

# 神火股份 (000933.SZ)

买入 (首次评级)

公司研究  
证券研究报告

## 低成本优势凸显

### 投资逻辑

铝锭低成本优势凸显，铝箔产能持续扩张。2022年公司铝锭和煤炭两大核心业务的营收和毛利占比超过80%。公司具备电解铝产能170万吨/年（新疆神火80万吨/年，云南神火90万吨/年）。云南神火靠近氧化铝主产地广西百色，水电电价处于行业偏低水平，成本优势明显。欧盟启动碳关税政策后，云南水电铝的绿电溢价有望进一步提升。新疆神火毗邻准东煤田，疆内煤价较低且稳定，自备电叠加预焙阳极自给，电解铝成本优势凸显。

铝加工板块产能持续扩张，水电铝箔项目进入前期阶段。公司目前具备铝箔产能8万吨（上海铝箔2.5万吨，神隆宝鼎5.5万吨），神隆宝鼎二期6万吨电池铝箔正在积极推进，预计年底开始调试。云南新材料11万吨具有绿电优势的水电铝箔正在进行项目前期，预计未来2-3年内公司铝加工板块形成25万吨的铝箔生产能力。梁北煤矿改扩建完成，刘河煤矿扩储积极推进。梁北煤矿改扩建完成后，公司煤炭产能达到855万吨（永城矿区345万吨/年，许昌、郑州矿区510万吨/年），但是实际达产仍需时间，预计未来几年煤炭产量将稳步提高。永城矿区产品为无烟精煤，许昌矿区的梁北和泉店煤矿产品为炼焦配煤，二者均为冶金煤，下游客户主要为大型钢厂。郑州矿区的大磨岭煤矿产品为动力煤。

国内产能红线已达，碳税推高长期铝价中枢。中长期来看，受到后续有色行业可能的碳税以及电价等因素影响，铝价运行中枢将逐步抬高，预计23-25年分别为1.9/1.95/2.0万元/吨；氧化铝价格预计将维持在目前3000元/吨的中枢水平。煤炭市场受限于国内已规划待开发整装矿权少、新建煤矿客观的建矿周期长、铁路运力短期难以快速改善及煤炭进口量大幅减少且短期难以增长，供需“紧平衡”的基本格局有望持续。

### 盈利预测、估值和评级

预计公司23-25年营收分别为378/395/412亿元，预计实现归母净利润分别为54.64/55.19/61.95亿元，EPS分别为2.43/2.45/2.75元，对应PE分别为5.59/5.53/4.93倍。参考电解铝和煤炭行业2023年9.42倍PE估值以及公司历史估值水平，考虑到公司电解铝低成本优势及煤炭板块的成长性，给予2023年7XPE，目标价16.99元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

产品价格大幅波动；电解铝复产不及预期；生产成本大幅上涨。

金属材料组

分析师：李超（执业S1130522120001）

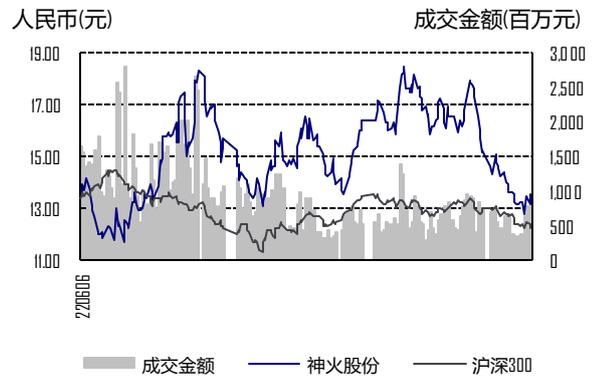
lichao3@gjzq.com.cn

联系人：宋洋

songyang@gjzq.com.cn

市价（人民币）：13.57元

目标价（人民币）：16.99元



### 公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	34,452	42,704	37,849	39,544	41,231
营业收入增长率	83.16%	23.95%	-11.37%	4.48%	4.27%
归母净利润(百万元)	3,234	7,571	5,464	5,519	6,195
归母净利润增长率	802.57%	134.11%	-27.83%	1.00%	12.24%
摊薄每股收益(元)	1.437	3.364	2.428	2.452	2.752
每股经营性现金流净额	4.85	6.10	3.44	4.10	4.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	34.53%	47.19%	27.01%	22.41%	20.86%
P/E	6.33	4.45	5.59	5.53	4.93
P/B	2.18	2.10	1.51	1.24	1.03

来源：公司年报、国金证券研究所

## 内容目录

一、神火股份——低成本铝锭优势凸显，铝箔产能持续扩张.....	3
二、铝锭：产业链条完整，区位优势 and 成本优势明显.....	4
2.1 氧化铝—参股龙州新翔生态铝业.....	4
2.2 电力—新疆自备电优势明显.....	5
2.3 电解铝—两大低成本区域布局.....	5
2.4 铝箔—产能扩张，成长性高.....	5
三、煤炭：梁北煤矿改扩建完成，刘河煤矿扩储积极推进.....	6
四、国内产能红线已达，碳税推高长期铝价中枢.....	6
五、盈利预测与投资建议.....	7
5.1 核心假设.....	7
5.2 盈利预测.....	8
5.3 估值及投资建议.....	9
六、风险提示.....	10

## 图表目录

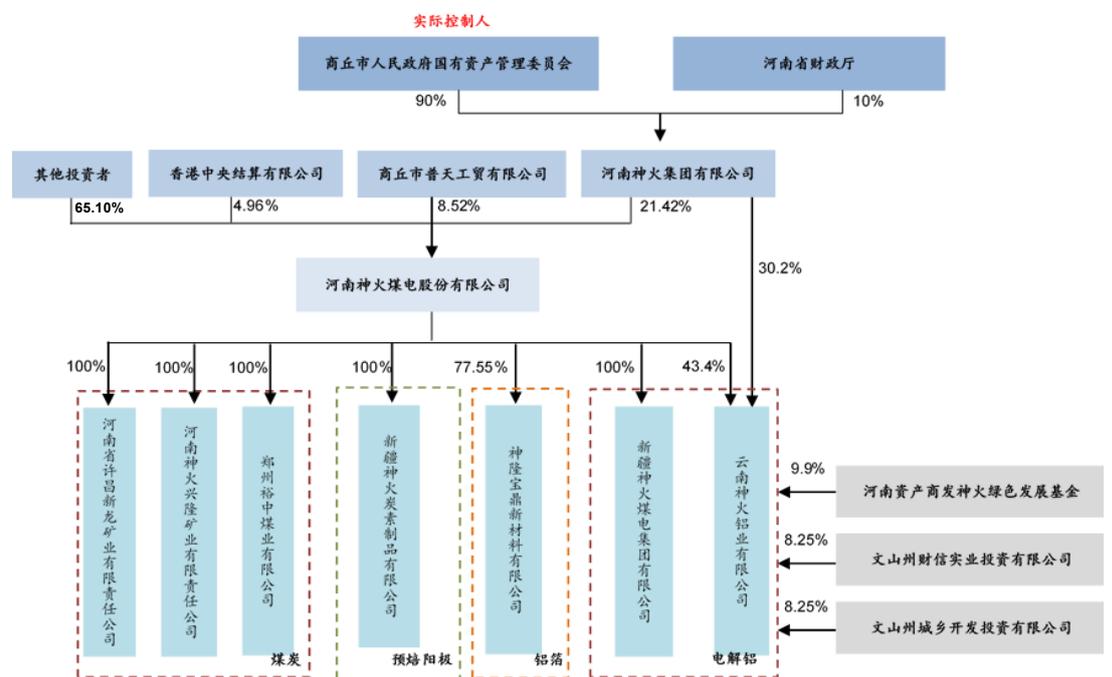
图表 1： 公司股权结构图（截止至 2023 年 03 月 31 日）.....	3
图表 2： 2016-1Q2023 公司营收及增速.....	4
图表 3： 2016-1Q2023 公司归母净利润及增速.....	4
图表 4： 2016-2022 年公司分产品营收占比.....	4
图表 5： 2016-2022 年公司分产品毛利占比.....	4
图表 6： 参股氧化铝公司产能情况（万吨）.....	4
图表 7： 公司电力供应（亿度）.....	5
图表 8： 公司预焙阳极产能（万吨）.....	5
图表 9： 公司电解铝产能及分布（万吨）.....	5
图表 10： 公司铝箔产能（万吨）.....	6
图表 11： 公司煤矿产能及地区分布（万吨）.....	6
图表 12： 电解铝和氧化铝价格震荡偏强（元/吨）.....	7
图表 13： 预焙阳极价格持续回调（元/吨）.....	7
图表 14： 河南永城无烟精煤车板价（元/吨）.....	7
图表 15： 营业收入、营业成本及相关比率预测.....	9
图表 16： 可比公司估值（收盘价：元/股；EPS：元；PE：倍；基于 23 年 6 月 6 日收盘价）.....	10

## 一、神火股份——低成本铝锭优势凸显，铝箔产能持续扩张

河南神火煤电股份有限公司成立于1998年，次年8月在深交所上市。经过二十多年深耕，神火集团以上市公司为平台，以资本运作为手段，通过抢抓机遇实施兼并重组、新疆扩张，成功打造了煤电铝材主产业链，实现了低成本规模扩张和煤电铝材一体化经营、煤发电，电炼铝，铝变材，各产业相互支撑协同发展，实现了内部效益最大化，增强了企业抗风险能力。公司主营业务为煤炭、铝产品的生产、加工和销售及发供电。铝产品业务的主要产品为铝锭和铝箔；煤炭业务的主要产品为煤炭和型焦。

截至2023年03月31日，河南神火集团直接持有公司21.42%股权并直接持有子公司云南神火铝业有限公司30.2%的股权，公司实际控制人为商丘市人民政府国有资产监督管理委员会，是河南省重点支持发展的煤炭和铝加工企业集团。其中，电解铝板块的主要子公司为新疆煤电、云南神火，铝箔板块的主要子公司为神隆宝鼎及其子公司上海铝箔，煤炭板块的主要子公司为新龙矿业、兴隆矿业以及裕中煤业，并有全资子公司新疆炭素主要生产预焙阳极。

图表1：公司股权结构图（截止至2023年03月31日）



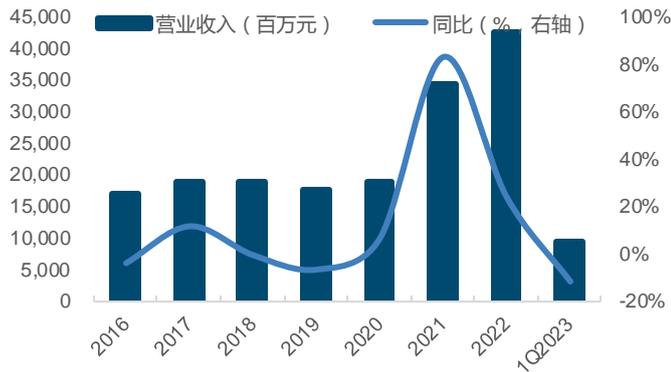
来源：IFinD，公司2023年一季报，国金证券研究所

注：股权结构图只包括公司各版块主要子公司

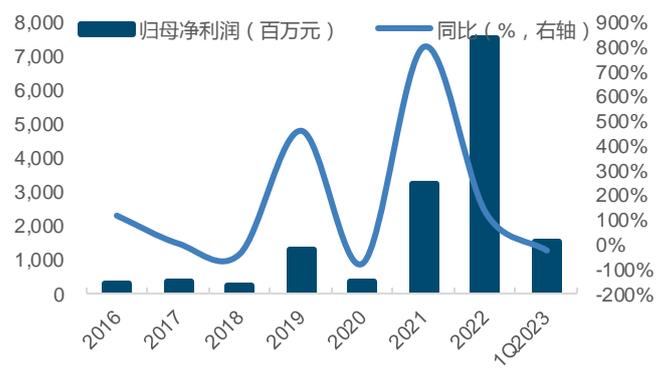
未来，集团致力打造产业链条化企业，即：聚焦“煤电铝材”四大核心业务，围绕优化煤炭产业、做强铝电产业、做优铝加工产业、做精做优辅助产业的发展方针，统筹集团上下游产业协同和专业合作，充分发挥新疆、河南煤炭资源以及广西氧化铝资源禀赋优势，新疆、云南电解铝生产成本优势，上海、河南铝加工技术优势，集团配套产业基础优势等比较优势，重点做大煤炭、电解铝产业规模加固产业链条，聚焦公司铝土矿、氧化铝短板补齐产业链条，拓展产业范围延伸产业链条，创新升级高质量发展做强产业链条，进一步促进各类要素资源优化配置，构建具有战略性、全局性、更高附加值的产业链条，推动全产业链优化升级。

公司整体经营稳健，2022年主营业务板块对营收贡献比例接近100%。2022年公司实现营收427.04亿元，同比增长23.80%；实现归母净利润75.71亿元，同比增加133.90%。根据2023年一季报，公司营业收入为95.15亿，同比减少11.49%，归母净利润为15.46亿，同比减少20.65%。1Q23公司业绩同环比下滑，一方面，因为核心产品售价同环比下跌，1Q23长江有色铝含税均价为1.85万元/吨，同比-16.82%，环比-1.62%；无烟煤(Q7000)含税均价为2039元/吨，同比-6.69%，环比-11.28%。另一方面，3月份开始云南神火进一步压降用电负荷导致运行产能进一步下降。

图表2: 2016-1Q2023 公司营收及增速



图表3: 2016-1Q2023 公司归母净利润及增速

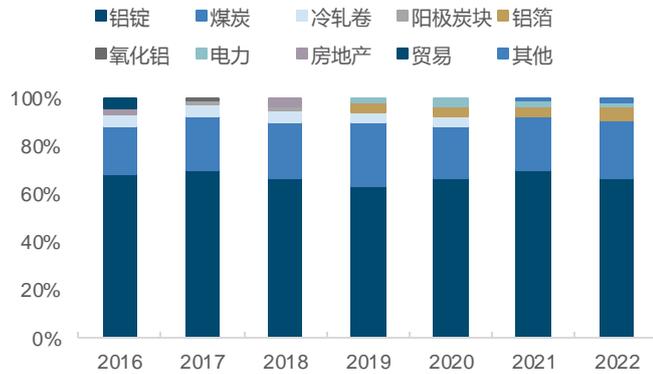


来源: 公司 2016-2022 年年报, 公司 2022-2023 一季报, 国金证券研究所

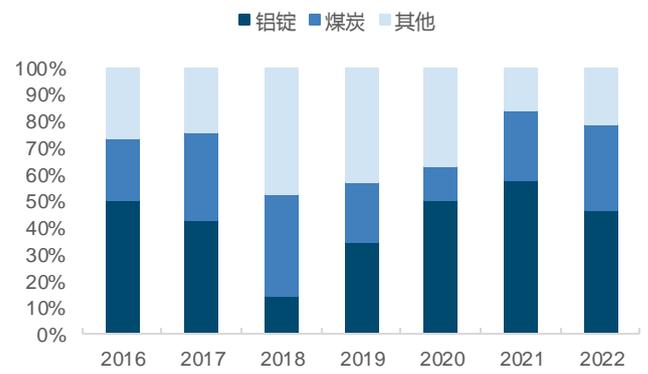
来源: 公司 2016-2022 年年报, 公司 2022-2023 一季报, 国金证券研究所

2022 年铝锭和煤炭两大核心业务对公司的营收和毛利占比超过 80%。铝锭业务毛利占比自 2018 年的一直处于增长状态, 21 年占比达到 57.66%。煤炭毛利占比除 2020 年均超过 20%, 贡献较大。

图表4: 2016-2022 年公司分产品营收占比



图表5: 2016-2022 年公司分产品毛利占比



来源: 公司 2016-2022 年年报, 国金证券研究所

来源: 公司 2016-2022 年年报, 国金证券研究所

## 二、铝锭：产业链条完整，区位优势和本成本优势明显

### 2.1 氧化铝—参股龙州新翔生态铝业

2020 年 8 月, 公司出资 4.41 亿元, 持有广西龙州新翔生态铝业有限公司 36% 股权, 龙州铝业厂址位于广西壮族自治区崇左市龙州县龙北农场, 项目总体规划设计年产 200 万吨氧化铝, 其中一期 100 万吨氧化铝项目总投资 31.20 亿元, 建设期为 2 年, 于 2019 年 11 月开始开工建设, 已于 2021 年 6 月一次性投产成功。另外, 建设项目还包括副产铁精矿 30 万吨, 配套建设装机容量为 30 兆的热电联产机组。项目积极响应国家循环经济的产业政策, 在采用拜耳法工艺技术生产工业级氧化铝的基础上, 充分利用龙州及周边铝土矿的特性, 通过自有技术提取镓和铁(年产铁精粉约 60 万吨, 年产镓约 80 吨), 提升产品附加值, 达到资源综合利用的目的。

图表6: 参股氧化铝公司产能情况 (万吨)

产品	所属单位	持股比例	产能	状态
氧化铝	龙州铝业	36%	100	在产
			100	规划
合计-在产			100	

来源: 河南神火煤电股份有限公司关于参股广西龙州新翔生态铝业有限公司的公告, 公司 2022 年年报, 国金证券研究所

## 2.2 电力—新疆自备电优势明显

公司 2022 年电力营收 7.79 亿元，营收占比 1.82%。装机容量为 2000MW，其中永城区域有一台 600MW 发电机组，新疆区域有 4 台 350MW 发电机组，且新疆 4 个发电机组距离煤矿较近，同时新疆地区建设有连接煤炭原料产地和电厂的输煤皮带走廊。公司 2022 年实现供电 122.91 亿度，其中永城厂区 19.63 亿度，新疆厂区 103.28 亿度，完成年度计划的 101.14%。按照每吨电解铝耗电 13500 度估算，新疆厂区基本可以实现电力的自给自足，能够以自备电形式充分利用当地低廉煤炭。

图表7：公司电力供应（亿度）

	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年
装机容量	2000MW	2000MW	2000MW	2000MW
发电量	-	133.34	128.72	130.80
供电量	122.91	126.08	121.50	123.57

来源：公司 2019-2022 年年报，国金证券研究所

公司本部及其全资子公司新疆炭素生产预焙阳极，目前产能为 56 万吨，其中永城厂区产能为 16 万吨，新疆厂区产能为 40 万吨。

图表8：公司预焙阳极产能（万吨）

产品	所属单位	产能	状态
预焙阳极	河南神火	16	在产
	新疆炭素	40	在产
合计-在产		56	

来源：公司 2022 年年报，国金证券研究所

## 2.3 电解铝—两大低成本区域布局

公司在云南和新疆分别布局 90 万吨和 80 万吨电解铝产能，低成本扩张路径使得公司毛利率在同业中处于领先地位。

云南神火：公司当前持有云南神火 43.4% 的股权，云南限产对公司利润影响有限。云南电价优惠取消后云南神火电价水平在全行业中仍处于偏低水平，成本优势明显。其次，云南电解铝具有极大的区位优势，其位于文山州富宁县，可以利用绿色无污染的水电作为主要能源，符合我国生态文明建设的整体布局，而且距离氧化铝生产地广西百色仅 120 余公里，又紧邻我国铝消费最集中地华南市场和铝消费潜力快速增长的西部市场及东南亚、南亚等铝产品主要消费国，区位优势十分明显。另外，云南神火具备绿电铝优势，欧盟启动碳关税政策以及国内“双碳”政策落实后，云南水电铝的绿电铝溢价有望进一步提升。

新疆神火：稳居成本第一梯队，产销稳定，是公司电解铝业务的压舱石。其次，新疆电价是全国最低水平，且预焙阳极百分百自给并具有自备电优势。另外，新疆神火距离准东煤矿较近，运输成本较低。新疆神火受益于新疆优质且低价的煤资源，可以确保原材料价格的稳定性，具有区位优势和成本优势。

再生铝：2020 年 10 月，公司与帅翼驰新材料集团有限公司签订《合作协议》，协议约定本公司与帅翼驰成立项目公司以运作年产能 50 万吨的再生铝项目，公司以永城铝厂及 135MW 示范电站的土地、厂房和设备等资产经评估后作价出资，在项目公司的持股比例不高于 49%；帅翼驰以现金出资，在项目公司的持股比例不低于 51%。目前公司再生铝项目尚在规划中，预计会逐步开展。

图表9：公司电解铝产能及分布（万吨）

产品	所属单位	持股比例	核定产能	权益产能
电解铝	云南神火	43.4%	90	39.06
电解铝	新疆煤电	100%	80	80
合计			170	119.06

来源：公司 2022 年年报，公司 2021 年半年报，国金证券研究所

## 2.4 铝箔—产能扩张，成长性高

2019 年公司收购母公司持有的铝箔资产，受益于新能源汽车景气延续、储能领域超预期

增长的双重拉动，电池箔产销量大幅增长，成为增速最快的铝箔产品，带动了铝箔行业的整体快速发展，铝箔的产销持续走高，是目前公司成长性最高的板块，高端化路线有望带动盈利能力改善。上海神火铝箔有限公司（以下简称“上海铝箔”）2.5万吨为食品医药包装箔，神隆宝鼎新材料有限公司（以下简称“神隆宝鼎”）一期5.5万吨三分之二的量为食品医药包装箔，三分之一的量为电池铝箔。神隆宝鼎二期6万吨电池铝箔正在积极推进，预计年底开始调试，目前公司电池铝箔业务已于2022年年底通过行业16949认证，随着二期项目的建成投产，一期产能随时具备转产条件；云南新材料11万吨具有绿电优势的水电铝箔正在进行项目前期，预计未来2-3年内公司铝加工板块形成25万吨的铝箔生产能力。

图表10：公司铝箔产能（万吨）

产品	所属单位	持股比例	核定产能	权益产能	状态
食品医药包装箔	上海铝箔 (神隆宝鼎全资子公司)	77.55%	2.5	1.94	在产
食品医药包装箔+	神隆宝鼎	77.55%	5.5	4.50	在产
电池铝箔			6.0	4.65	在建
铝箔	云南神火	43.4%	11	4.77	规划
合计-在产			8	6.20	
总计			25	15.63	

来源：公司2022年年报，2023年4月14日投资者关系活动记录表，国金证券研究所

### 三、煤炭：梁北煤矿改扩建完成，刘河煤矿扩储积极推进

截至2022年底，公司煤炭产能达到855万吨，其中永城矿区345万吨，许昌、郑州矿区510万吨，保障公司主要业务板块资源需求，具有明显的能源优势和成本优势。2022年煤炭产量达681.22万吨，同比增长4.21%，其中永城矿区323.72万吨，同比增长4.49%，许昌、郑州矿区357.5万吨，同比增长3.95%。

2018年河南平顶山矿区梁北煤矿开启改扩建工程，项目总投资22.27亿元，产能将由90万吨/年扩建至240万吨/年。截至2022年底，公司梁北煤矿改扩建项目已完成，刘河煤矿扩储正在积极推进。公司将大力推进梁北选煤厂扩建项目投产投运、和成煤矿续建项目，尽快形成梯次接续，持续推进矿井“一优三减”、智能化建设，并进一步加大煤炭等优质资源的获取力度。

图表11：公司煤矿产能及地区分布（万吨）

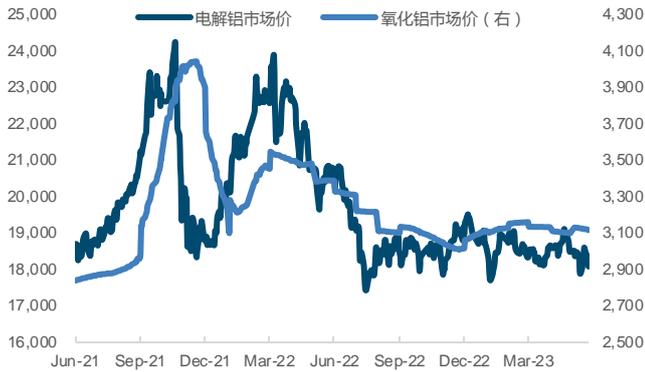
矿区	矿井	地区	煤种	持股	核定产能	权益产能	状态
永城矿区	新庄煤矿	河南永城	无烟煤	100%	180	180	在产
	刘河煤矿	河南永城	无烟煤	100%	45	45	在产
	薛湖煤矿	河南永城	无烟煤	100%	120	120	在产
许昌、郑州矿区	泉店煤矿	河南许昌	贫瘦煤	82%	210	172.2	在产
	梁北煤矿	河南许昌	贫瘦煤	100%	240	240	在产
	大磨岭煤矿	河南郑州	贫瘦煤	35.7%	60	21.42	在产
合计					855	778.62	

来源：公司2022年年报，国金证券研究所

### 四、国内产能红线已达，碳税推高长期铝价中枢

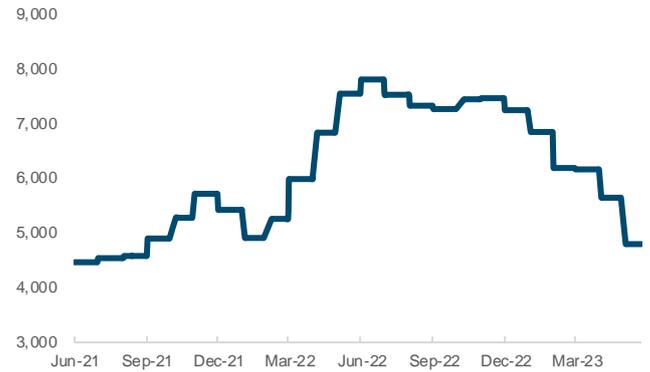
2023年以来，国内电解铝和氧化铝价格均维持震荡偏强运行。电解铝方面，国内产能天花板基本达到，后续新增产能较少，而需求端增速韧性较强，叠加云南缺电导致的当地电解铝停产比例达40%，在旺季去库的背景下，铝价支撑性较强。中长期来看，受到后续有色行业可能的碳税以及电价等因素影响，铝价运行中枢将逐步抬高。氧化铝方面，国内总体产能略有过剩，但是因为氧化铝相对电解铝更容易停产复产，而国内山西河南等地氧化铝成本较高，对氧化铝价格形成有效支撑，因此我们预计在供给端不出现大规模减产的情况下，预计氧化铝价格将维持在目前的中枢水平。预焙阳极价格受到石油焦和煤沥青等原材料价格下跌影响，市场价格逐步回归正常水平。

图表12: 电解铝和氧化铝价格震荡偏强 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表13: 预焙阳极价格持续回调 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

煤炭市场受限于国内已规划待开发整装矿权少、新建煤矿客观的建矿周期长、铁路运力短期难以快速改善及煤炭进口量大幅减少且短期难以增长, 供需“紧平衡”的基本格局有望持续, 预期价格仍将会维持在合理区间。

图表14: 河南永城无烟精煤车板价 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

## 五、盈利预测与投资建议

### 5.1 核心假设

#### (1) 价格假设

氧化铝价格: 2022 年氧化铝含税均价为 3011 元/吨, 国内山西河南等地氧化铝成本对国内价格形成支撑, 在供给过剩的背景下, 预计 23-25 年国内氧化铝含税均价分别为 3000/3000/3000 元/吨。(23 年 1-5 月氧化铝含税均价为 2979 元/吨)

电解铝价格: 2022 年电解铝含税价格为 1.99 万元/吨, 当前电解铝运行产能已接近产能红线, 电力紧张导致的限产或将常态化, 增加供给端不确定性; 地产竣工的改善以及疫后经济的复苏预期将有效拉动需求。供需紧平衡和成本端支撑将导致电解铝价格高位运行。预计 23-25 年电解铝含税均价分别为 1.90/1.95/2.00 万元/吨。(23 年 1-5 月电解铝含税均价为 18476 元/吨)

无烟精煤价格: 2022 年无烟精煤含税均价为 2121 元/吨, 供应端持续偏强, 产地煤矿受增产政策推进, 生产积极性较高, 而进口零关税政策也有一定延续性, 预计无烟煤价格运行中枢有所下移。预计 23-25 年无烟精煤含税均价分别为 1500/1300/1300 元/吨。(23 年 1-5 月无烟精煤含税均价为 1804 元/吨)

#### (2) 成本假设

预焙阳极价格: 预焙阳极价格与石油焦、煤沥青等价格相关度较高, 主要受原油价格影响, 2022 年国内预焙阳极含税均价为 7172 元/吨, 今年以来, 随着原油价格的回调, 预焙阳

极价格也有所下降，预计 23-25 年预焙阳极含税均价分别为 5000/5000/5000 元/吨。（23 年 1-5 月预焙阳极含税均价为 6253 元/吨）

电力成本：结合云南水电成本变化以及新疆自备电成本情况，预计 23-25 年平均用电成本（不含税）为 0.28 元/度。

吨铝制造成本：基于以上两个核心假设，预计 23-25 年公司电解铝不含税单吨制造成本分别为 1.17/1.17/1.17 万元/吨。

### （3）销量假设

铝产品销量：基于公司 22 年年报中所列 23 年经营计划以及考虑到云南水电特性，预计 23-25 年公司铝产品销量分别为 157/157/157 万吨。（23-25 年销量假设主要基于过去两年云南地区限电限产情况，假设云南每年存在两个季度压降用电负荷，其中一个季度压降 40%，一个季度压降 20%）

煤炭销量：基于公司 22 年年报中所列 23 年经营计划以及公司煤矿运行情况，预计 23-25 年公司煤炭产品销量分别为 700/750/800 万吨。（公司梁北煤矿改扩建项目已完成，刘河煤矿扩储正在积极推进，完全投产后将显著增加公司产量。）

### （4）其他假设

除铝产品和煤炭板块外，公司主营业务还有电力、贸易、运输等营收占比较低的板块。假设相关板块 23-25 年营业收入和营业成本维持 2022 年水平。

营业税金及附加/销售收入：该比率在 20-22 年分别为 2.29%、2.01%、1.67%，20 年该比例略高主因增值税税率在 20 年发生过调整，而 22 年比例虽然相对 21 年存在下降，但是绝对额相差较小，因此假设 23-25 年该比率维持 21-22 年均值 1.84%。

销售费用率：20-22 年分别为 1.82%、1.12%、0.77%，21 年大幅下降主因会计准则变更，运费进入营业成本项目，而 22 年比例虽然相对 21 年略降，但是绝对额相差较小，因此假设 23-25 年该比率维持 21-22 年均值 0.95%。

管理费用率：20-22 年分别为 3.31%、3.04%、1.79%，总体呈现下降趋势，主因公司持续开展对标降本活动，管理效益有所提升，保守起见，假设 23-25 年该比例维持 21-22 年均值 2.42%。

研发费用率：20-22 年分别为 0.72%、0.42%、0.43%，21-22 年维持相对稳定。保守起见，假设 23-25 年该比例维持 21-22 年均值 0.43%。

## 5.2 盈利预测

根据上述核心假设，预计公司 23-25 年营收分别为 378/395/412 亿元，预计实现归母净利润分别为 54.64/55.19/61.95 亿元，EPS 分别为 2.43/2.45/2.75 元，对应 PE 分别为 5.59/5.53/4.93 倍。

**图表15: 营业收入、营业成本及相关比率预测**

单位: 百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入					
采掘业	7,907	10,089	7,401	6,865	7,313
有色金属	23,789	28,511	26,518	27,211	27,903
电解铝深加工	1,659	2,624	2,449	3,989	4,535
电力	642	779	779	779	779
贸易	0	2	2	2	2
运输	29	31	31	31	31
其他	426	668	668	668	668
营业收入	34,452	42,704	37,849	39,544	41,231
营业成本					
采掘业	4,101	4,662	4,836	5,154	5,490
有色金属	15,489	20,714	18,490	18,452	18,473
电解铝深加工	1,483	2,236	2,143	3,538	4,134
贸易	0	2	2	2	2
其他	1,084	1,724	1,724	1,724	1,724
营业成本	22,157	29,338	27,194	28,870	29,823
营业毛利					
采掘业	3,806	5,427	2,565	1,710	1,823
有色金属	8,300	7,797	8,028	8,759	9,430
电解铝深加工	176	387	306	451	400
贸易	0	0	0	0	0
其他	12	-246	-246	-246	-246
营业毛利	12,294	13,366	10,655	10,674	11,408
营业税金及附加/销售收入	2.01%	1.67%	1.84%	1.84%	1.84%
销售费用率	1.12%	0.77%	0.95%	0.95%	0.95%
管理费用率	3.04%	1.79%	2.42%	2.42%	2.42%
研发费用率	0.42%	0.43%	0.43%	0.43%	0.43%

来源: Wind, 国金证券研究所

### 5.3 估值及投资建议

参考电解铝和煤炭行业 2023 年 9.42 倍 PE 估值以及公司历史估值水平, 考虑到公司电解铝低成本优势及煤炭板块的成长性, 给予 2023 年 7XPE, 目标价 16.99 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**图表16: 可比公司估值 (收盘价: 元/股; EPS: 元; PE: 倍; 基于23年6月6日收盘价)**

公司简称	股票代码	收盘价	EPS					PE				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
中国铝业	601600.SH	5.52	0.29	0.24	0.41	0.48	0.55	139.90	15.10	13.51	11.54	10.02
云铝股份	000807.SZ	13.11	1.06	1.32	1.42	1.72	1.98	42.92	11.62	9.21	7.64	6.62
电投能源	002128.SZ	13.27	1.85	2.07	1.94	2.09	2.22	13.78	6.66	6.82	6.36	5.99
中国神华	601088.SH	29.31	2.53	3.50	3.61	3.68	3.75	11.42	10.92	8.13	7.96	7.82
平均								52.01	11.07	9.42	8.37	7.61
神火股份	000933.SZ	13.57	1.45	3.38	2.43	2.45	2.75	57.10	10.41	5.59	5.53	4.93

来源: Wind, 国金证券研究所

注: 除中国铝业和云铝股份外, EPS 均为 Wind 一致预期。

## 六、风险提示

产品价格大幅下跌。公司对外销售产品主要为煤炭和电解铝, 若产品市场价格大幅波动, 会对公司营收规模、业绩水平产生较大影响。

电解铝复产不及预期。受云南限电限产影响, 公司云南神火产能目前限产 40%, 后期复产不及预期将会影响利润情况。

生产成本大幅上涨。公司电解铝成本端主要为氧化铝、预焙阳极以及电力等, 如果成本端出现大幅上涨, 将对公司业绩产生较大影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>18,809</b>	<b>34,452</b>	<b>42,704</b>	<b>37,849</b>	<b>39,544</b>	<b>41,231</b>	货币资金	14,151	10,515	17,907	17,658	18,672	19,340	
增长率	83.2%	24.0%	-11.4%	4.5%	4.3%		应收款项	1,976	1,066	1,781	1,886	1,970	2,054	
<b>主营业务成本</b>	<b>-14,766</b>	<b>-22,157</b>	<b>-29,338</b>	<b>-27,194</b>	<b>-28,870</b>	<b>-29,823</b>	存货	2,051	2,777	3,100	3,725	3,955	4,085	
%销售收入	78.5%	64.3%	68.7%	71.8%	73.0%	72.3%	其他流动资产	1,883	1,446	856	1,210	1,260	1,289	
<b>毛利</b>	<b>4,044</b>	<b>12,294</b>	<b>13,366</b>	<b>10,655</b>	<b>10,674</b>	<b>11,408</b>	流动资产	20,062	15,804	23,645	24,479	25,858	26,769	
%销售收入	21.5%	35.7%	31.3%	28.2%	27.0%	27.7%	%总资产	33.1%	29.5%	39.1%	39.0%	39.4%	39.5%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-430</b>	<b>-692</b>	<b>-712</b>	<b>-695</b>	<b>-726</b>	<b>-757</b>	长期投资	3,393	3,859	4,228	4,228	4,228	4,228	
%销售收入	2.3%	2.0%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	固定资产	26,401	21,565	21,731	22,953	24,057	25,043	
<b>销售费用</b>	<b>-342</b>	<b>-387</b>	<b>-329</b>	<b>-358</b>	<b>-374</b>	<b>-390</b>	%总资产	43.5%	40.3%	35.9%	36.6%	36.7%	36.9%	
%销售收入	1.8%	1.1%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	无形资产	5,844	5,893	5,957	6,262	6,614	6,984	
<b>管理费用</b>	<b>-622</b>	<b>-1,049</b>	<b>-764</b>	<b>-915</b>	<b>-956</b>	<b>-996</b>	非流动资产	40,576	37,724	36,833	38,305	39,711	41,018	
%销售收入	3.3%	3.0%	1.8%	2.4%	2.4%	2.4%	%总资产	66.9%	70.5%	60.9%	61.0%	60.6%	60.5%	
<b>研发费用</b>	<b>-135</b>	<b>-145</b>	<b>-184</b>	<b>-161</b>	<b>-169</b>	<b>-176</b>	<b>资产总计</b>	<b>60,637</b>	<b>53,528</b>	<b>60,477</b>	<b>62,784</b>	<b>65,568</b>	<b>67,787</b>	
%销售收入	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	短期借款	21,155	21,169	23,848	21,301	18,070	13,785	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>2,514</b>	<b>10,021</b>	<b>11,378</b>	<b>8,525</b>	<b>8,449</b>	<b>9,088</b>	应付款项	17,636	9,414	8,737	9,096	9,654	9,974	
%销售收入	13.4%	29.1%	26.6%	22.5%	21.4%	22.0%	其他流动负债	1,514	2,472	2,109	1,939	2,016	2,134	
<b>财务费用</b>	<b>-1,420</b>	<b>-1,350</b>	<b>-770</b>	<b>-823</b>	<b>-667</b>	<b>-453</b>	流动负债	40,305	33,055	34,694	32,335	29,740	25,893	
%销售收入	7.5%	3.9%	1.8%	2.2%	1.7%	1.1%	长期贷款	6,037	4,891	3,219	3,219	3,219	3,219	
<b>资产减值损失</b>	<b>-687</b>	<b>-3,587</b>	<b>9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	1,869	1,207	1,383	910	936	962	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	48,211	39,153	39,296	36,464	33,895	30,074	
<b>投资收益</b>	<b>-85</b>	<b>312</b>	<b>228</b>	<b>270</b>	<b>270</b>	<b>270</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>6,982</b>	<b>9,365</b>	<b>16,044</b>	<b>20,233</b>	<b>24,627</b>	<b>29,696</b>	
%税前利润	n.a	6.2%	2.1%	3.4%	3.4%	3.0%	其中：股本	2,231	2,251	2,251	2,251	2,251	2,251	
<b>营业利润</b>	<b>506</b>	<b>5,346</b>	<b>10,902</b>	<b>7,972</b>	<b>8,053</b>	<b>8,905</b>	未分配利润	548	3,543	9,517	13,856	18,249	23,319	
营业利润率	2.7%	15.5%	25.5%	21.1%	20.4%	21.6%	少数股东权益	5,444	5,010	5,137	6,087	7,047	8,017	
<b>营业外收支</b>	<b>266</b>	<b>-270</b>	<b>-242</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>60,637</b>	<b>53,528</b>	<b>60,477</b>	<b>62,784</b>	<b>65,568</b>	<b>67,787</b>	
<b>税前利润</b>	<b>772</b>	<b>5,077</b>	<b>10,660</b>	<b>7,972</b>	<b>8,053</b>	<b>8,905</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	4.1%	14.7%	25.0%	21.1%	20.4%	21.6%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-520</b>	<b>-2,028</b>	<b>-2,083</b>	<b>-1,558</b>	<b>-1,574</b>	<b>-1,740</b>	每股收益	0.161	1.437	3.364	2.428	2.452	2.752	
所得税率	67.4%	40.0%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	每股净资产	3.129	4.160	7.128	8.988	10.940	13.192	
<b>净利润</b>	<b>252</b>	<b>3,048</b>	<b>8,576</b>	<b>6,414</b>	<b>6,479</b>	<b>7,165</b>	每股经营现金净流	0.654	4.852	6.099	3.439	4.096	4.327	
少数股东损益	-106	-186	1,005	950	960	970	每股股利	0.100	0.450	1.000	0.500	0.500	0.500	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>358</b>	<b>3,234</b>	<b>7,571</b>	<b>5,464</b>	<b>5,519</b>	<b>6,195</b>	<b>回报率</b>							
净利率	1.9%	9.4%	17.7%	14.4%	14.0%	15.0%	净资产收益率	5.13%	34.53%	47.19%	27.01%	22.41%	20.86%	
							总资产收益率	0.59%	6.04%	12.52%	8.70%	8.42%	9.14%	
							投入资本收益率	2.07%	14.80%	18.88%	13.43%	12.78%	13.30%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	6.76%	83.16%	23.95%	-11.37%	4.48%	4.27%	
							EBIT增长率	362.22%	298.63%	13.54%	-25.07%	-0.89%	7.56%	
							净利润增长率	-73.37%	802.57%	134.11%	-27.83%	1.00%	12.24%	
							总资产增长率	22.76%	-11.72%	12.98%	3.81%	4.43%	3.38%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	17.6	6.6	4.6	10.0	10.0	10.0	
							存货周转天数	51.7	39.8	36.6	50.0	50.0	50.0	
							应付账款周转天数	80.7	58.9	41.1	50.0	50.0	50.0	
							固定资产周转天数	415.1	217.6	177.2	206.9	203.6	199.6	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	104.95%	108.14%	43.20%	26.03%	8.23%	-6.22%	
							EBIT利息保障倍数	1.8	7.4	14.8	10.4	12.7	20.0	
							资产负债率	79.51%	73.14%	64.98%	58.08%	51.69%	44.37%	

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806