

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, 铝迎碳达峰利增厚 (20210312)

公司跟踪报告: 神火股份: 受益铝价上涨, Q1 业绩超预期 (20210408)

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

量价齐升, 业绩大增

2021年07月13日

事件: 公司发布 2021 年半年度业绩预增公告, 公司半年度利润总额预计为 26.04 亿元, 比上年同期(重述前)增加 5.7 倍; 实现归母净利润预计为 14.5 亿元, 比上年同期(重述前)增加 5.8 倍; EPS 预计为 0.65 元/股, 比上年同期(重述前)增加 4.8 倍。

点评:

- **量价齐升, 业绩大增。**据公司公告, 公司实现归母净利预计为 14.5 亿元, Q2 归母净利约为 8.64 亿元, 环比增幅 47.4%。公司归母净利大幅增长, 主因电解铝业务盈利能力大幅增强: 一方面, 随着云南水电铝一体化项目逐步投产, 公司电解铝产品 H1 权益销量增加 15.62 万吨(公司 Q1 电解铝销量增加 14.49 万吨, Q2 增加 1.13 万吨); 另一方面, 公司电解铝产品不含税售价同比上涨 32.12%(2021 年 H1 长江铝市场均价约为 17426 元/吨, Q2 均价约为 18565 元/吨, 同比上涨 32.6%, 环比上涨 14.3%), 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 8.91%, 但成本上升幅度远不及价格上涨增速, 量价齐升带动公司业绩大幅提升。
- **限电结束, 量再加码。**子公司云南神火当前拥有 90 万吨/年电解铝建成产能, 75 万吨/年在产产能。因云南限电政策影响, 云南神火拟启动的二期三段 15 万吨/年电解铝产能未能如期投产, 并关停部分在产产能(据百川盈孚, 云南神火受限电影响关停 5 万吨/年在产产能), 公司电解铝 Q2 产量增量贡献有限。下半年伴随云南电力供应逐渐恢复, 预计云南神火剩余 15 万吨/年电解铝产能将逐步投产, 叠加关停产能的逐步复产, 公司下半年电解铝产量将继续增长。
- **电解铝高盈利仍将持续。**短期来看, 受全年云南、蒙西限电政策影响叠加“双碳”政策的持续推进, 我们预计 2021 年电解铝新增产能或不及预期, 全年去库存仍将持续, 同时地产、基建以及电力等传统需求恢复新能源及光伏等新需求年内增长仍有动力, 基本面支撑铝价短期上行趋势。中期看, 2017 年电解铝供给侧改革将产能天花板确定, 2022 年产能置换基本完成后国内电解铝供给产能达到顶峰, 行业供需格局实质性发生扭转。长期看, 我们预计伴随 30/60 目标的进一步推进与落实, 消费端在轻量化的推动下将持续向好, 预计全球电解铝消费增速将超供给增速, 供需缺口进一步扩大。供给受限致电解铝行业周期性减弱, 供需缺口逐步扩大, 价格平稳上行将继续保证行业持续高盈利。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 1.52、1.8、1.94 元/股, 对应当前股价的 PE 分别为 6.8x、5.7x、5.3x。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

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	30,749	33,872	34,531
增长率 YoY %	-9.0%	7.2%	63.5%	10.2%	1.9%
归属母公司净利润 (百万元)	1,345	358	3,420	4,043	4,357
增长率 YoY%	452.2%	-73.3%	854.5%	18.2%	7.8%
毛利率%	14.8%	21.5%	32.0%	33.1%	34.6%
净资产收益率ROE%	17.3%	5.1%	29.8%	26.1%	21.9%
EPS(摊薄)(元)	0.60	0.16	1.52	1.80	1.94
市盈率 P/E(倍)	9.09	50.13	6.77	5.72	5.31
市净率 P/B(倍)	1.57	2.57	2.02	1.49	1.16

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年07月12日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	15,816	20,062	22,934	23,149	21,201	
货币资金	10,304	14,151	15,093	14,776	12,799	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	963	851	1,392	1,533	1,563	
预付账款	629	619	876	950	946	
存货	2,130	2,051	2,906	3,150	3,138	
其他	1,790	2,389	2,667	2,740	2,755	
非流动资产	33,578	40,576	45,368	50,161	54,953	
长期股权投资	3,390	3,072	3,072	3,072	3,072	
固定资产	16,328	21,391	26,452	31,513	36,574	
无形资产	4,885	4,632	4,380	4,128	3,876	
其他	8,976	11,480	11,464	11,447	11,431	
资产总计	49,394	60,637	68,302	73,310	76,154	
流动负债	36,293	40,305	48,376	50,678	50,579	
短期借款	18,548	17,228	17,228	17,228	17,228	
应付票据	9,193	12,002	17,002	18,432	18,358	
应付账款	2,581	3,947	5,591	6,062	6,037	
其他	5,971	7,128	8,555	8,956	8,956	
非流动负债	4,264	7,906	4,100	4,100	4,100	
长期借款	2,191	6,037	2,231	2,231	2,231	
其他	2,073	1,869	1,869	1,869	1,869	
负债合计	40,558	48,211	52,476	54,778	54,679	
少数股东权益	1,054	5,444	4,461	3,317	2,074	
归属母公司 负债和股东 权益	7,782	6,982	11,364	15,215	19,401	
	49,394	60,637	68,302	73,310	76,154	

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	17,538	18,809	30,749	33,872	34,531	
同比	-9.4%	7.2%	63.5%	10.2%	1.9%	
归属母公司 净利润	1,340	358	3,420	4,043	4,357	
同比	450.1	-73.3%	854.5%	18.2%	7.8%	
毛利率 (%)	14.9%	21.5%	32.0%	33.1%	34.6%	
ROE%	17.2%	5.1%	29.8%	26.1%	21.9%	
EPS(摊 薄)(元)	0.60	0.16	1.52	1.80	1.94	
P/E	9.20	50.13	6.77	5.72	5.31	
P/B	1.59	2.57	2.02	1.49	1.16	
EV/EBITDA	11.81	7.98	5.50	4.63	4.44	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	17,53	18,809	30,749	33,872	34,531	
营业成本	14,93	14,766	20,917	22,677	22,586	
营业税金及 附加	473	430	703	774	789	
销售费用	505	342	560	617	629	
管理费用	1,052	622	1,017	1,121	1,142	
研发费用	53	135	221	243	248	
财务费用	1,662	1,420	904	874	855	
减值损失合	-1,685	-687	401	401	401	
投资净收益	595	-85	0	0	0	
其他	3,183	184	301	332	338	
营业利润	955	506	7,129	8,300	9,022	
营业外收支	53	266	0	0	0	
利润总额	1,009	772	7,129	8,300	9,022	
所得税	475	520	4,804	5,593	6,079	
净利润	533	252	2,325	2,707	2,942	
少数股东损	-807	-106	-983	-1,144	-1,244	
归属母公司	1,340	358	3,308	3,851	4,186	
EBITDA	2,056	3,864	5,664	6,774	7,471	
EPS(当 年)(元)	0.60	0.16	1.47	1.71	1.86	

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	7,064	2,882	1,251	
净利润	569	252	2,404	2,842	3,063	
折旧摊销	1,532	1,350	-1,667	-1,667	-1,667	
财务费用	1,711	1,732	749	517	565	
投资损失	-579	85	0	0	0	
营运资金变 其它	-1,683	-2,079	6,141	1,769	-127	
	-1,420	382	-563	-579	-583	
投资活动现 资本支出	3,372	-3,740	-2,563	-2,547	-2,543	
	3,076	-3,174	-2,563	-2,547	-2,543	
长期投资	260	-441	0	0	0	
其他	36	-125	0	0	0	
筹资活动现 吸收投资	-3,418	4,392	-15,578	-23	1,358	
	976	2,527	0	0	0	
借款	2,015	6,573	-15,903	494	1,923	
支付利息或 股息	-1,320	-1,214	-749	-517	-565	
现金净增加 额	87	2,368	-11,076	312	66	

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。