



神火股份 (000933.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

煤铝复产，Q2 业绩环比提升

事件

8月19日，公司公布24年半年报，1H24实现营收182.21亿元，同比-4.65%；归母净利润22.84亿元，同比-16.62%；扣非归母净利润21.57亿元，同比-21.35%。2Q24实现归母净利润11.94亿元，环比+9.45%，同比+0.04%。

点评

Q2 煤铝产量环比恢复，业绩环比实现增长。(1) 云南自2024年3月16日放开部分负荷管控，云南神火5月中旬已全部启动。云南电解铝产销量环比提升；(2) 一季度受省内煤企安全事故、政府严管理政策等因素影响，产销量不及预期，4月份起已恢复至正常水平。铝产品产销量年度计划完成度接近过半，铝煤产销量环比回升，叠加二季度铝煤价格有所上涨，公司Q2业绩实现环比增长。另外，Q2电解铝板块成本涉及启槽费用，因此对单季度利润略有影响。

云南神火新增预焙阳极产能，公司总体逐步实现自给。公司在新疆配套建设了40万吨/年阳极炭块，且今年4月转让了神火发电51%股权，其16万吨阳极炭块不再纳入公司合并报表范围。而此前云南神火预焙阳极主要依靠外购，本次新建的40万吨/年的产能有利于云南神火对预焙阳极的自给，一体化布局更进一步。

丰水期来临，云南神火吨铝利润有望进一步扩张。随着云南6月丰水期电价的下降，预计Q3云南神火吨铝电力成本环比降有所下降，丰水期利润有望进一步扩张。通过半年报子公司净利润和两地销量计算，1H24公司新疆煤电吨铝净利接近3000元/吨，而云南神火约为1500元/吨，预计三季度云南神火吨铝利润有望向新疆煤电逐步接近。

供改提振行业长期业绩稳定性，估值体系逐步向资源端倾斜。随着电解铝行业产能红线逐步达到，预计25年以后国内产量增速显著下滑，而需求端受益于新能源车及光伏等领域应用而稳健增长，电解铝环节供需缺口逐步扩大，预计行业盈利稳定性将得到进一步增强，估值体系或将逐步从冶炼加工转移至上游资源定价。

盈利预测&投资评级

预计公司24-26年营收分别为398/422/433亿元，归母净利润分别为43.51/57.67/73.07亿元，EPS分别为1.93/2.56/3.25元，对应PE分别为8.82/6.66/5.25倍。维持“买入”评级。

风险提示

产品价格大幅波动；电解铝限产风险；生产成本大幅上涨。

金属材料组

分析师：李超 (执业 S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：17.06 元

相关报告：

- 《神火股份公司点评：旺季铝板块有望量利齐升》，2024.4.23
- 《神火股份公司点评：云南神火复产在即，旺季吨利有望扩张》，2024.3.26
- 《神火股份公司点评：煤铝量利齐升，Q3 盈利显著改善》，2023.10.23



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	42,704	37,625	39,772	42,239	43,307
营业收入增长率	23.95%	-11.89%	5.71%	6.20%	2.53%
归母净利润(百万元)	7,571	5,905	4,351	5,767	7,307
归母净利润增长率	134.11%	-22.00%	-26.32%	32.54%	26.70%
摊薄每股收益(元)	3.36	2.62	1.93	2.56	3.25
每股经营性现金流净额	6.10	4.96	3.57	4.36	4.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	47.19%	29.78%	20.04%	22.86%	24.13%
P/E	4.45	6.40	8.82	6.66	5.25
P/B	2.10	1.91	1.77	1.52	1.27

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	34,452	42,704	37,625	39,772	42,239	43,307
增长率		24.0%	-11.9%	5.7%	6.2%	2.5%
主营业务成本	-22,157	-29,338	-27,709	-30,789	-31,267	-30,550
%销售收入	64.3%	68.7%	73.6%	77.4%	74.0%	70.5%
毛利	12,294	13,366	9,916	8,983	10,972	12,757
%销售收入	35.7%	31.3%	26.4%	22.6%	26.0%	29.5%
营业税金及附加	-692	-712	-530	-560	-595	-610
%销售收入	2.0%	1.7%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
销售费用	-387	-329	-331	-350	-372	-381
%销售收入	1.1%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	-1,049	-764	-830	-877	-932	-955
%销售收入	3.0%	1.8%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
研发费用	-145	-184	-429	-454	-482	-494
%销售收入	0.4%	0.4%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
息税前利润 (EBIT)	10,021	11,378	7,796	6,742	8,592	10,317
%销售收入	29.1%	26.6%	20.7%	17.0%	20.3%	23.8%
财务费用	-1,350	-770	-63	-809	-760	-558
%销售收入	3.9%	1.8%	0.2%	2.0%	1.8%	1.3%
资产减值损失	-3,587	9	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	312	228	335	350	350	350
%税前利润	6.2%	2.1%	4.1%	5.7%	4.3%	3.5%
营业利润	5,346	10,902	8,270	6,284	8,182	10,109
营业利润率	15.5%	25.5%	22.0%	15.8%	19.4%	23.3%
营业外收支	-270	-242	-114	-100	-100	-100
税前利润	5,077	10,660	8,156	6,184	8,082	10,009
利润率	14.7%	25.0%	21.7%	15.5%	19.1%	23.1%
所得税	-2,028	-2,083	-1,428	-1,082	-1,415	-1,752
所得税率	40.0%	19.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
净利润	3,048	8,576	6,728	5,101	6,667	8,257
少数股东损益	-186	1,005	823	750	900	950
归属于母公司的净利润	3,234	7,571	5,905	4,351	5,767	7,307
净利率	9.4%	17.7%	15.7%	10.9%	13.7%	16.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,048	8,576	6,728	5,101	6,667	8,257
少数股东损益	-186	1,005	823	750	900	950
非现金支出	5,465	1,826	1,946	1,730	1,877	2,033
非经营收益	2,174	1,814	297	950	1,000	801
营运资金变动	236	1,513	2,179	253	263	12
经营活动现金净流	10,923	13,730	11,150	8,034	9,808	11,103
资本开支	-1,817	-267	-687	-3,246	-3,300	-3,350
投资	30	-54	-1,456	0	0	0
其他	-599	-142	226	350	350	350
投资活动现金净流	-2,387	-462	-1,916	-2,896	-2,950	-3,000
股权募资	100	7	63	38	0	0
债权募资	-5,653	-3,054	1,127	4,638	-2,874	-5,087
其他	-5,191	-8,356	-9,493	-3,705	-3,500	-3,301
筹资活动现金净流	-10,745	-11,403	-8,303	971	-6,374	-8,388
现金净流量	-2,213	1,878	934	6,109	483	-284

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,515	17,907	13,323	19,429	19,911	19,625
应收款项	1,066	1,781	1,573	1,773	1,883	1,930
存货	2,777	3,100	3,053	3,418	3,471	3,392
其他流动资产	1,446	856	1,503	1,581	1,589	1,578
流动资产	15,804	23,645	19,452	26,202	26,854	26,525
%总资产	29.5%	39.1%	33.6%	39.7%	39.5%	38.5%
长期投资	3,859	4,228	4,288	4,288	4,288	4,288
固定资产	21,565	21,731	23,837	24,798	25,626	26,322
%总资产	40.3%	35.9%	41.2%	37.6%	37.7%	38.2%
无形资产	5,893	5,957	5,958	6,413	6,908	7,430
非流动资产	37,724	36,833	38,406	39,822	41,145	42,362
%总资产	70.5%	60.9%	66.4%	60.3%	60.5%	61.5%
资产总计	53,528	60,477	57,858	66,024	67,999	68,887
短期借款	21,169	23,848	16,213	21,108	18,233	13,147
应付款项	9,414	8,737	8,793	9,731	9,890	9,671
其他流动负债	2,472	2,109	2,024	2,004	2,213	2,371
流动负债	33,055	34,694	27,029	32,842	30,336	25,189
长期贷款	4,891	3,219	4,944	4,944	4,944	4,944
其他长期负债	1,207	1,383	1,552	1,271	1,335	1,362
负债	39,153	39,296	33,526	39,057	36,615	31,496
普通股股东权益	9,365	16,044	19,829	21,713	25,231	30,288
其中：股本	2,251	2,251	2,250	2,250	2,250	2,250
未分配利润	3,543	9,517	13,191	15,293	18,810	23,867
少数股东权益	5,010	5,137	4,503	5,253	6,153	7,103
负债股东权益合计	53,528	60,477	57,858	66,024	67,999	68,887

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.437	3.364	2.625	1.934	2.563	3.248
每股净资产	4.160	7.128	8.814	9.652	11.215	13.463
每股经营现金净流	4.852	6.099	4.956	3.571	4.360	4.935
每股股利	0.100	0.450	1.000	1.000	1.000	1.000
回报率						
净资产收益率	34.53%	47.19%	29.78%	20.04%	22.86%	24.13%
总资产收益率	6.04%	12.52%	10.21%	6.59%	8.48%	10.61%
投入资本收益率	14.80%	18.88%	14.07%	10.45%	12.94%	15.28%
增长率						
主营业务收入增长率	83.16%	23.95%	-11.89%	5.71%	6.20%	2.53%
EBIT 增长率	298.63%	13.54%	-31.48%	-13.52%	27.43%	20.08%
净利润增长率	802.57%	134.11%	-22.00%	-26.32%	32.54%	26.70%
总资产增长率	-11.72%	12.98%	-4.33%	14.11%	2.99%	1.31%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.6	4.6	6.9	6.9	6.9	6.9
存货周转天数	39.8	36.6	40.5	40.5	40.5	40.5
应付账款周转天数	58.9	41.1	42.3	42.3	42.3	42.3
固定资产周转天数	217.6	177.2	214.9	207.6	198.3	195.0
偿债能力						
净负债/股东权益	108.14%	43.20%	32.20%	24.56%	10.41%	-4.10%
EBIT 利息保障倍数	7.4	14.8	123.7	8.3	11.3	18.5
资产负债率	73.14%	64.98%	57.95%	59.16%	53.85%	45.72%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	7	11	48
增持	0	0	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.22	1.21	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究