

神火股份 (000933.SZ)

煤炭业务拖累业绩，铝冶炼利润有望扩大

优于大市

核心观点

2024H1 公司归母净利润下降 17%。2024H1 年实现营收 182 亿元(同比-4.6%)，归母净利润 22.8 亿元(同比-17%)，扣非归母净利润 21.6 亿元(同比-21.3%)，经营活动产生的现金流量净额 40.69 亿元。

公司盈利下降主因煤炭板块量价齐跌，2024 上半年煤炭产量 322.75 万吨，同比减少 57 万吨，由于产量下降，成本相对抬升，2024H1 煤炭营业成本 785 元/吨，比 2023 年增加 150 元/吨。2024H1 煤炭销售价格同比下降 133 元/吨，上半年煤炭板块毛利润同比减少 12 亿元。

电解铝板块三季度可能承压，上半年氧化铝现货价格在 3500 元/吨(含税)，下半年至今价格为 3900 元/吨，因此铝板块在三季度面临成本上行压力；二季度铝均价 20500 元/吨(含税)，下半年至今为 19500 元/吨左右，因此三季度电解铝板块面临利润收缩压力。如近期我们外发的行业快评，认为三季度是铝行业冶炼利润最差的时候，往后看铝价有回升趋势，氧化铝价格有回落趋势，铝冶炼利润将重新走阔。

公司未来发展主要看新疆神火的强链补链。提高绿电比例：今年 2 月份，公司与中电投设立合资公司，投资建设 80 万千瓦风电项目，新疆煤电持股 49%，中电投持股 51%。假设风电机组年利用小时数 2500 小时，粗略测算可满足新疆神火 80 万吨电解铝 18% 的用电量。准东煤田 5 号露天矿项目：地质储量 25.3 亿吨，由神火能源办理探矿权相关事宜。

风险提示：氧化铝涨价风险，铝价下跌风险，煤炭价格下跌风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级

假设 2024-2026 年铝现货价格为 19500/19500/19500 元/吨，氧化铝价格为 3700 元/吨，预焙阳极价格为 4000 元/吨，云南用电含税价格为 0.45 元/度，新疆神火发电成本 0.236 元/度，河南无烟煤价格 1200 元/吨，预计 2024-2026 年收入 378/390/408 亿元，同比增速 0.6%/3.1%/4.6%，归母净利润 49.37/58.00/58.57 亿元(前值 62.95/63.87/64.54 亿元)，同比增速 -16.4%/17.5%/1.0%；摊薄 EPS 分别为 2.19/2.58/2.60 元，当前股价对应 PE 分别为 7.2/6.1/6.1x。公司是国内电解铝头部企业，产能布局合理，公司主营产品电解铝和煤炭两个行业均受益于供给侧结构性改革，处于行业景气周期，同时随着新疆准东露天煤矿项目、新疆神火补链强链项目实施，公司进一步打开成长空间，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	42,704	37,625	37,844	39,033	40,829
(+/-%)	24.0%	-11.9%	0.6%	3.1%	4.6%
净利润(百万元)	7571	5905	4937	5800	5857
(+/-%)	134.1%	-22.0%	-16.4%	17.5%	1.0%
每股收益(元)	3.36	2.62	2.19	2.58	2.60
EBIT Margin	26.6%	20.7%	17.5%	20.1%	19.8%
净资产收益率 (ROE)	47.2%	29.8%	22.0%	22.7%	20.5%
市盈率 (PE)	4.7	6.0	7.2	6.1	6.1
EV/EBITDA	5.9	7.4	7.5	6.5	6.3
市净率 (PB)	2.21	1.79	1.58	1.39	1.24

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

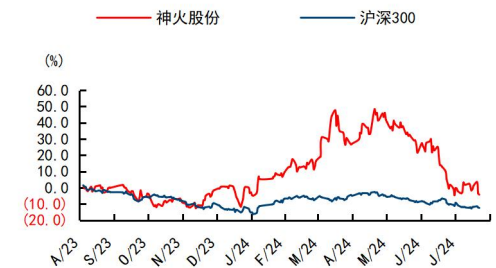
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	15.78 元
总市值/流通市值	35500/35398 百万元
52 周最高价/最低价	25.38/14.18 元
近 3 个月日均成交额	480.80 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

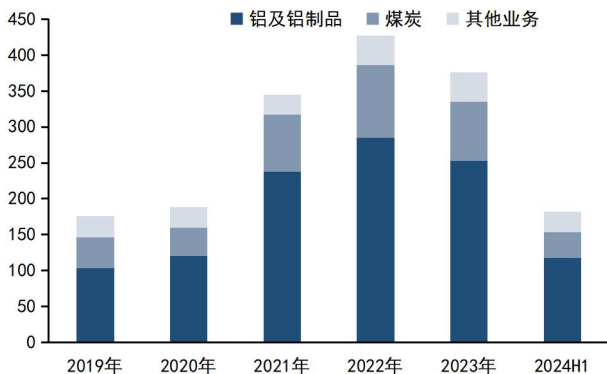
- 《神火股份 (000933.SZ) - 加码新疆煤铝业务，打开成长空间》——2024-04-03
- 《神火股份 (000933.SZ) - 云南神火顺利复产，电解铝板块量价齐增》——2023-10-25
- 《神火股份 (000933.SZ) - 电解铝量价齐跌拖累业绩，财务费用显著下降》——2023-08-31
- 《神火股份 (000933.SZ) - 资产质量夯实，煤铝业务迎来业绩释放期》——2023-03-29
- 《神火股份 (000933.SZ) - 成本优势凸显，煤、铝业务维持高盈利》——2022-10-19

2024H1 公司归母净利润下降 17%。2024H1 年实现营收 182 亿元（同比-4.6%），归母净利润 22.8 亿元（同比-17%），扣非归母净利润 21.6 亿元（同比-21.3%），经营活动产生的现金流量净额 40.69 亿元。

公司盈利下降主因煤炭板块量价齐跌，2024 上半年煤炭产量 322.75 万吨，同比减少 57 万吨，由于产量下降，成本相对抬升，2024H1 煤炭营业成本 785 元/吨，比 2023 年增加 150 元/吨。2024H1 煤炭销售价格同比下降 133 元/吨，上半年煤炭板块毛利润同比减少 12 亿元。

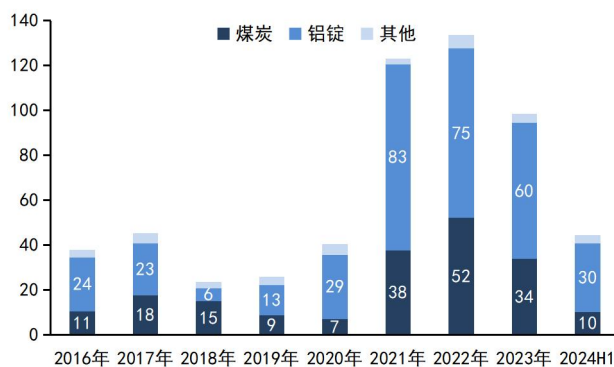
电解铝板块，2024H1 原铝平均售价 15608 元/吨，营业成本 11550 元/吨，单吨毛利润 4058 元，跟 2023 年全年基本持平。上半年氧化铝现货价格在 3500 元/吨（含税），下半年至今价格为 3900 元/吨，因此铝板块在三季度面临成本上行压力；二季度铝均价 20500 元/吨（含税），下半年至今为 19500 元/吨左右，因此三季度电解铝板块面临利润收缩压力。如近期我们外发的行业快评，认为三季度是铝行业冶炼利润最差的时候，往后看铝价有回升趋势，氧化铝价格有回落趋势，铝冶炼利润将重新走阔。

图1：神火股份营业收入构成（单位：亿元）



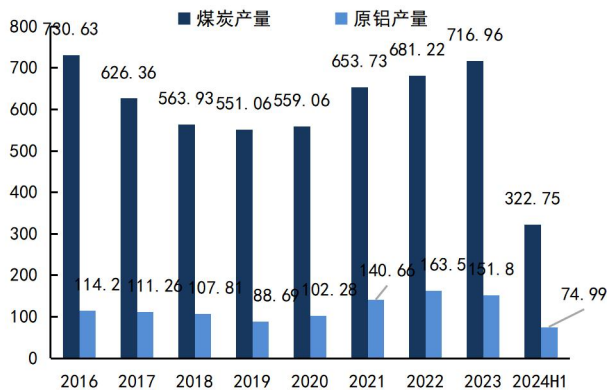
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：神火股份毛利润构成（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：神火股份主要产品产量（单位：万吨）



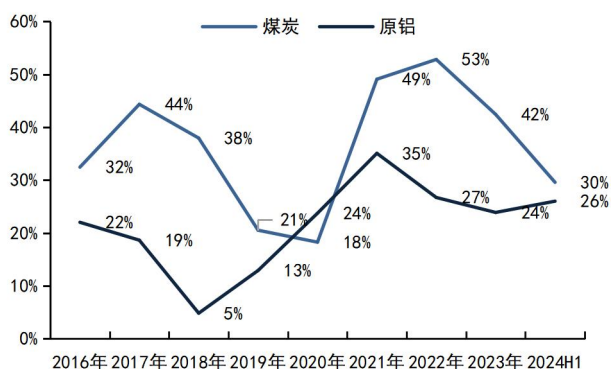
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：神火股份电解铝分地区产量（单位：万吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司分产品毛利率



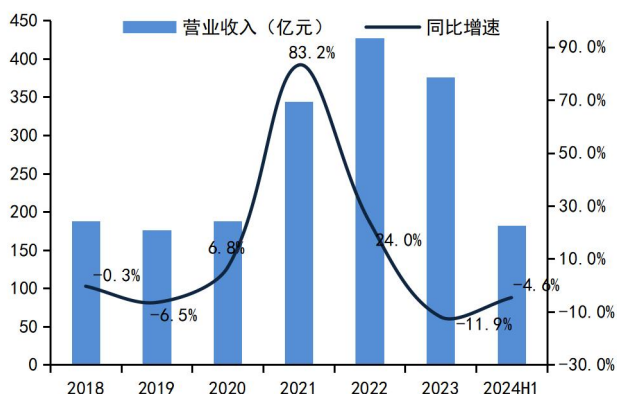
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司主要产品单位毛利 (元/吨)



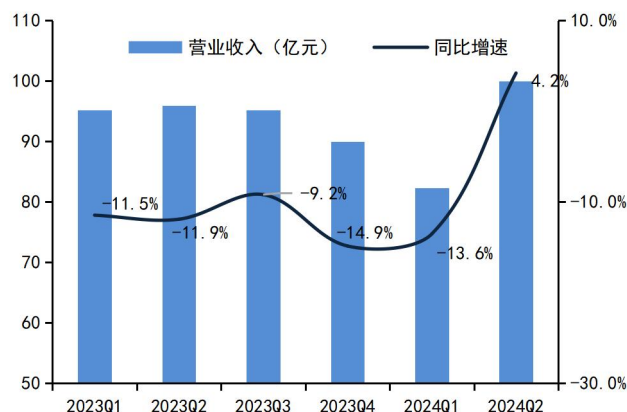
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 神火股份营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



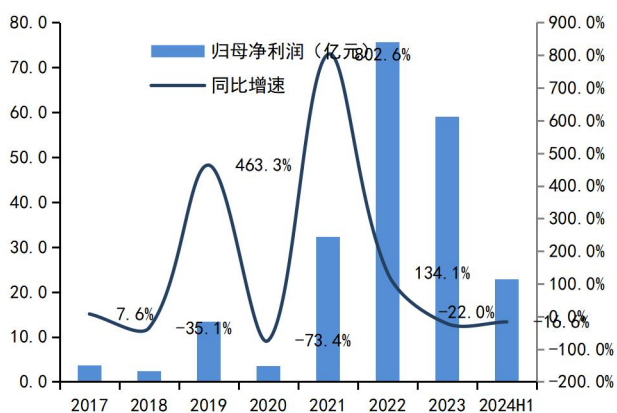
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 神火股份单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 神火股份归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



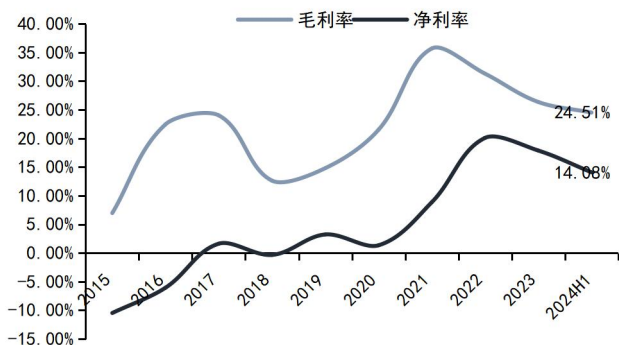
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 神火股份单季归母净利润 (单位: 亿元、%)



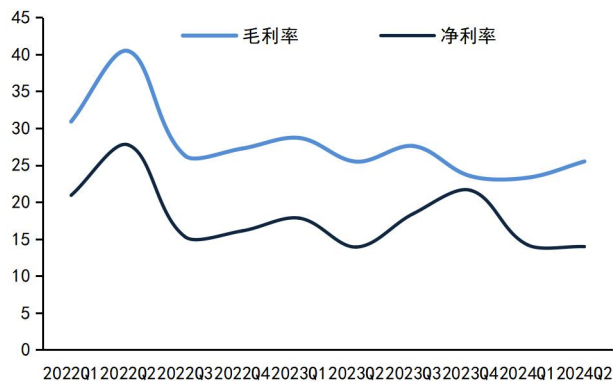
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 神火股份毛利率、净利率变化情况



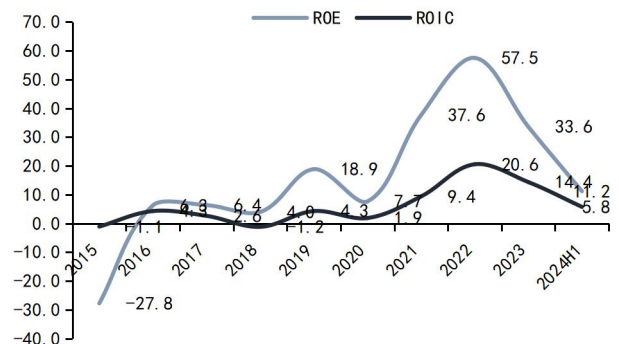
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 神火股份单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



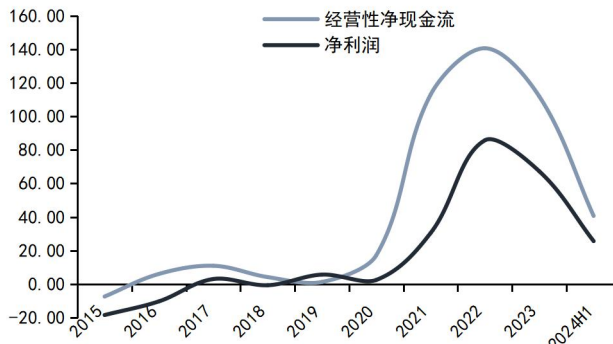
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 神火股份 ROE、ROIC 变化情况 (%)



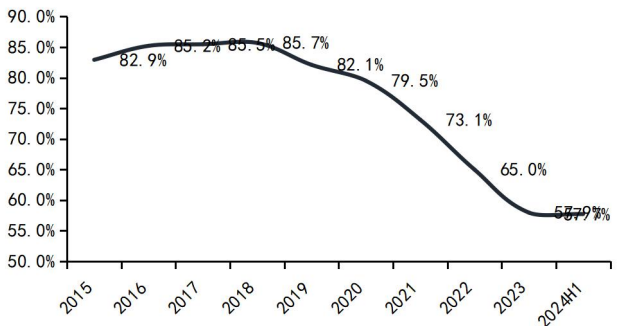
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 神火股份经营性净现金流 (亿元)



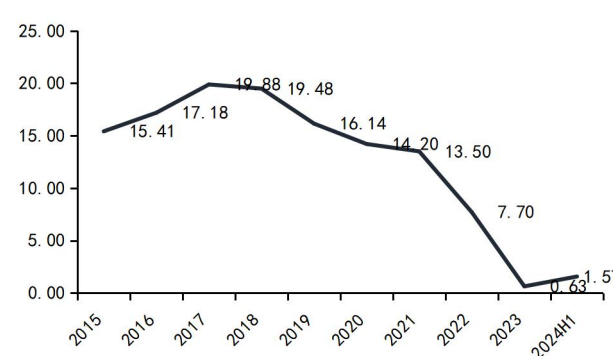
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 神火股份资产负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 神火股份财务费用 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电解铝板块主要子公司的业绩表现: 对利润有主要贡献的子公司来看, 新疆神火盈利能力依然最强, 2024H1 销售 39.97 万吨电解铝, 净利润达到 12 亿元, 吨净利润近 3000 元。

表1: 公司主要电解铝子公司业绩

		2023年		
公司名称	主要业务	净利润(万元)	主要产品销量(万吨)	单位净利(元/吨)
新疆煤电	电解铝生产	223,681.87	81.00	2,762
新疆炭素	阳极炭块生产	36,614.85	38.30	956
云南神火	电解铝生产	154,933.56	71.73	2,160
		2024H1		
公司名称	主要业务	净利润(万元)	主要产品销量(万吨)	单位净利(元/吨)
新疆煤电	电解铝生产	119,734.59	39.97	2,996
新疆炭素	阳极炭块生产	7,540.01	18.91	399
云南神火	电解铝生产	54,948.62	34.98	1,571

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司未来发展主要看新疆神火的强链补链。提高绿电比例: 今年2月份, 公司与中国电力设立合资公司, 投资建设80万千瓦风电项目, 新疆煤电持股49%, 中国电力持股51%。假设风电机组年利用小时数2500小时, 粗略测算可满足新疆神火80万吨电解铝18%的用电量。准东煤田5号露天矿项目: 地质储量25.3亿吨, 由神兴能源办理探矿权相关事宜, 其中新疆煤电持股神兴能源40.07%股权, 其余股权为国家能源集团持有。

公司盈利能力与铝价和氧化铝价格高度相关, 以下是公司2024年归母净利润对商品价格的敏感性分析:

表2: 公司盈利预测的敏感性分析(百万元)

		铝价(元/吨)							
		18000	18500	19000	19500	20000	20500	21000	21500
氧化铝价格 (元/吨)	3100	4,646	5,064	5,482	5,900	6,318	6,736	7,154	7,573
	3300	4,308	4,726	5,144	5,562	5,980	6,398	6,816	7,234
	3500	3,970	4,388	4,806	5,224	5,642	6,060	6,478	6,896
	3700	3,631	4,049	4,467	4,885	5,304	5,722	6,140	6,558
	3900	3,293	3,711	4,129	4,547	4,965	5,383	5,801	6,219

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“优于大市”评级。我们假设2024-2026年铝现货价格为19500/19500/19500元/吨, 氧化铝价格为3700元/吨, 预焙阳极价格为4000元/吨, 云南用电含税价格为0.45元/度, 新疆神火发电成本0.236元/度, 河南无烟煤价格1200元/吨, 预计2024-2026年收入378/390/408亿元, 同比增速0.6%/3.1%/4.6%, 归母净利润49.37/58.00/58.57亿元(前值62.95/63.87/64.54亿元), 同比增速-16.4%/17.5%/1.0%; 摊薄EPS分别为2.19/2.58/2.60元, 当前股价对应PE分别为7.2/6.1/6.1x。公司是国内电解铝头部企业, 产能布局合理, 公司主营产品电解铝和煤炭两个行业均受益于供给侧结构性改革, 处于行业景气周期, 同时随着新疆准东露天煤矿项目、新疆神火补链强链项目实施, 公司进一步打开成长空间, 维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	17907	13323	19092	25841	31608	营业收入	42704	37625	37844	39033	40829
应收款项	979	873	878	906	948	营业成本	29338	27709	29363	29260	30743
存货净额	3100	3053	3109	3073	3235	营业税金及附加	712	530	533	549	575
其他流动资产	1600	1552	1561	1610	1684	销售费用	329	331	333	344	359
流动资产合计	23645	19452	25291	32081	38126	管理费用	764	830	835	861	901
固定资产	21731	23837	21738	19424	17020	研发费用	184	429	151	156	163
无形资产及其他	5218	5435	5218	5000	4783	财务费用	770	63	76	78	82
投资性房地产	6307	5446	5446	5446	5446	投资收益	228	335	335	335	300
长期股权投资	3576	3689	3894	4100	4305	资产减值及公允价值变动	22	7	1	1	0
资产总计	60477	57858	61587	66051	69679	其他收入	(140)	(234)	(21)	(26)	(163)
短期借款及交易性金融负债	23848	16213	16213	16213	16213	营业利润	10902	8270	7018	8250	8306
应付款项	5855	5747	5853	5786	6090	营业外净收支	(242)	(114)	(114)	(114)	0
其他流动负债	4992	5070	5180	5130	5398	利润总额	10660	8156	6904	8137	8306
流动负债合计	34694	27029	27246	27128	27701	所得税费用	2083	1428	1371	1617	1661
长期借款及应付债券	3219	4944	4944	4944	4944	少数股东损益	1005	823	597	720	787
其他长期负债	1383	1552	1552	1552	1552	归属于母公司净利润	7571	5905	4937	5800	5857
长期负债合计	4602	6496	6496	6496	6496	现金流量表 (百万元)					
负债合计	39296	33526	33742	33625	34197	净利润	7571	5905	4937	5800	5857
少数股东权益	5137	4503	4920	5424	5976	资产减值准备	(3596)	8	0	0	0
股东权益	16044	19829	22444	25515	28617	折旧摊销	1285	1532	2588	2815	2904
负债和股东权益总计	60477	57858	61587	66051	69679	公允价值变动损失	(22)	(7)	(1)	(1)	0
关键财务与估值指标						财务费用	770	63	76	78	82
每股收益	3.36	2.62	2.19	2.58	2.60	营运资本变动	(3322)	1217	855	1065	(85)
每股红利	0.92	1.23	1.03	1.21	1.22	其它	4327	428	418	504	551
每股净资产	7.13	8.81	9.98	11.34	12.72	经营活动现金流	6243	9083	8797	10183	9227
ROIC	23%	16%	13%	17%	19%	资本开支	0	(3552)	(500)	(500)	(500)
ROE	47%	30%	22%	23%	20%	其它投资现金流	79	(592)	0	0	0
毛利率	31%	26%	22%	25%	25%	投资活动现金流	(127)	(4258)	(705)	(705)	(705)
EBIT Margin	27%	21%	18%	20%	20%	权益性融资	13	63	0	0	0
EBITDA Margin	30%	25%	24%	27%	27%	负债净变化	(1673)	1726	0	0	0
收入增长	24%	-12%	1%	3%	5%	支付股利、利息	(2066)	(2778)	(2322)	(2728)	(2755)
净利润增长率	134%	-22%	-16%	17%	1%	其它融资现金流	8739	(7369)	0	0	0
资产负债率	73%	66%	63%	60%	58%	融资活动现金流	1276	(9410)	(2322)	(2728)	(2755)
息率	5.8%	7.8%	6.5%	7.7%	7.8%	现金净变动	7392	(4585)	5769	6749	5767
P/E	4.7	6.0	7.2	6.1	6.1	货币资金的期初余额	10515	17907	13323	19092	25841
P/B	2.2	1.8	1.6	1.4	1.2	货币资金的期末余额	17907	13323	19092	25841	31608
EV/EBITDA	5.9	7.4	7.5	6.5	6.3	企业自由现金流	7117	5628	10728	11943	11262
						权益自由现金流	14184	(15)	10160	11581	11082

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032