

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

神火股份(000933)

投资评级 买入

上次评级 买入

姜永刚

执业编号: S1500520010002

联系电话: 010-83326716

邮箱: louyonggang@cindasc.com

黄礼恒

执业编号: S1500520040001

联系电话: 18811761255

邮箱: huangliheng@cindasc.com

相关研究

公司深度报告: 滇新双基地占先机, 铝迎碳达峰
达峰利增厚(20210312)

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

受益铝价上涨, Q1 业绩超预期

2021年04月09日

事件: 公司发布 2021 年第一季度业绩预增公告, 公司一季度利润总额预计为 10.05 亿元, 比上年同期(重述前)增加 570.07%; 实现归母净利润预计为 5.8 亿元, 比上年同期(重述前)增加 1,375.47%; EPS 预计为 0.26 元/股, 同比上升 23.8%。

点评:

- **受益铝价上涨, Q1 业绩超预期。**据公司公告, 公司实现归母净利润预计为 5.80 亿元, 较上年同期(重述前)盈利增加 5.41 亿元, 增幅 13.75 倍。公司归母净利大幅增长, 主因电解铝板块盈利能力显著提升: 一方面, 伴随子公司云南水电铝一体化项目逐步投产, 公司电解铝产品销量增加 14.49 万吨; 另一方面, 公司电解铝产品不含税售价同比上涨 23.72% (2021 年 Q1 长江铝市场均价约为 16248 元/吨, 同比上涨 22.3%), 虽然受阳极碳块、电力、人工等成本增加影响, 报告期内电解铝产品单位完全成本同比增加 4.89%, 但成本上升幅度远不及价格上涨增速, 量价齐升推动公司电解铝板块业绩爆发。
- **并表云南神火, 铝板块盈利增厚。**公司董事会于 2020 年 9 月通过增资云南神火及无偿受让云南神火部分股权的重大资产购买方案后, 成为云南神火控股股东, 合计直接持有云南神火 43.4% 股权。云南神火当前拥有 75 万吨/年电解铝在产产能, 伴随二期三段 15 万吨/年电解铝产能投产, 公司合计 170 万吨/年电解铝产能将全部投产, 量价齐升将继续助力公司业绩。另一方面, 云南神火毗邻氧化铝资源丰富的广西、贵州省, 生产成本占优, 同时子公司享受 0.25 元/Kwh 电价优惠政策, 低于行业平均用电成本, 伴随云南神火新增产能的持续投放, 公司电解铝生产成本将进一步被摊薄, 而铝板块盈利空间也将逐步增厚。
- **股权激励方案提出, 管理层与公司利益深度绑定。**公司董事会于 2021 年 3 月审议通过《公司 2021 年限制性股票激励计划(草案)》, 拟实施限制性股票激励计划, 拟向 136 名高级、核心管理人员及核心技术人员授予不超过公告日时公司股本总额的 1% (2,231.46 万股), 授予价格为 4.98 元/股, 授予日为方案自股东大会审议通过激励计划之日起 60 日内, 目前, 该股权激励方案尚待国有资产监督管理部门批准及股东大会审议通过。本激励计划首次授予的限制性股票自授予日起满 24 个月后, 激励对象在未来 36 个月内分 3 期解除限售: 分别为自授予完成登记之日起 24 个月后的 12/24/36 个月, 比例分别对应 40%/30%/30%。三个解除限售期主要的业绩考核目标对应 2022/2023/2024 年公司净利润分别比 2019 年增长 10%/15%/20%, 对应净利润约为 14.8/15.5/16.1 亿元。股权激励计划的提出, 使公司管理层与公司利益深度绑定, 同时也进一步彰显管理层对企业盈利持续增长的信息。
- **电解铝行业进入高盈利时代。**短期看, 受近期部分地区能耗双控及碳排放政策影响, 我们预计 2021 年电解铝新增投产或不及预期, 存量产能

或将减产，而当前电解铝库存仍在历史低位，且季节性拐点已现，预计伴随二三季度消费旺季的到来，去库步伐仍将持续，电解铝价格全年有望继续上行、行业盈利水平有望继续走阔。中长期来看，一方面电解铝受产能天花板影响，供给总量将控制在 4500 万吨/年，行业供需格局正在发生扭转。电解铝环节也因产业链盈利结构的改变，盈利空间逐步扩大。另一方面，“双碳”目标的持续推进，也将使电解铝在供需两端扮演重要角色。

- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 1.36、1.69、1.93 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 8.1x、6.5x、5.7x。考虑公司云南神火新增产量贡献较大，且电解铝板块盈利能力强，维持公司“买入”评级。
- **风险因素:** 云南神火三期投产不及预期；疫情反复铝价大幅下降；碳达峰相关政策推进低预期；平顶山扩建项目进程不及预期。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	17,618	18,809	30,118	32,242	33,027
增长率 YoY %	-9.0%	6.8%	60.1%	7.1%	2.4%
归属母公司净利润 (百万元)	1,345	358	3,033	3,773	4,304
增长率 YoY%	452.2%	-73.4%	746.4%	24.4%	14.1%
毛利率%	14.8%	21.5%	29.3%	31.2%	32.7%
净资产收益率ROE%	17.3%	5.1%	30.3%	27.4%	23.8%
EPS(摊薄)(元)	0.60	0.16	1.36	1.69	1.93
市盈率 P/E(倍)	9.09	49.70	8.12	6.53	5.72
市净率 P/B(倍)	1.57	2.55	2.46	1.79	1.36

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 04 月 07 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	15,816	20,062	29,223	33,460	36,908	
货币资金	10,304	14,151	21,355	25,286	28,674	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	963	851	1,363	1,459	1,495	
预付账款	629	619	892	930	931	
存货	2,130	2,051	2,960	3,083	3,088	
其他	1,790	2,389	2,653	2,702	2,720	
非流动资产	33,578	40,576	42,397	42,988	43,917	
长期股权投资	3,390	3,072	3,072	3,072	3,072	
固定资产	16,328	21,391	23,442	24,453	25,727	
无形资产	4,885	4,632	4,415	3,999	3,659	
其他	8,976	11,480	11,467	11,463	11,459	
资产总计	49,394	60,637	71,620	76,448	80,825	
流动负债	36,293	40,305	47,348	47,276	46,064	
短期借款	18,548	17,228	15,928	14,628	13,328	
应付票据	9,193	12,002	17,318	18,038	18,065	
应付账款	2,581	3,947	5,695	5,932	5,941	
其他	5,971	7,128	8,408	8,678	8,731	
非流动负债	4,264	7,906	7,906	7,906	7,906	
长期借款	2,191	6,037	6,037	6,037	6,037	
其他	2,073	1,869	1,869	1,869	1,869	
负债合计	40,558	48,211	55,254	55,182	53,970	
少数股东权益	1,054	5,444	6,350	7,477	8,763	
归属母公司	7,782	6,982	10,015	13,788	18,092	
负债和股东权益	49,394	60,637	71,620	76,448	80,825	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	17,618	18,809	30,118	32,242	33,027	
同比	-9.0%	6.8%	60.1%	7.1%	2.4%	
归属母公司净利润	1,345	358	3,033	3,773	4,304	
同比	452.2	-73.4%	746.4%	24.4%	14.1%	
毛利率(%)	14.8%	21.5%	29.3%	31.2%	32.7%	
ROE%	17.3%	5.1%	30.3%	27.4%	23.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.60	0.16	1.36	1.69	1.93	
P/E	9.09	49.70	8.12	6.53	5.72	
P/B	1.57	2.55	2.46	1.79	1.36	
EV/EBITDA	11.69	7.98	4.92	3.61	2.66	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	17,61	18,809	30,118	32,242	33,027	
营业成本	15,01	14,766	21,306	22,192	22,225	
营业税金及附加	472	430	689	737	755	
销售费用	505	342	548	587	601	
管理费用	1,033	622	758	812	832	
研发费用	53	135	216	232	237	
财务费用	1,614	1,420	1,165	1,100	1,035	
减值损失合	-1,685	-687	-320	-195	-38	
投资净收益	579	-85	0	0	0	
其他	3,183	184	136	146	150	
营业利润	1,008	506	5,252	6,533	7,453	
营业外收支	53	266	0	0	0	
利润总额	1,061	772	5,252	6,533	7,453	
所得税	492	520	1,313	1,633	1,863	
净利润	569	252	3,939	4,900	5,590	
少数股东损	-776	-106	906	1,127	1,286	
归属母公司	1,345	358	3,033	3,773	4,304	
EBITDA	2,076	3,864	5,924	6,623	7,242	
EPS(当年)(元)	0.60	0.16	1.36	1.69	1.93	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	131	1,722	11,133	6,058	5,556	
净利润	569	252	3,939	4,900	5,590	
折旧摊销	1,532	1,350	-676	-1,060	-1,136	
财务费用	1,711	1,732	1,165	1,100	1,035	
投资损失	-579	85	0	0	0	
营运资金变	-1,683	-2,079	6,386	922	28	
其它	-1,420	382	320	195	38	
投资活动现金流	3,372	-3,740	-1,465	273	168	
资本支出	3,076	-3,174	-1,465	273	168	
长期投资	260	-441	0	0	0	
其他	36	-125	0	0	0	
筹资活动现金流	-3,418	4,392	-2,465	-2,400	-2,335	
吸收投资	976	2,527	0	0	0	
借款	2,015	6,573	-1,300	-1,300	-1,300	
支付利息或股息	-1,320	-1,214	-1,165	-1,100	-1,035	
现金流净增加额	87	2,368	7,204	3,931	3,388	

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016年任广发证券有色行业研究员。2020年1月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

黄礼恒，金属和新材料行业资深分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017年任广发证券有色金属行业研究员，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

董明斌，中国科学技术大学物理学硕士，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事新材料、小金属及钢铁等研究。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020年3月加入信达证券研究发展中心，从事铝铅锌及贵金属研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。