开源证券

有色金属/工业金属

# 神火股份（000933.SZ） H1 业绩超预期，煤&铝业务未来亮点十足

2022 年 08 月 24 日

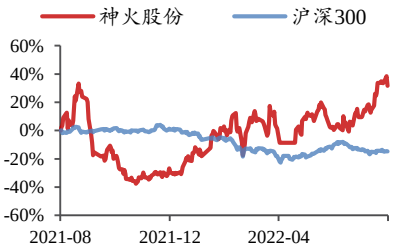
## ——公司 2022 年中报点评

张绪成（分析师） zhangxucheng@kysec.cn 证书编号：S0790520020003
陈晨（分析师） chenchen1@kysec.cn 证书编号：S0790522040001
薛磊（联系人） xuelei@kysec.cn 证书编号：S0790121120050

**投资评级：买入（维持）**

| 日期 | 2022/8/23 |
|---|---|
| 当前股价(元) | 16.65 |
| 一年最高最低(元) | 17.94/8.07 |
| 总市值(亿元) | 374.79 |
| 流通市值(亿元) | 371.54 |
| 总股本(亿股) | 22.51 |
| 流通股本(亿股) | 22.31 |
| 近 3 个月换手率(%) | 255.57 |

**股价走势图**




数据来源：聚源

**相关研究报告**

《煤铝高价致 Q1 超预期，双主业仍具成长性—公司 2022 年一季报点评》-2022.4.26

《煤铝双主业高景气，业绩有望受益量价齐升—公司年报点评报告》-2022.3.30

《业绩弹性大幅释放，计提减值轻装上阵—公司业绩预告点评》-2022.1.24

**● H1 业绩超预期，煤&铝业务产能持续扩张。维持“买入”评级**

**公司发布中报，2022 年 H1 实现归母净利润 45.36 亿元，同比+210%；扣非后归母净利润 45.41 亿元，同比+227.4%。其中，Q2 实现归母净利润 25.88 亿元，同比+195%，环比+32.8%。**受煤炭、电解铝价格同比大涨影响，公司上半年盈利能力大幅增强。考虑到煤&铝价格中枢上移，云南神火铝业资产注入权益产能增加，以及梁北煤矿技改有望贡献增量，公司高盈利有望持续。我们上调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 78.07/83.35/88.33（前值 66.12/70.13/72.97）亿元，同比+141.4%/6.8%/6%；EPS 为 3.47/3.7/3.92 元，对应当前股价 PE 为 4.8/4.5/4.2 倍。**维持“买入”评级。**

**● 煤&铝价格高位运行，公司盈利稳定高增**

**煤炭业务：**2022 年 H1 公司实现煤炭产量 315 万吨，同比-1.73%；煤炭销量 311.2 万吨，同比-2.88%。H1 吨煤综合售价 1599 元，同比+92%；吨煤综合成本 681 元，同比+18.7%；吨煤毛利为 1170 元，同比+255%。本报告期内，煤炭业务毛利 28.5 亿元，同比+244.8%；毛利率为 57.4%，同比+16.4pct。**电解铝业务：**2022 年 H1 云南水电铝一体化项目全部投产，公司实现电解铝产量 77.3 万吨，同比+4.7%；销量 76.9 万吨，同比+3.5%。2022 年上半年，地缘政治、海外能源危机持续发酵，大宗价格大幅上涨，铝价维持高位，同时期长江有色 A00 铝均价 21404 元/吨，同比+22.8%。公司电解铝产品定价随行就市，售价波动幅度与长江有色 A00 铝价相当，上半年公司电解铝销售均价为 18836 元/吨，同比+25.2%；吨铝毛利 5936 元，同比+19.8%。公司充分受益高铝价红利，电解铝业务实现毛利 45.6 亿元，同比+24%；毛利率为 31.5%，同比基本持平。

**● 梁北矿技改&布局高端双零铝箔，未来亮点十足**

**煤炭业务：**随着梁北矿技改扩能持续推进，产能将增至 240 万吨，有望在 2023 年全面达产；刘河煤矿技改工作也在稳步推进当中，建成投产后有望贡献业绩增量。**铝箔业务：**神隆宝鼎一期 5.5 万吨电池箔项目于 2021 年 6 月投产，并于同年四季度达产，目前在做 16949 行业认证，预计 2022 年三季度末取得结果，届时产品可应用于钠电池和锂电池。二期 6 万吨新能源电池箔项目也在逐步推进，预计 2023 年下半年逐步投产。

**● 风险提示：**煤铝价格下跌超预期；疫情恢复不及预期；煤矿技改进度不及预期

**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 | 44,118 | 47,862 | 48,466 |
| YOY(%) | 7.2 | 83.2 | 28.1 | 8.5 | 1.3 |
| 净利润(百万元) | 358 | 3,234 | 7,807 | 8,335 | 8,833 |
| YOY(%) | -73.3 | 802.6 | 141.4 | 6.8 | 6.0 |
| 毛利率(%) | 21.5 | 35.7 | 36.8 | 37.1 | 37.6 |
| 净利率(%) | 1.3 | 8.8 | 19.2 | 18.9 | 19.8 |
| ROE(%) | 2.0 | 21.2 | 38.8 | 30.3 | 24.9 |
| EPS(摊薄/元) | 0.16 | 1.44 | 3.47 | 3.70 | 3.92 |
| P/E(倍) | 104.6 | 11.6 | 4.8 | 4.5 | 4.2 |
| P/B(倍) | 5.4 | 4.0 | 2.3 | 1.6 | 1.2 |

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** | 20062 | 15804 | 19453 | 20226 | 20850 |
| 现金 | 14151 | 10515 | 13465 | 14608 | 14792 |
| 应收票据及应收账款 | 851 | 388 | 0 | 0 | 0 |
| 其他应收款 | 438 | 404 | 674 | 495 | 688 |
| 预付账款 | 619 | 693 | 987 | 836 | 1010 |
| 存货 | 2051 | 2777 | 3301 | 3260 | 3334 |
| 其他流动资产 | 1952 | 1027 | 1027 | 1027 | 1027 |
| **非流动资产** | 40597 | 37732 | 47589 | 50118 | 48846 |
| 长期投资 | 3072 | 3370 | 3857 | 4344 | 4831 |
| 固定资产 | 17056 | 20554 | 28274 | 30329 | 29420 |
| 无形资产 | 4632 | 4823 | 4746 | 4607 | 4344 |
| 其他非流动资产 | 15836 | 8985 | 10711 | 10838 | 10250 |
| **资产总计** | 60659 | 53537 | 67042 | 70344 | 69696 |
| **流动负债** | 40306 | 33055 | 39050 | 35327 | 27629 |
| 短期借款 | 17228 | 18373 | 32483 | 28275 | 20979 |
| 应付票据及应付账款 | 15949 | 6572 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 7130 | 8109 | 6566 | 7052 | 6650 |
| **非流动负债** | 7926 | 6098 | 6135 | 5113 | 3575 |
| 长期借款 | 6037 | 4891 | 4928 | 3907 | 2368 |
| 其他非流动负债 | 1889 | 1207 | 1207 | 1207 | 1207 |
| **负债合计** | 48232 | 39153 | 45185 | 40440 | 31204 |
| 少数股东权益 | 5444 | 5016 | 5695 | 6420 | 7188 |
| 股本 | 2231 | 2251 | 2251 | 2251 | 2251 |
| 资本公积 | 3278 | 2680 | 2680 | 2680 | 2680 |
| 留存收益 | 1344 | 4356 | 10184 | 16406 | 23000 |
| **归属母公司股东权益** | 6982 | 9368 | 16162 | 23484 | 31304 |
| 负债和股东权益 | 60659 | 53537 | 67042 | 70344 | 69696 |

| 现金流量表(百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 1722 | 11296 | 4176 | 13469 | 12132 |
| 净利润 | 252 | 3048 | 8486 | 9060 | 9601 |
| 折旧摊销 | 1349 | 1597 | 1784 | 2204 | 2377 |
| 财务费用 | 1420 | 1350 | 1646 | 1893 | 1486 |
| 投资损失 | 119 | -312 | -370 | -370 | -370 |
| 营运资金变动 | -2341 | 236 | -7250 | 1016 | -583 |
| 其他经营现金流 | 923 | 5377 | -120 | -333 | -379 |
| **投资活动现金流** | -3740 | -2387 | -11151 | -4243 | -615 |
| 资本支出 | 3593 | 1911 | 11154 | 4246 | 618 |
| 长期投资 | -441 | -22 | -487 | -487 | -487 |
| 其他投资现金流 | 294 | -454 | 490 | 490 | 490 |
| **筹资活动现金流** | 4392 | -10745 | -4185 | -3875 | -4037 |
| 短期借款 | -1320 | 1145 | 14110 | -4208 | -7296 |
| 长期借款 | 2735 | -1146 | 37 | -1022 | -1538 |
| 普通股增加 | 331 | 20 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1839 | -598 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 808 | -10166 | -18332 | 1355 | 4797 |
| **现金净增加额** | 2368 | -1839 | -11160 | 5351 | 7480 |

| 利润表(百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 18809 | 34452 | 44118 | 47862 | 48466 |
| 营业成本 | 14766 | 22157 | 27891 | 30109 | 30260 |
| 营业税金及附加 | 430 | 692 | 886 | 961 | 973 |
| 营业费用 | 342 | 387 | 496 | 538 | 545 |
| 管理费用 | 622 | 1049 | 1343 | 1457 | 1476 |
| 研发费用 | 135 | 145 | 186 | 202 | 205 |
| 财务费用 | 1420 | 1350 | 1646 | 1893 | 1486 |
| 资产减值损失 | -652 | -2845 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 85 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -119 | 312 | 370 | 370 | 370 |
| 资产处置收益 | 99 | -79 | 120 | 120 | 120 |
| **营业利润** | 506 | 5346 | 12189 | 13008 | 13782 |
| 营业外收入 | 292 | 194 | 134 | 134 | 134 |
| 营业外支出 | 26 | 464 | 200 | 200 | 200 |
| **利润总额** | 772 | 5077 | 12123 | 12942 | 13716 |
| 所得税 | 520 | 2028 | 3637 | 3883 | 4115 |
| **净利润** | 252 | 3048 | 8486 | 9060 | 9601 |
| 少数股东损益 | -106 | -186 | 679 | 725 | 768 |
| **归属母公司净利润** | 358 | 3234 | 7807 | 8335 | 8833 |
| EBITDA | 3139 | 7795 | 15259 | 16721 | 17257 |
| EPS(元) | 0.16 | 1.44 | 3.47 | 3.70 | 3.92 |

| 主要财务比率 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入(%) | 7.2 | 83.2 | 28.1 | 8.5 | 1.3 |
| 营业利润(%) | -47.0 | 956.3 | 128.0 | 6.7 | 5.9 |
| 归属于母公司净利润(%) | -73.3 | 802.6 | 141.4 | 6.8 | 6.0 |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 21.5 | 35.7 | 36.8 | 37.1 | 37.6 |
| 净利率(%) | 1.3 | 8.8 | 19.2 | 18.9 | 19.8 |
| ROE(%) | 2.0 | 21.2 | 38.8 | 30.3 | 24.9 |
| ROIC(%) | 4.3 | 19.9 | 27.2 | 28.9 | 31.1 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 79.5 | 73.1 | 67.4 | 57.5 | 44.8 |
| 净负债比率(%) | 106.7 | 109.3 | 116.0 | 63.7 | 26.0 |
| 流动比率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.8 |
| 速动比率 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.6 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.3 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 应收账款周转率 | 20.8 | 55.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应付账款周转率 | 4.1 | 6.2 | 17.4 | 0.0 | 0.0 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.16 | 1.44 | 3.47 | 3.70 | 3.92 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.76 | 5.02 | 1.86 | 5.98 | 5.39 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.10 | 4.16 | 7.18 | 10.43 | 13.91 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 104.6 | 11.6 | 4.8 | 4.5 | 4.2 |
| P/B | 5.4 | 4.0 | 2.3 | 1.6 | 1.2 |
| EV/EBITDA | 17.9 | 7.5 | 4.5 | 3.8 | 3.2 |

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