

公司研究

煤炭板块拖累 2024 年业绩，2025 年电解铝利润有望走扩

——神火股份（000933.SZ）2024 年报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 383.73 亿元，同比 +1.99%，实现归母净利润 43.07 亿元，同比-27.07%。

点评：煤炭板块量价齐跌拖累 2024 年业绩。2024 年业绩下滑主要系煤炭产品的价格、产销量同比下降，铝产品的主要原材料氧化铝价格同比上涨。2024 年公司实现煤炭产销量分别为 673.9/670.13 万吨，同比-6.01%/-7.54%；实现铝产品产销量 162.85/162.89 万吨，同比+7.28%/+6.65%。公司 2024 年煤炭产品均价 1019.3 元/吨，同比-7.8%。2024 年河南氧化铝平均价为 4070.6 元/吨，同比+37.4%。

今年年初以来氧化铝价格持续下跌，预计 2025 年电解铝利润走扩。截至 2025 年 3 月 28 日河南氧化铝价格为 3120 元/吨，较年初下滑 44.3%。根据我们 2025 年 1 月 15 日外发报告《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，利好公司全年电解铝单吨利润走扩。

煤炭价格下跌空间相对有限。根据光大证券煤炭团队 2025 年 3 月 30 日发布的《港口库存开始回落，煤价下跌接近尾声——煤炭开采行业周报（2025.3.24-2025.3.30）》，3 月 28 日，4500 大卡、5000 大卡动力煤现货价格已经出现止跌反弹的迹象，预计港口动力煤现货价格的下跌已接近尾声，叠加后续化工和建材等非电行业需求有望逐步回升，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：考虑 2025 年煤炭价格下跌空间或有限，未来几年电解铝价格中枢有望上移，电解铝利润有望持续走扩，我们上调盈利预测，预计 2025 年-2026 年公司归母净利润分别为 58.91 亿元/63.09 亿元（较前次预测上调 0.1%/0.9%），新增 2027 年归母净利润预测为 69.72 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 7/7/6 倍，考虑到电解铝价格中枢有望抬升，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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	37,625	38,373	40,664	43,381	43,586
营业收入增长率	-11.89%	1.99%	5.97%	6.68%	0.47%
净利润（百万元）	5,905	4,307	5,891	6,309	6,972
净利润增长率	-22.00%	-27.07%	36.77%	7.10%	10.51%
EPS（元）	2.62	1.91	2.62	2.80	3.10
ROE（归属母公司）（摊薄）	29.78%	19.86%	22.27%	20.30%	19.19%
P/E	7	10	7	7	6
P/B	2.1	2.0	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-27

增持（维持）

当前价：18.89 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师：马俊

执业证书编号：S0930523070008

021-52523809

majun@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	22.49
总市值(亿元)	424.90
一年最低/最高(元)	12.81/24.52
近 3 月换手率	92.57%

股价相对走势

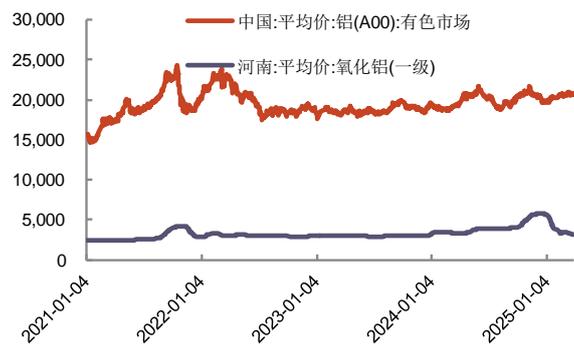


收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.49	18.40	-7.39
绝对	5.59	17.18	4.88

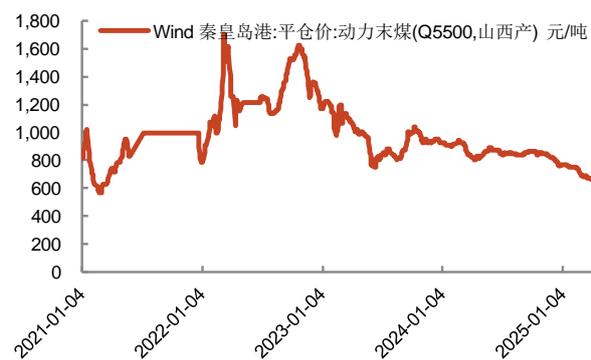
资料来源：Wind

图 1：电解铝氧化铝价格走势（元/吨）



资料来源：Wind、光大证券研究所，截至 2025 年 3 月 28 日

图 2：煤炭价格走势



资料来源：Wind、光大证券研究所，截至 2025 年 3 月 28 日

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	37,625	38,373	40,664	43,381	43,586
营业成本	27,709	30,227	30,904	32,549	32,054
折旧和摊销	1,532	1,552	1,587	1,705	1,785
税金及附加	530	525	569	607	610
销售费用	331	318	338	360	362
管理费用	830	896	935	998	1,002
研发费用	429	448	476	508	510
财务费用	63	51	144	111	90
投资收益	335	665	600	200	200
营业利润	8,270	6,611	8,179	8,633	9,388
利润总额	8,156	6,413	8,359	8,633	9,388
所得税	1,428	1,615	1,672	1,727	1,878
净利润	6,728	4,798	6,688	6,907	7,511
少数股东损益	823	491	797	598	538
归属母公司净利润	5,905	4,307	5,891	6,309	6,972
EPS(元)	2.62	1.91	2.62	2.80	3.10

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11,190	7,719	9,204	8,692	9,335
净利润	5,905	4,307	5,891	6,309	6,972
折旧摊销	1,532	1,552	1,587	1,705	1,785
净营运资金增加	-70	3,064	-2,600	402	-179
其他	3,823	-1,204	4,326	276	756
投资活动产生现金流	-1,916	-807	-1,976	-2,265	-1,990
净资本支出	-687	-1,263	-2,515	-2,395	-2,145
长期投资变化	3,689	4,537	0	0	0
其他资产变化	-4,918	-4,081	539	130	155
融资活动现金流	-8,303	-11,293	-6,444	-2,751	-1,315
股本变化	-1	0	0	0	0
债务净变化	-5,910	-7,720	-5,198	-995	500
无息负债变化	139	-1,228	821	123	153
净现金流	974	-4,372	784	3,676	6,030

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	26.4%	21.2%	24.0%	25.0%	26.5%
EBITDA 率	26.3%	21.1%	22.7%	23.4%	25.0%
EBIT 率	21.2%	16.2%	18.8%	19.4%	20.9%
税前净利润率	21.7%	16.7%	20.6%	19.9%	21.5%
归母净利润率	15.7%	11.2%	14.5%	14.5%	16.0%
ROA	11.6%	9.5%	12.9%	12.3%	12.0%
ROE (摊薄)	29.8%	19.9%	22.3%	20.3%	19.2%
经营性 ROIC	20.0%	13.0%	17.6%	19.1%	20.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	58%	49%	39%	34%	32%
流动比率	0.72	0.61	0.76	1.13	1.57
速动比率	0.61	0.41	0.52	0.86	1.31
归母权益/有息债务	0.94	1.61	3.21	4.29	4.69
有形资产/有息债务	2.42	3.28	5.28	6.46	6.68

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	57,858	50,603	51,789	56,151	62,588
货币资金	13,323	3,283	4,066	7,743	13,773
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	739	842	773	824	828
应收票据	12	78	12	13	13
其他应收款 (合计)	360	348	403	427	438
存货	3,053	3,564	3,392	3,580	3,526
其他流动资产	902	1,979	1,933	1,878	1,874
流动资产合计	19,452	11,096	10,989	14,891	20,873
其他权益工具	481	507	507	507	507
长期股权投资	3,689	4,537	4,545	4,545	4,595
固定资产	22,145	22,111	22,475	21,776	20,759
在建工程	1,656	1,579	672	564	460
无形资产	5,435	5,473	6,835	8,265	9,713
商誉	13	13	13	13	13
其他非流动资产	3,546	3,990	3,990	3,990	3,990
非流动资产合计	38,406	39,507	40,800	41,260	41,715
总负债	33,526	24,578	20,201	19,328	19,981
短期借款	14,691	7,193	1,495	0	0
应付账款	3,021	3,515	3,399	3,580	3,526
应付票据	2,726	1,189	1,236	1,302	1,282
预收账款	0	0	8	9	9
其他流动负债	67	97	97	97	97
流动负债合计	27,029	18,299	14,539	13,140	13,291
长期借款	4,944	4,642	5,142	5,642	6,142
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	257	238	261	288	290
非流动负债合计	5,417	5,073	5,661	6,189	6,691
股东权益	24,332	26,025	31,588	36,823	42,607
股本	2,250	2,249	2,249	2,249	2,249
公积金	4,055	4,060	4,060	4,060	4,060
未分配利润	13,191	15,025	19,790	24,427	29,673
归属母公司权益	19,829	21,682	26,448	31,085	36,330
少数股东权益	4,503	4,343	5,140	5,738	6,276

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.88%	0.83%	0.83%	0.83%	0.83%
管理费用率	2.21%	2.33%	2.30%	2.30%	2.30%
财务费用率	0.17%	0.13%	0.35%	0.26%	0.21%
研发费用率	1.14%	1.17%	1.17%	1.17%	1.17%
所得税率	18%	25%	20%	20%	20%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.80	0.50	0.74	0.77	0.83
每股经营现金流	4.97	3.43	4.09	3.86	4.15
每股净资产	8.81	9.64	11.76	13.82	16.15
每股销售收入	16.72	17.06	18.08	19.29	19.38

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	7	10	7	7	6
PB	2.1	2.0	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.2	7.8	6.1	5.2	4.5
股息率	4.2%	2.6%	3.9%	4.1%	4.4%

行业及公司评级体系

评级	说明
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