27806</b>	<b>31573</b>	<b>38359</b>	<b>43240</b>
资本开支	-4664	-8836	-8911	-8902
投资	-163	-141	-139	-133
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3479</b>	<b>-9052</b>	<b>-8341</b>	<b>-8559</b>
股权募资	405	0	0	0
债务募资	-10395	-14268	-12519	-11337
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-27038</b>	<b>-17184</b>	<b>-14915</b>	<b>-13266</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-2867</b>	<b>5338</b>	<b>15103</b>	<b>21415</b>

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026