

Q2 业绩超预期，收购云铝优化资产结构

2022 年 08 月 27 日

► **公司公布 2022 年半年报。**2022H1 公司营业收入 1454.0 亿元，同比增加 20.4%，归母净利润 39.9 亿元，同比增加 29.7%；扣非归母净利润 38.38 亿元，同比增加 138.7%。2022Q2 公司营业收入 697.82 亿元，同比增加 2.4%，环比减少 7.7%；归母净利润 24.1 亿元，同比增加 14.5%，环比增加 53.3%；扣非归母净利润 22.3 亿元，同比减少 26.9%，环比增加 38.7%，业绩弱于我们预期。

► **煤炭、氧化铝板块量利双升催化 22H1 业绩。**量：2022H1 公司氧化铝产量 835 万吨，同比增加 1.3%；原铝产量 199 万吨，同比增加 1.8%，主要因为电解铝产能复产，煤炭产量 557 万吨，同比增加 82.0%，主要因为动力煤保供，宁夏能源煤炭产量增加 328 万吨，发电量 82 亿度，同比持平。**利：原铝板块**利润总额 39.1 亿元，同比下降 32.5%，主要因为电价、氧化铝、石油焦等原料价格上涨，成本上升；**氧化铝板块** 11.7 亿元，同比减少 16.6%，主要因为对退出生产线计提减值约 21 亿元，氧化铝板块经营利润上升，主要因为公司铝土矿、氧化铝一体化布局，而铝土矿供应紧张推高氧化铝价格，氧化铝板块利润上升；**贸易板块** 12.4 亿元，同比增加 78.8%，主要因为进口焦煤利润明显上升；**能源板块** 10.9 亿元，去年同期亏损 4.3 亿元，主要因为动力煤价上涨，煤炭量利齐升。

► **Q2 毛利、减值损失明显增加。**22Q2 环比看，主要增利点有毛利 (+39.2 亿元)，因为氧化铝和能源板块利润上升，投资收益 (+6.6 亿元)，主要是期货头寸平仓收益；减利点有减值损失 (-26.0 亿元)，主要因为对氧化铝产线计提减值，费用及税金 (-7.4 亿元)，主要因为财务费用季节性上升，少数股东损益 (-5.7 亿元)。**22Q2 同比看**，主要增利点有毛利 (15.8 亿元)，投资收益 (+4.0 亿元)，营业外利润 (+6.1 亿元)，主要因为 2021Q2 公司无效资产报废较多，所得税 (+3.9 亿元)，减利点有减值损失 (-24.0 亿元)。

► **未来看点。**①**产业链一体化布局，产能继续释放。**公司实施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%，一体化布局有助于提升原料保障能力，截至 2020 年底，公司电解铝产能约 446 万吨，2021 年销量 386 万吨，产能利用率较低，甘肃连城 18 万吨产能继续复产，产量进一步提升。②**收购云铝补齐绿电短板，资产结构优化。**公司上游布局较深，2021 年氧化铝销量 912 万吨，而云铝氧化铝产能缺口约 480 万吨，合并后云铝氧化铝可实现自给；云铝 305 万吨电解铝产能均在云南，2022H1 云南水、风、光等绿电发电量占比 85%，未来随着电解铝纳入到碳交易体系，绿电优势将凸显，公司收购云铝可以弥补绿电短板，满足终端行业对绿电的要求，公司一体化布局更加完善，资产上下游结构以及电源结构也将优化。

► **投资建议：**公司全产业链布局，电解铝产能继续释放，收购云铝有助于优势互补，优化资产结构，随着电解铝供应约束趋紧，公司业绩将逐步向好，我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利润 76.90 亿元、101.37 亿元、123.98 亿元，对应 8 月 26 日收盘价的 PE 为 10x、8x 和 6x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**电解铝需求不及预期，电解铝产能复产弱于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	269748	287196	292724	294361
增长率 (%)	45.0	6.5	1.9	0.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	5080	7690	10137	12398
增长率 (%)	564.6	51.4	31.8	22.3
每股收益 (元)	0.30	0.45	0.59	0.72
PE	16	10	8	6
PB	1.4	1.3	1.2	1.1

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：

4.70 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.中国铝业 (601600.SH) 事件点评：电解铝巨头呼之欲出，补齐绿电短板-2022/07/25
- 2.中国铝业 (601600.SH) 2021 年年报点评：成本控制能力突出，减值难掩业绩-2022/03/23

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	269748	287196	292724	294361
营业成本	241618	258960	259785	256785
营业税金及附加	2248	2441	2477	2488
销售费用	315	862	878	883
管理费用	3722	4736	4827	4854
研发费用	2362	2298	2342	2355
EBIT	17787	17900	22415	26997
财务费用	3714	2369	2129	1842
资产减值损失	-3071	-499	-524	-537
投资收益	-217	574	732	525
营业利润	11208	15861	20839	25433
营业外收支	-1029	-293	-319	-335
利润总额	10179	15568	20520	25098
所得税	2390	3736	4925	6024
净利润	7789	11832	15595	19075
归属于母公司净利润	5080	7690	10137	12398
EBITDA	26502	25589	30224	34774

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	19178	24039	29582	36661
应收账款及票据	4208	3541	4573	4274
预付款项	1015	1160	1149	1131
存货	18678	21284	22376	21403
其他流动资产	5636	7235	8488	7714
流动资产合计	48714	57259	66168	71183
长期股权投资	12988	12988	13076	13193
固定资产	91088	86708	81789	76493
无形资产	15419	15715	15993	16261
非流动资产合计	143663	139698	135142	131094
资产合计	192377	196957	201310	202277
短期借款	9219	16952	23433	27096
应付账款及票据	15505	17774	18365	17698
其他流动负债	27456	27518	27345	25808
流动负债合计	52181	62244	69143	70603
长期借款	36266	26266	21266	16266
其他长期负债	31147	27147	19147	13147
非流动负债合计	67413	53413	40413	29413
负债合计	119593	115656	109556	100015
股本	17023	17135	17135	17135
少数股东权益	15519	19660	25118	31794
股东权益合计	72783	81300	91755	102262
负债和股东权益合计	192377	196957	201310	202277

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	6.47	1.92	0.56
EBIT 增长率	215.99	0.63	25.22	20.44
净利润增长率	564.60	51.40	31.81	22.31
盈利能力 (%)				
毛利率	10.43	9.83	11.25	12.77
净利率	2.89	4.12	5.33	6.48
总资产收益率 ROA	2.64	3.90	5.04	6.13
净资产收益率 ROE	8.87	12.48	15.21	17.59
偿债能力				
流动比率	0.93	0.92	0.96	1.01
速动比率	0.56	0.56	0.62	0.69
现金比率	0.37	0.39	0.43	0.52
资产负债率 (%)	62.17	58.72	54.42	49.44
经营效率				
应收账款周转天数	4.15	4.50	5.19	4.79
存货周转天数	28.22	30.00	31.44	30.42
总资产周转率	1.40	1.46	1.45	1.46
每股指标 (元)				
每股收益	0.30	0.45	0.59	0.72
每股净资产	3.34	3.60	3.89	4.11
每股经营现金流	1.65	1.23	1.35	1.72
每股股利	0.03	0.20	0.30	0.50
估值分析				
PE	16	10	8	6
PB	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.46	5.22	4.02	3.08
股息收益率 (%)	0.68	4.26	6.38	10.64

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	7789	11832	15595	19075
折旧和摊销	8714	7689	7809	7777
营运资金变动	2527	-1353	-2948	-139
经营活动现金流	28306	21131	23068	29416
资本开支	-1093	-4209	-3651	-4170
投资	732	-221	-274	-311
投资活动现金流	-820	-3855	-3193	-3957
股权募资	0	112	0	0
债务募资	-7710	-6268	-6519	-7337
筹资活动现金流	-18478	-12415	-14331	-18380
现金净流量	9082	4861	5543	7079

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