

# 中国铝业 (601600.SH)

## 买入(首次评级)

当前价格: 5.69 元

目标价格: 8.00 元

### 弥补绿电短板，巩固锦绣铝业图

#### 投资要点:

➤ **全球铝业龙头，多产品领域齐开花。**历经二十余年的发展，中国铝业已经成为中国铝行业的龙头企业，综合实力位居全球铝行业前列，是全球最大的氧化铝、电解铝、精细氧化铝、高纯铝和铝用阳极生产供应商，产能均位居全球第一。

➤ **公司一体化优势突出。**公司完整覆盖上中下游铝产业链，在资源端，公司拥有并经营15座铝土矿山，合计拥有铝土矿资源量22.90亿吨，2022年全年铝土矿产量2812.83万吨，自给率达62%；在产品端，公司拥有氧化铝产能2226万吨/年，电解铝产能800万吨/年，氧化铝自给率可达100%；同时公司积极向下游高端产业延伸发展，做专高纯铝、铝合金、精细氧化铝三个核心子产业，一体化优势突出。

➤ **并购云铝，弥补绿电短板。**2022年11月，中国铝业正式成为云铝股份的控股股东，在国际愈发重视碳减排的背景下，低碳排放量将是提升产品竞争力的重要手段，云铝股份依托云南省丰富的绿色电力优势，为公司带来了优质的电解铝资源，有利于强化公司与海外企业的合作。

➤ **电解铝产能天花板与稳增长需求冲突，基本面长期向好。**在国内供给侧改革确立的4500万吨产能天花板背景下，需求端传统领域在国内稳增长政策下或迎边际改善，新能源汽车、光伏等领域将带来新的增量需求。在供需矛盾的持续下，预计23-25年电解铝价格有望继续攀升，行业吨铝利润具备较大改善弹性。

➤ **盈利预测与投资建议：**公司作为中国铝行业的龙头企业且综合实力位居全球铝行业前列，历史估值远高于行业平均水平。2023年5月16日公司收盘价5.69元，对应2023-2025年PE为14.1/10.4/12.0，其三年内历史PE（TTM）中位数为24.60倍，综合考虑铝行业的平均PE，我们保守给予公司2023年20倍PE，结合公司2023年归母净利润预测值69.36元，对应市值1387亿，目标价为8.00，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

➤ **风险提示：**电解铝价格不及预期，材料和能源价格波动风险

#### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	17162/13079
总市值/流通市值（百万元）	97649/74418
每股净资产（元）	3.17
资产负债率（%）	58.67
一年内最高/最低（元）	6.63/3.86

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师 王保庆

执业证书编号: S0210522090001

邮箱: WBQ3918@hfzq.com.cn

#### 相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	269,748	290,988	339,855	358,138	367,479
增长率	45%	8%	17%	5%	3%
净利润(百万元)	5,080	4,192	6,936	9,425	8,123
增长率	585%	-17%	65%	36%	-14%
EPS(元/股)	0.30	0.24	0.40	0.55	0.47
市盈率(P/E)	19.2	23.3	14.1	10.4	12.0
市净率(P/B)	1.7	1.8	1.6	1.4	1.3

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

## 投资要件

### 关键假设

**氧化铝板块：**该板块主要销售氧化铝及精细氧化铝。假设未来产能保持稳定，每年产量维持在 1800 万吨；2021/2022 年板块平均价格（不含税）为 3484/3161 元/吨，考虑到氧化铝价格下行趋势，预计 2023-2025 年板块平均价格为 3000/2950/2850 元/吨；2022 年板块平均成本为 2607 元/吨，假设未来三年平均成本与 2022 年保持一致。

**原铝板块：**该板块主要销售电解铝及铝合金。2022 年原铝（含合金）产销量为 688/685 万吨，几乎达到满销状态，考虑到内蒙古华云项目预计于 2024 年投产，预计 2023-2025 年产量分别为 700/705/710 万吨；2021/2022 年板块平均价格（不含税）为 19218/20214 元/吨，考虑到未来电解铝的供需情况，预计 2023-2025 年板块平均价格为 21184/22954/22954 元/吨；2022 年板块平均成本为 17630 元/吨，假设未来三年平均成本与 2022 年保持一致。

**能源板块：**能源板块主要是煤炭及发电销售，假设未来煤炭产能保持稳定，年产量维持在 1100 万吨；2021/2022 年板块平均价格（不含税）为 961/868 元/吨，考虑到国家对煤炭保供稳价政策的加码，假设未来煤炭价格呈下降态势，板块平均价格也将下跌，预计 2023-2025 年板块平均价格为 850/830/800 元/吨；2022 年板块平均成本 526 元/吨，假设未来三年平均成本与 2022 年保持一致。

### 我们区别于市场的观点

**市场担忧未来在产能扩张极少的情况下，公司利润释放空间有限。我们认为：**公司作为中国铝业集团内最大的上市平台，未来仍有较高可能获得母公司优质资产的持续注入，不断向下游加工行业继续延申；另外，随着公司近年来针对技术落后、能耗高的老旧设备充分计提减值，公司资本性资产下降，折旧摊销费用降低，助力未来业绩进一步释放。

### 股价上涨的催化因素

国内供给端扰动加剧、电解铝产能复产不及预期，导致供给缺口高于预期；公司新产能投产进度超预期；母公司优质资产注入步伐加快等。

### 估值与目标

公司作为中国铝行业的龙头企业且综合实力位居全球铝行业前列，历史估值远高于行业平均水平。2023 年 5 月 16 日公司收盘价 5.69 元，对应 2023-2025 年 PE 为 14.1/10.4/12.0，其三年内历史 PE（TTM）中位数为 24.60 倍，综合考虑铝行业的平均 PE，我们保守给予公司 2023 年 20 倍 PE，结合公司 2023 年归母净利润预测值 69.36 元，对应市值 1387 亿，目标价为 8.00，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

### 风险提示

电解铝价格不及预期，材料和能源价格波动风险

## 正文目录

1	加速产能掌控，一体化龙头优势突出	6
1.1	深耕行业数十年，成为全球铝业龙头	6
1.2	依托央企平台，积极并购加速产能掌控	7
1.3	现有产能合理布局，一体化优势突出	8
1.4	量价齐升，盈利稳中向好	9
2	行业层面：产能天花板与稳增长需求冲突，基本面长期向好	11
2.1	供应端：“双碳”战略促使电解铝供应持续偏紧	12
2.2	需求端：稳增长政策持续发力，电动车及光伏将拉动终端需求	15
2.3	价格：供需矛盾下电解铝价格将维持强势	17
3	公司层面：四大板块齐发力，助力公司稳定发展	18
3.1	氧化铝板块：铝土矿自给率提升保障氧化铝板块成本优势	19
3.2	原铝板块：弥补绿电短板，成为电解铝龙头	20
3.3	贸易板块：收入占比最大，毛利与铝价高度相关	22
3.4	能源板块：煤炭+电力提高公司附加值	22
4	盈利预测及估值	23
4.1	核心假设	23
4.2	盈利预测	23
4.3	估值及投资建议	24
5	风险提示	25

## 图表目录

图表 1: 公司发展史	6
图表 2: 公司核心业务发展里程碑	6
图表 3: 股权关系图	7
图表 4: 公司“3×5”产业发展格局	8
图表 5: 公司一体化优势突出	8
图表 6: 2018-2022 年公司营业收入/亿元	9
图表 7: 2018-2022 年利润总额/亿元	9
图表 8: 主营业务收入构成/百万元	9
图表 9: 营业成本构成/百万元	9
图表 10: 公司毛利润构成/百万元	10
图表 11: 公司主营业务毛利率	10
图表 12: 期间费用率	10
图表 13: 2022 年可比公司费用率对比	10
图表 14: 资产减值损失/百万元	11
图表 15: 资产负债率	11
图表 16: 2022 年公司长期资产减值准备计提情况	11
图表 17: 2022 年电解铝下游消费结构	12
图表 18: 全球原铝产能及产量/千吨	12
图表 19: 全球原铝产能及产量增长率	12
图表 20: 全球原铝产能分布	12
图表 21: 全球原铝产量分布	12
图表 22: 我国电解铝产能及产量/千吨	13
图表 23: 我国电解铝产能及产量增长率	13
图表 24: 我国电解铝产能分布	13
图表 25: 我国电解铝产量分布变化	13
图表 26: 电解铝产能企业分布/吨	14
图表 27: 全球电解铝产量预测/万吨	14
图表 28: 全球铝消费量/万吨	15
图表 29: 房地产竣工面积累计值	15
图表 30: 房地产开工面积累计值	15
图表 31: 我国新能源汽车销量	16
图表 32: 全球新能源汽车销量	16
图表 33: 全球光伏装机预期	16
图表 34: 全球电解铝需求预测/万吨	17
图表 35: 全球电解铝库存/万吨	17
图表 36: 电解铝供需平衡表/万吨	18
图表 37: 价格走势及预测	18
图表 38: 公司四大经营业务板块	18
图表 39: 公司铝土矿资源量统计 (截止 2022 年)	19
图表 40: 公司氧化铝产销量/万吨	19
图表 41: 公司氧化铝产能利用情况/万吨	19
图表 42: 铝土矿和氧化铝主要生产基地	20
图表 43: 公司电解铝产能统计/万吨	21
图表 44: 公司原铝 (含合金) 产销量/万吨	21

图表 45: 公司原铝产能利用情况/万吨 .....	21
图表 46: 公司铝行业外购电成本.....	22
图表 47: 我国各地区电力成本 (元/度) .....	22
图表 48: 公司贸易板块收入及毛利/亿元.....	22
图表 49: 贸易板块毛利与铝价高度相关.....	22
图表 50: 公司煤炭产量/万吨.....	23
图表 51: 公司发电量/亿千瓦时 .....	23
图表 52: 盈利预测.....	23
图表 53: 公司近三年 PE 变化 (TTM) .....	24
图表 54: 铝价对 2023-2025 年公司业绩的敏感性测试.....	25
图表 55: 财务预测摘要 .....	26

## 1 加速产能掌控，一体化龙头优势突出

### 1.1 深耕行业数十年，成为全球铝业龙头

2001年9月10日，中国铝业股份有限公司由中铝公司、广西投资和贵州开发发起设立，于2001年12月在纽约证券交易所和香港联交所成功上市，2007年4月30日，通过换股吸收合并山东铝业、兰州铝业回归A股，成为我国海外上市央企首次通过换股吸收合并旗下A股上市公司从而实现回归A股的企业。

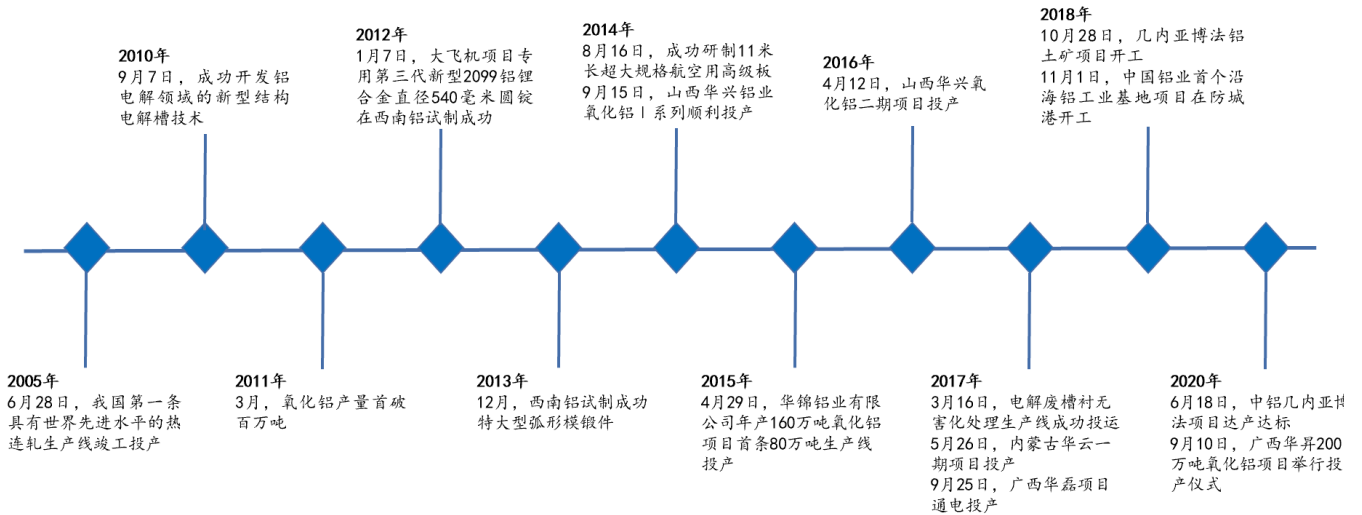
图表 1：公司发展史

时间	重要事件
2001年8月16日	中国铝业股份有限公司创立大会在京举行。
2001年9月10日	完成工商注册登记。
2001年12月12日	中国铝业股份有限公司股票在香港、纽约正式挂牌交易。
2007年4月30日	中国铝业A股发行上市仪式在上海证券交易所举行。
2013年6月7日	为优化资产结构，公司整体转让所持有的八家铝加工企业的股权，分别为河南铝业（86.84%）、西南铝板带（60%）、西南铝冷连轧板带（100%）、华西铝业（56.86%）、瑞闽铝板带（93.47%）、青岛轻金属（100%）、萨帕特种铝材（50%）、贵州铝业（40%）。
2015年6月17日	中国铝业股份有限公司披露非公开发行股票发行结果暨股本变动公告情况，标志着中国铝业历时三年的A股非公开发行股票发行工作顺利完成。
2017年6月28日	中国铝业山西分公司与山西华泽铝电有限公司合并重组，将山西河津区域内氧化铝企业和电解铝企业整合。
2018年6月21日	中国铝业将控股子公司中国铝业遵义氧化铝有限公司与遵义铝业股份有限公司进行合并重组，以提高企业市场竞争力和抗风险能力。
2018年8月17日	中国铝业通过将兰州分公司全部资产和负债增资给公司全资子公司中国铝业甘肃铝电有限责任公司的方式将兰州分公司转制为子公司，增强企业市场竞争力。
2018年8月30日	为提高预焙阳极自给率，公司所属企业通过协议转让方式收购中铝资产所属部分企业炭素资产及股权，包括山东铝业、平果铝业全部资产及负债，森都碳素49%股权，赤壁炭素77.65%股权。
2019年12月19日	中国铝业以4.10元/股的价格认购云铝股份发行的股票3.14亿股，金额总计为人民币12.87亿元，认购完成后，中国铝业持有云铝股份总股本约10.04%的股权。
2022年11月23日	公司完成通过非公开协议方式以现金收购云铝股份19%股权，本次股权收购完成后，公司持有云铝股份约29.10%的股权，成为云铝股份第一大股东，云铝股份纳入公司合并财务报表范围。

数据来源：公司公告，华福证券研究所

近年来，中国铝业积极响应国家供给侧结构性改革政策，主动淘汰落后及低竞争力产能，不断提升自主创新能力，自主研发了铝土矿、氧化铝、精细氧化铝、电解铝等一大批代表性科技成果，引领了行业标准和科技进步。历经二十余年的发展，中国铝业已经成为中国铝行业的龙头企业，同时也是全球最大的氧化铝、电解铝、精细氧化铝、高纯铝和铝用阳极生产供应商，连续多年保持全球有色金属行业最高信用评级。

图表 2：公司核心业务发展里程碑

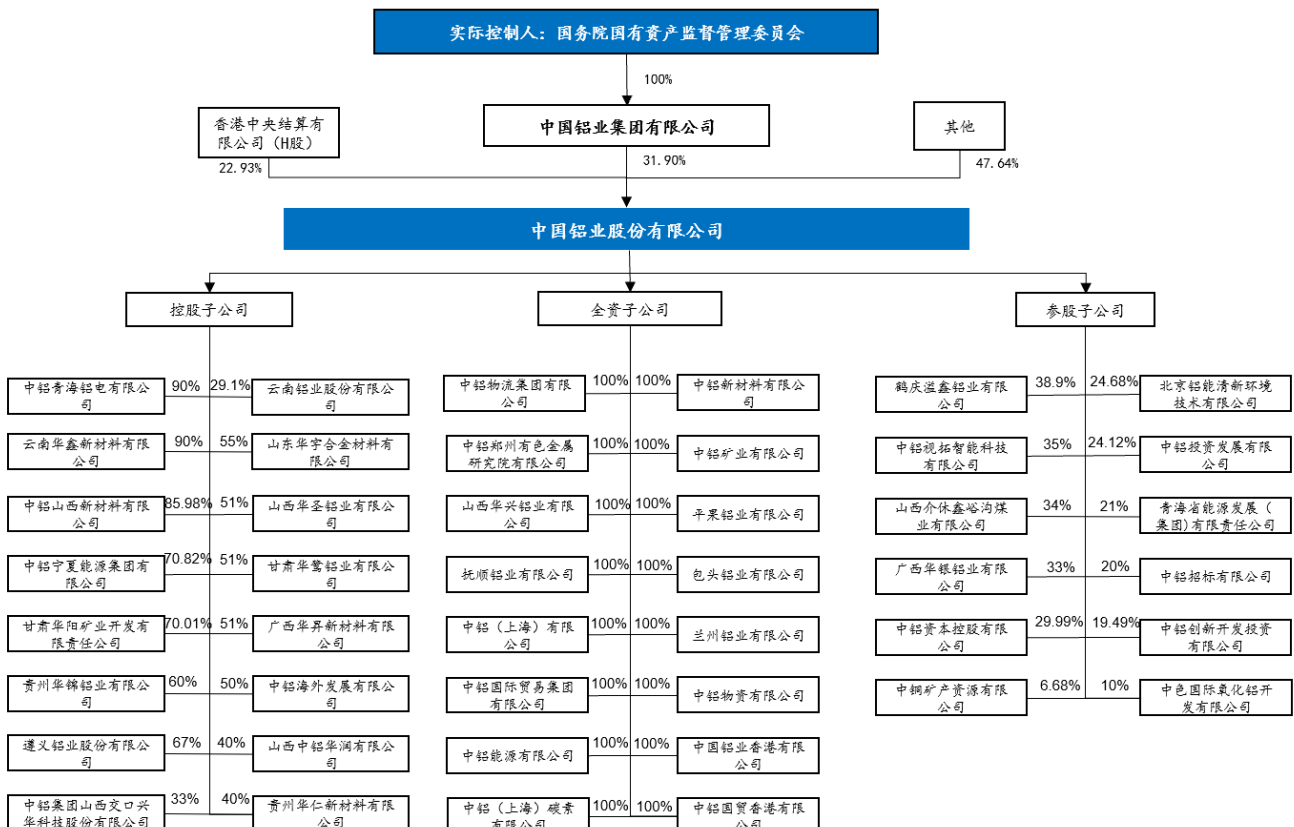


数据来源:公司官网,华福证券研究所

## 1.2 依托央企平台,积极并购加速产能掌控

公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会,中国铝业集团有限公司为公司的第一大股东,根据2022年年报显示,中铝集团连同其附属公司共持有本公司31.90%股权。多年来,公司通过不断并购逐渐增强对氧化铝及电解铝产能的掌控力,截止到2022年底,中铝股份已拥有四十余家子公司,其中,平果铝业和云铝股份于2022年成为公司全资子公司和控股子公司,首次纳入合并报表范围。

图表3: 股权关系图

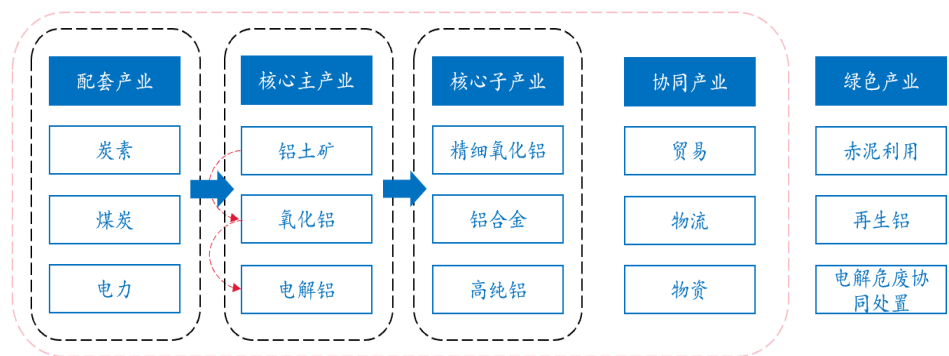


数据来源：公司年报，WIND，华福证券研究所

### 1.3 现有产能合理布局，一体化优势突出

公司依托创新力量优化产业布局和用能结构，形成集铝土矿、煤炭等资源的勘探开采，氧化铝、原铝、铝合金及炭素产品的生产、销售、技术研发，国际贸易，物流产业，火力及新能源发电于一体的完整产业链以及“3×5”产业发展格局——三大核心主产业（铝土矿、氧化铝、电解铝）、三个核心子产业（高纯铝、铝合金、精细氧化铝）、三个配套产业（炭素、煤炭、电力）、三个协同产业（贸易、物流、物资）、三个绿色产业（赤泥利用、再生铝、电解危废协同处置）。

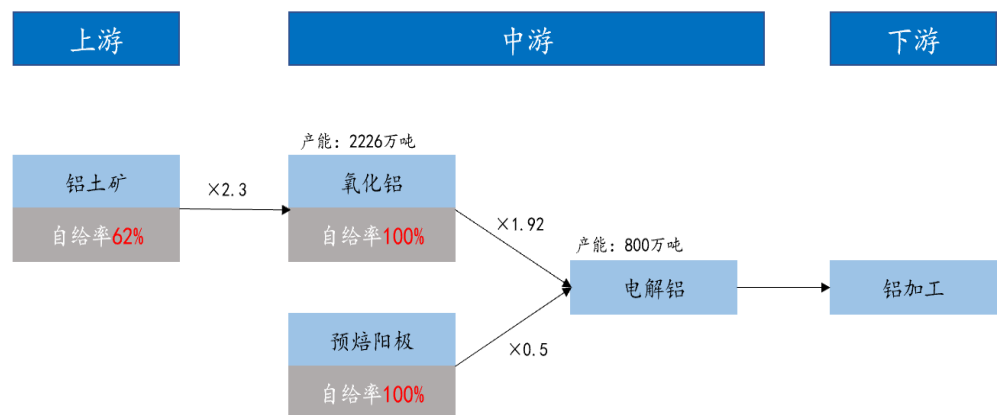
图表 4：公司“3×5”产业发展格局



数据来源：公司年报，华福证券研究所

公司完整覆盖上中下游铝产业链，在资源端，公司拥有并经营 15 座铝土矿山，其中，国内 14 座，几内亚 1 座，截至 2022 年底，矿山合计拥有铝土矿资源量 22.90 亿吨，全年铝土矿产量 2812.83 万吨，自给率达 62%左右；在产品端，公司拥有氧化铝产能 2226 万吨/年，电解铝产能 800 万吨/年，氧化铝自给率可达 100%；同时公司积极向下游高端产业延伸发展，做专高纯铝、铝合金、精细氧化铝三个核心子产业，一体化优势突出。

图表 5：公司一体化优势突出



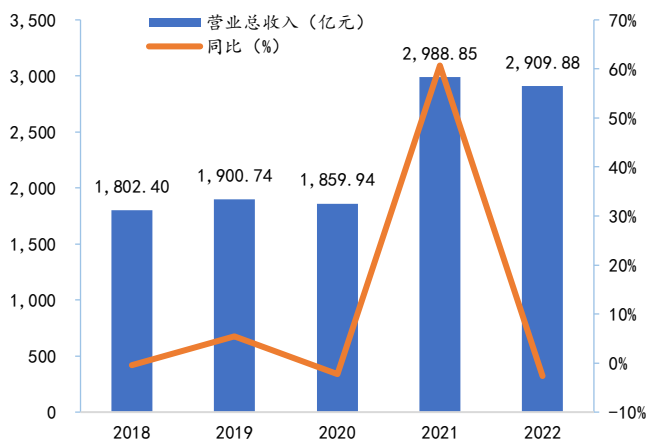
数据来源：华福证券研究所



### 1.4 量价齐升，盈利稳中向好

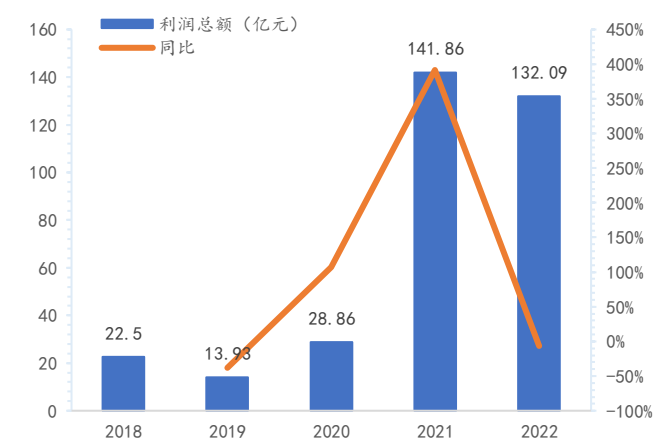
量价齐升，利润总额连续两年破百亿。2021-2022 年受欧洲能源危机、俄乌冲突加剧、国内短水限电等影响，铝市场供应缺口加大，价格出现大幅攀升并维持高位，2021 年公司营业收入 2988.85 亿元，同比增长 60.70%，2022 年受贸易收入下降影响，营业收入小幅下降至 2909.88 亿元，同比减少 2.64%。受益于氧化铝、电解铝价格高企，公司 2021 年利润总额达 141.86 亿元，同比增长 391.55%，2022 年受铝土矿价格上涨、资产减值计提增加等因素影响，实现利润总额 132.09 亿元，同比减少 6.89%。

图表 6：2018-2022 年公司营业收入/亿元



数据来源：WIND，华福证券研究所

图表 7：2018-2022 年利润总额/亿元



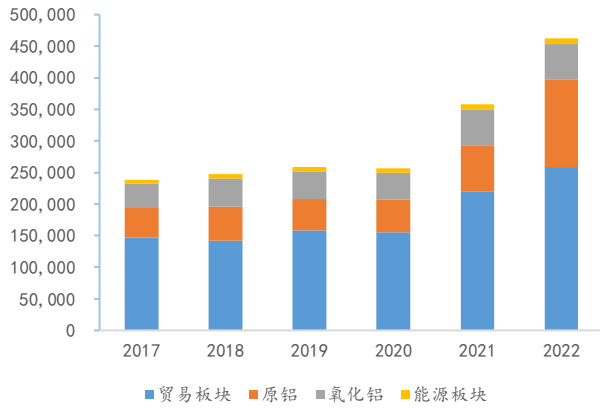
数据来源：WIND，华福证券研究所

**核心业务突出，营收结构稳定。**公司形成四大业务板块，分别为贸易、原铝、氧化铝及能源，其中，贸易板块收入占比最大，原铝板块为公司盈利增长的主要来源。2022 年公司贸易板块的营业收入为 2588.54 亿元，占比达 56%，为近五年来最低比例。原铝及氧化铝的生产和销售是公司的核心主产业，为公司主要的盈利板块，2022 年原铝毛利达 177.01 亿元，占比约 52%，较上年增长约 30 亿元；氧化铝毛利达 97.70 亿元，占比约 29%。

**受益于上游原料自给率高，公司整体毛利率相对稳定。**2019 年，受到环保政策与供需缺口缩小的双重压力，氧化铝价格不断回落，毛利率也有所降低。2019 年以后，随着几内亚的矿山项目以及广西华昇氧化铝项目投产，原铝、氧化铝业务毛利率逐步攀升，2021 年氧化铝毛利率达到 23.29%，原铝毛利率为 20.27%。2022 年受煤炭、铝土矿、预焙阳极等原材料价格大幅上涨影响，导致原铝及氧化铝板块毛利率大幅下降，而能源板块毛利率上升，整体毛利率略微上升。

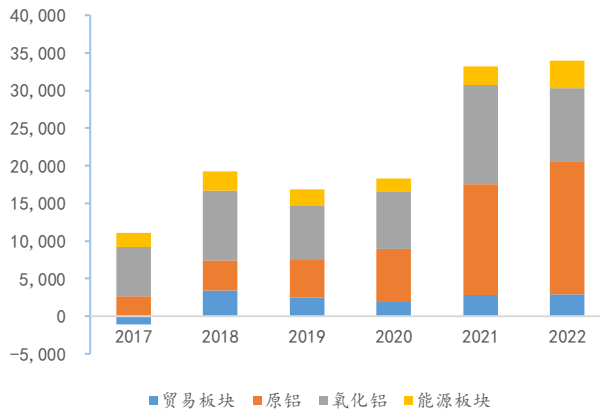
图表 8：主营业务收入构成/百万元

图表 9：营业成本构成/百万元



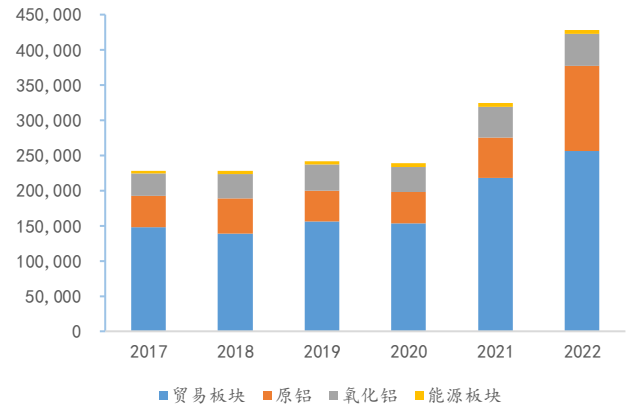
数据来源: WIND, 公司年报, 华福证券研究所

注: 2021 年为调整前收入

**图 10: 公司毛利润构成/百万元**


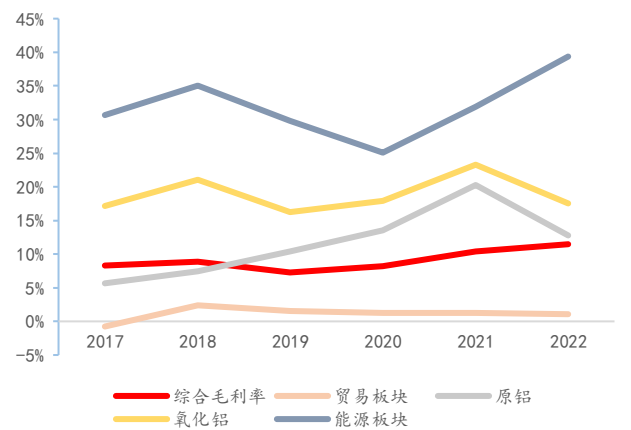
数据来源: WIND, 公司年报, 华福证券研究所

注: 2021 年为调整前毛利



数据来源: WIND, 公司年报, 华福证券研究所

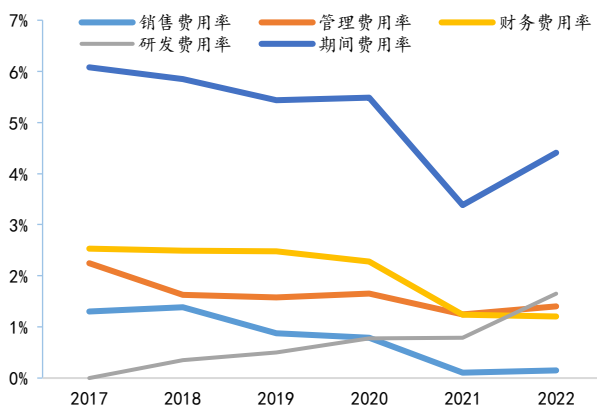
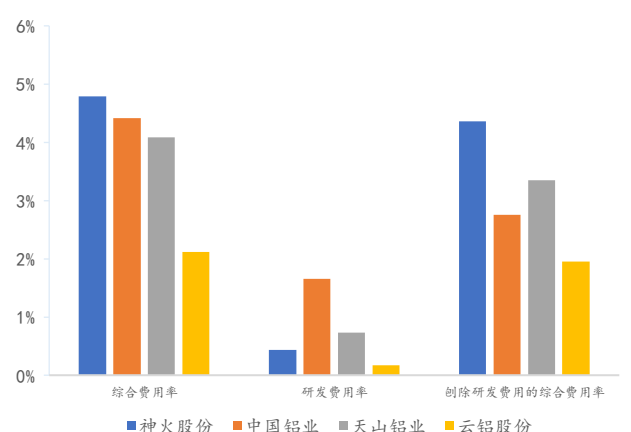
注: 2021 年为调整前成本

**图 11: 公司主营业务毛利率**


数据来源: WIND, 公司年报, 华福证券研究所

注: 2021 年为调整前毛利率

**公司经营效率提升, 期间费用率持续下降。**自 2017 年以来, 公司不断优化成本管控, 管理、销售、财务费用率均持续下降, 刨除研发费用后的综合费用率在同行业中具备优势。2022 年公司期间费用率为 4.41%, 略高于 2021 年, 主因公司致力于工艺优化、提升产品附加值, 专注于科技创新成果的开发、应用和推广, 2022 年公司共发生研发费用 48.05 亿元, 同比增长 103.4%。

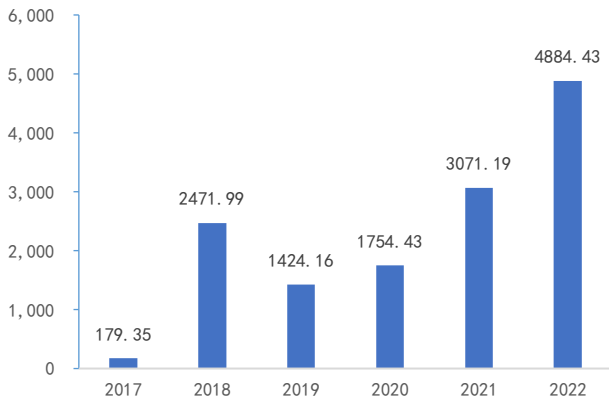
**图 12: 期间费用率**

**图 13: 2022 年可比公司费用率对比**


数据来源：WIND，华福证券研究所

数据来源：WIND，华福证券研究所

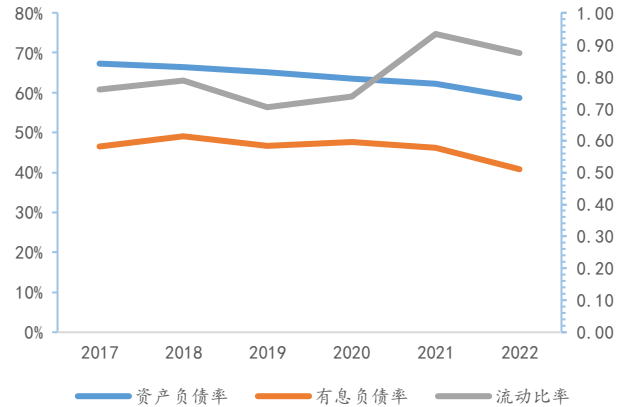
公司重视资产优化，计提资产减值，轻装上阵。近年来，公司不断针对技术落后、能耗高的老旧设备及停产产线计提减值，近五年公司共计资产减值损失达 136.06 亿元，其中 2022 年计提金额高达 48.84 亿元，主要集中在氧化铝、电解铝停产产线。随着减值瘦身的推进，公司资本性资产下降，流动性资产比例有所提升。

图表 14：资产减值损失/百万元



数据来源：WIND，华福证券研究所

图表 15：资产负债率



数据来源：WIND，华福证券研究所

图表 16：2022 年公司长期资产减值准备计提情况

公司	减值原因	减值金额/亿元	影响归母净利润/亿元
中铝矿业	已停产退出的氧化铝生产线资产减值迹象明显。	21.01	21.01
重庆分公司	对外出租的已停产 80 万吨氧化铝资产，承租方于 2022 年解除租赁协议，公司经评估，相关资产后续复产可能性较小。	9.44	9.44
山西新材料	山西新材料 140 万吨氧化铝生产线由于 2022 年生产组织方式发生变化，部分技术落后、市场竞争力弱的资产减值迹象明显。	2.76	2.37
云铝股份	2022 年受云南省限电影响，云铝润鑫 240KA 电解设备停产，部分技术落后资产后续无进一步使用计划。	1.49	0.26
云铝股份	2022 年受云南省限电影响，云铝清鑫 230KA 电解设备停产，部分技术落后资产后续无进一步使用计划。	0.85	0.2
抚顺铝业	2022 年云铝浩鑫新能源动力电池用铝箔设备因技术落后、运行成本高，减值迹象明显。	0.19	0.05
抚顺铝业	2022 年抚顺铝业已停产闲置的电解铝及海绵钛相关资产，经评估，预计后续盘活难度大，减值迹象明显。	2	2
中铝山东	中铝山东对山东工程持股比例为 40%，受到山东工程持续经营状况不佳影响，中铝山东股权投资减值迹象明显。	0.76	0.65
中铝山东	2022 年，中铝山东已关停 30 万千瓦以下热电厂机组，受到无法满足国家环保政策要求、未来盘活难度大等影响，需要对固定资产计提资产减值准备。	0.22	0.19
中铝香港	中铝香港下属位于印尼的 PT.NUSAPATI PRIMA 铝土矿矿权已停建多年，近年来，公司积极与当地政府商讨进一步合作事宜，但受多种因素影响，谈判成效不显著。	0.77	0.74
合计		39.49	36.91

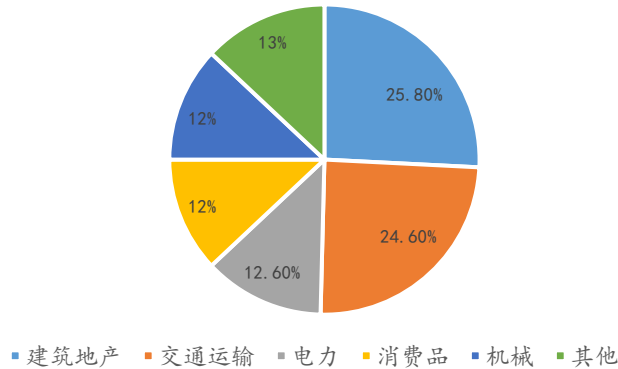
数据来源：公司公告，华福证券研究所

## 2 行业层面：产能天花板与稳增长需求冲突，基本面长期向好

电解铝是通过电解熔融氧化铝而得到的成品铝，其三大生产要素是电力、氧化铝、

预焙阳极，合计占总成本的 90%左右。其应用十分广泛，主要应用于轻工业、电器行业、机械制造、电子行业、交通运输、冶金以及房产建筑等行业，其中，建筑地产和交通运输需求占比最高，两者合计达 50%以上。随着绿色能源、环保减排的要求日益提高，在新能源汽车、光伏电站、风电设备等新兴产业领域也正越来越多地运用。

图表 17：2022 年电解铝下游消费结构

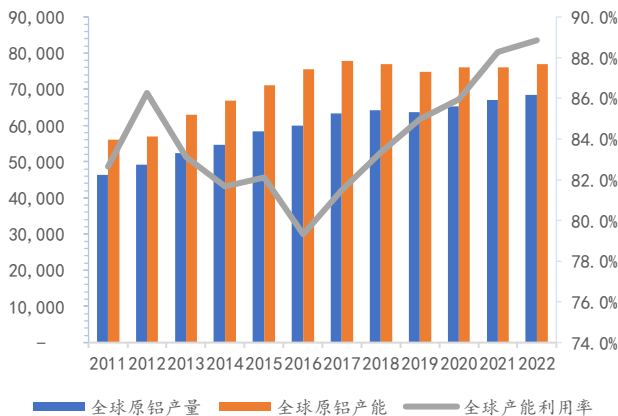


数据来源：百川盈孚，华福证券研究所

### 2.1 供应端：“双碳”战略促使电解铝供应持续偏紧

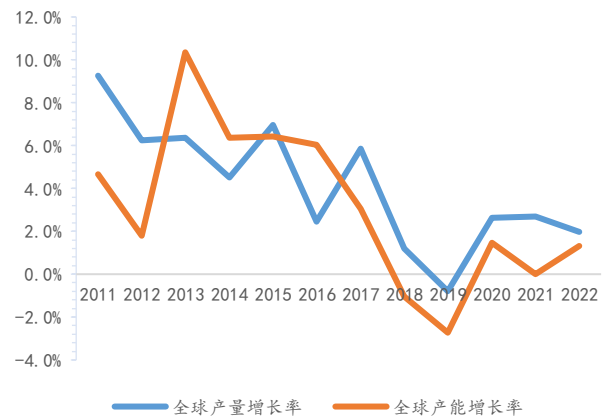
全球电解铝生产增长缓慢，产能利用率持续提高。在全球“碳中和”背景下，近年来产能增长愈发缓慢，欧洲和美国更是呈现萎缩态势，而随着经济的发展，各国对电解铝的需求量都存在不同程度的提高，只能在原有产能基础上提高产能利用率来弥补供给缺口，截至 2022 年全球产能利用率达到 88.85%，呈现紧供给局面。

图表 18：全球原铝产能及产量/千吨



数据来源：WIND，华福证券研究所

图表 19：全球原铝产能及产量增长率

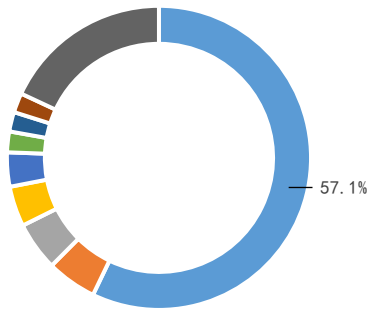


数据来源：WIND，华福证券研究所

我国是电解铝供给大国，产能产量占比过半稳居全球第一。根据 USGS 数据，2022 年全球铝产能 7700 万吨，我国产能 4400 万吨，占比 57.1%；全球铝产量 6900 万吨，我国产量 4000 万吨，占比 58.0%。除我国外，印度、俄罗斯、加拿大、阿联酋为其余铝产量前五大国，合计占比 19.4%。

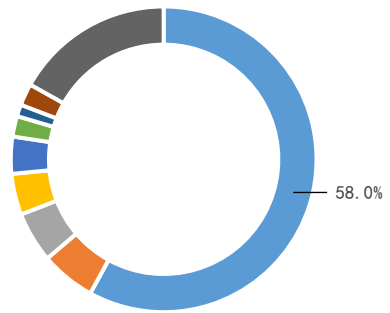
图表 20：全球原铝产能分布

图表 21：全球原铝产量分布



■ 中国 ■ 印度 ■ 俄罗斯 ■ 加拿大 ■ 阿联酋 ■ 澳大利亚 ■ 美国 ■ 巴林 ■ 其他

数据来源：USGS，华福证券研究所

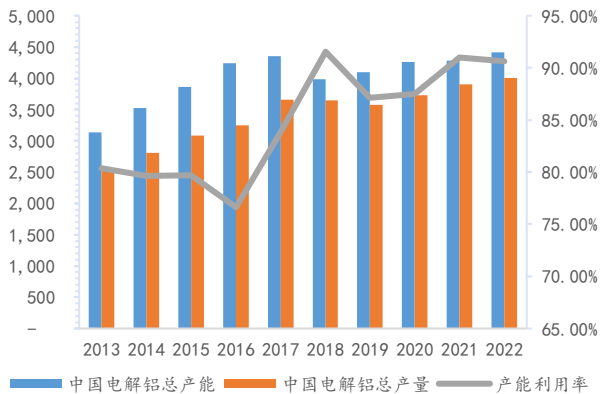


■ 中国 ■ 印度 ■ 俄罗斯 ■ 加拿大 ■ 阿联酋 ■ 澳大利亚 ■ 美国 ■ 巴林 ■ 其他

数据来源：USGS，华福证券研究所

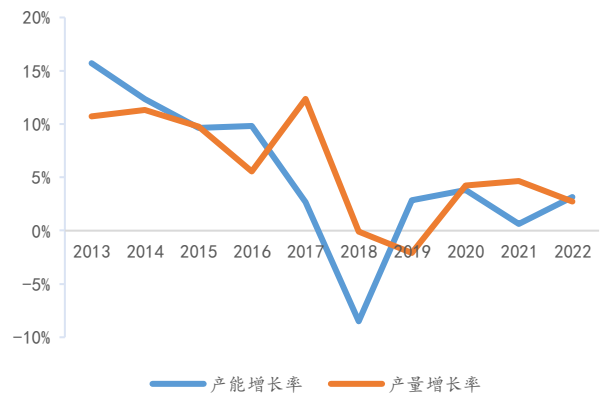
**我国电解铝产能受限，产量接近饱和。**2017年开始我国对电解铝实施供给侧改革，2018年颁布的《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》确立了我国电解铝产能天花板为4500万吨，以控制行业产能的无序增长。根据阿拉丁数据，2022年我国电解铝产能已达4418万吨，全年产量4004万吨，产能利用率达90.64%，接近饱和状态。随着我国“双碳”行动进入实施，取消优惠电价、取消目录电价及上浮比例限制、施行阶梯电价等一系列能耗“双控”、限制“两高”行业的电力政策出台，预计未来新建产能有限，新投或复产产能投产不确定性加剧，产量增速将进一步放缓。

图表 22：我国电解铝产能及产量/千吨



数据来源：WIND，阿拉丁，华福证券研究所

图表 23：我国电解铝产能及产量增长率

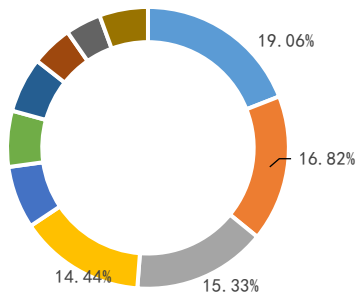


数据来源：WIND，阿拉丁，华福证券研究所

**从产能分布看，我国电解铝产能分布集中。**从地域分布看，山东、新疆、内蒙古、云南是目前国内最主要的电解铝生产省，合计产能占比达60.7%。在供给侧改革和“双碳”背景下，山东部分电解铝产能继续向云南转移。从企业分布看，魏桥铝电、中国铝业、云铝股份为我国前三大电解铝生产企业，三者合计占比30.4%。

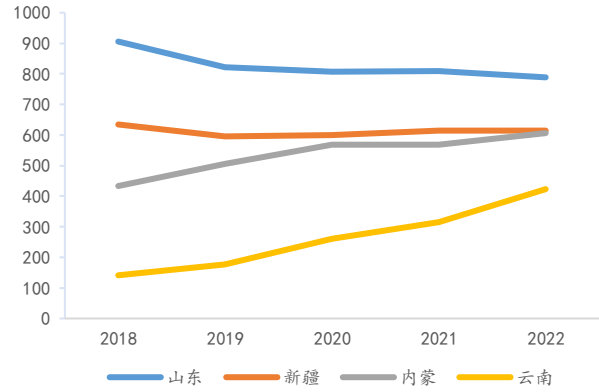
图表 24：我国电解铝产能分布

图表 25：我国电解铝产量分布变化



■ 山东 ■ 新疆 ■ 内蒙古 ■ 云南 ■ 甘肃 ■ 青海 ■ 广西 ■ 河南 ■ 贵州 ■ 其他

数据来源：百川盈孚，华福证券研究所



数据来源：百川盈孚，华福证券研究所

图表 26：电解铝产能企业分布/吨

序号	公司	省份	2022 年产能	占比
1	魏桥铝电	山东	5,920,000	13.4%
2	中国铝业	青海、贵州等	4,950,000	11.2%
3	云铝股份	云南	3,050,000	6.9%
4	云南宏泰	云南	2,030,000	4.6%
5	东方希望	新疆	1,900,000	4.3%
6	农六师铝业	新疆	1,800,000	4.1%
7	神火股份	新疆	1,700,000	3.8%
8	信发集团	山东	1,650,000	3.7%
9	东兴嘉峪关	甘肃	1,350,000	3.1%
10	天山铝业	新疆	1,200,000	2.7%
11	锦联铝材	内蒙	1,050,000	2.4%
13	东方希望	内蒙	850,000	1.9%
14	内蒙古创源	内蒙	800,000	1.8%
15	新疆其亚	新疆	800,000	1.8%
15	百河铝业	青海	700,000	1.6%
	其他		14,426,000	32.7%
	总计		44,176,000	

数据来源：百川盈孚，公司年报，华福证券研究所

**受欧洲能源危机及国内电力紧张影响，未来供给端有所扰动。**受欧洲能源危机影响，电解铝产能将继续受到扰动，2023 年预计产量将减少约 50 万吨。国内 2022 年受政府限电影响，四川、云南、贵州等地减产规模达 249 万吨，其中四川、贵州等地目前已逐渐复产，云南受电力紧张影响追加限产 80 万吨，预计丰水期即 5 月份开始陆续复产。在不考虑未来继续限电的影响下，预计未来电解铝产量如下：

图表 27：全球电解铝产量预测/万吨

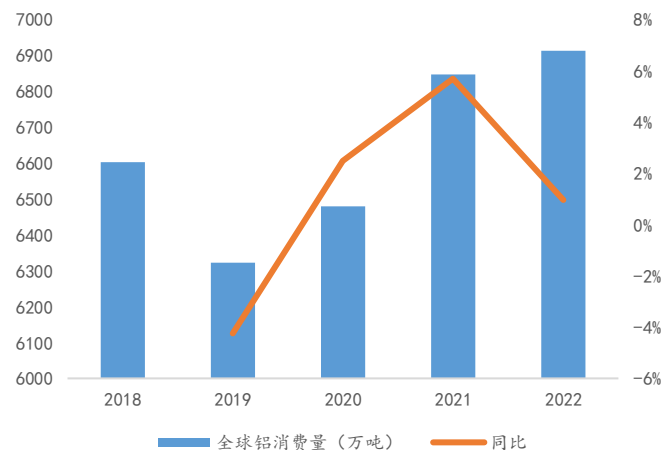
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
电解铝产量	6533	6709	6842	7042	7142	7192
同比%		3%	2%	2%	1%	1%
同比				200	100	50
欧洲减产				-50	0	0
国内增加				200	50	0
海外增加				50	50	50

数据来源: WIND, 华福证券研究所

## 2.2 需求端: 稳增长政策持续发力, 电动车及光伏将拉动终端需求

电解铝消费终端以建筑、交通运输、电子电力为主, 其中建筑行业用铝以竣工房屋的门窗、幕墙、装饰等场景为主, 交通运输行业用铝以汽车、轨道交通为主, 电子电力行业用铝以电源端和输电端为主。近年来, 受传统基建行业增速放缓影响, 电解铝实际消费量增速也趋于缓慢, 2022 年全球铝消费增速仅有 1%。但随着绿色能源、环保减排的要求日益提高, 新能源汽车、光伏等行业增速较快, 未来将贡献较多增量需求。

图表 28: 全球铝消费量/万吨

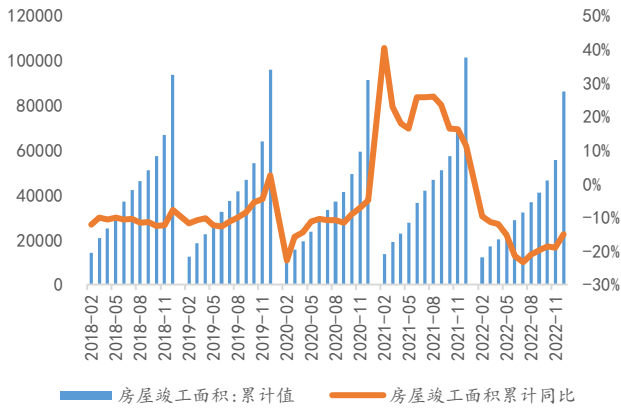


数据来源: iFinD, 华福证券研究所

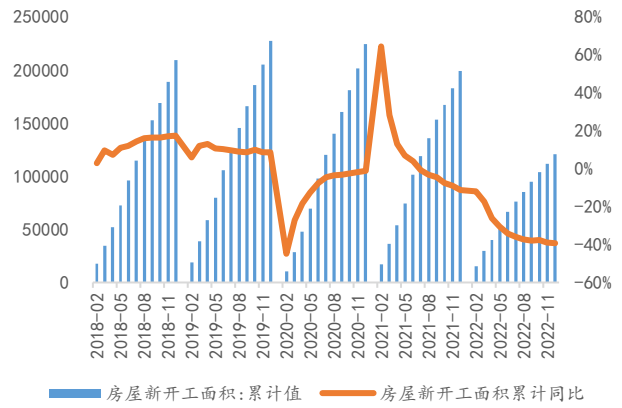
**我国地产刺激政策加码, 刺激电解铝需求改善。**过去一年我国陆续出台降首付、降利率等政策减少购房者成本, 以提振购房者信息, 激活房地产市场。但由于政策具有滞后性, 2022 年, 房企整体开工较去年同比减少 39.4%。未来在疫情影响逐渐减弱及国家频繁释放积极信号的影响下, 房地产市场逐步企稳恢复, 对铝价的压制将有所缓解。

图表 29: 房地产竣工面积累计值

图表 30: 房地产开工面积累计值



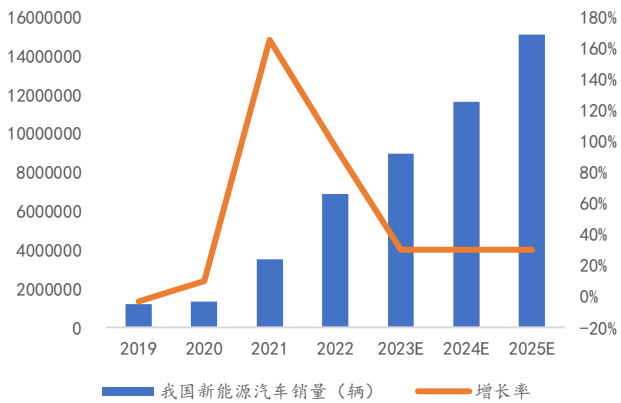
数据来源：WIND，华福证券研究所



数据来源：WIND，华福证券研究所

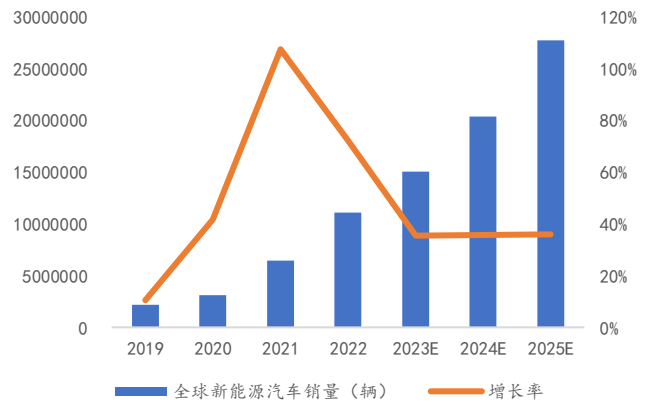
**新能源汽车产销两旺，车身轻量化趋势不断加强，带动电解铝高需求增长。**电动车铝材主要应用部件包括电池包、副车架、翼子板、四门两盖等，较燃油车用铝范围大，根据 SMM 数据，纯电动汽车的单车用铝量为 292kg，非纯电动汽车的单车用铝量为 206kg，新能源汽车铝型材消费是传统燃油车的 3~4 倍。在双碳背景下，各国大力鼓励新能源汽车消费，2022 年全球新能源汽车销量达 1065 万辆，同比增长 65%，其中，我国新能源汽车销量 687 万辆，同比增长 99%。我们保守预计未来国内和海外电动车将分别保持 30%和 44%的速度稳步增长，则 2025 年新能源汽车销量将达到 2772 万辆。

图表 31：我国新能源汽车销量



数据来源：WIND，华福证券研究所

图表 32：全球新能源汽车销量

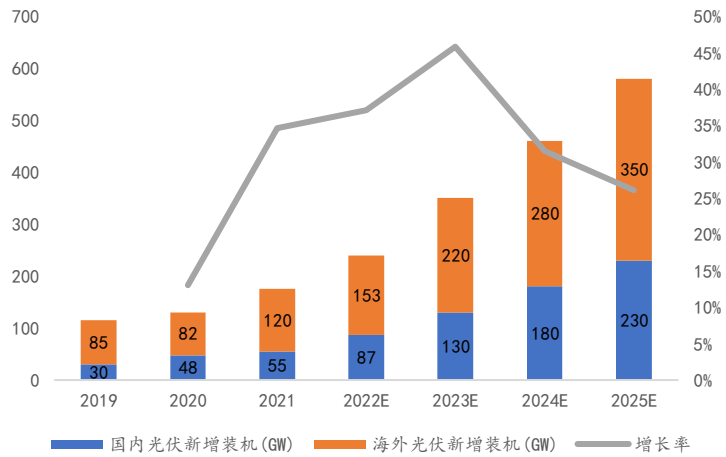


数据来源：EV Sales，华福证券研究所

**清洁能源迅猛发展，以光伏为代表的新基建基本面向好。**电解铝应用在光伏领域中主要在光伏组件边框以及支架两部分，通过对市场主要光伏组件企业产品的统计以及测算得出，每 GW 光伏组件边框的耗铝量在 0.9-1.1 万吨。近年来，全球光伏新增装机容量逐年增长，2021 年全球光伏装机新增 175GW，较 2020 年增长 33.6%。在国家对新能源高度重视的背景下，预计未来光伏新增装机容量将继续稳步增长。

图表 33：全球光伏装机预期





数据来源: CPIA, IEA, 华福证券研究所

假设全球新能源汽车、光伏的用铝量稳步增长,国内房地产逐渐回暖,我们预测2023-2025年全球电解铝需求量为7203/7515/7890万吨,同比增长约4%/4%/5%。

图表 34: 全球电解铝需求预测/万吨

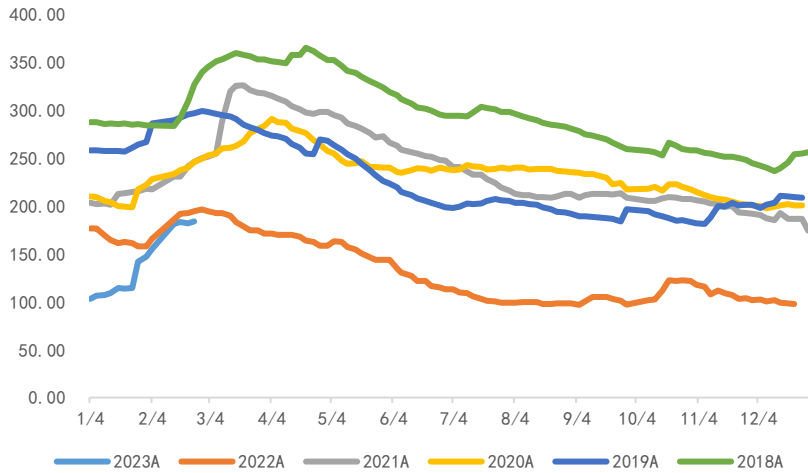
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
国内地产需求	1,024	1,077	1,041	1,052	1,062	1,073
国内新能源汽车	33	88	176	229	297	387
国内光伏需求	48	55	87	130	180	230
国内其他需求	2,687	2,769	2,731	2,786	2,841	2,898
<b>国内电解铝需求</b>	<b>3,792</b>	<b>3,989</b>	<b>4,035</b>	<b>4,196</b>	<b>4,381</b>	<b>4,587</b>
同比	8%	5%	1%	4%	4%	5%
国外新能源汽车	42	74	107	154	222	319
国外光伏需求	83	120	153	220	280	350
国外其他需求	2,561	2,664	2,617	2,633	2,633	2,633
<b>国外电解铝需求</b>	<b>2686</b>	<b>2858</b>	<b>2877</b>	<b>3007</b>	<b>3134</b>	<b>3302</b>
同比	-4%	6%	1%	5%	4%	5%
<b>全球电解铝需求</b>	<b>6,478</b>	<b>6,847</b>	<b>6,912</b>	<b>7,203</b>	<b>7,515</b>	<b>7,890</b>
同比	2%	6%	1%	4%	4%	5%

数据来源: WIND, 百川盈孚, 华福证券研究所

### 2.3 价格: 供需矛盾下电解铝价格将维持强势

全球电解铝库存逐年减少,未来将在很长一段时间中处于供不应求状态,价格将持续强势。2022年,国内电解铝平均价格为19923元/吨,较2021年增长5.5%。在双碳背景下,全球电解铝产量增长空间有限,而国内在新能源汽车、光伏等产业的快速发展下,电解铝的需求将迅速扩张,供给缺口进一步扩大,支撑电解铝价格。基于供需平衡表,我们保守预计2023-2025年电解铝的平均价格分别为21000/23000/23000元/吨。

图表 35: 全球电解铝库存/万吨



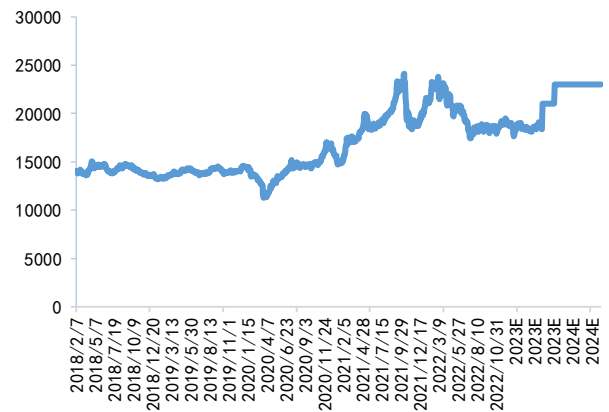
数据来源: WIND, 华福证券研究所

图表 36: 电解铝供需平衡表/万吨

年份	全球电解铝供给	全球电解铝需求	供需平衡
2020	6533	6478	54
2021	6709	6847	-138
2022	6842	6912	-70
2023E	7042	7203	-161
2024E	7142	7515	-374
2025E	7192	7890	-698

数据来源: 百川盈孚, 阿拉丁, 华福证券研究所

图表 37: 价格走势及预测



数据来源: WIND, 华福证券研究所

### 3 公司层面: 四大板块齐发力, 助力公司稳定发展

经过多年发展, 公司已形成四大成熟的经营业务板块, 分别为氧化铝板块、原铝板块、贸易板块及能源板块。

图表 38: 公司四大经营业务板块

板块	板块经营情况
氧化铝板块	包括开采、购买铝土矿和其他原材料, 将铝土矿生产为氧化铝, 并将氧化铝销售给本集团内部的电解铝企业和贸易企业以及集团外部的客户。该板块还包括生产销售精细氧化铝及金属镓。
原铝板块	包括采购氧化铝、原辅材料和电力, 将氧化铝进行电解生产为原铝, 销售给集团内部的贸易企业和集团外部客户。该板块还包括生产销售炭素产品、铝合金产品及其他电解铝产品。
贸易板块	主要从事向内部生产企业及外部客户提供氧化铝、原铝、其它有色金属产品和煤炭等原燃材料、原辅材料贸易及物流服务等业务。
能源板块	主要业务包括煤炭、火力发电、风力发电、光伏发电及新能源装备制造等。主要产品中, 煤炭销售给集团内部生产企业及集团外部客户, 公用电厂、风电及光伏发电销售给所在区域的电网公司。

数据来源：公司年报，华福证券研究所

### 3.1 氧化铝板块：铝土矿自给率提升保障氧化铝板块成本优势

公司资源保证度高，国内铝土矿资源拥有量第一。根据 2022 年年报显示，公司拥有国内铝土矿资源 5.32 亿吨，储量 1.48 亿吨，同时还在海外拥有铝土矿资源 17.58 亿吨，2022 年全年铝土矿产量 2812.83 万吨，自给率已达到 62% 左右，大大降低了公司的采购成本，保证了下游生产的稳定性。

图表 39：公司铝土矿资源量统计（截止 2022 年）

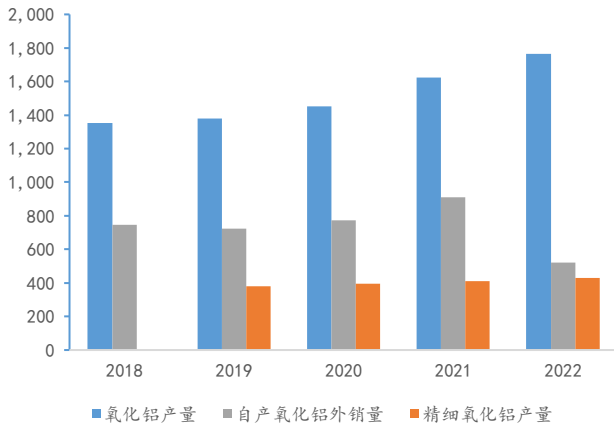
	矿山名称	资源量/百万吨	储量/百万吨	品位	年产量/千吨
国内	平果矿	73.92	41.41	9.91	5,517
	贵州矿	111.28	32.38	8.07	1,850
	遵义矿	17.03	5.46	6.04	1,098
	孝义矿	72.28	6.66	5.06	597
	山西其它矿		15.36	4.65	1,585
	三门峡分公司	96.98	4.15	4.06	447
	洛阳分公司		2.41	4.59	329
	郑州分公司		10.92	4.88	623
	许平矿	76.67	0.96	5.31	65
	三门峡矿		23.61	4.61	287
	焦作矿		0.25	5.08	166
	阳泉矿	2.66	1	4.18	79
	文山矿	18.61	1.52	5.07	166
	华兴矿	62.87	1.58	5.65	1,769
	海外	博法矿	1,758.20	98.08	38.64
	<b>合计</b>	<b>2,290.49</b>	<b>245.49</b>	<b>8.21</b>	<b>28,128.30</b>

数据来源：公司年报，华福证券研究所

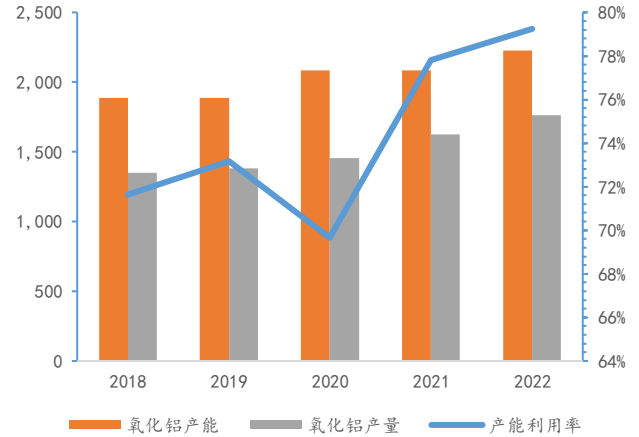
公司氧化铝产能位居全国第一。2020 年 11 月与几内亚铝土矿项目配套的广西防城港氧化铝项目建成后，公司氧化铝产能达 2086 万吨，2022 年公司控股云铝后，产能实现进一步扩张，目前合计控制产能达 2226 万吨。在产能不断扩张的同时，公司注重生产效率，产能利用率由 2018 年的 71.6% 提升至 2022 年的 79.2%，2022 年全年实现氧化铝产量 1764 万吨。

图表 40：公司氧化铝产销量/万吨

图表 41：公司氧化铝产能利用情况/万吨



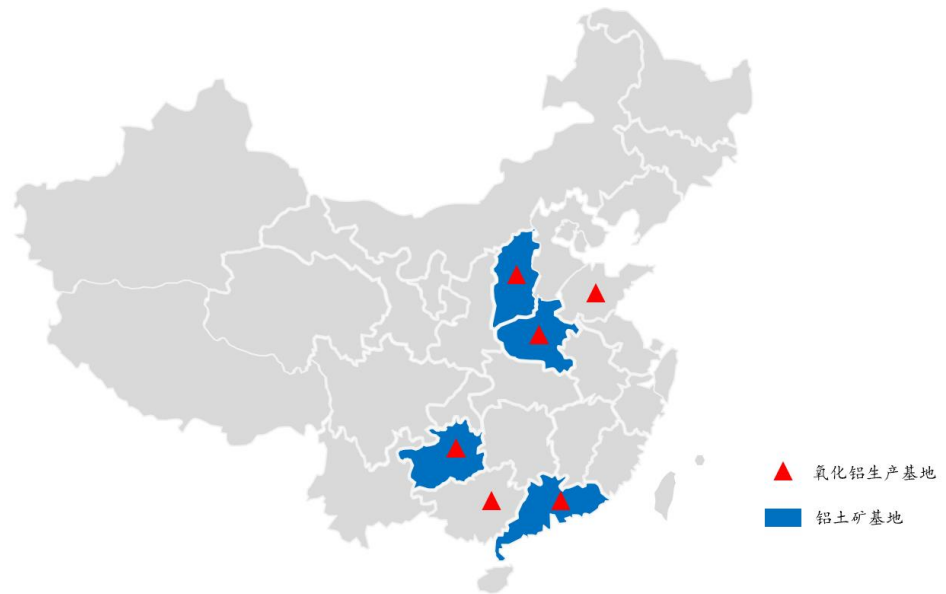
数据来源：公司年报，华福证券研究所



数据来源：公司年报，华福证券研究所

氧化铝产能紧邻铝土矿产区，保障原材料供应的同时还节省运输成本。公司国内铝土矿资源主要分布在广西、贵州、河南和山西，氧化铝产地主要分布在河南、广西、山西、山东、贵州和云南，依资源而建的产品布局便于公司快捷采购原材料，在节省运力成本的同时提高效率。

图表 42：铝土矿和氧化铝主要生产基地



数据来源：公司年报，百川盈孚，华福证券研究所

为确保可持续发展能力，公司进一步扩张产业版图。作为资源型企业，公司仍在积极推进国内外铝土矿项目的增储扩产，2022年遵义铝业新增获取2个铝土矿探矿权，广西教美年产200万吨铝土矿也提前建成投运，随着广西铝土矿项目的逐步投产，公司铝土矿自给率有望进一步提升，铝土矿自给率不断提高下，公司氧化铝成本优势有望进一步凸显。

### 3.2 原铝板块：弥补绿电短板，成为电解铝龙头

公司目前控制电解铝产能位居全国第一，约占全国产能的18%。自国内电解铝

行业供给侧改革后，公司电解铝产能较为稳定，2022年在控股云铝股份后，电解铝产能一跃达到800万吨，较上年增长约62%，超越宏桥成为国内最大的电解铝生产企业，规模优势进一步凸显。

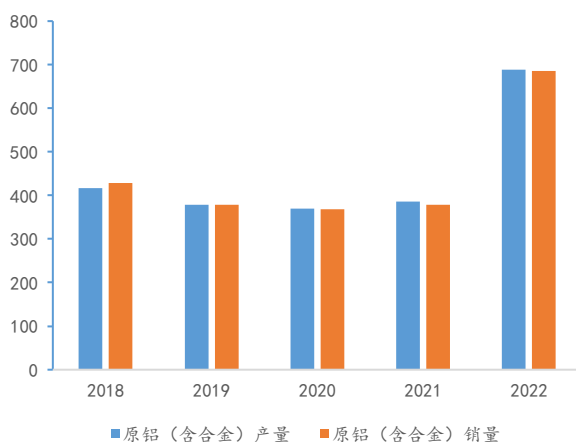
**图表 43：公司电解铝产能统计/万吨**

地区	子公司	产能	全国占比
内蒙古	包头铝业	133	3.01%
甘肃	中铝连城	54	1.22%
山西	中铝华润	50	1.13%
贵州	贵州华仁	50	1.13%
山西	中铝山西	43	0.97%
甘肃	中铝兰州	43	0.97%
贵州	中铝遵义	42	0.95%
广西	广西华磊	40	0.91%
青海	中铝青海	40	0.91%
云南	云铝股份	305	6.90%
合计		<b>800</b>	<b>18.11%</b>

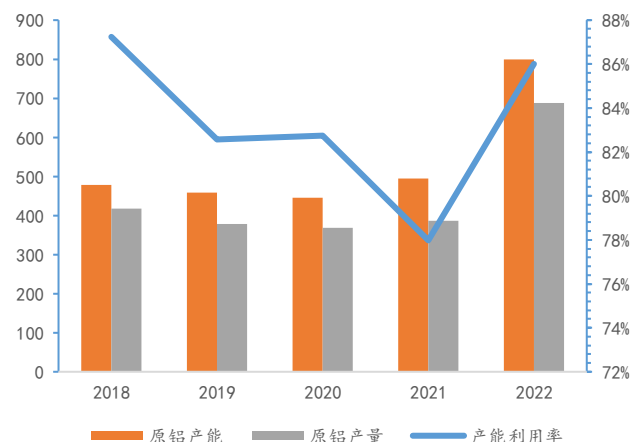
数据来源：百川盈孚，华福证券研究所

在现有规模之上，公司注重产能升级。2023年3月29日，内蒙古华云42万吨轻合金项目正式开工，预计建设工期12个月，项目建成后将全面替代包头铝业200KA老旧电解系列，投产后包头铝业总产能规模将由133万吨提升至150万吨，公司总产能将得到进一步提升。

电解铝产量近年来实现稳增长。除2020年受疫情初期停工停产现象较严重影响以外，近年来产量稳步提升，2022年公司共实现原铝产量688万吨，其中云铝股份贡献产量259.67万吨，若不考虑云铝股份影响，产量较上年增长约11%，产能利用率达86.5%。

**图表 44：公司原铝（含合金）产销量/万吨**


数据来源：公司年报，华福证券研究所

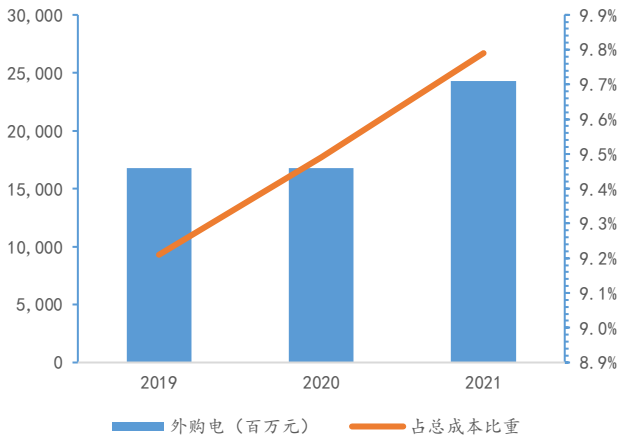
**图表 45：公司原铝产能利用情况/万吨**


数据来源：公司年报，华福证券研究所

弥补绿电短板，提升产品竞争力。公司原电解铝产能主要分布在内蒙古、甘肃、山西等北方地区，电力以煤电为主，受能源短缺煤价上涨影响，煤电成本近年来明显

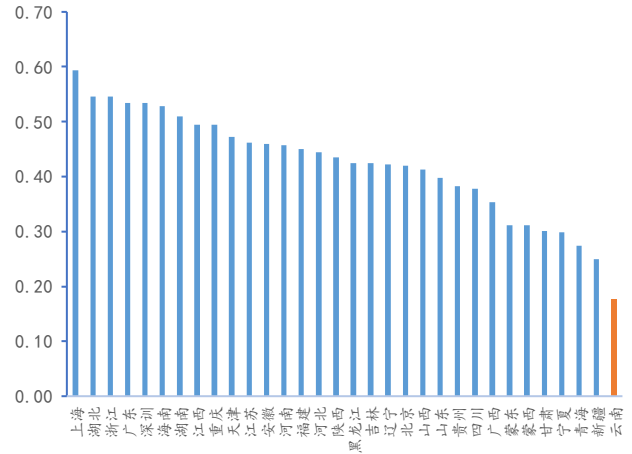
上升。而云铝股份依托云南省丰富的绿色电力优势，在享有低电价的同时，低碳排放量也将提升产品竞争力，在国际愈发重视碳减排的背景下，云铝股份的加入有利于强化公司与海外企业的合作。

图表 46: 公司铝行业外购电成本



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

图表 47: 我国各地区电力成本 (元/度)

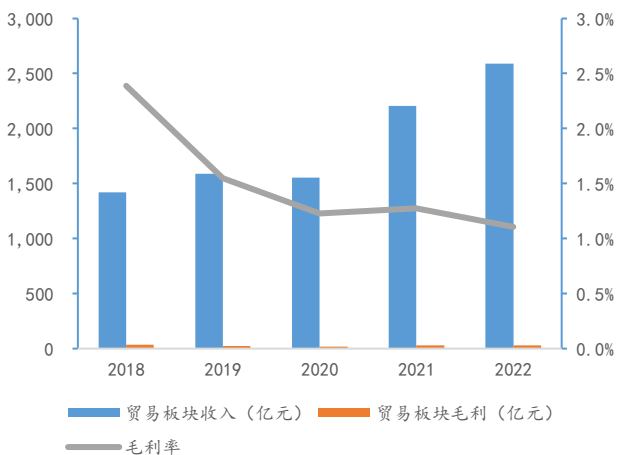


数据来源: 国家电网, 华福证券研究所

### 3.3 贸易板块: 收入占比最大, 毛利与铝价高度相关

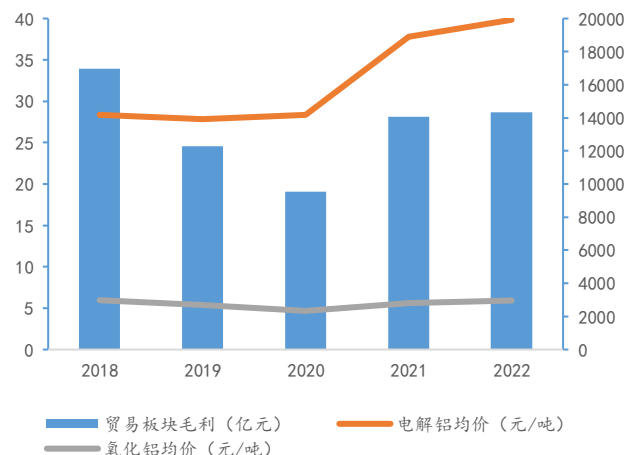
贸易板块业务主要是自集团内分子公司及本集团的国内外供应商采购氧化铝、原铝、铝加工产品及其他有色金属产品和煤炭等原材料后向内部生产商及外部客户提供贸易及物流服务的业务, 该板块是公司收入占比最大的板块, 贡献毛利通常与氧化铝、原铝产品价格高度相关。2022 年受益于高铝价, 全年实现 2588.54 亿元, 同比增长 17.4%, 贡献毛利 28.64 亿元, 同比增长 1.8%。

图表 48: 公司贸易板块收入及毛利/亿元



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

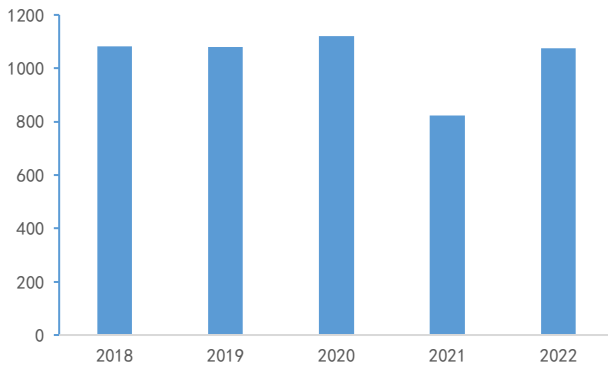
图表 49: 贸易板块毛利与铝价高度相关



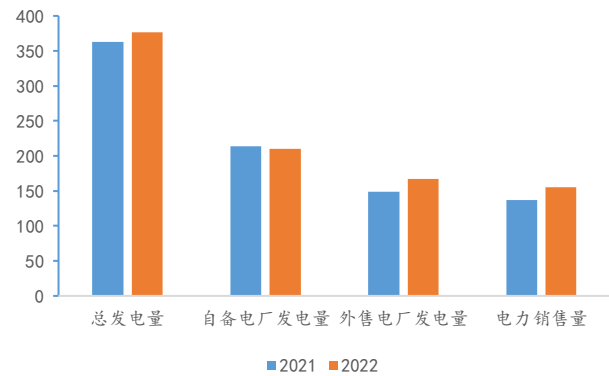
数据来源: 公司年报, WIND, 华福证券研究所

### 3.4 能源板块: 煤炭+电力提高公司附加值

能源板块业务主要包括煤炭、火力发电、风力发电、光伏发电、新能源装备制造、煤电铝一体化项目的建设运营等, 其中, 电力主要销售给所在区域电网公司。

**图表 50: 公司煤炭产量/万吨**


数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

**图表 51: 公司发电量/亿千瓦时**


数据来源: 公司年报, WIND, 华福证券研究所

## 4 盈利预测及估值

### 4.1 核心假设

**氧化铝板块:** 该板块主要销售氧化铝及精细氧化铝。假设未来产能保持稳定, 每年产量维持在 1800 万吨; 2021/2022 年板块平均价格 (不含税) 为 3484/3161 元/吨, 考虑到氧化铝价格下行趋势, 预计 2023-2025 年板块平均价格为 3000/2950/2850 元/吨; 2022 年板块平均成本为 2607 元/吨, 假设未来三年平均成本与 2022 年保持一致。

**原铝板块:** 该板块主要销售电解铝及铝合金。2022 年原铝 (含合金) 产销量为 688/685 万吨, 几乎达到满销状态, 考虑到内蒙古华云项目预计于 2024 年投产, 预计 2023-2025 年产量分别为 700/705/710 万吨; 2021/2022 年板块平均价格 (不含税) 为 19218/20214 元/吨, 考虑到未来电解铝的供需情况, 预计 2023-2025 年板块平均价格为 21184/22954/22954 元/吨; 2022 年板块平均成本为 17630 元/吨, 假设未来三年平均成本与 2022 年保持一致。

**能源板块:** 能源板块主要是煤炭及发电销售, 假设未来煤炭产能保持稳定, 年产量维持在 1100 万吨; 2021/2022 年板块平均价格 (不含税) 为 961/868 元/吨, 考虑到国家对煤炭保供稳价政策的加码, 假设未来煤炭价格呈下降态势, 板块平均价格也将下跌, 预计 2023-2025 年板块平均价格为 850/830/800 元/吨; 2022 年板块平均成本 526 元/吨, 假设未来三年平均成本与 2022 年保持一致。

**贸易板块:** 是公司收入占比最大的板块, 但是毛利率较低且相对稳定。假设该板块收入以每年 5% 增速增长, 毛利率维持在前三年平均水平 (1.2%)。

### 4.2 盈利预测

随着公司产能释放和下游拓展。我们预计 2023-2025 年公司分别实现营业收入 3398.55、3581.38、3674.79 亿元, 分别同比+16.79%、+5.38%、+2.61%; 毛利 343.82、428.36、418.86 亿元, 毛利率 11.17%、14.15%、13.57%。

**图表 52: 盈利预测**

业务	指标	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
氧化铝板块	产量	万吨	1,623.00	1,764.00	1800.00	1800.00	1800.00
	营业收入	百万元	56,545.79	55,761.73	54,000.00	53,100.00	51,300.00
	成本	百万元	43,376.38	45,992.14	46,926.00	46,926.00	46,926.00
	毛利率	%	23.29%	17.52%	13.10%	11.63%	8.53%
原铝板块	产量	万吨	386.00	688.00	700.00	705.00	710.00
	销量	万吨	378.00	685.00	700.00	705.00	710.00
	营业收入	百万元	72,644.21	138,465.82	148,288.50	161,825.58	162,973.27
	成本	百万元	57,919.67	120,764.48	123,408.96	124,290.45	125,171.94
	毛利率	%	20.27%	12.78%	16.78%	23.19%	23.19%
能源板块	煤炭产量	万吨	824.00	1,074.00	1,100.00	1,100.00	1,100.00
	营业收入	百万元	7915.22	9322.54	9350.00	9130.00	8800.00
	成本	百万元	5387.79	5652.53	5786.00	5786.00	5786.00
	毛利率	%	31.93%	39.37%	38.12%	36.63%	34.25%
贸易板块	营业收入	百万元	220,447.91	258,854.32	271,797.04	285,386.89	299,656.23
	成本	百万元	217,635.69	255,990.51	268,526.72	281,953.06	296,050.71
	毛利率	%	1.28%	1.11%	1.20%	1.20%	1.20%
其他及内部抵消	营业收入	百万元	(87,804.89)	(171,416.47)	(143,580.35)	(151,304.41)	(155,250.66)
	成本	百万元	(82,701.98)	(170,797.15)	(139,174.72)	(143,653.07)	(148,341.55)
	毛利率	%	5.81%	0.36%	3.07%	5.06%	4.45%
总计	营业收入	百万元	269,748.24	290,987.94	339,855.18	358,138.05	367,478.84
	YOY	%	45.03%	7.87%	16.79%	5.38%	2.61%
	营业成本	百万元	241,617.54	257,602.51	305,472.96	315,302.43	325,593.11
	毛利	百万元	28,130.70	33,385.43	34,382.22	42,835.62	41,885.74
	YOY	%	83.63%	18.68%	2.99%	24.59%	-2.22%
	毛利率	%	10.43%	11.47%	10.12%	11.96%	11.40%

数据来源：公司公告、华福证券研究所

### 期间费用率

公司综合期间费用率明显低于同行业，自 2018 年以来逐年下降，成本控制能力明显优于同行业。假设 2023-2025 年销售费用率、管理费用率均维持在 2022 年水平，分别为 0.14%/1.41%；考虑到公司重视研发投入，我们预计 2023-2025 的研发费用率分别为 1.65%/1.75%/1.85%。

### 4.3 估值及投资建议

公司作为中国铝行业的龙头企业且综合实力位居全球铝行业前列，历史估值远高于行业平均水平。2023 年 5 月 16 日公司收盘价 5.69 元，对应 2023-2025 年 PE 为 14.1/10.4/12.0，其三年内历史 PE (TTM) 中位数为 24.60 倍，综合考虑铝行业的平均 PE，我们保守给予公司 2023 年 20 倍 PE，结合公司 2023 年归母净利润预测值 69.36 元，对应市值 1387 亿，目标价为 8.00，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 53：公司近三年 PE 变化 (TTM)





数据来源：WIND，华福证券研究所

## 5 风险提示

### 电解铝价格不及预期

公司整体销售利润主要受铝价影响，若受宏观因素影响，经济增速缓慢，下游需求不及预期，或将导致铝价大幅下降，将会对公司盈利产生负面影响。

图表 54：铝价对 2023-2025 年公司业绩的敏感性测试

	电解铝价格（元/吨）				
	2023 年	19000	20000	21000	22000
净利润（百万元）	3979	8858	13737	18616	23494
归母净利润（百万元）	2009	4472	6936	9399	11863
EPS	0.12	0.26	0.40	0.55	0.69
2024 年	21000	22000	23000	24000	25000
净利润（百万元）	10864	15772	20679	25586	30494
归母净利润（百万元）	4952	7188	9425	11661	13898
EPS	0.29	0.42	0.55	0.68	0.81
2025 年	21000	22000	23000	24000	25000
净利润（百万元）	10013	14949	19886	24823	29759
归母净利润（百万元）	4090	6107	8123	10140	12157
EPS	0.24	0.36	0.47	0.59	0.71

数据来源：华福证券研究所

### 原材料和能源价格波动风险

公司的原材料和能源价格出现大幅波动时，若公司不能有效地将原材料和能源价格上涨压力转移到下游，或将影响公司业绩。

**图表 55: 财务预测摘要**

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	19,260	20,391	35,773	58,408	营业收入	290,988	339,855	358,138	367,479
应收票据及账款	4,518	6,780	6,683	6,127	营业成本	257,603	305,473	315,302	325,593
预付账款	2,180	1,702	1,809	1,951	税金及附加	2,860	2,914	3,165	3,268
存货	24,712	30,552	30,697	30,172	销售费用	419	476	501	514
合同资产	0	0	0	0	管理费用	4,092	4,792	5,050	5,181
其他流动资产	3,866	8,719	7,929	7,416	研发费用	4,805	5,608	6,267	6,798
流动资产合计	54,536	68,144	82,892	104,074	财务费用	3,505	2,124	1,699	1,233
长期股权投资	9,743	9,743	9,743	9,743	信用减值损失	-414	-568	-703	-810
固定资产	106,540	103,820	101,333	99,058	资产减值损失	-4,884	-2,000	-1,000	-500
在建工程	2,103	2,303	2,503	2,703	公允价值变动收益	59	-5	-4	-2
无形资产	16,890	16,222	15,628	15,484	投资收益	668	639	509	400
商誉	3,495	3,495	3,495	3,495	其他收益	218	166	176	187
其他非流动资产	19,041	21,545	22,126	22,416	<b>营业利润</b>	<b>13,682</b>	<b>16,933</b>	<b>25,390</b>	<b>24,424</b>
非流动资产合计	157,812	157,127	154,827	152,898	营业外收入	114	100	100	100
<b>资产合计</b>	<b>212,348</b>	<b>225,271</b>	<b>237,719</b>	<b>256,972</b>	营业外支出	587	300	300	300
短期借款	6,461	8,879	0	0	<b>利润总额</b>	<b>13,209</b>	<b>16,733</b>	<b>25,190</b>	<b>24,224</b>
应付票据及账款	22,536	23,944	25,264	25,247	所得税	2,366	2,996	4,511	4,338
预收款项	114	65	77	88	<b>净利润</b>	<b>10,843</b>	<b>13,737</b>	<b>20,679</b>	<b>19,886</b>
合同负债	2,049	2,656	2,726	2,806	少数股东损益	6,651	6,801	11,254	11,763
其他应付款	6,351	7,385	6,887	6,688	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,192</b>	<b>6,936</b>	<b>9,425</b>	<b>8,123</b>
其他流动负债	24,855	22,013	22,921	23,878	EPS (按最新股本摊薄)	0.24	0.40	0.55	0.47
流动负债合计	62,367	64,942	57,876	58,707					
长期借款	34,063	32,063	31,063	30,063	<b>主要财务比率</b>				
应付债券	15,324	15,040	14,615	15,301		<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他非流动负债	12,838	12,607	13,555	13,091	<b>成长能力</b>				
非流动负债合计	62,225	59,710	59,233	58,454	营业收入增长率	7.9%	16.8%	5.4%	2.6%
<b>负债合计</b>	<b>124,592</b>	<b>124,653</b>	<b>117,109</b>	<b>117,162</b>	EBIT 增长率	20.3%	12.8%	42.6%	-5.3%
归属母公司所有者权益	54,403	60,465	69,203	76,640	归母公司净利润增长率	-17.5%	65.5%	35.9%	-13.8%
少数股东权益	33,353	40,154	51,408	63,171	<b>获利能力</b>				
<b>所有者权益合计</b>	<b>87,756</b>	<b>100,618</b>	<b>120,611</b>	<b>139,810</b>	毛利率	11.5%	10.1%	12.0%	11.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>212,348</b>	<b>225,271</b>	<b>237,719</b>	<b>256,972</b>	净利率	3.7%	4.0%	5.8%	5.4%
					ROE	4.8%	6.9%	7.8%	5.8%
					ROIC	12.8%	13.6%	18.0%	15.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	58.7%	55.3%	49.3%	45.6%
					流动比率	0.9	1.0	1.4	1.8
					速动比率	0.5	0.6	0.9	1.3
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.4	1.5	1.5	1.4
					应收账款周转天数	4	6	6	6
					存货周转天数	30	33	35	34
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.24	0.40	0.55	0.47
					每股经营现金流	1.62	1.13	2.05	1.90
					每股净资产	3.17	3.52	1.98	4.47
					<b>估值比率</b>				
					P/E	23	14	10	12
					P/B	2	2	1	1
					EV/EBITDA	162	140	112	117

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>27,806</b>	<b>19,362</b>	<b>35,140</b>	<b>32,614</b>
现金收益	24,271	27,695	33,912	32,379
存货影响	-6,034	-5,840	-145	526
经营性应收影响	3,409	216	989	914
经营性应付影响	7,324	2,392	834	-205
其他影响	-1,164	-5,101	-450	-999
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,479</b>	<b>-10,125</b>	<b>-8,487</b>	<b>-8,638</b>
资本支出	-30,390	-8,645	-8,653	-9,041
股权投资	3,245	0	0	0
其他长期资产变化	23,666	-1,480	166	403
<b>融资活动现金流</b>	<b>-27,038</b>	<b>-8,106</b>	<b>-11,271</b>	<b>-1,342</b>
借款增加	3,083	-5,166	-9,752	1,084
股利及利息支付	-6,288	-3,954	-3,874	-3,813
股东融资	405	0	0	0
其他影响	-24,238	1,014	2,355	1,387

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 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注册为证券分析师，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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn