

**评级：买入（维持）**

市场价格：10.74 港元

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

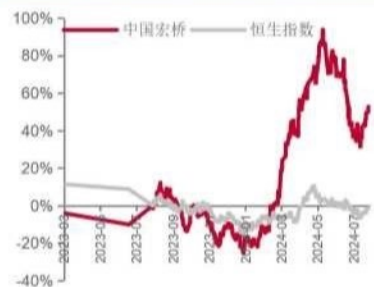
执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	9,476
流通股本(百万股)	9,476
市价(港元)	10.74
市值(百万港元)	101,767
流通市值(百万港元)	101,767

**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)	134,814	136,165	182,545	199,568	217,674
增长率 yoy%	15%	1%	34%	9%	9%
净利润(百万元)	8,702	11,461	20,963	24,793	29,876
增长率 yoy%	-46%	32%	83%	18%	21%
每股收益(元)	0.92	1.21	2.21	2.62	3.15
每股现金流量	0.80	2.36	1.13	2.92	3.27
净资产收益率	10%	13%	20%	20%	20%
P/E	10.7	8.1	4.4	3.8	3.1
P/B	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6

备注：股价取自于2024年8月21日

**投资要点**

- **事件**：报告期内公司实现营业收入 736 亿元，同比增长 12%；毛利 178 亿元，同比增加约 202%；归母净利润约为人民币 92 亿元，同比增加约 273%。同时，公司宣布派发 2024 年中期股息 0.59 港元/股。
- **电解铝、氧化铝及加工品均有量增**。报告期内，公司铝合金产量 322.1 万吨，同比+5.3%，销量 283.7 万吨，同比增长 0.5%；氧化铝销量约 550.7 万吨，同比增长 2.4%；铝合金加工品产量 49.3 万吨，同比+30.6%，销量 37.9 万吨，同比增长 35.9%。
- **主营产品盈利同步扩张，氧化铝更为显著**。报告期内，公司铝合金不含税售价上升约 6.7%至约 1.74 万元/吨；铝合金加工品售价下降约 1.2%至约 2 万元/吨。成本方面，煤炭及预焙阳极价格均有下降，其中煤炭同比下降 8%，预焙阳极同比下降 26%。因此上述产品毛利率较去年同期均实现增长，其中铝合金产品毛利率 24.6%，较去年同期上升 15.9pct，加工品毛利率为 21.0%，较去年同期上升 7.4pct。相较上述产品，由于氧化铝价格显著增长，其盈利能力提升更为显著。报告期内，氧化铝毛利率约为 25.4%，较去年同期上升 16.5pct。
- **公允价值变动损失及减值制约业绩释放**。报告期内，公司公允价值变动计提损失 16 亿（去年同期收益 0.14 亿），其中近 14 亿来自于可换股债券的衍生工具部分，该部分主要来自于转股价与正股价的差值。由于报告期内公司股价显著上涨，因此产生了计入当期损益的金融负债。此外，报告期内由于电厂发生减值 5.3 亿元，公司将其确认为物业、厂房和设备减值亏损（去年同期为 0），计入其他开支。
- **分红比例提升**。董事会决议派发 2024 中期股息 0.59 港元/股（2023 同期：0.34 港元/股）。分红比例由 2023 年 48%提升至 56%。以 8 月 20 日收盘价计算，股息率 5.6%。公司高分红特质进一步体现。
- **市场低估了铝产业链两端，产业链景气度或呈螺旋式上涨。**
  - 1) 电解铝**：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%。电解铝自身结构正在发生深刻变化，“类资源”属性将逐步显现。

**2) 氧化铝:** 供需过剩格局虽延续, 但氧化铝产量或将受制于原料端瓶颈。我国铝土矿供应较为脆弱, 进口依存度 70% 以上且集中度高, 其中 70% 来源于几内亚。一旦几内亚出现影响供应的突发事件 (比如 23 年末油罐爆炸), 对于原料供应的扰动就会十分明显, 从而影响氧化铝生产及价格波动。更重要的是, 氧化铝价格通常跟涨电解铝。历史上氧化铝与电解铝比价关系相对稳定, 位于 12%~24% 区间, 且大多数时间位于 15%~20% 区间。在电解铝上涨周期中, 氧化铝价格通常跟涨。此外, 氧化铝行业虽常年处于过剩状态, 但由于其关停相对灵活, 行业盈利水平阶段性走低时, 可通过随时关停产能控制供给, 因此行业底部时通常亏损幅度较小且持续时间较短。市场或低估了电解铝价格上涨周期中氧化铝的受益程度。

- **盈利预测及投资建议:** 我们维持对 2024/2025/2026 年铝价假设为 2.1/2.3/2.5 万元/吨, 氧化铝价格假设为 3500/3500/3750 元/吨, 预计公司 2024/2025/2026 年净利润分别为 210/248/299 亿元, 对应 PE 分别为 4.4/3.8/3.1 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、研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险。

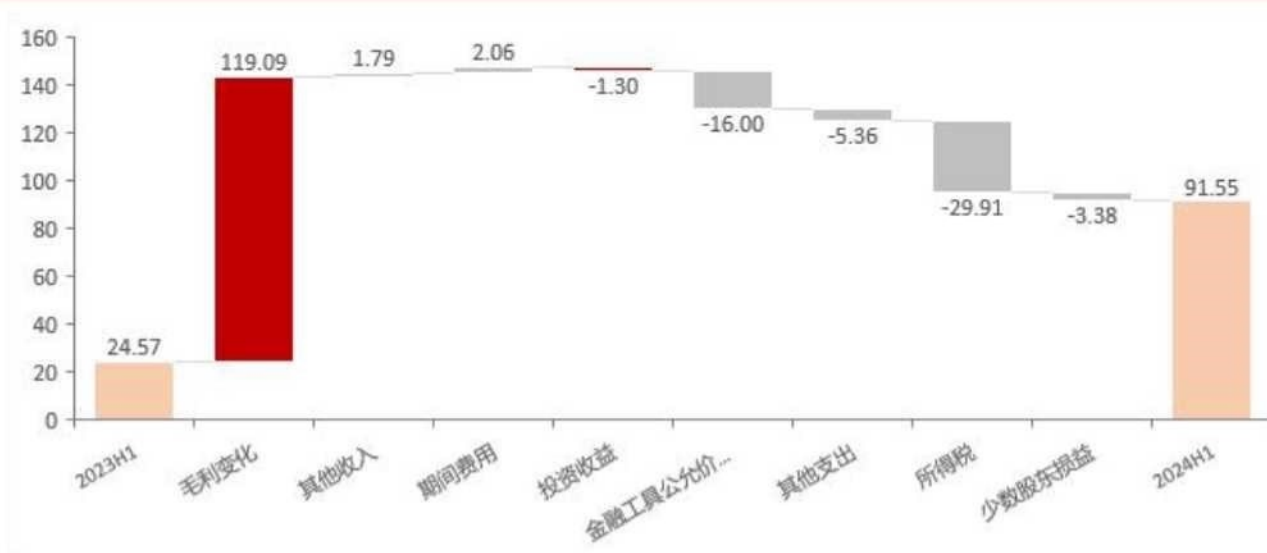
图表 1: 公司主要财务指标变化 (亿元)

	2022	2023H1	2023H2	2023	2024H1	环比	同比	指标变动原因
营业收入	1,316.99	657.34	678.90	1,336.24	735.92	8.40%	11.95%	主要是由于铝合金产品平均销售价格上升约 6.7%, 氧化铝产品平均销售价格上升约 16.9% 以及铝合金加工产品销量增加所致
营业成本	1,134.60	598.42	528.28	1,126.69	557.90	5.61%	-6.77%	
毛利	182.39	58.92	150.62	209.55	178.02	18.19%	202.12%	主要是由于铝合金产品销售价格较上年同期上升, 原材料价格下降, 铝合金产品或
毛利率	13.85%	8.96%	22.19%	15.66%	24.19%	2.00%	15.23%	本报去年同期下降; 氧化铝产品销售价格较上年同期上升; 铝合金加工产品销售或
其他收入	39.29	16.59	20.54	37.13	18.38	-10.52%	10.79%	本报去年同期下降所致
销售费用	5.977	3.041	4.51	7.553	3.665	-18.76%	20.50%	主要是由于氧化铝产品及铝合金加工产品销量有所增加, 运输费用相应增加
销售费用率	0.45%	0.46%	0.66%	0.57%	0.50%	-0.17%	0.04%	
管理费用	59.34	28.08	21.45	49.53	24.54	14.40%	-12.61%	主要是由于报告期内本集团计入行政开支的研发费用减少所致
管理费用率	4.51%	4.27%	3.16%	3.71%	3.33%	0.17%	-0.94%	
财务费用	30.20	14.75	17.93	32.68	15.61	-12.94%	5.83%	主要是由于报告期内本集团有息债务总额增加, 导致利息费用增加所致
财务费用率	2.29%	2.24%	2.64%	2.45%	2.12%	-0.52%	-0.12%	
期间费用	95.51	45.87	43.89	89.76	43.81	-0.18%	-4.49%	
期间费用率	7.25%	6.98%	6.46%	6.72%	5.95%	-0.51%	-1.02%	
投资收益	5.03	9.54	2.39	11.93	8.24	245.00%	-13.67%	
其他支出	5.14	0.75	9.19	9.94	22.11	140.56%	2850.54%	
利润总额	126.07	38.44	120.47	158.90	138.71	15.14%	260.88%	主要是由于本集团除税前利润较去年同期大幅增加, 导致所得税相应大幅增加
所得税费用	27.98	8.72	25.21	33.93	38.63	53.24%	343.18%	
少数股东损益	11.07	5.15	5.22	10.37	8.53	63.51%	65.50%	
归母净利润	87.02	24.57	90.04	114.61	91.55	1.68%	272.66%	
扣非净利润	88.22	23.79	90.28	114.07	91.55	1.41%	284.81%	

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：公司产业链布局



来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 4：盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币					单位:百万人民币				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	31,721	49,372	81,247	118,502	营业总收入	136,165	182,545	199,568	217,674
应收款项合计	19,889	44,971	49,208	53,717	主营业务收入	133,624	180,045	197,068	215,174
存货	33,958	38,819	41,119	44,212	其他营业收入	2,542	2,500	2,500	2,500
其他流动资产	1,827	3,200	3,082	3,384	营业总成本	118,459	151,465	163,165	175,454
流动资产合计	87,395	136,362	174,656	219,815	营业成本	112,669	143,774	152,293	163,750
固定资产净额	70,200	67,680	62,943	57,537	营业开支	5,790	7,691	10,872	11,704
权益性投资	11,034	12,138	13,352	14,687	营业利润	17,706	31,081	36,403	42,220
其他长期投资	17,659	10,350	11,712	13,240	净利息支出	2,398	2,668	3,618	3,464
商誉及无形资产	9,997	10,750	11,605	12,424	权益性投资损益	1,193	1,723	2,662	3,572
土地使用权	0	300	588	865	其他非经营性损益	-665	-188	-301	-205
其他非流动资产	4,035	4,237	4,448	4,671	非经常项目前利润	15,837	29,948	35,146	42,123
非流动资产合计	112,925	105,455	104,648	103,424	非经常项目损益	54	-133	-50	-62
资产总计	200,320	241,817	279,304	323,239	除税前利润	15,890	29,814	35,096	42,061
应付账款及票据	11,648	18,691	19,798	21,287	所得税	3,393	7,454	8,774	10,515
短期借贷及长期借贷当期到期部分	49,118	54,118	59,118	64,118	少数股东损益	1,037	1,397	1,529	1,670
其他流动负债	13,263	21,579	23,112	24,982	持续经营净利润	11,460	20,963	24,792	29,876
流动负债合计	74,029	94,388	102,028	110,387	非持续经营净利润	0	0	0	0
长期借贷	13,792	12,792	11,792	10,792	净利润	11,461	20,963	24,793	29,876
其他非流动负债	6,243	2,000	2,000	2,000	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
非流动负债合计	20,035	14,792	13,792	12,792	归属普通股股东净利润	11,461	20,963	24,793	29,876
负债总计	94,064	109,180	115,820	123,179	EPS (按最新股本摊薄)	1.21	2.21	2.62	3.15
归属母公司所有者权益	92,245	113,228	138,046	167,951	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	14,012	19,409	25,439	32,109	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
股东权益总计	106,256	132,637	163,484	200,060	成长能力				
负债及股东权益总计	200,320	241,817	279,304	323,239	营业收入增长率	1.5%	34.7%	9.5%	9.2%
					归属普通股股东净利润增长	31.7%	82.9%	18.3%	20.5%
					获利能力				
					毛利率	15.7%	20.1%	22.7%	23.9%
					净利率	8.6%	11.6%	12.6%	13.9%
					ROE	13.0%	20.4%	19.7%	19.5%
					ROA	5.9%	9.5%	9.5%	9.9%
					偿债能力				
					资产负债率	47.0%	45.1%	41.5%	38.1%
					流动比率	1.2	1.4	1.7	2.0
					速动比率	0.7	1.0	1.3	1.6
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.21	2.21	2.62	3.15
					每股经营现金流	2.36	1.13	2.91	3.27
					每股净资产	9.74	11.95	14.57	17.72
					估值比率				
					P/E	8.1	4.4	3.8	3.1
					P/B	1.0	0.8	0.7	0.6

来源: wind、中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
<b>股票评级</b>	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
<b>行业评级</b>	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。