证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国铝业（601600.SH）

投资评级 买入

上次评级 买入

张 航 金属&新材料行业首席分析师
执业编号：S1500523080009
邮 箱：zhanghang@cindasc.com

宋洋 金属&新材料行业分析师
执业编号：S1500524010002
邮箱：songyang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

氧化铝价格上涨，公司业绩受益铝产业链一体化

2024 年 1 月 28 日

- **事件：**公司发布 2023 年业绩预增公告，公司预计 2023 年实现归属于上市公司股东的净利润为人民币 63 亿元至人民币 73 亿元，同比增加 50%至 74%。公司预计 2023 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为人民币 66 亿元至人民币 76 亿元，同比增加 113%至 145%。

- **氧化铝价格上涨，公司业绩受益铝产业链一体化：**量：我们预计 2023 年公司氧化铝产量 1669 万吨（同比减少 95 万吨）；原铝产量 681 万吨（同比减少 7 万吨）。公司 Q4 氧化铝产量 423 万吨（同比减少 3 吨，环比持平）；Q4 原铝产量 188 万吨（同比减少 12 吨）。公司氧化铝产量同比变化较大，我们预计主因子公司山西新材料 2022 年年底以来减产产能 100 万吨/年，影响产量。价：2023 年长江铝均价 18699.63 元/吨（同比-6.2%）；Q4 长江铝均价 18965.5 元/吨（同比+1.1%、环比+0.7%）。2023 年氧化铝均价 3119 元/吨（同比-4%）；Q4 氧化铝均价 3192.3 元/吨（同比+4.4%、环比+4%）。原材料：2023 年云南水电均价 0.403 元/kwh，同比基本持平；Q4 云南水电均价 0.412 元/kwh（环比+0.09 元/kwh）。2023 年铝土矿均价 433.7 元/吨（同比+9.2%）；Q4 铝土矿均价 454.9 元/吨（同比+8%、环比+2.7%）。成本：我们预计公司氧化铝 Q4 不含税加权成本 2239 元/吨，环比+13 元/吨。公司电解铝 Q4 不含税加权成本上升 589 元/吨至 13088 元/吨。利：公司 Q4 电解铝板块虽受电价、氧化铝成本影响，成本增速快于铝价增速，单吨电解铝利润下降。氧化铝板块，氧化铝及铝土矿价格上涨，带动板块业绩增长。原料价格虽有上涨，但公司盈利能力稳定，凸显公司产业链一体化优势及深化公司管理成效。

- **重点项目加快实施，产业链一体化优势逐步显现：**①云铝股份协议转让其 10 万吨/年电解铝闲置产能指标给公司子公司青海分公司；内蒙古华云三期 42 万吨电解铝项目开工建设；华仁新材料电解槽技改接近尾声。我们预计，待全部产能投产公司电解铝产能有望增长 62 万吨/年，在行业产能鲜有增量的情况下，公司电解铝板块仍将受益于产能增长。②公司继续加快推进国内外资源获取，上半年新增国内铝土矿资源量 2100 万吨。另外，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，我们认为，待上述项目全部投产，公司产业链一体化优势持续显现，电解铝绿电占比有望进一步提升。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2023-2025 年摊薄每股收益分别为 0.40 元、0.48 元、0.65 元，对应当前股价的 PE 分别为 14.3x、11.9x、8.9x。考虑公司产业链一体化优势不断凸显，电解铝产能仍有增量，公司盈利仍有上升动力，维持公司“买入”评级。

➢ **风险因素：**电解铝需求不及预期，云南电解铝产能生产受限。

主要财务指标（百万元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	298,885	290,988	408,744	439,265	448,852
同比(%)	60.7%	-2.6%	40.5%	7.5%	2.2%
归属母公司净利润	5,759	4,192	6,861	8,259	11,086
同比(%)	653.5%	-27.2%	63.7%	20.4%	34.2%
毛利率(%)	12.3%	11.5%	7.7%	8.1%	9.4%
ROE(%)	9.5%	7.7%	11.1%	11.7%	12.6%
EPS（摊薄）（元）	0.33	0.24	0.40	0.48	0.65
P/E	18.68	18.70	14.33	11.90	8.87
P/B	1.73	1.41	1.59	1.39	1.12
EV/EBITDA	4.91	4.56	7.50	7.29	4.84

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 1 月 26 日收盘价

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	54,110	54,536	72,351	84,995	106,681
货币资金	21,085	19,260	33,554	43,694	64,919
应收票据	1,208	411	224	241	246
应收账款	3,031	4,106	5,039	5,416	5,534
预付账款	1,001	2,180	1,320	1,413	1,423
存货	21,643	24,712	25,828	27,650	27,842
其他	6,143	3,866	6,386	6,583	6,718
非流动资产	170,753	157,812	148,289	146,075	149,368
长期股权投资	9,793	9,743	10,043	10,343	10,643
固定资产（合计）	116,408	106,997	101,907	102,632	105,357
无形资产	17,472	16,890	16,890	16,890	16,890
其他	27,080	24,182	19,449	16,210	16,479
资产总计	224,863	212,348	220,640	231,070	256,049
流动负债	61,916	62,367	61,573	60,415	59,708
短期借款	11,937	6,461	7,581	6,581	6,081
应付票据	4,679	7,096	7,558	7,180	7,036
应付账款	13,909	15,440	15,938	15,141	14,838
其他	31,390	33,369	30,497	31,513	31,753
非流动负债	73,250	62,225	56,554	50,154	46,454
长期借款	42,933	34,063	31,063	26,063	23,063
其他	30,317	28,162	25,490	24,090	23,390
负债合计	135,165	124,592	118,127	110,568	106,162
少数股东权益	29,214	33,353	40,783	49,723	61,725
归属母公司股东权益	60,484	54,403	61,731	70,778	88,162
负债和股东权益	224,863	212,348	220,640	231,070	256,049

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	298,885	290,988	408,744	439,265	448,852
同比（%）	60.7%	-2.6%	40.5%	7.5%	2.2%
归属母公司净利润	5,759	4,192	6,858	8,253	11,078
同比（%）	653.5%	-27.2%	63.6%	20.3%	34.2%
毛利率（%）	12.3%	11.5%	7.7%	8.1%	9.4%
ROE%	9.5%	7.7%	11.1%	11.7%	12.6%
EPS (摊薄)(元)	0.33	0.24	0.40	0.48	0.65
P/E	18.68	18.70	14.34	11.91	8.87
P/B	1.73	1.41	1.59	1.39	1.12
EV/EBITDA	4.91	4.56	7.50	7.29	4.84

利润表 单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	298,885	290,988	408,744	439,265	448,852
营业成本	262,223	257,603	377,094	403,690	406,492
营业税金及附加	2,595	2,860	2,861	3,075	3,142
销售费用	383	419	450	483	494
管理费用	4,535	4,092	4,087	4,393	4,489
研发费用	2,417	4,805	4,905	5,271	5,386
财务费用	4,274	3,505	2,581	2,033	1,403
减值损失合计	-5,056	-4,884	0	0	0
投资净收益	-901	668	388	176	135
其他	-1,250	194	204	220	224
营业利润	15,250	13,682	17,358	20,716	27,806
营业外收支	-1,063	-473	-144	0	0
利润总额	14,186	13,209	17,214	20,716	27,806
所得税	2,870	2,366	2,926	3,522	4,727
净利润	11,317	10,843	14,288	17,194	23,079
少数股东损益	5,557	6,651	7,430	8,941	12,001
归属母公司净利润	5,759	4,192	6,858	8,253	11,078
EBITDA	35,601	31,048	18,970	17,112	20,513
EPS (当年)(元)	0.33	0.24	0.40	0.48	0.65

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	35,232	27,806	24,309	20,479	28,100
净利润	11,317	10,843	14,288	17,194	23,079
折旧摊销	10,561	10,974	6,605	3,305	3,305
财务费用	4,436	3,785	3,033	2,729	2,423
投资损失	901	-668	-388	-176	-135
营运资金变动	1,041	-2,138	672	-2,573	-573
其它	6,975	5,010	100	0	0
投资活动现金流	-1,748	-3,479	1,679	-215	-257
资本支出	-2,366	-4,664	-180	-85	-85
长期投资	1,124	-163	1,515	-305	-306
其他	-506	1,348	343	176	135
筹资活动现金流	-23,413	-27,038	-11,694	-10,124	-6,618
吸收投资	2,730	405	159	0	0
借款	35,427	23,111	-4,085	-6,000	-3,500
支付利息或股息	-4,481	-6,288	-3,033	-2,729	-2,423
现金流净增加额	10,143	-2,867	14,294	10,140	21,225

研究团队简介

张航，信达证券金属与新材料首席分析师，中国人民大学金融学本科，法国 KEDGE 商学院管理学硕士，先后任职于兴业证券、民生证券，2023 年加入信达证券。曾荣获第二十届新财富金属与新材料第二名（核心成员），第十九届新财富金属与新材料第三名（核心成员），第十六届水晶球奖有色金属第二名、第十届 wind 金牌分析师有色金属第一名、第十三届金牛奖有色金属组最佳分析师（核心成员）、第四届金麒麟有色金属白金分析师（核心成员）、上海证券报 2022 最佳材料分析师、第十届 choice 有色金属行业最佳分析师。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事基本金属研究。

宋洋，香港城市大学机械工程硕士，曾任职于国金证券，2024 年 1 月加入信达证券，从事新材料与贵金属等研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。