

成本上涨拖累业绩，期待新业务成长

2023 年 03 月 21 日

► **事件：2023 年 3 月 17 日晚间，公司发布 2022 年报。**2022 年，公司实现营收 330.08 亿元，同比增长 14.83%；归母净利润 26.50 亿元，同比减少 30.85%；扣非归母净利润 25.38 亿元，同比减少 31.29%。2022Q4，公司实现营收 82.79 亿元，同比增加 19.07%、环比增加 8.76%；归母净利润 2.47 亿元，同比减少 58.91%、环比减少 38.65%；扣非归母净利 2.09 亿元，同比减少 62.04%、环比减少 47.16%。业绩低于我们之前预期。

► **原料价格上涨拖累业绩。分产品看，**公司利润主要来源于电解铝，2022 年自产铝锭贡献毛利 46.4 亿元，占总毛利 93.9%，高纯铝贡献毛利 3.5 亿元，占总毛利 6.9%。**量：**2021 年公司铝锭产销量为 115.4/106.4 万吨，同比+2.1%/-5.4%；氧化铝产销量为 154.0/106.8 万吨，同比分别+69.9%/+27.2%，高纯铝产销量分别为 4.1/4.1 万吨，同比分别+153%/152%。**2023 年经营目标：原铝产量 115 万吨，氧化铝产量 250 万吨，高纯铝产量 6 万吨，电池铝箔产量 4 万吨。利：**2022 年公司自产铝锭吨毛利 4000 元，同比减少 1665 元，主要因为煤价和石油焦价格上涨；氧化铝吨毛利 36 元，同比减少 312 元，主要因为氧化铝项目投产，计提折旧较高；高纯铝吨毛利为 4820 元，同比下降 14 元。

► **成本上升以及研发费用上涨，2022Q4 归母净利润下降明显。**22Q4 归母净利润环比看，主要减利点毛利（-1.06 亿元），因为氧化铝成本和电价上升，费用及税金（-1.43 亿元），主要因为研发费用增加 1.25 亿元；同比看，主要减利点为毛利（-4.24 亿元），因为动力煤价格和氧化铝成本上升。

► **未来看点：1) 一体化布局完善。**广西二期、三期 170 万吨氧化铝项目投产，公司预焙阳极、氧化铝实现自给，而电力自给率也高达 80%-90%，一体化布局有助于提升公司原料保障能力。**2) 能源价格低廉，成本优势突出。**公司电解铝产能在煤炭资源丰富的新疆，能源成本低，1 吨电解铝消耗约 6 吨煤炭，运输电解铝可节省 5 倍运输费用，考虑到氧化铝运输，电解铝也有 3 倍运输费用的套利空间，高盈利持续性强，而新疆风光资源也丰富，未来随着大风光基地建设，公司成本优势仍然稳固。**3) 海外印尼氧化铝战略布局，国内高纯铝+电池箔双翼齐飞。**公司收购印尼三个铝土矿，并计划投资 15.56 亿美元建设氧化铝产线，布局印尼铝土矿、氧化铝项目，有助于未来进一步扩展电解铝，打开上游成长性空间。公司高纯铝产能 6 万吨，远期规划 10 万吨；电池箔 2 万吨技改开始试生产，20 万吨新增产能稳步推进，2024 年将全部达产；随着新能源车快速发展，以及电子消费再度兴起，高纯铝+电池箔需求空间广阔。

► **投资建议：**电解铝供需格局向好，公司成本优势明显，业绩将继续释放，而高纯铝+电池箔将成为公司新的增长极，有望提升估值。我们预计公司 2023-2025 年将实现归母净利 31.66 亿元、40.74 亿元和 51.02 亿元，EPS 分别为 0.68 元、0.88 元和 1.10 元，对应 3 月 20 日收盘价的 PE 分别为 11、9 和 7 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格大幅上涨，电解铝需求不及预期，电池铝箔项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	33008	36828	40863	46540
增长率 (%)	14.8	11.6	11.0	13.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	2650	3166	4074	5102
增长率 (%)	-30.9	19.4	28.7	25.2
每股收益 (元)	0.57	0.68	0.88	1.10
PE	13	11	9	7
PB	1.5	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 20 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

7.54 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.天山铝业 (002532.SZ) 2022 年半年报点评：Q2 业绩弱于预期，锂电池箔布局打开成长空间-2022/08/27

2.天山铝业 (002532.SZ) 2021 年年报点评：铝价上涨催化业绩，一体化布局巩固成本优势-2022/04/09

3.【民生金属公司点评】天山铝业：原料成本上升，Q4 利润环比下降-2022/01/26

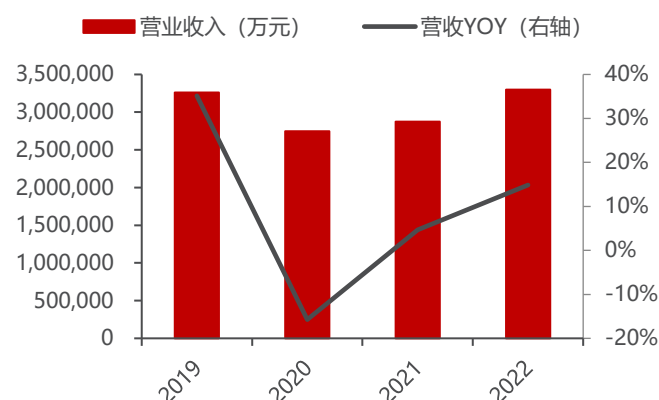
目录

1 事件：公司发布 2022 年年报	3
2 2022 年度业绩：一体化布局完成，成本上升拖累业绩	3
3 2022Q4 业绩：成本和费用上升，业绩承压	6
4 供应约束趋紧，稳增长带来需求向好	9
4.1 欧洲复产困难，国内供应逐步见顶	9
4.2 国内需求枯木逢春，电解铝基本面向好	10
5 电解铝成本优势突出，铝电池箔打开成长空间	12
6 盈利预测与投资建议	14
7 风险提示	15
插图目录	17
表格目录	17

1 事件：公司发布 2022 年年报

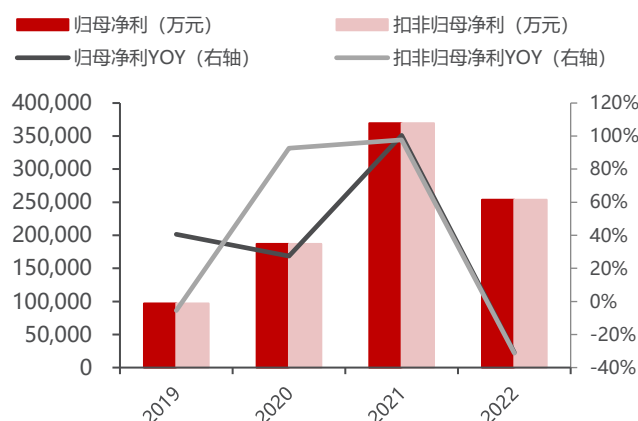
公司发布 2022 年年报。2022 年，公司实现营收 330.08 亿元，同比增长 14.83%；归母净利润 26.50 亿元，同比减少 30.85%；扣非归母净利润 25.38 亿元，同比减少 31.29%。2022Q4，公司实现营收 82.79 亿元，同比增加 19.07%、环比增加 8.76%；归母净利润 2.47 亿元，同比减少 58.91%、环比减少 38.65%；扣非归母净利 2.09 亿元，同比减少 62.04%、环比减少 47.16%。业绩弱于我们之前预期。

图1：2022 年，公司营收同比增加 14.83%



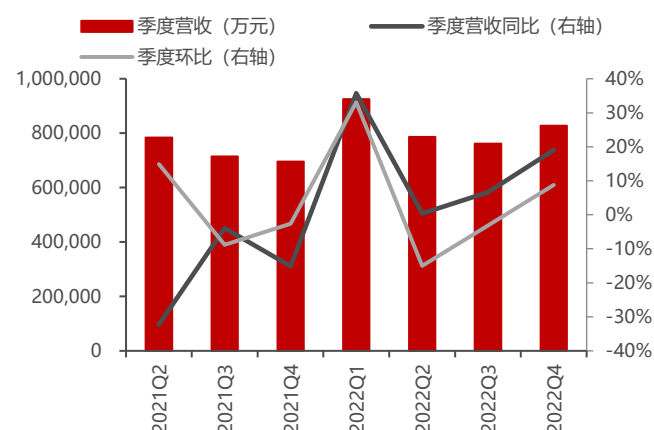
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年，公司归母净利润同比减少 30.85%



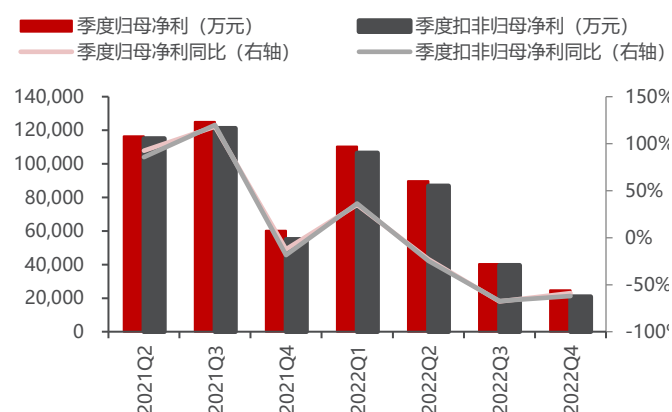
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q4，公司营收环比增加 8.76%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q4，公司归母净利润环比减少 38.65%



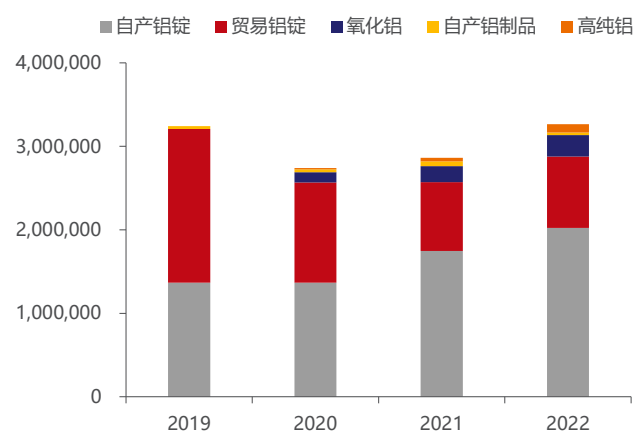
资料来源：wind，民生证券研究院、

2 2022 年度业绩：一体化布局完成，成本上升拖累业绩

分产品看，自产铝锭毛利贡献占比 92.0%。公司业务以电解铝生产和贸易为

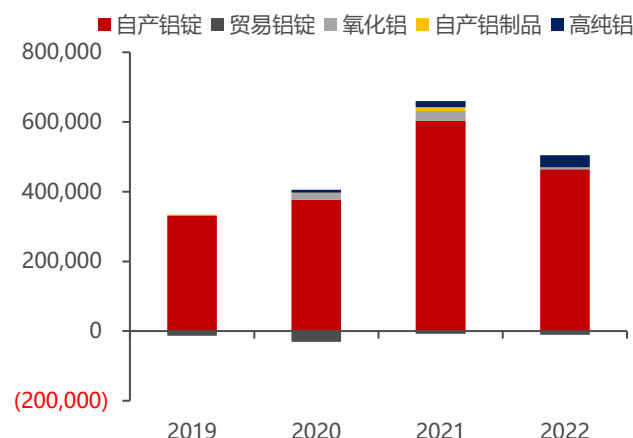
主，也开始积极布局上下游产业。2022 年，公司自产铝锭营收 202.3 亿元，同比增加 15.8%，占总营收 61.9%，贸易铝锭营收 85.3 亿元，同比增加 3.5%，占总营收比 25.9%，氧化铝营收 26.0 亿元，同比增加 35.0%，占营收比重 8.0%；**毛利方面**，公司自产铝锭贡献毛利 46.4 亿元，同比减少 23.0%，占总毛利比 92.0%；贸易铝锭亏损 1.05 亿元，亏损同比增加 28.2%；氧化铝贡献毛利 0.39 亿元，同比减少 86.7%，毛利占比 0.77%；高纯铝贡献毛利 3.49 亿元，同比增加 106.7%，占比 6.9%。

图5：2022 年，公司自产铝锭营收占比 61.3% (单位：万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2022 年，公司自产铝锭毛利占比 92.0% (单位：万元)

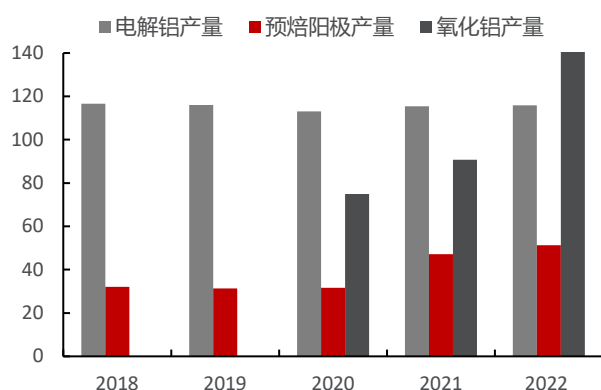


资料来源：wind，民生证券研究院

量：氧化铝项目投产，产量大幅上升。公司主要产品产能产量稳定，随着广西天桂项目达产，氧化铝产量大幅上升。2022 年，公司铝锭产销量为 115.8 万吨、116.0 万吨，同比分别增加 0.28%和 9.05%；贸易铝锭销量为 48.0 万吨，同比下降 5.95%；氧化铝产销量为 154.0 万吨和 106.8 万吨，同比分别增加 69.9%和 27.2%；预焙阳极产量 51.3 万吨，同比增加 8.8%；铝制品产销量均为 1.2 万吨，同比减少 60.0%，主要因为铝制品技改转产电池铝箔；高纯铝产销量为 4.14 万吨和 4.05 万吨，同比分别增加 152.6%和 151.5%，主要因为 2 万吨高纯铝产能投产，市场需求旺盛。**2023 年，公司生产经营目标：**原铝产量 115 万吨，氧化铝产量 250 万吨，预焙阳极产量 55 万吨 高纯铝产量 6 万吨，电池铝箔产量 4 万吨。

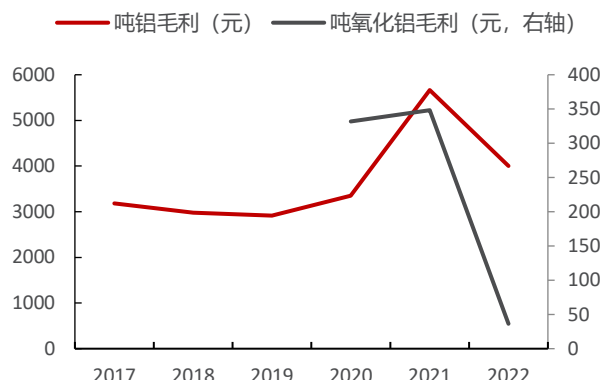
利：原料价格上升，盈利水平下降。2022 年，公司原料动力煤、石油焦、铝土矿价格均上涨，公司成本上涨明显，盈利能力下降。**吨盈利方面**，2022 年公司自产铝锭吨毛利 4000 元，同比减少 1665 元，主要因为煤价和石油焦价格上涨明显；氧化铝吨毛利 36 元，同比减少 312 元，主要因为氧化铝项目投产，计提折旧较高；高纯铝吨毛利为 4820 元，同比下降 14 元，高纯铝加工费和成本均小幅下降，盈利比较稳定。

图7：2022 年，公司主要产品产量（单位：万吨）



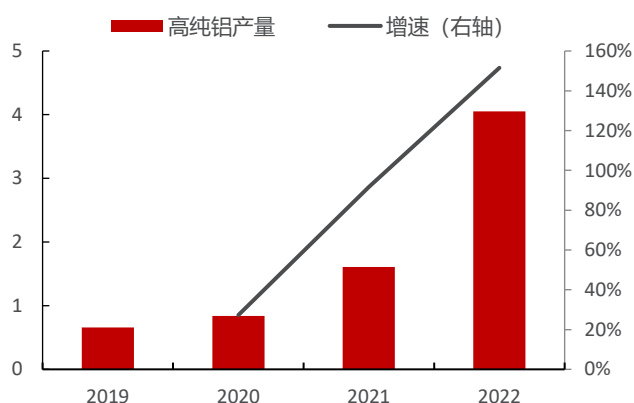
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2022 年，公司电解铝吨毛利减少 1665 元



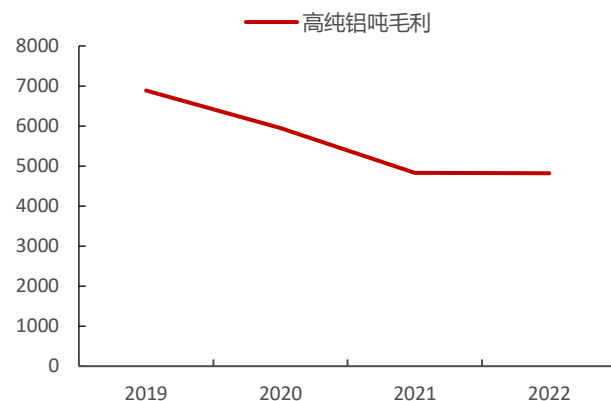
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2022 年，公司高纯铝产量同比增加（单位：万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

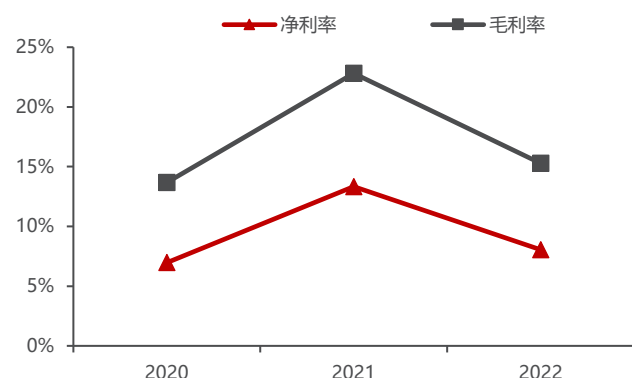
图10：2022 年，公司高纯铝吨毛利基本持平（单位：元）



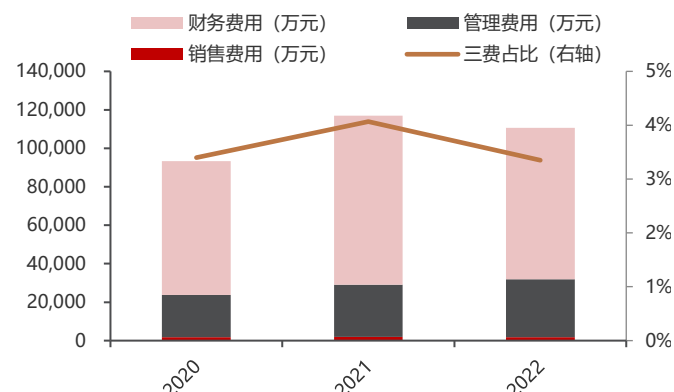
资料来源：wind，民生证券研究院

三费费率下降 0.72pct，净利率下降 5.3pct。公司 2022 年三费费用 11.06 亿元，同比下降 5.42%，三费费率 3.35%，同比下降 0.72pct，其中销售费用 1809 万元，同比下降 4.74%；管理费用为 3.01 亿元，同比增加 10.85%，主要因为职工薪酬增加；财务费用 7.87 亿元，同比下降 10.45%，主要系利息费用（-1.08 亿元），手续费（-0.34 亿元）。公司毛利率、净利率为 15.29%和 8.03%，同比分别下降 7.52 pct 和 5.30pct。

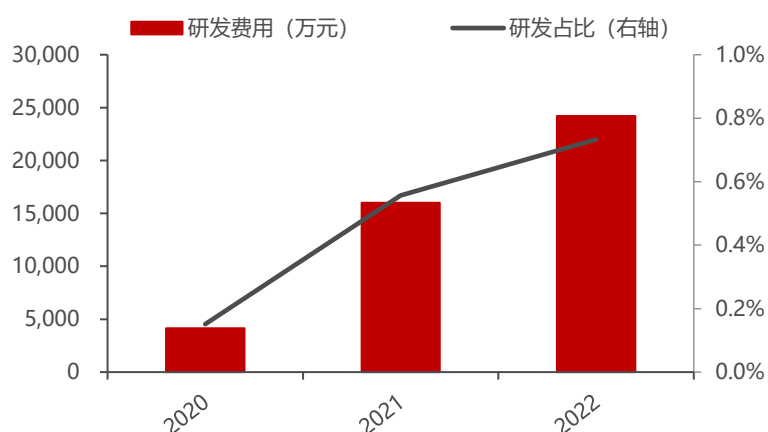
氧化铝和预焙阳极研发投入上升，未来电池铝箔或将进一步提升研发费用。2022 年公司研发费用 2.42 亿元，同比增加 51.3%，研发费率 0.73%，同比上升 0.18pct，从研发费用细分项看，公司在氧化铝和预焙阳极生产技术上投入增加明显，主要因为氧化铝和预焙阳极项目新建，特别氧化铝是公司新涉足领域，前期研发投入增长较多。公司切入电池铝箔新领域，根据鼎胜新材的研发费用来看，公司未来的研发费用或将进一步上升。

图11：2022 年，公司净利率同比下降 5.30pct


资料来源：wind，民生证券研究院

图12：2022 年，公司三费费率同比下降 0.72pct


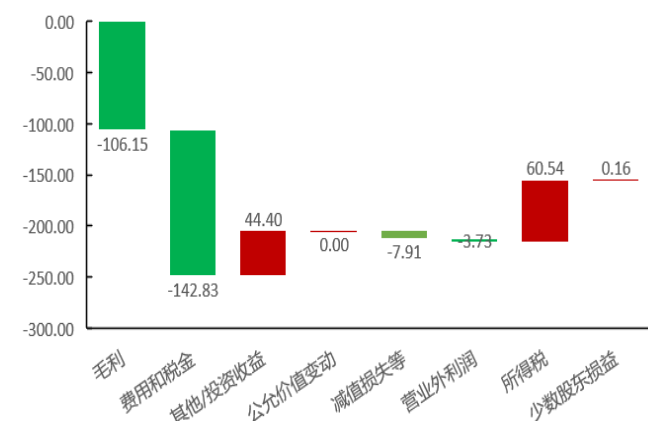
资料来源：wind，民生证券研究院

图13：2022 年，公司研发费用同比增加 51.3%


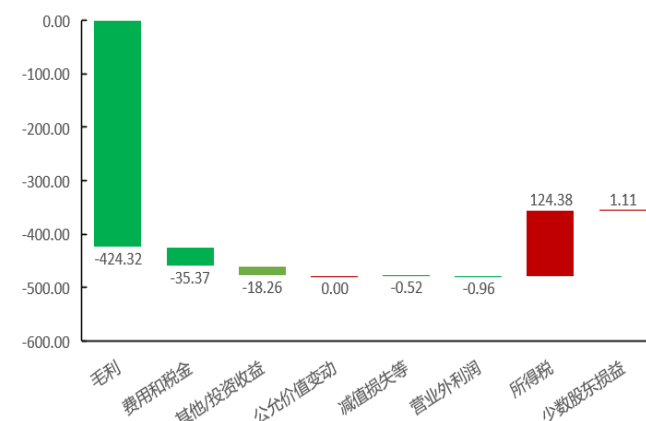
资料来源：wind，民生证券研究院

3 2022Q4 业绩：成本和费用上升，业绩承压

2021Q4，公司归母净利润同比环比均有所下滑。环比来看，主要减利点毛利 (-1.06 亿元)，主要因为氧化铝成本和电价上升，费用及税金 (-1.43 亿元)，主要因为研发费用大幅上涨；主要增利点有所得税 (+0.61 亿元)、其他/投资收益 (+0.44 亿元)。同比来看，主要减利点包括毛利 (-4.24 亿元)，因为动力煤价格和氧化铝成本上升，费用和税金 (-0.35 亿元)，主要增利点为所得税 (+1.24 亿元)。

图14：2022Q4，公司归母净利润环比减少 1.55 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 3.54 亿元（单位：百万元）


资料来源：wind，民生证券研究院

铝价震荡运行，原料成本上升。2022Q3 以来，铝价整体保持区间震荡，2022Q4 长江有色铝锭均价 18761 元/吨，环比上升 368 元/吨。公司基本实现一体化生产，氧化铝名义上自给，预焙阳极和电力基本自给，原料主要包括动力煤、铝土矿、石油焦，2022Q4 动力煤价格再次上行，石油焦价保持高位，公司生产成本上升，我们测算广西地区吨氧化铝生产成本 2939 元，环比上升 106 元。新疆地区石油焦价格维持在 6750 元/吨高位，动力煤价格再次上行，加上外购电价上升，公司成本上行导致毛利润下降。

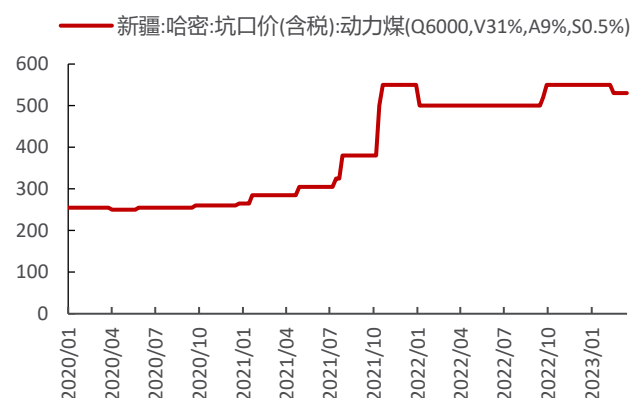
图16：2022Q4，铝价震荡运行（单位：元/吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

图17：2022Q4，广西氧化铝成本上升（单位：元/吨）

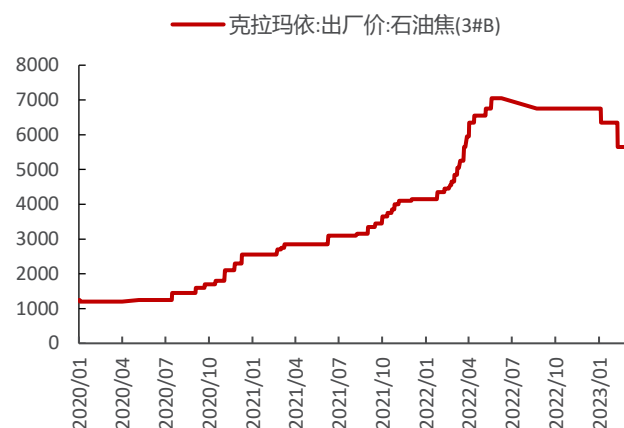

资料来源：wind，民生证券研究院测算

图18: 2022Q4, 新疆动力煤价格上行 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

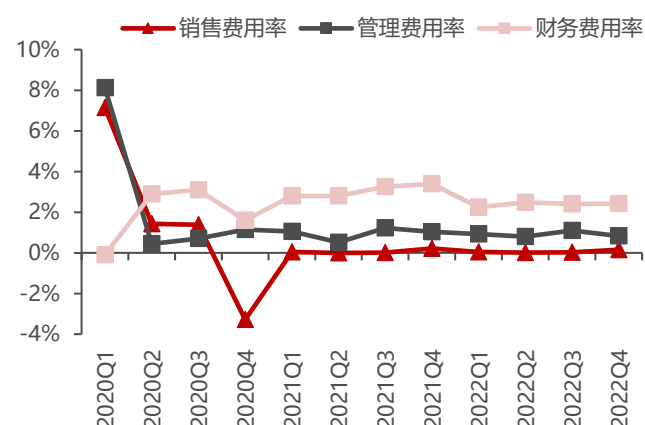
图19: 2022Q4, 新疆石油焦价格高位运行 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

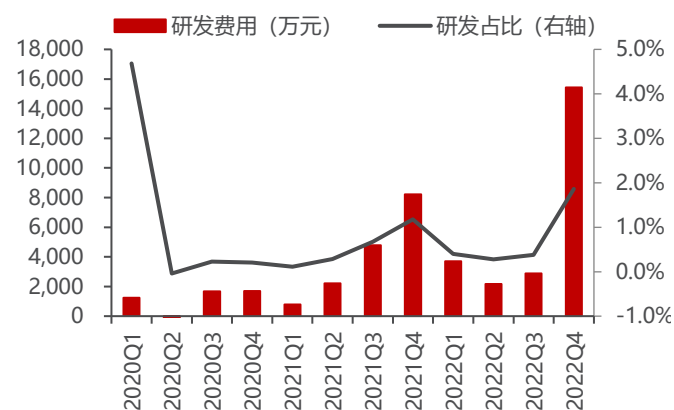
三费费率环比下降 0.11pct, 研发费率大幅上涨 1.5pct。从费用率来看, 公司三费费率表现相对平稳, 2022Q4 公司销售费用率环比上升 0.13pct, 管理费用率环比下降 0.26pct, 财务费用率环比上升 0.02pct。由于氧化铝和预焙阳极研发投入在 2022Q4 计提较多, 公司研发费用增长较为明显, 2022Q4 公司研发费用 1.54 亿元, 环比增加 436.2%, 同比增加 88.0%, 研发费率 1.9%, 环比上升 1.5pct。季节性来看, 一般 Q4 研发投入计提较多。

图20: 2022Q4, 三费费率环比下降 0.11pct



资料来源: wind, 民生证券研究院

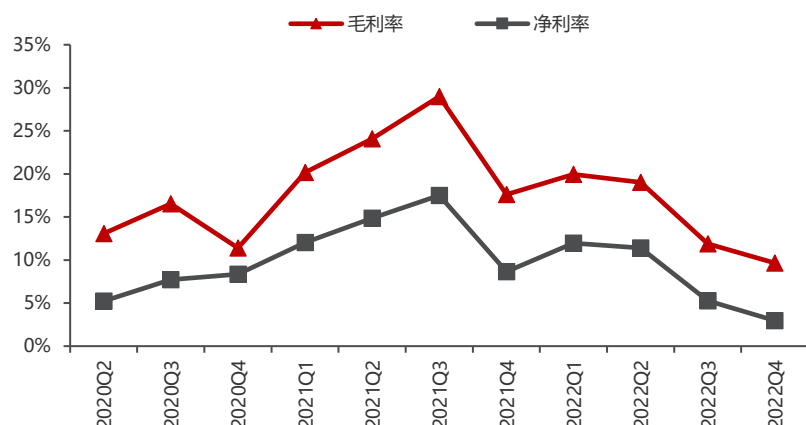
图21: 2022Q4, 研发费用费率上升 1.5pct



资料来源: wind, 民生证券研究院

2022Q4 净利率同比下降 5.67pct, 环比下降 2.30pct。2022Q4 公司毛利率、净利率为 9.7%和 3.0%, 同比分别下降 7.94pct、5.67pct, 环比分别下降 2.24pct 和 2.30pct。毛利率主要受成本上升影响, 净利率下降还受研发费率上升影响。

图22：2020Q2-2022Q4 公司毛利率和净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

4 供应约束趋紧，稳增长带来需求向好

4.1 欧洲复产困难，国内供应逐步见顶

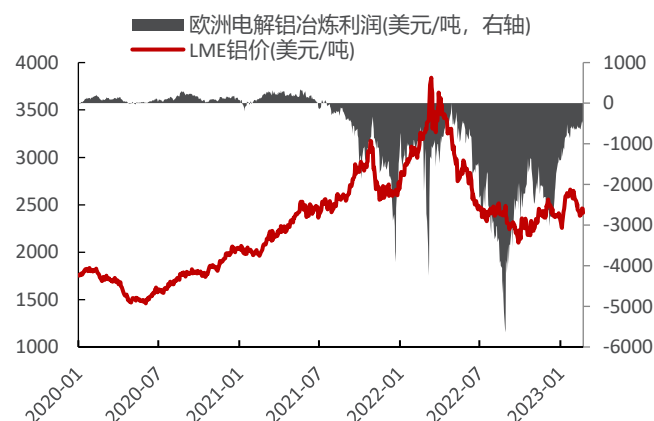
欧洲能源价格保持高位，低价能源时代恐一去不复返。由于能源套利，欧洲天然气进口增加，加上暖冬需求不高，欧洲天然气价格回落明显，但价格仍然高达 15 美元/百万英热单位，处于历史高位。我们根据现货价测算，截至 2023 年 2 月 22 日，欧洲电解铝冶炼亏损 476 美元/吨，按照测算，天然气价格需回落至约 8 美元/百万英热单位附近，欧洲电解铝冶炼才会有利润，但俄罗斯与欧洲关系交恶，欧洲天然气气源从管道气切向高成本的 LNG，欧洲天然气价格很难再回到之前的低价时代。

图23：英国天然气价格（单位：美元/百万英热单位）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图24：欧洲电解铝冶炼利润（以天然气为原料测算，单位：美元/吨）

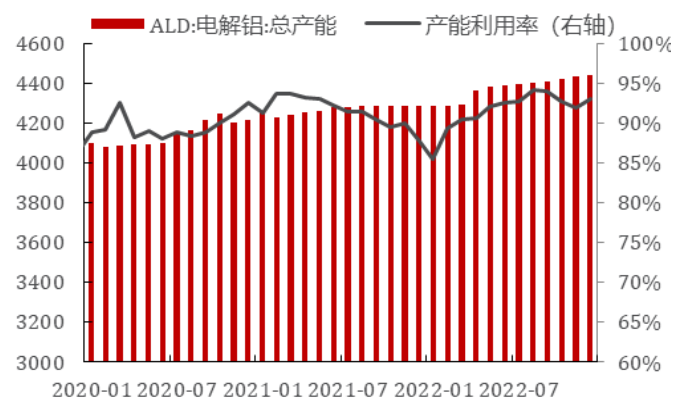


资料来源：Wind，民生证券研究院测算

总产能距天花板 100 万吨，运行产能受季节性影响较大。截至 2022 年 12 月底，电解铝总产能约 4450 万吨，距离天花板仅约 100 万吨产能，我们预计到 2023 年底，电解铝总产能或将达到 4500 万吨，产能基本见顶，由于水电发电季节性明显，未来枯水期限产将会常态化，且西南地区电解铝产能进一步提升，电解铝供应干扰将扩大，产能利用率受限。

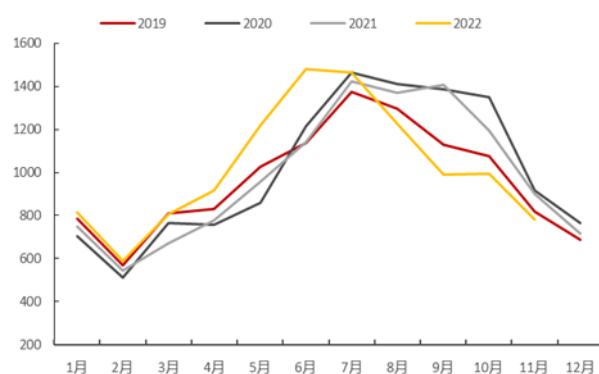
产能利用率处于高位，供应曲线越来越陡峭。随着复产和产能置换的进行，电解铝行业产能利用率逐年提高，2022 年产能利用率为 90.8%，同比提升 0.3pct，目前复产的产能主要以水电铝为主，其他复产产能较少，并且随着水电铝产能进一步增加，产能利用率或将受抑制，我们预计电解铝投产、复产完毕后，供应在 4250-4300 万吨水平。

图25：国内电解铝月度产能及利用率（单位：万吨）



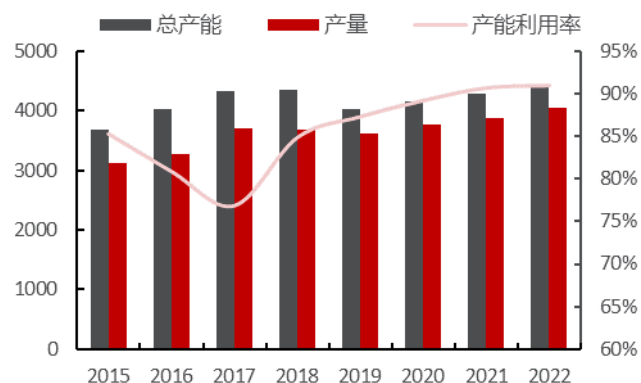
资料来源：Wind，民生证券研究院

图26：国内水电月度发电量（单位：亿 KWh）



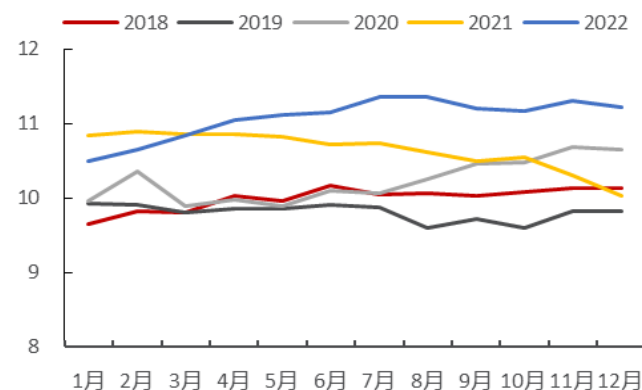
资料来源：Wind，民生证券研究院

图27：国内电解铝产能及利用率（单位：万吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图28：国内电解铝日均产量（单位：万吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

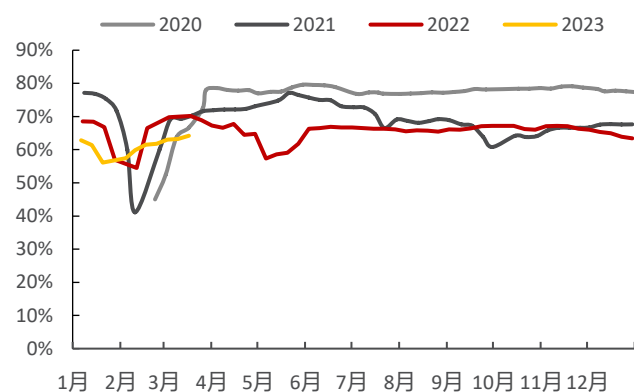
4.2 国内需求枯木逢春，电解铝基本面向好

国内需求弱复苏持续，未来可期。随着疫情解除，以及房地产支持政策加码，

国内电解铝需求缓慢复苏，下游铝加工开工率从1月底的56.1%，回升至3月底的64.2%，开工率持续上升，其中型材、电线电缆和板带箔开工率回升比较明显。随着保交付以及销售回暖，房地产竣工端将继续受益，而汽车和光伏市场逐月向好，电解铝需求春意盎然。

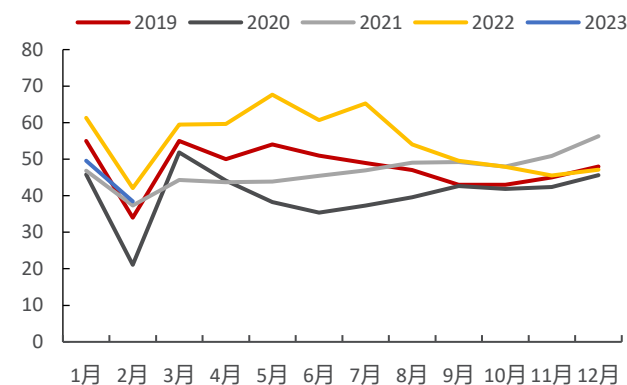
海外经济衰退影响出口，但铝材出口较难进一步恶化。美联储加息下，海外经济衰退迹象渐现，市场对铝材出口较为担忧。2022年上半年，能源套利导致铝材出口大幅上行，但随着内外价差收敛，下半年铝材出口大幅下降，已回落至同期低位，而海外电解铝供应难增，下游又将面临补库，国内铝材出口下方空间有限，后续或以稳为主。

图29：铝加工行业平均开工率



资料来源：SMM，民生证券研究院测算

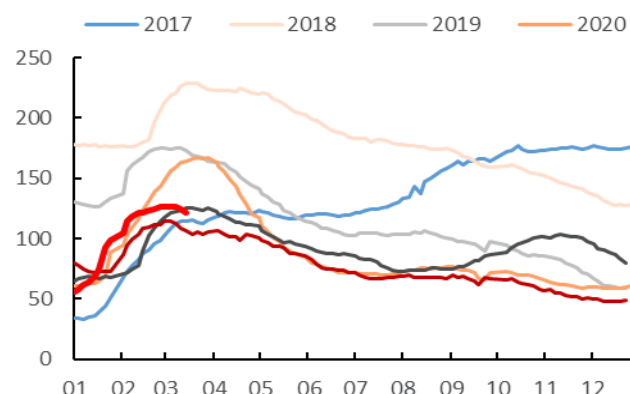
图30：我国未锻轧铝及铝材出口量（单位：万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

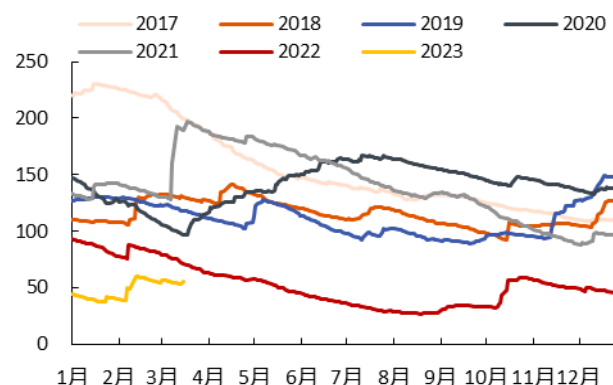
国内铝锭去库开始，LME 铝库存保持低位。由于国内供应保持低位，而需求逐步复苏，电解铝进入去库周期，库存拐点已现，随着旺季来临，电解铝基本面最差时期已经度过，未来将延续去库状态，基本面向好。海外供需双弱，LME 铝库存或将保持低位，由于欧美对俄罗斯铝产品的制裁，导致贸易商将铝产品抛至盘面，隐形库存显性化，隐形库存量已经处于低位，低库存支撑海外电解铝基本面。

图31：国内电解铝社会库存（单位：万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图32：LME 铝库存（单位：万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

行业利润处于低位，未来原料价格下行，板块业绩弹性大。由于能源价格高企，国内电解铝冶炼利润较差，随着动力煤和预焙阳极价格下行，电解铝行业盈利有所恢复，但人仍处于偏低水平，截至 2023 年 3 月 13 日，根据我们测算，山东地区自备电的电解铝企业吨铝税后亏损 258 元/吨。未来随着铝土矿以及石油焦供应恢复，未来氧化铝和预焙阳极将逐步下行，电解铝成本继续让利，低利润水平下，未来板块业绩弹性大。

图33：截至 2023 年 3 月 13 日，电解铝吨铝税后盈亏损 258 元/吨



资料来源：wind，民生证券研究院测算

5 电解铝成本优势突出，铝电池箔打开成长空间

一体化布局完善，业绩稳定性提升。预焙阳极和氧化铝实现自给，广西天桂 250 万吨氧化铝和南疆 30 万吨预焙阳极项目达产，氧化铝和预备阳极自给率 100%，只是氧化铝是名义上自给，广西氧化铝对外出售，新疆电解铝从山西购入氧化铝，公司电力装机 2100MW，2022 年发电量 137 亿度，电力自给率 80%-90%，剩余电力从电网购买。公司一体化布局完成，原材料保障能力增强，有助于稳定业绩。

新疆能源价格低，电解铝成本优势明显。公司电解铝产能位于新疆，新疆煤炭资源丰富，煤价远远低于东部地区。1 吨电解铝约消耗 6 吨煤炭，运输 1 吨电解铝等于运输 6 吨煤炭，考虑到氧化铝运输，新疆电解铝仍然节省 3 倍的运输费用，这也套利所必须的利润。虽然新疆动力煤价格有所上涨，但电解铝成本仍然处于行业最左侧，优势依旧突出，并且长期看，新疆风光资源也很丰富，新能源电力成本也处于全国低位，低能源价格仍将保持。

图34：新疆电解铝成本处于全国最低（含税，单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

战略布局印尼氧化铝，海外扩张翻开新篇章。2023 年 2 月，公司收购 PT Inti Tambang Makmur 100% 股权，间接持有三个铝土矿采矿权，矿区总面积 3 万公顷，总勘探面积 25.9 万公顷。由于印尼将禁止铝土矿出口，公司积极布局下游氧化铝业务，计划投资 15.56 亿美元在印尼建设 200 万吨氧化铝产线，延伸铝产业链。在国内铝产业链受抑制情况下，海外布局铝产业将是电解铝公司保持成长性必不可少的一步，印尼铝土矿、煤炭资源丰富，公司战略布局印尼，有助于加快铝产业链海外扩张步伐，打开上游成长性空间，实现持续发展。

高纯铝项目稳步推进，电池铝箔产能快速扩张。高纯铝主要用于生产电子光箔和电极箔，并进一步应用于电解电容器，公司具有高纯铝产能 6 万吨，并新开工 2 万吨产能，远期产能规划 10 万吨，随着新能源车快速发展以及电子消费的兴起，高纯铝需求空间广阔。公司积极拓展电池铝箔领域，5 万吨铝制品技改的 2 万吨电池铝箔已经试生产，20 万吨新建项目也在积极推进，2024 年将全部投产。随着新能源车的快速发展，电池铝箔需求前景巨大，有望成为公司新的增长极，铝加工将形成高纯铝和电池铝箔双翼齐飞局面。

6 盈利预测与投资建议

电解铝供需格局向好，公司成本优势明显，业绩将继续释放，而高纯铝+电池箔将成为公司新的增长极，有望提升估值。我们预计公司 2023-2025 年将实现归母净利润 31.66 亿元、40.74 亿元和 51.02 亿元，EPS 分别为 0.68 元、0.88 元和 1.10 元，对应 3 月 20 日收盘价的 PE 分别为 11、9 和 7 倍，维持“推荐”评级。

7 风险提示

- 1) **原材料价格大幅上涨。**公司自备电厂原料为动力煤, 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) **电池铝箔项目进展不及预期。**公司电池铝箔规划项目较多, 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) **电解铝下游需求不及预期。**公司业绩受铝价影响较大, 电解铝需求走弱, 导致价格下降, 将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	33008	36828	40863	46540
营业成本	27962	30881	33363	37317
营业税金及附加	477	516	572	652
销售费用	18	147	245	372
管理费用	301	342	388	442
研发费用	242	405	613	838
EBIT	4134	4537	5681	6919
财务费用	787	693	704	662
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	3364	4005	5163	6461
营业外收支	2	3	2	2
利润总额	3366	4008	5166	6463
所得税	715	842	1091	1361
净利润	2651	3166	4075	5102
归属于母公司净利润	2650	3166	4074	5102
EBITDA	5628	6237	7578	8990

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	8823	7345	3710	-508
应收账款及票据	1887	2522	3694	5355
预付款项	4306	5228	5587	6188
存货	9532	10999	11946	13231
其他流动资产	353	433	470	510
流动资产合计	24901	26527	25408	24776
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	27397	30317	33482	36445
无形资产	1172	1202	1238	1274
非流动资产合计	31815	34952	38492	41727
资产合计	56716	61479	63900	66503
短期借款	4078	4078	4078	4078
应付账款及票据	14338	15894	17592	19430
其他流动负债	7355	8157	8596	8981
流动负债合计	25771	28130	30267	32489
长期借款	6642	7742	6742	5742
其他长期负债	1463	1463	1463	1463
非流动负债合计	8105	9205	8205	7205
负债合计	33876	37334	38472	39694
股本	4652	4652	4652	4652
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益合计	22840	24145	25429	26809
负债和股东权益合计	56716	61479	63900	66503

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.83	11.57	10.96	13.89
EBIT 增长率	-29.03	9.74	25.23	21.79
净利润增长率	-30.85	19.45	28.70	25.22
盈利能力 (%)				
毛利率	15.29	16.15	18.35	19.82
净利率	8.03	8.60	9.97	10.96
总资产收益率 ROA	4.67	5.15	6.38	7.67
净资产收益率 ROE	11.61	13.11	16.02	19.03
偿债能力				
流动比率	0.97	0.94	0.84	0.76
速动比率	0.43	0.37	0.26	0.16
现金比率	0.34	0.26	0.12	-0.02
资产负债率 (%)	59.73	60.73	60.21	59.69
经营效率				
应收账款周转天数	7.92	10.00	15.00	20.00
存货周转天数	124.42	130.00	130.69	129.42
总资产周转率	0.58	0.60	0.64	0.70
每股指标 (元)				
每股收益	0.57	0.68	0.88	1.10
每股净资产	4.91	5.19	5.47	5.76
每股经营现金流	0.68	1.04	1.36	1.39
每股股利	0.20	0.40	0.60	0.80
估值分析				
PE	13	11	9	7
PB	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.25	6.95	6.07	5.47
股息收益率 (%)	2.65	5.31	7.96	10.61

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2651	3166	4075	5102
折旧和摊销	1494	1700	1897	2071
营运资金变动	-1777	-746	-378	-1364
经营活动现金流	3157	4854	6331	6487
资本开支	-2119	-4835	-5435	-5304
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-2119	-4835	-5435	-5304
股权募资	0	0	0	0
债务募资	862	1100	-1000	-1000
筹资活动现金流	-828	-1498	-4532	-5402
现金净流量	213	-1478	-3635	-4218

插图目录

图 1: 2022 年, 公司营收同比增加 14.83%.....	3
图 2: 2022 年, 公司归母净利润同比减少 30.85%	3
图 3: 2022Q4, 公司营收环比增加 8.76%.....	3
图 4: 2022Q4, 公司归母净利润环比减少 38.65%.....	3
图 5: 2022 年, 公司自产铝锭营收占比 61.3% (单位: 万元)	4
图 6: 2022 年, 公司自产铝锭毛利占比 92.0% (单位: 万元)	4
图 7: 2022 年, 公司主要产品产量 (单位: 万吨)	5
图 8: 2022 年, 公司电解铝吨毛利减少 1665 元.....	5
图 9: 2022 年, 公司高纯铝产量同比增加 (单位: 万吨)	5
图 10: 2022 年, 公司高纯铝吨毛利基本持平 (单位: 元)	5
图 11: 2022 年, 公司净利率同比下降 5.30pct.....	6
图 12: 2022 年, 公司三费费率同比下降 0.72pct.....	6
图 13: 2022 年, 公司研发费用同比增加 51.3%.....	6
图 14: 2022Q4, 公司归母净利润环比减少 1.55 亿元 (单位: 百万元)	7
图 15: 2022Q4, 公司归母净利润同比减少 3.54 亿元 (单位: 百万元)	7
图 16: 2022Q4, 铝价震荡运行 (单位: 元/吨)	7
图 17: 2022Q4, 广西氧化铝成本上升 (单位: 元/吨)	7
图 18: 2022Q4, 新疆动力煤价格上行 (单位: 元/吨)	8
图 19: 2022Q4, 新疆石油焦价格高位运行 (单位: 元/吨)	8
图 20: 2022Q4, 三费费率环比下降 0.11pct.....	8
图 21: 2022Q4, 研发费用费率上升 1.5pct.....	8
图 22: 2020Q2-2022Q4 公司毛利率和净利率.....	9
图 23: 英国天然气价格 (单位: 美元/百万英热单位)	9
图 24: 欧洲电解铝冶炼利润 (以天然气为原料测算, 单位: 美元/吨)	9
图 25: 国内电解铝月度产能及利用率 (单位: 万吨)	10
图 26: 国内水电月度发电量 (单位: 亿 KWh)	10
图 27: 国内电解铝产能及利用率 (单位: 万吨)	10
图 28: 国内电解铝日均产量 (单位: 万吨)	10
图 29: 铝加工行业平均开工率.....	11
图 30: 我国未锻轧铝及铝材出口量 (单位: 万吨)	11
图 31: 国内电解铝社会库存 (单位: 万吨)	11
图 32: LME 铝库存 (单位: 万吨)	11
图 33: 截至 2023 年 3 月 13 日, 电解铝吨铝税后盈亏 258 元/吨.....	12
图 34: 新疆电解铝成本处于全国最低 (含税, 单位: 元/吨)	13

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.....	16

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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
	行业评级	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