

神火股份 (000933.SZ)
工业金属

证券研究报告/公司点评报告

2024年11月13日

评级: 买入(维持)

分析师: 郭中伟

执业证书编号: S0740521110004

Email: guozw@zts.com.cn

分析师: 谢鸿鹤

执业证书编号: S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师: 刘耀齐

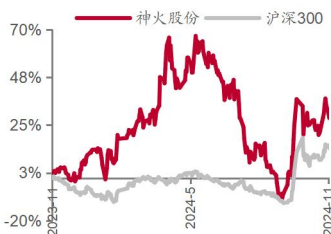
执业证书编号: S0740523080004

Email: liuyq07@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,249.35
流通股本(百万股)	2,243.19
市价(元)	18.78
市值(百万元)	42,242.80
流通市值(百万元)	42,127.09

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1、《【中泰有色】神火股份: 铝煤双翼, 乘风而起》2024-03-13

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	42,704	37,625	39,797	44,187	45,647
增长率 yoy%	24%	-12%	6%	11%	3%
归母净利润(百万元)	7,571	5,905	4,804	6,870	7,993
增长率 yoy%	134%	-22%	-19%	43%	16%
每股收益(元)	3.36	2.62	2.14	3.05	3.55
每股现金流量	6.25	4.97	8.86	-0.17	7.06
净资产收益率	36%	24%	16%	19%	18%
P/E	5.6	7.2	8.8	6.1	5.3
P/B	2.6	2.1	1.8	1.4	1.1

备注: 股价截止自2024年11月12日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 事件:** 2024年前三季度, 公司实现营业收入283.14亿元, 同比-1.10%; 实现归母净利润35.38亿元, 同比-13.75%。24年Q3, 公司实现营业收入100.93亿元, 环比+0.96%, 同比+6.02%; 实现归母净利润12.54亿元, 同比-8.00%, 环比+5.09%。
- 云南电解铝三季度满产叠加电价回落盈利提升。** 云南自2024年3月16日放开部分负荷管控以来, 云南神火积极组织有序复产, 5月中旬已全部启动, 产量较前两季度提升。同时, 三季度云南处于丰水期, 是云南神火电力成本全年最低的一个季度, 电价环比大幅降低。因此尽管三季度电解铝价格环比下降5%、氧化铝价格环比上升8%, 公司盈利依旧实现环比增长。
- 新疆神火铝业产业链强链项目持续推进, 电解铝产能有望进一步提升。** (1) 风电项目: 公司全资子公司新疆神火与中国电力合作建设的80万KW风电项目已向新疆自治区发改委提交申报方案, 并已通过评审, 正在等待下发新能源建设指标, 预计明年年底投产。(2) 配套机组项目: 2*660MW煤电一体化机组可研报告编制评审结果已经公示。(3) 煤炭项目: 五彩湾五号矿的开发建设正在积极推进中, 目前正在推动合资公司新疆神兴办理五号矿探矿权及探转采等相关工作。(4) 公司所在的新疆准东地区对电解铝产能转入有所放开, 支持疆内外合规的电解铝产能通过搬迁、兼并重组等方式进行产能置换, 公司电解铝产能有望进一步提升。
- 神火新材二期年产6万吨电池箔项目投产。** 2024年8月底, 神火新材二期年产6万吨新能源动力电池材料项目全部投产。公司现有铝箔产能14万吨, 除刚投产的6万吨, 公司还拥有上海铝箔2.5万吨(食品医药包装箔); 神火新材一期5.5万吨(三分之一为食品医药包装箔, 三分之二为电池铝箔)。此外, 公司在云南另有11万吨的电池箔项目规划, 目前一期坯料项目已开工建设, 二期电池箔项目将根据市场情况择机建设。
- 中期分红强化股东回报。** 秉持着现金分红的良好传统, 公司公告拟进行中期分红, 每10股派送现金股息3.00元(含税), 合计分配现金6.75亿元, 分红比例为19.1%。
- 供需格局重塑, 资源属性重估, 长期高景气仍将维持。** 供给端, 1) 随着铝土矿进口依赖度及集中度的提升, 以及运输能力的限制, 铝土矿已不是绝对过剩资源, 其资源价值正在经历重估; 2) 电解铝国内产能几近天花板, 海外增量有限且成本高企, 电解铝环节“类资源”属性凸显。需求端, 在国内逆周期调节不断发力背景下, 传统需求拖累将放缓。新能源需求(新能源汽车、光伏等)将带动电解铝需求趋势性回升, 全局影响正在不断显现出来, 需求增速约为2-3%。我们维持电解铝产业链景气度或呈现螺旋式上涨的判断, 随着供需两侧的深刻变化, 铝全产业链正在经历资源属性重估下的价格重塑。
- 盈利预测及投资建议:** 我们对2024/2025/2026年铝价假设为2.0/2.2/2.3(前值2.3/2.5/-)万元/吨, 预计公司2024/2025/2026年净利润分别为48/69/80(前值78/92/-)亿元, 对应PE分别为8.8/6.1/5.3倍, 维持公司“买入”评级。

- **风险提示：**商品价格波动、项目建设不及预期、行业规模测算偏差风险、研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险。

图表 1: 神火股份产业链布局图

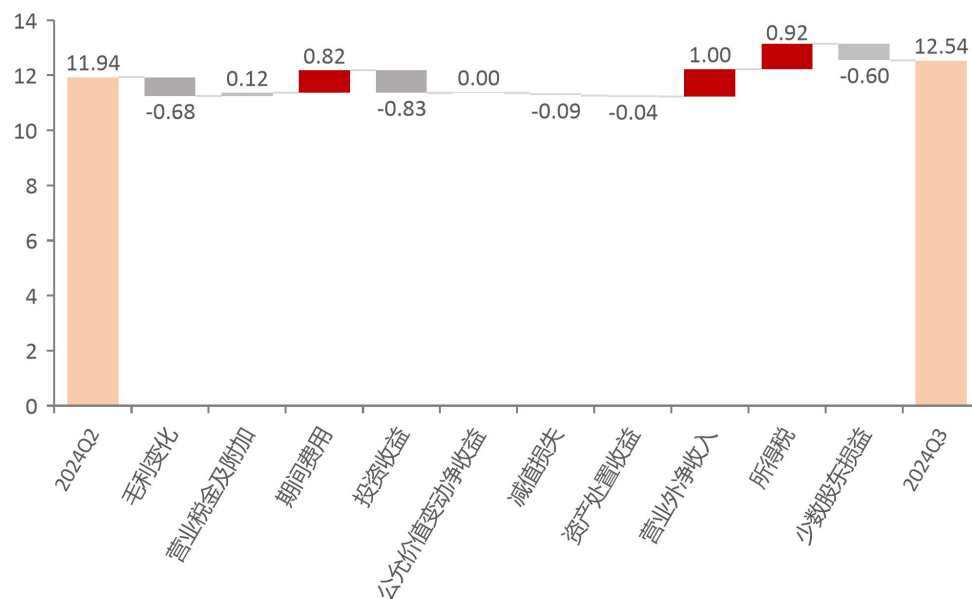

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 公司主要财务指标变化 (亿元)

	2023Q3	2024Q2	2024Q3	环比	同比	2023Q1-3	2024Q1-3	同比	指标变动原因
营业收入	95.20	99.98	100.93	0.96%	6.02%	286.29	283.14	-1%	
营业成本	68.94	74.48	76.11	2.20%	10.41%	208.29	213.66	3%	
毛利	26.27	25.50	24.82	-2.68%	-5.52%	78.00	69.48	-11%	
毛利率	27.59%	25.51%	24.59%	-0.92%	-3.00%	27%	25%	-3%	
销售费用	1.19	0.32	1.00	217.82%	-15.94%	2.94	2.41	-18%	
销售费用率	1.25%	0.32%	0.99%	0.68%	-0.26%	1.03%	0.85%	-0.18%	
管理费用	2.16	1.82	2.07	13.46%	-4.11%	5.08	5.88	16%	
管理费用率	2.26%	1.82%	2.05%	0.23%	-0.22%	1.78%	2.08%	0.30%	
财务费用	-0.67	1.34	-0.03	-102.35%	-4.70%	0.91	1.54	68.79%	上年同期, 公司资金使用成本较低。
财务费用率	-0.71%	1.34%	-0.03%	-1.37%	0.67%	0.32%	0.54%	0.22%	
研发费用	1.44	2.67	2.29	-14.08%	59.36%	5.87	6.62	13%	
研发费用率	1.51%	2.67%	2.27%	-0.40%	0.76%	2.05%	2.34%	0.29%	
期间费用	4.11	6.15	5.33	-13.30%	29.53%	14.80	16.45	11%	
期间费用率	4.32%	6.15%	5.28%	-0.87%	0.96%	5.17%	5.81%	0.64%	
投资收益	0.64	2.41	0.86	-64.45%	33.10%	2.10	3.58	71%	报告期内, 公司转让河南神火发电 有限公司股权产生的投资收益。
资产减值损失	0.00	-0.13	-0.07			0.00	-0.20		报告期末, 公司计提了存货跌价准备。
信用减值损失	0.00	0.15	0.00	-96.83%		0.02	0.12	436%	报告期内, 公司收回了部分前期已计提坏账准备的债权。
营业利润	22.46	19.97	19.25	-3.59%	-14.28%	62.57	53.74	-14%	
利润总额	22.43	18.86	19.15	1.52%	-14.63%	62.31	52.51	-16%	
所得税费用	4.89	4.90	3.98	-18.86%	-18.63%	14.46	11.68	-19%	
归母净利润	13.63	11.94	12.54	5.09%	-8.00%	41.03	35.38	-14%	
扣非净利润	13.06	11.43	12.56	9.88%	-3.78%	40.48	34.13	-16%	
经营活动产生的现金流量净额	24.33	23.02	22.85	-0.75%	-6.07%	70.42	63.55	-10%	
投资活动产生的现金流量净额	-4.97	-6.37	-1.84	-71.07%	-62.87%	-4.13	-8.79	-113%	报告期内, 公司支付了办公楼购房款, 同时子公司上海神火国际贸易有限公司开展铝锭期货套期保值业务支付的期货保证金增加。
筹资活动产生的现金流量净额	-46.12	-20.87	-54.39			-72.42	-73.49	-1%	

来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 公司 24Q3 业绩环比变动拆分 (亿元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	13,323	17,728	16,352	31,459	营业收入	37,625	39,797	44,187	45,647
应收票据	12	0	0	0	营业成本	27,709	31,137	32,761	32,548
应收账款	739	481	197	74	税金及附加	530	560	632	675
预付账款	402	467	491	488	销售费用	331	356	353	365
存货	3,053	3,387	10,143	4,989	管理费用	830	677	707	708
合同资产	0	0	0	0	研发费用	429	454	504	520
其他流动资产	1,923	1,395	1,545	1,626	财务费用	63	132	-193	-192
流动资产合计	19,452	23,457	28,729	38,636	信用减值损失	7	0	0	0
其他长期投资	118	118	118	118	资产减值损失	-7	0	0	0
长期股权投资	3,689	3,689	3,689	3,689	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	22,145	21,150	20,274	19,509	投资收益	335	274	274	274
在建工程	1,656	1,756	1,756	1,656	其他收益	130	130	130	130
无形资产	5,435	5,241	5,101	4,944	营业利润	8,270	6,956	9,898	11,498
其他非流动资产	5,363	5,454	5,491	5,506	营业外收入	101	101	101	101
非流动资产合计	38,406	37,408	36,429	35,421	营业外支出	215	215	215	215
资产合计	57,858	60,865	65,158	74,058	利润总额	8,156	6,842	9,784	11,384
短期借款	14,691	97	226	335	所得税	1,428	1,368	1,957	2,277
应付票据	2,726	8,925	5,080	5,074	净利润	6,728	5,474	7,827	9,107
应付账款	3,021	9,341	9,927	9,960	少数股东损益	823	669	957	1,114
预收款项	0	2	1	1	归属母公司净利润	5,905	4,804	6,870	7,993
合同负债	432	716	795	822	NOPLAT	6,780	5,579	7,673	8,953
其他应付款	2,963	2,963	2,963	2,963	EPS (摊薄)	2.62	2.14	3.05	3.55
一年内到期的非流动负债	1,521	1,521	1,521	1,521					
其他流动负债	1,675	1,515	1,552	1,552	主要财务比率				
流动负债合计	27,029	25,079	22,065	22,227	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	4,944	4,994	4,924	5,004	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-11.9%	5.8%	11.0%	3.3%
其他非流动负债	1,552	1,552	1,552	1,552	EBIT 增长率	-28.1%	-15.1%	37.5%	16.7%
非流动负债合计	6,496	6,546	6,476	6,556	归母公司净利润增长率	-22.0%	-18.6%	43.0%	16.4%
负债合计	33,526	31,626	28,542	28,784	获利能力				
归属母公司所有者权益	19,829	24,067	30,487	38,031	毛利率	26.4%	21.8%	25.9%	28.7%
少数股东权益	4,503	5,172	6,129	7,243	净利率	17.9%	13.8%	17.7%	20.0%
所有者权益合计	24,332	29,239	36,617	45,274	ROE	24.3%	16.4%	18.8%	17.7%
负债和股东权益	57,858	60,865	65,158	74,058	ROIC	23.0%	26.2%	28.2%	26.1%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	57.9%	52.0%	43.8%	38.9%
					债务权益比	93.3%	27.9%	22.5%	18.6%
单位: 百万元					流动比率	0.7	0.9	1.3	1.7
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	速动比率	0.6	0.8	0.8	1.5
经营活动现金流	11,190	19,929	-389	15,875	营运能力				
现金收益	8,692	7,716	9,677	10,894	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6
存货影响	47	-334	-6,756	5,154	应收账款周转天数	7	6	3	1
经营性应收影响	26	205	259	127					
经营性应付影响	278	12,520	-3,260	27					

其他影响	2,147	-179	-309	-326	应付账款周转天数	42	71	106	110
投资活动现金流	-1,916	-396	-790	-699	存货周转天数	40	37	74	84
资本支出	-4,213	-1,022	-1,027	-956	每股指标 (元)				
股权投资	-113	0	0	0	每股收益	2.62	2.14	3.05	3.55
其他长期资产变化	2,410	626	237	257	每股经营现金流	4.97	8.86	-0.17	7.06
融资活动现金流	-8,303	-15,127	-197	-69	每股净资产	8.81	10.70	13.55	16.90
借款增加	-5,910	-14,545	59	189	估值比率				
股利及利息支付	-2,778	-1,006	-897	-997	P/E	7	9	6	5
股东融资	63	0	0	0	P/B	2	2	1	1
其他影响	322	424	641	739	EV/EBITDA	77	86	67	59

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。