

**事件：公司发布 2023 年年报。**2023 年，公司实现营收 376.25 亿元，同比下降 11.89%；归母净利润 59.05 亿元，同比下降 22.07%；扣非归母净利 58.20 亿元，同比下降 25.16%。2023Q4，公司实现营收 89.96 亿元，同比下降 14.90%、环比下降 5.50%；归母净利润 18.03 亿元，同比上升 5.07%、环比上升 32.28%；扣非归母净利 17.72 亿元，同比下降 0.13%，环比上升 35.73%。公司 2023 年每股派息 0.8 元（含税），现金分红总额 18 亿（含税），分红比例 30.48%，按 3 月 26 日收盘价测算股息率 4.05%。

**煤铝价格下降，23 年业绩下滑。**量：2023 年电解铝产量 151.80 万吨，同比下降 7.16%，主要因为 2023 年云南电解铝复产较晚；煤炭产量 716.96 万吨，同比增加 5.25%，主要因为梁北煤矿产能释放，以及检修少；铝箔产量 8.09 万吨，同比增加 0.76%。**价：**2023 年公司煤炭售价 1,087.14 元/吨，同比-20.74%；电解铝售价 16,169.50 元/吨，同比-5.52%。**利：**虽然电解铝原料有所回落，但仍难以抵消铝价下行，2023 年公司吨铝毛利 3977 元，同比-637 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 474 元，同比下降 292 元。

**所得税调整等因素使得 Q4 业绩同环比均实现增长。**Q4 煤铝价格环比回升，但由于云南电费上升，氧化铝价格上涨以及云南限产等因素影响，2023Q4 毛利环比下滑。**Q4 业绩环比来看，**主要增利项：所得税（+5.07 亿，主要由于新疆煤电和新疆炭素 2023 年 10 月份获得高新技术企业，四季度所得税调整），少数股东损益（+2.51 亿），费用和税金（+2.08 亿），其他/投资收益（+1.53 亿，主要是政府补助等增加）。主要减利项：毛利（-5.09 亿元，主要由于云南神火吨铝利润下滑），减值损失等（-0.83 亿元），营业外利润（-0.86 亿元）。

**未来看点：1) 收购云南神火中小股东股权，权益产能提升。**公司收购河南资产基金持有 9.90%和商丘信发持有的 4.95%云南神火股权。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，电解铝权益产能进一步扩大。**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。**3) 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，顺周期预期下，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：**公司电解铝成本优势明显，煤铝业绩弹性十足，低估值、高弹性有望催化股价。我们预计公司 2024-2026 年将实现归母净利 62.82 亿元、68.92 亿元和 76.34 亿元，对应现价的 PE 分别为 7、6 和 6 倍，维持“推荐”评级。

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

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	37,625	38,773	40,138	41,707
增长率 (%)	-11.9	3.0	3.5	3.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,905	6,282	6,892	7,634
增长率 (%)	-22.1	6.4	9.7	10.8
每股收益 (元)	2.62	2.79	3.06	3.39
PE	7	7	6	6
PB	2.2	1.8	1.5	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 27 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**19.00 元**

**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**分析师 孙二春**

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

### 相关研究

1.神火股份 (000933.SZ) 2023 年三季度报点评：量价齐升，助力 Q3 业绩回升-2023/10/24

2.神火股份 (000933.SZ) 2023 年半年报点评：煤价下行拖累 Q2 业绩，顺周期带来高弹性-2023/08/25

3.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

4.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

5.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

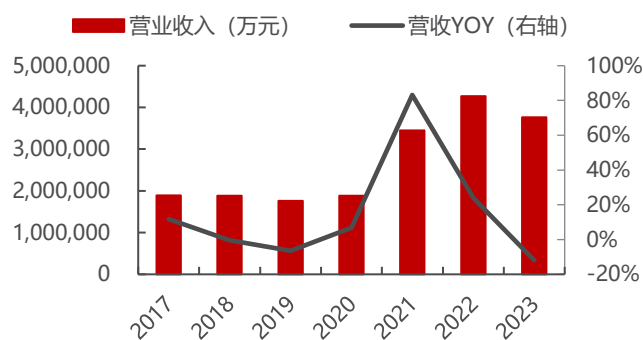
## 目录

1 事件：公司发布 2023 年年报 .....	3
2 2023 年业绩：煤炭、铝价下跌，盈利下滑 .....	3
3 2023Q4 业绩：所得税调整等因素使得 Q4 业绩同环比均实现增长 .....	7
4 电解铝成本优势明显，期待煤铝齐飞 .....	9
5 盈利预测与投资建议 .....	11
6 风险提示 .....	12
插图目录 .....	14
表格目录 .....	14

## 1 事件：公司发布 2023 年年报

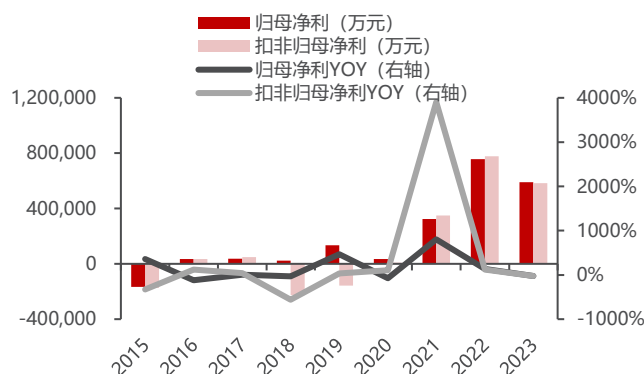
公司发布 2023 年年报。2023 年，公司实现营收 376.25 亿元，同比下降 11.89%；归母净利润 59.05 亿元，同比下降 22.07%；扣非归母净利 58.20 亿元，同比下降 25.16%。2023Q4，公司实现营收 89.96 亿元，同比下降 14.90%、环比下降 5.50%；归母净利润 18.03 亿元，同比上升 5.07%、环比上升 32.28%；扣非归母净利 17.72 亿元，同比下降 0.13%，环比上升 35.73%。

图1：2023 年，公司实现营收 376.25 亿元



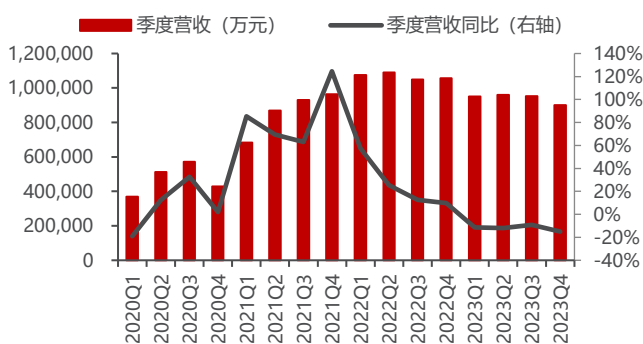
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2023 年，归母净利润 59.05 亿元



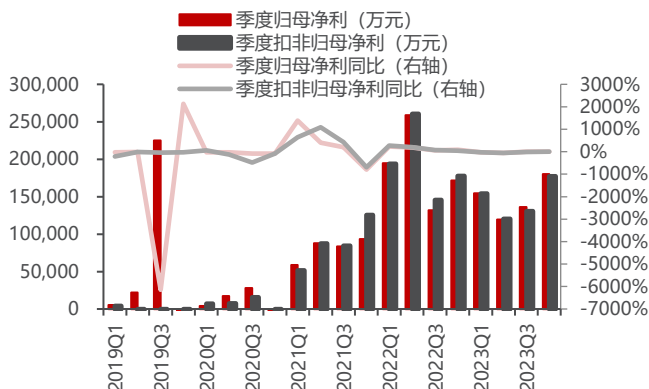
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2023Q4，公司实现营收 89.96 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2023Q4，公司归母净利润 18.03 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

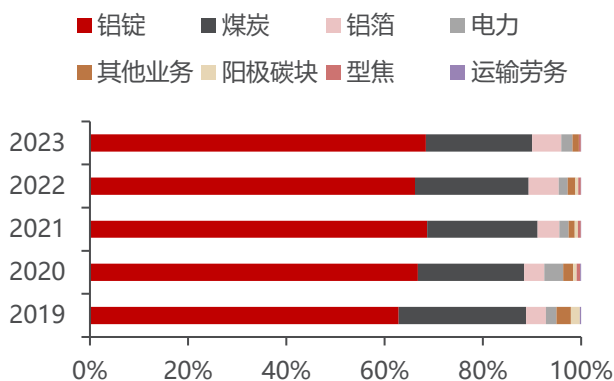
## 2 2023 年业绩：煤炭、铝价下跌，盈利下滑

从营收方面来看，2023 年公司铝锭营收 252.94 亿元，同比下降 10.49%，占总营收 67.23%，煤炭营收 80.12 亿元，同比下降 18.92%，占总营收比 21.29%，铝箔营收 21.85 亿元，同比下降 16.71%，占营收比重 5.81%。

从毛利方面来看，2023 年公司铝锭贡献毛利 60.37 亿元，同比减少 19.98%，占总毛利比 63.98%；公司煤炭贡献毛利 33.99 亿元，同比减少 34.87%，占毛利

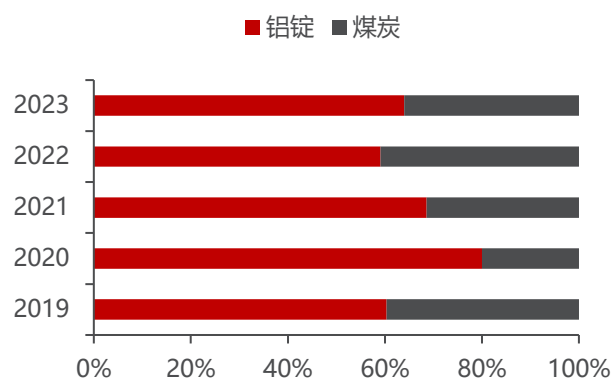
总比 36.02%。

图5：2023 年，公司铝锭营收占比 68.39%



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2023 年公司铝锭毛利占比 63.98% (单位：万元)

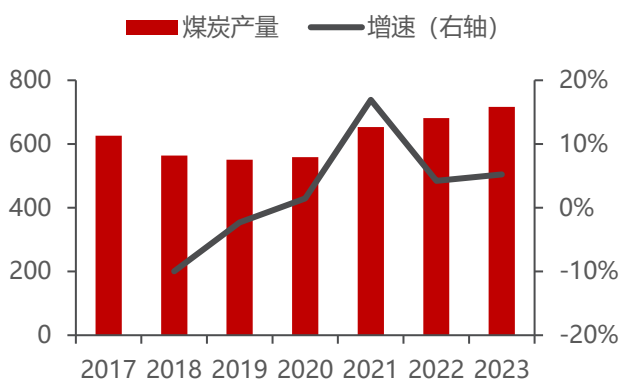


资料来源：wind，民生证券研究院

**量：煤炭产量增加，电解铝产量下滑。**2023 年公司煤炭产量 716.96 万吨，同比增加 35.74 万吨，增幅 5.25%；电解铝产量 151.80 万吨，同比减少 11.70 万吨，减幅 7.16%；碳素产量 54.49 万吨，同比增加 1.75 万吨，增幅 3.32%；铝箔产量 8.09 万吨，同比减少 0.06 万吨，减幅 0.76%；电力产品全年发电 121.81 亿度，同比减少 7.89 亿度，减幅 6.08%。

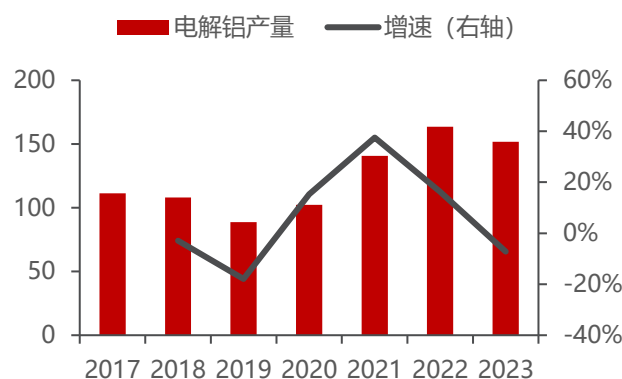
**利：产品价格下跌，盈利能力下滑。**2023 年公司煤炭售价 1,087.14 元/吨，同比-20.74%；电解铝售价 16,169.50 元/吨，同比-5.52%。**吨盈利看**，虽然电解铝原料有所回落，但仍难以抵消铝价下行，2023 年公司吨铝毛利 3953 元，同比-661 元；公司煤炭成本基本稳定，煤价下行带动毛利下滑，煤炭吨毛利 469 元，同比下降 297 元。

图7：2023 年公司煤炭产量同比增加 5.25% (单位：万吨)

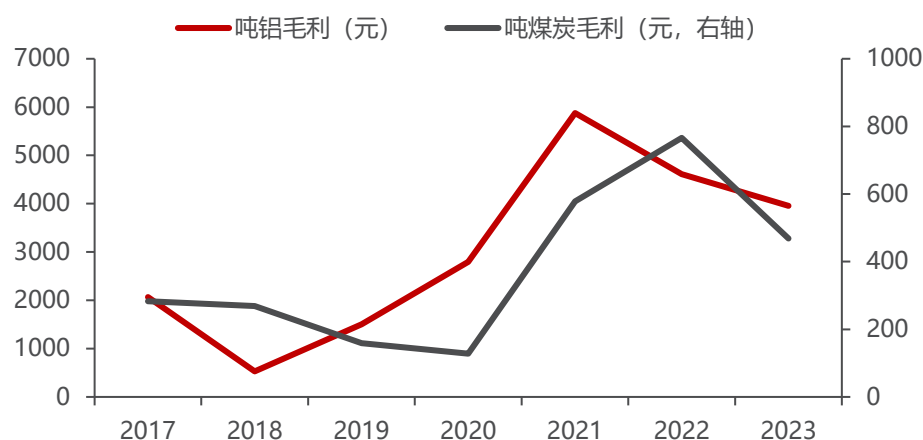


资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2023 年公司电解铝产量同比下降 7.2% (单位：万吨)



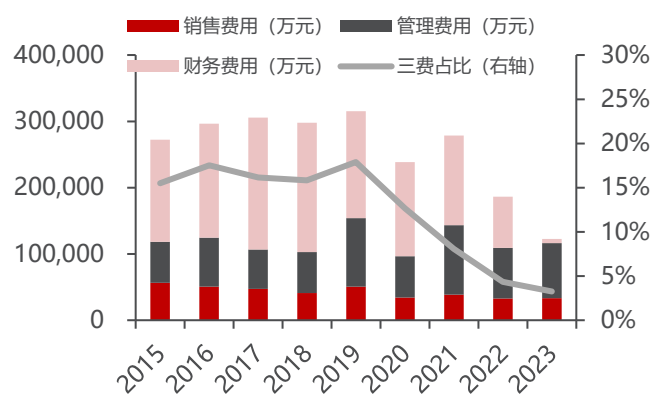
资料来源：wind，民生证券研究院

**图9：2023 年公司煤炭和电解铝吨毛利**


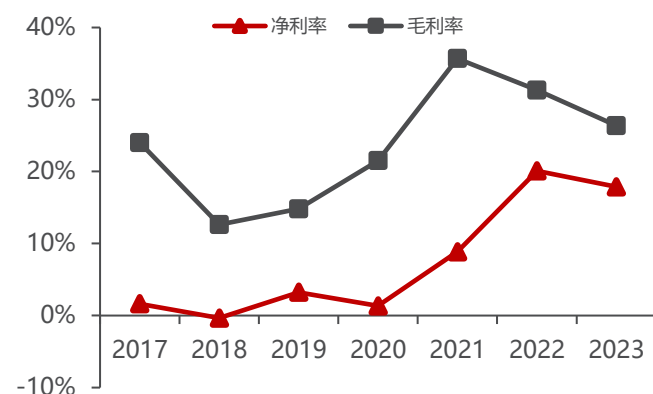
资料来源：wind，民生证券研究院

**三费费率下降 1.11pct，净利率下降 2.20pct。**公司 2023 年三费费用 12.24 亿元，同比下降 34.26%，三费费率 3.25%，同比下降 1.11pct，其中销售费用 3.31 亿元，同比上升 0.79%，主要因为运输费用增加；管理费用为 8.30 亿元，同比下降 8.67%，主要因为疫情结束，停工损失持续大幅下降；财务费用 0.63 亿元，同比下降 91.81%，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 17.88%和 26.36%，同比分别下降 2.20pct 和下降 4.94pct。**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10：2023 年公司三费费率同比下降 1.11pct**


资料来源：wind，民生证券研究院

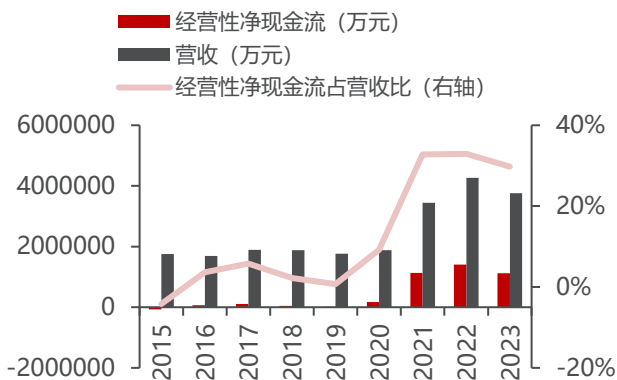
**图11：2023 年公司净利率同比下降 2.20pct**


资料来源：wind，民生证券研究院

**经营性净现金流为 111.90 亿元，资产负债率同比下降 7.0pct 至 57.9%。**随着利润下行，经营性现金流减少，2023 年公司经营性现金流净额 111.9 亿元，同比下降 28.71 亿元，资产负债率持续下降，2023 年资产负债率下降 7.0pct 至

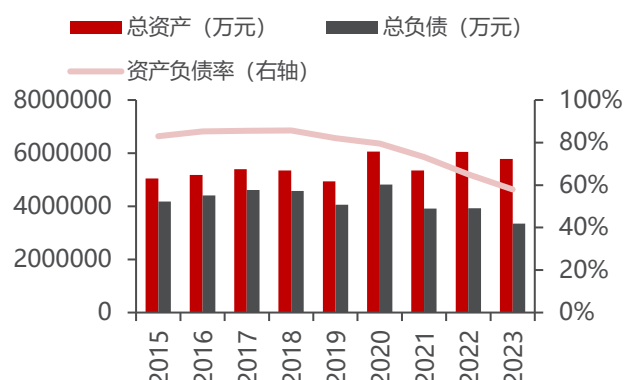
57.95%。

图12: 2023 年公司经营性现金流净额 111.9 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 2023 年公司资产负债率同比下降 7.0pct



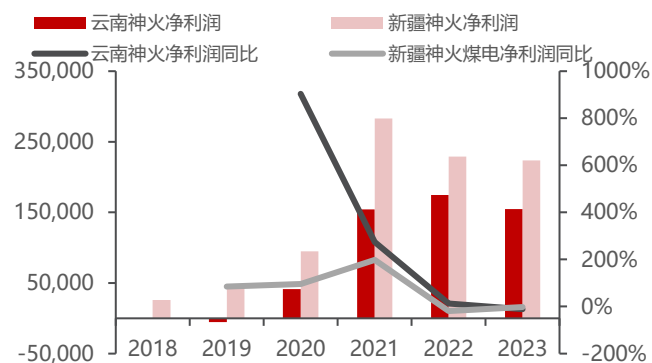
资料来源: wind, 民生证券研究院

**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, 2023 年云南神火和新疆神火净利润为 15.49 亿元和 22.37 亿元, 同比分别-11.21%和-2.40%, 吨净利为 2728 元和 2220 元, 同比分别下降 67 元和上涨 55 元。

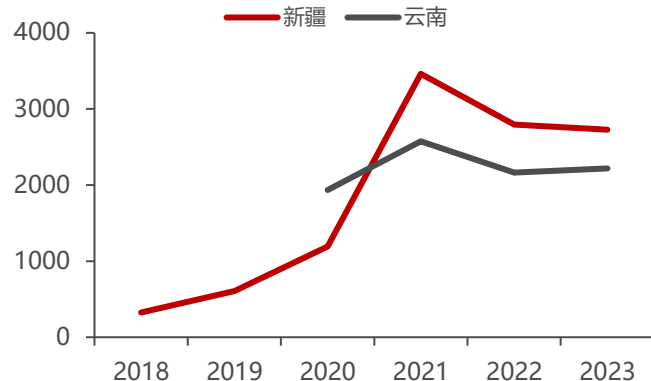
表1: 2023 年主要子公司营收及净利润

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)
新疆煤电	电解铝	100.00%	80	130.48	22.37
新疆炭素	阳极炭块	100%	-	19.14	3.66
云南神火	电解铝	58.25%	90	118.70	15.49
兴隆公司	煤炭	82%	-	21.04	5.15
新龙公司	煤炭	100%	-	24.00	5.63
神火新材	铝箔	80%	-	24.26	0.57

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

**图14: 云南神火和新疆神火煤电净利润 (单位: 万元)**


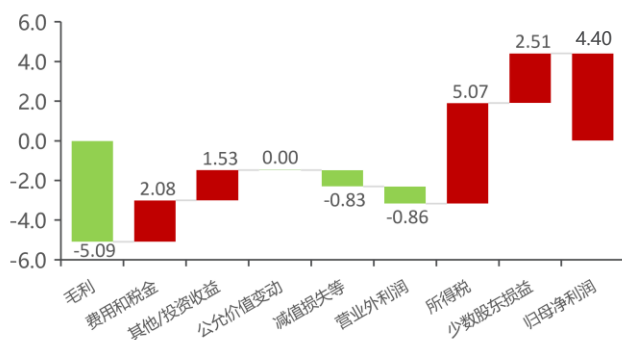
资料来源: wind, 民生证券研究院

**图15: 云南神火和新疆神火吨净利 (单位: 元)**


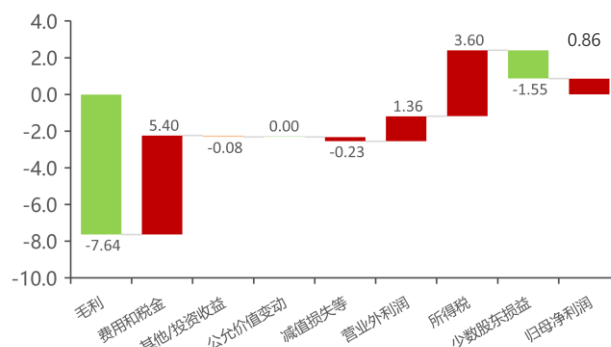
资料来源: wind, 民生证券研究院

## 3 2023Q4 业绩: 所得税调整等因素使得 Q4 业绩同环比均实现增长

**2023Q4, 公司归母净利润同环比均上升。环比来看, 主要增利项: 所得税 (+5.07 亿, 主要由于新疆煤电和新疆炭素 2023 年 10 月份获得高新技术企业, 四季度所得税调整), 少数股东损益 (+2.51 亿), 费用和税金 (+2.08 亿, 主要是研发费用环比减少 3.02 亿), 其他/投资收益 (+1.53 亿, 主要是政府补助等增加)。主要减利项: 毛利 (-5.09 亿元, 主要由于云南神火吨铝利润下滑), 减值损失等 (-0.83 亿元), 营业外利润 (-0.86 亿元); 同比来看, 主要增利项: 所得税 (+3.6 亿), 少数股东权益 (+2.51 亿), 费用和税金 (+5.4 亿), 营业外利润 (+1.36 亿元)。主要减利项: 毛利 (-7.64 亿), 少数股东损益 (-1.55 亿)。**

**图16: 2023Q4, 公司归母净利润环比上升 4.4 亿元(单位: 亿元)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**图17: 2023Q4, 公司归母净利润同比上升 0.86 亿元(单位: 亿元)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**Q4 铝价、无烟精煤和瘦精煤价格震荡上升。2023Q4 铝价整体保持区间震荡,**

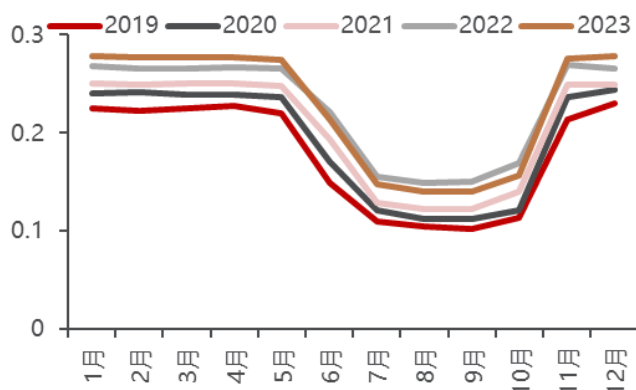
长江有色铝锭均价 18965 元/吨，环比上升 126 元/吨，云南电价季节性回升，电力基准均价为 0.237 元/度，环比上升 0.09 元/度，加上氧化铝价格较强，铝板块利润环比下滑。2023Q4 无烟精煤和瘦精煤价格震荡上升，河南永城无烟精煤均价 1495 元/吨，环比上升 61 元/吨，煤炭板块吨利润有所回升。

图18: 2023Q4 铝均价环比增加 126 元/吨 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 2023Q4 云南省电力交易基准价同比上升 (单位: 元/KWh)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图20: 2023Q4 襄垣瘦精煤均价环比上升 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图21: 2023Q4, 永城无烟精煤价格环比上升 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

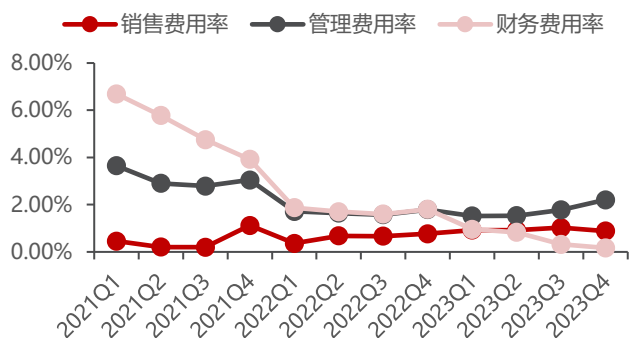
**三费费率环比小幅上升 0.13pct。**从费用率来看，公司 2023Q4 三费费率表现相对平稳，2023Q4 公司销售费用率环比下降 0.15pct，管理费用率环比上升 0.43pct，财务费用率环比下降 0.15pct。

**2023Q4 净利率环比上升 3.17pct，同比上升 5.50pct。**2023Q4 公司毛利率、净利率为 23.52%和 21.60%，同比分别下降 3.73pct、上升 5.50pct，环比分



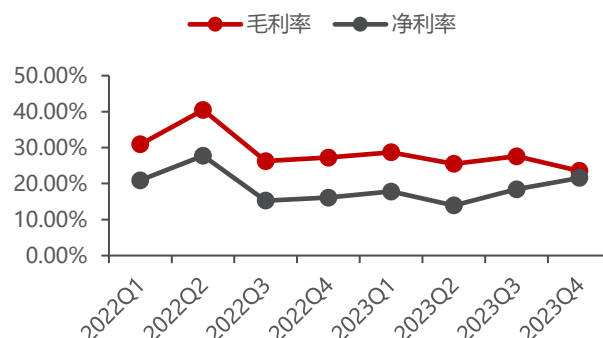
别下降 4.07pct、上升 3.17pct。毛利率同比、环比大幅下降，主要受到电力成本上升，氧化铝价格走、以及子公司限产等因素的影响。

图22：2023Q4，三费费率环比上升 0.13pct



资料来源：wind，民生证券研究院

图23：2022Q1-2023Q4 公司毛利率和净利率



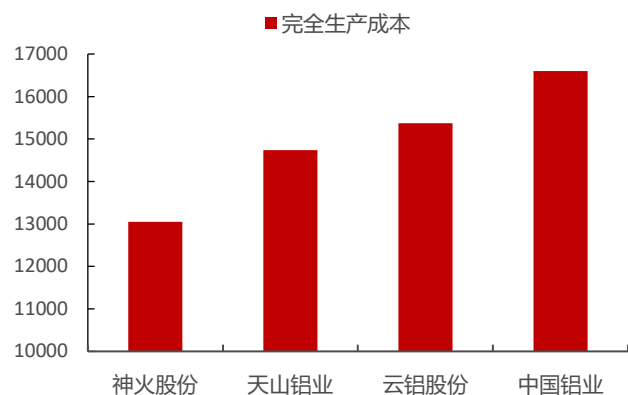
资料来源：wind，民生证券研究院

## 4 电解铝成本优势明显，期待煤铝齐飞

**电解铝成本优势突出，新疆电力价格稳定。**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。

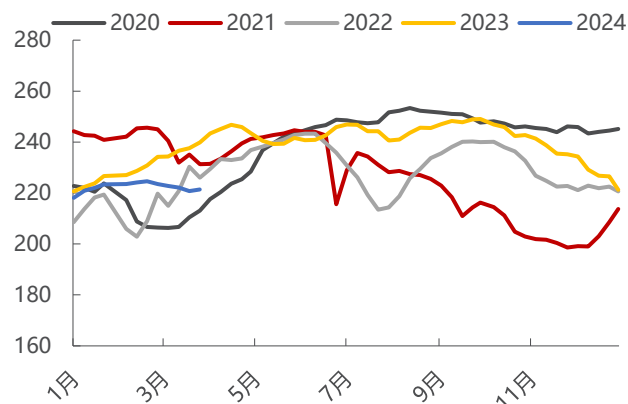
**焦煤需求韧性十足，顺周期或渐起，煤铝齐飞概率大。**公司煤炭主要为无烟煤和贫瘦煤，产能 855 万吨，主要是高炉炼钢喷吹用。未来随着房地产政策支持力度加大，顺周期或将逐步起势，焦煤价格逐步上行，煤、铝齐飞概率较大，公司业绩弹性十足。

图24：2022 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

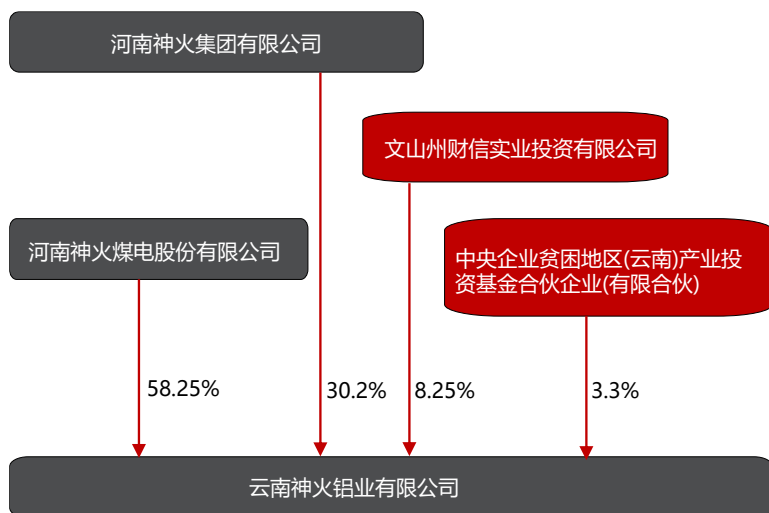
图25：我国铁水周度产量（单位：万吨）



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。**2023 年 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，公司收购折价比较便宜。公司当前持有云南神火 58.25% 股权，权益产能进一步扩大。

图26：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，神火新材二期 6 万吨新能源汽车箔项目，我们预计 2024 年投产，届时铝箔总产能 14 万吨，同时公司积极推进云南 11 万吨新能源汽车箔项目，我们预计到 2025 年，公司铝箔产能将达 25 万吨，增长较快，有望成为公司新的增长点。

## 5 盈利预测与投资建议

**盈利预测与评级：**公司电解铝成本优势明显，煤铝业绩弹性十足，低估值、高弹性有望催化股价。我们预计公司 2024-2026 年将实现归母净利 62.82 亿元、68.92 亿元和 76.34 亿元，对应现价的 PE 分别为 7、6 和 6 倍，维持“推荐”评级。

表2：公司盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	37,625	38,773	40,138	41,707
增长率 (%)	-11.9	3.0	3.5	3.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,905	6,282	6,892	7,634
增长率 (%)	-22.1	6.4	9.7	10.8
每股收益 (元)	2.62	2.79	3.06	3.39
PE (现价)	7	7	6	6
PB	2.2	1.8	1.5	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 27 日收盘价）

## 6 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)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	37,625	38,773	40,138	41,707
营业成本	27,709	28,346	29,032	29,854
营业税金及附加	530	543	522	542
销售费用	331	341	353	334
管理费用	830	698	702	709
研发费用	429	194	181	175
EBIT	7,934	8,650	9,347	10,093
财务费用	63	79	89	96
资产减值损失	-7	-10	-10	-10
投资收益	335	213	221	292
营业利润	8,270	8,855	9,553	10,394
营业外收支	-114	-100	-60	-60
利润总额	8,156	8,755	9,493	10,334
所得税	1,428	1,576	1,661	1,757
净利润	6,728	7,179	7,831	8,577
归属于母公司净利润	5,905	6,282	6,892	7,634
EBITDA	9,881	10,637	11,463	12,328

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	13,323	15,507	16,848	18,168
应收账款及票据	751	678	731	762
预付款项	402	425	434	445
存货	3,053	3,151	3,191	3,295
其他流动资产	1,923	1,991	2,022	2,051
流动资产合计	19,452	21,753	23,227	24,721
长期股权投资	3,689	3,863	4,023	4,179
固定资产	22,156	22,339	22,599	22,796
无形资产	5,435	5,805	6,087	6,386
非流动资产合计	38,406	38,838	39,390	39,921
资产合计	57,858	60,591	62,616	64,641
短期借款	14,691	12,112	9,018	5,260
应付账款及票据	5,747	6,058	6,125	6,216
其他流动负债	6,591	6,814	6,825	7,029
流动负债合计	27,029	24,984	21,968	18,505
长期借款	4,944	4,944	4,944	4,944
其他长期负债	1,552	1,552	1,562	1,572
非流动负债合计	6,496	6,496	6,506	6,516
负债合计	33,526	31,480	28,474	25,022
股本	2,250	2,250	2,250	2,250
少数股东权益	4,503	5,400	6,340	7,283
股东权益合计	24,332	29,111	34,142	39,620
负债和股东权益合计	57,858	60,591	62,616	64,641

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-11.89	3.05	3.52	3.91
EBIT 增长率	-30.63	9.03	8.06	7.97
净利润增长率	-22.07	6.37	9.71	10.77
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	26.36	26.89	27.67	28.42
净利润率	17.88	18.52	19.51	20.57
总资产收益率 ROA	10.21	10.37	11.01	11.81
净资产收益率 ROE	29.78	26.49	24.79	23.61
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.72	0.87	1.06	1.34
速动比率	0.57	0.70	0.86	1.10
现金比率	0.49	0.62	0.77	0.98
资产负债率 (%)	57.95	51.96	45.47	38.71
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	7.17	6.24	6.49	6.52
存货周转天数	40.21	40.57	40.12	40.29
总资产周转率	0.65	0.64	0.64	0.65
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.62	2.79	3.06	3.39
每股净资产	8.81	10.54	12.36	14.37
每股经营现金流	4.97	4.42	4.56	4.95
每股股利	0.45	1.07	1.24	1.38
<b>估值分析</b>				
PE	7	7	6	6
PB	2.2	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	5.12	4.31	3.61	2.95
股息收益率 (%)	2.37	5.61	6.55	7.25

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	6,728	7,179	7,831	8,577
折旧和摊销	1,947	1,987	2,115	2,235
营运资金变动	2,219	420	-51	124
经营活动现金流	11,190	9,946	10,256	11,132
资本开支	-687	-2,326	-2,564	-2,653
投资	-1,456	-165	-133	-120
投资活动现金流	-1,916	-2,277	-2,476	-2,481
股权募资	63	0	0	0
债务募资	1,127	-2,579	-3,085	-3,747
筹资活动现金流	-8,303	-5,485	-6,439	-7,331
现金净流量	974	2,184	1,341	1,320

## 插图目录

图 1: 2023 年, 公司实现营收 376.25 亿元.....	3
图 2: 2023 年, 归母净利润 59.05 亿元.....	3
图 3: 2023Q4, 公司实现营收 89.96 亿元.....	3
图 4: 2023Q4, 公司归母净利润 18.03 亿元.....	3
图 5: 2023 年, 公司铝锭营收占比 68.39%.....	4
图 6: 2023 年公司铝锭毛利占比 63.98% (单位: 万元) .....	4
图 7: 2023 年公司煤炭产量同比增加 5.25% (单位: 万吨) .....	4
图 8: 2023 年公司电解铝产量同比下降 7.2% (单位: 万吨) .....	4
图 9: 2023 年公司煤炭和电解铝吨毛利 .....	5
图 10: 2023 年公司三费率率同比下降 1.11pct.....	5
图 11: 2023 年公司净利率率同比下降 2.20pct .....	5
图 12: 2023 年公司经营性现金流净额 111.9 亿元.....	6
图 13: 2023 年公司资产负债率同比下降 7.0pct .....	6
图 14: 云南神火和新疆神火煤电净利润 (单位: 万元) .....	7
图 15: 云南神火和新疆神火吨净利 (单位: 元) .....	7
图 16: 2023Q4, 公司归母净利润环比上升 4.4 亿元 (单位: 亿元) .....	7
图 17: 2023Q4, 公司归母净利润同比上升 0.86 亿元 (单位: 亿元) .....	7
图 18: 2023Q4 铝均价环比增加 126 元/吨 (单位: 元/吨) .....	8
图 19: 2023Q4 云南省电力交易基准价同比上升 (单位: 元/KWh) .....	8
图 20: 2023Q4 襄垣瘦精煤均价环比上升 (单位: 元/吨) .....	8
图 21: 2023Q4, 永城无烟精煤价格环比上升 (单位: 元/吨) .....	8
图 22: 2023Q4, 三费率率环比上升 0.13pct.....	9
图 23: 2022Q1-2023Q4 公司毛利率和净利率.....	9
图 24: 2022 年主要电解铝上市公司成本测算 (单位: 元/吨) .....	10
图 25: 我国铁水周度产量 (单位: 万吨) .....	10
图 26: 云南神火主要股东示意图.....	10

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 2023 年主要子公司营收及净利润 .....	6
表 2: 公司盈利预测与财务指标 .....	11
公司财务报表数据预测汇总.....	13

## 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。	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