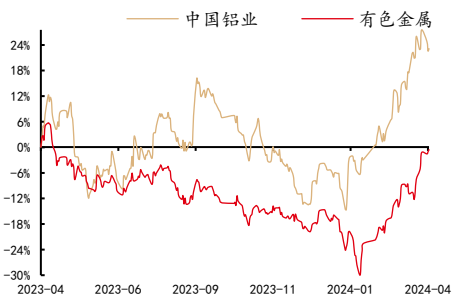


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	7.23
总股本/流通股本(亿股)	171.58 / 130.79
总市值/流通市值(亿元)	1,241 / 946
52周内最高/最低价	7.49 / 5.01
资产负债率(%)	53.3%
市盈率	18.49
第一大股东	中国铝业集团有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
分析师: 王靖涵
SAC 登记编号: S1340524040002
Email: wangjinghan@cnpsec.com

中国铝业(601600)

完整铝产业链优势明显，期待 2024 年量利齐升

● 事件

公司发布 2023 年年报，公司实现营业收入 2250.71 亿元，同比减少 22.65%；归母净利润 67.17 亿元，同比增长 60.23%；扣非归母净利润 66.14 亿元，同比增长 111.27%。

● 点评

业绩符合预期，资产减值影响 Q4 业绩。2023Q4 公司实现营业收入 495.53 亿元，环比下降 32.53%，同比下降 56.82%；实现归母净利润 13.64 亿元，环比下降 29.51%，去年同期为亏损 3.75 亿；实现扣非归母净利润 16.85 亿元，环比下降 17.65%。2023 年公司资产减值损失 7.55 亿，主要是对产业结构调整中落后产能资产计提减值同比减少。

铝土矿、电解铝生产基本持平，煤炭产量大增。2023 年公司全年生产铝土矿 3042 万吨，冶金级氧化铝 1667 万吨，同比下降 5.50%，原铝（含合金）679 万吨，同比下降 1.31%。全年商品煤产量 1305 万吨，同比提高 21.51%，为历史最高。2024 年中国氧化铝市场预测仍将维持紧平衡的态势，电解铝、氧化铝价格有望保持高位。

资源保障得到提升，产业发展加快升级。2023 年新增国内铝土矿资源量 2100 万吨；此外宁夏能源新增获取煤炭资源量 2.71 亿吨。公司加快产业结构升级调整，积极推进广西华昇二期 200 万吨氧化铝项目、内蒙古华云 42 万吨轻合金材料项目、青海分公司 50 万吨电解铝项目及包头铝业达茂旗 1200MW 源网荷储项目等一批重点项目；宁东 250MW 光伏全面并网，所属企业新增分布式光伏 303MW；公司在高纯铝和“小金属”产业方面取得突破，金属镓产能规模跃居全球第一。

落实再生铝产业三年规划，项目逐步落地。贵州分公司年产 5 万吨再生铝示范线建成投产，包头铝业 6 万吨再生铝项目批复立项，上半年消纳废铝 19.2 万吨。加快固废处置利用，赤泥综合利用率达到 14.85%，创历史最好水平；电解铝“三废”处置与综合利用取得新进展，建成文山铝业、山西新材料、云铝润鑫铝电解“三废”处置示范线，年处置能力达到 10 万吨。

● 盈利预测

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 86.78/97.17/107.02 亿元，EPS 分别为 0.51/0.57/0.62 元，对应 PE 分别为 14.30/12.77/11.59 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示：

电解铝价格大幅波动；氧化铝价格大幅波动；原材料成本上涨；下游需求不及预期；宏观经济波动。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	225071	228057	236203	239849
增长率(%)	-22.65	1.33	3.57	1.54
EBITDA(百万元)	29956.90	39993.82	45882.30	43922.11
归属母公司净利润(百万元)	6716.95	8678.17	9717.32	10702.21
增长率(%)	60.23	29.20	11.97	10.14
EPS(元/股)	0.39	0.51	0.57	0.62
市盈率(P/E)	18.47	14.30	12.77	11.59
市净率(P/B)	2.05	1.80	1.58	1.39
EV/EBITDA	5.05	4.02	3.09	2.67

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	225071	228057	236203	239849	营业收入	-22.7%	1.3%	3.6%	1.5%
营业成本	196040	194218	199993	201493	营业利润	11.8%	34.8%	11.7%	9.8%
税金及附加	2589	2282	2467	2554	归属于母公司净利润	60.2%	29.2%	12.0%	10.1%
销售费用	432	353	386	408	获利能力				
管理费用	4351	3692	3904	4161	毛利率	12.9%	14.8%	15.3%	16.0%
研发费用	3729	3649	3779	3838	净利率	3.0%	3.8%	4.1%	4.5%
财务费用	2972	2730	2284	1846	ROE	11.1%	12.6%	12.3%	12.0%
资产减值损失	-755	-1167	-1127	-1070	ROIC	9.0%	10.3%	10.3%	10.1%
营业利润	15296	20617	23029	25286	偿债能力				
营业外收入	221	147	160	176	资产负债率	53.3%	47.5%	43.4%	39.7%
营业外支出	426	507	507	480	流动比率	1.00	1.34	1.74	2.26
利润总额	15091	20257	22683	24982	营运能力				
所得税	2507	3241	3629	3997	应收账款周转率	55.36	63.11	69.19	64.79
净利润	12584	17016	19054	20985	存货周转率	9.46	10.87	11.86	11.39
归母净利润	6717	8678	9717	10702	总资产周转率	1.06	1.06	1.03	0.97
每股收益(元)	0.39	0.51	0.57	0.62	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.39	0.51	0.57	0.62
货币资金	21104	34687	50871	73725	每股净资产	3.52	4.02	4.59	5.21
交易性金融资产	5013	5013	5013	5013	估值比率				
应收票据及应收账款	4028	3619	3881	4013	PE	18.47	14.30	12.77	11.59
预付款项	443	941	1038	826	PB	2.05	1.80	1.58	1.39
存货	22847	19099	20720	21391	现金流量表				
流动资产合计	58441	67556	85726	109615	净利润	12584	17016	19054	20985
固定资产	100290	99621	99725	95271	折旧和摊销	11056	17006	20916	17095
在建工程	4520	4731	4650	5439	营运资本变动	-230	513	-398	-2
无形资产	17476	17910	18740	19357	其他	3631	4354	4089	3918
非流动资产合计	153315	152902	152633	148931	经营活动现金流净额	27041	38889	43661	41995
资产总计	211756	220458	238358	258546	资本开支	-6519	-18606	-21955	-14683
短期借款	7970	3713	972	-857	其他	-4662	811	196	235
应付票据及应付账款	21112	17225	18924	19545	投资活动现金流净额	-11181	-17794	-21759	-14448
其他流动负债	29624	29556	29446	29857	股权融资	1262	-9	0	0
流动负债合计	58706	50494	49342	48544	债务融资	-8430	-4256	-2741	-1830
其他	54161	54161	54161	54161	其他	-6975	-3152	-2977	-2863
非流动负债合计	54161	54161	54161	54161	筹资活动现金流净额	-14143	-7418	-5719	-4693
负债合计	112867	104655	103502	102705	现金及现金等价物净增加额	1623	13583	16184	22854
股本	17162	17162	17162	17162					
资本公积金	23127	23127	23127	23127					
未分配利润	15851	23134	31393	40490					
少数股东权益	38431	46769	56106	66388					
其他	4319	5611	7069	8674					
所有者权益合计	98889	115802	134856	155841					
负债和所有者权益总计	211756	220458	238358	258546					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048