

中国铝业(601600)

氧化铝和电解铝双轮驱动，盈利能力大幅改善

行业：有色金属/工业金属
 投资评级：买入(维持)
 当前价格：7.45元
 目标价格：9.31元

事件：

公司发布2024年第一季度报告，2024 Q1实现营业收入489.56亿元，同比下降26.14%，归母净利润22.30亿元，同比增长23.01%。

➤ 氧化铝板块：矿端供应紧张，外售增厚利润

24年Q1，受国内铝土矿产量下滑及几内亚燃料库爆炸事件影响，国内氧化铝价格大幅上涨，24年Q1国内氧化铝均价同比上涨14.6%。23年公司冶金级氧化铝产量1667万吨，由于公司氧化铝自给率100%，氧化铝价格上涨有利于公司电解铝成本稳定，并通过外售氧化铝增厚利润。

➤ 电解铝板块：价格上涨和成本下降并存，盈利能力提升

24年Q1，公司主要产品电解铝均价同比上涨3.1%，主要成本阳极均价同比下降35.2%，公司电解铝业务盈利能力提升。由于公司是云铝股份第一大股东，24年Q1云铝股份归母净利润同比增长31.53%，公司受益明显。

➤ 盈利好转，现金分红比例增加

随着电解铝行业供需格局好转，公司负债率回落且盈利能力增强。23年公司负债率53.3%，较19年下降11.87个百分点；23年公司净利率5.59%，较19年增加4.81个百分点。随着盈利好转，公司现金分红比例增加，23年现金分红比例20.44%，并将此比例提升至不少于当年可分配利润的30%。

➤ 资源和能源自给率高，有望享受估值溢价

23年公司铝土矿产量3042万吨，国内产量占比36%；公司能源成本可控，22年网电比例83%，自产煤炭可以满足自发电用煤需要。电解铝的核心是上游铝土矿资源和中游能源供应，公司作为中国最大的铝土矿企业，将重点推进境外铝土矿和氧化铝项目，提升资源自给率，因此应享受一定的估值溢价。

➤ 盈利预测、估值与评级

考虑到公司电解铝主业盈利能力提升，低毛利贸易业务规模缩减；我们预计公司2024-2026年营业收入分别为2358/2361/2353亿元，分别同比+4.8%/+0.14%/-0.34%；归母净利润分别为106.5/107.9/108.4亿元，分别同比+58.6%/+1.3%/+0.5%；EPS分别为0.62/0.63/0.63元。我们给予公司2024年15倍PE，目标价9.31元，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格波动风险；主要原材料成本增加；产量不及预期。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	17,158.38/17,022.67
流通A股市值(百万元)	97,436.37
每股净资产(元)	3.54
资产负债率(%)	51.61
一年内最高/最低(元)	7.73/4.90

股价相对走势



作者

分析师：丁士涛
 执业证书编号：S0590523090001
 邮箱：dingsht@glsc.com.cn
 分析师：刘依然
 执业证书编号：S0590523110010
 邮箱：liuyr@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	290988	225071	235796	236131	235337
增长率(%)	7.87%	-22.65%	4.77%	0.14%	-0.34%
EBITDA(百万元)	27643	29047	44488	44540	44496
归母净利润(百万元)	4192	6717	10650	10786	10835
增长率(%)	-17.47%	60.24%	58.55%	1.28%	0.45%
EPS(元/股)	0.24	0.39	0.62	0.63	0.63
市盈率(P/E)	30.8	19.2	12.1	12.0	11.9
市净率(P/B)	2.5	2.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	6.3	6.4	4.5	4.0	3.5

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年05月06日收盘价

相关报告

1、《中国铝业(601600)：国内铝土矿龙头，未来业绩弹性大》2024.02.21

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	19260	21104	37685	53399	69478
应收账款+票据	5874	6607	6922	6932	6909
预付账款	2180	443	464	465	463
存货	24712	22847	23188	23248	23205
其他	2510	7440	7556	7559	7551
流动资产合计	54536	58441	75814	91603	107605
长期股权投资	9743	10040	10430	10821	11212
固定资产	116836	109252	96839	85545	75287
在建工程	2280	4520	6433	7013	6260
无形资产	16890	17476	13337	9198	5059
其他非流动资产	12063	12028	11691	11313	10896
非流动资产合计	157812	153315	138730	123891	108714
资产总计	212348	211756	214545	215494	216319
短期借款	6461	7970	9470	9570	9670
应付账款+票据	22536	21112	21426	21482	21442
其他	33369	29624	30151	30226	30166
流动负债合计	62367	58706	61047	61278	61278
长期带息负债	58597	50516	34207	19031	4975
长期应付款	690	806	806	806	806
其他	2938	2839	2839	2839	2839
非流动负债合计	62225	54161	37852	22676	8621
负债合计	124592	112867	98899	83955	69899
少数股东权益	33353	38431	47734	57155	66618
股本	17162	17162	17158	17158	17158
资本公积	22920	23127	23130	23130	23130
留存收益	14322	20169	27624	34096	39514
股东权益合计	87756	98889	115646	131539	146420
负债和股东权益总计	212348	211756	214545	215494	216319

现金流量表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	10843	12584	19952	20207	20298
折旧摊销	10929	10984	19176	19430	19768
财务费用	3505	2972	1386	877	386
存货减少(增加为“-”)	-6034	1865	-340	-61	43
营运资金变动	-1078	-351	49	57	-24
其它	9597	-1086	181	-99	-203
经营活动现金流	27761	26969	40403	40412	40269
资本支出	-4439	-6693	-4200	-4200	-4200
长期投资	-258	-5258	0	0	0
其他	1218	769	-231	-231	-231
投资活动现金流	-3479	-11181	-4431	-4431	-4431
债权融资	-8257	-6573	-14809	-15075	-13956
股权融资	139	0	-3	0	0
其他	-18919	-7571	-4578	-5192	-5803
筹资活动现金流	-27038	-14143	-19390	-20267	-19759
现金净增加额	-2912	1551	16582	15713	16079

利润表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	290988	225071	235796	236131	235337
营业成本	257603	196040	198961	199481	199110
营业税金及附加	2860	2589	2712	2716	2707
营业费用	419	432	453	454	452
管理费用	8897	8081	8466	8478	8449
财务费用	3505	2972	1386	877	386
资产减值损失	-4884	-755	-791	-792	-790
公允价值变动收益	59	-3	0	0	0
投资净收益	668	276	276	276	276
其他	135	821	828	828	828
营业利润	13682	15296	24132	24438	24547
营业外净收益	-473	-205	-205	-205	-205
利润总额	13209	15091	23927	24233	24342
所得税	2366	2507	3975	4025	4044
净利润	10843	12584	19952	20207	20298
少数股东损益	6651	5867	9302	9421	9464
归属于母公司净利润	4192	6717	10650	10786	10835

财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	7.87%	-22.65%	4.77%	0.14%	-0.34%
EBIT	20.31%	8.07%	40.14%	-0.80%	-1.52%
EBITDA	22.41%	5.08%	53.16%	0.12%	-0.10%
归属于母公司净利润	-17.47%	60.24%	58.55%	1.28%	0.45%
获利能力					
毛利率	11.47%	12.90%	15.62%	15.52%	15.39%
净利率	3.73%	5.59%	8.46%	8.56%	8.63%
ROE	7.71%	11.11%	15.68%	14.50%	13.58%
ROIC	8.81%	9.94%	14.18%	15.31%	16.90%
偿债能力					
资产负债率	58.67%	53.30%	46.10%	38.96%	32.31%
流动比率	0.9	1.0	1.2	1.5	1.8
速动比率	0.4	0.6	0.8	1.1	1.4
营运能力					
应收账款周转率	53.3	34.1	34.1	34.1	34.1
存货周转率	10.4	8.6	8.6	8.6	8.6
总资产周转率	1.4	1.1	1.1	1.1	1.1
每股指标(元)					
每股收益	0.2	0.4	0.6	0.6	0.6
每股经营现金流	1.6	1.6	2.4	2.4	2.3
每股净资产	3.1	3.4	3.8	4.2	4.5
估值比率					
市盈率	30.8	19.2	12.1	12.0	11.9
市净率	2.5	2.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	6.3	6.4	4.5	4.0	3.5
EV/EBIT	10.3	10.3	7.9	7.1	6.4

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年05月06日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上	

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼