

神火股份 (000933.SZ) 煤铝价格影响 Q3 业绩，关注煤矿和电池箔成长性

2022 年 10 月 19 日

——公司三季报点评

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）

陈晨（分析师）

薛磊（联系人）

zhangxucheng@kysec.cn

chenchen1@kysec.cn

xuelei@kysec.cn

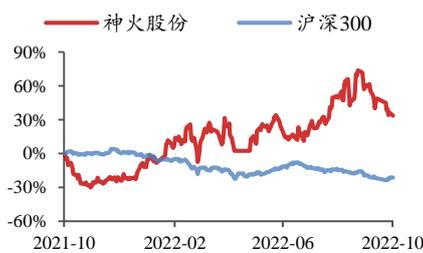
证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790522040001

证书编号：S0790121120050

日期	2022/10/18
当前股价(元)	15.08
一年最高最低(元)	19.95/8.07
总市值(亿元)	339.45
流通市值(亿元)	336.50
总股本(亿股)	22.51
流通股本(亿股)	22.31
近 3 个月换手率(%)	190.86

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《H1 业绩超预期，煤&铝业务未来亮点十足——公司 2022 年中报点评》
-2022.8.24
- 《煤铝高价致 Q1 超预期，双主业仍具成长性——公司 2022 年一季报点评》
-2022.4.26
- 《煤铝双主业高景气，业绩有望受益量价齐升——公司年报点评报告》
-2022.3.30

● 煤铝价格影响 Q3 业绩，关注煤矿和电池箔成长性。维持“买入”评级

公司发布三季报，2022 年前三季度实现归母净利润 58.55 亿元，同比+154.6%；扣非后归母净利润 59.96 亿元，同比+168.6%。单季度来看，2022 年 Q3 实现归母净利润 13.19 亿元，同比+57.6%，环比-49.0%；扣非后归母净利润 14.55 亿元，同比+72.1%，环比-44.1%。受煤炭、电解铝价格下跌影响，公司三季度业绩环比回落。结合三季报，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 70.4/78.0/82.5（前值 78.1/83.4/88.3）亿元，同比+117.8%/10.7%/5.8%；EPS 为 3.13/3.46/3.66 元，对应当前股价 PE 为 4.8/4.4/4.1 倍。考虑到煤铝价格中枢已实现上移，云南神火铝业资产注入后水电铝全面投产，梁北煤矿技改有望贡献增量，以及电池铝箔放量在即，公司高盈利有望持续。维持“买入”评级。

● 煤铝价格下跌业绩增速放缓，稳增长政策加速落地有望促使 Q4 煤铝价格改善

电解铝业务：公司电解铝产品定价随行就市，售价波动幅度与长江有色 A00 铝价相当。2022 年 Q3 长江有色 A00 铝均价（含税）为 18393 元/吨，环比 Q2 减少 10.8%，环比 H1 均价减少 14%，铝价下跌对三季度业绩造成一定影响。此外，2022 年 9 月 9 日，公司控股子公司云南神火收到供电部门《关于紧急启动电解槽用能管理的通知》，从 9 月 10 日起以停槽方式开展用能管理，9 月 12 日前将用电负荷调整至不高于 138.9 万千瓦，9 月 14 日前用电负荷调整至不高于 131.6 万千瓦。根据云南神火现有的产能规模，预计影响 3.9 万吨权益产能，单季度影响有限。**煤炭业务：**公司下属永城矿区生产优质无烟煤，许昌矿区生产贫瘦煤，均是国内冶金企业所需的高炉燃料。公司煤炭销售模式以现货为主，煤价环比回落，使得公司三季度业绩承压。2022 年 Q3 永城无烟煤出矿均价为 1720 元/吨，同比+9.4%，环比-20.7%；河南瘦煤车板均价为 2103 元/吨，同比-9.6%，环比-21.1%。**展望后市：**电解铝及焦煤下游需求与地产息息相关，近期全国钢厂开工率维持高位，钢材社会库存持续下降，下游基建和地产链有所恢复。随着二十大召开，稳增长、保交楼政策有望加速落地，炼焦煤、电解铝需求存在改善预期。10 月 1 号以来，永城无烟煤出矿均价、河南瘦煤车板均价环比 Q3 上涨 20.3%、7%；长江有色 A00 铝均价止跌反弹 0.7%。

● 梁北矿技改&布局高端双零铝箔，未来亮点十足

煤炭业务：随着梁北矿技改扩能持续推进，产能将增至 240 万吨，有望在 2023 年全面达产；刘河煤矿技改工作也在稳步推进当中，建成投产后有望贡献业绩增量。**铝箔业务：**神隆宝鼎一期 5.5 万吨电池箔项目于 2021 年 6 月投产，并于同年四季度达产，目前 16949 行业认证进入试样和批量供货阶段，产品放量在即。二期 6 万吨新能源电池箔项目也在逐步推进，预计 2023 年下半年逐步投产。

● 风险提示：煤铝价格下跌超预期；疫情恢复不及预期；煤矿技改进度不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,809	34,452	41,881	47,109	47,674
YOY(%)	7.2	83.2	21.6	12.5	1.2
归母净利润(百万元)	358	3,234	7,043	7,800	8,249
YOY(%)	-73.3	802.6	117.8	10.7	5.8
毛利率(%)	21.5	35.7	35.4	35.7	36.3
净利率(%)	1.3	8.8	18.3	18.0	18.8
ROE(%)	2.0	21.2	36.4	29.8	24.6
EPS(摊薄/元)	0.16	1.44	3.13	3.46	3.66
P/E(倍)	94.7	10.5	4.8	4.4	4.1
P/B(倍)	4.9	3.6	2.2	1.5	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	20062	15804	18450	20307	20275
现金	14151	10515	12782	14378	14550
应收票据及应收账款	851	388	0	0	0
其他应收款	438	404	619	531	633
预付账款	619	693	901	893	923
存货	2051	2777	3120	3479	3142
其他流动资产	1952	1027	1027	1027	1027
非流动资产	40597	37732	45119	49358	48098
长期投资	3072	3370	3857	4344	4831
固定资产	17056	20544	26239	29633	28727
无形资产	4632	4823	4746	4607	4344
其他非流动资产	15836	8995	10276	10775	10196
资产总计	60659	53537	63568	69666	68373
流动负债	40306	33055	36674	36085	28353
短期借款	17228	18373	30344	28851	21906
应付票据及应付账款	15949	6572	0	0	0
其他流动负债	7130	8109	6330	7234	6447
非流动负债	7926	6098	5867	5089	3575
长期借款	6037	4891	4660	3882	2369
其他非流动负债	1889	1207	1207	1207	1207
负债合计	48232	39153	42541	41174	31929
少数股东权益	5444	5016	5629	6307	7024
股本	2231	2251	2251	2251	2251
资本公积	3278	2680	2680	2680	2680
留存收益	1344	4356	9614	15436	21594
归属母公司股东权益	6982	9368	15398	22185	29420
负债和股东权益	60659	53537	63568	69666	68373

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1722	11296	3359	12497	11751
净利润	252	3048	7656	8478	8966
折旧摊销	1349	1597	1720	2114	2324
财务费用	1420	1350	1572	1849	1533
投资损失	119	-312	-370	-370	-370
营运资金变动	-2341	236	-7099	755	-327
其他经营现金流	923	5377	-120	-330	-375
投资活动现金流	-3740	-2387	-8617	-5864	-574
资本支出	3593	1911	8619	5867	576
长期投资	-441	-22	-487	-487	-487
其他投资现金流	294	-454	490	490	490
筹资活动现金流	4392	-10745	-4446	-3544	-4060
短期借款	-1320	1145	11971	-1494	-6945
长期借款	2735	-1146	-231	-778	-1514
普通股增加	331	20	0	0	0
资本公积增加	1839	-598	0	0	0
其他筹资现金流	808	-10166	-16186	-1272	4399
现金净增加额	2368	-1839	-9703	3089	7118

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18809	34452	41881	47109	47674
营业成本	14766	22157	27062	30283	30385
营业税金及附加	430	692	841	946	957
营业费用	342	387	471	529	536
管理费用	622	1049	1275	1434	1452
研发费用	135	145	177	199	201
财务费用	1420	1350	1572	1849	1533
资产减值损失	-652	-2845	0	0	0
其他收益	85	29	29	29	29
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-119	312	370	370	370
资产处置收益	99	-79	120	120	120
营业利润	506	5346	11003	12177	12874
营业外收入	292	194	134	134	134
营业外支出	26	464	200	200	200
利润总额	772	5077	10937	12111	12808
所得税	520	2028	3281	3633	3843
净利润	252	3048	7656	8478	8966
少数股东损益	-106	-186	612	678	717
归属母公司净利润	358	3234	7043	7800	8249
EBITDA	3139	7795	13950	15762	16349
EPS(元)	0.16	1.44	3.13	3.46	3.66

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	7.2	83.2	21.6	12.5	1.2
营业利润(%)	-47.0	956.3	105.8	10.7	5.7
归属于母公司净利润(%)	-73.3	802.6	117.8	10.7	5.8
获利能力					
毛利率(%)	21.5	35.7	35.4	35.7	36.3
净利率(%)	1.3	8.8	18.3	18.0	18.8
ROE(%)	2.0	21.2	36.4	29.8	24.6
ROIC(%)	4.3	19.9	26.7	27.6	30.0
偿债能力					
资产负债率(%)	79.5	73.1	66.9	59.1	46.7
净负债比率(%)	106.7	109.3	112.1	69.5	30.6
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	20.8	55.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.1	6.2	16.9	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.16	1.44	3.13	3.46	3.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	5.02	1.49	5.55	5.22
每股净资产(最新摊薄)	3.10	4.16	6.84	9.86	13.07
估值比率					
P/E	94.7	10.5	4.8	4.4	4.1
P/B	4.9	3.6	2.2	1.5	1.2
EV/EBITDA	16.8	7.0	4.5	3.8	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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R3（中风险），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专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、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，属于机密材料，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10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16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