

行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	3471.88
52周最高	3607.62
52周最低	2506.8

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：李帅华
SAC 登记编号：S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
分析师：王靖涵
SAC 登记编号：S1340524040002
Email: wangjinghan@cnpsec.com

近期研究报告

铝板块 2023 年及 2024Q1 总结：盈利能力环比提升

● 投资要点

板块年初至今上涨明显，排名靠前。2023 年全年长江金属材料及矿业指数下跌 6.2%，排名第 18。2024 年初至 2024 年 4 月 30 日，长江金属材料及矿业指数上涨 11.6%，排名第 6。2023 年申万电解铝行业下跌 2.17%，高出上证指数 1.54pct。2024 年初至 2024 年 4 月 30 日，申万电解铝行业上涨 12.95%，高出上证指数 8.58pct。截止 2024 年 4 月 30 日，申万铝板块 PE-TTM 估值为 15.0 倍，较年初 16.36 倍有所回落。

受电解铝价格波动影响，行业营收环比增长。我们选取了申万三级行业指数的铝指数中的 30 家公司，2024Q1 铝板块实现收入 1405.55 亿元，同比下降 6.46%，环比增长 3.77%，主要原因系电解铝价格波动影响。从净利润情况来看，2023 年受到原材料降价和产成品降价压力导致盈利相比 2022 年基本持平。从季度数据来看，24Q1 环比 23Q4 有所改善。

下游消费保持较强韧性，供应增量十分有限。据安泰科统计，2023 年全球电解铝产量为 7046 万吨，较上年增加 2.2%；国内电解铝产量为 4166 万吨，较上年增加 3.3%。截至 2023 年 12 月底，中国电解铝建成产能 4443 万吨/年，较上年增加 13 万吨/年，已非常接近行业产能“天花板”，预计后续供应增量十分有限。据安泰科统计，2023 年全年，全国电解铝消费量为 4284 万吨，同比增长 4.3%，需求增速大于供给增速，国内电解铝消费的供需缺口不断扩大，铝的下游消费需求保持较强韧性。

个股方面：（1）中国铝业 24Q1 归母净利润 22.30 亿元，同比增长 23.01%，氧化铝和电解铝双轮驱动，盈利能力大幅改善。（2）神火股份煤炭业务拖累公司业绩，铝一体化上下游布局稳步推进，看好铝箔放量增厚公司业绩。（3）南山铝业 24Q1 扣非归母净利 8.3 亿元，同比增长 62.9%，印尼氧化铝业务量利齐升助推 Q1 业绩超预期。（4）云铝股份 24Q1 归母净利润 11.64 亿元，同比增长 31.53%，国内绿电铝第一品牌，Q2 有望量价齐升。（5）天山铝业 24Q1 归母净利润 7.20 亿元，同比增长 43.6%，公司在资源端及深加工布局逐渐深入，巩固一体化优势。

● 建议关注

电解铝板块：中国铝业、云铝股份、天山铝业、神火股份、南山铝业。铝加工板块：立中集团、华峰铝业、明泰铝业等。

● 风险提示：

铝价大幅下跌，下游需求不及预期，项目进展不及预期，政策超预期风险。

目录

1 铝板块回顾	5
1.1 行情走势：年初至今板块上涨 12.95%，估值小幅回落	5
1.2 铝板块整体营收和盈利情况	7
2 电解铝行业情况	8
3 行业内公司情况	10
3.1 中国铝业	11
3.2 神火股份	13
3.3 云铝股份	14
3.4 天山铝业	16
3.5 南山铝业	18
3.6 中孚实业	20
4 风险提示	21

图表目录

图表 1: 2023 年全年长江金属材料及矿业指数涨跌排名	5
图表 2: 2024 年年初至今 (截止 2024 年 4 月 30 日) 长江金属材料及矿业指数涨跌排名	5
图表 3: 2023 年申万铝行业和上证指数涨跌对比	6
图表 4: 2024Q1 申万铝行业和上证指数涨跌对比	6
图表 5: 申万有色金属、工业金属、铝行业市盈率 (PE, TTM)	6
图表 6: 申万铝板块单季度营收 (亿元)	7
图表 7: 申万铝板块单季度营收同比增长	7
图表 8: 申万铝板块归母净利润 (亿元)	7
图表 9: 申万铝板块归母净利润同比增速 (%)	7
图表 10: 申万铝板块年度 ROE	8
图表 11: 申万铝板块 Q1 单季度 ROE	8
图表 12: 申万铝板块资产负债率情况	8
图表 13: LME 电解铝价格 (美元/吨)	9
图表 14: LME 电解铝季度均价情况 (美元/吨)	9
图表 15: 全球电解铝月度产量 (千吨)	9
图表 16: 国内电解铝月度产量 (万吨)	9
图表 17: 全球交易所铝库存 (吨)	10
图表 18: 2023 年申万铝板块涨幅前十公司	11
图表 19: 2024Q1 申万铝板块涨幅前十公司	11
图表 20: 公司营收及同比增长 (亿元)	11
图表 21: 公司归母净利润及同比增长 (亿元)	11
图表 22: 公司销售毛利率及净利率情况	12
图表 23: 公司净资产收益率和总资产净利率	12
图表 24: 公司营收及同比增长 (亿元)	13
图表 25: 公司归母净利润及同比增长 (亿元)	13
图表 26: 公司销售毛利率及净利率情况	14
图表 27: 公司净资产收益率和总资产净利率	14
图表 28: 公司营收及同比增长 (亿元)	15
图表 29: 公司归母净利润及同比增长 (亿元)	15
图表 30: 公司销售毛利率及净利率情况	16
图表 31: 公司净资产收益率和总资产净利率	16
图表 32: 公司营收及同比增长 (亿元)	16
图表 33: 公司归母净利润及同比增长 (亿元)	16
图表 34: 公司销售毛利率及净利率情况	18
图表 35: 公司净资产收益率和总资产净利率	18

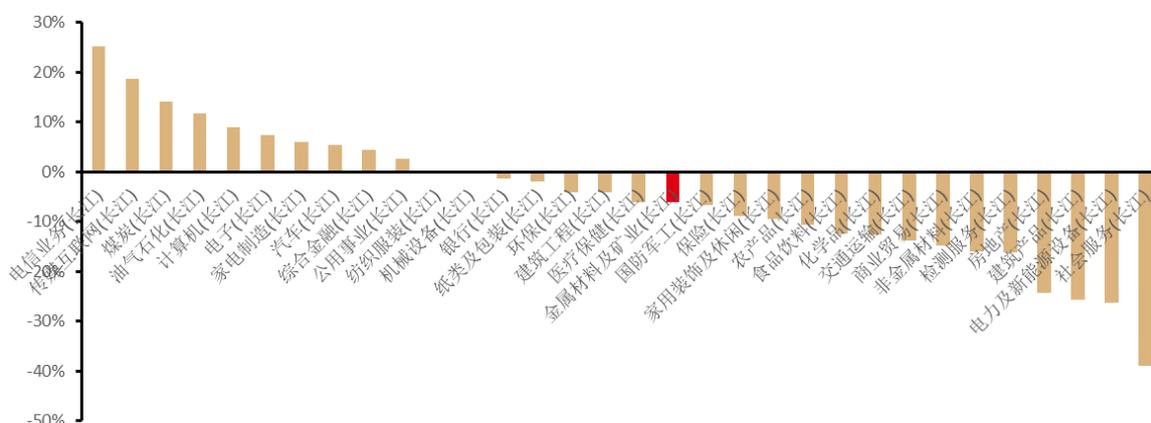
图表 36: 公司营收及同比增长 (亿元)	19
图表 37: 公司归母净利润及同比增长 (亿元)	19
图表 38: 公司销售毛利率及净利率情况.....	20
图表 39: 公司净资产收益率和总资产净利率.....	20
图表 40: 公司营收及同比增长 (亿元)	20
图表 41: 公司归母净利润及同比增长 (亿元)	20
图表 42: 公司销售毛利率及净利率情况.....	21
图表 43: 公司净资产收益率和总资产净利率.....	21

1 铝板块回顾

1.1 行情走势：年初至今板块上涨 12.95%，估值小幅回落

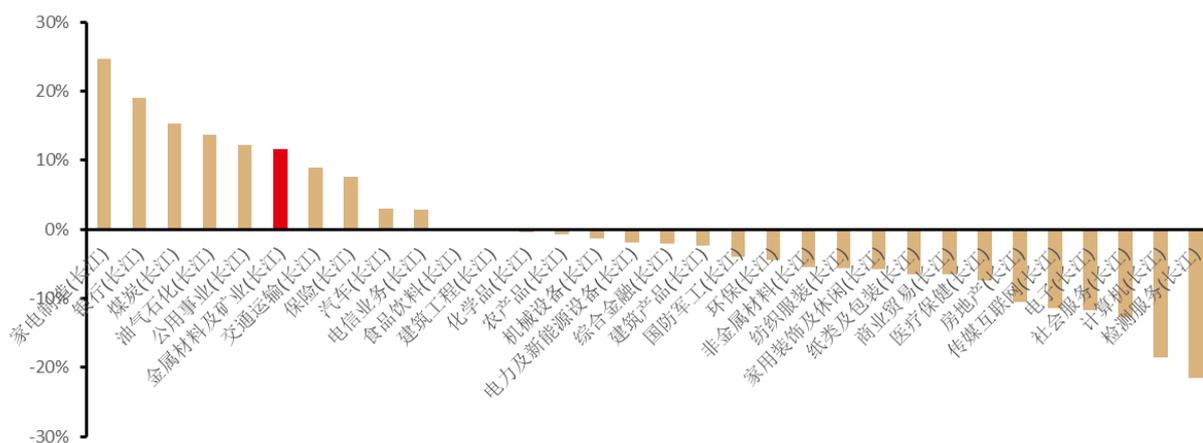
板块年初至今上涨明显，排名靠前。2023 年全年长江金属材料及矿业指数下跌 6.2%，排名第 18。2024 年年初至今（截止 2024 年 4 月 30 日）长江金属材料及矿业指数上涨 11.6%，排名第 6。

图表1：2023 年全年长江金属材料及矿业指数涨跌排名



资料来源：iFind，中邮证券研究所

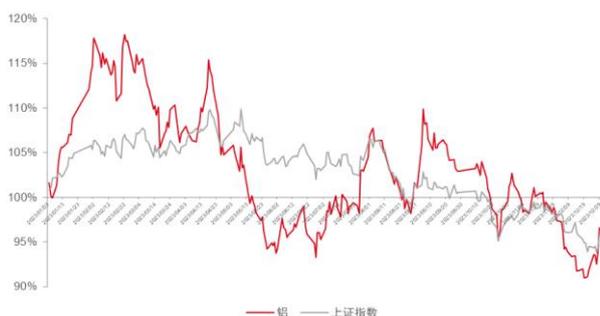
图表2：2024 年年初至今（截止 2024 年 4 月 30 日）长江金属材料及矿业指数涨跌排名



资料来源：iFind，中邮证券研究所

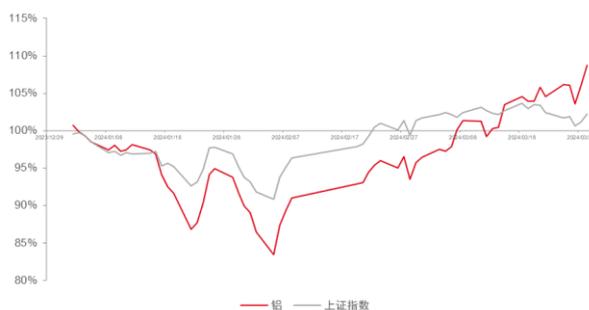
2023 年申万电解铝行业下跌 2.17%，高出上证指数 1.54pct。2024 年初至今（截止 2024 年 4 月 30 日）申万电解铝行业上涨 12.95%，高出上证指数 8.58pct。截止 2024 年 4 月 30 日，申万铝板块 PE-TTM 估值为 15.0 倍，较年初 16.36 倍有所回落，板块估值小幅下降，我们认为板块估值回落主要系电解铝价格上涨，带动整个行业盈利能力增强。

图表3：2023 年申万铝行业和上证指数涨跌对比



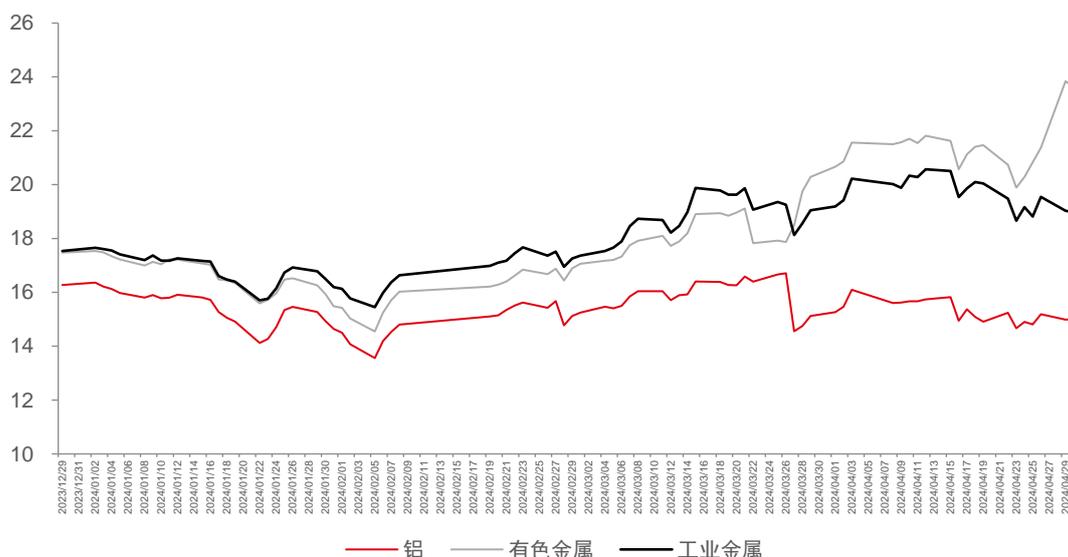
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表4：2024Q1 申万铝行业和上证指数涨跌对比



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表5：申万有色金属、工业金属、铝行业市盈率（PE，TTM）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.2 铝板块整体营收和盈利情况

受电解铝价格波动影响，行业营收环比增长。我们选取了申万三级行业指数中铝指数中的 30 家公司，2024Q1 铝板块实现收入 1405.55 亿元，同比下降 6.46%，环比增长 3.77%，主要原因系电解铝价格波动影响。

图表6：申万铝板块单季度营收（亿元）



图表7：申万铝板块单季度营收同比增长



资料来源：iFind，中邮证券研究所

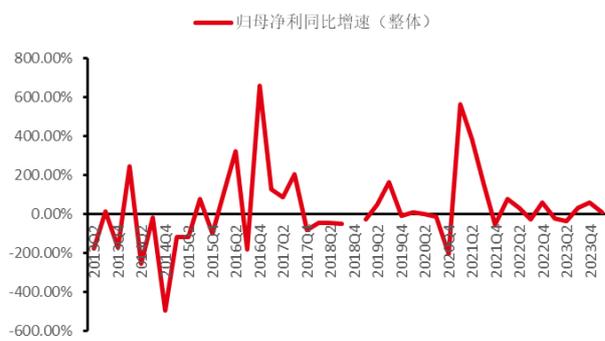
资料来源：iFind，中邮证券研究所

从净利润情况来看，2023 年受到原材料降价和产成品降价压力导致盈利相比 2022 年基本持平。从季度数据来看，24Q1 环比 23Q4 有所改善。

图表8：申万铝板块归母净利润（亿元）



图表9：申万铝板块归母净利润同比增速（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

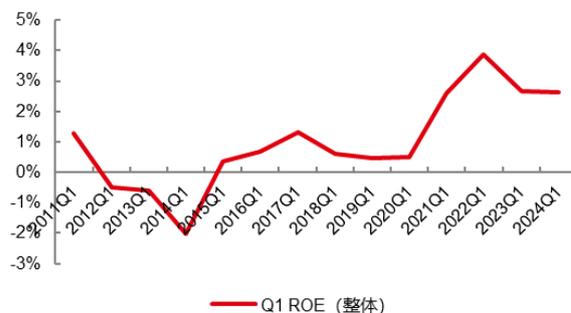
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表10: 申万铝板块年度 ROE



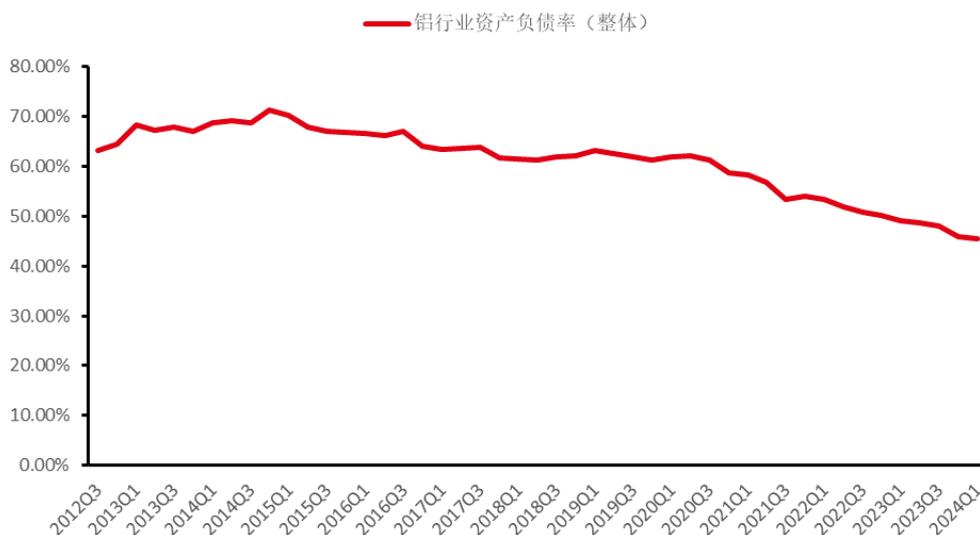
资料来源: iFind, 中邮证券研究所

图表11: 申万铝板块 Q1 单季度 ROE



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

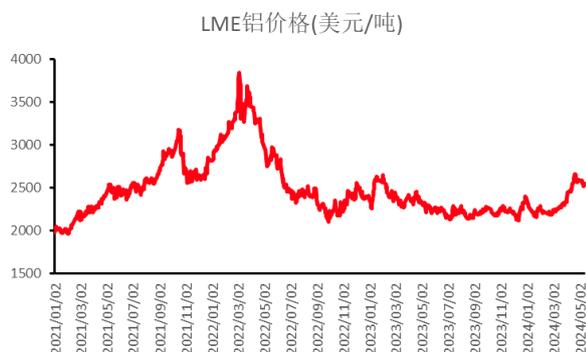
图表12: 申万铝板块资产负债率情况



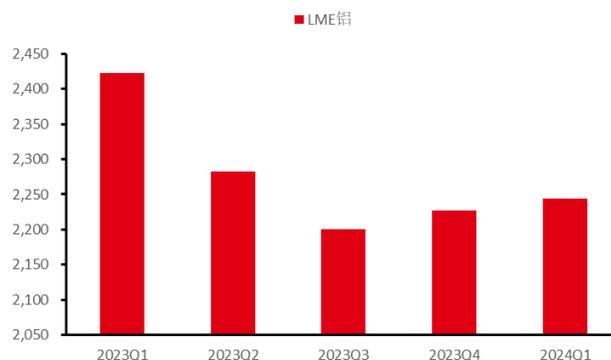
资料来源: iFind, 中邮证券研究所

2 电解铝行业情况

据安泰科统计, 2023 年全球电解铝产量为 7046 万吨, 较上年增加 2.2%; 国内电解铝产量为 4166 万吨, 较上年增加 3.3%。截至 2023 年 12 月底, 中国电解铝建成产能 4443 万吨/年, 较上年增加 13 万吨/年, 已非常接近行业产能“天花板”, 预计后续供应增量十分有限。

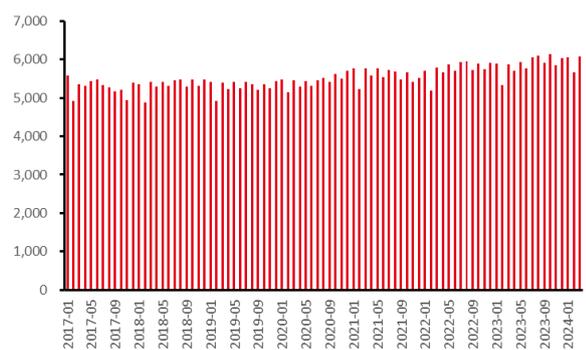
图表13: LME 电解铝价格 (美元/吨)


资料来源: iFind, 中邮证券研究所

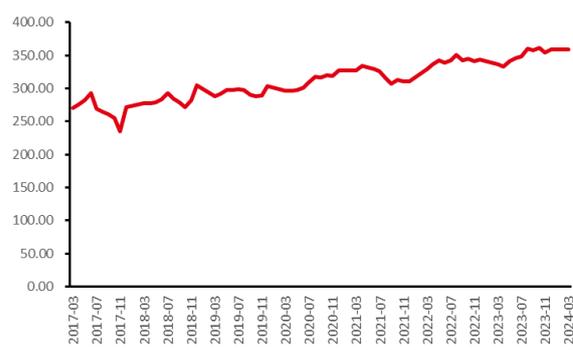
图表14: LME 电解铝季度均价情况 (美元/吨)


资料来源: iFind, 中邮证券研究所

据安泰科统计,2023 年全年,全国电解铝消费量为 4284 万吨,同比增长 4.3%,需求增速大于供给增速,国内电解铝消费的供需缺口不断扩大,电解铝进口量增长明显,根据海关总署发布的数据,2023 全年我国原铝净进口为 139.3 万吨,同比大增 195.1%,铝的下游消费需求保持较强韧性。

图表15: 全球电解铝月度产量 (千吨)


资料来源: iFind, 中邮证券研究所

图表16: 国内电解铝月度产量 (万吨)


资料来源: iFind, 中邮证券研究所

2023 年全年,国内铝价呈现前低后高的走势,据安泰科统计,2023 年 SHFE 铝三月期货平均价格为 18473 元/吨,同比下降 6.9%。上半年受季节及需求恢复的影响,铝价走弱回到 18000 元/吨下方。下半年,以铝型材为代表的下游铝需

求明显复苏，总体需求韧性较强，市场信心提振，叠加铝锭库存降至历史低位，铝价恢复上升态势。电解铝的成本端，根据安泰科测算，2023年中国电解铝加权平均完全成本(含税)为16478元/吨，同比下降6.8%。其中氧化铝全年呈现V形走势，第四季度在国内外供应扰动共振下，氧化铝现货价格突破3300元/吨，回到3000元/吨以上的价格水平；动力煤价格总体保持平稳，三季度以后国内港口煤炭价格重心上升而新疆地区煤价保持平稳；预焙阳极价格全年呈现单边下降态势，这也成为本年度电解铝行业平均成本下降的主因。

图表17：全球交易所铝库存(吨)

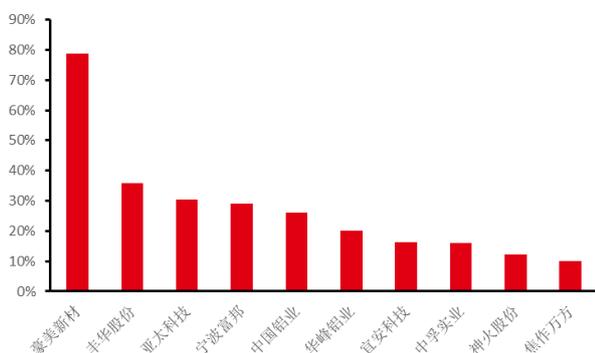


资料来源：iFind，中邮证券研究所

3 行业内公司情况

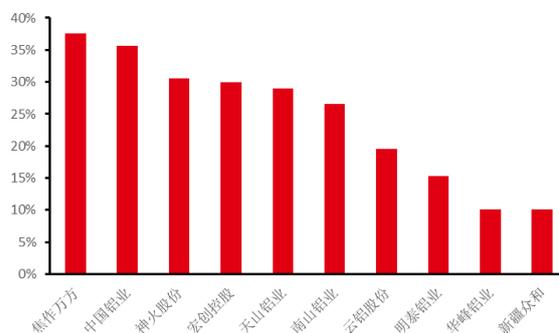
2023年全年申万铝板块涨幅前五的公司有豪美新材、丰华股份、亚太科技、宁波富邦、中国铝业。2024年一季度申万铝板块涨幅前五的公司有焦作万方、中国铝业、神火股份、宏创控股、天山铝业。

图表18：2023年申万铝板块涨幅前十公司



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表19：2024Q1申万铝板块涨幅前十公司



资料来源：iFind，中邮证券研究所

3.1 中国铝业

公司发布2023年年报，公司实现营业收入2250.71亿元，同比减少22.65%；归母净利润67.17亿元，同比增长60.23%；扣非归母净利润66.14亿元，同比增长111.27%。24Q1归母净利润22.30亿元，同比增长23.01%。

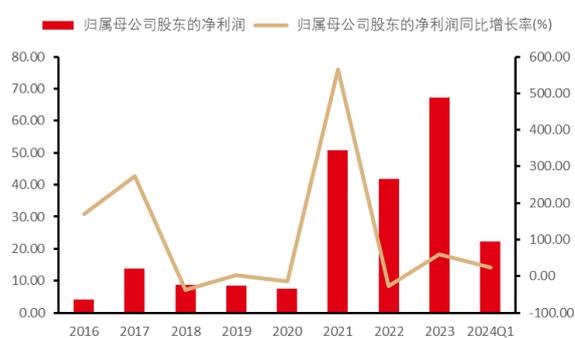
业绩符合预期，资产减值影响Q4业绩。2023Q4公司实现营业收入495.53亿元，环比下降32.53%，同比下降56.82%；实现归母净利润13.64亿元，环比下降29.51%，去年同期为亏损3.75亿；实现扣非归母净利润16.85亿元，环比下降17.65%。2023年公司资产减值损失7.55亿，主要是对产业结构调整中落后产能资产计提减值同比减少。

图表20：公司营收及同比增长（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表21：公司归母净利润及同比增长（亿元）



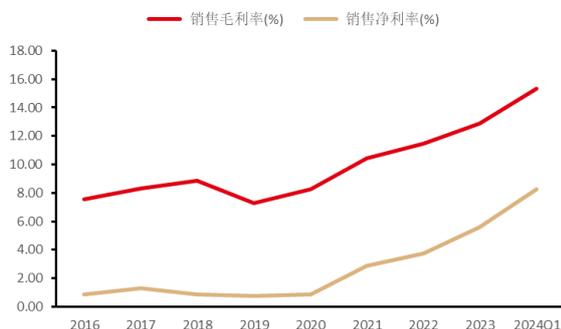
资料来源：iFind，中邮证券研究所

铝土矿、电解铝生产基本持平，煤炭产量大增。2023 年公司全年生产铝土矿 3042 万吨，冶金级氧化铝 1667 万吨，同比下降 5.50%，原铝（含合金）679 万吨，同比下降 1.31%。全年商品煤产量 1305 万吨，同比提高 21.51%，为历史最高。2024 年中国氧化铝市场预测仍将维持紧平衡的态势，电解铝、氧化铝价格有望保持高位。

资源保障得到提升，产业发展加快升级。2023 年新增国内铝土矿资源量 2100 万吨；此外宁夏能源新增获取煤炭资源量 2.71 亿吨。公司加快产业结构升级调整，积极推进广西华昇二期 200 万吨氧化铝项目、内蒙古华云 42 万吨轻合金材料项目、青海分公司 50 万吨电解铝项目及包头铝业达茂旗 1200MW 源网荷储项目等一批重点项目；宁东 250MW 光伏全面并网，所属企业新增分布式光伏 303MW；公司在高纯铝和“小金属”产业方面取得突破，金属镓产能规模跃居全球第一。

落实再生铝产业三年规划，项目逐步落地。贵州分公司年产 5 万吨再生铝示范线建成投产，包头铝业 6 万吨再生铝项目批复立项，上半年消纳废铝 19.2 万吨。加快固废处置利用，赤泥综合利用率达到 14.85%，创历史最好水平；电解铝“三废”处置与综合利用取得新进展，建成文山铝业、山西新材料、云铝润鑫铝电解“三废”处置示范线，年处置能力达到 10 万吨。

图表22：公司销售毛利率及净利率情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表23：公司净资产收益率和总资产净利率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

3.2 神火股份

神火股份发布 2023 年报, 2023 年实现营收 376.25 亿元, 同比下降 11.89%; 归母净利润 59.05 亿元, 同比下降 22.07%; 扣非后归母净利润 58.20 亿元, 同比下降 25.16%。

煤炭、电解铝价格下降, 利润受到拖累。2023Q4 实现营收 89.96 亿元, 环比下降 5.51%, 同比下降 14.90%; 归母净利润 18.03 亿元, 环比增加 32.2%, 同比增加 5.04%; 扣非归母净利润 17.77 亿元, 环比增加 35.73%, 同比下降 0.13%。主要原因是公司主营产品煤炭、电解铝、铝箔价格分别同比下降 284.42 元/吨、945.32 元/吨、4806.53 元/吨, 公司主营产品盈利能力减弱。

图表24: 公司营收及同比增长(亿元)



图表25: 公司归母净利润及同比增长(亿元)



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

资料来源: iFind, 中邮证券研究所

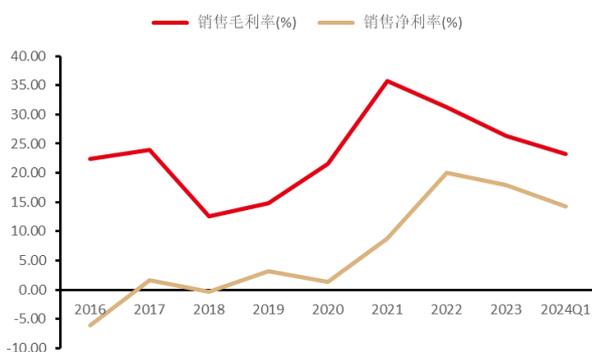
煤炭产销增长, 产品质量和区位优势明显。生产煤炭 716.96 万吨(其中永城矿区 292.85 万吨, 许昌、郑州矿区 424.11 万吨), 同比增长 7.41%; 销售 724.77 万吨(其中永城矿区 298.64 万吨, 许昌、郑州矿区 426.13 万吨), 同比增长 5.25%。公司 2023 年煤炭产量位列河南省第四位, 是我国无烟煤主要生产企业之一, 截至 2023 年底, 公司控制的煤炭保有储量 13.16 亿吨, 可采储量 5.93 亿吨。

预计 2024 年铝价处于高位, 电解铝盈利有保障。2023 年度公司生产铝产品 151.80 万吨, 同比下降 6.07%, 销售 152.73 万吨, 同比下降 7.16%, 主要系公司子公司云南神火减产 9.27 万吨等。新疆煤电与中国电力国际发展有限公司合作, 共同投资建设 80 万千瓦风电项目用以实现绿电替代。当前电解铝需求稳定增长

叠加供给释放缓慢，预计 2024 年国内电解铝供需市场大概率维持“紧平衡”，铝价将继续处于高位。

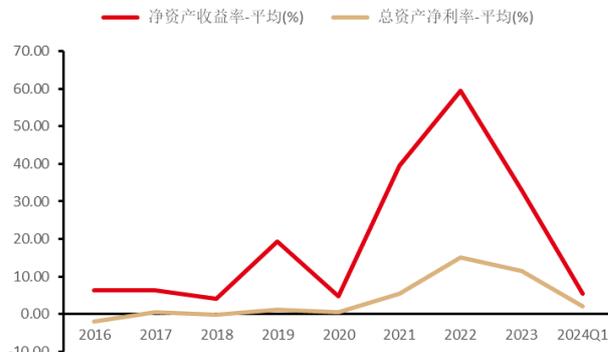
铝箔行业充分竞争，电池铝箔稳定“头部”电池企业。截至 2023 年底，神火股份铝箔产能 8 万吨/年（神火新材二期 6 万吨产能将于 2023 年 8 月全部投产，云南新材另有 11 万吨产能在建）、铝箔坯料 15 万吨/年。虽然铝箔行业新增产能较多且将在 2024-2025 年集中释放，面临着产能过剩。但神火产品竞争力强，目前 5-10 微米高端超薄电池铝箔、电容器箔已经实现量产，电池铝箔稳定供应国内“头部”电池企业。

图表26：公司销售毛利率及净利率情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表27：公司净资产收益率和总资产净利率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

3.3 云铝股份

公司发布 2023 年年报，公司实现营业收入 426.69 亿元，同比下降 11.96%；实现归母净利润 39.56 亿元，同比下降 13.41%；实现扣非归母净利润 39.30 亿元，同比下降 9.69%。

2023 年公司生产氧化铝 142.83 万吨，生产炭素制品 78.35 万吨，生产原铝 239.95 万吨；围绕市场需求，进一步优化调整产品结构，生产铝合金及铝加工产品 123.25 万吨。

图表28：公司营收及同比增长（亿元）


资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表29：公司归母净利润及同比增长（亿元）


资料来源：iFind，中邮证券研究所

公司拥有绿色铝产能 305 万吨，是国内最大的绿色低碳铝供应商，电解铝经济技术指标处于行业领先地位。2023 年公司生产用电结构中绿电比例约 80%。公司依托绿色能源生产的绿色铝与煤电铝相比，碳排放约为煤电铝的 20%左右。公司是国内企业中首批获得产品碳足迹认证的企业之一，铝锭、铝合金等主要产品通过碳足迹认证，主要产品碳足迹水平处于全球领先，获得南方区域首批绿色电力“双证”，是中国唯一一家完成铝土矿、氧化铝、电解铝、铝加工全产业链 ASI 审核的企业。依托绿色铝品牌优势，公司与多家国内、国际知名企业建立稳固的上下游供应链关系。从长远来看，在国家双碳战略的大背景下，公司绿色铝的品牌价值和经济价值将进一步提升。

根据目前勘查情况，云南省铝土矿主要集中于滇东南（文山州）等地区，公司着力加大云南省铝土矿开发力度，依托自有铝土矿资源优势，云铝文山已形成年产 140 万吨氧化铝生产规模，为公司绿色铝产业发展提供了较强的铝土矿—氧化铝资源保障。公司还具备铝用阳极炭素产能 80 万吨，石墨化阴极产能 2 万吨，与索通发展合资建设年产 90 万吨阳极炭素项目已顺利投产，铝用炭素自给率得到进一步提升。公司在铝土矿—氧化铝及铝用炭素方面的资源优势，能有效控制生产成本，降低大宗原辅料价格波动风险。

图表30: 公司销售毛利率及净利率情况



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

图表31: 公司净资产收益率和总资产净利率



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

3.4 天山铝业

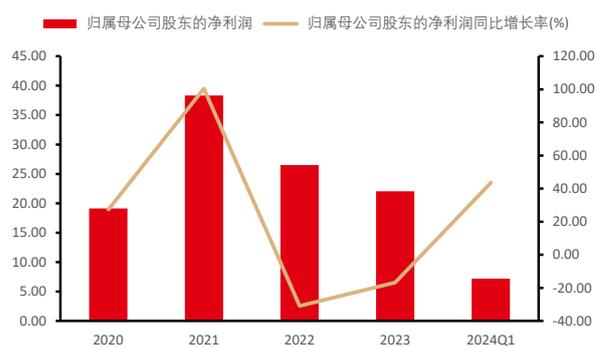
公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年实现营业收入 289.75 亿元，同比下降 12.2%；归母净利润 22.05 亿元，同比下降 16.8%。2024 年 Q1 实现营业收入 68.25 亿元，同比下降 1.71%；归母净利润 7.20 亿元，同比增长 43.6%。

图表32: 公司营收及同比增长 (亿元)



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

图表33: 公司归母净利润及同比增长 (亿元)



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

(1) 电解铝生产基地位于国家级石河子经济技术开发区, 天铝有限建成 120 万吨电解铝产能, 大部分产品对外销售, 少部分产品对内供应给高纯铝及铝箔坯料板块作为其生产原料。(2) 自备电厂位于国家级石河子经济技术开发区, 毗邻

电解铝产线，天瑞能源拥有 6 台 350MW 自备发电机组，年发电小时数约为 6200 小时，年发电量能满足自身电解铝生产 80%-90%的电力需求。

(3) 预焙阳极生产基地位于国家级石河子经济技术开发区，建成 30 万吨预焙阳极碳素产线；位于南疆阿拉尔经济技术开发区，建成 30 万吨预焙阳极碳素产线，合计建成年产能 60 万吨，可以满足现有电解铝产能全部阳极碳素的需求。公司除生产普通阳极碳素外，还具备高纯铝用碳素的生产能力。

(4) 高纯铝生产基地位于国家级石河子经济技术开发区，毗邻电解铝产线，已建成 6 万吨高纯铝产能，其中可产 4N6 以上产品产能为 4.5 万吨，产品主要对外销售给电子光箔及航空板制造厂商。

(5) 氧化铝生产基地位于广西百色国家生态型铝产业示范基地，建成 250 万吨氧化铝生产线，产品主要对外销售。同时已获取铝土矿资源，作为项目的资源保障。

(6) 下游铝箔深加工基地

i. 铝箔坯料生产线：位于石河子，规划产能 30 万吨，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。

ii. 铝箔深加工生产线：位于江阴，毗邻长江三角洲锂电产业聚集区，其中技改项目年产能 2 万吨已完成设备安装和调试，进入试生产阶段。新建产能 20 万吨，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，产品主要为动力电池铝箔、储能电池铝箔和食品铝箔等。

(7) 海外投资及项目

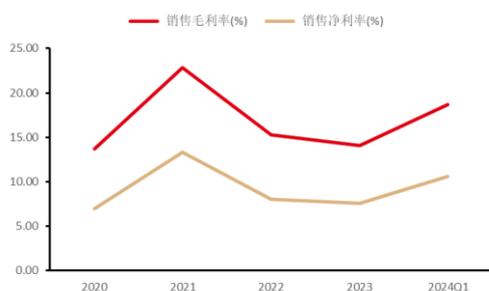
i. 印尼铝土矿：公司已签署 PT Inti Tambang Makmur 100% 股份的收购协议，取得三个铝土矿开采权。该等矿权位于印度尼西亚西加里曼丹省桑高区，矿区总占地面积合计约 3 万公顷，总勘探面积达 25.90 万公顷，公司已聘任专业勘探机构正在对三个矿区进行详细勘探，未来所产铝土矿将全部用于公司印尼氧化铝项目所需原料，确保其拥有稳定且低成本铝土矿供应，使该氧化铝项目更具成本优势。

ii. 印尼氧化铝：依托良好的铝土矿资源优势，公司境外子公司 PT TIANSHAN ALUMINA INDONESIA 计划投资 15.56 亿美元在印尼规划建设 200 万吨氧化铝

生产线，分两期建设，其中一期 100 万吨，该项目已被列入印尼国家战略项目清单，目前正在进行环评、征地等工作。

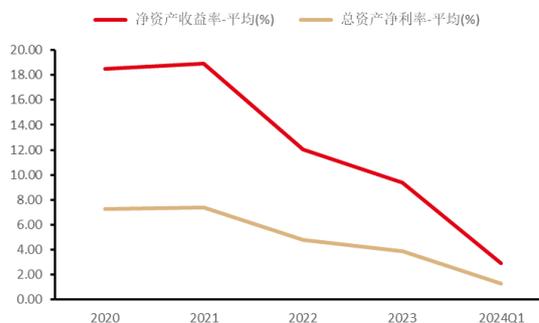
iii. 几内亚铝土矿：公司在几内亚完成了一家本土矿业公司的股权收购并获得其铝土矿产品的独家购买权，该项目具备生产及运输铝土矿产能约为 600 万吨/年，矿区面积约 200 平方公里，同时，该项目可利用现有物流通道运输并装载至远洋大货轮，运至中国。目前项目已进入生产开采阶段，即将向国内发运，可满足公司对铝土矿的原料需求，大大降低铝土矿原料成本。

图表34：公司销售毛利率及净利率情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表35：公司净资产收益率和总资产净利率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

3.5 南山铝业

公司发布 2023 年年报，2023 年实现营收 288.4 亿元，同比下降 17.5%；归母净利润 34.7 亿元，同比下降 1.2%；扣非后归母净利润 27.1 亿元，同比下降 29%。

电解铝指标出售收益，2023Q4 归母净利润增长。2023Q4 公司营收为 71.54 亿元，同比下降 15.08%，环比下降 0.49%，归母净利润 13.32 亿元，同比增长 99.76%，环比增长 60.7%，扣非归母净利润 6.39 亿元，同比下降 37.61%，环比下降 19.8%。2023 年公司向贵州华仁转让 10 万吨电解铝产能指标，向贵州兴仁登高转让 13.6 万吨产能指标，向贵州省六盘水二元铝业转让 10 万吨产能指标，合计对外转让 33.6 万吨产能指标，目前公司拥有 48 万吨电解铝产能。

图表36：公司营收及同比增长（亿元）


资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表37：公司归母净利润及同比增长（亿元）

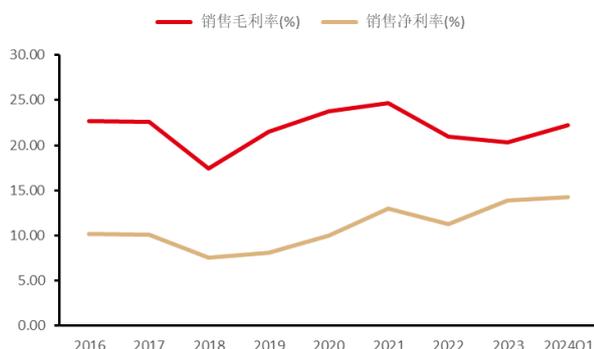

资料来源：iFind，中邮证券研究所

海外氧化铝放量，需求疲软铝加工业务受到影响。2023年南山铝业海外氧化铝项目全面达产，氧化铝粉实现营收57.32亿元，同比增长57.36%，收入占比较去年同期大幅增加至20.11%；因海外需求疲软及铝锭市场价格同比下滑、铝深加工产品量价齐降，铝深加工产品收入占比较去年同期下降至79.62%，铝型材产品实现营收42.20亿元，同比下降11.75%。

每年回购3亿，同时2023年计划分红净利润40%。公司推出一系列股东回报方案，计划2024-2026年，每年以不低于3亿元人民币自有资金回购股份并注销，同时计划2023年度分红（不含回购）比例不低于当年实现归属于母公司股东可供分配净利润的40%（含本数）。

发力高附加值产品，盈利能力有望持续提升。公司重点发展以汽车板、航空板、动力电池箔等为代表的高附加值产品。高端产品的销量约占公司铝产品总销量的14%，较去年同期增长超1个百分点；高端产品毛利约占公司铝产品总毛利的30%，较去年同期增长近9个百分点。铝制汽车板是未来铝应用的主要发展方向，尤其是新能源汽车的快速推广、应用，将带动汽车铝板需求的飞速增加，汽车板市场前景广阔。

图表38：公司销售毛利率及净利率情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表39：公司净资产收益率和总资产净利率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

3.6 中孚实业

中孚实业发布 2023 年年度报告，公司 2023 年实现营业收入 187.93 亿元，同比增加 7.29%；归属上市公司所有者净利润 11.59 亿元，同比增加 10.40%。2024Q1 实现营业总收入 51.82 亿元，同比增长 28.19%，净利润 4372.51 万元，同比下降 78.07%。

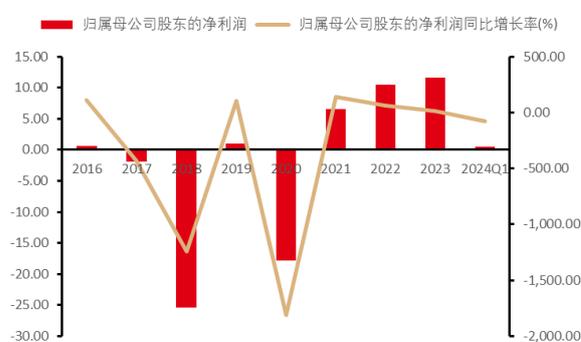
合金液项目正在进行主设备安装；年产 15 万吨回转窑改罐式炉项目已于 2024 年 3 月开始试生产；园区废水处理项目已转入生产运营，各项指标均优于排放标准。2023 年，公司铝精深加工产品实现销量 48.59 万吨，其中 7-12 月实现销量 26.96 万吨，较 1-6 月环比增长 24.70%。

图表40：公司营收及同比增长（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表41：公司归母净利润及同比增长（亿元）

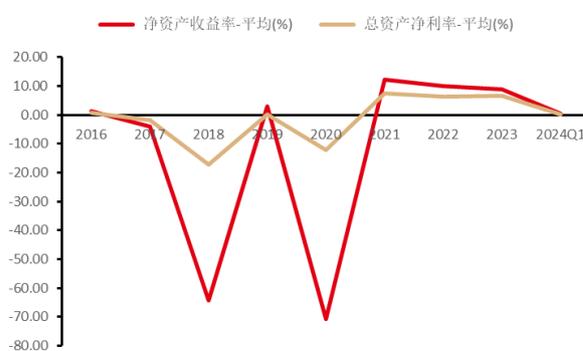


资料来源：iFind，中邮证券研究所

公司按计划推进实施项目建设，其中年产 12 万吨高精铝板带材项目、年产 12 万吨绿色新型包装材料项目、年产 15 万吨高精铝合金板锭材项目、年产 3 万吨铝及铝合金带材涂层生产线项目（为年产 6 万吨铝及铝合金带材涂层生产线首期项目）已投产转固；年产 15 万吨 UBC 合金液项目正在进行主设备安装；年产 15 万吨回转窑改罐式炉项目已于 2024 年 3 月开始试生产；园区废水处理项目已转入生产运营，各项指标均优于排放标准。

图表42：公司销售毛利率及净利率情况


资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表43：公司净资产收益率和总资产净利率


资料来源：iFind，中邮证券研究所

4 风险提示

铝价大幅下跌，下游需求不及预期，项目进展不及预期，政策超预期风险。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048