

神火股份 (000933.SZ)

买入(维持评级)

2022 年报点评：煤铝量价齐升，铝箔有望成为新增长点

 当前价格： 18.02 元
 目标价格： 28.59 元

投资要点：

➤ **事件：公司发布2022年年报。**2022全年公司实现营业收入427.04亿元，同比+23.80%；归母净利润75.71亿元，同比+133.90%；扣非后归母净利润77.71亿元，同比+122.63%。2022Q4公司实现营业收入105.70亿元，同比+9.56%，环比+0.78%；归母净利润17.16亿元，同比+83.12%，环比+30.10%；扣非后归母净利润17.75亿元，同比+41.30%，环比+21.99%。

➤ **煤铝量价齐升+铝箔放量，助力公司业绩大幅增加。**1)量：公司实现煤炭产销量681.22/674.77万吨，同比+4.21%/3.10%；电解铝产销量163.50/162.60万吨，同比+16.24%/14.70%；铝箔产销量8.15/8.34万吨，同比+50.65%/39.70%。2)价：受宏观因素扰动影响，2022年电解铝均价升至19638.36元/吨，同比+3.56%。3)利：受电力及铝土矿价格的上涨影响，电解铝毛利率下降约8个百分点，受益于煤炭价格上涨，煤炭毛利率增加约4个百分点，公司总体毛利率31.30%，较2021年下降约4个百分点。

➤ **打造一体化低成本布局，竞争优势持续增强。**公司重视产业布局和资源配备，在配套自备电厂和自备预焙阳极的基础上，已经形成了成熟的“煤-电-铝”一体化循环经济产业链。公司自涉铝业以来发展迅猛，目前已形成了新疆和云南两大区域布局，合计产能170万吨，其中新疆煤电80万吨，云南神火90万吨，得益于新疆煤电的一体化优势以及云南神火的低电力、低氧化铝成本优势，公司竞争优势持续增强。根据百川盈孚统计，2022年电解铝行业全年平均加权成本约为17500元/吨，公司一体化具备约4800元/吨的成本优势。

➤ **加速布局下游业务，切入电池铝箔快车道。**目前公司已布局完成铝箔业务总产能8万吨，目前主要以生产食品铝箔、医药铝箔为主。为抓住电池铝箔发展机遇，神隆宝鼎二期6万吨新能源动力电池材料生产项目正在加速投建，预计2023年下半年投产，同时，公司最新公告称云南神火拟建设年产11万吨新能源电池铝箔项目，建成后公司铝箔产能合计将达到25万吨。

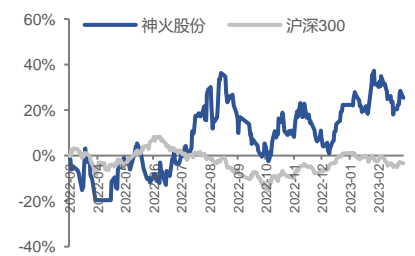
➤ **盈利预测与投资建议：**根据最新年报，将有效税率从25%下调到20%，调整公司2023-2025年归母净利润为82.00/102.82/98.24亿元（原23-24年为78.52/93.91亿元），给予目标价28.59元和“买入”评级。

➤ **风险提示：**产能释放不及预期，下游需求不及预期，原材料和能源价格波动风险

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	2251/2231
总市值/流通市值（百万元）	40563/40211
每股净资产（元）	7.13
资产负债率（%）	64.98
一年内最高/最低（元）	19.74/11.56

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 王保庆

执业证书编号：S0210522090001

邮箱：WBQ3918@hfzq.com.cn

相关报告

《神火股份(000933.SZ)：煤铝共振，量价齐升，业绩迎来兑现期》——20230322

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	34,452	42,704	44,292	51,109	51,866
增长率	83%	24%	4%	15%	1%
净利润(百万元)	3,234	7,571	8,200	10,282	9,824
增长率	803%	134%	8%	25%	-4%
EPS(元/股)	1.44	3.36	3.64	4.57	4.36
市盈率(P/E)	12.5	5.4	4.9	3.9	4.1
市净率(P/B)	4.3	2.5	1.9	1.4	1.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	17,907	8,858	14,955	24,895	营业收入	42,704	44,292	51,109	51,866
应收票据及账款	711	672	724	683	营业成本	29,338	28,248	30,447	31,706
预付账款	462	445	479	499	税金及附加	712	814	939	953
存货	3,100	3,780	3,855	3,896	销售费用	329	341	394	399
合同资产	0	0	0	0	管理费用	764	793	915	928
其他流动资产	1,465	2,578	2,880	2,462	研发费用	184	190	220	223
流动资产合计	23,645	16,333	22,894	32,435	财务费用	770	797	920	934
长期股权投资	3,576	3,576	3,576	3,576	信用减值损失	31	-2	-2	-3
固定资产	20,716	20,979	20,948	21,199	资产减值损失	-22	-5	-5	-5
在建工程	990	890	790	790	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	5,218	4,873	4,686	4,536	投资收益	228	200	150	100
商誉	0	0	0	0	其他收益	40	30	20	20
其他非流动资产	6,333	6,945	7,400	7,938	营业利润	10,902	13,352	17,459	16,855
非流动资产合计	36,833	37,263	37,399	38,038	营业外收入	144	150	100	100
资产合计	60,477	53,595	60,293	70,473	营业外支出	386	300	250	250
短期借款	21,918	5,315	0	0	利润总额	10,660	13,202	17,309	16,705
应付票据及账款	5,855	7,302	7,894	7,495	所得税	2,084	2,640	3,462	3,341
预收款项	0	3	1	1	净利润	8,576	10,562	13,847	13,364
合同负债	239	797	920	934	少数股东损益	1,005	2,362	3,565	3,540
其他应付款	2,577	2,835	3,118	3,430	归属母公司净利润	7,571	8,200	10,282	9,824
其他流动负债	4,106	5,318	5,469	5,339	EPS (按最新股本摊薄)	3.36	3.64	4.57	4.36
流动负债合计	34,694	21,569	17,403	17,199					
长期借款	3,219	1,419	619	-181	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	1,383	1,185	1,253	1,323	成长能力				
非流动负债合计	4,602	2,603	1,871	1,142	营业收入增长率	24.0%	3.7%	15.4%	1.5%
负债合计	39,296	24,173	19,274	18,341	EBIT 增长率	77.9%	22.5%	30.2%	-3.2%
归属母公司所有者权益	16,044	21,923	29,954	37,527	归母公司净利润增长率	134.1%	8.3%	25.4%	-4.5%
少数股东权益	5,137	7,499	11,065	14,605	获利能力				
所有者权益合计	21,181	29,423	41,019	52,132	毛利率	31.3%	36.2%	40.4%	38.9%
负债和股东权益	60,477	53,595	60,293	70,473	净利率	20.1%	23.8%	27.1%	25.8%
					ROE	35.7%	27.9%	25.1%	18.8%
					ROIC	30.1%	48.9%	54.1%	40.8%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	65.0%	45.1%	32.0%	26.0%
经营活动现金流	14,061	13,639	17,386	16,511	流动比率	0.7	0.8	1.3	1.9
现金收益	11,047	13,241	16,648	16,169	速动比率	0.6	0.6	1.1	1.7
存货影响	-323	-680	-75	-41	营运能力				
经营性应收影响	-69	61	-82	26	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.7
经营性应付影响	-919	1,708	874	-87	应收账款周转天数	5	6	5	5
其他影响	4,326	-691	20	444	存货周转天数	36	44	45	44
投资活动现金流	-462	-2,104	-1,942	-2,375	每股指标 (元)				
资本支出	-2,269	-1,700	-1,564	-1,972	每股收益	3.36	3.64	4.57	4.36
股权投资	-206	0	0	0	每股经营现金流	6.25	6.06	7.72	7.34
其他长期资产变化	2,013	-404	-378	-403	每股净资产	7.13	9.74	13.31	16.67
融资活动现金流	-11,403	-20,584	-9,347	-4,196	估值比率				
借款增加	1,007	-17,313	-6,217	-1,052	P/E	5	5	4	4
股利及利息支付	-2,066	-3,583	-3,199	-3,075	P/B	3	2	1	1
股东融资	7	0	0	0	EV/EBITDA	52	43	34	35
其他影响	-10,351	312	69	-69					

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn