

## 神火股份 (000933.SZ) 量价齐升业绩大幅释放, 持续看好电解铝高景气

2021年07月14日

——公司半年度业绩预告点评

投资评级: 买入 (维持)

张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2021/7/13
当前股价(元)	10.47
一年最高最低(元)	13.97/4.59
总市值(亿元)	233.63
流通市值(亿元)	198.98
总股本(亿股)	22.31
流通股本(亿股)	19.00
近3个月换手率(%)	238.79

### ● 量价齐升业绩大幅释放, 持续看好电解铝高景气。维持“买入”评级

公司发布2021年半年度业绩预告, 预计2021H1实现归母净利润14.5亿元, 同比增长582%。据此测算, 2021Q2实现归母净利润8.6亿元, 环比增长47.5%。公司业绩大增主要得益于电解铝量价齐升, 板块业绩弹性大幅释放。预计上半年公司将计提4.55亿元资产减值, 对业绩影响有限。公司电解铝产量有望于下半年全面放量, 同时铝价持续高景气, 为公司业绩增长提供强劲支撑。因此, 我们上调盈利预测, 预计2021-2023年归母净利润29.8/37.1/39.9亿元(前值25.6/32.9/36.6亿元), 同比730.3%/24.8%/7.5%; EPS为1.33/1.66/1.79元(前值1.15/1.47/1.64元), 对应当前股价PE为7.9/6.3/5.9倍。维持“买入”评级。

### ● 量价齐升, 电解铝盈利能力大增

**销量方面:** 根据公告, 随着云南水电铝一体化项目逐步投产, 2021H1电解铝产品权益销量同比增加15.62万吨(2020H1权益销量为41.16万吨, 2021H1权益销量估算为56.8万吨, 同比增长约38%)。**价格方面:** 公司吨铝售价(不含税)同比大涨32.12%(2020H1吨铝不含税售价为10837元/吨, 2021H1估算为14317元/吨)。市场价格方面, 2021H1长江有色A00铝价同比增长32.7%, Q2环比增长14.2%, 可见公司电解铝涨价幅度与市场波动基本相符, 充分享受铝价上涨红利。**成本方面:** 受阳极碳块、电力、人工等成本增加影响, 2021H1吨铝成本同比增加8.91%, 成本增幅远低于价格涨幅。量价齐升推动公司业绩实现高增长。

### ● 云南限电影响消退, 产能即将迎来全面放量

2021年5月由于云南电力供应紧张, 原计划6月投产的云南电解铝项目二系列三段15万吨产能因限电政策被推迟, 同时公司另有15万吨在产产能受到停产调控, 对Q2产量形成一定扰动。伴随汛期来临, 云南限电陆续结束, 公司产能投放即将重回正轨, 预计新增及关停产能将于8月底投产, 届时公司170万吨电解铝产能将全面投产(新疆80万吨+云南90万吨)。除此之外, 神隆宝鼎高端双零铝箔项目一期5.5万吨项目将于近期正式全面转入生产阶段。

### ● 电解铝高景气有望持续, 利好公司业绩释放

碳达峰碳中和目标制定以来, 国内各地能耗双控政策趋严, 云南、内蒙等地相继加大对电解铝等高耗能行业的管控, 致使新增产能进度延缓, 存量产能受到一定限产影响, 供给端整体偏紧。同时, 电解铝产能天花板(4400~4500万吨)确定性较强, 未来增量空间有限。因此, 在需求端稳中有增背景下, 电解铝紧供给有望持续支撑铝价高景气。另外, 央行降准或将为商品价格创造宽松的流动性环境。

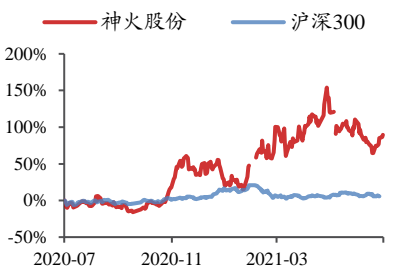
● **风险提示:** 煤、铝价格下跌超预期; 煤矿停减产风险; 云南项目进展不及预期。

### 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	31,857	33,837	34,303
YOY(%)	-6.5	6.8	69.4	6.2	1.4
归母净利润(百万元)	1,345	358	2,975	3,712	3,989
YOY(%)	463.3	-73.4	730.3	24.8	7.5
毛利率(%)	14.8	21.5	27.9	28.7	29.3
净利率(%)	7.6	1.9	9.3	11.0	11.6
ROE(%)	6.4	2.0	25.0	23.5	20.0
EPS(摊薄/元)	0.60	0.16	1.33	1.66	1.79
P/E(倍)	17.4	65.2	7.9	6.3	5.9
P/B(倍)	3.0	3.3	2.4	1.7	1.3

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 相关研究报告

《公司一季报点评报告-一季度业绩表现亮眼, 电解铝高景气有望持续》- 2021.4.16

《公司年报点评报告-扣非业绩低于预期, 量价齐升电解铝业绩可期》- 2021.4.7

《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

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	15,816	20,062	28,565	25,835	38,077
现金	10,304	14,151	15,499	20,057	24,884
应收票据及应收账款	963	851	2,539	963	2,577
其他应收款	159	438	922	373	987
预付账款	629	619	1,543	766	1,560
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
<b>非流动资产</b>	33,578	40,576	40,967	41,512	42,107
长期投资	3,390	3,072	3,177	3,080	2,972
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
<b>资产总计</b>	49,394	60,637	69,532	67,346	80,184
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	40,558	48,211	53,272	46,095	53,629
少数股东权益	1,054	5,444	6,526	7,805	9,120
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	4,833	9,125	13,687
<b>归属母公司股东权益</b>	7,782	6,982	9,734	13,447	17,436
负债和股东权益	49,394	60,637	69,532	67,346	80,184

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	131	1,722	9,520	8,419	8,636
净利润	569	252	4,057	4,991	5,304
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	-200	-50	-50
营运资金变动	-1,683	-2,341	2,670	263	-9
其他经营现金流	-1,321	958	-17	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	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	-105	144	108
其他投资现金流	4,501	-588	-1,004	20,204	19,927
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金净增加额</b>	87	2,368	1,348	4,558	4,827

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	17,618	18,809	31,857	33,837	34,303
营业成本	15,010	14,766	22,965	24,113	24,254
营业税金及附加	472	430	796	846	858
营业费用	505	342	701	744	755
管理费用	1,033	622	1,274	1,353	1,372
研发费用	53	135	164	185	194
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	200	50	50
资产处置收益	3,163	99	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	1,008	506	4,719	5,228	5,521
营业外收入	149	292	352	1,011	1,109
营业外支出	95	26	-0	-0	-0
<b>利润总额</b>	1,061	772	5,072	6,239	6,630
所得税	492	520	1,014	1,248	1,326
<b>净利润</b>	569	252	4,057	4,991	5,304
少数股东损益	-776	-106	1,082	1,279	1,315
<b>归母净利润</b>	1,345	358	2,975	3,712	3,989
EBITDA	3,578	3,163	7,354	8,662	9,126
EPS(元)	0.60	0.16	1.33	1.66	1.79

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-6.5	6.8	69.4	6.2	1.4
营业利润(%)	106.9	-49.8	832.5	10.8	5.6
归属于母公司净利润(%)	463.3	-73.4	730.3	24.8	7.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	14.8	21.5	27.9	28.7	29.3
净利率(%)	7.6	1.9	9.3	11.0	11.6
ROE(%)	6.4	2.0	25.0	23.5	20.0
ROIC(%)	3.3	1.7	14.0	15.0	14.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	82.1	79.5	76.6	68.4	66.9
净负债比率(%)	175.3	115.3	50.6	16.5	-4.5
流动比率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.8
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.16	1.33	1.66	1.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	0.77	4.27	3.77	3.87
每股净资产(最新摊薄)	3.49	3.13	4.36	6.03	7.81
<b>估值比率</b>					
P/E	17.4	65.2	7.9	6.3	5.9
P/B	3.0	3.3	2.4	1.7	1.3
EV/EBITDA	11.2	13.6	5.2	4.0	3.4

## 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