


2024年03月28日
神火股份(000933.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

审计调整前三季度盈利,煤铝价格回调 全年业绩同比回落

■ **事件:** 公司发布 2023 年年报, 2023 年公司营业收入 376.25 亿元, 同比减少 11.89%; 归母净利润 59.05 亿元, 同比减少 22.07%; 扣非归母净利润 58.20 亿元, 同比减少 25.16%。其中 2023Q4 营业收入 96.02 亿元, 环比增长 0.86%; 归母净利润 14.70 亿元, 环比微跌 0.33%; 扣非归母净利润 14.39 亿元, 环比增长 1.58%。

■ **公司审计调整前三季度营收与利润, 调整之后前三季度营收较调整前减少 6.07 亿元, 归母净利润增加 3.33 亿元, 扣非归母净利润增加 3.33 亿元。2023 年受云南限电负荷影响, 电解铝未能完成年度计划。**

✓ **量:** 2023 年电解铝/煤炭销量为 152.73/724.77 万吨, 同比-6.07%/+7.41%, 分别完成年度计划的 95.45%/107.21%, 其中云南神火受电力负荷影响减产 9.27 万吨。2024 年公司年度计划电解铝/煤炭产量 150 万吨/690 万吨。

✓ **价:** 据同花顺, 2023 年 SHFE 铝收盘价 18624.9 元/吨, 同比-6.5% (或-1289 元/吨), 无烟煤均价约 1755 元/吨, 同比-332 元/吨; 瘦煤均价约 1923 元/吨。成本端氧化铝均价 2900.6 元/吨, 同比-1.5% (或-42.9 元/吨), 预焙阳极均价 4762.9 元/吨, 同比-1852 元/吨。

2023 年 Q4SHFE 铝均价 18981 元/吨, 环比+198.5 元/吨, 同比+225.7 元/吨, 无烟煤均价约 1597 元/吨, 环比+83 元/吨; 瘦煤均价约 2035 元/吨, 环比+278 元/吨。成本端氧化铝均价 2958 元/吨, 同比+181.3 元/吨, 环比+99.8 元/吨, 预焙阳极均价 4100.5 元/吨, 同比-2993.5 元/吨, 环比-104.52 元/吨。

考虑一吨电解铝需要约 0.47 吨预焙阳极及 1.9 吨氧化铝, 2023 年原料成本端环比下移对吨毛利影响为增厚 842.43 元, 2023 年 Q4 原料成本端环比上涨对吨毛利影响为减少 124.3 元。

✓ **利:** 煤炭板块实现毛利 33.99 亿元, 吨毛利 469.00 元/吨; 铝锭板块毛利 60.37 亿元, 吨毛利 3953 元/吨。

■ **云南神火权益比例提升, 碳素项目稳步推进:**

✓ **公司此前公告拟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, 收购价格分别为 9.66 亿元、4.83 亿元, 据三季报披露公司已完成工商变更登记手续, 公司持有云南神火 58.25% 股权。**

铝

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价

22.5 元

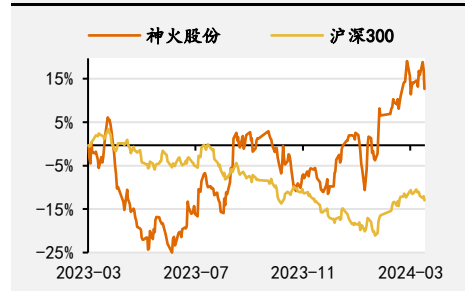
股价 (2024-03-27)

19.00 元

交易数据

总市值(百万元)	42,744.46
流通市值(百万元)	42,530.84
总股本(百万股)	2,249.71
流通股本(百万股)	2,238.47
12 个月价格区间	12.67/20.08 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.9	11.7	18.1
绝对收益	2.2	16.7	5.4

覃晶晶

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522080001

qinjj1@essence.com.cn

洪璐

分析师

SAC 执业证书编号: S1450524010005

honglu1@essence.com.cn

相关报告

三季报业绩环增, 电解铝权益产能提升	2023-10-28
煤价回落拖累业绩, 成本收缩电解铝吨利扩张	2023-07-15
量价回落拖累业绩 财务费用持续优化	2023-04-25
煤铝价格齐涨, 年报业绩亮眼	2023-03-28

✓同时为充分发挥云南绿色水电铝产业优势，进一步完善公司产业链条，同意云南神火出资 14 亿元投资建设年产 40 万吨炭素项目。据公司年报，云南神火碳素项目进度已达到 59%。

目 海外项目进度缓慢，电解铝供应强约束持续存在，同时光伏排产超预期，地产竣工悲观预期触底，铝价有望站稳高位持续走强。SMM 预计 3 月国内组件排产预计将达到 54GW 左右，环比 2 月提升高达 80%，同时 1-2 月竣工同比-20%，充分释放悲观情绪。汽车、家电、包装等领域保持低速增长下全年电解铝有望维持紧平衡，同时考虑后续铝水转化率仍有相当提升空间，需求边际好转将赋予电解铝价格向上弹性空间。

目 投资建议：

我们预计 2024-2026 年营业收入预估为 386.36、395.37、395.37 亿元，预计净利润 61.49、63.55、63.80 亿元，对应 EPS 分别为 2.73、2.82、2.84 元/股，目前股价对应 PE 为 7.2、7.0、7.0 倍。维持“买入-A”评级，6 个月目标价维持 22.5 元/股。

目 风险提示：需求不及预期，产品价格波动，限电压产超预期，环保风险及项目进展不及预期。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	42,703.9	37,625.1	38,635.6	39,537.0	39,537.0
净利润	7,571.2	5,905.4	6,149.1	6,355.3	6,380.0
每股收益(元)	3.37	2.62	2.73	2.82	2.84
每股净资产(元)	7.13	8.81	10.84	13.20	15.68

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	5.9	7.5	7.2	7.0	7.0
市净率(倍)	2.8	2.2	1.8	1.5	1.3
净利润率	17.7%	15.7%	15.9%	16.1%	16.1%
净资产收益率	47.2%	29.8%	25.2%	21.4%	18.1%
股息收益率	5.1%	0.0%	2.8%	2.4%	1.8%
ROIC	43.0%	28.6%	28.3%	30.1%	33.3%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

煤铝价格下滑拖累三季度业绩，锂电铝箔稳步推进未来可期 2022-10-12

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034