

神火股份 (000933.SZ)

加码新疆煤铝业务，打开成长空间

买入

核心观点

2023年公司归母净利润下降22%。2023年实现营收376.3亿元(同比-11.9%)，归母净利润59.1亿元(同比-22%)，扣非归母净利润58.2亿元(同比-25.1%)，经营活动产生的现金流量净额111.9亿元。公司公布了利润分配预案，以公司现有总股本22.5亿股为基数，向全体股东每10股派送现金股息8.00元(含税)，合计分配现金18亿元。

煤炭和电解铝业务毛利润均有下降。2023年煤炭销量同比增加50万吨，但售价同比下降了350元/吨，成本变动不大，因此煤炭板块毛利润同比下降18亿元到34亿元；2023年公司受云南缺电限产影响，原铝销量同比下降10万吨，售价同比下降800元/吨，成本同比下降130元/吨，原铝板块毛利润同比下降15亿元。

财务费用大幅下降。2023年公司财务费用仅6300万元，较2022年7.7亿元大幅下降，更比2016-2019年每年近20亿的财务费用明显减少。公司借助近几年煤、铝行业高景气周期，降低资产负债率，减少有息负债，且随着现金流增强，利息收入增加，曾长期困扰公司的高财务费用得到解决。

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

我们假设2024-2026年铝现货价格为19000/19000/19000元/吨，氧化铝价格均为3200元/吨，预焙阳极价格均为4000元/吨，云南用电含税价格为0.45元/度，新疆神火发电成本0.236元/度，河南永城无烟煤价格1200元/吨，预计2024-2026年收入380/383/401亿元，同比增速-1.0/0.8/4.6%，归母净利润62.95/63.87/64.54亿元，同比增速6.6/1.5/1.1%；摊薄EPS分别为2.80/2.84/2.87元，当前股价对应PE分别为7.3/7.2/7.1x。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结构性改革，处于行业景气周期，同时随着新疆准东露天煤矿项目、新疆神火补链强链项目实施，公司进一步打开成长空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 42,704 | 37,625 | 38,003 | 38,322 | 40,073 |
| (+/-%) | 24.0% | -11.9% | 1.0% | 0.8% | 4.6% |
| 净利润(百万元) | 7571 | 5905 | 6295 | 6387 | 6454 |
| (+/-%) | 134.1% | -22.0% | 6.6% | 1.5% | 1.1% |
| 每股收益(元) | 3.36 | 2.62 | 2.80 | 2.84 | 2.87 |
| EBIT Margin | 26.6% | 20.7% | 21.8% | 21.9% | 21.6% |
| 净资产收益率(ROE) | 47.2% | 29.8% | 27.2% | 24.1% | 21.5% |
| 市盈率(PE) | 6.1 | 7.8 | 7.3 | 7.2 | 7.1 |
| EV/EBITDA | 6.7 | 8.5 | 7.3 | 7.0 | 6.9 |
| 市净率(PB) | 2.86 | 2.31 | 1.98 | 1.72 | 1.53 |

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

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

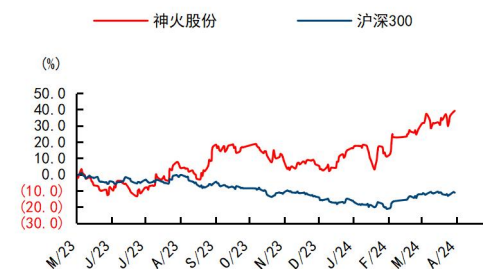
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

| | |
|------------|----------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 20.35元 |
| 总市值/流通市值 | 45782/45553百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 20.76/12.59元 |
| 近3个月日均成交额 | 463.78百万元 |

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

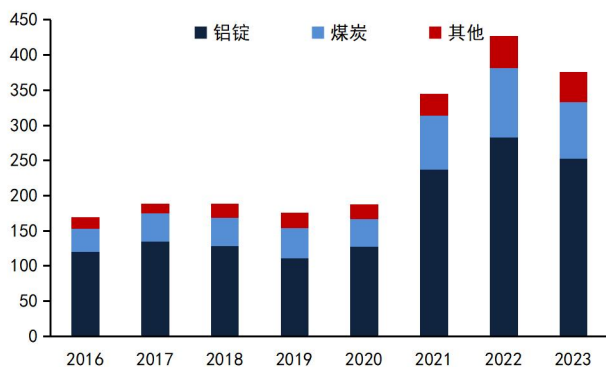
- 《神火股份(000933.SZ)-云南神火顺利复产，电解铝板块量价齐增》——2023-10-25
- 《神火股份(000933.SZ)-电解铝量价齐跌拖累业绩，财务费用显著下降》——2023-08-31
- 《神火股份(000933.SZ)-资产质量夯实，煤铝业务迎来业绩释放期》——2023-03-29
- 《神火股份(000933.SZ)-成本优势凸显，煤、铝业务维持高盈利》——2022-10-19
- 《神火股份(000933.SZ)-受益于煤、铝价格上涨，半年度业绩创新高》——2022-08-24

2023 年公司归母净利润下降 22%。2023 年实现营收 376.3 亿元（同比-11.9%），归母净利润 59.1 亿元（同比-22%），扣非归母净利润 58.2 亿元（同比-25.1%），经营活动产生的现金流量净额 111.9 亿元。公司公布了利润分配预案，以公司现有总股本 22.5 亿股为基数，向全体股东每 10 股派送现金股息 8.00 元（含税），合计分配现金 18 亿元。

煤炭和电解铝业务毛利润均有下降。2023 年煤炭销量同比增加 50 万吨，但售价同比下降了 350 元/吨，成本变动不大，因此煤炭板块毛利润同比下降 18 亿元到 34 亿元；2023 年公司受云南缺电限产影响，原铝销量同比下降 10 万吨，售价同比下降 800 元/吨，成本同比仅下降 130 元/吨，毛利润同比下降 15 亿元。

财务费用大幅下滑。2023 年公司财务费用仅 6300 万元，较 2022 年 7.7 亿元大幅下滑，更比 2016-2019 年每年近 20 亿的财务费用明显下滑。公司借助近几年煤、铝行业高景气周期，降低资产负债率，减少有息负债，且随着现金流增强，利息收入增加，曾长期困扰公司的高财务费用得到解决。

图1：神火股份营业收入构成（单位：亿元）



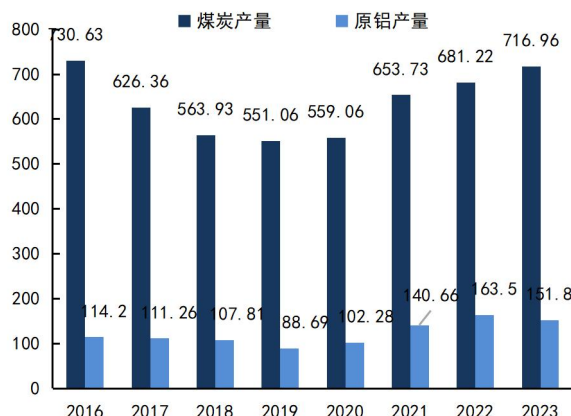
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：神火股份毛利润构成（单位：亿元）



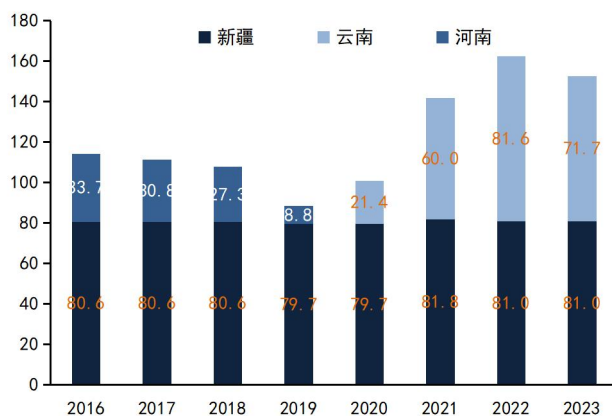
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：神火股份主要产品产量（单位：万吨）



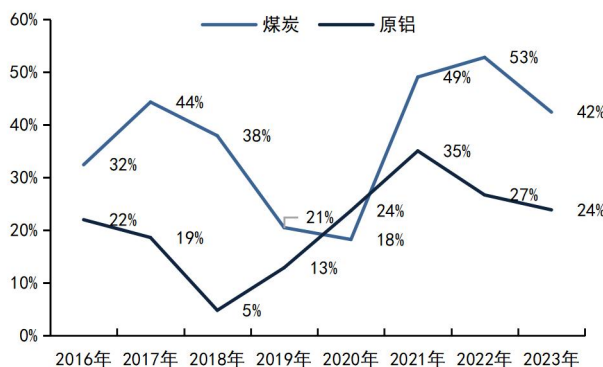
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：神火股份电解铝分地区产量（单位：万吨）



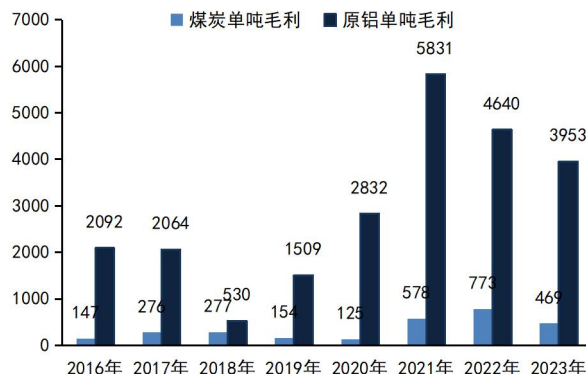
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司分产品毛利率



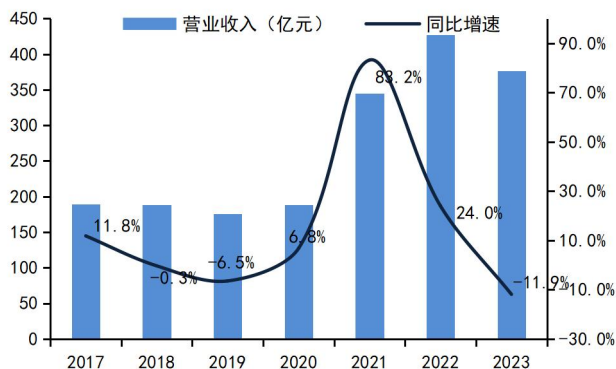
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司主要产品单位毛利 (元/吨)



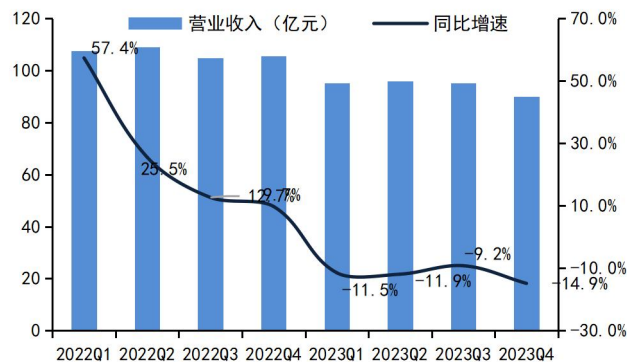
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 神火股份营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



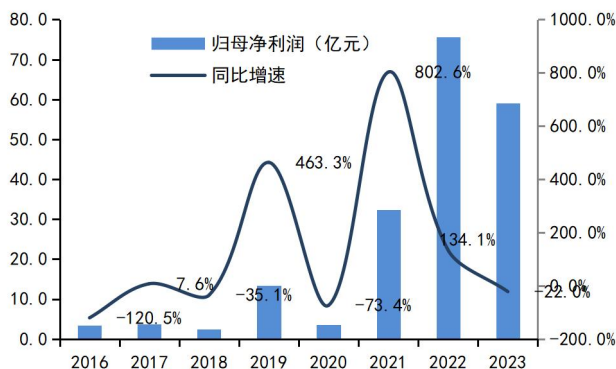
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 神火股份单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



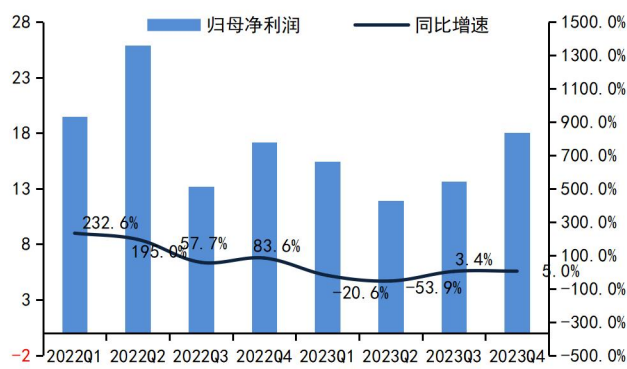
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 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

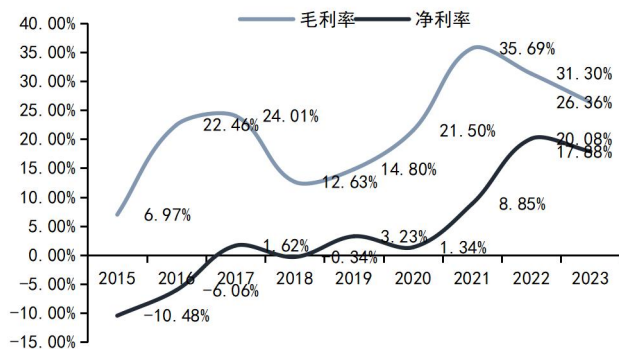
图10: 神火股份单季归母净利润 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

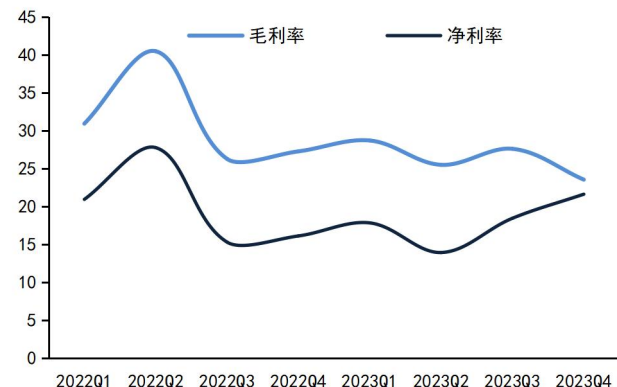
图11: 神火股份毛利率、净利率变化情况

图12: 神火股份单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



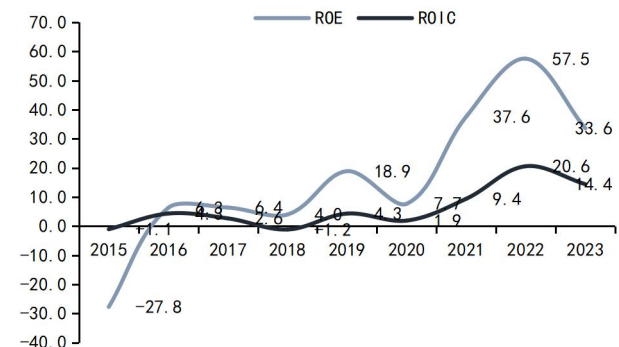
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 神火股份 ROE、ROIC 变化情况 (%)



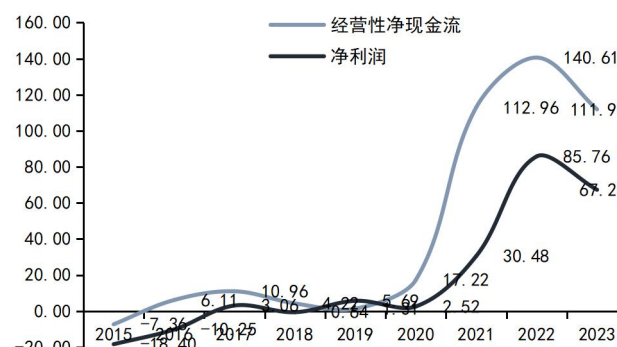
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 神火股份经营性净现金流 (亿元)



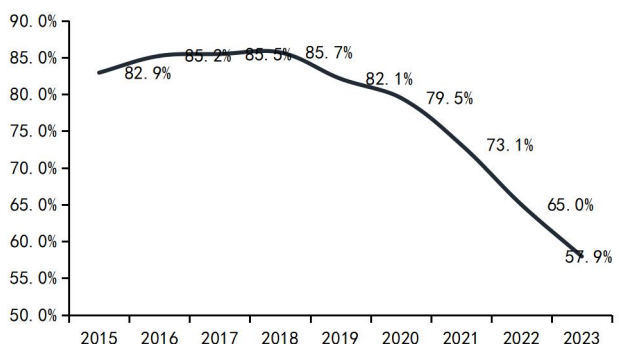
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 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16: 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



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电解铝板块主要子公司的业绩表现：对利润有主要贡献的子公司来看，新疆神火盈利能力依然最强，年销售81万吨电解铝，利润达到22.4亿元，吨净利润近2800元，与2022年基本持平，虽然2023年原铝均价下降超1000元/吨，但预焙阳极价格同样下降了1800元/吨，降本900元/吨，基本抵消铝价下跌的影响。云南神火同样如此。

表1: 电解铝版块主要参股控股公司业绩情况

| 2022 年 | | | | |
|---------------|-------------|----------------|--------------------|-------------------|
| 公司名称 | 主要业务 | 净利润(万元) | 主要产品销量 (万吨) | 单位净利 (元/吨) |
| 新疆煤电 | 电解铝生产 | 229,188.07 | 81.00 | 2,829 |
| 新疆炭素 | 阳极炭块生产 | 70,398.99 | 44.60 | 1,578 |
| 云南神火 | 电解铝生产 | 174,486.75 | 81.60 | 2,138 |
| 神隆宝鼎 | 铝箔生产 | 23,999.66 | 5.20 | 4,615 |
| 2023 年 | | | | |
| 公司名称 | 主要业务 | 净利润(万元) | 主要产品销量 (万吨) | 单位净利 (元/吨) |
| 新疆煤电 | 电解铝生产 | 223,681.87 | 81.00 | 2,762 |
| 新疆炭素 | 阳极炭块生产 | 36,614.85 | 38.30 | 956 |
| 云南神火 | 电解铝生产 | 154,933.56 | 71.73 | 2,160 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司 2024 年生产经营计划：2024 年公司计划生产铝产品 150 万吨，原煤 690 万吨，炭素产品 53.5 万吨，铝箔 9.75 万吨，冷轧产品 16.5 万吨，型焦 5 万吨，供（售）电 119.7 亿度；实现产销平衡。预计全年实现营业收入 373 亿元，利润总额 62 亿元。

加码新疆煤铝业务。另外公司将加快推动一批重点项目，奠定公司持续成长的基础。积极协商、大力推动新疆准东 5 号露天煤矿项目、新疆神火铝电产业补链强链项目早立项早落地早实施；加快新能源项目培育壮大，围绕新能源指标争取，积极推进新疆 80 万 kW 新能源项目、云南厂区分布式光伏项目建设。

投资建议：维持“买入”评级。我们假设 2024-2026 年铝现货价格为 19000/19000/19000 元/吨，氧化铝价格为 3200 元/吨，预焙阳极价格为 4000 元/吨，云南用电含税价格为 0.45 元/度，新疆神火发电成本 0.236 元/度，河南无烟煤价格 1200 元/吨，预计 2024-2026 年收入 380/383/401 亿元，同比增速 -1.0/0.8/4.6%，归母净利润 62.95/63.87/64.54 亿元，同比增速 6.6/1.5/1.1%；摊薄 EPS 分别为 2.80/2.84/2.87 元，当前股价对应 PE 分别为 7.3/7.2/7.1x。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结构性改革，处于行业景气周期，同时随着新疆准东露天煤矿项目、新疆神火补链强链项目实施，公司进一步打开成长空间，维持“买入”评级。

财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 利润表（百万元） | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物 | 17907 | 13323 | 19943 | 27046 | 33174 | 营业收入 | 42704 | 37625 | 38003 | 38322 | 40073 |
| 应收款项 | 979 | 873 | 882 | 889 | 930 | 营业成本 | 29338 | 27709 | 27848 | 28043 | 29475 |
| 存货净额 | 3100 | 3053 | 2937 | 2934 | 3089 | 营业税金及附加 | 712 | 530 | 535 | 539 | 564 |
| 其他流动资产 | 1600 | 1552 | 1567 | 1581 | 1653 | 销售费用 | 329 | 331 | 335 | 337 | 353 |
| 流动资产合计 | 23645 | 19452 | 25980 | 33101 | 39498 | 管理费用 | 764 | 830 | 838 | 845 | 884 |
| 固定资产 | 21731 | 23837 | 21738 | 19424 | 17020 | 研发费用 | 184 | 429 | 152 | 153 | 160 |
| 无形资产及其他 | 5218 | 5435 | 5218 | 5000 | 4783 | 财务费用 | 770 | 63 | 76 | 77 | 80 |
| 投资性房地产 | 6307 | 5446 | 5446 | 5446 | 5446 | 投资收益 | 228 | 335 | 335 | 335 | 300 |
| 长期股权投资 | 3576 | 3689 | 3894 | 4100 | 4305 | 资产减值及公允价值变动 | 22 | 7 | 1 | 1 | 0 |
| 资产总计 | 60477 | 57858 | 62276 | 67070 | 71051 | 其他收入 | (140) | (234) | (22) | (23) | (160) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 23848 | 16213 | 16213 | 16213 | 16213 | 营业利润 | 10902 | 8270 | 8685 | 8792 | 8857 |
| 应付款项 | 5855 | 5747 | 5529 | 5523 | 5816 | 营业外净收支 | (242) | (114) | (114) | (114) | 0 |
| 其他流动负债 | 4992 | 5070 | 4906 | 4903 | 5161 | 利润总额 | 10660 | 8156 | 8571 | 8678 | 8857 |
| 流动负债合计 | 34694 | 27029 | 26647 | 26638 | 27190 | 所得税费用 | 2083 | 1428 | 1491 | 1510 | 1550 |
| 长期借款及应付债券 | 3219 | 4944 | 4944 | 4944 | 4944 | 少数股东损益 | 1005 | 823 | 785 | 782 | 852 |
| 其他长期负债 | 1383 | 1552 | 1552 | 1552 | 1552 | 归属于母公司净利润 | 7571 | 5905 | 6295 | 6387 | 6454 |
| 长期负债合计 | 4602 | 6496 | 6496 | 6496 | 6496 | 现金流量表（百万元） | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 负债合计 | 39296 | 33526 | 33144 | 33135 | 33687 | 净利润 | 7571 | 5905 | 6295 | 6387 | 6454 |
| 少数股东权益 | 5137 | 4503 | 5052 | 5599 | 6196 | 资产减值准备 | (3596) | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 16044 | 19829 | 23163 | 26545 | 29964 | 折旧摊销 | 1285 | 1532 | 2588 | 2815 | 2904 |
| 负债和股东权益总计 | 60477 | 57858 | 61359 | 65279 | 69846 | 公允价值变动损失 | (22) | (7) | (1) | (1) | 0 |
| | | | | | | 财务费用 | 770 | 63 | 76 | 77 | 80 |
| 关键财务与估值指标 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 营运资本变动 | (3322) | 1217 | 855 | 1065 | (85) |
| 每股收益 | 3.36 | 2.62 | 2.80 | 2.84 | 2.87 | 其它 | 4327 | 428 | 549 | 547 | 597 |
| 每股红利 | 0.92 | 1.23 | 1.32 | 1.34 | 1.35 | 经营活动现金流 | 6243 | 9083 | 10287 | 10813 | 9870 |
| 每股净资产 | 7.13 | 8.81 | 10.30 | 11.80 | 13.32 | 资本开支 | 0 | (3552) | (500) | (500) | (500) |
| ROIC | 23% | 16% | 17% | 18% | 20% | 其它投资现金流 | 79 | (592) | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 47% | 30% | 27% | 24% | 22% | 投资活动现金流 | (127) | (4258) | (705) | (705) | (705) |
| 毛利率 | 31% | 26% | 27% | 27% | 26% | 权益性融资 | 13 | 63 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 27% | 21% | 22% | 22% | 22% | 负债净变化 | (1673) | 1726 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 30% | 25% | 29% | 29% | 29% | 支付股利、利息 | (2066) | (2778) | (2961) | (3004) | (3036) |
| 收入增长 | 24% | -12% | 1% | 1% | 5% | 其它融资现金流 | 8739 | (7369) | 0 | 0 | 0 |
| 净利润增长率 | 134% | -22% | 7% | 1% | 1% | 融资活动现金流 | 1276 | (9410) | (2961) | (3004) | (3036) |
| 资产负债率 | 73% | 66% | 62% | 59% | 57% | 现金净变动 | 7392 | (4585) | 6620 | 7103 | 6128 |
| 息率 | 4.5% | 6.1% | 6.5% | 6.6% | 6.6% | 货币资金的期初余额 | 10515 | 17907 | 13323 | 19943 | 27046 |
| P/E | 6.1 | 7.8 | 7.3 | 7.2 | 7.1 | 货币资金的期末余额 | 17907 | 13323 | 19943 | 27046 | 33174 |
| P/B | 2.9 | 2.3 | 2.0 | 1.7 | 1.5 | 企业自由现金流 | 7117 | 5628 | 10728 | 11943 | 11262 |
| EV/EBITDA | 6.7 | 8.5 | 7.3 | 7.0 | 6.9 | 权益自由现金流 | 14184 | (15) | 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所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