

研究所:

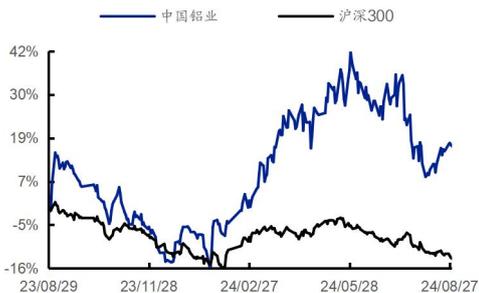
 证券分析师: 陈晨 S0350522110007  
 chenc09@ghzq.com.cn

 证券分析师: 王璇 S0350523080001  
 wangx15@ghzq.com.cn

## 原铝量价齐升，氧化铝涨价增厚业绩

### ——中国铝业（601600）2024年中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/08/29

表现	1M	3M	12M
中国铝业	0.0%	-17.9%	16.5%
沪深300	-3.3%	-9.3%	-13.5%

市场数据

2024/08/29

当前价格(元)	6.84
52周价格区间(元)	4.90-8.77
总市值(百万)	117,363.33
流通市值(百万)	89,762.00
总股本(万股)	1,715,838.12
流通股本(万股)	1,312,309.97
日均成交额(百万)	917.55
近一月换手(%)	0.92

相关报告

《中国铝业（601600）2023年三季报点评：产量恢复，利润提升，三季度业绩同比翻倍（买入）\* 工业金属\*陈晨，王璇》——2023-10-26

《中国铝业（601600）2023年中报点评报告：限产跌价影响业绩，三季度有望量利双升（买入）\* 工业金属\*陈晨，王璇》——2023-08-25

### 事件:

8月28日，中国铝业发布2024年半年度报告：2024年上半年公司实现营业收入1107.2亿元，同比-17.4%；归母净利润70.2亿元，同比+105.4%；扣非后归母净利润68.6亿元，同比+137.8%。

分季度看，2024年第二季度，公司实现营业收入617.6亿元，环比+26.2%，同比-8.9%；归母净利润47.9亿元，环比+114.6%，同比+198.5%；扣非后归母净利润46.7亿元，环比+114.1%，同比+266.8%。

### 投资要点:

- 上半年业绩增长主要由于原铝产量大幅提升，且铝价和氧化铝价格涨幅较大。而营业收入下滑主要由于贸易量的下降。
- 产销：铝、氧化铝、煤、电产量均有提升。2024年上半年，公司实现氧化铝产量1027万吨，同比+1.58%，自产冶金氧化铝外销量319万吨，同比-7%；原铝产量363万吨，同比+18.63%，自产原铝外销量359万吨，同比+17.32%；煤炭产量638万吨，同比+2.57%；外售电厂销售量75亿千瓦时，同比+7.14%。公司各主要产品产销量均有提升，原铝产量提升明显。
- 分季度来看，2024Q2公司实现氧化铝产量503万吨，环比-4.0%，同比+0.2%，自产冶金氧化铝外销量169万吨，环比+12.7%，同比-5.1%；原铝产量185万吨，环比+3.9%，同比+20.9%，自产原铝外销量183万吨，环比+4.0%，同比+23.6%；煤炭产量350万吨，环比+21.5，同比-0.6%。随着云南复产推进，2024Q2原铝产量进一步提升。
- 收入及利润：氧化铝及原铝利润增长明显。2024年上半年公司氧化铝板块实现营业收入314.5亿元，同比+46.1%，利润总额42.7亿元，同比+44.8%，主要由于氧化铝价格提升；原铝板块实现营业收入682.1亿元，同比+20.5%，实利润总额76.0亿元，同比+96.2%，主要由于铝价提升且产销量增加较多；营销板块和能源板块分别实现利润总额11.1亿元和9.3亿元，同比分别+8.3%和-28.6%。
- 负债及分红：现金流充足，负债下降，中期分红20%。2024年上半年公司经营活动产生的现金流量净额达到100亿元，货币资金达到

258 亿元，较 2023 年末增加 47 亿元。截至 6 月 30 日，公司流动负债 540 亿元，较上年末减少 47 亿元，主要由于偿还短期债务，截至 6 月 30 日，公司短期借款为 38.7 亿元，较上年末减少 41 亿元；资产负债率较上年末下降 3.33 个百分点至 49.97%，近十年来首次将资产负债率降低至 50% 以下。另外公司拟进行中期分红，每股派发现金红利 0.082 元，上半年分红比例为 20.05%，对应 A 股和港股股息率分别为 1.2% 和 1.8%（以 8 月 28 日收盘价计算）。

- **盈利预测与估值：** 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2256/2369/2454 亿元，归母净利润分别为 131.54/147.30/157.73 亿元，同比+96%/+12%/+7%；EPS 分别为 0.77/0.86/0.92 元，对应当前股价 PE 为 8.92/7.97/7.44 倍。公司是国内电解铝行业龙头，产业链一体化优势明显，且未来仍有电解铝、氧化铝及新能源项目带来的增量，经营持续向好，维持“买入”评级。
- **风险提示：**（1）主要产品价格大幅下跌的风险；（2）政策限产风险；（3）安全生产事故风险；（4）新建项目进展不及预期风险；（5）研究报告使用的数据及信息更新不及时的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	225071	225554	236858	245360
增长率(%)	-23	0	5	4
归母净利润（百万元）	6717	13154	14730	15773
增长率(%)	60	96	12	7
摊薄每股收益（元）	0.39	0.77	0.86	0.92
ROE(%)	11	19	18	17
P/E	14.42	8.92	7.97	7.44
P/B	1.60	1.66	1.42	1.23
P/S	0.43	0.52	0.50	0.48
EV/EBITDA	5.05	3.76	2.94	2.21

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中国铝业盈利预测表

证券代码:	601600				股价:	6.84		投资评级:	买入		日期:	2024/08/29	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	11%	19%	18%	17%	EPS	0.39	0.77	0.86	0.92				
毛利率	13%	19%	20%	20%	BVPS	3.52	4.11	4.80	5.54				
期间费率	3%	3%	3%	3%	<b>估值</b>								
销售净利率	3%	6%	6%	6%	P/E	14.42	8.92	7.97	7.44				
<b>成长能力</b>					P/B	1.60	1.66	1.42	1.23				
收入增长率	-23%	0%	5%	4%	P/S	0.43	0.52	0.50	0.48				
利润增长率	60%	96%	12%	7%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
总资产周转率	1.06	1.06	1.06	1.00	营业收入	225071	225554	236858	245360				
应收账款周转率	55.36	53.64	52.69	52.34	营业成本	196040	182904	190662	196925				
存货周转率	8.24	9.00	9.79	8.60	营业税金及附加	2589	2594	2724	2822				
<b>偿债能力</b>					销售费用	432	433	455	471				
资产负债率	53%	43%	38%	33%	管理费用	4351	4361	4579	4744				
流动比	1.00	1.31	1.83	2.47	财务费用	2972	2753	2248	1761				
速动比	0.59	0.88	1.33	1.89	其他费用/(-收入)	3729	3737	3925	4066				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	15296	29758	33298	35642				
现金及现金等价物	26116	30175	48971	72383	营业外净收支	-205	-205	-205	-205				
应收款项	4028	4389	4609	4775	利润总额	15091	29553	33093	35437				
存货净额	22847	17782	21185	24616	所得税费用	2507	4909	5497	5887				
其他流动资产	5449	4818	5686	6550	净利润	12584	24644	27596	29550				
<b>流动资产合计</b>	<b>58441</b>	<b>57165</b>	<b>80451</b>	<b>108323</b>	少数股东损益	5867	11490	12866	13777				
固定资产	100290	96399	92688	88733	归属于母公司净利润	6717	13154	14730	15773				
在建工程	4520	10016	11213	10570	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
无形资产及其他	38466	38316	38154	37993	经营活动现金流	27041	35168	34782	36391				
长期股权投资	10040	10336	10633	10930	净利润	6717	13154	14730	15773				
<b>资产总计</b>	<b>211756</b>	<b>212232</b>	<b>233140</b>	<b>256550</b>	少数股东权益	5867	11490	12866	13777				
短期借款	7970	3470	2470	1470	折旧摊销	11056	8251	8369	8453				
应付款项	21112	17803	18558	19167	公允价值变动	3	0	0	0				
预收帐款	111	111	117	121	营运资金变动	-230	-84	-3283	-3496				
其他流动负债	29514	22285	22732	23083	投资活动现金流	-11181	-9796	-5815	-3804				
<b>流动负债合计</b>	<b>58706</b>	<b>43668</b>	<b>43876</b>	<b>43840</b>	资本支出	-6519	-9548	-5547	-3547				
长期借款及应付债券	41840	36840	33840	31840	长期投资	-5258	-558	-558	-558				
其他长期负债	12321	11259	10259	9259	其他	595	309	291	301				
<b>长期负债合计</b>	<b>54161</b>	<b>48099</b>	<b>44099</b>	<b>41099</b>	筹资活动现金流	-14143	-20715	-10171	-9175				
<b>负债合计</b>	<b>112867</b>	<b>91767</b>	<b>87975</b>	<b>84939</b>	债务融资	-8430	-15641	-5000	-4000				
股本	17162	17158	17158	17158	权益融资	1262	-20	0	0				
股东权益	98889	120465	145165	171611	其它	-6975	-5054	-5171	-5175				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>211756</b>	<b>212232</b>	<b>233140</b>	<b>256550</b>	现金净增加额	1623	4723	18796	23412				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【能源开采小组介绍】

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，8年以上行业经验

王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

林国松，能源开采行业研究助理，厦门大学经济学硕士，1年行业研究经验

## 【分析师承诺】

陈晨，王璇，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。