

产量环比增长，毛利率环比回落

华泰研究

季报点评

2024 年 10 月 30 日 | 中国内地/中国香港

基本金属及加工

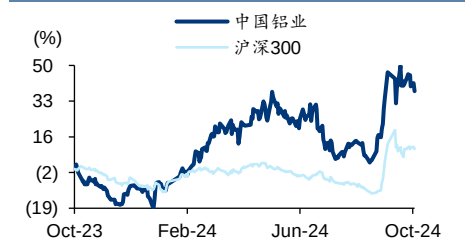
	2600 HK	601600 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 6.31	人民币: 9.24

研究员	李斌
SAC No. S0570517050001	libin@htsc.com
SFC No. BPN269	+(86) 10 6321 1166
研究员	马晓晨
SAC No. S0570522030001	maxiaochen@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166
联系人	王鑫延
SAC No. S0570122070092	wangxinyan020418@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166
联系人	黄自迪
SAC No. S0570123040074	huangzidi@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166

基本数据

(港币/人民币)	2600 HK	601600 CH
目标价	6.31	9.24
收盘价 (截至 10 月 29 日)	5.53	8.35
市值 (百万)	94,875	143,257
6 个月平均日成交额 (百万)	213.45	1,263
52 周价格范围	3.11-6.83	5.01-9.09
BVPS	3.88	3.93

股价走势图



资料来源: Wind

公司公布 24Q3 业绩: 收入 630.6 亿元 (yoy+16.04%, qoq+2.10%); 归母净利润 20.0 亿元 (yoy+3.34%, qoq-58.21%)。24Q1-3 累计收入 1738 亿元 (yoy-7.76%); 归母净利润 90.17 亿元 (yoy+68.46%)。受益于氧化铝及电解铝利润增长, 前三季度利润同比高增。公司是一体化铝资源龙头, 是重要有色央企, 同时电解铝供需格局良好, 我们看好电解铝利润维持较好水平, 维持“买入”评级。

Q3 原铝及氧化铝产量环比增长, 毛利率环比下降

产量方面, 公司前三季度生产冶金级氧化铝及精细氧化铝共 1582 万吨, 同比增长 3.5%, 原铝 (含合金) 562 万吨, 同比增长 14.0%。其中 24Q3 氧化铝产量 555 万吨, 环比+10.3%, 原铝 (含合金) 产量 199 万吨, 环比+7.6%, 增量或主要来自云铝股份满负荷生产及内蒙古华云三期新增产能投产。24Q3 公司毛利率约 11.67% (qoq-7.11pct), 三季度氧化铝价格偏强运行, 电解铝价格环比回落, 据 SMM, 三季度氧化铝平均利润约 1067 元/吨, 环比增长 201 元/吨, 电解铝平均利润约 1799 元/吨, 环比下降 1252 元/吨。

电解铝供需格局良好, 看好吨铝利润维持较好水平

短期来看, 铝旺季需求较好, 铝锭库存保持较好去化, 9 月以来铝价持续上涨, 行业平均吨铝利润从 8 月中旬的 1000 元/吨左右恢复至 10 月的 2000 元/吨左右。中期来看, 国内电解铝运行产能接近 4500 万吨天花板, 供给增量空间十分有限, 而需求端在新能源、特高压、家电等铝制品拉动下保持较好增长, 我们看好电解铝供需持续改善, 吨铝利润有望维持较好水平。

给予 A 股目标价 9.24 元、H 股目标价 6.31 港元, 维持“买入”评级

我们维持盈利预测, 预计 2024-26E 净利润为 137/132/152 亿元。可比公司 PE(2025E) 估值 9.3 倍, 考虑公司龙头地位, 给予公司 12.0 倍 PE(2025E) 估值, 对应 A 股目标价 9.24 元, H 股目标价 6.31 港元 (A/H 溢价 60%, 与 2017 年以来 A/H 溢价一致, 港币兑人民币汇率 0.917), 我们维持中国铝业 A/H “买入”评级。

风险提示: 下游需求不及预期, 原材料价格大幅波动。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	290,988	225,071	235,201	234,311	237,636
+/-%	7.87	(22.65)	4.50	(0.38)	1.42
归属母公司净利润 (人民币百万)	4,192	6,717	13,678	13,187	15,158
+/-%	(17.47)	60.24	103.64	(3.59)	14.94
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.24	0.39	0.80	0.77	0.88
ROE (%)	7.51	11.70	20.54	16.92	16.96
PE (倍)	34.17	21.33	10.47	10.86	9.45
PB (倍)	2.63	2.37	1.97	1.72	1.50
EV EBITDA (倍)	3.27	2.78	1.77	1.36	0.85

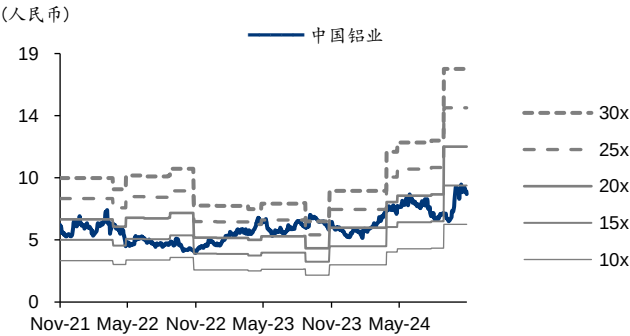
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：可比公司估值表

公司代码	公司简称	PE (2025E)
000807 CH	云铝股份	8.8
002532 CH	天山铝业	8.9
600219 CH	南山铝业	10.3
可比公司均值		9.3

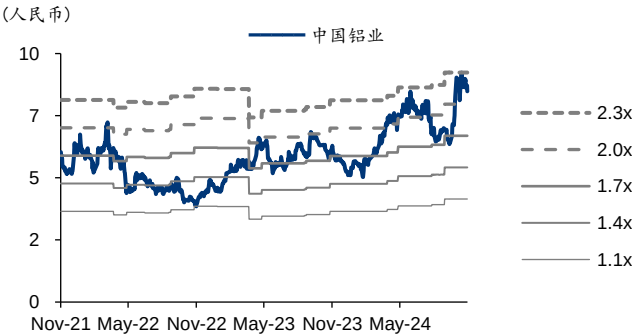
注：数据截至 2024 年 10 月 29 日，取自 Wind 一致预期
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：中国铝业 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表3：中国铝业 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	54,536	58,441	66,992	80,345	104,285
现金	19,260	21,104	25,456	43,191	62,864
应收账款	4,106	4,024	4,472	3,992	4,592
其他应收账款	1,712	1,860	1,873	1,846	1,926
预付账款	2,180	442.75	2,298	432.38	2,337
存货	24,712	22,847	24,304	22,722	23,972
其他流动资产	2,565	8,163	8,589	8,161	8,595
非流动资产	157,812	153,315	150,959	147,470	142,506
长期投资	9,743	10,040	9,716	9,301	8,575
固定投资	106,540	99,831	97,745	95,325	91,878
无形资产	16,890	17,476	17,528	17,249	16,963
其他非流动资产	24,639	25,968	25,970	25,595	25,091
资产总计	212,348	211,756	217,951	227,815	246,792
流动负债	62,367	58,706	50,623	47,699	49,772
短期借款	6,461	7,970	7,970	7,970	7,970
应付账款	15,440	13,636	15,191	13,559	14,987
其他流动负债	40,466	37,101	27,463	26,170	26,815
非流动负债	62,225	54,161	46,996	39,699	32,333
长期借款	34,063	33,438	26,272	18,976	11,610
其他非流动负债	28,162	20,723	20,723	20,723	20,723
负债合计	124,592	112,867	97,618	87,398	82,106
少数股东权益	33,353	38,431	47,569	57,262	69,069
股本	17,162	17,162	17,158	17,158	17,158
资本公积	22,920	23,127	23,130	23,130	23,130
留存公积	12,150	18,192	36,345	54,549	76,001
归属母公司股东权益	54,403	60,458	72,763	83,155	95,617
负债和股东权益	212,348	211,756	217,951	227,815	246,792

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	27,806	27,041	32,490	35,936	36,640
净利润	10,843	12,584	22,817	22,880	26,964
折旧摊销	10,929	10,984	9,332	9,865	10,447
财务费用	3,505	2,972	2,237	1,831	1,458
投资损失	(668.19)	(276.06)	(276.06)	(276.06)	(276.06)
营运资金变动	(1,078)	(351.23)	(1,464)	1,792	(1,795)
其他经营现金	4,276	1,128	(156.58)	(156.00)	(158.15)
投资活动现金	(3,479)	(11,181)	(6,696)	(6,096)	(5,203)
资本支出	(4,751)	(6,709)	(6,507)	(6,017)	(5,402)
长期投资	(257.92)	(5,256)	323.75	414.90	726.25
其他投资现金	1,530	783.57	(512.53)	(493.88)	(526.52)
筹资活动现金	(27,038)	(14,143)	(21,442)	(12,105)	(11,765)
短期借款	(2,758)	1,508	0.00	0.00	0.00
长期借款	(2,203)	(625.53)	(7,165)	(7,296)	(7,366)
普通股增加	138.92	0.00	(3.21)	0.00	0.00
资本公积增加	(5,198)	206.88	3.21	0.00	0.00
其他筹资现金	(17,018)	(15,233)	(14,276)	(4,808)	(4,399)
现金净增加额	(2,867)	1,623	4,352	17,735	19,673

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	290,988	225,071	235,201	234,311	237,636
营业成本	257,603	196,040	194,356	193,841	192,472
营业税金及附加	2,860	2,589	2,705	2,695	2,733
营业费用	418.91	432.38	451.85	450.13	456.52
管理费用	4,092	4,351	4,547	4,530	4,594
财务费用	3,505	2,972	2,237	1,831	1,458
资产减值损失	(4,884)	(755.17)	(235.20)	(234.31)	(237.64)
公允价值变动收益	59.07	(3.49)	(3.49)	(3.49)	(3.49)
投资净收益	668.19	276.06	276.06	276.06	276.06
营业利润	13,682	15,296	27,567	27,643	32,540
营业外收入	113.88	220.89	220.89	220.89	220.89
营业外支出	587.38	425.91	425.91	425.91	425.91
利润总额	13,209	15,091	27,362	27,438	32,335
所得税	2,366	2,507	4,545	4,558	5,371
净利润	10,843	12,584	22,817	22,880	26,964
少数股东损益	6,651	5,867	9,138	9,693	11,806
归属母公司净利润	4,192	6,717	13,678	13,187	15,158
EBITDA	27,489	29,005	38,226	38,197	43,053
EPS (人民币, 基本)	0.24	0.39	0.80	0.77	0.88

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	7.87	(22.65)	4.50	(0.38)	1.42
营业利润	22.08	11.79	80.23	0.28	17.72
归属母公司净利润	(17.47)	60.24	103.64	(3.59)	14.94
获利能力 (%)					
毛利率	11.47	12.90	17.37	17.27	19.01
净利率	3.73	5.59	9.70	9.76	11.35
ROE	7.51	11.70	20.54	16.92	16.96
ROIC	13.98	16.99	30.53	36.63	53.94
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.67	53.30	44.79	38.36	33.27
净负债比率 (%)	64.56	47.65	20.73	(0.19)	(16.73)
流动比率	0.87	1.00	1.32	1.68	2.10
速动比率	0.43	0.59	0.79	1.19	1.56
营运能力					
总资产周转率	1.44	1.06	1.09	1.05	1.00
应收账款周转率	81.13	55.36	55.36	55.36	55.36
应付账款周转率	19.53	13.48	13.48	13.48	13.48
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.39	0.80	0.77	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	1.62	1.58	1.89	2.09	2.14
每股净资产(最新摊薄)	3.17	3.52	4.24	4.85	5.57
估值比率					
PE (倍)	34.17	21.33	10.47	10.86	9.45
PB (倍)	2.63	2.37	1.97	1.72	1.50
EV EBITDA (倍)	3.27	2.78	1.77	1.36	0.85

免责声明

分析师声明

本人, 李斌、马晓晨, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰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, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中国铝业（601600 CH）、中国铝业（2600 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李斌、马晓晨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国铝业（601600 CH）、中国铝业（2600 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司