

神火股份 (000933.SZ)

限电扰动缓解，云南神火达产可期

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2021 年业绩预告, 预计实现归母净利润 31.07 亿元, 同比增长 767.04%, 预计实现扣非归母净利润 31.39 亿元, 同比增长 3503.23%。
- **业绩符合预期。** 据公司业绩预告及 21 年三季报, 预计公司 2021Q4 实现扣非归母净利润 8.08 亿元, 环比下滑 3.35%。据 Wind, 2021Q4 长江有色铝均价为 20032.95 元/吨, 环比下跌 2.42%, 在公司四季度产销量环比三季度持稳的情况下, 2021Q4 业绩符合预期。据公司业绩预告及 2020 年年报, 随着云南水电铝一体化项目逐步投产, 公司电解铝产品销量增加 40 万吨, 预计达到约 140 万吨。在 2021 年电解铝均价同比大幅上涨的背景下, 公司业绩实现同比大幅增长。
- **限电对供给端扰动逐步缓解, 云南神火达产可期。** 据公司云南神火限电相关公告, 21 年 5 月开始, 在产产能降至 55 万吨。据百川盈孚, 21 年 12 月, 随着云南限电情况有所缓解, 云南神火前期停产产能已逐步复产。据央视网, 世界第二大水电站—白鹤滩水电站, 预计 2022 年 7 月前将实现全部机组投产发电目标。随着该水电站的全部机组投产发电, 预计云南等地缺电问题将得到有效缓解, 云南神火达产可期。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 21-23 年公司可实现营收分别为 343.36 亿元、403.51 亿元以及 446.24 亿元, 对应归母净利润分别为 31.07 亿元、46.09 亿元以及 48.38 亿元, 对应 EPS 分别为 1.38 元/股、2.05 元/股以及 2.15 元/股。基于可比公司估值和公司历史估值, 我们认为公司合理价值为 20.47 元/股, 对应 2022 年 10 倍 PE, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 云南神火复产进展不及预期, 电解铝价格大幅下跌, 氧化铝价格及电价等成本端大幅上涨。

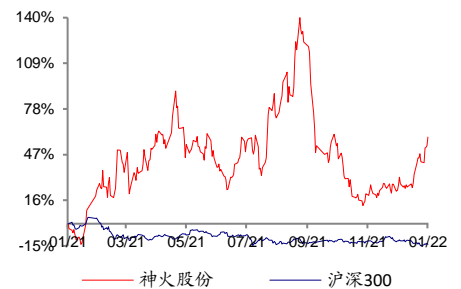
盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	17,538	18,809	34,336	40,351	44,624
增长率 (%)	-9.4	7.2	82.5	17.5	10.6
EBITDA (百万元)	2,056	3,864	12,081	11,581	12,435
归母净利润 (百万元)	1,340	358	3,107	4,609	4,838
增长率 (%)	450.1	-73.3	767.2	48.3	5.0
EPS (元/股)	0.71	0.16	1.38	2.05	2.15
市盈率 (x)	7.77	49.70	8.37	5.64	5.37
ROE (%)	17.2	5.1	23.2	23.2	18.1
EV/EBITDA (x)	11.81	7.98	2.72	2.19	1.71

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	11.55 元
合理价值	20.47 元
前次评级	买入
报告日期	2022-01-23

相对市场表现



分析师:

巨国贤



SAC 执证号: S0260512050006

SFC CE No. BNW287



0755-23608197



juguoqian@gf.com.cn

分析师:

安鹏



SAC 执证号: S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-38003693



anpeng@gf.com.cn

分析师:

李超



SAC 执证号: S0260521060001



021-38003592



shlichao@gf.com.cn

请注意, 李超并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 神火股份 (000933.SZ): 业绩符合预期, 梁北煤矿改扩建积极推进
2021-10-26
- 神火股份 (000933.SZ): 2021 年前三
季度业绩符合预期
2021-10-14

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	15,816	20,062	33,798	39,810	43,862	经营活动现金流	131	1,722	13,415	12,360	9,365
货币资金	10,304	14,151	25,752	30,263	33,468	净利润	569	252	2,184	3,239	3,400
应收及预付	1,592	1,470	2,421	2,945	3,267	折旧摊销	1,532	1,350	1,299	1,289	1,286
存货	2,130	2,051	2,875	3,711	4,137	营运资金变动	-1,683	-2,079	5,747	6,249	3,136
其他流动资产	1,790	2,389	2,751	2,891	2,990	其它	-288	2,199	4,184	1,583	1,542
非流动资产	33,578	40,576	45,677	49,461	54,005	投资活动现金流	3,372	-3,740	-5,747	-3,080	-3,765
长期股权投资	3,390	3,072	3,072	3,072	3,072	资本支出	3,076	-3,174	-6,179	-3,501	-4,152
固定资产	16,328	21,391	27,265	31,201	35,898	投资变动	260	-441	0	0	0
在建工程	5,027	5,010	5,853	6,283	6,776	其他	36	-125	432	421	387
无形资产	4,885	4,632	3,770	3,187	2,541	筹资活动现金流	-3,418	4,392	3,933	-4,769	-2,395
其他长期资产	3,949	6,470	5,717	5,717	5,718	银行借款	28,876	27,999	5,457	-3,077	-821
资产总计	49,394	60,637	79,475	89,271	97,868	股权融资	976	2,527	20	0	0
流动负债	36,293	40,305	53,646	58,317	61,480	其他	-33,269	-26,134	-1,544	-1,691	-1,574
短期借款	18,548	17,228	22,685	19,608	18,787	现金净增加额	87	2,368	11,601	4,511	3,205
应付及预收	12,090	15,952	22,359	28,858	32,174	期初现金余额	2,018	2,177	14,151	25,752	30,263
其他流动负债	5,656	7,125	8,601	9,851	10,519	期末现金余额	2,104	4,544	25,752	30,263	33,468
非流动负债	4,264	7,906	7,906	7,906	7,906						
长期借款	2,191	6,037	6,037	6,037	6,037						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	2,073	1,869	1,869	1,869	1,869						
负债合计	40,558	48,211	61,552	66,223	69,386						
股本	1,901	2,231	2,251	2,251	2,251						
资本公积	2,449	3,278	3,353	3,353	3,353						
留存收益	3,329	1,344	7,669	14,162	21,033						
归属母公司股东权益	7,782	6,982	13,403	19,896	26,767						
少数股东权益	1,054	5,444	4,521	3,152	1,714						
负债和股东权益	49,394	60,637	79,475	89,271	97,868						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	17,538	18,809	34,336	40,351	44,624
营业成本	14,931	14,766	20,695	26,711	29,780
营业税金及附加	473	430	851	989	1,086
销售费用	505	342	625	735	812
管理费用	1,052	622	1,136	1,335	1,476
研发费用	53	135	247	290	320
财务费用	1,662	1,420	1,420	1,411	1,256
资产减值损失	-1,685	-687	-3,443	-791	-855
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	595	-85	432	421	387
营业利润	955	506	6,637	8,859	9,815
营业外收支	53	266	266	266	266
利润总额	1,009	772	6,903	9,125	10,081
所得税	475	520	4,719	5,885	6,680
净利润	533	252	2,184	3,239	3,400
少数股东损益	-807	-106	-923	-1,369	-1,437
归属母公司净利润	1,340	358	3,107	4,609	4,838
EBITDA	2,056	3,864	12,081	11,581	12,435
EPS (元)	0.71	0.16	1.38	2.05	2.15

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	-9.4%	7.2%	82.5%	17.5%	10.6%
营业利润增长	90.4%	-47.0%	1211.4%	33.5%	10.8%
归母净利润增长	450.1%	-73.3%	767.2%	48.3%	5.0%
获利能力					
毛利率	14.9%	21.5%	39.7%	33.8%	33.3%
净利率	3.0%	1.3%	6.4%	8.0%	7.6%
ROE	17.2%	5.1%	23.2%	23.2%	18.1%
ROIC	0.8%	2.1%	6.7%	6.9%	6.6%
偿债能力					
资产负债率	82.1%	79.5%	77.4%	74.2%	70.9%
净负债比率	459.0%	388.0%	343.4%	287.3%	243.6%
流动比率	0.44	0.50	0.63	0.68	0.71
速动比率	0.36	0.43	0.56	0.60	0.63
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.31	0.43	0.45	0.46
应收账款周转率	18.21	22.09	22.09	22.09	22.09
存货周转率	8.24	9.17	11.94	10.87	10.79
每股指标 (元)					
每股收益	0.71	0.16	1.38	2.05	2.15
每股经营现金流	0.07	0.77	5.96	5.49	4.16
每股净资产	4.09	3.13	5.95	8.84	11.89
估值比率					
P/E	7.77	49.70	8.37	5.64	5.37
P/B	1.34	2.55	1.94	1.31	0.97
EV/EBITDA	11.81	7.98	2.72	2.19	1.71

广发有色行业研究小组

巨国贤：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验。

官帅：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验。

李超：高级分析师，CPA，上海财经大学经济学硕士，5年有色金属行业研究经验，2020年加入广发证券发展研究中心。

陈先龙：高级研究员，复旦大学-LUISS 大学国际商务双硕士，3年金属商品分析工作经验，曾任 CRU 中国首位电池金属材料分析师。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。