

神火股份 (000933.SZ) 扣非业绩低于预期, 量价齐升电解铝业绩可期

2021年04月07日

——公司年报点评报告

投资评级: 买入 (维持)

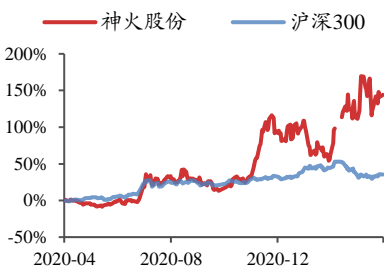
张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2021/4/6
当前股价(元)	9.98
一年最高最低(元)	11.54/3.82
总市值(亿元)	222.70
流通市值(亿元)	189.67
总股本(亿股)	22.31
流通股本(亿股)	19.00
近3个月换手率(%)	260.51

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司点评报告-碳中和助力水电铝突围, 量价齐升释放业绩弹性》-2021.3.13

《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

● 扣非业绩低于预期, 量价齐升电解铝业绩可期。维持“买入”评级

2020年实现总营收188亿元(调整后同比+7.25%); 归母净利润3.58亿元(调整后同比-73.3%), 主因2019年同期高家庄矿探矿权转让确认收益32.6亿元; 扣非净利润0.87亿元(同比+16.6亿元), 扭亏为盈, 主因电解铝盈利大幅提升, 非经收益主要为政府补助, 扣非业绩低于此前预告4.6亿元。期间费用降幅明显(同比-21.4%), 主因本部永城铝厂停工损失减少致管理费用大降40.8%。公司制定股权激励计划, 2022-2024年业绩较2019年(13.45亿元)增速不低于10%/15%/20%, 彰显公司未来业绩信心。考虑到基本面改善支持铝价向好, 我们上调公司盈利预测, 预计2021-2023年归母净利润20/26.9/29.5亿元(2021/2022年前值17.5/20亿元), 同比462.6%/33.4%/9.6%; EPS为0.9/1.21/1.32元(2021/2022年前值0.78/0.9元), 对应当前股价PE为11.0/8.3/7.6倍。维持“买入”评级。

● 电解铝业绩大幅提升, 量&价&成本的全方位改善

2020年公司实现电解铝销量101万吨(同比+14.2%), 增量主要由云南神火贡献(21.4万吨), 新疆板块销量基本持平(79.7万吨)。受益于2020年下半年电解铝市场价上涨, 公司吨铝价格(不含税)11941元/吨(同比+2%), 有效对冲上半年铝价下挫; 吨铝成本9109元/吨(同比-10.7%), 主因原材料成本下降及本部高成本产线退出; 2020年吨铝毛利2832元/吨(同比+87.7%), 毛利率23.7%(同比+10.8pct)。公司积极优化产能结构, 结合电解铝行业基本面改善铝价走强, 电解铝板块盈利能力大幅提升, 实现毛利28.6亿元, 同比增长114%。

● 煤价同比下降, 煤炭板块业绩受拖累

2020年公司实现煤炭产/销量559/575万吨(同比+1.5%/+1%)。吨煤价格(不含税)为682元/吨(同比-9.2%), 吨煤毛利125元/吨(同比-19.2%)。煤炭业务受煤价波动影响较大, 2021年煤价修复及梁北矿技改扩产将改善煤炭板块基本面。公司于2020年底定增融资20.5亿元用于技改扩产, 有助于降低资产负债率。

● 2021年电解铝计划产量160万吨, “碳中和”将助力水电铝突围

云南神火当前已形成75万吨水电铝产能, 二系列中剩余15万吨产能将于6月前投产。公司2021年计划产量为160.5万吨(同比+57%), 吨铝成本不高于10400元/吨, 彰显信心。电解铝供给已接近产能天花板, 支持铝价维持强势; “碳中和”背景下存量产能具备壁垒优势, 水电铝因其超低碳排放更具成本优势, 有望在存量产能中突围。神火股份水电铝产能占比达53%, 在“碳中和”趋势下率先受益。

● 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	17,618	18,809	30,257	32,137	32,603
YOY(%)	-6.5	6.8	60.9	6.2	1.5
归母净利润(百万元)	1,345	358	2,016	2,689	2,947
YOY(%)	463.3	-73.4	462.6	33.4	9.6
毛利率(%)	14.8	21.5	24.1	25.0	25.6
净利率(%)	7.6	1.9	6.7	8.4	9.0
ROE(%)	6.4	2.0	18.5	19.4	17.3
EPS(摊薄/元)	0.60	0.16	0.90	1.21	1.32
P/E(倍)	16.6	62.2	11.0	8.3	7.6
P/B(倍)	2.9	3.2	2.5	1.9	1.5

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	15,816	20,062	27,433	23,316	34,154
现金	10,304	14,151	14,714	17,549	21,309
应收票据及应收账款	963	851	2,368	957	2,407
其他应收款	159	438	854	376	916
预付账款	629	619	1,435	758	1,452
存货	2,130	2,051	6,440	1,947	6,338
其他流动资产	1,632	1,952	1,622	1,729	1,733
非流动资产	33,578	40,576	40,817	41,362	41,957
长期投资	3,390	3,072	3,027	2,930	2,822
固定资产	16,328	21,391	24,415	26,515	28,059
无形资产	4,885	4,632	4,588	4,544	4,499
其他非流动资产	8,976	11,480	8,786	7,372	6,578
资产总计	49,394	60,637	68,250	64,678	76,111
流动负债	36,293	40,305	46,826	39,848	47,335
短期借款	18,548	17,228	17,228	17,228	17,228
应付票据及应付账款	11,774	15,949	23,863	18,669	24,294
其他流动负债	5,971	7,128	5,736	3,951	5,813
非流动负债	4,264	7,906	6,445	6,247	6,294
长期借款	2,191	6,037	5,604	5,416	5,466
其他非流动负债	2,073	1,869	841	831	828
负债合计	40,558	48,211	53,272	46,095	53,629
少数股东权益	1,054	5,444	6,204	7,119	8,071
股本	1,901	2,231	2,231	2,231	2,231
资本公积	2,449	3,278	3,278	3,278	3,278
留存收益	3,329	1,344	3,730	6,830	10,183
归属母公司股东权益	7,782	6,982	8,775	11,464	14,411
负债和股东权益	49,394	60,637	68,250	64,678	76,111

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	131	1,722	8,736	6,695	7,569
净利润	569	252	2,775	3,605	3,899
折旧摊销	1,531	1,349	1,515	1,735	1,926
财务费用	1,614	1,420	1,495	1,480	1,465
投资损失	-579	85	-50	-50	-50
营运资金变动	-1,683	-2,341	3,017	-75	329
其他经营现金流	-1,321	958	-17	-0	-0
投资活动现金流	3,372	-3,740	-1,706	-2,230	-2,472
资本支出	1,129	3,593	807	22,290	22,290
长期投资	0	-441	45	144	108
其他投资现金流	4,501	-588	-854	20,204	19,927
筹资活动现金流	-3,418	4,392	-6,467	-1,630	-1,338
短期借款	1,503	-1,320	-0	-0	-0
长期借款	590	3,846	-433	-189	50
普通股增加	-0	331	-0	-0	-0
资本公积增加	509	829	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-6,020	706	-6,034	-1,442	-1,388
现金净增加额	87	2,368	563	2,835	3,760

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	17,618	18,809	30,257	32,137	32,603
营业成本	15,010	14,766	22,965	24,113	24,254
营业税金及附加	472	430	756	803	815
营业费用	505	342	666	707	717
管理费用	1,033	622	1,210	1,285	1,304
研发费用	53	135	156	176	184
财务费用	1,614	1,420	1,495	1,480	1,465
资产减值损失	-1,685	-687	-0	-0	-0
其他收益	33	85	58	63	65
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	579	-85	50	50	50
资产处置收益	3,163	99	-0	-0	-0
营业利润	1,008	506	3,117	3,685	3,979
营业外收入	149	292	352	821	895
营业外支出	95	26	-0	-0	-0
利润总额	1,061	772	3,469	4,506	4,874
所得税	492	520	694	901	975
净利润	569	252	2,775	3,605	3,899
少数股东损益	-776	-106	759	916	952
归母净利润	1,345	358	2,016	2,689	2,947
EBITDA	3,578	3,163	5,762	6,971	7,446
EPS(元)	0.60	0.16	0.90	1.21	1.32

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-6.5	6.8	60.9	6.2	1.5
营业利润(%)	106.9	-49.8	515.8	18.2	8.0
归属于母公司净利润(%)	463.3	-73.4	462.6	33.4	9.6
获利能力					
毛利率(%)	14.8	21.5	24.1	25.0	25.6
净利率(%)	7.6	1.9	6.7	8.4	9.0
ROE(%)	6.4	2.0	18.5	19.4	17.3
ROIC(%)	3.3	1.7	10.5	12.0	11.6
偿债能力					
资产负债率(%)	82.1	79.5	78.1	71.3	70.5
净负债比率(%)	175.3	115.3	60.2	32.4	10.6
流动比率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	18.1	20.7	18.8	19.3	19.4
应付账款周转率	1.2	1.1	1.2	1.1	1.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.16	0.90	1.21	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	0.77	3.91	3.00	3.39
每股净资产(最新摊薄)	3.49	3.13	3.93	5.14	6.46
估值比率					
P/E	16.6	62.2	11.0	8.3	7.6
P/B	2.9	3.2	2.5	1.9	1.5
EV/EBITDA	10.8	13.3	6.5	5.1	4.4

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