

费用明显下降，Q1 业绩超预期

2022 年 04 月 26 日

► **2022 年 4 月 25 日，公司发布 2022 年一季度报告。**公司实现营业收入 107.5 亿元，同比增长 57.4%，环比增长 11.6%；实现归母净利润 19.5 亿元，同比增长 232.6%，环比增长 108.4%，实现扣非归母净利润 19.37 亿元，同比增长 276.3%，环比增长 54.2%。公司预告 22Q1 归母净利润和扣非归母净利润分别为 17.4 亿元和 17.3 亿元，业绩好于公司预告。

► **产量继续回升，盈利大幅提高。**量：预计一季度公司销售煤炭 166 万吨，电解铝 36 万吨，其中新疆 20 万吨，云南 16 万吨。价：2022Q1 公司电解铝和煤炭价格大幅上涨，分产品看，电解铝售价约 19630 元/吨，同比增加 37.2%，贫瘦煤售价约 1840 元/吨，同比增加约 60%，无烟精煤价格 1935 元/吨，同比增加约 92%；动力煤价格 850 元/吨，同比增加 71%，公司煤炭综合售价 1402 元/吨，同比上涨 85.7%。**成本：**根据我们测算，电解铝单吨完全成本为 13066 元/吨，其中新疆单吨完全成本为 12475 元/吨，云南单吨完全成本为 14765 元/吨；煤炭单吨完全成本为 819 元/吨。**利：**在以上价格销量成本测算基础上，测算得到煤炭单吨归母净利润为 392 元/吨，电解铝单吨归母净利润为 4880 元/吨，云南单吨归母净利润为 3605 元/吨，新疆单吨归母净利润为 5322 元/吨。

► **三费费用大幅下降。**2022Q1 公司三费费用 4.25 亿元，环比看，下降 4.39 亿元，其中销售费用下降 2.98 亿元，主要因为 21Q4 运输装卸费大幅增加，管理费用下降 1.72 亿元，主要因为 21Q4 管理层薪酬增加，财务费用增加 0.32 亿元；同比看，三费费用下降 3.13 亿元，其中财务费用下降 3.13 亿元，主要因为 22Q1 负债率大幅下降，利息支出明显减少；管理费用下降 0.65 亿元。

► **未来看点：2022 年复产加快，云南神火新建 15 万吨或于四月底完全投产。**按照当前的复产进度，全年公司电解铝产量会达到 162.4 万吨，同比增长 16.0%，权益产量 115.8 万吨，同比增长 9.2%。2) **神隆宝鼎新增 6 万吨铝箔项目开始建设，且动力电池箔认证或于上半年通过。**神隆宝鼎一期 5.5 万吨双零铝箔已全部建成投产，目前主要生产食品箔和药箔，后续有望转产动力电池箔，预计电池箔的认证工作将于 2022 年上半年完成。此外，神隆宝鼎二期投资年产 6 万吨新能源动力电池材料生产建设项目已通过审批并开始建设。3) **行业持续景气，煤铝价格维持高位。**海外能源危机，供应偏紧，内外高价差情况，国内电解铝行业景气度保持。4) **筹划资产重组，云南神火资产或注入。**3 月 25 日，公司发布资产重组，可能购买云南神火资产股权，交易方神火集团和商法神火基金分别持有云南神火 30.2% 和 9.9% 股权，若资产注入，公司利润将明显增厚。

► **投资建议：**电解铝行业格局较好，随着复产进行，公司业绩将继续释放，我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利润 66.17 亿元、70.96 亿元和 72.51 亿元，EPS 分别为 2.94 元、3.15 元和 3.22 元，对应 4 月 25 日收盘价的 PE 分别为 4、4 和 4 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**电解铝需求不及预期；项目复产不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	34452	42925	45103	46170
增长率 (%)	83.2	24.6	5.1	2.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	3234	6617	7096	7251
增长率 (%)	802.6	104.6	7.2	2.2
每股收益 (元)	1.44	2.94	3.15	3.22
PE	8	4	4	4
PB	2.9	1.9	1.5	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 25 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

11.98 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张弋清

执业证号：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1. 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
2. 神火股份 (000933.SZ) 事件点评：复产超预期，煤铝双景气
3. 【民生金属公司点评】神火股份：煤铝高价抬升业绩，减值平滑利润曲线

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	34452	42925	45103	46170
营业成本	22157	28348	30092	30958
营业税金及附加	692	816	857	877
销售费用	387	429	451	485
管理费用	1049	1245	1263	1293
研发费用	145	215	230	228
EBIT	9307	11873	12210	12329
财务费用	1350	996	677	423
资产减值损失	-2845	-459	-485	-575
投资收益	312	215	203	185
营业利润	5346	10675	11295	11545
营业外收支	-270	12	7	5
利润总额	5077	10687	11302	11550
所得税	2028	2992	3052	3118
净利润	3048	7694	8251	8431
归属于母公司净利润	3234	6617	7096	7251
EBITDA	11184	15181	15612	15787

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10515	26278	29080	32146
应收账款及票据	388	1282	1183	1152
预付款项	693	850	903	935
存货	2777	3776	3958	4057
其他流动资产	1431	2669	2777	2926
流动资产合计	15804	34855	37901	41217
长期股权投资	3370	3486	3658	3833
固定资产	20543	17896	15202	12158
无形资产	4809	5231	5821	6450
非流动资产合计	37724	36227	35091	33747
资产合计	53528	71082	72992	74964
短期借款	18373	15794	12700	8943
应付账款及票据	6572	19615	18803	18343
其他流动负债	8109	9755	10011	10259
流动负债合计	33055	45165	41514	37545
长期借款	4891	4768	4568	4568
其他长期负债	1207	1060	1070	1080
非流动负债合计	6098	5828	5638	5648
负债合计	39153	50993	47152	43193
股本	2251	2271	2271	2271
少数股东权益	5010	6087	7243	8423
股东权益合计	14375	20089	25840	31771
负债和股东权益合计	53528	71082	72992	74964

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	83.16	24.60	5.07	2.37
EBIT 增长率	262.74	27.57	2.84	0.98
净利润增长率	802.57	104.61	7.23	2.19
盈利能力 (%)				
毛利率	35.69	33.96	33.28	32.95
净利润率	8.85	17.93	18.29	18.26
总资产收益率 ROA	6.04	9.31	9.72	9.67
净资产收益率 ROE	34.53	47.26	38.15	31.06
偿债能力				
流动比率	0.48	0.77	0.91	1.10
速动比率	0.37	0.67	0.79	0.96
现金比率	0.32	0.58	0.70	0.86
资产负债率 (%)	73.14	71.74	64.60	57.62
经营效率				
应收账款周转天数	4.11	10.90	9.57	9.11
存货周转天数	45.74	48.62	48.01	47.84
总资产周转率	0.64	0.60	0.62	0.62
每股指标 (元)				
每股收益	1.44	2.94	3.15	3.22
每股净资产	4.16	6.22	8.26	10.37
每股经营现金流	5.02	10.75	5.56	5.78
每股股利	0.45	0.88	1.10	1.10
估值分析				
PE	8	4	4	4
PB	2.9	1.9	1.5	1.2
EV/EBITDA	3.82	1.59	1.16	0.71
股息收益率 (%)	3.76	7.35	9.19	9.19

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3048	7694	8251	8431
折旧和摊销	1877	3309	3402	3458
营运资金变动	609	11701	-500	-162
经营活动现金流	11296	24209	12520	13011
资本开支	-1817	-2101	-2526	-2476
投资	30	-458	-520	-525
投资活动现金流	-2387	-2344	-2842	-2816
股权募资	100	20	0	0
债务募资	-5653	-2849	-3285	-3747
筹资活动现金流	-10745	-6102	-6876	-7128
现金净流量	-1839	15763	2802	3067

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。本报告清晰准确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。	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
	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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001