

公司研究

电解铝中枢价格有望抬升，煤炭价格下跌空间或有限

——神火股份（000933.SZ）跟踪点评报告

要点

24年Q3业绩为24年前三季度单季最高：2024年第三季度公司实现营业收入100.93亿元，同比+6.02%；实现归母净利润12.54亿元，同比-8%，为24年前三季度单季业绩最高。

24年上半年铝业贡献公司74%营业收入和68%毛利润。截止2024年6月30日，神火股份电解铝产能为170万吨/年，权益产能为132.4万吨/年，其中新疆煤电产能为80万吨/年，云南神火产能为90万吨/年。煤炭产能共855万吨/年，权益产能816.21万吨/年，其中公司本部无烟煤产能为345万吨/年，新龙公司、兴隆公司贫瘦煤产能为450万吨/年，新密超化贫瘦煤产能为60万吨/年。根据2024半年报，公司铝业贡献74%的营业收入和68%毛利润。

氧化铝价格下跌，电解铝利润走扩。截至2025年2月28日国内氧化铝均价为3387元/吨，较2024年12月11日年内最高点5757元/吨价格下滑41.2%。参考21年动力煤，氧化铝价格不一定与电解铝价格同步，2021年11月10日至2022年3月7日区间内，电解铝价格从1.85万元/吨上涨至2.39万元/吨，上涨幅度29.3%；动力煤价格由1470元/吨下降至1050元/吨，下跌幅度28.6%。根据我们外发报告《氧化铝价格或现拐点，电解铝景气底部抬升——电解铝行业系列报告之二》的测算，2024-2026年国内电解铝供需格局呈现紧平衡且不断向好趋势，2024-2026年分别为过剩49万吨、过剩24万吨以及短缺35万吨，电解铝价格中枢有望上移。

煤炭价格下跌空间相对有限。截至2025年2月27日动力煤价格699元/吨，为2023年9月以来新低值，由于供给端中国神华集团宣布计划自4月起全面暂停进口煤采购，叠加印尼外汇管制政策，以及需求端钢铁、化工和建材等非电行业开工率逐步回升，预计煤炭价格下跌空间相对有限。

关注电解铝纳入碳交易市场后水电铝溢价。据安泰科，使用火电生产电解铝的吨二氧化碳排放量约13吨，而使用水电生产吨二氧化碳排放量仅为1.8吨，按照2025年3月3日国内碳价90元/吨计算，每吨水电铝有望节约碳税1008元成本，神火股份水电铝比例超5成将有望承担更低的碳税。

盈利预测、估值与评级：2024年氧化铝价格大幅上行，预计2025年氧化铝价格虽有回落或仍高于2023年，成本抬升侵蚀电解铝利润，我们下调盈利预测，预计2024/2025年归母净利润为47.8/58.8亿元，分别下调20.3%和7.1%，新增2026年归母净利润预测为62.5亿元，对应当前股价的PE分别为9/7/7倍，考虑到电解铝价格中枢抬升，公司业绩有望保持增长，维持“增持”评级。

风险提示：云南限电政策对产量影响的不确定性；铝价、煤价下跌风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	42,704	37,625	39,918	44,444	45,690
营业收入增长率	23.95%	-11.89%	6.09%	11.34%	2.80%
净利润（百万元）	7,571	5,905	4,780	5,882	6,251
净利润增长率	134.11%	-22.00%	-19.06%	23.07%	6.27%
EPS（元）	3.36	2.62	2.12	2.61	2.78
ROE（归属母公司）（摊薄）	47.19%	29.78%	20.95%	22.00%	20.56%
P/E	6	7	9	7	7
P/B	2.6	2.1	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-03-03

增持（维持）

当前价：18.61元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsec.com

分析师：马俊

执业证书编号：S0930523070008

021-52523809

majun@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	22.49
总市值(亿元)	418.60
一年最低/最高(元)	12.81/24.52
近3月换手率	96.93%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.97	13.48	-7.57
绝对	4.43	12.40	2.25

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	42,704	37,625	39,918	44,444	45,690
营业成本	29,338	27,709	28,636	31,929	32,573
折旧和摊销	1,285	1,532	1,587	1,707	1,787
税金及附加	712	530	798	889	914
销售费用	329	331	399	444	457
管理费用	764	830	918	1,022	1,051
研发费用	184	429	1,198	889	1,051
财务费用	770	63	144	111	90
投资收益	228	335	250	100	100
营业利润	10,902	8,270	8,117	9,357	9,799
利润总额	10,660	8,156	7,967	9,257	9,699
所得税	2,083	1,428	2,390	2,777	2,910
净利润	8,576	6,728	5,577	6,480	6,789
少数股东损益	1,005	823	797	598	538
归属母公司净利润	7,571	5,905	4,780	5,882	6,251
EPS(元)	3.36	2.62	2.12	2.61	2.78

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	14,061	11,190	9,644	8,807	8,854
净利润	7,571	5,905	4,780	5,882	6,251
折旧摊销	1,285	1,532	1,587	1,707	1,787
净营运资金增加	5,605	-2,101	-2,494	1,953	286
其他	-401	5,854	5,771	-735	529
投资活动产生现金流	-462	-1,916	-2,328	-2,365	-2,090
净资本支出	-267	-687	-2,511	-2,395	-2,145
长期投资变化	3,576	3,689	0	0	0
其他资产变化	-3,771	-4,918	183	30	55
融资活动现金流	-11,403	-8,303	-679	-4,179	-6,141
股本变化	0	-1	0	0	0
债务净变化	1,007	-5,910	1,242	-2,162	-3,471
无息负债变化	-863	139	2,045	787	442
净现金流	2,209	974	6,637	2,263	623

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	31.3%	26.4%	28.3%	28.2%	28.7%
EBITDA 率	30.9%	26.1%	24.3%	24.7%	25.0%
EBIT 率	26.9%	21.1%	20.3%	20.8%	21.1%
税前净利润率	25.0%	21.7%	20.0%	20.8%	21.2%
归母净利润率	17.7%	15.7%	12.0%	13.2%	13.7%
ROA	14.2%	11.6%	8.6%	9.5%	9.8%
ROE (摊薄)	47.2%	29.8%	21.0%	22.0%	20.6%
经营性 ROIC	19.0%	13.8%	12.3%	13.4%	13.6%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	65%	58%	57%	52%	47%
流动比率	0.68	0.72	0.83	0.98	1.14
速动比率	0.59	0.61	0.73	0.85	1.00
归母权益/有息债务	0.59	0.94	1.02	1.32	1.81
有形资产/有息债务	1.98	2.42	2.53	2.90	3.49

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	60,477	57,858	64,921	68,074	69,244
货币资金	17,907	13,323	19,959	22,222	22,845
交易性金融资产	9	0	0	0	0
应收账款	690	739	758	844	868
应收票据	21	12	12	13	14
其他应收款 (合计)	657	360	400	432	449
存货	3,100	3,053	3,143	3,512	3,583
其他流动资产	749	902	856	766	741
流动资产合计	23,645	19,452	25,515	28,209	28,925
其他权益工具	413	481	481	481	481
长期股权投资	3,576	3,689	3,697	3,697	3,747
固定资产	20,716	22,145	22,453	21,759	20,744
在建工程	990	1,656	703	587	478
无形资产	5,218	5,435	6,793	8,224	9,673
商誉	0	13	13	13	13
其他非流动资产	3,033	3,546	3,546	3,546	3,546
非流动资产合计	36,833	38,406	39,407	39,865	40,318
总负债	39,296	33,526	36,813	35,438	32,409
短期借款	21,918	14,691	15,433	12,772	8,801
应付账款	3,406	3,021	3,150	3,512	3,583
应付票据	2,449	2,726	2,864	3,193	3,257
预收账款	0	0	8	9	9
其他流动负债	31	67	67	67	67
流动负债合计	34,694	27,029	30,830	28,910	25,369
长期借款	3,219	4,944	5,444	5,944	6,444
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	198	257	280	325	338
非流动负债合计	3,680	5,417	5,982	6,528	7,040
股东权益	21,181	24,332	28,109	32,637	36,834
股本	2,251	2,250	2,249	2,249	2,249
公积金	4,057	4,055	4,055	4,055	4,055
未分配利润	9,517	13,191	16,171	20,101	23,760
归属母公司权益	16,044	19,829	22,809	26,739	30,398
少数股东权益	5,137	4,503	5,300	5,898	6,436

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.77%	0.88%	1.00%	1.00%	1.00%
管理费用率	1.79%	2.21%	2.30%	2.30%	2.30%
财务费用率	1.80%	0.17%	0.36%	0.25%	0.20%
研发费用率	0.43%	1.14%	3.00%	2.00%	2.30%
所得税率	20%	18%	30%	30%	30%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	1.00	0.80	0.87	1.15	1.21
每股经营现金流	6.25	4.97	4.29	3.92	3.94
每股净资产	7.13	8.81	10.14	11.89	13.51
每股销售收入	18.97	16.72	17.75	19.76	20.31

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	6	7	9	7	7
PB	2.6	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	6.2	7.8	7.3	6.4	5.9
股息率	5.4%	4.3%	4.7%	6.2%	6.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP