

2023 年 08 月 26 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

主业稳中求进，铝加工板块持续发力

—神火股份（000933.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

fuhh@cfsc.com.cn

分析师：杜飞 S1050523070001

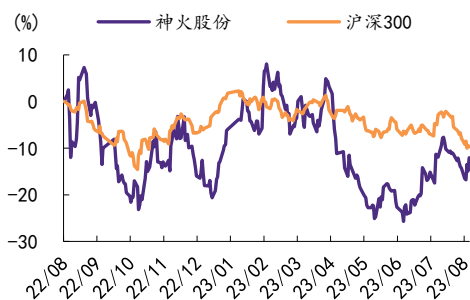
dufei2@cfsc.com.cn

基本数据

2023-08-25

当前股价（元）	14.93
总市值（亿元）	336
总股本（百万股）	2251
流通股本（百万股）	2238
52 周价格范围（元）	12.67-19.74
日均成交额（百万元）	636.93

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《神火股份（000933）：铝煤板块延续高景气，电池铝箔蓄势待发》2022-10-04

神火股份发布 2023 年半年报公告：2023 年上半年营业收入为 191.09 亿元，同比-11.72%；归母净利润为 27.39 亿元，同比-39.59%；扣除非经常性损益后的归母净利润为 27.42 亿元，同比-39.60%。

投资要点

■ 煤铝实现产销平衡，经营目标稳中求进

公司 2023H1 业绩短期承压的主要原因为报告期内煤炭、电解铝价格大幅下降及子公司云南神火限产等因素影响。2023H1 公司主要产品基本实现产销平衡，较好完成上半年经营目标，但业绩受市场价格下跌拖累。

煤炭产销同比提升，价格下跌影响毛利。量：2023H1 实现产量 379.9 万吨，同比+20.61%，实现销量 387.79 万吨，同比+24.60%。价格：2023H1 实现煤炭单吨售价 1141.44 元，同比-28.61%，单吨成本 573 元，同比-15.98%，上半年煤价回调为煤炭毛利下滑主因。毛利：2023H1 煤炭整体业务实现毛利 22.06 亿元，同比-22.73%，毛利率 49.84%，同比-7.54pct。

云南限产影响电解铝产量，价格下跌压缩盈利空间。量：2023H1 实现产量 72.68 万吨，同比-5.98%，实现销量 73.23 万吨，同比-4.77%，云南限产问题致公司产量小幅下降，待限产负荷解除下半年产量有望回升。价格：2023H1 实现铝锭单吨售价 16586 元，同比-11.95%，单位成本 12764 元/吨，同比-1.06%，铝价下跌构成 H1 毛利同比下滑主因。毛利：2023H1 电解铝整体业务实现毛利 27.99 亿元，同比-38.68%，毛利率 23.04%，同比-8.47pct，电解铝成本基本持平，价格下跌导致盈利空间缩窄。

■ 煤炭资源储量丰富，梁北煤矿技改提供新增量

积极推进平顶山矿区梁北煤矿技改扩建项目投产。公司拥有煤炭采掘相关完整的生产与配套体系，主要煤种为无烟煤、瘦煤及贫煤，2023H1 煤炭产量为河南省第四。截至 2023 年 6 月 30 日，公司煤炭保有储量 13.12 亿吨，可采储量 6.08 亿吨，核定产能 855 万吨。公司大力推进平顶山矿区梁北选煤厂改扩建项目，项目投产后煤炭产能将由 90 万吨提升至 240 万吨。

■ 二期电池铝箔将带料调试，铝加工持续发力

积极推进神隆宝鼎二期 6 万吨电池铝箔与云南新材料 11 万吨水电铝箔项目，合计将形成 25 万吨铝箔产能。公司 2023H1 实现铝箔产量 4.2 万吨，同比+7.14%，实现销量 3.85 万吨，同比-1.79%，铝箔产量提升，长期成长空间较大。当前铝加工板块双零铝箔产能 8 万吨，其中上海铝箔 2.5 万吨，为食品医药包装箔，神隆宝鼎 5.5 万吨中 2/3 为食品医药包装箔，1/3 为电池铝箔。

神隆宝鼎二期 6 万吨电池铝箔项目推进顺利，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 台轧机将全部完成调试，随二期项目建成投产，一期产能随时具备转产条件；云南新材料 11 万吨具备绿电优势的水电铝箔处于项目前期。随高端双零铝箔与电池箔新增产能的逐步释放，公司高附加值产品占比进一步提升，盈利能力将持续优化。

盈利预测

预测公司 2023-2025 年主营收入分别为 403.30 、 413.20、425.26 亿元，归母净利润分别为 61.60、67.34、74.17 亿元，当前股价对应 PE 分别为 5.5、5.0、4.5 倍。

由于 2023 年上半年铝价及煤炭价格不同程度回调，以及电解铝产能限产等因素影响，上半年公司业绩受损因此我们下调全年盈利预测。但是下半年限产有望解除，以及经济政策托底或将支撑铝价，下半年公司业绩有望修复，因此维持“买入”投资评级。

风险提示

1) 电解铝限产风险；2) 煤炭与电解铝等主要产品下跌风险；3) 公司煤炭新产能释放不及预期；4) 公司铝箔新产能释放不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	42,704	40,330	41,320	42,526
增长率（%）	24.0%	-5.6%	2.5%	2.9%
归母净利润（百万元）	7,571	6,160	6,734	7,417
增长率（%）	134.1%	-18.6%	9.3%	10.1%
摊薄每股收益（元）	3.36	2.74	2.99	3.29
ROE（%）	35.7%	27.8%	28.9%	30.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：					营业收入	42,704	40,330	41,320	42,526
现金及现金等价物	17,907	20,701	23,362	26,043	营业成本	29,338	28,741	28,906	29,123
应收款	979	924	947	975	营业税金及附加	712	674	690	710
存货	3,100	3,108	3,127	3,152	销售费用	329	311	318	327
其他流动资产	1,659	1,570	1,607	1,652	管理费用	764	722	740	761
流动资产合计	23,645	26,303	29,043	31,822	财务费用	770	690	648	605
非流动资产：					研发费用	184	174	178	183
金融类资产	59	59	59	59	费用合计	2,046	1,896	1,883	1,877
固定资产	20,716	19,929	18,838	17,677	资产减值损失	-22	0	0	0
在建工程	990	396	158	63	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	5,218	4,958	4,697	4,449	投资收益	228	0	0	0
长期股权投资	3,576	3,576	3,576	3,576	营业利润	10,902	8,959	9,781	10,757
其他非流动资产	6,333	6,333	6,333	6,333	加：营业外收入	144	141	146	152
非流动资产合计	36,833	35,191	33,601	32,097	减：营业外支出	386	378	392	407
资产总计	60,477	61,494	62,644	63,919	利润总额	10,660	8,722	9,535	10,502
流动负债：					所得税费用	2,083	1,744	1,907	2,100
短期借款	21,918	21,918	21,918	21,918	净利润	8,576	6,978	7,628	8,401
应付账款、票据	5,855	5,870	5,906	5,953	少数股东损益	1,005	818	894	985
其他流动负债	6,683	6,683	6,683	6,683	归母净利润	7,571	6,160	6,734	7,417
流动负债合计	34,694	34,696	34,738	34,792					
非流动负债：					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	3,219	3,219	3,219	3,219	成长性				
其他非流动负债	1,383	1,383	1,383	1,383	营业收入增长率	24.0%	-5.6%	2.5%	2.9%
非流动负债合计	4,602	4,602	4,602	4,602	归母净利润增长率	134.1%	-18.6%	9.3%	10.1%
负债合计	39,296	39,298	39,340	39,394	盈利能力				
所有者权益					毛利率	31.3%	28.7%	30.0%	31.5%
股本	2,251	2,251	2,251	2,251	四项费用/营收	4.8%	4.7%	4.6%	4.4%
股东权益	21,181	22,196	23,304	24,526	净利率	20.1%	17.3%	18.5%	19.8%
负债和所有者权益	60,477	61,494	62,644	63,919	ROE	35.7%	27.8%	28.9%	30.2%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	65.0%	63.9%	62.8%	61.6%
净利润	8576	6978	7628	8401	营运能力				
少数股东权益	1005	818	894	985	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
折旧摊销	1285	1642	1576	1491	应收账款周转率	43.6	43.6	43.6	43.6
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	9.5	9.5	9.5	9.5
营运资金变动	3194	137	-37	-44	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	14061	9575	10061	10833	EPS	3.36	2.74	2.99	3.29
投资活动现金净流量	-462	1381	1329	1256	P/E	4.4	5.5	5.0	4.5
筹资活动现金净流量	-10805	-5963	-6519	-7180	P/S	0.8	0.8	0.8	0.8
现金流量净额	2,794	4,992	4,871	4,909	P/B	2.1	2.1	2.0	2.0

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 新材料组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，3年大宗商品研究经验，负责有色及新材料研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。