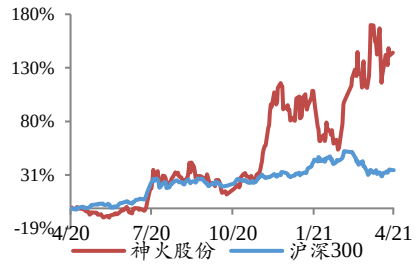
量价齐升赋弹性，开启发展新篇章

投资评级：买入（上调）

报告日期：2021-04-07

收盘价（元）	9.98
近 12 个月最高/最低（元）	11.02/3.74
总股本（百万股）	2,231
流通股本（百万股）	1,900
流通股比例（%）	85.17
总市值（亿元）	223
流通市值（亿元）	190

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

电话：15652540369

邮箱：shilin@hazq.com

联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052

电话：18019001956

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：翁嘉敏

执业证书号：S0010120070014

电话：13777083119

邮箱：wengjm@hazq.com

相关报告

1.电解铝盈利能力增强，全年扣非净利增 129% 2021-02-02

2.电解铝产能持续扩充，夯实未来增长基础 2020-12-17

主要观点：

● **公司事件**

公司披露 2020 年年报：

1）**公司全年**实现营业收入 188.09 亿元，同比增长 7.25%；实现归母净利润 3.58 亿元，同比减少 73.26%；扣非后归母净利润 0.87 亿元，同比增长 105.53%；公司归母净利润同比下降主要原因是 2019 年同期确认高家庄煤矿探矿权转让收益以及房地产业务的转让收益，导致上年同期对比基数较高；相比较而言，扣非后归母净利润实现显著增长，主要原因是公司电解铝业务的盈利能力显著增强。

2）**从单四季度看**，公司 Q4 实现营业收入 57.27 亿元（同比+28.7%），实现归母净利润-1.34 亿元（同比+88.6%）；扣非后归母净利润-2.12 亿元（同比+83.4%）。

3）**公司产能情况**：电解铝 170 万吨（其中，新疆煤电 80 万吨，满产；云南神火 90 万吨，已投产 75 万吨）、装机容量 2000MW、阳极炭块 56 万吨，铝材 10 万吨、铝箔 2.5 万吨、神隆宝鼎年产 10.5 万吨铝箔项目在建。

● **电解铝板块：量价齐升，扣非业绩同比显著增长。**

云南神火：项目二期 45 万吨分段快速建成，成为 2021 年电解铝产能增量贡献主力，创造“神火速度”。1）生产情况：二期一段 15 万吨电解铝 2020 年 12 月底通电，二段于 2021 年 2 月初通电，三段 6 月前或可完成投产，预计年底实现整体产能规模 90 万吨，产量 80 万吨。**2）经营情况**：实现电解铝销售 20.68 万吨，利润总额 5.28 亿元，单吨净利达 2553 元/吨，增加归属于上市公司净利润 1.76 亿元。

新疆神火：整体生产经营较为稳健，保持 80 万吨产能满产状态。1）售价方面，公司新疆地区电解铝产品不含税售价同比增 248.31 元/吨，增利 1.98 亿元（80 万吨*248.31 元/吨）；**2）成本方面**，受主要原材料氧化铝和阳极炭素价格降低的影响，单位完全成本同比下降 550.78 元/吨，增利 4.39 亿元（80 万吨*550.78 元/吨）。电解铝单吨净利约为 1522 元/吨，相比较云南神火，新疆地区电解铝利润仍具备较大上升空间。铝价上涨+成本降低贡献利润增量总计 6.37 亿元，归母净利润同比增 4.86 亿元。

● **煤炭板块：公司定增发行旨在积极推进供给侧结构性改革，优化资本结构，优质资源整合已初现成效。**

报告期内公司完成非公开发行，募集资金 20.49 亿元，资金将主要用于梁北煤矿改扩建以及偿还银行借款等用途。截至目前，公司煤炭核定产能累积达到 645 万吨，分别集中在永城矿区和许昌/郑州矿区。其中，**许昌矿区**：综合生产成本（单位完全成本同比降低 19.93 元/吨）和售价（不含税售价降低 67 元/吨）双方面因素影响，全年实现利润总额 2.54 亿元，归母净利润 1.45 亿元，同比减少 1.02 亿元；**永城矿区**：综合生产成本（单位完全成本同比降低 181.55 元/吨）和售价（不含税售价降

低 110.99 元/吨）的影响，减利 3.30 亿元。梁北矿预计 2021 年 8 月完成项目竣工验收，我们认为该项目的建成达产，有望成为公司煤炭板块新的利润增长点。

- **预计公司 2021 年主营业务实现经营性利润总额 30 亿元，业绩释放可期。**

公司明确 2021 年生产经营计划以及经营目标 30 亿元，业绩释放可期。**1）在生产经营计划方面**，主营产品产量计划基本与上年同期持平。公司将强化成本管控，通过精细化管理方式提高煤炭及电解铝生产成本管控精准度，预计煤炭及电解铝完全成本分别将至 670 元/吨（-30 元/吨，同比-4.29%）、10400 元/吨（-351 元/吨，同比-3.27%）；**2）从经营目标方面看**，公司首次明确主营业务经营性利润目标，计划 2021 年全年实现 30 亿元，经营业绩或积极释放。在“碳中和”、“碳达峰”的政策预期背景下，电解铝行业继续维持高景气度，我们认为铝价将继续维持高位；同时，电解铝生产企业的盈利能力稳定性以及确定性的不断改善，都将有效推动公司积极释放经营业绩。

- **投资建议**

在“碳中和”以及“碳达峰”的政策预期背景下，国内电解铝产能释放受限，且氧化铝等主要原材料价格上行空间有限，电解铝利润有望继续维持高位。2021 年，公司不仅产能有大规模增量，而且受益于云南水电资源优势，为电解铝赛道同时具备 alpha 和 beta 属性的优质标的。在盈利预测方面，我们预计公司 2021-2023 年的营收分别为 272.08/288.55/289.58 亿元，分别同比增长 44.7%/6.1%/0.4%；对应归母净利润分别为 28.27/31.19/33.37 亿元，分别同比增长 688.9%/10.3%/7.0%。当前股价对应 PE 分别为 8X/7X/7X，给予“买入”评级。

- **风险提示**

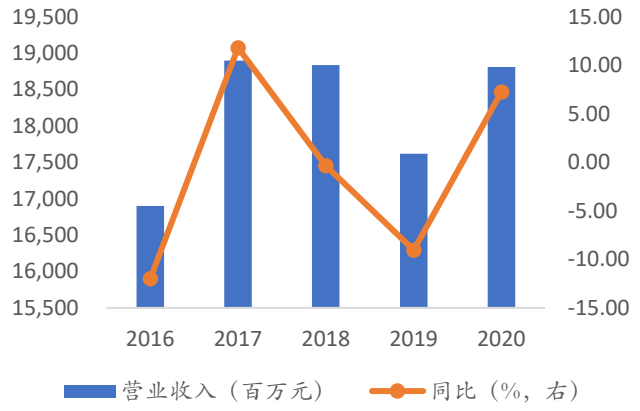
云南神火二期三段投产不及预期；煤铝价格大幅下跌；“碳中和”、“碳达峰”等相关政策落地不及预期。

- **重要财务指标** 单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	18809	27208	28855	28958
收入同比（%）	7.3%	44.7%	6.1%	0.4%
归属母公司净利润	358	2827	3119	3337
净利润同比（%）	-73.4%	688.9%	10.3%	7.0%
毛利率（%）	21.5%	32.5%	32.7%	32.3%
ROE（%）	5.1%	28.8%	24.1%	20.5%
每股收益（元）	0.16	1.27	1.40	1.50
P/E	49.70	7.88	7.14	6.67
P/B	2.55	2.27	1.72	1.37
EV/EBITDA	7.98	5.25	4.08	3.49

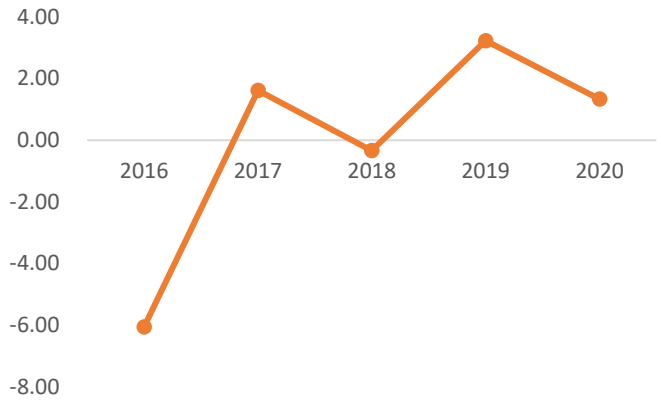
资料来源： wind，华安证券研究所

图表 1 2016-2020 年营业收入（百万元，%）



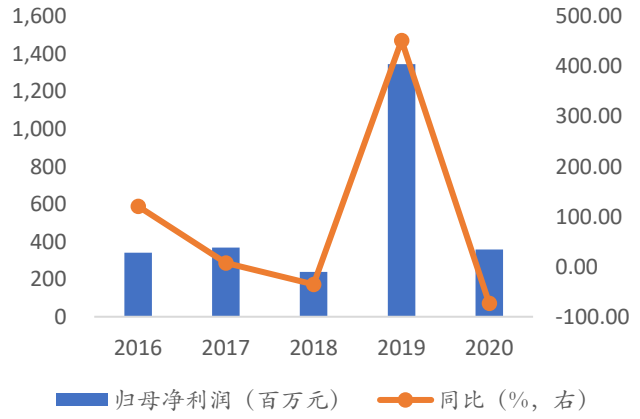
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 2016-2020 年净利率（%）



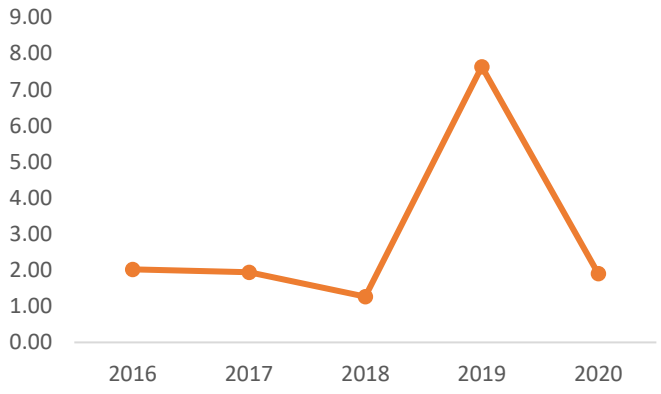
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 2016-2020 年归母净利润（百万元，%）



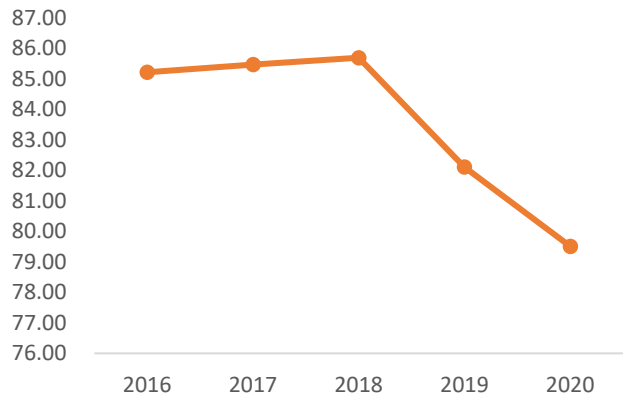
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 2016-2020 年归母净利率（%）



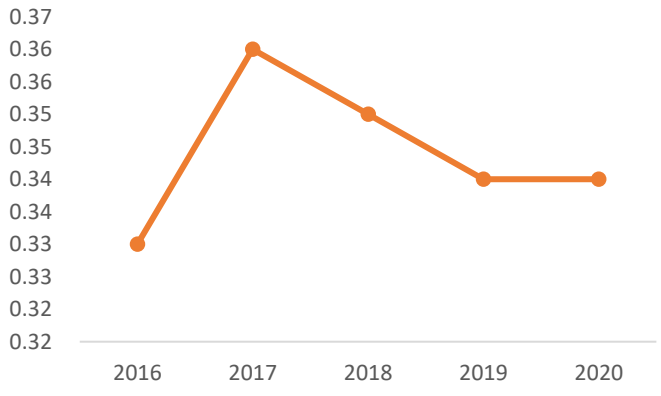
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 资产负债率（%）



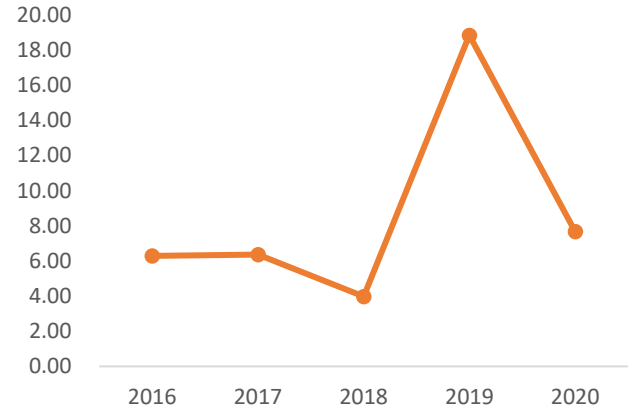
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 资产周转率（倍）



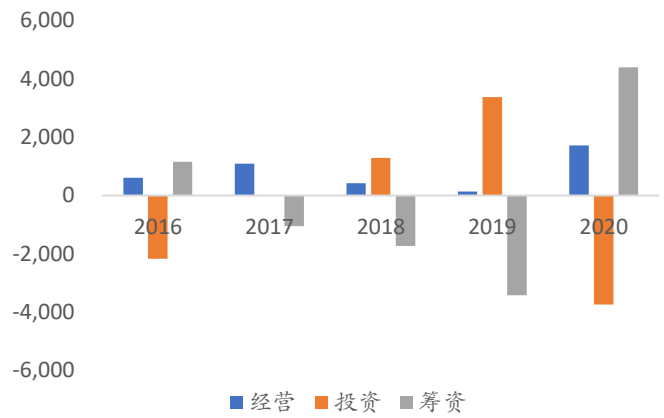
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 ROE-加权（%）



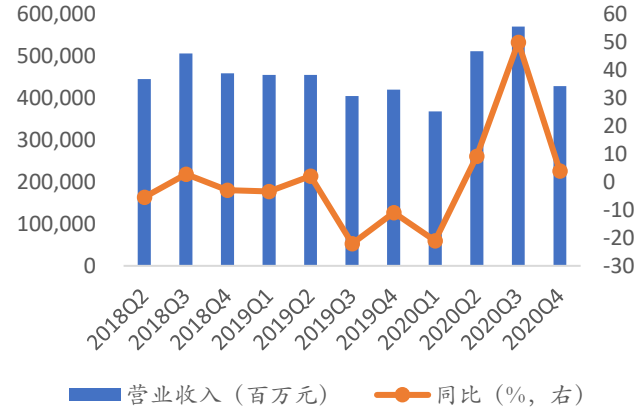
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 经营/投资/筹资活动现金净流量分析（百万元）



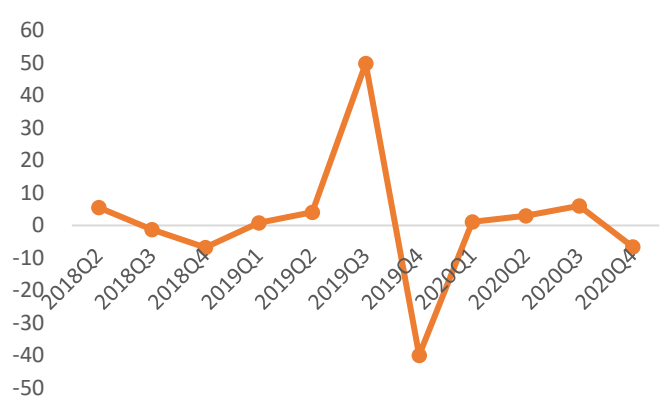
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 营业收入-季度（百万元，%）



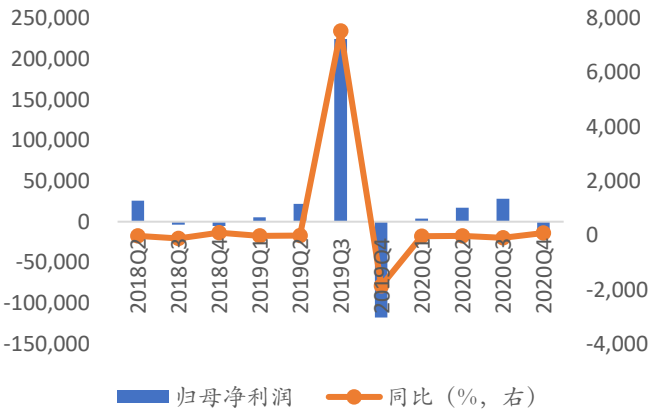
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 净利率-季度（%）



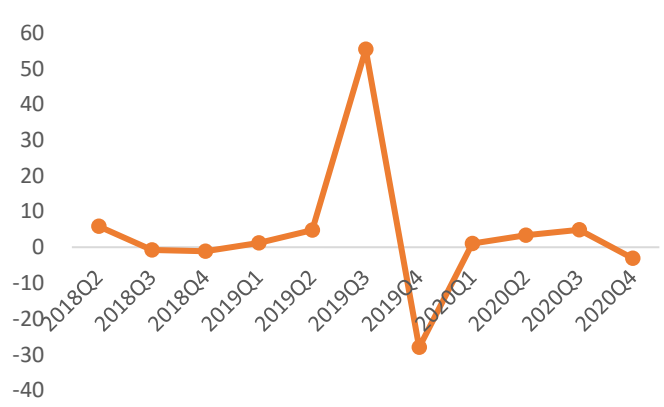
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 归母净利润-季度（百万元，%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 归母净利率-季度（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	20062	7950	12080	16845
现金	14151	-107	4019	8558
应收账款	851	1215	1343	1323
其他应收款	438	935	763	827
预付账款	619	759	808	816
存货	2051	3096	2996	3069
其他流动资产	1952	2052	2152	2252
非流动资产	40576	43905	45035	46065
长期投资	3072	3072	3072	3072
固定资产	21391	24691	25791	26791
无形资产	4632	4662	4692	4722
其他非流动资产	11480	11479	11479	11479
资产总计	60637	51855	57115	62910
流动负债	40305	26674	26635	27163
短期借款	17228	1770	0	0
应付账款	3947	3998	4402	4521
其他流动负债	19130	20905	22234	22643
非流动负债	7906	8406	8906	9406
长期借款	6037	6537	7037	7537
其他非流动负债	1869	1869	1869	1869
负债合计	48211	35080	35541	36569
少数股东权益	5444	6966	8646	10076
股本	2231	2231	2231	2231
资本公积	3278	3278	3278	3278
留存收益	1473	4300	7419	10756
归属母公司股东权	6982	9809	12928	16265
负债和股东权益	60637	51855	57115	62910

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1722	4988	7420	6107
净利润	358	2827	3119	3337
折旧摊销	1350	361	460	560
财务费用	1732	458	260	255
投资损失	85	-333	-291	-243
营运资金变动	-2079	-320	1727	303
其他经营现金流	2713	5143	3537	4929
投资活动现金流	-3740	-3831	-1764	-1813
资本支出	-3174	-4164	-2056	-2055
长期投资	-441	0	0	0
其他投资现金流	-125	333	291	243
筹资活动现金流	4392	-15415	-1530	245
短期借款	-1320	-15458	-1770	0
长期借款	3846	500	500	500
普通股增加	331	0	0	0
资本公积增加	829	0	0	0
其他筹资现金流	706	-458	-260	-255
现金净增加额	2368	-14258	4126	4539

利润表 单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	18809	27208	28855	28958
营业成本	14766	18361	19421	19616
营业税金及附加	430	673	706	703
销售费用	342	613	638	626
管理费用	622	1132	1200	1164
财务费用	1420	383	231	177
资产减值损失	-687	-610	-610	-610
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-85	333	291	243
营业利润	506	5799	6398	6356
营业外收入	292	0	0	0
营业外支出	26	0	0	0
利润总额	772	5799	6398	6356
所得税	520	1450	1599	1589
净利润	252	4349	4798	4767
少数股东损益	-106	1522	1679	1430
归属母公司净利润	358	2827	3119	3337
EBITDA	3864	6599	7166	7215
EPS（元）	0.16	1.27	1.40	1.50

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	7.3%	44.7%	6.1%	0.4%
营业利润	-49.8%	1045.7%	10.3%	-0.7%
归属于母公司净利	-73.4%	688.9%	10.3%	7.0%
获利能力				
毛利率（%）	21.5%	32.5%	32.7%	32.3%
净利率（%）	1.9%	10.4%	10.8%	11.5%
ROE（%）	5.1%	28.8%	24.1%	20.5%
ROIC（%）	2.1%	16.1%	15.5%	13.2%
偿债能力				
资产负债率（%）	79.5%	67.6%	62.2%	58.1%
净负债比率（%）	388.0%	209.1%	164.7%	138.8%
流动比率	0.50	0.30	0.45	0.62
速动比率	0.43	0.15	0.31	0.48
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.52	0.51	0.46
应收账款周转率	22.09	22.39	21.49	21.88
应付账款周转率	3.74	4.59	4.41	4.34
每股指标（元）				
每股收益	0.16	1.27	1.40	1.50
每股经营现金流薄）	0.77	2.24	3.33	2.74
每股净资产	3.13	4.40	5.79	7.29
估值比率				
P/E	49.70	7.88	7.14	6.67
P/B	2.55	2.27	1.72	1.37
EV/EBITDA	7.98	5.25	4.08	3.49

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。