

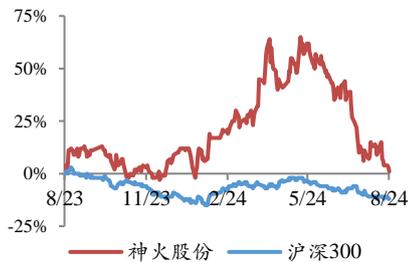
Q2 业绩环比改善，电解铝持续发挥成本优势

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-28

收盘价(元)	15.03
近12个月最高/最低(元)	25.38/14.73
总股本(百万股)	2,250
流通股本(百万股)	2,243
流通股比例(%)	99.71
总市值(亿元)	338
流通市值(亿元)	337

公司价格与沪深300走势比较



分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

相关报告

1.煤、铝相继复产，业绩改善可期
2024-06-21

2.煤铝价跌+限产盈利承压，铝箔业务
稳步推进 2023-09-06

主要观点：

● 神火股份发布 2024 年半年报

公司 24H1 实现营业收入 182.21 亿元，同比-4.65%；实现归母净利润 22.84 亿元，同比-16.62%。其中单 Q2 实现营业收入 99.98 亿元，同比+4.2%，环比+21.57%；实现归母净利润 11.94 亿元，同比+0.04%，环比+9.45%。

● 煤炭量价齐跌，全年有望环比改善

公司 24H1 煤炭板块收入 35.1 亿元，同比-26.7%，煤炭产/销量分别为 322.75/315.06 万吨，较上年同期分别-15.04%/-18.75%，煤炭销售单价为 1114 元/吨，同比-2.4%。利润方面，受到煤价下行影响，23H1 公司煤炭毛利率 29.57%，同比-20.27pcts；由于省内安全事故及监管趋严导致产量下滑，单吨成本同比上升 37%至 783 元。Q2 以来经济复苏及房地产政策刺激，钢铁、焦炭需求增加，公司主要煤种贫瘦煤、无烟煤煤价稳步回升，根据统计局数据，24Q1/Q2 无烟煤市场均价分别为 1034.7/1062.4 元/吨，8 月中旬达到 1065 元/吨，伴随需求恢复预计下半年煤价将趋稳运行，叠加产量复苏提升效率，煤炭板块业绩有望环比改善。

● 电解铝量利双增，成本优势凸显

公司 24H1 电解铝产量/销量分别为 94.99/94.95 万吨，较上年同期分别+3.18%/+2.35%，其中新疆产量 40 万吨满产，云南神火产量 34.99 万吨，同比+10.6%。24H1 铝现货均价 1.98 万元/吨，同比+7.14%，得益于铝价上涨，24H1 公司电解铝板块毛利率 23.04%，同比+2.96pcts，其中新疆净利润 11.97 亿元（同比+36.3%）、净利率 17.42%，云南神火净利润 5.49 亿元（同比+34.87%）、净利率 8.94%。公司电解铝板块发挥新疆成本优势及云南水电优势持续贡献利润。公司现有阳极炭块年产能 40 万吨，云南神火另有 40 万吨在建，达产后进一步提升阳极自给率。

● 投资建议

公司电解铝板块具备成本优势，阳极炭块产能释放增厚利润，煤炭价格下半年企稳后业绩有望复苏，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 48.91/59.69/67.56 亿元（前值为 63.03/69.85/72.56 亿元，考虑煤价下跌风险），对应 PE 分别为 7/6/5 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

煤炭、电解铝价格大幅下跌；电解铝生产成本大幅增长；产能投放不及预期等

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	37625	38069	40959	43383
收入同比 (%)	-11.9%	1.2%	7.6%	5.9%
归属母公司净利润	5905	4891	5969	6756
净利润同比 (%)	-22.1%	-17.2%	22.0%	13.2%
毛利率 (%)	26.4%	25.3%	27.1%	28.0%
ROE (%)	29.8%	21.3%	20.6%	18.9%
每股收益 (元)	2.65	2.17	2.65	3.00
P/E	6.34	6.91	5.66	5.01
P/B	1.91	1.47	1.17	0.95
EV/EBITDA	4.62	4.22	2.90	1.93

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	19452	22170	26264	31159	营业收入	37625	38069	40959	43383
现金	13323	15834	19668	24277	营业成本	27709	28419	29862	31244
应收账款	739	651	729	775	营业税金及附加	530	607	632	667
其他应收款	360	451	478	494	销售费用	331	336	354	379
预付账款	402	503	487	515	管理费用	830	840	875	942
存货	3053	3159	3282	3449	财务费用	63	456	315	127
其他流动资产	1575	1571	1619	1650	资产减值损失	-7	-54	128	66
非流动资产	38406	37884	37982	38083	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3689	3863	4023	4179	投资净收益	335	295	316	344
固定资产	22156	22556	23055	23541	营业利润	8270	7463	9160	10210
无形资产	5435	5709	5987	6253	营业外收入	102	100	100	100
其他非流动资产	7126	5755	4917	4109	营业外支出	215	355	463	355
资产总计	57858	60054	64245	69242	利润总额	8156	7208	8797	9955
流动负债	27029	25384	22713	19945	所得税	1428	1586	1935	2190
短期借款	14691	12450	9512	6091	净利润	6728	5622	6861	7765
应付账款	3021	3334	3415	3576	少数股东损益	823	731	892	1009
其他流动负债	9317	9599	9787	10279	归属母公司净利润	5905	4891	5969	6756
非流动负债	6496	6442	6442	6442	EBITDA	9881	8728	10363	11368
长期借款	4944	4944	4944	4944	EPS (元)	2.65	2.17	2.65	3.00
其他非流动负债	1552	1498	1498	1498					
负债合计	33526	31826	29156	26388					
少数股东权益	4503	5234	6126	7135	主要财务比率				
股本	2250	2250	2250	2250	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	2657	2683	2683	2683	成长能力				
留存收益	14922	18062	24031	30787	营业收入	-11.9%	1.2%	7.6%	5.9%
归属母公司股东权益	19829	22995	28964	35720	营业利润	-24.1%	-9.8%	22.7%	11.5%
负债和股东权益	57858	60054	64245	69242	归属于母公司净利	-22.1%	-17.2%	22.0%	13.2%
					获利能力				
					毛利率 (%)	26.4%	25.3%	27.1%	28.0%
					净利率 (%)	15.7%	12.8%	14.6%	15.6%
					ROE (%)	29.8%	21.3%	20.6%	18.9%
					ROIC (%)	14.4%	12.7%	13.9%	14.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	57.9%	53.0%	45.4%	38.1%
					净负债比率 (%)	137.8%	112.7%	83.1%	61.6%
					流动比率	0.72	0.87	1.16	1.56
					速动比率	0.55	0.68	0.94	1.31
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.65	0.66	0.65
					应收账款周转率	52.63	54.78	59.39	57.70
					应付账款周转率	8.62	8.94	8.85	8.94
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.65	2.17	2.65	3.00
					每股经营现金流薄)	4.97	3.53	3.84	4.33
					每股净资产	8.81	10.22	12.87	15.88
					估值比率				
					P/E	6.34	6.91	5.66	5.01
					P/B	1.91	1.47	1.17	0.95
					EV/EBITDA	4.62	4.22	2.90	1.93

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。