

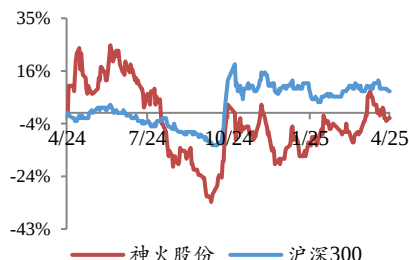
煤炭板块拖累业绩，2025 年煤铝利润有望修复

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-01

收盘价（元） 18.80
近 12 个月最高/最低（元） 25.38/13.04
总股本（百万股） 2,249
流通股本（百万股） 2,243
流通股比例（%） 99.73
总市值（亿元） 423
流通市值（亿元） 422

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

相关报告

1.神火股份：煤炭板块复苏，Q3 利润环比改善 2024-10-23

2.Q2 业绩环比改善，电解铝持续发挥成本优势 2024-08-28

3.煤、铝相继复产，业绩改善可期 2024-06-21

主要观点：

● 神火股份发布 2024 年年报

公司 2024 年实现营业收入 383.73 亿元，同比+1.99%；实现归母净利润 43.07 亿元，同比-27.07%。单 24Q4 公司实现营业收入 100.59 亿元，同比+11.82%，环比-0.34%；实现归母净利润 7.68 亿元，同比-57.38%，环比-38.74%。

● 电解铝：氧化铝价格回落，成本压力逐渐缓解

公司 2024 年电解铝板块实现收入 259.91 亿元，同比+2.76%，其中电解铝产量 162.85 万吨，同比+7.28%。从利润角度来看，2024 年新疆煤电/云南神火净利润同比分别-7.74%/-5.05%，主要受到氧化铝价格上涨影响。2024 年国内氧化铝均价 4078.05 元/吨，同比+39.7%，2025 年以来氧化铝产能逐步投产，现货紧张问题缓解，价格呈现回落态势，2025 年 4 月 1 日国内氧化铝均价 3077 元/吨，原材料氧化铝价格回落有望优化成本、修复电解铝板块利润。

● 煤炭：2024 年量价齐跌，板块具备业绩修复空间

2024 年公司煤炭板块收入 68.30 亿元，同比-14.75%，其中产量 673.9 万吨，同比-6.01%；均价 1019.25 元/吨，同比-7.8%。受到产量和价格影响，煤炭毛利率 16.66%，同比-25.77pcts。2025 年公司计划生产商品煤 720 万吨并实现产销平衡，叠加顺周期无烟煤、贫瘦煤价格筑底回升预期，煤炭板块业绩有望修复。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 52.30/60.85/69.24 亿元（前值为 2025-2026 年分别为 56.5/64.3 亿元），对应 PE 分别为 8/7/6 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

煤铝价格大幅波动；原材料及能源成本大幅波动；云南来水问题导致铝产量不及预期；煤炭产能释放不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	38373	40983	42969	44551
收入同比（%）	2.0%	6.8%	4.8%	3.7%
归属母公司净利润	4307	5230	6085	6924
净利润同比（%）	-27.1%	21.4%	16.3%	13.8%
毛利率（%）	21.2%	23.4%	25.1%	26.7%
ROE（%）	19.9%	21.1%	21.5%	21.4%
每股收益（元）	1.93	2.33	2.71	3.08
P/E	8.76	8.09	6.95	6.11
P/B	1.75	1.71	1.50	1.31
EV/EBITDA	6.08	4.81	3.77	2.88

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		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	11096	21583	28284	35347	
现金	3283	13745	20210	27128	
应收账款	842	829	889	924	
其他应收款	348	421	419	437	
预付账款	696	596	630	652	
存货	3564	3556	3680	3741	
其他流动资产	2364	2436	2455	2464	
非流动资产	39507	37912	36310	34700	
长期投资	4537	4537	4537	4537	
固定资产	22114	20688	19251	17802	
无形资产	5473	5389	5306	5222	
其他非流动资产	7383	7298	7216	7139	
资产总计	50603	59495	64593	70047	
流动负债	18299	23461	24451	25010	
短期借款	7193	10920	11753	12243	
应付账款	3515	3573	3665	3731	
其他流动负债	7592	8968	9033	9037	
非流动负债	6278	6361	6210	6271	
长期借款	4642	4725	4574	4635	
其他非流动负债	1636	1636	1636	1636	
负债合计	24578	29822	30661	31282	
少数股东权益	4343	4937	5655	6457	
股本	2249	2249	2249	2249	
资本公积	2662	2662	2662	2662	
留存收益	16770	19823	23366	27396	
归属母公司股东权	21682	24735	28277	32308	
负债和股东权益	50603	59495	64593	70047	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	7719	8990	8540	9481	
净利润	4798	5824	6802	7726	
折旧摊销	1914	1595	1602	1610	
财务费用	487	597	686	711	
投资损失	-665	-513	-581	-616	
营运资金变动	1116	1411	-79	-76	
其他经营现金流	3750	4491	6990	7928	
投资活动现金流	-807	436	472	489	
资本支出	-1263	-77	-109	-126	
长期投资	66	0	0	0	
其他投资现金流	390	513	581	616	
筹资活动现金流	-11293	1028	-2548	-3052	
短期借款	-7498	3727	833	490	
长期借款	-302	83	-152	62	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	5	0	0	0	
其他筹资现金流	-3497	-2782	-3229	-3604	
现金净增加额	-4372	10462	6465	6919	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	38373	40983	42969	44551	
营业成本	30227	31391	32194	32657	
营业税金及附加	525	561	591	612	
销售费用	318	343	361	373	
管理费用	896	902	965	1000	
财务费用	51	499	274	104	
资产减值损失	-95	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	665	513	581	616	
营业利润	6611	7564	8903	10151	
营业外收入	24	90	72	62	
营业外支出	222	219	237	245	
利润总额	6413	7435	8738	9968	
所得税	1615	1611	1935	2242	
净利润	4798	5824	6802	7726	
少数股东损益	491	594	718	802	
归属母公司净利润	4307	5230	6085	6924	
EBITDA	7928	9528	10614	11682	
EPS (元)	1.93	2.33	2.71	3.08	

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
成长能力					
营业收入	2.0%	6.8%	4.8%	3.7%	
营业利润	-20.1%	14.4%	17.7%	14.0%	
归属于母公司净利	-27.1%	21.4%	16.3%	13.8%	
获利能力					
毛利率 (%)	21.2%	23.4%	25.1%	26.7%	
净利率 (%)	11.2%	12.8%	14.2%	15.5%	
ROE (%)	19.9%	21.1%	21.5%	21.4%	
ROIC (%)	11.4%	13.2%	13.5%	13.6%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.6%	50.1%	47.5%	44.7%	
净负债比率 (%)	94.4%	100.5%	90.4%	80.7%	
流动比率	0.61	0.92	1.16	1.41	
速动比率	0.26	0.66	0.90	1.16	
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.74	0.69	0.66	
应收账款周转率	48.53	49.06	50.02	49.13	
应付账款周转率	9.25	8.86	8.90	8.83	
每股指标 (元)					
每股收益	1.93	2.33	2.71	3.08	
每股经营现金流薄)	3.43	4.00	3.80	4.22	
每股净资产	9.64	11.00	12.57	14.36	
估值比率					
P/E	8.76	8.09	6.95	6.11	
P/B	1.75	1.71	1.50	1.31	
EV/EBITDA	6.08	4.81	3.77	2.88	

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。