

煤铝共振助推业绩，未来成长依然可期

2023 年 04 月 09 日

➤ **事件：公司发布 2022 年报，业绩创历史最佳。**2022 年，公司实现营收 427.04 亿元，同比增长 23.95%；归母净利润 75.71 亿元，同比增长 134.11%；扣非归母净利润 77.71 亿元，同比增长 123%。2022Q4，公司实现营收 105.70 亿元，同比增长 9.75%、环比增长 0.79%；归母净利润 17.16 亿元，同比增长 83.58%、环比增加 30.14%；扣非归母净利润 17.75 亿元，同比增长 41.30%、环比增加 22.01%，业绩好于公司 2022 年业绩预告。

➤ **非经常性损益增加推高 2022Q4 业绩。**22Q4 归母净利润环比看，主要增利点有其他/投资收益（+3.85 亿元），主要因为煤炭联营企业投资收益增加明显；少数股东损益（+2.99 亿元），主要因为云南电价上升以及计提启停槽费用，云南神火 22Q4 盈利环比大幅下降；毛利（+1.26 亿元），主要因为公司煤炭产品价格上涨；所得税（+1.35 亿元），主要因为递延所得税下降。

➤ **煤炭电解铝业务双击，量价齐升。**分产品看，公司是煤炭和电解铝双主业，2022 年煤炭和电解铝分别贡献毛利 52.2 亿元和 75.4 亿元，占总毛利比分别为 38.0%和 56.4%。量：2022 年公司煤炭产销量为 681 万吨和 675 万吨，同比分别增加 4.2%和 3.1%，电解铝产销量为 163.5 万吨和 162.6 万吨，同比分别增加 16.2%和 14.7%，主要因为云南神火复产；铝箔产销量 8.2 万吨和 8.3 万吨，同比增加 50.6%和 39.7%。**2023 年经营目标原煤产量 676 万吨，铝产量 160 万吨，铝箔产量 7.8 万吨。**利：2022 年公司铝锭吨毛利 4614 元，同比减少 1262 元；煤炭吨毛利 766 元，同比增加 188 元。公司毛利率、净利率为 20.08%和 31.30%，同比分别下降 4.39pct 和 11.23pct，毛利率下降主要是电解铝成本上升所致。

➤ **未来看点：1) 电解铝成本位于行业左侧，利润稳定性高。**公司电解铝位于新疆和云南，均属于国内行业低成本地区，且受煤价影响较小，2022 年主要电解铝上市公司中成本最低，铝板块业绩有保障，护城河较深。**2) 积极拓展铝箔产能，打开成长空间。**公司铝箔产能 8 万吨，神隆宝鼎二期 6 万吨预计 2023 年底投产，云南 11 万吨电池箔产能也在积极推进，未来总产能将达 25 万吨，新能源车和储能市场需求前景广阔，铝箔产能快速扩张，将成为公司新的增长点。**3) 煤炭锦上添花，估值有望修复。**公司煤炭为无烟煤和贫瘦煤，主要用于炼钢喷吹用，目前铁水产量回升，需求逐步向好，煤价有望企稳，分板块看，公司估值仍然较低，随着利润持续释放，估值有望修复。

➤ **投资建议：**电解铝供需格局向好，公司成本优势明显，铁水产量回升，煤价下行空间或有限，低估值有望修复。我们预计公司 2023-2025 年将实现归母净利润 63.16 亿元、79.74 亿元和 92.47 亿元，EPS 分别为 2.81 元、3.54 元和 4.11 元，对应 4 月 7 日收盘价的 PE 分别为 6、5 和 4 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**无烟煤、贫瘦煤需求不及预期，电解铝需求不及预期，电池铝箔项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	42704	39346	42863	45810
增长率 (%)	23.8	-7.9	8.9	6.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	7571	6316	7974	9247
增长率 (%)	133.9	-16.6	26.2	16.0
每股收益 (元)	3.36	2.81	3.54	4.11
PE	5	6	5	4
PB	2.4	2.0	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 7 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

17.08 元


分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

邮箱：zhanghang@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 吴纪磊

执业证书：S0100122010038

邮箱：wujilei@mszq.com

相关研究

1.神火股份 (000933.SZ) 2022 年半年报点评：Q2 业绩逆势增长，充分享受能源高价红利-2022/09/02

2.神火股份 (000933.SZ) 2022 年半年度业绩预告点评：Q2 业绩超预期，云南基地用电成本下行明显-2022/07/13

3.神火股份 (000933.SZ) 2022 年一季报点评：费用明显下降，Q1 业绩超预期-2022/04/26

4.神火股份 (000933.SZ) 2021 年年报点评：量价齐升业绩亮眼，煤铝景气β尽显-2022/03/29

5.神火股份 (000933.SZ) 事件点评：复产超预期，煤铝双景气-2022/03/22

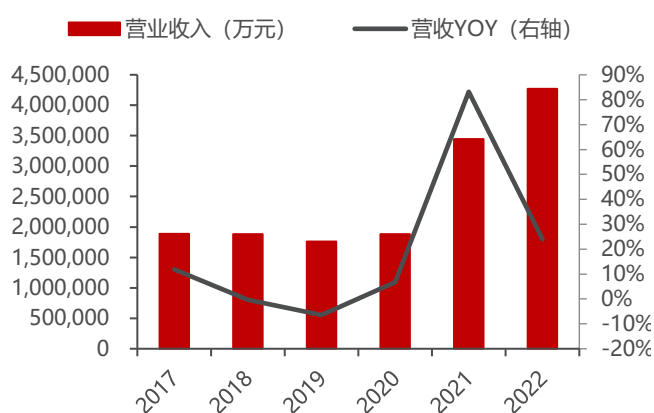
目录

1 事件：公司发布 2022 年年报	3
2 2022 年度业绩：成本上升，减值大幅下降推高业绩	3
3 2022Q4 业绩：非经常性损益增加推高归母净利	7
4 供应约束趋紧，稳增长带来需求向好	9
4.1 欧洲复产困难，国内供应逐步见顶	9
4.2 国内需求枯木逢春，电解铝基本面向好	11
5 电解铝成本优势明显，煤价有望保持高位	13
6 盈利预测与投资建议	15
7 风险提示	16
插图目录	18
表格目录	18

1 事件：公司发布 2022 年年报

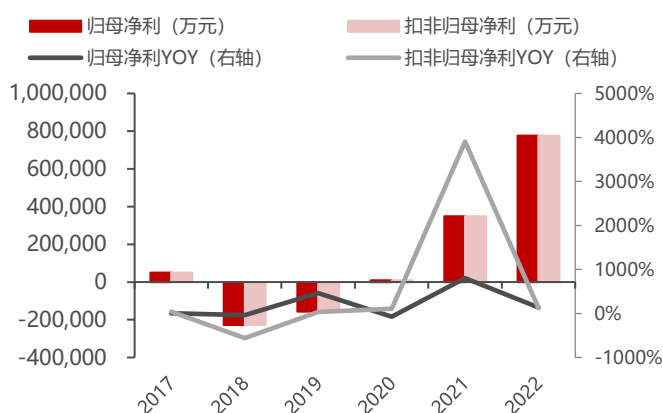
公司发布 2022 年年报。2022 年，公司实现营收 427.04 亿元，同比增长 23.95%；归母净利润 75.71 亿元，同比增长 134.11%；扣非归母净利润 77.71 亿元，同比增长 123%。2022Q4，公司实现营收 105.7 亿元，同比增长 9.75%、环比增长 0.79%；归母净利润 17.16 亿元，同比增长 83.58%、环比增长 30.14%；扣非归母净利润 17.75 亿元，同比增长 41.3%、环比增加 22.01%。业绩好于公司业绩预告。

图 1：2022 年，公司营收同比增加 23.95%



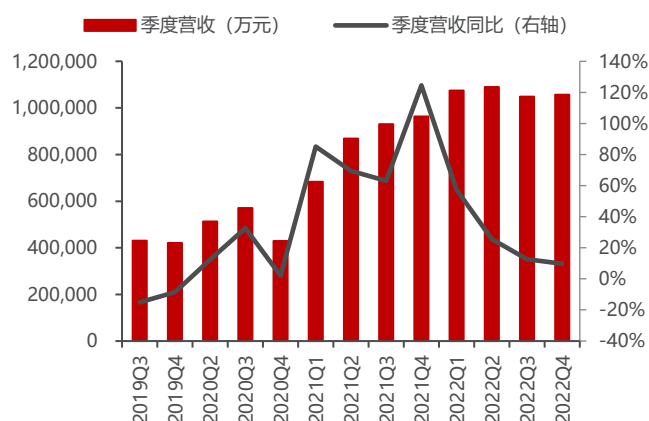
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2022 年，公司归母净利润同比增加 134.11%



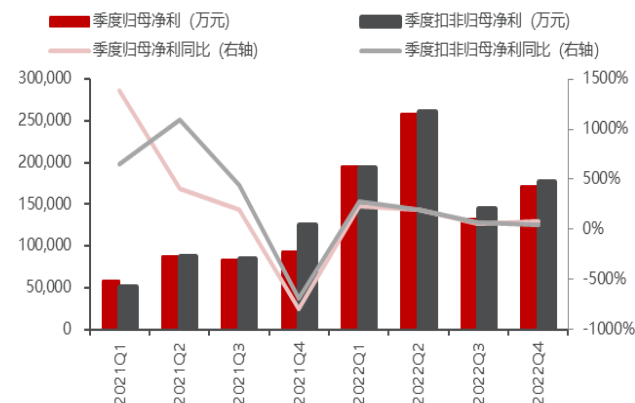
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2022Q4，公司营收同比增长 9.75%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2022Q4，公司归母净利润同比增 83.58%



资料来源：wind，民生证券研究院

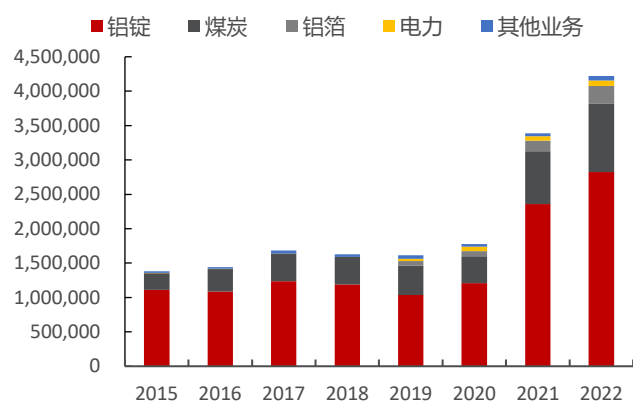
2 2022 年度业绩：煤炭电解铝业务双击，量价齐升

分产品看，煤炭和铝锭毛利贡献占比分别是 38.0%和 56.4%。公司主营电

解铝和煤炭，同时也积极布局铝箔加工。2022 年，公司铝锭营收 282.6 亿元，同比增加 19.9%，占总营收 66.17%，煤炭营收 98.8 亿元，同比增加 27.57%，占总营收比 23.1%，铝箔营收 26.2 亿元，同比增加 71.2%，占营收比重 6.14%。

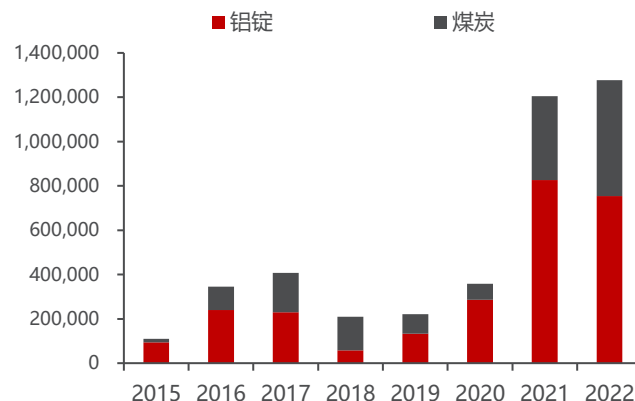
毛利方面，公司铝锭贡献毛利 75.4 亿元，同比减少 8.7%，占总毛利比 56.4%；公司煤炭贡献毛利 52.2 亿元，同比增加 38.0%，占毛利总比 38.0%。

图 5：2022 年，公司铝锭营收占比 66.17%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：2022 年公司铝锭毛利占比 56.4% (单位：万元)

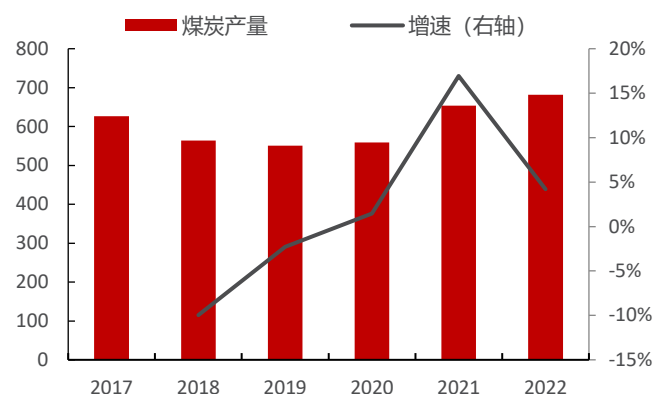


资料来源：wind，民生证券研究院

量：电解铝产量增加，煤炭产量保持平稳。随着云南神火复产，公司电解铝产量小幅增加，煤炭因为梁北煤矿提产较慢，产量相对稳定。2022 年，公司铝产品产销量为 163.5 万吨和 162.6 万吨，同比分别增加 16.24%和 14.70%；煤炭产销量为 681.22 万吨和 674.77 万吨，同比分别增加 4.21%和 3.10%；铝箔产销量 8.2 万吨和 8.3 万吨，同比增加 50.6%和 39.7%，主要因为神隆宝鼎一期 5.5 万吨投产。**2023 年，公司生产经营目标：**原煤产量 676 万吨，铝产品 160 万吨，铝箔 7.8 万吨。

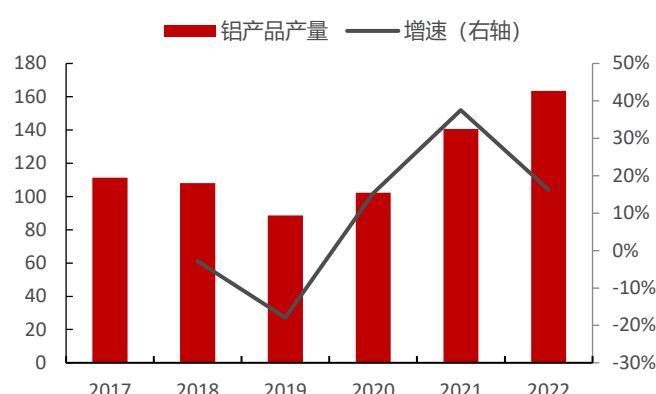
利：原料价格上升，盈利水平下降。2022 年煤碳、铝价均持续上涨。电解铝均价 19936 元/吨，同比增加 1038 元/吨，但公司成本普涨，2021 年 9 月，云南取消 0.25 元的优惠电价，电价上涨较多，新疆煤炭价格上涨，石油焦价格也上涨，成本上涨更为明显。河南永城无烟精煤均价 2298 元/吨，同比增加 497 元/吨，生产成本也有所上升，但盈利增加。**吨盈利看**，2022 年公司吨铝毛利 4614 元，同比减少 1262 元；吨煤炭毛利 766 元，同比增加 188 元，主要因为煤价上涨。

图 7: 2022 年, 公司煤炭产量同比增加 4.2% (单位: 万吨)



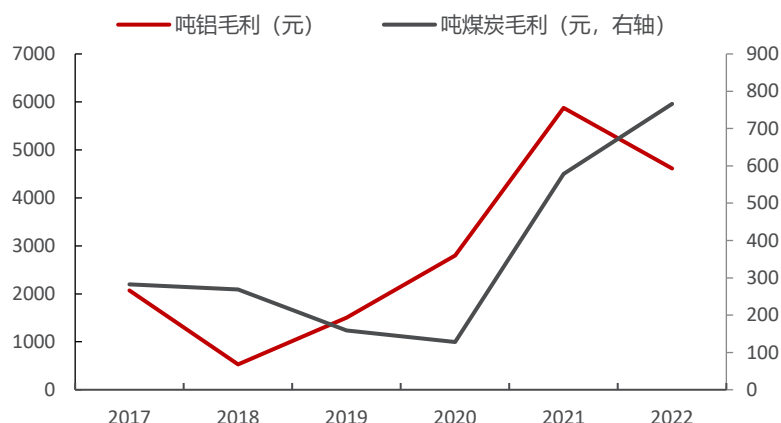
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 8: 2022 年, 公司铝产品产量同比增加 16.2% (单位: 万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

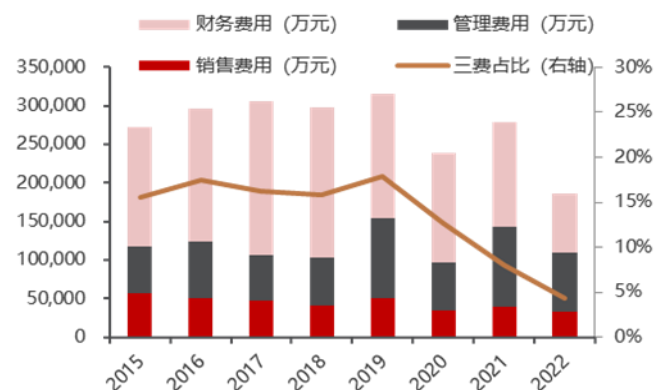
图 9: 2022 年, 公司煤炭和电解铝吨毛利



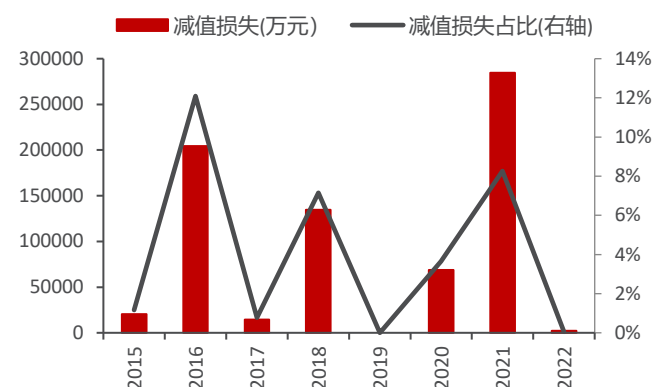
资料来源: wind, 民生证券研究院

三费费率同比下降 3.74pct, 减值大幅下降, 净利率上升 11.23pct。公司 2022 年三费费用 18.62 亿元, 同比下降 33.16%, 三费费率 4.36%, 同比下降 3.74pct, 其中销售费用 3.29 亿元, 同比下降 15.10%, 主要因为装卸费用减少; 管理费用为 7.64 亿元, 同比下降 27.19%, 主要因为停工损失大幅下降; 财务费用 7.70 亿元, 同比下降 42.98%, 主要因为负债率下降明显, 利息支出大幅下降。

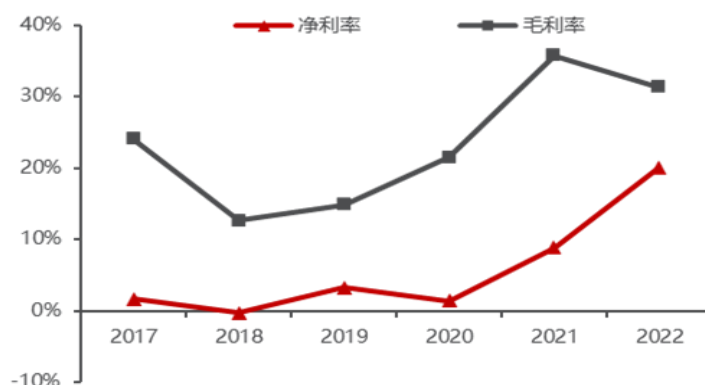
2021 年公司资产减值计提充分, 2022 年减值仅为 0.22 亿元, 同比大幅下降 28.23 亿元, 其中信用减值转回 0.31 亿元, 2021 年为损失 7.42 亿元, 公司毛利率、净利率为 31.30%和 20.08%, 同比分别下降 4.39 pct 和上升 11.23pct, 净利率上升主要因为减值损失大幅下降。

图 10: 2022 年, 公司三费费率同比下降 3.74pct


资料来源: wind, 民生证券研究院

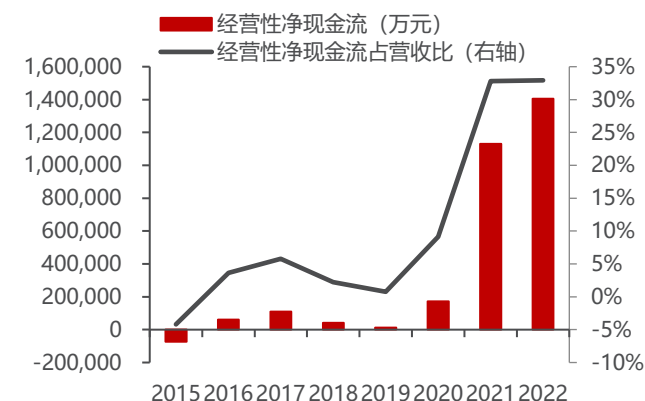
图 11: 2022 年, 公司资产减值损失 0.22 亿元


资料来源: wind, 民生证券研究院

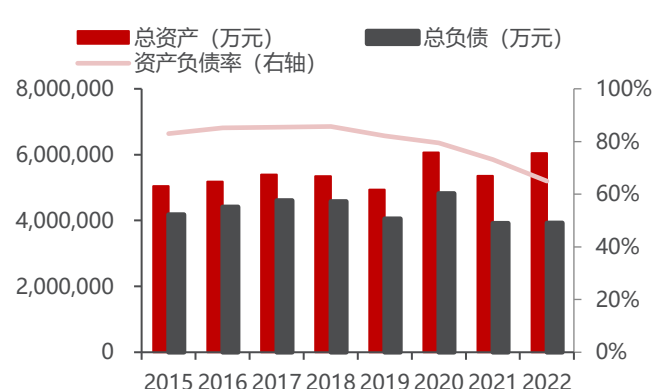
图 12: 2022 年, 公司净利率同比上升 11.23pct


资料来源: wind, 民生证券研究院

经营性净现金流为 140.61 亿元, 资产负债率下降 8.1pct 至 65.0%。随着盈利走高, 现金流持续向好, 2022 年公司经营性现金流净额 140.61 亿元, 同比增加 27.64 亿元, 由于产能扩张基本结束和盈利向好, 公司继续大量偿还债务, 资产负债率继续下降, 2022 年资产负债率下降 8.1pct 至 65.0%。

图 13: 2022 年, 公司经营性现金流净额 140.61 亿元


资料来源: wind, 民生证券研究院

图 14: 2022 年, 公司资产负债率同比下降 8.1pct


资料来源: wind, 民生证券研究院

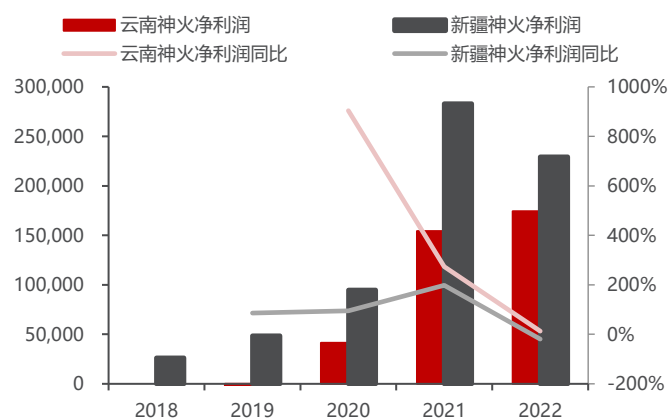
子公司利润贡献大，新疆神火和云南神火吨净利下降。公司电解铝资产分布在云南神火和新疆神火子公司，煤炭资产集中在公司本部，其中新疆神火、兴隆矿业、云南神火分别贡献归母净利润 22.9 亿元、9.8 亿元和 7.6 亿元，占比分别为 30.2%、12.9%和 10.0%。云南神火和新疆神火净利润为 17.4 亿元和 22.9 亿元，同比分别+13.0%和-19.1%，吨净利为 2165 元和 2795 元，同比分别下降 667 元和 410 元，虽然铝价上涨，但云南神火优惠电价取消，新疆神火动力煤价格上涨，还有预焙阳极价格上涨，导致成本上升，盈利能力均下降。

表1：2022 年主要子公司营收及净利润

子公司名称	主要业务	持股比例	现有产能（万吨）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）
云南神火	电解铝	43.4%	90	141.55	17.4
新疆神火	电解铝	100%	80	139.75	22.9
神隆宝鼎	铝箔	80.2%	8	29.76	2.4
新疆炭素	阳极炭块	100%	56	29.05	7.0
兴隆矿业	煤炭	82%	-	28.19	12.0
新龙矿业	煤炭	100%	-	19.15	3.8

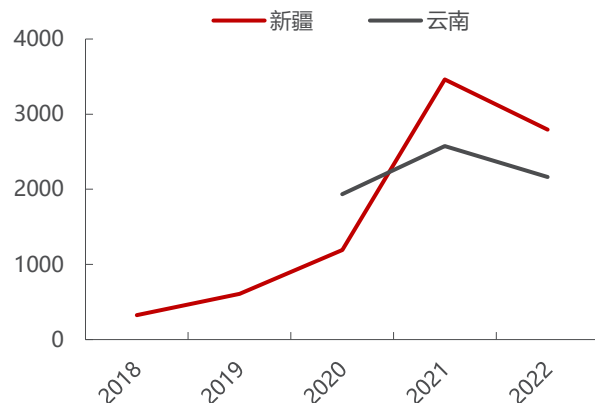
资料来源：公司 2022 年报，民生证券研究院整理

图 15：云南神火和新疆神火净利润（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：云南神火和新疆神火吨净利（单位：元）



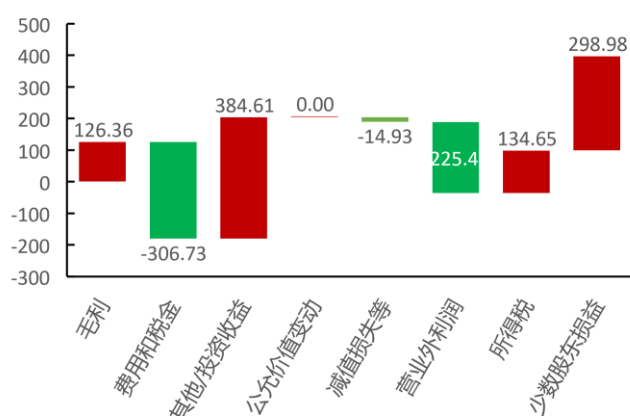
资料来源：wind，民生证券研究院

3 2022Q4 业绩：非经常性损益增加推高归母净利

2022Q4，公司归母净利润同比环比均有所上升。环比来看，主要减利点费用及税金（-3.07 亿元），主要因为年底管理费用和销售费用计提增加；营业外收支（-2.25 亿元），主要因为处置资产损失计提增加。主要增利点有其他/投资收益（+3.85 亿元），主要因为联营企业投资收益增加明显；少数股东损益（+2.99 亿元），主要因为云南神火 22Q4 盈利环比大幅下降；毛利（+1.26 亿元），主要因为公司煤炭产品价格上涨；所得税（+1.35 亿元），主要因为递延所得税下

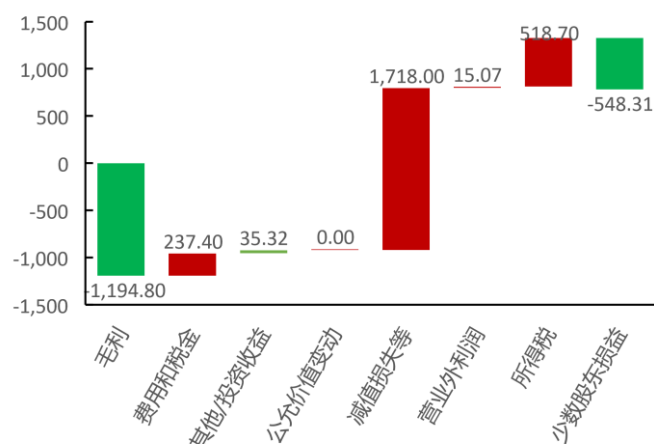
降。**同比来看**，主要减利点有毛利（-11.95 亿元），主要因为电价上涨以及新疆煤炭价格上涨，少数股东损益（-5.48 亿元），主要因为 2021 年底子公司计提减值较多，主要增利点有减值损失（+17.18 亿元），主要因为 2021 年计提减值较多，费用和税金（+2.37 亿元），主要因为管理费用和销售费用下降较多，所得税（+5.19 亿元），主要因为递延所得税费用下降。

图 17: 2022Q4, 公司归母净利润环比增加 4.0 亿元(单位: 百万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 18: 2022Q4, 公司归母净利润同比增加 7.8 亿元(单位: 百万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

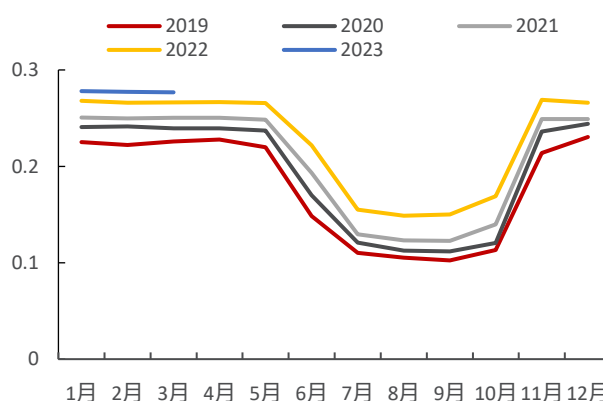
铝价震荡运行，无烟精煤和瘦精煤价格上升。2022Q4，铝价整体保持区间震荡，煤价保持高位，2022Q4 长江有色铝锭均价 18761 元/吨，环比上升 368 元/吨，但云南电力基准均价为 0.235 元/度，环比上升 0.08 元/度，折算电解铝成本上升 996 元/吨，且启停槽费用计入成本，铝冶炼板块利润有所下降。河南永城无烟精煤均价 2298 元/吨，环比上升 379 元/吨，长治瘦精煤均价 2190 元/吨，环比上升 266 元/吨，煤炭板块利润修复明显。

图 19: 2022Q4, 铝价震荡运行 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 20: 云南省电力交易基准价 (单位: 元/KWh)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 21：山西长冶瘦精煤价格上行（单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 22：2022Q4，无烟精煤价格上涨（单位：元/吨）

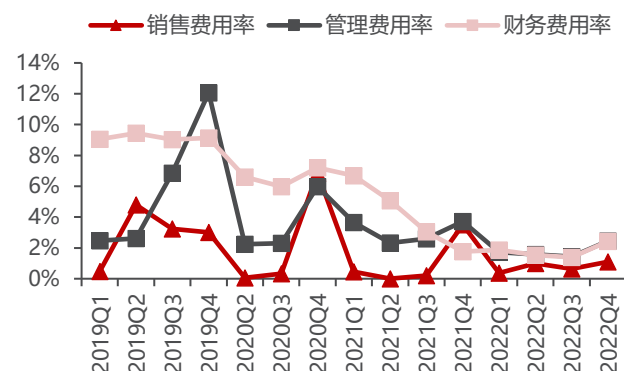


资料来源：wind，民生证券研究院

三费费率环比上升 2.5pct。从费用率来看，公司三费费率表现相对平稳，2022Q4 公司销售费用率环比上升 0.5pct，管理费用率环比上升 1.0pct，财务费用率环比上升 1.0pct，主要因为年底费用计提较多。

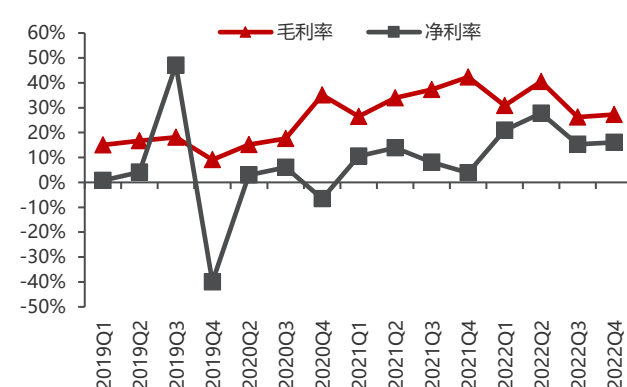
2022Q4 净利率环比上升 0.82pct，同比上升 12.2pct。2022Q4 公司毛利率、净利率为 27.25%和 16.10%，同比分别下降 15.05pct、上升 12.2pct，环比分别上升 0.99pct、0.82pct，净利率同比大幅增加，主要因为 2021Q4 公司减值计提较多。

图 23：2022Q4，三费费率环比上升 2.5pct



资料来源：wind，民生证券研究院

图 24：2019Q1-2022Q4 公司毛利率和净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

4 供应约束趋紧，稳增长带来需求向好

4.1 欧洲复产困难，国内供应逐步见顶

欧洲能源价格保持高位，低价能源时代恐一去不复返。由于能源套利，欧洲天然气进口增加，加上暖冬需求不高，欧洲天然气价格回落明显，但价格仍然高

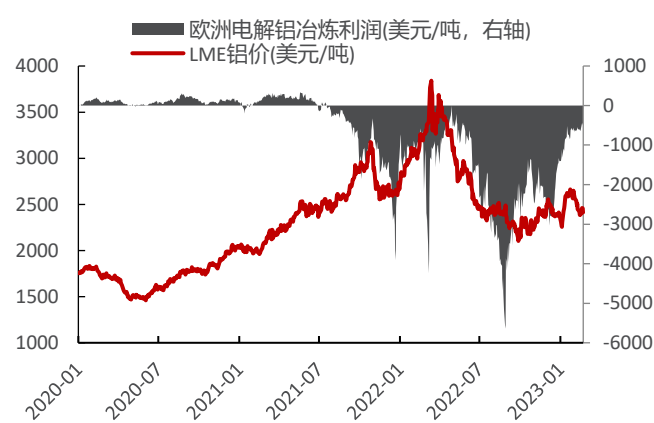
达 15 美元/百万英热单位，处于历史高位。我们根据现货价测算，截至 2022 年 2 月 22 日，欧洲电解铝冶炼亏损 476 美元/吨，按照测算，天然气价格需回落至约 8 美元/百万英热单位附近，欧洲电解铝冶炼才会有利润，但俄罗斯与欧洲关系交恶，欧洲天然气气源从管道气切向高成本的 LNG，欧洲天然气价格很难再回到之前的低价时代。

图 25：英国天然气价格（单位：美元/百万英热单位）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 26：欧洲电解铝冶炼利润（以天然气为原料测算，单位：美元/吨）

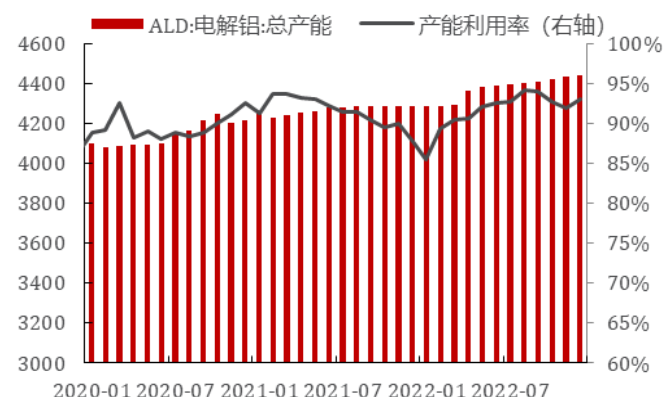


资料来源：Wind，民生证券研究院

总产能距天花板 100 万吨，运行产能受季节性影响较大。截至 2022 年 12 月底，电解铝总产能约 4450 万吨，距离天花板仅约 100 万吨产能，我们预计到 2023 年底，电解铝总产能将达到 4500 万吨，产能基本见顶，由于水电发电季节性明显，未来枯水期限产将会常态化，且西南地区电解铝产能进一步提升，电解铝供应干扰将扩大，产能利用率受限。

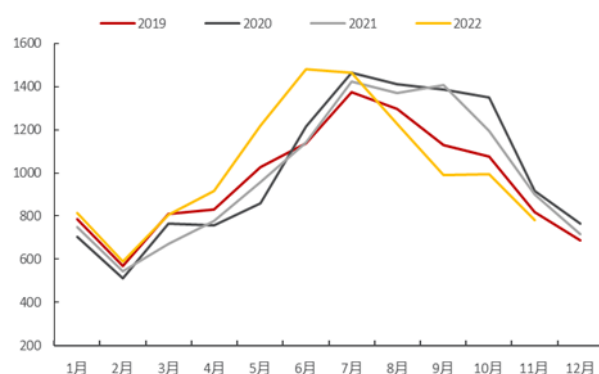
产能利用率处于高位，供应曲线越来越陡峭。随着复产和产能置换的进行，电解铝行业产能利用率逐年提高，2022 年产能利用率为 90.8%，同比提升 0.3pct，目前复产的产能主要以水电铝为主，其他复产产能较少，并且随着水电铝产能进一步增加，产能利用率或将受抑制，我们预计电解铝投产、复产完毕后，供应在 4250-4300 万吨水平。

图 27：国内电解铝月度产能及利用率（单位：万吨）



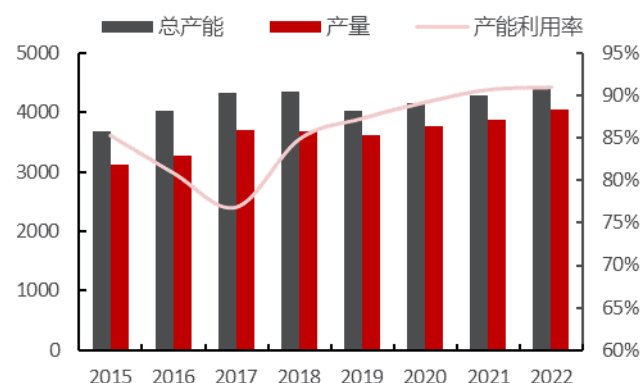
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 28：国内水电月度发电量（单位：亿 KWh）



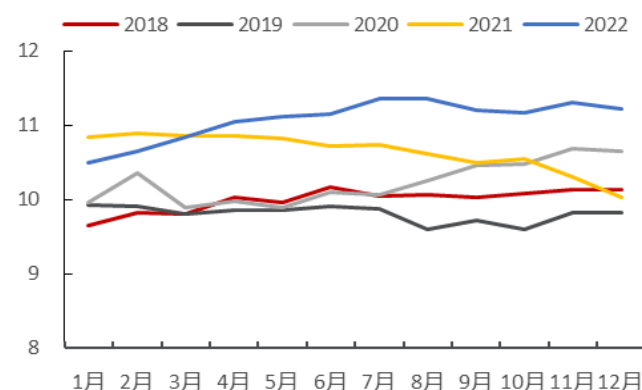
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 29：国内电解铝产能及利用率（单位：万吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 30：国内电解铝日均产量（单位：万吨）



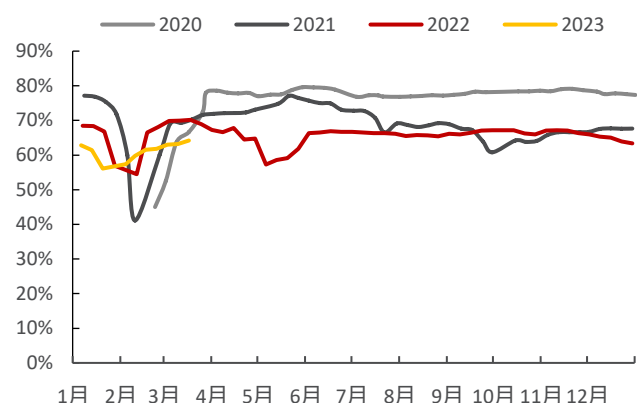
资料来源：Wind，民生证券研究院

4.2 国内需求枯木逢春，电解铝基本面向好

国内需求弱复苏持续，未来可期。随着疫情解除，以及房地产支持政策加码，国内电解铝需求缓慢复苏，下游铝加工开工率从1月底的56.1%，回升至3月底的64.2%，开工率持续上升，其中型材、电线电缆和板带箔开工率回升比较明显。随着保交付以及销售回暖，房地产竣工端将继续受益，而汽车和光伏市场逐月向好，电解铝需求春意盎然。

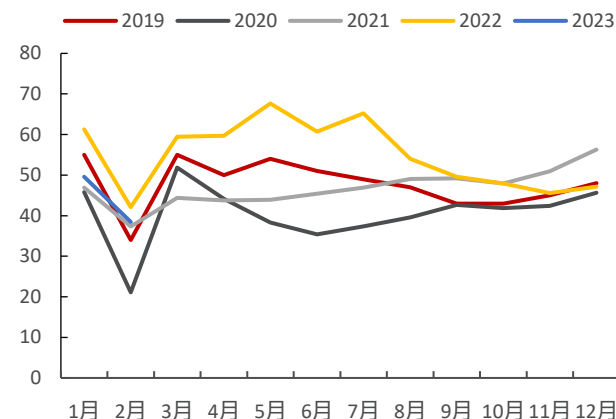
海外经济衰退影响出口，但铝材出口较难进一步恶化。美联储加息下，海外经济衰退迹象渐现，市场对铝材出口较为担忧。2022年上半年，能源套利导致铝材出口大幅上行，但随着内外价差收敛，下半年铝材出口大幅下降，已回落至同期低位，而海外电解铝供应难增，下游又将面临补库，国内铝材出口下方空间有限，后续或以稳为主。

图 31：铝加工行业平均开工率



资料来源：SMM，民生证券研究院测算

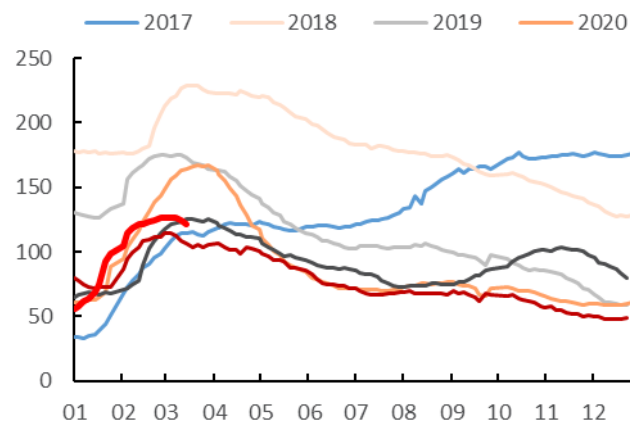
图 32：我国未锻轧铝及铝材出口量（单位：万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

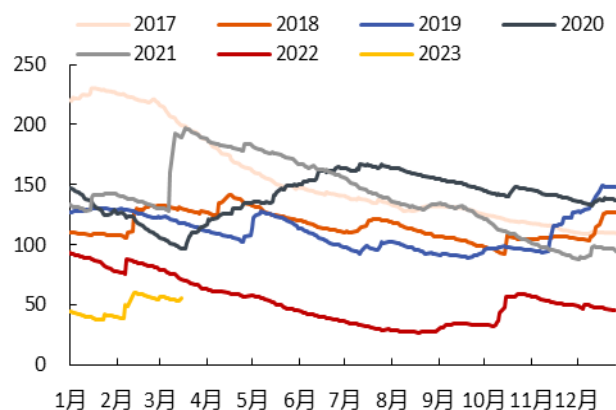
国内铝锭去库开始，LME 铝库存保持低位。由于国内供应保持低位，而需求逐步复苏，电解铝进入去库周期，库存拐点已现，随着旺季来临，电解铝基本面最差时期已经度过，未来将延续去库状态，基本面向好。海外供需双弱，LME 铝库存或将保持低位，由于欧美对俄罗斯铝产品的制裁，导致贸易商将铝产品抛至盘面，隐形库存显性化，隐形库存量已经处于低位，低库存支撑海外电解铝基本面。

图 33：国内电解铝社会库存（单位：万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院测算

图 34：LME 铝库存（单位：万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

行业利润处于低位，未来原料价格下行，板块业绩弹性大。由于能源价格高企，国内电解铝冶炼利润较差，随着动力煤和预焙阳极价格下行，电解铝行业盈利有所恢复，但人仍处于偏低水平，截至2022年3月13日，根据我们测算，山东地区自备电的电解铝企业吨铝税后亏损258元/吨。未来随着铝土矿以及石油焦供应恢复，未来氧化铝和预焙阳极将逐步下行，电解铝成本继续让利，低利润水平下，未来板块业绩弹性大。

图 35: 截至 2022 年 3 月 13 日, 电解铝吨铝税后盈亏损 258 元/吨



资料来源: wind, 民生证券研究院

5 电解铝成本优势明显, 铝箔产能快速扩张

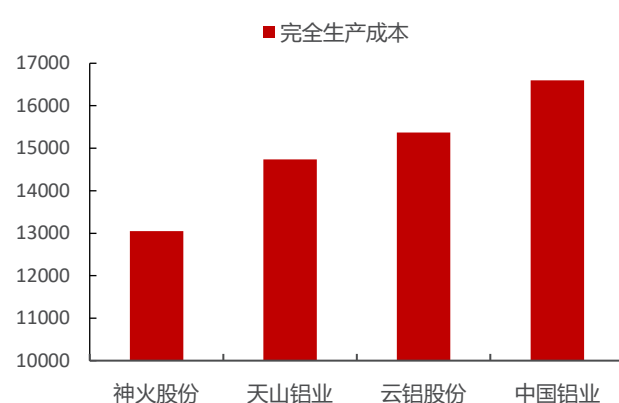
电解铝成本稳定, 且位于行业左侧。公司新疆和云南电解铝产能分别有 80 万吨和 90 万吨, 分别持股 100%和 43.4%, 新疆和云南因为电价较低, 成本处于全国低位, 并且由于费用较低, 公司成本也低于天山铝业, 所以主要上市公司中, 公司成本最低, 并且远低于其他上市公司, 成本优势明显, 安全垫较厚。云南地区水电为主, 受煤炭影响较小, 新疆地区煤炭资源丰富, 煤价涨幅也远远低于内陆, 成本变动较小, 低且稳定的成本构筑了较深的护城河。

图 36: 新疆和云南电解铝成本处于全国低位 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 37: 2022 年主要电解铝上市公司成本 (单位: 元/吨)

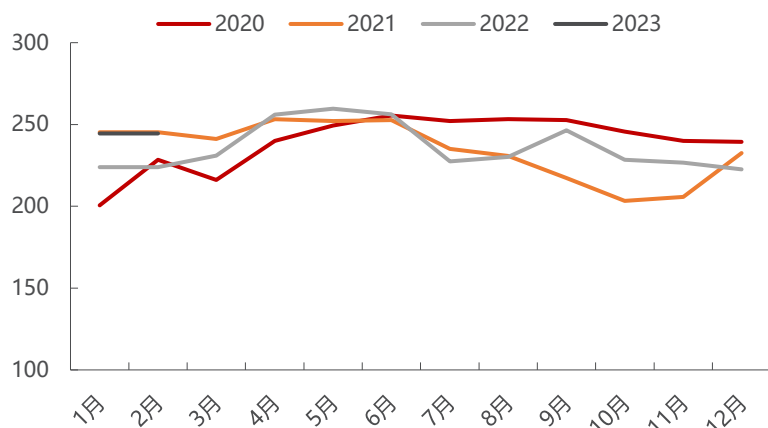


资料来源: wind, 民生证券研究院测算

需求回升, 无烟煤和瘦精煤价下行空间有限。公司煤炭主要为无烟煤和贫瘦煤, 产能 855 万吨, 主要是高炉炼钢喷吹用。虽然房地产开工端需求较为一般, 但基建需求较强, 铁水产量缓慢恢复, 2023 年 1-2 月, 我国铁水产量 489 万吨,

同比增加 9.2%，且房地产政策支持力度较大，未来需求也将向开工端蔓延，铁水产量有望继续上升，无烟煤和贫瘦煤需求有望向好，煤价下行空间或相对有限。

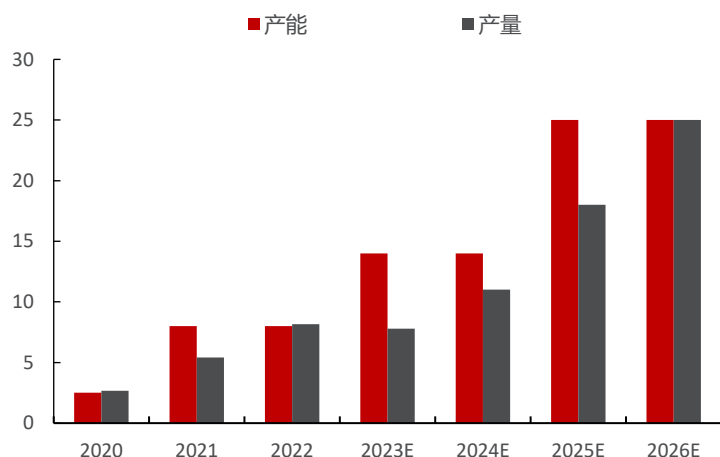
图 38：我国铁水产量回升（单位：万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

积极拓展铝箔产能，打开成长空间。公司铝箔产能 8 万吨，主要为电子电极箔、食品铝箔等，神隆宝鼎二期 6 万吨新能源汽车铝箔项目，我们预计 2023 年年底投产，届时铝箔总产能 14 万吨，其中电池箔产量 7-8 万吨，同时公司积极推进云南 11 万吨新能源铝箔项目，我们预计到 2025 年，公司铝箔产能将达 25 万吨，增长较快。由于电解铝和煤炭产能受限，公司加快布局铝箔等铝加工业务，未来随着新能源车和储能市场的快速发张，电池铝箔需求前景广阔，有望成为公司新的增长点。

图 39：公司铝箔产能规划（单位：万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

6 盈利预测与投资建议

电解铝供需格局向好，公司成本优势明显，铁水产量回升，煤价下行空间或有限，低估值有望修复。我们预计公司 2023-2025 年将实现归母净利 63.16 亿元、79.74 亿元和 92.47 亿元，EPS 分别为 2.81 元、3.54 元和 4.11 元，对应 4 月 7 日收盘价的 PE 分别为 6、5 和 4 倍，维持“推荐”评级。

7 风险提示

1) 无烟煤、贫瘦煤需求不及预期。公司主要生产无烟煤和贫瘦煤，主要用来炼钢，煤炭供应弹性较小，但钢铁等房地产前端需求可能不及预期，价格可能下行。

2) 铝箔项目进展不及预期。公司铝箔规划项目较多，若部分项目的投产、达产进度受到外部因素干扰延期，则会对公司利润产生不利影响。

3) 电解铝需求不及预期。公司业绩受铝价影响较大，电解铝需求走弱，导致价格下降，将对公司盈利产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	42704	39346	42863	45810
营业成本	29338	27730	28885	30097
营业税金及附加	712	630	686	733
销售费用	329	315	343	366
管理费用	764	708	772	825
研发费用	184	187	193	209
EBIT	11437	9776	11984	13580
财务费用	770	695	536	359
资产减值损失	-22	-283	-339	-273
投资收益	228	106	244	210
营业利润	10902	8943	11396	13203
营业外收支	-242	-82	-69	-68
利润总额	10660	8861	11326	13135
所得税	2083	1684	2265	2627
净利润	8576	7177	9061	10508
归属于母公司净利润	7571	6316	7974	9247
EBITDA	13272	11834	14155	15845

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	17907	14557	15531	16173
应收账款及票据	711	772	739	822
预付款项	462	471	548	535
存货	3100	3264	3320	3440
其他流动资产	1465	1475	1482	1586
流动资产合计	23645	20540	21619	22556
长期股权投资	3576	3793	4019	4239
固定资产	20734	20746	20583	20630
无形资产	5218	5641	6073	6443
非流动资产合计	36833	37272	37481	38086
资产合计	60477	57811	59100	60642
短期借款	21918	16839	13745	9987
应付账款及票据	5855	5622	5540	5442
其他流动负债	6922	6390	6384	6263
流动负债合计	34694	28851	25668	21693
长期借款	3219	2219	1619	1619
其他长期负债	1383	1383	1393	1403
非流动负债合计	4602	3602	3012	3022
负债合计	39296	32453	28680	24714
股本	2251	2251	2251	2251
少数股东权益	5137	5999	7086	8347
股东权益合计	21181	25359	30420	35928
负债和股东权益合计	60477	57811	59100	60642

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	23.80	-7.86	8.94	6.87
EBIT 增长率	22.77	-14.52	22.58	13.32
净利润增长率	133.90	-16.58	26.24	15.97
盈利能力 (%)				
毛利率	31.30	29.52	32.61	34.30
净利润率	20.08	18.24	21.14	22.94
总资产收益率 ROA	12.52	10.93	13.49	15.25
净资产收益率 ROE	47.19	32.62	34.17	33.53
偿债能力				
流动比率	0.68	0.71	0.84	1.04
速动比率	0.58	0.58	0.69	0.85
现金比率	0.52	0.50	0.61	0.75
资产负债率 (%)	64.98	56.14	48.53	40.75
经营效率				
应收账款周转天数	5.90	7.07	6.19	6.44
存货周转天数	38.56	42.96	41.95	41.72
总资产周转率	0.71	0.68	0.73	0.76
每股指标 (元)				
每股收益	3.36	2.81	3.54	4.11
每股净资产	7.13	8.60	10.37	12.25
每股经营现金流	6.25	4.19	5.31	5.77
每股股利	0.45	1.33	1.78	2.22
估值分析				
PE	5	6	5	4
PB	2.4	2.0	1.6	1.4
EV/EBITDA	3.59	3.79	2.84	2.26
股息收益率 (%)	2.63	7.80	10.40	13.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	8576	7177	9061	10508
折旧和摊销	1835	2057	2171	2265
营运资金变动	1844	-1010	-193	-513
经营活动现金流	14061	9430	11957	12984
资本开支	-267	-2561	-2470	-2899
投资	-54	-300	-319	-313
投资活动现金流	-462	-2756	-2545	-3002
股权募资	7	0	0	0
债务募资	-3054	-6079	-3685	-3747
筹资活动现金流	-11403	-10024	-8439	-9340
现金净流量	2209	-3350	974	642

插图目录

图 1: 2022 年, 公司营收同比增加 23.95%.....	3
图 2: 2022 年, 公司归母净利润同比增加 134.11%.....	3
图 3: 2022Q4, 公司营收同比增长 9.75%.....	3
图 4: 2022Q4, 公司归母净利润同比增 83.58%.....	3
图 5: 2022 年, 公司铝锭营收占比 66.17%.....	4
图 6: 2022 年公司铝锭毛利占比 56.4% (单位: 万元)	4
图 7: 2022 年, 公司煤炭产量同比增加 4.2% (单位: 万吨)	5
图 8: 2022 年, 公司铝产品产量同比增加 16.2% (单位: 万吨)	5
图 9: 2022 年, 公司煤炭和电解铝吨毛利	5
图 10: 2022 年, 公司三费率同比下降 3.74pct.....	6
图 11: 2022 年, 公司资产减值损失 0.22 亿元	6
图 12: 2022 年, 公司净利率同比上升 11.23pct.....	6
图 13: 2022 年, 公司经营性现金流净额 140.61 亿元	6
图 14: 2022 年, 公司资产负债率同比下降 8.1pct	6
图 15: 云南神火和新疆神火净利润 (单位: 亿元)	7
图 16: 云南神火和新疆神火吨净利 (单位: 元)	7
图 17: 2022Q4, 公司归母净利润环比增加 4.0 亿元 (单位: 百万元)	8
图 18: 2022Q4, 公司归母净利润同比增加 7.8 亿元 (单位: 百万元)	8
图 19: 2022Q4, 铝价震荡运行 (单位: 元/吨)	8
图 20: 云南省电力交易基准价 (单位: 元/KWh)	8
图 21: 山西长治瘦精煤价格上行 (单位: 元/吨)	9
图 22: 2022Q4, 无烟精煤价格上涨 (单位: 元/吨)	9
图 23: 2022Q4, 三费率环比上升 2.5pct.....	9
图 24: 2019Q1-2022Q4 公司毛利率和净利率	9
图 25: 英国天然气价格 (单位: 美元/百万英热单位)	10
图 26: 欧洲电解铝冶炼利润 (以天然气为原料测算, 单位: 美元/吨)	10
图 27: 国内电解铝月度产能及利用率 (单位: 万吨)	11
图 28: 国内水电月度发电量 (单位: 亿 KWh)	11
图 29: 国内电解铝产能及利用率 (单位: 万吨)	11
图 30: 国内电解铝日均产量 (单位: 万吨)	11
图 31: 铝加工行业平均开工率.....	12
图 32: 我国未锻轧铝及铝材出口量 (单位: 万吨)	12
图 33: 国内电解铝社会库存 (单位: 万吨)	12
图 34: LME 铝库存 (单位: 万吨)	12
图 35: 截至 2022 年 3 月 13 日, 电解铝吨铝税后盈亏损 258 元/吨.....	13
图 36: 新疆和云南电解铝成本处于全国低位 (单位: 元/吨)	13
图 37: 2022 年主要电解铝上市公司成本 (单位: 元/吨)	13
图 38: 我国铁水产量回升 (单位: 万吨)	14
图 39: 公司铝箔产能规划 (单位: 万吨)	14

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 2022 年主要子公司营收及净利润	7
公司财务报表数据预测汇总	17

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026