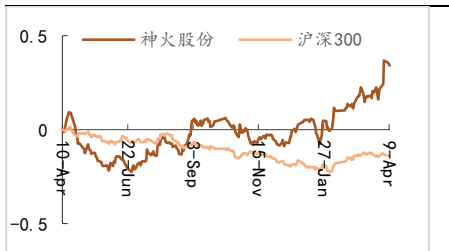


评级： 增持

吴轩  
有色行业首席分析师  
SAC 执证编号：S0110521120001  
wuxuan123@sczq.com.cn

刘崇娜  
有色行业研究助理  
liuchongna@sczq.com.cn  
电话：010-81152687

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	21.95
一年内最高/最低价(元)	23.12/12.59
市盈率(当前)	8.36
市净率(当前)	2.49
总股本(亿股)	22.50
总市值(亿元)	493.81

资料来源：聚源数据

核心观点

- **煤铝价格下跌，拖累 2023 年业绩。**2023 年公司实现营业收入 376.25 亿元，同比-11.89%；归母净利润 59.05 亿元，同比-22.00%；扣非后归母净利润 58.20 亿元，同比-25.10%。其中，Q4 实现营业收入 89.96 亿元，同比-14.90%，环比-5.51%；归母净利润 18.03 亿元，同比 5.04%，环比 32.23%；扣非后归母净利润 17.72 亿元，同比-0.13%，环比 35.73%。公司主营产品煤炭、电解铝、铝箔价格分别同比下降 284.42 元/吨、945.32 元/吨、4806.53 元/吨及公司子公司云南神火减产 9.27 万吨等因素影响。
- **深化煤、绿电布局，经济效益及低碳优势可期。**新疆神兴能源正在办理新疆准东煤田五彩湾矿区 5 号矿露天矿探矿权相关事宜。公司持有新疆神火能源 40.7% 股权，该矿地质储量约为 25.32 亿吨，煤种为长焰煤和不粘煤。为解决新疆煤电可再生能源消纳问题，实现其自备电厂一定比例的绿电替代目标，公司拟与中国电力合作投资建设 80 万千瓦风电项目。为进一步提高云南神火铝业的绿电使用量，云南神火铝业计划利用厂区屋顶投资建设 2.025 万千瓦分布式光伏项目。公司深化煤炭及电力相关产业布局，未来经济效益及低碳优势可期。
- **铝箔产能持续扩张，分拆上市稳步推进。**截至 2023 年底，公司拥有铝箔产能 8 万吨/年(神火新材二期 6 万吨产能将于 2024 年 8 月全部投产，云南新材另有 11 万吨产能在建)、铝箔坯料 15 万吨/年。神隆宝鼎分拆上市计划有序推进，目前正在进行铝加工板块的业务整合，把铝加工板块相关业务全部纳入到神隆宝鼎，其中：神隆宝鼎收购云南新材料 100% 出资权事宜和上海铝箔收购阳光铝材 51% 股权已完成。
- **供稳需增下，铝价重心预计稳步上移。**国内电解铝建成产能已逼近产能“天花板”，且运行产能及产能利用率处于高位，电解铝产量增长空间有限。海外电解铝新增产能及复产产能进展缓慢。另外，新能源车、光伏等领域用铝保持高增长，房地产对电解铝需求影响减弱。电解铝淡季累库幅度低于往年同期，低库存表明供需结构良好，铝价重心有望抬升。
- **投资建议：**公司是国内电解铝头部企业，区位优势+产业协同打造高盈利能力。铝市场供需结构良好，铝价有望进一步走高，公司将受益。预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 397.49/417.35/437.71 亿元，归母净利润分别为 61.58/71.62/73.50 亿元，对应 EPS 分别为 2.74/3.18/3.27。维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**主营产品价格大幅下跌，项目建设进度不及预期。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收(亿元)	376.25	397.49	417.35	437.71
营收增速(%)	-11.89%	5.65%	5.00%	4.88%
归母净利润(亿元)	59.05	61.58	71.62	73.50
归母净利润增速(%)	-22.00%	4.28%	16.30%	2.63%
EPS(元/股)	2.65	2.74	3.18	3.27
PE	8.28	8.02	6.90	6.72

资料来源：Wind，首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元) 2023					2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元) 2023					2024E	2025E	2026E		
流动资产	19,451.64	32,528.75	39,684.91	46,583.17	经营活动现金流	11,190.21	8,284.54	10,264.43	9,684.81								
现金	13,322.55	25,836.86	33,388.09	39,394.00	净利润	6,728.23	6,157.91	7,161.77	7,349.87								
应收账款	739.33	771.07	814.80	848.44	折旧摊销	1,900.37	1,520.03	1,555.78	1,593.22								
其它应收款	359.53	359.53	359.53	359.53	财务费用	571.57	66.61	208.68	218.86								
预付账款	402.21	512.82	413.36	564.31	投资损失	-334.66	-400.00	-400.00	-400.00								
存货	3,052.78	3,462.54	3,132.17	3,829.20	营运资金变动	2,605.93	93.81	740.29	-101.25								
其他	912.12	912.12	912.12	912.12	其它	-281.24	846.18	997.91	1,024.12								
非流动资产	38,405.98	37,463.33	36,591.69	35,882.04	投资活动现金流	-1,916.12	-483.57	-483.57	-483.57								
长期投资	3,688.68	3,788.68	3,888.68	3,988.68	资本支出	654.35	1,550.31	1,550.31	1,550.31								
固定资产	22,156.15	21,417.45	20,685.16	19,949.15	长期投资	-126.22	0.00	0.00	0.00								
无形资产	5,438.79	5,330.27	5,221.74	5,113.21	其他	-2,444.25	-2,033.88	-2,033.88	-2,033.88								
其他	4,805.01	4,805.01	4,805.01	4,805.01	筹资活动现金流	-8,303.47	4,713.34	-2,229.63	-3,195.34								
资产总计	57,857.61	69,992.07	76,276.60	82,465.21	短期借款	-7,226.92	400.12	208.68	-261.65								
流动负债	27,029.32	27,768.00	28,122.47	28,651.92	长期借款	1,725.85	0.00	-2,229.63	-2,714.83								
短期借款	14,691.25	15,091.36	15,300.04	15,038.39	其他	-2,802.40	4,313.23	-208.68	-218.86								
应付账款	3,021.23	3,403.04	3,444.51	3,636.03	现金净增加额	970.62	12,514.31	7,551.23	6,005.90								
其他	2,006.03	2,006.03	2,006.03	2,006.03													
非流动负债	6,496.47	6,496.47	4,266.85	1,552.01													
长期借款	4,944.46	4,944.46	2,714.83	0.00													
其他	1,552.01	1,552.01	1,552.01	1,552.01													
负债合计	33,525.79	34,264.47	32,389.32	30,203.93													
少数股东权益	4,502.78	5,360.81	6,358.72	7,382.84													
归属母公司股东权益	19,829.05	30,366.79	37,528.57	44,878.44													
负债和股东权益	57,857.61	69,992.07	76,276.60	82,465.21													
利润表 (百万元)					2023	2024E	2025E	2026E	主要财务比率					2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	37,625.08	39,749.02	41,735.12	43,771.11	成长能力												
营业成本	27,708.81	29,342.48	29,700.04	31,351.36	营业收入	-11.89%	5.65%	5.00%	4.88%								
营业税金及附加	529.67	559.56	587.52	616.19	营业利润	-24.14%	4.22%	16.09%	2.60%								
营业费用	331.23	349.93	367.41	385.34	归属母公司净利润	-22.00%	4.28%	16.30%	2.63%								
研发费用	429.03	453.25	475.89	499.11	获利能力												
管理费用	829.94	876.79	920.60	965.51	毛利率	26.36%	26.18%	28.84%	28.37%								
财务费用	63.05	66.61	208.68	218.86	净利率	15.70%	15.49%	17.16%	16.79%								
资产减值损失	-6.65	0.00	0.00	0.00	ROE	27.65%	19.64%	18.59%	16.02%								
公允价值变动收益	0.00	-11.85	0.00	0.00	ROIC	28.64%	27.47%	32.82%	35.36%								
投资净收益	334.66	400.00	400.00	400.00	偿债能力												
营业利润	8,269.73	8,618.49	10,004.91	10,264.69	资产负债率	57.95%	48.95%	42.46%	36.63%								
营业外收入	101.59	101.59	101.59	101.59	净负债比率	-23.34%	-2.67%	-29.92%	-39.29%								
营业外支出	215.44	215.44	215.44	215.44	流动比率	0.72	1.17	1.41	1.63								
利润总额	8,155.87	8,504.63	9,891.06	10,150.84	速动比率	0.61	1.05	1.30	1.49								
所得税	1,427.64	1,488.69	1,731.37	1,776.85	营运能力												
净利润	6,728.23	7,015.94	8,159.68	8,373.99	总资产周转率	0.64	0.62	0.57	0.55								
少数股东损益	822.85	858.03	997.91	1,024.12	应收账款周转率	52.63	52.63	52.63	52.63								
归属母公司净利润	5,905.39	6,157.91	7,161.77	7,349.87	应付账款周转率	11.71	12.37	12.19	12.36								
EBITDA	9,786.05	10,205.13	11,769.37	12,076.76	每股指标(元)												
EPS (元)	2.65	2.74	3.18	3.27	每股收益	2.65	2.74	3.18	3.27								
					每股经营现金	4.97	3.68	4.56	4.30								
					每股净资产	8.81	13.50	16.68	19.95								
					估值比率												
					P/E	8.28	8.02	6.90	6.72								
					P/B	2.49	1.63	1.32	1.10								

## 分析师简介

吴轩，金融硕士，曾就职于长城证券。2021年12月加入首创证券，负责有色金属板块研究。

刘崇娜，有色行业助理研究员，FRM，2022年5月加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级  以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现