

中国铝业 (601600.SH)

盈利能力显著提升，资产负债率稳步下降

增持

核心观点

公司披露 2023 年报：2023 年实现营收 2250.71 亿元 (-22.65%)，归母净利润 67.17 亿元 (+60.23%)，扣非归母净利润 66.14 亿元 (+111.27%)。其中单四季度实现营收 366.66 亿元 (环比-32.53%)，归母净利润 13.64 亿元 (环比-29.51%)，扣非归母净利润 16.85 亿元 (环比-17.65%)。**2023 年归母净利润大幅上升的原因：**1) 石油焦和煤炭等电解铝原料价格下降，带来单位盈利水平提升，22 年公司电解铝单位净利 1240 元/吨，23 年为 1379 元/吨，同比+11.2%；2) 23 年计提资产减值 7.6 亿元，较 22 年的 48.84 亿元同比下降 41.3 亿元。**2023Q4 归母净利润环比下滑的原因：**1) 减少了部分贸易等低毛利率业务，铝板块业务利润有所增加，四季度毛利率增加 5pct 至 21%，净利率也有大幅提升；2) 四季度计提 6.1 亿资产减值，三季度计提 0.7 亿；3) 管理费用率和财务费用率环比有所增加。

盈利能力大幅提升，资产负债率稳步下降。2023 年，公司毛利率为 12.90%，同比增加 1.43pct；净利率为 5.59%，同比增加 1.86pct；期间费用率为 5.10%，同比增加 0.70pct，其中增速最快的为管理费用率，由 2022 年的 1.41% 增长 0.52pct 至 1.93%。单四季度来看，公司毛利率为 20.96%，环比提升 5.19pct；净利率为 9.23%，环比提升 2.58pct。截至 2023 年末，公司的资产负债率为 53.30%，较 2022 年末下降 5.37pct，资产负债率多年来保持稳步下降。

23 年公司原铝和氧化铝产量基本持平。2023 年，公司实现氧化铝产量 2166 万吨 (-1%)，外销量 652 万吨；原铝及合金产量 679 万吨 (-1%)，外销量 680 万吨；煤炭产量 1305 万吨 (+22%)；外售电厂发电量 162 亿 kwh (-3%)。23Q4，公司实现氧化铝产量 637 万吨，自产氧化铝外销量 151 万吨；电解铝产销量 186 万吨；煤炭产量 336 万吨。公司作为我国铝行业的龙头央企，拥有铝土矿-氧化铝-电解铝-铝合金的完整产业链，具备氧化铝产能 2226 万吨，电解铝产能 745 万吨，在国内排名第一，完整的产业链以及大产能使得公司能够充分受益氧化铝和电解铝价格上涨带来的业绩弹性。

风险提示：电解铝需求不及预期；原料价格上行导致电解铝盈利能力下降。

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。预计公司 2024-2026 年营业收入 2,229.65/2,265.90/2,315.09 亿元，同比增速-0.94%/1.63%/2.17%；归母净利润 85.00/102.21/116.26 亿元，同比增速 26.54%/20.25%/13.75%；摊薄 EPS 为 0.50/0.60/0.68 元，当前股价对应 PE 为 14.9/12.4/10.9x。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“增持”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	222,965	226,590	231,509
(+/-%)	7.9%	-22.7%	-0.9%	1.6%	2.2%
净利润(百万元)	4192	6717	8500	10221	11626
(+/-%)	-17.5%	60.2%	26.5%	20.3%	13.7%
每股收益(元)	0.24	0.39	0.50	0.60	0.68
EBIT Margin	7.3%	8.0%	10.7%	12.5%	13.7%
净资产收益率 (ROE)	7.7%	11.1%	13.7%	15.3%	16.1%
市盈率 (PE)	30.3	18.9	14.9	12.4	10.9
EV/EBITDA	8.1	8.7	8.0	6.5	5.9
市净率 (PB)	2.33	2.10	1.96	1.81	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 联系人：马可远
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn makeyuan@guosen.com.cn
S0980520040001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	7.40 元
总市值/流通市值	126972/126972 百万元
52 周最高价/最低价	7.41/4.90 元
近 3 个月日均成交额	804.10 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

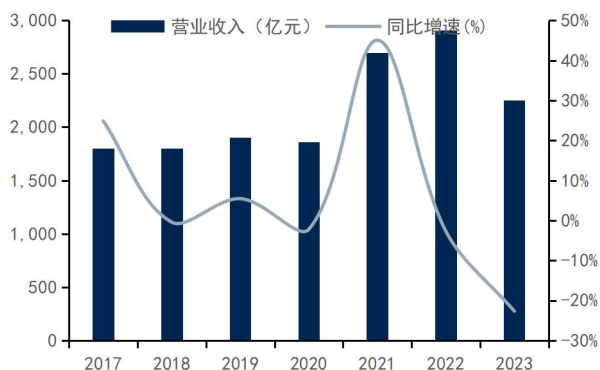
相关研究报告

- 《中国铝业 (601600.SH) - 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
- 《中国铝业 (601600.SH) - 拥有完整铝产业链的大型有色央企龙头》——2023-08-03

公司披露 2023 年报：2023 年实现营收 2250.71 亿元（同比-22.65%），实现归母净利润 67.17 亿元（同比+60.23%），实现扣非归母净利润 66.14 亿元（同比+111.27%）。其中四季度单季实现营收 366.66 亿元（同比-42.14%，环比-32.53%），实现归母净利润 13.64 亿元（同比+213.09%，环比-29.51%），扣非归母净利润 16.85 亿元（同比+227.63%，环比-17.65%）。公司 2023 年实现税前利润 150 亿元，构成为：氧化铝 9.85 亿元、原铝 112.43 亿元、贸易 18.57 亿元、能源 20.98 亿元、其他-11.96 亿元。此外，公司计划按每 10 股 0.8 元（含税）向股东派发现金红利，按目前已发行股本总数计算，派息总额约为 13.73 亿元（含税），占公司 2023 年归母净利润的 20.44%。

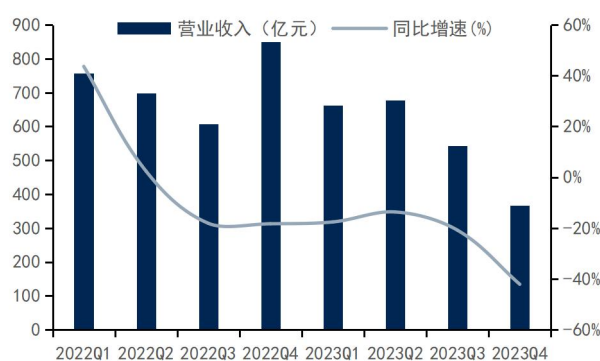
2023 年营收同比下滑的主要原因：1) 公司聚焦主业，减少了低毛利贸易业务，贸易业务营收由 2022 年的 2588.54 亿元同比下滑 28%至 1854.81 亿元；2) 铝价下降，长江有色市场 A00 铝 2022 年税前均价为 1.99 万元/吨，2023 年为 1.87 万元/吨，同比-6.2%；3) 氧化铝价格也出现同比微降，2022 年税前均价为 2948 元/吨，2023 年为 2919 元/吨，同比-1.0%。

图1：中国铝业营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

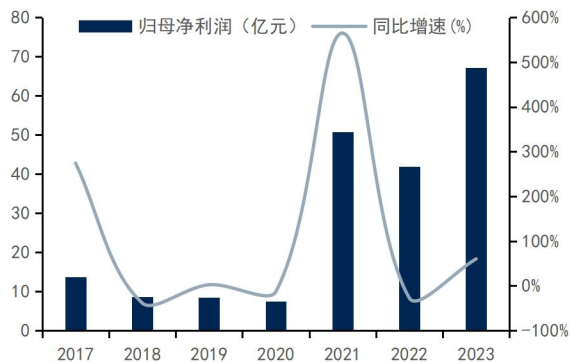
图2：中国铝业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

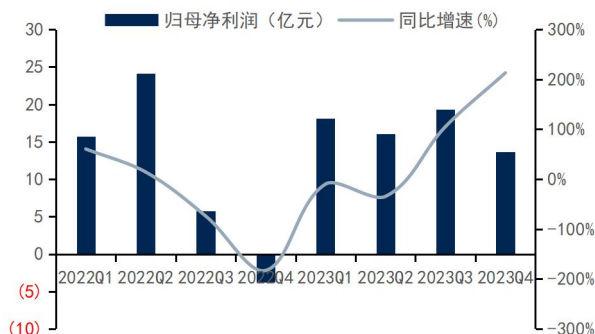
2023 年归母净利润大幅上升的原因：1) 石油焦和煤炭等电解铝原料价格下降，带来单位盈利水平提升，22 年公司电解铝单位净利 1240 元/吨，23 年为 1379 元/吨，同比+11.2%；2) 23 年计提资产减值 7.6 亿元，较 22 年的 48.84 亿元同比下降 41.3 亿元。**2023Q4 归母净利润环比下滑的原因：**1) 减少了部分贸易等低毛利率业务，铝板块业务利润有所增加，四季度毛利率增加 5pct 至 21%，净利率也有大幅提升；2) 四季度计提 6.1 亿资产减值，三季度计提 0.7 亿；3) 管理费用率和财务费用率环比有所增加。

图3：中国铝业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

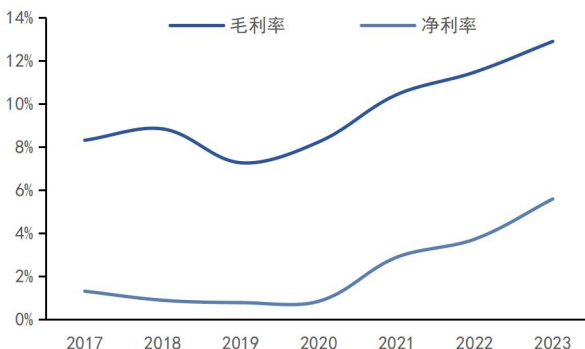
图4：中国铝业单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

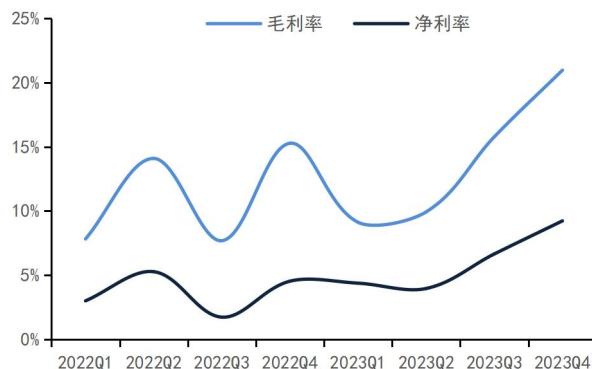
盈利能力大幅提升，资产负债率稳步下降。2023年，公司毛利率为12.90%，同比增加1.43pct；净利率为5.59%，同比增加1.86pct；期间费用率为5.10%，同比增加0.70pct，其中增速最快的为管理费用率，由2022年的1.41%增长0.52pct至1.93%。单四季度来看，公司毛利率为20.96%，环比提升5.19pct；净利率为9.23%，环比提升2.58pct。截至2023年12月31日，公司的资产负债率为53.30%，较2022年末下降5.37pct，资产负债率多年来保持稳步下降。公司23年盈利能力提升主要由于电解铝单吨利润改善，以及降低了贸易等低毛利业务的比重。

图5：中国铝业毛利率、净利率变化情况（%）



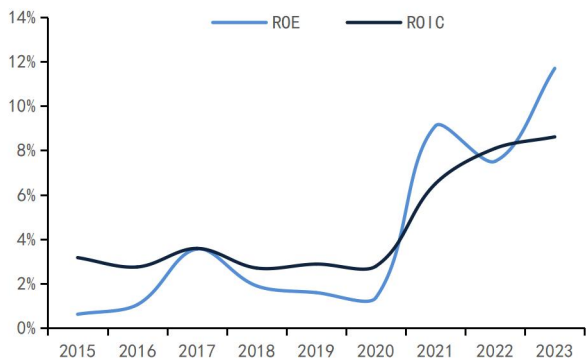
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：中国铝业单季度毛利率、净利率变化情况（%）



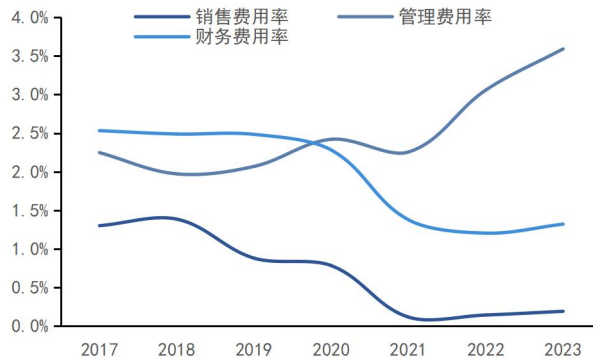
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图7：中国铝业 ROE、ROIC 变化情况 (%)



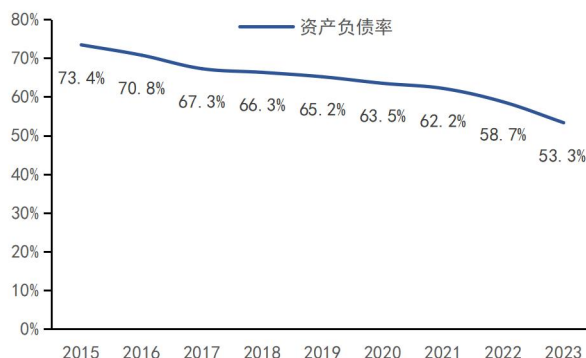
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图8：中国铝业期间费用率 (%)



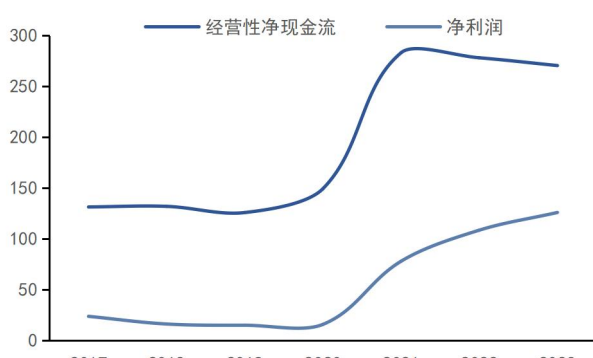
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图9：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

图10：中国铝业经营性现金流 (亿元)



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

23 年公司原铝和氧化铝产量基本持平。2023 年产量方面，公司实现氧化铝产量合计 2166 万吨（同比-1%），产能利用率达到 97.30%，其中包括冶金氧化铝 1667 万吨、精细氧化铝 499 万吨；实现原铝及合金产量 679 万吨（同比-1%）；实现煤炭产量 1305 万吨（同比+22%）；外售电厂发电量 162 亿 kwh（同比-3%）。2023 年销量方面，公司自产氧化铝外销量 652 万吨，产销率 30%；原铝及合金外销量 680 万吨，产销率 100%。2023 年单四季度，公司实现氧化铝产量 637 万吨（冶金 421 万吨+精细 216 万吨），自产氧化铝外销量 151 万吨；实现电解铝产销量 186 万吨；实现煤炭产量 336 万吨。公司作为我国铝行业的龙头央企，拥有铝土矿-氧化铝-电解铝-铝合金的完整产业链，具备氧化铝产能 2226 万吨，电解铝产能 745 万吨，产能在国内排名第一，完整的产业链以及大产能使得公司能够充分受益氧化铝和电解铝价格上涨带来的业绩弹性。

表1：公司近两年铝板块产品分季度产销情况

		单位	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
氧化铝	冶金氧化铝产量	万吨	443	462	439	420	398	425	423	421
	精细氧化铝产量	万吨	103	76	88	162	111	77	95	216
	自产氧化铝外销量	万吨	157	214	94	58	165	178	158	151
原铝	原铝产量	万吨	154	170	188	176	153	153	187	186
	自产原铝外销量	万吨	150	172	190	173	158	148	188	186

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。预计公司 2024-2026 年营业收入 2,229.65/2,265.90/2,315.09 亿元，同比增速-0.94%/1.63%/2.17%；归母净利润 85.00/102.21/116.26 亿元，同比增速 26.54%/20.25%/13.75%；摊薄 EPS 为 0.50/0.60/0.68 元，当前股价对应 PE 为 14.9/12.4/10.9x。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“增持”评级。

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价		EPS				PE				PB	总市值 亿元
		2024/3/29	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
601600.SH	中国铝业	7.40	0.39	0.50	0.60	0.68	18.9	14.9	12.4	10.9	2.2	1,270	
可比公司：													
1378.HK	中国宏桥	7.98	1.20	1.43	1.61	1.73	6.6	5.6	5.0	4.6	0.8	756	
000807.SZ	云铝股份	13.80	1.14	1.51	1.78	1.71	12.1	9.2	7.8	8.1	1.9	479	
600219.SH	南山铝业	3.40	0.30	0.33	0.34	0.37	11.3	10.4	9.9	9.1	0.8	398	
002532.SZ	天山铝业	6.59	0.53	0.70	0.82	—	12.5	9.5	8.0	—	1.3	307	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；备注：中国宏桥股价和 EPS 已转化成人民币元，可比公司盈利预测为 Wind 一致预期

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	20352	33649	营业收入	290988	225071	222965	226590	231509
应收款项	5870	5516	9163	9312	9514	营业成本	257603	196040	187329	187476	188654
存货净额	24712	22847	25285	25258	25398	营业税金及附加	2860	2589	2564	2606	2662
其他流动资产	4694	3961	4013	4079	4167	销售费用	419	432	424	431	440
流动资产合计	54536	58441	63322	64014	77741	管理费用	4092	4351	4311	3399	3473
固定资产	109277	104810	107783	106292	104597	研发费用	4805	3729	3695	3755	3836
无形资产及其他	16890	17476	16777	16078	15379	财务费用	3505	2972	2945	2993	3058
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)
资产总计	212348	211756	218511	216613	227546	其他收入	(4670)	(2908)	(3695)	(3755)	(3836)
短期借款及交易性金融负债	25434	25204	36105	24644	24381	营业利润	13682	15296	20899	25132	28587
应付款项	22536	21112	10114	10103	10159	营业外净收支	(473)	(205)	0	0	0
其他流动负债	14397	12390	11359	11293	11359	利润总额	13209	15091	20899	25132	28587
流动负债合计	62367	58706	57578	46040	45900	所得税费用	2366	2507	3553	4272	4860
长期借款及应付债券	49387	41840	41840	41840	41840	少数股东损益	6651	5867	8847	10638	12101
其他长期负债	12838	12321	11821	11321	10821	归属于母公司净利润	4192	6717	8500	10221	11626
长期负债合计	62225	54161	53661	53161	52661	现金流量表 (百万元)					
负债合计	124592	112867	111239	99201	98561	净利润	4192	6717	17346	20860	23727
少数股东权益	33353	38431	42358	47107	52529	资产减值准备	1813	(4129)	59	(8)	(13)
股东权益	54403	60458	64914	70304	76457	折旧摊销	9723	9790	6008	6397	6607
负债和股东权益总计	212348	211756	218511	216613	227546	公允价值变动损失	4825	759	800	800	800
关键财务与估值指标						财务费用	3505	2972	2945	2993	3058
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	1131	(4214)	(17749)	(772)	(821)
每股收益	0.24	0.39	0.52	0.63	0.72	其它	(5139)	5162	(4566)	(5322)	(5989)
每股红利	0.37	0.32	0.26	0.31	0.36	经营活动现金流	16545	14084	1899	21956	24312
每股净资产	3.17	3.52	3.78	4.10	4.46	资本开支	0	335	(10000)	(5000)	(5000)
ROIC	10.65%	8.63%	11%	13%	14%	其它投资现金流	0	(5013)	0	0	0
ROE	7.71%	11.11%	14%	15%	16%	投资活动现金流	3245	(4975)	(9600)	(4600)	(4600)
毛利率	11%	13%	16%	17%	19%	权益性融资	(156)	1262	0	0	0
EBIT Margin	7%	8%	11%	12%	14%	负债净变化	(2203)	(626)	0	0	0
EBITDA Margin	11%	12%	13%	15%	17%	支付股利、利息	(6288)	(5535)	(4456)	(5390)	(6152)
收入增长	8%	-23%	-1%	2%	2%	其它融资现金流	(2570)	3793	10901	(11460)	(263)
净利润增长率	-17%	60%	33%	21%	14%	融资活动现金流	(19708)	(7265)	6445	(16850)	(6416)
资产负债率	74%	71%	70%	68%	66%	现金净变动	82	1844	(1256)	505	13297
股息率	5.0%	4.4%	3.5%	4.2%	4.8%	货币资金的期初余额	19178	19260	21104	19847	20352
P/E	30.3	18.9	14.9	12.4	10.9	货币资金的期末余额	19260	21104	19847	20352	33649
P/B	2.3	2.1	2.0	1.8	1.7	企业自由现金流	0	20862	(1866)	24053	27135
EV/EBITDA	8.1	8.7	8.0	6.5	5.9	权益自由现金流	0	24029	6600	10160	24802

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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
		低配	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