

# 中国铝业 (601600.SH)

## 成本增加导致 Q3 利润环比下滑，主业产量稳中有增

优于大市

### 核心观点

公司 2024 年前三季度营收同比-7.8%，归母净利润同比+68.5%。公司 2024 年 Q1-Q3 实现营收 1737.78 亿元，同比下滑 7.76%；实现归母净利润 90.17 亿元，同比+68.46%；实现扣非归母净利润 87.16 亿元，同比+76.81%。单三季度来看，公司实现营收 630.60 亿元，同比+16.04%，环比+2.10%；实现归母净利润 20.00 亿元，同比+3.34%，环比-58.21%。公司前三季度累计营收有所下滑主要是由于降低了低毛利贸易业务体量，提升了贸易质量；累计利润有所提升主要由于商品价格同比提升。

**盈利能力环比有所调整，资产负债率持续优化。**2024 年 Q1-Q3，公司毛利率为 15.23%，同比提升 5.70pct；净利率为 8.65%，同比提升 4.48pct。单三季度来看，公司毛利率为 11.67%，同比下滑 4.11pct，环比下滑 7.11pct；净利率为 5.93%，同比下滑 0.73pct，环比下滑 5.80pct。2024Q3，公司的利润率环比有明显下滑，但营收环比并没有下滑反而略有增加，是成本提升造成的盈利能力下降。主营氧化铝业务的子公司中铝新材料 2024Q3 净利润 6.95 亿元，中国铝业对其持股 100%；云铝股份 2024Q3 净利润 13.01 亿元，中国铝业对其持股 29.1%，这两家子公司对中国铝业来说归母净利润合计 10.7 亿元左右，其余子公司的成本提升导致公司销售利润率有所下滑。

**三季度公司电解铝和氧化铝产量环比均有增长。**2024 年前三季度，公司实现冶金氧化铝产量 1257 万吨，同比+0.88%；精细氧化铝产量 325 万吨，同比+14.84%；自产冶金氧化铝外销量 477 万吨，同比-4.79%；原铝产量 562 万吨，同比+14.00%；自产原铝外销量 560 万吨，同比+13.36%；煤炭产量 974 万吨，同比+0.52%。单三季度来看，公司实现冶金级氧化铝产量 437 万吨，同比+3.3%，环比+10.6%；精细氧化铝产量 118 万吨，同比+24.2%，环比+9.3%；自产冶金氧化铝外销量 158 万吨，同比保持持平，环比-6.5%；原铝产量 199 万吨，同比+6.4%，环比+7.6%；自产氧化铝外销量 201 万吨，同比+6.9%，环比+9.8%；煤炭产量 336 万吨，同比-3.2%，环比-4.0%。

**风险提示：**电解铝和氧化铝价格波动；原料价格上行致电解铝盈利能力下降。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“优于大市”评级。预计公司 2024-2026 年营业收入为 2035.03/2040.20/2047.32 亿元，同比增速-9.58%/+0.25%/+0.35%；归母净利润为 118.03/137.95/155.13 亿元，同比增速+75.71%/+16.88%/+12.45%；摊薄 EPS 为 0.69/0.80/0.90 元，当前股价对应 PE 为 11.2/9.6/8.5x。考虑到公司为大型有色央企龙头，在电解铝行业产能存在天花板的情况下仍具备一定扩产能力，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	290,988	225,071	203,503	204,020	204,732
(+/-%)	7.9%	-22.7%	-9.6%	0.3%	0.3%
净利润(百万元)	4192	6717	11803	13795	15513
(+/-%)	-17.5%	60.2%	75.7%	16.9%	12.4%
每股收益(元)	0.24	0.39	0.69	0.80	0.90
EBIT Margin	7.3%	8.0%	13.8%	15.9%	17.7%
净资产收益率 (ROE)	7.7%	11.1%	16.5%	17.7%	18.1%
市盈率 (PE)	31.5	19.6	11.2	9.6	8.5
EV/EBITDA	8.3	8.8	6.9	5.9	5.3
市净率 (PB)	2.43	2.18	2.00	1.83	1.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312  
liumengluan@guosen.com.cn  
S0980520040001

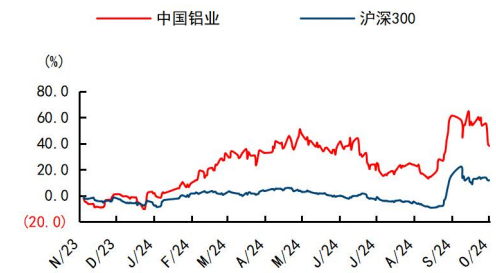
证券分析师：马可远

010-88005007  
makeyuan@guosen.com.cn  
S0980524070004

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	7.63 元
总市值/流通市值	130904/130904 百万元
52 周最高价/最低价	9.72/4.90 元
近 3 个月日均成交额	1354.32 百万元

#### 市场走势



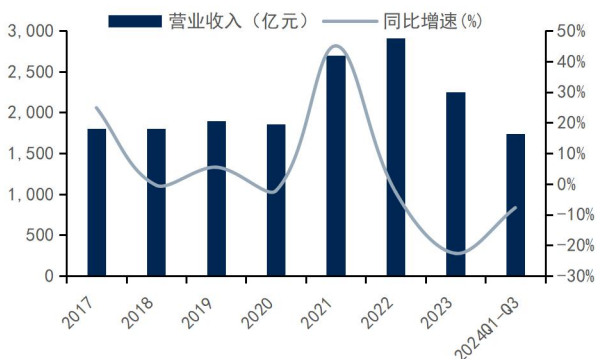
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《中国铝业 (601600.SH) - 上半年受益商品价格提升，归母净利润同增 105%》——2024-09-03
- 《中国铝业 (601600.SH) - 一季度受益价格上涨，归母净利润涨超 63%》——2024-04-26
- 《中国铝业 (601600.SH) - 盈利能力显著提升，资产负债率稳步下降》——2024-03-31
- 《中国铝业 (601600.SH) - 三季度原铝产量环比+22%，电解铝量价齐升提振业绩》——2023-10-27
- 《中国铝业 (601600.SH) - 主营业务经营稳健，重点项目有序推进》——2023-08-25

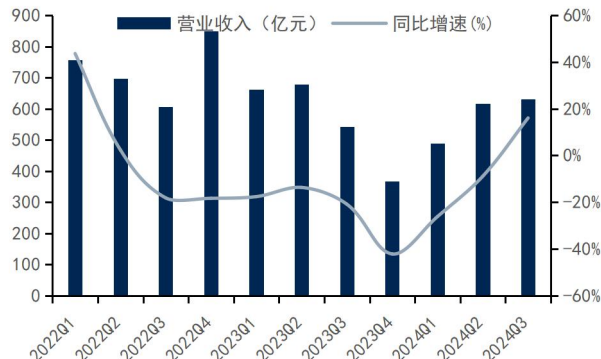
公司 2024 年前三季度营收同比下滑 7.76%，归母净利润同比增长 68.46%。公司 2024 年 Q1-Q3 实现营收 1737.78 亿元，同比下滑 7.76%；实现归母净利润 90.17 亿元，同比+68.46%；实现扣非归母净利润 87.16 亿元，同比+76.81%。单三季度来看，公司实现营收 630.60 亿元，同比+16.04%，环比+2.10%；实现归母净利润 20.00 亿元，同比+3.34%，环比-58.21%；实现扣非归母净利润 18.59 亿元，同比-9.12%，环比-60.23%。公司前三季度累计营收有所下滑主要是由于降低了低毛利贸易业务体量，提升了贸易质量；累计利润有所提升主要由于商品价格同比提升。

图1：中国铝业营业收入及增速（亿元、%）



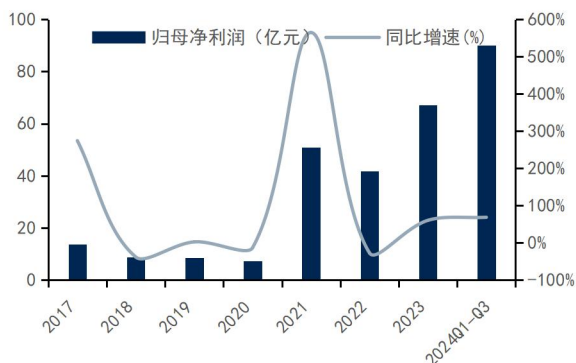
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：中国铝业单季营业收入及同比增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：中国铝业归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：中国铝业单季归母净利润及同比增速（亿元、%）

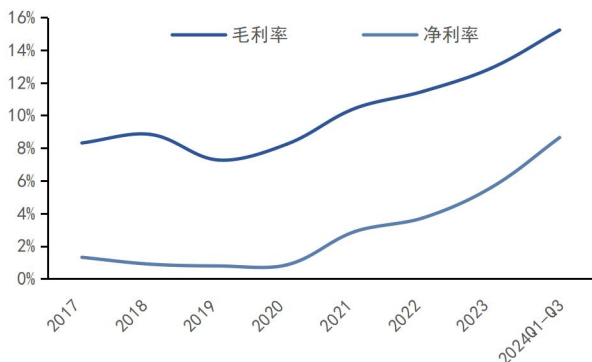


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**盈利能力环比有所调整，资产负债率持续优化。**2024 年 Q1-Q3，公司毛利率为 15.23%，同比提升 5.70pct；净利率为 8.65%，同比提升 4.48pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.18%/1.97%/1.43%/1.21%，期间费用率同比增加 0.85pct，其中研发费用率提升 0.17pct，公司将持续进行研发投入，从而在多个业务板块做到产业迭代升级。单三季度来看，公司毛利率为 11.67%，同比下滑 4.11pct，环比下滑 7.11pct；净利率为 5.93%，同比下滑 0.73pct，环比下滑 5.80pct。2024Q3，公司的利润率环比有明显下滑，但营收环比并没有下滑反而略有增加，是成本提升造成的盈利能力下降。据公司公告和云铝股份公告，主营氧化铝业务的子公司中铝新材料 2024Q3 净利润 6.95 亿元，中国铝业对其持股 100%；云铝股份 2024Q3 净利润 13.01 亿元，中国铝业对其持股 29.1%，这两家子公司对中国铝业来说归

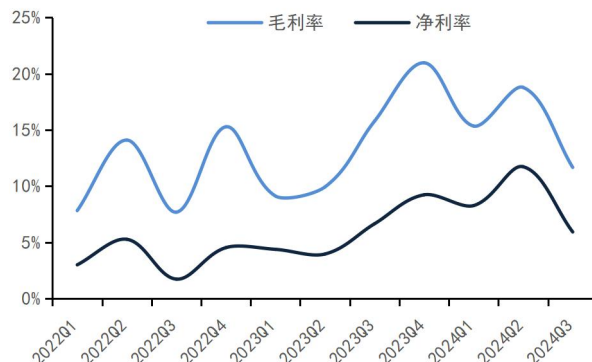
母净利润合计 10.7 亿元左右，其余子公司的成本提升导致公司销售利润率有所下滑。

图5：中国铝业毛利率、净利率变化情况（%）



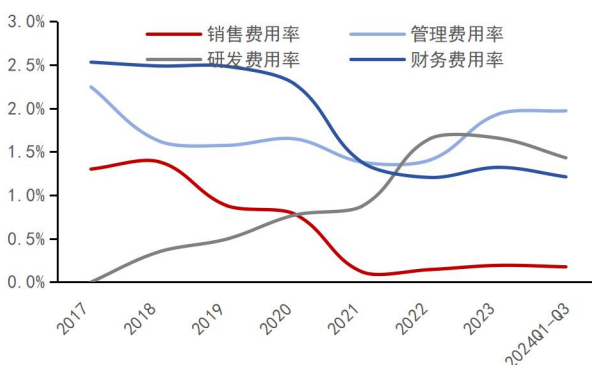
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：中国铝业单季度毛利率、净利率变化情况（%）



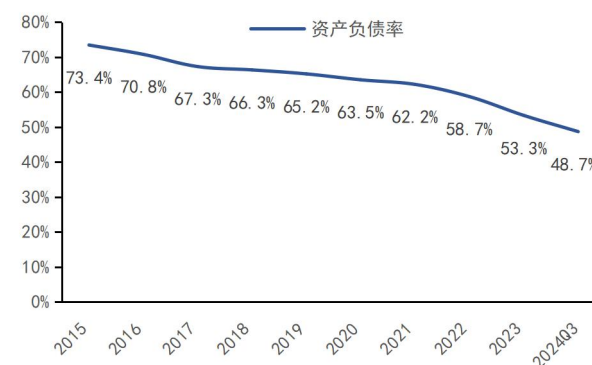
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图7：中国铝业期间费用率（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

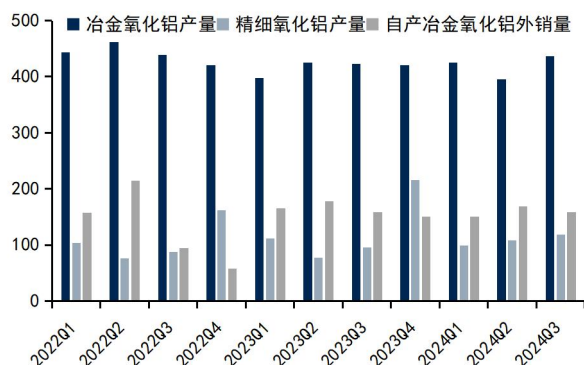
图8：中国铝业资产负债率（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

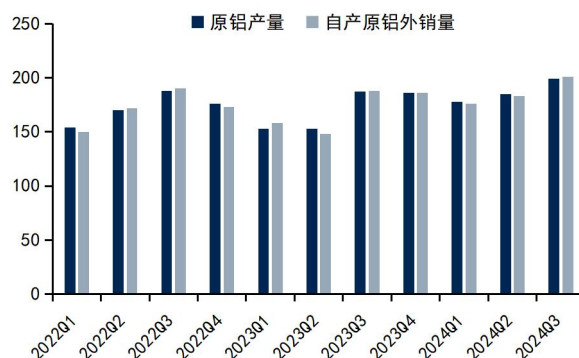
**三季度公司电解铝和氧化铝产量环比均有增长。**2024 年前三季度，公司实现冶金氧化铝产量 1257 万吨，同比+0.88%；精细氧化铝产量 325 万吨，同比+14.84%；自产冶金氧化铝外销量 477 万吨，同比-4.79%；原铝产量 562 万吨，同比+14.00%；自产原铝外销量 560 万吨，同比+13.36%；煤炭产量 974 万吨，同比+0.52%。单三季度来看，公司实现冶金级氧化铝产量 437 万吨，同比+3.3%，环比+10.6%；精细氧化铝产量 118 万吨，同比+24.2%，环比+9.3%；自产冶金氧化铝外销量 158 万吨，同比保持持平，环比-6.5%；原铝产量 199 万吨，同比+6.4%，环比+7.6%；自产氧化铝外销量 201 万吨，同比+6.9%，环比+9.8%；煤炭产量 336 万吨，同比-3.2%，环比-4.0%。

图9：中国铝业氧化铝板块产销情况（万吨）



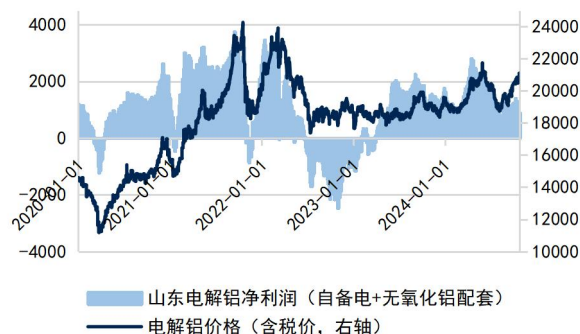
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：中国铝业原铝板块产销情况（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：电解铝净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：氧化铝价格走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。**预计公司2024-2026年营业收入为2035.03/2040.20/2047.32亿元，同比增速-9.58%/+0.25%/+0.35%；归母净利润为118.03/137.95/155.13亿元，同比增速+75.71%/+16.88%/+12.45%；摊薄EPS为0.69/0.80/0.90元，当前股价对应PE为11.2/9.6/8.5x。考虑到公司为大型有色央企龙头，拥有完整铝产业链，且在电解铝行业产能存在天花板的情况下仍具备产能扩张能力，维持“优于大市”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	19260	21104	19847	25978	41600	营业收入	290988	225071	203503	204020	204732
应收款项	5870	5516	8363	8384	8414	营业成本	257603	196040	164468	161889	158866
存货净额	24712	22847	22193	21787	21346	营业税金及附加	2860	2589	2849	2856	2866
其他流动资产	4694	3961	3663	3672	3685	销售费用	419	432	387	388	389
<b>流动资产合计</b>	<b>54536</b>	<b>58441</b>	<b>59079</b>	<b>64834</b>	<b>80057</b>	管理费用	4092	4351	4274	3060	3071
固定资产	109277	104810	107783	106292	104597	研发费用	4805	3729	2646	2652	2662
无形资产及其他	16890	17476	16777	16078	15379	财务费用	3505	2972	2688	2694	2704
投资性房地产	21902	20990	20990	20990	20990	投资收益	668	276	0	0	0
长期股权投资	9743	10040	9640	9240	8840	资产减值及公允价值变动	(4825)	(759)	(800)	(800)	(800)
<b>资产总计</b>	<b>212348</b>	<b>211756</b>	<b>214268</b>	<b>217434</b>	<b>229862</b>	其他收入	(4670)	(2908)	(2646)	(2652)	(2662)
短期借款及交易性金融负债	25434	25204	32593	24644	24381	营业利润	13682	15296	25393	29680	33375
应付款项	22536	21112	8877	8715	8538	营业外净收支	(473)	(205)	0	0	0
其他流动负债	14397	12390	10000	9750	9557	<b>利润总额</b>	<b>13209</b>	<b>15091</b>	<b>25393</b>	<b>29680</b>	<b>33375</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>62367</b>	<b>58706</b>	<b>51470</b>	<b>43109</b>	<b>42476</b>	所得税费用	2366	2507	4317	5046	5674
长期借款及应付债券	49387	41840	41840	41840	41840	少数股东损益	6651	5867	9273	10839	12189
其他长期负债	12838	12321	11821	11321	10821	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4192</b>	<b>6717</b>	<b>11803</b>	<b>13795</b>	<b>15513</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>62225</b>	<b>54161</b>	<b>53661</b>	<b>53161</b>	<b>52661</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>124592</b>	<b>112867</b>	<b>105131</b>	<b>96270</b>	<b>95137</b>	净利润	4192	6717	21076	24634	27701
少数股东权益	33353	38431	43232	48865	55217	资产减值准备	1813	(4129)	59	(8)	(13)
股东权益	54403	60458	65905	72299	79508	折旧摊销	9723	9790	6008	6397	6607
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>212348</b>	<b>211756</b>	<b>214268</b>	<b>217434</b>	<b>229862</b>	公允价值变动损失	4825	759	800	800	800
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	3505	2972	2688	2694	2704
每股收益	0.24	0.39	0.63	0.75	0.84	营运资本变动	1131	(4214)	(16102)	(545)	(482)
每股红利	0.37	0.32	0.32	0.37	0.42	其它	(5139)	5162	(5440)	(6206)	(6919)
每股净资产	3.17	3.52	3.84	4.21	4.63	<b>经营活动现金流</b>	<b>16545</b>	<b>14084</b>	<b>6402</b>	<b>25073</b>	<b>27694</b>
ROIC	10.65%	8.63%	14%	15%	17%	资本开支	0	335	(10000)	(5000)	(5000)
ROE	7.71%	11.11%	17%	18%	18%	其它投资现金流	0	(5013)	0	0	0
毛利率	11%	13%	19%	21%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>3245</b>	<b>(4975)</b>	<b>(9600)</b>	<b>(4600)</b>	<b>(4600)</b>
EBIT Margin	7%	8%	14%	16%	18%	权益性融资	(156)	1262	0	0	0
EBITDA Margin	11%	12%	17%	19%	21%	负债净变化	(2203)	(626)	0	0	0
收入增长	8%	-23%	-10%	0%	0%	支付股利、利息	(6288)	(5535)	(5448)	(6394)	(7209)
净利润增长率	-17%	60%	62%	17%	13%	其它融资现金流	(2570)	3793	7389	(7949)	(263)
资产负债率	74%	71%	69%	67%	65%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(19708)</b>	<b>(7265)</b>	<b>1942</b>	<b>(14342)</b>	<b>(7472)</b>
股息率	4.8%	4.2%	4.1%	4.8%	5.5%	<b>现金净变动</b>	<b>82</b>	<b>1844</b>	<b>(1256)</b>	<b>6131</b>	<b>15622</b>
P/E	31.5	19.6	11.2	9.6	8.5	货币资金的期初余额	19178	19260	21104	19847	25978
P/B	2.4	2.2	2.0	1.8	1.7	货币资金的期末余额	19260	21104	19847	25978	41600
EV/EBITDA	8.3	8.8	6.9	5.9	5.3	企业自由现金流	0	20862	3297	27807	31154
						权益自由现金流	0	24029	8317	17550	28961

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032