

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

神火股份 (000933)

投资评级 买入

上次评级 买入

张航 金属&新材料行业首席分析师

执业编号: S1500523080009

邮箱: zhanghang@cindasc.com

宋洋 金属&新材料行业分析师

执业编号: S1500524010002

邮箱: songyang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 神火股份：铝价下降拖累业绩，煤炭产量逐步释放

2024年3月26日

- **事件：**公司发布2023年业绩报告，2023年实现归母净利润59.05亿元（同比-22.07%）。Q4实现归母净利润18.03亿元（同比+4.72%，环比+32.23%）。2023年合计派息0.8元/股（含税），股利支付率30.48%，股息率4%（以2024年3月26日收盘价为基准）。
- **铝价下降拖累业绩，煤炭产量逐步释放：**量：2023年公司电解铝产量151.8万吨（同比下降11.7万吨）；煤炭产量716.96万吨（同比增加35.74万吨）；炭素产量54.49万吨（同比增加1.75万吨）；铝箔产量8.09万吨（同比下降0.06万吨）。公司电解铝产量同比变化较大，主因2023年上半年云南地区减产影响。煤炭产量增长主因梁北煤矿改扩建项目爬坡，贡献产量增量。价：2023年长江铝均价18699.63元/吨（同比-6.2%）；Q4长江铝均价18965.5元/吨（同比+1.1%、环比+0.7%）。2023年氧化铝均价3119元/吨（同比-4%）；Q4氧化铝均价3192.3元/吨（同比+4.4%、环比+4%）。原材料：2023年云南水电均价0.403元/kwh，同比基本持平；Q4云南水电均价0.412元/kwh（环比+0.09元/kwh）。2023年新疆含税火电均价0.276元/kwh，同比下降0.04元/kwh；Q4含税火电均价0.25元/kwh，同比下降0.09元/kwh，环比持平。利：公司2023年虽受铝价下降影响，营业收入有所下降，但受益于原材料价格以及电价下降，电解铝单吨盈利有所增长。煤炭价格虽有下降（2023年贫瘦煤均价816.93元/吨，同比-18%），但煤炭产量同比增5%，价格下降影响减弱。
- **煤炭内生成长稳步推进，铝箔盈利有望增厚：**公司控制的煤炭保有储量13.29亿吨，可采储量6.12亿吨。公司煤炭成本管控能力较强，吨毛利偏高，我们预计铁水需求量或较长期维持较高水平，进而拉动喷吹煤、炼焦煤的需求，支撑煤价中枢抬升，公司煤炭板块盈利有望增厚。公司目前拥有铝箔加工产能8万吨/年。神隆宝鼎二期6万吨新能源电池铝箔项目正在积极推进，我们预计2024年下半年达产。云南新材料11万吨/年具有绿电优势的水电铝箔正在进行项目前期推进，待全部项目建成投产，我们预计未来2-3年内公司铝加工板块将形成25万吨/年的铝箔生产能力。伴随新项目的持续投产落地，电池铝箔或将成为公司未来新的业务增长点。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计2024-2026年摊薄每股收益分别为2.79元、2.98元、3.03元，对应当前股价的PE分别为7.09x、6.62x、6.51x。考虑滇新电解铝双基地成本优势显著，水电铝享低碳溢价，煤炭业务有望伴随梁北煤矿改扩建项目投产带来利润增长，铝箔业务市场空间广阔，公司盈利仍有上升动力，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**新增产能投产不及预期，新能源及地产需求增长不及预期，电解铝产能受限电减产。

重要财务指标				单位:	百万元
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	42,704	37,625	36,744	38,762	39,612
同比(%)	23.8%	-11.9%	-2.3%	5.5%	2.2%
归属母公司净利润	7,578	5,905	6,266	6,705	6,824
同比(%)	134.1%	-22.1%	6.1%	7.0%	1.8%
毛利率(%)	31.3%	26.4%	28.5%	28.6%	28.2%
ROE(%)	47.2%	29.8%	26.5%	22.0%	18.2%
EPS (摊薄) (元)	3.39	2.65	2.79	2.98	3.03
P/E	4.41	6.34	7.09	6.62	6.51
P/B	2.10	1.91	1.88	1.45	1.18
EV/EBITDA	3.23	4.62	4.83	3.89	3.13

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2024年3月26日收盘价

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	23,645	19,452	24,168	31,406	38,950	营业总收入	42,704	37,625	36,744	38,762	39,612
货币资金	17,907	13,323	18,170	25,120	32,518	营业成本	29,338	27,709	26,283	27,686	28,448
应收票据	21	12	12	12	12	营业税金及附加	712	530	517	546	558
应收账款	690	739	856	903	922	销售费用	329	331	323	341	349
预付账款	462	402	920	969	996	管理费用	764	830	811	855	874
存货	3,100	3,053	2,896	3,050	3,134	研发费用	184	429	367	388	396
其他	1,465	1,923	1,316	1,352	1,367	财务费用	770	63	242	165	52
非流动资产	36,833	38,406	38,690	39,378	39,964	减值损失合计	-22	-7	0	0	0
长期股权投资	3,576	3,689	3,802	3,915	4,028	投资净收益	228	335	327	345	352
固定资产(合计)	20,734	22,156	22,550	22,921	23,272	其他	87	208	127	134	137
无形资产	5,218	5,435	5,385	5,335	5,285	营业利润	10,902	8,270	8,654	9,261	9,425
其他	7,304	7,126	6,954	7,207	7,380	营业外收支	-242	-114	0	0	0
资产总计	60,477	57,858	62,858	70,784	78,914	利润总额	10,660	8,156	8,654	9,261	9,425
流动负债	34,694	27,029	28,226	28,302	28,449	所得税	2,077	1,428	1,515	1,621	1,650
短期借款	21,918	14,691	14,691	14,191	13,891	净利润	8,583	6,728	7,139	7,640	7,775
应付票据	2,449	2,726	2,753	3,028	3,331	少数股东损益	1,005	823	873	934	951
应付账款	3,406	3,021	3,051	3,021	2,991	归属母公司净利润	7,578	5,905	6,266	6,705	6,824
其他	6,922	6,591	7,730	8,062	8,236	EBITDA	13,272	9,881	9,810	10,279	10,316
非流动负债	4,582	6,496	6,488	6,488	6,488	EPS(当年)(元)	3.39	2.65	2.79	2.98	3.03
长期借款	3,219	4,944	4,944	4,944	4,944	现金流量表	单位: 百万元				
其他	1,364	1,552	1,544	1,544	1,544	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	39,277	33,526	34,714	34,790	34,937	经营活动现金流	14,061	11,190	9,995	9,810	9,943
少数股东权益	5,138	4,503	5,376	6,310	7,261	净利润	8,583	6,728	7,139	7,640	7,775
归属母公司股东权益	16,062	19,829	23,638	30,543	37,568	折旧摊销	1,835	1,947	1,786	1,789	1,790
负债和股东权益	60,477	57,858	62,858	70,784	78,914	财务费用	1,024	572	442	437	429
重要财务指标	单位: 百万元					投资损失	-228	-335	-327	-345	-352
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	营运资金变动	2,326	2,219	954	289	301
营业总收入	42,704	37,625	36,744	38,762	39,612	其它	521	59	0	0	0
同比(%)	23.8%	-11.9%	-2.3%	5.5%	2.2%	投资活动现金流	-462	-1,916	-240	-122	-15
归属母公司净利润	7,578	5,905	6,266	6,705	6,824	资本支出	-267	-687	-463	-363	-263
同比(%)	134.1%	-22.1%	6.1%	7.0%	1.8%	长期投资	-54	-1,456	-104	-104	-104
毛利率(%)	31.3%	26.4%	28.5%	28.6%	28.2%	其他	-142	226	327	345	352
ROE(%)	47.2%	29.8%	26.5%	22.0%	18.2%	筹资活动现金流	-11,403	-8,303	-4,908	-2,737	-2,529
EPS(摊薄)(元)	3.39	2.65	2.79	2.98	3.03	吸收投资	7	63	-2,657	0	0
P/E	4.41	6.34	7.09	6.62	6.51	借款	22,157	26,957	0	-500	-300
P/B	2.10	1.91	1.88	1.45	1.18	支付利息或股息	-2,066	-2,778	-2,242	-2,237	-2,229
EV/EBITDA	3.23	4.62	4.83	3.89	3.13	现金净增加额	2,209	974	4,847	6,950	7,398

## 研究团队简介

**张航**，信达证券金属与新材料首席分析师，中国人民大学金融学本科，法国 KEDGE 商学院管理学硕士，先后任职于兴业证券、民生证券，2023 年加入信达证券。曾荣获第二十届新财富金属与新材料第二名（核心成员），第十九届新财富金属与新材料第三名（核心成员），第十六届水晶球奖有色金属第二名、第十届 wind 金牌分析师有色金属第一名、第十三届金牛奖有色金属组最佳分析师（核心成员）、第四届金麒麟有色金属白金分析师（核心成员）、上海证券报 2022 最佳材料分析师、第十届 choice 有色金属行业最佳分析师。

**云琳**，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事基本金属研究。

**宋洋**，香港城市大学机械工程硕士，曾任职于国金证券，2024 年 1 月加入信达证券，从事新材料与贵金属等研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。