

Q2 业绩弱于预期，锂电池箔布局打开成长空间

2022 年 08 月 27 日

► **公司公布 2022 年半年报。**2022H1 公司实现营业收入 171.17 亿元，同比增加 16.8%，实现归母净利润 20.01 亿元，同比增加 1.0%；实现扣非归母净利润 19.34 亿元，同比基本持平。2022Q2 公司实现营业收入 78.64 亿元，同比增加 0.4%，环比减少 15.0%；实现归母净利润 8.97 亿元，同比减少 22.9%，环比减少 18.7%；实现扣非归母净利润 8.69 亿元，同比减少 24.5%，环比减少 18.4%，业绩弱于我们预期。

► **铝价下跌，成本坚挺，拖累 Q2 业绩下行。**量：2022H1 公司年电解铝产量 57.44 万吨，同比增长 0.3%，高纯铝产量 1.91 万吨，同比增长 180.9%，氧化铝产量 55.01 万吨，同比增加 22.2%，主要因为广西氧化铝项目产能释放，预焙阳极产量 25.1 万吨，同比增加 15.7%，主要因为新疆预焙阳极产量释放。利：Q2 铝均价环比下跌 1650 元/吨，煤炭、氧化铝价格基本持平，而克拉玛依石油焦均价 6693 元/吨，环比上升 2012 元/吨，预焙阳极生产成本大幅上升，铝价下行，成本上升，导致利润下降。归母净利润分项看，22Q2 环比看，主要增利点所得税（+1.14 亿元），减利点有毛利（-3.49 亿元），主要因为铝价下跌；三费费用环比变化较小。22Q2 同比看，主要增利点为所得税（+1.21 亿元）；主要减利点为毛利（-3.92 亿元），主要因为动力煤、氧化铝、石油焦价格上涨，公司成本上升。

► **成本优势突出，切入电池箔打开成长空间。**①**产业链布局逐步完善，成本优势突出。**随着靖西天桂 250 万吨氧化铝和南疆 30 万吨预焙阳极的投产，公司主要原料氧化铝、电力、预焙阳极实现自给，一体化布局完善，原料保障能力增强。公司 120 万吨电解铝处于新疆，能源成本低廉，1 吨电解铝约消耗 6 吨煤炭，属于能源密集型产品，运输 1 吨电解铝等于运输 6 吨煤炭，所以新疆电解铝与内地的利润差距会稳定在 3 倍的运输费用（考虑到氧化铝运输成本），这是套利所必须的利润差，所以新疆电解铝也将享受持续的高利润。②**大规模布局电池箔产能，成长空间打开。**公司快速进入新能源车赛道，规划在江阴建设年产能 20 万吨的电池铝箔精轧、涂碳及分切产线，并将江阴原先产能改造成 2 万吨电池箔产能，石河子建设前端 30 万吨坯料产能，公司电解铝产能受限，而新能源车市场快速发展，公司切入电池箔领域，打开成长空间。

► **投资建议：**能源成本高企，铝价支撑较强，具有能源成本优势的企业受益明显，公司切入新能源车赛道，成长空间打开，估值有望提升，我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 37.77 亿元、54.59 亿元、66.64 亿元，对应 8 月 26 日收盘价的 PE 为 10x、7x 和 6x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**新能源电池箔项目进展不及预期，电解铝需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	28745	31244	33224	35947
增长率 (%)	4.7	8.7	6.3	8.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	3833	3777	5459	6664
增长率 (%)	100.4	-1.5	44.5	22.1
每股收益 (元)	0.82	0.81	1.17	1.43
PE	10	10	7	6
PB	1.8	1.6	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

8.14 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

相关研究

1.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

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	28745	31244	33224	35947
营业成本	22188	25382	25288	26668
营业税金及附加	458	500	532	575
销售费用	19	16	17	18
管理费用	271	281	299	324
研发费用	160	94	100	108
EBIT	5825	4972	6989	8254
财务费用	879	405	220	45
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	4943	4718	6930	8392
营业外收支	3	4	3	3
利润总额	4946	4722	6933	8396
所得税	1113	944	1473	1732
净利润	3833	3777	5459	6664
归属于母公司净利润	3833	3777	5459	6664
EBITDA	7151	15532	21243	26149

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7576	5192	6557	14646
应收账款及票据	1615	1238	1449	1595
预付款项	4191	4391	4521	4761
存货	8834	7642	8160	8749
其他流动资产	515	522	556	586
流动资产合计	22732	18985	21243	30337
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	25118	26801	25165	18571
无形资产	1124	1437	1754	2022
非流动资产合计	30750	33318	32430	26404
资产合计	53482	52302	53673	56741
短期借款	3963	761	295	0
应付账款及票据	13183	13811	14207	14969
其他流动负债	8581	8560	8868	9096
流动负债合计	25727	23133	23371	24066
长期借款	5439	4939	2939	1439
其他长期负债	1047	1045	1045	1045
非流动负债合计	6486	5984	3984	2484
负债合计	32213	29117	27355	26550
股本	4652	4652	4652	4652
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益合计	21269	23186	26319	30191
负债和股东权益合计	53482	52302	53673	56741

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	4.68	8.70	6.34	8.20
EBIT 增长率	88.66	-14.64	40.57	18.10
净利润增长率	100.44	-1.45	44.52	22.07
盈利能力 (%)				
毛利率	22.81	18.76	23.89	25.81
净利润率	13.33	12.09	16.43	18.54
总资产收益率 ROA	7.17	7.22	10.17	11.74
净资产收益率 ROE	18.02	16.29	20.74	22.07
偿债能力				
流动比率	0.88	0.82	0.91	1.26
速动比率	0.37	0.30	0.36	0.70
现金比率	0.29	0.22	0.28	0.61
资产负债率 (%)	60.23	55.67	50.97	46.79
经营效率				
应收账款周转天数	5.60	3.97	4.19	4.35
存货周转天数	145.33	109.90	117.77	119.74
总资产周转率	0.54	0.60	0.62	0.63
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	0.81	1.17	1.43
每股净资产	4.57	4.98	5.66	6.49
每股经营现金流	0.43	3.61	4.26	5.31
每股股利	0.20	0.40	0.50	0.60
估值分析				
PE	10	10	7	6
PB	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.09	2.72	1.81	1.09
股息收益率 (%)	2.46	4.91	6.14	7.37

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3833	3777	5459	6664
折旧和摊销	1326	10559	14254	17894
营运资金变动	-4126	1970	-189	-14
经营活动现金流	1979	16791	19798	24683
资本开支	-2868	-13164	-13364	-11865
投资	0	42	0	0
投资活动现金流	-2887	-13122	-13364	-11865
股权募资	0	0	0	0
债务募资	827	-3704	-2466	-1795
筹资活动现金流	-1763	-6053	-5068	-4729
现金净流量	-2676	-2384	1365	8089

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