

Q2 业绩逆势增长，充分享受能源高价红利

2022 年 09 月 02 日

➤ **事件：公司发布 2022 半年报：**2022 上半年，公司实现营收 216.46 亿元，同比增长 39.5%；归母净利润 45.36 亿元，同比增长 210%。2022Q2，公司实现营收 108.96 亿元，同比增长 25.5%、环比增长 1.4%；归母净利润 25.88 亿元，同比增长 195%、环比增长 32.8%。业绩符合业绩预告。

➤ **2022H1 电解铝、煤炭业务量价齐升，刷新历史最佳业绩。**归母净利润的升高主要是由于毛利的增加。毛利是主要的增利点 (+29.78 亿元)，此外还有减值损失 (4.24 亿元) 以及费用和税金 (4.31 亿元) 等，主要的减利点为所得税 (-6.02 亿元) 和少数股东损益 (-2.70 亿元) 等。①**价：**电解铝/无烟精煤/瘦精煤市场均价分别同比增长 28.7%/71.1%/61.2%至 21445/2062/2153 元/吨。②**量：**2022 年上半年，铝复产超预期，煤炭产销量略低于生产目标。电解铝/煤炭 2022H1 销量为 76.9/311.23 万吨，同比增长 3.5%/2.9%，分别完成年度计划的 54.9%/47.2%。③**成本：**由于原材料预焙阳极和氧化铝价格上涨，叠加能源价格抬升，电解铝/煤炭 2022H1 单位销售成本 (不含税) 分别为 12900 和 681 元/吨，分别同比增长 27.9%和 18.7%。

➤ **2022Q2，公司归母净利润环比逆势增长。**归母净利润的增长主要得益于毛利 (+10.86 亿元) 的增长。毛利的增长核心在于电解铝板块云南复产于 Q1 基本完成，Q2 释放产量，产销量或有提升，此外，6 月进入丰水期后，云南水电价格有所回落，成本端压力减小；煤炭板块瘦精煤 Q2 均价环比上涨 12.9%，综合售价抬升。主要的减利点为所得税 (-2.57 亿元) 和少数股东损益 (-1.35 亿元)。

➤ **财务费用同比大幅减少，债务压力进一步缓解。**2022H1 财务费用同比减少 59%至 3.69 亿元，单季度财务费用仅 1.67 亿元，同比减少 62%，环比减少 17%。公司 2022H1 持续进行债务结构的优化，期末总负债为 335.97 亿元，同比减少 25.3%，资产负债率由 2021 年期末的 73%下降到了 2022H1 的 65%。

➤ **行业底部信号明显，铝价下方空间有限。**受美联储加息影响，电解铝价格持续回调，目前市场对美联储加息反映较为充分，后续影响或将弱化。从基本面看，海外能源短缺蔓延，电解铝亏损企业增加，未来将进一步减产。据百川盈孚统计，7 月国内电解铝成本在 18500 元/吨以上产能占比 26.68%。同时，四川由于电力紧张，省内电解铝产能全停，涉及产能 107 万吨，且不排除周边省市进一步减产的可能性，供给紧张叠加成本支撑，铝价或企稳反弹。

➤ **盈利预测与投资建议：**能源价格高企下，全球供给趋紧，煤铝有望维持高价。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 70.19、80.58、81.73 亿元，EPS 分别为 3.12、3.58 和 3.63 元，对应最新股价 (9 月 1 日) 的 PE 分别为 5X、5X 和 5X，维持公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，海外天然气价格回落，限电限产加剧等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	34452	41324	45103	46170
增长率 (%)	83.2	19.9	9.1	2.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	3234	7019	8058	8173
增长率 (%)	802.6	117.0	14.8	1.4
每股收益 (元)	1.44	3.12	3.58	3.63
PE	12	5	5	5
PB	4.0	2.6	1.9	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 09 月 01 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

16.51 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

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

- 1.神火股份 (000933.SZ) 2022 年半年度业绩预告点评：Q2 业绩超预期，云南基地用电成本下行明显-2022/07/13
- 2.神火股份 (000933.SZ) 2022 年一季报点评：费用明显下降，Q1 业绩超预期-2022/04/26
- 3.神火股份 (000933.SZ) 2021 年年报点评：量价齐升业绩亮眼，煤铝景气β尽显-2022/03/29
- 4.神火股份 (000933.SZ) 事件点评：复产超预期，煤铝双景气-2022/03/22
- 5.【民生金属·公司点评】神火股份：煤铝高价抬升业绩，减值平滑利润曲线-2022/01/24

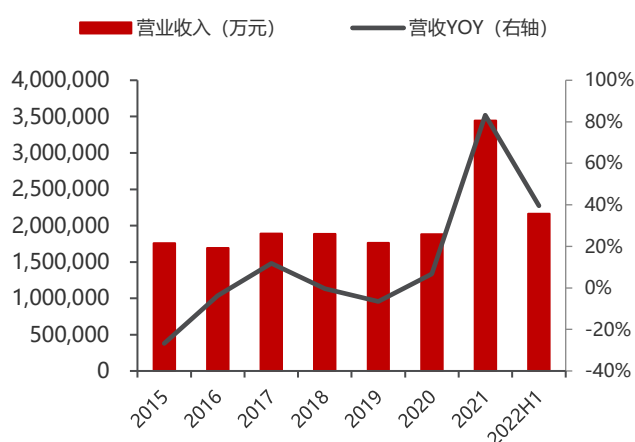
目录

1 事件：公司发布 2022 年半年报	3
2 点评：Q2 业绩逆势增长，财务费用同比大幅减少	4
2.1 2022H1 年电解铝、煤炭业务量价齐升，刷新历史最佳业绩	4
2.2 2022Q2 电力成本下降明显，财务费用同比大幅减少	8
3 行业见底信号明确，静待反弹	11
3.1 国内高温限产，且成本支撑较强，铝价难以继续下跌	11
3.2 海外天然气价格高企，新一轮减产即将来临	12
3.3 库存和行业盈利能力低位，底部信号明确	12
4 盈利预测与投资建议	14
5 风险提示	15
插图目录	17
表格目录	17

1 事件：公司发布 2022 年半年报

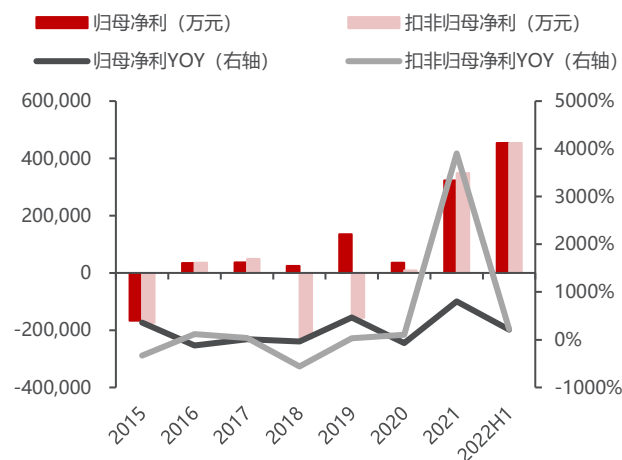
2022 年 8 月 23 日，公司发布 2022 半年报。2022 上半年，公司实现营收 216.46 亿元，同比增长 39.5%；归母净利润 45.36 亿元，同比增长 210%；扣非归母净利润 45.41 亿元，同比增长 227.4%。2022Q2，公司实现营收 108.96 亿元，同比增长 25.5%、环比增长 1.4%；归母净利润 25.88 亿元，同比增长 195%、环比增长 32.8%；扣非归母净利润 26.04 亿元，同比增长 198.5%、环比增长 34.4%。业绩符合业绩预告。

图1：2022H1，公司实现营收 216.46 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

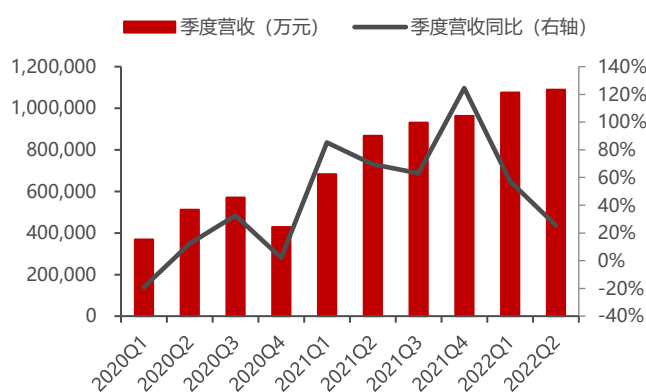
图2：2022H1，公司实现归母净利润 45.36 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

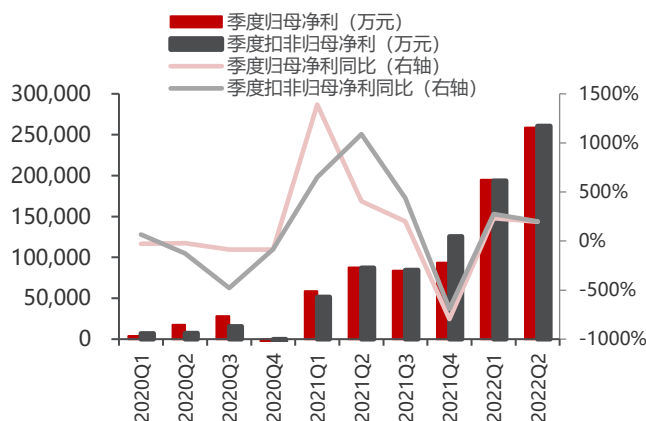
单季度来看，2022Q2，公司实现营收 108.96 亿元，同比增长 25.5%、环比增长 1.4%；归母净利润 25.88 亿元，同比增长 195%、环比增长 32.8%；扣非归母净利润 26.04 亿元，同比增长 198.5%、环比增长 34.4%。

图3：2022Q2，公司实现营收 108.96 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q2，公司实现归母净利润 25.88 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评: Q2 业绩逆势增长, 财务费用同比大幅减少

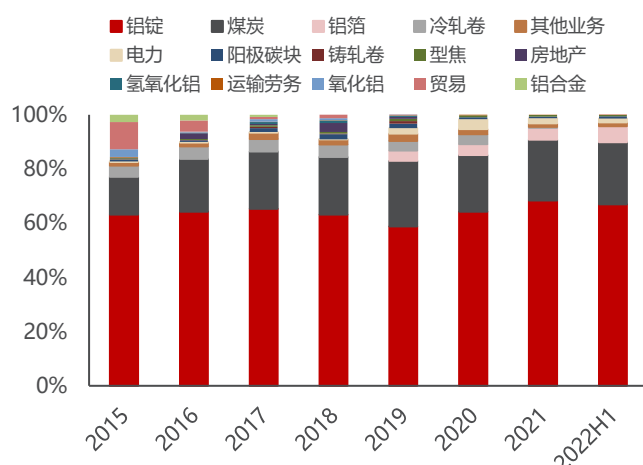
2.1 2022H1 年电解铝、煤炭业务量价齐升, 刷新历史最佳业绩

公司主营业务为铝产品、煤炭的生产、加工和销售及发供电。铝业务的主要产品为电解铝及电解铝深加工产品, 产品质量优良; 其中, 电解铝产品为铝锭, 主要运用于建筑、电力、交通运输等行业; 电解铝深加工产品主要为食品铝箔、医药铝箔和高精度电子电极铝箔, 主要运用于食品、医药、新能源汽车等行业。煤炭业务的主要产品为煤炭和型焦, 具有低硫、低磷、中低灰分、高发热量等特点, 产品种类分为精煤、块煤、洗混煤及型焦等, 主要应用于冶金、化工、电力等行业。

2022H1, 公司抢抓电解铝、煤炭价格强周期机遇, 有效克服了大宗原材料及辅料价格上涨、国内疫情反复、物流不畅等诸多不利因素, 实现了公司成立以来的最好业绩。主要是受云南水电铝一体化项目全部投产、电解铝、煤炭价格大幅上涨等因素影响, 公司主营产品盈利能力大幅提升, 公司全面加强对标管理工作, 经营管理水平进一步提升。

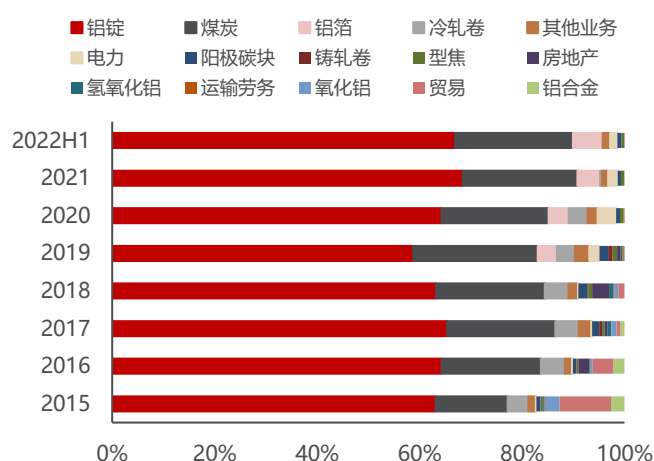
从细分产品营收来看, 2022H1, 铝锭、煤炭、铝箔、电力和阳极碳块分别贡献 144.85、49.76、12.65、3.1 和 1.69 亿元营收, 占总营收比例分别为 66.9%、23%、5.8%、1.4%和 0.8%。2022 年上半年铝箔营收同比增速最大(+131.59%), 主要是由于云南电铝一体化项目全部投产以及电解铝价格大涨所致。

图5: 2022H1, 公司铝锭营收为 144.9 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

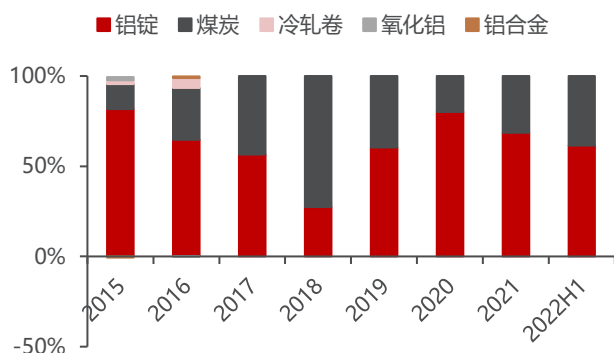
图6: 2022H1, 公司铝锭营收占比 66.9%



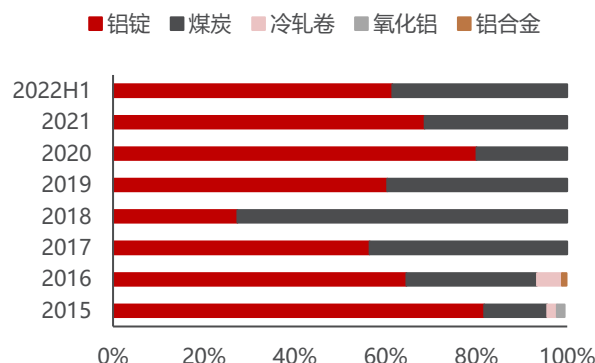
资料来源: wind, 民生证券研究院

2022H1, 公司毛利率同比上升 4.29pct 至 35.71%。分产品来看, 电解铝和煤炭毛利率分别为 31.51%和 57.31%, 分别同比变化-1.43pct 和 26.34pct。电解铝毛利率降低主要是因为复产过程中产能利用率未达到高位, 单吨折旧较高,

且电力成本相比于去年同期而言有所提升，另外铝价上涨也导致毛利率分母端增大，毛利率有所降低。煤炭毛利率大幅增加主要是得益于成本变化不大的情况下，价格显著提升。

图7：2022H1，公司铝锭毛利为 45.6 亿元


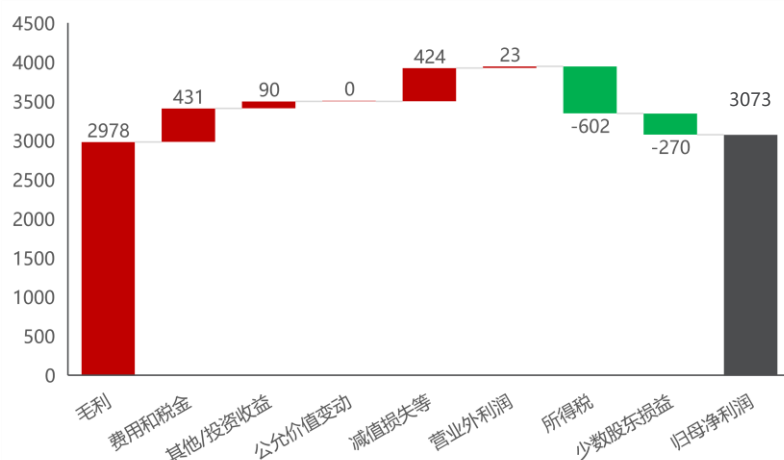
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2022H1，公司铝锭毛利占比 61.5%


资料来源：wind，民生证券研究院

2022H1，公司归母净利润同比增加，归母净利润的升高主要是由于毛利的增加。毛利是主要的增利点（+29.78 亿元），此外还有减值损失（4.24 亿元）以及费用和税金（4.31 亿元）等，主要的减利点为所得税（-6.02 亿元）和少数股东损益（-2.70 亿元）等。

价：电解铝板块：2022H1，电解铝含税均价为 21445 元/吨，同比升高 28.7%。
煤炭板块：2022H1，瘦精煤市场均价为 2153 元/吨，同比升高 61.2%，环比升高 15.8%；无烟煤市场均价为 2062 元/吨，同比升高 71.1%，环比下降 0.26%，业绩同比的较大增量或主要来自于煤炭板块的贡献。

图9：2022H1，公司归母净利润同比增加 30.73 亿元（单位：百万元）


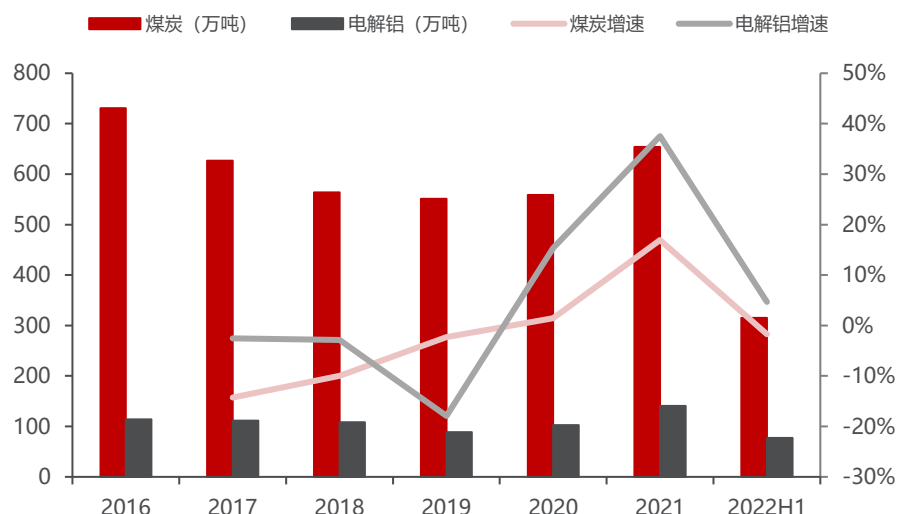
资料来源：wind，民生证券研究院

量：2022 年上半年，铝复产超预期，煤炭产销量略低于生产目标。电解铝：

公司电解铝产能 170 万吨/年（新疆煤电 80 万吨/年，云南神火 90 万吨/年）、装机容量 2000MW、阳极炭块产能 56 万吨/年。公司上半年电解铝板块产量为 77.3 万吨（云南 36.89 万吨+新疆 40.41 万吨），同比增长 4.7%，销量为 76.9 万吨（云南 36.71 万吨+新疆 40.19 万吨），分别完成年度计划的 55.31%、54.93%。**煤炭：**公司拥有煤炭采掘相关的完整生产及配套体系，2022 年上半年煤炭产量位列河南省第四位，是我国无烟煤主要生产企业之一。截至 2022 年 6 月 30 日，公司控制的煤炭保有储量 13.43 亿吨，可采储量 6.29 亿吨。煤炭板块 2022H1 合计生产 314.97 万吨（永城矿区 153.56 万吨+许昌、郑州矿区 161.41 万吨），同比减少 1.7%，销量为 311.23 万吨（永城矿区 152.97 万吨+许昌、郑州矿区 158.26 万吨），分别完成年度计划的 47.72%、47.16%，或主要由于上半年疫情影响，煤炭实际产量略低于生产目标。

成本：氧化铝和预焙阳极价格中枢上涨，动力煤价抬升使电力成本上移。氧化铝和预焙阳极 2022H1 均价分别同比增长 25.0%和 58.8%至 2989 和 6592 元/吨，受制于原材料价格上涨，电解铝成本有所抬升，电解铝/煤炭 2022H1 单位销售成本（不含税）分别为 12900 和 681 元/吨，分别同比增长 27.9%和 18.7%。

图10：2022 年上半年煤炭/电解铝产量分别同比减少 1.7%/增加 4.7%



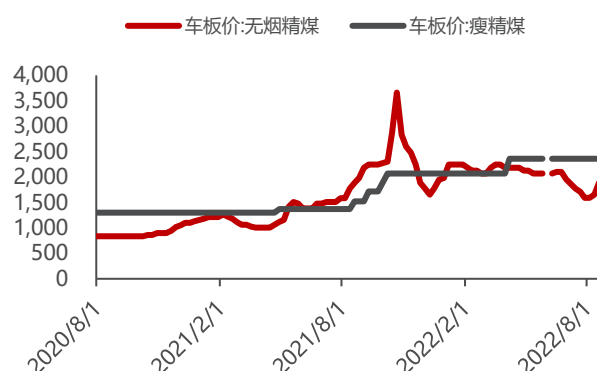
资料来源：wind，民生证券研究院

图11: 2022H1 铝价冲高回落



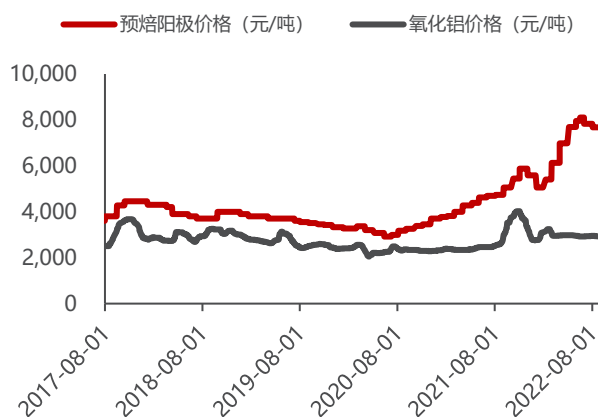
资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 无烟精煤价格下降, 瘦精煤价格上涨 (单位: 元/吨)



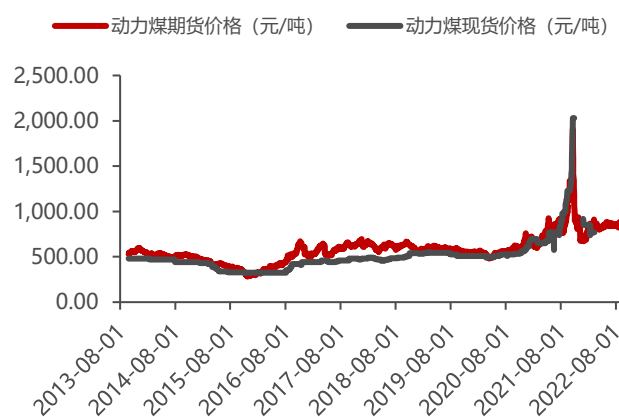
资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 预焙阳极价格上行, 氧化铝价格持稳



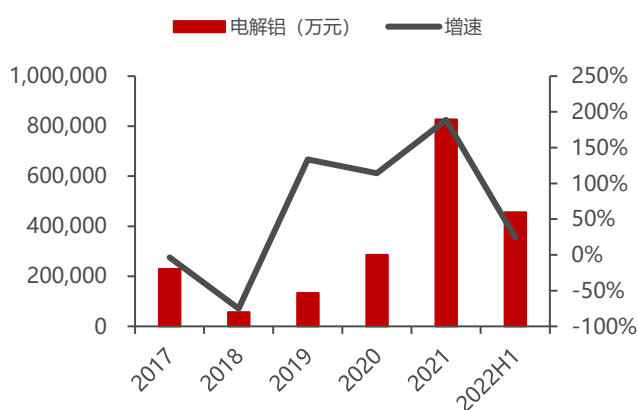
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图14: 动力煤价格中枢抬升



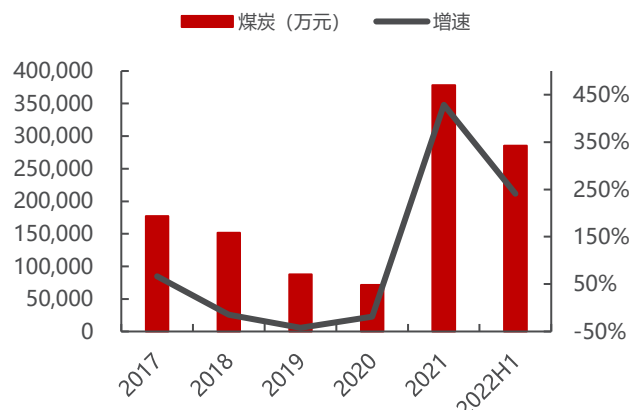
资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 2022H1 电解铝毛利为 45.6 亿元



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

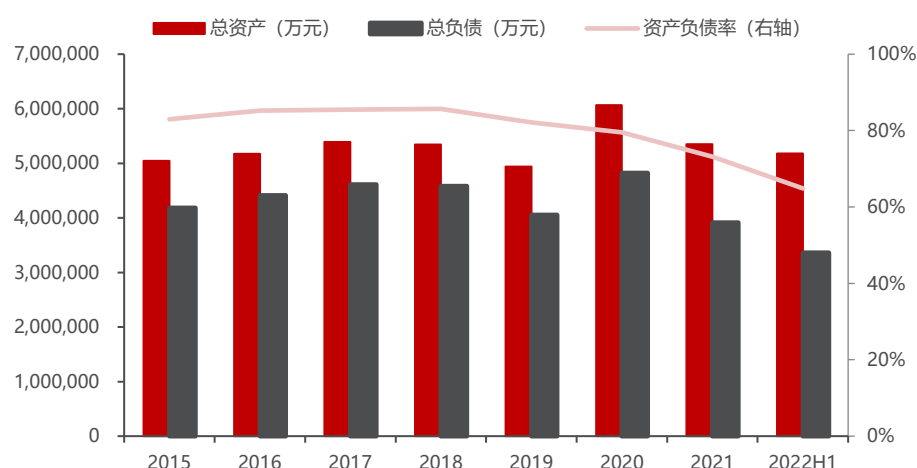
图16: 2022H1 煤炭毛利为 28.5 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

2022H1 年资产负债率降低至 65%，环比下降 8 个 pct。公司 2022 年上半年盈利情况环比持续大幅改善，同时也在进行债务结构的优化，期末总负债为 335.97 亿元，同比减少 25.3%，环比减少 14.2%，资产负债率由 2021 年期末的 73% 下降到了 2022H1 的 65%，足见公司全年降负债的工作取得了较为明显的成果。

图17：2022H1 资产负债率降至 65%



资料来源：wind，民生证券研究院

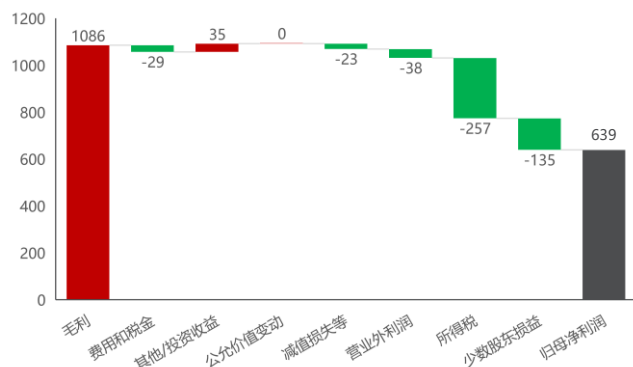
2.2 2022Q2 电力成本下降明显，财务费用同比大幅减少

2022Q2，公司归母净利润同比环比均增长，同比涨幅相对较大。

环比来看，归母净利润的增长主要得益于毛利（+10.86 亿元）的增长。毛利的增长主要得益于电解铝板块云南复产于 Q1 基本完成，Q2 释放产量，产销量或有提升，此外，6 月进入丰水期后，云南水电价格有所回落，成本端压力减小；煤炭板块无烟精煤 Q2 均价处于高位，环比仅下跌 3.1%，而瘦精煤 Q2 均价环比上涨 12.9%，煤炭综合售价抬升，贡献环比利润增量。主要的减利点为所得税（-2.57 亿元）和少数股东损益（-1.35 亿元）。

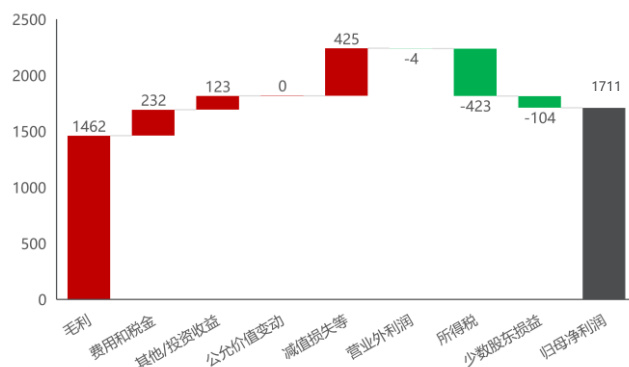
同比来看，归母净利润的增长主要得益于毛利（+14.62 亿元）、减值损失（+4.25 亿元）、费用和税金（+2.32 亿元）的增长。毛利同比增长的原因主要是电解铝量价齐升，涨幅超过了成本端氧化铝和预焙阳极的涨幅，利润空间扩大。并且煤炭价格同比也有较大涨幅。主要减利点为所得税（-4.23 亿元）、少数股东损益（-1.04 亿元）等。

图18: 2022Q2, 公司归母净利润环比增加 6.39 亿元 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

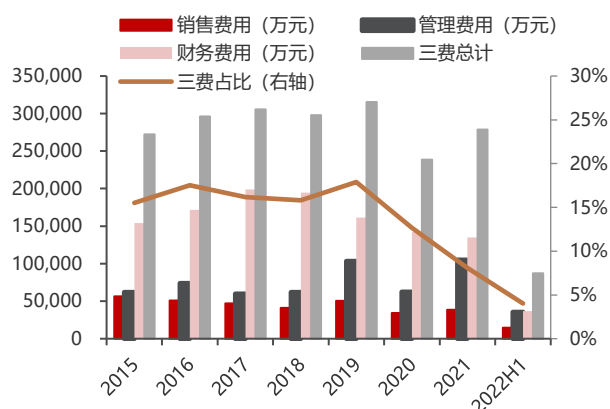
图19: 2022Q2, 公司归母净利润同比增加 17.11 亿元 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

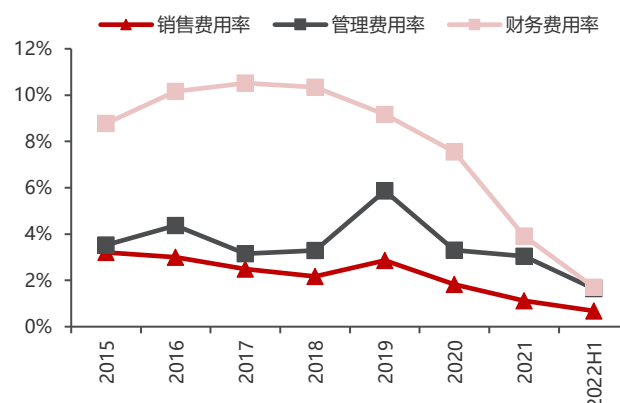
从费用率来看, 2022H1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别环比变化 0.6pct、-0.2pct 和 -0.3pct, 其中销售费用率和管理费用率分别 1%和 1.6%。2022Q2 研发费用为 4557 万元, 研发费用率为 0.4%。值得注意的是, 公司 2022H1 财务费用同比减少 59%至 3.69 亿元, 单季度财务费用仅 1.67 亿元, 同比减少 62%, 环比减少 17%, 主要得益于公司现金流良好, 大量偿还负债。

图20: 2022H1, 公司三费占比为 4%



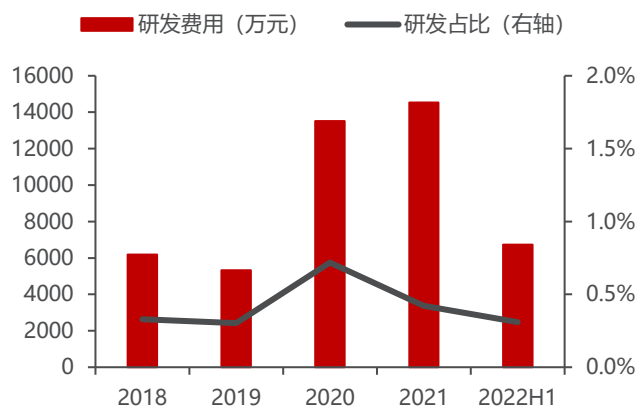
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图21: 2022H1, 公司销售费用率为 0.7%



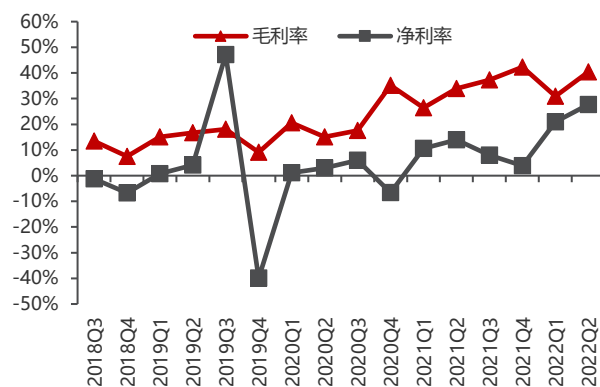
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图22: 2022H1, 公司研发费用为 6722 万元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图23: 2022Q2, 公司净利率为 27.7%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3 行业见底信号明确，静待反弹

3.1 国内高温限产，且成本支撑较强，铝价难以继续下跌

国内方面，因今年夏天天气异常高温，居民用电量激增，四川省保供压力较大的同时来水不足，电力紧张的局面下为了保居民用电，四川省内已建成的 107 万吨电解铝产能基本全部停产。此外，根据 SMM8 月 26 日新闻，重庆及河南地区的电解铝厂也存在部分减产。

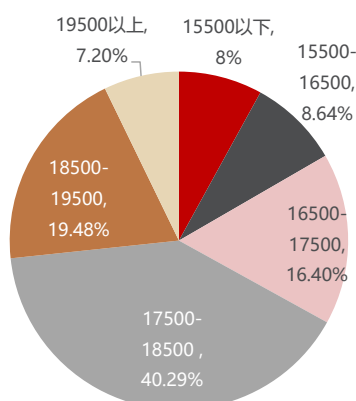
表1：四川省内电解铝企业减/停产情况（截至 8 月 24 日，单位：万吨）

企业名称	建成产能/万吨	6 月运行产能	最新运行产能	备注
企业 1	50	43	2	地区电力不足减产，停产 95%
企业 2	20	20	0	8.9 日突发事故，现在全部停产
企业 3	12.5	12.5	0	地区电力问题，目前全部停产
企业 4	12.5	12.5	0	地区电力问题，目前全部停产
企业 5	25	12	0.6	地区电力不足减产，停产 95%
总计	120	100	2.6	

资料来源：SMM，民生证券研究院

随着原材料价格的上涨和全球能源紧张，电解铝总成本逐渐抬升，成本中枢上移。根据百川盈孚数据，2022 年 7 月国内电解铝平均完全成本为 17729.63 元/吨，高成本产能（18500 元/吨以上）占比达 26.68%。截至 2022 年 8 月 31 日，上期所铝价仅为 18410 元/吨，也就是说当前铝价下，超过 26.68% 的行业产能处于亏损状态，成本支撑较强。

图24：2022 年 7 月，完全成本在 18500 元以上的产能占总产能比例达到 26.68%



资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 海外天然气价格高企，新一轮减产即将来临

由于供应减少以及冬季临近，欧洲天然气又重回升势。同时能源短缺持续向资源国蔓延，海外电解铝行业成本抬升，产量有进一步下降风险。欧洲能源价格高企，巨大的能源套利，促使贸易商加大出口，能源短缺开始向资源国蔓延。今年开始，印度、印尼对煤炭出口频频限制，2 季度以来，美国气价也节节攀升，价格上涨超过一倍，澳洲煤电倒挂又引发停电风险。随着能源短缺的蔓延，资源国的电价或将继续上涨，而这些地区是电解铝的主产区，电解铝冶炼成本抬升。由于美国气价大涨，世纪铝业 6 月 27 日开始暂时关闭霍斯维尔 25 万吨电解铝产能，资源国电价上升，或将导致未来更多电解铝企业亏损，电解铝减产或将向资源国蔓延。

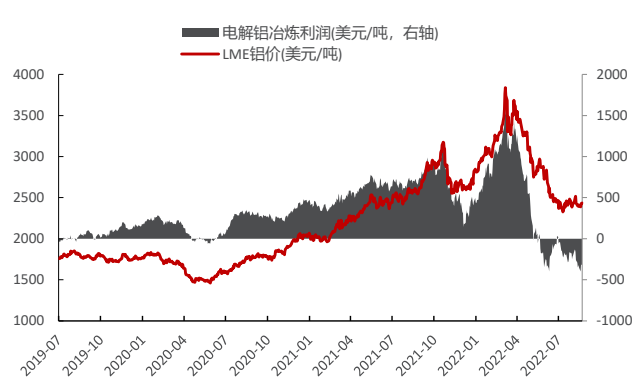
截至 8 月 25 日，我们根据当地天然气价格进行测算，若使用天然气现价进行生产，欧洲/美国电解铝冶炼亏损将达到 4757/318 美元/吨。即使使用的是长协的天然气价格，随着年底新一年长协价格的签订，过去一年天然气价格的大幅上涨势必使得长协价也将有所上调，带来能源成本压力的进一步提升。

图25：截至 8 月 25 日，欧洲电解铝冶炼亏损达到 4757 美元/吨（使用天然气现价生产）



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

图26：截至 8 月 25 日，美国电解铝冶炼亏损达到 318 美元/吨（使用天然气现价生产）



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

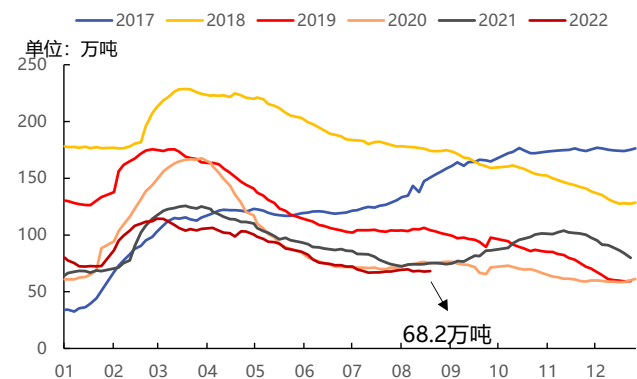
截至 8 月 29 日，欧洲和北美地区电解铝减产产能累计已达到约 145 万吨，并且减产仍在持续发生。斯洛文尼亚铝冶炼厂 Talum 本周表示，由于电力成本高昂，该公司已将其产量削减了 80%。Talum 的发言人表示，该工厂不得不停止其冶炼的大部分铝生产，这对可持续技术至关重要。Talum 冶炼厂的产能约 8.4 万吨，现在的运行产能 20% 左右，年化约 1.7 万吨。

3.3 库存和行业盈利能力低位，底部信号明确

截至 2022 年 8 月 29 日，根据我们测算，不考虑折旧，电解铝行业的吨铝税后盈利达到 1308 元/吨，相较过去两年来看处于盈利低位。但与之相对应的是，我国电解铝社会库存震荡去库至 68.2 万吨，为过去 6 年同期最低位，传统淡季却

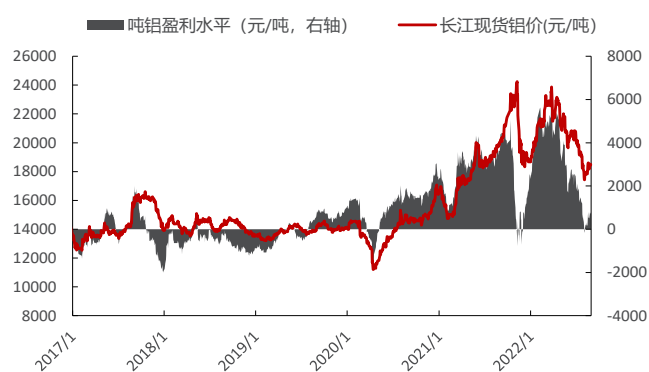
并未产生季节性累库，表明当前供需格局仍然较好，看好后期铝价走势。

图27：截至 8 月 29 日，电解铝社会库存震荡去库至 68.2 万吨



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图28：截至 8 月 29 日，国内电解铝平均单吨盈利为 1308 元



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

4 盈利预测与投资建议

能源价格高企下，全球供给趋紧，煤铝有望维持高价。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 70.19、80.58、81.73 亿元，EPS 分别为 3.12、3.58 和 3.63 元，对应最新股价（9 月 1 日）的 PE 分别为 5X、5X 和 5X，维持公司“推荐”评级。

5 风险提示

1) 下游需求不及预期。公司利润受产品价格影响较大，近期煤铝价格均处于历史较高位置，利好公司盈利释放，但是若地产等传统领域需求持续走弱，会对公司盈利产生不利影响。

2) 海外天然气价格回落。目前欧洲天然气价格高企，导致海外电解铝厂商电价过高，停产减产不断，若天然气价格回落，海外电解铝厂商复产，供给端的释放可能会使得价格回落，从而影响公司盈利。

3) 限电限产加剧等。公司的云南产能复产节奏超预期，今年产量有望同比增长，但是若出现 2021 年的大规模限电限产，或对公司生产经营产生影响。

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	34452	41324	45103	46170
营业成本	22157	26188	28542	29499
营业税金及附加	692	785	857	877
销售费用	387	413	451	485
管理费用	1049	1198	1263	1293
研发费用	145	207	230	228
EBIT	9307	12532	13759	13789
财务费用	1350	996	694	414
资产减值损失	-2845	-459	-485	-575
投资收益	312	207	203	185
营业利润	5346	11324	12828	13013
营业外收支	-270	12	7	5
利润总额	5077	11336	12836	13018
所得税	2028	3174	3466	3515
净利润	3048	8162	9370	9503
归属于母公司净利润	3234	7019	8058	8173
EBITDA	11184	15840	17162	17247

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10515	25243	29647	33890
应收账款及票据	388	1234	1183	1152
预付款项	693	786	856	891
存货	2777	3488	3754	3866
其他流动资产	1431	2605	2777	2926
流动资产合计	15804	33356	38218	42725
长期股权投资	3370	3486	3658	3833
固定资产	20543	17896	15202	12158
无形资产	4809	5231	5821	6450
非流动资产合计	37724	36227	35091	33747
资产合计	53528	69583	73309	76472
短期借款	18373	15794	12700	8943
应付账款及票据	6572	18121	17835	17478
其他流动负债	8109	9283	9709	9973
流动负债合计	33055	43198	40244	36394
长期借款	4891	4768	4568	4568
其他长期负债	1207	1060	1070	1080
非流动负债合计	6098	5828	5638	5648
负债合计	39153	49026	45882	42042
股本	2251	2271	2271	2271
少数股东权益	5010	6153	7465	8795
股东权益合计	14375	20557	27427	34430
负债和股东权益合计	53528	69583	73309	76472

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	83.16	19.95	9.15	2.37
EBIT 增长率	262.74	34.65	9.80	0.21
净利润增长率	802.57	117.04	14.80	1.42
盈利能力 (%)				
毛利率	35.69	36.63	36.72	36.11
净利率	8.85	19.75	20.77	20.58
总资产收益率 ROA	6.04	10.09	10.99	10.69
净资产收益率 ROE	34.53	48.73	40.37	31.88
偿债能力				
流动比率	0.48	0.77	0.95	1.17
速动比率	0.37	0.67	0.83	1.04
现金比率	0.32	0.58	0.74	0.93
资产负债率 (%)	73.14	70.46	62.59	54.98
经营效率				
应收账款周转天数	4.11	10.90	9.57	9.11
存货周转天数	45.74	48.62	48.01	47.84
总资产周转率	0.64	0.59	0.62	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	1.44	3.12	3.58	3.63
每股净资产	4.16	6.40	8.87	11.39
每股经营现金流	5.02	10.30	6.27	6.30
每股股利	0.45	0.88	1.10	1.10
估值分析				
PE	12	5	5	5
PB	4.0	2.6	1.9	1.5
EV/EBITDA	4.77	2.26	1.64	1.17
股息收益率 (%)	2.70	5.28	6.60	6.60

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3048	8162	9370	9503
折旧和摊销	1877	3309	3402	3458
营运资金变动	609	10199	-18	-57
经营活动现金流	11296	23183	14121	14188
资本开支	-1817	-2101	-2526	-2476
投资	30	-458	-520	-525
投资活动现金流	-2387	-2352	-2842	-2816
股权募资	100	20	0	0
债务募资	-5653	-2849	-3285	-3747
筹资活动现金流	-10745	-6102	-6876	-7128
现金净流量	-1839	14729	4403	4243

插图目录

图 1: 2022H1, 公司实现营收 216.46 亿元.....	3
图 2: 2022H1, 公司实现归母净利润 45.36 亿元.....	3
图 3: 2022Q2, 公司实现营收 108.96 亿元.....	3
图 4: 2022Q2, 公司实现归母净利润 25.88 亿元.....	3
图 5: 2022H1, 公司铝锭营收为 144.9 亿元.....	4
图 6: 2022H1, 公司铝锭营收占比 66.9%.....	4
图 7: 2022H1, 公司铝锭毛利为 45.6 亿元.....	5
图 8: 2022H1, 公司铝锭毛利占比 61.5%.....	5
图 9: 2022H1, 公司归母净利润同比增加 30.73 亿元 (单位: 百万元).....	5
图 10: 2022 年上半年煤炭/电解铝产量分别同比减少 1.7%/增加 4.7%.....	6
图 11: 2022H1 铝价冲高回落.....	7
图 12: 无烟精煤价格下降, 瘦精煤价格上涨 (单位: 元/吨).....	7
图 13: 预焙阳极价格上行, 氧化铝价格持稳.....	7
图 14: 动力煤价格中枢抬升.....	7
图 15: 2022H1 电解铝毛利为 45.6 亿元.....	7
图 16: 2022H1 煤炭毛利为 28.5 亿元.....	7
图 17: 2022H1 资产负债率降至 65%.....	8
图 18: 2022Q2, 公司归母净利润环比增加 6.39 亿元 (单位: 百万元).....	9
图 19: 2022Q2, 公司归母净利润同比增加 17.11 亿元 (单位: 百万元).....	9
图 20: 2022H1, 公司三费占比为 4%.....	9
图 21: 2022H1, 公司销售费用率为 0.7%.....	9
图 22: 2022H1, 公司研发费用为 6722 万元.....	10
图 23: 2022Q2, 公司净利率为 27.7%.....	10
图 24: 2022 年 7 月, 完全成本在 18500 元以上的产能占总产能比例达到 26.68%.....	11
图 25: 截至 8 月 25 日, 欧洲电解铝冶炼亏损达到 4757 美元/吨 (使用天然气现价生产).....	12
图 26: 截至 8 月 25 日, 美国电解铝冶炼亏损达到 318 美元/吨 (使用天然气现价生产).....	12
图 27: 截至 8 月 29 日, 电解铝社会库存震荡去库至 68.2 万吨.....	13
图 28: 截至 8 月 29 日, 国内电解铝平均单吨盈利为 1308 元.....	13

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 四川省内电解铝企业减/停产情况 (截至 8 月 24 日, 单位: 万吨).....	11
公司财务报表数据预测汇总.....	16

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