



神火股份 (000933.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

煤铝量利齐升，Q3 盈利显著改善

事件

10月23日，公司公布23三季报，1-3Q23实现营收286.29亿元，同比-10.91%；归母净利41.03亿元，同比-29.94%；扣非归母净利40.48亿元，同比-32.51%。3Q23实现营收95.20亿元，环比-0.78%；归母净利13.63亿元，环比+14.28%；扣非归母净利13.06亿元，环比+8.69%。

点评

Q3公司主要产品电解铝和煤炭实现量利齐升。(1) 3Q23 长江有色铝均价1.88万元/吨，环比+1.66%，河南氧化铝均价2916元/吨，环比-0.66%，预焙阳极均价4835元/吨，环比-8.89%，Q3 云南进入丰水期，电力市场化交易电价环比Q2降低0.11元/度。按单吨原铝消耗1.92吨氧化铝、0.45吨预焙阳极和13500度电计算，可降低原铝生产成本约1734元/吨。云南神火从6月18日开始启动复产，8月中旬已经全部启动，电解铝产量环比恢复，充分利用云南水电低成本优势，实现量利齐升。(2) 受供给下降、下游需求好转影响，3Q23 永城无烟精煤车板价1434.62元/吨，环比+4.65%。梁北煤矿仍处于产能爬坡过程中，公司近煤炭生产成本较为稳定，煤炭价格上升和产量释放推动煤炭板块盈利能力提升。受益电解铝复产、煤矿产能爬坡及产品价格上涨，3Q23 公司综合毛利率环比增2.11个百分点至27.59%，ROE环比增0.94个百分点至7.90%。**云南神火盈利能力提升，股权收购完成强化绿电铝优势。**3Q23 少数股东损益3.91亿元，环比+175.74%，说明云南神火Q3在复产及电力成本下降推动下盈利能力大幅改善。公司收购云南神火14.85%股权已完成，持有云南神火58.25%股权，提升绿电铝权益产能，充分利用绿电铝低成本和低碳优势，增强核心竞争力。

筹划神火新材料分拆上市，完善铝加工产业布局。公司拟分拆神隆宝鼎上市，为增强铝加工业务链条完整性，同意由上海铝箔收购房丘阳光铝材51%股权，神隆宝鼎收购云南神火新材料100%出资权，并将神隆宝鼎更名为神火新材料科技有限公司，上述整合项目将有效增强铝加工业务独立性，完善铝加工产业布局。

深化费用管理，财务费用显著降低。公司优化资产结构，资产负债率从6月底的64.66%降低至9月底的63.12%，同时融资成本大幅降低，Q3利息费用环比降低94.71%至0.09亿元，带动Q3财务费用降低至-0.67亿元，推动盈利能力进一步提升。

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6.48/6.42/5.72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。

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)

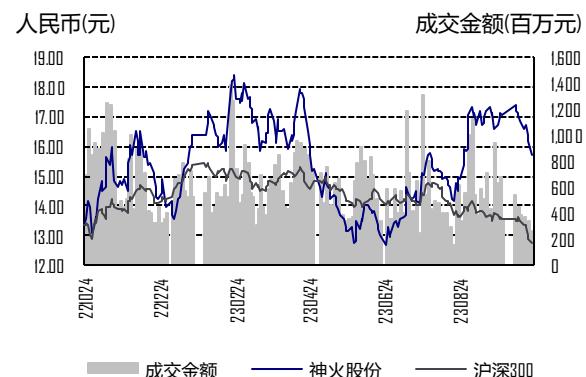
songyang@gjzq.com.cn

市价（人民币）：15.73元

相关报告：

1.《神火股份公司点评：Q2 电解铝成本环降，盈利边际改善》，2023.8.21

2.《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)	1.44	3.36	2.43	2.45	2.75
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	6.48	6.42	5.72
P/B	2.18	2.10	1.75	1.44	1.19

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
归属于母公司的净利润	358	3,234	7,571	5,464	5,519	6,195
净利率	1.9%	9.4%	17.7%	14.4%	14.0%	15.0%

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
应收款项	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
2	2023-08-21	买入	14.24	N/A

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：021-80234211

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5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**