

低成本电解铝龙头，利润有望改善

华泰研究

2024 年 11 月 11 日 | 中国内地

更新报告

基本金属及加工

公司是国内低成本电解铝龙头，煤炭及电解铝业务双轮驱动。我们看好公司电解铝利润持续改善，且 25 年氧化铝成本压力减弱或带来更强业绩弹性。其次，公司现有新疆+云南电解铝具备低成本能源+绿电优势。此外，公司正推进产业链一体化再补强，有望进一步增厚利润。维持“买入”评级。

核心看点 1：电解铝利润持续改善，25 年氧化铝成本压力有望减弱

随着供给侧改革设定电解铝行业产能天花板，国内电解铝供给增速持续下降，而需求端受新能源、电力等下游拉动，需求保持较好增长，电解铝供需格局良好，行业产能利用率从 2016 年的 80% 提升至 2024 年 10 月的 96% 左右，电解铝利润持续改善。相较于其他电解铝上市公司，公司在氧化铝方面布局较少，24 年以来氧化铝价格大幅上涨对公司电解铝板块盈利有所拖累。展望 25 年，随着国内外较多氧化铝项目投产，以及几内亚铝土矿供应释放，氧化铝紧张格局有望缓解，公司成本压力有望减弱，利润弹性或更强。

核心看点 2：产能布局卡位优势，能源+绿电资源构筑成本护城河

公司现有新疆+云南电解铝产能布局占优。其中新疆靠近煤炭产区，24Q3 能源成本优势约 1845 元/吨，是国内电解铝盈利能力最好的地区，且风电、光伏发展前景广阔，风电利用小时数全国第一，公司正与中国电力共同建设 80 万千瓦风电，以实现绿电替代；同时云南水电资源丰富，但可容纳电解铝产能有限，公司卡位布局。公司在已具备较大成本优势的基础上，未来有望进一步结合潜在碳排放优势，成本护城河深筑。

核心看点 3：产业链一体化再补强，打开未来增长空间

公司正与中国电力、中国神华等共同推进新疆煤炭、电力、电解铝产能一体化再扩张，包括与中国电力共同推进建设 80 万千瓦风电项目、与中国神华等推进五彩湾五号矿开发、配套 2*660MW 煤电机组，以及通过搬迁、兼并重组等方式进行产能置换，进一步扩张电解铝产能的计划。未来随着上述项目的投产，有望进一步增厚利润。

盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 43.5、52.8、63.6 亿元，分别同比-26.4%、+21.4%、+20.6%。采用分部估值法，参考可比公司估值，其中电解铝板块，2025 年 Wind 一致预期平均 9.6x PE；煤炭板块 2025 年 Wind 一致预期平均 8.3x PE。根据公司 2025 年电解铝：煤炭毛利占比约 70%：30% 测算，对应电解铝板块利润约 37.0 亿元、煤炭板块利润约 15.9 亿元，考虑公司地处新疆具有显著成本优势，分别给予电解铝、煤炭板块 11.0x、10xPE，对应公司目标价 25.15 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期、原料价格超预期变化。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	42,704	37,625	39,564	40,775	41,840
+/-%	23.95	(11.89)	5.15	3.06	2.61
归属母公司净利润 (人民币百万)	7,571	5,905	4,346	5,275	6,361
+/-%	134.11	(22.00)	(26.40)	21.37	20.57
EPS (人民币，最新摊薄)	3.37	2.63	1.93	2.35	2.83
ROE (%)	40.49	27.65	17.78	18.40	19.82
PE (倍)	5.67	7.27	9.88	8.14	6.75
PB (倍)	2.68	2.17	1.92	1.59	1.41
EV/EBITDA (倍)	4.35	5.32	6.73	5.33	4.20

资料来源：公司公告、华泰研究预测

投资评级(维持):

目标价(人民币):

买入

25.15

研究员

SAC No. S0570517050001
SFC No. BPN269

李斌

libin@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

研究员

SAC No. S0570522030001

马晓晨

maxiaochen@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

联系人

SAC No. S0570122070092

王鑫延

wangxinyan020418@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

联系人

SAC No. S0570123040074

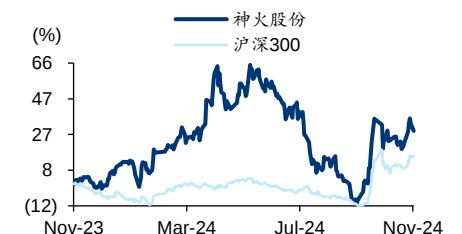
黄自迪

huangzidi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价 (人民币)	25.15
收盘价 (人民币 截至 11 月 11 日)	19.09
市值 (人民币百万)	42,940
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	614.08
52 周价格范围 (人民币)	13.20-25.21
BVPS (人民币)	9.62

股价走势图

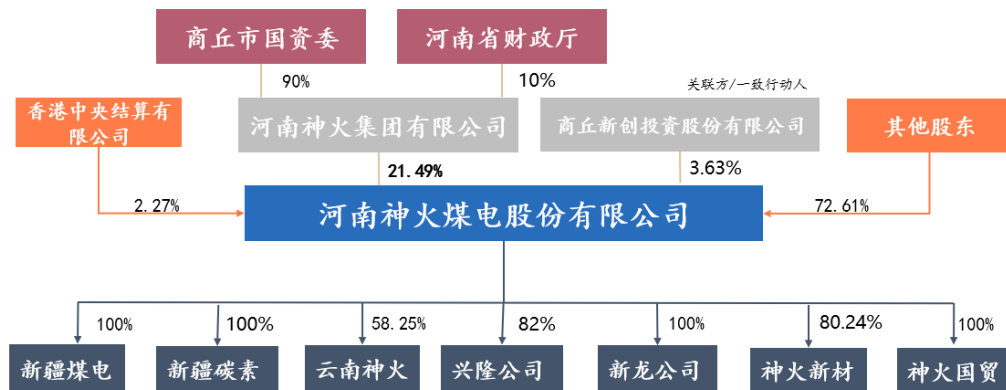


资料来源：Wind

神火股份：煤电铝材一体化布局，卡位优质资源

商丘市属国有企业，围绕“煤电铝材”一体化布局。公司成立于1998年，并于1999年在深交所上市。上市初期确立“巩固发展煤炭、积极做强铝电、打造完整煤电铝材产业链”的发展战略。经过多年发展，公司已形成煤电铝材一体化产业布局，主营业务包括铝产品、煤炭的生产、加工和销售及发供电。截至24Q3，公司控股股东神火集团及一致行动人合计持股比例为25.12%，实际控制人为商丘市国资委。

图表1：公司股权结构



资料来源：Wind，华泰研究

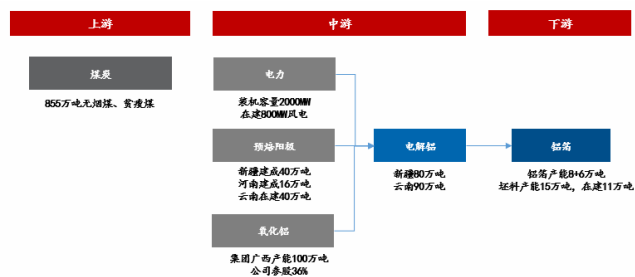
图表2：公司发展历程



资料来源：公司公告，华泰研究

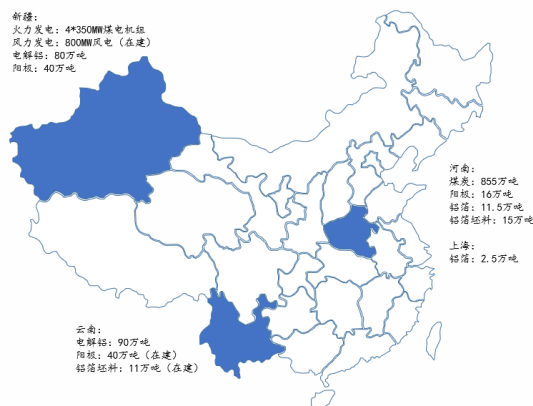
公司已形成新疆+云南 170 万吨电解铝、河南 855 万吨煤炭产能布局。新疆方面，公司配套 40 万吨阳极、4*350MW 煤电机组，打造了完整 80 万吨电解铝产业链，并建有连接煤炭原料产地和电厂的输煤皮带走廊，不仅大幅降低了物流成本，还不受季节、环保等各种因素的影响，能够保证煤炭长期、持续、稳定的供应。云南方面，公司建有 90 万吨电解铝产能，以绿色水电为主要能源，且靠近氧化铝主产地广西百色及铝消费最集中的华南市场，物流成本优势明显。河南方面，公司本部位于我国六大无烟煤生产基地之一的永城矿区，主产品无烟煤、贫瘦煤均为稀缺煤种，精煤产出率 75%左右，且靠近能源需求终端市场，公司有自备铁路专用线，进一步降低煤炭产品成本。

图表3：公司产业链布局



资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：公司产能分布



资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：公司电解铝产能布局

	产品	所属子公司	地区	持股比例	产能	权益产能
云南	电解铝	云南神火	云南文山	58.25%	90万吨	52.4万吨
新疆	电解铝	新疆煤电	新疆昌吉州	100%	80万吨	80万吨
	自备电	新疆煤电	新疆昌吉州	100%	1400MW	1400MW
	阳极	新疆碳素	新疆昌吉州	100%	40万吨	40万吨
电解铝合计					170万吨	132.4万吨

资料来源：公司公告，华泰研究

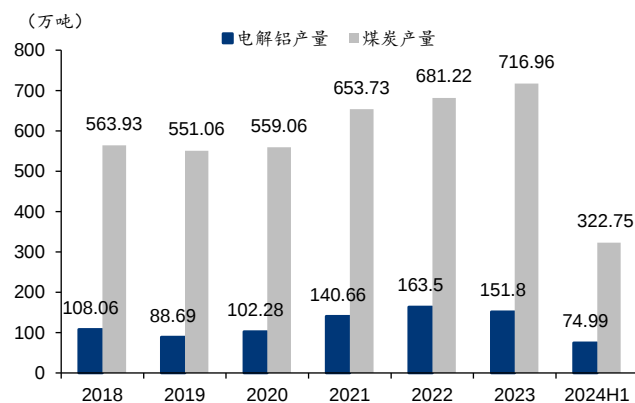
图表6：公司煤炭产能布局

	产品	所属子公司	地区	持股比例	产能	权益产能
永城矿区	无烟煤	公司本部	河南永城	100%	345万吨	345万吨
许昌矿区	贫瘦煤	兴隆矿业	河南许昌	82%	210万吨	172万吨
	贫瘦煤	新龙矿业	河南许昌	100%	240万吨	240万吨
郑州矿业	贫瘦煤	裕中煤业超化公司	河南郑州	36%	60万吨	22万吨
煤炭合计					855万吨	779万吨

资料来源：公司公告，华泰研究

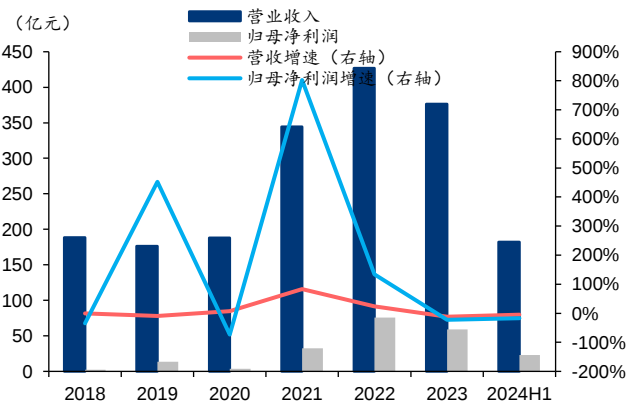
电解铝与煤炭是公司主要利润来源，与铝价、煤价相关性高。2023年公司电解铝、煤炭产量分别151.8、16.96万吨，2018年以来总体稳中有升，近两年相对稳定。其中新疆电解铝基本保持满产状态，云南电解铝受电力供应扰动，产量有所波动；而煤炭产量24H1受安全监管影响，产量有所下降。从利润构成来看，24H1电解铝与煤炭毛利贡献分别68%、23%，合计贡献达91%，电解铝与煤炭是公司主要利润来源，其毛利率变化主要跟随电解铝利润及煤价波动。

图表7：公司电解铝及煤炭产量



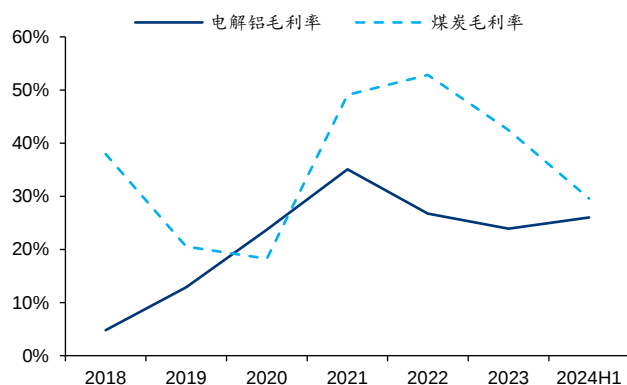
资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：公司营收、归母净利润及增速



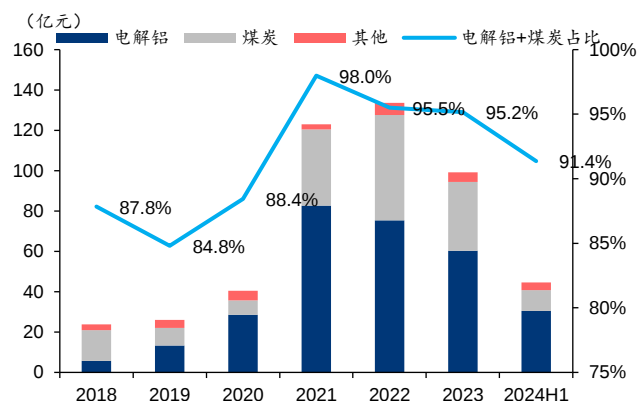
资料来源：公司公告，华泰研究

图表9：公司各业务毛利率情况



资料来源：公司公告，华泰研究

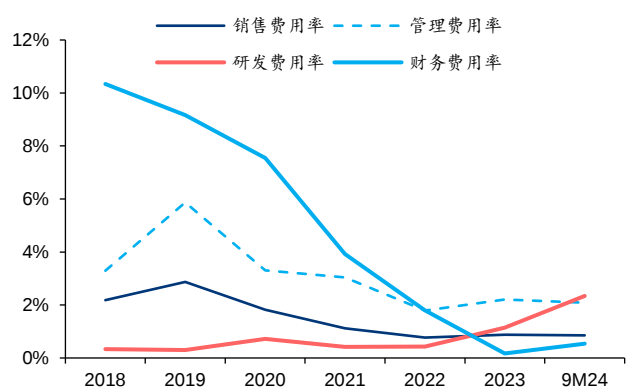
图表10：公司毛利构成



资料来源：公司公告，华泰研究

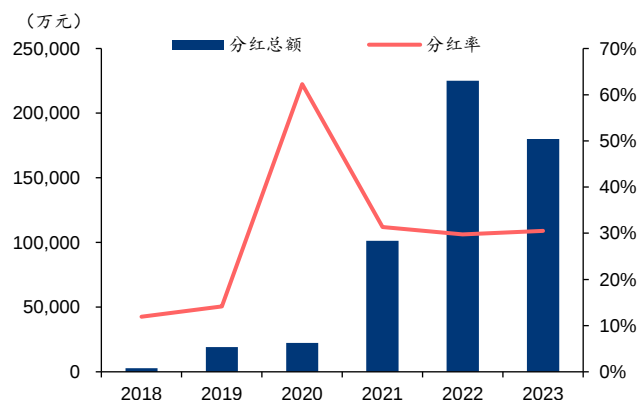
财务费用率明显下降，分红总额明显提升。受益于电解铝供需格局改善，2018年以来公司盈利、现金流等情况明显改善，公司资产负债率从2018年的85.7%下降至24Q3的53.4%，财务费用率从2018年的10.34%下降至9M24的0.54%。同时，公司分红总额明显提升，21年以来分红率稳定维持在30%左右。

图表11：公司期间费用率情况



资料来源：公司公告，华泰研究

图表12：公司分红情况



资料来源：公司公告，华泰研究

核心看点：产能卡位布局，产业链再补强

新疆成本优势：靠近煤炭产区，能源成本优势显著。受益于煤炭资源丰富、开采成本较低，新疆是目前电解铝主要产地中最具成本优势的区域。公司电解铝项目位于全国最大整装煤田-准东煤田腹地，配套 4*350MW 燃煤发电机组，建有链接煤炭产地和电厂的输煤皮带走廊，进一步降低物流成本。据 SMM，24Q3 新疆含税电价约 0.26 元/度，全国平均约 0.40 元/度，带来新疆能源成本优势约 1845 元/吨。

图表13: 公司新疆电解铝产能布局



资料来源：公司公告，华泰研究

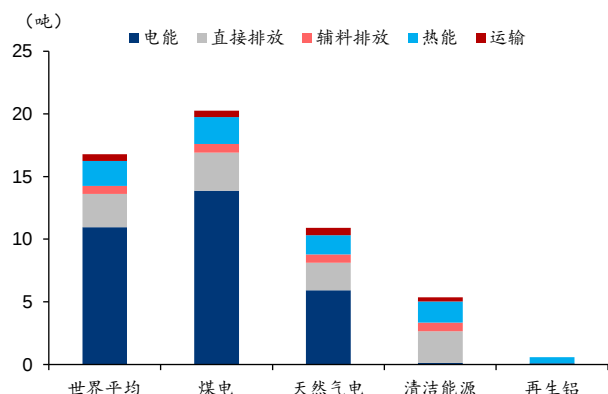
图表14: 24年9月电解铝行业各省理论成本及盈利



资料来源：Mysteel，华泰研究

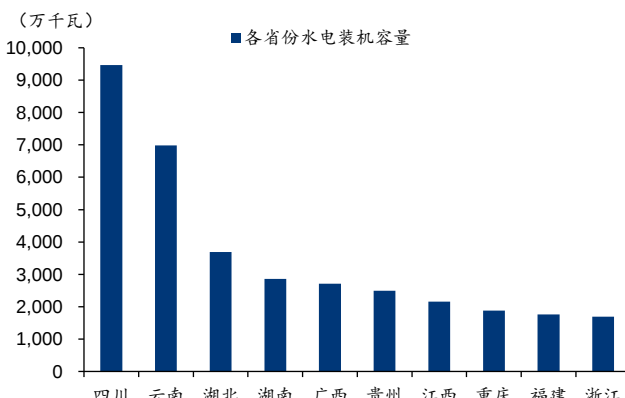
云南绿电优势：水电铝容量有限，云南产能卡位优势。水电低碳优势显著，据国际铝业协会，水电铝吨铝碳排放约 5 吨，较火电排放明显减少。2024 年 3 月生态环境部发布《企业温室气体排放核算与报告指南-铝冶炼行业》（征求意见稿），电解铝纳入碳市场工作持续推进中。按 11 月 8 日国内碳价约 105 元/吨，水电铝减排 10 吨测算，未来潜在碳排放成本优势约 1050 元/吨。而水电容量有限，当前云南省内产能尚无法保障满产运行，后续水电铝产能增长空间十分有限。

图表15: 不同能源形式吨铝碳排放情况 (2021)



资料来源：国际铝业协会，华泰研究

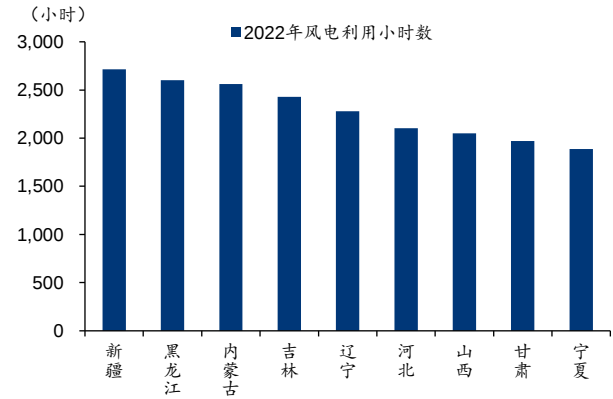
图表16: 各省份水电装机量 (截至23年)



资料来源：中电联，华泰研究

新疆绿电潜力：风电、光伏重点发展地区，风光资源潜力大。据国家能源局，2022 年新疆乌鲁木齐市、石河子市等地区风电实际利用小时数 2716 小时，位居全国第一。同时火电调峰+电解铝消纳能够解决新能源发展瓶颈。伴随风光装机增长，新能源消纳问题逐渐突出，而电解铝用电量大，是天然消纳项目。此外新能源发电具有不确定性，而火电是目前最可靠有效的灵活性电源。国家能源局明确表示积极推动风光火（储）一体化项目。公司正与中国电力合作共同建设 80 万千瓦风电项目，以实现绿电替代，满足电解铝绿电比例 25 年 25%、30 年 30%以上目标。

图表17: 重点地区 2022 年风电利用小时数



资料来源: 国家能源局, 华泰研究

图表18: 重点地区 2022 年光伏利用小时数



资料来源: 国家能源局, 华泰研究

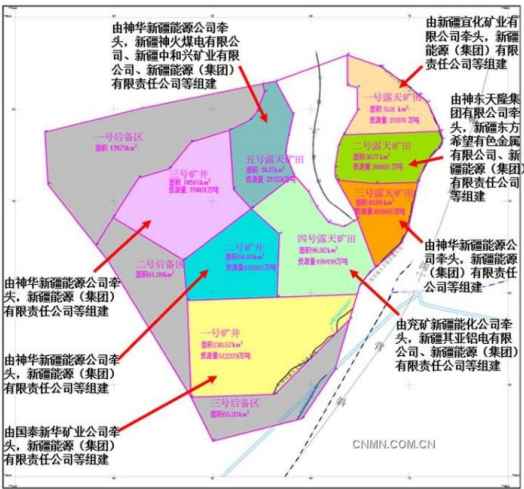
产业链再补强: 新疆煤电铝材一体化再扩张。公司正与中国电力、中国神华等共同推进新疆煤炭、电力、电解铝产能一体化再扩张, 包括与中国电力共同 80 万千瓦风电项目、与中国神华等推进五彩湾五号矿开发、配套 2*660MW 煤电机组, 以及通过搬迁、兼并重组等方式进行产能置换, 进一步扩张电解铝产能的计划, 随着上述项目的投产, 未来有望进一步增厚利润。

图表19: 公司煤电铝一体化扩张项目情况

品种	煤炭（五彩湾 5 号露天矿田）	火电	风电	电解铝
产能	可研 1000 万吨，储量 25.32 亿吨，煤种为长焰煤、不粘煤	2*660MW 煤电一体化机组	800MW 风电	规划当中
合作方	中国神华	-	中国电力	-
持股比例	新疆煤电 40.07%	-	新疆神火 49%	-
进展	正在推动探矿权及探转采相关工作	可研报告编制评审结果已经公示	预计 25 年底投产	正在论证进一步扩产的规模和可行性

资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表20: 五彩湾煤炭矿权整合开发规划



资料来源: 新疆维吾尔自治区国土资源厅, 华泰研究

盈利预测及估值

公司主要利润来源于电解铝及煤炭，我们看好 2024-2026 年电解铝供需格局持续改善，吨铝利润有望走扩，同时，随着氧化铝及铝土矿新增产能投产，供应紧张有望逐步缓解，公司成本端压力有望减弱。

1、电解铝业务：

量：公司电解铝建成产能 170 万吨，其中新疆 80 万吨运行稳定，云南 90 万吨产能受水电供应影响，枯水期产能利用率有所下降，今年 3 月以来云南启动复产，并于 5 月后保持满产状态，我们预计 24-26 年云南产量贡献分别 80、85、85 万吨，公司新疆+云南电解铝产量 160、165、165 万吨。

价格：受供给侧改革设定产能天花板影响，电解铝供给约束强，供给增速持续下降，同时需求端受新能源、电力等板块拉动，需求保持较好增长。据华泰金属《2025 年中正平和，静待新周期》(2024.11.6)，我们预计 25 年铝供给增速或进一步下降，电解铝供需格局有望持续改善，我们看好电解铝利润走扩。而氧化铝价格回落或带动电解铝成本重心有所下移，预计 24-26 年电解铝价格分别 20000、20000、20500 元/吨。

成本：24 年受氧化铝价格大幅上涨影响，公司生产成本有所抬升，我们预期随着 25 年氧化铝及铝土矿产能投产，氧化铝供应紧张情况有所缓解，预计 24-26 年氧化铝价格分别 3900、3500、3200 元/吨；电力成本略有抬升、阳极及其他成本或相对稳定。

2、煤炭业务：

量：受安监检查影响，公司 24Q1 煤炭产量有所减少，24Q2 开始恢复，同时永城矿区仍处扩储状态，预计 25 年产量有所恢复，我们预计公司 24-26 年产量分别 690、700、710 万吨。

价格：受钢铁行业需求较弱影响，24 年焦煤价格偏弱运行，随着财政政策陆续出台，基建、制造业等需求有望边际改善，对钢铁需求及焦煤价格形成一定支撑，我们预计 24-26 年煤炭板块售价维持 972 元/吨。

图表21：关键假设表

	单位	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电解铝板块									
销量	万吨	88.7	101.0	141.8	162.6	152.7	160.0	165.0	165.0
铝价	元/吨	13940	14190	18898	19936	18700	20000	20000	20500
生产成本	元/吨	10170	9109	10798	12739	12608	14369	13723	13226
-电力成本	元/吨	2346	2469	3232	4058	4163	4383	4414	4414
-氧化铝成本	元/吨	5577	4590	5134	5491	5430	7111	6420	5910
-阳极成本	元/吨	1286	1239	1534	2436	2022	1865	1867	1867
-其他成本	元/吨	961	812	897	753	992	1009	1022	1035
吨毛利	元/吨	1505	2832	5831	4640	3953	3330	3976	4916
煤炭板块									
销量	万吨	569	575	654	675	725	690	700	710
煤价	元/吨	1050	682	1177	1464	1105	972	972	972
生产成本	元/吨	595	579	599	691	636	636	636	636
吨毛利	元/吨	455	103	578	773	469	336	336	336

资料来源：公司公告，华泰研究预测

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 43.5、52.8、63.6 亿元，同比增速分别-26.4%、+21.4%、+20.6%。基于公司 22.5 亿总股本，我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 1.93、2.35、2.83 元。

图表22：盈利预测表

	单位	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	亿元	176.2	188.1	344.5	427.0	376.3	395.6	407.8	418.4
YOY	%	-6.5%	6.8%	83.2%	24.0%	-11.9%	5.2%	3.1%	2.6%
总毛利	亿元	26.1	40.4	122.9	133.7	99.2	81.5	94.4	110.5
毛利率	%	14.8%	21.5%	35.7%	31.3%	26.4%	20.6%	23.2%	26.4%
期间费用率	%	18.2%	13.4%	8.5%	4.8%	4.4%	4.6%	4.3%	4.0%
所得税率	%	46.34%	67.39%	39.95%	19.54%	17.50%	21.00%	20.00%	20.00%
净利率	%	3.2%	1.3%	8.8%	20.1%	17.9%	12.3%	14.8%	17.6%
归母净利润	亿元	13.5	3.6	32.3	75.7	59.1	43.5	52.8	63.6
YOY	%	463.3%	-73.4%	802.6%	134.1%	-22.0%	-26.4%	21.4%	20.6%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

采用分部估值法，参考可比公司估值，其中电解铝板块可比公司选择中国铝业、天山铝业、云铝股份，主营产品均以电解铝为主，与公司业务具有可比性，2025 年 Wind 一致预期平均 9.6x PE；煤炭板块可比公司选择山西焦煤、平煤股份、淮北矿业，主营产品均包含焦煤，与公司业务具有可比性，2025 年 Wind 一致预期平均 8.3x PE。根据公司 2025 年电解铝：煤炭毛利占比约 70%：30%测算，对应电解铝板块利润约 37.0 亿元、煤炭板块利润约 15.9 亿元，考虑公司地处新疆具有显著成本优势，分别给予电解铝、煤炭板块 11.0x、10xPE，对应公司目标价 25.15 元，维持“买入”评级。

图表23：可比公司估值表

公司名称	股票代码	市值（亿元）	PE			PB		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中国铝业	601600 CH	1439.4	10.7	9.7	8.9	2.02	1.72	1.48
天山铝业	002532 CH	423.3	10.4	9.5	8.7	1.57	1.41	1.27
云铝股份	000807 CH	550.7	11.1	9.5	8.7	1.88	1.63	1.43
平均值			10.8	9.6	8.8	1.82	1.59	1.40
山西焦煤	000983 CH	484.3	11.9	10.4	9.6	1.28	1.24	1.20
平煤股份	601666 CH	252.5	9.0	7.6	6.9	0.94	0.89	0.84
淮北矿业	600985 CH	414.8	7.7	6.8	6.1	1.02	0.94	0.86
平均值			9.5	8.3	7.5	1.08	1.02	0.97

注：截至 2024 年 11 月 11 日，取自 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究

图表24：2024 年盈利弹性测算

	19200	19400	19600	19800	20000	20200	20400	20600	20800
3600	41.9	43.6	45.3	47.0	48.7	50.5	52.2	53.9	55.6
3700	40.1	41.8	43.6	45.3	47.0	48.7	50.4	52.1	53.8
3800	38.3	40.1	41.8	43.5	45.2	46.9	48.7	50.4	52.1
3900	36.6	38.3	40.0	41.7	43.5	45.2	46.9	48.6	50.3
4000	34.8	36.5	38.2	40.0	41.7	43.4	45.1	46.8	48.6
4100	33.0	34.7	36.5	38.2	39.9	41.6	43.4	45.1	46.8
4200	31.2	32.9	34.7	36.4	38.1	39.9	41.6	43.3	45.0

资料来源：华泰研究预测

图表25：2025 年盈利弹性测算

	19200	19400	19600	19800	20000	20200	20400	20600	20800
3200	51.1	52.9	54.7	56.4	58.2	60.0	61.7	63.5	65.2
3300	49.3	51.1	52.9	54.6	56.4	58.1	59.9	61.7	63.4
3400	47.5	49.3	51.0	52.8	54.6	56.3	58.1	59.8	61.6
3500	45.7	47.4	49.2	51.0	52.8	54.5	56.3	58.0	59.8
3600	43.8	45.6	47.4	49.2	50.9	52.7	54.5	56.2	58.0
3700	42.0	43.8	45.6	47.3	49.1	50.9	52.6	54.4	56.2
3800	40.2	42.0	43.7	45.5	47.3	49.1	50.8	52.6	54.4

资料来源：华泰研究预测

风险提示

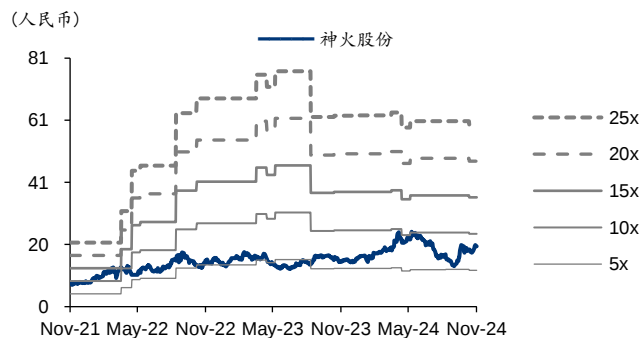
下游需求不及预期

若下游需求不及预期，或对电解铝、煤炭价格产生影响，进而影响公司利润表现

原料价格超预期变化

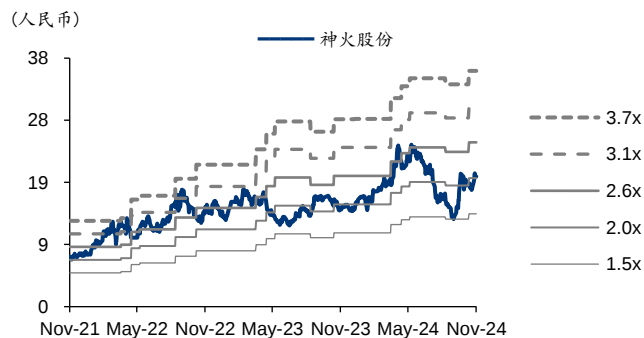
若氧化铝等原料价格超预期变化，或对公司生产成本产生影响，进而影响公司利润表现

图表26: 神火股份 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表27: 神火股份 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	23,645	19,452	23,176	25,411	30,928
现金	17,907	13,323	15,687	19,192	23,466
应收账款	690.37	739.33	764.05	785.36	804.51
其他应收账款	657.14	359.53	709.54	392.26	738.31
预付账款	461.87	402.21	506.40	430.02	530.86
存货	3,100	3,053	3,922	3,035	3,801
其他流动资产	828.21	1,575	1,586	1,576	1,587
非流动资产	36,833	38,406	38,351	38,108	37,819
长期投资	3,576	3,689	4,095	4,599	5,073
固定投资	20,716	22,145	21,958	21,490	20,855
无形资产	5,218	5,435	5,578	5,712	5,840
其他非流动资产	7,322	7,137	6,720	6,306	6,051
资产总计	60,477	57,858	61,526	63,519	68,747
流动负债	34,694	27,029	28,668	26,407	28,264
短期借款	21,918	14,691	14,691	14,691	14,691
应付账款	3,406	3,021	4,265	3,002	4,139
其他流动负债	9,370	9,317	9,712	8,713	9,434
非流动负债	4,602	6,496	5,455	4,386	3,342
长期借款	3,219	4,944	3,903	2,834	1,790
其他非流动负债	1,383	1,552	1,552	1,552	1,552
负债合计	39,296	33,526	34,123	30,793	31,606
少数股东权益	5,137	4,503	5,027	5,773	6,773
股本	2,251	2,250	2,249	2,249	2,249
资本公积	2,659	2,657	2,657	2,657	2,657
留存公积	10,914	14,589	17,998	22,213	27,365
归属母公司股东权益	16,044	19,829	22,376	26,954	30,368
负债和股东权益	60,477	57,858	61,526	63,519	68,747

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	14,061	11,190	6,821	6,123	8,802
净利润	8,576	6,728	4,871	6,021	7,361
折旧摊销	1,828	2,264	1,491	1,544	1,408
财务费用	769.72	63.05	136.65	29.86	(101.83)
投资损失	(228.30)	(334.66)	(431.62)	(431.62)	(431.62)
营运资金变动	1,513	2,179	833.53	(960.96)	645.55
其他经营现金	1,601	290.68	(78.80)	(79.04)	(79.25)
投资活动现金	(462.17)	(1,916)	(932.78)	(799.27)	(616.41)
资本支出	(304.15)	(985.37)	(1,027)	(795.53)	(643.38)
长期投资	(58.80)	(1,277)	(406.34)	(504.41)	(473.23)
其他投资现金	(99.23)	346.07	501.03	500.66	500.20
筹资活动现金	(11,403)	(8,303)	(3,524)	(1,819)	(3,912)
短期借款	3,545	(7,227)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(1,673)	1,726	(1,042)	(1,069)	(1,044)
普通股增加	0.00	(1.28)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(20.49)	(2.27)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(13,255)	(2,799)	(2,482)	(750.36)	(2,868)
现金净增加额	2,209	973.89	2,365	3,505	4,274

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	42,704	37,625	39,564	40,775	41,840
营业成本	29,338	27,709	31,414	31,332	30,786
营业税金及附加	711.74	529.67	556.96	574.01	589.00
营业费用	328.64	331.23	348.30	358.96	368.34
管理费用	763.76	829.94	872.71	899.43	922.92
财务费用	769.72	63.05	136.65	29.86	(101.83)
资产减值损失	(21.89)	(6.65)	(6.99)	(7.21)	(7.40)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	228.30	334.66	431.62	431.62	431.62
营业利润	10,902	8,270	6,344	7,672	9,363
营业外收入	144.06	101.59	122.82	112.20	117.51
营业外支出	386.04	215.44	300.74	258.09	279.42
利润总额	10,660	8,156	6,166	7,526	9,201
所得税	2,083	1,428	1,295	1,505	1,840
净利润	8,576	6,728	4,871	6,021	7,361
少数股东损益	1,005	822.85	524.69	745.31	1,000
归属母公司净利润	7,571	5,905	4,346	5,275	6,361
EBITDA	13,196	10,441	7,749	9,055	10,461
EPS (人民币, 基本)	3.39	2.65	1.93	2.35	2.83

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	23.95	(11.89)	5.15	3.06	2.61
营业利润	103.91	(24.14)	(23.29)	20.93	22.04
归属母公司净利润	134.11	(22.00)	(26.40)	21.37	20.57
获利能力 (%)					
毛利率	31.30	26.36	20.60	23.16	26.42
净利率	20.08	17.88	12.31	14.77	17.59
ROE	40.49	27.65	17.78	18.40	19.82
ROIC	49.46	32.83	26.39	32.99	45.80
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.98	57.95	55.46	48.48	45.98
净负债比率 (%)	44.18	33.33	15.17	(1.34)	(15.56)
流动比率	0.68	0.72	0.81	0.96	1.09
速动比率	0.57	0.55	0.62	0.79	0.90
营运能力					
总资产周转率	0.75	0.64	0.66	0.65	0.63
应收账款周转率	79.17	52.63	52.63	52.63	52.63
应付账款周转率	8.87	8.62	8.62	8.62	8.62
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	3.37	2.63	1.93	2.35	2.83
每股经营现金流(最新摊薄)	6.25	4.97	3.03	2.72	3.91
每股净资产(最新摊薄)	7.13	8.82	9.95	11.98	13.50
估值比率					
PE (倍)	5.67	7.27	9.88	8.14	6.75
PB (倍)	2.68	2.17	1.92	1.59	1.41
EV EBITDA (倍)	4.35	5.32	6.73	5.33	4.20

免责声明

分析师声明

本人，李斌、马晓晨，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李斌、马晓晨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 神火股份（000933 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司