

神火股份 (000933.SZ)

碳中和助力水电铝突围，量价齐升释放业绩弹性

2021年03月13日

——公司点评报告

投资评级: 买入 (维持)

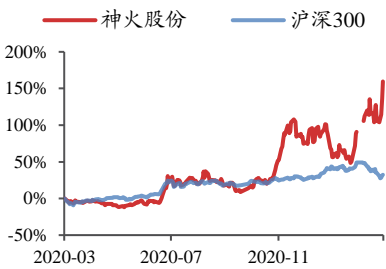
张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2021/3/12
当前股价(元)	11.02
一年最高最低(元)	11.02/3.82
总市值(亿元)	245.91
流通市值(亿元)	209.44
总股本(亿股)	22.31
流通股本(亿股)	19.01
近3个月换手率(%)	257.39

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司业绩预告点评-受益铝价上涨扣非业绩大增，云南神火即将迎来收获期》-2021.2.1

《公司三季报点评报告-扣非后业绩同比大幅改善，集团增持彰显未来信心》-2020.10.24

《公司三季度业绩预告点评报告-2020Q3单季业绩大幅改善，云南神火并表驱动未来成长》-2020.10.14

● 碳中和助力水电铝突围，量价齐升释放业绩弹性。维持“买入”评级

云南电解铝项目陆续通电放量，叠加铝价持续强势，公司电解铝业务迎来“量价齐升”，盈利弹性显著释放。碳中和政策将重塑电解铝行业基本面，利好低碳水电铝突围，公司或将率先受益。考虑到铝价中枢上涨明显，我们上调公司盈利预测，预计2020/2021/2022年归母净利润3/17.5/20亿元（前值3.0/12.8/15.9亿元），同比-77.4%/478.1%/14.4%；EPS为0.14/0.78/0.9元（前值0.14/0.57/0.71元），对应当前股价PE为81.2/14.0/12.3倍。维持“买入”评级。

● 碳中和重塑供需格局，电解铝进入高景气时代

供给端：电解铝是典型的高碳排放行业，碳中和政策下，电解铝产能指标将受到严格限制。多地已发布文件对新增产能提出限制，如内蒙古发布双控措施，从2021年起不再批建包括电解铝在内的高耗能项目。电解铝供给端将明显收紧，现有存量产能将具备显著壁垒优势。需求端：碳中和政策催化新能源汽车、光伏等低碳产业用铝需求进入快速增长轨道，同时绿色基建发力，高景气的需求状况或将在较长周期内持续。总体看，电解铝供应接近产能天花板，当前新增产能释放受限，供给增速不及需求增速，供给趋向偏紧，利好铝价持续强势。

● 火电铝成本线抬高，水电铝将强势突围

电解铝碳排放环节主要集中在火电燃煤，生产每火电吨铝排放二氧化碳13吨，是水电的7倍，因此火电铝受到政策层面压制，全国多省已发布文件取消对火电铝的电价优惠政策，势必将抬高火电铝的电力成本，而水电铝则不受影响。另一方面，随着碳中和政策工具的加速完善，电解铝行业有望加快纳入全国碳排放交易市场，具体额度分配机制虽尚不明确，但火电铝更倾向于作为配额购买方，将额外增加碳排放费用；而极低碳排放的水电铝可通过卖出多余配额获得额外利润。总体看，碳中和将优化电解铝产能结构，水电铝低成本优势凸显，更具盈利弹性。神火股份水电铝产能占比达53%，在“碳中和”趋势下率先受益。

● 云南神火分段通电迎来收获期，全年产量预计达160万吨

云南神火90万吨电解铝项目是公司成长重心，其中一系列45万吨已于2020年9月通电投产，二系列一段于2021年1月通电，二段于2月初通电，三段已完成建设预计6月前可投产，即云南当前已形成75万吨产能。预计2021年云南、新疆产量均为80万吨，合计160万吨，同比增幅60%。

● 风险提示：煤、铝价格下跌超预期；煤矿停减产风险；云南项目进展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	18,835	17,618	19,996	29,092	31,073
YOY(%)	-0.3	-6.5	13.5	45.5	6.8
归母净利润(百万元)	239	1,345	303	1,752	2,004
YOY(%)	-35.1	463.3	-77.5	478.1	14.4
毛利率(%)	12.6	14.8	17.8	21.6	22.1
净利率(%)	1.3	7.6	1.5	6.0	6.4
ROE(%)	-0.8	6.4	4.8	21.2	19.8
EPS(摊薄/元)	0.11	0.60	0.14	0.78	0.90
P/E(倍)	102.9	18.3	81.2	14.0	12.3
P/B(倍)	4.0	3.2	3.1	2.5	2.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	18,652	15,816	18,769	29,375	28,370
现金	9,103	10,304	5,531	18,165	13,738
应收票据及应收账款	981	963	1,535	2,005	1,744
其他应收款	2,287	159	2,744	1,416	3,050
预付账款	671	629	681	1,281	824
存货	5,110	2,130	7,218	5,332	7,811
其他流动资产	499	1,632	1,060	1,176	1,204
非流动资产	34,817	33,578	31,050	28,392	25,762
长期投资	3,354	3,390	3,633	3,818	3,990
固定资产	17,640	16,328	16,278	14,916	12,941
无形资产	5,663	4,885	4,851	4,817	4,783
其他非流动资产	8,160	8,976	6,288	4,841	4,048
资产总计	53,469	49,394	49,819	57,768	54,133
流动负债	40,948	36,293	39,177	46,482	41,766
短期借款	17,045	18,548	18,548	18,548	18,548
应付票据及应付账款	12,997	11,774	12,867	22,554	14,930
其他流动负债	10,906	5,971	7,762	5,379	8,289
非流动负债	4,867	4,264	1,232	-574	-2,332
长期借款	1,601	2,191	476	-1,334	-3,089
其他非流动负债	3,266	2,073	756	761	758
负债合计	45,816	40,558	40,409	45,908	39,435
少数股东权益	1,565	1,054	1,184	1,882	2,716
股本	1,901	1,901	2,231	2,231	2,231
资本公积	1,940	2,449	2,449	2,449	2,449
留存收益	2,118	3,329	3,702	5,808	8,249
归属母公司股东权益	6,088	7,782	8,226	9,977	11,981
负债和股东权益	53,469	49,394	49,819	57,768	54,133

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	422	131	1,214	14,351	-2,714
净利润	-64	569	433	2,450	2,838
折旧摊销	1,451	1,531	1,390	1,430	1,430
财务费用	1,948	1,614	1,699	1,716	1,734
投资损失	-409	-579	-628	-578	-578
营运资金变动	-1,443	-1,683	-1,632	9,333	-8,138
其他经营现金流	-1,061	-1,321	-50	-0	-0
投资活动现金流	1,292	3,372	1,815	1,805	1,778
资本支出	516	1,129	795	22,295	22,295
长期投资	-10	0	-243	-130	-171
其他投资现金流	1,798	4,501	2,367	23,970	23,901
筹资活动现金流	-1,733	-3,418	-7,801	-3,522	-3,491
短期借款	1,774	1,503	-0	-0	-0
长期借款	-3,870	590	-1,716	-1,810	-1,755
普通股增加	-0	-0	331	-0	-0
资本公积增加	-0	509	-0	-0	-0
其他筹资现金流	364	-6,020	-6,416	-1,712	-1,737
现金净增加额	-19	87	-4,773	12,634	-4,428

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	18,835	17,618	19,996	29,092	31,073
营业成本	16,457	15,010	16,439	22,815	24,193
营业税金及附加	505	472	536	727	777
营业费用	410	505	440	640	684
管理费用	620	1,033	820	1,164	1,243
研发费用	62	53	52	83	87
财务费用	1,948	1,614	1,699	1,716	1,734
资产减值损失	1,347	-1,685	-0	-0	-0
其他收益	25	33	26	28	28
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	409	579	628	578	578
资产处置收益	2,566	3,163	50	-0	-0
营业利润	487	1,008	714	2,552	2,962
营业外收入	113	149	263	610	686
营业外支出	214	95	400	100	100
利润总额	386	1,061	577	3,062	3,548
所得税	450	492	144	612	710
净利润	-64	569	433	2,450	2,838
少数股东损益	-303	-776	130	698	834
归母净利润	239	1,345	303	1,752	2,004
EBITDA	2,728	3,578	2,907	5,301	5,652
EPS(元)	0.11	0.60	0.14	0.78	0.90

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-0.3	-6.5	13.5	45.5	6.8
营业利润(%)	-54.0	106.9	-29.1	257.4	16.0
归属于母公司净利润(%)	-35.1	463.3	-77.5	478.1	14.4
获利能力					
毛利率(%)	12.6	14.8	17.8	21.6	22.1
净利率(%)	1.3	7.6	1.5	6.0	6.4
ROE(%)	-0.8	6.4	4.8	21.2	19.8
ROIC(%)	-0.6	3.3	4.1	11.3	12.2
偿债能力					
资产负债率(%)	85.7	82.1	81.1	79.5	72.8
净负债比率(%)	229.2	175.3	154.4	-3.6	15.7
流动比率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.7
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.5	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	14.3	18.1	16.0	16.4	16.6
应付账款周转率	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.60	0.14	0.78	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.06	0.54	6.43	-1.22
每股净资产(最新摊薄)	2.73	3.49	3.54	4.32	5.22
估值比率					
P/E	102.9	18.3	81.2	14.0	12.3
P/B	4.0	3.2	3.1	2.5	2.1
EV/EBITDA	16.0	11.5	13.7	4.9	5.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn