

神火股份 (000933.SZ) 煤铝双主业高景气，业绩有望受益量价齐升

2022 年 03 月 30 日

——公司年报点评报告

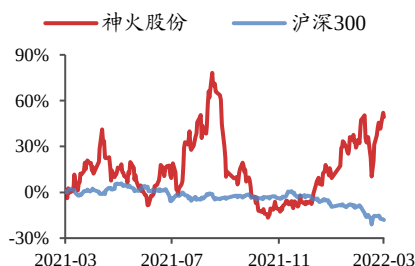
投资评级：买入（维持）
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2022/3/29
当前股价(元)	14.63
一年最高最低(元)	17.94/8.07
总市值(亿元)	329.32
流通市值(亿元)	326.46
总股本(亿股)	22.51
流通股本(亿股)	22.31
近 3 个月换手率(%)	300.06

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《公司业绩预告点评-业绩弹性大幅释放，计提减值轻装上阵》-2022.1.24
- 《公司三季报点评报告-Q3 减值拖累业绩，煤铝业绩持续向好》-2021.10.24
- 《公司中报点评报告-业绩六倍增长，受益“煤铝”高景气》-2021.8.10

● 煤铝双主业高景气，业绩有望受益量价齐升。维持“买入”评级

公司发布年报，2021 年实现营业收入 344.5 亿元，同比增长 83.2%；归母净利润 32.3 亿元，同比增长 803%；扣非后归母净利润 34.9 亿元，同比增长 3904%。2021Q4 单季归母净利润 9.35 亿元，环比增长 11.8%。2021 年煤铝双主业高景气带动全年业绩高增，全年及 Q4 单季业绩略高于此前业绩预告。公司全年计提大额信用/资产减值拖累（7.42/28.45 亿元）对业绩形成一定拖累。不考虑减值因素，公司总毛利实现同比增长 204%，可见煤铝业绩弹性均大幅释放。考虑到煤铝价格中枢均实现上移，云南水电铝全面投产在即，公司高盈利有望持续。我们维持 2022-2023 年预测，新增 2024 年预测，预计 2022-2024 年归母净利润 55.1/60.1/62.6 亿元，同比 70.4%/9.0%/4.3%；EPS 为 2.45/2.67/2.78 元，对应当前股价 PE 为 6.0/5.5/5.3 倍。维持“买入”评级。

● 煤铝均量价齐升，业绩弹性大幅释放

电解铝业务：云南铝陆续放量，铝价高涨成本可控。2021 年电解铝产/销量为 140.7/141.8 万吨，同比增长 37%/40.3%，其中新疆持续稳定在 80 万吨左右，云南实现销量 60 万吨，同比增长约 39 万吨。全年吨铝不含税价为 16628 元/吨，同比上涨 39.3%，同期长江有色 A00 铝均价同比上涨 33%，公司电解铝采取随行就市定价模式，充分受益高铝价红利；吨铝成本 10798 元/吨，同比增长 18.5%，主因氧化铝及电力成本上涨，吨铝原材料/动力成本分布同比增加 16.6%/20.5%；吨铝毛利 5831 元/吨，同比大增 106%，铝价高涨盈利弹性显著释放。

煤炭业务：产销同比大增，现货销售煤价高弹性。2021 年煤炭产/销量为 653.7/654.5 万吨，同比增长 16.9%/13.9%。吨煤不含税价 1177 元/吨，同比大增 72.5%，公司煤炭现货销售，煤价随行就市，而同期吨煤成本为 599 元/吨，仅同比增长 7.5%，煤炭板块盈利大幅改善，吨煤毛利达 578 元/吨，同比大增 364%。

● 云南铝全面投产在即，煤炭产量仍有增量空间

根据公司公告，自 2 月 22 日起，云南省内电解铝企业有序恢复供电，云南神火原停产的 22 万吨产能已陆续启动，生产效率明显提升。同时，剩余尚未投产的 15 万吨产能于 3 月内通电启动。预计 4 月底全部 90 万吨产能可全面投产，在铝价持续高景气预期下，电解铝全年业绩有望大幅增厚。同时煤炭板块仍有增量空间，梁北矿技改扩能（90 万吨增至 240 万吨）将于 2023 年达产，预计 2022-2023 年产量可达 180/240 万吨，有望贡献煤炭增量增厚业绩。

● **风险提示：**煤铝价格下跌超预期；煤矿停减产风险；云南铝复产进展不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,809	34,452	42,709	45,723	46,108
YOY(%)	6.8	83.2	24.0	7.1	0.8
归母净利润(百万元)	358	3,234	5,510	6,007	6,262
YOY(%)	-73.4	802.6	70.4	9.0	4.3
毛利率(%)	21.5	35.7	33.6	34.5	35.1
净利率(%)	1.9	9.4	12.9	13.1	13.6
ROE(%)	2.0	21.2	31.5	25.9	21.3
EPS(摊薄/元)	0.16	1.44	2.45	2.67	2.78
P/E(倍)	91.9	10.2	6.0	5.5	5.3
P/B(倍)	4.7	3.5	2.4	1.7	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	20,062	15,804	43,328	29,864	61,718
现金	14,151	10,515	33,242	24,148	51,829
应收票据及应收账款	851	388	1,876	363	1,819
其他应收款	438	404	726	451	746
预付账款	619	693	1,399	731	1,373
存货	2,051	2,777	4,654	2,779	4,611
其他流动资产	1,952	1,027	1,432	1,392	1,340
非流动资产	40,576	37,724	35,501	32,960	29,971
长期投资	3,072	3,370	3,469	3,589	3,741
固定资产	21,393	20,553	20,026	18,572	16,235
无形资产	4,632	4,823	4,764	4,704	4,645
其他非流动资产	11,478	8,978	7,243	6,094	5,350
资产总计	60,637	53,528	78,830	62,824	91,689
流动负债	40,305	33,055	54,009	31,399	53,279
短期借款	17,228	18,373	18,373	18,373	18,373
应付票据及应付账款	15,949	6,572	30,247	7,082	29,347
其他流动负债	7,128	8,109	5,388	5,944	5,558
非流动负债	7,906	6,098	5,324	5,109	4,985
长期借款	6,037	4,891	4,435	4,210	4,076
其他非流动负债	1,869	1,207	889	900	909
负债合计	48,211	39,153	59,333	36,508	58,264
少数股东权益	5,444	5,010	5,634	6,446	7,293
股本	2,231	2,251	2,251	2,251	2,251
资本公积	3,278	2,680	2,680	2,680	2,680
留存收益	1,344	4,353	9,628	15,493	21,607
归属母公司股东权益	6,982	9,365	13,862	19,869	26,132
负债和股东权益	60,637	53,528	78,830	62,824	91,689

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,722	11,296	27,061	-8,753	27,454
净利润	252	3,048	6,134	6,819	7,109
折旧摊销	1,349	1,597	1,324	1,338	1,338
财务费用	1,420	1,350	1,421	1,408	1,394
投资损失	85	-312	-50	-50	-50
营运资金变动	-2,341	236	18,459	-18,269	17,663
其他经营现金流	958	5,377	-227	-0	-0
投资活动现金流	-3,740	-2,387	949	1,254	1,702
资本支出	3,593	1,911	972	22,244	22,244
长期投资	-441	-22	-99	-82	-151
其他投资现金流	-588	-498	1,821	23,416	23,795
筹资活动现金流	4,392	-10,745	-5,283	-1,594	-1,475
短期借款	-1,320	1,145	-0	-0	-0
长期借款	3,846	-1,146	-456	-226	-134
普通股增加	331	20	-0	-0	-0
资本公积增加	829	-598	-0	-0	-0
其他筹资现金流	706	-10,166	-4,827	-1,368	-1,341
现金净增加额	2,368	-1,839	22,727	-9,094	27,681

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18,809	34,452	42,709	45,723	46,108
营业成本	14,766	22,157	28,368	29,936	29,936
营业税金及附加	430	692	854	914	922
营业费用	342	387	641	686	692
管理费用	622	1,049	1,286	1,477	1,383
研发费用	135	145	214	234	227
财务费用	1,420	1,350	1,421	1,408	1,394
资产减值损失	-687	-2,845	-0	-0	-0
其他收益	85	29	48	48	45
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	-85	312	50	50	50
资产处置收益	99	-79	-0	-0	-0
营业利润	506	5,346	10,023	11,166	11,649
营业外收入	292	194	200	200	200
营业外支出	26	464	-0	-0	-0
利润总额	772	5,077	10,223	11,366	11,849
所得税	520	2,028	4,089	4,546	4,739
净利润	252	3,048	6,134	6,819	7,109
少数股东损益	-106	-186	624	812	847
归母净利润	358	3,234	5,510	6,007	6,262
EBITDA	3,163	7,807	12,186	13,166	13,414
EPS(元)	0.16	1.44	2.45	2.67	2.78

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	6.8	83.2	24.0	7.1	0.8
营业利润(%)	-49.8	956.3	87.5	11.4	4.3
归属于母公司净利润(%)	-73.4	802.6	70.4	9.0	4.3
获利能力					
毛利率(%)	21.5	35.7	33.6	34.5	35.1
净利率(%)	1.9	9.4	12.9	13.1	13.6
ROE(%)	2.0	21.2	31.5	25.9	21.3
ROIC(%)	1.7	10.4	17.4	16.4	14.6
偿债能力					
资产负债率(%)	79.5	73.1	75.3	58.1	63.5
净负债比率(%)	115.3	111.1	-49.2	-2.6	-85.1
流动比率	0.5	0.5	0.8	1.0	1.2
速动比率	0.4	0.3	0.7	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	20.7	55.6	37.7	40.8	42.3
应付账款周转率	1.1	2.0	1.5	1.6	1.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.16	1.44	2.45	2.67	2.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	5.02	12.02	-3.89	12.20
每股净资产(最新摊薄)	3.10	4.16	6.16	8.83	11.61
估值比率					
P/E	91.9	10.2	6.0	5.5	5.3
P/B	4.7	3.5	2.4	1.7	1.3
EV/EBITDA	16.7	6.9	2.4	2.9	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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