



中国铝业 (601600.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

铝业利润同比上行,产能释放业绩可期

事件

10月29日,公司发布24年三季报,前三季度实现营收1737.78亿元,同比-7.76%;归母净利润90.17亿元,同比+68.46%;扣非归母净利润87.16亿元,同比+76.81%。3Q24实现归母净利润20.00亿元,环比-58.21%,同比+3.34%。

点评

前三季度铝产品业绩同比显著增长, Q3成本上行影响利润表现。3Q24公司自产冶金级氧化铝外销量158万吨,环比-7%;精细氧化铝产量118万吨,环比+9%;自产原铝外销201万吨,环比+10%。3Q24氧化铝均价3939元/吨,环比+7.5%;长江有色铝均价1.96万元/吨,环比-4.7%。前三季度原铝及氧化铝价格上行,公司铝产品利润提升,业绩同比显著增长。Q3氧化铝均价环比上行但外销有所下滑,原铝销量环比增长而价格回落,公司Q3营收630.60亿元,环比+2%。Q3公司成本591.09亿元,环比+9.05%,成本上行影响利润表现,3Q24实现毛利39.52亿元,环比-47.72%。

受让中铝山东及中州铝业,推进精细氧化铝专业化管控。2022年,为整合精细氧化铝资产,公司将中铝山东及中州铝业100%股权转让给中铝新材料,实现统筹化发展和专业化对标。为进一步明晰企业发展定位、理顺企业管理关系、促进企业转型发展,2024年10月29日,公司公告拟受让中铝新材料所持有中铝山东及中州铝业100%股权,有助于提升企业管理效能,推进公司对精细氧化铝的专业化管控。

减资内蒙古华云新材料提高资金效率,产能释放在即盈利水平有望进一步提升。2024年10月29日,公司公告,包头铝业、中铝集团拟按各自持股比例对内蒙古华云合计减资人民币10亿元,有利于优化内蒙古华云的资本结构,释放过剩资本,提高资金使用效率。5月内蒙古华云投产电解铝产能17万吨,已逐步贡献产量增长,剩余25万吨产能计划10月末投产,内蒙古华云产能释放在即。同时氧化铝价格高位运行,公司将继续受益于一体化布局,盈利能力有望进一步提升。

盈利预测&投资评级

预计公司24-26年营收分别为2482/2668/2686亿元,实现归母净利润分别为121.28/154.83/175.93亿元, EPS分别为0.71/0.90/1.03元,对应PE分别为11.81/9.25/8.14倍,维持“买入”评级。

风险提示

铝价大幅下跌;新增产能投产不及预期;生产成本大幅上涨。

金属材料组

分析师:李超 (执业S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

分析师:黄舒婷 (执业S1130524060005)

huangshuting@gjzq.com.cn

市价(人民币):8.35元

相关报告:

- 《中国铝业公司点评:铝产品量价齐升,Q2业绩环比大增》,2024.8.28
- 《中国铝业公司点评:华云三期投产在即,旺季或迎量利齐升》,2024.4.26
- 《中国铝业公司点评:减值大幅下降,业绩增长更具动能》,2024.3.28



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	290,988	225,071	248,211	266,767	268,584
营业收入增长率	7.87%	-22.65%	10.28%	7.48%	0.68%
归母净利润(百万元)	4,192	6,717	12,128	15,483	17,593
归母净利润增长率	-17.47%	60.24%	80.56%	27.66%	13.63%
摊薄每股收益(元)	0.244	0.391	0.707	0.902	1.025
每股经营性现金流净额	1.68	1.57	1.78	2.33	2.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.71%	11.11%	17.51%	18.68%	17.89%
P/E	18.30	14.41	11.81	9.25	8.14
P/B	1.41	1.60	2.07	1.73	1.46

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	269,748	290,988	225,071	248,211	266,767	268,584
增长率		7.9%	-22.7%	10.3%	7.5%	0.7%
主营业务成本	-241,618	-257,603	-196,040	-211,897	-224,709	-223,557
%销售收入	89.6%	88.5%	87.1%	85.4%	84.2%	83.2%
毛利	28,131	33,385	29,031	36,314	42,058	45,027
%销售收入	10.4%	11.5%	12.9%	14.6%	15.8%	16.8%
营业税金及附加	-2,248	-2,860	-2,589	-2,855	-3,068	-3,089
%销售收入	0.8%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-315	-419	-432	-477	-512	-516
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-3,722	-4,092	-4,351	-4,799	-5,157	-5,192
%销售收入	1.4%	1.4%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
研发费用	-2,362	-4,805	-3,729	-4,113	-4,420	-4,450
%销售收入	0.9%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	19,484	21,210	17,930	24,071	28,900	31,779
%销售收入	7.2%	7.3%	8.0%	9.7%	10.8%	11.8%
财务费用	-3,714	-3,505	-2,972	-3,405	-3,484	-3,021
%销售收入	1.4%	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%	1.1%
资产减值损失	-4,456	-5,299	-609	-426	-399	-400
公允价值变动收益	-59	59	-3	0	0	0
投资收益	-300	668	276	300	300	300
%税前利润	n.a	5.1%	1.8%	1.5%	1.2%	1.1%
营业利润	11,208	13,682	15,296	20,540	25,317	28,658
营业利润率	4.2%	4.7%	6.8%	8.3%	9.5%	10.7%
营业外收支	-1,029	-473	-205	-200	-200	-200
税前利润	10,179	13,209	15,091	20,340	25,117	28,458
利润率	3.8%	4.5%	6.7%	8.2%	9.4%	10.6%
所得税	-2,390	-2,366	-2,507	-3,254	-4,019	-4,553
所得税率	23.5%	17.9%	16.6%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	7,789	10,843	12,584	17,086	21,099	23,905
少数股东损益	2,709	6,651	5,867	4,958	5,616	6,312
归属于母公司的净利润	5,080	4,192	6,717	12,128	15,483	17,593
净利率	1.9%	1.4%	3.0%	4.9%	5.8%	6.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	7,789	10,843	12,584	17,086	21,099	23,905
少数股东损益	2,709	6,651	5,867	4,958	5,616	6,312
非现金支出	13,170	16,272	11,666	10,806	12,105	13,649
非经营收益	4,820	2,829	3,022	4,431	3,781	3,252
营运资金变动	2,676	-1,078	-351	-1,856	2,967	-1,173
经营活动现金净流	28,455	28,866	26,920	30,466	39,951	39,633
资本开支	-1,093	-4,664	-6,519	-18,110	-19,400	-24,400
投资	732	-163	-5,256	0	0	0
其他	-459	1,348	595	300	300	300
投资活动现金净流	-820	-3,479	-11,179	-17,810	-19,100	-24,100
股权募资	0	405	1,262	-1,595	0	0
债权募资	-13,096	-12,893	-8,430	-4,526	-12,205	-9,006
其他	-4,637	-8,000	-6,975	-5,681	-5,739	-5,463
筹资活动现金净流	-17,733	-20,489	-14,143	-11,803	-17,944	-14,469
现金净流量	9,776	4,742	1,504	853	2,907	1,064

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,178	19,260	21,104	19,585	20,769	20,581
应收款项	9,180	7,586	8,467	8,852	9,514	10,405
存货	18,678	24,712	22,847	25,678	24,601	25,087
其他流动资产	1,678	2,977	6,023	6,930	7,016	7,008
流动资产	48,714	54,536	58,441	61,045	61,900	63,081
%总资产	25.3%	25.7%	27.6%	27.8%	27.2%	26.4%
长期投资	15,154	13,892	14,316	14,316	14,316	14,316
固定资产	93,427	109,277	104,810	112,027	117,938	127,326
%总资产	48.6%	51.5%	49.5%	51.0%	51.9%	53.2%
无形资产	19,522	21,224	21,915	23,567	25,175	26,743
非流动资产	143,663	157,812	153,315	158,423	165,517	176,069
%总资产	74.7%	74.3%	72.4%	72.2%	72.8%	73.6%
资产总计	192,377	212,348	211,756	219,468	227,417	239,150
短期借款	19,249	25,434	25,204	21,198	11,092	4,187
应付款项	22,489	29,683	26,951	30,614	32,469	32,306
其他流动负债	10,443	7,250	6,551	5,052	5,748	6,100
流动负债	52,181	62,367	58,706	56,864	49,309	42,592
长期贷款	36,266	34,063	33,438	33,438	31,438	29,438
其他长期负债	31,147	28,162	20,723	16,523	14,786	13,442
负债	119,593	124,592	112,867	106,824	95,533	85,472
普通股股东权益	57,265	54,403	60,458	69,254	82,879	98,361
其中：股本	17,023	17,162	17,162	17,162	17,162	17,162
未分配利润	6,917	10,183	15,851	26,523	40,148	55,630
少数股东权益	15,519	33,353	38,431	43,389	49,005	55,317
负债股东权益合计	192,377	212,348	211,756	219,468	227,417	239,150

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.298	0.244	0.391	0.707	0.902	1.025
每股净资产	3.364	3.170	3.523	4.037	4.831	5.733
每股经营现金净流	1.672	1.682	1.569	1.775	2.328	2.309
每股股利	0.000	0.032	0.036	0.085	0.108	0.123
回报率						
净资产收益率	8.87%	7.71%	11.11%	17.51%	18.68%	17.89%
总资产收益率	2.64%	1.97%	3.17%	5.53%	6.81%	7.36%
投入资本收益率	10.22%	10.61%	8.93%	11.51%	13.28%	13.64%
增长率						
主营业务收入增长率	45.03%	7.87%	-22.65%	10.28%	7.48%	0.68%
EBIT增长率	151.08%	8.86%	-15.47%	34.25%	20.06%	9.96%
净利润增长率	585.50%	-17.47%	60.24%	80.56%	27.66%	13.63%
总资产增长率	-1.30%	10.38%	-0.28%	3.64%	3.62%	5.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.3	4.5	6.6	6.6	6.6	6.6
存货周转天数	29.1	30.7	44.3	44.3	40.0	41.0
应付账款周转天数	15.8	18.7	27.1	27.1	27.1	27.1
固定资产周转天数	123.3	134.2	162.6	155.7	150.8	160.4
偿债能力						
净负债/股东权益	72.21%	63.31%	41.39%	34.12%	19.07%	10.69%
EBIT利息保障倍数	5.2	6.1	6.0	7.1	8.3	10.5
资产负债率	62.17%	58.67%	53.30%	48.67%	42.01%	35.74%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	11	13	25
增持	0	1	5	5	3
中性	0	1	3	3	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.58	1.52	1.29

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究