

## 公司研究

## 煤铝价格下跌拖累 Q3 利润增速，资产负债率降至 16 年新低

## ——神火股份（000933.SZ）2022 年三季度报点评

## 要点

**事件：**公司于 10 月 17 日发布 2022 年三季度报，前三季度实现归属于上市公司股东净利润 58.55 亿元，同比增长 154.60%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益净利润 59.96 亿元，同比增长 168.63%。

## 点评：

**Q3 利润环比回落主要系煤、铝产品价格下跌。**前三季度利润同比大幅上涨主要系煤、铝价格上涨以及云南神火电解铝产能逐步投产。2022Q3 单季度归母净利润 13 亿元，同比上涨 58%，环比 Q2 下降 49%；Q3 毛利率 26.3%，环比下降 14.2 个百分点。主要因为煤炭、电解铝价格的环比下降；其中，长江有色 A00 铝 2022Q3 均价为 18393 元/吨，环比下降 11%；无烟精煤（A11%，Q7000，河南永城）2022Q3 均价为 1919 元/吨，环比下降 10%。

**资产负债率降至 2006 年以来新低，期间费用率持续下降。**资产负债率由 2021 年末的 73.14% 下降至 2022Q3 的 61.51%，主要系有息负债的下降。2022Q3 期间费用率 4.01%，环比下降 0.5 个百分点，主要系管理费用和财务费用的下降。

**云南省目前限电影响较小，仍需继续观察来水情况。**2022 年 8 月，云南省来水同比下降明显。8 月水电发电利用小时数环比 7 月明显下滑，并低于往年同期；云南省在后续即将到来的枯水期（11 月至第二年的 5 月）用电压力增大。云南省已于 9 月开始要求铝企减产，神火股份等公司均已发布压降负荷和减产公告。若后续云南省水电持续紧张，仍有进一步减产预期。

**电池铝箔已进入行业验证的试样和批量供货阶段。**公司控股子公司神隆宝鼎新材料有限公司核心设备铝箔轧机、分卷机、轧辊磨床等均选用国际一流水平的进口设备，整体装机水平达到国际先进水平。目前，神隆宝鼎的 IATF16949 汽车质量管理体系认证进入试样和批量供货阶段。二期新能源动力电池材料项目进展顺利，预计 2023 年下半年逐步投入运营。

**盈利预测、估值与评级：**考虑云南神火的电解铝产能投放以及未来电池铝箔的逐步投产，公司业绩有望稳步增长。我们维持前期对公司的盈利预测，预计 2022/2023/2024 年归母净利润 70/78/81 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 4.9/4.4/4.2 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**云南限电政策对产量影响的不确定性；带息负债长期高位风险；铝价、煤价下跌风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	18,809	34,452	42,753	46,972	46,963
营业收入增长率	6.76%	83.16%	24.10%	9.87%	-0.02%
净利润（百万元）	358	3,234	6,995	7,840	8,114
净利润增长率	-73.37%	802.57%	116.29%	12.08%	3.49%
EPS（元）	0.16	1.44	3.11	3.48	3.60
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.13%	34.53%	45.58%	38.32%	32.47%
P/E	94.5	10.6	4.9	4.4	4.2
P/B	4.8	3.6	2.2	1.7	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-10-17

## 增持（维持）

当前价：15.17 元

## 作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003

021-52523823

fangyutao@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	22.51
总市值(亿元)	341.48
一年最低/最高(元)	7.79/19.95
近 3 月换手率	186.74%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.25	17.45	50.86
绝对	-16.33	7.06	34.49

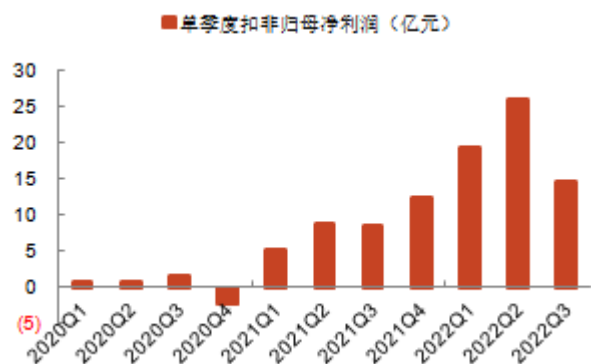
资料来源：Wind

## 相关研报

煤、铝产品价格同比大涨，一季度净利润创历史新高——神火股份（000933.SZ）公告点评（2022-04-15）

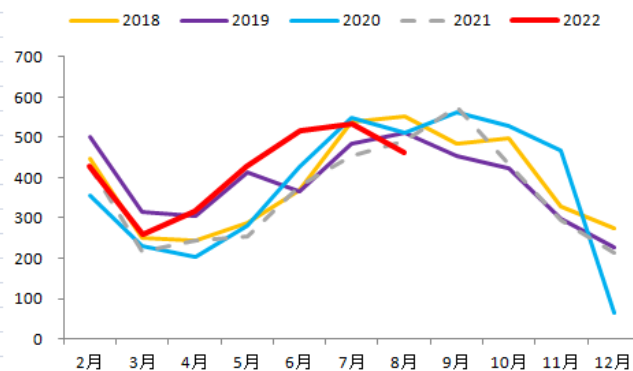
ROE 创 2009 年以来新高，煤、铝板块业绩有望继续高增长——神火股份（000933.SZ）2021 年年报点评（2022-03-29）

图 1：公司单季度扣非归母净利润环比回落



资料来源：Wind，光大证券研究所（2020Q1-2022Q3）

图 2：云南省月度水电发电机组利用时长（单位：小时）



资料来源：Wind，光大证券研究所（2018-2022.8）

表 1：公司单季度主要财务指标

单位：亿元	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
主营业务收入	57.09	42.90	68.31	86.80	93.09	96.31	107.50	108.96	104.88
同比增长率	13%	-7%	85%	69%	63%	125%	57%	26%	13%
毛利	10.07	15.06	18.07	29.46	34.66	40.75	33.23	44.08	27.54
毛利率	17.63%	35.11%	26.45%	33.94%	37.23%	42.32%	30.91%	40.46%	26.26%
销售费用	0.18	2.94	0.31	0.00	0.18	3.37	0.39	1.09	0.66
财务费用	3.41	3.09	4.57	4.39	2.84	1.69	2.01	1.67	1.46
管理费用	1.32	2.57	2.49	2.02	2.41	3.57	1.85	1.70	1.50
研发费用	0.43	0.42	0.24	0.41	0.63	0.17	0.22	0.46	0.59
期间费用率	9.36%	21.04%	11.15%	7.86%	6.51%	9.15%	4.15%	4.51%	4.01%
资产减值损失	0.03	-6.81	0.00	-4.56	-7.71	-16.18	0.00	-0.21	0.16
投资净收益	-0.34	-0.70	1.05	-0.19	0.40	1.87	0.67	1.07	-1.62
营业外收入	0.93	1.69	0.31	0.37	1.26	0.00	0.19	0.02	0.07
营业外支出	0.05	0.10	0.47	0.62	1.16	2.39	0.08	0.30	0.06
税前利润	5.17	-1.33	10.45	15.46	12.53	12.33	27.52	37.84	20.80
归属母公司净利润	2.80	-1.34	5.86	8.77	8.36	9.35	19.48	25.88	13.19
净利率	4.90%	-3.13%	8.58%	10.11%	8.98%	9.71%	18.12%	23.75%	12.57%
同比增长率	-852%	155%	1390%	406%	199%	-	233%	195%	58%
扣非净利润	1.57	-2.12	5.15	8.72	8.44	12.56	19.37	26.04	14.55
期末净资产	99	124	132	144	151	144	161	182	199
ROE (摊薄)	4.47%	-2.30%	8.05%	11.12%	9.68%	10.14%	18.84%	21.26%	9.60%
存货/销售收入	11.45%	11.95%	8.01%	6.20%	6.57%	7.21%	6.38%	6.26%	6.79%
带息负债	278.6	271.9	259.5	221.1	183.1	260.6	234.2	218.0	205.1
货币资金	119.6	141.5	130.4	115.1	92.2	105.1	99.6	92.8	94.1
资产负债率	82.78%	79.51%	78.14%	75.80%	72.59%	73.14%	70.52%	64.86%	61.51%
存货金额	26.1	20.5	21.9	21.5	24.5	27.8	27.4	27.3	28.5
自由现金流	(16.8)	(3.6)	26.9	33.8	39.9	(6.8)	27.8	31.2	32.1
最新总股本(亿股)	22.51	22.51	22.51	22.51	22.51	22.51	22.51	22.51	22.51
摊薄 EPS (元/股)	0.124	-0.060	0.260	0.390	0.371	0.415	0.866	1.150	0.586

资料来源：Wind，光大证券研究所

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	18,809	34,452	42,753	46,972	46,963
营业成本	14,766	22,157	28,195	30,583	30,946
折旧和摊销	1,201	1,245	1,487	1,619	1,699
税金及附加	430	692	855	939	939
销售费用	342	387	428	470	470
管理费用	622	1,049	1,283	1,409	1,409
研发费用	135	145	171	188	188
财务费用	1,420	1,350	1,170	1,071	809
投资收益	-85	312	300	200	200
营业利润	506	5,346	11,192	12,856	12,750
利润总额	772	5,077	11,142	12,806	12,700
所得税	520	2,028	3,343	3,842	3,810
净利润	252	3,048	7,800	8,964	8,890
少数股东损益	-106	-186	805	1,124	776
归属母公司净利润	358	3,234	6,995	7,840	8,114
EPS(元)	0.16	1.44	3.11	3.48	3.60

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,722	11,296	9,205	11,096	11,388
净利润	358	3,234	6,995	7,840	8,114
折旧摊销	1,201	1,245	1,487	1,619	1,699
净营运资金增加	-4,019	12,118	3,188	1,835	-193
其他	4,181	-5,300	-2,464	-198	1,768
投资活动产生现金流	-3,740	-2,387	-3,225	-1,475	-1,150
净资本支出	-3,174	-1,817	-3,486	-1,600	-1,300
长期投资变化	3,072	3,370	0	0	0
其他资产变化	-3,638	-3,939	261	125	150
融资活动现金流	4,392	-10,745	-1,531	-8,145	-10,241
股本变化	331	20	0	0	0
债务净变化	3,023	-1,132	569	-4,386	-5,847
无息负债变化	4,630	-7,926	560	1,208	265
净现金流	2,368	-1,839	4,449	1,477	-3

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	21.5%	35.7%	34.1%	34.9%	34.1%
EBITDA 率	24.7%	42.1%	31.5%	32.0%	31.4%
EBIT 率	17.5%	37.4%	28.0%	28.6%	27.8%
税前净利润率	4.1%	14.7%	26.1%	27.3%	27.0%
归母净利润率	1.9%	9.4%	16.4%	16.7%	17.3%
ROA	0.4%	5.7%	12.7%	13.9%	13.8%
ROE (摊薄)	5.1%	34.5%	45.6%	38.3%	32.5%
经营性 ROIC	3.6%	20.0%	19.0%	20.5%	20.2%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	80%	73%	66%	58%	49%
流动比率	0.50	0.48	0.64	0.83	1.05
速动比率	0.45	0.39	0.54	0.70	0.88
归母权益/有息债务	0.26	0.36	0.58	0.92	1.52
有形资产/有息债务	1.96	1.79	2.00	2.53	3.41

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	60,637	53,528	61,444	64,500	64,223
货币资金	14,151	10,515	14,963	16,440	16,437
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	851	388	487	535	535
应收票据	0	0	0	939	939
其他应收款 (合计)	438	404	512	548	564
存货	2,051	2,777	3,539	3,839	3,885
其他流动资产	1,864	889	1,096	1,202	1,202
流动资产合计	20,062	15,804	21,786	24,788	24,859
其他权益工具	97	320	320	320	320
长期股权投资	3,072	3,370	3,370	3,370	3,370
固定资产	21,389	20,532	21,387	21,255	20,795
在建工程	4,980	1,014	486	477	447
无形资产	4,632	4,809	6,193	6,168	6,144
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3,436	5,389	5,389	5,389	5,389
非流动资产合计	40,576	37,724	39,657	39,713	39,363
总负债	48,211	39,153	40,281	37,104	31,523
短期借款	17,228	18,373	17,942	12,757	6,410
应付账款	3,947	3,208	4,082	4,428	4,481
应付票据	12,002	3,364	4,280	4,643	4,698
预收账款	3	0	9	9	9
其他流动负债	27	74	74	74	74
流动负债合计	40,305	33,055	33,875	29,855	23,774
长期借款	6,037	4,891	5,891	6,691	7,191
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	222	430	513	556	556
非流动负债合计	7,335	5,549	6,407	7,249	7,749
股东权益	12,426	14,375	21,162	27,396	32,700
股本	2,231	2,251	2,251	2,251	2,251
公积金	4,074	3,490	3,805	3,805	3,805
未分配利润	548	3,543	9,210	14,320	18,849
归属母公司权益	6,982	9,365	15,347	20,458	24,986
少数股东权益	5,444	5,010	5,815	6,938	7,714

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.82%	1.12%	1.00%	1.00%	1.00%
管理费用率	3.31%	3.04%	3.00%	3.00%	3.00%
财务费用率	7.55%	3.92%	2.74%	2.28%	1.72%
研发费用率	0.72%	0.42%	0.40%	0.40%	0.40%
所得税率	67%	40%	30%	30%	30%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.10	0.45	1.21	1.59	1.58
每股经营现金流	0.77	5.02	4.09	4.93	5.06
每股净资产	3.13	4.16	6.82	9.09	11.10
每股销售收入	8.43	15.31	18.99	20.87	20.86

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	94	11	5	4	4
PB	4.8	3.6	2.2	1.7	1.4
EV/EBITDA	13.6	4.8	5.1	4.4	4.2
股息率	0.7%	3.0%	8.0%	10.5%	10.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE