

神火股份 (000933. SZ)

云南神火顺利复产，电解铝版块量价齐增

买入

核心观点

2023Q3 公司归母净利润同比增加 3.4%。 2023Q3 实现营收 95.2 亿元（同比 -9.2%，环比 -0.8%），归母净利润 13.63 亿元（同比 +3.4%，环比 +14.3%），扣非归母净利润 13.06 亿元（同比 -10.2%，环比 +8.7%），经营活动产生的现金流量净额 24.3 亿元（同比 -24.7%，环比 +25.4%）。

2023Q3 公司毛利润环比增加 1.81 亿元，费用方面，销售费用和管理费用合计环比增加近 1 亿元，研发费用和财务费用合金环比减少 2.5 亿元。由于 Q3 是云南神火执行丰水期低电价，且产能逐步满产，因此 Q3 少数股东权益环比增加 2.5 亿元，最终 Q3 归母净利润环比增加 1.7 亿元左右。

三季度盈利环比改善有两个主要原因，一是云南神火自 6 月下旬开始复产 36 万吨，单季度产量环比增加约 4 万吨，恰逢丰水期低电价；二是 Q3 铝价环比 Q2 上涨 300 元/吨，成本端氧化铝价格上涨和预焙阳极价格下跌互相抵消。受定价滞后因素，Q3 煤炭版块售价环比 Q2 没有明显增加。

收购云南神火铝业有限公司少数股东股权。 截至报告期末，公司已完成收购云南神火铝业有限公司 14.85% 少数股东股权，已完成相关工商变更登记手续，持有云南神火铝业有限公司股权由 43.40% 增加至 58.25%。

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： 维持“买入”评级

假设 2023–2025 年铝现货价格为 18800/19000/19000 元/吨，氧化铝价格为 2925 元/吨，预焙阳极价格为 5500 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，预计 2023–2025 年收入 391/400/404 亿元，同比增速 -8.3%/2.3%/1.0%，归母净利润 60.37/64.40/66.38 亿元，同比增速 -20.3%/6.7%/3.1%；摊薄 EPS 分别为 2.68/2.86/2.95 元，当前股价对应 PE 分别为 6.0/5.6/5.4x。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	39,141	40,034	40,432
(+/-%)	83.2%	24.0%	-8.3%	2.3%	1.0%
净利润(百万元)	3234	7571	6037	6440	6638
(+/-%)	802.6%	134.1%	-20.3%	6.7%	3.1%
每股收益(元)	1.44	3.36	2.68	2.86	2.95
EBIT Margin	29.1%	26.6%	23.2%	23.9%	24.0%
净资产收益率(ROE)	34.5%	47.2%	29.5%	25.6%	22.2%
市盈率(PE)	11.1	4.8	6.0	5.6	5.4
EV/EBITDA	6.7	5.9	6.4	6.0	5.9
市净率(PB)	3.85	2.24	1.76	1.43	1.20

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	证券分析师：焦方冉
010-88005312	021-60933177
liumengluan@guosen.com.cn	jiaofangran@guosen.com.cn
S0980520040001	S0980522080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	15.73 元
总市值/流通市值	35408/35203 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	452.38 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

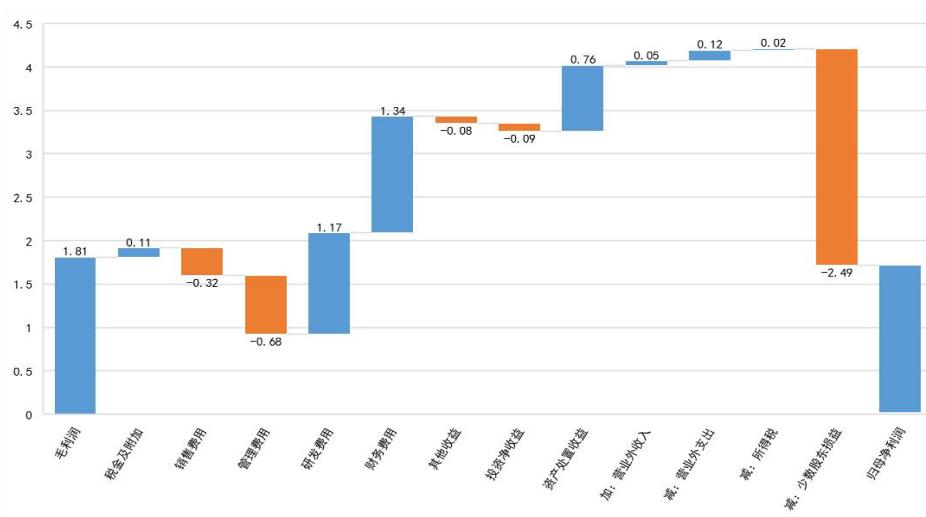
- 《神火股份 (000933.SZ) –电解铝量价齐跌拖累业绩，财务费用显著下降》——2023-08-31
- 《神火股份 (000933.SZ) –资产质量夯实，煤铝业务迎来业绩释放期》——2023-03-29
- 《神火股份 (000933.SZ) –成本优势凸显，煤、铝业务维持高盈利》——2022-10-19
- 《神火股份 (000933.SZ) –受益于煤、铝价格上涨，半年度业绩创新高》——2022-08-24
- 《神火股份 (000933.SZ) –煤、铝业务延续高盈利状态》——2022-03-29

2023Q3 公司归母净利润同比增加 3.4%。2023Q3 实现营收 95.2 亿元（同比-9.2%，环比-0.8%），归母净利润 13.63 亿元（同比+3.4%，环比+14.3%），扣非归母净利润 13.06 亿元（同比-10.2%，环比+8.7%），经营活动产生的现金流量净额 24.3 亿元（同比-24.7%，环比+25.4%）。

2023Q3 公司毛利润环比增加 1.81 亿元，费用方面，销售费用和管理费用合计环比增加近 1 亿元，研发费用和财务费用合计环比减少 2.5 亿元。由于 Q3 是云南神火执行丰水期低电价，且产能逐步满产，因此 Q3 少数股东权益环比增加 2.5 亿元，最终 Q3 归母净利润环比增加 1.7 亿元左右。

三季度盈利环比改善有两个主要原因，一是云南神火自 6 月下旬开始复产 36 万吨，单季度产量环比增加约 4 万吨，恰逢丰水期低电价；二是 Q3 铝价环比 Q2 上涨 300 元/吨，成本端氧化铝价格上涨和预焙阳极价格下跌互相抵消。受定价滞后因素，Q3 煤炭版块售价环比 Q2 没有明显增加。

图1：公司利润表 Q3-Q2 环比变动（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：神火股份营业收入及增速（单位：亿元、%）

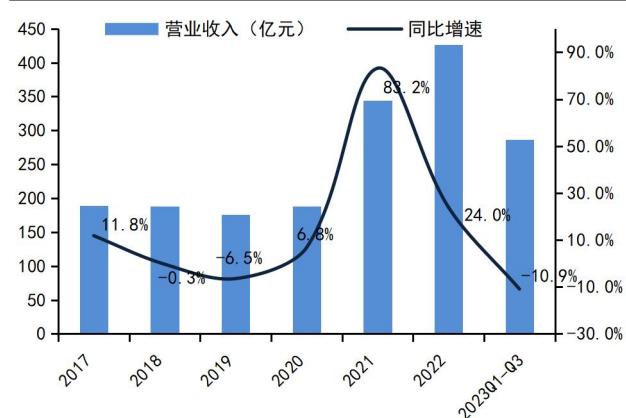
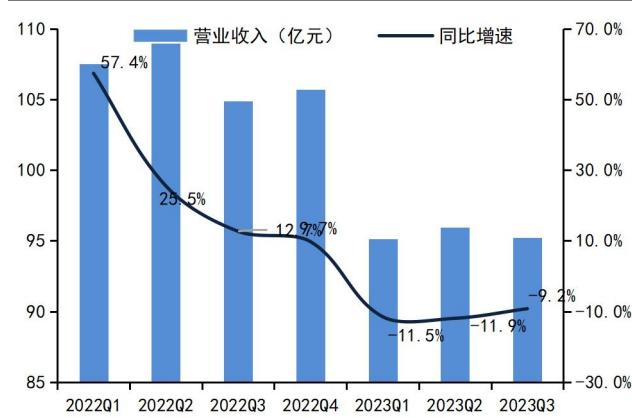
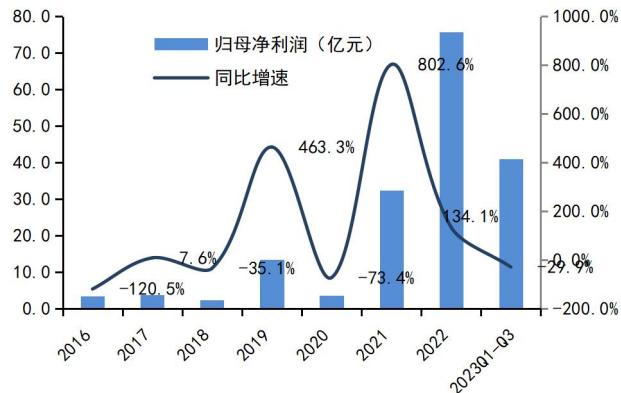


图3：神火股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

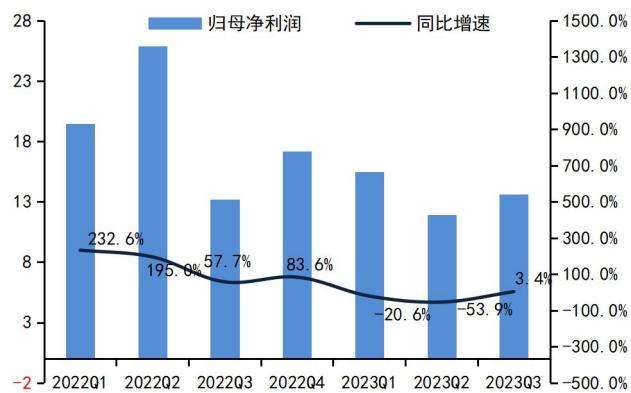
图4: 神火股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

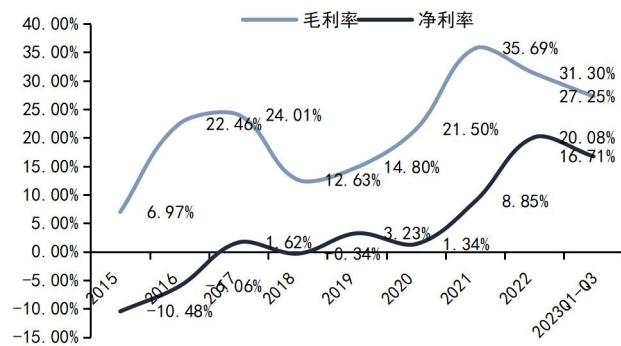
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 神火股份单季归母净利润（单位：亿元、%）



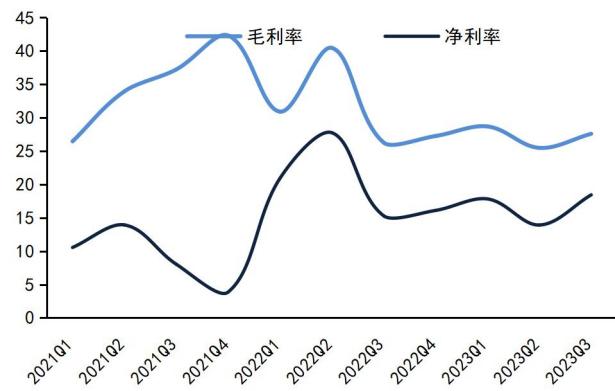
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 神火股份毛利率、净利率变化情况



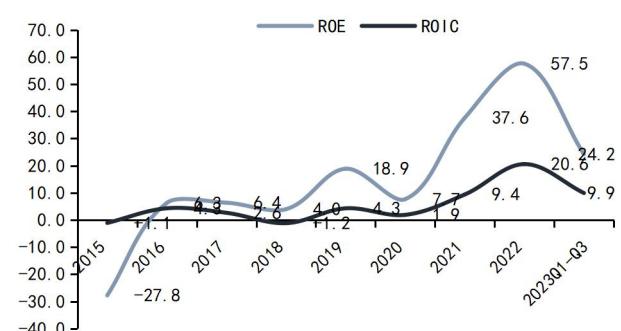
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 神火股份单季度毛利率、净利率变化情况（%）



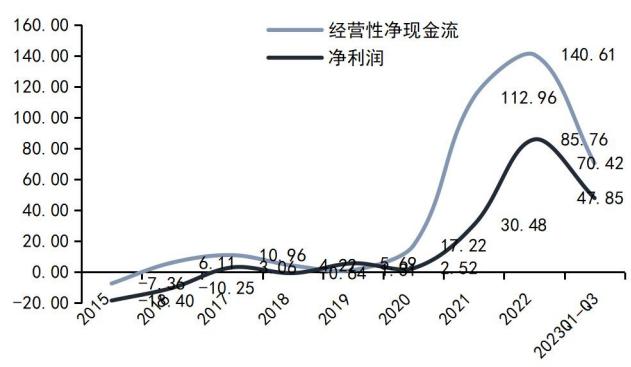
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 神火股份ROE、ROIC变化情况（%）

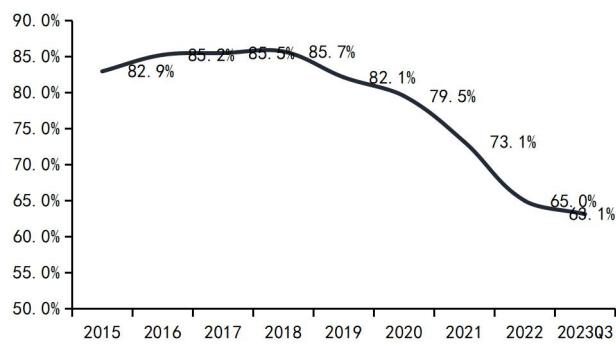


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

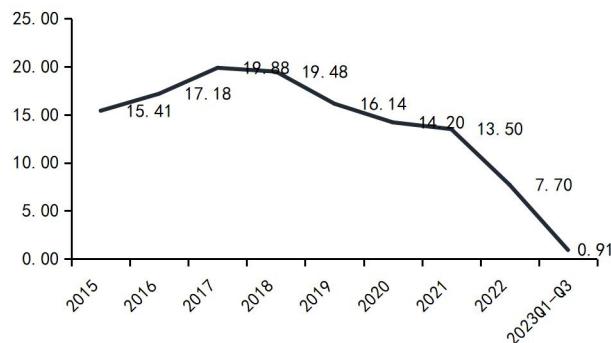
图9: 神火股份经营性净现金流（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 神火股份资产负债率


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

收购云南神火铝业有限公司少数股东股权。截至报告期末，公司已完成收购云南神火铝业有限公司 14.85% 少数股东股权，公司已完成相关工商变更登记手续，公司持有云南神火铝业有限公司股权由 43.40% 增加至 58.25%。

投资建议：维持“买入”评级。我们假设 2023-2025 年铝现货价格为 18800/19000/19000 元/吨，氧化铝价格为 2925 元/吨，预焙阳极价格为 5500 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，预计 2023-2025 年收入 391/400/404 亿元，同比增速 -8.3%/2.3%/1.0%，归母净利润 60.37/64.40/66.38 亿元，同比增速 -20.3%/6.7%/3.1%；摊薄 EPS 分别为 2.68/2.86/2.95 元，当前股价对应 PE 分别为 6.0/5.6/5.4x。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	25742	34352	42060	营业收入	34452	42704	39141	40034	40432
应收款项	508	979	897	917	927	营业成本	22157	29338	28228	28603	28828
存货净额	2777	3100	2826	2844	2859	营业税金及附加	692	712	652	667	674
其他流动资产	1866	1600	1467	1500	1515	销售费用	387	329	301	308	311
流动资产合计	15804	23645	30990	39672	47419	管理费用	1049	764	700	716	723
固定资产	21565	21731	19624	17308	14903	研发费用	145	184	168	172	174
无形资产及其他	4809	5218	5010	4801	4592	财务费用	1350	770	587	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
资产总计	53528	60477	65569	71789	76984	其他收入	(6628)	(140)	(168)	(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	8504	9087	9358
应付款项	6572	5855	5338	5371	5400	营业外净收支	(270)	(242)	0	0	0
其他流动负债	5314	4992	4563	4594	4620	利润总额	5077	10660	8504	9087	9358
流动负债合计	33055	34694	33750	33814	33868	所得税费用	2028	2083	1662	1776	1829
长期借款及应付债券	4891	3219	3219	3219	3219	少数股东损益	(186)	1005	805	871	891
其他长期负债	1207	1383	1383	1383	1383	归属于母公司净利润	3234	7571	6037	6440	6638
长期负债合计	6098	4602	4602	4602	4602	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	39153	39296	38351	38415	38470	净利润	3234	7571	6037	6440	6638
少数股东权益	5010	5137	5701	6310	6934	资产减值准备	2900	(3596)	0	1	1
股东权益	9365	16044	20434	25117	29944	折旧摊销	1245	1285	2588	2815	2904
负债和股东权益总计	53528	60477	64486	69842	75348	公允价值变动损失	(2845)	(22)	0	0	0
						财务费用	1350	770	587	480	364
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(5872)	(3322)	855	1065	(85)
每股收益	1.44	3.36	2.68	2.86	2.95	其它	(3013)	4327	563	609	623
每股红利	0.57	0.92	0.73	0.78	0.80	经营活动现金流	(4351)	6243	10043	10930	10081
每股净资产	4.16	7.13	9.08	11.16	13.30	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%	投资活动现金流	(348)	2075	(562)	(562)	(562)
毛利率	36%	31%	28%	29%	29%	权益性融资	(4)	7	0	0	0
EBIT Margin	29%	27%	23%	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)	(1647)	(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%	-20%	7%	3%	融资活动现金流	1063	(926)	(1647)	(1757)	(1811)
资产负债率	83%	73%	68%	64%	60%	现金净变动	(3636)	7392	7834	8611	7708
息率	3.5%	5.7%	4.6%	4.9%	5.0%	货币资金的期初余额	14151	10515	17907	25742	34352
P/E	11.1	4.8	6.0	5.6	5.4	货币资金的期末余额	10515	17907	25742	34352	42060
P/B	3.8	2.2	1.8	1.4	1.2	企业自由现金流	1390	9319	10728	11943	11262
EV/EBITDA	6.7	5.9	6.4	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 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 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