

神火股份 (000933.SZ)

2023年中报点评：煤铝价格回落拖累公司业绩，云南神火复产有望修复下半年盈利

买入(维持评级)

当前价格：14.75元
目标价格：18.26元

投资要点：

➤ **事件：公司发布2023年半年报。**2023H1公司实现营收191.09亿元，同比-11.72%；归母净利润27.39亿元，同比-39.59%。分季度看，2023Q2单季营收95.95亿元，同比-11.94%，环比+0.84%；归母净利润11.93亿元，同比-53.86%，环比-22.83%。

➤ **煤炭价格回落拖累公司业绩。**量：梁北煤矿产能释放，煤炭产量379.9万吨，同比+64.9万吨/+20.6%，销量387.79万吨，同比+76.6万吨/+24.6%。价：2023年以来煤炭价格大幅下滑，23H1永城无烟精煤车板均价为1176.94元/吨，同比-18.6%。利：2023H1公司煤炭板块实现毛利22.06亿元，同比-22.7%，毛利率49.84%，同比-7.5pct。

➤ **电解铝量减价跌，盈利空间下移。**量：受云南限产影响，电解铝产量72.68万吨，同比-4.62万吨/-5.98%；销量73.23万吨，同比-3.67万吨/-4.77%。价：2023年铝价震荡运行，2023H1长江有色A00铝均价为18489元/吨，同比-2,914元/吨/-13.6%。利：2023H1公司电解铝板块实现毛利27.99亿元，同比-38.7%，毛利率23.04%，同比-8.5pct。

➤ **公司重视研发投入，研发费用大幅增加。**公司2023H1发生期间费用10.69亿元，其中，研发费用4.43亿元，同比增加559.3%；财务费用1.58亿元，同比下降57.1%，主要系融资成本及融资规模均有所下降。

➤ **加速布局下游业务，切入电池铝箔快车道。**为抓住电池铝箔发展机遇，神隆宝鼎二期6万吨新能源动力电池材料生产项目正在加速投建，目前首台轧机已开始安装，预计9月份开始带料调试，2024年2月份8台轧机全部完成调试，投产完毕后公司铝箔产能将达到14万吨。

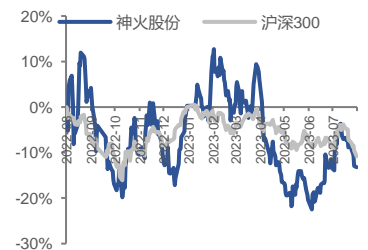
➤ **盈利预测与投资建议：**由于2023年上半年煤炭价格下跌较快，我们预计未来煤价将低位运行，故下调公司盈利预测，预计23-25年归母净利润为52.5/64.1/73.5亿元(前值82.0/102.8/98.2亿元)，给予目标价18.26元和“买入”评级。

➤ **风险提示：**产能释放不及预期，下游需求不及预期，原材料和能源价格波动风险

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2251/2238
总市值/流通市值(百万元)	33202/33010
每股净资产(元)	7.40
资产负债率(%)	64.66
一年内最高/最低(元)	18.43/12.67

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 王保庆

执业证书编号：S0210522090001

邮箱：WBQ3918@hfzq.com.cn

相关报告

《神火股份(000933.SZ)：煤铝共振，量价齐升，业绩迎来兑现期》——20230322

《神火股份(000933.SZ)：2022年报点评：煤铝量价齐升，铝箔有望成为新增长点》——20230328

《神火股份(000933.SZ)：2023年一季报点评：煤铝价格影响Q1业绩，电池铝箔稳步推进未来可期增长点》——20230424

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	34,452	42,704	38,709	44,273	47,838
增长率	83%	24%	-9%	14%	8%
净利润(百万元)	3,234	7,571	5,252	6,410	7,352
增长率	803%	134%	-31%	22%	15%
EPS(元/股)	1.44	3.36	2.33	2.85	3.27
市盈率(P/E)	10.3	4.4	6.3	5.2	4.5
市净率(P/B)	3.5	2.1	1.7	1.4	1.2

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	17,907	7,742	8,855	11,999	营业收入	42,704	38,709	44,273	47,838
应收票据及账款	711	587	627	630	营业成本	29,338	27,904	31,187	33,084
预付账款	462	439	491	521	税金及附加	712	542	620	670
存货	3,100	3,734	3,948	4,065	销售费用	329	310	341	359
合同资产	0	0	0	0	管理费用	764	581	664	718
其他流动资产	1,465	2,297	2,545	2,299	研发费用	184	774	885	957
流动资产合计	23,645	14,799	16,466	19,514	财务费用	770	339	45	-138
长期股权投资	3,576	3,576	3,576	3,576	信用减值损失	31	-2	-2	-3
固定资产	20,716	20,979	20,948	21,199	资产减值损失	-22	-5	-5	-5
在建工程	990	890	790	790	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	5,218	4,873	4,686	4,536	投资收益	228	200	150	100
商誉	0	0	0	0	其他收益	40	30	20	20
其他非流动资产	6,333	6,945	7,400	7,938	营业利润	10,902	8,503	10,714	12,321
非流动资产合计	36,833	37,263	37,399	38,038	营业外收入	144	150	100	100
资产合计	60,477	52,062	53,866	57,552	营业外支出	386	300	250	250
短期借款	21,918	8,125	3,103	0	利润总额	10,660	8,353	10,564	12,171
应付票据及账款	5,855	7,213	8,086	7,821	所得税	2,084	1,670	2,113	2,434
预收款项	0	2	1	1	净利润	8,576	6,683	8,451	9,737
合同负债	239	697	797	861	少数股东损益	1,005	1,430	2,041	2,385
其他应付款	2,577	2,835	3,118	3,430	归属母公司净利润	7,571	5,253	6,410	7,352
其他流动负债	4,106	5,042	5,145	5,067	EPS (按最新股本摊薄)	3.36	2.33	2.85	3.27
流动负债合计	34,694	23,915	20,251	17,181					
长期借款	3,219	1,419	619	-181	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	1,383	1,185	1,253	1,323	成长能力				
非流动负债合计	4,602	2,603	1,871	1,142	营业收入增长率	24.0%	-9.4%	14.4%	8.1%
负债合计	39,296	26,518	22,122	18,322	EBIT 增长率	77.9%	-24.0%	22.1%	13.4%
归属母公司所有者权益	16,044	18,976	23,135	28,235	归母公司净利润增长率	134.1%	-30.6%	22.0%	14.7%
少数股东权益	5,137	6,567	8,609	10,994	获利能力				
所有者权益合计	21,181	25,543	31,744	39,229	毛利率	31.3%	27.9%	29.6%	30.8%
负债和股东权益	60,477	52,062	53,866	57,552	净利率	20.1%	17.3%	19.1%	20.4%
					ROE	35.7%	20.6%	20.2%	18.7%
					ROIC	30.1%	31.7%	38.7%	39.7%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	65.0%	50.9%	41.1%	31.8%
经营活动现金流	14,061	9,232	11,233	11,758	流动比率	0.7	0.6	0.8	1.1
现金收益	11,047	8,903	10,377	11,470	速动比率	0.6	0.5	0.6	0.9
存货影响	-323	-634	-214	-116	营运能力				
经营性应收影响	-69	152	-87	-28	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
经营性应付影响	-919	1,619	1,155	47	应收账款周转天数	5	6	5	5
其他影响	4,326	-807	2	385	存货周转天数	36	44	44	44
投资活动现金流	-462	-2,082	-1,941	-2,386	每股指标 (元)				
资本支出	-2,269	-1,700	-1,564	-1,972	每股收益	3.36	2.33	2.85	3.27
股权投资	-206	0	0	0	每股经营现金流	6.25	4.10	4.99	5.22
其他长期资产变化	2,013	-382	-377	-414	每股净资产	7.13	8.43	10.28	12.54
融资活动现金流	-11,403	-17,315	-8,179	-6,228	估值比率				
借款增加	1,007	-14,502	-5,924	-4,155	P/E	4	6	5	5
股利及利息支付	-2,066	-3,604	-3,254	-3,056	P/B	2	2	1	1
股东融资	7	0	0	0	EV/EBITDA	52	43	34	35
其他影响	-10,351	791	999	983					

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn