

**证券研究报告—动态报告**

有色金属

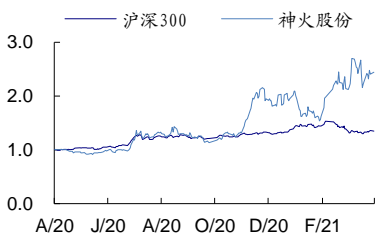
有色金属冶炼

**神火股份(000933)**
**买入**

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 07 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

|              |               |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)  | 2,231/1,900   |
| 总市值/流通(百万元)  | 22,270/18,967 |
| 上证综指/深圳成指    | 3,483/14,083  |
| 12个月最高/最低(元) | 11.54/3.82    |

**相关研究报告:**

《有色行业 3 月投资策略暨年报前瞻: 全球货币宽松背景下的超级商品周期有望延续》——2021-03-08

《神火股份-000933-2020 年三季度报告点评: 三季度扣非净利润同比大幅改善, 增资控股云南神火实现并表》——2020-10-26

**证券分析师: 刘孟峦**

电话: 010-88005312

E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040001

**证券分析师: 杨耀洪**

电话: 021-60933161

E-MAIL: yangyao hong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040005

**联系人: 焦方冉**

电话: 021-60933177

E-MAIL: jiaofangran@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

## 电解铝与煤炭业务将迎来双成长

**● 神火股份公布 2020 年年报**

2020 年公司营业收入 188.09 亿元, 同比增长 7.25%, 公司实现归母净利润 3.58 亿元, 同比减少 73.26%, 扣非归母净利润 0.87 亿元, 同比增长 105.33%, 经营活动产生的现金流量净额 17.22 亿元。

**● 公司受益于铝行业盈利周期, 电解铝业务利润增厚**

2020 年公司实现毛利润 40.4 亿元, 其中销售铝锭实现毛利润 28.6 亿元, 占比 70.8%, 销售煤炭实现毛利润 7.2 亿元, 占比 17.7%, 电解铝业务已经成为公司主要盈利来源。报告期内, 公司对无形资产、在建工程等计提了资产减值准备 6.88 亿元, 减少公司 2020 年度归母净利润 4.15 亿元, 占公司归母净利润的 115.81%。

**● 电解铝和煤炭双发力, 股权激励助发展**

云南神火自 2019 年末通电以来处于稳定爬产期, 2020 年生产原铝 21.53 万吨。根据公司 2021 年生产经营计划, 预计 2021 年云南神火生产原铝 80 万吨, 成为公司 2021 年主要利润增长点之一。梁北煤矿扩建后产能由 90 万吨/年扩建至 240 万吨/年, 预计今年就能释放部分产量。

**● 投资建议: 维持“买入”评级**

预计公司 2021-2023 年营业收入为 292.8/310.5/315.9 亿元, 同比增速 55.7/6.1/1.7%, 归母净利润分别为 27.82/31.98/34.50 亿元, 同比增速 676.4/15.0/7.9%, 摊薄 EPS 分别为 1.25/1.43/1.55 元, 当前股价对应 PE 为 8.0/7.0/6.5X。考虑到公司是国内电解铝头部企业, 产能布局合理, 公司主营产品电解铝和煤炭均将迎来产量释放期, 在电解铝行业高盈利周期中受益显著, 维持“买入”评级。

**● 风险提示**

宏观经济下行风险导致铝价超预期下跌; 公司新增产能进度不及预期; 氧化铝价格上行风险。

**盈利预测和财务指标**

|             | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 17,618 | 18,809 | 29,280 | 31,054 | 31,593 |
| (+/-%)      | -6.5%  | 6.8%   | 55.7%  | 6.1%   | 1.7%   |
| 净利润(百万元)    | 1345   | 358    | 2782   | 3198   | 3450   |
| (+/-%)      | 463.3% | -73.4% | 676.4% | 15.0%  | 7.9%   |
| 摊薄每股收益(元)   | 0.71   | 0.16   | 1.25   | 1.43   | 1.55   |
| EBIT Margin | 3.4%   | 14.1%  | 19.1%  | 19.1%  | 19.1%  |
| 净资产收益率(ROE) | 17.3%  | 5.1%   | 34.4%  | 34.1%  | 32.1%  |
| 市盈率(PE)     | 14.1   | 62.2   | 8.0    | 7.0    | 6.5    |
| EV/EBITDA   | 29.9   | 18.3   | 11.8   | 11.2   | 11.0   |
| 市净率(PB)     | 2.44   | 3.19   | 2.75   | 2.38   | 2.07   |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

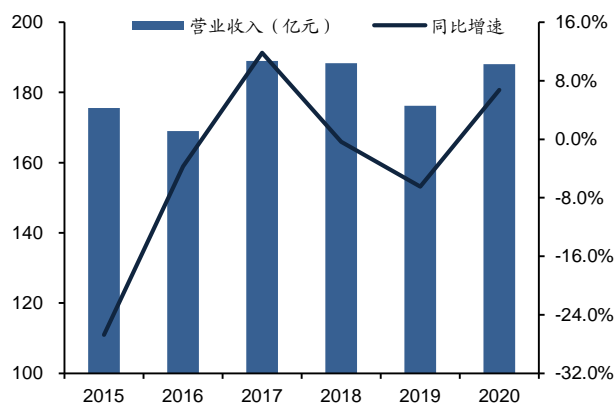
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 2020 年公司业绩

2020 年公司营业收入 188.09 亿元,同比增长 7.25%,公司实现归母净利润 3.58 亿元,同比减少 73.26%,扣非归母净利润 0.87 亿元,同比增长 105.33%,经营活动产生的现金流量净额 17.22 亿元。公司 2020 年归母净利润大幅下滑的主要原因是 2019 年公司确认了山西省左权县高家庄煤矿探矿权转让收益 32.55 亿元和河南神火光明房地产开发有限公司股权转让收益 4.35 亿元。

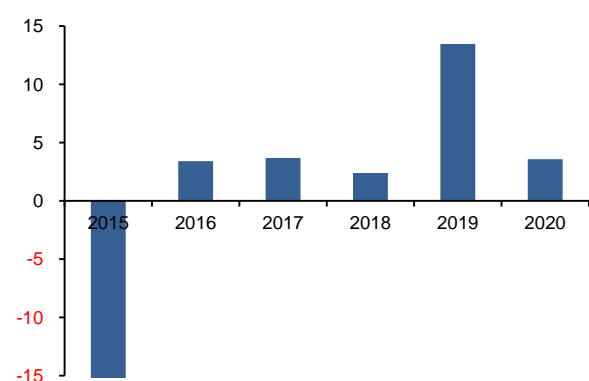
报告期内,公司对无形资产、在建工程等计提了资产减值准备 6.88 亿元。其中计提存货跌价准备 0.68 亿元、长期股权投资计提减值准备 0.58 亿元、固定资产减值准备 0.47 亿元、在建工程计提减值准备 1.97 亿元、无形资产计提减值准备 3.14 亿元。本次计提减值准备减少公司 2020 年度归母净利润 4.15 亿元,占公司归母净利润的 115.81%。

图 1: 神火股份营业收入变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

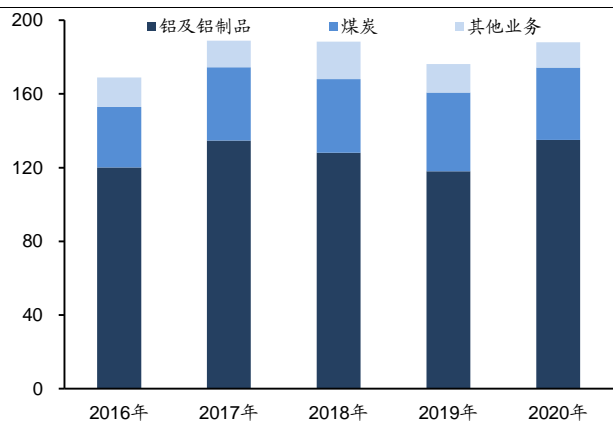
图 2: 神火股份归母净利润变化 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

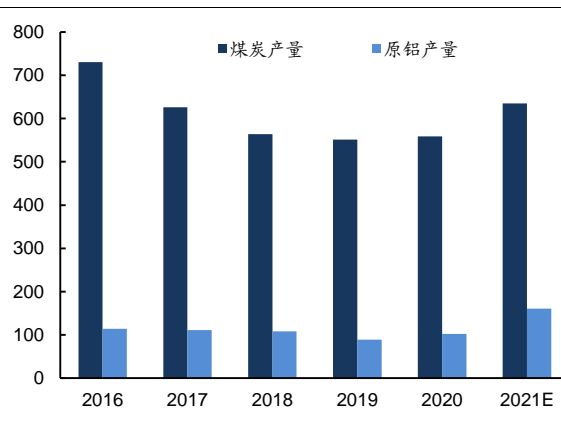
**2020 年公司营收增长主要靠铝板块业务拉动。**截至 2020 年末,公司拥有电解铝产能 170 万吨,其中新疆 80 万吨稳定生产,云南神火 90 万吨项目自 2019 年末通电以来稳步爬产,目前已运行 75 万吨,剩余 15 万吨将于 2021 年二季度投产。2020 年公司原铝产量 102.28 万吨,比 2019 年增加 13.81 万吨。价格方面,2020 年一季度受疫情及美元流动性危机影响,铝价一度探底,但很快“V”型反转,下半年不断创新高,长江铝锭年均价达到 14197 元/吨,比 2019 年年均价高出 230 元/吨。公司铝板块业务量价齐升,2020 年公司铝及铝制品(含原铝、铸轧卷、冷轧卷、铝箔)营业收入 135.1 亿元,比 2019 年增加 17.1 亿元,占公司营业收入 72%。

图3: 神火股份营收分产品构成(亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

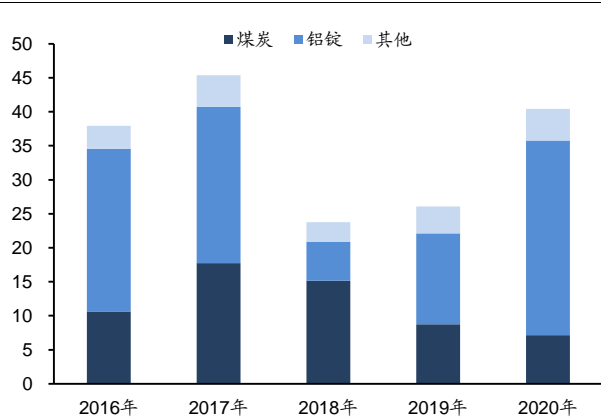
图4: 公司主要产品产量(万吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

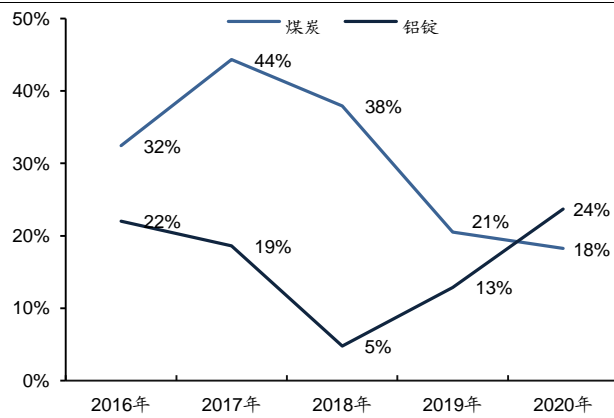
公司盈利主要来自销售铝锭和煤炭。2020年公司实现毛利润40.4亿元,其中销售铝锭实现毛利润28.6亿元,占比70.8%,销售煤炭实现毛利润7.2亿元,占比17.7%,电解铝业务已经成为公司主要盈利来源。从行业层面来看,2020年长江铝价比2019年高230元/吨,而2020年广西氧化铝年均价2320元/吨,比2019年低339元/吨,仅氧化铝价格下降和铝价上升,就使得2020年电解铝单吨利润比2019年增厚880元/吨。2020年公司铝锭销售毛利率23.7%,较2019年12.9%毛利率大幅上涨;2020年公司煤炭产品销售毛利率18.3%,较2019年20.5%略有下降。

图5: 神火股份毛利润构成(亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 神火股份主要产品毛利率(%)

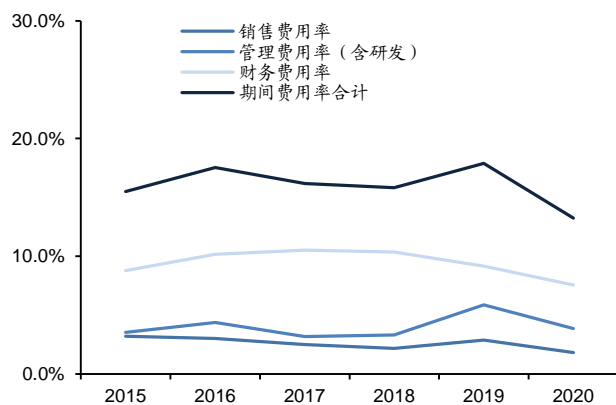


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2020年公司期间费用率明显下降。2020年公司期间费用率13.2%,比2019年期间费用率17.9%有明显下降。其中销售费用下降32.22%,主因公司执行新收入准则,部分产品运输费用转入营业成本核算;管理费用下降40.84%,主因2019年公司本部永城铝厂生产事故造成的停工损失及相关诉讼费用。

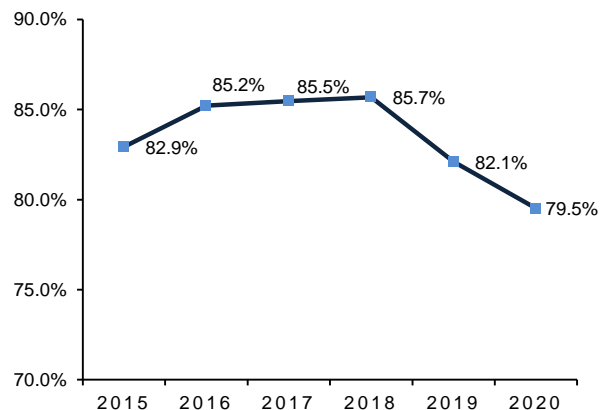
公司资产负债率持续下降。截至2020年末公司资产负债率为79.5%,比2019年末有明显下降。2019年公司确认了山西省左权县高家庄煤矿探矿权转让收益32.55亿元,2020年公司完成非公开发行募集资金净额20.2亿元,公司资金状况持续改善,资产负债率有所下降,但仍然偏高。截至2020年末公司有息负债271.92亿元,其中短期借款比2019年末减少13.2亿元,长期借款比2019年末增加27.4亿元。

图 7: 神火股份期间费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 神火股份资产负债率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 2021 年煤炭、电解铝业务双发力，股权激励助推公司发展

**产能布局合理的电解铝头部企业。** 公司是国内电解铝头部企业，拥有 170 万吨低成本电解铝产能，其中依托新疆廉价煤炭资源形成年产原铝 80 万吨“煤-电-铝”产业链，依托云南绿色低价水电资源形成 90 万吨水电铝产能。2020 年公司生产原铝 102.28 万吨，公司计划 2021 年生产原铝 160.5 万吨，同比增幅将达 57%。公司在 2020 年完成对云南神火增资，对云南神火持股比例增至 43.4% 并纳入合并范围。云南神火自 2019 年末通电以来处于稳定爬产期，2020 年生产原铝 21.53 万吨。根据公司 2021 年生产经营计划，我们预计 2021 年云南神火生产原铝 80 万吨，成为公司 2021 年主要利润增长点之一。

**募投项目即将释放产量。** 公司在 2020 年非公开发行股票募集 20.26 亿元中有 17.25 亿元投入到梁北煤矿改扩建项目。项目完成后，梁北煤矿生产能力由 90 万吨/年扩建至 240 万吨/年，预计今年就能释放部分产量。

**2021 年 3 月公司公告限制性股票激励计划草案，** 计划向公司高管、核心管理人员及核心技术人员等授予不超过 2231.5 万股的限制性股票。通过该激励计划，有利于健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司高管、核心管理人员与核心技术人员的积极性，助推公司发展。

### 行业长期供需格局改善，抛储传闻压力有限

根据行业研究机构阿拉丁统计，截至 3 月下旬，我国电解铝建成产能 4270 万吨，运行产能 3999 万吨，产能开工率达 93.6%。我国电解铝开工产能逐步逼近 4500 万吨的产能“天花板”。受能耗双控影响，内蒙古地区电解铝产能投放进度将显著放缓，未来仅依靠西南地区扩产会面临较大不确定性，电解铝投产周期可能被拉长，铝行业有望走出过去“供应短缺→高利润→刺激新投产或复产→供应过剩→价格下跌→减产→供需再平衡”的行业循环，电解铝企业有望摆脱过去的微利状态，并长期维持偏高的冶炼利润。

近期抛储传闻使得铝价出现大幅回调。国储局上一次抛储铝锭发生在 2010 年 11 月份，分两次共抛储 21 万吨铝锭，当时抛储仅造成铝价短期回调，没有影响到铝价上涨趋势。且 2010 年 11 月抛储的背景是当时的高通胀压力，而当前时点并不具备 2010 年末的通胀压力。抛储目的之一是平抑价格，防止铝价非理性上涨，但并不改变铝行业供需向好的大趋势。今年铝价重心仍将显著高于去年。

### 盈利预测

参照今年年初至今电解铝长江现货均价，假设 2021/2022/2023 年铝锭现货年均价 16000 元/吨，氧化铝现货价格年均价 2400 元/吨，阳极炭素价格 3900 元/吨，煤炭销售价格和销售成本参照前三年均值，预计公司 2021-2023 年营业收入为 292.8/310.5/315.9 亿元，同比增速 55.7/6.1/1.7%，归母净利润分别为 27.82/31.98/34.50 亿元，同比增速 676.4/15.0/7.9%，摊薄 EPS 分别为 1.25/1.43/1.55 元，当前股价对应 PE 为 8.0/7.0/6.5X。考虑到公司是国内电解铝头部企业，产能布局合理，公司主营产品电解铝和煤炭均将迎来产量释放期，在电解铝行业高盈利周期中受益显著，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              | 利润表 (百万元)        |               |               |               |               |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2020         | 2021E        | 2022E        | 2023E        |                  | 2020          | 2021E         | 2022E         | 2023E         |
| 现金及现金等价物         | 14151        | 22974        | 26426        | 29460        | 营业收入             | 18809         | 29280         | 31054         | 31593         |
| 应收款项             | 971          | 1511         | 1602         | 1630         | 营业成本             | 14766         | 21304         | 22600         | 22991         |
| 存货净额             | 2051         | 3033         | 3211         | 3267         | 营业税金及附加          | 430           | 669           | 710           | 722           |
| 其他流动资产           | 2801         | 4360         | 4624         | 4704         | 销售费用             | 342           | 533           | 565           | 575           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>20062</b> | <b>31878</b> | <b>35864</b> | <b>39061</b> | 管理费用             | 622           | 1364          | 1436          | 1457          |
| 固定资产             | 26401        | 25584        | 24284        | 22981        | 财务费用             | 1420          | 1610          | 1087          | 790           |
| 无形资产及其他          | 4632         | 4447         | 4262         | 4077         | 投资收益             | (85)          | 0             | 0             | 0             |
| 投资性房地产           | 6470         | 6470         | 6470         | 6470         | 资产减值及公允价值变动      | 687           | 0             | 0             | 0             |
| 长期股权投资           | 3072         | 3072         | 3072         | 3072         | 其他收入             | (1325)        | 185           | 185           | 185           |
| <b>资产总计</b>      | <b>60637</b> | <b>71451</b> | <b>73952</b> | <b>75661</b> | 营业利润             | 506           | 3984          | 4842          | 5243          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 21155        | 21787        | 21640        | 21528        | 营业外净收支           | 266           | 131           | 131           | 131           |
| 应付款项             | 15949        | 23580        | 24968        | 25401        | <b>利润总额</b>      | <b>772</b>    | <b>4115</b>   | <b>4973</b>   | <b>5374</b>   |
| 其他流动负债           | 3201         | 4811         | 5095         | 5184         | 所得税费用            | 520           | 736           | 1023          | 1106          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>40305</b> | <b>50179</b> | <b>51703</b> | <b>52112</b> | 少数股东损益           | (106)         | 597           | 752           | 818           |
| 长期借款及应付债券        | 6037         | 6037         | 6037         | 6037         | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>358</b>    | <b>2782</b>   | <b>3198</b>   | <b>3450</b>   |
| 其他长期负债           | 1869         | 1457         | 854          | 447          |                  |               |               |               |               |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>7906</b>  | <b>7494</b>  | <b>6891</b>  | <b>6484</b>  | 现金流量表 (百万元)      |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>48211</b> | <b>57673</b> | <b>58594</b> | <b>58596</b> | 净利润              | 358           | 2782          | 3198          | 3450          |
| 少数股东权益           | 5444         | 5683         | 5984         | 6311         | 资产减值准备           | (1010)        | 114           | (15)          | (34)          |
| 股东权益             | 6982         | 8095         | 9374         | 10754        | 折旧摊销             | 1201          | 1386          | 1500          | 1522          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>60637</b> | <b>71451</b> | <b>73952</b> | <b>75661</b> | 公允价值变动损失         | (687)         | 0             | 0             | 0             |
|                  |              |              |              |              | 财务费用             | 1420          | 1610          | 1087          | 790           |
| 关键财务与估值指标        |              |              |              |              | 营运资本变动           | 674           | 5865          | 519           | (83)          |
| 每股收益             | 0.16         | 1.25         | 1.43         | 1.55         | 其它               | 1264          | 125           | 315           | 361           |
| 每股红利             | 0.54         | 0.75         | 0.86         | 0.93         | <b>经营活动现金流</b>   | <b>1800</b>   | <b>10272</b>  | <b>5518</b>   | <b>5216</b>   |
| 每股净资产            | 3.13         | 3.63         | 4.20         | 4.82         | 资本开支             | (5867)        | (500)         | 0             | 0             |
| ROIC             | 3%           | 14%          | 18%          | 19%          | 其它投资现金流          | 25            | 88            | 0             | 0             |
| ROE              | 5%           | 34%          | 34%          | 32%          | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(5525)</b> | <b>(412)</b>  | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| 毛利率              | 21%          | 27%          | 27%          | 27%          | 权益性融资            | 2527          | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 14%          | 19%          | 19%          | 19%          | 负债净变化            | 3846          | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 20%          | 23%          | 23%          | 23%          | 支付股利、利息          | (1214)        | (1669)        | (1919)        | (2070)        |
| 收入增长             | 7%           | 56%          | 6%           | 2%           | 其它融资现金流          | (220)         | 632           | (147)         | (113)         |
| 净利润增长率           | -73%         | 676%         | 15%          | 8%           | <b>融资活动现金流</b>   | <b>7572</b>   | <b>(1037)</b> | <b>(2066)</b> | <b>(2182)</b> |
| 资产负债率            | 88%          | 89%          | 87%          | 86%          | <b>现金净变动</b>     | <b>3847</b>   | <b>8823</b>   | <b>3452</b>   | <b>3034</b>   |
| 息率               | 5.4%         | 7.5%         | 8.6%         | 9.3%         | 货币资金的期初余额        | 10304         | 14151         | 22974         | 26426         |
| P/E              | 62.2         | 8.0          | 7.0          | 6.5          | 货币资金的期末余额        | 14151         | 22974         | 26426         | 29460         |
| P/B              | 3.2          | 2.8          | 2.4          | 2.1          | 企业自由现金流          | (3128)        | 11345         | 6728          | 6230          |
| EV/EBITDA        | 18.3         | 11.8         | 11.2         | 11.0         | 权益自由现金流          | 498           | 11978         | 6581          | 6117          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032