

业绩超预期，再生铝优势放大

——2021年三季度业绩预告点评

事件：公司发布2021年三季度业绩预告，预计前三季度归母净利润为14-14.2亿元，同比增加95%-98%。三季度单季归母净利润约为5.6-5.8亿元，同比增加51-57%，环比增加7-11%。

核心观点

- **量价齐升带动公司利润持续扩张。**量方面，公司前三季度产销约86万吨，同比增加约17万吨，内外销增幅均超20%，公司预计全年120万吨目标实现概率较高。价方面，今年以来公司累计上调加工费三次，据公司披露未来加工费仍呈继续上升趋势。
- **不受限电限产影响，自备电力能源保供优势突出。**三季度公司铝材产量约29万吨，同比增加14%，环比小幅下降2%，受能耗双控和郑州洪灾影响有限。由于河南省双控指标完成较好，目前暂未发布限电政策，并且公司拥有自备电厂，自给率约50%，能源保供优势进一步突出。
- **加大产品研发，高附加值产品占比持续提升。**公司近几年新产品开发主要集中在新能源、交通运输等高端领域，上半年研发费用率高达4.3%，研发力度持续加强，7月份公布的义瑞70万吨铝材项目也主要为高端产能。高研发强度叠加产能配套，高端产品占比有望持续提升。
- **在能耗双控、电价上行背景下，公司保级再生铝项目价值显著放大。**原铝不仅新增产能受限，并且由于电力作为其主要的成本分项，单价或受电价上移进一步抬升。公司再生铝能做到保级利用，目前已有68万吨产能，未来有望扩张至140万吨，按照2025年200万吨的产量目标，再生铝自给率可达70%，在原材料保供和增厚业绩上将起到积极作用。

财务预测与投资建议

- 我们认为此轮疫情与高铝价对铝加工行业影响深远，中小企业或加速出清，公司作为行业龙头议价能力有望持续加强，并且鉴于产品需求旺盛以及高附加值产品持续提升，我们上调21-23年对加工费的预期。预测公司2021-2023年每股收益分别为2.80、3.47、4.13元（原21-23为2.38、3.00、3.55元），根据可比公司16X PE的估值，维持买入评级，目标价为44.81元。

风险提示

募投项目进度不及预期风险、产品升级不及预期风险、宏观经济增速放缓、全球疫情反复风险。

公司主要财务信息

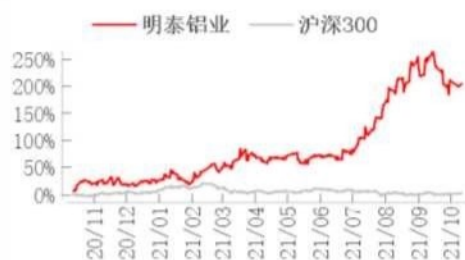
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,148	16,333	26,052	31,539	33,374
同比增长(%)	6.2%	15.4%	59.5%	21.1%	5.8%
营业利润(百万元)	1,214	1,304	2,455	3,044	3,622
同比增长(%)	87.2%	7.5%	88.3%	24.0%	19.0%
归属母公司净利润(百万元)	917	1,070	1,912	2,370	2,820
同比增长(%)	85.0%	16.7%	78.7%	24.0%	19.0%
每股收益(元)	1.34	1.57	2.80	3.47	4.13
毛利率(%)	11.8%	11.8%	14.0%	14.1%	15.0%
净利率(%)	6.5%	6.6%	7.3%	7.5%	8.4%
净资产收益率(%)	14.1%	13.6%	19.9%	20.4%	20.3%
市盈率	25.2	21.6	12.1	9.7	8.2
市净率	3.3	2.7	2.2	1.8	1.5



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月11日)	33.85元
目标价格	44.81元
52周最高价/最低价	41.75/11.45元
总股本/流通A股(万股)	68,257/68,242
A股市值(百万元)	23,105
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2021年10月12日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.01	-13.57	49.4	204.38
相对表现	-7.08	-10.21	57.36	201.64
沪深300	5.07	-3.36	-7.96	2.74



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 刘洋
021-63325888*6084
liuyang3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010002

联系人 李一冉

liyiran@orientsec.com.cn

相关报告

再生铝赋能，铝材龙头再启程：——明泰铝 2021-09-02
业首次覆盖报告

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）					市盈率			
		2021/10/11	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
南山铝业	600219	4.32	0.17	0.28	0.35	0.40	25.19	15.35	12.52	10.74	
鼎胜新材	603876	42.51	-0.03	0.80	1.63	1.83	-1371.29	53.14	26.08	23.24	
亚太科技	002540	5.67	0.28	0.33	0.38	0.38	20.16	17.18	14.92	14.92	
新疆众和	600888	8.16	0.26	0.58	0.77	0.93	30.82	14.15	10.55	8.74	
	最大值						30.82	53.14	26.08	23.24	
	最小值						(1371.29)	14.15	10.55	8.74	
	平均数						(323.78)	24.95	16.02	14.41	
	调整后平均						22.68	16.26	13.72	12.83	

资料来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,401	2,073	2,624	3,494	5,412	营业收入	14,148	16,333	26,052	31,539	33,374
应收票据、账款及款项融资	1,810	1,714	2,734	3,309	3,502	营业成本	12,472	14,412	22,393	27,103	28,368
预付账款	561	430	686	831	879	营业税金及附加	62	78	124	150	159
存货	2,029	2,362	3,670	4,442	4,649	营业费用	279	64	88	101	105
其他	1,025	1,760	1,725	1,735	1,738	管理费用及研发费用	520	702	1,357	1,687	1,779
流动资产合计	7,824	8,339	11,440	13,812	16,181	财务费用	29	152	87	83	83
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	47	60	67	38	12
固定资产	2,719	2,945	2,651	2,356	2,062	公允价值变动收益	(8)	11	0	0	0
在建工程	549	439	1,078	1,922	2,715	投资净收益	37	81	71	99	153
无形资产	163	363	355	346	337	其他	447	346	448	568	601
其他	512	686	22	22	22	营业利润	1,214	1,304	2,455	3,044	3,622
非流动资产合计	3,944	4,434	4,106	4,647	5,136	营业外收入	1	1	3	3	3
资产总计	11,768	12,773	15,546	18,458	21,317	营业外支出	3	4	2	2	2
短期借款	310	0	0	0	0	利润总额	1,212	1,301	2,456	3,044	3,622
应付票据及应付账款	1,723	1,641	2,550	3,086	3,230	所得税	228	210	444	551	655
其他	717	707	871	1,018	1,093	净利润	984	1,092	2,012	2,493	2,967
流动负债合计	2,749	2,348	3,421	4,104	4,323	少数股东损益	67	22	100	124	147
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	917	1,070	1,912	2,370	2,820
应付债券	1,595	1,216	1,097	1,097	1,097	每股收益(元)	1.34	1.57	2.80	3.47	4.13
其他	158	192	0	0	0						
非流动负债合计	1,753	1,408	1,097	1,097	1,097	主要财务比率					
负债合计	4,502	3,756	4,518	5,201	5,420		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	224	360	459	583	730	成长能力					
实收资本(或股本)	616	661	683	683	683	营业收入	6.2%	15.4%	59.5%	21.1%	5.8%
资本公积	3,368	4,004	4,323	4,323	4,323	营业利润	87.2%	7.5%	88.3%	24.0%	19.0%
留存收益	2,775	3,783	5,563	7,669	10,162	归属于母公司净利润	85.0%	16.7%	78.7%	24.0%	19.0%
其他	283	209	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	7,266	9,017	11,027	13,257	15,897	毛利率	11.8%	11.8%	14.0%	14.1%	15.0%
负债和股东权益总计	11,768	12,773	15,546	18,458	21,317	净利率	6.5%	6.6%	7.3%	7.5%	8.4%
						ROE	14.1%	13.6%	19.9%	20.4%	20.3%
						ROIC	12.6%	12.6%	18.6%	19.3%	19.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	984	1,092	2,012	2,493	2,967	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	300	374	303	303	303	流动比率	2.85	3.55	3.34	3.37	3.74
财务费用	29	152	87	83	83	速动比率	2.11	2.53	2.25	2.26	2.65
投资损失	(37)	(81)	(71)	(99)	(153)	营运能力					
营运资金变动	(207)	(264)	(1,538)	(857)	(245)	应收账款周转率	18.5	19.3	24.1	21.5	20.1
其它	(1,230)	(397)	537	38	12	存货周转率	7.4	6.5	7.3	6.6	6.1
经营活动现金流	(161)	875	1,328	1,961	2,967	总资产周转率	1.3	1.3	1.8	1.9	1.7
资本支出	(502)	(695)	(639)	(844)	(792)	每股指标(元)					
长期投资	305	0	0	0	0	每股收益	1.34	1.57	2.80	3.47	4.13
其他	(1,499)	1,290	(137)	99	153	每股经营现金流	-0.26	1.32	1.95	2.87	4.35
投资活动现金流	(1,696)	596	(776)	(745)	(639)	每股净资产	10.32	12.68	15.48	18.57	22.22
债权融资	1,288	(377)	(122)	0	0	估值比率					
股权融资	20	681	340	0	0	市盈率	25.2	21.6	12.1	9.7	8.2
其他	703	(419)	(219)	(346)	(409)	市净率	3.3	2.7	2.2	1.8	1.5
筹资活动现金流	2,011	(115)	(1)	(346)	(409)	EV/EBITDA	13.0	11.0	7.1	5.9	5.0
汇率变动影响	7	(11)	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.2	13.8	7.9	6.4	5.4
现金净增加额	161	1,345	552	870	1,918						

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话： 021-63325888

传真： 021-63326786

网址： www.dfzq.com.cn