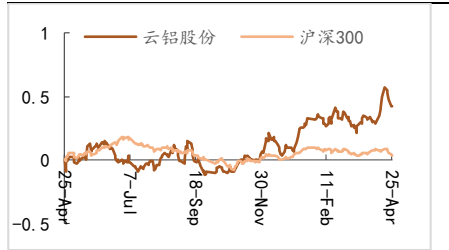


评级： 买入

吴轩  
有色行业首席分析师  
SAC 执业编号: S0110521120001  
wuxuan123@sczq.com.cn  
电话: 021-58820297

刘崇娜  
有色行业研究助理  
liuchongna@sczq.com.cn  
电话: 010-81152687

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	14.46
一年内最高/最低价 (元)	16.11/8.90
市盈率 (当前)	11.58
市净率 (当前)	2.16
总股本 (亿股)	34.68
总市值 (亿元)	501.47

资料来源: 聚源数据

相关研究

核心观点

- **限电减产及铝价下跌, Q1 业绩下滑。**2023 年 Q1 公司实现营业收入 94.43 亿元, 同比下滑 13.35%; 实现归母净利润 8.85 亿元, 同比下滑 21.32%; 扣非归母净利润 8.80 亿元, 同比下滑 21.21%。
- **绿电铝龙头, 区位优势突出。**公司构建了“铝土矿-氧化铝-阳极碳素-电解铝-铝加工”的完整铝产业链, 拥有电解铝产能 305 万吨, 氧化铝产能 140 万吨, 碳素产能 80 万吨, 铝加工产能 157 万吨, 石墨化阴极产能 2 万吨。此外, 与索通发展合资建设年产 90 万吨阳极碳素项目已顺利投产, 公司权益碳素产能达到 113.5 万吨。公司电解铝产能全部位于云南地区, 2 月云南再度实施电解铝厂减产, 根据公司 2023 年经营计划, 预计今年电解铝产量 255 万吨, 较 22 年产量下降 4.67 万吨, 但依然为国内最大的水电铝企业。云南地区用电成本处于行业内偏低水平, 公司产业链协同及区位优势明显。
- **资产负债结构优化, 资产质量显著提升。**公司持续优化资产负债结构, 2022 年公司资产负债率为 35.29%, 较 21 年下降 9.45 个百分点, 且为连续 4 年下降。公司在 2019-2022 年间累计计提资产减值损失 29.48 亿元, 资产质量显著好转。
- **供需结构向好, 铝价有望走高。**西南地区水电铝供给存在不确定性, 火电、光伏等暂时无法快速有效补充水电供应紧张状况。电解铝产能天花板下, 长期供给增量有限。同时, 国内经济复苏, 房地产市场持续改善下, 电解铝需求持续向好。供需结构好转且弱美元支持下, 铝价有望走高, 公司将显著受益。
- **投资建议:** 公司是国内最大的绿电铝生产企业, 产业链一体化及区位优势突出, 电解铝生产成本处于行业较低水平, 盈利能力强。预计公司在 2023-2025 年营业收入分别达到 479.29/518.94/551.04 亿元, 归母净利润分别为 52.31/59.04/64.28 亿元, EPS 分别为 1.51/1.70/1.85。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 云南地区电解铝产能频繁减产, 铝价大幅下跌。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	484.63	479.29	518.94	551.04
营收增速 (%)	16.31%	-1.10%	8.27%	6.19%
净利润 (亿元)	45.69	52.31	59.04	64.28
净利润增速 (%)	37.65%	14.50%	12.86%	8.88%
EPS(元/股)	1.32	1.51	1.70	1.85
PE	10.95	9.59	8.49	7.80

资料来源: Wind, 首创证券

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,245.65	9,271.65	19,566.65	26,937.56	经营活动现金流	6914.47	8816.83	9231.50	10987.40
现金	3,044.87	6,148.30	13,902.42	23,331.54	净利润	5268.02	5230.88	5903.82	6427.89
应收账款	959.66	23.73	1,041.00	89.60	折旧摊销	1782.53	1824.77	1839.87	1853.78
其它应收款	35.61	35.61	35.61	35.61	财务费用	275.06	230.50	1037.87	1102.08
预付账款	120.18	95.79	132.08	108.77	投资损失	-121.07	0.00	0.00	0.00
存货	3,917.81	2,800.69	4,288.01	3,204.51	营运资金变动	-1764.34	729.93	-453.83	619.66
其他	167.52	167.52	167.52	167.52	其它	1474.27	800.75	903.77	984.00
非流动资产	30,813.82	29,259.47	27,640.02	26,006.66	投资活动现金流	-1033.03	-272.86	-222.86	-222.86
长期投资	488.82	488.82	488.82	488.82	资本支出	-2182.37	372.86	272.86	272.86
固定资产	24,379.70	22,970.29	21,511.89	20,015.85	长期投资	-82.19	0.00	0.00	0.00
无形资产	3,125.80	3,046.28	2,966.76	2,887.23	其他	1231.53	-645.72	-495.72	-495.72
其他	2,143.92	2,143.92	2,143.92	2,143.92	筹资活动现金流	-4588.52	-5440.54	-1254.52	-1335.42
资产总计	39,059.47	38,531.12	47,206.67	52,944.22	短期借款	-2247.85	-469.99	0.00	0.00
流动负债	9,046.55	7,116.46	9,216.78	7,795.43	长期借款	-2290.05	-4377.00	0.00	0.00
短期借款	469.99	0.00	0.00	0.00	其他	-50.62	-593.55	-1254.52	-1335.42
应付账款	4,011.72	4,367.98	4,608.67	4,871.21	现金净增加额	1292.91	3103.43	7754.12	9429.12
其他	673.21	673.21	673.21	673.21					
非流动负债	4,736.42	359.42	359.42	359.42	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	4,377.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	359.42	359.42	359.42	359.42	营业收入	16.31%	-1.10%	8.27%	6.19%
负债合计	13,782.96	7,475.88	9,576.19	8,154.84	营业利润	25.07%	14.50%	12.87%	8.88%
少数股东权益	2,925.44	3,726.20	4,629.97	5,613.96	归属母公司净利润	37.65%	14.50%	12.86%	8.88%
归属母公司股东权益	22,351.07	27,329.04	33,000.51	39,175.41	获利能力				
负债和股东权益	39,059.47	38,531.12	47,206.67	52,944.22	毛利率	14.94%	16.97%	19.09%	19.46%
					净利率	9.43%	10.91%	11.38%	11.67%
					ROE	7.95%	19.42%	18.09%	16.55%
					ROIC	19.45%	23.50%	31.74%	36.20%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	偿债能力				
营业收入	48,463.02	47,928.95	51,893.63	55,103.80	资产负债率	35.29%	19.40%	20.29%	15.40%
营业成本	41,221.73	39,794.15	41,986.88	44,378.75	净负债比率	21.59%	13.63%	-0.88%	-13.36%
营业税金及附加	361.84	357.85	387.45	411.42	流动比率	0.91	1.30	2.12	3.46
营业费用	71.16	70.37	76.20	80.91	速动比率	0.48	0.91	1.66	3.04
研发费用	82.55	81.64	88.40	93.87	营运能力				
管理费用	640.27	633.21	685.59	728.00	总资产周转率	1.26	1.24	1.21	1.10
财务费用	233.06	230.50	1,037.87	1,102.08	应收账款周转率	97.48	97.48	97.48	97.48
资产减值损失	-250.79	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	10.71	11.44	11.56	11.63
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
投资净收益	121.07	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.32	1.51	1.70	1.85
营业利润	5,905.05	6,761.22	7,631.23	8,308.78	每股经营现金	1.99	2.54	2.66	3.17
营业外收入	6.64	6.64	6.64	6.64	每股净资产	6.45	7.88	9.52	11.30
营业外支出	5.11	5.11	5.11	5.11	估值比率				
利润总额	5,906.59	6,762.76	7,632.77	8,310.31	P/E	10.95	9.59	8.49	7.80
所得税	638.56	731.12	825.18	898.43	P/B	2.24	1.83	1.52	1.28
净利润	5,268.02	6,031.63	6,807.59	7,411.88					
少数股东损益	699.38	800.75	903.77	984.00					
归属母公司净利润	4,568.64	5,230.88	5,903.82	6,427.89					
EBITDA	7,747.63	8,816.49	10,508.97	11,264.63					
EPS (元)	1.32	1.51	1.70	1.85					

## 分析师简介

吴轩，金融硕士，曾就职于长城证券。2021年12月加入首创证券，负责有色金属板块研究。

刘崇娜，有色行业研究助理，FRM，2022年5月加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券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。

首创证券的销售人员、交易人员以及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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及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。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现