



买入（维持）

所属行业：有色金属/工业金属
当前价格(元)：18.77

证券分析师

翟堃

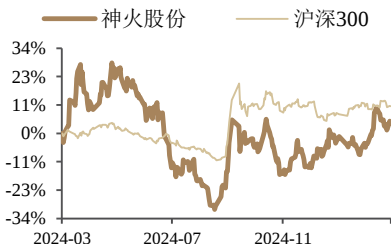
资格编号：S0120523050002
邮箱：zhaikun@tebon.com.cn
高嘉麒
资格编号：S0120523070003
邮箱：gaojq@tebon.com.cn

研究助理

谢佑圆

邮箱：xieji@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.14	7.46	19.34
相对涨幅(%)	9.97	4.87	20.68

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《神火股份：回购引导信心，盈利能力或将改善》，2025.1.5
- 《神火股份：业绩符合预期，中期股利加强投资回报》，2024.10.23
- 《神火股份(000933.SZ)：煤铝复产持续推进，盈利有望继续扩张》，2024.8.20

神火股份：煤炭业务有所拖累，铝板块业绩或有提升

投资要点

- 事件。**公司公布 2024 年年报。2024 年公司实现总营业收入 383.73 亿元，同比增长 1.99%；利润总额达到 64.13 亿元，同比减少 21.37%；实现归母净利润 43.07 亿元，同比减少 27.07%。
- 煤炭业务为公司业绩变动主要原因。**煤炭业务方面，公司 2024 年生产煤炭 673.90 万吨（其中永城矿区 294.35 万吨，许昌、郑州矿区 379.55 万吨），销售 670.13 万吨（其中永城矿区 290.19 万吨，许昌、郑州矿区 379.94 万吨），分别完成年度计划的 94.92%、94.38%，产量销量均低于 2023 年水平，此外，焦煤价格也有所下行，2024 年永城无烟煤均价 1,306.37 元/吨，较 2023 年下滑 22.6%。电解铝业务方面，2024 年度公司生产铝产品 162.85 万吨，销售 162.89 万吨，分别完成年度计划的 108.57%、108.59%，公司电解铝业务产量销量较 2023 年提升相对明显，但存在氧化铝成本提升影响。
- 电解铝产量预计维持高位，煤炭产量预计有所恢复。**2024 年云南地区来水较好，带动公司电解铝产品产量提升，展望 2025 年，公司计划生产铝产品 170 万吨，铝产品产量有望保持高位并有所上行。煤炭方面，公司计划生产商品煤 720 万吨，产品产量较 2024 年将有一定提升。此外，公司计划生产炭素产品 66 万吨，铝箔 13.50 万吨，冷轧产品 21.50 万吨，自供电量 98 亿度。主要产品产量均相对 2024 年有一定上行，或带动公司利润提升。
- 氧化铝成本下行，电解铝利润提升，铝板块或有更佳表现。**截至 2025 年 3 月 25 日，河南氧化铝均价为 3,160.00 元/吨，较年初下降约 43.6%，同比下降约 5.2%；伴随氧化铝成本下降，电解铝利润也有所回升，截至 2025 年 3 月 26 日，根据 SMM 数据，国内电解铝行业利润水平约为 3689.79 元/吨，较年初实现扭亏，较去年同期提升约 39.6%。电解铝业务板块目前预计有相对较好的盈利情况。
- 投资建议。**公司 2025 年主要产品产量均有提升预期，同时电解铝业务的利润情况也预期有所改善，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 54、64、67 亿元。维持“买入”评级。
- 风险提示：**铝价下跌风险、电解铝限产风险、生产事故等。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	2,249.35	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
流通 A 股(百万股):	2,243.19	营业收入(百万元)	37,625	38,373	43,977	45,334	46,435
52 周内股价区间(元):	12.97-24.01	(+/-)YOY(%)	-11.9%	2.0%	14.6%	3.1%	2.4%
总市值(百万元):	42,227.38	净利润(百万元)	5,905	4,307	5,354	6,351	6,701
总资产(百万元):	50,602.68	(+/-)YOY(%)	-22.1%	-27.1%	24.3%	18.6%	5.5%
每股净资产(元):	9.64	全面摊薄 EPS(元)	2.63	1.91	2.38	2.82	2.98
资料来源：公司公告		毛利率(%)	26.4%	21.2%	23.9%	26.4%	26.7%
		净资产收益率(%)	29.8%	19.9%	19.8%	19.0%	16.7%
		资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所					
		备注：净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标 (元)				
每股收益	1.93	2.38	2.82	2.98
每股净资产	9.64	12.02	14.84	17.82
每股经营现金流	3.43	3.59	3.45	3.94
每股股利	0.80	1.19	1.41	1.49
价值评估 (倍)				
P/E	8.76	8.17	6.89	6.53
P/B	1.75	1.62	1.31	1.09
P/S	0.99	0.99	0.96	0.94
EV/EBITDA	6.08	5.35	4.03	3.13
股息率%	4.7%	6.1%	7.3%	7.7%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	21.2%	23.9%	26.4%	26.7%
净利润率	12.5%	14.1%	16.2%	16.7%
净资产收益率	19.9%	19.8%	19.0%	16.7%
资产回报率	8.5%	9.2%	9.8%	9.1%
投资回报率	11.4%	13.1%	13.3%	12.1%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	2.0%	14.6%	3.1%	2.4%
EBIT 增长率	-24.2%	28.8%	18.0%	3.8%
净利润增长率	-27.1%	24.3%	18.6%	5.5%
偿债能力指标				
资产负债率	48.6%	44.8%	39.0%	35.8%
流动比率	0.6	0.9	1.3	1.6
速动比率	0.3	0.6	1.0	1.3
现金比率	0.2	0.5	0.9	1.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	7.4	7.1	7.3	7.2
存货周转天数	39.4	39.7	39.5	39.6
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.6
固定资产周转率	1.7	1.9	2.0	2.0

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,307	5,354	6,351	6,701
少数股东损益	491	841	1,007	1,057
非现金支出	2,074	971	830	937
非经营收益	-269	-73	-69	-94
营运资金变动	1,116	992	-356	256
经营活动现金流	7,719	8,085	7,762	8,857
资产	-1,263	-1,012	-448	-727
投资	66	-424	-622	-523
其他	390	497	482	510
投资活动现金流	-807	-939	-588	-741
债权募资	-5,542	0	0	0
股权募资	23	0	0	0
其他	-5,774	-495	-495	-495
融资活动现金流	-11,293	-495	-495	-495
现金净流量	-4,372	6,651	6,679	7,621

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 25 日
资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	38,373	43,977	45,334	46,435
营业成本	30,227	33,461	33,357	34,033
毛利率%	21.2%	23.9%	26.4%	26.7%
营业税金及附加	525	602	618	635
营业税金率%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
营业费用	318	393	415	420
营业费用率%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	896	880	890	921
管理费用率%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用	448	997	1,011	1,044
研发费用率%	1.2%	2.3%	2.2%	2.2%
EBIT	6,014	7,744	9,137	9,485
财务费用	51	429	296	163
财务费用率%	0.1%	1.0%	0.7%	0.4%
资产减值损失	-95	109	102	106
投资收益	665	497	482	510
营业利润	6,611	7,992	9,507	10,016
营业外收支	-198	0	0	0
利润总额	6,413	7,992	9,507	10,016
EBITDA	7,928	8,824	10,069	10,527
所得税	1,615	1,797	2,149	2,258
有效所得税率%	25.2%	22.5%	22.6%	22.5%
少数股东损益	491	841	1,007	1,057
归属母公司所有者净利润	4,307	5,354	6,351	6,701

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,283	9,934	16,613	24,235
应收账款及应收票据	920	892	1,029	912
存货	3,564	3,813	3,515	3,975
其它流动资产	3,330	3,714	3,371	3,830
流动资产合计	11,096	18,354	24,528	32,951
长期股权投资	4,537	5,017	5,682	6,254
固定资产	22,114	22,818	22,973	23,284
在建工程	1,700	1,538	1,293	1,171
无形资产	5,473	5,600	5,682	5,787
非流动资产合计	39,507	40,043	40,365	40,758
资产总计	50,603	58,397	64,893	73,709
短期借款	7,193	7,193	7,193	7,193
应付票据及应付账款	4,704	5,397	4,727	5,574
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	6,402	7,308	7,116	7,328
流动负债合计	18,299	19,898	19,036	20,095
长期借款	4,642	4,642	4,642	4,642
其它长期负债	1,636	1,636	1,636	1,636
非流动负债合计	6,278	6,278	6,278	6,278
负债总计	24,578	26,176	25,315	26,373
实收资本	2,249	2,249	2,249	2,249
普通股股东权益	21,682	27,036	33,387	40,088
少数股东权益	4,343	5,184	6,191	7,248
负债和所有者权益合计	50,603	58,397	64,893	73,709

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8 年证券研究经验，2022 年上海证券报能源行业第二名，2021 年新财富能源开采行业入围，2020 年机构投资者（II）钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019 年机构投资者（II）金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。