

神火股份 (000933.SZ)

铝冶炼利润远期有望改善

优于大市

核心观点

2024Q1-Q3 公司归母净利润下降 14%。2024Q1-Q3 实现营收 283 亿元（同比-1.1%），归母净利润 35.4 亿元（同比-13.8%），扣非归母净利润 34.1 亿元（同比-15.7%），经营活动产生的现金流量净额 63.6 亿元。2024Q3 实现营业收入 100.9 亿元（同比+6.0%），归母净利润 12.5 亿元（同比-8.0%）。公司发布了中期利润分配预案，向全体股东每 10 股派送现金股息 3.00 元（含税），合计分配现金 6.75 亿元。

三季度电费下降，但氧化铝价格上涨。三季度处于云南丰水期，云南神火用电成本在 0.35 元/度（含税），比二季度下降 0.1 元/度，扣除增值税后，因电费下降云南神火吨铝成本下降 1200 元/吨，且三季度云南神火 90 万吨产能满产满销。但是三季度山西氧化铝均价 3950 元/吨，环比增加 300 元/吨，广西氧化铝均价 3950 元/吨，环比增加 240 元/吨，是 Q3 最大的减利项。

煤炭板块，根据同花顺数据，三季度永城喷吹无烟煤均价 1267 元/吨，环比二季度持平；许昌贫瘦煤均价 1219 元/吨，环比二季度下降 120 元/吨。同时三季度河南雨水偏多，井下作业受影响，煤炭产销量环比略下滑。

风险提示：氧化铝涨价风险，铝价下跌风险，煤炭价格下跌风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

维持“优于大市”评级。我们假设 2024-2026 年铝现货价格为 19900/20000/20000 元/吨，氧化铝价格为 3870/3500/3500 元/吨，预焙阳极价格为 4500 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 1300 元/吨，预计 2024-2026 年收入 391/417/420 亿元，同比增速 3.9%/6.7%/7.0%，归母净利润 46.83/59.42/60.89 亿元（前值 49.37/58.00/58.57 亿元），同比增速-20.7%/26.9%/2.5%；摊薄 EPS 分别为 2.08/2.64/2.71 元，当前股价对应 PE 分别为 9.0/7.1/6.9x。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；随着氧化铝新建产能投产，预计明年氧化铝价格将长周期下行，利于公司铝冶炼利润改善。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“优于大市”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	39,092	41,709	42,009
(+/-%)	24.0%	-11.9%	3.9%	6.7%	0.7%
净利润(百万元)	7571	5905	4683	5942	6089
(+/-%)	134.1%	-22.0%	-20.7%	26.9%	2.5%
每股收益(元)	3.36	2.62	2.08	2.64	2.71
EBIT Margin	26.6%	20.7%	16.1%	19.7%	19.8%
净资产收益率 (ROE)	47.2%	29.8%	20.3%	21.8%	19.3%
市盈率 (PE)	5.5	7.1	9.0	7.1	6.9
EV/EBITDA	6.4	8.1	8.6	7.0	6.9
市净率 (PB)	2.61	2.11	1.81	1.54	1.33

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 优于大市(维持)
 合理估值
 收盘价 18.63 元
 总市值/流通市值 41905/41791 百万元
 52 周最高价/最低价 25.38/13.04 元
 近 3 个月日均成交额 640.03 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) - 煤炭业务拖累业绩，铝冶炼利润有望扩大》——2024-08-21
- 《神火股份 (000933.SZ) - 加码新疆煤铝业务，打开成长空间》——2024-04-03
- 《神火股份 (000933.SZ) - 云南神火顺利复产，电解铝版块量价齐增》——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

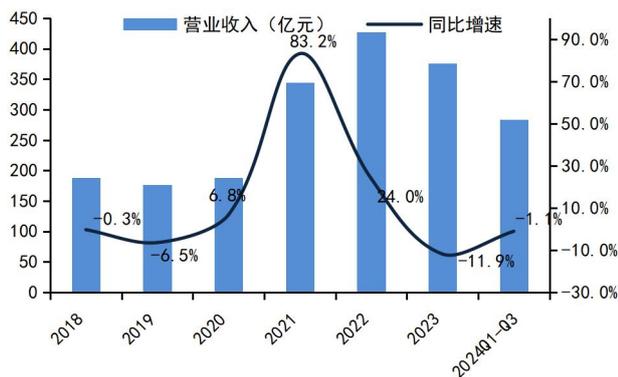
2024Q1-Q3 公司归母净利润下降 14%。2024Q1-Q3 实现营收 283 亿元（同比-1.1%），归母净利润 35.4 亿元（同比-13.8%），扣非归母净利润 34.1 亿元（同比-15.7%），经营活动产生的现金流量净额 63.6 亿元。2024Q3 实现营业收入 100.9 亿元（同比+6.0%），归母净利润 12.5 亿元（同比-8.0%）。公司发布了中期利润分配预案，向全体股东每 10 股派送现金股息 3.00 元（含税），合计分配现金 6.75 亿元。

三季度电费下降，但氧化铝价格上涨。三季度处于云南丰水期，云南神火用电成本在 0.35 元/度（含税），比二季度下降 0.1 元/度，扣除增值税后，因电费下降云南神火吨铝成本下降 1200 元/吨，且三季度云南神火 90 万吨产能满产满销。但是三季度山西氧化铝均价 3950 元/吨，环比增加 300 元/吨，广西氧化铝均价 3950 元/吨，环比增加 240 元/吨，是 Q3 最大的减利项。

煤炭板块，根据同花顺数据，三季度永城喷吹无烟煤均价 1267 元/吨，环比二季度持平；许昌贫瘦煤均价 1219 元/吨，环比二季度下降 120 元/吨。同时三季度河南雨水偏多，井下作业受影响，煤炭产销量环比略下滑。

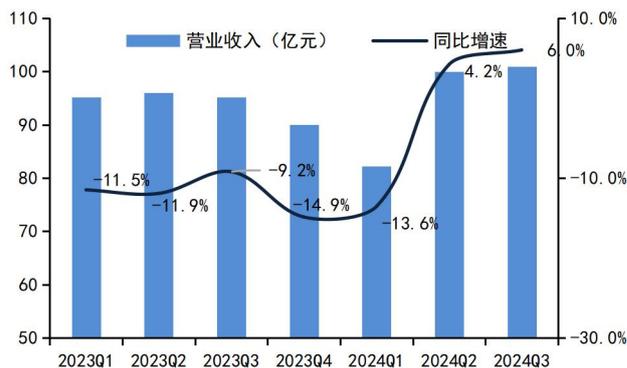
新项目方面，今年 8 月份，商丘铝箔二期年产 6 万吨新能源动力电池材料项目全部投产，公司铝箔产能达到 14 万吨（上海神火铝箔 2.5 万吨+商丘铝箔一期 5.5 万吨+商丘铝箔二期 6 万吨）。

图1：神火股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



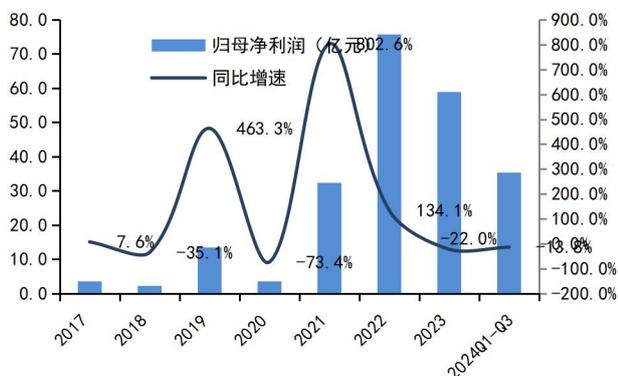
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：神火股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



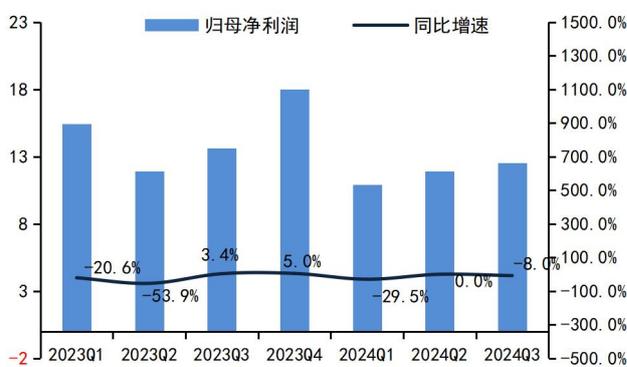
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：神火股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



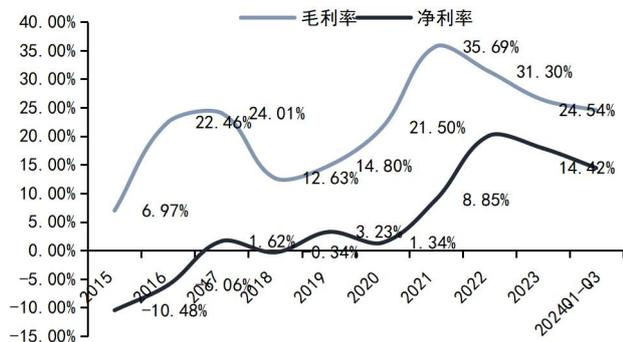
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：神火股份单季归母净利润（单位：亿元、%）



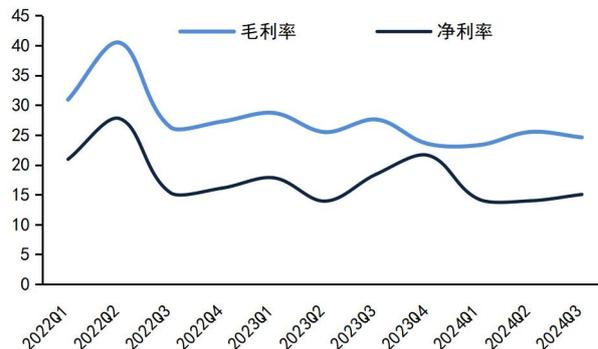
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：神火股份毛利率、净利率变化情况



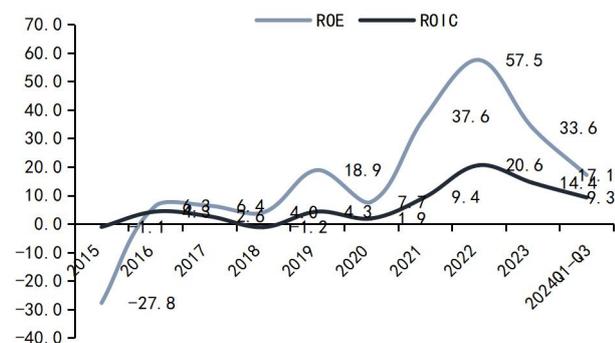
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：神火股份单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



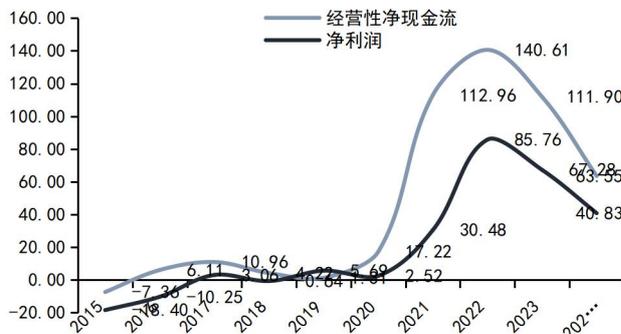
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：神火股份 ROE、ROIC 变化情况 (%)



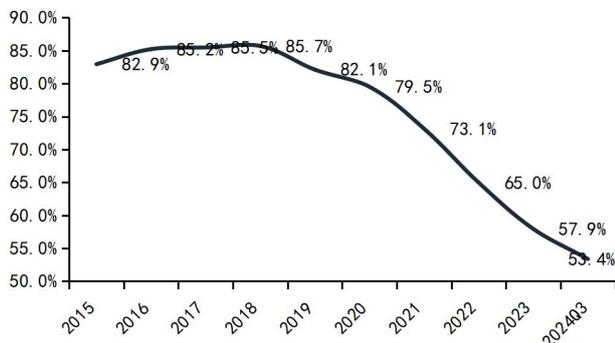
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：神火股份经营性净现金流 (亿元)



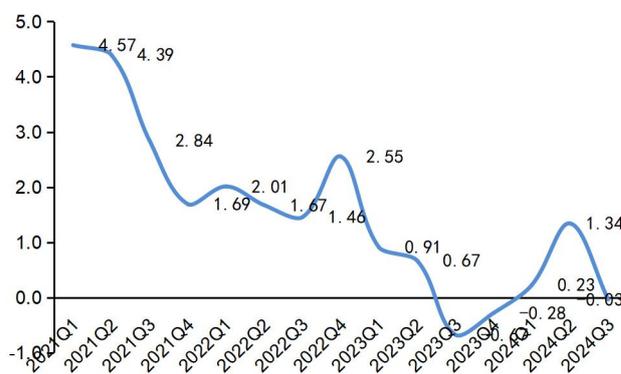
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：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10：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

公司的盈利弹性：我们测算铝价和氧化铝价格这两个因素，对公司 2025 年利润的影响。

表1: 神火股份 2025 年盈利预测的敏感性分析 (百万元)

氧化铝价格	铝价 (元/吨)							
	18000	18500	19000	19500	20000	20500	21000	21500
3000	5,059	5,496	5,933	6,370	6,808	7,245	7,682	8,120
3500	4,168	4,606	5,043	5,480	5,917	6,355	6,792	7,229
4000	3,278	3,715	4,153	4,590	5,027	5,464	5,902	6,339
4500	2,388	2,825	3,262	3,700	4,137	4,574	5,011	5,449
5000	1,497	1,935	2,372	2,809	3,247	3,684	4,121	4,558

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

投资建议: 维持“优于大市”评级。我们假设 2024-2026 年铝现货价格为 19900/20000/20000 元/吨, 氧化铝价格为 3870/3500/3500 元/吨, 预焙阳极价格为 4500 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 1300 元/吨, 预计 2024-2026 年收入 391/417/420 亿元, 同比增速 3.9/6.7/0.7%, 归母净利润 46.83/59.42/60.89 亿元 (前值 49.37/58.00/58.57 亿元), 同比增速 -20.7/26.9/2.5%; 摊薄 EPS 分别为 2.08/2.64/2.71 元, 当前股价对应 PE 分别为 9.0/7.1/6.9x。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; 随着氧化铝新建产能投产, 预计明年氧化铝价格将长周期下行, 利于公司铝冶炼利润改善。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“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	17907	13323	18338	24834	31447	营业收入	42704	37625	39092	41709	42009
应收款项	979	873	857	914	921	营业成本	29338	27709	30171	31182	31382
存货净额	3100	3053	3115	3217	3231	营业税金及附加	712	530	550	587	591
其他流动资产	1600	1552	1564	1668	1680	销售费用	329	331	344	367	370
流动资产合计	23645	19452	24524	31284	37930	管理费用	764	830	862	920	927
固定资产	21731	23837	22530	21112	19620	研发费用	184	429	862	417	420
无形资产及其他	5218	5435	5219	5002	4786	财务费用	770	63	156	41	(90)
投资性房地产	6307	5446	5446	5446	5446	投资收益	228	335	300	300	300
长期股权投资	3576	3689	3839	3989	4139	资产减值及公允价值变动	(22)	(7)	0	0	0
资产总计	60477	57858	61557	66833	71920	其他收入	(96)	(221)	(862)	(417)	(420)
短期借款及交易性金融负债	23848	16213	16213	16213	16213	营业利润	10902	8270	6446	8495	8710
应付款项	5855	5747	5451	5629	5654	营业外净收支	(242)	(114)	0	0	0
其他流动负债	4992	5070	5295	5476	5501	利润总额	10660	8156	6446	8495	8710
流动负债合计	34694	27029	26959	27317	27367	所得税费用	2083	1428	1289	1699	1742
长期借款及应付债券	3219	4944	4944	4944	4944	少数股东损益	1005	823	474	854	878
其他长期负债	1383	1552	1712	1872	2032	归属于母公司净利润	7571	5905	4683	5942	6089
长期负债合计	4602	6496	6656	6816	6976	现金流量表 (百万元)					
负债合计	39296	33526	33615	34134	34344	净利润	7571	5905	4683	5942	6089
少数股东权益	5137	4503	4835	5432	6047	资产减值准备	(3596)	8	(0)	0	0
股东权益	16044	19829	23107	27267	31529	折旧摊销	1285	1532	2513	2635	2709
负债和股东权益总计	60477	57858	61557	66833	71920	公允价值变动损失	22	7	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	770	63	156	41	(90)
每股收益	3.36	2.62	2.08	2.64	2.71	营运资本变动	(3322)	1217	43	255	177
每股红利	0.92	1.23	0.62	0.79	0.81	其它	4327	428	332	597	615
每股净资产	7.13	8.81	10.27	12.12	14.01	经营活动现金流	6287	9096	7571	9430	9591
ROIC	21%	15%	13%	17%	19%	资本开支	0	(3539)	(1001)	(1001)	(1001)
ROE	47%	30%	20%	22%	19%	其它投资现金流	79	(592)	0	0	0
毛利率	31%	26%	23%	25%	25%	投资活动现金流	(127)	(4244)	(1151)	(1151)	(1151)
EBIT Margin	27%	21%	16%	20%	20%	权益性融资	13	63	0	0	0
EBITDA Margin	30%	25%	23%	26%	26%	负债净变化	(1673)	1726	0	0	0
收入增长	24%	-12%	4%	7%	1%	支付股利、利息	(2066)	(2778)	(1405)	(1783)	(1827)
净利润增长率	134%	-22%	-21%	27%	2%	其它融资现金流	8695	(7396)	0	0	0
资产负债率	73%	66%	62%	59%	56%	融资活动现金流	1232	(9437)	(1405)	(1783)	(1827)
股息率	4.9%	6.6%	3.4%	4.3%	4.4%	现金净变动	7392	(4585)	5015	6496	6613
P/E	5.5	7.1	9.0	7.1	6.9	货币资金的期初余额	10515	17907	13323	18338	24834
P/B	2.6	2.1	1.8	1.5	1.3	货币资金的期末余额	17907	13323	18338	24834	31447
EV/EBITDA	6.4	8.1	8.6	7.0	6.9	企业自由现金流	0	5641	6597	8478	8541
						权益自由现金流	0	(28)	6472	8445	8613

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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提及的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