

神火股份 (000933.SZ) 氧化铝价格回落支撑业绩，关注煤铝成长及铝弹性

2025年04月22日

——公司 2025 一季报点评报告
投资评级：买入（维持）
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2025/4/21
当前股价(元)	16.72
一年最高最低(元)	24.95/13.04
总市值(亿元)	376.09
流通市值(亿元)	375.06
总股本(亿股)	22.49
流通股本(亿股)	22.43
近3个月换手率(%)	79.99

● 氧化铝价格回落支撑业绩，关注煤铝成长及铝弹性，维持“买入”评级

公司发布 2025 年一季报，2025Q1 公司实现营业收入 96.3 亿元，同比+17.13%，环比-4.2%；实现归母净利润 7.1 亿元，同比-35.1%，环比-7.8%；实现扣非后归母净利润 7.2 亿元，同比-29.4%，环比+2%。我们维持 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 58.1/64.6/70.1 亿元，同比+35%/+11.2%/+8.5%；EPS 为 2.58/2.87/3.12 元，对应当前股价 PE 为 6.5/5.8/5.4 倍。公司煤铝业务具备成长性，且公司加大分红力度，长期配置价值提升，维持“买入”评级。

● Q1 煤炭价格或延续同环比回落，Q1 氧化铝价格环比回落支撑业绩

(1) 煤炭业务：公司煤炭核定产能 855 万吨/年，其中本部主要生产无烟煤，是优质的冶金用煤，主要用于高炉喷吹；新龙公司、兴隆公司主要生产贫瘦煤，是优质的冶金用煤，作为主焦煤的配煤使用；新密超化主要生产贫瘦煤，作为动力煤使用。2025Q1 煤价同环比均有所下滑，其中 2025Q1 永城无烟煤出矿价均价为 1240 元/吨，同比-13.4%，环比-3.7%；河南贫瘦煤市场价均价为 1068 元/吨，同比-27.6%，环比-14.8%。**(2) 电解铝业务：**截至 2024 年 12 月 31 日，公司电解铝产能 170 万吨/年（新疆煤电 80 万吨/年、云南神火 90 万吨/年）、装机容量 1400MW、阳极炭块产能 40 万吨/年（云南神火另有 40 万吨产能在建）。价格端方面，2025Q1 中国铝（A00）均价为 20433 元/吨，同比+7.2%，环比-0.5%；成本端方面，2025Q1 中国氧化铝（一级）均价为 3792 元/吨，同比+12.7%，环比-28.6%。

● 煤铝产销有望进一步释放，提高分红比例回报投资者

(1) 煤铝业务产销有望进一步释放：煤炭业务方面，2024 年公司煤炭产量 673.9 万吨，2025 年随着刘河煤矿技改后产量爬坡，公司煤炭产量有望提升至 720 万吨左右，产量提升的同时公司吨煤成本有望进一步摊薄；电解铝业务方面，2024 年公司铝产品产量 162.9 万吨，其中新疆项目 80 万吨接近满产状态，云南项目产能 90 万吨尚未达到满产状态，2025 年公司云南项目有望满产。**(2) 煤炭远期产能成长可期：**彩湾五号矿的开发建设正在积极推进中，目前正在推动合资公司新疆神兴办理五号矿探矿权及探转采等相关工作，未来煤炭产能仍有增量。**(3) 公司发布市值管理制度规范市值管理活动：**公司高度重视对投资者的合理回报，2024 年公司分红比例为 41.78%，较 2023 年提升 11.3pct，按照 2025 年 4 月 21 日收盘价计算，公司当前股息率为 4.8%；公司发布市值管理制度，提出在聚焦主业、提升经营效率和盈利能力的同时，综合运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购、ESG 管理等方式进行市值管理。

● 风险提示：煤铝价格下跌超预期；新产能释放不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	37,625	38,373	40,925	42,740	44,634
YOY(%)	-11.9	2.0	6.7	4.4	4.4
归母净利润(百万元)	5,905	4,307	5,812	6,463	7,013
YOY(%)	-22.1	-27.1	35.0	11.2	8.5
毛利率(%)	26.4	21.2	23.5	24.6	25.4
净利率(%)	15.7	11.2	14.2	15.1	15.7
ROE(%)	27.7	18.4	20.1	18.9	17.4
EPS(摊薄/元)	2.63	1.91	2.58	2.87	3.12
P/E(倍)	6.4	8.7	6.5	5.8	5.4
P/B(倍)	1.9	1.7	1.4	1.2	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《煤炭量价齐跌致业绩承压，关注煤铝成长及铝弹性——公司 2024 年报点评报告》-2025.3.26

《Q3 盈利环比改善，中期分红加大投资者回报——2024 年三季报点评报告》-2024.10.22

《煤炭业务量价齐跌拖累业绩，煤铝成长性可期——2024 年中报点评报告》-2024.8.20

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	19452	11096	21702	21116	31267
现金	13323	3283	14765	13138	23845
应收票据及应收账款	751	920	776	1019	834
其他应收款	360	348	549	306	627
预付账款	402	696	347	805	364
存货	3053	3564	3341	3741	3581
其他流动资产	1563	2286	1925	2106	2015
非流动资产	38406	39507	40518	41269	41682
长期投资	3689	4537	5358	6370	7295
固定资产	22167	22114	22834	22848	22781
无形资产	5439	5473	5481	5583	5680
其他非流动资产	7111	7383	6845	6468	5926
资产总计	57858	50603	62220	62384	72949
流动负债	27029	18299	24306	19483	24235
短期借款	14691	7193	10942	9068	10005
应付票据及应付账款	5747	4704	7096	4517	7735
其他流动负债	6591	6402	6268	5899	6495
非流动负债	6496	6278	5329	4381	3366
长期借款	4944	4642	3735	2766	1762
其他非流动负债	1552	1636	1594	1615	1605
负债合计	33526	24578	29635	23864	27601
少数股东权益	4503	4343	5091	5913	6777
股本	2250	2249	2249	2249	2249
资本公积	2657	2662	2662	2662	2662
留存收益	14589	16422	21666	27724	34632
归属母公司股东权益	19829	21682	27494	32608	38571
负债和股东权益	57858	50603	62220	62384	72949

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11190	7719	11123	3963	12712
净利润	6728	4798	6560	7285	7877
折旧摊销	1895	1907	1490	1590	1672
财务费用	63	51	-290	-394	-649
投资损失	-335	-665	-409	-470	-515
营运资金变动	2179	1062	3984	-3760	4464
其他经营现金流	659	565	-212	-288	-137
投资活动现金流	-1916	-807	-2050	-1817	-1524
资本支出	985	1328	1959	1189	1229
长期投资	-1277	-4	-821	-1012	-925
其他投资现金流	346	526	730	384	631
筹资活动现金流	-8303	-11293	2408	-3772	-481
短期借款	-7227	-7498	3749	-1875	937
长期借款	1726	-302	-907	-969	-1004
普通股增加	-1	0	0	0	0
资本公积增加	-2	5	0	0	0
其他筹资现金流	-2799	-3497	-433	-928	-415
现金净增加额	974	-4372	11482	-1626	10707

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	37625	38373	40925	42740	44634
营业成本	27709	30227	31318	32238	33274
营业税金及附加	530	525	606	607	635
营业费用	331	318	338	361	372
管理费用	830	896	863	947	991
研发费用	429	448	374	459	469
财务费用	63	51	-290	-394	-649
资产减值损失	-7	-95	0	0	0
其他收益	130	154	108	131	131
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	335	665	409	470	515
资产处置收益	71	43	44	53	47
营业利润	8270	6611	8459	9403	10327
营业外收入	102	24	90	72	62
营业外支出	215	222	275	237	245
利润总额	8156	6413	8274	9238	10144
所得税	1428	1615	1715	1952	2267
净利润	6728	4798	6560	7285	7877
少数股东损益	823	491	747	822	864
归属母公司净利润	5905	4307	5812	6463	7013
EBITDA	10868	8963	10201	11142	11933
EPS(元)	2.63	1.91	2.58	2.87	3.12

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-11.9	2.0	6.7	4.4	4.4
营业利润(%)	-24.1	-20.1	28.0	11.2	9.8
归属于母公司净利润(%)	-22.1	-27.1	35.0	11.2	8.5
获利能力					
毛利率(%)	26.4	21.2	23.5	24.6	25.4
净利率(%)	15.7	11.2	14.2	15.1	15.7
ROE(%)	27.7	18.4	20.1	18.9	17.4
ROIC(%)	17.9	14.9	15.9	16.5	15.5
偿债能力					
资产负债率(%)	57.9	48.6	47.6	38.3	37.8
净负债比率(%)	33.3	39.9	3.4	-0.3	-24.0
流动比率	0.7	0.6	0.9	1.1	1.3
速动比率	0.6	0.3	0.7	0.8	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	52.6	48.5	50.6	49.6	50.1
应付账款周转率	8.6	9.2	8.9	9.1	9.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.63	1.91	2.58	2.87	3.12
每股经营现金流(最新摊薄)	4.97	3.43	4.95	1.76	5.65
每股净资产(最新摊薄)	8.82	9.64	12.22	14.50	17.15
估值比率					
P/E	6.4	8.7	6.5	5.8	5.4
P/B	1.9	1.7	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	4.6	5.8	4.3	3.9	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn