

公司研究

Q2 单季利润历史新高

——神火股份（000933.SZ）2021 年半年报点评

要点

事件：公司于2021年8月9日晚发布半年报，上半年实现营收155.11亿元，同比增长85.74%；归母净利润14.63亿元，同比增长606.21%；归母扣非净利润13.87亿元，同比增长916.10%。2021Q2单季归母净利润8.77亿元，Q2单季归母净利润创历史新高，环比增长49.76%，同比增长405.78%。

点评：

量价齐升，电解铝贡献主要利润增量，减值拖累部分业绩：公司上半年业绩大增源于电解铝和煤炭的量价齐升，1)量：电解铝产量73.82万吨，同比增长33.44万吨，增长源于2020年9月新增控股43.4%的云南神火投产（产量33.51万吨），水电铝产量占比已达45%；煤炭产量320.53万吨，同比增长13.42%。2)价：铝产品均价15043元/吨，同比增长36.19%；煤炭产品均价833元/吨，同比增长14.33%。电解铝板块归母净利润16.6亿元，同比增长13.2亿元；子公司神火发电计提固定资产、使用权资产减值准备4.56亿元，拖累部分业绩。

5月以来的限电影响公司全年权益产量约6%：7月27日，云南神火再次接到限负荷通知，限负荷量达到30%。叠加本次限负荷，云南神火自5月以来累计将停运产能20万吨，在产产能降至55万吨，未启动的15万吨产能投产或将延迟，预计对云南神火全年产量影响10万吨左右（折权益4.34万吨），预计占全年权益产量的6%。

铝行业供给释放不及预期，铝价有望继续上行：7月以来，内蒙、云南相继下发限电通知；近两周，云南限电升级，广西电解铝企业被要求减产；丰水期电力供应却持续紧张，后续减产产能或超预期，供给释放受扰动，铝价有望继续上行。截至8月9日，全国电解铝现货库存72.4万吨，库存持续去化，继续看好地产竣工、汽车需求边际改善。氧化铝过剩局面难改，电解铝利润有望维持高位。

盈利预测、估值与评级：由于铝价上行，我们上调业绩预测，2021-2023年归母净利润由30/30.22/29.35亿元上调为37.85/42.06/43.57亿元，上调幅度分别为25%/39%/48%（假设2021-2023年电解铝含税均价18000/17000/17000元/吨），对应当前PE估值分别为6X/5X/5X，维持“增持”评级。

风险提示：云南限电政策对产量影响的不确定性；带息负债长期高位风险；铝价、煤价下跌风险。

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）	17,617.84	18,809.23	30,493.55	33,275.09	33,568.97
营业收入增长率	-6.46%	6.76%	62.12%	9.12%	0.88%
净利润（百万元）	1,345.49	358.32	3,784.64	4,206.14	4,356.69
净利润增长率	463.29%	-73.37%	956.21%	11.14%	3.58%
EPS（元）	0.71	0.16	1.70	1.88	1.95
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.29%	5.13%	35.57%	31.85%	28.20%
P/E	15	64	6	5	5
P/B	2.5	3.3	2.2	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-09

增持（维持）

当前价：10.31元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003

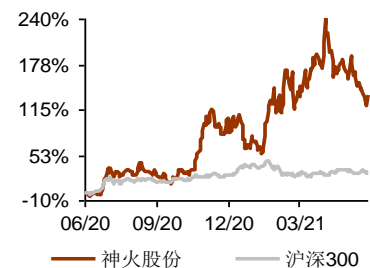
021-52523823

fangyutao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	22.51
总市值(亿元)	232.08
一年最低/最高(元)	4.59/13.97
近3月换手率	236.01%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.73	-26.06	90.49
绝对	1.08	-25.50	97.87

资料来源：Wind

相关研报

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年一季报公告点评（2021-05-05）

附录

图 1：电解铝与氧化铝价差持续扩大（元/吨）



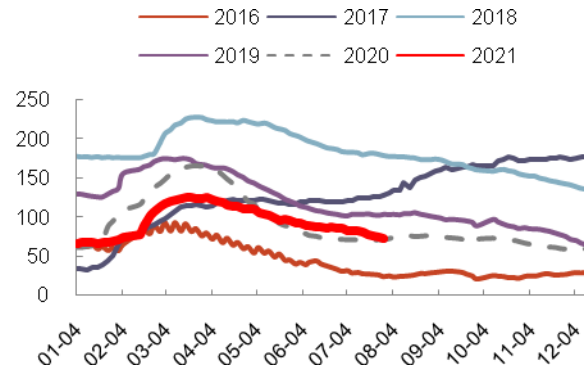
资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2021-08-09）

表 1：公司单季度主要财务指标

单位：亿元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
主营业务收入	45.54	45.57	43.03	42.03	36.88	51.22	57.09	42.90	68.31	91.72
同比增长率	-3.36%	2.18%	-15%	-9%	-19%	12%	33%	2%	85%	79%
毛利	6.86	7.62	7.45	3.82	7.57	7.73	10.07	15.06	18.07	29.46
毛利率	15.07%	16.73%	17.30%	9.08%	20.53%	15.10%	17.63%	35.11%	26.45%	32.12%
销售费用	0.22	2.18	1.28	1.26	0.27	0.03	0.18	2.94	0.31	0.00
财务费用	4.12	4.30	3.81	3.84	4.32	3.38	3.41	3.09	4.57	4.39
管理费用	1.12	1.19	2.90	5.07	1.19	1.15	1.32	2.57	2.49	2.02
研发费用	0.11	0.17	0.16	0.10	0.07	0.43	0.43	0.42	0.24	0.41
期间费用率	12.22%	17.20%	18.93%	24.44%	15.84%	9.74%	9.36%	21.04%	11.15%	7.44%
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	0.79	2.77	22.25	-15.28	1.50	2.38	5.17	-1.33	10.45	15.46
归母净利润	0.55	2.19	22.45	-11.78	0.39	1.73	2.80	-1.34	5.86	8.77
净利率	1.20%	4.81%	52.16%	-28.02%	1.07%	3.39%	4.90%	-3.13%	8.58%	9.56%
同比增长率	-20%	-16%	NA	NA	-28%	-21%	-88%	NA	1390%	406%
扣非净利润	0.42	-2.91	-0.42	-12.78	0.69	0.73	1.57	-2.12	5.15	8.72
期末净资产	77	76	98	88	89	88	99	124	132	144
年化 ROE	2.85%	11.48%	91.54%	-53.32%	1.77%	7.87%	11.27%	-4.33%	17.81%	24.45%
存货/销售收入	26.93%	14.99%	16.67%	12.67%	15.85%	9.19%	11.45%	11.95%	8.01%	5.87%
带息负债	225.2	229.8	238.9	241.7	250.2	250.1	278.6	271.9	259.5	221.1
货币资金	100.7	85.6	119.2	103.0	113.1	122.5	119.6	141.5	130.4	115.1
资产负债率	85.82%	84.97%	81.53%	82.11%	82.69%	82.76%	82.78%	79.51%	78.14%	75.80%
存货金额	49.1	27.3	28.7	21.3	23.4	18.8	26.1	20.5	21.9	21.5
自由现金流	1.9	(2.2)	(1.6)	(8.1)	1.7	0.1	(16.8)	(3.6)	26.9	33.8
总股本 (亿股)	22.51	22.51	22.51	22.51	22.51	22.51	22.51	22.51	22.51	22.51
摊薄 EPS (元)	0.024	0.097	0.997	-0.523	0.017	0.077	0.124	-0.060	0.260	0.390

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-09

图 2：电解铝不同年份同期库存对比（万吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2021-08-09）

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	30,494	33,275	33,569
营业成本	15,010	14,766	20,551	22,505	22,831
折旧和摊销	1,395	1,201	1,942	2,065	2,149
税金及附加	472	430	610	666	671
销售费用	505	342	61	67	67
管理费用	1,033	622	1,037	1,131	1,141
财务费用	1,614	1,420	1,452	1,692	1,440
研发费用	53	135	137	150	151
投资收益	579	(85)	150	100	100
营业利润	1,008	506	6,362	7,148	7,350
利润总额	1,061	772	6,282	7,098	7,300
所得税	492	520	1,602	1,810	1,862
净利润	569	252	4,680	5,288	5,439
少数股东损益	(776)	(106)	896	1,082	1,082
归属母公司净利润	1,345	358	3,785	4,206	4,357
EPS (元)	0.71	0.16	1.70	1.88	1.95

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	131	1,722	4,787	9,931	9,241
净利润	1,345	358	3,785	4,206	4,357
折旧摊销	1,395	1,201	1,942	2,065	2,149
净营运资金增加	(546)	(3,542)	11,820	1,150	(43)
其他	(2,064)	3,704	(12,759)	2,510	2,779
投资活动产生现金流	3,372	(3,740)	(2,397)	(875)	(550)
净资本支出	3,076	(3,174)	(2,500)	(900)	(600)
长期投资变化	3,390	3,072	0	0	0
其他资产变化	(3,094)	(3,638)	103	25	50
融资活动现金流	(3,418)	4,392	6,329	(6,970)	(8,471)
股本变化	0	331	20	0	0
债务净变化	339	3,023	7,559	(3,724)	(4,924)
无息负债变化	(5,597)	4,630	(1,060)	1,632	373
净现金流	87	2,368	8,719	2,086	220

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	14.8%	21.5%	32.6%	32.4%	32.0%
EBITDA 率	21.5%	24.7%	34.7%	32.8%	32.6%
EBIT 率	12.8%	17.5%	28.3%	26.6%	26.2%
税前净利润率	6.0%	4.1%	20.6%	21.3%	21.7%
归母净利润率	7.6%	1.9%	12.4%	12.6%	13.0%
ROA	1.2%	0.4%	6.5%	7.2%	7.6%
ROE (摊薄)	17.3%	5.1%	35.9%	32.1%	28.4%
经营性 ROIC	3.7%	2.9%	13.2%	13.6%	14.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	82%	80%	76%	72%	67%
流动比率	0.44	0.50	0.67	0.78	0.89
速动比率	0.38	0.45	0.61	0.71	0.82
归母权益/有息债务	0.32	0.26	0.31	0.43	0.59
有形资产/有息债务	1.79	1.96	1.81	2.08	2.43

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	71,688	73,246	72,019
货币资金	10,304	14,151	22,870	24,956	25,177
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	963	851	1,214	1,324	1,336
应收票据	0	0	610	666	671
其他应收款 (合计)	159	438	639	684	704
存货	2,130	2,051	2,642	2,896	2,938
其他流动资产	1,519	1,864	2,156	2,225	2,233
流动资产合计	15,816	20,062	31,012	33,711	34,032
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	20,976	20,456	19,487
在建工程	4,693	4,980	3,960	3,210	2,558
无形资产	4,885	4,632	6,020	5,998	5,977
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	2,470	3,436	3,436	3,436	3,436
非流动资产合计	33,578	40,576	40,676	39,535	37,987
总负债	40,558	48,211	54,709	52,618	48,067
短期借款	18,548	17,228	27,614	23,090	17,666
应付账款	2,581	3,947	5,138	5,626	5,708
应付票据	9,193	12,002	10,275	11,252	11,415
预收账款	316	3	6	7	7
其他流动负债	0	27	27	27	27
流动负债合计	36,293	40,305	46,039	43,064	38,004
长期借款	2,191	6,037	7,037	7,837	8,337
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	304	222	573	656	665
非流动负债合计	3,816	7,335	8,670	9,554	10,063
股东权益	8,836	12,426	16,979	20,629	23,952
股本	1,901	2,231	2,251	2,251	2,251
公积金	3,234	4,074	4,479	4,479	4,479
未分配利润	2,545	548	3,780	6,348	8,589
归属母公司权益	7,782	6,982	10,639	13,207	15,448
少数股东权益	1,054	5,444	6,340	7,422	8,504

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3%	2%	0%	0%	0%
管理费用率	6%	3%	3%	3%	3%
财务费用率	9%	8%	5%	5%	4%
研发费用率	0%	1%	0%	0%	0%
所得税率	46%	67%	26%	26%	26%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.10	0.73	0.95	0.97
每股经营现金流	0.07	0.77	2.15	4.45	4.14
每股净资产	4.09	3.13	4.77	5.92	6.92
每股销售收入	9.27	8.43	13.67	14.91	15.04

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	15	64	6	5	5
PB	2.5	3.3	2.2	1.7	1.5
EV/EBITDA	12	13	6	6	6
股息率	1%	1%	7%	9%	9%

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的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