

➤ **事件：公司发布 2024 年三季度报。**2024Q1-3 归母净利润 90.17 亿，同比增长 68.46%；扣非归母净利润 87.16 亿，同比增长 76.81%。单季度看，2024Q3 归母净利 20.00 亿元，同比增长 3.34%，环比减少 58.21%；扣非归母净利 18.59 亿元，同比减少 9.12%，环比减少 60.23%，业绩低于我们预期。

➤ **2024Q3 电解铝、氧化铝产量大幅增长。**量：24Q3 公司电解铝产量 199 万吨，环比+14 万吨（主要是今年子公司云铝股份复产较早），同比+12 万吨。24Q3 氧化铝产量 555 万吨（其中冶金级氧化铝 437 万吨），环比+52 万吨。**价&利：**24Q3 市场铝价环比-975 元/吨，氧化铝环比+212 元/吨，预焙阳极环比-183 元/吨，石油焦价格环比-137 元/吨，动力煤价格环比-1 元/吨。测算 24Q3 电解铝税前利润 2046 元/吨（暂未考虑非原料的成本变动），氧化铝税前利润 730 元/吨。

➤ **2024Q3 公司归母净利润环比下降。**环比来看，主要增利项：费用和税金（+6.33 亿元，主要因为管理和研发费用降低），其他/投资收益（+2.04 亿元，主要因为投资收益增加），减值损失等（+0.41 亿元），所得税（+1.01 亿元），少数股东损益（+7.19 亿元）。主要减利项：毛利（-42.4 亿元，主要因为营业成本大幅上升和电解铝价格下跌所致），公允价值变动（-2.47 亿元）。

➤ **华云三期 42 万吨电解铝项目逐步投产。**内蒙古华云新材料三期为 42 万吨电解铝产能置换项目，其中 25 万吨是置换子公司包头铝业的老产能（其中 240KA 电解铝槽 222 台，200KA 电解槽 192 台），3 万吨是置换子公司华圣铝业的老产能（300KA 电解铝槽 37 台），其他 14 万吨是上市公司外产能。2024 年 5 月华云三期顺利通电进行试生产，6 月部分产能启槽达产，其余产能逐步投产。

➤ **负债率下滑，经营性现金流继续改善。**公司 Q3 负债率为 48.7%，比 23 年年末下降 4.6 个百分点。Q3 经营性现金流为 100.7 亿元，环比增加 0.98%，经营性现金流继续改善。

➤ **未来看点：（1）产业链一体化布局，成本优势显著。**公司铝土矿自给率约 60%，氧化铝自给率 100%，一体化布局完善，随着氧化铝价格大幅上行，公司成本优势显著。

（2）铝土矿价格大幅上行，价值有待重估。面对不稳定的地缘政治环境，聚焦“安全”是经济重要主题，铝土矿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，公司资源价值有望重塑。

➤ **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 116.31 亿元、138.24 亿元和 155.08 亿元，对应现价的 PE 分别为 11、10 和 9 倍，维持“推荐”评级。

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

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	210,973	218,752	224,275
增长率 (%)	-22.7	-6.3	3.7	2.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,717	11,631	13,824	15,508
增长率 (%)	60.2	73.2	18.9	12.2
每股收益 (元)	0.39	0.68	0.81	0.90
PE	20	11	10	9
PB	2.18	1.88	1.62	1.41

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

7.69 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

研究助理 范钧

执业证书：S0100124080024

邮箱：fanjun@mszq.com

相关研究

1.中国铝业 (601600.SH) 2024 年半年报点评：氧化铝利润贡献可观，一体化布局优势显现-2024/09/02

2.中国铝业 (601600.SH) 2023 年年报点评：减值等拖累缓解，一体化优势显现-2024/03/31

3.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

4.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

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	210,973	218,752	224,275
营业成本	196,040	173,796	175,724	177,603
营业税金及附加	2,589	2,743	2,625	2,691
销售费用	432	380	372	381
管理费用	4,351	4,072	4,156	4,261
研发费用	3,729	3,165	3,281	3,364
EBIT	18,900	26,818	32,594	35,974
财务费用	2,972	2,487	2,025	1,574
资产减值损失	-755	-548	-335	-231
投资收益	276	802	438	336
营业利润	15,296	25,492	31,568	35,425
营业外收支	-205	150	80	80
利润总额	15,091	25,642	31,648	35,505
所得税	2,507	4,103	5,064	5,681
净利润	12,584	21,539	26,584	29,824
归属于母公司净利润	6,717	11,631	13,824	15,508
EBITDA	29,957	39,839	46,243	50,124

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	21,104	30,664	47,928	67,311
应收账款及票据	4,028	4,289	4,374	4,480
预付款项	443	797	826	852
存货	22,847	20,475	21,183	21,896
其他流动资产	10,019	9,861	10,201	10,223
流动资产合计	58,441	66,086	84,513	104,763
长期股权投资	10,040	10,040	10,040	10,040
固定资产	100,290	99,951	100,278	100,760
无形资产	17,476	17,876	18,276	18,676
非流动资产合计	153,315	150,397	148,541	146,791
资产合计	211,756	216,483	233,054	251,553
短期借款	7,970	7,702	7,183	5,847
应付账款及票据	21,112	16,480	17,201	17,494
其他流动负债	29,624	27,208	27,065	26,715
流动负债合计	58,706	51,389	51,449	50,056
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	98,050	90,610	82,717
股本	17,162	17,162	17,162	17,162
少数股东权益	38,431	48,340	61,100	75,416
股东权益合计	98,889	118,433	142,444	168,837
负债和股东权益合计	211,756	216,483	233,054	251,553

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	-6.26	3.69	2.52
EBIT 增长率	-13.90	41.89	21.54	10.37
净利润增长率	60.23	73.16	18.85	12.19
盈利能力 (%)				
毛利率	12.90	17.62	19.67	20.81
净利润率	5.59	10.21	12.15	13.30
总资产收益率 ROA	3.17	5.37	5.93	6.17
净资产收益率 ROE	11.11	16.59	16.99	16.60
偿债能力				
流动比率	1.00	1.29	1.64	2.09
速动比率	0.60	0.87	1.21	1.64
现金比率	0.36	0.60	0.93	1.34
资产负债率 (%)	53.30	45.29	38.88	32.88
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	0.97	0.94	0.89
每股指标 (元)				
每股收益	0.39	0.68	0.81	0.90
每股净资产	3.52	4.09	4.74	5.45
每股经营现金流	1.58	1.85	2.44	2.61
每股股利	0.08	0.12	0.15	0.20
估值分析				
PE	20	11	10	9
PB	2.18	1.88	1.62	1.41
EV/EBITDA	6.23	4.25	3.11	2.33
股息收益率 (%)	1.04	1.56	1.95	2.60

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	12,584	21,539	26,584	29,824
折旧和摊销	11,056	13,021	13,649	14,150
营运资金变动	-230	-5,134	-583	-924
经营活动现金流	27,041	31,767	41,855	44,847
资本开支	-6,519	-10,329	-11,898	-12,398
投资	-5,258	-141	-128	-131
投资活动现金流	-11,181	-9,572	-11,588	-12,192
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	9,560	17,264	19,383

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。本报告清晰准确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