

# 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

买入

## 核心观点

**2023H1 公司业绩同比下降 40%。**2023H1 实现营收 191.1 亿元（-11.7%），归母净利润 27.4 亿元（-39.6%），扣非归母净利润 27.4 亿元（-39.6%），经营性净现金流 46.09 亿元（-23.6%）。其中 2023Q2 单季营收 96.0 亿元（-11.9%），归母净利润 11.9 亿元（-53.9%），扣非归母净利润 12.0 亿元（-53.9%）。

**公司业绩同比下降主因铝价及煤炭价格下跌。**公司 2023H1 毛利润 52 亿元（同比-25 亿），其中铝锭毛利润 28 亿元（同比-18 亿），煤炭毛利润 22 亿元（同比-7 亿）。2023H1 长江铝价 18493 元/吨（含税，同比下降 2913 元/吨或-13.6%），是公司盈利下降主要原因，虽然 2023H1 预焙阳极价格同比下降 600 元/吨，但无法弥补铝价下跌影响。

**资产负债率下行，财务费用大幅下降。**截至 2023 年 6 月末，公司资产负债率 64.7%，与 2022 年末基本持平。2023 年上半年公司财务费用仅 1.58 亿元，较前些年大幅回落，公司已经不再受高财务费用困扰。

**收购云南神火 14.85%股权。**公司原来持有云南神火 43.4%股权，现决定以协议转让方式分别收购河南资产基金持有的云南神火 9.90%股权、商丘新发持有的云南神火 4.95%股权，收购价格合计 14.5 亿元，收购完成后，上市公司将持有云南神火 58.25%股权。

**风险提示：**氧化铝价格上涨风险，煤炭价格大幅下跌风险。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“买入”评级。

我们假设 2023-2025 年铝现货价格为 19000 元/吨（前值 20000 元/吨），氧化铝价格为 2925 元/吨，预焙阳极价格为 5500 元/吨（前值 6500 元/吨），云南用电含税价格为 0.41 元/度，新疆神火发电成本 0.236 元/度，河南无烟煤价格 1500 元/吨（前值 1800 元/吨），预计 2023-2025 年营业收入 394/400/404 亿元，同比增速-7.7/1.5/1.0%，归母净利润 62.04/64.40/66.38 亿元，同比增速-18.1/3.8/3.1%；摊薄 EPS 分别为 2.76/2.86/2.95 元，当前股价对应 PE 分别为 5.8/5.6/5.4x。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改革，处于行业景气周期，同时加码布局高端铝箔，发力下游加工，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

|              | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 34,452 | 42,704 | 39,426 | 40,034 | 40,432 |
| (+/-%)       | 83.2%  | 24.0%  | -7.7%  | 1.5%   | 1.0%   |
| 净利润(百万元)     | 3234   | 7571   | 6204   | 6440   | 6638   |
| (+/-%)       | 802.6% | 134.1% | -18.1% | 3.8%   | 3.1%   |
| 每股收益(元)      | 1.44   | 3.36   | 2.76   | 2.86   | 2.95   |
| EBIT Margin  | 29.1%  | 26.6%  | 23.7%  | 23.9%  | 24.0%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 34.5%  | 47.2%  | 30.2%  | 25.5%  | 22.1%  |
| 市盈率 (PE)     | 11.1   | 4.7    | 5.8    | 5.6    | 5.4    |
| EV/EBITDA    | 6.7    | 5.9    | 6.2    | 6.0    | 5.9    |
| 市净率 (PB)     | 3.83   | 2.24   | 1.75   | 1.42   | 1.19   |

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        | 买入(维持)          |
| 合理估值        |                 |
| 收盘价         | 15.94 元         |
| 总市值/流通市值    | 35881/35673 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 20.33/12.59 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 480.97 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) - 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
- 《神火股份 (000933.SZ) - 受益于煤、铝价格上涨，半年度业绩创新高》——2022-08-24
- 《神火股份 (000933.SZ) - 煤、铝业务延续高盈利状态》——2022-03-29
- 《神火股份-000933-2021 年业绩预告点评：大额减值难掩煤铝业务高景气状态》——2022-01-25

**2023H1 公司业绩同比下降 40%。**2023H1 实现营收 191.1 亿元（-11.7%），归母净利润 27.4 亿元（-39.6%），扣非归母净利润 27.4 亿元（-39.6%），经营性净现金流 46.09 亿元（-23.6%）。其中 2023Q2 单季营收 96.0 亿元（-11.9%），归母净利润 11.9 亿元（-53.9%），扣非归母净利润 12.0 亿元（-53.9%）。

**公司业绩同比下降主因铝价及煤炭价格下跌。**公司 2023H1 毛利润 52 亿元（同比-25 亿），其中铝锭毛利润 28 亿元（同比-18 亿），煤炭毛利润 22 亿元（同比-7 亿）。2023H1 长江铝价 18493 元/吨（含税，同比下降 2913 元/吨或-13.6%），是公司盈利下降主要原因，虽然 2023H1 预焙阳极价格同比下降 600 元/吨，但无法弥补铝价下跌影响。如下表所示，新疆神火单吨净利同比下降 2500 元（去年和今年统计口径不同），云南神火单吨净利下降 1800 元/吨，与铝价跌幅基本匹配。

表1：公司电解铝子公司盈利变化（万元、万吨、元/吨）

|      | 2022H1 净利润 | 2023H1 净利润 | 2022H1 销量 | 2023H1 销量 | 2022H1 单吨净利 | 2023H1 单吨净利 | 吨净利下降 |
|------|------------|------------|-----------|-----------|-------------|-------------|-------|
| 新疆煤电 | 180877     | 83502      | 40.19     | 41.71     | 4501        | 2002        | -2499 |
| 云南神火 | 112836     | 40113      | 36.71     | 31.52     | 3074        | 1273        | -1801 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

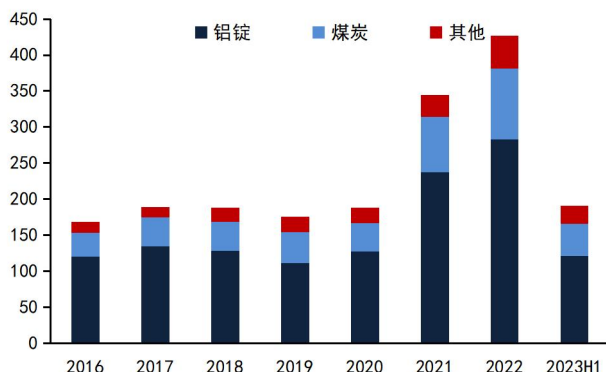
**煤炭方面，**公司本部有 3 对矿井生产无烟煤，产能 345 万吨；许昌 2 对矿井生产贫瘦煤，满产后产能 450 万吨；郑州 1 对矿井生产动力煤，设计产能 60 万吨。2023 年上半年尤其二季度以来煤炭价格明显回落，带动公司煤炭板块利润下滑。粗略测算上半年公司煤炭单吨毛利润比去年同期下降 367 元/吨。

表2：煤炭价格变动对公司利润影响

|                   | 2022H1 | 2023H1 |
|-------------------|--------|--------|
| 永城无烟煤指数（元/吨）      | 2075   | 1950   |
| 某地贫瘦煤（元/吨）        | 2100   | 1700   |
| 郑州 5200K 动力煤（元/吨） | 960    | 910    |
| 公司煤炭板块毛利润（亿元）     | 29     | 22     |
| 公司煤炭板块销量（万吨）      | 311    | 389    |
| 煤炭吨毛利（元/吨）        | 932    | 566    |

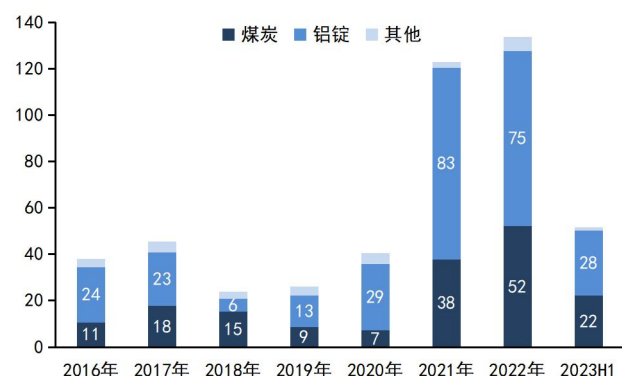
资料来源：公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图1：神火股份营业收入构成（单位：亿元）



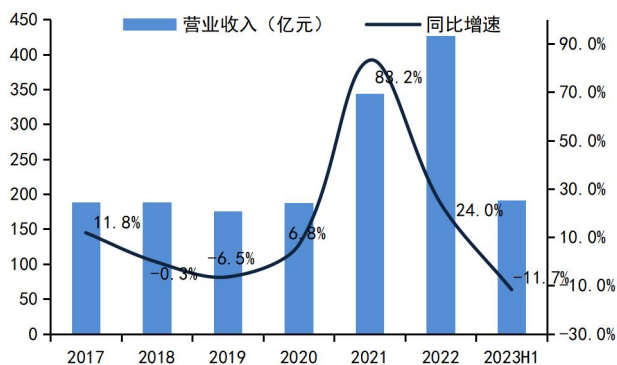
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：神火股份毛利润构成（单位：亿元）



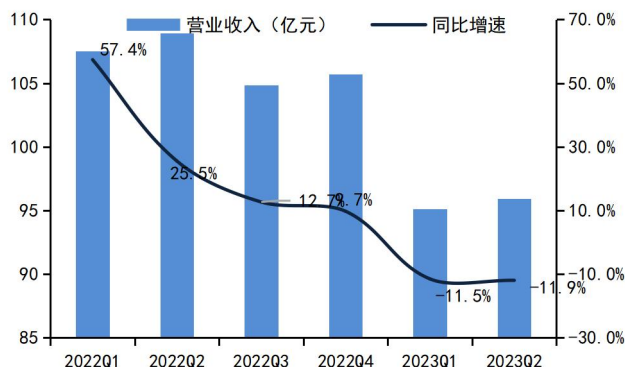
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：神火股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



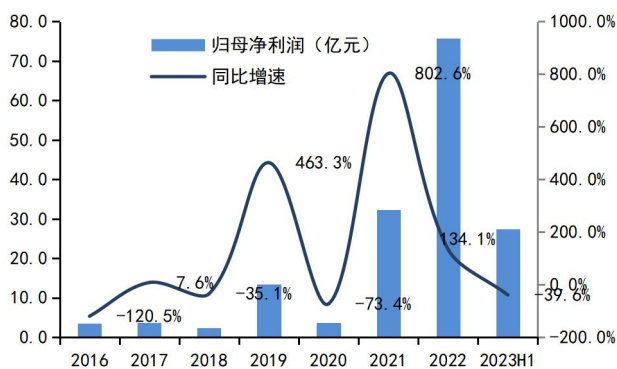
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：神火股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



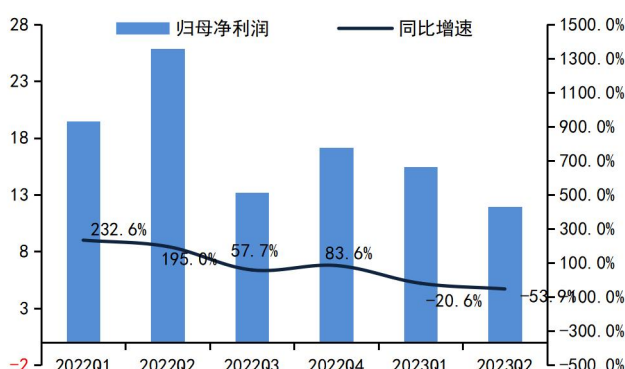
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：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6：神火股份单季归母净利润（单位：亿元、%）



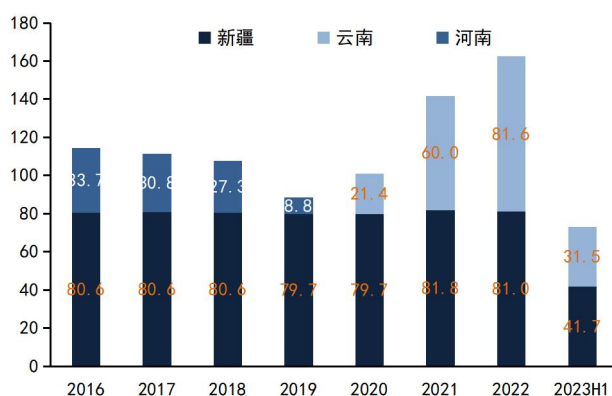
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：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

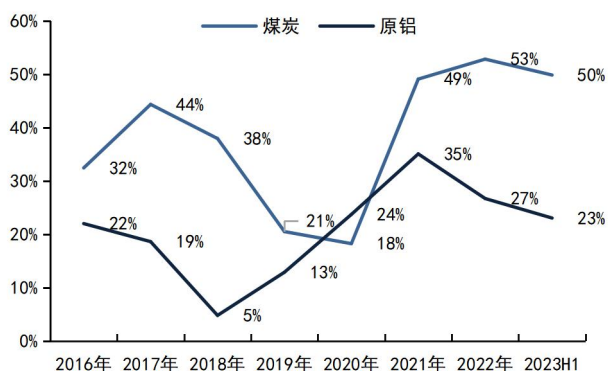
图8：神火股份电解铝分地区产量（单位：万吨）



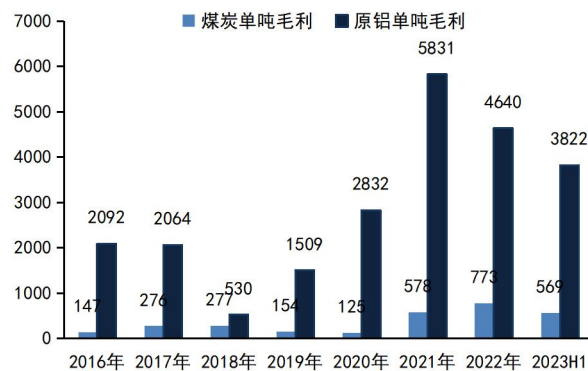
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司分产品毛利率

图10：公司主要产品单位毛利（元/吨）

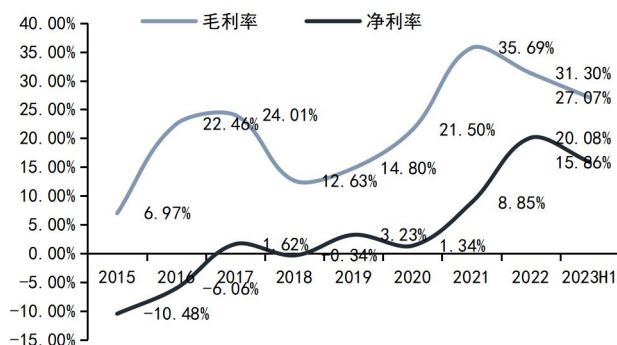


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



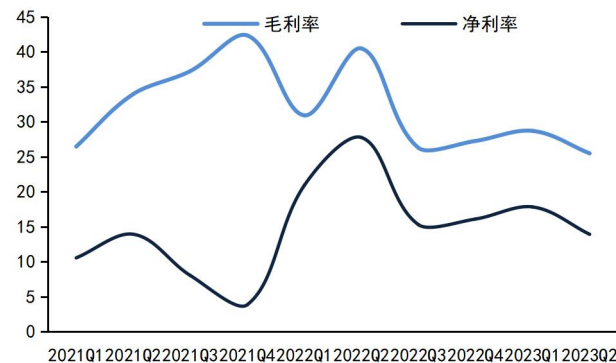
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 (%)

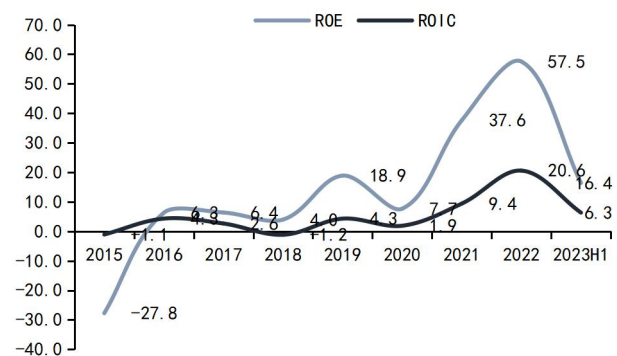
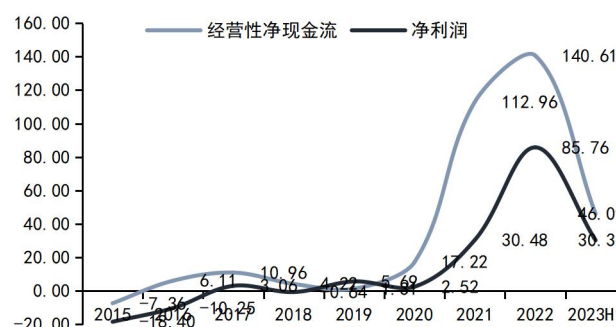


图14: 神火股份经营性净现金流 (亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

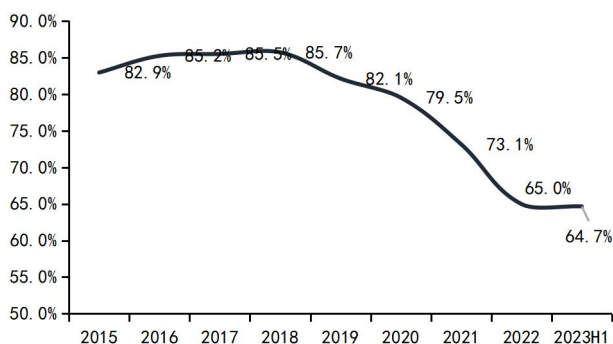
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**资产负债率下行,财务费用大幅下降。**截至2023年6月末,公司资产负债率64.7%,与2022年末基本持平。2023年上半年公司财务费用仅1.58亿元,较前些年大幅回落,公司已经不再受高财务费用困扰。

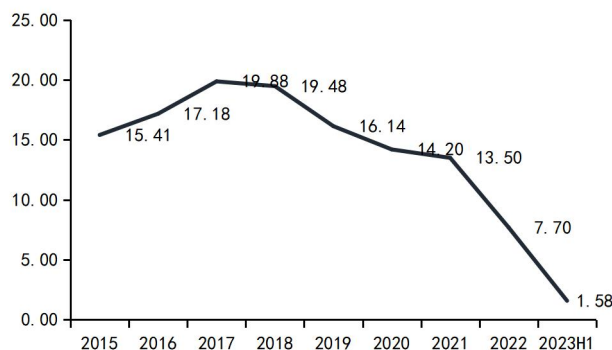
图15: 神火股份资产负债率

图16: 神火股份财务费用 (亿元)





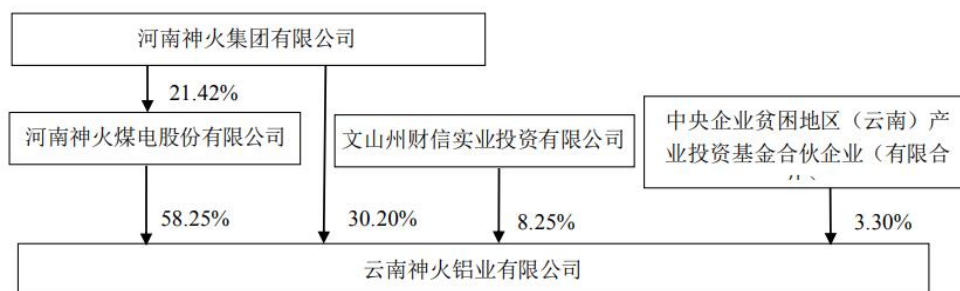
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**收购云南神火 14.85%股权。**公司原来持有云南神火 43.4%股权，现决定以协议转让方式分别收购河南资产商发神火绿色发展基金持有的云南神火 9.90%股权、商丘新发投资持有的云南神火 4.95%股权，收购价格合计 14.5 亿元，收购完成后，上市公司将持有云南神火 58.25%股权。

图17：交易完成后的云南神火股权结构



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“买入”评级。我们假设 2023-2025 年铝现货价格为 19000 元/吨（前值 20000 元/吨），氧化铝价格为 2925 元/吨，预焙阳极价格为 5500 元/吨（前值 6500 元/吨），云南用电含税价格为 0.41 元/度，新疆神火发电成本 0.236 元/度，河南无烟煤价格 1500 元/吨（前值 1800 元/吨），预计 2023-2025 年收入 394/400/404 亿元，同比增速-7.7/1.5/1.0%，归母净利润 62.04/64.40/66.38 亿元，同比增速-18.1/3.8/3.1%；摊薄 EPS 分别为 2.76/2.86/2.95 元，当前股价对应 PE 分别为 5.8/5.6/5.4x。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改革，处于行业景气周期，同时加码布局高端铝箔，发力下游加工，维持“买入”评级。

# 财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 利润表（百万元）          | 2021          | 2022         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物         | 10515        | 17907        | 25896        | 34507        | 42215        | 营业收入              | 34452         | 42704        | 39426         | 40034         | 40432         |
| 应收款项             | 508          | 979          | 903          | 917          | 927          | 营业成本              | 22157         | 29338        | 28228         | 28603         | 28828         |
| 存货净额             | 2777         | 3100         | 2827         | 2844         | 2859         | 营业税金及附加           | 692           | 712          | 657           | 667           | 674           |
| 其他流动资产           | 1866         | 1600         | 1477         | 1500         | 1515         | 销售费用              | 387           | 329          | 303           | 308           | 311           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>15804</b> | <b>23645</b> | <b>31163</b> | <b>39827</b> | <b>47574</b> | 管理费用              | 1049          | 764          | 705           | 716           | 723           |
| 固定资产             | 21565        | 21731        | 19624        | 17308        | 14903        | 研发费用              | 145           | 184          | 170           | 172           | 174           |
| 无形资产及其他          | 4809         | 5218         | 5010         | 4801         | 4592         | 财务费用              | 1350          | 770          | 591           | 480           | 364           |
| 投资性房地产           | 7980         | 6307         | 6307         | 6307         | 6307         | 投资收益              | 312           | 228          | 0             | 0             | 0             |
| 长期股权投资           | 3370         | 3576         | 3638         | 3700         | 3762         | 资产减值及公允价值变动       | 2845          | 22           | 0             | 0             | 0             |
| <b>资产总计</b>      | <b>53528</b> | <b>60477</b> | <b>65742</b> | <b>71944</b> | <b>77139</b> | 其他收入              | (6628)        | (140)        | (170)         | (172)         | (174)         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 21169        | 23848        | 23848        | 23848        | 23848        | 营业利润              | 5346          | 10902        | 8771          | 9087          | 9358          |
| 应付款项             | 6572         | 5855         | 5339         | 5371         | 5400         | 营业外净收支            | (270)         | (242)        | 0             | 0             | 0             |
| 其他流动负债           | 5314         | 4992         | 4565         | 4594         | 4620         | <b>利润总额</b>       | <b>5077</b>   | <b>10660</b> | <b>8771</b>   | <b>9087</b>   | <b>9358</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>33055</b> | <b>34694</b> | <b>33753</b> | <b>33814</b> | <b>33868</b> | 所得税费用             | 2028          | 2083         | 1714          | 1776          | 1829          |
| 长期借款及应付债券        | 4891         | 3219         | 3219         | 3219         | 3219         | 少数股东损益            | (186)         | 1005         | 853           | 871           | 891           |
| 其他长期负债           | 1207         | 1383         | 1383         | 1383         | 1383         | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>3234</b>   | <b>7571</b>  | <b>6204</b>   | <b>6440</b>   | <b>6638</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>6098</b>  | <b>4602</b>  | <b>4602</b>  | <b>4602</b>  | <b>4602</b>  | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2021</b>   | <b>2022</b>  | <b>2023E</b>  | <b>2024E</b>  | <b>2025E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>39153</b> | <b>39296</b> | <b>38354</b> | <b>38415</b> | <b>38470</b> | 净利润               | 3234          | 7571         | 6204          | 6440          | 6638          |
| 少数股东权益           | 5010         | 5137         | 5734         | 6344         | 6968         | 资产减值准备            | 2900          | (3596)       | 0             | 1             | 1             |
| 股东权益             | 9365         | 16044        | 20555        | 25238        | 30065        | 折旧摊销              | 1245          | 1285         | 2588          | 2815          | 2904          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>53528</b> | <b>60477</b> | <b>64644</b> | <b>69997</b> | <b>75502</b> | 公允价值变动损失          | (2845)        | (22)         | 0             | 0             | 0             |
|                  |              |              |              |              |              | 财务费用              | 1350          | 770          | 591           | 480           | 364           |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2021</b>  | <b>2022</b>  | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 营运资本变动            | (5872)        | (3322)       | 855           | 1065          | (85)          |
| 每股收益             | 1.44         | 3.36         | 2.76         | 2.86         | 2.95         | 其它                | (3013)        | 4327         | 596           | 609           | 623           |
| 每股红利             | 0.57         | 0.92         | 0.75         | 0.78         | 0.80         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>(4351)</b> | <b>6243</b>  | <b>10244</b>  | <b>10930</b>  | <b>10081</b>  |
| 每股净资产            | 4.16         | 7.13         | 9.13         | 11.21        | 13.36        | 资本开支              | 0             | 2202         | (500)         | (500)         | (500)         |
| ROIC             | 17%          | 23%          | 18%          | 21%          | 23%          | 其它投资现金流           | (50)          | 79           | 0             | 0             | 0             |
| ROE              | 35%          | 47%          | 30%          | 26%          | 22%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(348)</b>  | <b>2075</b>  | <b>(562)</b>  | <b>(562)</b>  | <b>(562)</b>  |
| 毛利率              | 36%          | 31%          | 28%          | 29%          | 29%          | 权益性融资             | (4)           | 7            | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 29%          | 27%          | 24%          | 24%          | 24%          | 负债净变化             | (1146)        | (1673)       | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 33%          | 30%          | 30%          | 31%          | 31%          | 支付股利、利息           | (1273)        | (2066)       | (1693)        | (1757)        | (1811)        |
| 收入增长             | 83%          | 24%          | -8%          | 2%           | 1%           | 其它融资现金流           | 5903          | 6544         | 0             | 0             | 0             |
| 净利润增长率           | 803%         | 134%         | -18%         | 4%           | 3%           | <b>融资活动现金流</b>    | <b>1063</b>   | <b>(926)</b> | <b>(1693)</b> | <b>(1757)</b> | <b>(1811)</b> |
| 资产负债率            | 83%          | 73%          | 68%          | 64%          | 60%          | <b>现金净变动</b>      | <b>(3636)</b> | <b>7392</b>  | <b>7989</b>   | <b>8611</b>   | <b>7708</b>   |
| 息率               | 3.5%         | 5.8%         | 4.7%         | 4.9%         | 5.0%         | 货币资金的期初余额         | 14151         | 10515        | 17907         | 25896         | 34507         |
| P/E              | 11.1         | 4.7          | 5.8          | 5.6          | 5.4          | 货币资金的期末余额         | 10515         | 17907        | 25896         | 34507         | 42215         |
| P/B              | 3.8          | 2.2          | 1.7          | 1.4          | 1.2          | 企业自由现金流           | 1390          | 9319         | 10728         | 11943         | 11262         |
| EV/EBITDA        | 6.7          | 5.9          | 6.2          | 6.0          | 5.9          | 权益自由现金流           | 6147          | 14190        | 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<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数 20%以上     |
|  |            | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间 |
|  |            | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间     |
|  |            | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上     |
|  | 行业<br>投资评级 | 超配 | 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±10%之间   |
|  |            | 低配 | 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