

2023年10月28日
神火股份(000933.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

铝

三季报业绩环增，电解铝权益产能提升

事件：

公司发布2023年三季报，前三季度公司实现营业收入286.29亿元，同比-10.91%；实现归母净利润41.03亿元，同比下降29.94%；实现扣非归母净利润40.48亿元，同比下降32.51%。第三季度公司实现营业收入95.20亿元，同比减少9.22；实现归母净利润13.63亿元，同比增加3.14%、环比增加14.28%；实现扣非归母净利润13.06亿元，同比减少10.42%、环比增加8.69%。

铝板块受益于电解铝价格环比上涨及成本端下移，财务费用持续缩减增厚利润。

- ① 价：据同花顺2023年三季度SHFE铝收盘价18650元/吨，环比提升1.5%（或280元/吨），同比提升1.6%（或297元/吨）；无烟煤均价约1513.7元/吨，环比-196.3元/吨；瘦煤均价约1756.6元/吨，环比+141.9元/吨。成本方面，据同花顺，三季度氧化铝价格2960.5元/吨，环比+17.38元，同比-49.73元；预焙阳极价格4375元/吨，环比-472.03元，同比-2883.6元，考虑一吨电解铝需要约0.47吨预焙阳极及1.9吨氧化铝，成本端环比下移对营业利润影响约188.8元。
- ② 三季度公司期间费用4.12亿元，环比减少1.51亿。其中财务费用大幅改善，年内单季度首次转负，达到-0.67亿元，环比2季度改善1.34亿元。截止至三季度末公司资产负债率63.12%，环比二季度末改善1.54pct。

铝箔拆分上市在即，云南神火权益比例再提升。

1) 云南神火少数股权收购完成，权益铝产能提升至132万吨。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。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。

2) 深化铝加工布局，拆分神隆宝鼎独立上市稳步推进。2023年6月公司公告拟筹划分拆控股子公司神隆宝鼎新材料有限公司上市，目前拆分上市的相关工作正在有序推进中，同时据三季报披露，神隆宝鼎已完成IATF16949汽车质量管理体系认证，二期新能源动力电池材料项目进展顺利，目前轧机已陆续安装，预计2024年6月份8台轧机全部完成调试。

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

22.50元

股价(2023-10-26)

16.30元

交易数据

总市值(百万元)	36,691.08
流通市值(百万元)	36,478.53
总股本(百万股)	2,250.99
流通股本(百万股)	2,237.95
12个月价格区间	12.67/19.74元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.7	18.2	16.2
绝对收益	-4.2	8.2	12.3

覃晶晶

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080001

qinjj1@essence.com.cn

洪璐

联系人

SAC 执业证书编号：S1450123060031

honglu1@essence.com.cn

相关报告

煤价回落拖累业绩，成本收缩	2023-07-15
电解铝吨利扩张	
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
煤铝价格下滑拖累三季度业绩，锂电铝箔稳步推进未来	2022-10-12

可期

投资建议：

煤价及铝价受宏观及基本面影响波动较大，三季度国内呈现弱复苏状态，煤价表现偏弱。展望四季度国内财政支持政策持续推进，10月24日据新华社，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议，中央财政将在今年四季度增发2023年国债10000亿元，作为特别国债管理。考虑基建上游对工业金属需求拉动，我们仍然看好需求复苏背景下煤铝商品价格提升带来的盈利弹性。我们调整2023-2025年营业收入预估为396.77、410.65、414.55亿元，预计净利润58.18、62.81.45、65.54亿元，对应EPS分别为2.58、2.79、2.91元/股，目前股价对应PE为6.3、5.8、5.6倍。维持“买入-A”评级，6个月目标价维持22.5元/股。

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	34,451.6	42,703.9	39,677.4	41,064.8	41,454.8
净利润	3,234.1	7,571.2	5,818.0	6,281.0	6,553.5
每股收益(元)	1.44	3.36	2.58	2.79	2.91
每股净资产(元)	4.16	7.13	8.55	10.39	12.29

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	11.3	4.8	6.3	5.8	5.6
市净率(倍)	3.9	2.3	1.9	1.6	1.3
净利润率	9.4%	17.7%	14.7%	15.3%	15.8%
净资产收益率	34.5%	47.2%	30.2%	26.8%	23.7%
股息收益率	2.8%	6.1%	6.5%	5.8%	6.2%
ROIC	21.3%	43.0%	30.8%	36.8%	49.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	34,451.6	42,703.9	39,677.4	41,064.8	41,454.8	成长性					
减: 营业成本	22,157.5	29,338.3	27,669.5	28,232.5	28,175.8	营业收入增长率	83.2%	24.0%	-7.1%	3.5%	0.9%
营业税费	691.5	711.7	793.5	821.3	829.1	营业利润增长率	956.3%	103.9%	-16.5%	9.2%	4.0%
销售费用	387.1	328.6	396.8	410.6	414.5	净利润增长率	802.6%	134.1%	-23.2%	8.0%	4.3%
管理费用	1,049.0	763.8	793.5	821.3	829.1	EBITDA 增长率	234.0%	-10.5%	-12.1%	7.3%	3.3%
研发费用	145.4	183.8	198.4	205.3	207.3	EBIT 增长率	322.9%	-11.8%	-13.4%	8.3%	3.7%
财务费用	1,349.9	769.7	769.7	769.7	769.7	NOPLAT 增长率	540.1%	133.6%	-21.2%	8.4%	3.7%
资产减值损失	-2,845.0	-21.9	-100.0	-100.0	-100.0	投资资本增长率	15.4%	10.0%	-9.1%	-23.3%	11.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-6.0	1.0	1.3	净资产增长率	15.7%	47.3%	19.6%	20.4%	17.5%
投资和汇兑收益	312.2	228.3	152.0	230.8	203.7						
营业利润	5,346.3	10,901.7	9,102.0	9,935.8	10,334.3	利润率					
加: 营业外净收支	-269.7	-242.0	-81.9	-197.9	-173.9	毛利率	35.7%	31.3%	30.3%	31.2%	32.0%
利润总额	5,076.5	10,659.7	9,020.1	9,737.9	10,160.4	营业利润率	15.5%	25.5%	22.9%	24.2%	24.9%
减: 所得税	2,028.3	2,083.3	2,255.0	2,434.5	2,540.1	净利润率	9.4%	17.7%	14.7%	15.3%	15.8%
净利润	3,234.1	7,571.2	5,818.0	6,281.0	6,553.5	EBITDA/营业收入	41.9%	30.2%	28.6%	29.7%	30.4%
						EBIT/营业收入	38.3%	27.2%	25.4%	26.6%	27.3%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	219	174	183	166	154
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-105	-50	-51	-69	-71
货币资金	10,514.8	17,907.3	3,174.2	9,955.1	13,552.6	流动资产周转天数	187	166	145	106	150
交易性金融资产	-	9.0	3.0	4.0	5.3	应收账款周转天数	8	6	6	6	6
应收账款	507.8	957.9	404.0	1,005.5	417.4	存货周转天数	25	25	25	25	25
应收票据	-	20.7	9.6	10.3	9.8	总资产周转天数	596	481	474	413	440
预付账款	693.5	461.9	627.8	484.0	625.5	投资资本周转天数	213	193	208	169	154
存货	2,776.9	3,099.8	2,442.6	3,212.6	2,431.2						
其他流动资产	1,311.1	1,188.2	1,589.8	1,363.0	1,380.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	34.5%	47.2%	30.2%	26.8%	23.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.7%	14.2%	15.4%	14.5%	14.9%
长期股权投资	3,369.8	3,575.7	3,575.7	3,575.7	3,575.7	ROIC	21.3%	43.0%	30.8%	36.8%	49.7%
投资性房地产	125.1	239.1	239.1	239.1	239.1	费用率					
固定资产	20,542.6	20,734.5	19,526.1	18,317.6	17,109.2	销售费用率	1.1%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
在建工程	1,013.9	989.6	989.6	989.6	989.6	管理费用率	3.0%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
无形资产	4,823.3	5,244.8	5,170.5	5,096.1	5,021.8	研发费用率	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
其他非流动资产	7,849.1	6,049.0	6,157.2	6,012.4	5,692.9	财务费用率	3.9%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%
资产总额	53,527.9	60,477.4	43,909.1	50,265.0	51,050.4	四费/营业收入	8.5%	4.8%	5.4%	5.4%	5.4%
短期债务	18,373.4	21,918.2	3,256.5	-	-	偿债能力					
应付账款	5,986.9	5,983.1	5,534.6	6,240.7	5,417.9	资产负债率	73.1%	65.0%	42.3%	39.3%	29.8%
应付票据	3,363.9	2,448.8	3,033.3	7,222.0	3,566.6	负债权益比	272.4%	185.5%	73.3%	64.8%	42.5%
其他流动负债	5,330.3	4,344.4	5,263.0	4,943.6	4,827.7	流动比率	0.48	0.68	0.48	0.87	1.33
长期借款	4,891.2	3,218.6	-	-	-	速动比率	0.39	0.59	0.34	0.70	1.16
其他非流动负债	1,206.8	1,383.0	1,486.2	1,358.7	1,409.3	利息保障倍数	9.76	15.11	13.08	14.17	14.69
负债总额	39,152.5	39,296.1	18,573.6	19,765.0	15,221.5	分红指标					
少数股东权益	5,010.2	5,137.3	6,084.4	7,106.9	8,173.8	DPS(元)	0.45	1.00	1.06	0.95	1.02
股本	2,251.0	2,251.0	2,251.0	2,251.0	2,251.0	分红比率	31.3%	29.7%	41.1%	34.1%	35.0%
留存收益	7,033.2	13,573.8	17,000.1	21,142.2	25,404.2	股息收益率	2.8%	6.1%	6.5%	5.8%	6.2%
股东权益	14,375.4	21,181.3	25,335.5	30,500.1	35,829.0						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	3,048.2	8,576.4	5,818.0	6,281.0	6,553.5
						加: 折旧和摊销	1,600.4	1,700.7	1,282.8	1,282.8	1,282.8
						资产减值准备	3,587.3	-8.7	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-6.0	1.0	1.3
						财务费用	1,466.2	1,024.2	769.7	769.7	769.7
						投资收益	-312.2	228.3	-152.0	-230.8	-203.7
						少数股东损益	-185.9	1,005.2	947.1	1,022.5	1,066.8
						营运资金的变动	-19.4	2,803.3	974.7	3,899.2	-2,975.1
						经营活动产生现金流量	11,296.3	14,060.8	9,634.3	13,025.3	6,495.3
						投资活动产生现金流量	-2,387.1	-462.2	121.8	227.5	216.0
						融资活动产生现金流量	-10,744.6	-11,403.1	-24,489.3	-6,471.9	-3,113.8
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.44	3.36	2.58	2.79	2.91
						BVPS(元)	4.16	7.13	8.55	10.39	12.29
						PE(X)	11.3	4.8	6.3	5.8	5.6
						PB(X)	3.9	2.3	1.9	1.6	1.3
						P/FCF	-45.6	5.7	-2.8	4.7	8.2
						P/S	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
						EV/EBITDA	2.3	3.2	3.5	2.5	2.2
						CAGR(%)	33.8%	-3.9%	199.5%	33.8%	-3.9%
						PEG	0.3	-1.3	-	0.2	-1.4
						ROIC/WACC	2.3	4.6	3.3	3.9	5.3
						REP	0.7	0.4	0.5	0.5	0.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

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 ■■■

安信证券股份有限公司（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 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信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。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

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