

证券研究报告—动态报告

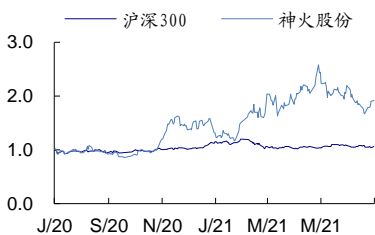
有色金属

有色金属冶炼

神火股份(000933)
买入
2021 年半年报预告点评

(维持评级)

2021 年 07 月 15 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)	2,251/2,231
总市值/流通(百万元)	23,140/22,939
上证综指/深圳成指	3,548/15,162
12 个月最高/最低(元)	13.97/4.59

相关研究报告:

《神火股份-000933-2020 年年报点评: 电解铝与煤炭业务将迎来双成长》——2021-04-07
 《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: yangyaohong@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: 18560060679
 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

电解铝业务盈利大增, 发电业务计提资产减值

● 受益于铝价上涨, 公司上半年业绩预计增长 581.54%

2021 年上半年公司实现归属于上市公司股东的净利润预计为 14.50 亿元, 同比增长 581.54%, 主因公司电解铝业务迎来自来量价齐增: 随着云南水电铝项目逐步达产, 公司上半年电解铝权益销量同比增加 15.62 万吨, 上半年公司电解铝产品不含税售价同比上涨 32.12%。上半年阳极炭块、电力、人工等成本增加使公司电解铝单位完全成本同比增加 8.91%。

● 受煤价大幅上涨影响, 公司发电业务预计大额减值

受发电量不及预期、煤炭价格大幅上涨导致单位成本显著上升等因素影响, 公司下属子公司河南神火发电有限公司长期资产组预计减值 4.55 亿元; 部分子公司房屋建筑物及井巷资产报废减少归属于上市公司股东的净利润 0.77 亿元。

● 电解铝和煤炭双发力, 股权激励助发展

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。公司于 7 月初公告完成股权激励, 授予对象公司高管和核心管理与技术人员共 136 人, 授予数量 1952.48 万股。

● 投资建议: 维持“买入”评级

预计公司 2021-2023 年营业收入为 325.33/345.10/350.49 亿元, 同比增速 73.0%/6.1%/1.6%, 归母净利润分别为 37.50/45.96/48.66 亿元, 同比增速 946.5%/22.5%/5.9%, 摊薄 EPS 分别为 1.68/2.06/2.18 元, 当前股价对应 PE 为 6.1/5.0/4.7X。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, 在电解铝和煤炭行业高景气周期中受益显著, 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	32,533	34,510	35,049
(+/-%)	-6.5%	6.8%	73.0%	6.1%	1.6%
净利润(百万元)	1345	358	3750	4596	4866
(+/-%)	463.3%	-73.4%	946.5%	22.5%	5.9%
摊薄每股收益(元)	0.71	0.16	1.68	2.06	2.18
EBIT Margin	3.4%	14.1%	25.1%	25.1%	25.1%
净资产收益率(ROE)	17.3%	5.1%	44.2%	44.5%	39.7%
市盈率(PE)	14.5	64.0	6.1	5.0	4.7
EV/EBITDA	30.2	18.5	8.7	8.2	8.1
市净率(PB)	2.51	3.29	2.70	2.22	1.87

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

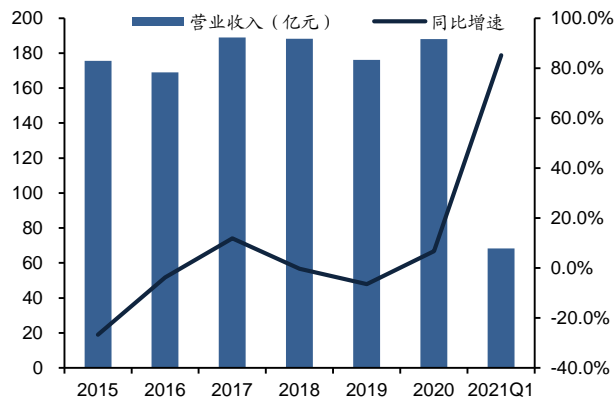
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2021 年上半年业绩预告

2021 年上半年公司实现归属于上市公司股东的净利润预计为 14.50 亿元，同比增长 581.54%，主因公司电解铝业务迎来量价齐增：随着云南水电铝项目逐步达产，公司上半年电解铝权益销量同比增加 15.62 万吨，上半年公司电解铝产品不含税售价同比上涨 32.12%。上半年阳极炭块、电力、人工等成本增加使公司电解铝单位完全成本同比增加 8.91%。

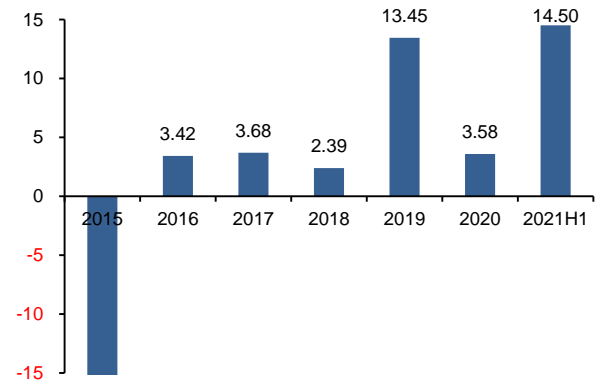
受供电量不及预期、煤炭价格大幅上涨导致单位成本显著上升等因素影响，公司下属子公司河南神火发电有限公司长期资产组预计减值 4.55 亿元；部分子公司房屋建筑物及井巷资产报废减少归属于上市公司股东的净利润 0.77 亿元。

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

2021 年煤炭、电解铝业务双发力，股权激励助推公司发展

云南神火自 2019 年末通电以来处于稳定爬产期，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。公司于 7 月初公告完成股权激励，授予对象公司高管和核心管理与技术人员共 136 人，授予数量 1952.48 万股。

行业长期供需格局改善

根据行业研究机构阿拉丁统计，截至 6 月底，我国电解铝建成产能 4280 万吨，运行产能 3993 万吨，产能开工率达 93.3%。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、限电等因素影响，内蒙古、云南地区电解铝产能投放进度显著放缓，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。

盈利预测

假设到年底铝价维持当前水平，则 2021 年电解铝现货均价为 18287 元/吨。假设 2021/2022/2023 年铝锭现货年均价均为 18287 元/吨，氧化铝现货价格年均价 2435 元/吨，阳极炭素价格 4600 元/吨，煤炭销售成本参照前三年均值，预计公司 2021-2023 年营业收入为 325.33/345.10/350.49 亿元，同比增速 73.0/6.1/1.6%，归母净利润分别为 37.50/45.96/48.66 亿元，同比增速 946.5/22.5/5.9%，摊薄 EPS 分别为 1.68/2.06/2.18 元，当前股价对应 PE 为

6.1/5.0/4.7X。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，在电解铝和煤炭行业高景气周期中受益显著，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	23132	27426	31336	营业收入	18809	32533	34510	35049
应收款项	971	1679	1781	1809	营业成本	14766	21723	23026	23417
存货净额	2051	3105	3285	3341	营业税金及附加	430	744	789	801
其他流动资产	2801	4844	5139	5219	销售费用	342	592	628	638
流动资产合计	20062	32760	37630	41704	管理费用	622	1495	1575	1597
固定资产	26401	26100	24799	23496	财务费用	1420	1789	1208	876
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	532	0	0
长期股权投资	3072	3072	3072	3072	其他收入	(1325)	(879)	185	185
资产总计	60637	72849	76233	78819	营业利润	506	5842	7469	7905
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	24141	25541	25974	利润总额	772	5974	7601	8036
其他流动负债	3201	4958	5246	5335	所得税费用	520	866	1487	1577
流动负债合计	40305	50886	52427	52836	少数股东损益	(106)	1358	1518	1593
长期借款及应付债券	6037	6037	6037	6037	归属于母公司净利润	358	3750	4596	4866
其他长期负债	1869	1457	854	447					
长期负债合计	7906	7494	6891	6484	现金流量表 (百万元)				
负债合计	48211	58380	59318	59320	净利润	358	3750	4596	4866
少数股东权益	5444	5987	6595	7232	资产减值准备	(1010)	130	(14)	(34)
股东权益	6982	8482	10320	12267	折旧摊销	1201	1386	1500	1522
负债和股东权益总计	60637	72849	76233	78819	公允价值变动损失	(687)	(532)	0	0
					财务费用	1420	1789	1208	876
关键财务与估值指标					营运资本变动	674	5864	495	(83)
每股收益	0.16	1.68	2.06	2.18	其它	1264	413	622	671
每股红利	0.54	1.01	1.24	1.31	经营活动现金流	1800	11011	7198	6943
每股净资产	3.13	3.80	4.62	5.50	资本开支	(5867)	(500)	0	0
ROIC	3%	22%	26%	28%	其它投资现金流	25	88	0	0
ROE	5%	44%	45%	40%	投资活动现金流	(5525)	(412)	0	0
毛利率	21%	33%	33%	33%	权益性融资	2527	0	0	0
EBIT Margin	14%	25%	25%	25%	负债净变化	3846	0	0	0
EBITDA Margin	20%	29%	29%	29%	支付股利、利息	(1214)	(2250)	(2757)	(2920)
收入增长	7%	73%	6%	2%	其它融资现金流	(220)	632	(147)	(113)
净利润增长率	-73%	947%	23%	6%	融资活动现金流	7572	(1618)	(2905)	(3032)
资产负债率	88%	88%	86%	84%	现金净变动	3847	8981	4293	3911
息率	5.3%	9.8%	12.0%	12.7%	货币资金的期初余额	10304	14151	23132	27426
P/E	64.0	6.1	5.0	4.7	货币资金的期末余额	14151	23132	27426	31336
P/B	3.3	2.7	2.2	1.9	企业自由现金流	(3128)	13730	8975	8498
EV/EBITDA	18.5	8.7	8.2	8.1	权益自由现金流	498	14362	8828	8385

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 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 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。

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