

分析师: 李泽森
 登记编码: S0730523080001
 lizs1@ccnew.com 021-50586702

煤铝价格下跌拖累盈利, 业绩有望企稳回升

——神火股份(000933)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

市场数据(2024-04-16)

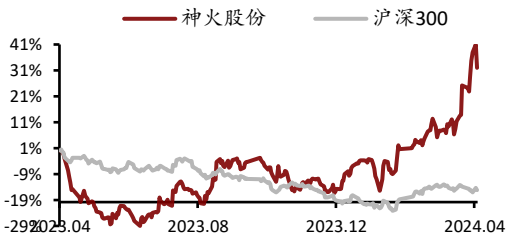
发布日期: 2024年04月17日

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 23.60 |
| 一年内最高/最低(元) | 25.21/12.67 |
| 沪深300指数 | 3,511.11 |
| 市净率(倍) | 2.68 |
| 流通市值(亿元) | 528.28 |

基础数据(2023-12-31)

| | |
|--------------|-----------------------|
| 每股净资产(元) | 8.81 |
| 每股经营现金流(元) | 4.97 |
| 毛利率(%) | 26.36 |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 29.78 |
| 资产负债率(%) | 57.95 |
| 总股本/流通股(万股) | 224,970.84/223,846.53 |
| B股/H股(万股) | 0.00/0.00 |

个股相对沪深300指数表现



资料来源: Wind, 中原证券

相关报告

《神火股份(000933)公司点评报告:煤铝价格下跌拖累业绩,核心竞争力持续提升》
 2023-09-12

《神火股份(000933)公司点评报告:业绩再创新高,拟加快项目建设进度》
 2023-03-28

《神火股份(000933)公司点评报告:业绩表现亮眼,电池箔项目进展顺利》
 2023-02-13

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编: 200122

事件: 公司发布2023年年报, 2023年公司实现营业收入376.25亿元, 同比增长-11.89%; 实现归母净利润59.05亿元, 同比增长-22.07%; 实现扣非归母净利润58.20亿元, 同比增长-25.16%。

投资要点:

- 公司控股股东河南神火集团有限公司为河南省重点支持发展的煤炭和铝加工企业集团, 具备对外兼并重组, 快速发展壮大的平台。公司主营业务为铝产品、煤炭的生产、加工和销售及发供电。公司2023年铝产品产量位列全国前十位; 目前, 公司铝业务营运主体分布为: 新疆炭素主要生产阳极炭块, 新疆煤电、云南神火主要生产电解铝, 神隆宝鼎主要生产高精度电子电极铝箔, 上海铝箔主要生产食品铝箔、医药铝箔; 截至2023年年底, 公司电解铝产能170万吨/年(新疆煤电80万吨/年, 云南神火90万吨/年)、装机容量2000MW、阳极炭块产能56万吨/年(云南神火另有40万吨产能在建)、铝箔8万吨/年(神火新材二期6万吨产能将于2023年8月全部投产, 云南新材另有11万吨产能在建)、铝箔坯料15万吨/年。公司煤炭业务的主要产品为煤炭和型焦, 具有低硫、低磷、中低灰分、高发热量等特点, 产品种类分为精煤、块煤、洗混煤及型焦等, 主要应用于冶金、化工、电力等行业; 2023年公司煤炭产量位列河南省第四位, 是我国无烟煤主要生产企业之一; 截至2023年12月31日, 公司控制的煤炭保有储量为13.16亿吨, 可采储量为5.93亿吨。

- 受到煤炭、电解铝产品价格大幅下降及公司子公司云南神火限产等因素影响, 公司2023年业绩受到一定扰动。受到美联储持续大幅加息、国际局势复杂多变、宏观经济下行等因素影响, 煤炭、电解铝价格大幅波动, 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、4806.53元/吨。2023年公司主营业务电解铝/煤炭/铝箔营收金额分别为252.94/80.12/21.85亿元, 占比分别为67.23%/21.29%/5.81%, 营收金额分别同比增长-10.49%/-18.92%/-16.71%。2023年, 公司主营产品电解铝/煤炭的毛利率分别为23.87%/42.43%, 较去年同期分别增长-2.83%/-10.39%。2023年, 公司融资成本、融资规模大幅降低, 同时公司加大研发投入, 研发费用同比增加; 2023年, 公司销售费用/管理费用/财务费用/研发费用分别同比增长0.79%/8.67%/-91.81%/133.45%。此外, 公司子公司云南神火减产9.27万吨也对公司业绩造成一定扰动。

- 煤炭+电解铝板块双核心驱动, 助力公司业绩增长。随着国内经济

复苏，基建、地产等铝产品应用的传统行业有所反弹，光伏、新能源汽车、特高压等新兴产业领域用铝量快速增长，铝需求有望持续回暖。供给端方面，一方面国内建成产能已接近产能“天花板”，且当前产能利用率位于历史高位，后续建成及运行产能增长空间有限；另一方面海外项目受制于能源问题、日益严格的 ESG 要求和基础设施匹配不足等问题，现有项目停产易、复产难，新建项目进展缓慢，供给端扩展空间较为有限。需求稳定增长叠加供给释放缓慢，预计 2024 年国内电解铝供需市场大概率维持“紧平衡”，铝价有望继续处于高位。随着国内经济刺激政策逐步发力，财政端特别国债、货币端利率下行，以基建为引领的经济抓手有望带动煤炭下游需求持续恢复增长。公司主要煤种为无烟煤和贫瘦煤，均为优质的冶金用煤，主要用于高炉喷吹及炼焦配煤，需求情况和钢铁冶金行业相关度较高，根据冶金工业规划研究院预计，中国钢材需求量降速将趋缓，同时在钢材出口需求的带动下，钢铁冶金用煤炭需求有望持稳。综合考虑供给端、需求端情况，预计 2024 年煤炭供需总体将相对平衡，煤炭市场价格大概率以稳为主。公司煤炭+电解铝板块双核心驱动，业绩有望企稳回升。在市场环境不发生大的波动的情况下，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；实现产销平衡。

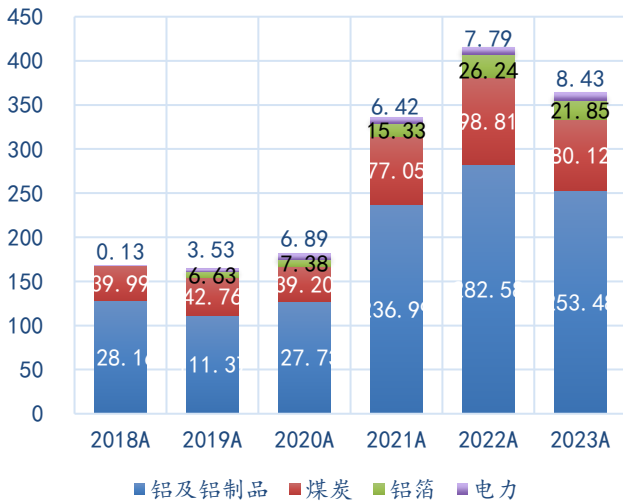
- **维持公司“增持”投资评级。**根据宏观环境变化等因素，我们调整公司 2024/2025 年营业收入 432.06/461.28 亿元至 392.31/411.21 亿元，调整 2024/2025 年归母净利润 70.40/77.28 亿元至 62.42/68.29 亿元，预计公司 2024/2025/2026 年全面摊薄后的 EPS 分别为 2.77 元/3.04 元/3.26 元，按照 4 月 16 日 23.60 元的收盘价计算，对应的 PE 分别为 8.51X/7.77X/7.25X。随着未来公司重点项目的持续推进，公司营收和盈利有望持续修复，结合行业发展前景及公司行业地位，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：(1) 美联储加息超预期；(2) 国际宏观经济下行；(3) 国际局势复杂多变；(4) 行业政策发生变化；(5) 铝和煤炭价格大幅波动；(6) 下游需求不及预期；(7) 公司产能供给不及预期。

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 42,704 | 37,625 | 39,231 | 41,121 | 43,269 |
| 增长比率(%) | 23.80 | -11.89 | 4.27 | 4.82 | 5.22 |
| 净利润(百万元) | 7,578 | 5,905 | 6,242 | 6,829 | 7,325 |
| 增长比率(%) | 134.10 | -22.07 | 5.70 | 9.40 | 7.26 |
| 每股收益(元) | 3.37 | 2.62 | 2.77 | 3.04 | 3.26 |
| 市盈率(倍) | 7.01 | 8.99 | 8.51 | 7.77 | 7.25 |

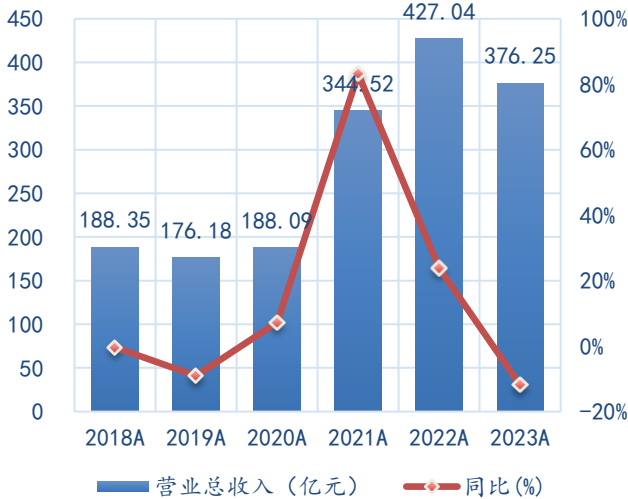
资料来源：聚源数据，中原证券

图 1：公司主营业务构成占比（亿元）



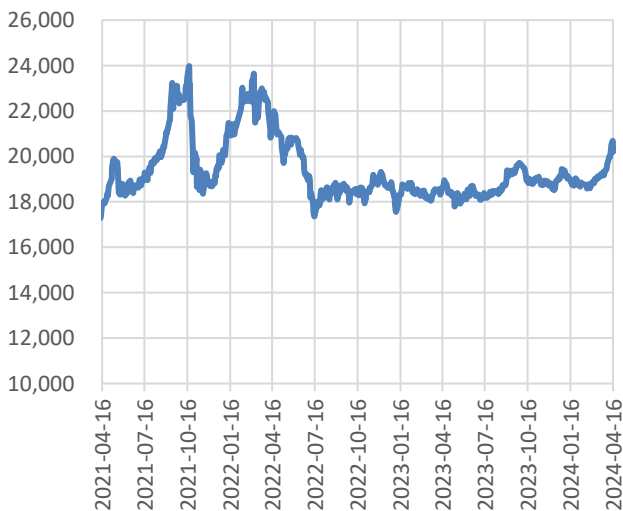
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司营业总收入及同比



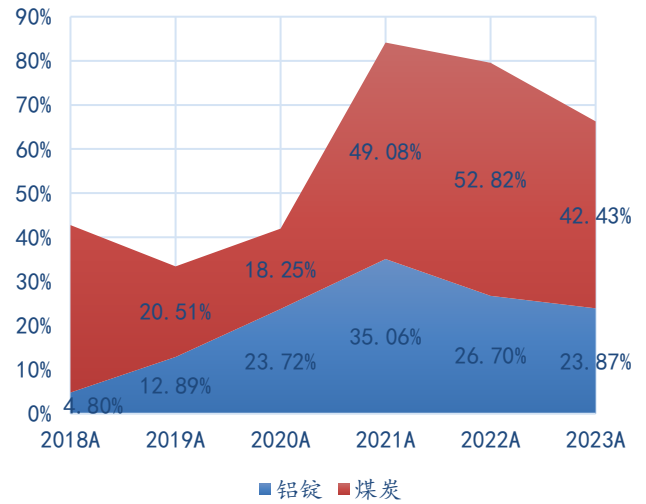
资料来源：Wind，中原证券

图 5：铝锭均价（河南；单位：元/吨）



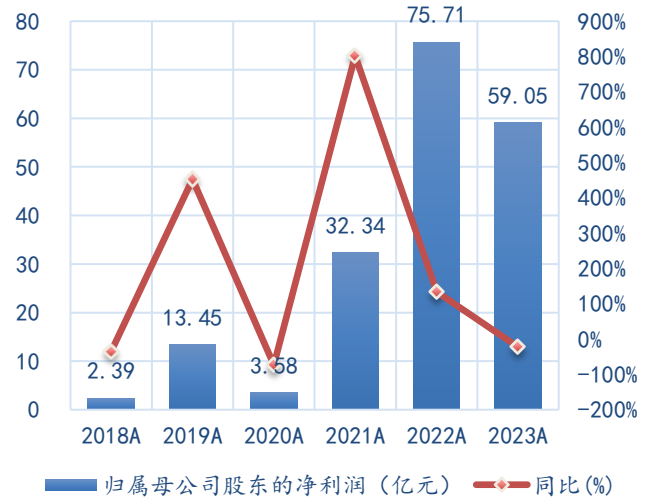
资料来源：安泰科，中原证券

图 2：公司铝锭及煤炭业务毛利率



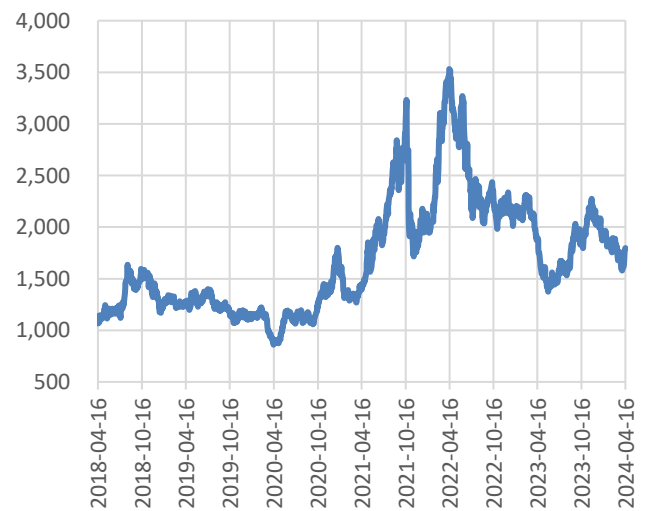
资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司归母净利润及同比



资料来源：Wind，中原证券

图 6：通联煤炭指数



资料来源：通联数据，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 23,645 | 19,452 | 20,169 | 21,355 | 24,115 |
| 现金 | 17,907 | 13,323 | 13,846 | 14,806 | 17,284 |
| 应收票据及应收账款 | 711 | 751 | 775 | 810 | 850 |
| 其他应收款 | 657 | 360 | 392 | 411 | 433 |
| 预付账款 | 462 | 402 | 423 | 438 | 459 |
| 存货 | 3,100 | 3,053 | 3,134 | 3,247 | 3,402 |
| 其他流动资产 | 807 | 1,563 | 1,599 | 1,642 | 1,687 |
| 非流动资产 | 36,833 | 38,406 | 40,048 | 41,456 | 42,831 |
| 长期投资 | 3,576 | 3,689 | 3,826 | 3,959 | 4,092 |
| 固定资产 | 20,734 | 22,156 | 23,292 | 24,279 | 25,218 |
| 无形资产 | 5,218 | 5,435 | 5,665 | 5,904 | 6,134 |
| 其他非流动资产 | 7,304 | 7,126 | 7,265 | 7,314 | 7,387 |
| 资产总计 | 60,477 | 57,858 | 60,217 | 62,811 | 66,946 |
| 流动负债 | 34,694 | 27,029 | 24,389 | 21,490 | 19,734 |
| 短期借款 | 21,918 | 14,691 | 11,668 | 8,332 | 6,004 |
| 应付票据及应付账款 | 5,855 | 5,747 | 5,875 | 6,088 | 6,380 |
| 其他流动负债 | 6,922 | 6,591 | 6,845 | 7,070 | 7,351 |
| 非流动负债 | 4,582 | 6,496 | 6,732 | 6,932 | 7,032 |
| 长期借款 | 3,219 | 4,944 | 5,181 | 5,383 | 5,484 |
| 其他非流动负债 | 1,364 | 1,552 | 1,551 | 1,550 | 1,548 |
| 负债合计 | 39,277 | 33,526 | 31,121 | 28,422 | 26,766 |
| 少数股东权益 | 5,138 | 4,503 | 5,354 | 6,285 | 7,284 |
| 股本 | 2,251 | 2,250 | 2,250 | 2,250 | 2,250 |
| 资本公积 | 2,659 | 2,657 | 2,657 | 2,657 | 2,657 |
| 留存收益 | 10,932 | 14,589 | 18,502 | 22,863 | 27,656 |
| 归属母公司股东权益 | 16,062 | 19,829 | 23,742 | 28,103 | 32,896 |
| 负债和股东权益 | 60,477 | 57,858 | 60,217 | 62,811 | 66,946 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | 14,061 | 11,190 | 9,315 | 9,993 | 10,644 |
| 净利润 | 8,583 | 6,728 | 7,093 | 7,760 | 8,324 |
| 折旧摊销 | 1,835 | 1,947 | 1,567 | 1,643 | 1,729 |
| 财务费用 | 1,024 | 572 | 649 | 564 | 487 |
| 投资损失 | -228 | -335 | -235 | -247 | -260 |
| 营运资金变动 | 2,326 | 2,219 | 186 | 208 | 283 |
| 其他经营现金流 | 521 | 59 | 55 | 65 | 81 |
| 投资活动现金流 | -462 | -1,916 | -3,028 | -2,866 | -2,923 |
| 资本支出 | -267 | -687 | -3,134 | -3,043 | -3,103 |
| 长期投资 | -54 | -1,456 | -262 | -193 | -193 |
| 其他投资现金流 | -142 | 226 | 369 | 370 | 373 |
| 筹资活动现金流 | -11,403 | -8,303 | -5,767 | -6,166 | -5,243 |
| 短期借款 | 3,545 | -7,227 | -3,023 | -3,336 | -2,328 |
| 长期借款 | -1,673 | 1,726 | 237 | 201 | 101 |
| 普通股增加 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -20 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -13,255 | -2,799 | -2,981 | -3,031 | -3,017 |
| 现金净增加额 | 2,209 | 974 | 523 | 960 | 2,478 |

资料来源：聚源数据，中原证券

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 42,704 | 37,625 | 39,231 | 41,121 | 43,269 |
| 营业成本 | 29,338 | 27,709 | 28,202 | 29,224 | 30,622 |
| 营业税金及附加 | 712 | 530 | 557 | 588 | 623 |
| 营业费用 | 329 | 331 | 337 | 354 | 372 |
| 管理费用 | 764 | 830 | 824 | 864 | 909 |
| 研发费用 | 184 | 429 | 432 | 452 | 476 |
| 财务费用 | 770 | 63 | 449 | 398 | 339 |
| 资产减值损失 | -22 | -7 | -4 | -16 | -15 |
| 其他收益 | 40 | 130 | 39 | 41 | 43 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 228 | 335 | 235 | 247 | 260 |
| 资产处置收益 | 16 | 71 | 12 | 21 | 26 |
| 营业利润 | 10,902 | 8,270 | 8,712 | 9,531 | 10,240 |
| 营业外收入 | 144 | 102 | 131 | 139 | 130 |
| 营业外支出 | 386 | 215 | 193 | 206 | 219 |
| 利润总额 | 10,660 | 8,156 | 8,650 | 9,464 | 10,151 |
| 所得税 | 2,077 | 1,428 | 1,557 | 1,703 | 1,827 |
| 净利润 | 8,583 | 6,728 | 7,093 | 7,760 | 8,324 |
| 少数股东损益 | 1,005 | 823 | 851 | 931 | 999 |
| 归属母公司净利润 | 7,578 | 5,905 | 6,242 | 6,829 | 7,325 |
| EBITDA | 13,272 | 9,881 | 10,666 | 11,504 | 12,219 |
| EPS (元) | 3.37 | 2.62 | 2.77 | 3.04 | 3.26 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 23.80 | -11.89 | 4.27 | 4.82 | 5.22 |
| 营业利润 (%) | 103.58 | -24.14 | 5.34 | 9.40 | 7.44 |
| 归属母公司净利润 (%) | 134.10 | -22.07 | 5.70 | 9.40 | 7.26 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 31.30 | 26.36 | 28.11 | 28.93 | 29.23 |
| 净利率 (%) | 17.74 | 15.70 | 15.91 | 16.61 | 16.93 |
| ROE (%) | 47.18 | 29.78 | 26.29 | 24.30 | 22.27 |
| ROIC (%) | 19.07 | 14.39 | 15.72 | 16.29 | 16.17 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 64.94 | 57.95 | 51.68 | 45.25 | 39.98 |
| 净负债比率 (%) | 185.26 | 137.79 | 106.96 | 82.65 | 66.62 |
| 流动比率 | 0.68 | 0.72 | 0.83 | 0.99 | 1.22 |
| 速动比率 | 0.57 | 0.55 | 0.63 | 0.77 | 0.97 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.75 | 0.64 | 0.66 | 0.67 | 0.67 |
| 应收账款周转率 | 79.17 | 52.63 | 52.28 | 52.81 | 53.05 |
| 应付账款周转率 | 8.87 | 8.62 | 9.16 | 9.16 | 9.21 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 3.37 | 2.62 | 2.77 | 3.04 | 3.26 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 6.25 | 4.97 | 4.14 | 4.44 | 4.73 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 7.14 | 8.81 | 10.55 | 12.49 | 14.62 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 7.01 | 8.99 | 8.51 | 7.77 | 7.25 |
| P/B | 3.31 | 2.68 | 2.24 | 1.89 | 1.61 |
| EV/EBITDA | 3.23 | 4.62 | 5.40 | 4.65 | 4.00 |

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 5% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。