安信证券 ESSENCE SECURITIES

2021 年 04 月 08 日

公司快报

证券研究报告

无烟煤

神火股份（000933.SZ）

云南神火水电铝投产，掀开发展新篇章

■公司 2020 年经营性净现金流同比增长 1670.29%。据公司年报，2020 年公司营业收入 188.09 亿元，同比增长 7.25%，公司实现归母净利润 3.58 亿元，同比减少 73.26%，扣非归母净利润 0.87 亿元，同比增长 105.33%，经营活动产生的现金流量净额 17.22 亿元，同比增长 1670.29%。公司 2020 年归母净利润大幅下滑的主要原因一是 2019 年基数高，2019 年公司确认了山西省左权县高家庄煤矿探矿权转让收益 32.55 亿元和河南神火光明房地产开发有限公司股权转让收益 4.35 亿元；二是资产减值准备金额占比较大，包括存货、固定资产、无形资产等计提减值合计达到 6.88 亿元。扣非净利润和经营性净现金流大幅增长的原因是因为铝价上涨，电解铝盈利能力增强。

■2020 年公司经营性净现金流大幅增长主要来自于电解铝盈利能力提升和降本增效。一是铝板利营业利润同比提升 2252.36%。据公告，公司 2020 年原铝产量 102.28 万吨，同比增长 15.32%；长江铝锭价格 14197 元/吨，同比提升 1.6%；使铝板块营收增长 16.50%，营业利润提升 2252.36%；实现毛利润 28.61 亿元，同比提升 114%，占总毛利达到 70.75%；毛利率达到 23.72%，同比提升 10.83pct。**二是降本增效成果显著。**公司 2020 年期间费用率为 13.2%，同比下降 4.7pct，其中销售费用、管理费用和财务费用分别下降 32.2%、40.8%和 14.6%。

■云南神火完成并表，电解铝权益产能增长有望带来业绩提升。据公告，云南神火已于 2020 年 9 月 30 日完成过户，同时神火集团将其全部表决权委托给神火股份行使，交易完成后，神火股份将持有云南神火 43.40%股权，并拥有其 73.60%表决权，成为云南神火控股股东，并纳入上市公司合并报表范围。据公告，云南神火设计产能合计 90 万吨，目前已投产 75 万吨，剩余 15 万吨将于 2021 年二季度投产完毕，2021 年计划生产 160.5 万吨原铝，同比提升 56.92%，有望成为公司主要盈利来源。

■电解铝迎来高吨铝利润新时代，成本端持续承压利好公司综合毛利率不断改善。一是全球范围新冠疫苗接种和美国财政刺激驱动需求复苏；二是供给端长期看受供给侧改革红线压制和碳中和政策贯彻影响，而成本端氧化铝价格仍受到产能持续过剩影响持续压制，吨铝高利润维持有望驱动公司综合毛利率不断改善。

■给予“买入-A”投资评级，6 个月目标价为 15 元。考虑公司未来增资控股带来产能增长叠加当前电解铝吨铝利润有望延续，假设电解铝价格在 2021-2023 年均价分别为 1.6 万元、1.7 万元、1.7 万元，我们预计公司归母净利润分别为 30.2 亿元、38.4 亿元、39.2 亿元，对应 PE 分别为 7.6x、6.0x、5.9x，给予“买入-A”的投资评级，6 个月目标价为 15 元，对应 2021 年和 2022 年分别为 11x 和 9x 的动态市盈率。

■风险提示：1）电解铝需求不及预期导致价格大幅下行；2）云南神火投产进度不及预期；3）煤矿出现安全风险事件；4）公司大幅计提减值。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	17,617.8	18,809.2	30,708.1	34,382.8	34,382.8
净利润	1,345.5	358.3	3,016.1	3,837.6	3,919.3
每股收益(元)	0.60	0.16	1.35	1.72	1.76
每股净资产(元)	3.49	3.13	4.30	5.80	5.57

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	17.1	64.1	7.6	6.0	5.9
市净率(倍)	3.0	3.3	2.4	1.8	1.8
净利润率	7.6%	1.9%	9.8%	11.2%	11.4%
净资产收益率	6.4%	2.0%	40.1%	41.7%	43.8%
股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	7.3%	3.4%	37.4%	27.9%	93.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

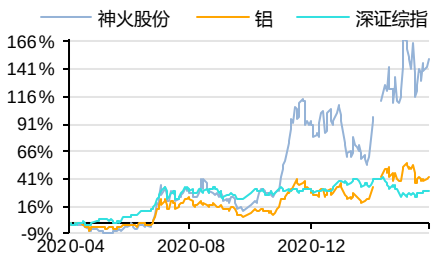
6 个月目标价： **15 元**

股价（2021-04-07） **10.30 元**

交易数据

总市值（百万元）	22,984.06
流通市值(百万元)	19,575.13
总股本（百万股）	2,231.46
流通股本(百万股)	1,900.50
12 个月价格区间	3.83/11.02 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	20.84	33.02	128.53
绝对收益	19.08	26.07	158.05

齐丁 分析师
SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

王政 分析师
SAC 执业证书编号：S1450520020002
wangzheng1@essence.com.cn

王建润 分析师
SAC 执业证书编号：S1450520080003
wangjr@essence.com.cn
010-83321037

相关报告

神火股份：Q3 扣非盈利增幅 201%，云南神火并表持续提升业绩/齐丁	2020-10-13
神火股份：中报扣非利润大增，电解铝权益产能、氧化铝自给率有望提升/齐丁	2020-08-19

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	17,617.8	18,809.2	30,708.1	34,382.8	34,382.8
减:营业成本	15,010.1	14,765.6	18,979.6	20,234.0	20,234.3
营业税费	472.2	430.0	675.6	756.4	756.4
销售费用	505.2	342.4	552.7	618.9	618.9
管理费用	1,033.3	622.3	1,016.0	1,137.5	1,137.5
财务费用	1,614.2	1,420.0	1,653.6	1,596.2	1,378.2
资产减值损失	-1,685.0	-687.1	-	-	-
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	579.4	-84.5	-84.5	-84.5	-84.5
营业利润	1,007.6	506.1	7,776.7	9,967.5	10,185.2
加:营业外净收支	53.3	266.1	266.1	266.1	266.1
利润总额	1,060.9	772.3	8,042.8	10,233.6	10,451.3
减:所得税	491.6	520.4	2,010.7	2,558.4	2,612.8
净利润	1,345.5	358.3	3,016.1	3,837.6	3,919.3

资产负债表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	10,303.8	14,151.0	890.0	26,022.0	25,136.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,121.8	970.6	1,584.6	1,774.2	1,774.2
应收票据	-	-	1,228.3	1,375.3	1,375.3
预付帐款	628.8	618.5	795.0	847.6	847.6
存货	2,129.6	2,051.3	2,636.7	2,811.0	2,811.0
其他流动资产	1,631.8	2,270.2	1,176.4	1,176.4	1,176.4
可供出售金融资产	-	-	215.4	215.4	
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	3,389.8	3,072.3	3,072.3	3,072.3	3,072.3
投资性房地产	40.5	50.2	-	-	-
固定资产	16,327.5	21,391.0	21,244.5	21,134.5	20,989.6
在建工程	4,693.4	4,980.4	4,980.4	4,980.4	4,980.4
无形资产	4,884.6	4,632.5	5,612.0	5,612.0	5,612.0
其他非流动资产					
资产总额	49,393.6	60,637.3	49,735.1	75,270.5	
短期债务	18,548.0	17,227.9	17,227.9	17,227.9	17,227.9
应付帐款	3,675.3	5,633.9	7,241.8	7,720.4	7,720.5
应付票据	9,192.9	12,001.8	15,427.0	16,446.6	16,446.9
其他流动负债					
长期借款	2,191.5	6,037.2	6,037.2	6,037.2	6,037.2
其他非流动负债					
负债总额	40,557.5	48,211.0	48,311.2	49,809.9	49,810.3
少数股东权益	1,054.3	5,444.2	5,444.2	5,444.2	5,444.2
股本	1,900.5	2,231.5	2,231.5	2,231.5	2,231.5
留存收益	5,778.2	4,621.3	11,991.0	15,329.7	
股东权益	8,836.0	12,426.3	15,050.3	18,389.0	17,879.5

财务指标

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长性					
营业收入增长率	-6.5%	6.8%	63.3%	12.0%	0.0%
营业利润增长率	106.9%	-49.8%	1436.5%	28.2%	2.2%
净利润增长率	463.3%	-73.4%	741.7%	27.2%	2.1%
EBITDA 增长率	260.7%	4.6%	134.6%	20.6%	0.0%
EBIT 增长率	-3121.6	13.6%	189.1%	22.9%	0.0%
NOPLAT 增长率	-448.6%	-55.4%	1025.9%	22.6%	0.0%
投资资本增长率	-2.9%	1.4%	64.3%	-70.2%	
净资产增长率	15.5%	40.6%	21.1%	22.2%	-2.8%
利润率					
毛利率	14.8%	21.5%	38.2%	41.2%	41.1%
营业利润率	5.7%	2.7%	25.3%	29.0%	29.6%
净利润率	7.6%	1.9%	9.8%	11.2%	11.4%
EBITDA/营业收入	24.2%	23.7%	34.0%	36.6%	36.6%
EBIT/营业收入	16.2%	17.3%	30.6%	33.6%	33.6%
运营效率					
固定资产周转天数	347	361	250	222	221
流动营业资本周转天数	-185	-213	-175	-178	-183
流动资产周转天数	352	343	166	222	351
应收帐款周转天数	36	20	15	18	19
存货周转天数	74	40	27	29	29
总资产周转天数	1,051	1,053	647	654	
投资资本周转天数	386	359	293	211	
投资回报率					
ROE	6.4%	2.0%	40.1%	41.7%	43.8%
ROA	1.2%	0.4%	12.1%	10.2%	
ROIC	7.3%	3.4%	37.4%	27.9%	93.6%
费用率					
销售费用率	2.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用率	5.9%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
财务费用率	9.2%	7.5%	5.4%	4.6%	4.0%
三费/营业收入	17.9%	12.7%	10.5%	9.8%	9.1%
偿债能力					
资产负债率	82.1%	79.5%	101.5%	68.3%	69.3%
负债权益比	459.0%	388.0%	321.0%	270.9%	278.6%
流动比率	0.44	0.50	0.20	0.80	0.78
速动比率	0.38	0.45	0.14	0.73	0.71
利息保障倍数	1.77	2.29	5.68	7.24	8.38
分红指标					
DPS(元)	0.09	-	-	-	-
分红比率	14.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	569.3	251.9	3,016.1	3,837.6	3,919.3
加:折旧和摊销	1,532.3	1,350.4	1,045.9	1,045.9	1,045.9
资产减值准备	1,697.4	687.4	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	1,711.1	1,732.2	1,653.6	1,596.2	1,378.2
投资损失	-579.4	84.5	84.5	84.5	84.5
少数股东损益	-776.2	-106.5	3,016.1	3,837.6	3,919.3
营运资金的变动	-4,473.8	-5,145.7	2,699.4	935.3	0.3
经营活动产生现金流量	131.2	1,721.8	11,515.5	11,337.2	10,347.4
投资活动产生现金流量	3,372.5	-3,739.9	-161.8	-84.5	
融资活动产生现金流量	-3,417.9	4,391.9	-130.0	-2,777.7	

业绩和估值指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS(元)	0.60	0.16	1.35	1.72	1.76
BVPS(元)	3.49	3.13	4.30	5.80	5.57
PE(X)	17.1	64.1	7.6	6.0	5.9
PB(X)	3.0	3.3	2.4	1.8	1.8
P/FCF	10.3	7.4	40.7	4.7	5.7
P/S	1.3	1.2	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.0	6.7	4.3	1.5	
CAGR(%)	138.0%	214.6%	-555.2%	138.0%	214.6%
PEG	0.1	0.3	-0.0	0.0	0.0
ROIC/WACC	0.8	0.4	4.2	3.1	10.4
REP	1.4	4.2	0.3	0.7	

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

齐丁、王政、王建润声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： **深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层**

邮　编： 518026

上海市

地　址： **上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层**

邮　编： 200080

北京市

地　址： **北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层**

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。