

铝

中国铝业（601600.SH）

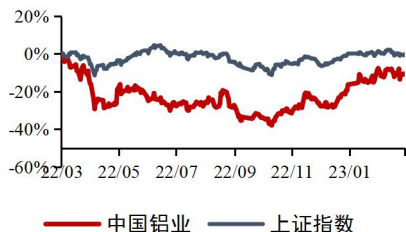
增持-B(首次)

成本上涨拖累公司业绩，持续降本增效与结构优化

2023年3月22日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



数据来源：最闻

市场数据：2023年3月21日

收盘价(元):	5.54
年内最高/最低(元):	6.34/3.85
流通A股/总股本(亿):	130.79/171.62
流通A股市值(亿):	724.56
总市值(亿):	950.75

数据来源：最闻

基础数据：2022年12月31日

基本每股收益:	0.24
摊薄每股收益:	0.24
每股净资产(元):	5.11
净资产收益率:	12.36

数据来源：最闻

分析师:

杨立宏

执业登记编码: S0760522090002

邮箱: yanglihong@sxzq.com
SS

事件描述

➢ 公司发布2022年年度报告，2022年公司实现营收2909.88亿元，同减2.64%；实现归母净利润41.92亿元，同减27.22%；实现扣非归母净利润31.31亿元，同减55.46%；基本每股收益0.239元，同减26.69%。其中，2022Q4实现营收849.16亿元，同增13.50%，环增39.97%；实现净利润38.47亿元，环增266.47%；实现归母净利润-3.75亿元。

事件点评

➢ 原材料价格上涨致毛利率下降，2022年公司业绩有所下滑。氧化铝板块：2022年公司氧化铝销售量为523万吨，同比减少14%；单吨毛利为1868元，同比增长13%，由于单吨成本涨幅(22%)大于单吨毛利，毛利率由2021年的18.66%下降至17.52%。电解铝板块：2022年公司电解铝销量为685万吨，同比增长9%；单吨成本1.76万元/吨，同比增长14%，由于单吨价格涨幅(7%)小于单吨成本，单吨毛利由2021年的3355元下降至2584元，降幅为23%；毛利率由2021年的17.81%下降至12.78%。能源板块：2022年公司煤炭产量1074万吨，同比增长30.34%；同时，受益于煤炭销售价格上涨，2022年公司能源板块税前利润22.01亿元较2021年的-2.35亿元增利24.36亿元。

➢ 电解铝行业成本下降，预计2023年盈利能力增强。2022年原材料与电力成本大幅上涨使电解铝企业盈利能力下降，2023年成本压力得到缓解。根据百川盈孚数据，3月17日电解铝行业加权平均完全成本为17336元/吨，较年初下降292元/吨，降幅为1.66%；成本下降主要为预焙阳极成本下降所致(价格较年初-14.30%)。此外，海外能源危机造成欧洲多家电解铝企业停产减产，国内西南地区枯水期限电导致电解铝减产约300万吨(百川盈孚数据)，随着国内经济复苏需求回暖，电解铝供需偏紧有望支撑价格。

➢ 持续降本增效，资产结构逐步优化。公司是资源型企业，不仅在国内铝土矿资源拥有量第一，还在海外拥有铝土矿资源18亿吨左右，资源保证度高；是铝行业的龙头企业，有完整的产业链，深化成本领先战略，2022年公司电解铝单吨毛利(2584元)高出行业平均水平(2349元)235元/吨。2022年公司氧化铝产量1764万吨，自供率100%；电力与铝土矿部分自供，一体化布局有助于公司降本增效。公司收购云铝股份29.10%股权，成为云铝股份控股股东，并将其纳入合并报表范围，优化自身资产结构的同时，也有助于发挥资源端优势并向绿色铝转型。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.63/0.70/0.95，对应公司 3 月 21 日收盘价 5.54 元，2023-2025 年 PE 分别为 8.8/7.9/5.8，首次覆盖给予“增持-B”评级。

风险提示

➤ 电解铝下游需求不及预期风险；原材料与能源价格波动风险；铝土矿出口国政策变动风险。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	269,748	290,988	322,272	337,829	350,050
YoY(%)	45.0	7.9	10.8	4.8	3.6
净利润(百万元)	5,080	4,192	10,861	12,033	16,343
YoY(%)	585.5	-17.5	159.1	10.8	35.8
毛利率(%)	10.4	11.5	14.3	14.9	17.1
EPS(摊薄/元)	0.30	0.24	0.63	0.70	0.95
ROE(%)	10.7	12.4	19.3	18.0	19.4
P/E(倍)	18.7	22.7	8.8	7.9	5.8
P/B(倍)	1.7	1.8	1.5	1.3	1.1
净利率(%)	1.9	1.4	3.4	3.6	4.7

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	48714	54536	50487	72365	93235
现金	19178	19260	17307	34362	58941
应收票据及应收账款	4208	4518	5146	4984	5512
预付账款	1015	2180	1358	2351	1492
存货	18678	24712	21818	26589	22264
其他流动资产	5636	3866	4857	4079	5025
非流动资产	143663	157812	163172	159458	152864
长期投资	12988	9743	6845	3956	1073
固定资产	87416	106540	113035	111739	108399
无形资产	15419	16890	17220	17389	17275
其他非流动资产	27840	24639	26072	26374	26117
资产总计	192377	212348	213659	231823	246099
流动负债	52181	62367	50700	56298	51264
短期借款	9219	6461	6461	6461	6461
应付票据及应付账款	15505	22536	18259	24182	18649
其他流动负债	27456	33369	25980	25655	26154
非流动负债	67413	62225	54952	44102	32144
长期借款	52489	49387	42114	31264	19306
其他非流动负债	14924	12838	12838	12838	12838
负债合计	119593	124592	105652	100399	83408
少数股东权益	15519	33353	43361	55036	70324
股本	17023	17162	17162	17162	17162
资本公积	28117	22920	22920	22920	22920
留存收益	8717	12150	31694	53520	82013
归属母公司股东权益	57265	54403	64646	76388	92367
负债和股东权益	192377	212348	213659	231823	246099

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	28306	27806	29948	35172	40646
净利润	7789	10843	20869	23707	31630
折旧摊销	8184	9878	9062	9905	10437
财务费用	3714	3505	1777	1291	300
投资损失	217	-668	-639	-509	-400
营运资金变动	2676	-1078	-1126	774	-1323
其他经营现金流	5727	5326	5	4	2
投资活动现金流	-820	-3479	-13788	-5686	-3446
筹资活动现金流	-18478	-27038	-18113	-12432	-12621
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.24	0.63	0.70	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	1.62	1.75	2.05	2.37
每股净资产(最新摊薄)	3.19	3.05	3.65	4.33	5.27

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	269748	290988	322272	337829	350050
营业成本	241618	257603	276245	287389	290036
营业税金及附加	2248	2860	2763	2985	3113
营业费用	315	419	1550	1288	983
管理费用	3722	4092	4841	5014	5051
研发费用	2362	4805	3056	3586	3970
财务费用	3714	3505	1777	1291	300
资产减值损失	-4456	-5299	-4658	-5395	-5701
公允价值变动收益	-59	59	-5	-4	-2
投资净收益	-217	668	639	509	400
营业利润	11208	13682	28015	31385	41292
营业外收入	101	114	193	139	136
营业外支出	1130	587	566	645	732
利润总额	10179	13209	27642	30879	40697
所得税	2390	2366	6772	7172	9066
税后利润	7789	10843	20869	23707	31630
少数股东损益	2709	6651	10008	11675	15288
归属母公司净利润	5080	4192	10861	12033	16343
EBITDA	21811	26160	38056	41611	50960

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	45.0	7.9	10.8	4.8	3.6
营业利润(%)	386.7	22.1	104.8	12.0	31.6
归属于母公司净利润(%)	585.5	-17.5	159.1	10.8	35.8
获利能力					
毛利率(%)	10.4	11.5	14.3	14.9	17.1
净利率(%)	1.9	1.4	3.4	3.6	4.7
ROE(%)	10.7	12.4	19.3	18.0	19.4
ROIC(%)	7.4	9.6	16.4	18.1	22.7
偿债能力					
资产负债率(%)	62.2	58.7	49.4	43.3	33.9
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.3	1.8
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.7	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
应收账款周转率	60.2	66.7	66.7	66.7	66.7
应付账款周转率	15.6	13.5	13.5	13.5	13.5
估值比率					
P/E	18.7	22.7	8.8	7.9	5.8
P/B	1.7	1.8	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	8.1	7.4	5.0	4.2	3.0

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

