

2024年03月27日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

煤铝价格下跌影响盈利，煤炭扩建项目将释放增量

—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

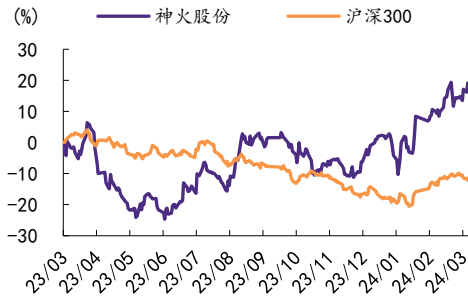
dufei2@cfsc.com.cn

基本数据

2024-03-27

当前股价(元)	19
总市值(亿元)	427
总股本(百万股)	2250
流通股本(百万股)	2238
52周价格范围(元)	12.67-20.08
日均成交额(百万元)	469.97

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《神火股份(000933)：主业稳中求进，铝加工板块持续发力》2023-08-26
- 《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 年年报：2023 年公司营业收入为 376.25 亿元，同比-11.89%；归母净利润为 59.05 亿元，同比-22.07%；扣除非经常性损益后的归母净利润为 58.20 亿元，同比-25.16%。

投资要点

2023 年利润下跌系主要产品价格下跌影响，看好 2024 年煤铝增量修复盈利

量：公司 2023 年生产铝产品 151.8 万吨，同比-7.16%，煤炭 716.96 万吨，同比+5.25%，铝箔 8.09 万吨，同比-0.74%，型焦 5.03 万吨，同比-11.75%。

价：2023 年长江有色市场 A00 铝均价 18702 元/吨，同比-6.43%，氧化铝均价 3120 元/吨，同比-4.03%，预焙阳极均价 5378 元/吨，同比-24.68%，河南郑州贫瘦煤车板价均价 812 元/吨，同比-18.72%。

利：2023 年公司利润减少的主要原因是报告期内受公司主营产品煤炭、电解铝、铝箔价格分别同比下降 284.42 元/吨、945.32 元/吨、4,806.53 元/吨及子公司云南神火减产 9.27 万吨等因素影响，公司主营产品盈利能力减弱。

预计 2024 年公司煤铝产品产量修复。目前来看，云南神火已于 2023 年 8 月复产完毕，梁北煤矿改扩建项目（90 万吨扩至 240 万吨）预计 2024 年达产，今年公司煤铝产品产量有望提升。2024 年公司计划生产铝产品 150 万吨，原煤 690 万吨，炭素产品 53.5 万吨，铝箔 9.75 万吨，冷轧产品 16.5 万吨，型焦 5 万吨，供（售）电 119.7 亿度。

神火新材二期 6 万吨项目进展顺利，铝产品增量可期

神火新材二期 6 万吨电池箔项目预计 2024 年 8 月投产。截至 2023 年年报显示，神火新材已完成 IATF16949 汽车质量管理体系认证；二期新能源动力电池材料项目进展顺利，首台轧机已于 2024 年 2 月开始带料调试，预计 2024 年 8 月 8 台轧机全部投产。

聚焦主业，扩张绿电权益产能。2023年8月，公司收购河南资产商发神火绿色发展基金（有限合伙）、商丘新发投资有限公司合计持有的云南神火铝业有限公司14.85%股权，并于2023年三季度末完成相关工商变更登记手续，公司持有云南神火铝业有限公司股权由43.40%增加至58.25%。

盈利预测

预测公司2024-2026年主营收入分别为399.95、417.54、433.83亿元，归母净利润分别为63.51、68.69、73.33亿元，当前股价对应PE分别为6.7、6.2、5.8倍。

考虑到公司已完成云南神火复产，且2024年梁北煤矿改扩建项目预计将达产，煤铝产量均有望实现增长，我们认为今年公司盈利有望回升，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价格下跌风险；3) 公司煤炭产能释放不及预期；4) 公司铝箔产能释放不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	37,625	39,995	41,754	43,383
增长率（%）	-11.9%	6.3%	4.4%	3.9%
归母净利润（百万元）	5,905	6,351	6,869	7,333
增长率（%）	-22.0%	7.5%	8.2%	6.8%
摊薄每股收益（元）	2.62	2.82	3.05	3.26
ROE（%）	24.3%	22.4%	21.0%	19.6%

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	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	13,323	19,110	25,184	31,474
应收款	873	928	969	1,007
存货	3,053	3,219	3,338	3,455
其他流动资产	2,203	2,301	2,373	2,441
流动资产合计	19,452	25,559	31,865	38,376
非流动资产:				
金融类资产	651	651	651	651
固定资产	22,145	21,662	20,616	19,400
在建工程	1,656	663	265	106
无形资产	5,435	5,163	4,892	4,633
长期股权投资	3,689	3,689	3,689	3,689
其他非流动资产	5,481	5,481	5,481	5,481
非流动资产合计	38,406	36,658	34,942	33,309
资产总计	57,858	62,217	66,807	71,685
流动负债:				
短期借款	14,691	14,691	14,691	14,691
应付账款、票据	5,747	6,061	6,285	6,504
其他流动负债	6,159	6,159	6,159	6,159
流动负债合计	27,029	27,370	27,615	27,852
非流动负债:				
长期借款	4,944	4,944	4,944	4,944
其他非流动负债	1,552	1,552	1,552	1,552
非流动负债合计	6,496	6,496	6,496	6,496
负债合计	33,526	33,867	34,111	34,349
所有者权益				
股本	2,250	2,250	2,250	2,250
股东权益	24,332	28,350	32,696	37,337
负债和所有者权益	57,858	62,217	66,807	71,685

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	6728	7194	7780	8307
少数股东权益	823	843	912	974
折旧摊销	1532	1748	1702	1619
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	2107	21	12	16
经营活动现金净流量	11190	9806	10407	10916
投资活动现金净流量	-1916	1476	1444	1374
筹资活动现金净流量	-3486	-3175	-3434	-3667
现金流量净额	5,788	8,107	8,416	8,624

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	37,625	39,995	41,754	43,383
营业成本	27,709	28,657	29,713	30,746
营业税金及附加	530	564	589	612
销售费用	331	352	367	382
管理费用	830	884	923	959
财务费用	63	332	181	23
研发费用	429	456	476	495
费用合计	1,653	2,024	1,947	1,859
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	335	200	190	180
营业利润	8,270	8,990	9,715	10,366
加:营业外收入	102	141	146	152
减:营业外支出	215	358	373	388
利润总额	8,156	8,773	9,488	10,130
所得税费用	1,428	1,579	1,708	1,823
净利润	6,728	7,194	7,780	8,307
少数股东损益	823	843	912	974
归母净利润	5,905	6,351	6,869	7,333

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-11.9%	6.3%	4.4%	3.9%
归母净利润增长率	-22.0%	7.5%	8.2%	6.8%
盈利能力				
毛利率	26.4%	28.3%	28.8%	29.1%
四项费用/营收	4.4%	5.1%	4.7%	4.3%
净利率	17.9%	18.0%	18.6%	19.1%
ROE	24.3%	22.4%	21.0%	19.6%
偿债能力				
资产负债率	57.9%	54.4%	51.1%	47.9%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	43.1	43.1	43.1	43.1
存货周转率	9.1	9.1	9.1	9.1
每股数据(元/股)				
EPS	2.62	2.82	3.05	3.26
P/E	7.2	6.7	6.2	5.8
P/S	1.1	1.1	1.0	1.0
P/B	2.2	1.9	1.6	1.4

■ 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。