



神火股份 (000933.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 电解铝成本环降，盈利边际改善

事件

公司公布23半年报，1H23实现营收191.09亿元，同比-11.72%；归母净利27.39亿元，同比-39.59%；扣非归母净利27.42亿元，同比-39.60%。2Q23实现营收95.95亿元，环比+0.84%；归母净利11.93亿元，环比-22.84%；扣非归母净利12.01亿元，环比-22.02%。

点评

Q2 电解铝成本环降、盈利状况改善，煤价持续下跌影响盈利能力。

(1) 2Q23 长江有色铝均价1.85万元/吨，环比+0.35%，河南氧化铝均价2939元/吨，环比-1.7%，预焙阳极均价5307元/吨，环比-20.78%。受云南电解铝限产因素影响，1H23公司生产电解铝72.68万吨，同比-5.98%，销售电解铝73.23万吨，同比-4.77%，电解铝营收同比-16.15%至121.46亿元，毛利率同降8.47个百分点至23.04%。(2) 受供给端增量冲击，2Q23永城无烟精煤车板价均价1380.92元/吨，环比-32.27%。公司1H23生产煤炭379.9万吨，同比+20.61%，销售煤炭387.79万吨，同比+24.6%，产销量提升主要受益于梁北煤矿改扩建完成后产能释放。1H23煤炭营收同比-11.04%至44.26亿元，毛利率同降7.54个百分点至49.84%。受煤炭价格持续下跌影响，2Q23综合毛利率环降3.2个百分点至25.48%，ROE环降2.22个百分点至6.96%。

拟收购云南神火 14.85% 股权，提升绿电铝权益占比。公司决定以自有资金通过协议转让方式收购河南资产基金和商丘新发持有的云南神火共计14.85%股权，交易完成后公司将持有云南神火58.25%股权。本次收购将提升公司在成本优势地区云南的电解铝权益产能，增强公司核心竞争力，对归母净利润产生积极贡献。

神隆宝鼎二期即将调试，水电铝箔项目进入项目前期。公司拥有8万吨铝箔产能，1H23生产铝箔4.2万吨，同比+7.14%。公司正在建设神隆宝鼎二期6万吨电池箔项目，预计23年底开始调试；正在进行11万吨水电铝箔项目前期工作，预计随上述项目建成投产，公司未来2-3年内铝箔产能将达到25万吨。

盈利预测&投资评级

预计公司23-25年营收分别为378/395/412亿元，预计实现归母净利润分别为54.64/55.19/61.95亿元，EPS分别为2.43/2.45/2.75元，对应PE分别为5.85/5.79/5.16倍，维持“买入”评级。

风险提示

产品价格大幅波动；电解铝限产风险；生产成本大幅上涨；大股东减持。

金属材料组

分析师：李超 (执业 S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

分析师：宋洋 (执业 S1130523070004)

songyang@gjzq.com.cn

市价（人民币）：14.19元

相关报告：

1. 《神火股份：低成本优势凸显》，2023.6.7



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	34,452	42,704	37,849	39,544	41,231
营业收入增长率	83.16%	23.95%	-11.37%	4.48%	4.27%
归母净利润(百万元)	3,234	7,571	5,464	5,519	6,195
归母净利润增长率	802.57%	134.11%	-27.83%	1.00%	12.24%
摊薄每股收益(元)	1.437	3.364	2.428	2.452	2.752
每股经营性现金流净额	4.85	6.10	3.44	4.10	4.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	34.53%	47.19%	27.01%	22.41%	20.86%
P/E	6.33	4.45	5.85	5.79	5.16
P/B	2.18	2.10	1.58	1.30	1.08

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	18,809	34,452	42,704	37,849	39,544	41,231
增长率	83.2%	24.0%	-11.4%	4.5%	4.3%	
主营业务成本	-14,766	-22,157	-29,338	-27,194	-28,870	-29,823
%销售收入	78.5%	64.3%	68.7%	71.8%	73.0%	72.3%
毛利	4,044	12,294	13,366	10,655	10,674	11,408
%销售收入	21.5%	35.7%	31.3%	28.2%	27.0%	27.7%
营业税金及附加	-430	-692	-712	-695	-726	-757
%销售收入	2.3%	2.0%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%
销售费用	-342	-387	-329	-358	-374	-390
%销售收入	1.8%	1.1%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	-622	-1,049	-764	-915	-956	-996
%销售收入	3.3%	3.0%	1.8%	2.4%	2.4%	2.4%
研发费用	-135	-145	-184	-161	-169	-176
%销售收入	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润(EBIT)	2,514	10,021	11,378	8,525	8,449	9,088
%销售收入	13.4%	29.1%	26.6%	22.5%	21.4%	22.0%
财务费用	-1,420	-1,350	-770	-823	-667	-453
%销售收入	7.5%	3.9%	1.8%	2.2%	1.7%	1.1%
资产减值损失	-687	-3,587	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-85	312	228	270	270	270
%税前利润	n.a	6.2%	2.1%	3.4%	3.4%	3.0%
营业利润	506	5,346	10,902	7,972	8,053	8,905
营业利润率	2.7%	15.5%	25.5%	21.1%	20.4%	21.6%
营业外收支	266	-270	-242	0	0	0
税前利润	772	5,077	10,660	7,972	8,053	8,905
利润率	4.1%	14.7%	25.0%	21.1%	20.4%	21.6%
所得税	-520	-2,028	-2,083	-1,558	-1,574	-1,740
所得税率	67.4%	40.0%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%
净利润	252	3,048	8,576	6,414	6,479	7,165
少数股东损益	-106	-186	1,005	950	960	970
非现金支出	2,038	5,465	1,826	1,506	1,600	1,698
非经营收益	1,511	2,174	1,814	986	841	653
营运资金变动	-2,341	236	1,513	-1,165	300	224
经营活动现金净流	1,460	10,923	13,730	7,741	9,220	9,740
资本开支	-3,174	-1,817	-267	-2,979	-3,005	-3,005
投资	-441	30	-54	0	0	0
其他	-125	-599	-142	270	270	270
投资活动现金净流	-3,740	-2,387	-462	-2,708	-2,735	-2,735
股权筹资	2,527	100	7	86	0	0
债权筹资	6,573	-5,653	-3,054	-2,745	-3,230	-4,285
其他	-4,709	-5,191	-8,356	-2,618	-2,237	-2,049
筹资活动现金净流	4,392	-10,745	-11,403	-5,277	-5,467	-6,334
现金净流量	2,106	-2,213	1,878	-244	1,018	671

资产负债表（人民币百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	14,151	10,515	17,907	17,658	18,672	19,340
应收账款	1,976	1,066	1,781	1,886	1,970	2,054
存货	2,051	2,777	3,100	3,725	3,955	4,085
其他流动资产	1,883	1,446	856	1,210	1,260	1,289
流动资产	20,062	15,804	23,645	24,479	25,858	26,769
%总资产	33.1%	29.5%	39.1%	39.0%	39.4%	39.5%
长期投资	3,393	3,859	4,228	4,228	4,228	4,228
固定资产	26,401	21,565	21,731	22,953	24,057	25,043
%总资产	43.5%	40.3%	35.9%	36.6%	36.7%	36.9%
无形资产	5,844	5,893	5,957	6,262	6,614	6,984
非流动资产	40,576	37,724	36,833	38,305	39,711	41,018
%总资产	66.9%	70.5%	60.9%	61.0%	60.6%	60.5%
资产总计	60,637	53,528	60,477	62,784	65,568	67,787
短期借款	21,155	21,169	23,848	21,301	18,070	13,785
应付款项	17,636	9,414	8,737	9,096	9,654	9,974
其他流动负债	1,514	2,472	2,109	1,939	2,016	2,134
流动负债	40,305	33,055	34,694	32,335	29,740	25,893
长期贷款	6,037	4,891	3,219	3,219	3,219	3,219
其他长期负债	1,869	1,207	1,383	910	936	962
负债	48,211	39,153	39,296	36,464	33,895	30,074
普通股股东权益	6,982	9,365	16,044	20,233	24,627	29,696
其中：股本	2,231	2,251	2,251	2,251	2,251	2,251
未分配利润	548	3,543	9,517	13,856	18,249	23,319
少数股东权益	5,444	5,010	5,137	6,087	7,047	8,017
负债股东权益合计	60,637	53,528	60,477	62,784	65,568	67,787

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.161	1.437	3.364	2.428	2.452	2.752
每股净资产	3.129	4.160	7.128	8.988	10.940	13.192
每股经营现金净流	0.654	4.852	6.099	3.439	4.096	4.327
每股股利	0.100	0.450	1.000	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	5.13%	34.53%	47.19%	27.01%	22.41%	20.86%
总资产收益率	0.59%	6.04%	12.52%	8.70%	8.42%	9.14%
投入资本收益率	2.07%	14.80%	18.88%	13.43%	12.78%	13.30%
增长率						
主营业务收入增长率	6.76%	83.16%	23.95%	-11.37%	4.48%	4.27%
EBIT增长率	362.22%	298.63%	13.54%	-25.07%	-0.89%	7.56%
净利润增长率	-73.37%	802.57%	134.11%	-27.83%	1.00%	12.24%
总资产增长率	22.76%	-11.72%	12.98%	3.81%	4.43%	3.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.6	6.6	4.6	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	51.7	39.8	36.6	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	80.7	58.9	41.1	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	415.1	217.6	177.2	206.9	203.6	199.6
偿债能力						
净负债/股东权益	104.95%	108.14%	43.20%	26.03%	8.23%	-6.22%
EBIT利息保障倍数	1.8	7.4	14.8	10.4	12.7	20.0
资产负债率	79.51%	73.14%	64.98%	58.08%	51.69%	44.37%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-06-07	买入	13.57	16.99~16.99

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
18楼1806



**【小程序】
国金证券研究服务**



**【公众号】
国金证券研究**