

神火股份 (000933.SZ)

资产质量夯实，煤铝业务迎来业绩释放期

买入

核心观点

2022年公司业绩同比增长134%。2022实现营收427.04亿元(+23.8%)，归母净利润75.71亿元(+133.9%)，扣非归母净利润77.71亿元(+122.6%)，经营性净现金流140.61亿元(+24.47%)。其中2022Q4单季营收105.7亿元(+9.7%)，归母净利润17.16亿元(+83.6%)，扣非归母净利润17.75亿元(+41.3%)。

公司业绩增长主因煤炭涨价及计提减值减少。2022年公司销售毛利润134亿元，比2021年增加11亿元。其中电解铝版块毛利润减少8亿元，煤炭版块毛利润增加14亿元。煤炭版块量价齐增，2022年公司煤炭销量675万吨，比2021年增加20万吨，煤炭单吨毛利润773元/吨，比2021年增加195元/吨。电解铝版块量增价减，2022年公司电解铝销量162.6万吨，同比增加21.2万吨，单吨毛利润4640元/吨，比2021年下降1190元/吨。2021年公司曾计提资产减值损失和信用减值损失共计36亿元，2022年公司计提资产减值损失仅0.2亿元。因此2022年营业利润比2021年大增55亿元。

盈利能力极强的电解铝头部标的。公司电解铝产能170万吨/年（新疆煤电80万吨/年，云南神火90万吨/年）、装机容量2000MW、阳极炭块产能56万吨/年、铝箔8万吨/年。公司电解铝业务盈利能力在业内遥遥领先，2022年新疆神火电解铝单吨盈利达到2829元/吨，新疆炭素生产的预焙阳极单吨净利达到1578元/吨。

风险提示：产能释放低于预期，氧化铝价格大幅上行风险。

投资建议：维持“买入”评级

我们假设2023-2025年铝现货价格为20000元/吨，氧化铝价格为2925元/吨，预焙阳极价格为6500元/吨，云南用电含税价格为0.41元/度，新疆神火发电成本0.236元/度，河南无烟煤价格1800元/吨，预计2023-2025年收入428/435/440亿元，同比增速0.2%/1.6%/1.1%，归母净利润77.43/80.41/82.99亿元，同比增速2.3%/3.8%/3.2%；摊薄EPS分别为3.44/3.57/3.69元，当前股价对应PE分别为5.1/4.9/4.7x。公司是国内电解铝头部企业，产能布局合理，电解铝生产成本受煤价波动影响小，公司主营产品电解铝和煤炭均将迎来产量释放期，在电解铝和煤炭行业高景气周期中受益显著，同时加码布局高端铝箔，发力下游加工，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	34,452	42,704	42,800	43,488	43,966
(+/-%)	83.2%	24.0%	0.2%	1.6%	1.1%
净利润(百万元)	3234	7571	7743	8041	8299
(+/-%)	802.6%	134.1%	2.3%	3.8%	3.2%
每股收益(元)	1.44	3.36	3.44	3.57	3.69
EBIT Margin	29.1%	26.6%	28.0%	28.2%	28.4%
净资产收益率(ROE)	34.5%	47.2%	35.7%	29.2%	24.7%
市盈率(PE)	12.2	5.2	5.1	4.9	4.7
EV/EBITDA	7.0	6.2	5.3	5.2	5.1
市净率(PB)	4.20	2.45	1.82	1.43	1.17

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟劼

010-88005312

liumengjie@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

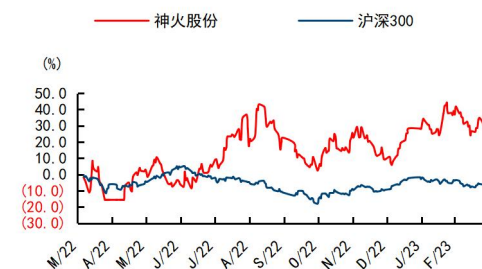
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	17.48元
总市值/流通市值	39347/39006百万元
52周最高价/最低价	20.33/11.40元
近3个月日均成交额	553.38百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

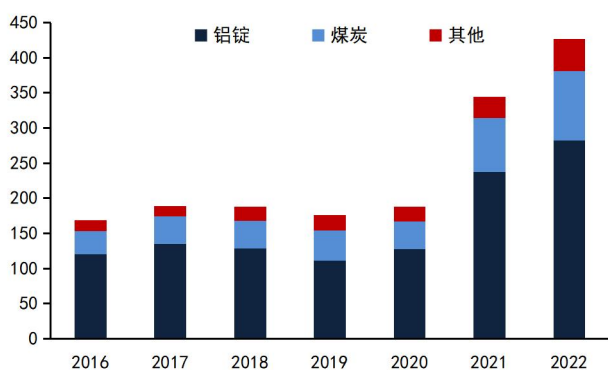
- 《神火股份(000933.SZ)-成本优势凸显，煤、铝业务维持高盈利》——2022-10-19
- 《神火股份(000933.SZ)-受益于煤、铝价格上涨，半年度业绩创新高》——2022-08-24
- 《神火股份(000933.SZ)-煤、铝业务延续高盈利状态》——2022-03-29
- 《神火股份-000933-2021年业绩预告点评：大额减值难掩煤铝业务高景气状态》——2022-01-25
- 《神火股份-000933-2021年三季报点评：煤炭和电解铝延续高盈利，大额减值拖累业绩》——2021-10-25

2022 年公司业绩同比增长 134%。2022 年实现营收 427.04 亿元（+23.8%），归母净利润 75.71 亿元（+133.9%），扣非归母净利润 77.71 亿元（+122.6%），经营性净现金流 140.61 亿元（+24.47%）。其中 2022Q4 单季营收 105.7 亿元（+9.7%），归母净利润 17.16 亿元（+83.6%），扣非归母净利润 17.75 亿元（+41.3%）。

公司业绩增长主因煤炭涨价及计提减值减少。2022 年公司销售毛利润 134 亿元，比 2021 年增加 11 亿元。其中电解铝板块毛利润减少 8 亿元，煤炭板块毛利润增加 14 亿元。煤炭板块量价齐增，2022 年公司煤炭销量 675 万吨，比 2021 年增加 20 万吨，煤炭单吨毛利润 773 元/吨，比 2021 年增加 195 元/吨。电解铝板块量增价减，2022 年公司电解铝销量 162.6 万吨，同比增加 21.2 万吨，单吨毛利润 4640 元/吨，比 2021 年下降 1190 元/吨。

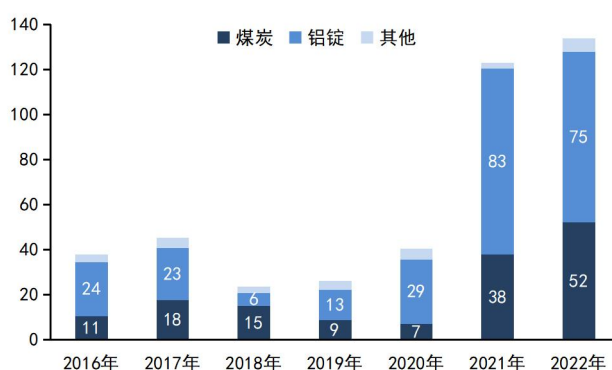
2021 年公司曾计提资产减值损失和信用减值损失共计 36 亿元，2022 年公司计提资产减值损失仅 0.2 亿元。因此 2022 年营业利润比 2021 年大增 55 亿元。

图1：神火股份营业收入构成（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：神火股份毛利润构成（单位：亿元）



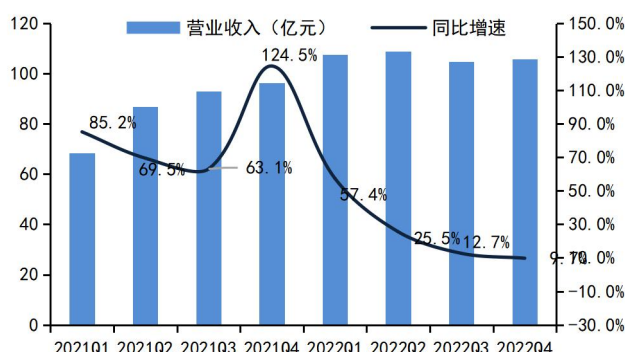
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：神火股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

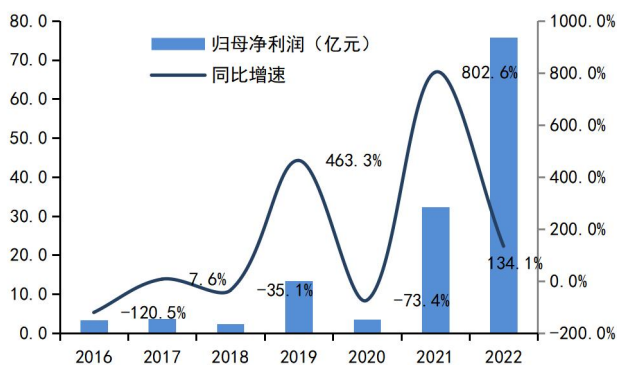
图4：神火股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



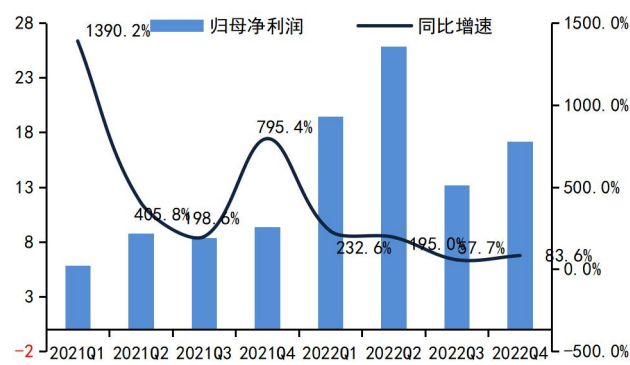
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：神火股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）

图6：神火股份单季归母净利润（单位：亿元、%）

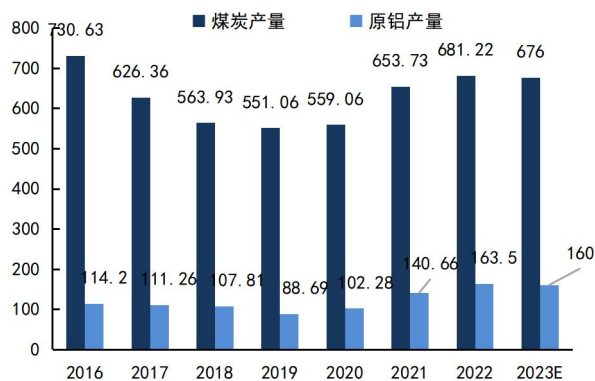


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



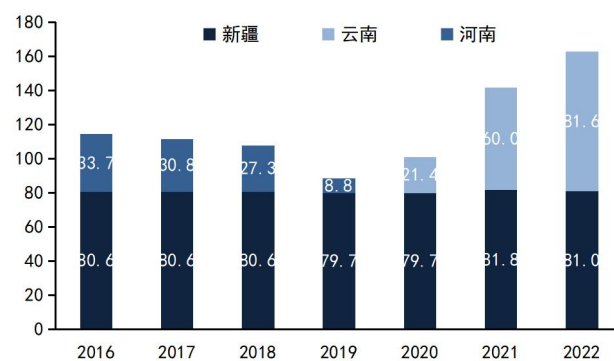
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：神火股份主要产品产量（单位：万吨）



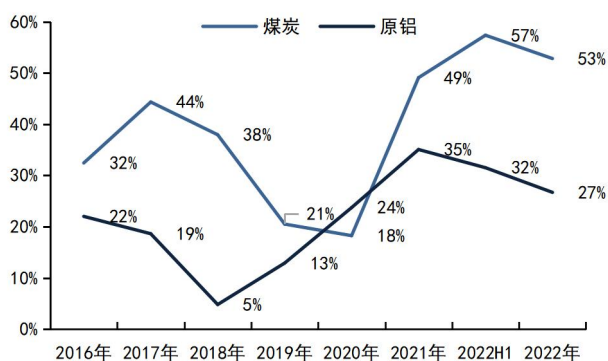
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：神火股份电解铝分地区产量（单位：万吨）



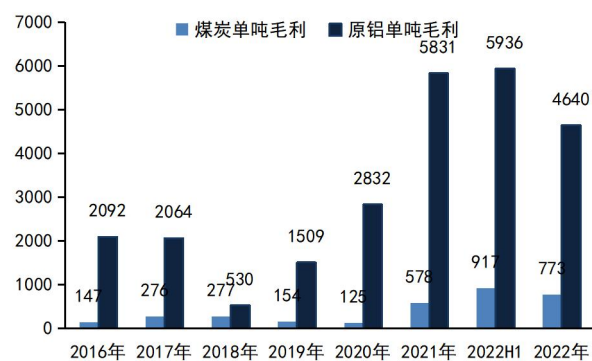
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司分产品毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司主要产品单位毛利（元/吨）



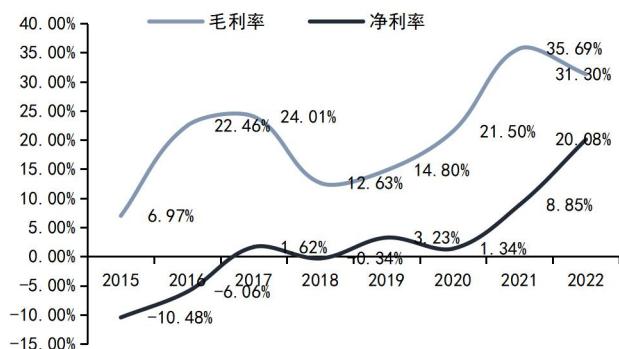
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：神火股份毛利率、净利率变化情况

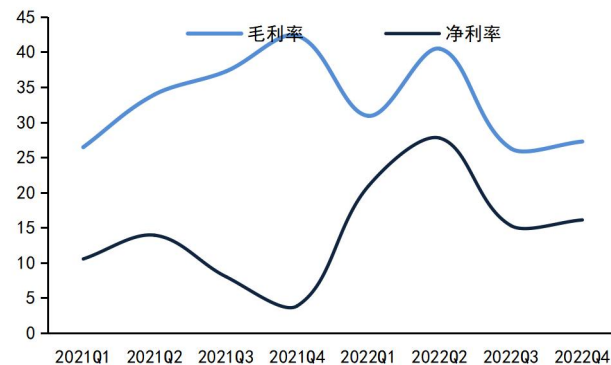


图12：神火股份单季度毛利率、净利率变化情况（%）



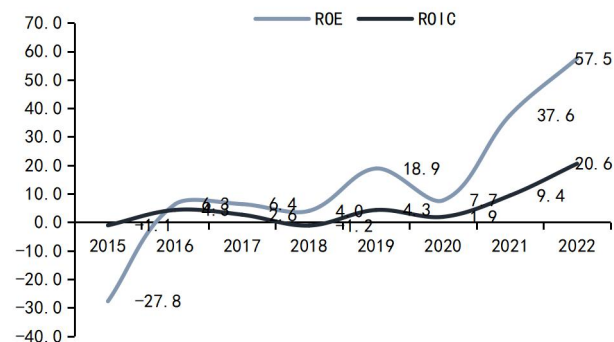


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 神火股份 ROE、ROIC 变化情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 神火股份经营性净现金流（亿元）

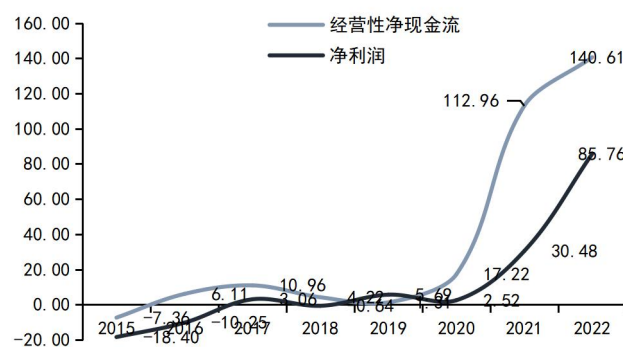


图15: 神火股份资产负债率

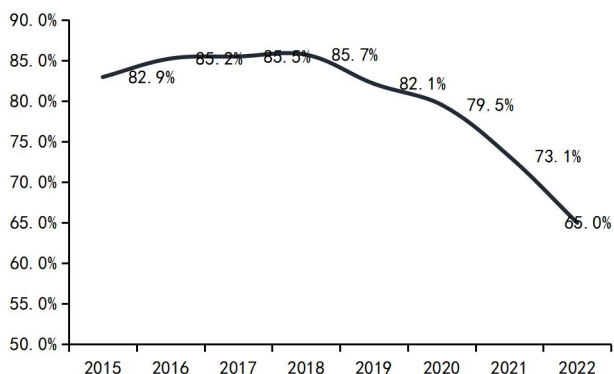
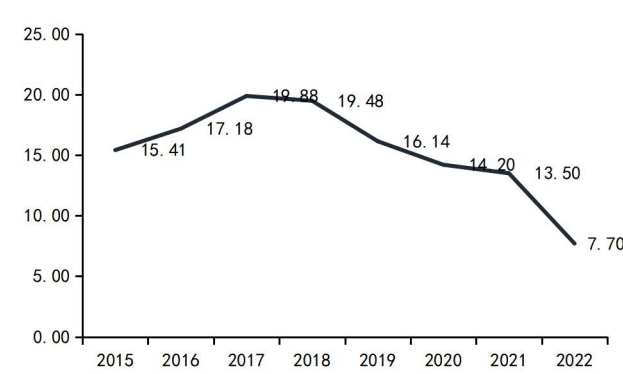


图16: 神火股份财务费用（亿元）



资产负债率下行，财务费用大幅下降。截至2022年末，公司负债合计393亿元，比2021年末微增1.4亿元，其中流动负债347亿元，比2021年末增加16亿元；非流动负债由61亿元下降至46亿元。截至2022年末，公司资产负债率下降至65%，较2021年末73.1%的水平显著下降，2022年公司财务费用仅7.7亿元，在2017-2018年，公司年度财务费用一度高达近20亿元。公司借助近两年电解铝行业高盈利周期，一是完成云南神火建设，二是修复了资产负债表，降低了资产负债率，三是2019-2021年计提超过50亿元资产减值，夯实了资产质量。

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力极强的电解铝头部标的。截至 2022 年末，公司电解铝产能 170 万吨/年（新疆煤电 80 万吨/年，云南神火 90 万吨/年）、装机容量 2000MW、阳极炭块产能 56 万吨/年、铝箔 8 万吨/年。公司电解铝业务盈利能力在业内遥遥领先，参照往年水平，如果新疆神火销量 81 万吨，则单吨盈利达到 2829 元/吨；新疆炭素生产的预焙阳极单吨净利达到 1578 元/吨。

表 1：部分参股控股公司盈利情况

公司名称	主要业务	净利润(万元)	主要产品销量(万吨)	单位净利(元/吨)
新疆煤电	电解铝生产	229,188.07	81.00	2,829
新疆炭素	阳极炭块生产	70,398.99	44.60	1,578
云南神火	电解铝生产	174,486.75	81.60	2,138
神隆宝鼎	铝箔生产	23,999.66	5.20	4,615

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司公告了 2023 年生产经营计划：2023 年公司计划生产原煤 676 万吨，铝产品 160 万吨，炭素产品 53.2 万吨，铝箔 7.8 万吨，供（售）电 120.55 亿度，型焦 5.5 万吨；实现产销平衡。预计全年实现营业收入 428 亿元，利润总额 61 亿元。

投资建议：维持“买入”评级。我们假设 2023-2025 年铝现货价格为 20000 元/吨，氧化铝价格为 2925 元/吨，预焙阳极价格为 6500 元/吨，云南用电含税价格为 0.41 元/度，新疆神火发电成本 0.236 元/度，河南无烟煤价格 1800 元/吨，预计 2023-2025 年收入 428/435/440 亿元，同比增速 0.2%/1.6%/1.1%，归母净利润 77.43/80.41/82.99 亿元，同比增速 2.3%/3.8%/3.2%；摊薄 EPS 分别为 3.44/3.57/3.69 元，当前股价对应 PE 分别为 5.1/4.9/4.7x。公司是国内电解铝头部企业，产能布局合理，电解铝生产成本受煤价波动影响小，公司主营产品电解铝和煤炭均将迎来产量释放期，在电解铝和煤炭行业高景气周期中受益显著，同时加码布局高端铝箔，发力下游加工，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	10515	17907	27390	37544	46844	营业收入	34452	42704	42800	43488	43966
应收款项	508	979	981	997	1007	营业成本	22157	29338	28817	29192	29417
存货净额	2777	3100	2896	2913	2929	营业税金及附加	692	712	713	725	733
其他流动资产	1866	1600	1604	1630	1647	销售费用	387	329	329	335	338
流动资产合计	15804	23645	32930	43142	52487	管理费用	1049	764	765	778	786
固定资产	21565	21731	19624	17308	14903	研发费用	145	184	184	187	189
无形资产及其他	4809	5218	5010	4801	4592	财务费用	1350	770	642	522	396
投资性房地产	7980	6307	6307	6307	6307	投资收益	312	228	0	0	0
长期股权投资	3370	3576	3638	3700	3762	资产减值及公允价值变动	2845	22	0	0	0
资产总计	53528	60477	67509	75258	82051	其他收入	(6628)	(140)	(184)	(187)	(189)
短期借款及交易性金融负债	21169	23848	23848	23848	23848	营业利润	5346	10902	11348	11749	12106
应付款项	6572	5855	5470	5503	5532	营业外净收支	(270)	(242)	0	0	0
其他流动负债	5314	4992	4687	4717	4743	利润总额	5077	10660	11348	11749	12106
流动负债合计	33055	34694	34006	34068	34123	所得税费用	2028	2083	2218	2296	2366
长期借款及应付债券	4891	3219	3219	3219	3219	少数股东损益	(186)	1005	1387	1413	1442
其他长期负债	1207	1383	1383	1383	1383	归属于母公司净利润	3234	7571	7743	8041	8299
长期负债合计	6098	4602	4602	4602	4602	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	39153	39296	38607	38669	38725	净利润	3234	7571	7743	8041	8299
少数股东权益	5010	5137	6109	7097	8106	资产减值准备	2900	(3596)	0	1	1
股东权益	9365	16044	21674	27521	33556	折旧摊销	1245	1285	2588	2815	2904
负债和股东权益总计	53528	60477	66390	73288	80387	公允价值变动损失	(2845)	(22)	0	0	0
						财务费用	1350	770	642	522	396
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(5872)	(3322)	855	1065	(85)
每股收益	1.44	3.36	3.44	3.57	3.69	其它	(3013)	4327	971	988	1008
每股红利	0.57	0.92	0.94	0.97	1.01	经营活动现金流	(4351)	6243	12157	12909	12127
每股净资产	4.16	7.13	9.63	12.23	14.91	资本开支	0	2202	(500)	(500)	(500)
ROIC	17%	23%	23%	27%	29%	其它投资现金流	(50)	79	0	0	0
ROE	35%	47%	36%	29%	25%	投资活动现金流	(348)	2075	(562)	(562)	(562)
毛利率	36%	31%	33%	33%	33%	权益性融资	(4)	7	0	0	0
EBIT Margin	29%	27%	28%	28%	28%	负债净变化	(1146)	(1673)	0	0	0
EBITDA Margin	33%	30%	34%	35%	35%	支付股利、利息	(1273)	(2066)	(2113)	(2194)	(2264)
收入增长	83%	24%	0%	2%	1%	其它融资现金流	5903	6544	0	0	0
净利润增长率	803%	134%	2%	4%	3%	融资活动现金流	1063	(926)	(2113)	(2194)	(2264)
资产负债率	83%	73%	67%	62%	58%	现金净变动	(3636)	7392	9483	10154	9301
息率	3.2%	5.2%	5.4%	5.6%	5.8%	货币资金的期初余额	14151	10515	17907	27390	37544
P/E	12.2	5.2	5.1	4.9	4.7	货币资金的期末余额	10515	17907	27390	37544	46844
P/B	4.2	2.5	1.8	1.4	1.2	企业自由现金流	1390	9319	10728	11943	11262
EV/EBITDA	7.0	6.2	5.3	5.2	5.1	权益自由现金流	6147	14190	10160	11581	11082

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032