

成本控制能力突出，减值难掩业绩

2022 年 03 月 23 日

► **2022 年 3 月 22 日, 公司发布 2021 年报。**2021 年, 公司实现营收 2697.48 亿元, 同比增长 45.03%; 归母净利润 50.79 亿元, 同比增长 585.5%; 扣非归母净利润 70.29 亿元, 同比增加 1687%。2021Q4, 公司实现营收 748.19 亿元, 同比增长 41.6%、环比增长 0.8%; 归母净利润-2.28 亿元, 同比下降 178.8%、环比减少 110.2%; 扣非归母净利-0.97 亿元, 同比下降 137.8%、环比减少 103.5%。业绩符合我们之前预期。

► **产量相对稳定, 吨毛利大幅上涨。**量: 公司 2021 年原铝产量 386 万吨, 同比减少 4.6%, 主要受限电影响, 氧化铝产量 1623 万吨, 同比增加 11.7%。价: 2021 年公司吨铝售价 1.88 万元, 同比增加 36.8%, 吨成本 1.53 万元, 同比增加 26.5%, 成本上升主要因为外购电价上涨 0.15 元至 0.52 元 KW/h; 吨氧化铝售价 3372 元, 同比增加 21.4%, 吨成本 2673 元, 同比增加 2.6%, 主要因为公司铝土矿基本自给, 成本受影响较小。利: 吨铝毛利 3513 元, 同比增加 1866 元; 吨氧化铝毛利 699 元, 同比增加 405 元, 吨毛利大幅上涨。毛利分布看, 氧化铝占比 38% (主要因为氧化铝内销按市场价计算, 毛利计入到氧化铝板块), 电解铝占比 45%, 贸易和能源分别占比 8.7% 和 8.4%。

► **三费费率继续下降, 减值拖累业绩。**公司经营效率提升, 三费费率持续下降, 公司 2021 年三费费率 2.9%, 同比下降 1.8pct, 主要因为销售费用科目变更和利息支出下降。2021 年公司对停产、闲置及未达产运行资产计提 30.7 亿元减值, 对应收款计提 13.9 亿元信用损失, 合计减值 44.5 亿元, 影响归母净利润约 21 亿元, 随着能耗管控趋松, 公司产能利用率将提升, 未来减值损失有望下降。

► **未来看点: 1) 海外电解铝供应受限, 行业供需格局较好。**欧洲能源危机继续, 电解铝亏损较大, 减产规模继续扩大, 随着电力供应增加, 国内产量恢复, 而国内需求走向旺季, 内外价差高企有望带动出口上升, 国内外需求共振, 电解铝供需格局向好态势不变, 价格表现较强。2) **公司产业链一体化布局, 成本优势明显, 充分享受铝价上涨收益。**公司坚持铝产业链一体化布局, 原料自给率高, 公司铝土矿自给率约 70%, 氧化铝自给率 100%, 电力自给率超过 20%, 一体化布局有助于公司较好地管控成本, 充分享受铝价上涨带来的收益。3) **国内电力紧张局面缓解, 复产提供增量。**公司产能约 450 万吨, 产能利用率较低, 随着国内电力供应增加, 公司复产将会加快, 产量将明显提升。

► **投资建议:** 电解铝行业格局较好, 随着复产进行, 公司业绩将继续释放, 我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利润 126.75 亿元、154.73 亿元和 180.86 亿元, EPS 分别为 0.74 元、0.91 元和 1.06 元, 对应 3 月 22 日收盘价的 PE 分别为 8、7 和 6 倍, 维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 电解铝需求不及预期; 项目复产不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	269,748	288,631	294,550	301,814
增长率 (%)	45.0	7.0	2.1	2.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,080	12,675	15,473	18,086
增长率 (%)	564.6	149.5	22.1	16.9
每股收益 (元)	0.30	0.74	0.91	1.06
PE	21	8	7	6
PB	1.9	1.6	1.4	1.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 3 月 22 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

6.26 元



分析师: 邱祖学

执业证号: S0100521120001

邮箱: qiuzuxue@mszq.com

研究助理: 张弋清

执业证号: S0100121120057

邮箱: zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1. 中国铝业 (601600) 中报点评: 铝价上行, 龙头充分受益

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	269,748	288,631	294,550	301,814
营业成本	241,618	250,345	251,184	253,471
营业税金及附加	2,248	2,453	2,493	2,551
销售费用	315	866	884	905
管理费用	3,722	4,759	4,857	4,977
研发费用	2,362	2,309	2,356	2,415
EBIT	17,787	27,899	32,777	37,495
财务费用	3,714	2,287	1,709	873
资产减值损失	-3,071	-493	-518	-533
投资收益	-217	577	736	538
营业利润	11,208	25,951	31,632	36,925
营业外收支	-1,029	-293	-311	-314
利润总额	10,179	25,658	31,321	36,611
所得税	2,390	6,158	7,517	8,787
净利润	7,789	19,500	23,804	27,825
归属于母公司净利润	5,080	12,675	15,473	18,086
EBITDA	26,502	35,061	40,058	44,833

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	19,178	21,096	23,205	25,526
应收账款及票据	4,208	5,256	5,468	5,418
预付款项	1,015	2,503	2,512	2,290
存货	18,678	20,576	21,636	21,126
其他流动资产	5,636	8,398	9,291	8,838
流动资产合计	48,714	57,830	62,112	63,199
长期股权投资	12,988	12,988	13,076	13,193
固定资产	91,088	86,708	81,789	76,493
无形资产	15,419	15,715	15,993	16,261
非流动资产合计	143,663	140,206	136,183	132,578
资产合计	192,377	198,036	198,295	195,777
短期借款	9,219	8,083	6,963	2,672
应付账款及票据	15,505	14,440	14,845	15,145
其他流动负债	27,456	26,222	26,498	24,657
流动负债合计	52,181	48,745	48,306	42,475
长期借款	36,266	33,266	23,266	13,266
其他长期负债	31,147	27,147	19,147	13,147
非流动负债合计	67,413	60,413	42,413	26,413
负债合计	119,593	109,157	90,719	68,887
股本	17,023	17,023	17,023	17,023
少数股东权益	15,519	22,344	30,675	40,414
股东权益合计	72,783	88,879	107,576	126,889
负债和股东权益合计	192,377	198,036	198,295	195,777

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	45.03	7.00	2.05	2.47
EBIT 增长率	215.99	56.85	17.48	14.39
净利润增长率	564.60	149.53	22.07	16.89
盈利能力 (%)				
毛利率	10.43	13.26	14.72	16.02
净利润率	2.89	6.76	8.08	9.22
总资产收益率 ROA	2.64	6.40	7.80	9.24
净资产收益率 ROE	8.87	19.05	20.12	20.91
偿债能力				
流动比率	0.93	1.19	1.29	1.49
速动比率	0.56	0.71	0.79	0.94
现金比率	0.37	0.43	0.48	0.60
资产负债率 (%)	62.17	55.12	45.75	35.19
经营效率				
应收账款周转天数	4.15	6.65	6.26	6.04
存货周转天数	28.22	30.00	31.44	30.42
总资产周转率	1.40	1.46	1.49	1.54
每股指标 (元)				
每股收益	0.30	0.74	0.91	1.06
每股净资产	3.36	3.91	4.52	5.08
每股经营现金流	1.66	1.18	1.86	2.14
每股股利	0.00	0.20	0.30	0.50
估值分析				
PE	21	8	7	6
PB	1.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.44	4.58	3.48	2.61
股息收益率 (%)	0.00	3.19	4.79	7.99

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	7,789	19,500	23,804	27,825
折旧和摊销	8,714	7,162	7,282	7,338
营运资金变动	2,527	-9,498	-1,490	-307
经营活动现金流	28,306	20,037	31,735	36,475
资本开支	-1,093	-4,208	-3,642	-4,146
投资	732	-197	-274	-311
投资活动现金流	-820	-3,828	-3,179	-3,919
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-7,710	-8,136	-19,121	-20,291
筹资活动现金流	-18,478	-14,291	-26,446	-30,236
现金净流量	9,082	1,918	2,110	2,321

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
公司评级	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
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