

神火股份 (000933.SZ) 煤炭业务量价齐跌拖累业绩，煤铝成长性可期

2024年08月20日

——2024年中报点评报告

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2024/8/19
当前股价(元)	17.06
一年最高最低(元)	25.38/14.18
总市值(亿元)	383.80
流通市值(亿元)	382.69
总股本(亿股)	22.50
流通股本(亿股)	22.43
近3个月换手率(%)	70.93

●煤炭业务量价齐跌拖累业绩，煤铝成长性可期，维持“买入”评级

公司发布2024年中报，2024H1公司实现营业收入182.2亿元，同比-4.7%；实现归母净利润22.8亿元，同比-16.6%；实现扣非后归母净利润21.6亿元，同比-21.4%。单Q2来看，公司实现营业收入100.0亿元，环比+21.6%；实现归母净利润11.9亿元，环比+9.4%，实现扣非后归母净利润11.4亿元，环比+12.9%。考虑到煤炭业务量价同比回落在一定程度上拖累公司业绩增长，我们下调2024-2026年盈利预测，预计2024-2026年归母净利润51.3/60.5/69.4亿元（前值为62.8/69.1/74.2亿元），同比-13.1%/+18.0%/+14.6%；EPS为2.28/2.69/3.08元，对应当前股价PE为7.5/6.3/5.5倍。考虑到梁北煤矿技改有望贡献增量，电池铝箔放量在即，公司高盈利有望持续，维持“买入”评级。

●煤炭业务量价齐跌拖累业绩，成本下滑叠加产量提升支撑电解铝业务盈利

(1) 煤炭业务：产销量方面，2024Q1受安全事故和监管政策影响，公司煤炭产销量有所下滑，2024Q2公司煤炭业务生产经营已恢复正常，2024H1公司煤炭产销量322.8/315.1万吨，同比-15.0%/-18.8%，分别完成年度计划的45.5%/44.4%。利润方面，2024年上半年市场煤价回调，2024H1公司吨煤售价为1114元/吨，同比-2.4%，吨煤成本785元/吨，同比+37.1%，吨煤毛利329元/吨，同比-42.1%，煤炭业务毛利率为29.6%，同比-20.3pct。**(2) 电解铝业务：**2024H1公司实现铝产品产销量75.0/75.0万吨，同比+3.2%/+2.3%，分别完成年度计划的49.99%/49.97%。利润方面，2024H1公司吨铝售价为15608元/吨，同比-5.9%，吨铝成本为11550元/吨，同比-9.5%，单吨毛利为4058元/吨，同比+6.2%，电解铝业务毛利率为26%，同比+3.0pct。**(3) 铝箔业务：**公司铝箔产品涵盖高精度电子电极铝箔、食品铝箔和医药铝箔，目前5-10微米高端超薄电池铝箔、电容器箔已经实现量产，2024H1公司铝箔产销量4.15/4.13万吨，同比-1.2%/+7.3%，分别完成年度计划的42.6%/42.4%。

●五彩湾五号矿开发建设积极推进，电池箔项目进展顺利

(1) 煤炭业务：梁北煤矿改扩建项目（90万吨改扩到240万吨）主体工程于2021年底建成完工，伴随煤矿逐步达产，2024年有望继续贡献增量；2019年6月公司全资子公司新疆煤电和国家能源集团新疆能源有限责任公司、新疆中和兴矿业有限公司共同出资成立神兴能源，其中新疆煤电持股40.07%，目前正在办理新疆能源（集团）有限责任公司增资入股神兴能源事宜，增资完成后，由神兴能源办理探矿权相关事宜，未来公司煤炭产能或仍有增量空间。**(2) 铝箔业务：**公司现有铝箔产能14万吨，其中：上海铝箔2.5万吨为食品医药包装箔；神火新材一期5.5万吨三分之一的量为食品医药包装箔，三分之二的量为电池铝箔；神火新材二期6万吨全部为电池铝箔，目前最后一台轧机正在调试；公司在云南另有11万吨的电池箔项目规划，目前一期坯料项目已开工建设，二期电池箔项目将根据市场情况择机建设，未来铝箔业务产能增量有望持续释放。

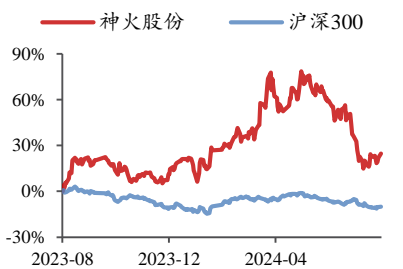
●风险提示：煤铝价格下跌超预期；新产能释放不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	42,704	37,625	36,671	39,072	41,349
YOY(%)	23.8	-11.9	-2.5	6.5	5.8
归母净利润(百万元)	7,578	5,905	5,130	6,053	6,938
YOY(%)	134.1	-22.1	-13.1	18.0	14.6
毛利率(%)	31.3	26.4	24.1	25.3	26.7
净利率(%)	17.7	15.7	14.0	15.5	16.8
ROE(%)	40.5	27.7	20.6	20.7	20.1
EPS(摊薄/元)	3.37	2.62	2.28	2.69	3.08
P/E(倍)	5.1	6.5	7.5	6.3	5.5
P/B(倍)	2.4	1.9	1.7	1.4	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《煤价下行拖累业绩，看好煤铝增量——公司2024一季报点评报告》
-2024.4.23
- 《收购云南神火股权增厚业绩，看好煤铝增量——公司信息更新报告》
-2024.3.26
- 《电解铝量价齐升致业绩改善，看好煤铝增量——公司三季度点评报告》
-2023.10.24

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	23645	19452	26461	29111	33930	营业收入	42704	37625	36671	39072	41349
现金	17907	13323	20981	22405	28081	营业成本	29338	27709	27844	29206	30292
应收票据及应收账款	711	751	384	962	387	营业税金及附加	712	530	564	575	622
其他应收款	657	360	590	443	638	营业费用	329	331	303	333	347
预付账款	462	402	509	424	583	管理费用	764	830	732	821	847
存货	3100	3053	2812	3502	2961	研发费用	184	429	288	376	361
其他流动资产	807	1563	1185	1374	1280	财务费用	770	63	179	-116	-242
非流动资产	36833	38406	36921	37575	38090	资产减值损失	-22	-7	0	0	0
长期投资	3576	3689	4174	4639	5114	其他收益	40	130	85	108	96
固定资产	20753	22167	20546	21122	21377	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	5245	5439	5295	5293	5379	投资净收益	228	335	281	308	295
其他非流动资产	7259	7111	6906	6521	6219	资产处置收益	16	71	44	57	50
资产总计	60477	57858	63382	66686	72020	营业利润	10902	8270	7328	8543	9810
流动负债	34694	27029	29970	29297	29697	营业外收入	144	102	123	112	118
短期借款	21918	14691	18305	16498	17401	营业外支出	386	215	301	258	279
应付票据及应付账款	5855	5747	5973	6286	6446	利润总额	10660	8156	7150	8398	9648
其他流动负债	6922	6591	5692	6513	5850	所得税	2077	1428	1322	1511	1760
非流动负债	4582	6496	5052	4167	3126	净利润	8583	6728	5828	6886	7887
长期借款	3219	4944	3594	2662	1644	少数股东损益	1005	823	698	833	949
其他非流动负债	1364	1552	1458	1505	1481	归属母公司净利润	7578	5905	5130	6053	6938
负债合计	39277	33526	35022	33464	32823	EBITDA	13357	10868	9272	10454	11647
少数股东权益	5138	4503	5201	6034	6983	EPS(元)	3.37	2.62	2.28	2.69	3.08
股本	2251	2250	2250	2250	2250						
资本公积	2659	2657	2657	2657	2657	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	10932	14589	18663	23464	28970	成长能力					
归属母公司股东权益	16062	19829	23160	27188	32213	营业收入(%)	23.8	-11.9	-2.5	6.5	5.8
负债和股东权益	60477	57858	63382	66686	72020	营业利润(%)	103.6	-24.1	-11.4	16.6	14.8
						归属于母公司净利润(%)	134.1	-22.1	-13.1	18.0	14.6
						获利能力					
						毛利率(%)	31.3	26.4	24.1	25.3	26.7
						净利率(%)	17.7	15.7	14.0	15.5	16.8
						ROE(%)	40.5	27.7	20.6	20.7	20.1
						ROIC(%)	21.7	17.9	13.7	15.4	15.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	64.9	57.9	55.3	50.2	45.6
						净负债比率(%)	44.1	33.3	7.5	-6.0	-19.9
						流动比率	0.7	0.7	0.9	1.0	1.1
						速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	79.2	52.6	65.9	59.3	62.6
						应付账款周转率	8.9	8.6	8.7	8.7	8.7
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	3.37	2.62	2.28	2.69	3.08
						每股经营现金流(最新摊薄)	6.25	4.97	3.40	3.48	4.13
						每股净资产(最新摊薄)	7.14	8.81	10.29	12.08	14.32
						估值比率					
						P/E	5.1	6.5	7.5	6.3	5.5
						P/B	2.4	1.9	1.7	1.4	1.2
						EV/EBITDA	4.0	4.7	4.9	4.1	3.2

现金流量表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	14061	11190	7659	7833	9290
净利润	8583	6728	5828	6886	7887
折旧摊销	1694	1895	1475	1531	1639
财务费用	770	63	179	-116	-242
投资损失	-228	-335	-281	-308	-295
营运资金变动	1995	2179	670	86	602
其他经营现金流	1248	659	-212	-246	-300
投资活动现金流	-462	-1916	351	-1827	-1805
资本支出	304	985	-758	1851	1613
长期投资	-59	-1277	-485	-465	-475
其他投资现金流	-99	346	78	489	283
筹资活动现金流	-11403	-8303	-352	-4582	-1810
短期借款	3545	-7227	3613	-1807	903
长期借款	-1673	1726	-1351	-932	-1018
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	-13255	-2799	-2614	-1843	-1696
现金净增加额	2209	974	7658	1424	5676

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R4（中高风险），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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为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，属于商业秘密材料，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3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9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