

➤ **事件：公司发布 2023 年年报。**2023 年，公司实现营业收入 2250.71 亿元，同比下降 22.65%；归母净利润 67.17 亿元，同比上升 60.23%；扣非归母净利润 66.14 亿元，同比上升 111.28%。**分季度看**，2023Q4，公司实现营收 366.66 亿元，同比下降 56.82%、环比下降 32.53%；归母净利润 13.64 亿元，同比扭亏为盈、环比下降 29.55%；扣非归母净利润 16.85 亿元，同比扭亏为盈、环比下降 17.64%。

➤ **2023 年电解铝产量下滑。**量：2023 年氧化铝产量 1667 万吨，同比-5.5%；原铝产量 679 万吨，同比-1.31%，主要受到子公司云铝股份产量下滑影响；煤炭产量 1305 万吨，同比+21.51%。**价**：2023 年铝价 18700 元/吨，同比-1236 元/吨。预焙阳极价格 5348 元/吨，同比-1828 元/吨，氧化铝价格 3119 元/吨，同比-139 元/吨，测算 2023 年原铝税前利润 1653 元/吨（包含上游利润），同比+234 元/吨。氧化铝单吨税前利润 151 元/吨，同比+111 元/吨。

➤ **2023Q4 业绩：资产减值、费用等下滑驱动 Q4 业绩同比扭亏为盈。**量：Q4 原铝产量 186 万吨，环比减少 1 万吨。氧化铝产量 421 万吨，环比减少 2 万吨。煤炭产量 336 万吨，环比减少 11 万吨。**价**：Q4 市场铝价环比+126 元/吨，氧化铝价格环比+124 元/吨，预焙阳极价格环比-113 元/吨，烧碱价格环比-61 元/吨，石油焦价格环比+66 元/吨，动力煤价格环比+92 元/吨。盈利方面，测算氧化铝利润环比+116 元/吨，电解铝利润环比+95 元/吨。**Q4 业绩拆分**，环比来看，主要增利项：费用和税金（+8.40 亿，主要是研发费用减少 12.41 亿元），其他/投资收益（+2.75 亿元），公允价值变动（+1.90 亿元）；主要减利项：毛利（-8.86 亿元），减值损失等（-7.7 亿元），少数股东损益（-3.41 亿元）。**同比来看**，主要增利项：费用和税金（+27.75 亿），减值损失等（+12.48 亿），少数股东损益（+22.03 亿），营业外利润（+1.93 亿）；主要减利项：毛利（-52.86 亿）。

➤ **未来看点：一体化优势显现，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，产能有望进一步扩张。

(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，国企改革也将提升效率，公司估值有望重塑。

➤ **投资建议：**公司价值有望重估，随着铝价上涨，公司业绩弹性较大，我们预计公司 2024-2026 年将实现归母净利 91.11 亿元、109.07 亿元和 122.88 亿元，对应现价的 PE 分别为 14、12 和 10 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**电解铝需求不及预期，云南限产超预期，电解铝行业纳入碳交易进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	225,071	235,680	240,716	244,115
增长率 (%)	-22.7	4.7	2.1	1.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,717	9,111	10,907	12,288
增长率 (%)	60.2	35.6	19.7	12.7
每股收益 (元)	0.39	0.53	0.64	0.72
PE	19	14	12	10
PB	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

7.40 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 孙二春

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

- 中国铝业 (601600.SH) 2023 年三季度报点评：量价齐升助力业绩释放，一体化优势显现-2023/10/29
- 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
- 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
- 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

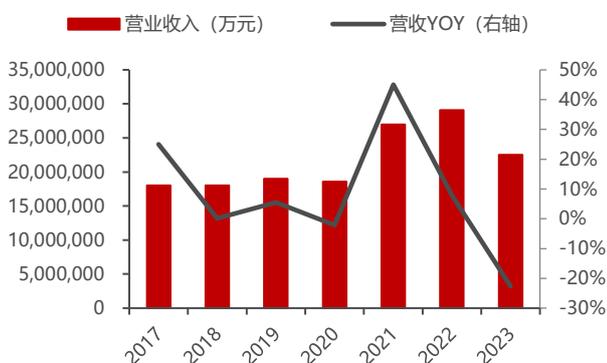
目录

1 事件：公司发布 2023 年年报	3
2 2023 年业绩：资产减值下滑驱动业绩大幅提升	3
3 2023Q4 业绩：归母净利润同比扭亏为盈	6
4 产业链一体化布局优势显现	9
4.1 一体化布局，抗风险能力较强	9
4.2 并购云铝股份，加快拓展绿色产业	11
5 盈利预测与投资建议	13
6 风险提示	14
插图目录	16
表格目录	16

1 事件：公司发布 2023 年年报

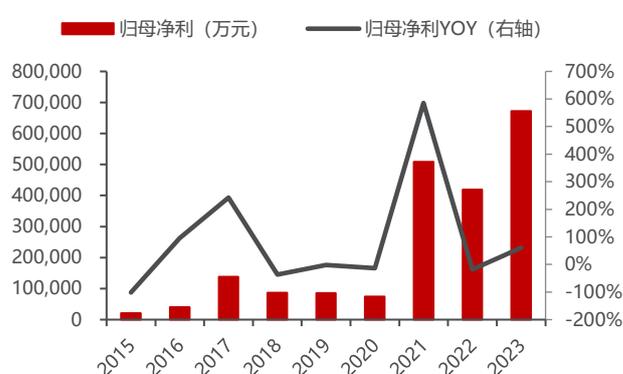
公司发布 2023 年年报：2023 年，公司实现营业收入 2550.71 亿元，同比下降 22.65%，归母净利润 67.17 亿元，同比上升 60.23%，扣非归母净利润 66.14 亿元，同比上升 111.27%。**分季度看，**2023Q4，公司实现营收 366.66 亿元，同比下降 56.82%、环比下降 32.53%；归母净利润 13.64 亿元，同比扭亏为盈、环比下降 29.55%；扣非归母净利 16.85 亿元，同比扭亏为盈、环比下降 17.64%。

图1：2023 年公司营收同比下降 22.65%



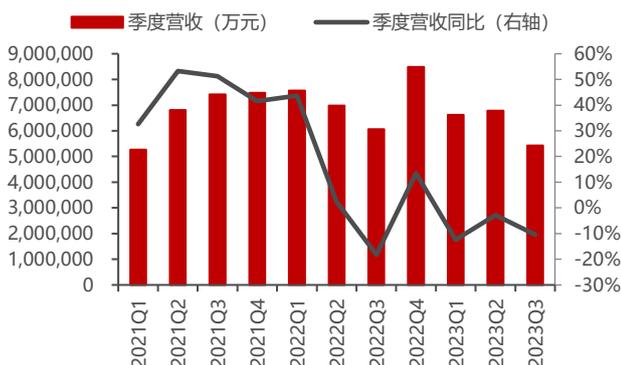
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2023 年公司归母净利润同比上升 60.23%



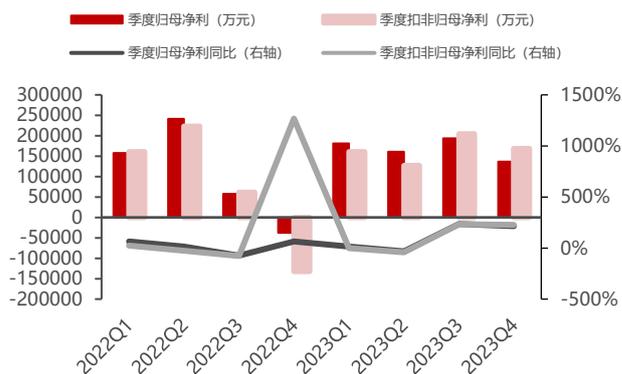
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2023Q4，公司营收环比下降 32.53%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2023Q4，公司归母净利润同比扭亏为盈

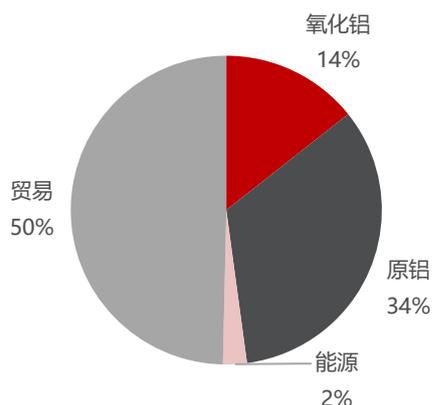


资料来源：wind，民生证券研究院

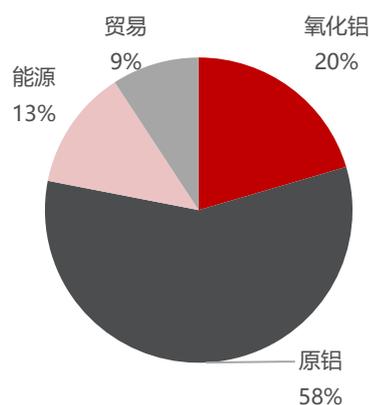
2 2023 年业绩：资产减值下滑驱动业绩大幅提升

营收方面，2023 年公司贸易营收 1854.81 亿元，同比下降 28.35%；原铝营收 1253.12 亿元，同比下降 9.50%；氧化铝营收 535.26 亿元，同比下降 4.01%。

毛利方面，公司贸易贡献毛利 26.13 亿元，同比上升 8.75%，占总毛利的 9%；能源贡献毛利 36.19 亿元，同比下滑 1.4%，占总毛利的 13%；氧化铝贡献 58.07 亿元，同比上下滑 40.56%，占总毛利的 20%；原铝贡献 163.85 亿元，同比下滑 7.43%，占总毛利的 58%。

图5：2023 年公司分板块营收占比情况


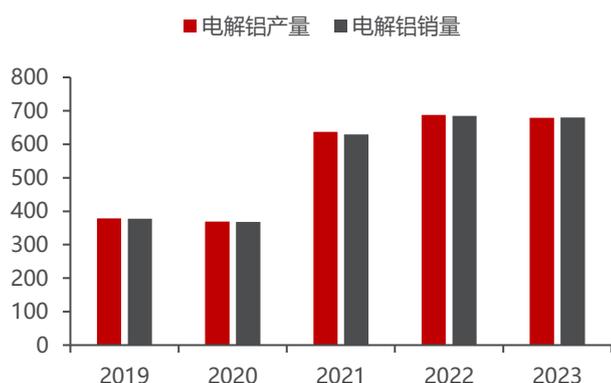
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2023 年公司分板块毛利占比情况


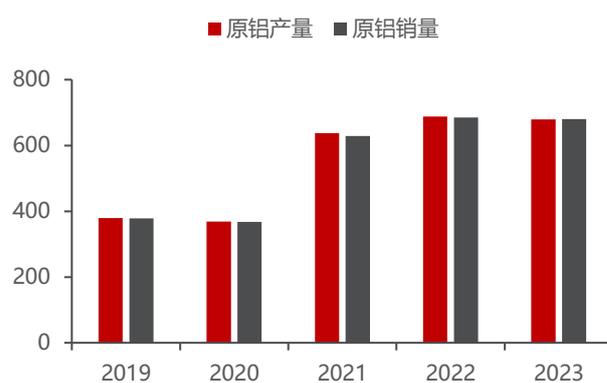
资料来源：wind，民生证券研究院

量：2023 年氧化铝产量 1667 万吨，同比-5.5%；原铝产量 679 万吨，同比-1.31%，主要受到子公司云铝产量下滑影响；煤炭产量 1305 万吨，同比+21.51%。

价：2023 年铝价 18700 元/吨，同比-1236 元/吨。预焙阳极价格 5348 元/吨，同比-1828 元/吨，氧化铝价格 3119 元/吨，同比-139 元/吨，测算 2023 年原铝税前利润 1653 元/吨（包含上游利润），同比+234 元/吨。氧化铝单吨税前利润 151 元/吨，同比+111 元/吨。

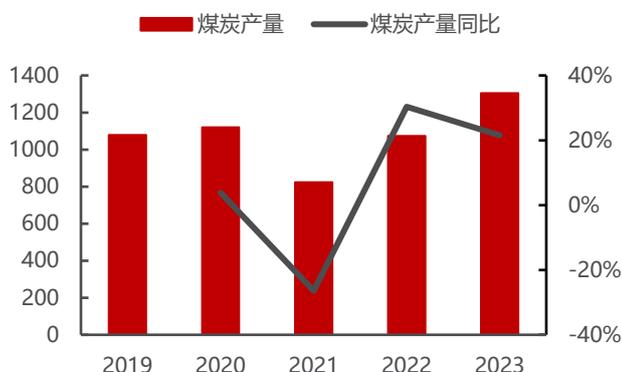
图7：2023 年公司电解铝产量和销量（单位：万吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2023 年公司原铝产量和销量（单位：万吨）


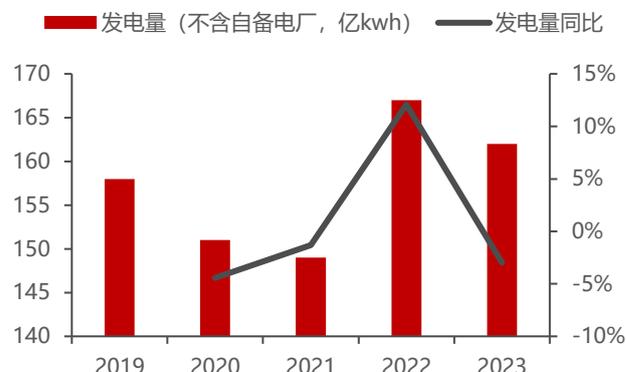
资料来源：wind，民生证券研究院

图9: 2023 年公司煤炭产量和同比增长率 (单位: 万吨)



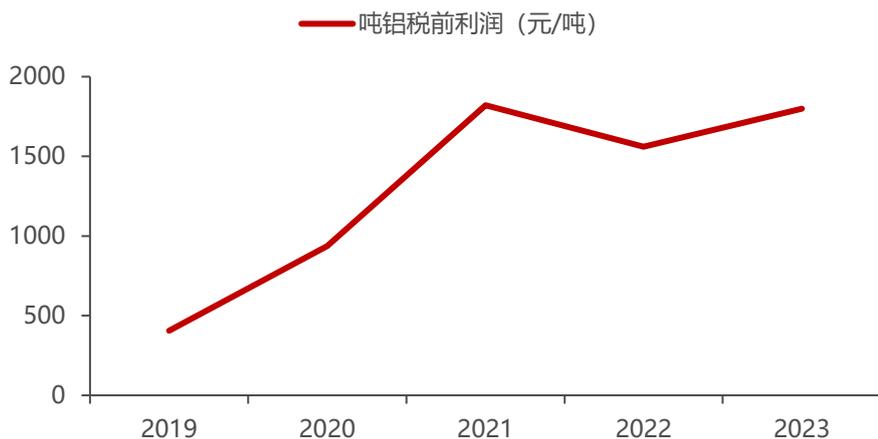
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 2023 年公司发电量和同比增长率 (单位: 万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 2019-2023 年吨铝税前利润 (元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

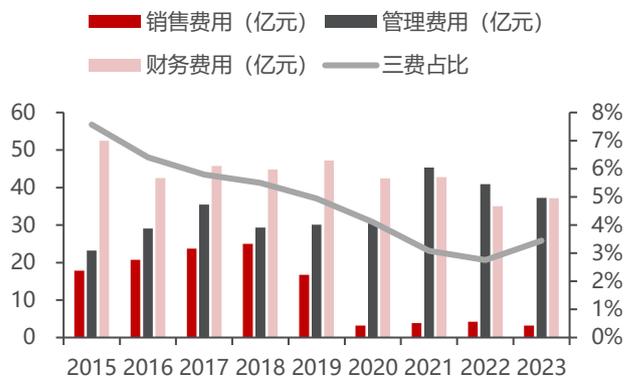
备注: 我们测算吨铝税前利润= (原铝税前利润总额) / 原铝销量

三费率同比上升0.69pct, 毛利率、净利率分别上升1.43pct和1.86pct。

公司 2023 年三费费用 77.56 亿元, 同比下降 3.26%, 三费率 3.44%, 同比增加 0.69pct, 其中销售费用 4.32 亿元, 同比增加 3.22%; 管理费用为 43.51 亿元, 同比增加 6.35%; 财务费用 29.72 亿元, 同比下滑 15.18%, 主要为公司通过压缩带息债务规模、优化融资成本等方式实现费用同比降低。公司毛利率、净利率为 12.90%和 5.59%, 同比分别上升 1.43pct 和 1.86pct。

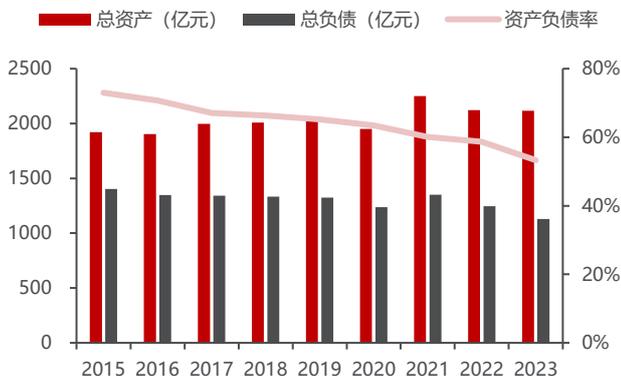
图12: 2023 年公司净利率同比上升 1.86pct


资料来源: wind, 民生证券研究院

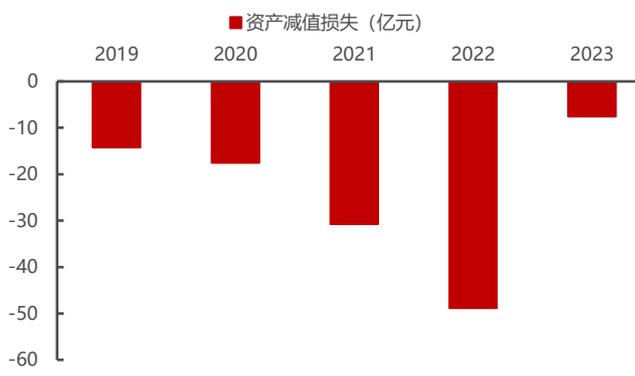
图13: 2023 年公司三费率同比上升 0.69pct


资料来源: wind, 民生证券研究院

资产减值大幅下滑, 资产负债率持续降低。公司偿还长期债券 69.2 亿元, 负债率进一步下降, 2023 年公司资产负债率低至 53.30%, 同比下降 5.37pct。2023 年公司资产减值大幅下滑至 7.55 亿元, 主要是公司对产业结构调整中落后产能资产计提减值同比减少, 随着减值降低, 未来业绩释放会更充分。

图14: 2023 年公司资产负债率同比下降 5.39pct


资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 2023 年公司资产减值-7.55 亿元


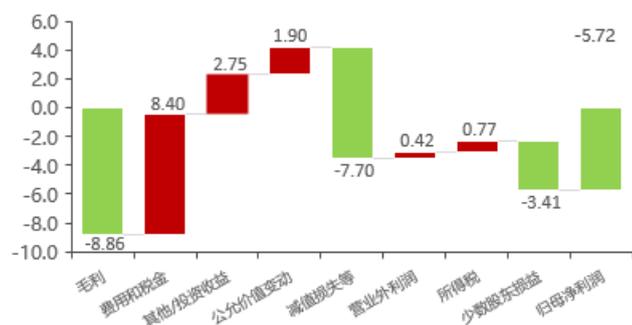
资料来源: wind, 民生证券研究院

3 2023Q4 业绩: 归母净利润同比扭亏为盈

Q4 业绩拆分。环比来看, 主要增利项: 费用和税金 (+8.40 亿, 主要是研发费用减少 12.41 亿), 其他/投资收益 (+2.75 亿, 主要是其他收益增加 4.23 亿, 来源于先进制造业增值税加计扣除), 公允价值变动 (+1.90 亿); 主要减利项: 毛利 (-8.86 亿), 减值损失等 (-7.7 亿), 少数股东损益 (-3.41 亿)。**同比**来看, 主要增利项: 费用和税金 (+27.75 亿), 减值损失等 (+12.48 亿), 少数

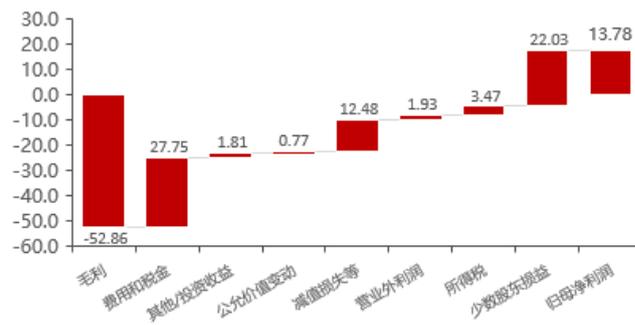
股东损益 (+22.03 亿), 营业外利润 (+1.93 亿); 主要减利项: 毛利 (-52.86 亿)。

图16: 2023Q4, 公司归母净利润环比减少 5.72 亿元 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 2023Q4, 公司归母净利润同比增加 13.78 亿元 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

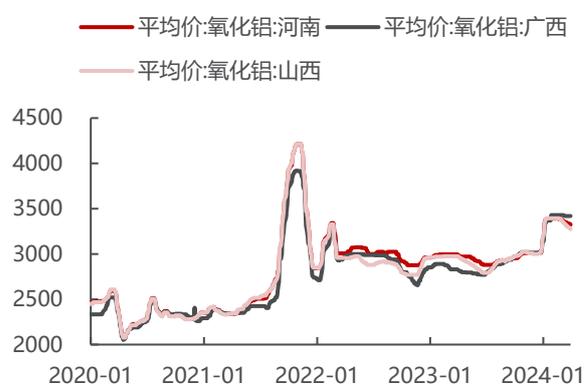
Q4 氧化铝和原铝产量均环比下降, 铝价震荡上升。量: Q4 原铝产量 186 万吨, 环比减少 1 万吨。氧化铝产量 421 万吨, 环比减少 2 万吨。煤炭产量 336 万吨, 环比减少 11 万吨。**价:** Q4 市场铝价环比+126 元/吨, 氧化铝价格环比+124 元/吨, 预焙阳极价格环比-113 元/吨, 烧碱价格环比-61 元/吨, 石油焦价格环比+66 元/吨, 动力煤价格环比+92 元/吨。盈利方面, 测算氧化铝利润环比+116 元/吨, 电解铝利润环比+95 元/吨。

图18: 2023Q4 铝均价环比增加 126 元/吨 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 氧化铝价格走势 (单位: 元/吨)



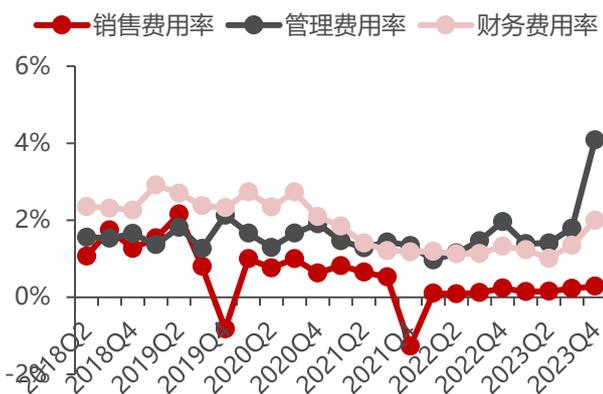
资料来源: ifind, 民生证券研究院

2023Q4 三费费用率环比上升 3.0pct, 同比上升 2.85pct。其中公司销售费用率环比上升 0.06pct, 管理费用率环比上升 2.30pct, 财务费用率上升

0.65pct。

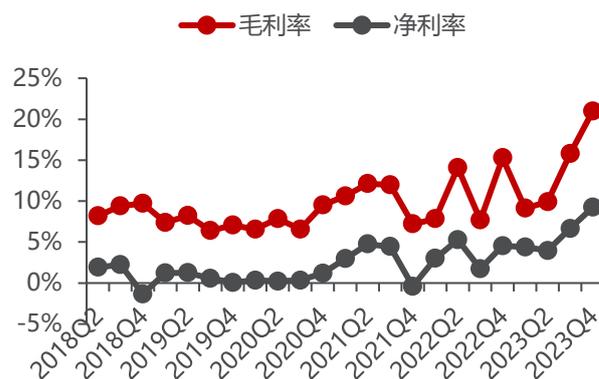
2023Q4 净利率环比上升 2.58pct, 同比上升 4.70pct。 2023Q4 公司毛利率、净利率为 20.96%和 9.23%, 环比分别上升 5.19pct、2.58pct, 主要因为 Q4 公司进一步压缩低毛利贸易业务。

图20: 2023Q4, 三费费率环比上升 3.0pct



资料来源: wind, 民生证券研究院

图21: 2023Q4, 净利率环比上升 2.58pct



资料来源: wind, 民生证券研究院

4 产业链一体化布局优势显现

4.1 一体化布局，抗风险能力较强

公司目前已形成上游（铝土矿、氧化铝、预焙阳极、煤炭、电力）——中游（电解铝）——下游完整产业布局。铝土矿方面，公司海内外铝土矿资源储量丰富，为公司可持续发展提供了有力保障。截至 2023 年末，公司控制的铝土矿资源量约为 23.00 亿吨，其中国内平果矿、贵州矿、遵义矿、孝义矿等矿山资源量合计约为 5.39 亿吨。从储量来看，截至 2023 年末，公司矿山主要储量分布在河南，其中平果矿的资源剩余可采年限为 12.3 年，华兴矿的资源剩余可采年限为 6 年，这两个矿山贡献了公司接近一半的国内矿山年产量。海外方面，公司在海外拥有铝土矿资源 17.61 亿吨左右，资源开采稳定可持续。公司在几内亚投资建设的 Boffa 项目矿山品位较高，剩余可采年限长，目前该项目已进入稳定运营阶段，达到预定产能。

表1：公司自有矿山资源情况（截至 2023 年末）

省份	矿山名称	主要品种	资源量 (百万吨)	储量 (百万吨)	品位	年产量 (千吨)	资源剩余可采年限 (年)	许可证/采矿权有效期
广西	平果矿	铝土矿	72.03	36.89	9.89	5,758	12.3	2024.03-2036.04
贵州	贵州矿	铝土矿	103.98	33.92	8.21	2,023	15	2024.10-2038.12
贵州	遵义矿	铝土矿	16.35	5.43	5.82	1,079	8.4	2026.07-2032.05
山西	孝义矿	铝土矿	86.4	5.93	5.31	372.2	7.75	2018.06-2031.09
山西	山西其它矿	铝土矿		21.65	4.56	2,073	11.58	2017.09-2035.07
河南	三门峡分公司	铝土矿	77.35	4.83	4.45	109.4	15.3	2020.12-2039.04
河南	洛阳分公司	铝土矿		11.35	4.54	87.9	16.67	2024.12-2040.08
河南	郑州分公司	铝土矿		9.04	5.05	625.2	8.5	2021.07-2032.06
河南	许平矿	铝土矿		1.25	5.07	49.6	7.75	2019.05-2031.09
河南	三门峡矿	铝土矿		20.85	4.67	172.3	11.17	2025.05-2035.02
河南	焦作矿	铝土矿	0.49	4.96	72.1	0.83	2014.10-2024.10	
河南	阳泉矿	铝土矿	2.47	1	4.18	0	12.4	2031.09-2036.05
云南	文山矿	铝土矿	18.67	1.17	5.41	1626	4.25	2023.07-2028.03
广西	华兴矿	铝土矿	62.12	3.44	6.13	826	6	2020.09-2029.12
几内亚	博法矿	铝土矿	1,761.14	113.41	33.4	14,251	9.58	2018.07-2033.07
	合计	/	2,299.96	270.65	111.65	29,125.10	/	/

资料来源：公司公告，民生证券研究院

作为中国铝行业龙头，未来仍有产能增长预期。截至 2022 年末，公司共拥有氧化铝产能 2226 万吨/年，电解铝产能 735 万吨/年。**电解铝方面**，2023 年 1 月，子公司贵州华仁新材料有限公司以 6633 元/吨的交易单价收购了山东南山铝业股份有限公司的 10 万吨电解铝产能指标，并于 7 月申请利用该指标将 40 万吨/年的产能扩至 50 万吨/年。同时，内蒙古华云三期年产 42 万吨电解铝项目已于 2023 年 3 月开工，中国铝业青海分公司新建 50 万吨电解铝项目拟于 2024 年 3 月开工。

表2：公司氧化铝产能分布（截至 2022 年末）

氧化铝企业名称	氧化铝产能 (万吨/年)
中铝中州铝业有限公司	305
中铝山西新材料有限公司	260
中铝矿业有限公司	241
中铝山东有限公司	227
中国铝业广西分公司	221
山西华兴铝业有限公司	200
广西华昇新材料有限公司	200
贵州华锦铝业有限公司	160
遵义铝业股份有限公司	100
中铝集团山西交口兴华科技股份有限公司	90
中国铝业重庆分公司	80
中国铝业郑州有色金属研究院有限公司	2
云南铝业股份有限公司	140
氧化铝产能总计	2226

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表3：公司电解铝产能分布（截至 2022 年末）

电解铝企业名称	电解铝产能 (万吨/年)
内蒙古华云新材料有限公司	74
包头铝业有限公司	55
中国铝业连城分公司	52.3
兰州铝业有限公司	42
山西中铝华润有限公司	49.7
中铝山西新材料有限公司	42
中国铝业青海分公司	40
贵州华仁新材料有限公司	40
遵义铝业股份有限公司	36
云南铝业股份有限公司	304
电解铝产能总计	735

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表4: 重要在建工程情况 (截至 2023 年 12 月 31 日)

项目名称	预算数 (千元)	期末余额 (千元)	工程累计投入占预算比例	工程进度	资金来源
包头铝业三期项目	3,026,320	1,490,798	49%	49%	自筹和借款
广西华昇二期工程 200 万吨氧化铝项目	4,249,985	676,298	16%	16%	自筹和借款
云铝股份 15 万吨交通用铝型材项目	3,042,370	327,725	11%	11%	自筹和借款
矿山排泥库接替项	499,130	176,934	35%	35%	自筹
路西硅铝合金新技术推广示范项目	3,199,410	175,050	5%	5%	自筹和借款
铝土矿伴生资源高效回收利用产业化示范项目	320,620	148,466	46%	46%	自筹
银星能源宁东 250 兆瓦光伏复合发电项目	836,260	-	86%	100%	自筹和借款
遵义铝业深度节能技术升级改造项目	490,598	-	84%	100%	自筹
贵州华仁 2023 年复工复产电解槽技术改造项目	396,548	-	95%	100%	自筹
其他	-	1768087	-	-	/
合计		4,763,358			

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

4.2 并购云铝股份, 加快拓展绿色产业

公司现持股比例为 29.10%, 为云铝股份第一大股东。2019 年中国铝业以每股 4.1 元的价格认购云铝股份非公开发行股票 3100 余万股, 2021 年中国铝业再次认购云铝股份定增股票, 两次交易完成后持股比例达 10.10%。2022 年中国铝业以每股 10.11 元的价格支付 66.62 亿元的交易对价收购云铝股份 19% 的股权, 此次收购后中国铝业共持股 29.10%, 成为云铝股份第一大股东, 并将其纳入公司合并报表范围, 成为公司的控股子公司。

提升绿色铝产能占比, 实现产品互补。云铝股份是国内最大的绿色铝供应商, 是中国第一家完成铝土矿、氧化铝、电解铝、铝加工全产业链企业, 截至 2023 年已形成年产氧化铝 140 万吨、绿色铝 305 万吨、炭素制品 82 万吨、铝合金及铝加工产品 157 万吨的绿色铝一体化产业规模, 绿色铝品牌优势明显。

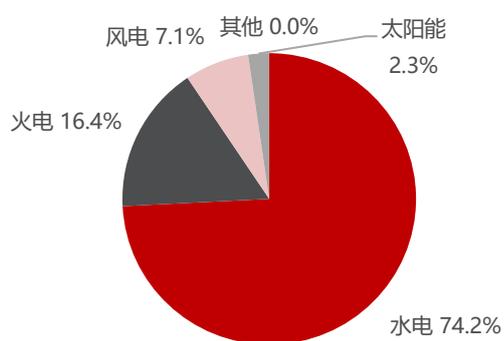
表5: 云铝股份并表后公司电解铝产量大幅提升

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
中国铝业电解铝产量 (万吨)	379	369	637	688	679
其中: 云铝股份电解铝产量 (万吨)	-	-	230	260	239.95

资料来源: 公司公告, 云铝股份公告, 民生证券研究院 (注: 2021 年度数据经追溯调整, 统计口径包含云铝股份)

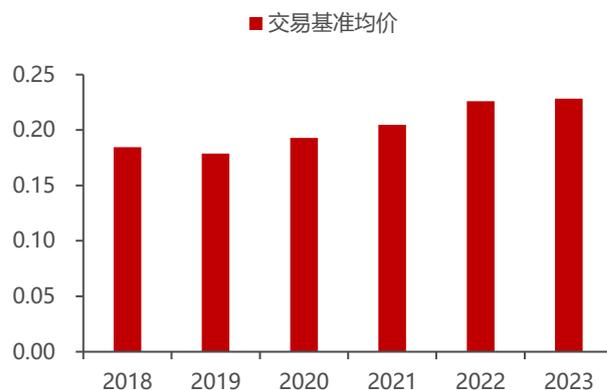
依托云铝股份，弥补绿电短板。云南省具有丰富的绿色电力资源，而云铝产线均位于云南省境内，其 2023 年生产用电结构中绿电比例约 80%，并表后补充了中国铝业的清洁能源占比，在“双碳”背景下，高耗能行业纳入碳排放交易已是势在必行。此外，云南电价相对较低，2023 年交易电力均价 228 元/MWh，较 2022 年涨 2 元/MWh，加上配网费、政府性基金等，云铝 2023 年电力均价约 398 元/MWh，不含税价 352 元/MWh，处于全国相对低位。

图22：2023 年云南电源结构



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图23：云南省电力交易基准价年均价（元/ KWh）



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

盈利预测与评级：公司价值有望重估，随着铝价上涨，公司业绩弹性较大，我们预计公司 2024-2026 年将实现归母净利润 91.11 亿元、109.07 亿元和 122.88 亿元，对应现价的 PE 分别为 14、12 和 10 倍，维持“推荐”评级。

表6：公司盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	225,071	235,680	240,716	244,115
增长率 (%)	-22.7	4.7	2.1	1.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,717	9,111	10,907	12,288
增长率 (%)	60.2	35.6	19.7	12.7
每股收益 (元)	0.39	0.53	0.64	0.72
PE (现价)	19	14	12	10
PB	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 29 日收盘价）

6 风险提示

1) **电解铝下游需求不及预期。**公司业绩受铝价影响较大，电解铝需求走弱的话，导致价格下降，将对公司盈利产生影响。

2) **云南限产超预期。**云南枯水期电力供应不足，加上高耗能行业扩张较为明显，枯水期缺电问题突出，公司限产比例可能超预期。

3) **电解铝行业纳入碳交易进展不及预期。**“双碳”背景下，电解铝行业纳入碳交易势在必行，但受限于经济发展，进展可能会非常缓慢。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	225,071	235,680	240,716	244,115
营业成本	196,040	199,033	202,832	205,392
营业税金及附加	2,589	2,475	2,407	2,441
销售费用	432	424	409	415
管理费用	4,351	4,478	4,574	4,150
研发费用	3,729	3,771	3,611	3,418
EBIT	18,900	25,499	26,883	28,299
财务费用	2,972	2,487	2,065	1,635
资产减值损失	-755	-442	-335	-231
投资收益	276	236	361	391
营业利润	15,296	23,018	25,085	27,141
营业外收支	-205	-150	-115	-50
利润总额	15,091	22,868	24,970	27,091
所得税	2,507	3,888	3,995	4,335
净利润	12,584	18,980	20,975	22,756
归属于母公司净利润	6,717	9,111	10,907	12,288
EBITDA	29,957	38,506	40,392	42,189

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	21,104	27,873	41,520	56,097
应收账款及票据	4,028	4,792	4,813	4,876
预付款项	443	913	953	986
存货	22,847	23,448	24,451	25,322
其他流动资产	10,019	10,374	10,686	10,660
流动资产合计	58,441	67,399	82,423	97,942
长期股权投资	10,040	10,040	10,040	10,040
固定资产	100,290	99,816	98,877	97,535
无形资产	17,476	17,876	18,276	18,676
非流动资产合计	153,315	150,001	146,285	142,294
资产合计	211,756	217,400	228,708	240,236
短期借款	7,970	7,702	7,183	5,847
应付账款及票据	21,112	18,873	19,855	20,231
其他流动负债	29,624	28,354	28,297	27,961
流动负债合计	58,706	54,929	55,335	54,039
长期借款	33,438	28,438	23,438	18,438
其他长期负债	20,723	18,223	15,723	14,223
非流动负债合计	54,161	46,661	39,161	32,661
负债合计	112,867	101,590	94,496	86,700
股本	17,162	17,162	17,162	17,162
少数股东权益	38,431	48,301	58,369	68,837
股东权益合计	98,889	115,810	134,211	153,536
负债和股东权益合计	211,756	217,400	228,708	240,236

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-22.65	4.71	2.14	1.41
EBIT 增长率	-13.90	34.91	5.43	5.27
净利润增长率	60.23	35.63	19.72	12.67
盈利能力 (%)				
毛利率	12.90	15.55	15.74	15.86
净利润率	5.59	8.05	8.71	9.32
总资产收益率 ROA	3.17	4.19	4.77	5.12
净资产收益率 ROE	11.11	13.50	14.38	14.51
偿债能力				
流动比率	1.00	1.23	1.49	1.81
速动比率	0.60	0.78	1.03	1.33
现金比率	0.36	0.51	0.75	1.04
资产负债率 (%)	53.30	46.73	41.32	36.09
经营效率				
应收账款周转天数	6.53	7.00	7.00	7.00
存货周转天数	42.54	43.00	44.00	45.00
总资产周转率	1.06	1.08	1.05	1.02
每股指标 (元)				
每股收益	0.39	0.53	0.64	0.72
每股净资产	3.52	3.93	4.42	4.94
每股经营现金流	1.58	1.72	2.13	2.19
每股股利	0.08	0.12	0.15	0.20
估值分析				
PE	19	14	12	10
PB	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	6.06	4.34	3.60	2.91
股息收益率 (%)	1.08	1.62	2.03	2.70

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	12,584	18,980	20,975	22,756
折旧和摊销	11,056	13,007	13,509	13,890
营运资金变动	-230	-5,699	-451	-901
经营活动现金流	27,041	29,430	36,507	37,615
资本开支	-6,519	-10,126	-10,091	-10,026
投资	-5,258	-135	-128	-131
投资活动现金流	-11,181	-10,026	-9,858	-9,766
股权募资	1,262	0	0	0
债务募资	-8,430	-7,768	-8,019	-7,837
筹资活动现金流	-14,143	-12,635	-13,002	-13,272
现金净流量	1,623	6,769	13,647	14,577

插图目录

图 1: 2023 年公司营收同比下降 22.65%	3
图 2: 2023 年公司归母净利润同比上升 60.23%	3
图 3: 2023Q4, 公司营收环比下降 32.53%	3
图 4: 2023Q4, 公司归母净利润同比扭亏为盈	3
图 5: 2023 年公司分板块营收占比情况	4
图 6: 2023 年公司分板块毛利占比情况	4
图 7: 2023 年公司电解铝产量和销量 (单位: 万吨)	4
图 8: 2023 年公司原铝产量和销量 (单位: 万吨)	4
图 9: 2023 年公司煤炭产量和同比增长率 (单位: 万吨)	5
图 10: 2023 年公司发电量和同比增长率 (单位: 万吨)	5
图 11: 2019-2023 年吨铝税前利润 (元/吨)	5
图 12: 2023 年公司净利率同比上升 1.86pct	6
图 13: 2023 年公司三费率同比上升 0.69pct	6
图 14: 2023 年公司资产负债率同比下降 5.39pct	6
图 15: 2023 年公司资产减值-7.55 亿元	6
图 16: 2023Q4, 公司归母净利润环比减少 5.72 亿元 (单位: 亿元)	7
图 17: 2023Q4, 公司归母净利润同比增加 13.78 亿元 (单位: 亿元)	7
图 18: 2023Q4 铝均价环比增加 126 元/吨 (单位: 元/吨)	7
图 19: 氧化铝价格走势 (单位: 元/吨)	7
图 20: 2023Q4, 三费率环比上升 3.0pct	8
图 21: 2023Q4, 净利率环比上升 2.58pct	8
图 22: 2023 年云南电源结构	12
图 23: 云南省电力交易基准价均价 (元/ KWh)	12

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司自有矿山资源情况 (截至 2023 年末)	9
表 2: 公司氧化铝产能分布 (截至 2022 年末)	10
表 3: 公司电解铝产能分布 (截至 2022 年末)	10
表 4: 重要在建工程情况 (截至 2023 年 12 月 31 日)	11
表 5: 云铝股份并表后公司电解铝产量大幅提升	11
表 6: 公司盈利预测与财务指标	13
公司财务报表数据预测汇总	15

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收到任何形式的补偿。

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