

## 神火股份 (000933.SZ)

## 煤铝价格下行拖累业绩，看好煤矿及电解铝增量

2023年08月22日

——公司半年报点评报告

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）

汤悦（联系人）

zhangxucheng@kysec.cn

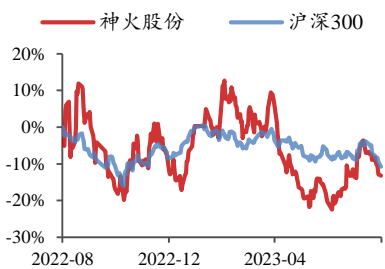
tangyue@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790123030035

日期	2023/8/21
当前股价(元)	14.19
一年最高最低(元)	20.33/12.59
总市值(亿元)	319.41
流通市值(亿元)	317.56
总股本(亿股)	22.51
流通股本(亿股)	22.38
近3个月换手率(%)	94.84

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《煤铝双核显优势，电池铝箔贡献新

成长—公司深度报告》-2023.5.22

《铝价拖累 Q1 业绩，看好煤矿成长及煤铝价格弹性—公司信息更新报告》

-2023.4.25

《量价齐升业绩高增，看好经济复苏带动景气持续—公司 2022 年报点评》

-2023.3.28

### ●煤铝价格下行拖累业绩，看好煤矿及电解铝增量。维持“买入”评级

公司发布半年报，2023H1 实现营业收入 191.09 亿元，同比-11.72%；实现归母净利润 27.39 亿元，同比-39.59%；其中 Q2 实现营业收入 95.95 亿元，同比-11.94%，环比+0.84%；实现归母净利润 11.93 亿元，同比-53.86%，环比-22.83%。考虑到 2023 年上半年煤铝价格同比有不同程度下滑，下半年受稳增长政策的大力支持，煤铝价格有望在企稳后继续反弹，但预计全年煤铝价格仍将同比有一定下滑。我们下调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 60.2/68.9/72.6 亿元（前值 75.9/80.2/83.7 亿元），同比-20.5%/+14.5%/+5.4%；EPS 为 2.67/3.06/3.23 元，对应当前股价 PE 为 5.3/4.7/4.4 倍。考虑到梁北煤矿技改有望贡献增量，收购云南神火部分股权有望增加电解铝权益产能，同时电池铝箔放量在即，公司高盈利有望持续。维持“买入”评级。

### ●煤炭产销稳步提升，云南电解铝限产叠加煤铝价下跌拖累业绩

**煤炭业务：**公司主要煤种为无烟煤和贫瘦煤，下游主要以冶金行业为主。受益于梁北煤矿产量释放，公司煤炭产销稳步提升，2023H1 公司煤炭产/销量为 379.9/387.8 万吨，同比+20.6%/+24.6%。2023 年上半年市场煤价回调，2023H1 永城无烟煤车板价均价 1817 元/吨，同比-19.4%；河南贫瘦煤市场价均价为 1658 元/吨，同比-16.4%。2023H1 公司吨煤售价为 1141 元/吨，同比-28.6%，吨煤成本下滑 15.9%至 573 元/吨，煤炭业务毛利率为 49.8%，同比下滑 7.6 个百分点。

**电解铝业务：**自 2022 年 9 月云南电解铝限产后，2023 年 2 月云南再度压减电解铝产能，阶段性影响云南神火产量释放，2023H1 公司实现电解铝产/销量为 72.7/73.2 万吨，同比-6.0%/4.8%。价格方面，2023H1 长江有色 A00 铝均价为 18488 元/吨，同比-13.7%；2023H1 公司电解铝吨综合售价为 16586 元/吨，同比-11.9%，吨综合成本 12764 元/吨，同比-1.1%；电解铝业务毛利率为 23.0%，同比下降 9 个百分点。**铝箔业务：**8 万吨铝箔产能基本处于满产满销状态，2023H1 产销量为 4.2/3.9 万吨。食品箔及电池铝箔加工费下滑拖累单吨盈利，但对整体业绩影响较小。

### ●梁北煤矿贡献增量，收购云南神火部分股权增加权益产能

**煤炭业务：**随着梁北煤矿产量逐步释放，2023 年有望贡献 180 万吨产量。随着稳增长政策持续落地，无烟煤及贫瘦煤有望反弹。**电解铝业务：**公司公告拟收购河南资产商发神火绿色发展基金和商丘新发投资有限公司持有的云南神火 9.90%和 4.95%股权，收购价格为 9.66 亿元和 4.83 亿元，收购完成后公司将持有云南神火 58.25%股权，电解铝权益产能进一步提高。**铝箔业务：**神隆宝鼎已完成 IATF16949 汽车质量管理体系认证，二期 6 万吨新能源动力电池材料项目预计 2023 年底投产。此外公司 2023 年 1 月 11 日决议在云南建设年产 11 万吨新能源电池铝箔项目，达产后公司将形成 25 万吨铝加工产能。

●风险提示：煤铝价格下跌超预期；停、减产规模与时间超预期；新产能释放不及预期

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	34,493	42,704	39,749	42,203	44,214
YOY(%)	83.4	23.8	-6.9	6.2	4.8
归母净利润(百万元)	3,237	7,571	6,018	6,890	7,260
YOY(%)	803.3	133.9	-20.5	14.5	5.4
毛利率(%)	35.7	31.3	29.2	29.0	29.3
净利率(%)	9.4	17.7	15.1	16.3	16.4
ROE(%)	21.3	40.5	24.6	24.0	20.9
EPS(摊薄/元)	1.44	3.36	2.67	3.06	3.23
P/E(倍)	9.9	4.2	5.3	4.7	4.4
P/B(倍)	3.4	2.0	1.6	1.3	1.1

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)						利润表(百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	15804	23645	30820	30448	42116	<b>营业收入</b>	34493	42704	39749	42203	44214
现金	10515	17907	25509	24404	36229	营业成本	22190	29338	28146	29959	31268
应收票据及应收账款	388	711	507	672	619	营业税金及附加	692	712	730	739	793
其他应收款	404	657	321	722	369	营业费用	387	329	376	362	399
预付账款	693	462	795	436	906	管理费用	1049	764	960	887	998
存货	2777	3100	2771	3352	3104	研发费用	145	184	169	181	189
其他流动资产	1027	807	917	862	890	财务费用	1350	770	738	460	354
<b>非流动资产</b>	37732	36852	33769	34638	35370	资产减值损失	-2845	-22	0	0	0
长期投资	3370	3576	4082	4598	5110	其他收益	29	40	35	38	36
固定资产	20554	20753	17305	17998	18194	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	4823	5245	5179	5009	4973	投资净收益	312	228	270	249	260
其他非流动资产	8985	7278	7203	7033	7095	资产处置收益	-79	16	-31	-8	-19
<b>资产总计</b>	53537	60497	64590	65086	77487	<b>营业利润</b>	5355	10902	9075	10113	10758
<b>流动负债</b>	33055	34694	36099	31316	38686	营业外收入	194	144	169	157	163
短期借款	18373	21918	20146	21032	20589	营业外支出	464	386	425	405	415
应付票据及应付账款	6572	5855	10286	4243	12162	<b>利润总额</b>	5085	10660	8819	9864	10506
其他流动负债	8109	6922	5667	6041	5935	所得税	2028	2083	2621	2429	2855
<b>非流动负债</b>	6098	4602	3343	2821	2141	<b>净利润</b>	3057	8576	6198	7434	7651
长期借款	4891	3219	2048	1482	824	少数股东损益	-180	1005	181	544	391
其他非流动负债	1207	1383	1295	1339	1317	<b>归属母公司净利润</b>	3237	7571	6018	6890	7260
<b>负债合计</b>	39153	39296	39442	34136	40827	EBITDA	7803	13357	10991	11944	12528
少数股东权益	5016	5138	5319	5863	6255	EPS(元)	1.44	3.36	2.67	3.06	3.23
股本	2251	2251	2251	2251	2251						
资本公积	2680	2659	2659	2659	2659	<b>主要财务比率</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
留存收益	4356	10932	15239	20434	25766	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	9368	16062	19829	25087	30405	营业收入(%)	83.4	23.8	-6.9	6.2	4.8
负债和股东权益	53537	60497	64590	65086	77487	营业利润(%)	958.0	103.6	-16.8	11.4	6.4
						归属于母公司净利润(%)	803.3	133.9	-20.5	14.5	5.4
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	35.7	31.3	29.2	29.0	29.3
						净利率(%)	9.4	17.7	15.1	16.3	16.4
						ROE(%)	21.3	40.5	24.6	24.0	20.9
						ROIC(%)	10.5	21.7	15.6	16.2	15.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	73.1	65.0	61.1	52.4	52.7
						净负债比率(%)	109.3	44.1	-9.9	-3.3	-38.1
						流动比率	0.5	0.7	0.9	1.0	1.1
						速动比率	0.4	0.6	0.7	0.8	1.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.7	0.6
						应收账款周转率	55.6	79.2	67.4	73.3	70.4
						应付账款周转率	6.2	8.9	7.5	8.2	7.9
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.44	3.36	2.67	3.06	3.23
						每股经营现金流(最新摊薄)	5.02	6.25	5.75	1.24	7.70
						每股净资产(最新摊薄)	4.16	7.14	8.81	11.14	13.51
						<b>估值比率</b>					
						P/E	9.9	4.2	5.3	4.7	4.4
						P/B	3.4	2.0	1.6	1.3	1.1
						EV/EBITDA	6.8	3.5	3.2	3.1	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 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，属于商业秘密材料，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9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