

原料成本上升，Q4 利润环比下降

2022 年 01 月 26 日

► **事件：**2022 年 1 月 25 日，公司发布 2021 年年度业绩预增公告。预计公司 2021 年度实现归母净利润 38.30 亿元，同比增长 100.28%，扣非归母净利润 36.91 亿元，同比增加 97.56%。单季度看，Q4 预计实现归母净利润 5.98 亿元，环比减少 52.2%，同比减少 12.9%。**业绩略不及预期。**

► 原料价格回落，提升业绩弹性

① **原料价格上升，Q4 净利润环比下跌。**（1）量：公司受限产影响较小，2021 年电解铝实现产量 115.4 万吨，同比增加 1.8%；（2）价格：Q4 电解铝含税均价为 20043 元/吨，环比降 2.37%；（3）成本：氧化铝（Q4 环比+24.96%）、预焙阳极（Q4 环比+17.87%），动力煤价格（Q4 环比+48.08%），价格环比均上涨；（4）利润：公司氧化铝自给率 39.3%，氧化铝外购成本高，预焙阳极自给率 84.8%，但石油焦、沥青价格上涨，生产成本上升，电力自给率 90%，但煤价上行推高电力成本，原料价格上行，导致 Q4 利润环比下跌，但目前成本端快速下滑，截至 1 月 20 日，1 月行业平均吨铝盈利回升至 4985 元。

② **原料自给率上升，成本优势进一步巩固。**公司 2021 年氧化铝产量 90.7 万吨，同比增加 21.0%，氧化铝自给率 39.3%，同比增加 6pct；预焙阳极产量 47.0 万吨，同比增加 48.9%，自给率 84.8%，同比增加 26.7pct，公司自备电比例 90%，同比持平，氧化铝和预焙阳极自给率上升，有助于降低成本。

► 未来核心看点：

① **自给率进一步提升，一体化生产优化成本曲线。**靖西天桂二期、三期 170 万吨项目稳步推进，投产后，靖西天桂氧化铝产能将达到 250 万吨/年，广西铝土矿资源丰富，与其他地区相比具有较强的成本和品质优势。南疆阿拉尔 30 万吨预焙阳极碳素产能已在 2021 年上半年投产。待氧化铝项目达产后，公司氧化铝、预焙阳极完全实现自给自足，而电力自给率也高达 90%，或将降低原材料价格上涨带来的成本压力，优化成本曲线。

② **新疆风光基地建设加快，低电价优势巩固。**新疆煤炭、风光资源丰富，随着双碳政策的实施，风、光装机量或将大幅上升，西北风光基地建设加快，新疆电价有望保持较低水平，与行业平均电价差距会扩大，成本优势更将明显。

► **投资建议：**电解铝供给恢复较缓，需求受稳增长拉动，铝价有望保持高位。随着氧化铝产能投产，公司 2022 年基本原料实现自给自足。因为原料价格中枢上行，我们调整盈利预测，预计 2021-2023 年公司实现归母净利润 38.64 亿元、48.87 亿元、52.84 亿元，对应 EPS 分别为 0.83 元、1.05 元、1.14 元，对应目前股价（1 月 25 日）的 PE 分别为 10、8 和 7 倍，维持公司“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期，海外电解铝投产超预期，电解铝价格下行等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	27,460	34,926	38,091	38,867
增长率（%）	-15.7	27.2	9.1	2.0
归属母公司股东净利润（百万元）	1,912	3,864	4,887	5,284
增长率（%）	27.4	102.1	26.5	8.1
每股收益（元）	0.51	0.83	1.05	1.14
PE	16	10	8	7
PB	1.8	1.7	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 1 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

8.27 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张航

执业证号：S0100122010011

邮箱：zhanghang@mszq.com

研究助理：孙二春

执业证号：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1、民生金属 2022 年年度策略系列报告之工业金属篇：稳增长发力，供需有望共振

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	27,460	34,926	38,091	38,867
营业成本	23,705	28,403	29,902	30,379
营业税金及附加	442	559	609	622
销售费用	17	17	19	19
管理费用	220	314	343	350
研发费用	42	105	114	117
EBIT	2,395	5,527	7,104	7,380
财务费用	696	838	1,132	912
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	-2	-1	-1
营业利润	2,392	4,825	6,112	6,604
营业外收支	5	5	5	5
利润总额	2,397	4,830	6,117	6,609
所得税	484	966	1,230	1,325
净利润	1,912	3,864	4,887	5,284
归属于母公司净利润	1,912	3,864	4,887	5,284
EBITDA	3,510	15,719	22,200	27,987

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	14,151	17,133	20,050	24,819
应收账款及票据	851	1,785	1,888	2,027
预付款项	619	743	830	974
存货	2,051	4,143	4,256	4,746
其他流动资产	2,389	3,775	3,726	3,934
流动资产合计	20,062	27,579	30,750	36,500
长期股权投资	3,072	2,977	2,830	2,672
固定资产	21,391	23,811	26,518	29,406
无形资产	4,632	4,310	3,935	3,598
非流动资产合计	40,576	38,302	39,688	41,725
资产合计	60,637	65,880	70,439	78,225
短期借款	17,228	11,375	3,714	1,702
应付账款及票据	15,949	17,595	23,437	25,597
其他流动负债	7,128	9,889	10,099	10,815
流动负债合计	40,305	38,858	37,250	38,114
长期借款	6,037	5,325	5,125	5,125
其他长期负债	1,869	2,199	2,209	2,219
非流动负债合计	7,906	7,524	7,334	7,344
负债合计	48,211	46,382	44,584	45,458
股本	2,231	2,251	2,251	2,251
少数股东权益	5,444	5,950	6,741	7,611
股东权益合计	12,426	19,498	25,855	32,767
负债和股东权益合计	60,637	65,880	70,439	78,225

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-15.73	27.19	9.06	2.04
EBIT 增长率	18.40	130.80	28.53	3.89
净利润增长率	27.40	102.07	26.47	8.12
盈利能力 (%)				
毛利率	13.67	18.68	21.50	21.84
净利润率	6.96	11.06	12.83	13.59
总资产收益率 ROA	3.78	6.20	7.29	7.72
净资产收益率 ROE	9.91	16.68	17.42	15.85
偿债能力				
流动比率	0.82	0.84	0.88	1.07
速动比率	0.45	0.44	0.48	0.60
现金比率	0.40	0.38	0.42	0.53
资产负债率 (%)	61.85	62.84	58.13	51.32
经营效率				
应收账款周转天数	2.04	6.98	4.52	4.93
存货周转天数	86.29	100.00	90.00	92.72
总资产周转率	0.54	0.56	0.57	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	0.51	0.83	1.05	1.14
每股净资产	4.15	4.98	6.03	7.17
每股经营现金流	0.67	2.30	4.53	6.00
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	16	10	8	7
PB	1.8	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.56	3.01	2.09	1.41
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,912	3,864	4,887	5,284
折旧和摊销	1,115	10,192	15,095	20,606
营运资金变动	-724	-4,326	-165	979
经营活动现金流	3,098	10,683	21,077	27,924
资本开支	-2,185	-16,773	-18,759	-19,955
投资	0	-18	9	9
投资活动现金流	-2,185	-16,792	-18,752	-19,947
股权募资	4,860	0	0	0
债务募资	-650	8,678	57	-5,486
筹资活动现金流	3,066	7,724	-1,206	-6,545
现金净流量	3,979	1,615	1,119	1,432

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。	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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001