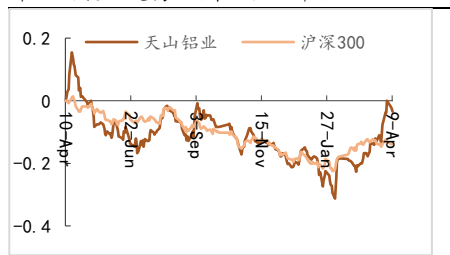


评级： 买入

吴轩
有色行业首席分析师
SAC 执证编号: S0110521120001
wuxuan123@sczq.com.cn
电话: 021-58820297

刘崇娜
有色行业研究助理
liuchongna@sczq.com.cn
电话: 010-81152687

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

| | |
|---------------|-----------|
| 最新收盘价 (元) | 6.90 |
| 一年内最高/最低价 (元) | 8.28/4.68 |
| 市盈率 (当前) | 14.55 |
| 市净率 (当前) | 1.33 |
| 总股本 (亿股) | 46.52 |
| 总市值 (亿元) | 320.98 |

资料来源: 聚源数据

相关研究

- Q3 盈利显著改善 电池箔项目陆续投产
- 铝价回落 H1 利润同比下滑 动力电池箔项目进入收获期
- 电池箔产能投产在即 海外布局强化资源优势

核心观点

- 铝价下降, 2023 年利润同比下滑。**2023 年公司实现营业收入 289.75 亿元, 同比-12.22%; 归母净利润 22.05 亿元, 同比-16.80%; 扣非后归母净利润 18.83 亿元, 同比-25.81%。其中, Q4 实现营业收入 66.31 亿元, 同比-19.90%, 环比-12.15%; 归母净利润 5.68 亿元, 同比+130.10%, 环比-8.10%; 扣非后归母净利润 5.54 亿元, 同比 164.91%, 环比-7.52%。
- 铝土矿年内将首次产出, 资源保障能力及成本优势提升。**2023 年公司在几内亚完成了一家本土矿业公司的股权收购并获得矿产品独家购买权, 该项目规划年产能 500-600 万吨铝土矿, 矿产品开采后运回国内满足自身氧化铝生产原料需求。同时, 公司广西自有铝土矿探转采工作亦在逐步推进中, 年内有望实现矿石开采, 届时公司上游资源的保障度将达到 100%。公司计划 2024 年生产铝土矿 300 万吨。
- 持续完善产业布局, 成长性可期。**公司拥有合规电解铝指标共 140 万吨, 已建 120 万吨, 另有 20 万吨指标正在研究落地方案。公司规划在印尼建设 200 万吨氧化铝生产线, 其中一期 100 万吨项目已被列入印尼国家战略项目清单, 目前正在环评、征地等工作。另外, 公司已取得印尼三个铝土矿开采权, 未来所产铝土矿将全部用于印尼氧化铝项目所需原料, 确保其拥有稳定且低成本铝土矿供应, 使该氧化铝项目更具成本优势。
- 动力电池箔项目进入放量期。**石河子 30 万吨铝箔坯料项目, 目前一期 15 万吨主体设备安装完成已开始生产调试, 即将规模生产。江阴 2 万吨电池铝箔技改项目已完成设备安装和调试, 进入试生产阶段。新建电池铝箔产能 20 万吨项目, 一期 15 万吨目前主体设备正在进行安装和调试, 2024 年将逐步投产。2023 年公司生产电池铝箔 0.1 万吨, 2024 年计划生产铝箔及铝箔坯料 10 万吨, 铝箔业务进入放量期。
- 投资建议:**公司是电解铝行业头部企业, 区位优势+一体化布局打造持续高盈利能力, 铝土矿及动力电池箔项目进入收获期, 氧化铝及电解铝产能未来将继续提升, 公司具备高成长性。国内电解铝逼近产能天花板, 海外增量项目释放缓慢。光伏、新能源汽车等高增长提振铝消费, 铝价重心预计稳中有升, 公司将显著受益。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 318.10/320.73/323.52 亿元, 归母净利润分别为 36.70/44.88/46.17 亿元, EPS 分别为 0.79/0.96/0.99 元。维持“买入”评级。
- 风险提示:**新建项目进度不及预期, 铝价大幅下跌

盈利预测

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|
| 营收 (亿元) | 289.75 | 318.10 | 320.73 | 323.52 |
| 营收增速 (%) | -12.22% | 9.79% | 0.83% | 0.87% |
| 归母净利润 (亿元) | 22.05 | 36.70 | 44.88 | 46.17 |
| 归母净利润增速 (%) | -16.80% | 66.40% | 22.29% | 2.87% |
| EPS (元/股) | 0.48 | 0.79 | 0.96 | 0.99 |
| PE | 14.48 | 8.81 | 7.20 | 7.00 |

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 21,511.79 | 34,396.81 | 32,234.15 | 38,358.93 | 经营活动现金流 | 3916.34 | 14803.00 | -2682.69 | 17394.99 |
| 现金 | 7,811.55 | 17,495.52 | 19,244.10 | 21,319.58 | 净利润 | 2205.51 | 3669.70 | 4487.85 | 4616.72 |
| 应收账款 | 507.79 | 836.18 | 518.92 | 847.97 | 折旧摊销 | 1646.53 | 1678.88 | 1681.04 | 1683.20 |
| 其它应收款 | 96.69 | 96.69 | 96.69 | 96.69 | 财务费用 | 911.17 | 864.71 | 871.87 | 879.45 |
| 预付账款 | 2,078.09 | 5,977.08 | 1,847.82 | 6,010.30 | 投资损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 存货 | 9,543.30 | 8,280.04 | 9,033.78 | 8,353.53 | 营运资金变动 | -4649.00 | 8589.34 | -9723.90 | 10215.15 |
| 其他 | 452.16 | 452.16 | 452.16 | 452.16 | 其它 | 3802.12 | 0.37 | 0.45 | 0.46 |
| 非流动资产 | 35,585.23 | 34,956.35 | 34,375.32 | 33,792.12 | 投资活动现金流 | -3737.68 | -1050.00 | -1100.00 | -1100.00 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | 2493.09 | 2050.00 | 2100.00 | 2100.00 |
| 固定资产 | 26,467.09 | 24,821.30 | 23,175.51 | 21,529.73 | 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 1,480.24 | 1,497.15 | 1,561.90 | 1,624.48 | 其他 | -6230.77 | -3100.00 | -3200.00 | -3200.00 |
| 其他 | 3,293.62 | 3,293.62 | 3,293.62 | 3,293.62 | 筹资活动现金流 | 100.27 | -4069.03 | 5531.26 | -14219.50 |
| 资产总计 | 57,097.02 | 69,353.16 | 66,609.47 | 72,151.05 | 短期借款 | 4734.79 | 703.53 | 871.87 | -10388.57 |
| 流动负债 | 24,621.38 | 37,115.30 | 24,352.04 | 28,227.92 | 长期借款 | 378.98 | -4069.03 | 0.00 | -2951.48 |
| 短期借款 | 8,813.18 | 9,516.70 | 10,388.57 | 0.00 | 其他 | -5013.50 | -703.53 | 4659.39 | -879.45 |
| 应付账款 | 1,845.89 | 1,329.25 | 1,291.25 | 1,296.73 | 现金净增加额 | 278.93 | 9683.97 | 1748.57 | 2075.49 |
| 其他 | 2,394.04 | 2,394.04 | 2,394.04 | 2,394.04 | | | | | |
| 非流动负债 | 8,366.64 | 4,297.62 | 4,297.62 | 1,346.14 | 主要财务比率 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 长期借款 | 7,020.50 | 2,951.48 | 2,951.48 | 0.00 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 1,346.14 | 1,346.14 | 1,346.14 | 1,346.14 | 营业收入 | -12.22% | 9.79% | 0.83% | 0.87% |
| 负债合计 | 32,988.03 | 41,412.92 | 28,649.66 | 29,574.05 | 营业利润 | -21.46% | 66.66% | 22.35% | 2.88% |
| 少数股东权益 | 2.04 | 2.41 | 2.86 | 3.32 | 归属母公司净利润 | -16.80% | 66.40% | 22.29% | 2.87% |
| 归属母公司股东权益 | 24,106.95 | 27,937.84 | 37,956.95 | 42,573.68 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 57,097.02 | 69,353.16 | 66,609.47 | 72,151.05 | 毛利率 | 14.10% | 18.95% | 21.91% | 22.26% |
| | | | | | 净利率 | 7.61% | 11.54% | 13.99% | 14.27% |
| | | | | | ROE | 9.15% | 13.14% | 11.82% | 10.84% |
| | | | | | ROIC | 10.39% | 13.00% | 21.27% | 15.89% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 57.78% | 59.71% | 43.01% | 40.99% |
| | | | | | 净负债比率 | 43.66% | 15.97% | 17.30% | -20.70% |
| | | | | | 流动比率 | 0.87 | 0.93 | 1.32 | 1.36 |
| | | | | | 速动比率 | 0.49 | 0.70 | 0.95 | 1.06 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.51 | 0.50 | 0.47 | 0.47 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 47.34 | 47.34 | 47.34 | 47.34 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 16.75 | 20.04 | 24.48 | 25.00 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.48 | 0.79 | 0.96 | 0.99 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.84 | 3.18 | -0.58 | 3.74 |
| | | | | | 每股净资产 | 5.18 | 6.01 | 8.16 | 9.15 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 14.48 | 8.81 | 7.20 | 7.00 |
| | | | | | P/B | 1.34 | 1.16 | 0.85 | 0.76 |
| | | | | | | | | | |
| 利润表 (百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | | | | |
| 营业收入 | 28,974.77 | 31,810.04 | 32,073.49 | 32,352.43 | | | | | |
| 营业成本 | 24,889.28 | 25,781.63 | 25,044.61 | 25,150.92 | | | | | |
| 营业税金及附加 | 468.22 | 514.04 | 518.30 | 522.81 | | | | | |
| 营业费用 | 17.66 | 19.39 | 19.55 | 19.72 | | | | | |
| 研发费用 | 217.06 | 238.30 | 240.27 | 242.36 | | | | | |
| 管理费用 | 344.46 | 378.17 | 381.30 | 384.61 | | | | | |
| 财务费用 | 787.64 | 864.71 | 871.87 | 879.45 | | | | | |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| 投资净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| 营业利润 | 2,641.71 | 4,402.60 | 5,386.39 | 5,541.36 | | | | | |
| 营业外收入 | 16.29 | 16.29 | 16.29 | 16.29 | | | | | |
| 营业外支出 | 6.22 | 6.22 | 6.22 | 6.22 | | | | | |
| 利润总额 | 2,651.77 | 4,412.67 | 5,396.46 | 5,551.42 | | | | | |
| 所得税 | 446.26 | 742.60 | 908.16 | 934.23 | | | | | |
| 净利润 | 2,205.51 | 3,670.07 | 4,488.30 | 4,617.19 | | | | | |
| 少数股东损益 | 0.20 | 0.37 | 0.45 | 0.46 | | | | | |
| 归属母公司净利润 | 2,205.31 | 3,669.70 | 4,487.85 | 4,616.72 | | | | | |
| EBITDA | 5,073.41 | 6,946.19 | 7,939.30 | 8,104.01 | | | | | |
| EPS (元) | 0.48 | 0.79 | 0.96 | 0.99 | | | | | |

分析师简介

吴轩，金融硕士，曾就职于长城证券。2021年12月加入首创证券，负责有色金属板块研究。

刘崇娜，有色行业研究助理，FRM，2022年5月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|--------|------------------------|
| 1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准 | 股票投资评级 | 买入 相对沪深300指数涨幅15%以上 |
| | | 增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间 |
| | | 中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间 |
| | | 减持 相对沪深300指数跌幅5%以上 |
| 2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准 | 行业投资评级 | 看好 行业超越整体市场表现 |
| | | 中性 行业与整体市场表现基本持平 |
| | | 看淡 行业弱于整体市场表现 |