

# 成本减值拖累业绩，但行业中期向好

华泰研究

年报点评

2023年3月23日 | 中国内地/中国香港

基本金属及加工

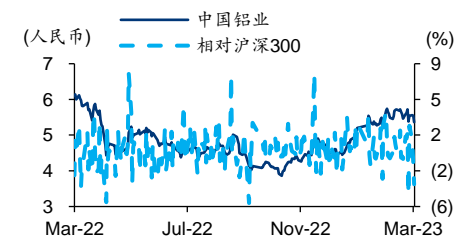
	2600 HK	601600 CH
投资评级:	增持(下调)	买入(维持)
目标价:	港币: 4.20	人民币: 7.30

研究员	王帅
SAC No. S0570520110001	bruce.wang@htsc.com
SFC No. AOH868	+(86) 21 2897 2099

## 基本数据

(港币/人民币)	2600 HK	601600 CH
目标价	4.20	7.30
收盘价(截至3月22日)	3.85	5.36
市值(百万)	66,072	91,986
6个月平均日成交额(百万)	109.73	542.95
52周价格范围	2.21-5.00	3.86-6.14
BVPS	3.17	3.17

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 成本上涨、减值及研发费用拖累 2022 业绩，但行业中期向好趋势不变

中国铝业 2022 年实现归母净利润 41.9 亿元，同比下滑 27.2%；其中 4Q22 录得亏损 7.1 亿。利润下滑主要受减值损失（53 亿元）及研发费用攀升（增长 24 亿元至 48 亿元）影响。2022 年公司原铝产量同比增长 8%，但原料成本同比大幅上涨导致毛利下滑。我们预计在复产节奏下 2023 年电解铝行业季度盈利波动或加大，但西南电力供应紧张对铝价形成一定支撑，预计全年铝价中枢将小幅下移至 18,800 元/吨，但成本下行将部分抵消价格下降的影响。下调中国铝业 H 股评级至“增持”，目标价 4.20 港币（1.3x 23E BVPS）；维持 A 股“买入”评级，目标价 7.30 元（较 H 股溢价 80%），23-25E EPS 分别为 0.21/0.44/0.42 元。

## 产能利用率稳步提升，但原料成本上涨侵蚀毛利

2022 年公司主要产品产量均实现增长：氧化铝产量 1,764 万吨，基本持平于 21 年。原铝产量 688 万吨，同比提升 8%，增量主要来自中铝连城复产以及云铝股份产量提升；公司电解铝产能利用率同比增加 7.7 个百分点。板块盈利方面，由于 22 年原辅料及能源成本大幅上涨，公司毛利同比下滑。氧化铝板块毛利同比下滑 3.1%，毛利率下降 1.2 个百分点至 17.5%；原铝板块毛利同比下滑 16.1%，毛利率下滑 5 个百分点至 12.8%。

## 降本增效持续，资产质量优化，债务持续消减

截至 2022 年末，公司资产负债率为 58.7%，较 2021 年下降 1.44 个百分点，实现连续五年下降，较 2018 年末的 67.6% 降幅显著。公司债务结构进一步优化，短期负债占比由 2021 年的 32% 下降至 25%。全年财务费用同比下降 18% 至 35 亿元。公司于 2022 年实施了云铝股份及平果铝业的股权收购，资本开支较 2021 年增加 73 亿元至 141 亿元。并表云铝股份后，云铝优质的电解铝及铝加工资产将优化公司资产结构以及加速实现绿色转型。

## 限电扰动支撑 2023 年铝价，2024 年行业盈利中枢有望上移

云南在今年 2 月再次受到限电影响，叠加去年的减产幅度，两轮共计减产约 190 万吨。本轮限电除了减产的直接冲击外，西南地区的复产节奏也受此影响有所放慢，限电干扰下铝价下方支撑得以巩固。但行业在潜在复产压力下供需较 22 年有所宽松，预计铝价中枢略有下移至 18,800 元/吨。受能源价格回落以及氧化铝产能过剩影响，预计主要成本项将有所下移，部分抵消价格下降带来的利润收缩。中长期来看，能源转型下的汽车轻量化以及风光电装机提升将继续推动电解铝需求稳步增长；而供应端由于国内产能已经达到天花板，电解铝供需面在 2024 年开始将显著收紧。

风险提示：复产进度超预期，下游需求恢复不及预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	269,748	290,988	327,307	339,451	339,451
+/-%	45.03	7.87	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润 (人民币百万)	5,080	4,192	3,674	7,544	7,242
+/-%	585.50	(17.47)	(12.34)	105.30	(4.00)
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.30	0.24	0.21	0.44	0.42
ROE (%)	8.85	7.43	6.81	12.79	11.05
PE (倍)	18.11	21.94	25.03	12.19	12.70
PB (倍)	1.52	1.76	1.66	1.47	1.34
EV EBITDA (倍)	6.75	3.82	4.20	2.42	2.19

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图1: 主要调整

	前值	现值	变化 (%)				
目标价(港币)	4.6	4.2	(8.7)				
目标价(人民币)	7.5	7.3	(2.7)				

	2023E			2024E			2025E
	前值	现值	变化 (%)	前值	现值	变化 (%)	现值
<b>基准价格</b>							
SHFE 电解铝(元/吨)	21,000	18,800	(10.5)	22,000	20,000	(9.1)	20,000
国内氧化铝价格(元/吨)	2,410	2,850	18.3	2,410	2,900	20.3	2,900

资料来源: 华泰研究预测

图2: 主要经营和财务数据

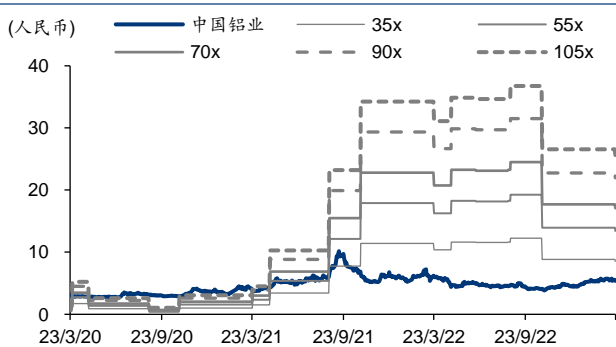
经营数据	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>氧化铝</b>								
产量(百万吨)	1,351	1,380	1,453	1,753	1,764	1,764	1,764	1,764
销量(百万吨)	745	723	774	611	523	523	523	523
自产平均售价(含税,元/吨)	2,923	2,735	2,456	2,785	2,924	2,869	2,919	2,919
<b>电解铝</b>								
产量(百万吨)	417	379	369	386	688	680	700	700
销量(百万吨)	429	378	369	629	685	680	700	700
自产平均售价(含税,元/吨)	14,364	13,861	14,169	19,099	20,214	19,062	20,279	20,279
<b>主要财务数据(百万元)</b>								
营业收入	180,240	190,074	185,994	298,885	290,988	327,307	339,451	339,451
主营业务成本	(164,310)	(176,256)	(170,675)	(262,223)	(257,603)	(299,287)	(301,831)	(303,166)
毛利润	15,930	13,818	15,319	36,662	33,385	28,020	37,621	36,285
毛利率(%)	9%	7%	8%	12%	11%	9%	11%	11%
销售及管理费用	(2,497)	(1,673)	(1,457)	(383)	(419)	(471)	(489)	(489)
其他营业收入净额	(11,009)	(10,188)	(11,559)	(21,029)	(19,284)	(17,517)	(16,537)	(16,026)
营业利润	2,424	1,957	2,303	15,250	13,682	10,032	20,595	19,771
财务费用净额	(4,484)	(4,720)	(4,241)	(4,274)	(3,505)	(3,079)	(2,663)	(2,152)
税前利润	2,430	2,114	2,155	14,186	13,209	10,032	20,595	19,771
所得税	(823)	(626)	(582)	(2,870)	(2,366)	(1,866)	(3,832)	(3,678)
少数股东权益	(738)	(637)	(832)	(5,557)	(6,651)	(4,491)	(9,220)	(8,851)
归母净利润	870	851	741	5,759	4,192	3,674	7,544	7,242

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

## 估值方法

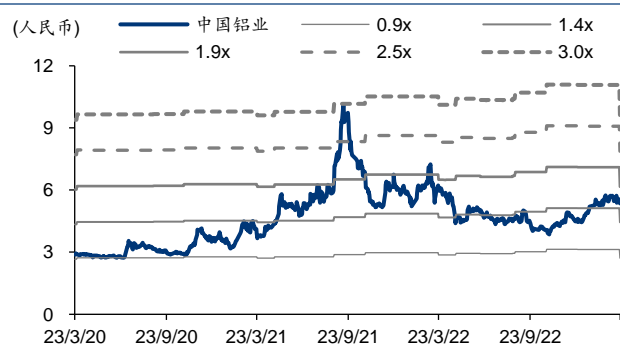
我们下调中国铝业 H 股评级至“增持”，目标价为 4.20 港币，基于 1.3x 23E BVPS，与公司历史平均 PB 值一致；维持 A 股“买入”评级，目标价 7.30 元，较 H 股溢价 80%，与公司历史 A-H 平均溢价水平一致。

图3: 中国铝业 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图4: 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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	54,110	54,536	70,618	90,493	114,067
现金	21,085	19,260	30,096	54,393	73,305
应收账款	3,031	4,106	3,922	4,404	3,922
其他应收账款	2,358	1,712	1,712	1,712	1,712
预付账款	1,001	2,180	2,180	2,180	2,180
存货	21,643	24,712	29,144	25,170	29,384
其他流动资产	4,992	2,565	3,563	2,633	3,563
<b>非流动资产</b>	170,753	157,812	151,985	146,031	139,950
长期投资	9,793	9,743	9,743	9,743	9,743
固定投资	116,408	106,997	102,417	97,722	92,912
无形资产	17,472	16,890	15,643	14,384	13,114
其他非流动资产	27,080	24,182	24,182	24,182	24,182
<b>资产总计</b>	224,863	212,348	222,602	236,523	254,017
<b>流动负债</b>	61,916	62,367	65,074	62,773	65,287
短期借款	11,937	6,461	6,461	6,461	6,461
应付账款	13,909	15,440	18,659	15,730	18,811
其他流动负债	36,069	40,466	39,954	40,582	40,015
<b>非流动负债</b>	73,250	62,225	62,225	62,225	62,225
长期借款	42,933	34,063	34,063	34,063	34,063
其他非流动负债	30,317	28,162	28,162	28,162	28,162
<b>负债合计</b>	135,165	124,592	127,299	124,998	127,512
少数股东权益	29,214	33,353	37,844	47,064	55,915
股本	17,023	17,162	17,162	17,162	17,162
资本公积	31,167	22,515	22,515	22,515	22,515
留存公积	8,702	12,150	15,207	22,208	28,338
归属母公司股东权益	60,484	52,403	55,459	62,461	68,591
<b>负债和股东权益</b>	224,863	212,348	222,602	236,523	254,017

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	28,306	27,806	17,667	30,637	25,311
净利润	11,317	10,843	8,165	16,763	16,092
折旧摊销	9,869	9,723	9,271	9,398	9,524
财务费用	4,274	3,505	3,079	2,663	2,152
投资损失	901.40	(668.19)	(309.54)	(309.54)	(309.54)
营运资金变动	2,676	(1,078)	(2,539)	2,122	(2,149)
其他经营现金	(730.33)	5,482	0.01	0.00	0.00
<b>投资活动现金</b>	(820.27)	(3,479)	0.00	0.00	0.00
资本支出	(2,136)	(4,751)	(6,192)	(7,262)	(7,494)
长期投资	710.78	(257.92)	309.54	309.54	309.54
其他投资现金	604.50	1,530	5,883	6,952	7,184
<b>筹资活动现金</b>	(18,478)	(27,038)	0.00	0.00	0.00
短期借款	(85,294)	(49,626)	(17,667)	(30,637)	(25,311)
长期借款	(4,274)	(3,505)	(3,079)	(2,663)	(2,152)
普通股增加	0.00	138.92	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(64,616)	(27,395)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	135,706	53,349	20,746	33,300	27,463
现金净增加额	9,082	(2,867)	17,667	30,637	25,311

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	269,748	290,988	327,307	339,451	339,451
营业成本	241,618	257,603	299,287	301,831	303,166
营业税金及附加	2,248	2,860	3,217	3,337	3,337
营业费用	314.93	418.91	471.20	488.68	488.68
管理费用	3,722	4,092	4,602	4,773	4,773
财务费用	3,714	3,505	3,079	2,663	2,152
资产减值损失	(3,071)	(4,884)	3,000	2,000	2,000
公允价值变动收益	(59.21)	59.07	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(216.68)	668.19	309.54	309.54	309.54
<b>营业利润</b>	11,208	13,682	10,032	20,595	19,771
营业外收入	100.68	113.88	0.00	0.00	0.00
营业外支出	(1,130)	(587.38)	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	10,179	13,209	10,032	20,595	19,771
所得税	2,390	2,366	1,866	3,832	3,678
<b>净利润</b>	7,789	10,843	8,165	16,763	16,092
少数股东损益	2,709	6,651	4,491	9,220	8,851
归属母公司净利润	5,080	4,192	3,674	7,544	7,242
EBITDA	13,868	26,436	22,382	32,656	31,447
EPS (人民币, 基本)	0.30	0.24	0.21	0.44	0.42

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	45.03	7.87	0.00	0.00	0.00
营业利润	386.72	22.08	(26.68)	105.30	(4.00)
归属母公司净利润	585.50	(17.47)	(12.34)	105.30	(4.00)
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	10.43	11.47	8.56	11.08	10.69
净利率	2.89	3.73	2.49	4.94	4.74
ROE	8.85	7.43	6.81	12.79	11.05
ROIC	10.61	12.46	10.76	23.41	26.49
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	60.11	58.67	57.19	52.85	50.20
净负债比率 (%)	71.71	77.08	58.88	28.53	10.20
流动比率	0.87	0.87	1.09	1.44	1.75
速动比率	0.49	0.43	0.59	0.99	1.25
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.29	1.33	1.51	1.48	1.38
应收账款周转率	69.36	81.54	81.54	81.54	81.54
应付账款周转率	20.23	17.55	17.55	17.55	17.55
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.24	0.21	0.44	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	1.62	1.03	1.79	1.47
每股净资产(最新摊薄)	3.52	3.05	3.23	3.64	4.00
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	18.11	21.94	25.03	12.19	12.70
PB (倍)	1.52	1.76	1.66	1.47	1.34
EV EBITDA (倍)	6.75	3.82	4.20	2.42	2.19

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 王帅, 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。
- 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](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

- 分析师王帅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。
- 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。

### 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），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

**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58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

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>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司