

Q2 业绩超预期，云南基地用电成本下行明显

➤ **2022年7月11日，公司发布2022年半年报业绩预告。**2022H1公司预计实现归母净利润45.13亿元，同比增长208.5%；扣非归母净利润45.16亿元，同比增加225.6%。2022Q2公司预计归母净利润25.64亿元，同比增加192.3%，环比增加31.6%；扣非归母净利润25.79亿元，同比增加195.6%，环比增加33.1%，业绩超出我们之前预期。

➤ **分析与判断：成本下降推动2022Q2业绩环比增加。**公司2022Q2业绩同比、环比均在向好，同比大幅增加主要因为煤炭和铝价大幅上涨，环比业绩变动原因：**1) 煤炭量价齐升，业绩持续向好。**22Q2无烟精煤均价环比下降2.0%，瘦精煤均价环比上升12.3%，整体价格小幅上升；我们测算，公司22Q2煤炭综合成本约750元/吨，较Q1下降70元/吨，成本下降可能因为产量上升，单吨折旧摊销下降。**2) 云南电解铝复产加快，用电成本大幅下降。**22Q2国内电解铝均价21166元/吨，环比下降4.6%，而成本相对坚挺，行业平均利润下降明显。虽然电解铝价格下降，但由于来水丰富，公司云南神火电解铝复产较快，2季度产量持续上升，90万吨产能已全部达产，同时2季度进入丰水期，云南电价下降明显，3月云南电力基准价0.27元/KWh，7月降至0.15元/KWh，电解铝成本下降1600元/吨，云南神火量利双增推动板块利润上升。

➤ **能源价格依然高企，铝价下行空间有限。**受美联储加息影响，电解铝价格持续下降，目前市场对美联储加息反应较为充分，后续影响将弱化。基本面看，海外能源短缺蔓延，电解铝亏损企业增加，未来将进一步减产。据百川盈孚统计，6月国内电解铝成本在18500元/吨以上产能占比44.7%，19500元/吨以上产能占比11.5%，行业深度亏损产能增加，国内由于能源价格管控，成本相对较低，海外电解铝亏损则更为明显。随着加息影响弱化，电解铝成本支撑逻辑将会强化，铝价或逐步企稳。

➤ **电解铝为矛，煤炭为盾，享受能源高价红利。**公司电解铝资产分布在新疆、云南等低电价地区，新疆神火自备电煤价已通过长协锁定，且由于区域优势，动力煤采购价明显低于新疆均价，成本优势突出；云南以水电为主，今年来水丰富，丰水期电价将进一步下降。能源高价支撑电解铝价格，也利好公司煤炭业务，而对公司电解铝成本影响较小，公司能够享受能源高价的红利。煤炭板块保障公司业绩稳定，电解铝板块未来提供弹性，公司业绩确定性强。

➤ **投资建议：**电解铝成本优势明显，能源高价支撑煤炭业绩，虽然电解铝价格下行，我们依然维持公司2022-2024年将实现归母净利分别为70.19亿元、80.58亿元和81.73亿元，EPS分别为3.12元、3.58元和3.63元，对应7月12日收盘价的PE分别为4、4和4倍，均低于煤炭和电解铝板块均值，估值有提升空间，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**电解铝供应超预期；需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	34452	41324	45103	46170
增长率(%)	83.2	19.9	9.1	2.4
归属母公司股东净利润(百万元)	3234	7019	8058	8173
增长率(%)	802.6	117.0	14.8	1.4
每股收益(元)	1.44	3.12	3.58	3.63
PE	9	4	4	4
PB	3.2	2.1	1.5	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年7月12日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
13.43元

分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiu.zuxue@mszq.com

研究助理：张弋清

执业证号：S0100121120057

邮箱：zhang.yiqing@mszq.com

相关研究

1.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

2.神火股份(000933.SZ)2021年年报点评：量价齐升业绩亮眼，煤铝景气尽显

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	34452	41324	45103	46170
营业成本	22157	26188	28542	29499
营业税金及附加	692	785	857	877
销售费用	387	413	451	485
管理费用	1049	1198	1263	1293
研发费用	145	207	230	228
EBIT	9307	12532	13759	13789
财务费用	1350	996	694	414
资产减值损失	-2845	-459	-485	-575
投资收益	312	207	203	185
营业利润	5346	11324	12828	13013
营业外收支	-270	12	7	5
利润总额	5077	11336	12836	13018
所得税	2028	3174	3466	3515
净利润	3048	8162	9370	9503
归属于母公司净利润	3234	7019	8058	8173
EBITDA	11184	15840	17162	17247

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10515	25243	29647	33890
应收账款及票据	388	1234	1183	1152
预付款项	693	786	856	891
存货	2777	3488	3754	3866
其他流动资产	1431	2605	2777	2926
流动资产合计	15804	33356	38218	42725
长期股权投资	3370	3486	3658	3833
固定资产	20543	17896	15202	12158
无形资产	4809	5231	5821	6450
非流动资产合计	37724	36227	35091	33747
资产合计	53528	69583	73309	76472
短期借款	18373	15794	12700	8943
应付账款及票据	6572	18121	17835	17478
其他流动负债	8109	9283	9709	9973
流动负债合计	33055	43198	40244	36394
长期借款	4891	4768	4568	4568
其他长期负债	1207	1060	1070	1080
非流动负债合计	6098	5828	5638	5648
负债合计	39153	49026	45882	42042
股本	2251	2271	2271	2271
少数股东权益	5010	6153	7465	8795
股东权益合计	14375	20557	27427	34430
负债和股东权益合计	53528	69583	73309	76472

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	83.16	19.95	9.15	2.37
EBIT 增长率	262.74	34.65	9.80	0.21
净利润增长率	802.57	117.04	14.80	1.42
盈利能力 (%)				
毛利率	35.69	36.63	36.72	36.11
净利润率	8.85	19.75	20.77	20.58
总资产收益率 ROA	6.04	10.09	10.99	10.69
净资产收益率 ROE	34.53	48.73	40.37	31.88
偿债能力				
流动比率	0.48	0.77	0.95	1.17
速动比率	0.37	0.67	0.83	1.04
现金比率	0.32	0.58	0.74	0.93
资产负债率 (%)	73.14	70.46	62.59	54.98
经营效率				
应收账款周转天数	4.11	10.90	9.57	9.11
存货周转天数	45.74	48.62	48.01	47.84
总资产周转率	0.64	0.59	0.62	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	1.44	3.12	3.58	3.63
每股净资产	4.16	6.40	8.87	11.39
每股经营现金流	5.02	10.30	6.27	6.30
每股股利	0.45	0.88	1.10	1.10
估值分析				
PE	9	4	4	4
PB	3.2	2.1	1.5	1.2
EV/EBITDA	4.12	1.80	1.21	0.74
股息收益率 (%)	3.35	6.56	8.20	8.20
现金流量表 (百万元)				
净利润	3048	8162	9370	9503
折旧和摊销	1877	3309	3402	3458
营运资金变动	609	10199	-18	-57
经营活动现金流	11296	23183	14121	14188
资本开支	-1817	-2101	-2526	-2476
投资	30	-458	-520	-525
投资活动现金流	-2387	-2352	-2842	-2816
股权募资	100	20	0	0
债务募资	-5653	-2849	-3285	-3747
筹资活动现金流	-10745	-6102	-6876	-7128
现金净流量	-1839	14729	4403	4243

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受到任何形式的补偿。

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
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001