

信义山证汇通天下

证券研究报告

铝

神火股份 (000933.SZ)

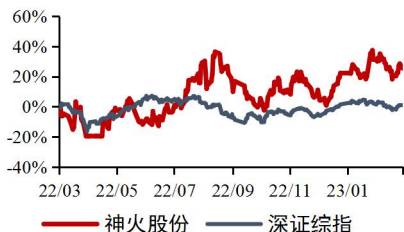
增持-A(首次)

创成立以来最好业绩，电池箔产能释放顺利

2023年3月28日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



数据来源：最闻

市场数据：2023年3月27日

收盘价(元):	18.02
年内最高/最低(元):	20.33/11.40
流通A股/总股本(亿):	22.31/22.51
流通A股市值(亿):	402.11
总市值(亿):	405.63

数据来源：最闻

基础数据：2022年12月31日

基本每股收益:	3.39
摊薄每股收益:	3.39
每股净资产(元):	9.41
净资产收益率:	40.49

数据来源：最闻

分析师:

杨立宏

执业登记编码: S0760522090002

邮箱: yanglihong@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2022年年报,2022年公司实现营收427.04亿元,同增23.80%;实现归母净利润75.71亿元,同增133.90%;实现扣非归母净利润77.71亿元,同增122.63%;基本每股收益3.36元,同增133.79%。其中,2022Q4实现营收105.70亿元,同比增长9.75%,环比增长0.79%;实现归母净利润17.16亿元,同比增长83.58%,环比增长30.14%。

事件点评

➢ 主要产品基本产销平衡,实现了公司成立以来的最好业绩。

1) 煤炭:2022年公司煤炭销售量为674.77万吨,同比增长3.10%;毛利率为52.82%,同比增长了3.74pct,主要系煤炭价格上涨;煤炭板块贡献了全年23%的营业收入,39%的毛利润。据测算,公司2022年煤炭平均售价为1464元/吨,略高于行业均价,单吨利润为733元。根据Wind数据,河南永城2022年无烟末煤车板平均价为1437.35元/吨,较2021年的1192.60增长了21%,较2020年的731.28元增长了97%。公司煤炭核定产能855万吨,2022年煤炭产量位列河南省第四位,是我国无烟煤主要生产企业之一。

2) 电解铝:云南神火二期项目投产后,公司电解铝产销量显著提升。2022年公司铝锭产量为163.5万吨,同比增长17.04%;销售量为162.60万吨,同比增长14.70%;毛利率为26.70%,同比下降了8.37pct;贡献了全年66%的营业收入,56%的毛利润。据测算,公司2022年电解铝单吨价格为1.74万元,单吨毛利为4640元。截至2022年12月31日,公司电解铝年产能170万吨,包括新疆煤电80万吨年产能与云南神火90万吨年产能。电解铝产能处于具有发电优势的新疆和绿色水电优势的云南地区,具备低成本电力优势;同时,靠近氧化铝主产地百色,紧邻我国铝消费最集中的华南市场和铝消费潜力快速增长的西部市场及东南亚,区位优势十分明显。公司在新疆地区打造出完整的电解铝产业链,80万吨/年电解铝生产线配套建设有阳极炭块和燃煤发电机组,产业链协同、低成本优势突出。公司电解铝毛利率(26.7%)位于行业第一梯队,根据各公司公告,2022年云铝股份、中国铝业、天山铝业电解铝毛利率分别为17.18%、12.78%、22.94%。

3) 铝箔:2022年公司神隆宝鼎高端双零铝箔项目一期5.5万吨满负荷生产,全年铝箔销售量为8.34万吨,同比增长39.70%;对公司营业收入贡献从2021年的4%增长至6%。随着神隆宝鼎二期年产6万吨高端双零铝箔逐渐建成投产,预计2023年、2024年公司铝箔产能分别由2022年的8万吨增长至为11万吨、13万吨;按单吨利润4000元(公司调研纪要数据)进行测算,预计



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



2023 年、2024 年分别可贡献利润 4.4、5.2 亿元。

➤ **电解铝低成本优势明显，铝箔产能释放持续贡献业绩。**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；预计全年实现营业收入 428 亿元，利润总额 61 亿元。根据 Wind 数据，2023 年 1 月、2 月河南永城无烟末煤车板均价分别为 1545、1570 元/吨，略高于 2022 年均价。根据百川盈孚数据，2023 年 1 月、2 月铝锭均价分别为 1.83、1.86 万元/吨；行业平均单吨毛利为 873.28、1258.86 元/吨。

投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.56\3.80\4.21，对应公司 3 月 27 日收盘价 18.02 元，2023-2025 年 PE 分别为 5.1\4.7\4.3，首次覆盖给予“增持-A”评级。

风险提示

➤ 大宗商品价格大幅波动风险；电价调整及限电风险；煤炭开采条件趋于复杂多变的的风险；电解铝需求不及预期风险。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	34,452	42,704	45,990	48,020	49,058
YoY(%)	83.2	24.0	7.7	4.4	2.2
净利润(百万元)	3,234	7,571	8,007	8,551	9,476
YoY(%)	802.6	134.1	5.8	6.8	10.8
毛利率(%)	35.7	31.3	33.5	34.7	34.8
EPS(摊薄/元)	1.44	3.36	3.56	3.80	4.21
ROE(%)	21.2	40.5	30.3	26.0	22.5
P/E(倍)	12.5	5.4	5.1	4.7	4.3
P/B(倍)	4.3	2.5	1.9	1.4	1.1
净利率(%)	9.4	17.7	17.4	17.8	19.3

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	15804	23645	27703	33116	43434
现金	10515	17907	22128	27065	37658
应收票据及应收账款	388	711	473	763	500
预付账款	693	462	782	517	811
存货	2777	3100	3027	3256	3147
其他流动资产	1431	1465	1293	1515	1319
非流动资产	37724	36833	39081	39761	39465
长期投资	3370	3576	3933	4315	4730
固定资产	20532	20716	22472	23025	22647
无形资产	4823	5245	5184	5046	5046
其他非流动资产	8998	7296	7491	7375	7041
资产总计	53528	60477	66784	72878	82899
流动负债	33055	34694	35494	33951	35882
短期借款	18373	21918	21918	21918	21918
应付票据及应付账款	6572	5855	7100	6185	7355
其他流动负债	8109	6922	6475	5848	6609
非流动负债	6098	4602	4122	3466	2682
长期借款	4891	3219	2739	2083	1299
其他非流动负债	1207	1383	1383	1383	1383
负债合计	39153	39296	39615	37417	38564
少数股东权益	5010	5137	5369	6039	6542
股本	2251	2251	2251	2251	2251
资本公积	2680	2659	2659	2659	2659
留存收益	4353	10914	16322	21908	28522
归属母公司股东权益	9365	16044	21800	29422	37794
负债和股东权益	53528	60477	66784	72878	82899

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	11296	14061	13545	10080	14651
净利润	3048	8576	8238	9221	9979
折旧摊销	1597	1694	1455	1596	1683
财务费用	1350	770	1904	1468	1028
投资损失	-312	-228	-259	-179	-245
营运资金变动	236	1513	2207	-2026	2206
其他经营现金流	5377	1736	0	0	0
投资活动现金流	-2387	-462	-3444	-2098	-1142
筹资活动现金流	-10745	-11403	-5880	-3046	-2915

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	1.44	3.36	3.56	3.80	4.21
每股经营现金流(最新摊薄)	5.02	6.25	6.02	4.48	6.51
每股净资产(最新摊薄)	4.16	7.13	9.68	13.07	16.79

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	34452	42704	45990	48020	49058
营业成本	22157	29338	30586	31366	31967
营业税金及附加	692	712	993	975	964
营业费用	387	329	535	481	473
管理费用	1049	764	1206	1165	1103
研发费用	145	184	215	245	224
财务费用	1350	770	1904	1468	1028
资产减值损失	-3587	9	423	-279	-109
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	312	228	259	179	245
营业利润	5346	10902	11233	12219	13434
营业外收入	194	144	195	206	185
营业外支出	464	386	243	280	343
利润总额	5077	10660	11185	12146	13276
所得税	2028	2083	2947	2925	3297
税后利润	3048	8576	8238	9221	9979
少数股东损益	-186	1005	232	670	503
归属母公司净利润	3234	7571	8007	8551	9476
EBITDA	7795	13357	13466	14411	15372

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	83.2	24.0	7.7	4.4	2.2
营业利润(%)	956.3	103.9	3.0	8.8	9.9
归属于母公司净利润(%)	802.6	134.1	5.8	6.8	10.8
获利能力					
毛利率(%)	35.7	31.3	33.5	34.7	34.8
净利率(%)	9.4	17.7	17.4	17.8	19.3
ROE(%)	21.2	40.5	30.3	26.0	22.5
ROIC(%)	10.4	21.8	18.8	18.0	16.7
偿债能力					
资产负债率(%)	73.1	65.0	59.3	51.3	46.5
流动比率	0.5	0.7	0.8	1.0	1.2
速动比率	0.3	0.6	0.7	0.8	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
应收账款周转率	55.6	77.7	77.7	77.7	77.7
应付账款周转率	2.0	4.7	4.7	4.7	4.7
估值比率					
P/E	12.5	5.4	5.1	4.7	4.3
P/B	4.3	2.5	1.9	1.4	1.1
EV/EBITDA	7.9	4.1	3.7	3.1	2.2

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话: 010-83496336

