

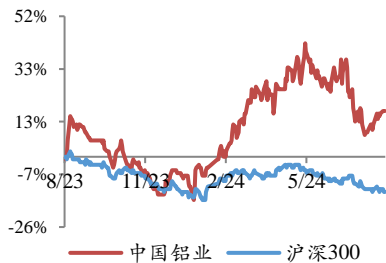
铝链一体化优势凸显，上调盈利预期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-29

| | |
|---------------|-----------|
| 收盘价（元） | 6.84 |
| 近12个月最高/最低（元） | 8.77/4.90 |
| 总股本（百万股） | 17,158 |
| 流通股本（百万股） | 17,067 |
| 流通股比例（%） | 99.47 |
| 总市值（亿元） | 1,174 |
| 流通市值（亿元） | 1,168 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

相关报告

1. 铝产业链一体布局，深耕主业迈向全球 2024-03-30

主要观点：

● 中国铝业发布 2024 年半年报

公司 24H1 实现营收 1107.18 亿元，同比-17.4%；实现归母净利润 70.16 亿元，同比+105.36%；其中单 Q2 实现归母净利润 47.86 亿元，同比+198.45%，环比+114.6%。

● 氧化铝收入同增 46%，一体化优势凸显

公司收入减少主要是贸易量下降，但公司贡献主要盈利的电解铝和氧化铝板块均实现增长。24H1 公司原铝收入 681.83 亿元，同比+20.53%，产/销量分别为 363/359 万吨，同比分别+18.63%/+17.32%，云南复产及内蒙古华云三期 42 万吨投产带动量增，后续青海分公司 50 万吨电解铝项目有序推进，公司电解铝板块仍具增量空间。氧化铝板块公司 24H1 收入 314.35 亿元，同比+46.21%，氧化铝产量 1027 万吨，同比+1.58%。价格方面，24H1 国内氧化铝均价 3507.52 元/吨，同比+21.27%，受到海外供给扰动、国内部分铝土矿停产、部分氧化铝厂减产的影响，今年氧化铝价格维持高位，2024 年 8 月 29 日国内氧化铝均价达到 3939 元/吨。公司氧化铝产能全球第一，且在国内和几内亚均有铝土矿供给，在上游扰动的情况下具备稳定的原料来源，一体化优势延续。

● 氧化铝&电解铝价格上行叠加成本管控，板块利润率明显提升

24H1 公司实现销售毛利率/净利率分别为 17.26%/10.2%，同比分别+7.73/+6.03pcts。分板块来看，氧化铝板块 24H1 实现利润 42.1 亿元（同比+223.07%），利润率 13.6%（同比+7.4pcts）；原铝板块 24H1 利润 75.95 亿元（同比+92.67%），利润率 11.1%（同比+4.2pcts）。24H1 国内电解铝价格上涨约 7%，公司加强成本管控，降低自发电成本并争取最低电价，实现降本增利。

● 资产质量优化，中期分红回馈股东

截至 24H1 期末公司资产负债率为 49.97%，同比-3.33pcts，系近十年来首次降至 50% 以下，公司利用经营产生的货币资金进一步偿还带息债务，资产质量不断提升。公司拟按每 10 股人民币 0.82 元（含税）向全体股东派发现金红利，系首次实施中期利润分配方案，分红比例约 20%。

● 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 140.32/161.86/169.57 亿元（前值为 80.43/96.69/111.78 亿元，基于氧化铝价格提升上调），对应 PE 分别为 8/7/7 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

电解铝和氧化铝价格大幅下降；能源成本大幅波动；产能释放不及预期；下游需求不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 225071 | 252033 | 262286 | 271183 |
| 收入同比 (%) | -22.7% | 12.0% | 4.1% | 3.4% |
| 归属母公司净利润 | 6717 | 14032 | 16186 | 16957 |
| 净利润同比 (%) | 60.2% | 108.9% | 15.3% | 4.8% |
| 毛利率 (%) | 12.9% | 17.0% | 18.0% | 17.7% |
| ROE (%) | 11.1% | 19.1% | 18.1% | 15.9% |
| 每股收益 (元) | 0.39 | 0.82 | 0.94 | 0.99 |
| P/E | 14.42 | 8.36 | 7.25 | 6.92 |
| P/B | 1.60 | 1.60 | 1.31 | 1.10 |
| EV/EBITDA | 5.05 | 3.30 | 2.14 | 1.26 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 58441 | 81341 | 123375 | 165983 | 营业收入 | 225071 | 252033 | 262286 | 271183 |
| 现金 | 21104 | 44788 | 85120 | 126320 | 营业成本 | 196040 | 209155 | 215170 | 223105 |
| 应收账款 | 4024 | 3865 | 4191 | 4361 | 营业税金及附加 | 2589 | 2640 | 2809 | 2919 |
| 其他应收款 | 1860 | 1867 | 1951 | 2052 | 销售费用 | 432 | 417 | 448 | 468 |
| 预付账款 | 443 | 959 | 959 | 922 | 管理费用 | 4351 | 4789 | 4797 | 5071 |
| 存货 | 22847 | 21753 | 22988 | 23986 | 财务费用 | 2972 | 1084 | 386 | -586 |
| 其他流动资产 | 8163 | 8109 | 8165 | 8342 | 资产减值损失 | -755 | -1300 | -1200 | -1200 |
| 非流动资产 | 153315 | 142591 | 131337 | 120478 | 公允价值变动收益 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 10040 | 9712 | 9639 | 9543 | 投资净收益 | 276 | 221 | 323 | 301 |
| 固定资产 | 100290 | 89685 | 79007 | 68280 | 营业利润 | 15296 | 29150 | 34037 | 35416 |
| 无形资产 | 17476 | 19094 | 20415 | 21745 | 营业外收入 | 221 | 260 | 100 | 113 |
| 其他非流动资产 | 25509 | 24101 | 22277 | 20910 | 营业外支出 | 426 | 400 | 587 | 426 |
| 资产总计 | 211756 | 223933 | 254712 | 286461 | 利润总额 | 15091 | 29009 | 33550 | 35103 |
| 流动负债 | 58706 | 56881 | 58353 | 60867 | 所得税 | 2507 | 4816 | 5644 | 5867 |
| 短期借款 | 7970 | 8770 | 8770 | 9870 | 净利润 | 12584 | 24194 | 27906 | 29236 |
| 应付账款 | 13636 | 13302 | 13980 | 14564 | 少数股东损益 | 5867 | 10161 | 11721 | 12279 |
| 其他流动负债 | 37101 | 34810 | 35603 | 36433 | 归属母公司净利润 | 6717 | 14032 | 16186 | 16957 |
| 非流动负债 | 54161 | 45121 | 46521 | 46521 | EBITDA | 29957 | 41764 | 46201 | 46635 |
| 长期借款 | 33438 | 24638 | 26038 | 26038 | EPS (元) | 0.39 | 0.82 | 0.94 | 0.99 |
| 其他非流动负债 | 20723 | 20483 | 20483 | 20483 | | | | | |
| 负债合计 | 112867 | 102002 | 104874 | 107387 | | | | | |
| 少数股东权益 | 38431 | 48593 | 60314 | 72593 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 17162 | 17158 | 17158 | 17158 | 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 资本公积 | 23127 | 23158 | 23158 | 23158 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | 20169 | 33022 | 49208 | 66165 | 营业收入 | -22.7% | 12.0% | 4.1% | 3.4% |
| 归属母公司股东权 | 60458 | 73339 | 89524 | 106481 | 营业利润 | 11.8% | 90.6% | 16.8% | 4.0% |
| 负债和股东权益 | 211756 | 223933 | 254712 | 286461 | 归属于母公司净利 | 60.2% | 108.9% | 15.3% | 4.8% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 (%) | 12.9% | 17.0% | 18.0% | 17.7% |
| | | | | | 净利率 (%) | 3.0% | 5.6% | 6.2% | 6.3% |
| | | | | | ROE (%) | 11.1% | 19.1% | 18.1% | 15.9% |
| | | | | | ROIC (%) | 9.0% | 13.4% | 13.0% | 11.6% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 (%) | 53.3% | 45.6% | 41.2% | 37.5% |
| | | | | | 净负债比率 (%) | 114.1% | 83.7% | 70.0% | 60.0% |
| | | | | | 流动比率 | 1.00 | 1.43 | 2.11 | 2.73 |
| | | | | | 速动比率 | 0.59 | 1.02 | 1.69 | 2.31 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 1.06 | 1.16 | 1.10 | 1.00 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 55.36 | 63.89 | 65.12 | 63.42 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 13.48 | 15.53 | 15.77 | 15.63 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.39 | 0.82 | 0.94 | 0.99 |
| | | | | | 每股经营现金流薄) | 1.58 | 2.23 | 2.49 | 2.57 |
| | | | | | 每股净资产 | 3.52 | 4.27 | 5.22 | 6.21 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 14.42 | 8.36 | 7.25 | 6.92 |
| | | | | | P/B | 1.60 | 1.60 | 1.31 | 1.10 |
| | | | | | EV/EBITDA | 5.05 | 3.30 | 2.14 | 1.26 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|--------|--------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 27041 | 38275 | 42706 | 44018 |
| 净利润 | 12584 | 24194 | 27906 | 29236 |
| 折旧摊销 | 11056 | 11670 | 12265 | 12117 |
| 财务费用 | 3284 | 1612 | 1506 | 1542 |
| 投资损失 | -276 | -221 | -323 | -301 |
| 营运资金变动 | -230 | 89 | -229 | 4 |
| 其他经营现金流 | 13437 | 25036 | 29716 | 30651 |
| 投资活动现金流 | -11181 | -1824 | -2268 | -2376 |
| 资本支出 | -6519 | -2260 | -2421 | -2526 |
| 长期投资 | -5258 | 81 | -170 | -151 |
| 其他投资现金流 | 595 | 355 | 323 | 301 |
| 筹资活动现金流 | -14143 | -12781 | -106 | -442 |
| 短期借款 | 1508 | 800 | 0 | 1100 |
| 长期借款 | -626 | -8800 | 1400 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | -3 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 207 | 31 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -15233 | -4809 | -1506 | -1542 |
| 现金净增加额 | 1623 | 23684 | 40332 | 41200 |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。