

量价齐升，助力 Q3 业绩回升

➤ **事件：公司发布 2023 年三季报。**2023Q1-Q3 实现归母净利润 41.03 亿元，同比下滑 29.94%；扣非归母净利润 40.48 亿元，同比下滑 32.51%。单季度看，2023Q3，公司实现归母净利润 13.63 亿元，同比增加 3.14%，环比增加 14.28%；扣非归母净利润 13.06 亿元，同比下滑 10.42%，环比增加 8.69%。略高于此前的业绩预告。

➤ 点评：铝价回暖+云南神火复产，助力 Q3 业绩回升。

1. **量：丰水期复产，我们预计云南神火 Q3 产量 19 万吨，新疆神火 Q3 产量 20.5 万吨。**云南神火 6 月逐步复产，8 月复产完毕，我们预计云南神火 Q3 产量 19 万吨，环比增长明显。我们预计新疆 Q3 产量平稳在 20.5 万吨。
2. **价：煤铝价格环比回暖，Q3 毛利率环比回升 2.11pct。**23Q3 铝价环比 +1.73%，无烟煤价格环比 +4.65%。原料方面，氧化铝环比 -0.49%，阳极价格环比 -8.88%，叠加 Q3 云南地区处于丰水期，测算 Q3 云南神火电价仅为 0.31 元/kwh，环比下滑 0.11 元/kwh，我们预计云南神火与新疆神火电解铝盈利均明显改善。Q3 毛利率环比回升 2.11pct，至 27.59%。

➤ 核心看点：煤铝齐飞彰显业绩弹性

1. **收购云南神火中小股东股权，权益产能提升。**公司三季度完成收购河南资产基金持有 9.90% 股权和商丘信发持有的 4.95% 股权，折算成吨铝产能价格为 1.08 万元，收购价较为便宜。云南神火资产购买为母公司持有的 30.2% 的股权注入提供参考，未来资产注入预期增强， α 属性渐现。
2. **电解铝成本位于上市公司最左侧，利润稳定性高。**公司电解铝位于新疆和云南，均属于国内行业低成本地区，且受煤价影响小，成本稳定，2022 年电解铝上市公司中，公司成本最低，铝板块护城河较深。
3. **积极拓展铝箔产能，打开成长空间。**公司铝箔产能 8 万吨，神隆宝鼎二期 6 万吨预计 2024 年投产，云南 11 万吨电池箔产能积极推进，未来总产能将达 25 万吨，铝箔产能快速扩张，将成为公司新的增长点。
4. **煤铝齐飞彰显业绩弹性。**公司煤炭为无烟煤和贫瘦煤，铁水产量保持高位，焦煤供应压力缓解，电解铝产能天花板渐进，煤铝齐飞概率大，公司业绩弹性十足，加上估值低，股价弹性高。

➤ **投资建议：**电解铝供需格局向好，煤炭价格逐步回暖，公司业绩弹性十足，低估值、高弹性有望催化股价。我们预计公司 2023-2025 年将实现归母净利润 55.92 亿元、72.38 亿元和 85.22 亿元，对应现价的 PE 分别为 6、5 和 4 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**无烟煤、贫瘦煤需求不及预期，电解铝需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	42704	37371	41263	44449
增长率 (%)	23.8	-12.5	10.4	7.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	7571	5592	7238	8522
增长率 (%)	133.9	-26.1	29.5	17.7
每股收益 (元)	3.36	2.48	3.22	3.79
PE	5	6	5	4
PB	2.2	1.9	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 23 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
15.73 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiu.zuxue@mszq.com

研究助理 孙二春

执业证书：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1. 神火股份 (000933.SZ) 2023 年半年报点评：煤价下行拖累 Q2 业绩，顺周期带来高弹性-2023/08/25
2. 神火股份 (000933.SZ) 2022 年年报点评：煤铝共振助推业绩，未来成长依然可期-2023/04/09
3. 神火股份 (000933.SZ) 2022 年半年报点评：Q2 业绩逆势增长，充分享受能源高价红利-2022/09/02
4. 神火股份 (000933.SZ) 2022 年半年度业绩预告点评：Q2 业绩超预期，云南基地用电成本下行明显-2022/07/13
5. 神火股份 (000933.SZ) 2022 年一季报点评：费用明显下降，Q1 业绩超预期-2022/04/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	42704	37371	41263	44449
营业成本	29338	26856	28381	29795
营业税金及附加	712	598	660	711
销售费用	329	299	330	356
管理费用	764	673	743	800
研发费用	184	178	186	203
EBIT	11437	8767	10963	12584
财务费用	770	695	548	383
资产减值损失	-22	-283	-339	-273
投资收益	228	100	235	203
营业利润	10902	7926	10352	12175
营业外收支	-242	-82	-70	-71
利润总额	10660	7845	10282	12105
所得税	2083	1490	2056	2421
净利润	8576	6354	8226	9684
归属于母公司净利润	7571	5592	7238	8522
EBITDA	13272	10825	13134	14849

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	17907	13731	13933	13790
应收账款及票据	711	733	711	797
预付款项	462	457	538	529
存货	3100	3161	3262	3406
其他流动资产	1465	1421	1441	1551
流动资产合计	23645	19503	19885	20073
长期股权投资	3576	3793	4019	4239
固定资产	20734	20746	20583	20630
无形资产	5218	5641	6073	6443
非流动资产合计	36833	37181	37391	37996
资产合计	60477	56684	57276	58070
短期借款	21918	16839	13745	9987
应付账款及票据	5855	5445	5443	5388
其他流动负债	6922	6263	6315	6228
流动负债合计	34694	28547	25503	21603
长期借款	3219	2219	1619	1619
其他长期负债	1383	1383	1393	1403
非流动负债合计	4602	3602	3012	3022
负债合计	39296	32149	28515	24625
股本	2251	2251	2251	2251
少数股东权益	5137	5900	6887	8049
股东权益合计	21181	24535	28761	33445
负债和股东权益合计	60477	56684	57276	58070

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	23.80	-12.49	10.42	7.72
EBIT 增长率	22.77	-23.34	25.04	14.79
净利润增长率	133.90	-26.15	29.45	17.73
盈利能力 (%)				
毛利率	31.30	28.14	31.22	32.97
净利润率	20.08	17.00	19.93	21.79
总资产收益率 ROA	12.52	9.86	12.64	14.67
净资产收益率 ROE	47.19	30.01	33.09	33.56
偿债能力				
流动比率	0.68	0.68	0.78	0.93
速动比率	0.58	0.55	0.63	0.74
现金比率	0.52	0.48	0.55	0.64
资产负债率 (%)	64.98	56.72	49.79	42.41
经营效率				
应收账款周转天数	5.90	7.07	6.19	6.44
存货周转天数	38.56	42.96	41.95	41.72
总资产周转率	0.71	0.66	0.72	0.77
每股指标 (元)				
每股收益	3.36	2.48	3.22	3.79
每股净资产	7.13	8.28	9.72	11.28
每股经营现金流	6.25	3.78	4.97	5.42
每股股利	0.45	1.33	1.78	2.22
估值分析				
PE	5	6	5	4
PB	2.2	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	3.36	3.94	2.95	2.37
股息收益率 (%)	2.86	8.47	11.30	14.12
现金流量表 (百万元)				
净利润	8576	6354	8226	9684
折旧和摊销	1835	2057	2171	2265
营运资金变动	1844	-1103	-129	-474
经营活动现金流	14061	8518	11195	12208
资本开支	-267	-2561	-2470	-2902
投资	-54	-300	-319	-313
投资活动现金流	-462	-2671	-2554	-3011
股权募资	7	0	0	0
债务募资	-3054	-6078	-3685	-3747
筹资活动现金流	-11403	-10024	-8439	-9340
现金净流量	2209	-4176	202	-143

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026