

## 业绩稳步提升，期待海外电解铝茁壮成长

2023 年 05 月 10 日

**事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。**2022 年，公司实现营业收入 349.51 亿元，同比增长 21.68%；归母净利润 35.16 亿元，同比增长 3.07%；扣非归母净利润 38.26 亿元，同比增加 14.63%。**2022Q4**，公司归母净利润 6.67 亿元，同比减少 25.20%、环比减少 34.81%；**2023Q1**，公司归母净利润 5.20 亿元，同比减少 28.12%，环比减少 22.18%。业绩符合我们预期。

**2022 年业绩：量价齐升支撑业绩，产品结构继续优化。**量：由于印尼氧化铝投产，公司氧化铝产销量为 294.1 万吨和 297.3 万吨，同比分别增加 29.4%和 31.4%；电解铝产销量分别为 82.4 万吨和 89.9 万吨，同比分别减少 2.5%和 5.5%，保持稳定；由于汽车板产能爬坡较慢，冷轧板卷产量小幅增加，冷轧板卷产销量分别为 84.2 万吨和 84.6 万吨，同比增加 2.0%和减少 6.0%；铝箔产销量为 6.0 万吨和 5.9 万吨，同比分别增加 23.0%和减少 0.7%。**利：**2022 年电解铝内外价差扩大，铝材出口利润高企，加工端量利齐升，支撑公司利润。**高端产品占比提升。**随着汽车板、动力电池箔产能爬坡以及航空板需求恢复，公司产品结构继续优化，2022 年高端产品销量占比 12.7%，同比提升 0.3pct，毛利占比 21.2%，同比提升 1.3pct。

**2023Q1 业绩：加工费下行拖累业绩。**环比来看，主要减利点毛利 (-6.39 亿元)，主要因为罐料加工费下调，且受高价动力煤存货影响，主要增利点有减值损失等 (+3.18 亿元)，主要因为 22Q4 计提减值。同比来看，主要减利点有毛利 (-4.87 亿元)，主要因为铝价下跌以及加工费下降。主要增利点有费用和税金 (+1.52 亿元)，主要因为研发费用下降 1.0 亿元。

**未来看点：1) 新能源车市场高速增长，汽车板需求空间大。**“双碳”背景下，新能源车市场快速增长，汽车能耗要求也越来越高，汽车板需求潜力大，行业竞争格局好，而公司是汽车板龙头，汽车板在产产能 20 万吨，并积极推进三期 20 万吨产能建设，将充分受益。**2) 产品结构继续优化，盈利能力提升。**随着出行恢复，航空板需求回暖，而未来 C919 飞机量产，打开国内航空板需求空间，公司航空板成长性十足，未来随着汽车板+航空板规模扩大，公司产品结构持续优化，盈利能力提升。**3) 印尼布局电解铝，上游成长空间打开。**公司投资 60.6 亿元在印尼建设 25 万吨电解铝和 26 万吨碳素，国内电解铝产能天花板明确，公司布局海外，有望取得先发优势，期待电解铝板块的成长空间。**4) 动力煤走弱推高冶炼利润，铝加工端或将企稳。**公司电力为自备电，受动力煤价影响大，随着动力煤价格走弱，成本下行明显，冶炼利润修复，加工端铝材出口保持平稳，加工费下行压力或将缓解，业绩也将企稳。

**投资建议：**冶炼端利润恢复，加工端开始企稳，业绩开始向好，我们预计公司 2023-2025 年将实现归母净利 39.00 亿元、46.22 亿元和 52.03 亿元，EPS 分别为 0.33 元、0.39 元和 0.44 元，对应 5 月 10 日收盘价的 PE 分别为 10、8 和 8 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**原材料价格大幅上涨，产能释放不及预期，下游需求不及预期等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	34951	35861	39176	41831
增长率 (%)	21.7	2.6	9.2	6.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	3516	3900	4622	5203
增长率 (%)	3.1	10.9	18.5	12.6
每股收益 (元)	0.30	0.33	0.39	0.44
PE	11	10	8	8
PB	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 5 月 10 日收盘价)

### 推荐

维持评级

当前价格：

3.34 元


**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**分析师 张航**

执业证书：S0100522080002

邮箱：zhanghang@mszq.com

**分析师 张建业**

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

**研究助理 吴纪磊**

执业证书：S0100122010038

邮箱：wujilei@mszq.com

### 相关研究

- 1.南山铝业 (600219.SZ) 2022 年半年报点评：Q2 业绩超预期，产品高端化趋势加快-2022/08/31
- 2.南山铝业 (600219.SH) 2021 年年报点评：量利齐升助推业绩，产品升级打开增长空间-2022/04/02
- 3.【民生金属公司点评】南山铝业：成本承压不改业绩亮眼，量价齐升创历史最佳盈利-2022/01/13

## 目录

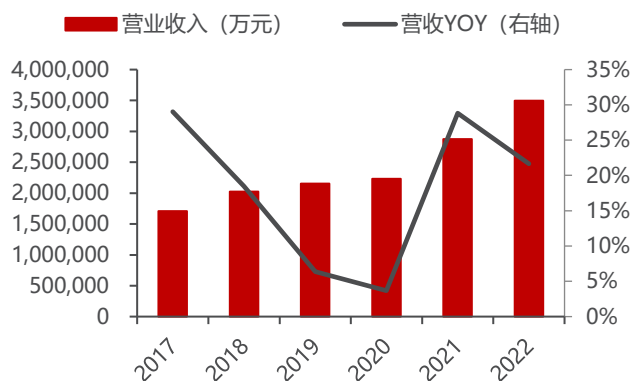
1 事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报.....	3
2 2022 年度业绩：加工端利润向好，业绩小幅增加.....	4
3 2023Q1 业绩：加工费下降拖累业绩.....	6
4 冶炼端利润修复，海外布局翻开新篇章.....	8
5 盈利预测与投资建议.....	11
6 风险提示.....	12
插图目录.....	14
表格目录.....	14

## 1 事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年，公司实现营业收入 349.51 亿元，同比增长 21.68%；归母净利润 35.16 亿元，同比增长 3.07%；扣非归母净利润 38.26 亿元，同比增加 14.63%。2022Q4，公司实现营收 84.24 亿元，同比增加 1.00%、环比减少 2.25%；归母净利润 6.67 亿元，同比减少 25.20%、环比减少 34.81%；扣非归母净利 10.24 亿元，同比增加 19.24%，环比增加 2.25%。

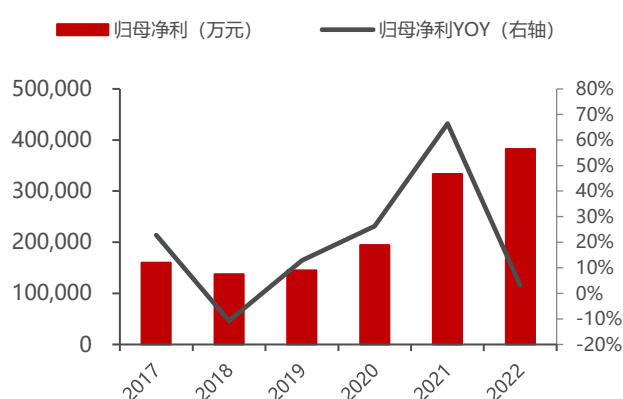
2023Q1，公司实现营收 68.34 亿元，同比减少 22.83%、环比减少 18.87%；归母净利润 5.19 亿元，同比减少 28.12%、环比减少 22.18%；扣非归母净利 5.10 亿元，同比减少 30.70%，环比减少 50.22%。业绩基本符合我们预期。

图1：2022 年，公司营收同比增加 21.68%



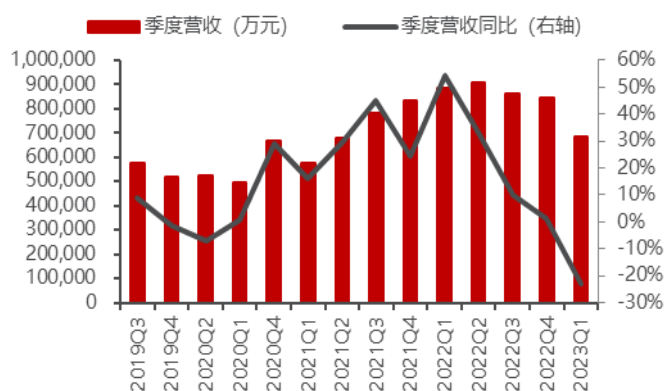
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年，公司归母净利润同比增加 3.07%



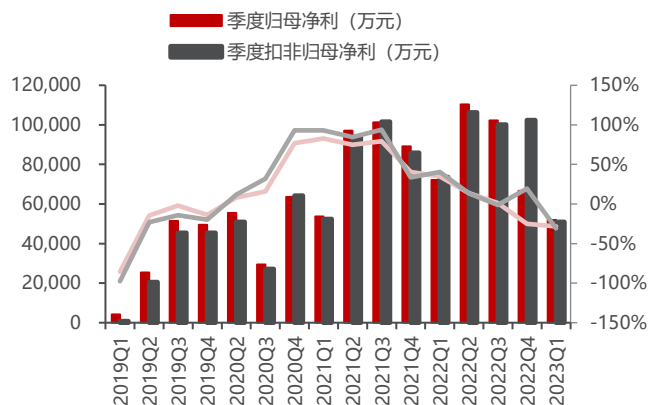
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2023Q1，公司营收环比减少 18.87%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2023Q1，公司归母净利润环比减少 22.18%



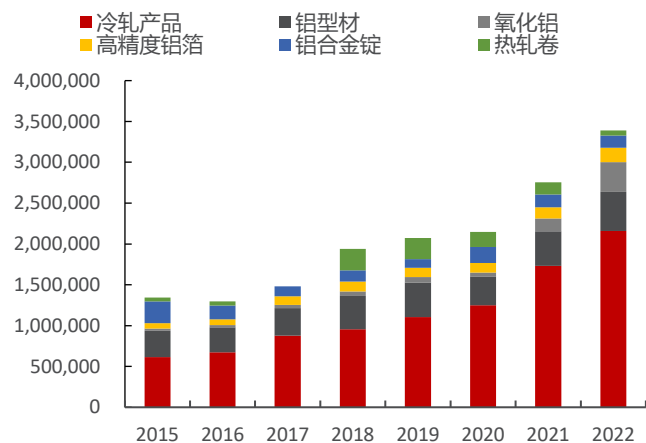
资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 2022 年度业绩：加工端利润向好，业绩小幅增加

**营收方面，冷轧产品营收贡献占比 62.2%。**公司加工端产业链一体化比较完善，产品多以冷轧销售，2022 年，公司冷轧产品营收 215.92 亿元，同比增加 24.74%，占总营收 62.2%；铝型材产品营收 47.82 亿元，同比增加 12.45%，占总营收比 13.8%；氧化铝产品营收 36.43 亿元，同比增加 133.80%，占营收比重 10.5%；高精度铝箔产品营收 17.57 亿元，同比增加 29.53%，占营收比重 5.1%；铝合金锭产品营收 15.13 亿元，同比减少 4.39%，占营收比重 4.4%。

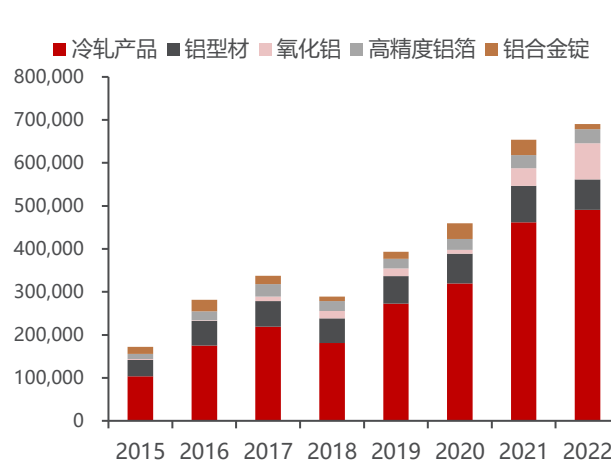
**毛利方面，冷轧产品毛利贡献占比 67.7%。**公司冷轧产品贡献毛利 49.09 亿元，同比增加 5.90%，占总毛利比 67.70%；铝型材产品贡献毛利 7.03 亿元，同比减少 17.33%，占总毛利比 9.69%；氧化铝贡献毛利 8.48 亿元，同比增加 108.73%，占总毛利比 11.69%；高精度铝箔产品贡献毛利 3.24 亿元，同比增加 7.37%，毛利占比 4.47%；铝合金锭产品贡献毛利 1.22 亿元，同比减少 66.36%，毛利占比 1.69%。

图5：2022 年，公司冷轧产品营收占比 62.2% (单位：万元)



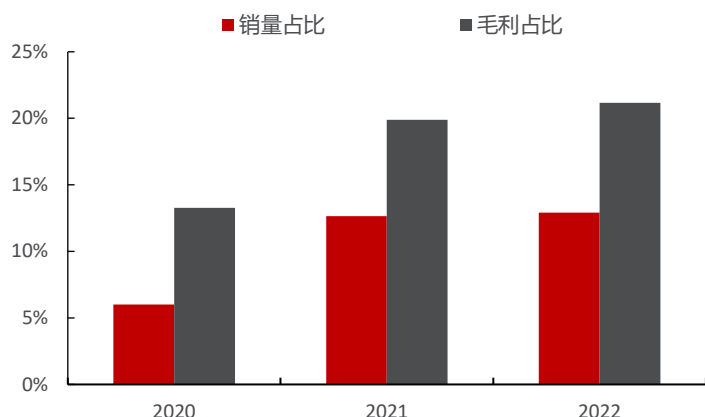
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2022 年，公司冷轧产品毛利占比 67.70% (单位：万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

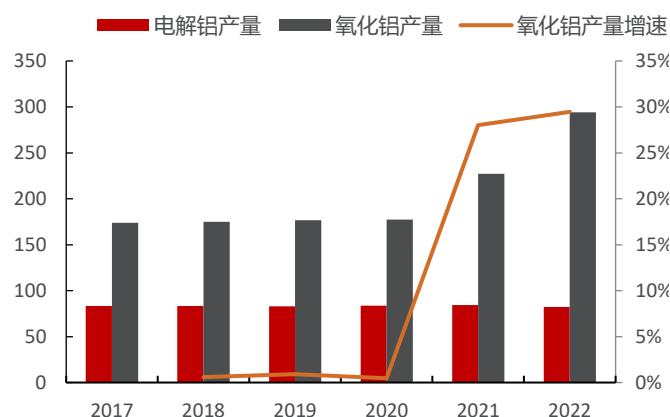
**2022 年，高端产品毛利占比提升至 21.2%，产品结构继续优化。**随着汽车板和动力电池箔产能爬坡以及航空板需求恢复，公司高端产品产销量及毛利进一步提升，2022 年高端产品销量占比 12.9%，同比提升 0.3pct，毛利占比 21.2%，同比提升 1.3pct，汽车板是公司重点布局领域，随着后续产能投产，产品高端化趋势明显。

**图7：2022年，公司高端产品毛利占比提升至21.2%**


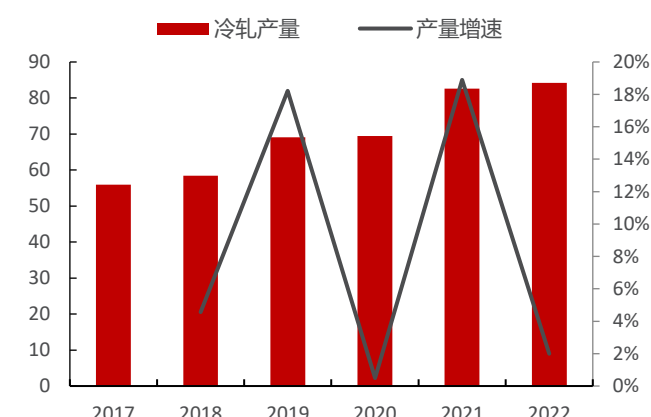
资料来源：wind，民生证券研究院

**量：印尼氧化铝投产，产量增长较快。**分产品看，随着印尼氧化铝投产，公司氧化铝产能快速增加，产销量分别为 294.1 万吨和 297.3 万吨，同比分别增加 29.5%和 31.4%；电解铝产销量分别为 82.4 万吨和 89.9 万吨，同比分别减少 2.5%和 5.5%，基本保持稳定；铝型材产销量分别为 20.0 万吨和 19.4 万吨，同比分别增加 2.3%和 2.0%；由于汽车板产能爬坡较慢，冷轧板卷产量增长缓慢，冷轧板卷产销量分别为 84.2 万吨和 84.6 万吨，同比增加 2.0%和减少 6.0%；铝箔产销量分别为 6.1 万吨和 5.9 万吨，同比分别增加 23.0%和减少 0.7%。

**利：**由于动力煤价格上涨，公司电解铝冶炼端盈利下降较多，而加工端特别是罐料受益于内外价差扩大，出口需求较强，加工费上行，盈利能力提升，量利双增催化加工端业绩。

**图8：2022年，公司氧化铝产量快速增长（单位：万吨）**


资料来源：wind，民生证券研究院

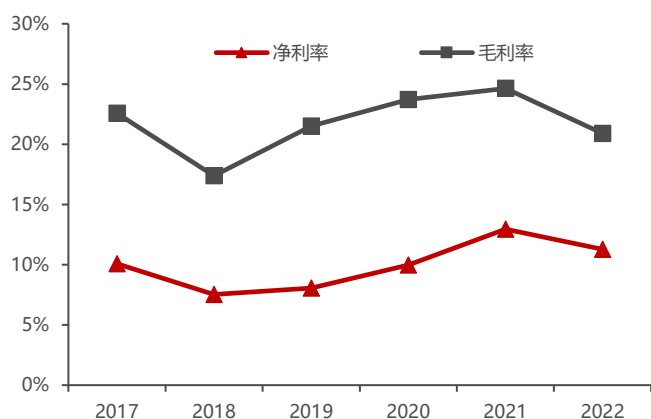
**图9：2022年，公司冷轧产量增长缓慢（单位：万吨）**


资料来源：wind，民生证券研究院

**费用基本保持稳定，三费费率下降 1.60pct，净利率下降 1.67pct。**公司 2022 年三费费用 10.27 亿元，同比下降 20.47%，三费费率 2.90%，同比减少

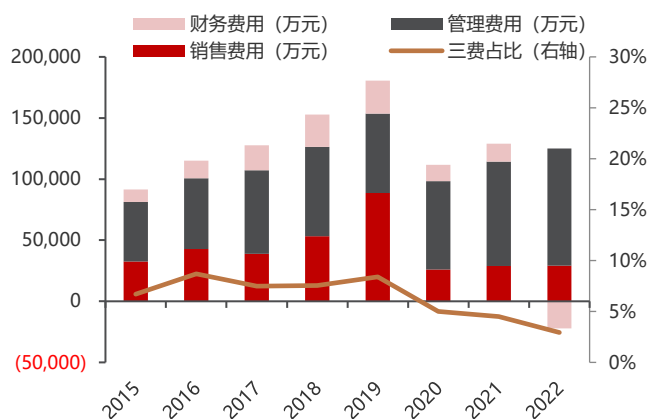
1.60pct, 其中销售费用 2.91 亿元, 同比增加 0.68%; 管理费用为 9.58 亿元, 同比增加 12.22%, 主要因为职工薪酬和经费增加; 财务费用-2.23 亿元, 同比下降 250.87%, 主要因为美元上涨, 汇兑收益同比增加 3.34 亿元。公司毛利率、净利率为 20.91%和 11.28%, 同比分别减少 3.72 pct 和减少 1.67pct。

图10: 2022 年, 公司净利率同比下降 1.67pct



资料来源: wind, 民生证券研究院

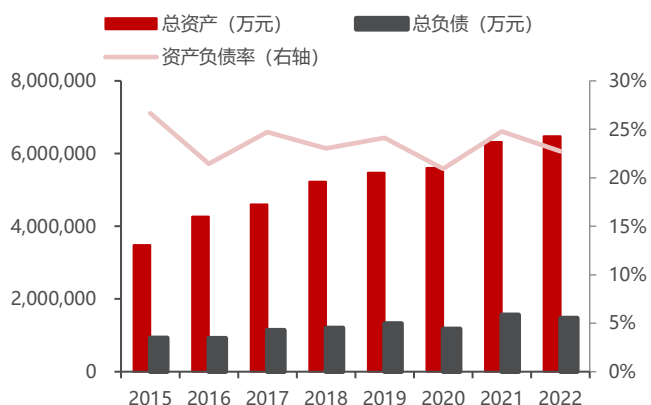
图11: 2022 年, 公司三费率同比下降 1.60pct



资料来源: wind, 民生证券研究院

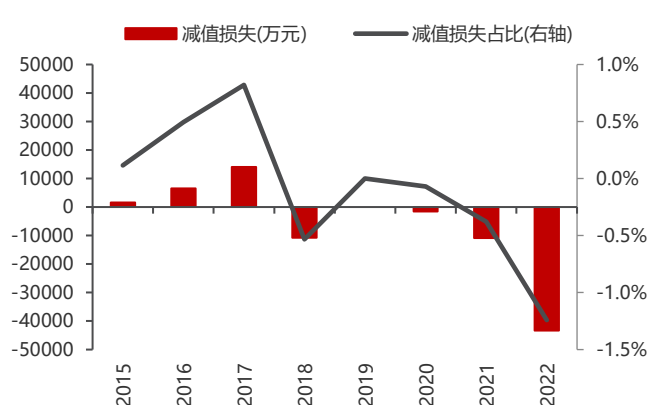
**资产负债表继续优化, 减值计提较多。**公司继续保持高盈利, 资产负债率保持继续下降, 2022 年公司资产负债率低至 22.7%, 同比下降 2.1pct, 公司一方面盈利继续改善, 另一方面投资较多, 预计资产负债率未来或保持平稳。2022 年公司出售锻件资产, 对该部分资产计提减值, 2022 年公司计提资产减值损失 4.34 亿元, 同比增加 3.25 亿元。

图12: 2022 年, 公司资产负债率同比下降 2.1pct



资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 2022 年, 公司资产减值同比增加 3.25 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

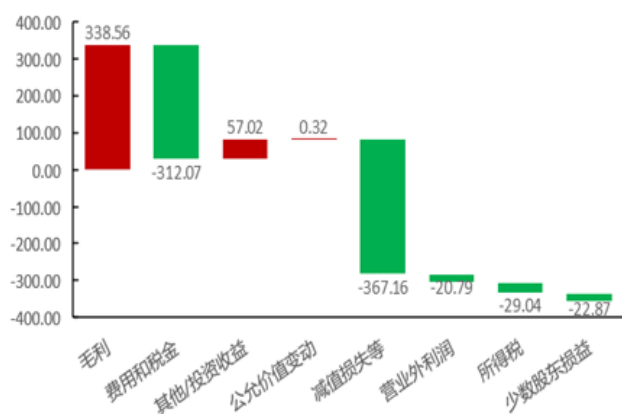
### 3 2023Q1 业绩: 加工费下降拖累业绩

2022Q4, 公司归母净利润同比、环比均下降。环比来看, 主要减利点有费

用和税金 (-3.12 亿元), 主要因为年底管理费用和销售费用计提增加; 减值损失等 (-3.67 亿元), 主要因为处置部分出售资产, 减值计提增加。主要增利点有毛利 (+3.39 亿元), 主要因为公司低价煤炭存货原料增利, 以及印尼氧化铝投产。

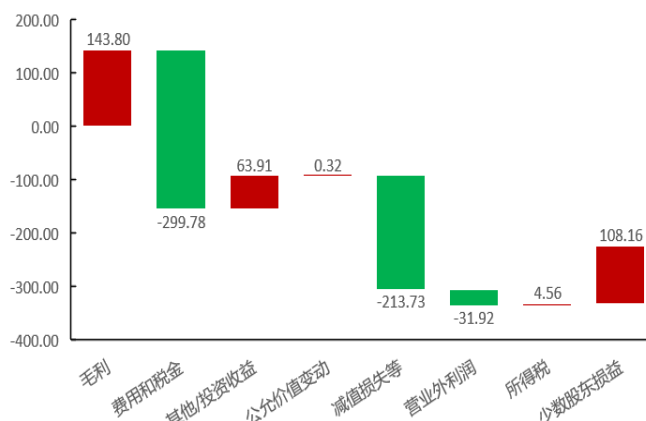
同比来看, 主要减利点有费用和税金 (-3.00 亿元), 主要因为研发费用增加, 21Q4 为低基数; 减值损失等 (-2.14 亿元)。主要增利点有毛利 (+1.44 亿元) 少数股东损益 (+1.08 亿元)。

图14: 2022Q4, 公司归母净利润环比减少 3.56 亿元 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

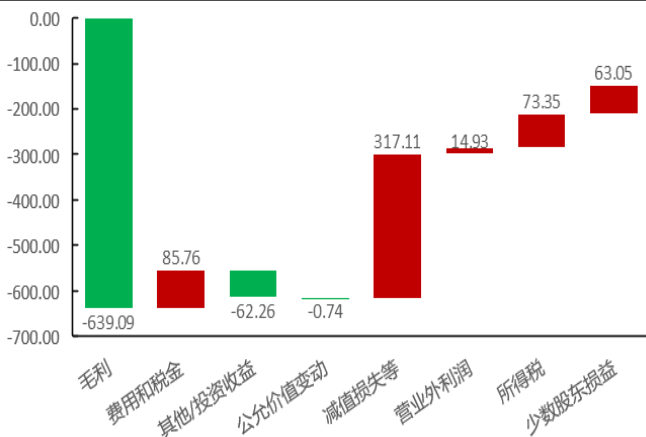
图15: 2022Q4, 公司归母净利润同比减少 2.25 亿元 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

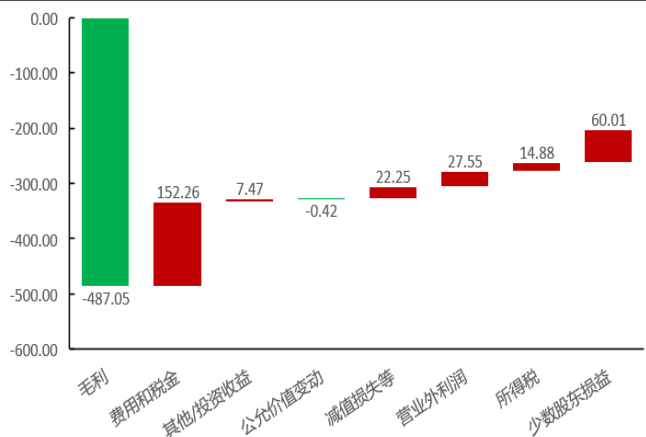
2023Q1, 公司归母净利润同比环比均有所下降。环比来看, 主要减利点毛利 (-6.39 亿元), 主要因为煤价上升, 且部分产品加工费下调, 主要增利点有减值损失等 (+3.18 亿元), 主要因为 22Q4 计提减值。同比来看, 主要减利点有毛利 (-4.87 亿元), 主要因为铝价下跌以及加工费下降。主要增利点有费用和税金 (+1.52 亿元), 主要因为研发费用下降 1.0 亿元。

图16: 2023Q1, 公司归母净利润环比减少 1.48 亿元 (单位: 百万元)



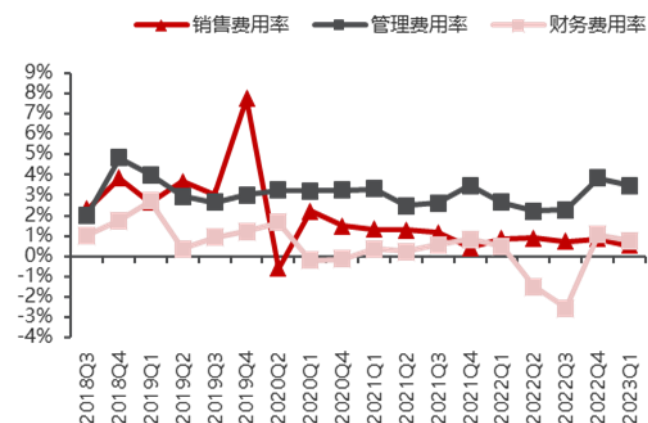
资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 2023Q1, 公司归母净利润同比减少 2.03 亿元 (单位: 百万元)

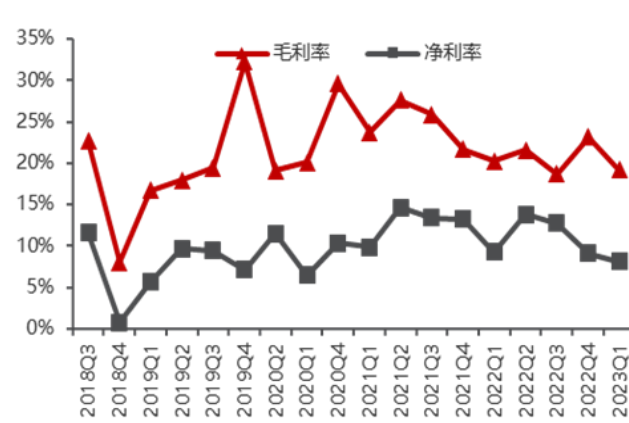


资料来源: wind, 民生证券研究院

**三费费用保持平稳, 三费费率环比下降 0.9pct, 毛利率环比下降 3.97pct, 净利率环比下降 0.96pct。**从费用率来看, 公司三费费率表现略有下降, 2023Q1 公司管理费用率环比下降 0.3pct, 销售费用率环比下降 0.3pct, 财务费用率环比下降 0.3pct, 主要因为 22Q4 费用计提较多。2023Q1 公司毛利率、净利率分别为 19.16%和 8.16%, 同比分别下降 1.13pct、1.10pct, 主要因为铝价和加工费下跌, 公司盈利能力下降, 环比分别下降 3.97pct 和 0.96pct, 主要因为高价煤炭存货影响, 成本上升, 而减值大幅下降, 净利率下降较少。

**图18: 2023Q1, 三费费率环比下降 0.9pct**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**图19: 2023Q1, 净利率环比下降 0.96pct**


资料来源: wind, 民生证券研究院

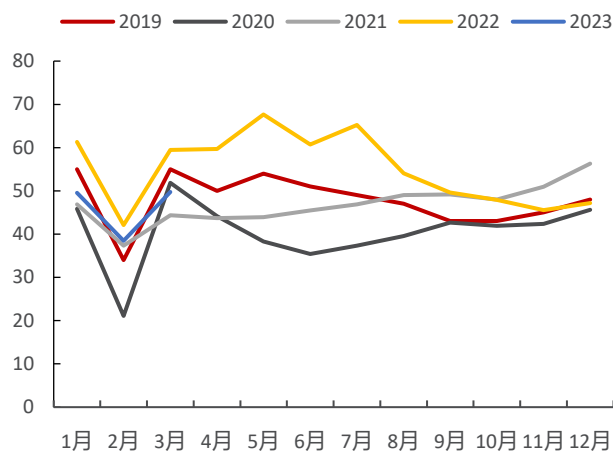
## 4 冶炼端利润修复, 海外布局翻开新篇章

**电解铝冶炼利润恢复, 传统罐料箔需求或企稳。**。由于能源供应恢复, 能源价格开始走弱, 动力煤价格从 2022 年 10 月的超过 1600 元/吨, 跌至 2023 年 4 月底的 1000 元/吨附近, 公司电力供应为自备电, 主要以动力煤为原料, 市场煤价格大幅下跌, 加上石油焦价格下跌, 电解铝冶炼利润修复明显。随着美联储激进加息, 2022 年 7 月以来, LME 铝价大幅下跌, 国内铝材出口大幅下滑, 随着国内压力弱化, 欧洲电解铝供应仍未恢复, 海外供需仍然偏紧, 国内铝材出口基本持稳, 加上国内需求逐步恢复, 罐料箔需求将逐步企稳。



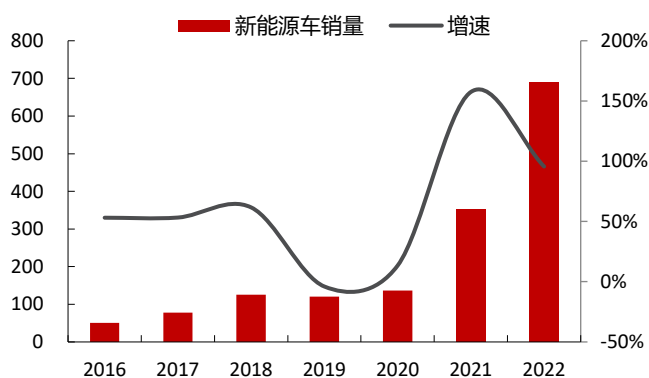
**图20: 国内动力煤价格走弱 (单位: 元/吨)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

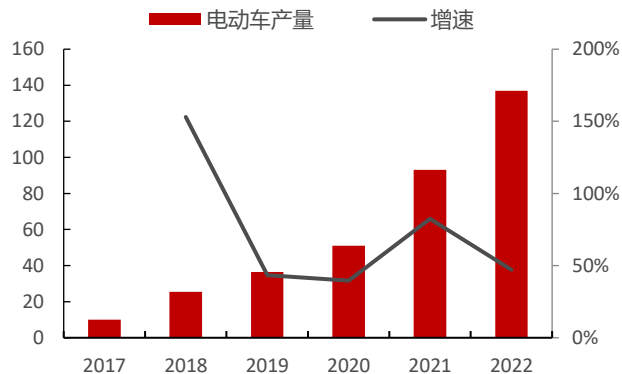
**图21: 国内未锻轧铝及铝材出口量 (单位: 万吨)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**新能源车市场快速发展, 汽车板需求前景广阔。**汽车板是公司未来铝加工主要发展方向, 2022 年新能源车市场高速发展, 销量 688.7 万辆, 同比增加 95.6%, T 公司是主要应用汽车板公司, 2022 年销量 137.0 万吨, 同比增加 47.2%, 也保持高速增长, 汽车板需求旺盛。随着“双碳”政策确立, 碳减排约束越来越严, 汽车轻量化将提速, 新能源车对轻量化需求更强, 汽车板应用有望加快, 前景广阔。

**图22: 新能源车市场快速增长 (单位: 万辆)**


资料来源: Wind, 民生证券研究院

**图23: T 公司汽车增长明显 (单位: 万辆)**


资料来源: Wind, 民生证券研究院

**20 万吨汽车板项目积极推进, 产品结构继续优化。**公司在新能源车领域积极布局, **汽车板方面**, 目前在产产能 20 万吨, 产能逐步释放, 在建 20 万吨产能积极推进, 届时公司将拥有汽车板产能 40 万吨/年, 产能翻倍增长, 以匹配新能源车市场快速增长的需求。**航空板**, 随着疫情结束, 国内外出行复苏明显, 航空板需求快速复苏, 未来国内 C919 飞机逐步量产, 国产替代将打开公司航空板业务空间, 航空板将成为新的增长点。随着汽车板和航空板产能扩大, 公司高端产

品占比进一步提升，产品结构明显优化，盈利能力提升。

**印尼氧化铝二期 100 万吨产能投产。**印尼氧化铝项目二期 100 万吨于 2022 年 10 月投产，产能快速爬坡，印尼两期 200 万吨产能已全部投产，印尼铝土矿和煤炭资源丰富，生产成本较低，盈利水平高，2022 年吨净利约 660 元，远高于国内氧化铝企业，未来印尼或将颁布铝土矿禁止出口政策，届时印尼铝土矿将面临过剩，公司氧化铝利润有望进一步走高。

**布局印尼电解铝，打开上游成长空间。**2023 年 4 月，公司发布公告，投资 60.6 亿元在印尼宾坦建设 25 万吨电解铝、26 万吨碳素项目，并配套建设码头、水库等公辅设施，电解铝厂预计 2026 年 7 月建成，该项目内部收益率税后为 15.6%。随着国内电解铝产能天花板临近，供应约束明显，海外布局将是国内电解铝企业主要选择，电解铝企业出海规划项目较多，但落地较少，目前仅有华青项目 25 万吨电解铝项目投产，公司在印尼投资建设电解铝，取得先发优势，项目打通后可以规模化复制，打开电解铝板块成长空间，海外布局翻开新篇章。

## 5 盈利预测与投资建议

冶炼端利润恢复，加工端开始企稳，业绩开始向好，我们预计公司 2023-2025 年将实现归母净利 39.00 亿元、46.22 亿元和 52.03 亿元，EPS 分别为 0.33 元、0.39 元和 0.44 元，对应 5 月 10 日收盘价的 PE 分别为 10、8 和 8 倍，维持“推荐”评级。

## 6 风险提示

**1) 原材料价格大幅上涨。**公司自备电厂原料动力煤, 动力煤价格大幅上涨, 将影响自备电厂成本, 对公司的利润产生不利影响。

**2) 产能释放不及预期。**公司有较多产能规划, 若部分项目的投产、达产进度受到外部因素干扰延期, 则会对公司利润产生不利影响。

**3) 下游需求不及预期等。**公司在建项目较多, 产能持续增长, 若下游市场开拓遇到困难, 或是需求不及预期, 导致公司产能利用率不足, 单吨折旧摊销会增加, 从而使得成本增加, 对公司盈利产生影响。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	34951	35861	39176	41831
营业成本	27644	27590	30456	32246
营业税金及附加	264	287	314	332
销售费用	291	299	313	342
管理费用	958	897	940	1004
研发费用	1486	1614	1763	1841
EBIT	4377	5175	5389	6067
财务费用	-223	-58	-113	-140
资产减值损失	-448	-620	0	0
投资收益	118	72	98	104
营业利润	4282	4800	5720	6439
营业外收支	-27	-11	-12	-12
利润总额	4255	4790	5709	6427
所得税	311	383	457	514
净利润	3944	4406	5252	5913
归属于母公司净利润	3516	3900	4622	5203
EBITDA	6670	7245	7607	8423

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	20875	22518	23837	25655
应收账款及票据	4183	4464	4887	5179
预付款项	886	828	914	978
存货	6436	6803	7626	7939
其他流动资产	1614	1715	1875	1961
流动资产合计	33994	36328	39137	41712
长期股权投资	567	630	694	759
固定资产	26381	25426	25791	26401
无形资产	2338	2350	2372	2403
非流动资产合计	30732	31676	33405	35007
资产合计	64726	68004	72543	76719
短期借款	7350	7142	6793	6564
应付账款及票据	3940	3855	4501	4650
其他流动负债	2588	2572	2733	2832
流动负债合计	13878	13569	14026	14046
长期借款	190	190	190	190
其他长期负债	640	640	640	640
非流动负债合计	830	830	830	830
负债合计	14708	14399	14856	14876
股本	11709	11709	11709	11709
少数股东权益	4916	5423	6053	6763
股东权益合计	50018	53605	57686	61843
负债和股东权益合计	64726	68004	72543	76719

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	21.68	2.60	9.24	6.78
EBIT 增长率	2.80	18.22	4.15	12.58
净利润增长率	3.07	10.93	18.52	12.58
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	20.91	23.06	22.26	22.91
净利润率	11.28	12.29	13.41	14.14
总资产收益率 ROA	5.43	5.73	6.37	6.78
净资产收益率 ROE	7.79	8.09	8.95	9.45
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.45	2.68	2.79	2.97
速动比率	1.87	2.06	2.13	2.28
现金比率	1.50	1.66	1.70	1.83
资产负债率 (%)	22.72	21.17	20.48	19.39
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	28.78	30.00	30.66	30.13
存货周转天数	84.98	90.00	91.39	89.86
总资产周转率	0.54	0.53	0.54	0.55
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.30	0.33	0.39	0.44
每股净资产	3.85	4.12	4.41	4.70
每股经营现金流	0.57	0.55	0.59	0.67
每股股利	0.06	0.07	0.10	0.15
<b>估值分析</b>				
PE	11	10	8	8
PB	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.87	3.30	2.93	2.40
股息收益率 (%)	1.89	2.10	2.99	4.49

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3944	4406	5252	5913
折旧和摊销	2292	2070	2218	2355
营运资金变动	76	-782	-675	-498
经营活动现金流	6669	6469	6918	7879
资本开支	-1577	-3572	-3886	-3896
投资	15	-72	-73	-73
投资活动现金流	-1495	-3572	-3862	-3866
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-888	-208	-349	-229
筹资活动现金流	-1721	-1254	-1738	-2194
现金净流量	3572	1643	1319	1819

## 插图目录

图 1: 2022 年, 公司营收同比增加 21.68%	3
图 2: 2022 年, 公司归母净利润同比减少 25.20%	3
图 3: 2023Q1, 公司营收环比减少 18.87%	3
图 4: 2023Q1, 公司归母净利润环比减少 22.18%	3
图 5: 2022 年, 公司冷轧产品营收占比 62.2% (单位: 万元)	4
图 6: 2022 年, 公司冷轧产品毛利占比 67.70% (单位: 万元)	4
图 7: 2022 年, 公司高端产品毛利占比提升至 21.2%	5
图 8: 2022 年, 公司氧化铝产量快速增长 (单位: 万吨)	5
图 9: 2022 年, 公司冷轧产量增长缓慢 (单位: 万吨)	5
图 10: 2022 年, 公司净利率同比下降 1.67pct	6
图 11: 2022 年, 公司三费费率同比下降 1.60pct	6
图 12: 2022 年, 公司资产负债率同比下降 2.1pct	6
图 13: 2022 年, 公司资产减值同比增加 3.25 亿元	6
图 14: 2022Q4, 公司归母净利润环比减少 3.56 亿元 (单位: 百万元)	7
图 15: 2022Q4, 公司归母净利润同比减少 2.25 亿元 (单位: 百万元)	7
图 16: 2023Q1, 公司归母净利润环比减少 1.48 亿元 (单位: 百万元)	7
图 17: 2023Q1, 公司归母净利润同比减少 2.03 亿元 (单位: 百万元)	7
图 18: 2023Q1, 三费费率环比下降 0.9pct	8
图 19: 2023Q1, 净利率环比下降 0.96pct	8
图 20: 国内动力煤价格走弱 (单位: 元/吨)	9
图 21: 国内未锻轧铝及铝材出口量 (单位: 万吨)	9
图 22: 新能源车市场快速增长 (单位: 万辆)	9
图 23: T 公司汽车增长明显 (单位: 万辆)	9

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
公司财务报表数据预测汇总	13

## 分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026