

中国铝业 (601600.SH)

2023 年年报点评：业绩基本符合预期，24 年氧化铝及电解铝量价齐升盈利或再上新台阶

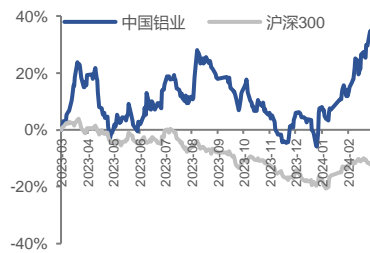
买入(维持评级)

当前价格：7.11 元
目标价格：10.77 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	17158/13079
总市值/流通市值 (百万元)	121996/92990
每股净资产 (元)	3.33
资产负债率 (%)	53.30
一年内最高/最低 (元)	7.18/5.01

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 王保庆
执业证书编号：S0210522090001
邮箱：WBQ3918@hfzq.com.cn

投资要点：

► **事件：**公司发布2023年年报：2023全年公司实现营业收入2,250.7亿元，同比-22.7%；归母净利润67.2亿元，同比+60.2%。其中，23Q4实现营业收入366.7亿元，环比-32.5%；归母净利润13.6亿元，环比-29.5%。

► **23Q4电解铝及煤炭产量下滑+资产减值，致业绩环比下滑。**1)量：23Q4氧化铝产量637万吨，环比+23%；原铝产量186万吨，环比-0.5%，销量186万吨，环比-1.1%；煤炭产量336万吨，环比-3.2%。2)价：23Q4氧化铝均价3005元/吨，环比+4.0%；电解铝均价1.90万元/吨，环比+0.7%；华东预焙阳极均价5427元/吨，环比-5.5%；5500Q动力煤均价957.7元/吨，同比+10.6%。3)利：Q4毛利环比-8.9亿元/-10.3%，主要因为铝产品及煤炭产销量下滑所致；本期计提资产减值损失6.1亿元，环比增加6.8亿元。

► **23年资产减值同比大幅减少带动业绩抬升。**1)量：23年氧化铝产量2166万吨，同比-5.5%，外销652万吨；原铝(含铝合金)产量679万吨，同比-1.3%，销量680万吨，环比-0.7%；煤炭产量1305万吨，环比+21.5%。2)价：23年电解铝均价1.87万元/吨，同比-6.2%；氧化铝均价2,903元/吨，同比-1.6%；华东预焙阳极均价6,287元/吨，同比-23.2%；5500Q动力煤均价965元/吨，同比-24.0%。3)利：受量价均下滑影响，23年毛利同比下滑44亿元；资产减值损失同比减少41亿元；研发费用同比减少11亿元。

► **24年铝产品量价齐升，业绩或再上新台阶。**1)量：23年广西华昇二期200万吨优质产能已开工建设，一产线将于24年12月投产，二产线预计25年1月投产，预计24年氧化铝产量2200万吨。随着华云三期年产42万吨电解铝即将投产，电解铝产量预计增加至700万吨。2)价：氧化铝受矿石短缺影响，价格提升至3,200元/吨；电解铝紧平衡致价格易涨难跌，预计24年全年均价为1.9万元/吨，同比+1.6%。

► **盈利预测与投资建议：**根据最新市场价格，我们下调了24-26年铝价至1.9/2.0/2.1万元/吨，上调氧化铝价格至3200元/吨，预计24-26年归母净利润为92/118/143亿元(24-25前值81/89亿元)，EPS为0.54、0.69和0.83元，考虑到公司的龙头地位及中特估属性，给予公司24年20倍PE，对应目标价10.77元和“买入”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期，原材料和能源价格波动风险，云南枯水期限电影响

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	290,988	225,071	242,355	249,912	260,610
增长率	8%	-23%	8%	3%	4%
净利润(百万元)	4,192	6,717	9,238	11,801	14,261
增长率	-17%	60%	38%	28%	21%
EPS(元/股)	0.24	0.39	0.54	0.69	0.83
市盈率(P/E)	29.1	18.2	13.2	10.3	8.6
市净率(P/B)	2.2	2.0	1.8	1.5	1.3

数据来源：公司公告、华福证券研究所

相关报告

《中国铝业(601600.SH)：2023年业绩预增点评：全年业绩符合预期，重视绿色转型提升竞争力》——20240128

《中国铝业(601600.SH)：2023年三季度点评：Q3量价齐升+资产减值转正，推动公司业绩高速增长》——20231026

《中国铝业(601600.SH)：2023年中报点评：Q2业绩符合预期，电解铝产能释放有望带动公司盈利持续扩张》——20230824

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	21,104	26,193	47,811	71,066	营业收入	225,071	242,355	249,912	260,610
应收票据及账款	4,028	4,145	3,764	4,178	营业成本	196,040	209,464	211,299	215,937
预付账款	443	1,028	1,048	1,111	税金及附加	2,589	2,787	2,874	2,997
存货	22,847	21,248	20,652	22,210	销售费用	432	466	480	501
合同资产	0	0	0	0	管理费用	4,351	4,685	4,832	5,038
其他流动资产	10,019	11,642	11,220	11,459	研发费用	3,729	4,016	4,141	4,318
流动资产合计	58,441	64,256	84,494	110,025	财务费用	2,972	2,824	2,683	2,549
长期股权投资	10,040	10,040	10,040	10,040	信用减值损失	146	100	100	-200
固定资产	99,831	98,508	97,296	96,184	资产减值损失	-755	-180	-100	-100
在建工程	4,251	4,451	4,651	4,851	公允价值变动收益	-3	-4	-2	13
无形资产	17,476	16,869	16,748	16,427	投资收益	276	100	207	313
商誉	3,495	3,495	3,495	3,495	其他收益	668	291	330	377
其他非流动资产	18,222	21,297	21,412	20,610	营业利润	15,296	18,430	24,169	29,702
非流动资产合计	153,315	154,659	153,642	151,607	营业外收入	221	200	200	200
资产合计	211,756	218,915	238,136	261,632	营业外支出	426	300	300	300
短期借款	7,970	0	0	0	利润总额	15,091	18,330	24,069	29,602
应付票据及账款	21,112	18,319	18,320	19,938	所得税	2,507	3,045	3,998	4,917
预收款项	111	70	83	98	净利润	12,584	15,285	20,071	24,685
合同负债	1,681	1,824	1,881	1,926	少数股东损益	5,867	6,047	8,270	10,424
其他应付款	5,493	6,414	6,097	6,089	归属母公司净利润	6,717	9,238	11,801	14,261
其他流动负债	22,339	21,776	23,078	22,603	EPS (按最新股本摊薄)	0.39	0.54	0.69	0.83
流动负债合计	58,706	48,403	49,460	50,655					
长期借款	33,438	31,438	30,438	29,438	主要财务比率				
应付债券	8,402	12,956	13,226	12,477		2023A	2024E	2025E	2026E
其他非流动负债	12,321	13,419	12,927	12,979	成长能力				
非流动负债合计	54,161	57,812	56,591	54,894	营业收入增长率	-22.7%	7.7%	3.1%	4.3%
负债合计	112,867	106,215	106,051	105,548	EBIT 增长率	8.1%	17.1%	26.5%	20.2%
归属母公司所有者权益	60,458	68,222	79,336	92,910	归母公司净利润增长率	60.2%	37.5%	27.7%	20.8%
少数股东权益	38,431	44,479	52,749	63,173	获利能力				
所有者权益合计	98,889	112,700	132,085	156,083	毛利率	12.9%	13.6%	15.5%	17.1%
负债和股东权益	211,756	218,915	238,136	261,632	净利率	5.6%	6.3%	8.0%	9.5%
					ROE	6.8%	8.2%	8.9%	9.1%
					ROIC	12.8%	14.4%	16.0%	17.0%
					偿债能力				
					资产负债率	53.3%	48.5%	44.5%	40.3%
					流动比率	1.0	1.3	1.7	2.2
					速动比率	0.6	0.9	1.3	1.7
					营运能力				
					总资产周转率	1.1	1.1	1.0	1.0
					应收账款周转天数	7	6	6	5
					存货周转天数	44	38	36	36
					每股指标(元)				
					每股收益	0.39	0.54	0.69	0.83
					每股经营现金流	1.58	1.55	1.94	2.12
					每股净资产	3.52	3.98	1.92	5.41
					估值比率				
					P/E	18	13	10	9
					P/B	2	2	2	1
					EV/EBITDA	6	5	4	4

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn