

# 中国铝业(601600)

## 国内铝土矿龙头，未来业绩弹性大

行业：有色金属/工业金属  
 投资评级：买入(维持)  
 当前价格：5.90元  
 目标价格：6.82元

### 事件：

公司发布2023年业绩预增公告，2023年公司预计实现归母净利润63-73亿元，同比增加50%-74%；扣非后归母净利润66-76亿元，同比增加113%-145%。业绩增长原因主要与公司加强生产计划和过程管控、提升有效产能利用率、持续深化全要素对标等措施有关。

#### 产品售价下降，公司加强成本及生产管控提升业绩

从价格端看：2023年国内氧化铝现货均价2919元/吨、同比下降0.95%，电解铝现货均价18711元/吨、同比下降6.24%；从成本端看：2023年国内阳极均价4685元/吨，同比下降33.71%，动力煤(5500大卡)均价966元/吨，同比下降23.85%。在产品售价下降的背景下，公司利润增长主要得益于原材料成本下降及加强生产管理、提升产能利用率等措施有关。

#### 国内铝土矿龙头，有望受益于氧化铝涨价

公司是国内最大的铝土矿生产企业，截至2022年末公司铝土矿自给率超过60%。受国内矿山安全检查及几内亚铝土矿供给不确定因素影响，国内氧化铝现货价格从2023年12月15日的3000元/吨涨至2024年2月21日的3381元/吨。由于涨价主要发生在2023年12月下旬，对2023年公司产品售价影响有限，我们预计氧化铝涨价对公司利润影响将在2024年体现。

#### 电解铝网电比例高，成本相对固定提升竞争力

公司电解铝网电比例高，自发电可以通过子公司自产煤炭满足。电解铝产业链的核心为上游铝土矿资源和中游能源，铝土矿自给率高且能源成本波动小造就了公司电解铝成本优势。根据公司2023年评级报告披露的数据，2022年公司电解铝制造成本处于全国33%-35%分位，成本竞争力强。

#### 盈利预测与投资建议

我们预计公司2023-2025年营业收入分别为2843/2913/2990亿元，分别同比-2.29%/2.47%/2.63%；归母净利润分别为65.08/78.00/92.21亿元，分别同比增长55.25%/19.85%/18.22%；EPS分别为0.38/0.45/0.54元。我们给予公司2024年15倍PE，目标价6.82元，维持“买入”评级。

**风险提示：**产品价格波动风险；海外政治与安全风险；汇率波动风险；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)	77,164.37
每股净资产(元)	3.33
资产负债率(%)	54.34
一年内最高/最低(元)	6.87/4.90

### 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

联系人：胡章胜  
 邮箱：huzhsh@glsc.com.cn

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	269748	290988	284313	291326	299001
增长率(%)	45.03%	7.87%	-2.29%	2.47%	2.63%
EBITDA(百万元)	22582	27643	42068	45500	49431
归母净利润(百万元)	5080	4192	6508	7800	9221
增长率(%)	585.50%	-17.47%	55.25%	19.85%	18.22%
EPS(元/股)	0.30	0.24	0.38	0.45	0.54
市盈率(P/E)	19.9	24.1	15.6	13.0	11.0
市净率(P/B)	1.8	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.5	6.3	4.4	3.6	2.9

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年02月20日收盘价

### 相关报告

**财务预测摘要**
**资产负债表**

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	19178	19260	32458	49727	72001
应收账款+票据	6905	5874	5739	5881	6036
预付账款	1015	2180	2130	2182	2240
存货	18678	24712	23986	24323	24682
其他	2938	2510	2452	2513	2579
<b>流动资产合计</b>	<b>48714</b>	<b>54536</b>	<b>66765</b>	<b>84626</b>	<b>107537</b>
长期股权投资	12988	9743	10052	10362	10671
固定资产	103492	116836	104032	92369	81766
在建工程	2339	2280	4567	5520	5140
无形资产	15419	16890	12962	9033	5104
其他非流动资产	9425	12063	11773	11443	11072
<b>非流动资产合计</b>	<b>143663</b>	<b>157812</b>	<b>143385</b>	<b>128727</b>	<b>113754</b>
<b>资产总计</b>	<b>192377</b>	<b>212348</b>	<b>210150</b>	<b>213353</b>	<b>221291</b>
短期借款	9219	6461	7961	8061	8161
应付账款+票据	15505	22536	21874	22182	22508
其他	27456	33369	32407	32894	33412
<b>流动负债合计</b>	<b>52181</b>	<b>62367</b>	<b>62242</b>	<b>63136</b>	<b>64082</b>
长期带息负债	64096	58597	40427	23445	7633
长期应付款	913	690	690	690	690
其他	2403	2938	2938	2938	2938
<b>非流动负债合计</b>	<b>67413</b>	<b>62225</b>	<b>44056</b>	<b>27073</b>	<b>11261</b>
<b>负债合计</b>	<b>119593</b>	<b>124592</b>	<b>106298</b>	<b>90210</b>	<b>75343</b>
少数股东权益	15519	33353	43679	56056	70687
股本	17023	17162	17162	17158	17158
资本公积	28117	22920	22920	22923	22923
留存收益	12125	14322	20091	27006	35180
<b>股东权益合计</b>	<b>72783</b>	<b>87756</b>	<b>103852</b>	<b>123143</b>	<b>145948</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>192377</b>	<b>212348</b>	<b>210150</b>	<b>213353</b>	<b>221291</b>

**现金流量表**

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	7789	10843	16834	20177	23852
折旧摊销	8690	10929	18937	19168	19482
财务费用	3714	3505	2625	1754	893
存货减少(增加为“-”)	1179	-6034	727	-338	-358
营运资金变动	2676	-1078	-656	202	208
其它	4235	9597	-1593	-528	-508
<b>经营活动现金流</b>	<b>28282</b>	<b>27761</b>	<b>36874</b>	<b>40434</b>	<b>43570</b>
资本支出	-2403	-4439	-4200	-4200	-4200
长期投资	711	-258	0	0	0
其他	872	1218	557	557	557
<b>投资活动现金流</b>	<b>-820</b>	<b>-3479</b>	<b>-3643</b>	<b>-3643</b>	<b>-3643</b>
债权融资	-4941	-8257	-16669	-16882	-15712
股权融资	0	139	0	-3	0
其他	-13537	-18919	-3363	-2636	-1940
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-18478</b>	<b>-27038</b>	<b>-20033</b>	<b>-19521</b>	<b>-17652</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>9057</b>	<b>-2912</b>	<b>13198</b>	<b>17269</b>	<b>22274</b>

**利润表**

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>269748</b>	<b>290988</b>	<b>284313</b>	<b>291326</b>	<b>299001</b>
营业成本	241618	257603	250029	253548	257284
营业税金及附加	2248	2860	2795	2864	2939
营业费用	315	419	409	419	430
管理费用	6084	8897	8693	8907	9142
财务费用	3714	3505	2625	1754	893
资产减值损失	-3071	-4884	0	0	0
公允价值变动收益	-59	59	0	0	0
投资净收益	-217	668	668	668	668
其他	-1215	135	549	549	549
<b>营业利润</b>	<b>11208</b>	<b>13682</b>	<b>20980</b>	<b>25052</b>	<b>29529</b>
营业外净收益	-1029	-473	-473	-473	-473
<b>利润总额</b>	<b>10179</b>	<b>13209</b>	<b>20507</b>	<b>24579</b>	<b>29056</b>
所得税	2390	2366	3673	4402	5204
<b>净利润</b>	<b>7789</b>	<b>10843</b>	<b>16834</b>	<b>20177</b>	<b>23852</b>
少数股东损益	2709	6651	10326	12377	14631
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5080</b>	<b>4192</b>	<b>6508</b>	<b>7800</b>	<b>9221</b>

**财务比率**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	45.03%	7.87%	-2.29%	2.47%	2.63%
EBIT	117.19%	20.31%	38.40%	13.84%	13.74%
EBITDA	50.05%	22.41%	52.19%	8.16%	8.64%
归属于母公司净利润	585.50%	-17.47%	55.25%	19.85%	18.22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.43%	11.47%	12.06%	12.97%	13.95%
净利率	2.89%	3.73%	5.92%	6.93%	7.98%
ROE	8.87%	7.71%	10.82%	11.63%	12.25%
ROIC	8.51%	8.81%	12.70%	14.90%	18.75%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.17%	58.67%	50.58%	42.28%	34.05%
流动比率	0.9	0.9	1.1	1.3	1.7
速动比率	0.5	0.4	0.6	0.9	1.2
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	46.8	53.3	53.3	53.3	53.3
存货周转率	12.9	10.4	10.4	10.4	10.4
总资产周转率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.3	0.2	0.4	0.5	0.5
每股经营现金流	1.6	1.6	2.1	2.4	2.5
每股净资产	3.2	3.1	3.4	3.8	4.3
<b>估值比率</b>					
市盈率	19.9	24.1	15.6	13.0	11.0
市净率	1.8	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.5	6.3	4.4	3.6	2.9
EV/EBIT	13.8	10.3	8.1	6.3	4.8

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年02月20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