

量价齐升助力业绩释放，一体化优势显现

➤ **事件：**公司发布 2023 年三季报：2023Q1-Q3 公司营收 1884.04 亿元，同比-17.23%，归母净利 53.52 亿元，同比-0.85%；扣非归母净利 49.3 亿元，同比+10.76%；2023Q3 营收 543.42 亿元，同比-20.85%，归母净利 19.36 亿元，同比+105.35%，环比+20.7%；扣非归母净利 20.46 亿元，同比+233.8%，环比+60.52%。

➤ 点评：原铝量价齐升助力 Q3 业绩释放

(1) **量：**23Q1-Q3 原铝产量 493 万吨，同比下滑 3.78%；氧化铝产量 1246 万吨，同比下滑 7.35%；煤炭产量 969 万吨，同比增加 19.19%；外售电厂销售量 113 亿 kWh，同比下滑 1.74%。单季度看，23Q3 原铝产量 187 万吨，环比增加 22.2%，主要因为云南复产，云铝贡献主要增量；氧化铝产量 423 万吨，环比-0.5%；煤炭产量 347 万吨，环比-1.4%。

(2) **价：**Q3 铝价 18839 元/吨，环比+320 元/吨，氧化铝价 3068 元/吨，环比-15 元/吨。烧碱均价 3515 元/吨，环比+198 元/吨，石油焦均价 1586 元/吨，环比+137 元/吨，动力煤均价 866 元/吨，环比-48 元/吨。据此测算 Q3 电解铝吨利润环比增加 182 元/吨，氧化铝吨利润环比减少 35 元/吨。

(3) **毛利回升带动 Q3 业绩环比增长。归母净利润环比看，增利项：**毛利 (+18.4 亿元)，主要是铝价回升，叠加云南复产，原铝量价齐升助力 Q3 业绩释放；**减利项：**费用及税金 (-5.4 亿元)，其他/投资收益等 (-1.4 亿元)，公允价值变动 (-1.3 亿元)，所得税 (-1.4 亿元)、少数股东损益 (-6.0 亿元)。

➤ 未来看点：未来有电解铝资产整合预期，价值有望重估

(1) **产业链一体化布局，未来有电解铝资产整合预期。**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。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) **“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，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 73.24 亿元、96.18 亿元和 118.52 亿元，对应现价的 PE 分别为 14、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。

推荐

维持评级

当前价格：

6.04 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzechu@mszq.com

研究助理 孙二春

执业证书：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1. 中国铝业 (601600.SH) 2023 年半年报点评：研发费用上升拖累 Q2 业绩，产能扩张正当时-2023/08/28

2. 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

3. 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

4. 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

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	7324	9618	11852
增长率 (%)	-27.2	74.7	31.3	23.2
每股收益 (元)	0.24	0.43	0.56	0.69
PE	25	14	11	9
PB	1.9	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 10 月 27 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	290988	272969	283772	291742
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	1307	615
资产减值损失	-4884	-1417	-878	-377
投资收益	668	0	709	476
营业利润	13682	19334	29085	35800
营业外收支	-473	-150	-115	-100
利润总额	13209	19184	28970	35700
所得税	2366	3261	4925	6069
净利润	10843	15922	24045	29631
归属于母公司净利润	4192	7324	9618	11852
EBITDA	31048	34672	43025	49170

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	19260	24656	39975	61621
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
流动资产合计	54536	57976	73032	95276
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
非流动资产合计	157812	153125	148360	143701
资产合计	212348	211100	221393	238977
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
流动负债合计	62367	59904	58769	57341
长期借款	34063	26063	20063	15063
其他长期负债	28162	22162	16162	11162
非流动负债合计	62225	48225	36225	26225
负债合计	124592	108129	94995	83567
股本	17162	17162	17162	17162
少数股东权益	33353	41951	56378	74156
股东权益合计	87756	102971	126398	155411
负债和股东权益合计	212348	211100	221393	238977

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
成长能力 (%)				
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	74.72	31.32	23.23
盈利能力 (%)				
毛利率	11.47	12.30	14.78	16.48
净利润率	3.73	5.83	8.47	10.16
总资产收益率 ROA	1.97	3.47	4.34	4.96
净资产收益率 ROE	7.71	12.00	13.74	14.59
偿债能力				
流动比率	0.87	0.97	1.24	1.66
速动比率	0.44	0.56	0.83	1.23
现金比率	0.31	0.41	0.68	1.07
资产负债率 (%)	58.67	51.22	42.91	34.97
经营效率				
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
每股指标 (元)				
每股收益	0.24	0.43	0.56	0.69
每股净资产	3.17	3.56	4.08	4.73
每股经营现金流	1.62	1.84	2.23	2.52
每股股利	0.04	0.04	0.04	0.04
估值分析				
PE	25	14	11	9
PB	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	5.42	4.29	2.81	1.79
股息收益率 (%)	0.60	0.60	0.60	0.60
现金流量表 (百万元)				
净利润	10843	15922	24045	29631
折旧和摊销	10974	12312	12717	13106
营运资金变动	-2138	-238	-354	-689
经营活动现金流	27806	31545	38315	43196
资本开支	-4664	-8761	-8651	-8627
投资	-163	-141	-139	-133
投资活动现金流	-3479	-8966	-8081	-8283
股权募资	405	0	0	0
债务募资	-10395	-14268	-12519	-11337
筹资活动现金流	-27038	-17184	-14915	-13266
现金净流量	-2867	5396	15319	21646

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