



神火股份 (000933.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

云南神火复产在即，旺季吨利有望扩张

事件

3月25日，公司发布23年年报，23年实现营收376.25亿元，同比-11.89%；归母净利59.05亿元，同比-22.07%；扣非归母净利58.20亿元，同比-25.16%。4Q23营收89.96亿元，环比-5.51%，同比-14.90%；归母净利18.03亿元，环比+32.23%，同比+4.72%；扣非归母净利17.72亿元，环比+35.73%，同比-0.13%。

点评

23年主营产品量价有所下降。(1)受云南神火减产9.27万吨影响，23年铝产品销量同比-6.07%至152.73万吨，单价同比-4.71%至1.66万元/吨，单位成本同比-1.03%至1.26万元，铝锭毛利率同比-2.83个百分点至23.87%。铝锭营收同比-10.49%至252.94亿元，毛利润同比-19.97%至60.37亿元。23年新疆煤电吨铝净利同比-2.40%至2796元/吨，云南神火吨铝净利同比+0.84%至2130元/吨。(2)23年煤炭销量同比+7.41%至724.77万吨，完成计划的107.21%，单价同比-24.51%至1105元/吨，单位成本同比-7.89%至636元/吨。煤炭营收同比-18.92%至80.12亿元，毛利润同比-34.87%至33.99亿元，毛利率同比-10.39个百分点至42.43%。(3)23年铝箔销量同比-1.78%至8.19万吨，完成计划的105.01%，单价-15.19%至2.67万元/吨，营收同比-16.71%至21.85亿元。

Q4 煤炭盈利能力提升。Q4 长江有色铝均价环比+0.71%至1.90万元/吨，氧化铝价格环比+4.04%至3004.50元/吨，预备阳极均价环比-2.77%至4089元/吨，电解铝行业平均用电成本环比+0.94%至0.43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，原铝生产成本上涨约225元/吨，吨铝盈利能力环比小幅下滑。Q4 永城无烟煤车板价环比+5.35%至1593.71元/吨，公司煤炭生产成本较为稳定，煤炭盈利能力有所提升。

研发费用及所得税降低驱动 Q4 业绩增长。Q4 公司毛利润环比-19.43%至21.16亿元，同期研发费用环比-209.86%至-1.58亿元，投资收益环比+94.47%至1.25亿元，所得税费用环比-103.70%至-0.18亿元，带动Q4归母净利环比+32.23%至18.03亿元。

神火新材二期投产在即，一体化产业链日渐完整。神火新材二期6万吨电池铝箔产能2月试车成功，规划24年初投产，24年下半年达产，届时公司将具备14万吨铝箔产能。23年公司收购阳光铝材51%股权，后者拥有15万吨/年铝箔坯料产能，能够匹配铝箔生产需要。公司计划24年铝箔产量9.75万吨，同比23年产量的8.09万吨增长20.52%。云南神火规划建设40万吨预焙阳极产能，投产后云南神火预焙阳极将实现完全自给。

盈利预测&投资评级

预计公司24-26年营收分别为392.15/416.77/427.13亿元，归母净利润分别为49.61/54.24/60.39亿元，EPS分别为2.21/2.41/2.68元，对应PE分别为9.09/8.31/7.47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

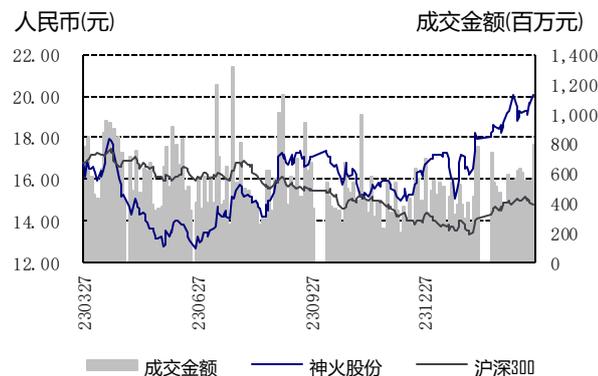
分析师：王钦扬 (执业 S1130523120001)

wangqinyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：20.04 元

相关报告：

- 《神火股份公司点评：煤铝量利齐升，Q3 盈利显著改善》，2023.10.23
- 《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
- 《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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	42,704	37,625	39,215	41,677	42,713
营业收入增长率	23.95%	-11.89%	4.22%	6.28%	2.49%
归母净利润(百万元)	7,571	5,905	4,961	5,424	6,039
归母净利润增长率	134.11%	-22.00%	-16.00%	9.33%	11.34%
摊薄每股收益(元)	3.36	2.62	2.21	2.41	2.68
每股经营性现金流净额	6.10	4.96	3.74	4.26	4.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	47.19%	29.78%	22.22%	21.27%	20.62%
P/E	4.45	6.40	9.09	8.31	7.47
P/B	2.10	1.91	2.02	1.77	1.54

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	34,452	42,704	37,625	39,215	41,677	42,713
增长率		24.0%	-11.9%	4.2%	6.3%	2.5%
主营业务成本	-22,157	-29,338	-27,709	-29,541	-31,176	-31,506
%销售收入	64.3%	68.7%	73.6%	75.3%	74.8%	73.8%
毛利	12,294	13,366	9,916	9,674	10,501	11,207
%销售收入	35.7%	31.3%	26.4%	24.7%	25.2%	26.2%
营业税金及附加	-692	-712	-530	-552	-587	-601
%销售收入	2.0%	1.7%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
销售费用	-387	-329	-331	-345	-367	-376
%销售收入	1.1%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	-1,049	-764	-830	-865	-919	-942
%销售收入	3.0%	1.8%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
研发费用	-145	-184	-429	-447	-475	-487
%销售收入	0.4%	0.4%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
息税前利润 (EBIT)	10,021	11,378	7,796	7,464	8,152	8,801
%销售收入	29.1%	26.6%	20.7%	19.0%	19.6%	20.6%
财务费用	-1,350	-770	-63	-792	-737	-579
%销售收入	3.9%	1.8%	0.2%	2.0%	1.8%	1.4%
资产减值损失	-3,587	9	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	312	228	335	350	350	350
%税前利润	6.2%	2.1%	4.1%	5.1%	4.6%	4.1%
营业利润	5,346	10,902	8,270	7,022	7,766	8,572
营业利润率	15.5%	25.5%	22.0%	17.9%	18.6%	20.1%
营业外收支	-270	-242	-114	-100	-100	-100
税前利润	5,077	10,660	8,156	6,922	7,666	8,472
利润率	14.7%	25.0%	21.7%	17.7%	18.4%	19.8%
所得税	-2,028	-2,083	-1,428	-1,212	-1,342	-1,483
所得税率	40.0%	19.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
净利润	3,048	8,576	6,728	5,711	6,324	6,989
少数股东损益	-186	1,005	823	750	900	950
归属于母公司的净利润	3,234	7,571	5,905	4,961	5,424	6,039
净利率	9.4%	17.7%	15.7%	12.7%	13.0%	14.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,048	8,576	6,728	5,711	6,324	6,989
少数股东损益	-186	1,005	823	750	900	950
非现金支出	5,465	1,826	1,946	1,730	1,877	2,033
非经营收益	2,174	1,814	297	923	965	826
营运资金变动	236	1,513	2,179	50	411	139
经营活动现金净流	10,923	13,730	11,150	8,414	9,577	9,987
资本开支	-1,817	-267	-687	-3,246	-3,300	-3,350
投资	30	-54	-1,456	0	0	0
其他	-599	-142	226	350	350	350
投资活动现金净流	-2,387	-462	-1,916	-2,896	-2,950	-3,000
股权募资	100	7	63	38	0	0
债权募资	-5,653	-3,054	1,127	3,541	-2,106	-3,436
其他	-5,191	-8,356	-9,493	-3,677	-3,465	-3,326
筹资活动现金净流	-10,745	-11,403	-8,303	-98	-5,571	-6,762
现金净流量	-2,213	1,878	934	5,419	1,056	225

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,515	17,907	13,323	18,739	19,794	20,018
应收款项	1,066	1,781	1,573	1,748	1,858	1,904
存货	2,777	3,100	3,053	3,280	3,461	3,498
其他流动资产	1,446	856	1,503	1,562	1,587	1,593
流动资产	15,804	23,645	19,452	25,329	26,700	27,012
%总资产	29.5%	39.1%	33.6%	38.9%	39.4%	38.9%
长期投资	3,859	4,228	4,288	4,288	4,288	4,288
固定资产	21,565	21,731	23,837	24,798	25,626	26,322
%总资产	40.3%	35.9%	41.2%	38.1%	37.8%	37.9%
无形资产	5,893	5,957	5,958	6,413	6,908	7,430
非流动资产	37,724	36,833	38,406	39,822	41,145	42,362
%总资产	70.5%	60.9%	66.4%	61.1%	60.6%	61.1%
资产总计	53,528	60,477	57,858	65,151	67,845	69,374
短期借款	21,169	23,848	16,213	20,011	17,905	14,469
应付款项	9,414	8,737	8,793	9,341	9,859	9,966
其他流动负债	2,472	2,109	2,024	2,023	2,167	2,260
流动负债	33,055	34,694	27,029	31,374	29,931	26,694
长期贷款	4,891	3,219	4,944	4,944	4,944	4,944
其他长期负债	1,207	1,383	1,552	1,256	1,320	1,347
负债	39,153	39,296	33,526	37,575	36,195	32,985
普通股股东权益	9,365	16,044	19,829	22,323	25,497	29,286
其中：股本	2,251	2,251	2,250	2,250	2,250	2,250
未分配利润	3,543	9,517	13,191	15,902	19,076	22,865
少数股东权益	5,010	5,137	4,503	5,253	6,153	7,103
负债股东权益合计	53,528	60,477	57,858	65,151	67,845	69,374

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.437	3.364	2.625	2.205	2.411	2.684
每股净资产	4.160	7.128	8.814	9.923	11.333	13.018
每股经营现金净流	4.852	6.099	4.956	3.740	4.257	4.439
每股股利	0.100	0.450	1.000	1.000	1.000	1.000
回报率						
净资产收益率	34.53%	47.19%	29.78%	22.22%	21.27%	20.62%
总资产收益率	6.04%	12.52%	10.21%	7.61%	7.99%	8.70%
投入资本收益率	14.80%	18.88%	14.07%	11.68%	12.29%	12.96%
增长率						
主营业务收入增长率	83.16%	23.95%	-11.89%	4.22%	6.28%	2.49%
EBIT增长率	298.63%	13.54%	-31.48%	-4.26%	9.22%	7.95%
净利润增长率	802.57%	134.11%	-22.00%	-16.00%	9.33%	11.34%
总资产增长率	-11.72%	12.98%	-4.33%	12.61%	4.14%	2.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.6	4.6	6.9	6.9	6.9	6.9
存货周转天数	39.8	36.6	40.5	40.5	40.5	40.5
应付账款周转天数	58.9	41.1	42.3	42.3	42.3	42.3
固定资产周转天数	217.6	177.2	214.9	210.5	201.0	197.7
偿债能力						
净负债/股东权益	108.14%	43.20%	32.20%	22.54%	9.65%	-1.66%
EBIT利息保障倍数	7.4	14.8	123.7	9.4	11.1	15.2
资产负债率	73.14%	64.98%	57.95%	57.67%	53.35%	47.55%

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
买入	1	6	11	18	52
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.14	1.15	1.10	1.00

来源：聚源数据

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

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人员的不同设想、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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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