

2024年01月30日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 2023年业绩预告大增，铝业龙头一体化布局优势持续凸显

## —中国铝业（601600.SH）公司事件点评报告 买入（首次） 事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

✉ fuhh@cfsc.com.cn

分析师：杜飞 S1050523070001

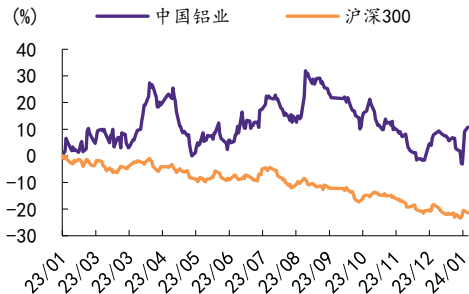
✉ dufei2@cfsc.com.cn

### 基本数据

2024-01-29

当前股价（元）	5.75
总市值（亿元）	987
总股本（百万股）	17158
流通股本（百万股）	13079
52周价格范围（元）	5.01-6.82
日均成交额（百万元）	643.92

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

中国铝业发布 2023 年度业绩预增公告：预计 2023 年实现归母净利润 63-73 亿元，同比+50%至 74%；扣除非经常性损益后的归母净利润 66-76 亿元，同比+113%至 145%。

### 投资要点

■ 公司加强生产管控，铝价虽下跌但仍实现业绩同比增加

2023 全年来看，电解铝、氧化铝价格同比小幅下跌。2023 年长江有色市场 A00 铝均价 18702 元/吨，同比-6.43%，氧化铝均价 3120 元/吨，同比-4.03%。

主要产品市场价格虽小幅下跌，但 2023 年公司通过加强生产计划和过程管控、提升有效产能利用率、持续深化全要素对标等措施，实现业绩同比增加，生产经营持续向好发展。

■ 几内亚博法矿正常运营，200 万吨华昇二期项目预计 2025 年投产

博法铝土矿项目有序进行，几内亚油库爆炸事件未影响其正常生产运营。公司国内铝土矿资源量第一，海外拥有 18 亿吨左右铝土矿资源，其中博法铝土矿资源丰富，含有资源量 17.58 亿吨、储量 0.98 亿吨，品位 38.64%，可年产铝土矿 1355 万吨，开采寿命大于 60 年。博法项目按计划有序生产中，2023 上半年公司自该项目进口铝土矿超 600 万吨。

几内亚油库爆炸事件发生后，公司积极开拓燃油供应渠道，当地博法项目不受影响正常生产运营。此外，其铝土矿运输航线经非洲好望角由印度洋至中国，运能暂不受近期红海事件直接影响。

增量方面，公司广西华昇二期项目预计 2025 年投产，将新增 200 万吨氧化铝产能。

■ 国内电解铝供应持续偏紧，2024 年净增产能较预期更紧缩

据百川盈孚，截至 2024 年 1 月 25 日，中国电解铝建成产能 4734.90 万吨，开工 4207.80 万吨。减产方面，2024 年减产

规模涉及 220 万吨，目前已减产 0 万吨。复产方面，2024 年总复产规模 154.5 万吨，已复产 0 万吨。新增产能方面，2024 年已建成待投产新产能 298 万吨，已投产 0 万吨，预计年内最终实现投产 125 万吨。

## ■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年主营收入分别为 2832.77、2958.65、3101.60 亿元，归母净利润分别为 66.59、79.81、89.41 亿元，当前股价对应 PE 分别为 14.8、12.4、11.0 倍。

考虑到电解铝原材料、能源成本变动，以及铝供需趋紧催化铝价中枢上移，并且公司的产业协同优势明显，因此我们首次覆盖公司，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

1) 政策限产风险；2) 主要产品价格下跌风险；3) 原材料与能源价格波动风险；4) 新项目投产进度不及预期等风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	290,988	283,277	295,865	310,160
增长率（%）	7.9%	-2.6%	4.4%	4.8%
归母净利润（百万元）	4,192	6,659	7,981	8,941
增长率（%）	-17.5%	58.9%	19.9%	12.0%
摊薄每股收益（元）	0.24	0.39	0.47	0.52
ROE（%）	4.8%	6.8%	7.2%	7.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	19,260	37,715	57,583	78,451
应收款	5,870	5,714	5,968	6,256
存货	24,712	23,791	24,464	25,431
其他流动资产	4,694	4,570	4,773	5,003
流动资产合计	54,536	71,790	92,788	115,141
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	106,540	100,699	94,491	88,393
在建工程	2,103	841	336	135
无形资产	16,890	16,046	15,201	14,399
长期股权投资	9,743	9,743	9,743	9,743
其他非流动资产	22,536	22,536	22,536	22,536
非流动资产合计	157,812	149,865	142,307	135,205
资产总计	212,348	221,655	235,095	250,347
<b>流动负债:</b>				
短期借款	6,461	6,461	6,461	6,461
应付账款、票据	22,536	21,696	22,310	23,191
其他流动负债	31,320	31,320	31,320	31,320
流动负债合计	62,367	61,472	62,175	63,157
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	49,387	49,387	49,387	49,387
其他非流动负债	12,838	12,838	12,838	12,838
非流动负债合计	62,225	62,225	62,225	62,225
负债合计	124,592	123,698	124,400	125,382
<b>所有者权益</b>				
股本	17,162	17,162	17,158	17,158
股东权益	87,756	97,957	110,695	124,964
负债和所有者权益	212,348	221,655	235,095	250,347

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	10843	16648	20465	22924
少数股东权益	6651	9989	12484	13984
折旧摊销	9723	7947	7516	7059
公允价值变动	59	0	0	0
营运资金变动	530	307	-428	-503
经营活动现金净流量	27806	34890	40037	43464
投资活动现金净流量	-3479	7103	6713	6299
筹资活动现金净流量	-5872	-6447	-7727	-8655
现金流量净额	18,455	35,546	39,023	41,108

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	290,988	283,277	295,865	310,160
营业成本	257,603	247,715	254,720	264,780
营业税金及附加	2,860	283	296	310
销售费用	419	340	266	248
管理费用	4,092	4,249	4,438	4,652
财务费用	3,505	2,043	2,007	1,970
研发费用	4,805	7,450	7,781	8,157
费用合计	12,820	14,082	14,493	15,027
资产减值损失	-414	-350	-400	-500
公允价值变动	59	0	0	0
投资收益	668	0	0	0
营业利润	13,682	20,697	25,756	29,242
加:营业外收入	114	105	109	113
减:营业外支出	587	500	600	700
利润总额	13,209	20,302	25,265	28,655
所得税费用	2,366	3,654	4,800	5,731
净利润	10,843	16,648	20,465	22,924
少数股东损益	6,651	9,989	12,484	13,984
归母净利润	4,192	6,659	7,981	8,941

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	7.9%	-2.6%	4.4%	4.8%
归母净利润增长率	-17.5%	58.9%	19.9%	12.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	11.5%	12.6%	13.9%	14.6%
四项费用/营收	4.4%	5.0%	4.9%	4.8%
净利率	3.7%	5.9%	6.9%	7.4%
ROE	4.8%	6.8%	7.2%	7.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	58.7%	55.8%	52.9%	50.1%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.4	1.3	1.3	1.2
应收账款周转率	49.6	49.6	49.6	49.6
存货周转率	10.4	10.4	10.4	10.4
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.24	0.39	0.47	0.52
P/E	23.5	14.8	12.4	11.0
P/S	0.3	0.3	0.3	0.3
P/B	1.8	1.8	1.8	1.8

## ■ 新材料组介绍

**傅鸿浩：**所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

**杜飞：**碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，3年大宗商品研究经验，负责有色及新材料研究工作。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。