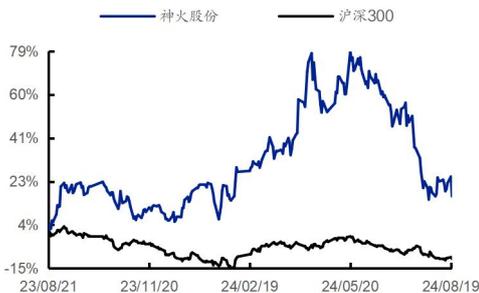


研究所:
 证券分析师: 陈晨 S0350522110007
 chenc09@ghzq.com.cn
 证券分析师: 王璇 S0350523080001
 wangx15@ghzq.com.cn

电解铝量价齐升, 煤炭产量下降影响业绩 ——神火股份 (000933) 2024 年中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/08/20

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|--------|--------|--------|--------|
| 神火股份 | -14.5% | -34.9% | 15.8% |
| 沪深 300 | -5.8% | -9.7% | -11.9% |

市场数据

2024/08/20

| | |
|--------------|-------------|
| 当前价格 (元) | 15.91 |
| 52 周价格区间 (元) | 14.18-25.38 |
| 总市值 (百万) | 35,792.86 |
| 流通市值 (百万) | 35,689.14 |
| 总股本 (万股) | 224,970.84 |
| 流通股本 (万股) | 224,318.90 |
| 日均成交额 (百万) | 703.89 |
| 近一月换手 (%) | 1.24 |

相关报告

《神火股份 (000933) 2024 年一季报点评: 复产+涨价, 业绩有望持续改善 (买入)*工业金属*陈晨, 王璇》——2024-04-23

《神火股份 (000933) 2023 年报点评: Q4 业绩环比提升明显, 所得税调整增厚利润 (买入)*工业金属*陈晨, 王璇》——2024-03-26

《神火股份 (000933) 2023 年三季报点评: 三季度业绩环比改善, 四季度有望继续向好 (买入)*工业金属*陈晨, 王璇》——2023-10-24

《神火股份 (000933) 2023 年 Q3 业绩预告点评: 电解铝量价齐升, 三季度业绩环比+11% (买入)*

事件:

8 月 19 日, 神火股份发布 2024 年半年度报告: 2024 年上半年公司实现营业收入 182.2 亿元, 同比-4.65%; 归母净利润 22.8 亿元, 同比-16.62%, 扣非后归母净利润 21.6 亿元, 同比-21.35%。

分季度看, 2024 年第二季度, 公司实现营业收入 100.0 亿元, 环比+21.57%, 同比+4.2%; 归母净利润 11.9 亿元, 环比+9.45%, 同比+0.04%; 扣非后归母净利润 11.4 亿元, 环比+12.88%, 同比-4.82%。

投资要点:

- 上半年业绩同比下滑主要由于煤炭业务销量和价格均有下降, 毛利率下滑明显。而电解铝业务产量和毛利率均有提升。另外 Q2 公司所得税率提升至 26%, 对业绩有一定影响。
- 铝: 云南产量提升明显, 铝价上涨增厚业绩。2024 年上半年, 公司实现电解铝产量 75 万吨, 同比+3.2%; 销量 75 万吨, 同比+2.4%。其中新疆产量 40 万吨, 同比-2.5%, 云南产量 35 万吨, 同比+10.6%。3 月 16 日云南放开部分负荷管控后, 云南神火复产较早, 上半年产量提升较多。而铝价和氧化铝价格均明显上涨, 电解铝盈利有所提升。2024 年 Q1、Q2 长江 A00 铝均价分别为 19047 元/吨、20537 元/吨, 同比分别上涨 3.2%、10.9%。成本端, 河南氧化铝均价 Q1、Q2 分别为 3365 元/吨、3648 元/吨, 同比分别上涨 12.5%、24.1%。铝价及氧化铝成本均有上涨, 公司铝锭毛利率提升 2.96 个百分点至 26%, 业绩有一定增厚。
- 煤炭: 产销量下滑, 价格回落。2024 年上半年, 公司实现煤炭产量 323 万吨, 同比-15.0%; 销量 315 万吨, 同比-18.8%。其中永城矿区产量 128 万吨, 同比-22.4%, 许昌、郑州矿区产量 195 万吨, 同比-9.4%。煤炭产销量下滑较多, 且销售均价同比下跌 133 元/吨, 煤炭板块盈利能力下降。
- 其他: 2024 年 4 月, 公司转让神火发电 51% 股权, 其发电装机容量 600MW 和阳极炭块产能 16 万吨不再并表, 并增加当期投资收益 2.15 亿元。
- 盈利预测与估值: 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为

工业金属*陈晨, 王璇》——2023-10-14

《神火股份(000933)2023年中报点评报告:三季度有望迎来业绩修复,现金收购电解铝产能增厚EPS(买入)*工业金属*陈晨,王璇》——2023-08-22

393.5/407.8/421.9 亿元,归母净利润分别为 48.48/57.68、63.16 亿元,同比-18%/+19%/+10%;EPS 分别为 2.15/2.56/2.81 元,对应当前股价 PE 为 7.38/6.21/5.67 倍,电解铝行业中长期供需格局好,公司产能处于新疆及云南,成本优势突出,维持“买入”评级。

- **风险提示:** (1) 主要产品价格大幅下跌和原物料价格大幅上涨的风险; (2) 政策限产风险; (3) 安全生产事故风险; (4) 政策调控力度超预期风险等; (5) 研究报告使用的数据及信息更新不及时的风险。

| 预测指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 37625 | 39347 | 40784 | 42189 |
| 增长率(%) | -12 | 5 | 4 | 3 |
| 归母净利润(百万元) | 5905 | 4848 | 5768 | 6316 |
| 增长率(%) | -22 | -18 | 19 | 10 |
| 摊薄每股收益(元) | 2.62 | 2.15 | 2.56 | 2.81 |
| ROE(%) | 30 | 21 | 21 | 20 |
| P/E | 6.34 | 7.38 | 6.21 | 5.67 |
| P/B | 1.91 | 1.54 | 1.31 | 1.13 |
| P/S | 1.00 | 0.91 | 0.88 | 0.85 |
| EV/EBITDA | 4.62 | 4.33 | 3.46 | 2.79 |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：神火股份盈利预测表

| 证券代码: | 000933 | | | | 股价: | 15.91 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 2024/08/20 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 每股指标与估值 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | |
| ROE | 30% | 21% | 21% | 20% | EPS | 2.65 | 2.15 | 2.56 | 2.81 | |
| 毛利率 | 26% | 25% | 27% | 28% | BVPS | 8.81 | 10.32 | 12.12 | 14.08 | |
| 期间费率 | 3% | 4% | 4% | 3% | 估值 | | | | | |
| 销售净利率 | 16% | 12% | 14% | 15% | P/E | 6.34 | 7.38 | 6.21 | 5.67 | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 1.91 | 1.54 | 1.31 | 1.13 | |
| 收入增长率 | -12% | 5% | 4% | 3% | P/S | 1.00 | 0.91 | 0.88 | 0.85 | |
| 利润增长率 | -22% | -18% | 19% | 10% | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 总资产周转率 | 0.65 | 0.62 | 0.61 | 0.58 | 营业收入 | 37625 | 39347 | 40784 | 42189 | |
| 应收账款周转率 | 50.89 | 52.76 | 52.03 | 52.79 | 营业成本 | 27709 | 29341 | 29718 | 30461 | |
| 存货周转率 | 12.32 | 11.36 | 13.00 | 11.63 | 营业税金及附加 | 530 | 554 | 574 | 594 | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 331 | 346 | 359 | 371 | |
| 资产负债率 | 58% | 55% | 50% | 47% | 管理费用 | 830 | 868 | 900 | 931 | |
| 流动比 | 0.72 | 0.91 | 1.13 | 1.36 | 财务费用 | 63 | 351 | 271 | 170 | |
| 速动比 | 0.55 | 0.72 | 0.94 | 1.14 | 其他费用/(-收入) | 429 | 984 | 1020 | 1055 | |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 营业利润 | 8270 | 7575 | 8635 | 9320 | |
| 现金及现金等价物 | 13323 | 17286 | 21392 | 25633 | 营业外净收支 | -114 | -210 | -210 | -210 | |
| 应收款项 | 751 | 768 | 797 | 823 | 利润总额 | 8156 | 7365 | 8425 | 9110 | |
| 存货净额 | 3053 | 3462 | 3137 | 3627 | 所得税费用 | 1428 | 1841 | 1853 | 1913 | |
| 其他流动资产 | 2325 | 2764 | 2532 | 2953 | 净利润 | 6728 | 5523 | 6571 | 7197 | |
| 流动资产合计 | 19452 | 24280 | 27857 | 33036 | 少数股东损益 | 823 | 676 | 804 | 880 | |
| 固定资产 | 22156 | 21994 | 21860 | 21732 | 归属于母公司净利润 | 5905 | 4848 | 5768 | 6316 | |
| 在建工程 | 1680 | 2010 | 2258 | 2443 | 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 无形资产及其他 | 10881 | 10967 | 11004 | 11091 | 经营活动现金流 | 11190 | 7828 | 8630 | 9396 | |
| 长期股权投资 | 3689 | 3802 | 3915 | 4028 | 净利润 | 5905 | 4848 | 5768 | 6316 | |
| 资产总计 | 57858 | 63054 | 66894 | 72329 | 少数股东权益 | 823 | 676 | 804 | 880 | |
| 短期借款 | 14691 | 13191 | 11691 | 10191 | 折旧摊销 | 1947 | 1761 | 1765 | 1771 | |
| 应付款项 | 5747 | 6538 | 5905 | 6849 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 预收帐款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运资金变动 | 2219 | 252 | 18 | 186 | |
| 其他流动负债 | 6591 | 6927 | 7059 | 7249 | 投资活动现金流 | -1916 | -1792 | -1677 | -1662 | |
| 流动负债合计 | 27029 | 26656 | 24656 | 24290 | 资本支出 | -687 | -1959 | -1957 | -1954 | |
| 长期借款及应付债券 | 4944 | 6444 | 7444 | 7944 | 长期投资 | -1456 | -183 | -83 | -83 | |
| 其他长期负债 | 1552 | 1552 | 1552 | 1552 | 其他 | 226 | 350 | 363 | 375 | |
| 长期负债合计 | 6496 | 7996 | 8996 | 9496 | 筹资活动现金流 | -8303 | -2072 | -2847 | -3493 | |
| 负债合计 | 33526 | 34653 | 33652 | 33786 | 债务融资 | 1127 | 0 | -500 | -1000 | |
| 股本 | 2250 | 2250 | 2250 | 2250 | 权益融资 | 63 | 0 | 0 | 0 | |
| 股东权益 | 24332 | 28401 | 33242 | 38543 | 其它 | -9493 | -2072 | -2347 | -2493 | |
| 负债和股东权益总计 | 57858 | 63054 | 66894 | 72329 | 现金净增加额 | 974 | 3963 | 4106 | 4241 | |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【能源开采小组介绍】

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，8年以上行业经验

王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

林国松，能源开采行业研究助理，厦门大学经济学硕士，1年行业研究经验

【分析师承诺】

陈晨，王璇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。