

公司研究

煤铝价格上涨带来业绩大增，继续看好电解铝成本优势

——神火股份（000933.SZ）2022年业绩预告点评

要点

事件：公司于1月19日发布2022年业绩预告，预计2022年实现归属于上市公司股东净利润74.2亿元，同比增长129.43%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益净利润76亿元，同比增长117.91%。

点评：

全年煤、铝产品量价齐升。2022年公司主营产品煤炭、电解铝、铝箔产销量同比增加，价格同比上涨。2022Q4单季度归母净利润15.5亿元，同比上涨65%，环比Q3增长17%。其中，长江有色A00铝2022Q4均价为18761元/吨，环比增长2%；无烟精煤（A11%，Q7000，河南永城）2022Q4均价为2298元/吨，环比增长20%。

电池铝箔已通过行业验证。公司控股子公司神隆宝鼎已于2022年12月29日通过汽车行业质量管理体系的审核，取得IATF16949认证证书，认证范围为电池铝箔生产；预计2023年将顺利供货。神隆宝鼎的核心设备铝箔轧机、分卷机、轧辊磨床等均选用国际一流水平的进口设备，整体装机水平达到国际先进水平；目前二期项目进展顺利，预计2023年下半年也将逐步投入运营。

铝供给：整体偏紧，继续观察云南来水情况。2022年8月以后，云南省“来水”同比下降明显，云南省已于9月开始要求铝企减产，神火股份等公司均已发布压降负荷减产公告。预计云南在枯水期（11月至第二年的5月）期间电力仍将维持紧张，上半年难有供给增量；2022年11月-2023年1月贵州因电力紧张累计减产产能达94万吨/年，预计2023年电解铝整体供给较紧，尤其在上半年。

铝需求：地产用铝同比改善，看涨2023年铝价。据光大金属已外发的《需求仍是主要抓手，地产恢复进程决定板块弹性——钢铁有色行业2023年投资策略》，铝（2020年）下游需求分布中建筑行业占比为32%，在经济复苏和保交楼背景下，2023年地产竣工面积有望改善，保守预计全年铝需求增长4.1%。

盈利预测、估值与评级：考虑公司2022年业绩大增以及2023-2024年铝价上行中枢上移，我们小幅上调盈利预测，预计2022/2023/2024年归母净利润74.2/82.4/83.3亿元（较前次预测上调幅度为6.1%/5.1%/2.6%），对应当前股价的PE分别为5.2/4.7/4.6倍，维持“增持”评级。

风险提示：云南限电政策对产量影响的不确定性；带息负债长期高位风险；铝价、煤价下跌风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	18,809	34,452	43,378	48,295	47,713
营业收入增长率	6.76%	83.16%	25.91%	11.34%	-1.20%
净利润（百万元）	358	3,234	7,421	8,238	8,328
净利润增长率	-73.37%	802.57%	129.47%	11.00%	1.09%
EPS（元）	0.16	1.44	3.30	3.66	3.70
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.13%	34.53%	47.05%	39.09%	32.84%
P/E	107.0	12.0	5.2	4.7	4.6
P/B	5.5	4.1	2.5	1.8	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-01-19

增持（维持）

当前价：17.18元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsec.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003

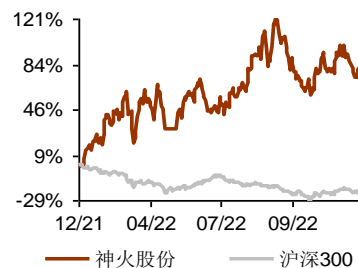
021-52523823

fangyutao@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	22.51
总市值(亿元)	386.72
一年最低/最高(元)	9.97/19.95
近3月换手率	111.41%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.57	4.18	68.54
绝对	6.18	14.23	61.13

资料来源：Wind

相关研报

煤铝价格下跌拖累 Q3 业绩增速，资产负债率降至 16 年低点——神火股份（000933.SZ）2022 年三季报点评（2022-10-18）

煤、铝产品价格同比大涨，一季度净利润创历史新高——神火股份（000933.SZ）公告点评（2022-04-15）

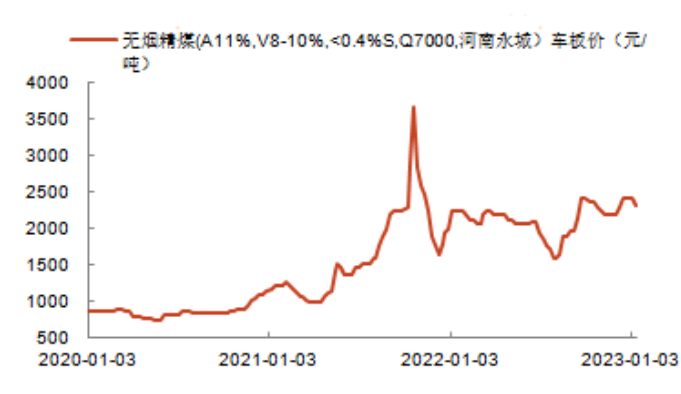
ROE 创 2009 年以来新高，煤、铝板块业绩有望继续高增长——神火股份（000933.SZ）2021 年年报点评（2022-03-29）

图 1: 长江有色铝价格走势



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (2020/01/02-2023/01/19)

图 2: 无烟精煤(A11%,V8-10%,<0.4%S,Q7000,河南永城)车板价



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (2020/01/03-2023/01/13)

表 1: 神火股份单季度主要财务指标 (亿元)

单位: 亿元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4 (E)
归属母公司净利润	5.86	8.77	8.36	9.35	19.48	25.88	13.19	15.45
扣非净利润	5.15	8.72	8.44	12.56	19.37	26.04	14.55	16.04

资料来源: Wind、光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	18,809	34,452	43,378	48,295	47,713
营业成本	14,766	22,157	28,193	30,675	30,133
折旧和摊销	1,201	1,245	1,582	1,663	1,699
税金及附加	430	692	868	966	954
销售费用	342	387	434	483	477
管理费用	622	1,049	1,301	1,449	1,431
研发费用	135	145	174	193	191
财务费用	1,420	1,350	852	605	379
投资收益	-85	312	250	200	200
营业利润	506	5,346	12,046	14,470	14,696
利润总额	772	5,077	11,996	14,420	14,646
所得税	520	2,028	3,599	4,326	4,394
净利润	252	3,048	8,398	10,094	10,252
少数股东损益	-106	-186	976	1,856	1,924
归属母公司净利润	358	3,234	7,421	8,238	8,328
EPS(元)	0.16	1.44	3.30	3.66	3.70

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,722	11,296	9,617	11,779	12,180
净利润	358	3,234	7,421	8,238	8,328
折旧摊销	1,201	1,245	1,582	1,663	1,699
净营运资金增加	-4,197	9,771	2,081	1,366	-166
其他	4,360	-2,954	-1,467	512	2,319
投资活动产生现金流	-3,740	-2,387	-2,528	-775	-450
净资本支出	-3,174	-1,817	-2,486	-900	-600
长期投资变化	3,072	3,370	0	0	0
其他资产变化	-3,638	-3,939	-42	125	150
融资活动现金流	4,392	-10,745	-8,929	-10,021	-6,817
股本变化	331	20	0	0	0
债务净变化	3,023	-1,132	-7,153	-6,525	-2,395
无息负债变化	4,630	-7,926	326	1,262	-65
净现金流	2,368	-1,839	-1,839	984	4,913

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	21.5%	35.7%	35.0%	36.5%	36.8%
EBITDA 率	24.7%	42.1%	32.6%	33.6%	34.1%
EBIT 率	17.5%	37.4%	28.9%	30.2%	30.5%
税前净利润率	4.1%	14.7%	27.7%	29.9%	30.7%
归母净利润率	1.9%	9.4%	17.1%	17.1%	17.5%
ROA	0.4%	5.7%	15.5%	18.0%	17.2%
ROE (摊薄)	5.1%	34.5%	47.0%	39.1%	32.8%
经营性 ROIC	4.0%	23.1%	23.8%	27.2%	28.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	80%	73%	60%	48%	41%
流动比率	0.50	0.48	0.59	0.90	1.34
速动比率	0.45	0.39	0.46	0.71	1.12
归母权益/有息债务	0.26	0.36	0.83	1.70	2.54
有形资产/有息债务	1.96	1.79	2.42	3.85	5.16

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	60,637	53,528	54,086	55,977	59,731
货币资金	14,151	10,515	8,676	9,659	14,572
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	851	388	495	551	544
应收票据	0	0	0	966	954
其他应收款 (合计)	438	404	515	555	568
存货	2,051	2,777	3,539	3,851	3,783
其他流动资产	1,864	889	1,112	1,235	1,220
流动资产合计	20,062	15,804	15,524	18,103	22,906
其他权益工具	97	320	320	320	320
长期股权投资	3,072	3,370	3,370	3,370	3,370
固定资产	21,389	20,532	20,554	19,907	18,960
在建工程	4,980	1,014	446	394	333
无形资产	4,632	4,809	6,193	6,168	6,144
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3,436	2,939	2,939	2,939	2,939
非流动资产合计	40,576	37,724	38,562	37,874	36,825
总负债	48,211	39,153	32,326	27,062	24,601
短期借款	17,228	18,373	10,221	2,895	0
应付账款	3,947	3,208	4,082	4,441	4,363
应付票据	12,002	3,364	4,280	4,657	4,575
预收账款	3	0	9	10	10
其他流动负债	27	74	74	74	74
流动负债合计	40,305	33,055	26,165	20,053	17,097
长期借款	6,037	4,891	5,891	6,691	7,191
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	222	178	267	317	311
非流动负债合计	7,335	5,549	6,161	7,010	7,504
股东权益	12,426	14,375	21,760	28,915	35,129
股本	2,231	2,251	2,251	2,251	2,251
公积金	4,074	3,490	3,805	3,805	3,805
未分配利润	548	3,543	9,636	14,935	19,225
归属母公司权益	6,982	9,365	15,774	21,072	25,363
少数股东权益	5,444	5,010	5,986	7,842	9,767

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.82%	1.12%	1.00%	1.00%	1.00%
管理费用率	3.31%	3.04%	3.00%	3.00%	3.00%
财务费用率	7.55%	3.92%	1.96%	1.25%	0.79%
研发费用率	0.72%	0.42%	0.40%	0.40%	0.40%
所得税率	67%	40%	30%	30%	30%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.10	0.45	1.31	1.79	1.82
每股经营现金流	0.77	5.02	4.27	5.23	5.41
每股净资产	3.13	4.16	7.01	9.36	11.27
每股销售收入	8.43	15.31	19.27	21.46	21.20

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	107	12	5	5	5
PB	5.5	4.1	2.5	1.8	1.5
EV/EBITDA	14.0	4.8	4.7	3.9	3.7
股息率	0.6%	2.6%	7.6%	10.4%	10.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE