

## 煤价下行拖累 Q2 业绩，顺周期带来高弹性

2023 年 08 月 25 日

► **事件：2023 年 8 月 21 日，公司发布 2023 年半年报。**2023 年上半年公司营收 191.1 亿元，同比下降 11.7%，归母净利润 27.4 亿元，同比下降 39.6%；扣非归母净利润 27.4 亿元，同比下降 39.6%；2023Q2 营收 95.9 亿元，同比下降 11.9%，归母净利润 11.9 亿元，同比下降 53.9%，环比下降 22.8%；扣非归母净利润 12.0 亿元，同比下降 53.9%，环比下降 22.0%。业绩略超公司业绩预告。

► **煤铝价格下降，23H1 业绩下滑。**随着能源价格下降，煤、铝价格均大幅下降，公司盈利能力下降。量：23H1 电解铝产量 72.7 万吨，同比下降 6.0%，主要因为 23 年云南电解铝复产较晚；煤炭产量 379.9 万吨，同比增加 20.6%，主要因为梁北煤矿产能释放，以及检修少；铝箔产量 4.20 万吨，同比增加 7.1%。**利：**煤铝价格下降，公司盈利下降明显，23H1 公司吨铝毛利 3851 元，同比下降 2054 元，煤炭价格下降吨毛利 581 元，同比减少 326 元。

► **煤价下行&云南限产拖累 Q2 业绩。**Q2 铝价震荡运行，煤价受进口冲击，持续下行，永城无烟精煤均价环比下降 536 元/吨，长治瘦精煤均价环比下降 463 元/吨。虽然 2023 年 2 月云南电解铝限产，但由于预焙阳极价格下行，电解铝利润改善，但由于煤价环比下降较多，公司 23Q2 毛利环比下降 2.8 亿元，拖累归母净利润。

► **未来看点：1) 收购云南神火中小股东股权，权益产能提升。**公司公告出资 9.66 亿元和 4.83 亿元，收购河南资产基金持有 9.90% 股权和商丘信发持有的 4.95% 股权，折算成吨铝产能价格为 1.08 万元，收购价较为便宜。云南神火资产购买为母公司持有的 43.4% 的股权注入提供参考，未来资产注入预期增强，α 属性渐现。**2) 电解铝成本位于上市公司最左侧，利润稳定性高。**公司电解铝位于新疆和云南，均属于国内行业低成本地区，且受煤价影响小，成本稳定，2022 年电解铝上市公司中，公司成本最低，铝板块护城河较深。**2) 积极拓展铝箔产能，打开成长空间。**公司铝箔产能 8 万吨，神隆宝鼎二期 6 万吨预计 2023 年底投产，云南 11 万吨电池箔产能积极推进，未来总产能将达 25 万吨，铝箔产能快速扩张，将成为公司新的增长点。**4) 估值低，煤铝齐飞彰显业绩弹性。**公司煤炭为无烟煤和贫瘦煤，铁水产量保持高位，进口煤冲击告一段落，焦煤供应压力缓解，而顺周期渐起，需求有望改善，煤铝齐飞概率大，公司业绩弹性十足，加上估值低，股价弹性高。

► **投资建议：**电解铝供需格局向好，顺周期逐步起势，业绩弹性十足，低估值、高弹性有望催化股价。我们预计公司 2023-2025 年将实现归母净利润 57.64 亿元、73.56 亿元和 87.95 亿元，EPS 分别为 2.56 元、3.27 元和 3.91 元，对应 8 月 25 日收盘价的 PE 分别为 6、5 和 4 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**无烟煤、贫瘦煤需求不及预期，电解铝需求不及预期，电池铝箔项目进展不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	42704	38279	42097	45286
增长率 (%)	23.8	-10.4	10.0	7.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	7571	5764	7356	8795
增长率 (%)	133.9	-23.9	27.6	19.6
每股收益 (元)	3.36	2.56	3.27	3.91
PE	4	6	5	4
PB	2.1	1.8	1.5	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

14.93 元


**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**分析师 张建业**

执业证书：S0100522080006

电话：010-85127604

邮箱：zhangjianye@mszq.com

**研究助理 吴纪磊**

执业证书：S0100122010038

邮箱：wujilei@mszq.com

## 相关研究

1. 神火股份 (000933.SZ) 2022 年年报点评：煤铝共振助推业绩，未来成长依然可期-2023/04/09

2. 神火股份 (000933.SZ) 2022 年半年报点评：Q2 业绩逆势增长，充分享受能源高价红利-2022/09/02

3. 神火股份 (000933.SZ) 2022 年半年度业绩预告点评：Q2 业绩超预期，云南基地用电成本下行明显-2022/07/13

4. 神火股份 (000933.SZ) 2022 年一季报点评：费用明显下降，Q1 业绩超预期-2022/04/26

5. 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-2022/03/29

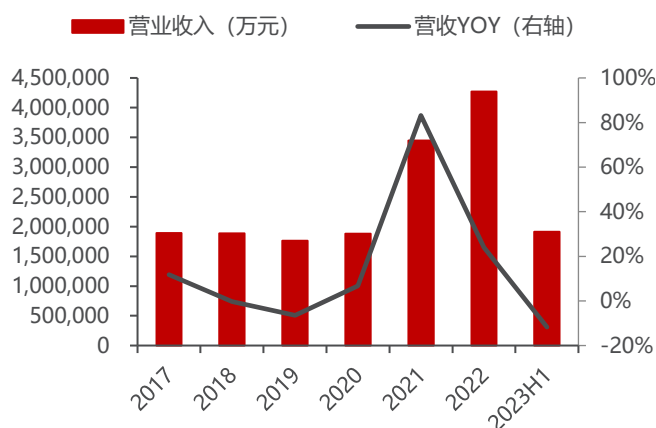
# 目录

1 事件：公司发布 2023 年半年报 .....	3
2 2023H1 业绩：煤炭、铝价下行，盈利下滑 .....	3
3 2023Q2 业绩：煤价下降拖累归母净利 .....	7
4 电解铝供应见顶，需求韧性十足 .....	9
4.1 欧洲复产之路艰难，国内供应约束增强 .....	9
4.2 房地产竣工端不悲观，铝需求值得期待 .....	12
5 电解铝成本优势明显，铝箔产能快速扩张 .....	14
6 盈利预测与投资建议 .....	16
7 风险提示 .....	17
插图目录 .....	19
表格目录 .....	19

# 1 事件：公司发布 2023 年半年报

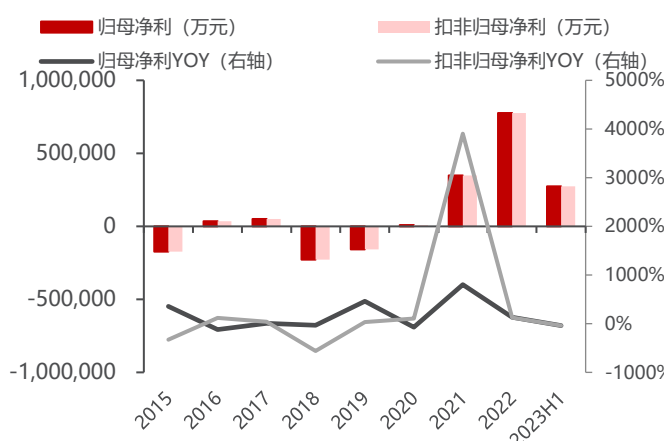
**公司发布 2023 年半年报。**2023 年 H1，公司实现营收 191.09 亿元，同比下降 11.72%；归母净利润 27.39 亿元，同比下降 39.61%；扣非归母净利润 27.42 亿元，同比下降 40%。2023Q2，公司实现营收 95.95 亿元，同比下降 11.94%、环比增长 0.84%；归母净利润 11.93 亿元，同比下降 54%、环比下降 23%；扣非归母净利润 12.01 亿元，同比下降 54%，环比下降 22%。

**图1：2023 年 H1，公司实现营收 191.09 亿元**



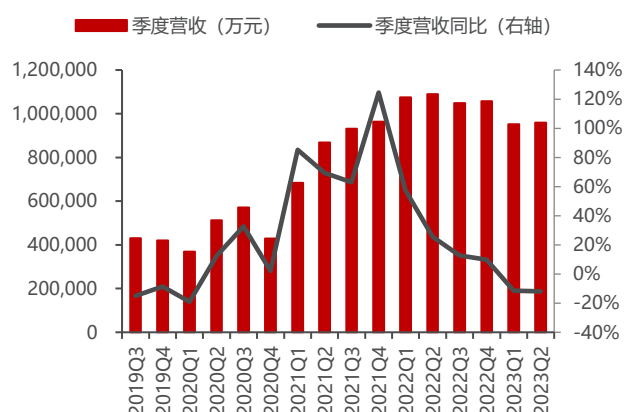
资料来源：wind，民生证券研究院

**图2：2023 年 H1，归母净利润 27.39 亿元**



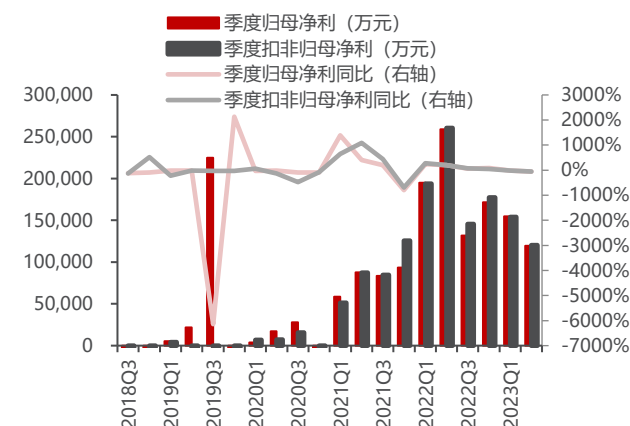
资料来源：wind，民生证券研究院

**图3：2023Q2，公司实现营收 95.95 亿元**



资料来源：wind，民生证券研究院

**图4：2023Q2，公司归母净利润 11.93 亿元**



资料来源：wind，民生证券研究院

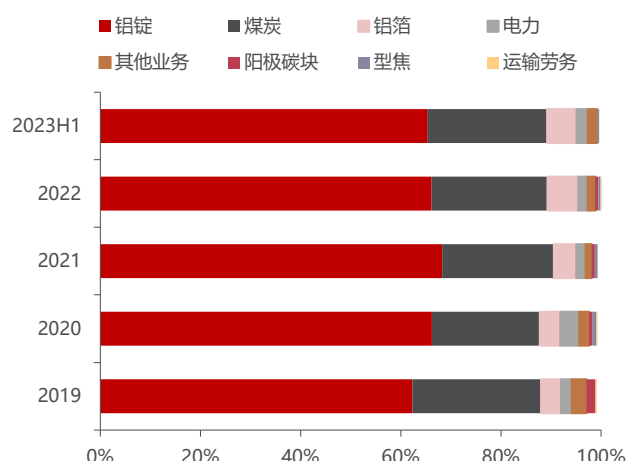
## 2 2023H1 业绩：煤炭、铝价下行，盈利下滑

从营收方面来看,2023 年 H1,公司铝锭营收 121.46 亿元,同比下降 16.15%,占总营收 65.4%,煤炭营收 44.26 亿元,同比下降 11.04%,占总营收比 23.8%,

铝箔营收 10.84 亿元, 同比下降 14.31%, 占营收比重 5.8%。

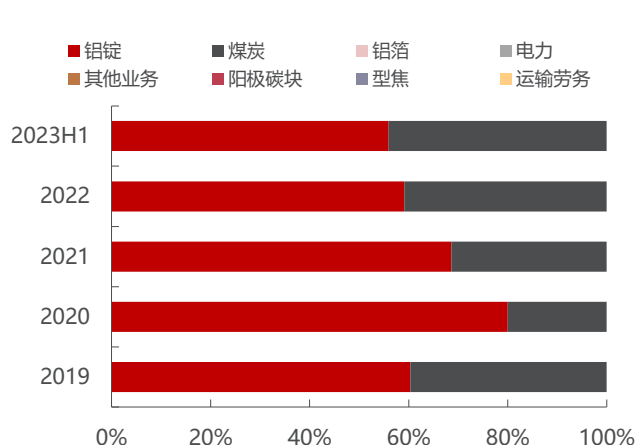
从毛利方面来看, 2023H1, 公司铝锭贡献毛利 27.99 亿元, 同比减少 38.68%, 占总毛利比 55.93%; 公司煤炭贡献毛利 22.06 亿元, 同比减少 22.73%, 占毛利总比 44.07%。

**图5: 2023 年 H1, 公司铝锭营收占比 65.4%**



资料来源: wind, 民生证券研究院

**图6: 2023 年 H1 公司铝锭毛利占比 55.93%**

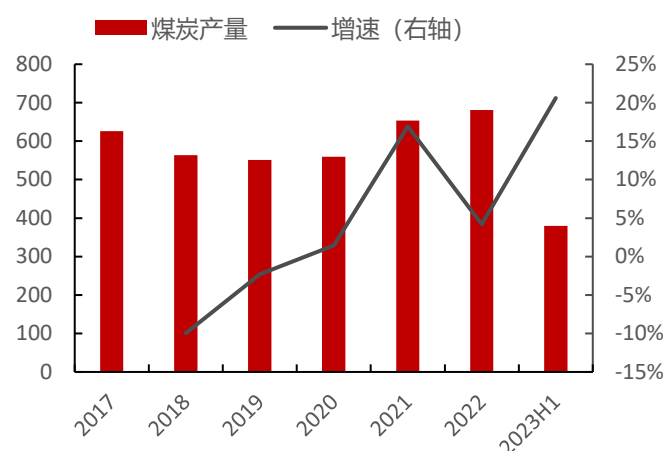


资料来源: wind, 民生证券研究院

**量: 电解铝产量下降, 煤炭产量增加。**2023H1 电解铝产量 72.7 万吨, 同比下降 6.0%, 主要因为上半年云南来水较少, 电解铝复产比较晚; 煤炭产量 379.9 万吨, 同比增加 20.6%, 主要因为梁北煤矿产能爬坡以及公司检修较少; 铝箔产量 4.20 万吨, 同比增加 7.1%, 主要因为 2022 年上半年神隆宝鼎产能爬坡。**2023 年, 公司生产经营目标:** 原煤产量 676 万吨, 铝产品 160 万吨, 铝箔 7.8 万吨。

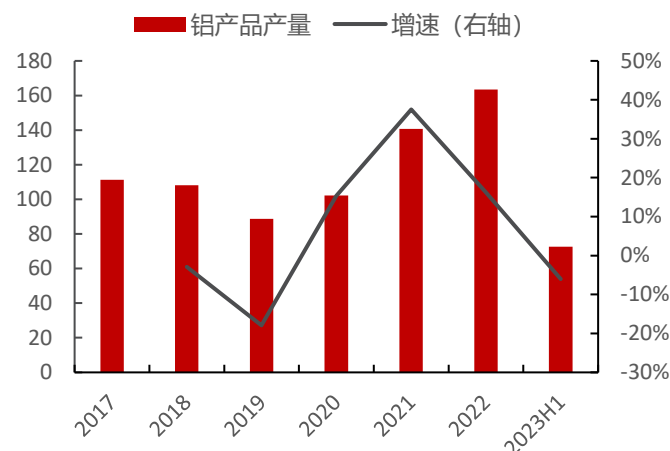
**利: 煤铝价格齐跌, 盈利能力下降。价:** 2023H1 电解铝由于能源成本支撑弱化, 国内外能源套利减弱, 价格下降, 电解铝均价 18488 元/吨, 同比下降 2907 元/吨; 无烟精煤和瘦精煤因为进口冲击, 价格也大幅下降, 河南永城无烟精煤均价 1710 元/吨, 同比下降 442 元/吨, 山西长治瘦精煤均价 1742 元/吨, 同比下降 402 元/吨。**吨盈利看,** 虽然电解铝原料有所回落, 但仍难以抵消铝价下行, 23H1 公司吨铝毛利 3851 元, 同比-2054 元; 公司煤炭成本基本稳定, 煤价下行带动毛利下滑, 煤炭吨毛利 581 元, 同比下降 326 元。

图7：2023H1，公司煤炭产量同比增加 20.6% (单位：万吨)



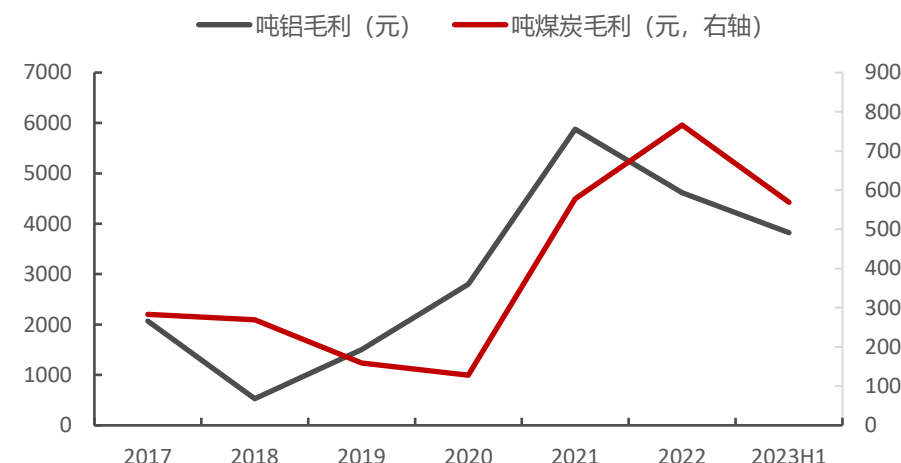
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2023H1，公司铝产品产量同比下降 6.0% (单位：万吨)



资料来源：wind，民生证券研究院

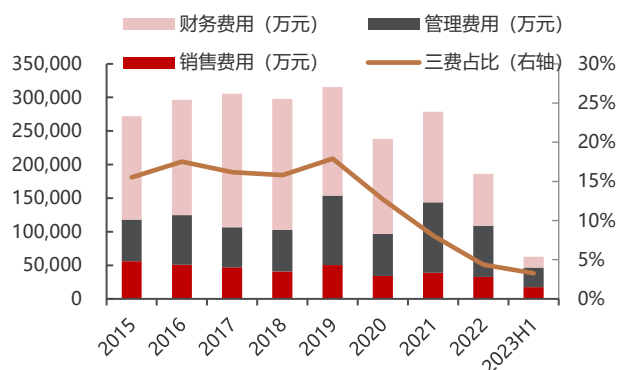
图9：2023H1，公司煤炭和电解铝吨毛利



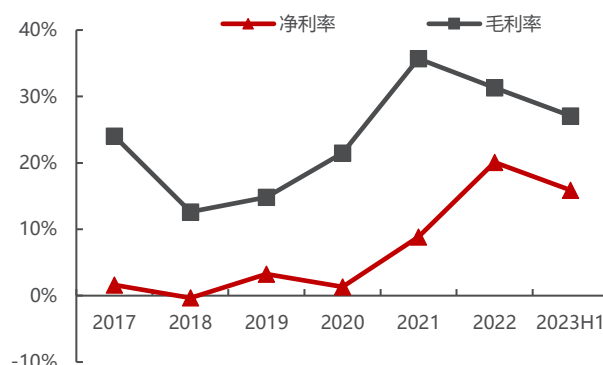
资料来源：wind，民生证券研究院

**三费率下降 0.75pct，净利率下降 8.48pct。**公司 2023H1 三费费用 6.26 亿元，同比下降 28.18%，三费费率 3.27%，同比下降 0.75pct，其中销售费用 1.75 亿元，同比上升 18.52%，主要因为运输费用增加；管理费用为 2.93 亿元，同比下降 17.57%，主要因为疫情结束，停工损失持续大幅下降；财务费用 1.58 亿元，同比下降 57.08%，主要因为利率下行，且融资规模下降，利息费用下降。

**公司毛利率、净利率为 27.07%和 15.86%，同比分别下降 8.64 pct 和下降 8.48pct。**毛利率、净利率下降主要因为煤炭、电解铝产品价格大幅下降及公司子公司云南神火受到限产，公司盈利能力下降。

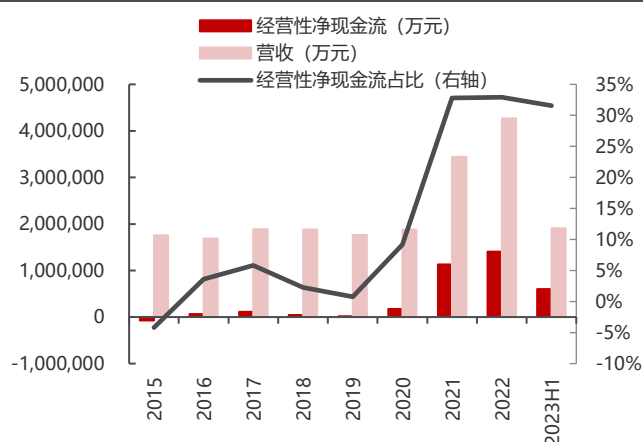
**图10：2023H1，公司三费费率同比下降 0.75pct**


资料来源：wind，民生证券研究院

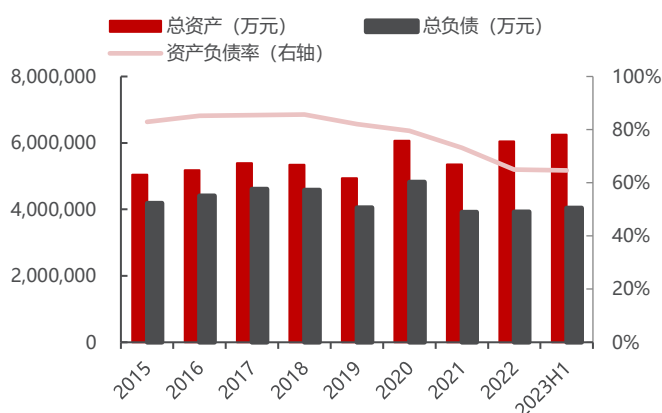
**图11：2023H1，公司净利率同比下降 8.48pct**


资料来源：wind，民生证券研究院

**经营性净现金流为 46.1 亿元，资产负债率同比下降 0.2pct 至 64.7%。**随着利润下行，经营性现金流减少，2023H1 公司经营性现金流净额 46.1 亿元，同比下降 14.22 亿元，资产负债率基本维持不变，2023H1 资产负债率仅下降 0.2pct 至 64.7%。

**图12：2023 年 H1，公司经营性现金流净额 46.1 亿元**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图13：2023 年 H1，公司资产负债率同比下降 0.2pct**


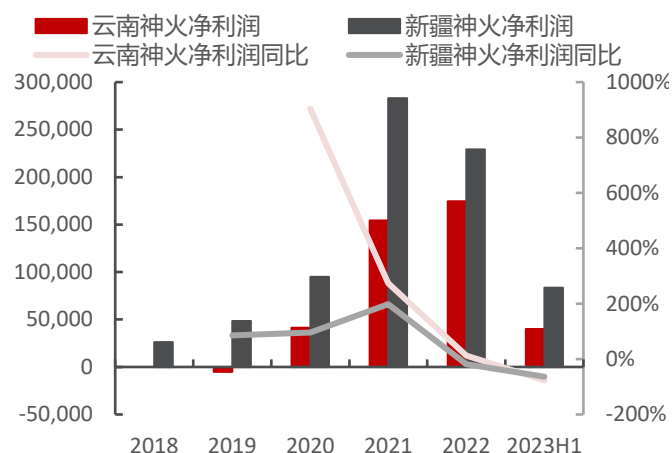
资料来源：wind，民生证券研究院

**铝价下行，新疆和云南神火吨净利下降。**受铝价下跌影响，子公司云南神火和新疆神火盈利能力下降，2023H1 云南神火和新疆神火净利润为 4.01 亿元和 8.35 亿元，同比分别-64.45%和-53.83%，吨净利为 1273 元和 2002 元，同比分别下降 1801 元和 2499 元。

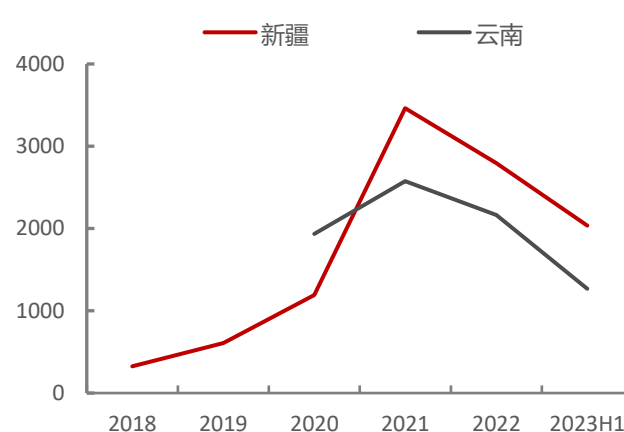
**表1：2023H1 主要子公司营收及净利润**

子公司名称	主要业务	持股比例	现有产能 (万吨)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
云南神火	电解铝	43.4%	90	51.87	4.01
新疆神火	电解铝	100%	80	66.16	8.35
兴隆矿业	煤炭	82%	-	12.29	3.68
新龙矿业	煤炭	100%	-	11.95	3.62

资料来源：公司 2023 年半年报，民生证券研究院整理

**图14：云南神火和新疆神火净利润（单位：亿元）**


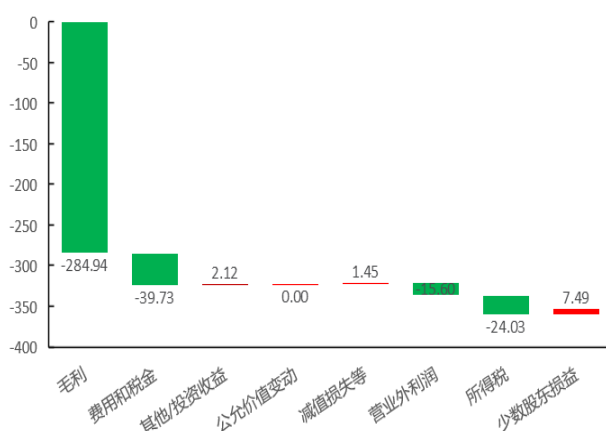
资料来源：wind，民生证券研究院

**图15：云南神火和新疆神火吨净利（单位：元）**


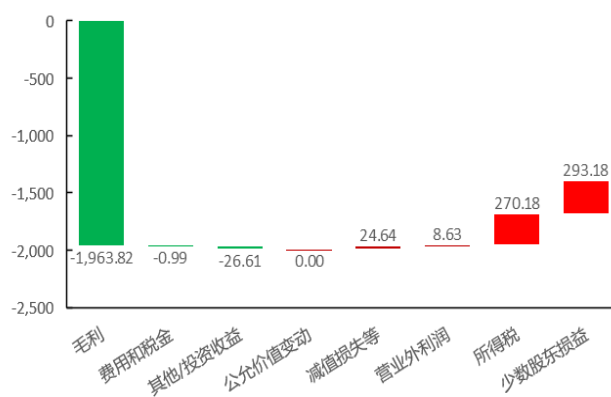
资料来源：wind，民生证券研究院

### 3 2023Q2 业绩：煤价下降拖累归母净利

2023Q2，公司归母净利润同比环比均下降。环比来看，主要减利点为毛利（-2.85 亿元），主要是因为煤价下降，费用和税金（-0.40 亿元），主要是因为研发费用增加；同比来看，主要减利点有毛利（-19.64 亿元），主要原因煤炭、电解铝价格大幅下降；主要增利点有少数股东损益（+2.93 亿元），主要因为子公司云南神火盈利下滑，所得税（+2.70 亿元），主要因为盈利下降。

**图16：2023Q2，公司归母净利润环比下降 3.53 亿元（单位：百万元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

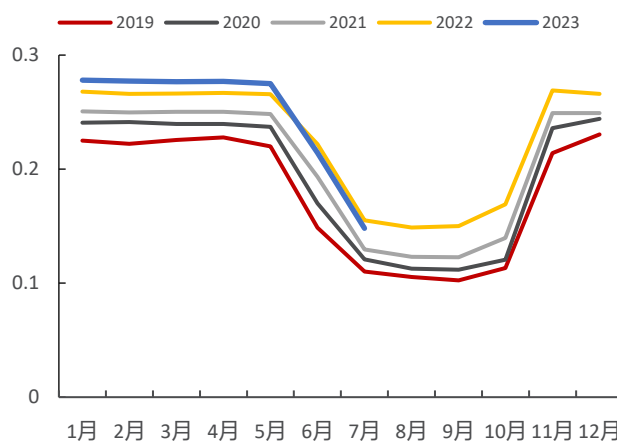
**图17：2023Q2，公司归母净利润同比下降 13.95 亿元（单位：百万元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

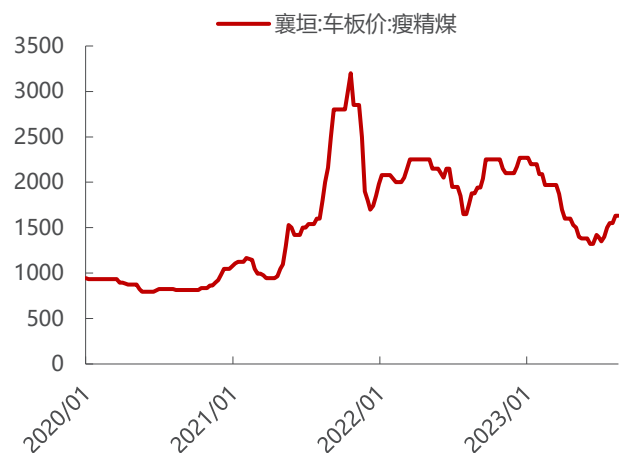
**铝价震荡运行，无烟精煤和瘦精煤价格下降明显。**2023Q2 铝价整体保持区间震荡，长江有色铝锭均价 18520 元/吨，环比上升 64 元/吨，云南电价季节性下降，电力基准均价为 0.255 元/度，环比下降 0.022 元/度，加上预焙阳极价格下降，铝板块利润基本稳定。受进口煤冲击影响，2023Q2 以来焦煤价格持续下行，河南永城无烟精煤均价 1503 元/吨，环比下降 536 元/吨，长治瘦精煤均价 1573 元/吨，环比下降 463 元/吨，煤炭板块利润下降明显。

**图18：2023Q2 铝均价环比增加 52 元/吨（单位：元/吨）**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图19：2023Q2 云南省电力交易基准价环比下降（单位：元/KWh）**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图20：2023Q2 襄垣瘦精煤均价环比下降 463 元/吨（单位：元/吨）**


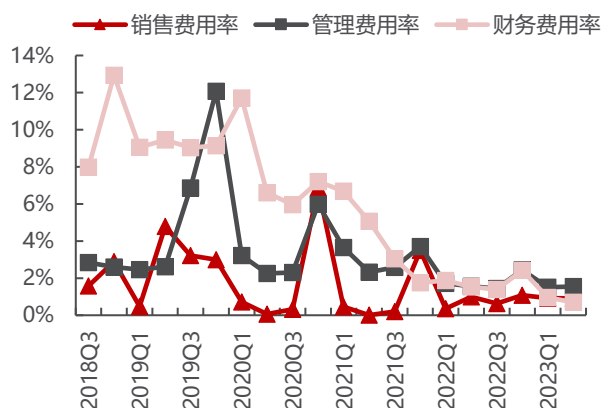
资料来源：wind，民生证券研究院

**图21：2023Q2，永城无烟精煤价格环比下降 536 元/吨（单位：元/吨）**

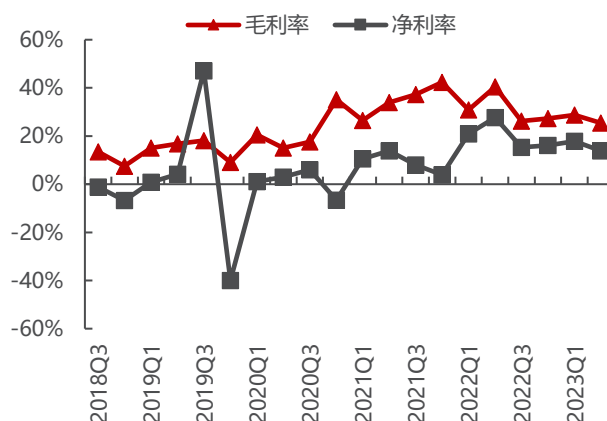

资料来源：wind，民生证券研究院

**三费费率环比下降 0.26pct，研发费率小幅上升 0.80pct。**从费用率来看，公司三费费率表现相对平稳，2022Q4 公司销售费用率环比下降 0.02pct，管理费用率环比上升 0.02pct，财务费用率环比下降 0.26pct。

**2023Q2 净利率环比下降 3.91pct，同比下降 13.83pct。**2023Q2 公司毛利率、净利率为 25.48%和 13.91%，同比分别下降 14.98pct、13.83pct，环比分别下降 3.21pct、3.91pct，毛利率、净利率同比大幅下降，主要受到煤炭、电解铝产品价格波动以及子公司限产等因素的影响。

**图22：2023Q2，三费费率环比下降 0.26pct**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图23：2018Q3-2023Q2 公司毛利率和净利率**


资料来源：wind，民生证券研究院

## 4 电解铝供应见顶，需求韧性十足

### 4.1 欧洲复产之路艰难，国内供应约束增强

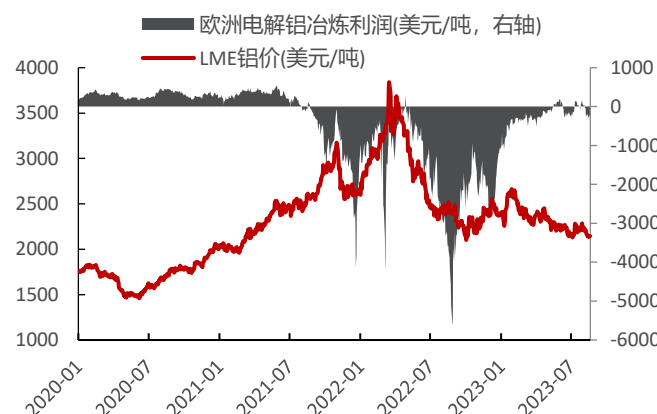
欧洲电解铝利润处于盈亏平衡附近，复产之路艰辛。虽然欧洲天然气价格大幅下降，但仍然处于较高水平，目前电解铝行业冶炼利润处于盈亏平衡附近，而电解铝单吨启槽费用较高，复产成本高企，企业需要看到稳定、持续的利润，才会考虑复产，目前能源价格波动仍然较大，欧洲电解铝企业复产之路漫漫。

图24：英国天然气价格（单位：美元/百万英热单位）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图25：欧洲电解铝冶炼利润（以天然气为原料测算，单位：美元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

投产接近尾声，待投有效产能 37 万吨。电解铝在建项目较少，并且大部分是置换产能，新增产能较少，截至 2023 年 8 月，电解铝行业投产产能 219.7 万吨，其中已投产 77.7 万吨，待投产产能 142 万吨，电解铝投产产能中，置换产能高达 165.5 万吨，待投新增非置换产能仅 37 万吨，置换产能并不能形成有效供应，有效新增产能寥寥。

表2：截至 2023 年 8 月，电解铝拟投产产能明细（单位：万吨）

省份	企业	新产能	新产能已投产	待投产新产能
甘肃	甘肃中瑞铝业	11.2	11.2	0
内蒙古	内蒙古白音华煤电	26	6	20
内蒙古	华云新材料	42	0	42
云南	宏泰新型材料	108	30	78
贵州	华仁新材料	10	10	0
贵州	兴仁登高新材料	12.5	12.5	0
贵州	贵州元豪铝业	10	8	2
合计		219.7	77.7	142
其中：置换产能		165.5	60.5	105
其他产能		54.2	17.2	37

资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

云南复产接近尾声，国内短期供应见顶。随着成本下行，国内电解铝利润修复明显，部分成本较高产能复产积极，广西、四川、贵州等地电解铝产能基本复产完

毕，云南 6 月下旬开始复产，目前复产也接近尾声。截至 8 月 18 日，全国电解铝已复产 320.2 万吨产能，待复产 47.5 万吨，其中云南电解铝复产 173 万吨，待复产 18 万吨，电解铝复产已进入尾声，而枯水期云南电解铝将再次面临限产，国内供应见顶。

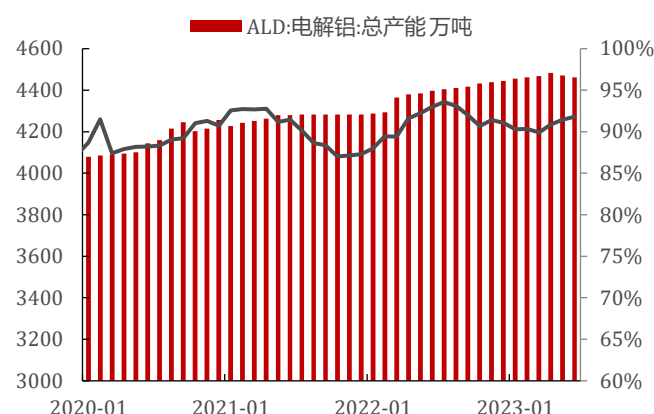
**表3：截至 2023 年 8 月，电解铝拟复产产能明细（单位：万吨）**

省份	企业	总复产规模	已复产	待复产
山西	山西兆丰铝电	4.5	0	4.5
广西	广西来宾银海铝业	19	19	0
广西	广西苏源投资股份	10	10	0
广西	广西田林百矿铝业	5	3	2
四川	四川启明星铝业	6	0	6
四川	阿坝铝厂	11	8	3
四川	眉山市博眉启明星铝业	6	0	6
四川	广元中孚高精铝材	20	20	0
四川	广元弘昌晟铝业	3.5	3.5	0
贵州	遵义铝业股份	28	28	0
贵州	贵州华仁新材料	28	28	0
贵州	安顺市铝业	8	0	8
贵州	贵州省六盘水双元铝业	4	4	0
贵州	兴仁登高新材料	12.5	12.5	0
云南	云铝集团	123.2	116.2	7
云南	云南神火铝业	36	36	0
云南	云南宏泰新型材料	18	18	0
云南	云南其亚金属	14	3	11
河南	河南豫港龙泉铝业	11	11	0
<b>总计</b>		<b>367.7</b>	<b>320.2</b>	<b>47.5</b>

资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

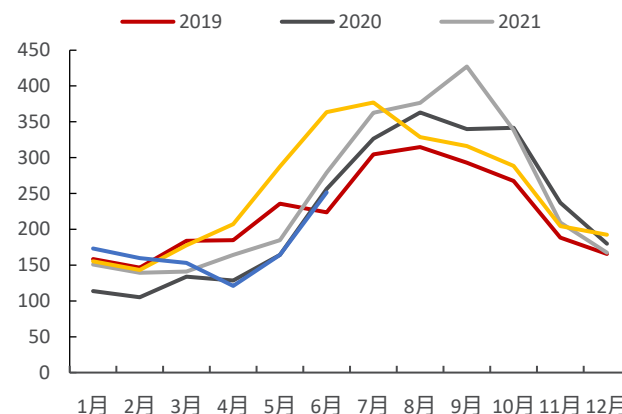
**产能天花板临近，供应基本见顶。**截至 2023 年 6 月底，电解铝总产能约 4461 万吨，距离天花板仅余约 94 万吨产能，我们预计到 2023 年底，电解铝总产能将达到 4500 万吨，产能基本见顶，而电解铝复产也进入尾声，产能利用率也基本见顶，电解铝供应刚性约束显现。2023 年 1-7 月，电解铝产量 2368 万吨，同比增加 2.7%。

图26: 国内电解铝月度产能及利用率 (单位: 万吨)



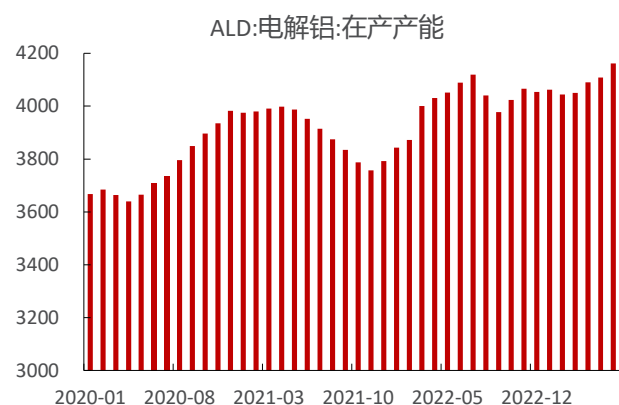
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图27: 国内水电月度发电量 (单位: 亿 KWh)



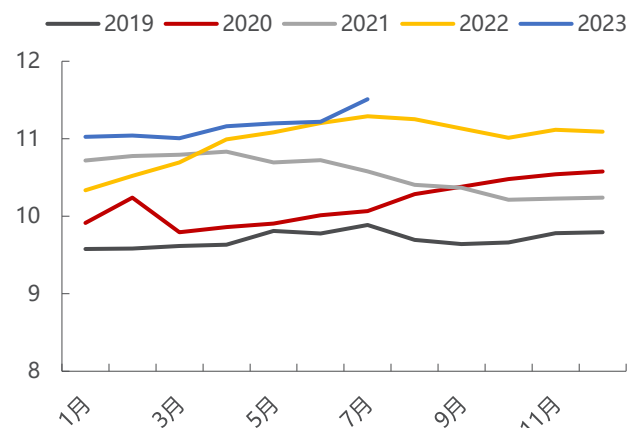
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图28: 国内电解铝运行产能 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图29: 国内电解铝日均产量 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

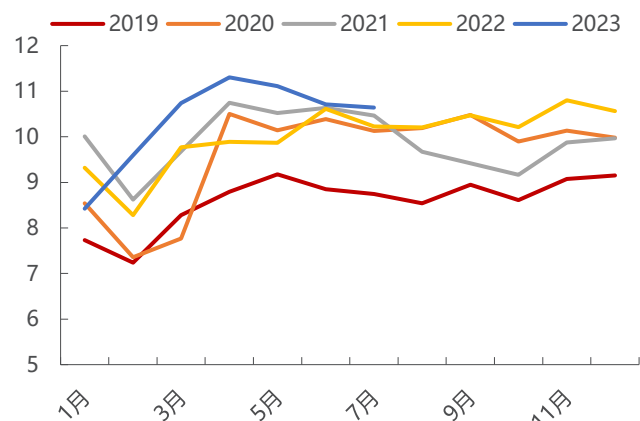
## 4.2 房地产竣工端不悲观，铝需求值得期待

**房地产竣工端、光伏等带动需求复苏。**随着保交楼、保交付政策的实施，房地产竣工端需求表现较强，而光伏、新能源车保持快速发展，政策高速发展，国内电解铝需求复苏明显，开工率持续上行，2023年1-7月国内电解铝表观消费量2197万吨，同比增加6.6%，需求增速处于历史高位。我们认为随着光伏、新能源车高基数效应显现，且其他领域铝需求持续增长，房地产只要不大幅下降，电解铝需求仍将继续增加。

**海外经济韧性较强，铝材出口稳中有升。**美联储持续加息，海外利率高企，但美国经济韧性较强，需求仍然较好，我国铝材出口也保持平稳，2023年1-7月我国为锻轧铝及铝材出口量329万吨，同比下降20.8%。随着通胀持续下降，美联储加息接近尾声，海外经济软着陆概率上升，加上海外存在补库需求，未来铝材出

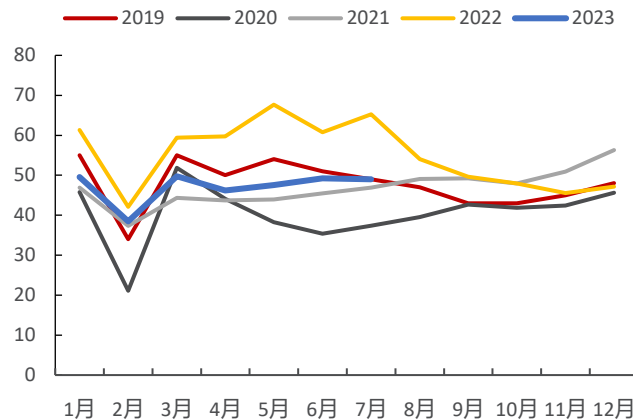
口或稳中向好。

图30：国内电解铝日均表观消费量（单位：万吨）



资料来源：wind，SMM 民生证券研究院测算

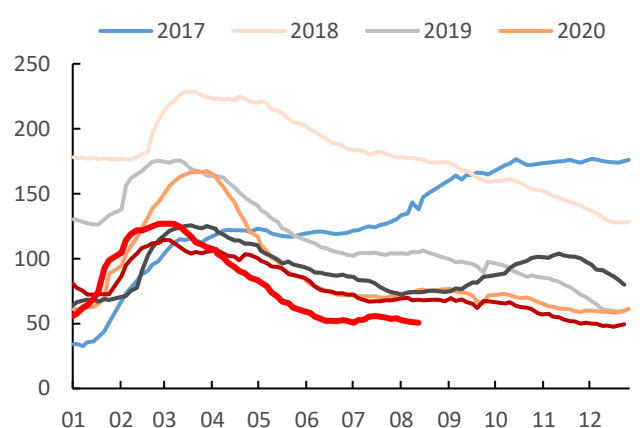
图31：我国未锻轧铝及铝材出口量（单位：万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

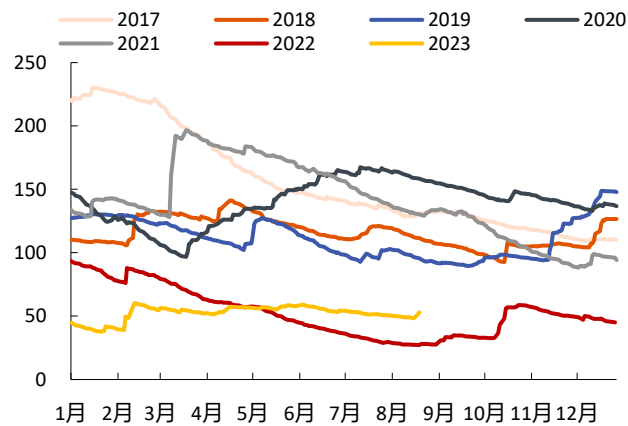
**国内铝锭库存保持低位，LME 铝库存稳定。**国内供应逐步恢复，二季度需求表现呢亮眼，电解铝去库较快，库存处于历史低位，8 月以来，云南复产接近尾声，供应逐步见顶，而需求处于淡季，库存仍未累积，未来随着旺季来临，以及 10 月底云南面临再次减产风险，库存将加快去库，基本面走强。LME 铝由于俄铝受抵制问题，库存比较稳定。

图32：国内铝锭社会库存（单位：万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院测算

图33：LME 铝库存（单位：万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

**成本下行，冶炼利润恢复明显，板块业绩弹性大。**铝价逻辑从成本支撑转向供需驱动，由于能源价格下行，电解铝原料价格持续回落，成本下降明显，而铝价受需求拉动，价格呈现震荡走势，电解铝行业利润改善明显。截至 2023 年 8 月 21 日，根据我们测算，山东地区自备电的电解铝企业吨税前利润 2317 元/吨，处于近年来高位。成本下行预计暂告一段落，未来利润改善或主要来源于铝价上涨，而供应端见顶，需求或持续增长，缺口将进一步扩大，推动铝价上行。

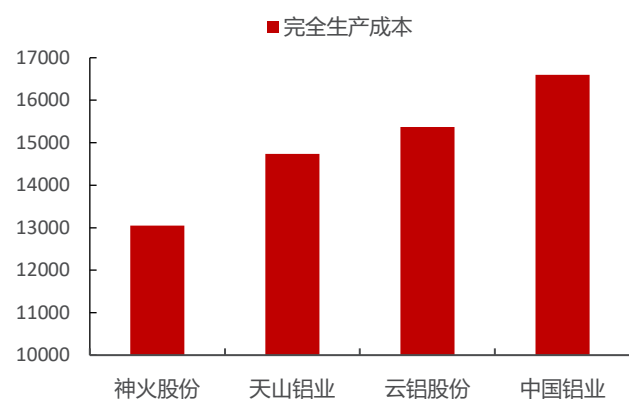
**图34：截至 2023 年 8 月 21 日，电解铝吨铝税前利润 2317 元/吨**


资料来源：wind，民生证券研究院

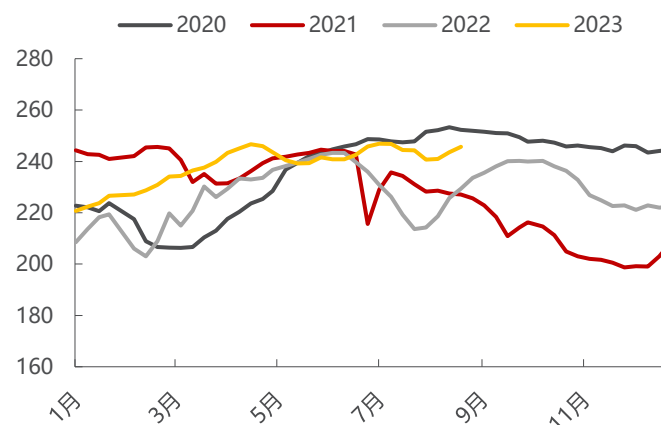
## 5 电解铝成本优势明显，铝箔产能快速扩张

**电解铝成本优势突出，电力价格稳定。**公司新疆和云南电解铝产能分别有 80 万吨和 90 万吨，新疆和云南因为电价较低，成本处于全国低位，并且费用较低，根据 2022 年数据，公司成本明显低于其他上市公司，成本优势明显，安全垫较厚。云南地区水电为主，受煤炭影响较小，新疆地区煤炭资源丰富，煤价涨幅也远远低于内陆，成本变动较小，低且稳定的成本构筑了较深的护城河。

**焦煤需求韧性十足，顺周期或渐起，煤铝齐飞概率大。**公司煤炭主要为无烟煤和贫瘦煤，产能 855 万吨，主要是高炉炼钢喷吹用。2023 年上半年，虽然房地产新开工大幅下降，施工端也表现一般，但铁水产量仍然保持高位，焦煤需求韧性较强，由于进口冲击告一段落，焦煤供应压力明显缓解，未来随着房地产政策支持力度加大，顺周期或将逐步起势，焦煤价格逐步上行，煤、铝齐飞概率较大，公司业绩弹性十足。

**图35：2022 年主要电解铝上市公司成本测算（单位：元/吨）**


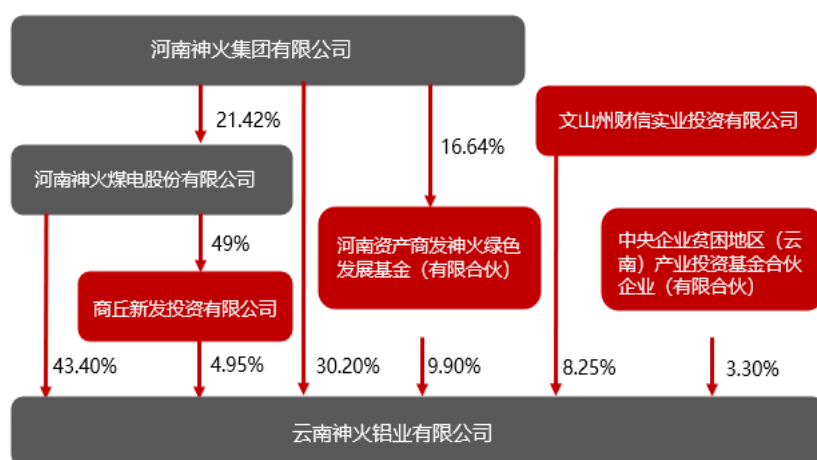
资料来源：wind，民生证券研究院

**图36：我国铁水周度产量（单位：万吨）**


资料来源：wind，民生证券研究院

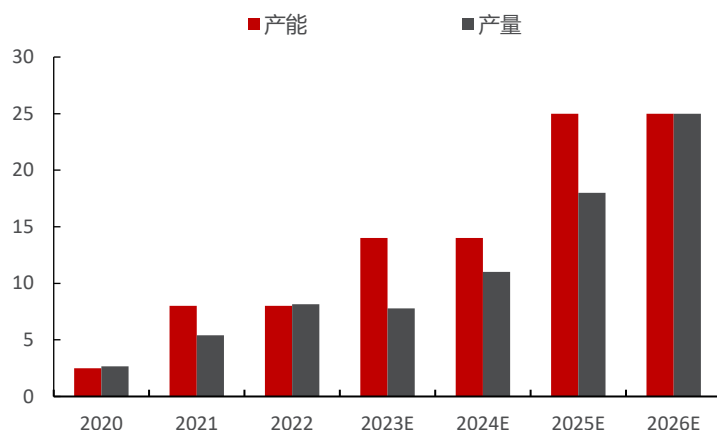
**收购云南神火股权,权益产能提升。**8月21日,公司公告收购云南神火 14.85% 股权的公告,公司出资 9.66 亿元和 4.83 亿元分别收购河南资产基金持有的 9.90% 股权和商丘新发持有的 4.95% 股权,云南神火电解铝产能 90 万吨,收购资产对应权益产能 13.4 万吨,折算吨铝产能折价为 1.08 万元,按照云铝股份 8 月 24 日市值测算,云铝吨铝产能市值为 1.61 万元,公司收购折价比较便宜。收购完成后,公司将持有云南神火 58.25% 股权,资产进一步扩大,云南神火资产购买为母公司持有的 43.4% 的股权注入提供参考,未来资产注入预期增强,α属性渐现。

图37: 云南神火主要股东示意图



资料来源: wind, 民生证券研究院

**积极拓展铝箔产能, 打开成长空间。**公司铝箔产能 8 万吨, 主要为电子电极箔、食品铝箔等, 神隆宝鼎二期 6 万吨新能源电池铝箔项目, 我们预计 2023 年年底投产, 届时铝箔总产能 14 万吨, 其中电池箔产量 7-8 万吨, 同时公司积极推进云南 11 万吨新能源铝箔项目, 我们预计到 2025 年, 公司铝箔产能将达 25 万吨, 增长较快。由于电解铝和煤炭产能受限, 公司加快布局铝箔等铝加工业务, 未来随着新能源车和储能市场的快速发张, 电池铝箔需求前景广阔, 有望成为公司新的增长点。

**图38：公司铝箔产能规划（单位：万吨）**


资料来源：wind，民生证券研究院

## 6 盈利预测与投资建议

**盈利预测与评级：**电解铝供需格局向好，顺周期逐步起势，业绩弹性十足，低估值、高弹性有望催化股价。我们预计公司 2023-2025 年将实现归母净利 57.64 亿元、73.56 亿元和 87.95 亿元，EPS 分别为 2.56 元、3.27 元和 3.91 元，对应 8 月 25 日收盘价的 PE 分别为 6、5 和 4 倍，维持“推荐”评级。

**表4：公司盈利预测与财务指标**

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	42,704	38,279	42,097	45,286
增长率（%）	23.8	-10.4	10.0	7.6
归属母公司股东净利润（百万元）	7,571	5,764	7,356	8,795
增长率（%）	133.9	-23.9	27.6	19.6
每股收益（元）	3.36	2.56	3.27	3.91
PE（现价）	4	6	5	4
PB	2.1	1.8	1.5	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价）

## 7 风险提示

**1) 无烟煤、贫瘦煤需求不及预期。**公司主要生产无烟煤和贫瘦煤，主要用来炼钢，煤炭供应弹性较小，但钢铁等房地产前端需求可能不及预期，价格可能下行。

**2) 铝箔项目进展不及预期。**公司铝箔规划项目较多，若部分项目的投产、达产进度受到外部因素干扰延期，则会对公司利润产生不利影响。

**3) 电解铝需求不及预期。**公司业绩受铝价影响较大，电解铝需求走弱，导致价格下降，将对公司盈利产生影响。

### 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	42704	38279	42097	45286
营业成本	29338	27484	29019	30217
营业税金及附加	712	612	674	725
销售费用	329	306	337	362
管理费用	764	689	758	815
研发费用	184	182	190	206
EBIT	11437	9005	11120	12961
财务费用	770	695	544	377
资产减值损失	-22	-283	-339	-273
投资收益	228	103	240	207
营业利润	10902	8168	10519	12563
营业外收支	-242	-82	-70	-71
利润总额	10660	8086	10449	12492
所得税	2083	1536	2090	2498
净利润	8576	6550	8359	9994
归属于母公司净利润	7571	5764	7356	8795
EBITDA	13272	11063	13291	15226

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	17907	14026	14359	14477
应收账款及票据	711	751	726	812
预付款项	462	467	550	537
存货	3100	3235	3335	3454
其他流动资产	1465	1446	1462	1573
流动资产合计	23645	19925	20432	20853
长期股权投资	3576	3793	4019	4239
固定资产	20734	20746	20583	20630
无形资产	5218	5641	6073	6443
非流动资产合计	36833	37181	37391	37996
资产合计	60477	57107	57822	58850
短期借款	21918	16839	13745	9987
应付账款及票据	5855	5572	5565	5464
其他流动负债	6922	6363	6410	6292
流动负债合计	34694	28774	25720	21743
长期借款	3219	2219	1619	1619
其他长期负债	1383	1383	1393	1403
非流动负债合计	4602	3602	3012	3022
负债合计	39296	32376	28732	24765
股本	2251	2251	2251	2251
少数股东权益	5137	5923	6926	8126
股东权益合计	21181	24731	29090	34084
负债和股东权益合计	60477	57107	57822	58850

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	23.80	-10.36	9.98	7.58
EBIT 增长率	22.77	-21.26	23.49	16.55
净利润增长率	133.90	-23.87	27.63	19.55
盈利能力 (%)				
毛利率	31.30	28.20	31.07	33.28
净利率	20.08	17.11	19.86	22.07
总资产收益率 ROA	12.52	10.09	12.72	14.94
净资产收益率 ROE	47.19	30.65	33.19	33.88
偿债能力				
流动比率	0.68	0.69	0.79	0.96
速动比率	0.58	0.56	0.64	0.77
现金比率	0.52	0.49	0.56	0.67
资产负债率 (%)	64.98	56.69	49.69	42.08
经营效率				
应收账款周转天数	5.90	7.07	6.19	6.44
存货周转天数	38.56	42.96	41.95	41.72
总资产周转率	0.71	0.67	0.73	0.77
每股指标 (元)				
每股收益	3.36	2.56	3.27	3.91
每股净资产	7.13	8.36	9.85	11.53
每股经营现金流	6.25	3.91	5.03	5.54
每股股利	0.45	1.33	1.78	2.22
估值分析				
PE	4	6	5	4
PB	2.1	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	3.22	3.67	2.75	2.15
股息收益率 (%)	3.01	8.93	11.90	14.88

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	8576	6550	8359	9994
折旧和摊销	1835	2057	2171	2265
营运资金变动	1844	-1003	-133	-522
经营活动现金流	14061	8811	11321	12466
资本开支	-267	-2561	-2470	-2902
投资	-54	-300	-319	-313
投资活动现金流	-462	-2669	-2550	-3007
股权募资	7	0	0	0
债务募资	-3054	-6078	-3685	-3747
筹资活动现金流	-11403	-10024	-8439	-9340
现金净流量	2209	-3881	332	119

## 插图目录

图 1: 2023 年 H1, 公司实现营收 191.09 亿元	3
图 2: 2023 年 H1, 归母净利润 27.39 亿元	3
图 3: 2023Q2, 公司实现营收 95.95 亿元	3
图 4: 2023Q2, 公司归母净利润 11.93 亿元	3
图 5: 2023 年 H1, 公司铝锭营收占比 65.4%	4
图 6: 2023 年 H1 公司铝锭毛利占比 55.93%	4
图 7: 2023H1, 公司煤炭产量同比增加 20.6% (单位: 万吨)	5
图 8: 2023H1, 公司铝产品产量同比下降 6.0% (单位: 万吨)	5
图 9: 2023H1, 公司煤炭和电解铝吨毛利	5
图 10: 2023H1, 公司三费费率同比下降 0.75pct	6
图 11: 2023H1, 公司净利率同比下降 8.48pct	6
图 12: 2023 年 H1, 公司经营性现金流净额 46.1 亿元	6
图 13: 2023 年 H1, 公司资产负债率同比下降 0.2pct	6
图 14: 云南神火和新疆神火净利润 (单位: 亿元)	7
图 15: 云南神火和新疆神火吨净利 (单位: 元)	7
图 16: 2023Q2, 公司归母净利润环比下降 3.53 亿元 (单位: 百万元)	8
图 17: 2023Q2, 公司归母净利润同比下降 13.95 亿元 (单位: 百万元)	8
图 18: 2023Q2 铝均价环比增加 52 元/吨 (单位: 元/吨)	8
图 19: 2023Q2 云南省电力交易基准价环比下降 (单位: 元/KWh)	8
图 20: 2023Q2 襄垣瘦精煤均价环比下降 463 元/吨 (单位: 元/吨)	9
图 21: 2023Q2, 永城无烟精煤价格环比下降 536 元/吨 (单位: 元/吨)	9
图 22: 2023Q2, 三费费率环比下降 0.26pct	9
图 23: 2018Q3-2023Q2 公司毛利率和净利率	9
图 24: 英国天然气价格 (单位: 美元/百万英热单位)	10
图 25: 欧洲电解铝冶炼利润 (以天然气为原料测算, 单位: 美元/吨)	10
图 26: 国内电解铝月度产能及利用率 (单位: 万吨)	12
图 27: 国内水电月度发电量 (单位: 亿 KWh)	12
图 28: 国内电解铝运行产能 (单位: 万吨)	12
图 29: 国内电解铝日均产量 (单位: 万吨)	12
图 30: 国内电解铝日均表观消费量 (单位: 万吨)	13
图 31: 我国未锻轧铝及铝材出口量 (单位: 万吨)	13
图 32: 国内铝锭社会库存 (单位: 万吨)	13
图 33: LME 铝库存 (单位: 万吨)	13
图 34: 截至 2023 年 8 月 21 日, 电解铝吨铝税前利润 2317 元/吨	14
图 35: 2022 年主要电解铝上市公司成本测算 (单位: 元/吨)	14
图 36: 我国铁水周度产量 (单位: 万吨)	14
图 37: 云南神火主要股东示意图	15
图 38: 公司铝箔产能规划 (单位: 万吨)	16

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 2023H1 主要子公司营收及净利润	7
表 2: 截至 2023 年 8 月, 电解铝拟投产产能明细 (单位: 万吨)	10
表 3: 截至 2023 年 8 月, 电解铝拟复产产能明细 (单位: 万吨)	11
表 4: 公司盈利预测与财务指标	16
公司财务报表数据预测汇总	18

## 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。	公司评级	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
	行业评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026