

神火股份(000933)

有色金属

发布时间: 2024-02-19

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

煤铝双核驱动，高壁垒高弹性

上次评级: 买入

报告摘要:

煤铝双核提升盈利弹性，股息率处同业较高水平。公司主营业务为铝煤的生产、加工和销售。公司23年前三季度实现营收286.29亿元，同比下降10.91%；归母净利润41.03亿元，同比下降29.94%。公司现金流充裕，投资支出减少，资产负债率不断降低，23年前三季度为63%，较22年底下降2pct。公司股息率在铝行业处于较高水平。公司电解铝所在新疆、云南地区成本低，政策限制产能上限，叠加公司焦煤资源稀缺性，公司具备高壁垒。公司煤炭大部分为冶金煤，煤铝业务盈利弹性较高。**电解铝供需紧平衡，公司具备区位优势。**供给：中国电解铝接近产能上限4500万吨，未来新增产能有限。需求：建筑、交运和电力是铝的主要消费领域，新能源车和光伏为消费增长点。我们预计23-25年国内电解铝需求分别为3659、3752、3876万吨，同比分别为6%、3%、3%；美国将开启降息海外需求有望回升。价格：电解铝供需紧平衡，且库存仍处低位，电解铝价格中枢有望抬升。公司拥有云南和新疆两处170万吨电解铝产能。新疆煤电拥有自供电厂；云南水电成本低，近氧化铝产地及电解铝消费地，区位优势突出。

公司煤炭以冶金煤为主，产能仍有增量空间。焦煤供给增量有限，需求回升有望抬升煤价。公司销售煤炭大部分为冶金煤，不受限价影响。公司煤炭产能逐年爬坡，梁北煤矿预计24年满产达到240吨；泉店煤矿后续技术突破产能将继续释放。我们预计24-25年公司吨煤售价约为1250、1300元/吨，吨煤成本为690、680元/吨。

铝箔产能持续扩张，有望增厚公司业绩。中国电池铝箔产能持续扩大，25年预计达150万吨。国内十大动力电池企业规划25年产能为3921GWh，折合电池箔需求约为145万吨，电池箔供需双增，价格或稳定运行。子公司神隆宝鼎6万吨产能预计24年2月投入运营；云南神火新材料11万吨产能前期推进中，远期产能可达25万吨。

盈利预测与投资建议：预计公司23-25年总营业收入分别为376.7/416.2/450.3亿元，同比为-11.79%/10.49%/8.19%；归母净利润为57.6/64.3/72.8亿元，同比为-23.9%/11.6%/13.2%；EPS为2.56/2.86/3.23元/股；对应PE为7.02/6.29/5.56倍。考虑到公司煤铝业务具备高壁垒，煤炭、电池铝箔产能扩张，有望受益煤铝价格上涨盈利具备较高弹性，维持公司“买入”评级。

风险提示：铝价下跌超预期；云南限产超预期；产能投产不及预期。

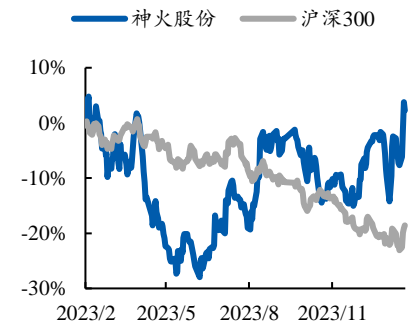
财务摘要(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	34,493	42,704	37,670	41,620	45,030
(+/-)%	83.38%	23.80%	-11.79%	10.49%	8.19%
归属母公司净利润	3,237	7,571	5,763	6,429	7,277
(+/-)%	803.35%	133.90%	-23.88%	11.55%	13.20%
每股收益(元)	1.45	3.39	2.56	2.86	3.23
市盈率	6.27	4.41	7.02	6.29	5.56
市净率	2.18	2.10	2.08	1.56	1.22
净资产收益率(%)	37.61%	57.52%	29.65%	24.85%	21.96%
股息收益率(%)	2.50%	5.56%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	2,251	2,251	2,250	2,250	2,250

股票数据

2024/02/08

6个月目标价(元)	
收盘价(元)	17.98
12个月股价区间(元)	12.67~19.74
总市值(百万元)	40,449.76
总股本(百万股)	2,250
A股(百万股)	2,250
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	42

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	5%	19%	10%
相对收益	2%	26%	27%

相关报告

《神火股份(000933):煤铝量价齐升,有望展现高弹性》

--20231101

《东北有色周报:美国CPI强势弱化降息预期,但金铜维持坚挺》

--20240218

《铜矿23年增量兑现度低,24年增量难言乐观》

--20240217

证券分析师:王政

执业证书编号: S0550522060001

13798232411

wangzheng2@nesc.cn

目 录

1.	煤铝双核提升盈利弹性，股息率处同业较高水平	4
1.1.	“煤铝双核”的煤电铝材一体化业务.....	4
1.2.	煤铝双核驱动，期间费用率持续降低.....	6
1.3.	资本结构不断改善，股息率处较高水平.....	7
2.	电解铝供需紧平衡，公司具备区位优势	10
2.1.	电解铝供需紧平衡，价格中枢有望抬升.....	10
2.2.	滇新双翼具成本优势，盈利能力突出.....	19
3.	煤价回暖托底公司业绩，产能仍有增量空间	23
3.1.	焦煤供给增量有限，需求回升有望抬升煤价.....	23
3.2.	煤炭产能逐年爬坡，产销量稳步提升.....	25
4.	铝箔产能持续扩张，有望增厚公司业绩	28
4.1.	电池铝箔供需双增，价格维持稳定运行.....	28
4.2.	铝箔产能持续扩张，或成公司盈利增长点.....	29
5.	盈利预测与投资建议	31
5.1.	盈利预测.....	31
5.2.	投资建议.....	34
6.	风险提示	36

图表目录

图 1:	神火股份历史沿革.....	4
图 2:	神火股份股权结构（截至 23 年 Q3 末）.....	4
图 3:	神火股份各业务板块控股公司（截至 23 年 Q3 末）.....	4
图 4:	神火股份一体化业务.....	5
图 5:	神火股份营业收入变化（亿元，%）.....	6
图 6:	神火股份归母净利润变化（亿元，%）.....	6
图 7:	神火股份各业务营收及占比（亿元，%）.....	6
图 8:	神火股份各业务毛利润及占比（亿元，%）.....	6
图 9:	神火股份 2013-2023Q1-Q3 销售毛利率（%）.....	7
图 10:	神火股份分产品销售毛利率（%）.....	7
图 11:	公司期间费用与期间费用率（亿元，%）.....	7
图 12:	2013-2023Q1-Q3 公司三费费用率（%）.....	7
图 13:	神火股份 2013-2023Q3 经营现金流净额（亿元）.....	8
图 14:	神火股份近 10 年投资现金流净额（亿元）.....	8
图 15:	神火股份近 10 年筹资现金流净额（亿元）.....	8
图 16:	神火股份资产负债率（%）.....	8
图 17:	神火股份 2016-2022 年股利支付率（%）.....	8
图 18:	神火股份股息率铝行业对比（%）.....	9
图 19:	神火股份股息率煤炭行业对比（%）.....	9
图 20:	2010-2023 年前 11 月中国电解铝总产能及变化（万吨，%）.....	10
图 21:	2010-2023 年中国电解铝产量及变化（万吨，%）.....	10
图 22:	2015-2023 年我国铝及其制品出口情况（万吨）.....	11
图 23:	2015-2023 年铝材、铝制品、原铝出口占比（%）.....	11
图 24:	2010-2023 年我国原铝进出口数量（万吨）.....	11
图 25:	2010-2023 年我国原铝净进口数量（万吨）.....	11

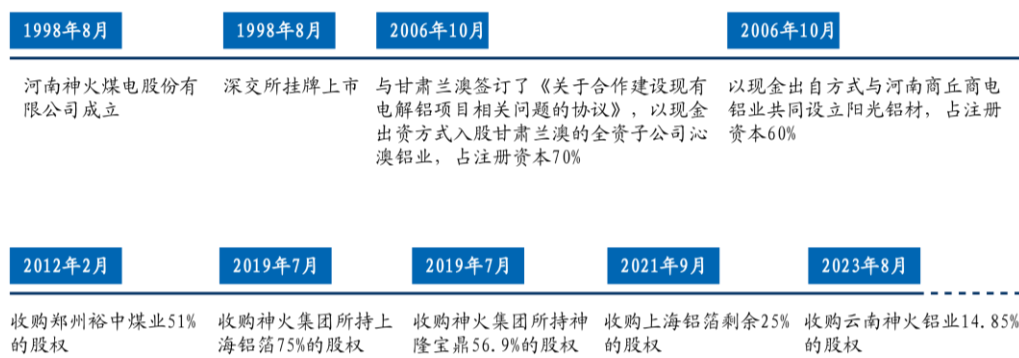
图 26: 2023 年 1-11 月国内原铝来源国占比 (%)	12
图 27: 2015-23 年 1-11 月电解铝进口金额 (亿美元)	12
图 28: 2020-2023 年下游用铝情况及占比 (万吨, %)	13
图 29: 2003-2023 年中国房屋竣工面积、新开工面积及商品房销售面积同比 (%)	14
图 30: 2013-2023 房地产与基建投资同比情况 (%)	14
图 31: 市场总电解铝库存迅速去化 (万吨)	18
图 32: 中国铝价历史复盘 (元/吨)	18
图 33: 2017-2023H1 电解铝产销量变化 (万吨, %)	19
图 34: 2017-2023H1 电解铝单吨成本及价格 (元/吨)	20
图 35: 电解铝毛利率同业对比 (%)	20
图 36: 新疆煤电电解铝产业链 (截至 2023 年底)	20
图 37: 全国各地动力煤价格对比 (元/吨)	21
图 38: 2023 年各省市工业用电年平均价格对比 (元/千瓦时)	21
图 39: 2020-2023H1 云南神火营业收入及同比 (亿元, %)	22
图 40: 2020-2023H1 云南神火净利润及同比 (亿元, %)	22
图 41: 中国煤炭开采和洗选业固定资产投资增速 (%)	23
图 42: 2018-2023 年前 9 月新批煤矿项目 (万吨)	23
图 43: 2023-2027 年我国新增产能预测 (万吨/年)	23
图 44: 2018-2025 年全球冶金煤产量预测 (百万吨)	24
图 45: 2020-2024 年主要钢厂螺纹钢周产量 (万吨)	25
图 46: 2020-2024 年房地产开发资金变化情况 (%)	25
图 47: 2020-2023 年钢铁需求情况 (万吨, %)	25
图 48: 2020-2023 年中国出口钢铁数量 (万吨)	25
图 49: 2017-2023H1 煤炭产销量变化 (万吨, %)	26
图 50: 公司分煤种销量变化情况 (万吨, %)	27
图 51: 2017-2023H1 煤炭单吨成本与价格变化 (元/吨, %)	27
图 52: 2020-2025 年国内电池铝箔有效产能 (万吨, %)	28
图 53: 中国电池铝箔企业数量及电池铝箔产量 (万吨, %)	28
图 54: 中国电池铝箔价格 (元/吨)	29
图 55: 铝加工板块细分	30
图 56: 铝箔销售价格及同比 (元/kg, %)	30
图 57: 铝箔产销量及同比 (万吨, %)	30
表 1: 中国电解铝产能产量预测	10
表 2: 全球电解铝产能变化情况	13
表 3: 中国建筑行业对铝金属需求测算	15
表 4: 中国交运行业对铝金属需求预测	16
表 5: 中国电力行业对铝金属需求预测	16
表 6: 中国原铝需求预测	17
表 7: 中国电解铝供需平衡表	17
表 8: 电解铝产能梳理 (截至 23 年底)	19
表 9: 公司主要煤炭矿井产能情况 (截至 23 年底)	26
表 10: 公司铝箔产能梳理	29
表 11: 公司盈利预测	33
表 12: 神火股份铝业可比公司同业对比	34
表 13: 神火股份焦煤可比公司同业对比	35

1. 煤铝双核提升盈利弹性，股息率处同业较高水平

1.1. “煤铝双核”的煤电铝材一体化业务

神火股份成立于1998年，并同年挂牌上市。公司主营业务为铝产品、煤炭的生产、加工和销售及发供电。公司通过不断的资产收购，形成了较完善的煤电铝材产业链。

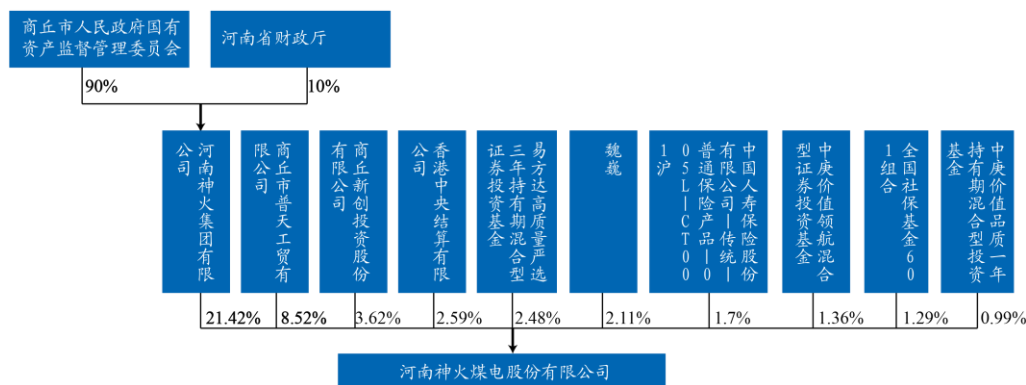
图 1：神火股份历史沿革



数据来源：公司公告、东北证券

河南商丘市国资委是公司实际控制人。截至23年Q3末，公司前三大股东分别为河南神火集团有限公司、商丘市普天工贸有限公司和商丘新创投资股份有限公司，股权占比分别为24.42%、8.52%和3.62%。其中，河南商丘市国资委持有河南神火集团有限公司90%股权，为公司实际控制人。第二、第三大股东为管理层持股平台，有助调动管理层积极性。

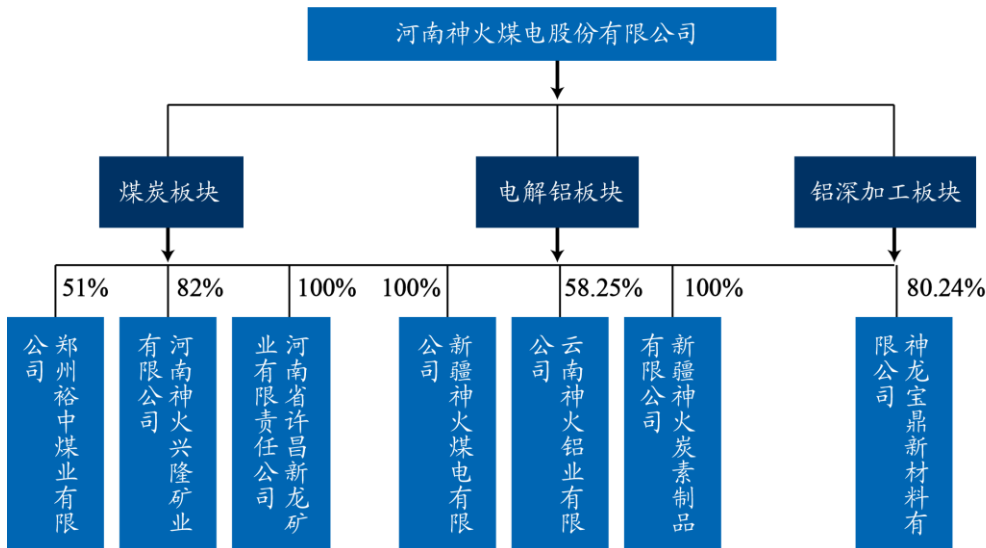
图 2：神火股份股权结构（截至23年Q3末）



数据来源：公司公告、东北证券

公司现控股煤炭、电解铝、铝深加工三大板块的多家优质子公司。2023年8月22日，公司发布公告拟收购河南资产基金持有的云南神火9.90%的股权，商丘新发持有的云南神火的4.95%的股权，由此公司持有云南神火的股权占比上升14.84pct至58.25%。

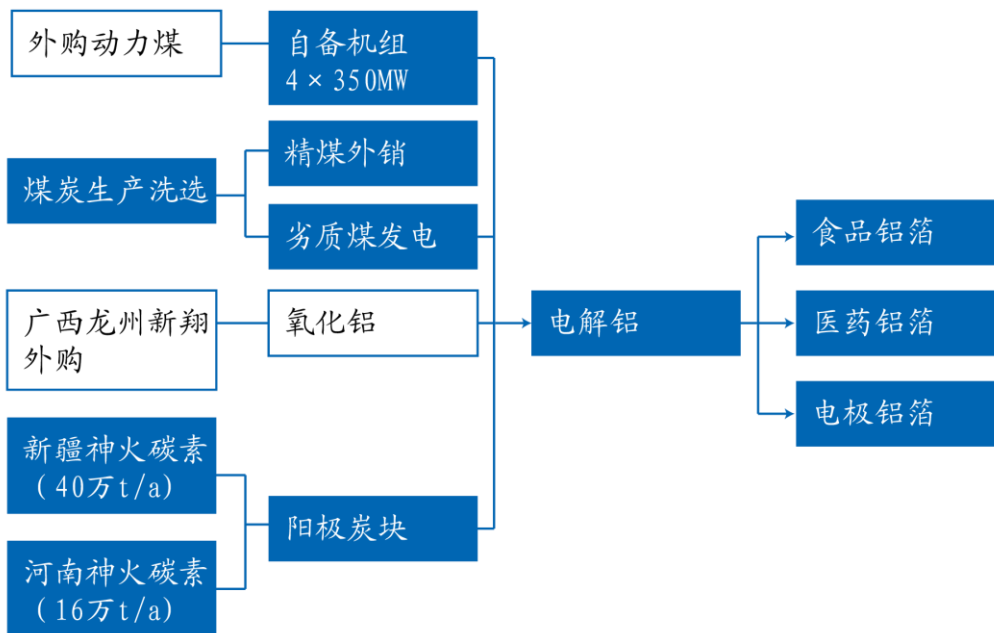
图 3：神火股份各业务板块控股公司（截至23年Q3末）



数据来源：公司公告、东北证券

公司逐步形成以“煤铝双核”的煤电铝一体化业务。通过 25 年的发展，公司现已逐步形成煤炭、发电、电解铝、铝箔的一体化业务，包括：煤炭产能 855 万吨/年，权益产能 788 万吨/年，其中精煤用于外销，动力煤用于内部发电；自备机组装机容量 20000MW，权益装机容量 1660.4MW；阳极炭块产能 56 万吨/年，权益占比 100%；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），权益产能 132 万吨/年；铝箔 8 万吨/年，权益产能 6.9 万吨/年。

图 4：神火股份一体化业务

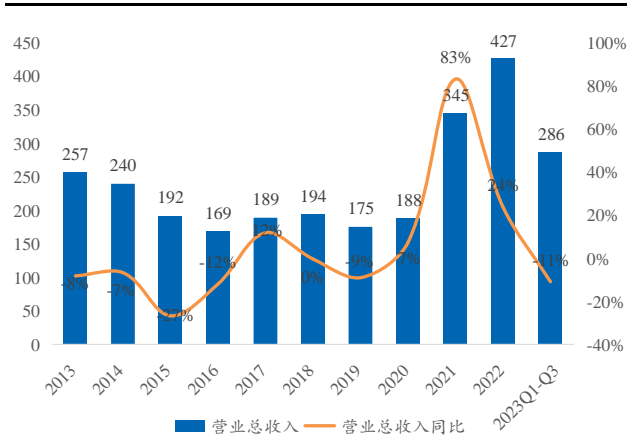


数据来源：公司公告、东北证券

1.2. 煤铝双核驱动，期间费用率持续降低

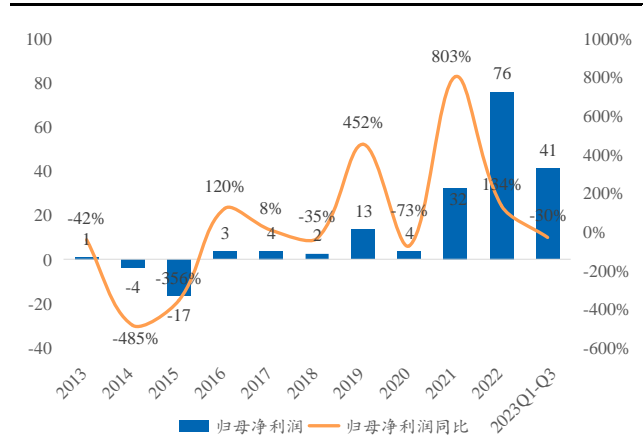
价格下跌拖累业绩，Q3 业绩逐步恢复。21-22 年期间，国内电解铝与煤炭价格上涨幅度较大，带动公司营业收入与归母净利润双双高增。而受到 23 年上半年云南限产和煤铝价格下跌的影响，神火股份业绩出现下滑。截至 23 年 Q3 末，公司实现营业收入 286.29 亿元，同比下降 10.91%；归母净利润 41.03 亿元，同比下降 29.94%。但单季度看，2023 年 Q3 实现营业收入 95.20 亿元，环比下降 0.78%；归母净利润 13.63 亿元，环比上升 14.28%；主要原因是公司子公司云南神火复产及电解铝价格回暖。

图 5：神火股份营业收入变化（亿元，%）



数据来源：公司公告、东北证券

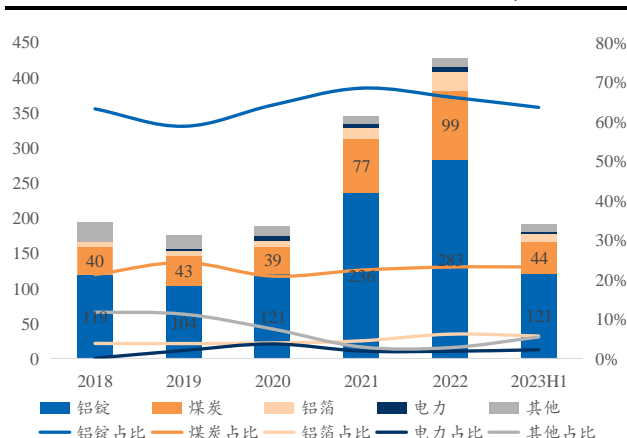
图 6：神火股份归母净利润变化（亿元，%）



数据来源：公司公告、东北证券

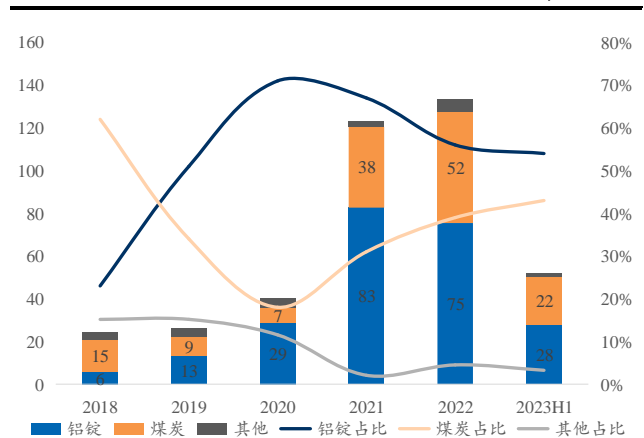
煤铝业务双支柱，支撑公司盈利韧性。公司主营业务为煤炭与电解铝业务，近三年煤铝业务毛利润共同占比高达 95%以上，是公司的主要利润来源。2023 年 H1，公司电解铝业务贡献营收 121 亿元，毛利润 28 亿元，营收占比 64%，毛利润占比 54%，是公司的第一大业务；煤炭业务贡献营收 44 亿元，毛利润 22 亿元，营收占比 23%，毛利润占比 43%，是公司的第二大业务。

图 7：神火股份各业务营收及占比（亿元，%）



数据来源：公司公告、东北证券

图 8：神火股份各业务毛利润及占比（亿元，%）

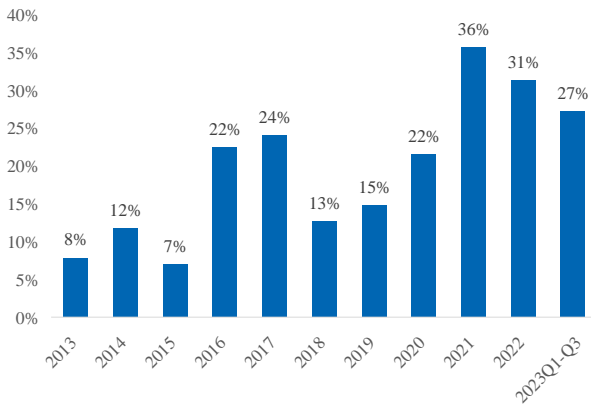


数据来源：公司公告、东北证券

近三年公司毛利率有所下滑，但整体处于历史较高水平。公司 2021 年销售毛利率为 36%，22 年销售毛利率为 31%，23 年前三季度销售毛利率为 27%，毛利率小幅下滑的主要原因是铝锭、焦煤产品毛利率下滑，但整体毛利率水平仍处于历史较高水平。公司煤炭产品毛利率近三年维持在 50%左右，处于较高水平；铝锭产品方面，

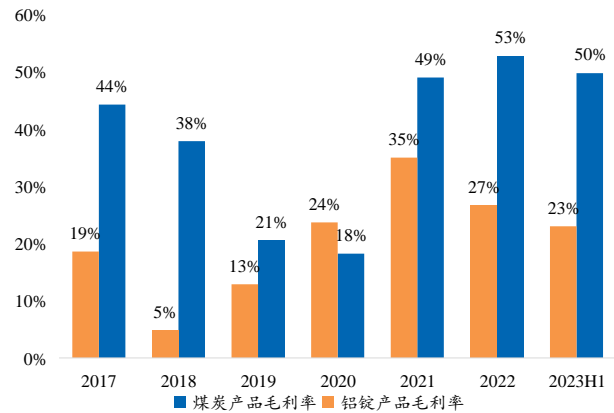
由于 2022 年铝锭销售成本上升，2023 年铝锭销售价格小幅下降，铝锭产品毛利率从 2021 年的 35% 下滑至 2023 年上半年的 23%。

图 9：神火股份 2013-2023Q1-Q3 销售毛利率（%）



数据来源：公司公告、东北证券

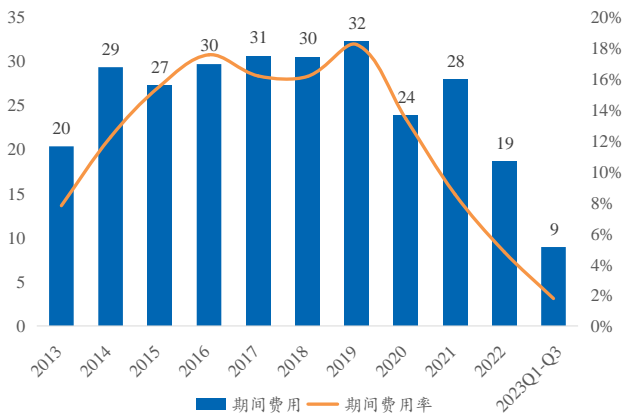
图 10：神火股份分产品销售毛利率（%）



数据来源：公司公告、东北证券

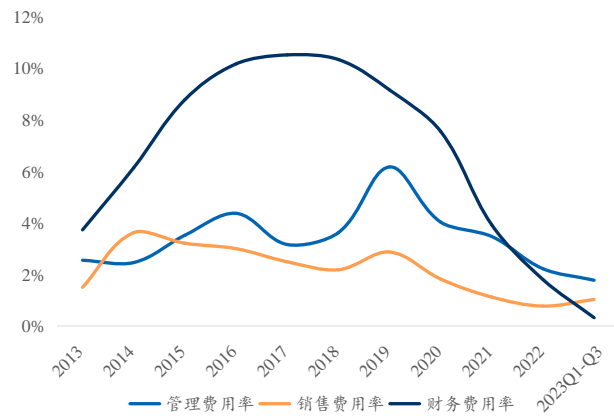
期间费用率持续降低。截至 2023 年 Q3 末，公司管理费用率为 3.83%，处于同行业较低水平；公司销售费用率为 1.03%，同比增长 0.36%，主要因为公司发生的未匹配到具体客户的运输装卸费用增加；财务费用率为 0.32%，同比减少 1.28%，主要因为公司融资成本降低。2019 年以来，公司期间费用率不断下降，2023 年前三季度公司期间费用率为 1.77%，较 2022 年下降 3.02pct。期间费用率下降主要原因是公司融资成本、规模持续下降导致财务费用率持续下降，进而使得期间费用率持续下降。

图 11：公司期间费用与期间费用率（亿元，%）



数据来源：公司公告、东北证券

图 12：2013-2023Q1-Q3 公司三费费用率（%）

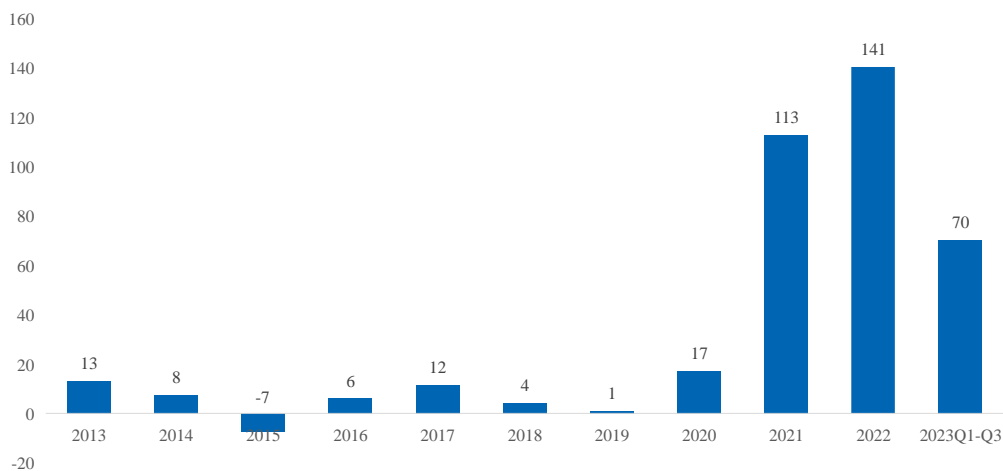


数据来源：公司公告、东北证券

1.3. 资本结构不断改善，股息率处较高水平

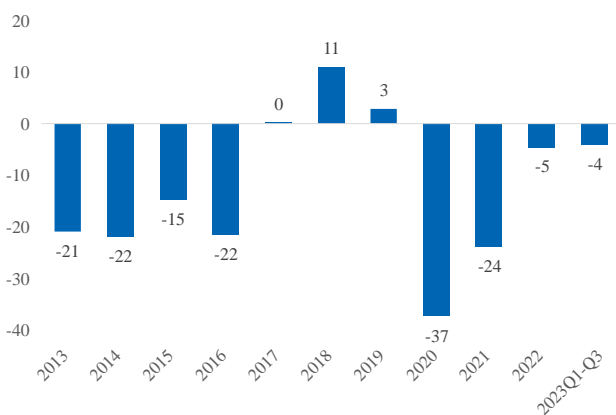
现金流量充裕，投资支出减少。受益于 2021 年公司业绩上涨，2021 年公司经营现金流净额为 113 亿元，同比增长 556%，22 年为 141 亿元，23 年前三季度为 70 亿元。投资现金流支出近两年有所减少，2022 年为 5 亿元，较上年减少 19 亿元，2023 年前三季度为 4 亿元，主要原因是公司子公司云南神火工程建设逐步完工，购建长期资产的支出减少。2021-23 年筹资现金流大额流出，主要由于公司股利分红以及债务偿还增加。

图 13：神火股份 2013-2023Q3 经营现金流净额（亿元）



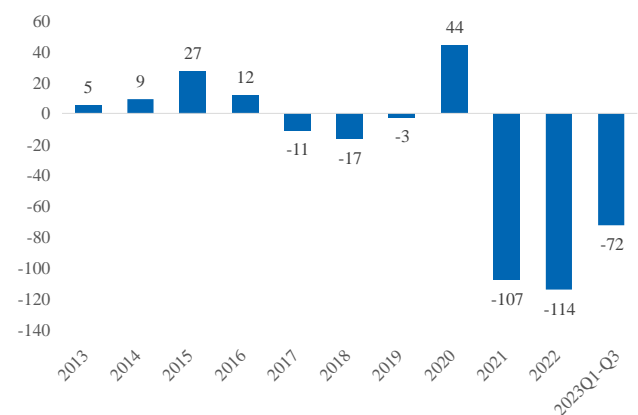
数据来源：公司公告、东北证券

图 14：神火股份近 10 年投资现金流净额（亿元）



数据来源：公司公告、东北证券

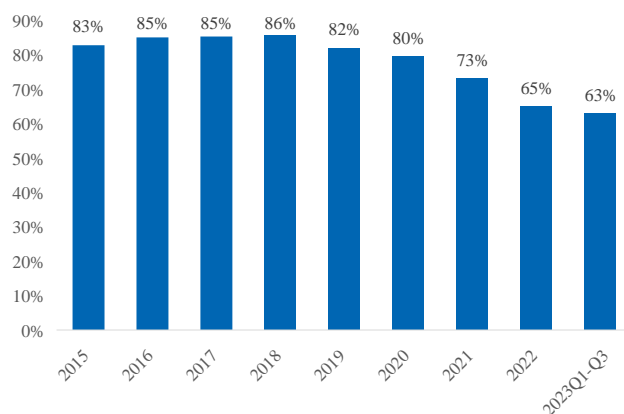
图 15：神火股份近 10 年筹资现金流净额（亿元）



数据来源：公司公告、东北证券

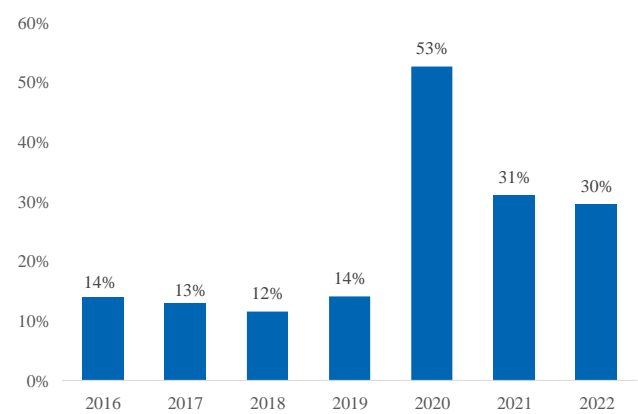
资本结构不断改善，近三年维持高水平分红。由于有息负债的减少，公司资本结构不断改善。截至 23 年 Q3 末，公司资产负债率为 63%，较 2020 年底的 80% 下降 17pct。2020 年至 2022 年，公司分红率均在 30% 以上。

图 16：神火股份资产负债率（%）



数据来源：公司公告、东北证券

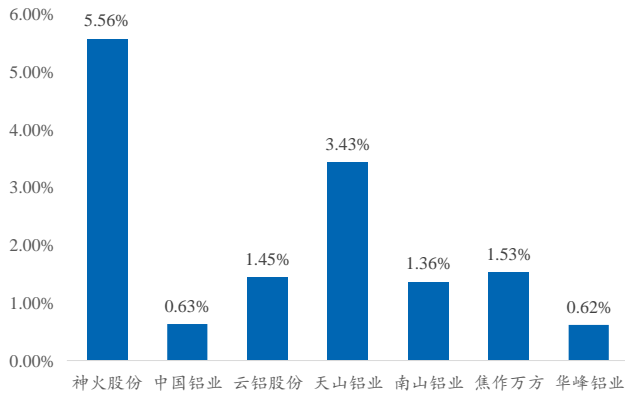
图 17：神火股份 2016-2022 年股利支付率（%）



数据来源：公司公告、东北证券

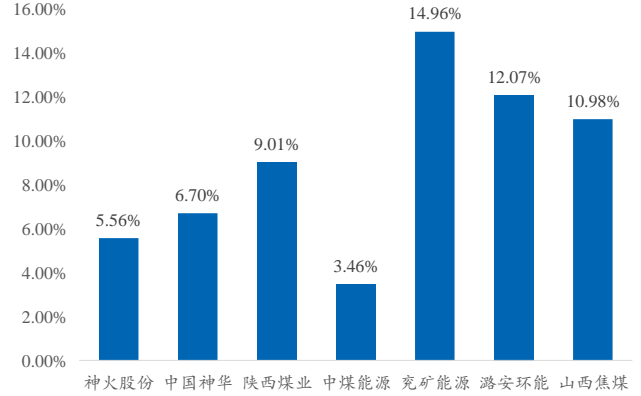
公司股息率处铝产品同业公司较高水平。以2024年2月18日收盘价为参考，股息率（股息率=23年实际分红金额÷股数÷当前股价×100%）为5.56%，神火股份的股息率相较铝板同业公司具有明显优势，在煤炭板块同业公司中处于中等水平。

图 18：神火股份股息率铝行业对比（%）



数据来源：wind、东北证券

图 19：神火股份股息率煤炭行业对比（%）



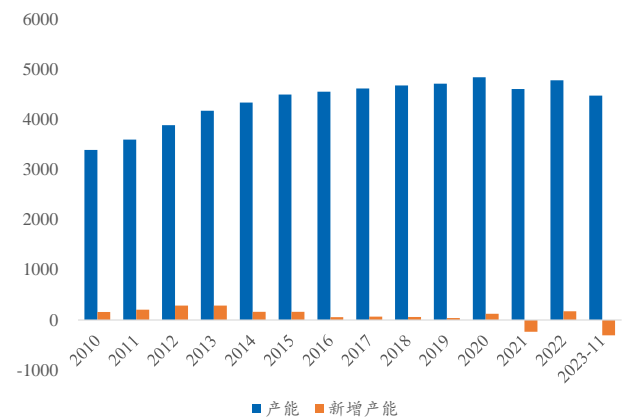
数据来源：wind、东北证券

2. 电解铝供需紧平衡，公司具备区位优势

2.1. 电解铝供需紧平衡，价格中枢有望抬升

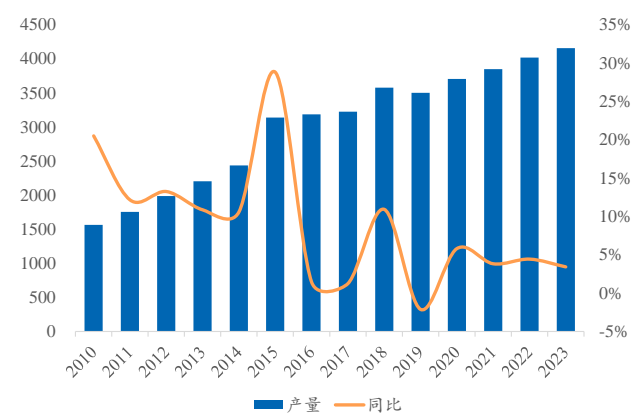
电解铝接近产能上限，未来新增产能有限。2018年颁布的《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》确立了中国电解铝产能上限为4500万吨，中国电解铝产能自2018年的3986万吨逐步增加至2023年前11月的4477万吨，未来新增产能有限。2023年中国电解铝产量4159万吨，同比上升3.4%。

图 20：2010-2023 年前 11 月中国电解铝总产能及变化（万吨，%）



数据来源：wind、东北证券

图 21：2010-2023 年中国电解铝产量及变化（万吨，%）



数据来源：wind、东北证券

根据阿拉丁数据，产能方面，我们预期国内电解铝 2025 年达到产能上限 4500 万吨，23 年产能取 11 月最新数据 4477 万吨，24 年取平均值 4481 万吨。产量方面，我们预计随着下游需求的持续增加和产能限制，电解铝产能利用率将呈上升趋势，23-25 年分别依次为 93%、94%、95%；电解铝产量分别为 4159、4219、4275 万吨，同比增速分别为 3.43%、1.44%、1.32%。

表 1：中国电解铝产能产量预测

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总产能 (万吨)	4256	4283	4445	4477	4489	4500
产能增量 (万吨)	156	27	162	16	12	12
产能利用率 (%)	87%	90%	90%	93%	94%	95%
产量 (万吨)	3708	3850	4021	4159	4219	4275
产量 yoy	3.77%	3.84%	4.44%	3.43%	1.44%	1.32%

数据来源：wind、ALD、东北证券

铝出口长期顺差，出口以铝材、铝制品为主。2023 年我国铝及其制品出口 918 万吨（不包含废铝），其中铝材出口 528 万吨，铝制品出口 374 万吨，原铝出口 15 万吨，占比分别为 57%、41%、2%。23 年由于海外持续加息，需求相对疲软，铝净出口小幅下滑，考虑到海外降息预期下需求回暖，铝出口或迎来回升。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/677151125154006042>