

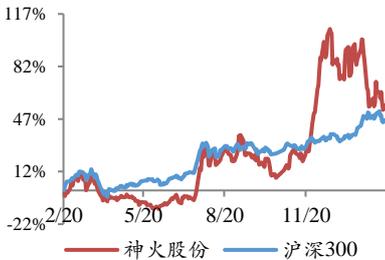
电解铝盈利能力增强，全年扣非净利增 129%

投资评级：增持

报告日期：2021-02-02

收盘价(元)	6.57
近12个月最高/最低(元)	8.83/3.74
总股本(百万股)	2,231
流通股本(百万股)	1,901
流通股比例(%)	85.21
总市值(亿元)	147
流通市值(亿元)	125

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. 电解铝产能持续扩充，夯实未来增长基础 2020-12-17

主要观点：

● 公司实现扣非后归母净利润 4.60 亿元，同比大增 129.30%。

公司发布 2020 年业绩预告：预计 2020 年实现归母净利润 3.00 亿元，同比下降 77.70%，扣非后归母净利润 4.6 亿元，同比增长 129.30%，基本每股收益 0.158 元/股。公司扣非后归母净利润同比大增的主要原因是：①2020 年三四季度电解铝维持高利润水平，公司电解铝业务板块盈利能力显著改善；②公司上年同期计提大额减值准备。公司归母净利润同比降幅明显的主要原因是：①2019 年同期确认山西省左权县高家庄煤矿探矿权转让收益 32.55 亿元；②公司明确煤炭、电解铝双主业定位，剥离房地产业务，2019 年河南神火光明房地产开发有限公司股权转让实现收益 4.35 亿元。

● 受电解铝供需结构改善叠加生产成本下降双重因素影响，公司电解铝板块盈利能力持续显著改善。

公司现有电解铝产能 125 万吨中，新疆神火在产产能 80 万吨，云南神火一期 45 万吨于 2020 年 9 月初全部通电启动，二期 45 万吨预计 2021 年 3 月投产。其中，**新疆神火板块**：(1) 产能利用率：生产线继续维持在满产状态；(2) 售价方面，受到电解铝市场供需结构改善的影响，国内长江铝均价下半年约为 15160 元/吨，环比上半年增 2023 元/吨（环比 +15.41%），公司新疆地区电解铝产品不含税售价同比增加 248.31 元/吨，增利 1.98 亿元（80 万吨*248.31 元/吨）；(3) 成本端，受到主要生产原材料氧化铝和阳极炭块等价格下降的影响，单位完成成本同比降低 550.78 元/吨，整理 4.39 亿元（80 万吨*550.78 元/吨）。综合售价上涨和原材料成本降低的双重因素影响，新疆神火电解铝板块实现利润总额 12.18 亿元，同比增 6.37 亿元；实现归母净利润 9.29 亿元，同比增 4.86 亿元。(4) 电解铝产品全年平均单吨利润：1522 元/吨；**云南神火板块**：(1) 生产情况：一期 45 万吨于 2020 年 9 月初全部通电启动，电解铝销售达 20.68 万吨，实现利润总额 5.28 亿元，增加归属于上市公司股东的净利润 1.76 亿元 (2) 单吨利润达到：2553.19 元/吨。

● 煤炭板块：优质资源整合初显成效。

目前，公司煤炭的核定产能累积达到 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）的影响，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。

● 投资建议

自 2020 年 10 月以来,公司电解铝业务板块盈利情况持续改善。随着 2021 年公司在梁北矿优质煤炭项目以及云南神火电解铝项目的产能释放,我们预计公司 2020-2022 年的营收分别为 182.41/243.26/269.29 亿元,同比分别增长 3.5%、33.4%、10.7%;对应归母净利润分别为 2.98/11.02/12.76 亿元,同比-77.8%/+269.6%/+15.7%,对应 2021 年及 2022 年 PE 分别为 12.00X/10.24X,给予“增持”评级。

● 风险提示

云南水电铝项目和梁北矿建设进度不及预期;煤铝价大幅下跌;地方政策变动等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	17618	18241	24326	26929
收入同比 (%)	-9.0%	3.5%	33.4%	10.7%
归属母公司净利润	1345	298	1102	1276
净利润同比 (%)	452.2%	-77.8%	269.6%	15.7%
毛利率 (%)	14.8%	14.0%	17.8%	17.9%
ROE (%)	17.3%	3.7%	12.0%	12.2%
每股收益 (元)	0.71	0.16	0.58	0.67
P/E	7.74	47.99	12.98	11.22
P/B	1.34	1.77	1.56	1.37
EV/EBITDA	11.69	14.12	12.00	10.24

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	15816	9318	8812	8298	营业收入	17618	18241	24326	26929
现金	10304	1185	-648	-1729	营业成本	15010	15692	19989	22118
应收账款	963	665	979	1115	营业税金及附加	472	472	638	706
其他应收款	159	918	1165	1137	销售费用	505	479	646	722
预付账款	629	623	805	892	管理费用	1033	832	1164	1317
存货	2130	3834	4424	4772	财务费用	1614	425	324	226
其他流动资产	1632	2092	2087	2110	资产减值损失	-1685	-664	-670	-667
非流动资产	33578	37046	37874	39108	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3390	3390	3390	3390	投资净收益	579	448	651	728
固定资产	16328	18381	18739	19384	营业利润	1008	274	1750	2126
无形资产	4885	5502	5615	5747	营业外收入	149	0	0	0
其他非流动资产	8976	9773	10130	10587	营业外支出	95	0	0	0
资产总计	49394	46364	46687	47406	利润总额	1061	274	1750	2126
流动负债	36293	33044	32317	31761	所得税	492	55	700	850
短期借款	18548	12925	7981	5360	净利润	569	219	1050	1276
应付账款	2581	2708	3406	3791	少数股东损益	-776	-79	-52	0
其他流动负债	15164	17411	20930	22610	归属母公司净利润	1345	298	1102	1276
非流动负债	4264	4264	4264	4264	EBITDA	2076	2243	2380	2638
长期借款	2191	2191	2191	2191	EPS (元)	0.71	0.16	0.58	0.67
其他非流动负债	2073	2073	2073	2073					
负债合计	40558	37308	36581	36025					
少数股东权益	1054	975	923	923					
股本	1901	1901	1901	1901					
资本公积	2449	2449	2449	2449					
留存收益	3432	3731	4833	6109					
归属母公司股东权益	7782	8080	9182	10458					
负债和股东权益	49394	46364	46687	47406					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	131	2059	4642	3345	成长能力				
净利润	1345	298	1102	1276	营业收入	-9.0%	3.5%	33.4%	10.7%
折旧摊销	1532	1537	569	658	营业利润	100.8%	-72.8%	538.4%	21.5%
财务费用	1711	516	357	244	归属于母公司净利	452.2%	-77.8%	269.6%	15.7%
投资损失	-579	-448	-651	-728	获利能力				
营运资金变动	-1683	-247	2889	1498	毛利率 (%)	14.8%	14.0%	17.8%	17.9%
其他经营现金流	832	947	-1413	176	净利率 (%)	7.6%	1.6%	4.5%	4.7%
投资活动现金流	3372	-5038	-1174	-1562	ROE (%)	17.3%	3.7%	12.0%	12.2%
资本支出	3076	-5486	-1824	-2290	ROIC (%)	0.9%	2.0%	4.6%	5.3%
长期投资	260	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	36	448	651	728	资产负债率 (%)	82.1%	80.5%	78.4%	76.0%
筹资活动现金流	-3418	-6139	-5301	-2865	净负债比率 (%)	459.0%	412.0%	362.0%	316.5%
短期借款	1424	-5623	-4944	-2621	流动比率	0.44	0.28	0.27	0.26
长期借款	510	0	0	0	速动比率	0.36	0.15	0.11	0.08
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	59	0	0	0	总资产周转率	0.36	0.39	0.52	0.57
其他筹资现金流	-5411	-516	-357	-244	应收账款周转率	18.29	27.43	24.84	24.16
现金净增加额	87	-9119	-1833	-1081	应付账款周转率	5.82	5.79	5.87	5.83

每股指标 (元)				
每股收益	0.71	0.16	0.58	0.67
每股经营现金流薄)	0.07	1.08	2.44	1.76
每股净资产	4.09	4.25	4.83	5.50

估值比率				
P/E	7.74	47.99	12.98	11.22
P/B	1.34	1.77	1.56	1.37
EV/EBITDA	11.69	14.12	12.00	10.24

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）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，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沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 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。市场基准指数为沪深 300 指数。