

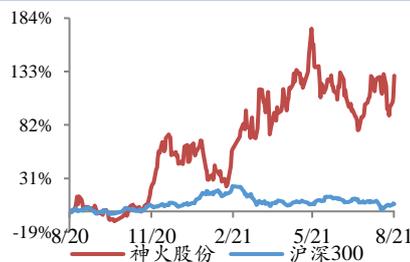
受益行业高景气，公司业绩高增延续

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-11

收盘价(元)	11.57
近12个月最高/最低(元)	13.84/4.58
总股本(百万股)	2,251
流通股本(百万股)	2,231
流通股比例(%)	99.13
总市值(亿元)	260
流通市值(亿元)	258

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：翁嘉敏

执业证书号：S0010120070014

邮箱：wengjm@hazq.com

联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

相关报告

- 量价齐升显优势，二季度业绩大幅增长 2021-07-14
- 量价齐升赋弹性，开启发展新篇章 2021-04-07
- 电解铝盈利能力增强，全年扣非净利润增129% 2021-02-02

主要观点：

● 公司事件

公司发布2021年半年度报告：

1) 公司2021H1实现营收155.11亿元，同比+85.74%；归母净利润14.63亿元，同比+606.21%；实现EPS 0.656元/股。

2) 从单季度来看，公司Q2实现营业收入86.80亿元（同比+86.15%/环比+27.07%），实现归母净利润8.77亿元（同比+415.88%/环比+49.66%）。

● 主营产品量价齐升，助力公司业绩大增。

1) 电解铝业务：产销量方面，报告期内，随着云南水电铝一体化项目逐步投产，公司电解铝业务实现产销同比增长。2021H1，公司实现产量73.82万吨，同比+82.8%；销量74.32万吨，同比+80.6%。同时产销量分别完成年度计划的45.99%和46.31%。价格方面，受益于行业高景气状态，电解铝价格持续上扬，上半年长江铝锭现货均价为1.74万元/吨，同比+32.66%。成本方面，受阳极碳块、电力、人工等成本增加影响，2021H1电解铝单位完全成本同比+8.9%，整体低于产品价格的增幅，电解铝业务盈利能力有所释放。

2) 煤炭业务：产销量方面，2021H1公司煤炭产品实现产量320.53万吨，同比+13.79%；实现销量320.46万吨，同比+13.40%，分别完成年度计划的50.48%和50.47%，产能利用率有所提升。同时，受益于煤价从二季度开始回暖，公司上半年煤炭业务盈利能力有所改善。2021H1公司煤炭产品的单吨含税销售均价为832.7元/吨，同比+14.4%；吨煤毛利约258.4元/吨，同比+19.5%。

● 云南限电政策影响仍存，电解铝继续维持高利润水平

受云南短期用电措施升级影响，公司控股子公司云南神火产能利用率目前仅有61.11%，影响约13万吨的权益产能，年初制定的80万吨经营计划将无法完成。同时，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，叠加近期多地限电政策的持续影响，市场供需偏紧局面不改，并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。

● 投资建议

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295.75/323.88/334.36亿元，分别同比增长57.2%/9.5%/3.2%；对应归母净利润分别为34.19/42.37/50.03亿元，分别同比增长854.0%/23.9%/18.1%。当前股价对应PE分别为7X/6X/5X，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等。

● 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	29575	32388	33436
收入同比 (%)	7.2%	57.2%	9.5%	3.2%
归属母公司净利润	358	3419	4237	5003
净利润同比 (%)	-73.3%	854.0%	23.9%	18.1%
毛利率 (%)	21.5%	34.6%	37.0%	38.4%
ROE (%)	5.1%	32.9%	28.9%	25.5%
每股收益 (元)	0.19	1.52	1.88	2.22
P/E	50.13	6.93	5.59	4.73
P/B	2.57	2.28	1.62	1.21
EV/EBITDA	7.98	4.41	2.88	2.01

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	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	20062	9259	15966	23158	营业收入	18809	29575	32388	33436
现金	14151	800	7444	14334	营业成本	14766	19340	20407	20606
应收账款	851	1323	1510	1530	营业税金及附加	430	733	794	814
其他应收款	438	1017	857	955	销售费用	342	668	718	724
预付账款	619	801	851	858	管理费用	622	1243	1362	1356
存货	2051	3265	3153	3229	财务费用	1420	373	209	146
其他流动资产	1952	2052	2152	2252	资产减值损失	-687	-610	-610	-610
非流动资产	40576	43905	45035	46065	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3072	3072	3072	3072	投资净收益	-85	372	338	290
固定资产	21391	24691	25791	26791	营业利润	506	7012	8691	9529
无形资产	4632	4662	4692	4722	营业外收入	292	0	0	0
其他非流动资产	11480	11479	11479	11479	营业外支出	26	0	0	0
资产总计	60637	53164	61001	69222	利润总额	772	7012	8691	9529
流动负债	40305	27072	27891	28466	所得税	520	1753	2173	2382
短期借款	17228	989	0	0	净利润	252	5259	6519	7147
应付账款	3947	4217	4631	4754	少数股东损益	-106	1841	2281	2144
其他流动负债	19130	21866	23259	23712	归属母公司净利润	358	3419	4237	5003
非流动负债	7906	8406	8906	9406	EBITDA	3864	7744	9361	10272
长期借款	6037	6537	7037	7537	EPS (元)	0.19	1.52	1.88	2.22
其他非流动负债	1869	1869	1869	1869					
负债合计	48211	35478	36797	37872					
少数股东权益	5444	7285	9566	11710					
股本	2231	2231	2231	2231					
资本公积	3278	3278	3278	3278					
留存收益	1473	4892	9129	14131					
归属母公司股东权益	6982	10401	14638	19640					
负债和股东权益	60637	53164	61001	69222					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	1722	6616	9083	8388	成长能力				
净利润	358	3419	4237	5003	营业收入	7.2%	57.2%	9.5%	3.2%
折旧摊销	1350	361	460	560	营业利润	-47.0%	1285.5%	23.9%	9.6%
财务费用	1732	448	250	255	归属于母公司净利	-73.3%	854.0%	23.9%	18.1%
投资损失	85	-372	-338	-290	获利能力				
营运资金变动	-2079	458	1744	273	毛利率 (%)	21.5%	34.6%	37.0%	38.4%
其他经营现金流	2713	5264	5222	7316	净利率 (%)	1.9%	11.6%	13.1%	15.0%
投资活动现金流	-3740	-3780	-1700	-1743	ROE (%)	5.1%	32.9%	28.9%	25.5%
资本支出	-3174	-4152	-2038	-2033	ROIC (%)	2.1%	19.0%	19.0%	17.0%
长期投资	-441	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-125	372	338	290	资产负债率 (%)	79.5%	66.7%	60.3%	54.7%
筹资活动现金流	4392	-16186	-739	245	净负债比率 (%)	388.0%	200.6%	152.0%	120.8%
短期借款	-1320	-16239	-989	0	流动比率	0.50	0.34	0.57	0.81
长期借款	3846	500	500	500	速动比率	0.43	0.19	0.43	0.67
普通股增加	331	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	829	0	0	0	总资产周转率	0.31	0.56	0.53	0.48
其他筹资现金流	706	-448	-250	-255	应收账款周转率	22.09	22.35	21.45	21.85
现金净增加额	2368	-13351	6644	6890	应付账款周转率	3.74	4.59	4.41	4.33

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。