



## 买入（维持）

所属行业：有色金属/工业金属  
当前价格(元)：15.91

### 证券分析师

#### 翟堃

资格编号：S0120523050002  
邮箱：zhaijun@tebon.com.cn

#### 薛磊

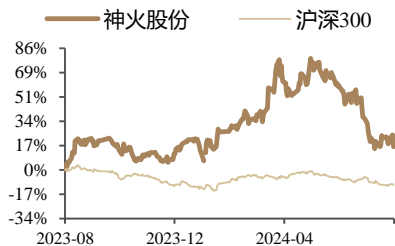
资格编号：S0120524020001  
邮箱：xuelei@tebon.com.cn

### 研究助理

#### 谢信圆

邮箱：xieji@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-14.46	-26.85	-29.35
相对涨幅(%)	-8.63	-21.29	-19.96

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《神火股份(000933.SZ)：业绩符合预期，维持优质盈利》，2024.3.26
- 《神火股份(000933.SZ)：铝业高弹性，煤炭有增量》，2023.12.7

# 神火股份(000933.SZ)：煤铝复产持续推进，盈利有望继续扩张

### 投资要点

- 事件：公司发布2024年中报。**2024年上半年公司实现营业收入182.2亿元，同比-4.65%；归母净利润22.8亿元，同比-16.62%；扣非后归母净利润21.6亿元，同比-21.35%。单季度来看，24Q2实现营业收入99.98亿元，同比+4.2%，环比+21.6%；归母净利润11.94亿元，同比基本持平，环比+9.4%；扣非后归母净利润11.43亿元，同比-4.8%，环比+12.9%。
- 电解铝业务：量利齐升，盈利能力显著。**
  - 产销方面：**2024H1公司实现电解铝产量74.99万吨，同比+3.2%；销量74.95万吨，同比+2.3%；
  - 毛利方面：**电解铝综合售价15608元/吨，同比-5.9%；电解铝销售成本11550元/吨，同比-9.5%；单位毛利4058元/吨，同比+6.2%；电解铝业务毛利率26.0%，同比提升3.0pct。单位成本下降是吨铝盈利抬升的核心关键，一方面云南自2024年3月16日放开部分负荷管控以来，云南神火积极组织有序复产，5月中旬已全部启动；其次今年以来水情况较好，云南省保供压力减少及用电量下降，云南神火6月份起电价将有所下降，丰水期间公司吨铝盈利有望继续扩张。
  - 未来降本仍有空间：**为积极响应国家《有色金属行业碳达峰实施方案》，力争2025、2030年电解铝使用可再生能源比例分别达到25%、30%以上，公司拟在新疆投资建设80万千瓦风电项目、在云南建设2.025万千瓦分布式光伏项目，预计可发电23亿度、1800万度，分别供新疆、云南分部消纳以代替部分火电。根据公司投资者关系管理信息披露，80万KW风电项目已向新疆自治区发改委提交申报方案，并已通过评审，正在等待下发新能源建设指标，预计明年年底投产。
- 煤炭业务：产量下滑拖累盈利。**
  - 产销方面：**2024H1公司实现煤炭产量322.8万吨，同比-15.04%；销量315.1万吨，同比-18.75%。一季度受省内企业安全事故、政府严管理政策等因素影响，产销量不及预期，4月份起已恢复至正常水平。
  - 毛利方面：**2024H1公司煤炭综合售价1114元/吨，同比-2.38%；销售成本为785元/吨，同比+37.07%；单位毛利329元/吨，同比-42.08%；煤炭业务毛利率为30%，同比减少20.27pct。
  - 储备资源：**新疆五彩湾矿区5号露天矿地质储量25.32亿吨，公司持股40.07%，目前正在办理探矿权相关事宜，煤炭增量可期。
- 盈利预测及投资评级。**综合考虑主营产品价格变动以及产能释放情况，我们略下调盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润为50.1、55.3、60.6亿元，按照8月20日收盘价计算，对应PE为7.1、6.5、5.9倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**1) 煤炭、电解铝、铝箔价格大幅下跌；2) 宏观经济增长不及预期；3) 新项目投产进度不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	2,249.71		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	2,243.19	营业收入(百万元)	42,704	37,625	35,870	37,607	39,307
52 周内股价区间(元):	13.69-24.44	(+/-)YOY(%)	23.8%	-11.9%	-4.7%	4.8%	4.5%
总市值(百万元):	35,792.86	净利润(百万元)	7,578	5,905	5,010	5,527	6,061
总资产(百万元):	58,547.49	(+/-)YOY(%)	134.1%	-22.1%	-15.2%	10.3%	9.7%
每股净资产(元):	9.06	全面摊薄 EPS(元)	3.37	2.62	2.23	2.46	2.69
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	31.3%	26.4%	25.0%	25.9%	26.8%
		净资产收益率(%)	47.2%	29.8%	21.8%	20.9%	20.0%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	2.65	2.23	2.46	2.69
每股净资产	8.81	10.20	11.77	13.47
每股经营现金流	4.97	3.35	3.56	3.97
每股股利	0.80	0.85	0.94	1.03
价值评估(倍)				
P/E	6.34	7.14	6.48	5.91
P/B	1.91	1.56	1.35	1.18
P/S	0.95	1.00	0.95	0.91
EV/EBITDA	4.62	4.66	3.84	3.12
股息率%	4.8%	5.3%	5.9%	6.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	26.4%	25.0%	25.9%	26.8%
净利润率	17.9%	16.2%	17.3%	18.4%
净资产收益率	29.8%	21.8%	20.9%	20.0%
资产回报率	10.2%	8.4%	9.0%	9.6%
投资回报率	14.4%	13.2%	14.0%	14.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-11.9%	-4.7%	4.8%	4.5%
EBIT 增长率	-30.6%	-5.0%	9.2%	8.8%
净利润增长率	-22.1%	-15.2%	10.3%	9.7%
偿债能力指标				
资产负债率	57.9%	52.5%	46.4%	40.2%
流动比率	0.7	0.8	1.0	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.8	0.9
现金比率	0.5	0.6	0.7	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	6.8	6.8	6.1	6.3
存货周转天数	40.0	40.4	39.1	39.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	1.8	1.6	1.6	1.7

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	5,905	5,010	5,527	6,061
少数股东损益	823	816	975	1,155
非现金支出	1,946	1,058	1,244	1,280
非经营收益	297	423	325	184
营运资金变动	2,219	227	-67	261
经营活动现金流	11,190	7,533	8,004	8,940
资产	-687	-1,881	-1,698	-1,837
投资	-1,456	-166	-132	-117
其他	226	671	293	307
投资活动现金流	-1,916	-1,375	-1,536	-1,647
债权募资	1,127	-2,352	-2,939	-3,421
股权募资	63	26	0	0
其他	-9,493	-2,641	-2,744	-2,821
融资活动现金流	-8,303	-4,967	-5,683	-6,241
现金净流量	974	1,196	785	1,052

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 8 月 20 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	37,625	35,870	37,607	39,307
营业成本	27,709	26,897	27,873	28,781
毛利率%	26.4%	25.0%	25.9%	26.8%
营业税金及附加	530	506	530	554
营业税金率%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
营业费用	331	305	320	334
营业费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	830	753	790	825
管理费用率%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	429	238	250	261
研发费用率%	1.1%	0.7%	0.7%	0.7%
EBIT	7,934	7,536	8,228	8,951
财务费用	63	474	347	204
财务费用率%	0.2%	1.3%	0.9%	0.5%
资产减值损失	-7	6	8	6
投资收益	335	280	293	307
营业利润	8,270	7,061	7,881	8,746
营业外收支	-114	0	0	0
利润总额	8,156	7,061	7,881	8,746
EBITDA	9,881	8,600	9,480	10,236
所得税	1,428	1,236	1,379	1,531
有效所得税率%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
少数股东损益	823	816	975	1,155
归属母公司所有者净利润	5,905	5,010	5,527	6,061

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	13,323	14,518	15,303	16,355
应收账款及应收票据	751	624	682	715
存货	3,053	2,990	3,064	3,177
其它流动资产	2,325	2,437	2,462	2,512
流动资产合计	19,452	20,570	21,511	22,759
长期股权投资	3,689	3,863	4,023	4,179
固定资产	22,156	22,556	23,055	23,541
在建工程	1,680	2,364	3,048	3,731
无形资产	5,435	5,709	5,987	6,253
非流动资产合计	38,406	38,900	39,625	40,379
资产总计	57,858	59,471	61,136	63,137
短期借款	14,691	12,450	9,512	6,091
应付票据及应付账款	5,747	5,906	5,914	6,155
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	6,591	6,410	6,490	6,706
流动负债合计	27,029	24,766	21,916	18,952
长期借款	4,944	4,944	4,944	4,944
其它长期负债	1,552	1,498	1,498	1,498
非流动负债合计	6,496	6,442	6,442	6,442
负债总计	33,526	31,209	28,359	25,395
实收资本	2,250	2,250	2,250	2,250
普通股股东权益	19,829	22,943	26,484	30,294
少数股东权益	4,503	5,318	6,294	7,448
负债和所有者权益合计	57,858	59,471	61,136	63,137

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。