

神火股份 (000933.SZ) Q3 减值拖累业绩，煤铝业绩持续向好

2021年10月24日

——公司三季报点评报告

投资评级：买入（维持）
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2021/10/22
当前股价(元)	10.48
一年最高最低(元)	17.94/5.06
总市值(亿元)	235.90
流通市值(亿元)	233.86
总股本(亿股)	22.51
流通股本(亿股)	22.31
近3个月换手率(%)	319.62

● Q3 减值拖累业绩，煤铝业绩持续向好。维持“买入”评级

公司发布三季报，2021年前三季度实现总营业收入248亿元，同比增长71%；归母净利润23亿元，同比增长367%；扣非后归母净利润22.3亿元，同比增长645%。2021Q3单季实现归母净利润8.36亿元，环比下滑4.7%。单季业绩不及预期主因Q3公司计提大额资产减值。剔除减值因素来看，Q3在煤铝双主业高景气背景下公司盈利能力持续提升，总毛利环比增长17.6%。考虑煤铝持续高景气，我们上调盈利预测，预计2021-2023年归母净利润35.5/55.1/60.1（前值29.8/37.1/39.9）亿元，同比892%/55%/9%；EPS为1.59/2.47/2.69（前值1.33/1.66/1.79）元，对应当前股价PE为6.5/4.2/3.8倍。维持“买入”评级。

● Q3 单季煤铝大幅涨价，煤铝双主业盈利提升

电解铝业务：2021前三季度，随着云南水电铝项目逐步投产，公司电解铝产品销量增加37.82万吨；吨铝售价（不含税）同比上涨33.3%，吨铝完全成本同比增加12.4%，主因氧化铝、阳极炭块、电力、人工等成本增加，但增幅弱于价格涨幅。Q3单季，电解铝产量约为35万吨，受云南限电影响云南神火产能未能完全释放，产量约15万吨，新疆神火产量则稳定为20万吨；从市场价格来看，长江有色A00铝季度均价为20502元/吨（环比+10.6%），氧化铝均价为2758元/吨（环比+16%），价差环比扩大约8%。电解铝板块以价补量，高盈利趋势不改。
煤炭业务：2021前三季度，煤炭紧供给支撑煤价大幅上涨，公司吨煤价格（不含税）同比上涨64.5%。其中Q3单季煤价上涨显著，从市场价来看，Q3永城无烟煤、瘦煤均价分别环比上涨31.8%、65.6%。考虑到公司煤炭销售价格随行就市，或充分享受煤价上涨所带来的业绩弹性释放。

● Q3 计提大额减值，短期拖累业绩但长期负担减轻

根据公司9月公告，考虑到大磨岭煤矿产量不及预期、安全环保成本上升等因素，公司对其采矿权计提资产减值准备7.71亿元；同时由于控股子公司汇源铝业开展破产重整，公司对相关应收债权计提减值7.54亿元。叠加H1发电资产减值，前三季度共计提减值19.8亿元，减利16亿元。

● 梁北矿扩产贡献煤炭增量，关注云南电解铝受限电影响进展

煤炭方面，报告期内梁北矿改扩建联合试运转工作完成，产能由90万吨增至240万吨，根据公司互动平台信息，预计2021-2023年产量可达110/180/240万吨。梁北矿属焦煤，主产煤种为贫瘦煤，扩产有望增厚业绩。电解铝方面，8月以来云南限电影响扩大，云南神火已投产的75万吨产能继续限产至37.5万吨，产能利用率仅41.67%。产能恢复时间尚不确定，我们预计全年产量约60万吨。限电收紧电解铝供给，利好铝价强势，不改电解铝板块向好的基本面。

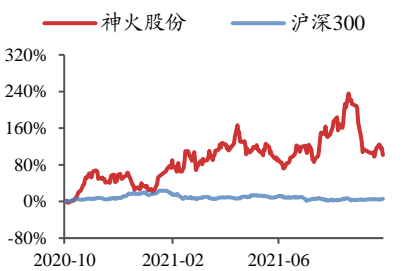
● 风险提示：煤、铝价格下跌超预期；煤矿停产减产风险；云南项目进展不及预期。

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	32,611	35,719	38,098
YOY(%)	-6.5	6.8	73.4	9.5	6.7
归母净利润(百万元)	1,345	358	3,554	5,511	6,007
YOY(%)	463.3	-73.4	892.0	55.1	9.0
毛利率(%)	14.8	21.5	35.9	33.6	34.4
净利率(%)	7.6	1.9	10.9	15.4	15.8
ROE(%)	6.4	2.0	27.8	29.0	24.2
EPS(摊薄/元)	0.60	0.16	1.59	2.47	2.69
P/E(倍)	17.1	64.2	6.5	4.2	3.8
P/B(倍)	3.0	3.3	2.2	1.5	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《公司中报点评报告-业绩六倍增长，受益“煤铝”高景气》-2021.8.10
- 《公司半年度业绩预告点评-量价齐升业绩大幅释放，持续看好电解铝高景气》-2021.7.14
- 《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

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	15,816	20,062	25,122	31,623	41,200
现金	10,304	14,151	12,659	24,983	27,812
应收票据及应收账款	963	851	2,619	1,077	2,853
其他应收款	159	438	954	413	1,097
预付账款	629	619	1,595	843	1,740
存货	2,130	2,051	5,674	2,578	5,965
其他流动资产	1,632	1,952	1,622	1,729	1,733
非流动资产	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
资产总计	49,394	60,637	66,088	73,135	83,307
流动负债	36,293	40,305	42,746	43,086	45,609
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	20,268	21,578	22,726
其他流动负债	5,971	7,128	5,250	4,280	5,655
非流动负债	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
负债合计	40,558	48,211	49,191	49,332	51,903
少数股东权益	1,054	5,444	6,584	7,978	9,571
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	5,380	11,319	17,856
归属母公司股东权益	7,782	6,982	10,313	15,825	21,832
负债和股东权益	49,394	60,637	66,088	73,135	83,307

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	131	1,722	6,680	16,184	6,639
净利润	569	252	4,694	6,906	7,601
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	-807	6,114	-4,304
其他经营现金流	-1,321	958	-17	-0	-0
投资活动现金流	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
筹资活动现金流	-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
现金净增加额	87	2,368	-1,492	12,324	2,829

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	17,618	18,809	32,611	35,719	38,098
营业成本	15,010	14,766	20,891	23,724	25,011
营业税金及附加	472	430	815	893	952
营业费用	505	342	717	786	838
管理费用	1,033	622	1,304	1,429	1,524
研发费用	53	135	168	195	215
财务费用	1,614	1,420	1,495	1,480	1,465
资产减值损失	-1,685	-687	1,962	-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
营业利润	1,008	506	5,515	7,324	8,207
营业外收入	149	292	352	1,308	1,294
营业外支出	95	26	-0	-0	-0
利润总额	1,061	772	5,867	8,632	9,501
所得税	492	520	1,173	1,726	1,900
净利润	569	252	4,694	6,906	7,601
少数股东损益	-776	-106	1,139	1,394	1,594
归母净利润	1,345	358	3,554	5,511	6,007
EBITDA	3,578	3,163	8,185	11,030	11,899
EPS(元)	0.60	0.16	1.59	2.47	2.69

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-6.5	6.8	73.4	9.5	6.7
营业利润(%)	106.9	-49.8	989.6	32.8	12.1
归属于母公司净利润(%)	463.3	-73.4	892.0	55.1	9.0
获利能力					
毛利率(%)	14.8	21.5	35.9	33.6	34.4
净利率(%)	7.6	1.9	10.9	15.4	15.8
ROE(%)	6.4	2.0	27.8	29.0	24.2
ROIC(%)	3.3	1.7	15.7	18.9	17.5
偿债能力					
资产负债率(%)	82.1	79.5	74.4	67.5	62.3
净负债比率(%)	175.3	115.3	65.5	-5.9	-13.1
流动比率	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.6	0.7
营运能力					
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
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.16	1.59	2.47	2.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	0.77	2.99	7.25	2.98
每股净资产(最新摊薄)	3.49	3.13	4.62	7.09	9.78
估值比率					
P/E	17.1	64.2	6.5	4.2	3.8
P/B	3.0	3.3	2.2	1.5	1.1
EV/EBITDA	11.1	13.5	5.0	2.7	2.4

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（underperform）	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（underperform）	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