

电解铝+氧化铝盈利超预期，一体化布局优势显现

2024年05月05日

► **公司发布子公司山东宏桥新型材料有限公司一季度财务数据。**2024Q1，山东宏桥实现营收 347.6 亿元，同比+6.1%，环比+4.3%；实现净利润 43.4 亿元，同比+629.3%，环比+40.8%。山东宏桥主要从事中国宏桥在国内的电解铝，氧化铝及铝加工等业务，Q1 动力煤价格下跌，铝价、氧化铝价格走高，公司国内电解铝及氧化铝板块盈利超预期。

► **动力煤价格走弱，铝价走强，公司电解铝 Q1 盈利显著提升。**量：公司云南电解铝产能（148.8 万吨）枯水期限产比例仅 7%，山东电解铝产能（497.1 万吨）预计满产运行；氧化铝方面，预计国内及印尼产能满产运行。价：24Q1 国内铝价环比+82 元/吨，氧化铝环比+183 元/吨，预焙阳极环比-232 元/吨，动力煤价格环比-56 元/吨。公司山东电解铝电力主要来自于自备，成本受动力煤市场价影响较大。我们测算山东地区电解铝 Q1 税前利润为 1735 元/吨（不包含上游氧化铝利润）。此外，随着氧化铝价格走高，公司国内外氧化铝板块盈利能力增强。

► **未来看点。**1) **产业链一体化布局完善。**公司电解铝合规产能 645.9 万吨，其中山东产能 497.1 万吨，云南产能 148.8 万吨，权益产能约 570 万吨；氧化铝产能 1950 万吨，其中国内产能 1750 万吨，印尼产能 200 万吨；公司联营的几内亚西芒杜铝土矿项目产能约 5000 万吨，公司持股 25%，折算权益产能 1250 万吨。公司铝土矿、氧化铝、电解铝一体化布局完善，原料保障能力强。2) **动力煤价格走弱，成本让利提升业绩弹性。**公司山东电解铝电力主要来自于自备，成本受动力煤市场价影响较大。由于动力煤供需偏松，市场煤价持续下行，2024 年 4 月底，5500 大卡动力煤价已跌至 830 元/吨附近。公司预焙阳极基本外购，2023 年以来，预焙阳极价格走弱。原料端让利明显，公司业绩弹性更高。3) **部分电解铝产能转移云南，绿电助力长远发展。**山东电解铝电力供应以自备电为主，而自备电只能购买市场煤，不能享受长协价，能源转型背景下，未来火电还将支付高昂的碳成本。2019 年，公司开始将电解铝产能向云南转移，云南宏泰新材料文山州 203 万吨项目已建成，正逐步投产。云南电源以水电为主，新能源，双碳背景下，绿色铝溢价提升，有助于公司长远发展。4) **参股几内亚铁矿石项目，横向拓展铁矿石资源。**公司子公司魏桥铝电及 Winning Logistics 各自持有 WCH 的 50% 股权，而 WCH 间接拥有几内亚西芒杜铁矿石项目中铁矿山 1 号区块及 2 号区块开发和生产铁矿石的权益，通过作为 WCH 的股东参与铁矿石项目，魏桥铝电可享有相应的投资回报。

► **投资建议：**铝价上行+成本让利明显提升业绩弹性，绿色能源转型助力长远发展，有望提升估值。我们预计公司 2024-2026 年将实现归母净利 154.39 亿元、172.48 亿元和 189.20 亿元，对应现价的 PE 分别为 6、6 和 5 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**动力煤价格上涨，云南电解铝项目不及预期，限产超预期。

盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	133,624	138,883	138,544	139,890
增长率(%)	1.5	3.9	-0.2	1.0
净利润	11,461	15,439	17,248	18,920
增长率(%)	31.7	34.7	11.7	9.7
EPS	1.21	1.63	1.82	2.00
P/E	5	6	6	5
P/B	0.5	0.8	0.7	0.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 5 月 3 日收盘价，汇率 1 HKD = 0.90RMB）

推荐

维持评级

当前价格：

11.20 港元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 孙二春

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1. 电解铝行业深度报告：乍暖还寒，曙光已现
-2023/05/05

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	87,395	93,114	100,012	110,911
现金及现金等价物	31,721	32,653	40,080	51,164
应收账款及票据	10,466	10,683	10,657	10,761
存货	33,958	36,167	35,665	35,583
其他	11,249	13,611	13,610	13,404
非流动资产合计	112,925	120,029	127,041	134,009
固定资产	70,200	70,020	69,858	69,712
商誉及无形资产	381	362	344	327
其他	42,344	49,647	56,839	63,970
资产合计	200,320	213,143	227,053	244,920
流动负债合计	74,029	73,368	69,423	67,479
短期借贷	49,118	46,118	43,118	41,118
应付账款及票据	11,648	13,362	12,510	12,420
其他	13,263	13,888	13,795	13,942
非流动负债合计	20,035	16,346	15,204	14,390
长期借贷	13,792	12,292	10,792	9,792
其他	6,243	4,054	4,412	4,598
负债合计	94,064	89,714	84,628	81,869
普通股股本	619	619	619	619
储备	91,199	106,267	123,131	141,655
归属母公司股东权益	92,245	107,312	124,176	142,700
少数股东权益	14,012	16,117	18,249	20,351
股东权益合计	106,256	123,429	142,425	163,051
负债和股东权益合计	200,320	213,143	227,053	244,920

现金流量表(百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	22,402	24,795	28,313	30,615
净利润	11,461	15,439	17,248	18,920
少数股东权益	1,037	2,105	2,132	2,102
折旧摊销	7,141	7,399	7,380	7,363
营运资金变动及其他	2,763	-148	1,554	2,230
投资活动现金流	-17,889	-15,786	-13,029	-13,145
资本支出	-7,271	-7,200	-7,200	-7,200
其他投资	-10,618	-8,586	-5,829	-5,945
筹资活动现金流	-200	-8,077	-7,857	-6,386
借款增加	3,240	-4,500	-4,500	-3,000
普通股增加	0	0	0	0
已付股利和利息	-4,369	-3,577	-3,357	-3,386
其他	929	0	0	0
现金净增加额	4,337	932	7,427	11,084

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

利润表(百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	133,624	138,883	138,544	139,890
其他收入	2,542	2,136	2,098	1,759
营业成本	112,669	108,500	106,994	106,748
销售费用	755	722	693	630
管理费用	4,953	5,833	5,542	5,316
研发费用	1,006	1,111	1,039	979
财务费用	2,961	2,854	2,728	2,578
权益性投资损益	1,193	973	1,018	1,038
其他损益	-175	-187	-134	-158
除税前利润	15,890	22,785	24,531	26,277
所得税	3,393	5,240	5,152	5,255
净利润	12,498	17,544	19,379	21,022
少数股东损益	1,037	2,105	2,132	2,102
归属母公司净利润	11,461	15,439	17,248	18,920
EBIT	18,852	25,639	27,259	28,855
EBITDA	25,993	33,038	34,640	36,218
EPS (元)	1.21	1.63	1.82	2.00

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	1.46	3.94	-0.24	0.97
归属母公司净利润	31.70	34.71	11.72	9.69
盈利能力(%)				
毛利率	15.68	21.88	22.77	23.69
净利率	8.58	11.12	12.45	13.52
ROE	12.42	14.39	13.89	13.26
ROIC	8.76	10.86	10.56	10.41
偿债能力				
资产负债率(%)	46.96	42.09	37.27	33.43
净负债比率(%)	29.35	20.87	9.71	-0.16
流动比率	1.18	1.27	1.44	1.64
速动比率	0.70	0.75	0.90	1.09
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.67	0.63	0.59
应收账款周转率	12.94	13.13	12.98	13.06
应付账款周转率	8.48	8.68	8.27	8.56
每股指标 (元)				
每股收益	1.21	1.63	1.82	2.00
每股经营现金	2.36	2.62	2.99	3.23
每股净资产	9.74	11.33	13.10	15.06
估值比率				
P/E	5	6	6	5
P/B	0.5	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.87	3.84	3.66	3.50

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026