

电解铝+氧化铝盈利提升，一体化布局优势显现

2024 年 08 月 18 日

➤ **公司发布 2024 年半年业绩。**2024H1 公司实现营收 735.9 亿元,同比+12%;实现净利润 100.1 亿元,同比+236.7%,高于 6 月份公司发布的净利润预告(95.1 亿元)。2024H1 归母净利润 91.5 亿元,同比+272.7%。

➤ **电解铝、氧化铝价格走强，公司盈利显著提升。**

1) 量：2024H1 公司电解铝产量 322.1 万吨，同比 5.3%。公司云南电解铝产能(148.8 万吨)枯水期限产比例仅 7%，2024 年 3 月份云南产能逐步复产，截止 6 月底云南产能基本复产完毕，测算 Q2 公司云南电解铝产量 36.4 万吨。山东电解铝产能(497.1 万吨)预计满产运行，测算 Q2 公司山东电解铝产量 124.3 万吨。氧化铝方面，公司 2024H1 氧化铝销量 550.7 万吨，同比+2.4%。

2) 价&利：24Q2 市场铝价环比+1490 元/吨，氧化铝环比+258 元/吨，预焙阳极环比+37 元/吨，动力煤价格环比-53 元/吨，云南地区由于 Q2 逐步进入丰水期，测算 Q2 云南电费环比小幅下滑。公司山东电解铝电力主要来自于自备电，成本受动力煤市场价影响较大。我们测算山东地区电解铝 Q2 税前利润为 2782 元/吨(不包含上游氧化铝利润)。此外，随着氧化铝价格走高，国内外氧化铝板块盈利能力增强，根据 SMM 数据，Q2 氧化铝平均单吨利润达到 875 元/吨。

3) 中期分红：24H1 中期股息每股 0.59 港元/股 (23H1: 0.34 港元/股)，总共分红约 55.9 亿港元，分红比例约为 56%。

➤ **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；氧化铝产能 1950 万吨，其中中国内产能 1750 万吨，印尼产能 200 万吨；公司联营的几内亚铝土矿项目产能 5000 万吨，公司持股 22.5%，折算权益产能 1125 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。动力煤价格下行，2024 年 6 月底，5500 大卡动力煤价跌至 850 元/吨附近。2023 年以来，预焙阳极价格走弱。原料端让利明显，公司业绩弹性较大。**3) 部分电解铝产能转移云南，绿电助力长远发展。**2019 年，公司开始将电解铝产能向云南转移，云南宏泰新材料正逐步投产。云南电源以水电为主，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，未来魏桥铝电有望享有相应的铁矿石投资回报。

➤ **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。我们预计公司 2024-2026 年将实现归母净利润 177.96 亿元、200.65 亿元和 219.85 亿元，对应现价的 PE 分别为 5、4 和 4 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	144,393	144,778	146,975
增长率(%)	1.5	8.1	0.3	1.5
净利润	11,461	17,796	20,065	21,985
增长率(%)	31.7	55.3	12.8	9.6
EPS	1.21	1.88	2.12	2.32
P/E	5	5	4	4
P/B	0.5	0.7	0.6	0.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 16 日收盘价, 汇率 1 HKD = 0.91RMB)

推荐

维持评级

当前价格:

10.32 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.中国宏桥(01378.HK)事件点评:电解铝+氧化铝盈利超预期,一体化布局优势显现-2024/05/05

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	96,388	106,430	121,137
现金及现金等价物	31,721	34,171	44,893	59,698
应收账款及票据	10,466	11,107	11,137	11,306
存货	33,958	36,959	36,178	36,051
其他	11,249	14,151	14,222	14,082
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	216,417	233,471	255,146
流动负债合计	74,029	74,212	70,224	68,349
短期借贷	49,118	46,118	43,118	41,118
应付账款及票据	11,648	13,654	12,690	12,583
其他	13,263	14,439	14,416	14,648
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	90,558	85,428	82,739
普通股股本	619	619	619	619
储备	91,199	108,376	127,823	149,189
归属母公司股东权益	92,245	109,421	128,868	150,234
少数股东权益	14,012	16,438	19,175	22,173
股东权益合计	106,256	125,860	148,043	172,407
负债和股东权益合计	200,320	216,417	233,471	255,146

现金流量表(百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	22,402	26,561	32,149	34,870
净利润	11,461	17,796	20,065	21,985
少数股东权益	1,037	2,427	2,736	2,998
折旧摊销	7,141	7,399	7,380	7,363
营运资金变动及其他	2,763	-1,061	1,967	2,524
投资活动现金流	-17,889	-15,786	-13,335	-13,456
资本支出	-7,271	-7,200	-7,200	-7,200
其他投资	-10,618	-8,586	-6,135	-6,256
筹资活动现金流	-200	-8,325	-8,092	-6,609
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	-3,825	-3,592	-3,609
其他	929	0	0	0
现金净增加额	4,337	2,450	10,722	14,805

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	144,393	144,778	146,975
其他收入	2,542	2,136	2,098	1,759
营业成本	112,669	110,878	108,534	108,153
销售费用	755	751	753	764
管理费用	4,953	5,487	5,502	5,585
研发费用	1,006	1,083	1,086	1,029
财务费用	2,961	2,854	2,717	2,542
权益性投资损益	1,193	973	713	727
其他损益	-175	-187	-134	-158
除税前利润	15,890	26,263	28,863	31,229
所得税	3,393	6,040	6,061	6,246
净利润	12,498	20,222	22,802	24,983
少数股东损益	1,037	2,427	2,736	2,998
归属母公司净利润	11,461	17,796	20,065	21,985
EBIT	18,852	29,117	31,580	33,771
EBITDA	25,993	36,516	38,960	41,134
EPS (元)	1.21	1.88	2.12	2.32

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	1.46	8.06	0.27	1.52
归属母公司净利润	31.70	55.28	12.75	9.57
盈利能力(%)				
毛利率	15.68	23.21	25.03	26.41
净利率	8.58	12.32	13.86	14.96
ROE	12.42	16.26	15.57	14.63
ROIC	8.76	12.17	12.08	11.85
偿债能力				
资产负债率(%)	46.96	41.84	36.59	32.43
净负债比率(%)	29.35	19.26	6.09	-5.10
流动比率	1.18	1.30	1.52	1.77
速动比率	0.70	0.78	0.97	1.22
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.69	0.64	0.60
应收账款周转率	12.94	13.39	13.02	13.10
应付账款周转率	8.48	8.76	8.24	8.56
每股指标 (元)				
每股收益	1.21	1.88	2.12	2.32
每股经营现金	2.36	2.80	3.39	3.68
每股净资产	9.74	11.55	13.60	15.85
估值比率				
P/E	5	5	4	4
P/B	0.5	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.62	3.29	3.08	2.92

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