

增持 (维持)

中国铝业 (601600)

行业盈利能力回落, 铝业龙头业绩承压

2023年03月25日

### 投资要点

#### 市场数据

市场数据日期	2023-03-24
收盘价(元)	5.62
总股本(百万股)	17161.59
流通股本(百万股)	17022.67
净资产(百万元)	54403.01
总资产(百万元)	212348.03
每股净资产(元)	3.17

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

#### 相关报告

《【兴证金属·公司点评】中国铝业: 量价齐升, Q3 业绩续创新高》2021-10-27

《【兴证金属·公司点评】中国铝业: 铝业龙头, 业绩大增》2021-08-26

《中国铝业(601600)年报点评: 氧化铝跌价拖累营业利润》2020-03-26

#### 分析师:

赖福洋

laifuyang@xyzq.com.cn

S0190522050001

- **业绩概要:** 公司发布 2022 年年度报告, 2022 年公司实现营业收入 2909.88 亿元, 同比下降 2.64%; 实现归母净利润 41.92 亿元, 同比下降 27.22%; 实现扣非后归母净利润为 31.31 亿元, 同比下降 55.46%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.36 元 (含税)。
- **氧化铝、电解铝利润收窄导致 2022 年公司业绩承压。** 2022 年公司实现氧化铝产量 1764 万吨, 同比增长 0.64%; 原铝产量 688 万吨, 同比增长 9%。公司业绩下滑主要为电解铝、氧化铝产品吨盈利下降所致。2022 年, 受下游需求乏力及联储加息影响, 氧化铝和电解铝价格整体呈下行趋势, 氧化铝及电解铝产品吨盈利承压。根据我们测算, 2022 年公司氧化铝吨毛利为 554 元, 同比下降 22 元 (2021 年为调整后口径), 2022 年公司电解铝产品吨毛利为 2573 元, 同比下降 770 元。此外, 公司 2022 年研发费用达 48.05 亿元, 较去年同期的增加 23.88 亿元。
- **公司 Q4 业绩受费用增加和资产减值影响。** 2022 年公司 Q4 归母净利润为 -7.08 亿元, 环比下滑 7.99 亿元, 主要系 Q4 费用增加和资产大幅减值。公司 Q4 产生期间费用 51.56 亿元, 环比上升 24.80 亿元, 其中销售、管理、研发、财务费用环比分别增加 1.30 亿元、7.76 亿元、11.33 亿元、4.41 亿元。除此以外, 公司 Q4 资产减值损失 17.69 亿, 环比多损 16.59 亿, 对 Q4 业绩形成较大拖累。(注: 2022 年云铝股份和平果铝业纳入上市公司年报合并报表, 因此 Q3 和 Q4 的费用和资产减值数据口径不同, Q4 数据包括了云铝股份和平果铝业)。
- **铝供需格局向好, 铝业龙头充分受益。** 公司是全球铝业龙头, 其氧化铝产能、原铝产能、高纯铝产能、炭素产能、精细氧化铝产能均位居全球第一。未来随着疫情对经济影响逐步消散, 叠加政府稳增长政策发力, 2023 年国内经济有望迎来复苏, 电解铝和氧化铝需求将逐步回暖。供给端, 电解铝产能天花板叠加西南地区限电减产扰动, 2023 年国内电解铝供给压力较小。整体来看, 电解铝供需格局趋紧, 铝价将重回上行通道, 公司有望充分受益。
- **持续推进降本增效。** 公司不断强化管理, 推进三年降本计划 2.0, 2022 年公司产能利用率显著提升, 电解铝和炭素产能利用率分别提升 7.7pct、6.8pct。此外, 2022 年公司氧化铝、炭素一级品率和铝液 99.85 以上槽占比分别提升 5.81、4.05、7.64pct, 创历史最好水平。随着公司不断降本和提升产品质量, 公司盈利能力将进一步提升。
- **盈利预测与投资建议:** 随着国内经济逐步复苏, 铝行业景气度有望回升, 公司作为铝业龙头将充分受益。此外, 随着公司降本措施实施, 公司盈利能力

有望进一步提升。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 36.43、50.80、61.23 亿元，EPS 分别为 0.21、0.30、0.36 元，3 月 24 日收盘价对应 PE 分别为 26.5、19.0、15.8 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示：**下游需求大幅下滑、原材料与能源成本大幅波动等。

#### 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	290988	279817	285799	290739
同比增长	-2.6%	-3.8%	2.1%	1.7%
归母净利润(百万元)	4192	3643	5080	6123
同比增长	-27.2%	-13.1%	39.4%	20.5%
毛利率	11.5%	10.3%	10.7%	11.2%
ROE	7.7%	6.2%	8.0%	8.8%
每股收益(元)	0.24	0.21	0.30	0.36
市盈率	23.0	26.5	19.0	15.8

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

## 附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	54536	62863	77704	94054
货币资金	19260	30834	45844	61466
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	4518	4373	4437	4465
预付款项	2180	1578	1685	1757
存货	24712	23795	23782	24308
其他	3866	2283	1956	2059
<b>非流动资产</b>	157812	152319	143302	135223
长期股权投资	9743	9761	9755	9757
固定资产	106997	102524	94093	86918
在建工程	2280	2248	2248	2254
无形资产	16890	16195	15510	14713
商誉	3495	3502	3501	3500
长期待摊费用	839	749	687	617
其他	17569	17339	17507	17464
<b>资产总计</b>	212348	215182	221006	229277
<b>流动负债</b>	62367	60340	60963	61422
短期借款	6461	8286	7678	7881
应付票据及应付账款	22536	20502	21161	21397
其他	33369	31552	32124	32145
<b>非流动负债</b>	62225	57565	51613	45919
长期借款	34063	29332	23222	17571
其他	28162	28232	28391	28348
<b>负债合计</b>	124592	117904	112576	107342
股本	17162	17162	17162	17162
资本公积	22920	22920	22920	22920
未分配利润	10183	13680	18443	24161
少数股东权益	33353	38877	45127	52678
<b>股东权益合计</b>	87756	97277	108430	121935
<b>负债及权益合计</b>	212348	215182	221006	229277

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	4192	3643	5080	6123
折旧和摊销	9878	9726	9841	9955
资产减值准备	4884	3127	119	-85
资产处置损失	-324	-250	-241	-259
公允价值变动损失	-59	-20	-33	-28
财务费用	3785	3358	3287	3198
投资损失	-668	-375	-326	-285
少数股东损益	6651	5524	6250	7551
营运资金的变动	-1078	-1460	1055	-473
<b>经营活动产生现金流量</b>	27806	23037	25134	25674
<b>投资活动产生现金流量</b>	-3479	-801	-969	-1463
<b>融资活动产生现金流量</b>	-27038	-10661	-9155	-8590
现金净变动	-2867	11574	15011	15621
现金的期初余额	19684	19260	30834	45844
现金的期末余额	16817	30834	45844	61466

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	290988	279817	285799	290739
营业成本	257603	251117	255336	258189
税金及附加	2860	2239	2286	2326
销售费用	419	392	372	378
管理费用	4092	3917	3858	3838
研发费用	4805	4477	4287	4070
财务费用	3505	3358	3287	3198
其他收益	218	188	195	196
投资收益	668	375	326	285
公允价值变动收益	59	20	33	28
信用减值损失	-414	-331	-290	-248
资产减值损失	-4884	-2931	-2345	-1876
资产处置收益	331	250	241	259
<b>营业利润</b>	13682	11889	14533	17385
营业外收入	114	117	114	115
营业外支出	587	732	757	720
<b>利润总额</b>	13209	11273	13890	16779
所得税	2366	2106	2559	3106
净利润	10843	9167	11331	13673
少数股东损益	6651	5524	6250	7551
<b>归属母公司净利润</b>	4192	3643	5080	6123
<b>EPS(元)</b>	0.24	0.21	0.30	0.36

## 主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-2.6%	-3.8%	2.1%	1.7%
营业利润增长率	-10.3%	-13.1%	22.2%	19.6%
归母净利润增长率	-27.2%	-13.1%	39.4%	20.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	11.5%	10.3%	10.7%	11.2%
归母净利率	1.4%	1.3%	1.8%	2.1%
ROE	7.7%	6.2%	8.0%	8.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	58.7%	54.8%	50.9%	46.8%
流动比率	0.87	1.04	1.27	1.53
速动比率	0.48	0.65	0.88	1.14
<b>营运能力</b>				
资产周转率	133.1%	130.9%	131.0%	129.1%
应收帐款周转率	6434%	5866%	6216%	6149%
存货周转率	1068%	991%	1032%	1031%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.24	0.21	0.30	0.36
每股经营现金	1.62	1.34	1.46	1.50
每股净资产	3.17	3.40	3.69	4.04
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	23.0	26.5	19.0	15.8
PB	1.8	1.7	1.5	1.4

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者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,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何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,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司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,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn