

神火股份 (000933.SZ)

受益于煤、铝价格上涨，半年度业绩创新高

买入

核心观点

2022H1 年公司业绩同比增长210%。2022H1 实现营收 216.46 亿元(+39.5%)，归母净利润 45.36 亿元(+210.0%)，扣非归母净利润 45.41 亿元(+227.4%)，经营性净现金流 60.31 亿元(-7.5%)。其中二季度单季营收 108.96 亿元(+25.5%)，归母净利润 25.88 亿元(+195.0%)，扣非归母净利润 26.04 亿元(+198.5%)。

公司 2022H1 业绩大幅增长主因煤炭和电解铝产品价格上涨。2022H1 公司主要产品产销量变动不大，其中原铝产量 77.3 万吨，同比增长 4.7%；煤炭产量 314.97 万吨，同比下降 1.7%。2022H1 年长江铝现货含税均价 21406 元/吨(+22.9%)；2022 年永城无烟煤洗中块价格 2075 元/吨(+88.6%)。

资产负债率下行，财务费用大幅下降。截至 2022 年 6 月末，公司资产负债率下降至 64.9%，2022H1 公司财务费用仅 3.69 亿元，在 2017-2018 年公司年度财务费用曾一度高达近 20 亿元。公司借助近两年电解铝行业高盈利周期，一是完成云南神火建设，二是修复了资产负债表，降低了资产负债率，三是 2019-2021 年计提超过 50 亿元资产减值，夯实了资产质量。

风险提示：产能释放低于预期，氧化铝价格大幅上行风险。

投资建议：维持“买入”评级

维持“买入”评级。我们假设 2022-2024 年铝现货价格为 20000 元/吨，氧化铝价格为 3000 元/吨，预焙阳极价格为 5000 元/吨，云南用电含税价格为 0.41 元/度，新疆神火发电成本 0.236 元/度。由于无烟煤价格表现强于先前判断，我们上调了年度无烟煤价格假设，因而上调了公司盈利预测，预计 2022-2024 年收入 405/443/455 亿元，同比增速 17.7/9.3/2.6%，归母净利润 68.91/74.90/79.20 亿元（原预测值 53.32/58.44/61.09 亿元），同比增速 113.1/8.7/5.7%；摊薄 EPS=3.06/3.33/3.52 元，当前股价对应 PE=5.4/5.0/4.7x。公司是国内电解铝头部企业，产能布局合理，电解铝生产成本受煤价波动影响小，公司主营产品电解铝和煤炭均将迎来产量释放期，在电解铝和煤炭行业景气周期中受益显著，同时加码布局高端铝箔，发力下游加工，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,809	34,452	40,547	44,319	45,485
(+/-%)	6.8%	83.2%	17.7%	9.3%	2.6%
净利润(百万元)	358	3234	6891	7490	7920
(+/-%)	-73.4%	802.6%	113.1%	8.7%	5.7%
每股收益(元)	0.16	1.44	3.06	3.33	3.52
EBIT Margin	13.4%	29.1%	27.2%	27.3%	27.7%
净资产收益率(ROE)	5.1%	34.5%	50.9%	41.4%	34.6%
市盈率(PE)	103.7	11.6	5.4	5.0	4.7
EV/EBITDA	23.0	6.8	5.8	5.4	5.2
市净率(PB)	5.32	4.00	2.77	2.07	1.64

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

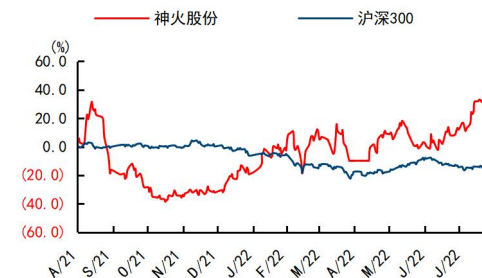
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	16.65 元
总市值/流通市值	37479/37146 百万元
52 周最高价/最低价	17.94/8.07 元
近 3 个月日均成交额	1262.65 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《神火股份(000933.SZ)-煤、铝业务延续高盈利状态》——2022-03-29
- 《神火股份-000933-2021 年业绩预告点评：大额减值难掩煤铝业务高景气状态》——2022-01-25
- 《神火股份-000933-2021 年三季报点评：煤炭和电解铝延续高盈利，大额减值拖累业绩》——2021-10-25
- 《神火股份-000933-2021 年半年报预告点评：电解铝业务盈利大增，发电业务计提资产减值》——2021-07-15
- 《神火股份-000933-2020 年年报点评：电解铝与煤炭业务将迎来双成长》——2021-04-07

2022H1 年公司业绩同比增长 210%。2022H1 实现营收 216.46 亿元（+39.5%），归母净利润 45.36 亿元（+210.0%），扣非归母净利润 45.41 亿元（+227.4%），经营性净现金流 60.31 亿元（-7.5%）。其中二季度单季营收 108.96 亿元（+25.5%），归母净利润 25.88 亿元（+195.0%），扣非归母净利润 26.04 亿元（+198.5%）。

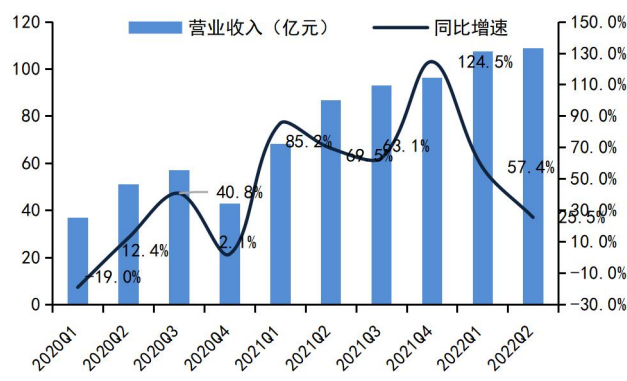
公司 2022H1 业绩大幅增长主因煤炭和电解铝产品价格上涨。2022H1 公司主要产品产销量变动不大，其中原铝产量 77.3 万吨，同比增长 4.7%；煤炭产量 314.97 万吨，同比下降 1.7%。2022H1 年长江铝现货含税均价 21406 元/吨，比 2021H1 均价上涨达 22.9%；2022 年永城无烟煤洗中块价格 2075 元/吨，比 2021H1 均价上涨达 88.6%。分地区来看，新疆神火原铝半年度产量一直稳定在 40 万吨左右；2022H1 年云南神火原铝产量近 36.9 万吨，比 2021H1 增加 3.4 万吨。2022 年 2 月，云南电网有限责任公司对云南省内电解铝企业实施有序恢复供电，云南神火供用电总负荷大幅增加，2022 年 4 月底，云南神火 90 万吨产能全部投产。

图1：神火股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：神火股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



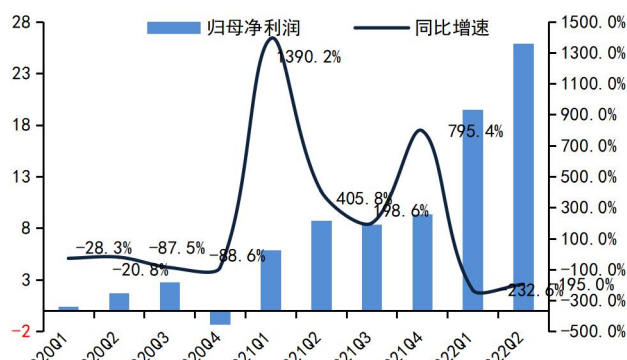
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：神火股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：神火股份单季归母净利润（单位：亿元、%）



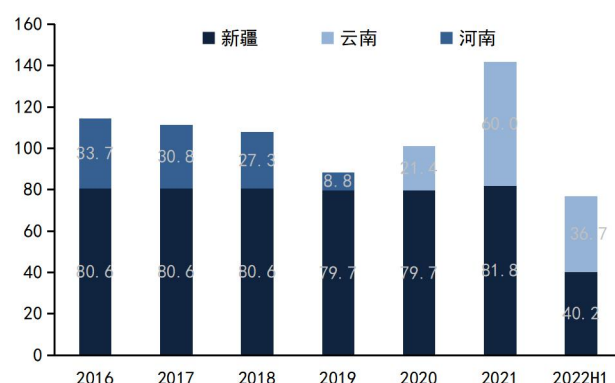
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：神火股份主要产品产量（单位：万吨）

图6：神火股份电解铝分地区产量（单位：万吨）



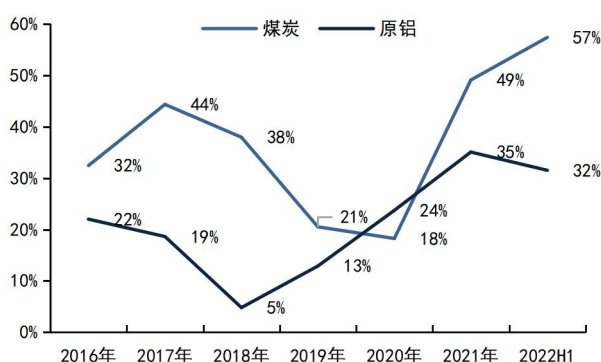
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

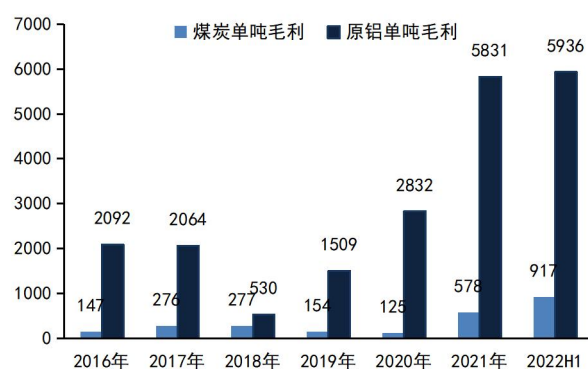
由于云南神火所在地云南电网水电装机容量占比高，云南神火用电价格受煤炭价格上涨影响小；新疆地区煤炭价格变动较小，因此公司生产成本变动也相对较小，充分受益于铝价上行。2022H1 年公司煤炭销售毛利率达 57%，原铝销售毛利率达 32%。2022H1 原铝单吨毛利润 5936 元；2022H1 煤炭单吨毛利润 917 元，比 2021 年增加 339 元/吨。公司煤炭、电解铝业务具备极高的盈利弹性。

图7：公司分产品毛利率



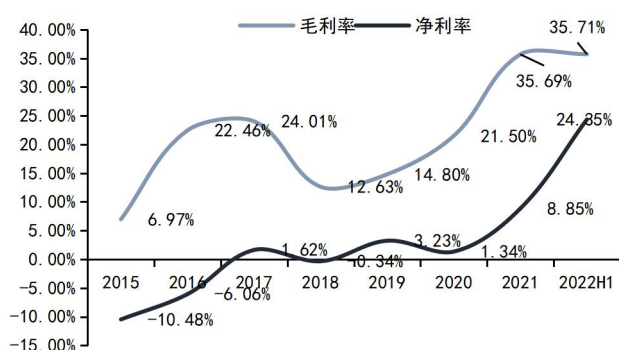
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司主要产品单位毛利（元/吨）



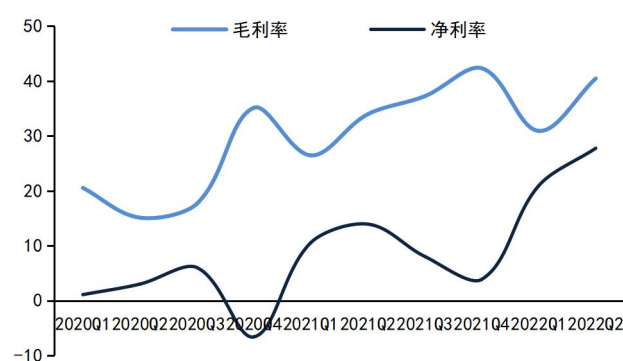
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：神火股份毛利率、净利率变化情况



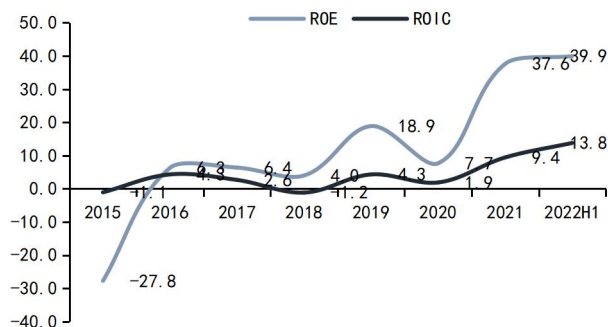
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：神火股份单季度毛利率、净利率变化情况（%）



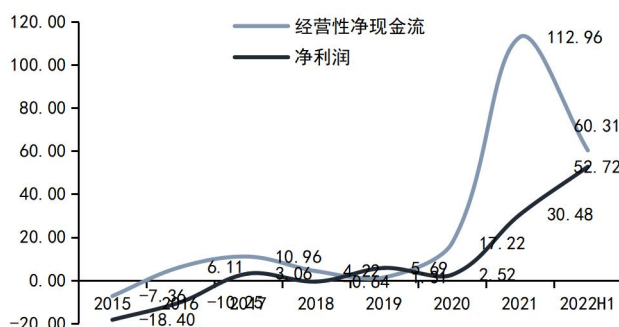
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 神火股份 ROE、ROIC 变化情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

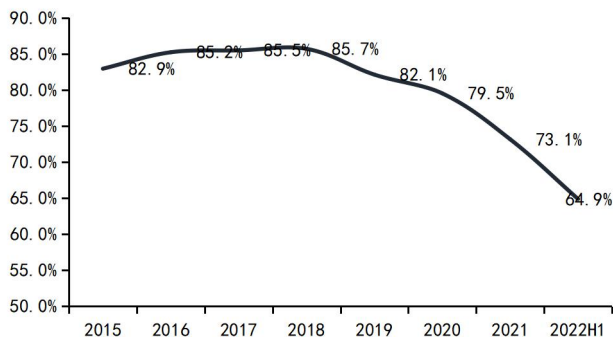
图12: 神火股份经营性净现金流 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

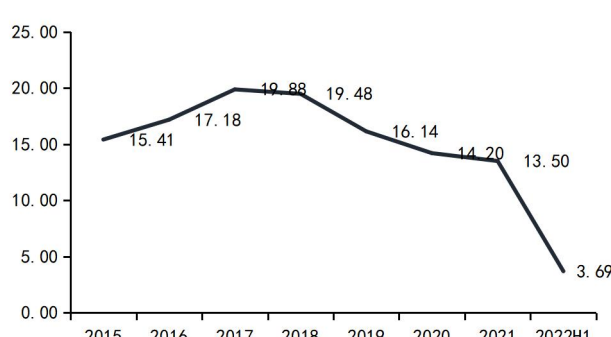
资产负债率下行, 财务费用大幅下降。截至 2022 年 6 月末, 公司负债合计 335.97 亿元, 比 2021 年末减少 55.56 亿元, 其中流动负债由 2021 年末 331 亿元下降至 282 亿元, 主因短期借款和应付票据大幅减少; 非流动负债由 61 亿元下降至 54 亿元。截至 2022 年 6 月末, 公司资产负债率下降至 64.9%, 较 2021 年末 73.1% 的水平显著下降, 2022H1 公司财务费用仅 3.69 亿元, 在 2017-2018 年, 公司年度财务费用一度高达近 20 亿元。公司借助近两年电解铝行业高盈利周期, 一是完成云南神火建设, 二是修复了资产负债表, 降低了资产负债率, 三是 2019-2021 年计提超过 50 亿元资产减值, 夯实了资产质量。

图13: 神火股份资产负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 神火股份财务费用 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

铝箔版块持续扩张。公司目前拥有 8 万吨铝箔产能, 其中上海铝箔产能 2.5 万吨, 神隆宝鼎一期产能 5.5 万吨。目前, 神隆宝鼎的 16949 汽车质量管理体系认证进入试样和批量供货阶段。二期 6 万吨新能源动力电池材料项目进展顺利, 预计 2023 年下半年逐步投入运营。全部建成后, 公司将拥有 14 万吨铝箔产能。

投资建议: 维持“买入”评级。我们假设 2022-2024 年铝现货价格为 20000 元/吨, 氧化铝价格为 3000 元/吨, 预焙阳极价格为 5000 元/吨, 云南用电含税价格为 0.41 元/度, 新疆神火发电成本 0.236 元/度。由于无烟煤价格表现强于先前判断, 我们上调了年度无烟煤价格假设, 因而上调了公司盈利预测, 预计 2022-2024 年收入 405/443/455 亿元, 同比增速 17.7/9.3/2.6%, 归母净利润 68.91/74.90/79.20 亿元 (原预测值 53.32/58.44/61.09 亿元), 同比增速 113.1/8.7/5.7%; 摊薄 EPS=3.06/3.33/3.52 元, 当前股价对应 PE=5.4/5.0/4.7x。

公司是国内电解铝头部企业，产能布局合理，电解铝生产成本受煤价波动影响小，公司主营产品电解铝和煤炭均将迎来产量释放期，在电解铝和煤炭行业高景气周期中受益显著，同时加码布局高端铝箔，发力下游加工，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	14151	10515	17707	25822	33138	营业收入	18809	34452	40547	44319	45485
应收款项	971	508	598	653	670	营业成本	14766	22157	26993	29574	30174
存货净额	2051	2777	3231	3543	3611	营业税金及附加	430	692	814	890	913
其他流动资产	2801	1866	2197	2401	2464	销售费用	342	387	387	387	387
流动资产合计	20062	15804	23871	32557	40022	管理费用	622	1049	1135	1197	1228
固定资产	26401	21565	19058	17607	16139	研发费用	135	145	171	187	192
无形资产及其他	4632	4809	4617	4425	4232	财务费用	1420	1350	811	798	728
投资性房地产	6470	7980	7980	7980	7980	投资收益	(85)	312	269	269	269
长期股权投资	3072	3370	3375	3381	3386	资产减值及公允价值变动	687	2845	(21)	0	0
资产总计	60637	53528	58901	65949	71759	其他收入	(1325)	(6628)	(142)	(158)	(163)
短期借款及交易性金融负债	21155	21169	21169	21169	21169	营业利润	506	5346	10513	11585	12161
应付款项	15949	6572	7648	8384	8546	营业外净收支	266	(270)	(270)	(270)	(270)
其他流动负债	3201	5314	6167	6742	6872	利润总额	772	5077	10243	11315	11891
流动负债合计	40305	33055	34984	36295	36587	所得税费用	520	2028	2561	2829	2973
长期借款及应付债券	6037	4891	4891	4891	4891	少数股东损益	(106)	(186)	791	996	999
其他长期负债	1869	1207	1207	1207	1207	归属于母公司净利润	358	3234	6891	7490	7920
长期负债合计	7906	6098	6098	6098	6098	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	48211	39153	41082	42393	42685	净利润	358	3234	6891	7490	7920
少数股东权益	5444	5010	5564	6261	6960	资产减值准备	(1010)	2900	(386)	(160)	(231)
股东权益	6982	9365	13545	18088	22892	折旧摊销	1201	1245	2588	2815	2904
负债和股东权益总计	60637	53528	60191	66742	72538	公允价值变动损失	(687)	(2845)	21	0	0
						财务费用	1420	1350	811	798	728
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	674	(5872)	855	1065	(85)
每股收益	0.16	1.44	3.06	3.33	3.52	其它	1264	(3013)	940	857	930
每股红利	0.54	0.57	1.20	1.31	1.38	经营活动现金流	1800	(4351)	10909	12068	11438
每股净资产	3.13	4.16	6.02	8.04	10.17	资本开支	0	(2078)	(1000)	(1000)	(1000)
ROIC	3%	17%	24%	37%	55%	其它投资现金流	24	(50)	0	0	0
ROE	5%	35%	51%	41%	35%	投资活动现金流	342	(2425)	(1005)	(1005)	(1005)
毛利率	21%	36%	33%	33%	34%	权益性融资	(6)	100	0	0	0
EBIT Margin	13%	29%	27%	27%	28%	负债净变化	3846	(1146)	0	0	0
EBITDA Margin	20%	33%	34%	34%	34%	支付股利、利息	(1214)	(1273)	(2712)	(2947)	(3116)
收入增长	7%	83%	18%	9%	3%	其它融资现金流	(3553)	7877	0	0	0
净利润增长率	-73%	803%	113%	9%	6%	融资活动现金流	1705	3140	(2712)	(2947)	(3116)
资产负债率	88%	83%	77%	73%	68%	现金净变动	3847	(3636)	7192	8115	7316
息率	3.2%	3.4%	7.2%	7.9%	8.3%	货币资金的期初余额	10304	14151	10515	17707	25822
P/E	103.7	11.6	5.4	5.0	4.7	货币资金的期末余额	14151	10515	17707	25822	33138
P/B	5.3	4.0	2.8	2.1	1.6	企业自由现金流	2695	(688)	10728	11943	11262
EV/EBITDA	23.0	6.8	5.8	5.4	5.2	权益自由现金流	2987	6043	10160	11581	11082

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032