

评级：买入（维持）

市场价格：7.23 元

分析师：刘耀齐

执业证书编号：S0740523080004

Email: liuyq07@zts.com.cn

分析师：郭中伟

执业证书编号：S0740521110004

Email: guozw@zts.com.cn

分析师：谢鸿鹤

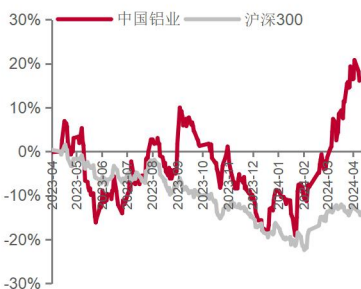
执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	17,158
流通股本(百万股)	13,079
市价(元)	7.23
市值(百万元)	124,055
流通市值(百万元)	94,559

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	290,988	225,071	354,604	383,125	408,410
增长率 yoy%	8%	-23%	58%	8%	7%
净利润(百万元)	4,192	6,717	10,824	14,644	21,397
增长率 yoy%	-17%	60%	61%	35%	46%
每股收益(元)	0.24	0.39	0.63	0.85	1.25
每股现金流量	1.62	1.58	1.80	2.34	2.92
净资产收益率	5%	7%	9%	10%	12%
P/E	29.6	18.5	11.5	8.5	5.8
P/B	2.3	2.1	1.8	1.6	1.3

备注：股价取自于2024年04月10日

投资要点

- 事件：**2023年，公司实现营业收入2250.71亿元，同比减少22.65%；实现归母净利润67.17亿元，同比增加60.23%。23年Q4，公司实现营业收入366.66亿元，同比减少42%，环比减少33%；实现归母净利润13.64亿元，同比增加213%，环比减少30%。
- 主要产品稳产优产。**23年氧化铝产量1667万吨，同比降5.5%，外销652万吨，同比增24.67%；原铝产量679万吨，同比微降1.3%，销量680万吨，环比降0.7%，主要由于云铝部分产能减产。煤炭产量1305万吨，环比增长21.5%。
- 电解铝盈利提升，氧化铝盈利压缩。**盈利方面，电解铝销售单价同比下降8.8%，吨售价18428元/吨，但在煤价及阳极价格下行之下，成本降幅超过售价，单吨成本16019元/吨，同比下降9.1%。因此，23年电解铝产品毛利率13.20%，同比提升0.42pct。氧化铝毛利率因售价降低与成本增加而降低6.67pct至10.85%。
- 落后产能逐步淘汰，资产减值拖累渐轻。**近年来由于公司产业结构调整，淘汰落后产能，资产计提减值较为显著。23年公司资产减值损失-7.55亿元，较22年-48.84亿有大幅减少，公司资产质量得到进一步优化，资产减值对业绩拖累渐轻。
- 重点项目有序建设投产。**内蒙古华云三期42万吨轻合金材料项目预计24年5月通电，青海分公司50万吨电解铝项目预计25年6月投产，广西华昇二期200万吨氧化铝项目预计25年投产。上述项目投产后将提升公司电解铝与氧化铝两大主业产销量。
- 资源保障能力提升。**公司努力加强资源保障力度，开展铝土矿资源获取专项行动，2023年新增国内铝土矿资源量2,100万吨。目前公司合计拥有铝土矿资源类23亿吨，储量2.7亿吨，年产量2912.5万吨，按照铝土矿与氧化铝2.7:1的比例计算，公司目前铝土矿自给率64.7%；同时，公司拓宽铝土矿供应渠道，国际贸易实现同比增长。此外，宁夏能源新增获取煤炭资源量2.71亿吨。
- 铝：供需两侧深刻变化，电解铝“类资源”属性将逐步显现。2024年是电解铝真正意义上的“变革元年”：**
 - 供给端，**国内电解铝的电供矛盾不仅仅在于水电，更取决于风光储新能源，电力供应天然具备“脆弱性”；进一步延伸，能源体系变革与新能源建设过程中，传统能源严重压缩资本开支及原料争抢，会最终带来电解铝另一个生产原料—石油大炼化副产品石油焦的短缺，中长期对全球电解铝生产影响会更为深远。
 - 需求端，**在国内保交楼、逆周期调节不断发力背景下，传统需求拖累将放缓。新能源需求（新能源汽车、光伏等）将带动电解铝需求趋势性回升，全局影

响正在显现出来。绿色金属电解铝需求不能过分悲观—年均需求增速或将维持 2-3%。

3) 目前国内电解铝呈现低库存、高产能利用率的特点，新增供给要严重依赖未来海外新建产能。新一轮海外资本周期下，行业的资本开支成本和周期都会被大幅拉高拉长，这将使电解铝价格中枢涨至 2.5 万元/吨。

我们维持电解铝产业链景气度或呈现螺旋式上涨的判断，随着价格的重塑，电解铝行业“类资源”属性也将被再认识。

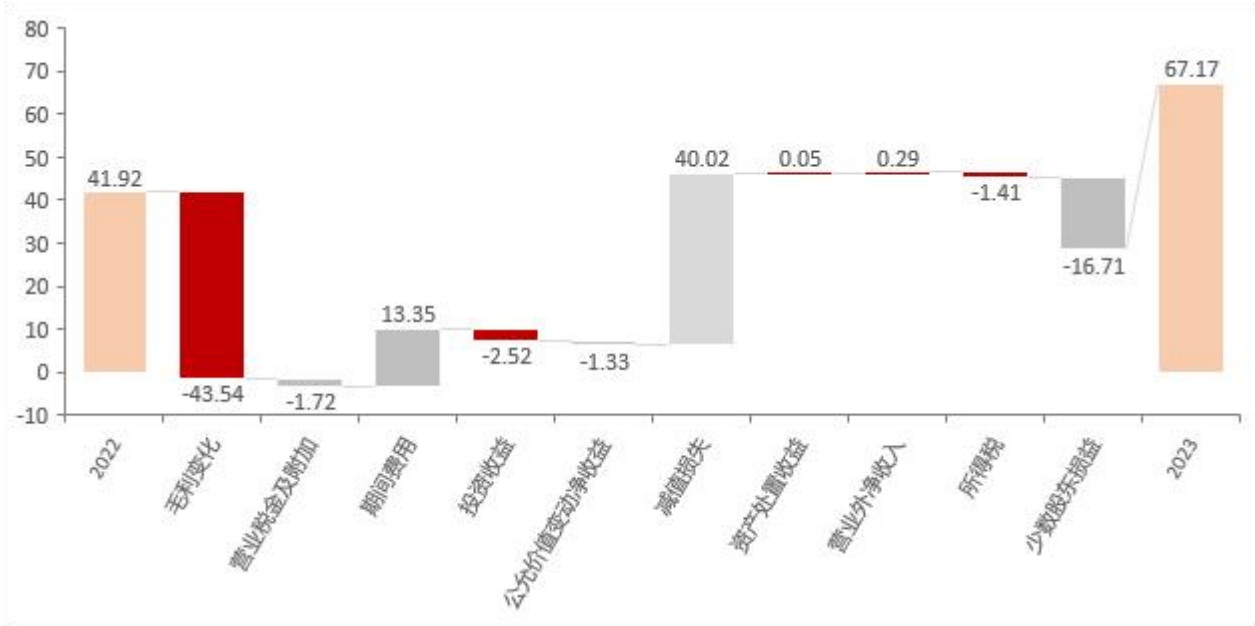
- **盈利预测及投资建议：**我们下调对 2024/2025/2026 年铝价假设为 2.1/2.3/2.5 万元/吨（2024/2025 年铝价假设前值为 2.3/2.5 万元/吨），预计公司 2024/2025/2026 年净利润分别为 108/146/214 亿元（2024/2025 年前值为 121/161 亿元），对应 PE 分别为 11.5/8.5/5.8 倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**商品价格波动、项目建设不及预期、同业竞争解决不及预期、研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险。

图表 1：公司主要财务指标变化（亿元）

	2022Q4	2023Q3	2023Q4	环比	同比	2022	2023	同比	指标变动原因
营业收入	366.86	543.42	366.86	-32.53%	-42.14%	2,909.88	2,250.71	-23%	主要为公司本年聚焦主业、减少低毛利贸易业务影响
营业成本	289.80	457.70	289.80	-36.68%	0.00%	2,576.03	1,960.40	-24%	主要为公司低毛利贸易业务量减少致成本支出减少
毛利	76.87	85.72	76.87	-10.33%	0.00%	333.85	290.31	-13%	
毛利率	20.96%	15.77%	20.96%	5.19%	0.00%	11%	13%	1%	
销售费用	1.06	1.25	1.06	-15.27%	0.00%	4.19	4.32	3%	
销售费用率	0.29%	0.23%	0.29%	0.06%	0.00%	0.14%	0.19%	0.05%	
管理费用	15.00	9.74	15.00	53.96%	0.00%	40.92	43.51	6%	主要为股权激励等管理人员薪酬费用、数字化建设开发费用及其他管理性费用同比增加
管理费用率	4.09%	1.79%	4.09%	2.30%	0.00%	1.41%	1.93%	0.53%	
财务费用	7.34	7.35	7.34	-0.21%	-100.00%	35.05	29.72	-15.18%	主要为公司通过压缩带息债务规模、优化融资成本等方式实现费用同比降低
财务费用率	2.00%	1.35%	2.00%	0.65%	0.00%	1.20%	1.32%	0.12%	
研发费用	3.98	16.39	3.98	-75.72%	0.00%	48.05	37.29	-22%	主要为公司本年处于新技术应用推广期，新立项研发项目减少
研发费用率	1.09%	3.02%	1.09%	-1.93%	0.00%	1.65%	1.66%	0.01%	
期间费用	27.38	34.74	27.38	-21.19%	0.00%	128.20	114.86	-10%	
期间费用率	7.47%	6.39%	7.47%	1.07%	0.00%	4.41%	5.10%	0.70%	
投资收益	-0.89	0.59	-0.89	-251.05%	0.00%	6.68	2.76	-58%	主要为本年处置原子子公司山东华宇产生损失，以及持仓套期保值期货收益同比下降影响
资产减值损失	-6.11	0.73	-6.11			-48.84	-7.55		主要是公司对产业结构调整中落后产能资产计提减值同比减少
营业利润	40.92	44.42	40.92	-7.87%	0.00%	136.82	152.96	12%	
利润总额	40.32	43.39	40.32	-7.09%	0.00%	132.09	150.91	14%	
所得税费用	6.48	7.25	6.48	-10.58%	0.00%	23.66	25.07	6%	主要为公司本年盈利增加致所得税费用增加
归母净利润	13.64	19.36	13.64	-29.51%	213.09%	41.92	67.17	60%	
扣非净利润	16.85	20.46	16.85	-17.65%	227.63%	31.31	66.14	111%	
经营活动产生的现金流量净额	66.39	100.94	66.39	-34.23%	0.00%	278.06	270.41	-3%	主要受到公司本年现金利润同比减少影响
投资活动产生的现金流量净额	-52.99	-2.00	-52.99	2552.36%	0.00%	-34.79	-111.81	221%	主要为公司本年购买结构性存款到期收回同比减少影响
筹资活动产生的现金流量净额	7.27	-42.18	7.27			-270.38	-141.43	-48%	主要为公司 2022 年对云铝股份等实施同一控制下企业合并支付对价款较多，以及本年债务净偿还减少等影响

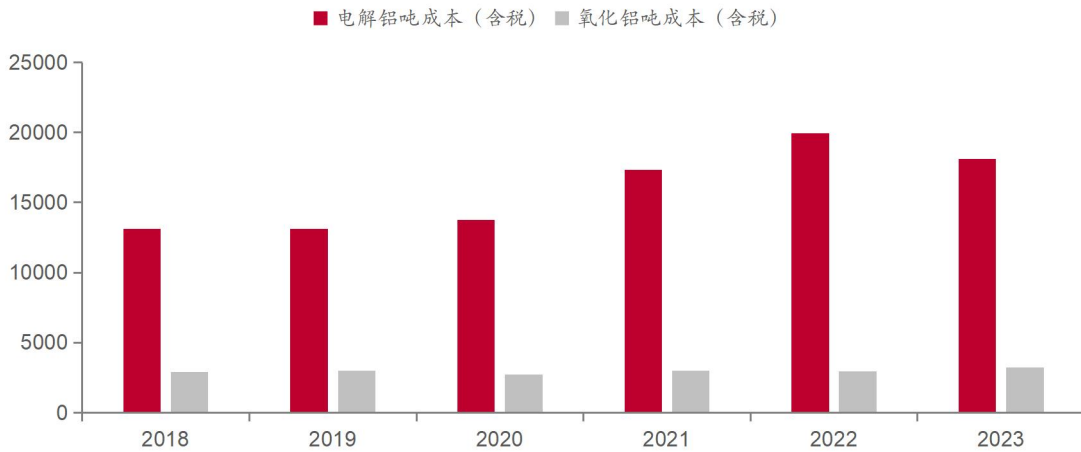
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2：净利润变化拆解（亿元）



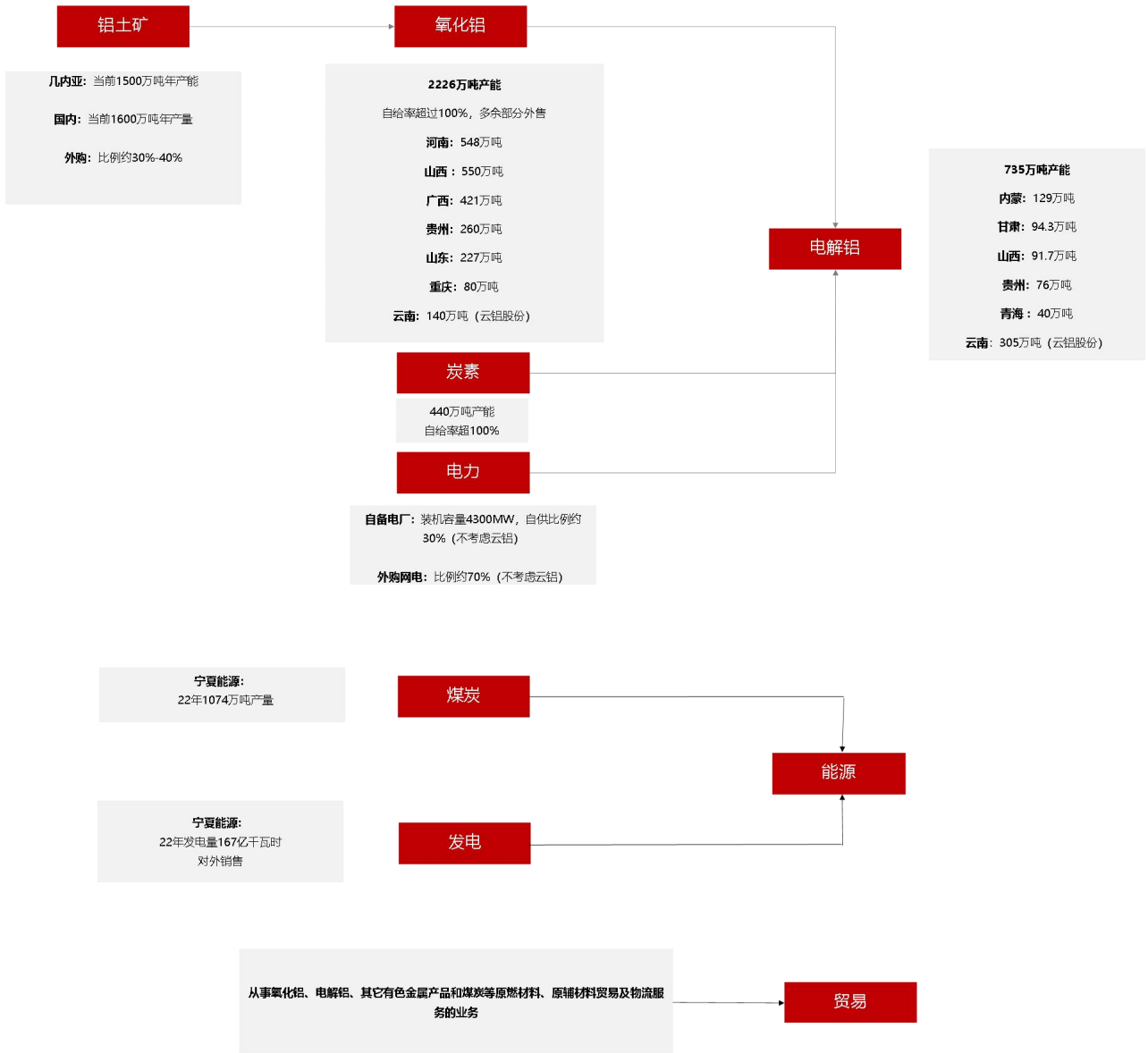
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 3：公司历年电解铝&氧化铝单吨成本（元/吨）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 4：公司产业链布局



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	21,104	106,381	114,938	122,523	营业收入	225,071	354,604	383,125	408,410
应收票据	4	6	6	7	营业成本	196,040	310,769	329,736	339,442
应收账款	4,024	3,944	1,672	748	税金及附加	2,589	4,078	4,406	4,697
预付账款	443	702	745	767	销售费用	432	681	736	785
存货	22,847	36,218	38,429	39,560	管理费用	4,351	6,856	7,407	7,896
合同资产	0	0	0	0	研发费用	3,729	5,876	6,348	6,767
其他流动资产	10,019	12,670	13,257	13,778	财务费用	2,972	2,160	1,724	886
流动资产合计	58,441	159,921	169,046	177,381	信用减值损失	146	146	146	146
其他长期投资	2,118	2,158	2,167	2,175	资产减值损失	-755	-755	-755	-755
长期股权投资	10,040	10,040	10,040	10,040	公允价值变动收益	-3	-3	-3	-3
固定资产	99,831	92,248	85,324	79,006	投资收益	276	276	276	276
在建工程	4,251	4,351	4,351	4,251	其他收益	668	668	668	668
无形资产	17,476	17,083	16,728	16,409	营业利润	15,296	24,523	33,105	48,276
其他非流动资产	19,599	19,804	19,967	20,098	营业外收入	221	221	221	221
非流动资产合计	153,315	145,683	138,577	131,979	营业外支出	426	426	426	426
资产合计	211,756	305,604	307,623	309,360	利润总额	15,091	24,318	32,900	48,071
短期借款	7,970	70,625	46,698	10,977	所得税	2,507	4,040	5,465	7,985
应付票据	7,476	11,851	12,575	12,945	净利润	12,584	20,278	27,435	40,086
应付账款	13,636	21,616	22,935	23,610	少数股东损益	5,867	9,454	12,791	18,689
预收款项	111	175	189	201	归属母公司净利润	6,717	10,824	14,644	21,397
合同负债	1,681	2,649	2,862	3,051	NOPLAT	15,063	22,080	28,873	40,824
其他应付款	5,493	5,493	5,493	5,493	EPS (按最新股本摊薄)	0.39	0.63	0.85	1.25
一年内到期的非流动负债	17,234	17,234	17,234	17,234					
其他流动负债	5,105	6,792	7,091	7,274	主要财务比率				
流动负债合计	58,706	136,435	115,077	80,786	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	33,438	32,812	32,187	31,561	成长能力				
应付债券	8,402	8,402	8,402	8,402	营业收入增长率	-22.7%	57.6%	8.0%	6.6%
其他非流动负债	12,321	12,321	12,321	12,321	EBIT增长率	8.1%	46.6%	30.8%	41.4%
非流动负债合计	54,161	53,535	52,910	52,284	归母公司净利润增长率	60.2%	61.1%	35.3%	46.1%
负债合计	112,867	189,970	167,986	133,070	获利能力				
归属母公司所有者权益	60,458	67,748	78,960	96,925	毛利率	12.9%	12.4%	13.9%	16.9%
少数股东权益	38,431	47,886	60,676	79,365	净利率	5.6%	5.7%	7.2%	9.8%
所有者权益合计	98,889	115,634	139,637	176,290	ROE	6.8%	9.4%	10.5%	12.1%
负债和股东权益	211,756	305,604	307,623	309,360	ROIC	13.8%	12.6%	16.4%	23.1%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	53.3%	62.2%	54.6%	43.0%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	80.3%	122.3%	83.7%	45.7%
经营活动现金流	27,041	30,809	40,210	50,155	流动比率	1.0	1.2	1.5	2.2
现金收益	25,634	33,126	39,184	50,386	速动比率	0.6	0.9	1.1	1.7
存货影响	1,865	-13,371	-2,211	-1,131	营运能力				
经营性应收影响	2,982	574	2,984	1,657	总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.3
经营性应付影响	-2,286	12,419	2,057	1,058	应收账款周转天数	7	4	3	1
其他影响	-1,154	-1,939	-1,804	-1,815	应付账款周转天数	27	20	24	25
投资活动现金流	-11,181	-1,968	-1,945	-1,905	存货周转天数	44	34	41	41
资本支出	-6,103	-2,810	-2,745	-2,678	每股指标(元)				
股权投资	-297	0	0	0	每股收益	0.39	0.63	0.85	1.25
其他长期资产变化	-4,781	842	800	773	每股经营现金流	1.58	1.80	2.34	2.92
融资活动现金流	-14,143	56,437	-29,709	-40,665	每股净资产	3.52	3.95	4.60	5.65
借款增加	-7,778	62,030	-24,552	-36,346	估值比率				
股利及利息支付	-5,535	-14,090	-18,484	-23,717	P/E	18.5	11.5	8.5	5.8
股东融资	1,262	0	0	0	P/B	2.1	1.8	1.6	1.3
其他影响	-2,092	8,497	13,327	19,398	EV/EBITDA	237	179	149	114

来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。