

買入

2025年1月21日

行業景氣提升業績，一體化凸顯成本優勢

► **行業高景氣，業績增長明顯：** 公司子公司山東宏橋前三季度實現營收 1101 億元，同比增長 12.5%；實現歸母淨利潤 158 億元，同比增長 141%。其中 Q3 山東宏橋實現營收 380 億元，同比增長 13.9%，實現歸母淨利潤 59.6 億元，同比增長 38%，環比 Q2 的 54.5 億元增長 9.4%。營業收入增長主要受益於電解鋁、氧化鋁價格上漲。三季度國內電解鋁現貨均價 19550 元/噸，處高位震盪行情。山東氧化鋁 Q3 平均出廠價為 3920 元/噸，同比增長 37.3%，環比增長 7.9%；24Q1-3 平均出廠價為 3611 元/噸，同比增長 25.3%。

► **原材料價格低位運行，營業成本下降：** 成本端煤炭、預焙陽極價格回落，Q5500 動力煤 Q3 秦皇島港平倉均價為 848 元/噸，同比下降 2%，Q1-Q3 平均價格為 866 元/噸，同比下降 11%。華東地區預焙陽極 Q3 價格為 4168 元/噸，同比下降 20%，Q1-Q3 平均價格為 4227 元/噸，同比下降 22%。原材料價格下跌減少企業營業成本，增厚公司利潤。

► **產業鏈建立一體化佈局：** 公司堅持構建一體化產業鏈，保障供應穩定，公司聯營幾內亞鋁土礦項目年產能達到 5000 萬噸，擁有氧化鋁產能 1950 萬噸（山東 1750 萬噸+印尼 200 萬噸），自給率達到 156%，擁有電解鋁產能 646 萬噸（山東 446 萬噸+雲南 200 萬噸），一體化佈局在同行業中競爭優勢明顯。

► **目標價 16.8 港元，首次覆蓋並給予買入評級：** 預計公司 2024-2026 年公司實現營業收入分別為 1503/1532/1543 億元，歸母淨利潤分別為 209/227/236 億元，同比增加 82/9/4%。對應 EPS 分別為 2.20/2.40/2.50 元。結合國內定價估值測算，我們決定給予 7 倍 PE 估值，預測公司目標價 16.8 港元，對應 1.3 倍 PB，目標價較現價有 31% 上升空間，給予買入評級。

► **風險提示：** 原材料價格波動；鋁價格波動；幾內亞鋁土礦供應受限；雲南水電枯水期限電。

陳曉霞

+ 852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要資料

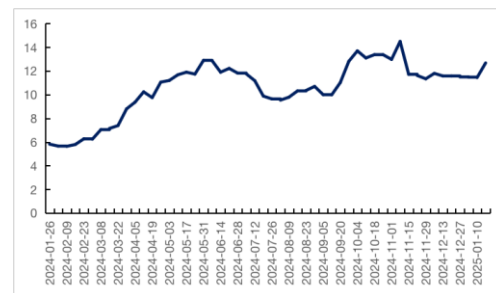
行業	工業金屬
股價	12.82 港元
目標價	16.8 港元 (+31%)
股票代碼	1378.HK
已發行 H 股股本	94.76 億股
H 股總市值	1214.76 億港元
52 周高/低	14.35 港元/4.29 港元
每股淨資產	10.53 元
主要股東	中國宏橋控股有限公司 (64.27%) 中信信惠國際資本有限公司 (6.97%) 中國中信股份有限公司 (2.00%) 張波 (0.09%)

表：盈利摘要

截止12月31日	2021年实际	2022年实际	2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测
營業額 (百萬人民幣)	114,491	131,699	133,624	150,317	153,207	154,265
變動 (%)	33%	15%	1%	12%	2%	1%
淨利潤 (百萬人民幣)	16,849	9,809	12,498	22,765	24,787	25,786
變動 (%)	61%	-42%	27%	82%	9%	4%
每股盈餘 (人民幣)	1.77	0.94	1.21	2.20	2.40	2.50
市盈率@12.82 港元 (倍)	6.7	12.6	9.8	5.4	4.9	4.7
市淨率@12.82 港元 (倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
每股股息 (港幣)	1.05	0.51	0.63	0.80	1.45	1.58
股息現價比率 (%)	8.9	4.3	5.3	6.8	12.3	13.4

資料來源：公司資料，第一上海研究部預測

股價表現

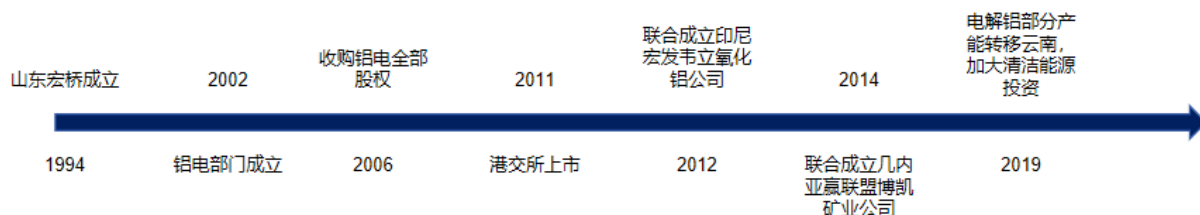


資料來源：彭博

公司介紹

中國宏橋成立於 1994 年，主要從事及分銷堅固尼及色織布，2002 年魏橋鋁電成立，2006 年山東巨集橋收購鋁電全部股權從而成為魏橋鋁電唯一實益擁有人，2011 年公司在港交所上市。2017 年公司完成產業鏈佈局，主要從事生產與銷售鋁製品業務，覆蓋鋁土礦、能源、氧化鋁、電解鋁、鋁合金加工業務，形成鋁電網一體化商業模式。2019 年公司將部分產能轉移至雲南，加大水電、光伏等清潔能源的利用。

圖表 1: 公司發展歷程

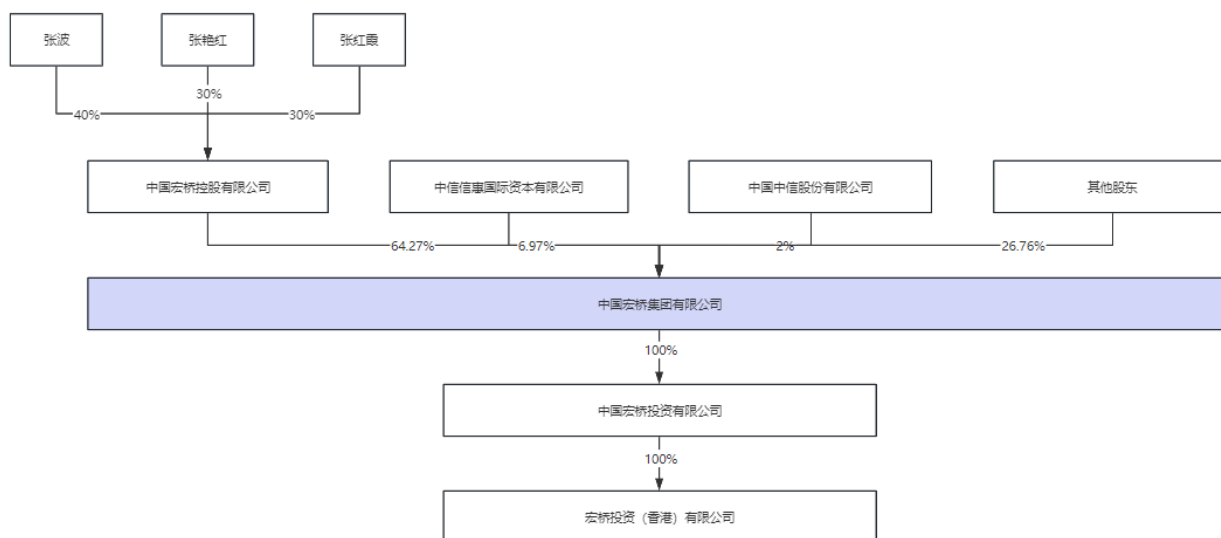


資料來源：公司官網資料，第一上海研究部整理

股權結構

公司股權高度集中，公司第一大控股股東為中國宏橋控股有限公司，截至 2024 年 6 月 30 日，其持有公司股權 64.27%，實際控制人為張氏家族，第二和第三大股東為中信信惠國際資本有限公司和中國中信股份有限公司，持股比例合計達 8.97%。

圖表 2: 公司股權結構



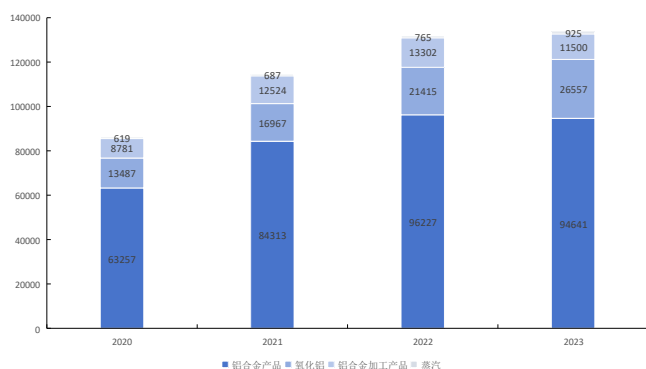
資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

山東宏橋主要開展內地電解鋁業務、再生鋁業務、氧化鋁業務以及鋁加工材業務，參股山東宏創 22.98% 股份，主要進行鋁板帶箔的生產，中國宏橋與魏橋鋁電持有宏

發章立 61%股份開展印尼鋁土礦開發及氧化鋁業務。公司參股 ABM25%股份，務開展幾內亞鋁土礦、航運、貿易及港口業務。

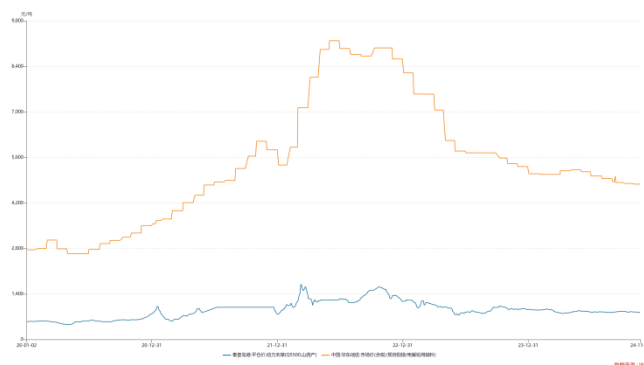
2020-2023 年，公司分別實現營業收入 861.5 億元、1144.9 億元、1317.0 億元、1336.2 億元，實現歸母淨利潤 105.0 億元、160.7 億元、87.0 億元、114.6 億元。公司收入與鋁價相關，利潤與原材料價格波動相關，2022 年歸母淨利潤下降主要與預焙陽極、煤炭價格上漲有關，同時匯率貶值計提 8.9 億元匯兌損失，影響公司業績。

圖表 3：公司各業務營收（百萬元）



資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

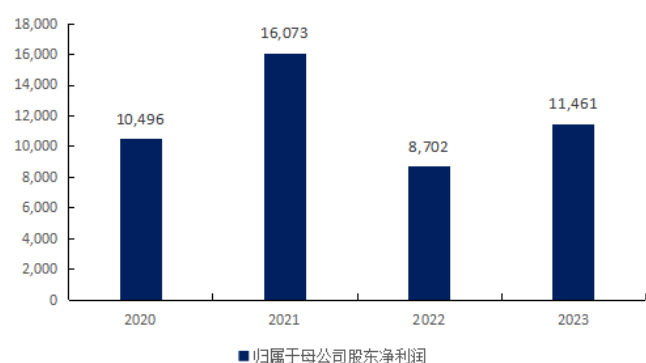
圖表 4：原材料 Q5500 動力煤、預焙陽極價格變化



資料來源：WIND，第一上海研究部整理

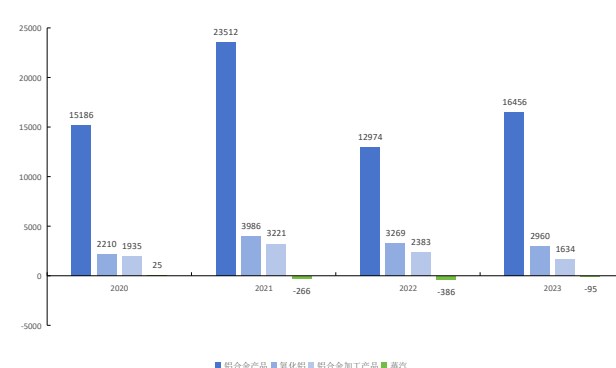
公司主要產品毛利來源於鋁合金產品，公司近年氧化鋁和鋁加工銷量雖不斷增長，電解鋁產品所占營收和毛利依然占比 70%以上。電解鋁產品 2020-2023 年銷量分別達到 675.4 萬噸、716.3 萬噸、829.8 萬噸、1037.4 萬噸。氧化鋁產品銷量平穩，2020-2023 年銷量分別為 566 萬噸、505.2 萬噸、547.3 萬噸、574.8 萬噸。2020-2023 年鋁合金加工產品銷量分別為 60.1 萬噸、65.7 萬噸、60.9 萬噸、58 萬噸。

圖表 5：公司歸母淨利潤（百萬元）



資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

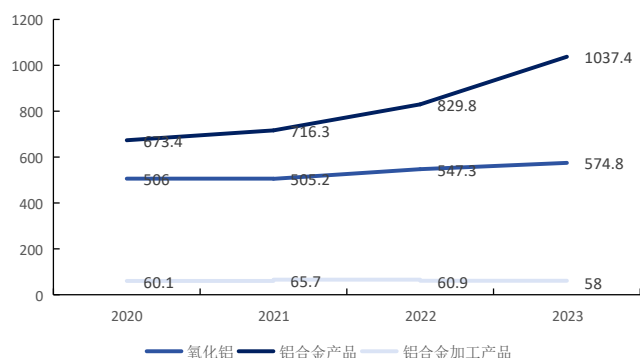
圖表 6：產品毛利（百萬元）



資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

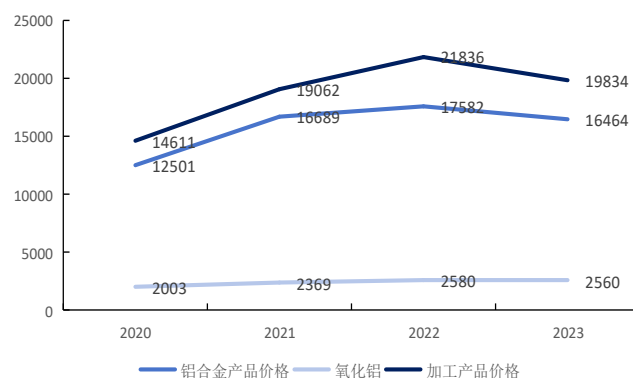
2020-2023 年公司鋁合金產品價格分別為 12501 元/噸、16689 元/噸、17582 元/噸、16464 元/噸。氧化鋁價格分別為 2003 元/噸、2369 元/噸、2580 元/噸、2560 元/噸。加工產品價格分別為 14611 元/噸、19062 元/噸、21836 元/噸、19834 元/噸。

圖表 7: 銷量 (萬噸)



資料來源: 公司資料, 第一上海研究部整理

圖表 8: 產品價格

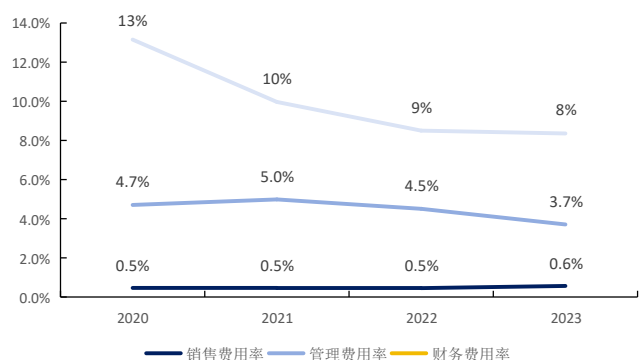


資料來源: 公司資料, 第一上海研究部整理

費用率穩步下降

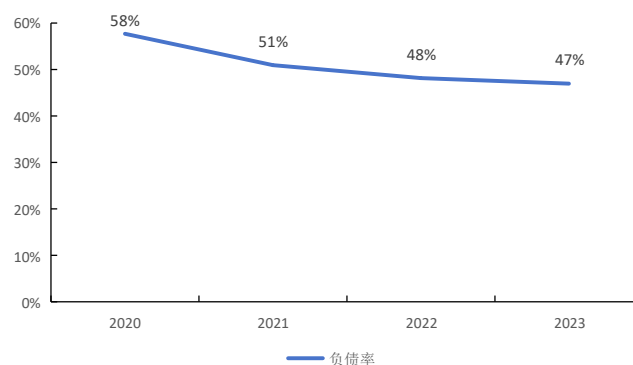
公司資產結構不斷優化, 負債率近三年不斷降低, 2023 年資產負債率為 47%, 公司營業利潤增長帶動現金流增長, 償債能力增強, 財務費用逐步降低。管理費用率 2023 年降低至 3.7%, 經營效率提升。

圖表 9: 公司三費變化



資料來源: 公司資料, 第一上海研究部整理

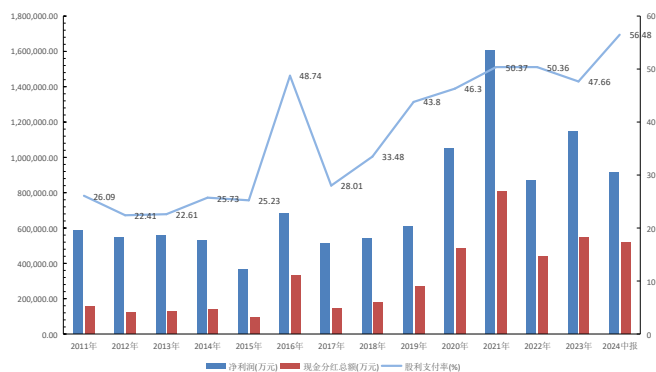
圖表 10: 資產負債率變化



資料來源: 公司資料, 第一上海研究部整理

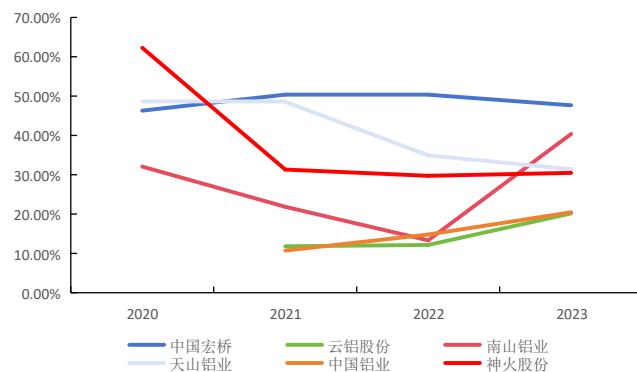
公司平均股利支付率位於行業前列, 分紅比例穩定。上市以來累計分紅 18 次, 累計現金分紅達到 435 億元, 平均股利支付率 38.97%。公司宣派 24 年中期股息 0.59 港仙, 股利支付率達到 56.48%, 股息率達到 5%。

圖表 11: 中國宏橋分紅率 2011-2024



資料來源：公司資料，WIND，第一上海研究部整理

圖表 12: 主要電解鋁公司分紅率對比

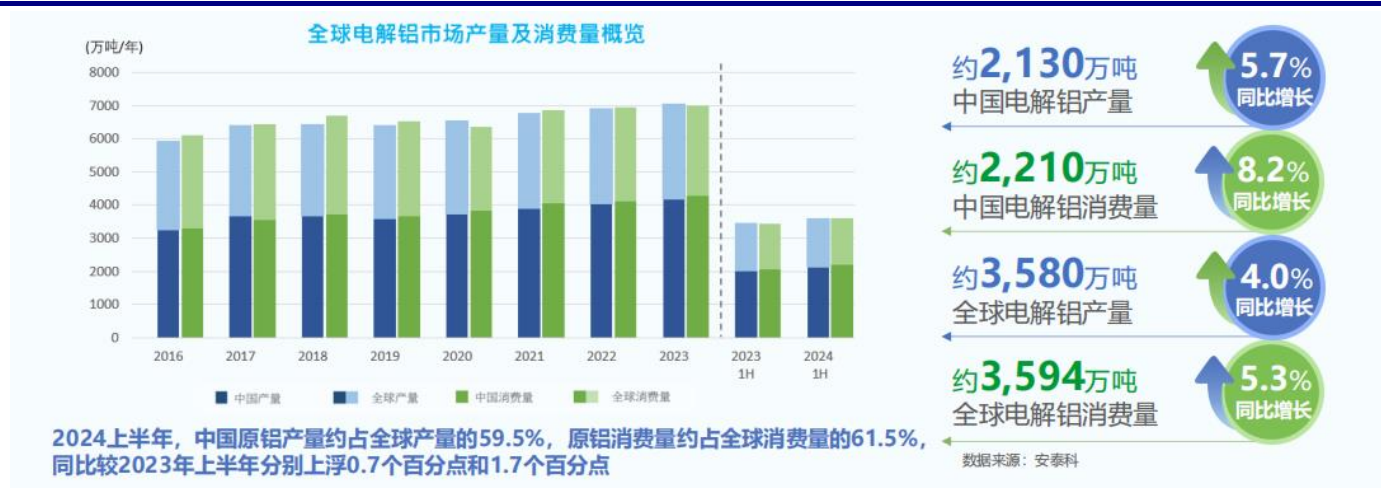


資料來源：公司資料，WIND，第一上海研究部整理

鋁行業現狀

全球電解鋁產能增速緩慢，在全球“碳中和”背景下，近年來鋁產能增長緩慢，歐洲和美國呈現萎縮態勢，全球產能增長率由 2013 年的 10.4% 跌至 2022 年的 1.3%，且連續五年增長率維持低位元甚至出現負增長狀態。而隨著經濟的發展，各國對電解鋁的需求量都存在不同程度的提高，只能在原有產能基礎上提高產能利用率來彌補供給缺口，截至 2022 年全球產能利用率達到 88.91%，呈現緊供給局面。

圖表 13: 2024 全球電解鋁市場產量及消費量



資料來源：公司資料，第一上海研究部

2021-2022 年受疫情和能源危機影響，海外電解鋁產能大幅減產，減產地地區主要分佈在歐洲，未來複產不確定性較強。俄烏衝突爆發後，天然氣供應受限，電力價格也隨之暴漲，2022 年歐洲電力基準價同比翻倍，高電價使得歐洲鋁廠減產或停產，根據不完全統計，2021-2022 年歐洲電解鋁停產和減產產能累計達到 132.0 萬噸。歐洲鋁廠小而分散，複產需額外投資，剩餘複產產能可能相對有限。

美洲和非洲的電解鋁產能合計減產 101.1 萬噸。美國兩大鋁廠 Hawesville 和 Warrick 受能源價格上漲影響於 2022 年年中分別減產 25 萬噸和 16.1 萬噸；巴西 Albras 鋁廠 2022 年 2 月因內部配電故障停產 11 萬噸，並於同年 8 月恢復正常運營。

圖表 14：24-26 年海外未來新增產能統計（萬噸）

国家	公司	2023年产能	2024年产能	2025年产能	2026年产能	总计计划产能
印尼	Asahan			2		2
印尼	Adaro			50	50	150
印尼	华峰铝业	25	25	25	25	200
印尼	南山铝业			25	25	100
印尼	力勤			25	25	200
印尼	魏桥集团					100
印尼	华友集团					200
印尼	PCMIT					50
马来西亚	博赛集团					100
越南	林同铝业				30	60
俄罗斯	俄铝		5.85			42.85
加南大	RioTinto	2.65			2.35	2.65
哥伦比亚	NEO					54
印度	Naico					50
印度	Vedanta	3.5				45
印度	Hindalco					5
沙特	锦江集团					100
沙特	创新集团					100
合计		53.15	30.85	127	157.35	1561.5

資料來源：SMM, 阿拉丁，第一上海研究部

圖表 15：2021-2025 年海外電解鋁複產產能（萬噸）

国家	公司	建成产能	复产产能	复产时间
巴西	ALUMAR	44.7	44.7	2021.9
巴西	CBA	43	8	2022.4
巴西	海德鲁	46	11.5	2022.4
阿根廷	APM	46	23	2021.9
法国	ADIF	28.5	10.55	2023.1
澳大利亚	AWAC	35.8	1.8	2023.3
加拿大	Kitimat	43.2	28	2022.7
西班牙	SCW	22.8	1.37	2024.2
美国	Warrick	26.9	5.4	2023.12
德国	Trimet	39	15	2025.4

資料來源：SMM, 阿拉丁，第一上海研究部

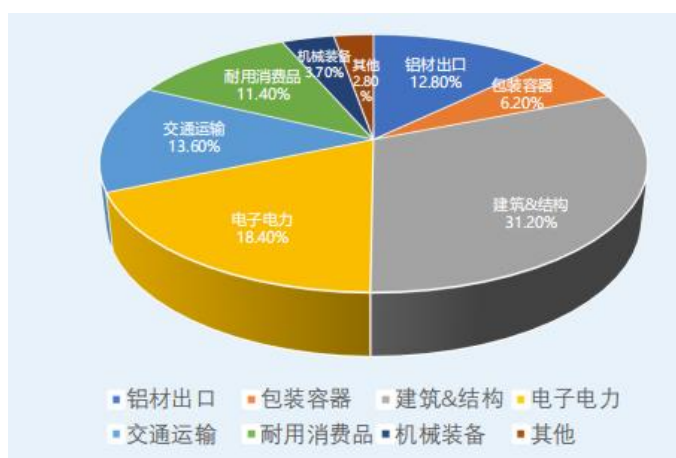
海外新增產能建設緩慢，主要分佈在印度和印尼地區。國內企業規劃海外建廠的電解鋁產能達 575 萬噸，其中華峰集團一期前 25 萬噸電解鋁專案已全部投產。除此之外，Inalum、CITA、Balco 等國外鋁企遠期規劃新增產能達 170.4 萬噸。東南亞專案建設落地的不確定性較大。

中國是全球最大的鋁生產國和消費國，鋁產量和消費量均超過全球的一半。2017年國家清理整頓電解鋁產能行動後，中國電解鋁合規產能確定為4543萬噸/年。目前中國氧化及在建產能合計約8800萬噸，如全部投運，在不考慮進口氧化鋁的情況下，已完全可以滿足4543萬產能的需要。從供需關係上來講，中國氧化鋁產能已不具備再進一步發展的空間和客觀訴求。

2023年中國的原鋁產量為4166.6萬噸，較2022年的4043.0萬噸有所增長。國內鋁行業在產能和需求方面的持續擴張。根據安泰科資料，2024年中國全口徑總消費量預計為5655萬噸，2015-2024年年複合增長率預計為5.1%；其中國內消費預計5002萬噸，2015-2024年年複合增長率預計為4.2%，比出口高1個百分點。2024上半年，中國原鋁產量約占全球產量的59.5%，原鋁消費量約占全球消費量的61.5%，同比較2023年上半年分別上浮0.7個百分點和1.7個百分點。

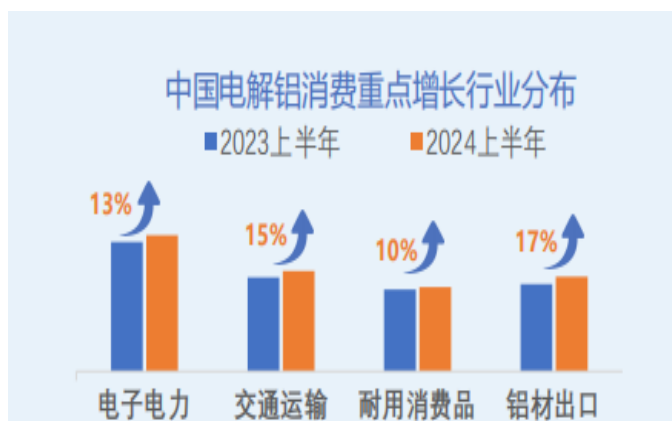
建築結構是中國最大鋁消費領域。受城鎮化進程減速、基建投資、房地產投資增速下滑等因素影響，近年來疲態明顯，建築型材產量連續三年負增長，2023年產量比2020年峰值下降160萬噸。伴隨政策出臺、落實存量貸款降息，地產行情有望企穩，建築行業鋁需求得到支撐。

圖表 16: 2024 上半年中國電解鋁消費結構分佈



資料來源：公司資料，第一上海研究部

圖表 17: 中國電解鋁消費重點增長行業分佈



資料來源：公司資料，第一上海研究部

新能源汽車和光伏等行業的快速發展，為鋁消費帶來了新的增長點，旺盛的需求與巨大的增長潛力，在一定程度上彌補了傳統行業鋁產品需求的減量，為鋁行業提供了市場支撐的同時，亦開闢了新的市場機遇與發展空間。海外鋁需求中，印度增長強勢，其餘國家/地區鋁需求在去年疲弱的基礎上，呈現一定復蘇跡象。

圖表 18: 中國及全球光伏市場對鋁需求的預測

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
1GW光伏裝機容量耗鋁量(萬噸)	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
中國光伏新增裝機容量(GW)	48.2	60	87.4	170	190	230
中國光伏新增裝機耗鋁量(萬噸)	91.6	114.0	166.1	323.0	361.0	437.0
同比		24%	46%	95%	12%	21%
全球光伏新增裝機容量(萬噸)	126	170	230	390	420	470
全球光伏新增裝機耗鋁量(萬噸)	239.4	323	437	741	798	893
同比		35%	35%	70%	8%	12%

資料來源：Navigant Research，第一上海研究部

圖表 19: 中國及全球新能源車市場對鋁需求的預測

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
新能源車單車耗鋁量(KG)	195	205	220	230	240	250
中國新能源車產量(萬輛)	129.2	354.5	705.8	959	1200	1400
中國新能源車耗鋁量(萬噸)	25.2	72.7	155.3	220.6	288.0	350.0
同比		188%	114%	42%	31%	22%
全球新能源車產量(萬輛)	303.9	625.3	1014.2	1428	1800	2200
全球新能源車耗鋁量(萬噸)	59.3	128.2	223.1	328.4	432.0	550.0
同比		116%	74%	47%	32%	27%

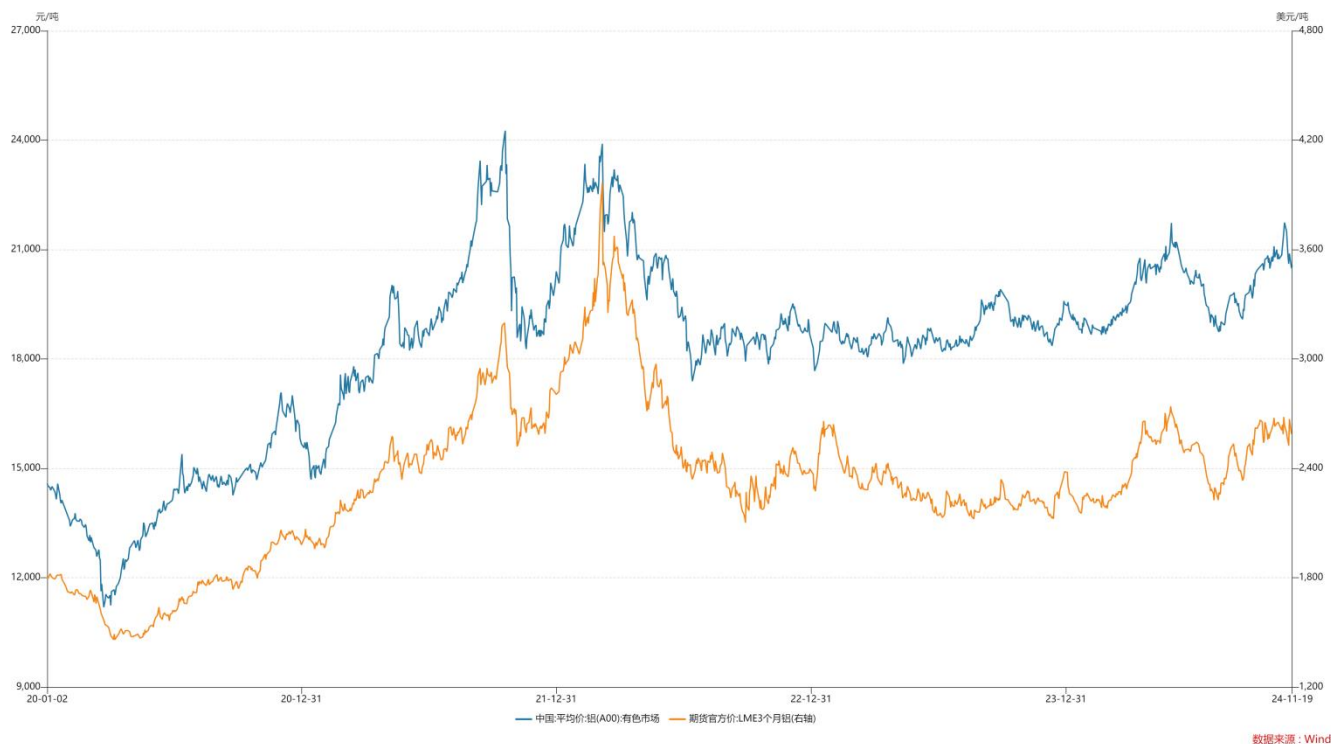
資料來源：CAAM, EV TANK，第一上海研究部

根據 SMM 的資料，新能源汽車的耗鋁量是傳統燃料汽車的 3-4 倍，純電動乘用車的平均耗鋁量約為 292kg/輛，混合動力乘用車的平均耗鋁量約為 206kg/輛。

根據 SMM 的資料，新能源汽車的耗鋁量是傳統燃料汽車的 3-4 倍，純電動乘用車的平均耗鋁量約為 292kg/輛，混合動力乘用車的平均耗鋁量約為 206kg/輛

國內能源結構改善、汽車輕量化進程加快、新能源車滲透率不斷提高等因素推動交通運輸、電力電子領域消費較高速度增長，占比持續提高，以“新三樣”為代表的新興市場消費增量在一定程度上彌補部分傳統領域的下降。

圖表 20：A00 與 LME3 個月鋁價格變化



資料來源：WIND，第一上海研究部

2024 年，海外市場整體需求持續復蘇，主要消費領域需求較好，1-8 月，中國鋁材累計出口 410.8 萬噸，同比增長 17.6%；累計出口鋁製品 213.6 萬噸，同比增長 15.7%。鋁材全年出口有望再創歷史新高，鋁製品出口有望首次突破 300 萬噸。

同時近期出口關稅調整，取消 13% 的出口退稅政策，多年來因為政策方面的優惠以及中國鋁材的產品優勢，中國鋁材在海外市場一直有質優價廉的競爭優勢，短期來看，此次取消鋁材出口退稅，一定程度上或增加鋁材出口企業的出口成本，抑制中國鋁材加工企業的出口積極性。

近四年由於面臨美元指數持續走強和美聯儲潛在降息預期導致市場波動性增加，對鋁價造成一定壓力並導致其價格震盪，但鋁價的總體走勢依然呈現出上行。隨著全球通脹緩解以及主要發達經濟體加息接近尾聲，主要國家經濟表現均不同程度地出現了好於預期的改善，主要增長指標呈現回暖趨勢。經濟弱復蘇背景下，光伏、新能源汽車等行業對銅、鋁等金屬的需求預期增長，加上部分品種礦石、冶煉等方面的供應能力階段性偏弱，包括鋁在內的有色金屬價格於 2024 年第二季度整體呈現出大幅上漲態勢。供應受限和宏觀經濟環境好轉共振支撐鋁價快速上漲。

圖表 21: 電解鋁產能企業分佈

企业	产地	产能	占比
中国宏桥	山东、云南	646	14.5%
中国铝业（本部）	青海、贵州	495	11.1%
信发集团	山东、新疆	442	9.9%
国电投	内蒙古	426	9.6%
云铝	云南	305	6.9%
东方希望	新疆、内蒙古	298	6.7%
酒钢	甘肃	175	3.9%
神火股份	云南、新疆	170	3.8%
锦联铝材	内蒙古	125	2.8%
天山铝业	新疆	120	2.7%
其他		1242.5	28.0%
合计		4444.5	

資料來源：阿拉丁，第一上海研究部

圖表 22: 2024-2025 電解鋁在建或擬建產能（萬噸）

省市	项目	规划产能	23年投产产能	2024新投产产能	2024净增产能	2025新投产产能
云南	云南宏泰	203	150	53		
云南	云南宏合	193	0	25		
贵州	元豪铝业	33	8	0		
贵州	双元铝业	10	14.5	0		10
青海	中铝	50	40	10	10	
青海	海源绿能	35	24	0	11	
内蒙古	华云三期	42	0	42	17	
内蒙古	扎铝二期	35	0	0		35
四川	广元弘昌晟	25	12	0		
山西	中铝	50	0	0		
新疆	天山铝业	120	120	0		
新疆	农六师铝业	190	170	0		20
合计		986	538.5	130	38	65

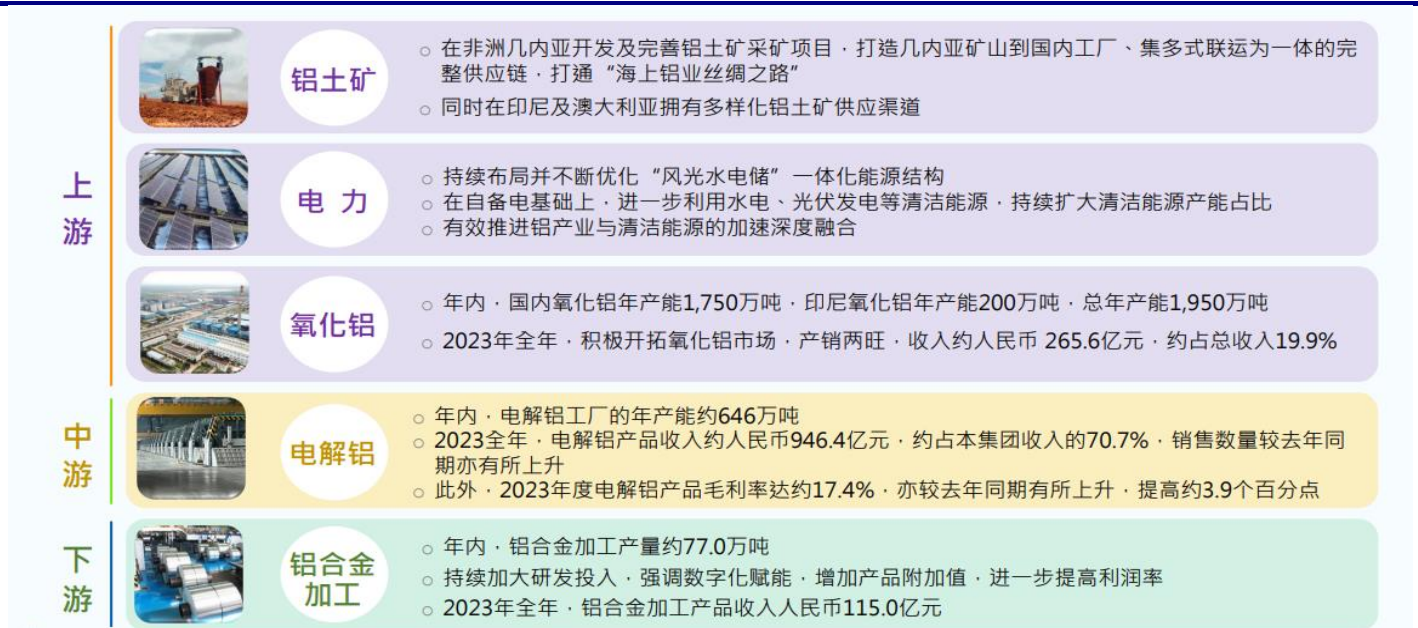
資料來源：阿拉丁，SMM，第一上海研究部

目前國內電解鋁產能主要分佈在山東、雲南、新疆等地，產能指標相對穩定，在建或擬建產能主要在於產能遷移，技改產能複產。

公司情況

資源端方面，宏橋合作方韋立主營業務以鋁礬土、鐵礦石、煤炭、氧化鋁大宗散裝貨運為主。2014年，韋立在博凱礦區獲得了一個區塊的開採權，該地塊已探明的鋁礬土儲量為6.24億噸。項目產能達5000萬噸/年。2015年韋立聯合中國宏橋、煙臺港和UMS，在幾內亞註冊成立了2家公司：贏聯盟港口公司（Winning Alliance du Port, WAP）和博凱礦業公司（Societe Miniere de Boke, SMB），統稱為“贏聯盟集團”（Winning Alliance Group, WAG）。同時宏橋在印尼和澳大利亞擁有鋁土礦多供應管道，極大保障了公司在全球的原材料供應。

圖表 23: 垂直整合商業模式



資料來源：萬得，第一上海研究部

電力方面，公司 2005 年開始新建自備電廠，公司山東總部工廠電力自給率達到 50%。山東地區外購電主要通過對鄒平濱能能源投資達成長期供應協議。雲南方面外購電主要為水電，成本低於山東地區。中國巨集橋的熱電生產已經全部實現超低排放。其採用的超臨界、超超臨界大型發電機組，遠優於天然氣發電機組的排放標準。並且集團積極調整能源結構，以清潔水電為動力的綠色鋁創新產業園在雲南落地，形成了煤電、水電、光伏並行的綠色能源格局。隨著碳排放市場的逐步建立和碳關稅的徵收，雲南產能成本優勢將進一步凸顯。預計伴隨著產能遷移，公司電力供給成本將趨於穩定。

氧化鋁方面，公司產能與限定產能指標相關，公司產量達到峰值，國內共計產能 1750 萬噸，海外印尼氧化鋁工廠 200 萬噸。公司氧化鋁自給率超過 100%，山東、印尼地區完全自給，多餘部分就地銷售。雲南地區電解鋁所需氧化鋁供應主要於當地供應商供應。隨著雲南產能遷移完成，公司山東地區電解鋁產能將下降，氧化鋁外銷將進一步增長。

圖表 24: 原料穩定供應



資料來源：第一上海研究部

電解鋁方面，公司合計產能達到 646 萬噸，預計 24 年山東產能 446 萬噸，雲南產能約 200 萬噸，其中雲南產能分兩期建設，一期規模 108 萬噸/年，二期 95 萬噸/年，總投資 112 億元，二期項目已於 2023 年三季度陸續搬遷投產。此外公司新項目 193 萬噸/年電解鋁產能計畫搬遷至雲南省紅河州，專案已於 2024 年年內開工。

鋁合金加工方面，公司精深加工生產採用國際先進的鋁液直接熔煉鑄錠—熱連軋—冷軋—精整生產工藝，並全面引進全球領先的高精度、高自動化軋機，在工藝技術和自動化控制上均達到了國際領先水準。

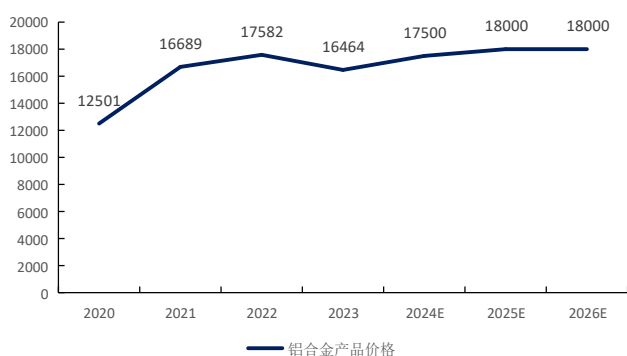
中國宏橋的熔鑄生產線是目前世界最大的熔鑄車間之一，最大可鑄造重量達 42 噸。中國宏橋在鋁箔生產中的各項工藝技術指標和產品品質都走在了行業前列，可完成裝飾箔、家用箔、熱封箔、糖果箔、食品箔、雙零箔等產品的開發和生產。

公司旗下山東宏燦汽車輕量化大型一體化壓鑄項目建成投產，其餘汽車輕量化鋁合金型材擠壓一體化項目、全鋁智慧掛車、全鋁貨箱及城市環衛專用車項目、特種輕合金材料項目、高精度鋁薄板帶項目預計於 2026 年底陸續投產，合金加工規模效應有望放大。

收入及盈利預測

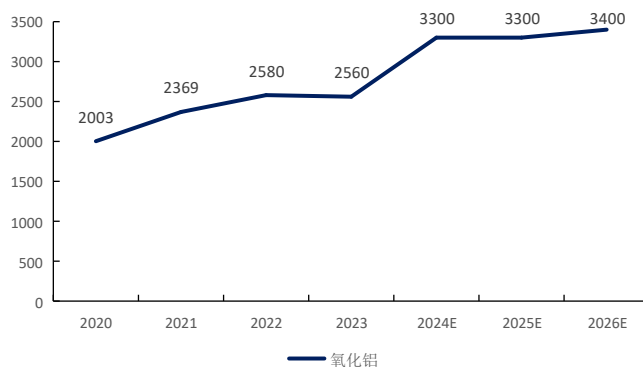
由於產能固定，公司營業收入最大變數來自於鋁價波動，供應方面，受到礦區雨季、基建設施、遠距離運輸風險等因素影響，24年形成供應為主導的鋁價格上漲。需求方面，房地產行業逐漸走出悲觀預期，新能源車市場，光伏市場為國內鋁需求提供新增長。我們預計原材料端未來3年供應依舊偏緊，相關鋁產品價格處於高位。我們預計2024-2026年電解鋁價格分別為17500、18000、18000元/噸。氧化鋁行業由於國內鋁土礦複產情況不及預期，海外供應受限影響，24年價格處於3000-4000元區間高位震盪，我們預計公司2024-2026年氧化鋁價格分別為3300、3300、3400元/噸。

圖表 25: 電解鋁產品價格預測 (人民幣元/噸)



資料來源：第一上海研究部預測

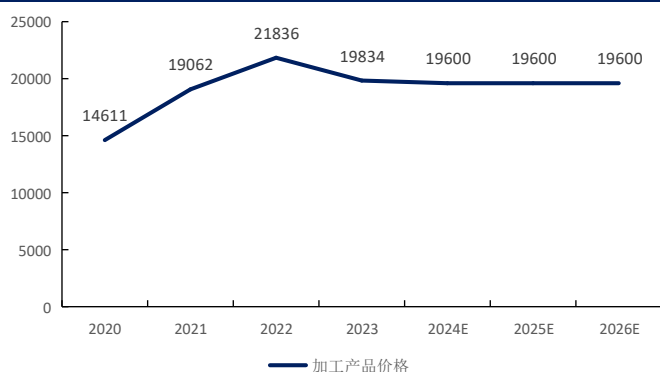
圖表 26: 氧化鋁產品價格預測 (人民幣元/噸)



資料來源：第一上海研究部預測

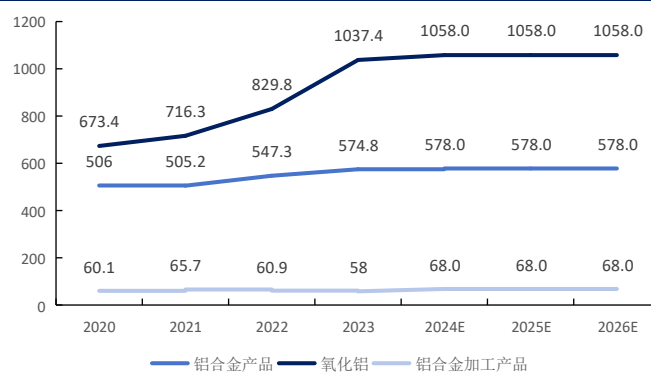
鋁合金加工品方面，加工品通常定價為“鋁價+加工費”，公司產品種類多，費用收取不固定，我們預測公司2024-2026年鋁合金加工品價格分別為19600、19600、19600元/噸。

圖表 27: 鋁合金加工品價格預測 (人民幣元/噸)



資料來源：第一上海研究部預測

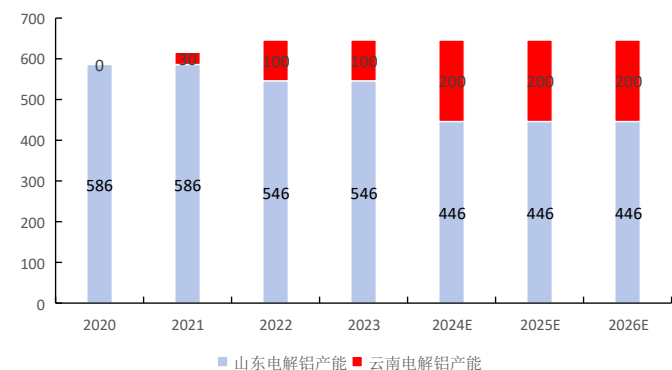
圖表 28: 鋁產品銷量預測 (萬噸)



資料來源：第一上海研究部預測

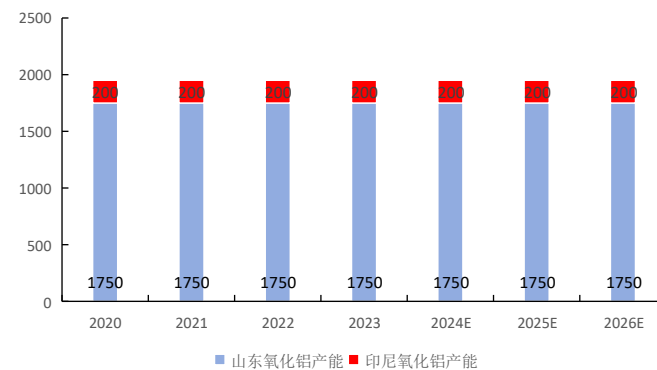
隨著產能搬遷完工，公司鋁產品最終將完成滿產滿銷，預計24年公司鋁合金產品銷量小幅增長，我們預測2024-2026年公司鋁合金產品銷量分別為1058、1058、1058萬噸。此外，伴隨雲南產能遷移，預計雲南電解鋁產能達到200萬噸，山東產區的氧化鋁外銷增加，印尼產區氧化鋁產能達峰，預計24年氧化鋁外銷將小幅增長。預計2024-2026年公司鋁合金產品銷量分別為578、578、578萬噸。公司鋁合金加工產品市場開拓，預計2024-2026年公司鋁合金加工產品銷量分別為68、68、68萬噸。

圖表 29: 電解鋁產能預測 (萬噸)



資料來源: 第一上海研究部預測

圖表 30: 氧化鋁產能預測 (萬噸)



資料來源: 第一上海研究部預測

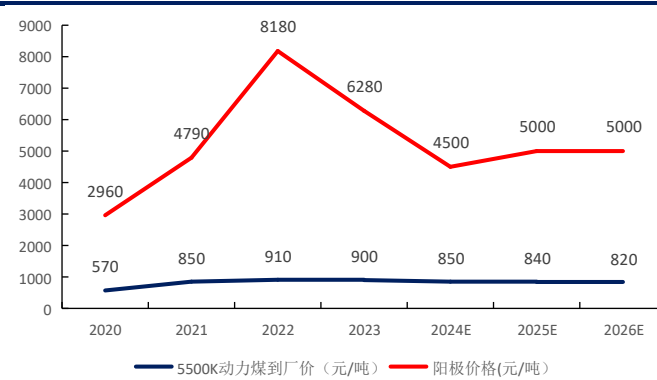
根據上述預測結果所得, 2024-2026年公司營業收入為1503.7億元、1532.1億元、1542.7億元。其中預測2024-2026年鋁合金產品收入為1001.2億元、1040.4億元、1040.4億元; 預測2024-2026年氧化鋁收入為349.1億元、349.1億元、359.7億元; 預測2024-2026年鋁合金加工品收入為133.3億元、133.3億元、133.3億元; 預測2024-2026年蒸汽收入為9.25億元、9.25億元、9.25億元。

圖表 31: 營業收入預測 (百萬元)



資料來源: 第一上海研究部預測

圖表 32: 電解鋁成本主要影響因素價格預測



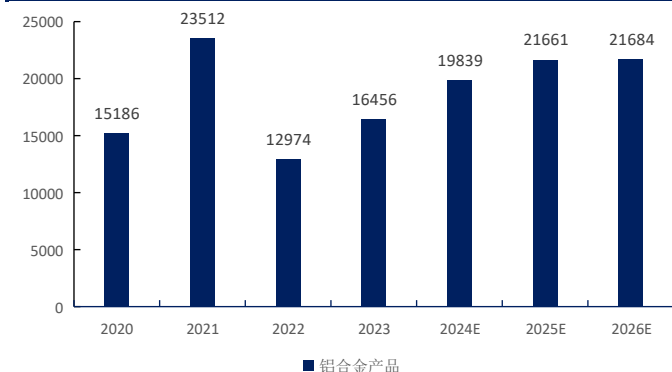
資料來源: 第一上海研究部預測

公司電解鋁原料氧化鋁主要由自采鋁土礦生產得來, 故採購煤炭的自發電成本、電網購電成本、預焙陽極價格是影響公司電解鋁成本的主要因素。預測2024-2026年煤炭市場由需求方主導, 缺乏價格增長動能, 預測5500K動力煤到廠價分別為850元/噸、840元/噸、820元/噸。山東地區外購電比例達到50%, 2024年自發電成本約0.38元/度, 外購電成本約0.49元/度, 平均發電成本約0.43元/度。雲南地區主要由水電為主, 購電成本約0.44元/度。

由於國內電解鋁行業達峰, 預計相關配套行業需求將保持穩定, 預焙陽極整體開工率維持高位, 但新訂單有限, 預測2024-2026年預焙陽極價格分別為4500元/噸、5000元/噸、5000元/噸。

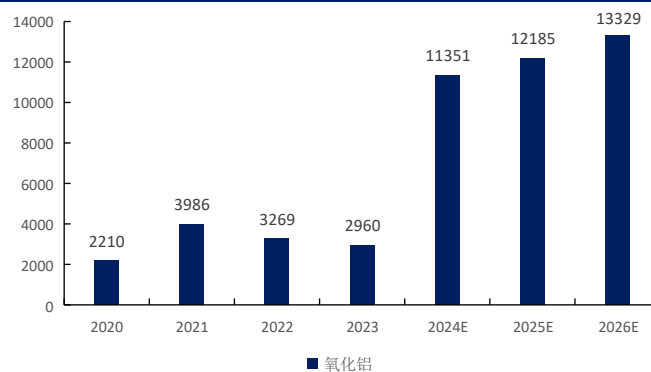
綜上所述, 預測2024-2026年公司平均電解鋁成本約為1.41萬元/噸、1.42萬元/噸、1.42萬元/噸。預測2024-2026年公司鋁合金業務毛利分別為198.4億元、216.6億元、216.8億元。

圖表 33: 鋁合金業務毛利預測 (百萬元)



資料來源: 公司年報、第一上海研究部預測

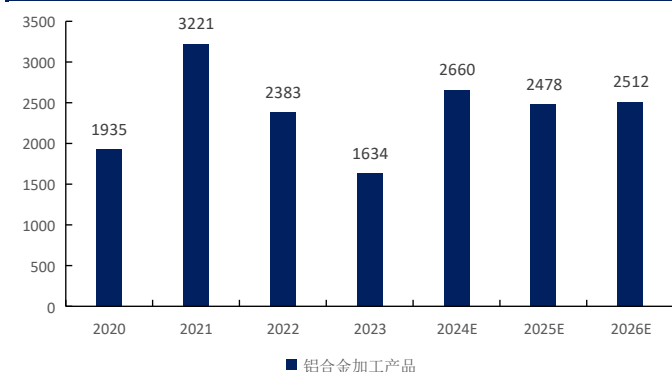
圖表 34: 氧化鋁業務毛利預測 (百萬元)



資料來源: 第一上海研究部預測

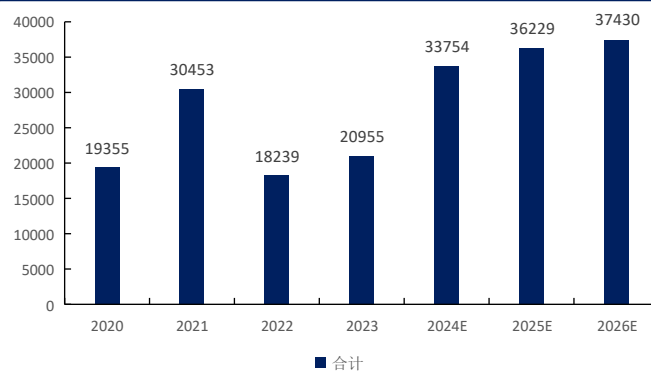
公司氧化鋁生產主要在山東地區，成本主要受到鋁土礦進口價格、動力煤成本、石灰石、燒鹼成本的影響。預測2024-2026年公司山東氧化鋁成本分別為2350元/噸、2253元/噸、2243元/噸。印尼氧化鋁實行原產地直接提煉，具有產地直銷成本優勢，預測2024-2026年公司印尼氧化鋁成本分別為1700元/噸、1700元/噸、1700元/噸。綜上所述，受益於氧化鋁價格上漲、外銷量增長，預測2024-2026年公司氧化鋁毛利分別為113.5億元、121.9億元、133.3億元。

圖表 35: 鋁合金加工品毛利預測 (百萬元)



資料來源: 第一上海研究部預測

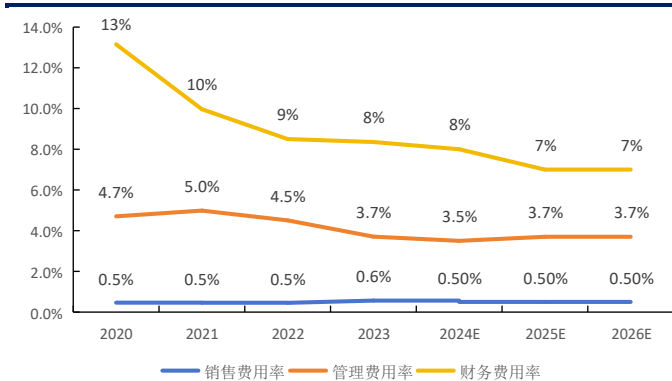
圖表 36: 公司全業務毛利預測 (百萬元)



資料來源: 第一上海研究部預測

公司鋁合金加工品成本主要與山東地區電解鋁成本和加工費用相關，預測2024-2026年公司鋁合金加工品成本分別為1.57萬元/噸、1.60萬元/噸、1.59萬元/噸。毛利率分別為20%、19%、19%。預測2024-2026年公司鋁合金加工品毛利分別為26.6億元、24.8億元、25.1億元。蒸汽業務所占業務量較小，預測2024-2026年公司蒸汽毛利分別為-0.95億元、-0.95億元、-0.95億元。綜上所述，預測2024-2026年公司總毛利分別為337.5億元、362.3億元、374.3億元。

圖表 37: 三項費用率預測



資料來源：第一上海研究部預測

圖表 38: 公司歸母淨利潤預測 (百萬元)

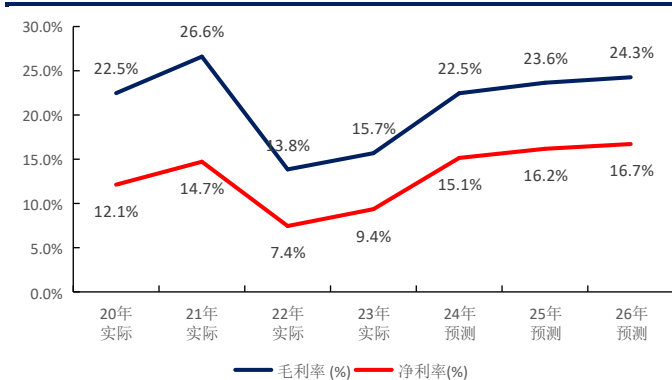


資料來源：第一上海研究部預測

公司三項費用保持穩定，預測2024-2026年公司銷售費用率保持在0.5%，分別為7.5億元、7.7億元、7.7億元。預測管理費用分別為52.6億元、56.7億元、57.1億元，管理費用率分別為3.5%、3.7%、3.7%。預測2024-2026年財務費用率逐年下降，分別為8%、7%、7%，財務費用分別為34.1億元、32.4億元、35.1億元。

受益於鋁產品價格增長，煤炭、預焙陽極等成本端價格下降因素利好，公司歸母淨利潤實現增長，預測公司歸母淨利潤分別為208.8億元、227.3億元、346.5億元。公司毛利率和淨利率實現增長，預測2024-2026年公司毛利率分別達到22.5%、23.6%、24.3%，預測2024-2026年公司淨利率分別達到15.1%、16.2%、16.7%。預測2024-2026年公司實現每股盈利2.20元、2.40元、2.50元。

圖表 39: 毛利率和淨利率預測



資料來源：第一上海研究部預測

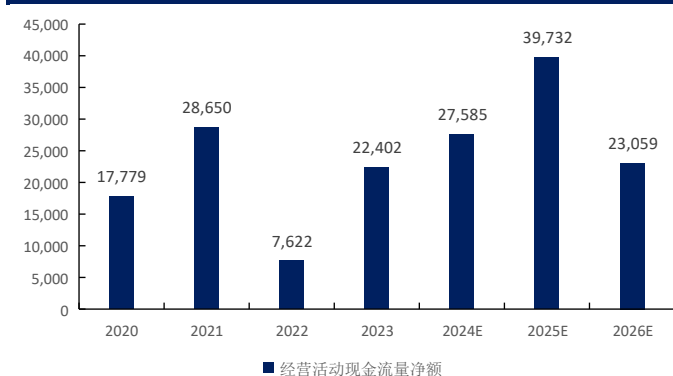
圖表 40: 每股收益預測 (元/股)



資料來源：第一上海研究部預測

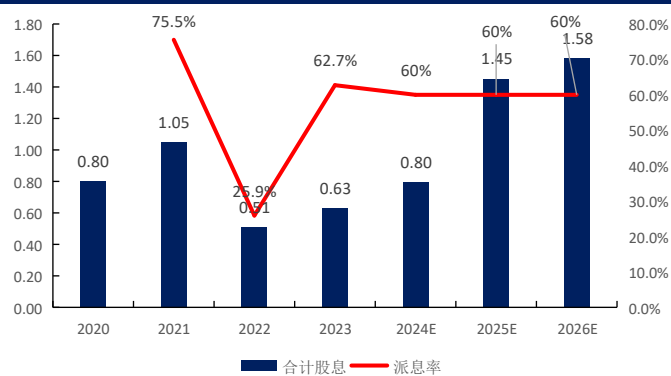
公司營運現金流受益於收入增長，保持健康，主要變數為存貨增減、應付帳款增減、應收帳款增減波動。預測2024-2026年公司經營活動現金流分別為275.9億元、397.3億元、230.6億元。

圖表 41: 經營活動現金流預測 (百萬元)



資料來源: 第一上海研究部預測

圖表 42: 股息及派息率預測 (百萬元)



資料來源: 第一上海研究部預測

公司平均股利支付率位於行業前列，業績保持穩定增長，預測公司分紅水準保持高位，未來三年派息率為 60%，2024-2026 年公司股息分別為 0.80 元/股、1.45 元/股、1.58 元/股。

目標價 16.8 港元，首次覆蓋並給予買入評級

預計公司 2024-2026 年公司實現營業收入分別為 1503/1532/1543 億元，歸母淨利潤分別為 209/227/236 億元，同比增加 82/9/4%。對應 EPS 分別為 2.20/2.40/2.50 元。結合國內定價估值測算，我們決定給予 7 倍 PE 估值，預測公司目標價 16.8 港元，對應 1.3 倍 PB，目標價較現價有 31% 上升空間，給予買入評級。

圖表 43: 同業估值對比

	股價 20250120	市值	毛利率	經營利潤 率	淨利率	2024E	2025E	2026E	FY2023E	FY2024E	FY2025E	FY2026E	FY2023	FY2024	FY2025	FY2023	FY2024	FY2025							
						2024E			2025E			2026E			FY2023E			FY2024E			FY2025E			FY2026E	
港股		億港幣			2024E			2025E			2026E			FY2023E			FY2024E			FY2025E			FY2026E		
2600 HK Equity	中国铝业	4.9	1,218.2	12.2	7.8	3.0	262,244.5	269,089.9	275,923.1	6,840.9	12,821.3	13,684.4	15,258.4	9.1	5.8	5.4	1.1	1.0	0.8						
A股		億人民幣			2024E			2025E			2026E			FY2023E			FY2024E			FY2025E			FY2026E		
601600 CH Equity	中国铝业	7.8	1,144.8	12.2	7.8	3.0	246,950.3	248,746.4	250,414.6	7,024.7	12,359.2	12,668.5	13,301.9	9.1	10.5	10.1	1.9	1.7	1.4						
000807 CH Equity	云铝股份	16.7	497.3	15.8	13.4	9.3	53,902.7	56,462.4	58,364.6	4,596.6	5,049.4	6,002.3	7,120.2	10.7	10.3	8.8	1.8	1.6	1.4						
002532 CH Equity	天山铝业	8.8	373.5	14.1	11.8	7.6	36,512.8	38,072.7	39,531.3	2,660.1	4,437.4	4,983.1	5,490.5	12.5	9.1	8.0	1.4	1.3	1.1						
600219 CH Equity	南山铝业	4.1	454.1	20.3	14.6	12.0	35,179.5	38,035.9	41,300.2	3,334.8	5,139.9	5,244.3	5,839.9	9.9	9.6	9.3	0.9	0.8	0.8						
000933 CH Equity	神火股份	18.4	363.0	26.4	21.3	15.7	42,293.1	44,165.9	45,475.5	6,173.3	5,074.8	6,039.4	6,764.8	6.3	7.7	6.4	1.7	1.5	1.3						

資料來源：彭博

風險因素

原材料價格波動	煤炭、預焙陽極是影響電解鋁利潤的關鍵變數，原材料價格大幅波動影響公司業績。
鋁價格波動	電解鋁、氧化鋁價格波動將直接影響公司營業收入。
幾內亞鋁土礦供應受限	公司鋁土礦依賴幾內亞礦區進口，礦區雨季、道路建設、運輸影響產量供應。
雲南水電枯水期限電	枯水期時雲南地區將限制電解鋁產能，同時影響用電成本。

主要財務報表

損益表						財務分析										
人民币百万元财务年度截至12月31日	20年实际	21年实际	22年实际	23年实际	24年预测	25年预测	26年预测	人民币百万元财务年度截至12月31日	20年实际	21年实际	22年实际	23年实际	24年预测	25年预测	26年预测	
收入	86,145	114,491	131,699	133,624	150,317	153,207	154,265	盈利能力								
毛利	19,355	30,453	18,239	20,955	33,754	36,229	37,430	毛利率 (%)	22.5%	26.6%	13.8%	15.7%	22.5%	23.6%	24.3%	
其他收入	2,701	3,707	3,929	3,713	4,078	4,321	4,653	EBITDA 利率 (%)	27.6%	28.7%	16.9%	18.8%	25.6%	26.3%	26.9%	
销售及管理费用	(4,452)	(6,234)	(6,532)	(5,708)	(6,013)	(6,435)	(6,479)	净利率 (%)	12.1%	14.7%	7.4%	9.4%	15.1%	16.2%	16.7%	
其他开支	(617)	(1,691)	(329)	(945)	(600)	(600)	(600)	营运表现								
营业利润	16,987	26,235	15,307	18,015	31,219	33,516	35,003	SG&A/收入 (%)	5.2%	5.4%	5.0%	4.3%	4.0%	4.2%	4.2%	
财务费用	(4,506)	(3,626)	(3,020)	(3,268)	(3,408)	(3,239)	(3,509)	实际税率 (%)	17.8%	25.3%	22.2%	21.4%	18.0%	18.0%	18.0%	
税前盈利	12,704	22,554	12,607	15,890	27,762	30,228	31,446	库存周转天数	0.0	90.9	95.1	113.8	112.5	112.5	112.5	
所得税	(2,260)	(5,705)	(2,798)	(3,393)	(4,997)	(5,441)	(5,660)	应付账款天数	0.0	5.2	6.7	8.5	8.5	8.0	8.0	
少数股东应占利润	(51)	775	1,107	1,037	1,889	2,057	2,140	应收账款天数	0.0	60.8	40.2	27.8	30.0	30.0	36.0	
净利润	10,445	16,849	9,809	12,498	22,765	24,787	25,786	财务状况								
折旧及摊销	6,794	6,672	6,903	7,141	7,190	6,806	6,468	净负债/股本	1.4	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	
EBITDA	23,781	32,907	22,210	25,156	38,409	40,321	41,471	收入/总资产	1.02	1.35	1.34	1.18	1.37	1.44	1.49	
EPS (基本)	1.22	1.77	0.94	1.21	2.20	2.40	2.50	总资产/股本	15.00	7.63	8.31	8.06	6.88	5.93	5.17	
增长								盈利对利息倍数	3.8	7.2	5.1	5.5	9.2	10.3	10.0	
总收入 (%)		32.9%	15.0%	1.5%	12.5%	1.9%	0.7%									
EBITDA (%)		38.4%	-32.5%	13.3%	52.7%	5.0%	2.9%									
每股收益 (%)		45.1%	-47.2%	29.3%	82.1%	8.9%	4.0%									
资产负债表						现金流量表										
人民币百万元财务年度截至12月31日	20年实际	21年实际	22年实际	23年实际	24年预测	25年预测	26年预测	人民币百万元财务年度截至12月31日	20年实际	21年实际	22年实际	23年实际	24年预测	25年预测	26年预测	
现金	45,465	49,227	27,385	31,721	51,068	77,943	87,218	经营活动								
应收账款及应收票据	19,493	19,203	10,184	10,466	14,586	10,948	19,905	除税前利润	12,704	22,554	12,607	15,890	27,762	30,228	31,446	
存货	19,718	22,705	37,268	33,958	38,893	34,218	38,804	未计营运资金变动前的现金流量	23,623	33,274	22,430	25,071	37,507	39,171	39,985	
其他流动资产	12,757	12,393	12,732	11,249	11,249	11,249	11,249	所得税	(2,430)	(5,001)	(6,148)	(1,686)	(4,997)	(5,441)	(5,660)	
流动资产总额	97,434	103,528	87,568	87,395	115,797	134,358	157,176	其他营运活动								
物业厂房及设备	64,750	63,442	68,060	70,200	66,179	62,622	59,484	营运现金流	17,779	28,650	7,622	22,402	27,585	39,732	23,059	
无形资产	27	33	34	43	35	27	19	投资活动								
其他固定资产	19,320	21,418	30,080	42,682	43,237	43,779	44,307	资本开支	(8,026)	(7,195)	(10,631)	(18,990)	(7,069)	(7,132)	(7,195)	
非流动资产总额	84,097	84,892	98,174	112,925	109,451	106,428	103,810	其他投资活动	1,052	1,732	(6,141)	1,101	4,123	4,372	4,708	
总资产	181,531	188,421	185,742	200,320	225,248	240,786	260,986	投资活动现金流	(6,974)	(5,463)	(16,773)	(17,889)	(2,946)	(2,760)	(2,487)	
应付账款	13,377	18,735	14,911	11,648	15,778	13,466	15,743	融资活动								
短期银行贷款	22,777	21,011	30,534	30,489	33,982	37,649	41,500	银行贷款变化	1,827	2,341	(1,197)	3,326	3,493	3,667	3,851	
其他短期负债	37,197	23,321	25,928	31,892	31,892	31,892	31,892	支付利息	(4,677)	(4,181)	(3,559)	(3,207)	(3,408)	(3,239)	(3,509)	
流动负债总额	73,351	63,067	71,373	74,029	81,652	83,007	89,134	股息	(3,768)	(7,288)	(9,023)	(4,369)	(6,877)	(12,526)	(13,638)	
长期银行贷款	11,484	15,371	4,994	8,622	8,622	8,622	8,622	其他融资活动	(532)	(10,268)	989	4,049	1,500	2,000	2,000	
其他负债	19,894	17,545	13,069	11,413	12,830	14,751	16,677	融资活动现金流	(7,150)	(19,396)	(12,790)	(200)	(5,292)	(10,097)	(11,296)	
非流动负债总额	31,378	32,915	18,063	20,035	21,451	23,373	25,299	现金变化								
总负债	104,729	95,982	89,436	94,064	103,103	106,380	114,433	期初持有现金	41,857	45,465	49,227	27,385	31,721	51,068	77,943	
非控股权益	5,606	11,131	11,807	14,012	15,901	17,957	20,097	期末持有现金	45,465	49,227	27,385	31,721	51,068	77,943	87,218	
总权益	76,802	92,439	96,306	106,256	122,145	134,406	146,553									
每股净资产(元)	8.93	10.19	10.36	11.21	12.89	14.18	15.47									
营运资金	24,082	40,462	16,195	13,366	34,145	51,351	68,042									

資料來源：公司資料，第一上海研究部預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話：(852) 2522-2101
傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。