

# 中国铝业 (601600. SH)

## 三季度原铝产量环比+22%，电解铝量价齐升提振业绩

**增持**

### 核心观点

**公司披露 2023 年三季报：**2023 年前三季度实现营收 1,884.04 亿元（同比 -17.23%），实现归母净利润 53.52 亿元（同比 -0.85%），实现扣非归母净利润 49.30 亿元（同比 +10.76%）。其中三季度单季实现营收 543.42 亿元（同比 -20.85%，环比 -19.83%），实现归母净利润 19.36 亿元（同比 +105.35%，环比 +20.70%），扣非归母净利润 20.46 亿元（同比 +233.80%，环比 +60.52%）。前三季度营收同比下降主要由于两点原因：1) 公司优化了贸易结构，调控了部分低毛利贸易业务；2) 铝价下降，长江有色市场 A00 铝 2022Q1-Q3 含税均价为 20,322.58 元/吨，2023Q1-Q3 含税均价为 18,611.98 元/吨。

**盈利能力大幅提升，资产负债率稳步下降。**前三季度，公司毛利率为 11.33%，同比 +0.50pp；净利率为 4.88%，同比 +0.79pp；期间费用率为 6.41%，同比 +1.86pp。单三季度来看，公司毛利率为 15.77%，环比 +5.85pp；净利率为 6.65%，环比 +2.69pp。截至 2023 年 9 月 30 日，公司的资产负债率为 54.34%，较 2023 年 6 月 30 日下降 1.27pp，资产负债率保持稳步下降。公司三季度盈利能力提升主要由于电解铝单吨利润改善，据我们测算，三季度云南水电铝利润较二季度提升 1,000 元/吨左右；三季度山东火电铝利润较二季度提升 550 元/吨左右。

**23Q3 公司原铝产量环比+22%，氧化铝产量环比基本持平。公司 2023Q1-Q3 产量：**冶金氧化铝 1,246 万吨（同比 -7.35%）、精细氧化铝 283 万吨（同比 +6.19%）、原铝 493 万吨（同比 -3.78%）、煤炭 969 万吨（同比 +19.19%）；**23Q1-Q3 销量：**自产冶金氧化铝外销量 501 万吨（同比 +7.84%）、原铝外销量 494 万吨（同比 -3.56%）、外售电厂销量 113 亿 kWh（同比 -1.74%）。**公司 23Q3 产量：**冶金氧化铝 423 万吨（环比 -0.47%）、精细氧化铝 95 万吨（环比 +23.38%）、原铝 187 万吨（环比 +22.22%）、煤炭 347 万吨（环比 -1.42%）；**23Q3 销量：**自产冶金氧化铝外销 158 万吨（环比 -11.24%）、原铝外销 188 万吨（环比 +27.03%）、外售电厂 38 亿 kWh（环比 +5.56%）。

**风险提示：**电解铝需求不及预期；原料价格上行导致电解铝盈利能力下降。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“增持”评级。预计公司 2023-2025 年营业收入 2,886.96/2,936.48/2,982.10 亿元，同比增速 -0.79%/1.72%/1.55%；归母净利润 69.22/84.26/95.88 亿元，同比增速 65.12%/21.73%/13.80%；摊薄 EPS 为 0.40/0.49/0.56 元，当前股价对应 PE 为 14.9/12.2/10.7x。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	288,696	293,648	298,210
(+/-%)	45.0%	7.9%	-0.8%	1.7%	1.6%
净利润(百万元)	5080	4192	6922	8426	9588
(+/-%)	585.5%	-17.5%	65.1%	21.7%	13.8%
每股收益 (元)	0.30	0.24	0.40	0.49	0.56
EBIT Margin	7.2%	7.3%	9.0%	10.7%	11.8%
净资产收益率 (ROE)	8.9%	7.7%	11.1%	12.8%	13.6%
市盈率 (PE)	19.8	24.2	14.6	12.0	10.6
EV/EBITDA	8.0	7.3	8.5	6.9	5.9
市净率 (PB)	1.75	1.86	1.76	1.65	1.53

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	6.00 元
总市值/流通市值	102970/102970 百万元
52 周最高价/最低价	6.87/3.85 元
近 3 个月日均成交额	616.16 百万元

#### 市场走势



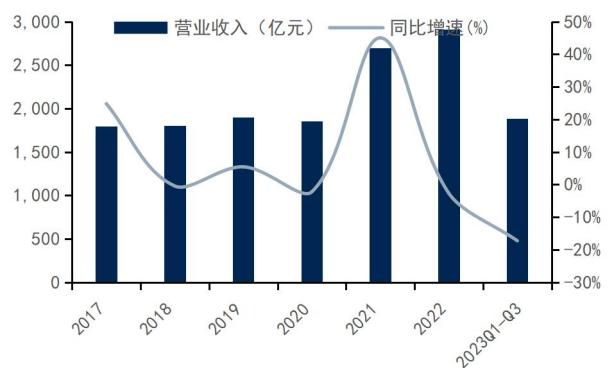
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《中国铝业 (601600.SH) - 主营业务经营稳健，重点项目有序推进》——2023-08-25  
《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

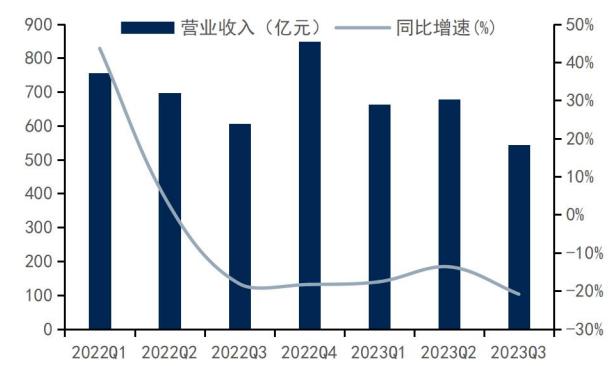
**公司披露 2023 年三季报：**2023 年前三季度实现营收 1,884.04 亿元（同比 -17.23%），实现归母净利润 53.52 亿元（同比 -0.85%），实现扣非归母净利润 49.30 亿元（同比 +10.76%）。其中三季度单季实现营收 543.42 亿元（同比 -20.85%，环比 -19.83%），实现归母净利润 19.36 亿元（同比 +105.35%，环比 +20.70%），扣非归母净利润 20.46 亿元（同比 +233.80%，环比 +60.52%）。前三季度营收同比下降主要由于两点原因：1) 公司优化了贸易结构，调控了部分低毛利贸易业务；2) 铝价下降，长江有色市场 A00 铝 2022Q1-Q3 均价为 20,322.58 元/吨，2023Q1-Q3 均价为 18,611.98 元/吨。

图1：中国铝业营业收入及增速（单位：亿元、%）



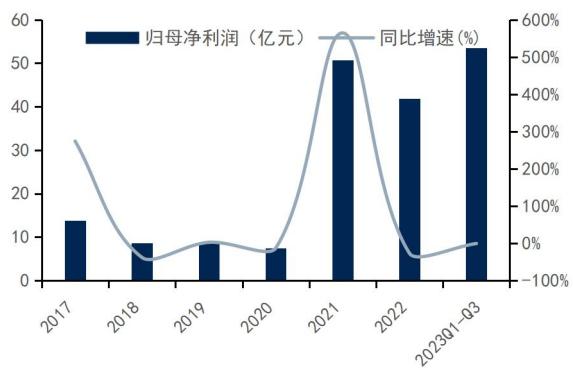
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：中国铝业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



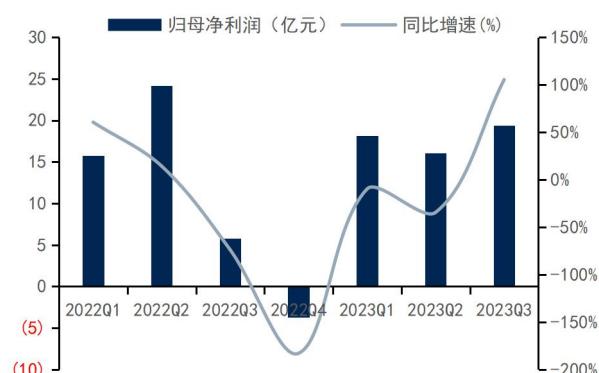
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：中国铝业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



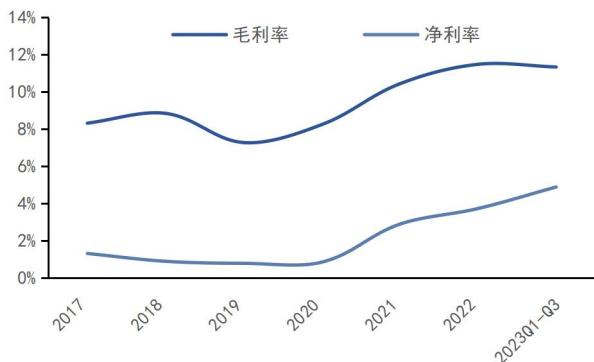
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：中国铝业单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

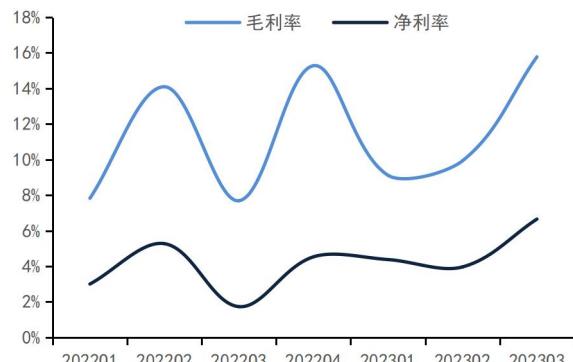


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

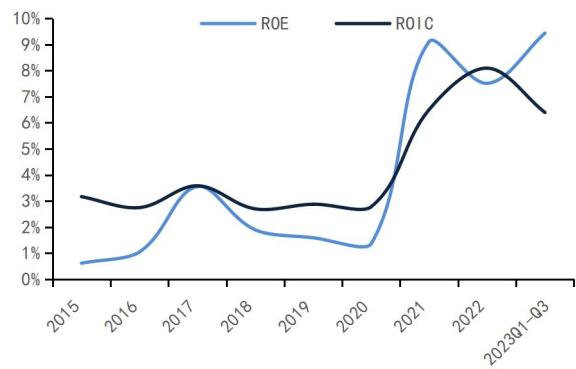
**盈利能力大幅提升，资产负债率稳步下降。**前三季度，公司毛利率为 11.33%，同比增加 0.50pp；净利率为 4.88%，同比增加 0.79pp；期间费用率为 6.41%，同比增加 1.86pp，其中增速最快的为管理费用率，由 2022Q1-Q3 的 2.17% 增长 1.11pp 至 3.28%。单三季度来看，公司毛利率为 15.77%，环比提升 5.85pp；净利率为 6.65%，环比提升 2.69pp。截至 2023 年 9 月 30 日，公司的资产负债率为 54.34%，较 2022 年末下降 4.33pp，较 2023 年 6 月 30 日下降 1.27pp，资产负债率保持稳步下降。公司三季度盈利能力提升主要由于电解铝单吨利润改善，据我们测算云南水电铝利润由二季度的 1,556 元/吨提升至三季度的 2,593 元/吨；山东火电铝利润由二季度的 1,120 元/吨提升至三季度的 1,683 元/吨。

**图5：中国铝业毛利率、净利率变化情况（%）**


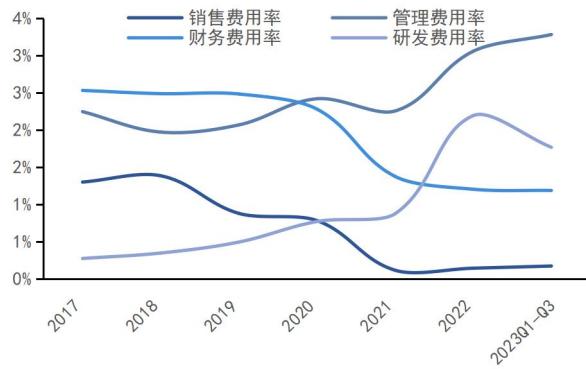
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**图6：中国铝业单季度毛利率、净利率变化情况（%）**


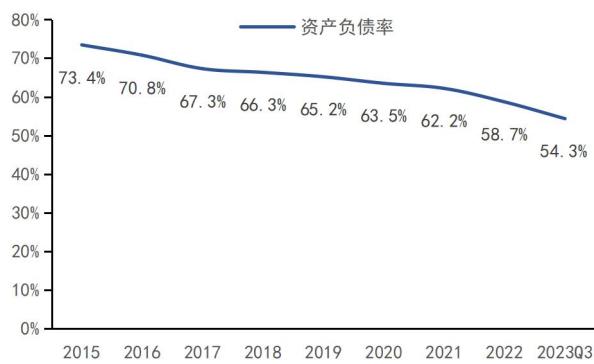
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**图7：中国铝业ROE、ROIC变化情况（%）**


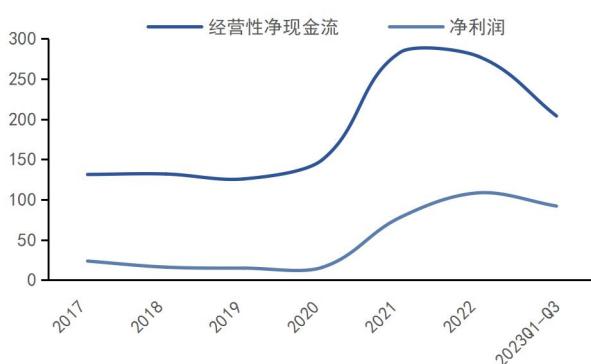
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**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

**图9：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10：中国铝业经营性现金流（亿元）**


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**23Q3 公司原铝产量环比+22%，氧化铝产量环比基本持平。前三季度产量方面，公**

司实现冶金氧化铝产量 1246 万吨（同比-7.35%）、精细氧化铝 283 万吨（同比+6.19%）、原铝 493 万吨（同比-3.78%）、煤炭 969 万吨（同比+19.19%）；销量方面，公司自产冶金氧化铝外销量 501 万吨（同比+7.84%）、原铝外销量 494 万吨（同比-3.56%）、外售电厂销量 113 亿 kwh（同比-1.74%）。单三季度产量方面，公司实现冶金氧化铝产量 423 万吨（环比-0.47%）、精细氧化铝 95 万吨（环比+23.38%）、原铝 187 万吨（环比+22.22%）、煤炭 347 万吨（环比-1.42%）；销量方面，公司自产冶金氧化铝外销量 158 万吨（环比-11.24%）、原铝外销量 188 万吨（环比+27.03%）、外售电厂销量 38 亿 kwh（环比+5.56%）。

**投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。**预计公司 2023-2025 年营业收入 2,886.96/2,936.48/2,982.10 亿元，同比增速-0.79%/1.72%/1.55%；归母净利润 69.22/84.26/95.88 亿元，同比增速 65.12%/21.73%/13.80%；摊薄 EPS 为 0.40/0.49/0.56 元，当前股价对应 PE 为 14.9/12.2/10.7x。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。

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
		2023/10/25	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E		
601600.SH	中国铝业	6.00	0.24	0.40	0.49	0.56	25.1	14.9	12.2	10.7	1.8
可比公司：											1,013
1378.HK	中国宏桥	6.54	0.86	1.02	1.15	1.26	7.6	6.4	5.7	5.2	0.7
000807.SZ	云铝股份	13.42	1.32	1.48	1.80	2.13	10.2	9.1	7.5	6.3	1.9
600219.SH	南山铝业	2.99	0.30	0.33	0.36	0.40	10.0	9.1	8.3	7.5	0.8
002532.SZ	天山铝业	6.09	0.57	0.78	0.98	1.09	10.7	7.8	6.2	5.6	1.2
											283

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；备注：中国宏桥股价和 EPS 已转化成人民币元

## 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	<b>营业收入</b>	<b>269748</b>	<b>290988</b>	<b>288696</b>	<b>293648</b>	<b>298210</b>
应收款项	6109	5870	31638	32181	32681	营业成本	241618	257603	251679	251038	251662
存货净额	18678	24712	54479	54301	54407	营业税金及附加	2248	2860	2576	2620	2661
其他流动资产	4749	4694	11548	11746	11928	销售费用	315	419	404	382	358
<b>流动资产合计</b>	<b>48714</b>	<b>54536</b>	<b>114040</b>	<b>116498</b>	<b>116984</b>	管理费用	3722	4092	4717	4757	4791
固定资产	93427	109277	106519	105167	103644	研发费用	2362	4805	3464	3524	3579
无形资产及其他	15419	16890	16215	15539	14863	财务费用	3714	3505	4678	4758	4832
投资性房地产	21829	21902	21902	21902	21902	投资收益	(217)	668	306	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)	(193)	0	0
<b>资产总计</b>	<b>192377</b>	<b>212348</b>	<b>268019</b>	<b>268049</b>	<b>265937</b>	其他收入	(3577)	(4670)	(2374)	(2848)	(2903)
短期借款及交易性金融负债	19249	25434	92146	82106	68328	营业利润	11208	13682	22381	27244	31003
应付款项	15505	22536	10215	10181	10201	营业外净收支	(1029)	(473)	0	0	0
其他流动负债	17427	14397	7590	7566	7581	<b>利润总额</b>	<b>10179</b>	<b>13209</b>	<b>22381</b>	<b>27244</b>	<b>31003</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>52181</b>	<b>62367</b>	<b>109951</b>	<b>99854</b>	<b>86111</b>	所得税费用	2390	2366	4293	5314	6066
长期借款及应付债券	52489	49387	49387	49387	49387	少数股东损益	2709	6651	10810	13379	15272
其他长期负债	14924	12838	12338	11838	11338	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5080</b>	<b>4192</b>	<b>6922</b>	<b>8426</b>	<b>9588</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>67413</b>	<b>62225</b>	<b>61725</b>	<b>61225</b>	<b>60725</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>119593</b>	<b>124592</b>	<b>171676</b>	<b>161079</b>	<b>146836</b>	<b>净利润</b>	<b>5080</b>	<b>4192</b>	<b>17905</b>	<b>21795</b>	<b>24803</b>
少数股东权益	15519	33353	38758	45447	53083	资产减值准备	1317	1813	13	(58)	(70)
股东权益	57265	54403	57585	61523	66018	折旧摊销	8017	9723	6371	6586	6768
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>192377</b>	<b>212348</b>	<b>268019</b>	<b>268049</b>	<b>265937</b>	公允价值变动损失	3130	4825	193	0	0
						财务费用	3714	3505	4678	4758	4832
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	13080	1131	(81147)	(1178)	(1323)
每股收益	0.30	0.24	0.37	0.46	0.52	其它	(723)	(5139)	(6149)	(7172)	(8107)
每股红利	0.23	0.37	0.19	0.23	0.26	<b>经营活动现金流</b>	<b>29901</b>	<b>16545</b>	<b>(62815)</b>	<b>19974</b>	<b>22071</b>
每股净资产	3.36	3.17	3.36	3.58	3.85	资本开支	0	(25042)	(4000)	(4500)	(4500)
ROIC	9.15%	10.65%	9%	10%	11%	其它投资现金流	17	0	0	0	0
ROE	8.87%	7.71%	11%	13%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(422)</b>	<b>(21797)</b>	<b>(3600)</b>	<b>(4100)</b>	<b>(4100)</b>
毛利率	10%	11%	13%	15%	16%	权益性融资	74	405	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	9%	11%	12%	负债净变化	(3119)	(2203)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	11%	11%	13%	14%	支付股利、利息	(3966)	(6288)	(3182)	(3938)	(4495)
收入增长	45%	8%	-1%	2%	2%	其它融资现金流	(6890)	21911	66712	(10040)	(13778)
净利润增长率	585%	-17%	52%	24%	14%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(20988)</b>	<b>5334</b>	<b>63530</b>	<b>(13978)</b>	<b>(18273)</b>
资产负债率	70%	74%	79%	77%	75%	<b>现金净变动</b>	<b>8491</b>	<b>82</b>	<b>(2885)</b>	<b>1896</b>	<b>(302)</b>
股息率	3.9%	6.2%	3.1%	3.9%	4.4%	货币资金的期初余额	10687	19178	19260	16375	18271
P/E	19.8	24.2	14.6	12.0	10.6	货币资金的期末余额	19178	19260	16375	18271	17969
P/B	1.8	1.9	1.8	1.6	1.5	企业自由现金流	0	3223	(58092)	25970	29073
EV/EBITDA	8.0	7.3	8.5	6.9	5.9	权益自由现金流	0	22931	4986	11267	11076

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