

## 公司研究

## 公司一季度扣非净利创历史新高

## ——神火股份（000933.SZ）20年报及21年一季度公告点评

## 要点

## 事件：

2020年全年，公司实现营收188.09亿元，同比增加7.25%（调整后），实现归母净利3.58亿元，同比下滑73.26%（调整后），扣非后归母净利0.87亿元，同比增长105.53%。

2021年一季度，公司实现营收68.31亿元，同比增加85.20%，实现归母净利5.86亿元，同比增长1468.63%，扣非后归母净利5.15亿元，同比增长671.68%。

## 点评：

2020年，公司扣非净利上涨原因：受益于产品价格上涨以及云南水电铝产能释放，公司电解铝板块盈利能力大幅增长；电解铝板块实现营收120.63亿元，同比增长16.5%，铝锭销量101.02万吨，同比增长14.15%，毛利率较上年同期提升10.83个百分点至23.72%。

2021年一季度，公司扣非净利大幅上涨原因：受益于电解铝价格在一季度继续上扬，公司电解铝板块盈利能力持续增长；2021年一季度SHFE铝均价为16185元/吨，较去年同期上涨21.7%。

## 云南水电铝产能有望进一步释放，业绩增厚有保障：

云南神火电解铝项目已全部建成（总产能90万吨），一系列45万吨全部投产，二系列具备启动条件，目前二系列已投产30万吨，我们预计二期三段（15万吨）将于2021年6月投产。随着云南水电铝产能进一步释放，公司2021年全年业绩增长有保障。

## 制定股权激励方案，完善公司长效激励机制：

本计划拟首次授予的激励对象共计136人，包括公司高级管理人员、核心管理人员与核心技术人员；授予股份不超过2231.46万股（总股本1%），授予价格4.98元/股。未来，随着股权激励方案的落地，公司高管、核心技术人员等的积极性有望被充分调动，有利于公司的长期发展。

**盈利预测和评级：**鉴于铝价有望维持高位，且云南神火项目逐步达产，我们上调盈利预测，预计2021~2022E EPS分别为1.34元（上调1940%）、1.35元（上调1225%），新增2023年EPS为1.32元。我们对神火股份继续维持“增持”评级。

**风险提示：**铝价格波动风险，下游需求不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	17,618	18,809	27,826	30,227	29,596
营业收入增长率	-6.46%	6.76%	47.94%	8.63%	-2.09%
净利润（百万元）	1,345	358	3,000	3,022	2,935
净利润增长率	463.29%	-73.37%	737.17%	0.76%	-2.89%
EPS（元）	0.71	0.16	1.34	1.35	1.32
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.29%	5.13%	30.74%	26.00%	21.92%
P/E	16	69	8	8	8
P/B	2.7	3.5	2.5	2.1	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-4-30，公司2019年末股本为19.01亿股，2020年由于增发股本变更为22.31亿股。

## 增持（维持）

当前价：11.10元/股

## 作者

分析师：刘概昂

执业证书编号：S0930518050001

021-52523821

liuka@ebsecn.com

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

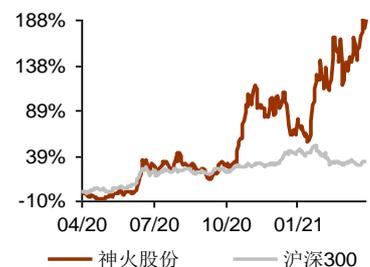
021-52523811

wangzh@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	22.31
总市值(亿元)	247.69
一年最低/最高(元)	3.73/12.65
近3月换手率	236.50%

## 股价相对走势



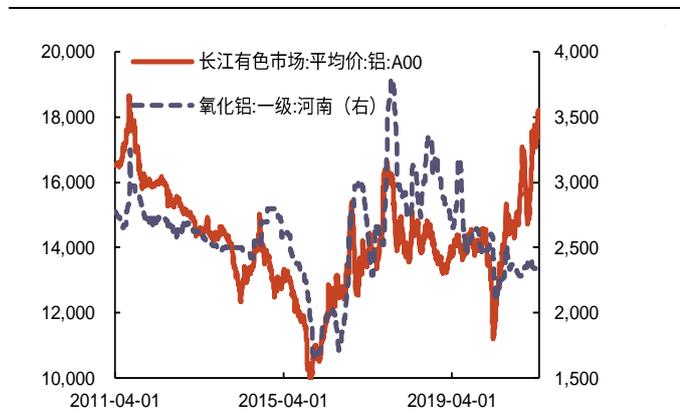
## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.31	66.76	182.04
绝对	11.22	67.67	182.95

资料来源：Wind

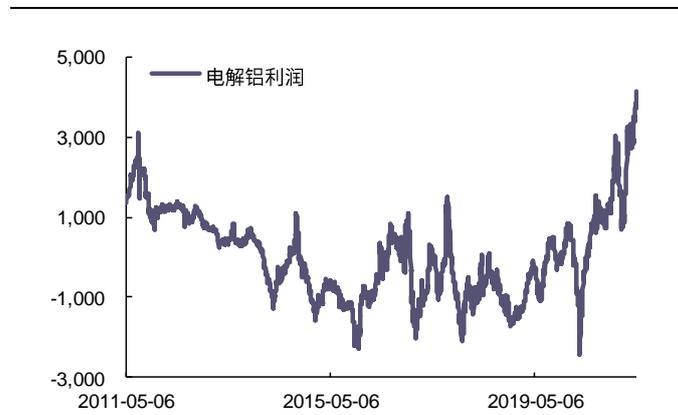
## 1、附录

图 1: 电解铝价 (元/吨) 和氧化铝价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 截至 20210430

图 2: 电解铝单吨盈利 (元/吨)



资料来源: Wind, 截至 20210430

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	17,618	18,809	27,826	30,227	29,596
营业成本	15,010	14,766	20,466	22,252	22,012
折旧和摊销	1,395	1,201	1,453	1,512	1,570
税金及附加	472	430	636	691	677
销售费用	505	342	507	550	539
管理费用	1,033	622	921	1,000	979
研发费用	53	135	200	217	213
财务费用	1,614	1,420	2,022	2,207	2,117
投资收益	579	-85	0	0	0
营业利润	1,008	506	4,523	4,541	4,394
利润总额	1,061	772	4,823	4,861	4,715
所得税	492	520	1,929	1,944	1,886
净利润	569	252	2,894	2,916	2,829
少数股东损益	-776	-106	-106	-106	-106
归属母公司净利润	1,345	358	3,000	3,022	2,935
EPS(元)	0.71	0.16	1.34	1.35	1.32

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	131	1,722	7,330	6,483	5,356
净利润	1,345	358	3,000	3,022	2,935
折旧摊销	1,395	1,201	1,453	1,512	1,570
净营运资金增加	-548	-3,539	4,593	923	-531
其他	-2,061	3,702	-1,716	1,025	1,381
投资活动产生现金流	3,372	-3,740	-7,510	-225	-200
净资本支出	3,076	-3,174	-200	-200	-200
长期投资变化	3,390	3,072	0	0	0
其他资产变化	-3,094	-3,638	-7,310	-25	0
融资活动现金流	-3,418	4,392	6,965	-4,451	-5,631
股本变化	0	331	0	0	0
债务净变化	339	3,023	9,826	-922	-2,390
无息负债变化	-5,597	4,630	5,807	1,947	-156
净现金流	87	2,368	6,784	1,806	-475

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	14.8%	21.5%	26.5%	26.4%	25.6%
EBITDA 率	21.5%	24.7%	20.1%	20.1%	19.2%
EBIT 率	12.8%	17.5%	14.9%	15.1%	13.9%
税前净利润率	6.0%	4.1%	17.3%	16.1%	15.9%
归母净利润率	7.6%	1.9%	10.8%	10.0%	9.9%
ROA	1.2%	0.4%	3.7%	3.6%	3.5%
ROE (摊薄)	17.3%	5.1%	30.7%	26.0%	21.9%
经营性 ROIC	3.7%	2.9%	5.1%	5.5%	5.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	82%	80%	81%	79%	77%
流动比率	0.44	0.50	0.55	0.59	0.61
速动比率	0.38	0.45	0.50	0.54	0.55
归母权益/有息债务	0.32	0.26	0.26	0.32	0.40
有形资产/有息债务	1.79	1.96	1.94	2.07	2.19

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	49,394	60,637	78,941	81,724	80,841
货币资金	10,304	14,151	20,935	22,741	22,266
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	963	851	1,259	1,368	1,340
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	159	438	891	956	961
存货	2,130	2,051	3,162	3,447	3,409
其他流动资产	1,519	1,864	4,471	5,165	4,982
流动资产合计	15,816	20,062	31,664	34,697	33,968
其他权益工具	98	97	97	97	97
长期股权投资	3,390	3,072	3,072	3,072	3,072
固定资产	16,328	21,389	21,348	21,182	20,962
在建工程	4,693	4,980	4,721	4,746	4,865
无形资产	4,885	4,632	4,540	4,449	4,360
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	2,470	3,436	10,749	10,749	10,749
非流动资产合计	33,578	40,576	47,277	47,027	46,873
总负债	40,558	48,211	63,844	64,869	62,323
短期借款	18,548	17,228	27,054	30,059	27,668
应付账款	2,581	3,947	5,471	5,948	5,884
应付票据	9,193	12,002	16,635	18,087	17,892
预收账款	316	3	4	5	5
其他流动负债	-	27	235	291	276
流动负债合计	36,293	40,305	57,140	58,329	55,740
长期借款	2,191	6,037	6,037	6,037	6,037
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	304	222	-394	-558	-515
非流动负债合计	4,264	7,906	6,704	6,540	6,583
股东权益	8,836	12,426	15,097	16,856	18,518
股本	1,901	2,231	2,231	2,231	2,231
公积金	3,234	4,074	4,374	4,393	4,393
未分配利润	2,545	548	3,024	4,870	6,638
归属母公司权益	7,782	6,982	9,759	11,624	13,392
少数股东权益	1,054	5,444	5,338	5,232	5,126

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.87%	1.82%	1.82%	1.82%	1.82%
管理费用率	5.87%	3.31%	3.31%	3.31%	3.31%
财务费用率	9.16%	7.55%	7.27%	7.30%	7.15%
研发费用率	0.30%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%
所得税率	46%	67%	40%	40%	40%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.10	0.52	0.52	0.51
每股经营现金流	0.07	0.77	3.28	2.91	2.40
每股净资产	4.09	3.13	4.37	5.21	6.00
每股销售收入	9.27	8.43	12.47	13.55	13.26

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	16	69	8	8	8
PB	2.7	3.5	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	12.8	13.3	12.4	11.2	11.5
股息率	0.9%	0.9%	4.7%	4.7%	4.6%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE