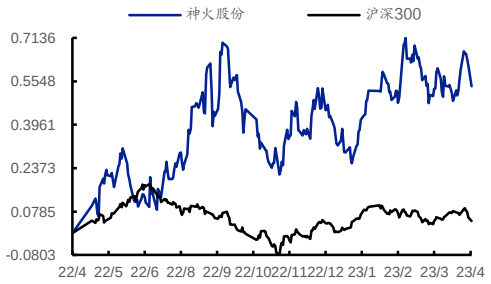
研究所
证券分析师： 陈晨 S0350522110007
chenc09@ghzq.com.cn
联系人 ： 王璇 S0350123020011
wangx15@ghzq.com.cn

铝价同比回调拖累 Q1 业绩，关注主业规模扩张

——神火股份（000933）2023Q1 季报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现			2023/04/24
表现	1M	3M	12M
神火股份	-4.1%	1.1%	38.3%
沪深 300	-1.1%	-4.8%	-0.8%

市场数据	2023/04/24
当前价格（元）	17.70
52 周价格区间（元）	11.40-20.33
总市值（百万）	39,842.46
流通市值（百万）	39,496.85
总股本（万股）	225,098.66
流通股本（万股）	223,146.03
日均成交额（百万）	847.12
近一月换手（%）	1.65

《——神火股份（000933）2022 年报点评报告：两大主业量价齐升，电池箔业务持续扩展（买入）*工业金属*陈晨》——2023-03-28

《——神火股份（000933）公司深度研究：专注于低成本策略，进击的铝行业专家（买入）*工业金属*陈晨》——2023-02-14

事件：

神火股份发布 2023 年一季度报告：报告期内，公司实现营业收入 95.1 亿元，同比下降 11.5%，归属于上市公司股东净利润 15.5 亿元，同比下降 20.7%，扣非后归属于上市公司股东净利润 15.4 亿元，同比下降 20.5%。基本每股收益为 0.69 元，同比下降 20.6%。加权平均 ROE 为 9.17%，同比减少 9.7 个百分点。

投资要点：

- **业绩同比下滑主要系铝价回调，铝箔业务扩张打开增长空间。**2023 年一季度，长江有色市场 A00 平均铝价为 18457 元/吨，同比下降 16.8%，铝价同比下滑拖累业绩。历史来看，铝价仍处中高位水平，长江有色市场 A00 二季度平均铝价为 18718 元/吨(截至 4 月 24 日)，环比上涨 1.4%。考虑到当前国内电解铝行业新增产能有限，水电不稳定下全国电解铝行业减产明显，预计未来经济复苏预期下电解铝行业供需仍将保持小幅缺口，铝价有望保持高位，公司电解铝业务盈利仍将可观。铝箔业务方面，云南神火计划投资建设年产 11 万吨新能源电池铝箔项目，预计建成后公司铝箔产能累计达到 25 万吨/年，铝箔业务不断扩张打开公司盈利空间。

- **煤价较为平稳，关注产能增量。**2023 年一季度，河南瘦煤车板均价为 2327 元/吨，环比增长 3.4%，同比增长 1.4%，河南无烟煤出矿均价为 2015 元/吨，环比下降 3.0%，同比下降 6.7%，综合影响下，我们推测公司一季度综合售价较为平稳。预计未来随着梁北矿 240 万吨技改项目建设完工，产能逐渐爬坡，公司煤炭业务盈利能力将得到提升。

- **盈利预测与估值：**考虑到铝价仍存在上涨的预期，我们维持前期的盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 77.5/79.9/84.9 亿元，同比+2%/+3%/+6%；EPS 分别为 3.44/3.55/3.77 元，对应当前股价 PE 为 5.1/5.0/4.7 倍，预计未来电解铝行业供需紧平衡，公司电解铝业务高盈利或将持续，同时公司煤炭业务产量仍具提升空间，两大主业协同发展，铝箔业务持续扩展成长可期，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：经济需求不及预期风险；云南地区减产风险；公司管理及运营风险；政策调控力度超预期风险等；公司各项业务未来业绩不及预期风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	42704	44654	47111	48965
增长率(%)	24	5	6	4
归母净利润（百万元）	7571	7748	7988	8487
增长率(%)	134	2	3	6
摊薄每股收益（元）	3.36	3.44	3.55	3.77
ROE(%)	47	39	33	30
P/E	4.41	5.14	4.99	4.69
P/B	2.10	2.00	1.67	1.42
P/S	0.79	0.89	0.85	0.81
EV/EBITDA	3.23	3.34	2.86	2.08

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：神火股份盈利预测表

证券代码:	000933		股价:	17.70	投资评级:	买入		日期:	2023/04/24
财务指标	**2022A**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**每股指标与估值**	**2022A**	**2023E**	**2024E**	**2025E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	47%	39%	33%	30%	EPS	3.39	3.44	3.55	3.77
毛利率	31%	31%	30%	31%	BVPS	7.13	8.85	10.62	12.51
期间费率	4%	6%	5%	5%	**估值**				
销售净利率	18%	17%	17%	17%	P/E	4.41	5.14	4.99	4.69
成长能力					P/B	2.10	2.00	1.67	1.42
收入增长率	24%	5%	6%	4%	P/S	0.79	0.89	0.85	0.81
利润增长率	134%	2%	3%	6%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2022A**	**2023E**	**2024E**	**2025E**
总资产周转率	0.71	0.65	0.61	0.56	**营业收入**	**42704**	**44654**	**47111**	**48965**
应收账款周转率	61.86	104.43	63.45	103.21	营业成本	29338	30929	32942	33956
存货周转率	13.78	14.43	13.45	14.84	营业税金及附加	712	887	936	972
偿债能力					销售费用	329	553	583	606
资产负债率	65%	62%	60%	58%	管理费用	764	1211	1278	1328
流动比	0.68	0.82	0.98	1.11	财务费用	770	713	671	691
速动比	0.57	0.74	0.89	1.03	其他费用/（-收入）	184	234	247	256
					营业利润	**10902**	**11099**	**11443**	**12154**
资产负债表（百万元）	**2022A**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	营业外净收支	-242	-30	-30	-30
现金及现金等价物	17916	28158	36447	48221	**利润总额**	**10660**	**11069**	**11413**	**12124**
应收款项	711	429	764	476	所得税费用	2083	2163	2230	2370
存货净额	3100	3096	3503	3299	**净利润**	8576	8905	9182	9755
其他流动资产	1918	1256	1578	1392	少数股东损益	1005	1158	1194	1268
流动资产合计	**23645**	**32939**	**42293**	**53388**	**归属于母公司净利润**	**7571**	**7748**	**7988**	**8487**
固定资产	20734	20942	21016	20976					
在建工程	997	723	518	364	**现金流量表（百万元）**	**2022A**	**2023E**	**2024E**	**2025E**
无形资产及其他	11526	10651	9797	8943	**经营活动现金流**	**14061**	**12859**	**9399**	**13246**
长期股权投资	3576	3782	3988	4194	净利润	7571	7748	7988	8487
资产总计	**60477**	**69037**	**77612**	**87865**	少数股东权益	1005	1158	1194	1268
短期借款	21918	25463	29008	32552	折旧摊销	1835	1276	1340	1403
应付款项	5855	7246	6707	7676	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	1844	2641	-1232	1866
其他流动负债	6922	7233	7614	7843	**投资活动现金流**	**-462**	**368**	**362**	**373**
流动负债合计	**34694**	**39942**	**43329**	**48071**	资本支出	-267	480	481	482
长期借款及应付债券	3219	1719	1719	1719	长期投资	-54	-451	-371	-371
其他长期负债	1383	1163	1163	1163	其他	-142	339	252	262
长期负债合计	**4602**	**2882**	**2882**	**2882**	**筹资活动现金流**	**-11403**	**-2986**	**-1472**	**-1845**
负债合计	**39296**	**42824**	**46211**	**50953**	债务融资	-3054	1825	3545	3545
股本	2251	2251	2251	2251	权益融资	7	0	0	0
股东权益	21181	26213	31401	36912	其它	-8356	-4810	-5017	-5390
负债和股东权益总计	**60477**	**69037**	**77612**	**87865**	**现金净增加额**	**2209**	**10242**	**8289**	**11774**

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【能源开采小组介绍】

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，6 年行业经验
王璇，能源开采行业研究员，上海财经大学硕士，2 年行业研究经验

【分析师承诺】

陈晨，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。