

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

神火股份 (000933.SZ)

投资评级

上次评级

张航 金属&amp;新材料行业首席分析师

执业编号: S1500523080009

邮箱: zhanghang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 煤炭价格拖累业绩，铝利润环比走阔

2023年08月24日

- **事件:** 公司发布 2023 年半年报, 2023 年 H1 公司实现营业收入 191.09 亿元, 同比下降 11.72%; 归母净利润 27.39 亿元, 同比下降 39.59%。Q2 实现营业收入 95.95 亿元, 同比下降 11.94%、环比增长 0.84%; 归母净利润 11.93 亿元, 同比下降 53.86%、环比下降 22.84%。业绩基本与业绩预告相符。
- **电解铝产量受限产影响, 煤炭价格拖累 Q2 业绩:** 1) 2023 年上半年, 电解铝受云南限产影响, 煤炭产量有所增长。公司上半年生产及销售电解铝 72.68/73.23 万吨, 分别完成年度计划的 43.78%/44.12%, 同比下降 6%/4.8%。生产及销售煤炭 379.9/387.8 万吨, 分别完成年度计划的 54.19%/55.32%, 同比增长 20.6%/24.6%。生产及销售铝箔 4.2/3.85 万吨, 分别完成年度计划的 52.5%/48.09%, 同比增长 7.1%/下降 1.8%。2) 价格方面, 上半年电解铝均价为 18489 元/吨, 同比下降 13.6%; Q2 电解铝均价为 18520 元/吨, 同比、环比分别下降 10.2%、增长 0.3%。无烟精煤均价 1577 元/吨, 环比下降 23.3%, 同比下降 30.2%。煤炭价格下降幅度较大, 影响营收及利润规模。3) 利润方面, 云南 Q2 电解铝成本 13927 元/吨, 环比下降 4.3%, 吨利润环比增长 36%。新疆成本 13074 元/吨, 环比下降 6.2%, 吨利润环比增长 37.2%。电解铝吨利润增厚主要受益预焙阳极以及氧化铝等原材料下降(预焙阳极 Q2 均价 5486 元/吨, 同比下降 30.2%, 环比下降 20.3%)。
- **铝电成本优势显著, 铝箔成长可期:** ①公司电解铝身处成本优势显著的新疆地区及拥有绿电产能的云南地区, 兼具成本及绿电两大优势, 利润稳定性高。伴随云南电解铝生产稳定, 电解铝板块业绩有望增长。②公司当前拥有铝箔产能 8 万吨, 神隆宝鼎二期 6 万吨预计 2023 年底投产, 云南 11 万吨水电铝箔项目正在积极推进, 预计伴随上述项目逐步投产, 公司未来总产能将达到 25 万吨/年。伴随新能源及储能市场需求持续增长, 公司铝箔产品有望成为新的增长亮点。
- **盈利预测:** 我们预计 2023-2025 年摊薄每股收益分别为 2.47 元、2.96 元、3.49 元, 对应当前股价的 PE 分别为 6x、5x、4x。
- **风险因素:** 电解铝需求不及预期, 煤价下降超预期, 云南电解铝产能生产受限。

主要财务指标 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	34,493	42,704	37,913	44,253	45,980
同比(%)	83.4%	23.8%	-11.2%	16.7%	3.9%
归属母公司净利润	3,237	7,571	5,555	6,670	7,865
同比(%)	803.3%	133.9%	-26.6%	20.1%	17.9%
毛利率(%)	35.7%	31.3%	27.1%	27.8%	30.0%
ROE(%)	34.6%	47.2%	23.5%	20.7%	18.7%
EPS (摊薄) (元)	1.45	3.39	2.47	2.96	3.49
P/E	6.27	4.41	6.08	5.06	4.29
P/B	2.18	2.10	1.43	1.05	0.80
EV/EBITDA	3.24	3.23	3.85	2.61	1.51

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 8 月 24 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	15,804	23,645	31,424	41,520	50,903	
货币资金	10,515	17,907	26,047	35,415	44,715	
应收票据	0	21	18	21	22	
应收账款	388	690	613	715	743	
预付账款	693	462	435	503	507	
存货	2,777	3,100	2,920	3,377	3,400	
其他	1,431	1,465	1,391	1,488	1,515	
<b>非流动资产</b>	37,732	36,833	37,829	38,824	39,820	
长期股权投资	3,370	3,576	3,782	3,988	4,194	
固定资产(合计)	20,544	20,734	21,177	21,620	22,063	
无形资产	4,809	5,218	5,218	5,218	5,218	
其他	9,009	7,304	7,651	7,998	8,345	
<b>资产总计</b>	53,537	60,477	69,261	80,362	90,750	
<b>流动负债</b>	33,055	34,694	35,690	37,779	37,844	
短期借款	18,373	21,918	23,247	24,605	24,605	
应付票据	3,364	2,449	2,449	2,449	2,449	
应付账款	3,208	3,406	3,406	3,406	3,406	
其他	8,109	6,922	6,587	7,319	7,385	
<b>非流动负债</b>	6,098	4,602	4,299	3,996	3,693	
长期借款	4,891	3,219	2,916	2,613	2,310	
其他	1,207	1,383	1,383	1,383	1,383	
<b>负债合计</b>	39,153	39,296	39,988	41,775	41,537	
少数股东权益	5,016	5,137	5,674	6,318	7,078	
归属母公司股东权益	9,368	16,044	23,599	32,269	42,134	
<b>负债和股东权益</b>	53,537	60,477	69,261	80,362	90,750	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	34,493	42,704	37,913	44,253	45,980	
同比(%)	83.4%	23.8%	-11.2%	16.7%	3.9%	
归属母公司净利润	3,237	7,571	5,555	6,670	7,865	
同比(%)	803.3	133.9%	-26.6%	20.1%	17.9%	
毛利率(%)	35.7%	31.3%	27.1%	27.8%	30.0%	
ROE%	34.6%	47.2%	23.5%	20.7%	18.7%	
EPS(摊薄)(元)	1.45	3.39	2.47	2.96	3.49	
P/E	6.27	4.41	6.08	5.06	4.29	
P/B	2.18	2.10	1.43	1.05	0.80	
EV/EBITDA	3.24	3.23	3.85	2.61	1.51	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	34,493	42,704	37,913	44,253	45,980	
营业成本	22,190	29,338	27,634	31,958	32,181	
营业税金及附加	692	712	532	621	645	
销售费用	387	329	347	405	420	
管理费用	1,049	764	581	678	704	
研发费用	145	184	879	1,026	1,066	
财务费用	1,350	770	490	275	4	
减值损失合计	-2,845	-22	0	0	0	
投资净收益	312	228	288	0	0	
其他	-792	87	52	37	38	
<b>营业利润</b>	5,355	10,902	7,791	9,327	10,998	
营业外收支	-270	-242	-23	0	0	
<b>利润总额</b>	5,085	10,660	7,768	9,327	10,998	
所得税	2,028	2,083	1,676	2,012	2,373	
<b>净利润</b>	3,057	8,576	6,092	7,314	8,625	
少数股东损益	-180	1,005	537	644	760	
<b>归属母公司净利润</b>	3,237	7,571	5,555	6,670	7,865	
EBITDA	11,193	13,272	9,306	10,543	11,827	
EPS(当年)(元)	1.45	3.39	2.47	2.96	3.49	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	11,296	14,061	8,238	9,732	11,030	
净利润	3,057	8,576	6,092	7,314	8,625	
折旧摊销	1,877	1,835	1,585	1,585	1,585	
财务费用	1,466	1,024	800	828	837	
投资损失	-312	228	-288	0	0	
营运资金变动	601	1,844	26	4	-17	
其它	4,608	552	23	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	-2,387	-462	-325	-590	-590	
资本支出	-1,817	-267	-323	-300	-300	
长期投资	30	-54	-290	-290	-290	
其他	-599	-142	288	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	-10,745	-	226	226	-1,139	
吸收投资	100	7	0	0	0	
借款	22,163	22,157	1,026	1,054	-303	
支付利息或股息	-1,273	-2,066	-800	-828	-837	
<b>现金流净增加额</b>	-1,839	2,209	8,140	9,368	9,300	

## 研究团队简介

**张航**，信达证券金属与新材料首席分析师，中国人民大学金融学本科，法国 KEDGE 商学院管理学硕士，先后任职于兴业证券、民生证券，2023 年加入信达证券。曾荣获第二十届新财富金属与新材料第二名（核心成员），第十九届新财富金属与新材料第三名（核心成员），第十六届水晶球奖有色金属第二名、第十届 wind 金牌分析师有色金属第一名、第十三届金牛奖有色金属组最佳分析师（核心成员）、第四届金麒麟有色金属白金分析师（核心成员）、上海证券报 2022 最佳材料分析师、第十届 choice 有色金属行业最佳分析师。

**陈光辉**，中南大学冶金工程硕士，2022 年 8 月加入信达证券研究开发中心，从事电池金属等能源金属研究。

**云琳**，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事铝铅锌及贵金属研究。

**白紫薇**，吉林大学区域经济学硕士，2021 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事钛镁等轻金属及锂钴等新能源金属研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。