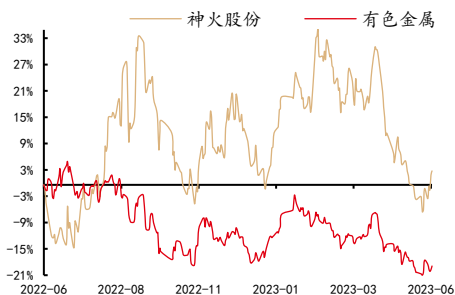




股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	14.05
总股本/流通股本(亿股)	22.51 / 22.31
总市值/流通市值(亿元)	316 / 314
52周内最高/最低价	19.74 / 12.54
资产负债率(%)	65.0%
市盈率	4.14
第一大股东	河南神火集团有限公司
持股比例(%)	21.4%

研究所

分析师: 李帅华  
SAC 登记编号: S1340522060001  
Email: lishuaihua@cnpsec.com

神火股份(000933)

原料下跌铝利润提升，成本优势保障公司业绩

● 投资要点

**原料下跌铝利润提升，公司业绩有望好转。**2023Q1 公司实现营业收入 95.15 亿元，同比下降 11.5%，环比下降 10.0%；归母净利润为 15.46 亿元，同比下降 20.6%，环比下降 9.9%，扣非归母净利润 15.41 亿元，同比下降 20.4%，环比下降 13.2%。主要原因在于 2023Q1 铝价相较于 2022 年同期大幅下跌。目前氧化铝、预焙阳极、动力煤价格下行，电解铝成本或持续下降，公司利润有望好转。

**地处新疆、云南，成本优势十分明显。**神火电解铝产能分别处于具有发电成本优势的新疆和绿色水电优势的云南地区，截至 2022 年年底，公司电解铝产能 170 万吨/年，其中新疆煤电 80 万吨/年、云南神火 90 万吨/年。新疆拥有丰富、低价的煤炭资源，云南距离氧化铝主产地广西百色较近，同时水电资源丰富，神火电解铝成本处于国内第一梯队。

**加码电池铝箔，打造新的效益增长点。**公司目前铝箔产能 8 万吨，其中上海铝箔产能 2.5 万吨，神隆宝鼎一期为 5.5 万吨，神隆宝鼎二期 6 万吨电池铝箔正在积极推进，预计年底开始调试；云南新材料 11 万吨具有绿电优势的水电铝箔正在进行项目前期，预计未来 2-3 年内公司铝加工板块形成 25 万吨的铝箔生产能力。目前公司电池铝箔业务已于 2022 年年底通过行业 16949 认证，后续有望加速导入。

**云南水电虽有增长，电解铝复产或将不及预期。**云南近期来水量有所增加，水电发电量逐步好转，但据 SMM 调研目前省内电解铝企业均在等待准确的复产通知，电力规模及复产规模均未有明确的消息。今年以来云南干旱较为严重，水库水位较低，同时今年国内高温天气频繁，云南西电东送压力提升。同时电解铝起停槽成本较高，预计云南电解铝复产规模不会太大。

**梁北煤矿技改持续推进，煤炭产能梯次接续。**截至 2022 年年底公司控制的煤炭保有储量 13.29 亿吨，可采储量 6.12 亿吨，其中永城无烟煤产能 345 万吨，许昌、郑州矿区产能 510 万吨，2022 年公司生产煤炭 681.22 万吨，同比增长 4.49%，销售 674.77 万吨，同比增长 4.19%。公司正大力推进梁北选煤厂改扩建项目、和成煤矿续建项目，尽快形成梯次接续，并进一步加大煤炭等优质资源的获取力度。

● 盈利预测

预计 2023-2025 年公司归母净利润为 67.66/71.82/74.97 亿元，EPS 为 3.01/3.19/3.33 元，对应 PE 为 4.67/4.40/4.22 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

煤价大幅下跌，铝价大幅下跌，新能源电池需求不及预期，项目进展不及预期。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	42704	41107	42230	43423
增长率(%)	23.80	-3.74	2.73	2.82
EBITDA(百万元)	13272	10251	10960	11426
归属母公司净利润(百万元)	7571	6766	7182	7497
增长率(%)	133.90	-10.64	6.16	4.38
EPS(元/股)	3.36	3.01	3.19	3.33
市盈率(P/E)	4.18	4.67	4.40	4.22
市净率(P/B)	1.97	1.54	1.14	0.90
EV/EBITDA	3.23	3.20	2.55	1.80

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	42704	41107	42230	43423	营业收入	23.8%	-3.7%	2.7%	2.8%
营业成本	29338	28694	29452	30345	营业利润	103.6%	-8.4%	4.6%	3.9%
税金及附加	712	774	773	791	归属于母公司净利润	133.9%	-10.6%	6.2%	4.4%
销售费用	329	437	412	421	<b>获利能力</b>				
管理费用	764	1011	985	992	毛利率	31.3%	30.2%	30.3%	30.1%
研发费用	184	195	191	198	净利率	17.7%	16.5%	17.0%	17.3%
财务费用	770	0	0	0	ROE	47.2%	32.8%	25.9%	21.3%
资产减值损失	-22	-277	-254	-105	ROIC	19.1%	12.0%	11.3%	10.2%
<b>营业利润</b>	<b>10902</b>	<b>9984</b>	<b>10448</b>	<b>10858</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	144	0	0	0	资产负债率	65.0%	64.8%	59.2%	55.6%
营业外支出	386	0	0	0	流动比率	0.68	0.81	0.96	1.12
<b>利润总额</b>	<b>10660</b>	<b>9984</b>	<b>10448</b>	<b>10858</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	2083	3424	3167	3241	应收账款周转率	79.17	55.29	55.83	58.61
<b>净利润</b>	<b>8576</b>	<b>6559</b>	<b>7281</b>	<b>7617</b>	存货周转率	14.53	12.69	12.49	12.67
归母净利润	7571	6766	7182	7497	总资产周转率	0.75	0.62	0.55	0.51
<b>每股收益(元)</b>	<b>3.36</b>	<b>3.01</b>	<b>3.19</b>	<b>3.33</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	3.36	3.01	3.19	3.33
货币资金	17907	28022	35241	44969	每股净资产	7.13	9.15	12.34	15.67
交易性金融资产	9	9	9	9	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	711	807	728	779	PE	4.18	4.67	4.40	4.22
预付款项	462	725	680	686	PB	1.97	1.54	1.14	0.90
存货	3100	3377	3385	3469	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>23645</b>	<b>34498</b>	<b>41511</b>	<b>51444</b>	净利润	8576	6559	7281	7617
固定资产	20734	21313	21465	21714	折旧和摊销	1835	267	512	568
在建工程	997	492	487	482	营运资本变动	1844	4968	-1646	363
无形资产	5218	5440	5717	5997	其他	1805	66	21	-127
<b>非流动资产合计</b>	<b>36833</b>	<b>38103</b>	<b>38859</b>	<b>39516</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>14061</b>	<b>11860</b>	<b>6169</b>	<b>8421</b>
<b>资产总计</b>	<b>60477</b>	<b>72601</b>	<b>80370</b>	<b>90960</b>	资本开支	-267	-942	-1191	-996
短期借款	21918	23852	26192	28597	其他	-196	-638	-98	-102
应付票据及应付账款	5855	10861	8987	9468	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-462</b>	<b>-1580</b>	<b>-1289</b>	<b>-1098</b>
其他流动负债	6922	7837	7859	7947	股权融资	7	3	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>34694</b>	<b>42550</b>	<b>43038</b>	<b>46012</b>	债务融资	-3054	2128	2340	2405
其他	4602	4519	4519	4519	其他	-8356	-2293	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>4602</b>	<b>4519</b>	<b>4519</b>	<b>4519</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-11403</b>	<b>-162</b>	<b>2340</b>	<b>2405</b>
<b>负债合计</b>	<b>39296</b>	<b>47069</b>	<b>47557</b>	<b>50530</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>2209</b>	<b>10115</b>	<b>7219</b>	<b>9728</b>
股本	2251	2251	2251	2251					
资本公积金	2659	2662	2662	2662					
未分配利润	9517	13014	19119	25492					
少数股东权益	5137	4931	5029	5150					
其他	1617	2674	3751	4876					
<b>所有者权益合计</b>	<b>21181</b>	<b>25532</b>	<b>32813</b>	<b>40430</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>60477</b>	<b>72601</b>	<b>80370</b>	<b>90960</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048