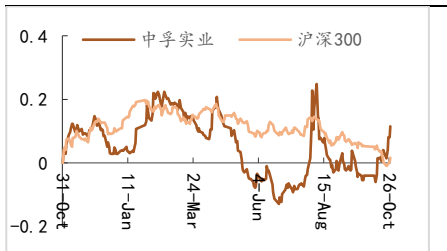


评级： 买入

吴轩
有色行业首席分析师
SAC 执证编号: S0110521120001
wuxuan123@sczq.com.cn

刘崇娜
有色行业研究助理
liuchongna@sczq.com.cn
电话: 010-81152687

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	3.28
一年内最高/最低价 (元)	3.74/2.54
市盈率 (当前)	47.65
市净率 (当前)	0.99
总股本 (亿股)	40.10
总市值 (亿元)	131.52

资料来源: 聚源数据

核心观点

- **Q3 利润同环比均大幅回升。**2023 年前三季度公司实现营业收入 136.43 亿元, 同比-2.06%; 归母净利润 7.94 亿元, 同比-31.20%; 扣非归母净利润 7.56 亿元, 同比-32.89%。其中, Q3 公司实现营业收入 49.58 亿元, 同比 14.97%; 归母净利润 3.80 亿元, 同比 123.13%, 环比 76.94%; 扣非归母净利润 3.55 亿元, 同比 100.49%, 环比 66.15%。
- **电解铝量价齐升, 盈利显著改善。**公司目前拥有电解铝产能 75 万吨, 其中广元水电铝 50 万吨, 河南火电铝 25 万吨, 权益产能约 50.19 万吨。公司拟收购中孚铝业 25% 股权, 收购完成后将持有中孚铝业 76% 股权, 届时电解铝权益产能将进一步提升, 提升公司成长性。去年 8 月四川广元电解铝产能部分停产, 今年产能稳定正常运行, 进而带动产量同比回升。三季度铝价小幅走高, 均价同比上涨 2.4%, 环比上涨 1.7%。量价齐升下, 三季度电解铝业务盈利显著改善。
- **铝加工及再生铝产能稳步扩张。**铝加工方面, 截止 6 月底年产 12 万吨高精铝板带材项目已建成投产, 年产 12 万吨绿色新型包装材料项目、年产 15 万吨高精铝合金板锭材项目、年产 3 万吨铝及铝合金带材涂层生产线项目 (为年产 6 万吨铝及铝合金带材涂层生产线首期项目) 已进入调试阶段。全部建成后公司铝精深加工产能将达到 69 万吨。再生铝方面, 公司正投资建设年产 50 万吨铝循环再生项目, 分别为年产 15 万吨 UBC 合金铝液项目、年产 20 万吨铸造铝合金锭项目和年产 15 万吨铝合金圆铸锭项目。截止 6 月底 15 万吨 UBC 合金液项目正在进行设备安装。再生铝的保级利用将有助于降低铝加工原料成本并获得产品绿色低碳溢价。
- **四季度水电供应存不确定性, 铝价有望高位运行。**目前全国电解铝运行产能及开工率处于高位, 随着西南地区逐步进入枯水期, 水电供应存在较高不确定性, 进而影响电解铝生产。从中长期来看, 国内电解铝产能逼近天花板, 海外项目释放仍需时间, 近两年电解铝供给弹性小。新能源领域用铝保持高增长, 电解铝供需结构良好, 铝价有望高位运行。
- **投资建议:**公司在重整后业绩稳步提升, 电解铝权益产能提升、铝加工及再生铝产能扩张下, 打造公司高成长性。在四季度西南地区水电供应存不确定性下, 铝价有望保持高位运行, 公司将明显受益。预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 168.27/180.88/188.32 亿元, 归母净利润分别为 11.76/19.60/22.79 亿元, 对应 EPS 分别为 0.29/0.49/0.57。首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示:**铝价大幅下跌, 项目建设进度不及预期。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	175.17	168.27	180.88	188.32
营收增速(%)	15.12%	-3.94%	7.50%	4.11%
归母净利润(亿元)	10.50	11.76	19.60	22.79
归母净利润增速(%)	60.06%	12.00%	66.66%	16.29%
EPS(元/股)	0.27	0.29	0.49	0.57
PE	12.37	11.40	6.84	5.88

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,057.89	6,607.46	9,535.32	11,961.76	经营活动现金流	1,642.46	2,187.95	2,967.96	4,358.70
现金	2,106.40	3,436.94	5,426.42	8,662.68	净利润	1,446.83	1,175.98	1,959.85	2,279.05
应收账款	683.41	570.94	777.43	626.39	折旧摊销	751.79	757.83	793.58	827.91
其它应收款	181.34	181.34	181.34	181.34	财务费用	155.01	75.84	81.53	84.88
预付账款	426.47	385.18	437.50	398.06	投资损失	-132.30	0.00	0.00	0.00
存货	2,193.33	1,545.95	2,244.17	1,605.29	营运资金变动	-1,272.13	-266.22	-356.96	597.10
其他	462.68	462.68	462.68	462.68	其它	693.26	444.51	489.96	569.76
非流动资产	18,133.48	18,038.77	17,858.30	17,643.51	投资活动现金流	-1,014.55	-669.82	-619.82	-619.82
长期投资	89.93	89.93	89.93	89.93	资本支出	1,383.07	769.82	669.82	669.82
固定资产	14,508.57	14,553.79	14,522.44	14,428.20	长期投资	333.71	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,593.28	2,546.10	2,498.91	2,451.73	其他	-2,731.33	-1,439.64	-1,289.64	-1,289.64
其他	379.72	379.72	379.72	379.72	筹资活动现金流	-716.59	-187.59	-358.66	-502.62
资产总计	24,191.37	24,646.23	27,393.62	29,605.27	短期借款	-588.97	-49.90	81.53	84.88
流动负债	6,023.96	4,920.17	5,576.41	5,441.87	长期借款	-298.82	-259.19	-358.66	-502.62
短期借款	49.90	0.00	81.53	166.41	其他	171.20	121.51	-81.53	-84.88
应付账款	1,806.47	1,493.13	1,513.43	1,537.12	现金净增加额	-88.68	1,330.54	1,989.48	3,236.26
其他	623.34	623.34	623.34	623.34					
非流动负债	3,750.67	3,491.48	3,132.83	2,630.20	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	1,289.99	1,030.79	672.14	169.52	成长能力				
其他	2,460.69	2,460.69	2,460.69	2,460.69	营业收入	15.12%	-3.94%	7.50%	4.11%
负债合计	9,774.63	8,411.65	8,709.24	8,072.08	营业利润	-7.48%	13.14%	50.57%	16.16%
少数股东权益	2,300.33	2,744.85	3,234.81	3,804.57	归属母公司净利润	60.06%	12.00%	66.66%	16.29%
归属母公司股东权益	12,116.40	13,489.73	15,449.58	17,728.63	获利能力				
负债和股东权益	24,191.37	24,646.23	27,393.62	29,605.27	毛利率	16.06%	18.88%	23.51%	25.38%
					净利率	5.99%	6.99%	10.84%	12.10%
					ROE	10.04%	9.98%	13.11%	13.23%
					ROIC	12.62%	11.94%	17.55%	20.07%
					偿债能力				
					资产负债率	40.41%	34.13%	31.79%	27.27%
					净负债比率	32.52%	32.52%	15.49%	6.87%
					流动比率	1.01	1.34	1.71	2.20
					速动比率	0.64	1.03	1.31	1.90
					营运能力				
					总资产周转率	0.76	0.69	0.70	0.66
					应收账款周转率	26.83	26.83	26.83	26.83
					应付账款周转率	10.89	10.20	12.03	12.35
					每股指标(元)				
					每股收益	0.27	0.29	0.49	0.57
					每股经营现金	0.41	0.55	0.74	1.09
					每股净资产	3.02	3.36	3.85	4.42
					估值比率				
					P/E	12.37	11.40	6.84	5.88
					P/B	1.11	0.99	0.87	0.76
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E					
营业收入	17,516.68	16,826.70	18,088.08	18,831.91					
营业成本	14,702.95	13,649.41	13,834.96	14,051.57					
营业税金及附加	122.73	117.90	126.74	131.95					
营业费用	24.83	23.85	25.64	26.70					
研发费用	624.42	599.83	644.79	671.31					
管理费用	378.72	363.80	391.07	407.16					
财务费用	78.95	75.84	81.53	84.88					
资产减值损失	-43.59	-43.59	-43.59	-43.59					
公允价值变动收益	-7.53	0.00	0.00	0.00					
投资净收益	132.30	0.00	0.00	0.00					
营业利润	1,725.74	1,952.48	2,939.76	3,414.76					
营业外收入	35.76	35.76	35.76	35.76					
营业外支出	59.08	59.08	59.08	59.08					
利润总额	1,702.42	1,929.16	2,916.44	3,391.44					
所得税	255.59	308.67	466.63	542.63					
净利润	1,446.83	1,620.49	2,449.81	2,848.81					
少数股东损益	396.88	444.51	489.96	569.76					
归属母公司净利润	1,049.96	1,175.98	1,959.85	2,279.05					
EBITDA	2,518.59	2,786.15	3,814.87	4,327.55					
EPS (元)	0.27	0.29	0.49	0.57					

分析师简介

吴轩，金融硕士，曾就职于长城证券。2021年12月加入首创证券，负责有色金属板块研究。

刘崇娜，有色行业助理研究员，FRM，2022年5月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现