

分析师: 李泽森  
登记编码: S0730523080001  
lzs1@ccnew.com 021-50586702

## 铝板块业绩保持增长, 重点项目拟加速推进

——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)

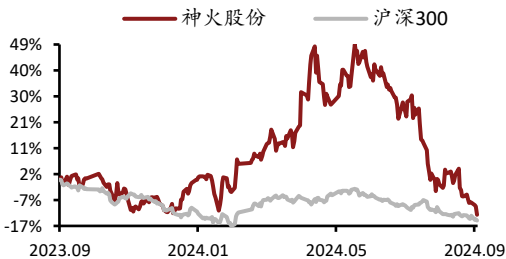
#### 市场数据(2024-09-04)

收盘价(元)	14.32
一年内最高/最低(元)	25.21/14.32
沪深 300 指数	3,252.16
市净率(倍)	1.58
流通市值(亿元)	321.22

#### 基础数据(2024-06-30)

每股净资产(元)	9.06
每股经营现金流(元)	1.81
毛利率(%)	24.51
净资产收益率_摊薄(%)	11.20
资产负债率(%)	57.70
总股本/流通股(万股)	224,970.84/224,318.90
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: 煤铝价格下跌拖累盈利, 业绩有望企稳回升》  
2024-04-17

《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

联系人: 马巍琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 09 月 05 日

**事件:** 公司发布 2024 年中报, 2024 年上半年公司实现营业收入 182.21 亿元, 同比增长-4.65%; 实现归母净利润 22.84 亿元, 同比增长-16.62%; 实现扣非归母净利润 21.57 亿元, 同比增长-21.35%。

#### 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。公司电解铝业务运营主体分布为: 新疆煤电、云南神火主要生产电解铝, 新疆炭素主要生产阳极炭块; 截至 2024 年 6 月 30 日, 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 1400MW、阳极炭块产能 40 万吨/年(云南神火另有 40 万吨产能在建)。目前, 公司铝箔业务运营主体分别为: 神火新材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, 阳光铝材主要生产铝箔坯料。截至 2024 年 6 月 30 日, 公司铝箔产能 14 万吨/年(神火新材 11.5 万吨/年、上海铝箔 2.5 万吨/年, 云南新材另有 11 万吨产能在建)、铝箔坯料产能 15.5 万吨/年。公司本部主要生产无烟煤, 是优质的冶金用煤, 主要用于高炉喷吹; 新龙公司、兴隆公司主要生产贫瘦煤, 是优质的冶金用煤, 作为主焦煤的配煤使用; 新密超化主要生产贫瘦煤, 作为动力煤使用, 主要应用于冶金、化工、电力等行业; 截至 2024 年 6 月 30 日, 公司控制的煤炭保有储量 13.26 亿吨, 可采储量 5.78 亿吨。

- 公司铝板块业绩保持增长, 受到煤炭价格、销量下降等因素影响, 公司 2024 年上半年整体业绩受到一定扰动。2024 年上半年公司主营业务铝及铝制品/煤炭/铝箔营收金额分别为 124.16/35.11/11.02 亿元, 占比分别为 68.14%/19.27%/6.05%, 营收金额分别同比增长 2.22%/-20.69%/1.65%。2024 年上半年公司主营产品煤炭销量和售价分别同比下降 72.73 万吨、133.05 元/吨, 煤炭板块毛利率为 29.57%, 较去年同期下滑 20.27%。2024 年上半年, 在安全监管日趋严格的背景下, 国内煤炭产量出现明显下降, 根据国家统计局统计, 2024 年 1-6 月全国累计原煤生产 22.66 亿吨, 同比下降 1.7%; 同时, 煤炭进口量呈同比增长的态势, 根据海关总署公布的最新数据, 2024 年 1-6 月全国累计进口煤炭 2.5 亿吨, 同比增长 12.5%, 创历史新高。2024 年 4 月份以来, 受益于国内经济复苏及房地产行业在国家政策下趋于平稳, 钢铁、焦炭需求增加, 公司主要煤种贫瘦煤、无烟煤煤价稳步回升; 随着需求端稳增长政策的持续出新, 预计下半年煤价有望趋稳运行。2024 年上半年, 公司销售费用有所降低, 管理费用有所增加,

公司销售费用/管理费用/财务费用/研发费用分别同比增长-19.62%/30.27%/-0.86%/-2.25%。

- **公司重点项目拟加速推进。**一是主动加压、加快推动云南 40 万吨炭素项目、11 万吨绿色新能源铝箔项目建设，争取早投运早收效。二是积极协商、大力推动新疆准东 5 号露天煤矿项目、新疆神火铝电产业补链强链项目早立项早落地早实施。三是加快新能源项目培育壮大，积极推进新疆 80 万 KW 新能源项目、云南厂区分布式光伏项目建设。
- **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 2024/2025/2026 年营业收入 392.31/411.21/432.69 亿元至 381.31/402.21/416.69 亿元，调整 2024/2025/2026 年归母净利润 62.42/68.29/73.25 亿元至 54.46/61.30/64.53 亿元，预计公司 2024/2025/2026 年全面摊薄后的 EPS 分别为 2.42 元/2.72 元/2.87 元，按照 9 月 4 日 14.32 元的收盘价计算，对应的 PE 分别为 5.92X/5.26X/4.99X。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	38,131	40,221	41,669
增长比率(%)	23.80	-11.89	1.34	5.48	3.60
净利润(百万元)	7,578	5,905	5,446	6,130	6,453
增长比率(%)	134.10	-22.07	-7.78	12.56	5.27
每股收益(元)	3.37	2.62	2.42	2.72	2.87
市盈率(倍)	4.25	5.46	5.92	5.26	4.99

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）

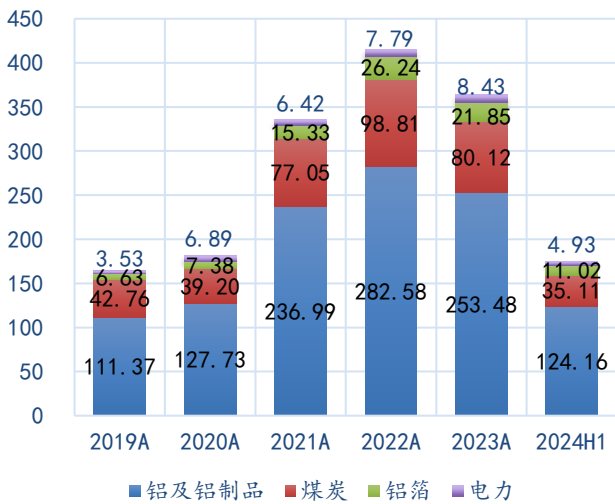
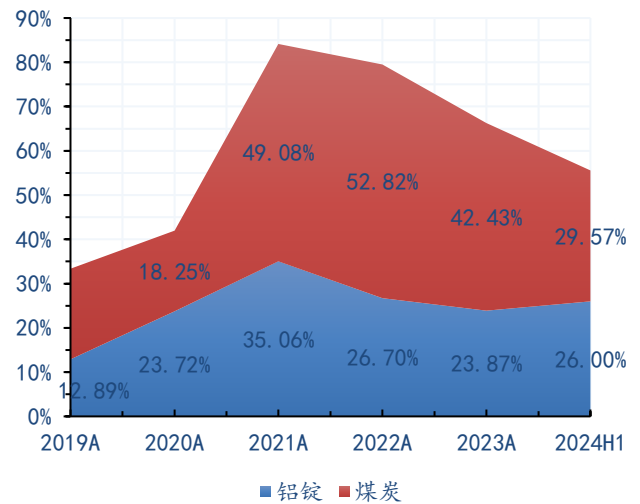


图 2：公司铝锭及煤炭业务毛利率



资料来源：Wind，中原证券

资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司营业总收入及同比

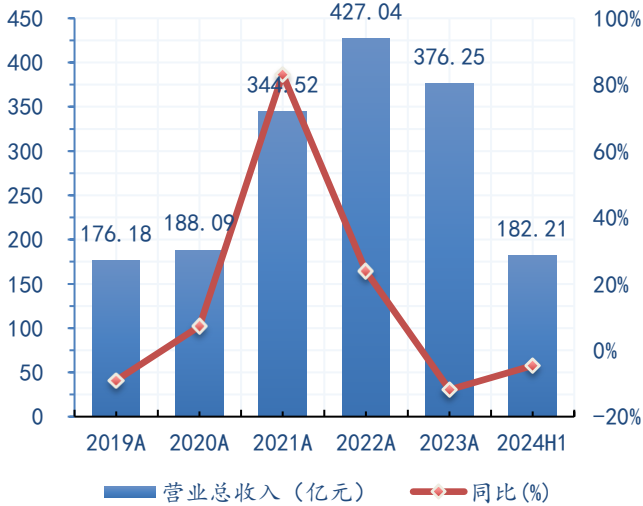
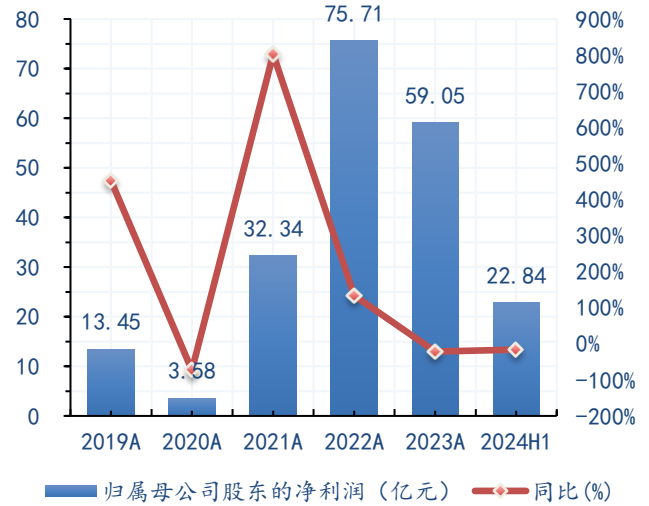


图 4：公司归母净利润及同比



资料来源：Wind，中原证券

资料来源：Wind，中原证券

图 5：铝锭均价（河南；单位：元/吨）

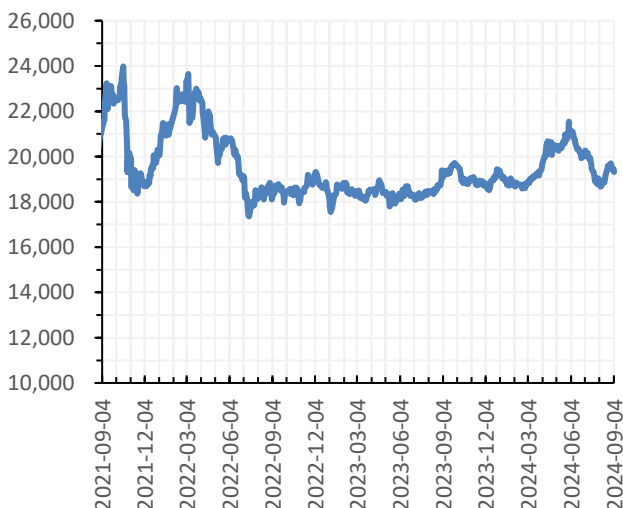


图 6：通联煤炭指数



资料来源：安泰科，中原证券

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
<b>流动资产</b>	<b>23,645</b>	<b>19,452</b>	<b>22,564</b>	<b>24,389</b>	<b>25,997</b>
现金	17,907	13,323	14,529	15,992	17,283
应收票据及应收账款	711	751	1,282	1,362	1,432
其他应收款	657	360	530	559	579
预付账款	462	402	713	741	769
存货	3,100	3,053	3,325	3,456	3,573
其他流动资产	807	1,563	2,185	2,279	2,363
<b>非流动资产</b>	<b>36,833</b>	<b>38,406</b>	<b>39,527</b>	<b>40,924</b>	<b>42,290</b>
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	6,743	6,782	6,847
<b>资产总计</b>	<b>60,477</b>	<b>57,858</b>	<b>62,091</b>	<b>65,313</b>	<b>68,287</b>
<b>流动负债</b>	<b>34,694</b>	<b>27,029</b>	<b>25,151</b>	<b>23,274</b>	<b>21,348</b>
短期借款	21,918	14,691	12,668	10,332	8,004
应付票据及应付账款	5,855	5,747	5,938	6,172	6,380
其他流动负债	6,922	6,591	6,545	6,771	6,965
<b>非流动负债</b>	<b>4,582</b>	<b>6,496</b>	<b>8,678</b>	<b>9,278</b>	<b>9,378</b>
长期借款	3,219	4,944	7,181	7,783	7,884
其他非流动负债	1,364	1,552	1,497	1,495	1,494
<b>负债合计</b>	<b>39,277</b>	<b>33,526</b>	<b>33,829</b>	<b>32,552</b>	<b>30,726</b>
少数股东权益	5,138	4,503	5,245	6,081	6,961
股本	2,251	2,250	2,250	2,250	2,250
资本公积	2,659	2,657	2,683	2,683	2,683
留存收益	10,932	14,589	17,707	21,369	25,290
归属母公司股东权益	16,062	19,829	23,017	26,679	30,600
<b>负债和股东权益</b>	<b>60,477</b>	<b>57,858</b>	<b>62,091</b>	<b>65,313</b>	<b>68,287</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>14,061</b>	<b>11,190</b>	<b>6,558</b>	<b>9,114</b>	<b>9,504</b>
净利润	8,583	6,728	6,189	6,966	7,333
折旧摊销	1,835	1,947	1,567	1,643	1,729
财务费用	1,024	572	623	607	549
投资损失	-228	-335	-229	-241	-250
营运资金变动	2,326	2,219	-1,592	95	78
其他经营现金流	521	59	1	45	65
<b>投资活动现金流</b>	<b>-462</b>	<b>-1,916</b>	<b>-2,539</b>	<b>-2,842</b>	<b>-2,908</b>
资本支出	-267	-687	-3,101	-3,024	-3,087
长期投资	-54	-1,456	-192	-183	-184
其他投资现金流	-142	226	754	365	363
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-11,403</b>	<b>-8,303</b>	<b>-2,817</b>	<b>-4,809</b>	<b>-5,306</b>
短期借款	3,545	-7,227	-2,023	-2,336	-2,328
长期借款	-1,673	1,726	2,237	601	101
普通股增加	0	-1	0	0	0
资本公积增加	-20	-2	26	0	0
其他筹资现金流	-13,255	-2,799	-3,056	-3,074	-3,079
<b>现金净增加额</b>	<b>2,209</b>	<b>974</b>	<b>1,207</b>	<b>1,463</b>	<b>1,290</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>42,704</b>	<b>37,625</b>	<b>38,131</b>	<b>40,221</b>	<b>41,669</b>
营业成本	29,338	27,709	28,502	29,624	30,622
营业税金及附加	712	530	526	543	550
营业费用	329	331	309	322	333
管理费用	764	830	877	925	958
研发费用	184	429	431	446	463
财务费用	770	63	223	244	229
资产减值损失	-22	-7	-4	-16	-15
其他收益	40	130	76	80	83
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	228	335	229	241	250
资产处置收益	16	71	46	40	42
<b>营业利润</b>	<b>10,902</b>	<b>8,270</b>	<b>7,609</b>	<b>8,460</b>	<b>8,871</b>
营业外收入	144	102	131	139	130
营业外支出	386	215	193	206	219
<b>利润总额</b>	<b>10,660</b>	<b>8,156</b>	<b>7,547</b>	<b>8,393</b>	<b>8,782</b>
所得税	2,077	1,428	1,358	1,427	1,449
<b>净利润</b>	<b>8,583</b>	<b>6,728</b>	<b>6,189</b>	<b>6,966</b>	<b>7,333</b>
少数股东损益	1,005	823	743	836	880
<b>归属母公司净利润</b>	<b>7,578</b>	<b>5,905</b>	<b>5,446</b>	<b>6,130</b>	<b>6,453</b>
EBITDA	13,272	9,881	9,337	10,279	10,740
EPS (元)	3.37	2.62	2.42	2.72	2.87

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	23.80	-11.89	1.34	5.48	3.60
营业利润 (%)	103.58	-24.14	-7.99	11.18	4.86
归属母公司净利润 (%)	134.10	-22.07	-7.78	12.56	5.27
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	31.30	26.36	25.25	26.35	26.51
净利率 (%)	17.74	15.70	14.28	15.24	15.49
ROE (%)	47.18	29.78	23.66	22.98	21.09
ROIC (%)	19.07	14.39	12.86	13.71	13.71
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	64.94	57.95	54.48	49.84	45.00
净负债比率 (%)	185.26	137.79	119.69	99.36	81.80
流动比率	0.68	0.72	0.90	1.05	1.22
速动比率	0.57	0.55	0.67	0.80	0.93
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.75	0.64	0.64	0.63	0.62
应收账款周转率	79.17	52.63	37.96	30.73	30.13
应付账款周转率	8.87	8.62	9.21	9.17	9.15
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	3.37	2.62	2.42	2.72	2.87
每股经营现金流 (最新摊薄)	6.25	4.97	2.92	4.05	4.22
每股净资产 (最新摊薄)	7.14	8.81	10.23	11.86	13.60
<b>估值比率</b>					
P/E	4.25	5.46	5.92	5.26	4.99
P/B	2.01	1.62	1.40	1.21	1.05
EV/EBITDA	3.23	4.62	4.17	3.48	3.00

### 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%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10%至 5%；

坚持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15%至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 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。