

神火股份（000933.SZ）

煤炭价格触底反弹，铝冶炼盈利稳健

优于大市

核心观点

2025H1 公司归母净利润下降17%。2025H1 实现营收 204.3 亿元(同比+12.1%)，归母净利润 19 亿元(同比-16.6%)，扣非归母净利润 20.1 亿元(同比-6.8%)，经营活动产生的现金流量净额 44.3 亿元。

公司盈利下降主因煤炭价格下跌。2025H1 煤炭产量 371 万吨恢复正常，产量增加，成本下降，2025H1 煤炭业务生产成本 682 元/吨，比 2024 年 862 元/吨有明显下降。但是煤炭价格下降更多，2025H1 煤炭售价 773 元/吨，比 2024 年下降 260 元/吨。2025H1 煤炭单吨毛利润 91 元，比 2024 年下降 78 元。自 6 月底开始，焦煤价格触底反弹，截至 8 月中旬，永城无烟煤和许昌贫瘦煤价格已反弹 200-300 元/吨，三季度公司煤炭版块盈利有望改善。

电解铝版块盈利稳健。2025H1 电解铝产量 87 万吨，是云南神火投产以来首个满产年度，并且通过强化电流仍有提产潜力。2025H1 公司电解铝营业成本 12283 元/吨，单吨毛利润 3986 元/吨，与 2024 年全年 4014 元/吨基本持平。新疆神火盈利能力依然最强，2025H1 净利润达到 12.4 亿元，如果销量是 40 万吨，那么吨净利润 3088 元；云南神火迎来投产后首个满产年度，2025H1 净利润 9.83 亿元，如果销量是 47 万吨，那么吨净利润 2091 元。

风险提示：氧化铝涨价风险，铝价下跌风险，煤炭价格下跌风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

假设 2025-2027 年铝现货价格为 20500 元/吨，氧化铝价格为 3300 元/吨（前值 3100 元/吨），预焙阳极价格为 5000 元/吨（前值 4500 元/吨），云南用电含税价格为 0.43 元/度（前值 0.45 元/度），新疆神火发电成本 0.236 元/度，河南无烟煤价格 1000 元/吨，预计 2025-2027 年收入 396/398/398 亿元，归母净利润 45.6/47.8/48.4 亿元（前值 55.4/56.5/57.2 亿元），同比增速 5.9/4.9/1.2%；摊薄 EPS 分别为 2.03/2.13/2.15 元，当前股价对应 PE 分别为 9.5/9.0/8.9x。公司是国内电解铝头部企业，产能布局合理，公司主营产品电解铝和煤炭两个行业均受益于供给侧结构性改革，处于行业景气周期，随着大规模资本开支结束，分红具备提升空间，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	37,625	38,373	39,606	39,827	39,827
(+/-%)	-11.9%	2.0%	3.2%	0.6%	0.0%
净利润(百万元)	5905	4307	4560	4782	4838
(+/-%)	-22.0%	-27.1%	5.9%	4.9%	1.2%
每股收益(元)	2.62	1.91	2.03	2.13	2.15
EBIT Margin	20.7%	15.5%	17.5%	17.4%	17.4%
净资产收益率(ROE)	29.8%	19.9%	18.7%	17.5%	16.0%
市盈率(PE)	7.3	10.0	9.5	9.0	8.9
EV/EBITDA	8.2	9.0	7.4	7.3	7.3
市净率(PB)	2.18	2.00	1.77	1.59	1.43

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	19.24 元
总市值/流通市值	43278/43245 百万元
52 周最高价/最低价	22.05/13.04 元
近 3 个月日均成交额	534.64 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

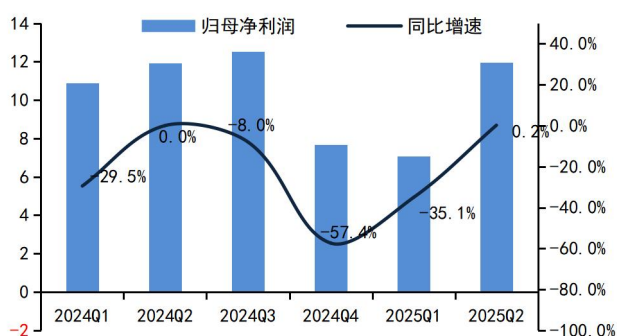
- 《神火股份（000933.SZ）-煤炭业务短期承压，铝冶炼利润有望扩大》——2025-03-27
- 《神火股份（000933.SZ）-铝冶炼利润远期有望改善》——2024-10-24
- 《神火股份（000933.SZ）-煤炭业务拖累业绩，铝冶炼利润有望扩大》——2024-08-21
- 《神火股份（000933.SZ）-加码新疆煤铝业务，打开成长空间》——2024-04-03
- 《神火股份（000933.SZ）-云南神火顺利复产，电解铝版块量价齐增》——2023-10-25

2025H1 公司归母净利润下降 17%。2025H1 实现营收 204.3 亿元（同比+12.1%），归母净利润 19 亿元（同比-16.6%），扣非归母净利润 20.1 亿元（同比-6.8%），经营活动产生的现金流量净额 44.3 亿元。

公司盈利下降主因煤炭价格下跌。2025H1 煤炭产量 371 万吨恢复正常，产量增加，成本下降，2025H1 煤炭业务生产成本 682 元/吨，比 2024 年 862 元/吨有明显下降。但是煤炭价格下降更多，2025H1 煤炭售价 773 元/吨，比 2024 年下降 260 元/吨。2025H1 煤炭单吨毛利润 91 元，比 2024 年下降 78 元。自 6 月底开始，焦煤价格触底反弹，截至 8 月中旬，永城无烟煤和许昌贫瘦煤价格已反弹 200-300 元/吨，三季度公司煤炭板块盈利有望改善。

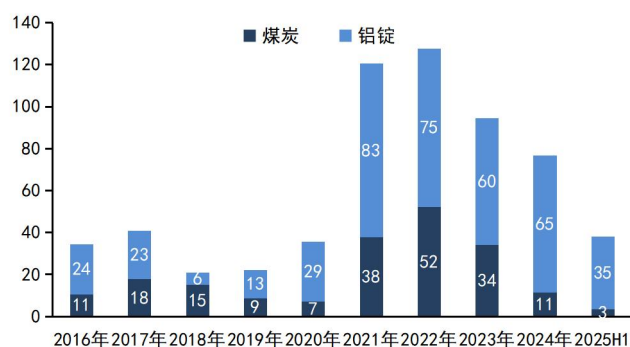
电解铝板块盈利稳健。2025H1 电解铝产量 87 万吨，是云南神火投产以来首个满产年度，并且通过强化电流仍有提产潜力。2025H1 公司电解铝营业成本 12283 元/吨，单吨毛利润 3986 元/吨，与 2024 年全年 4014 元/吨基本持平。

图1：神火股份归母净利润（单位：亿元）



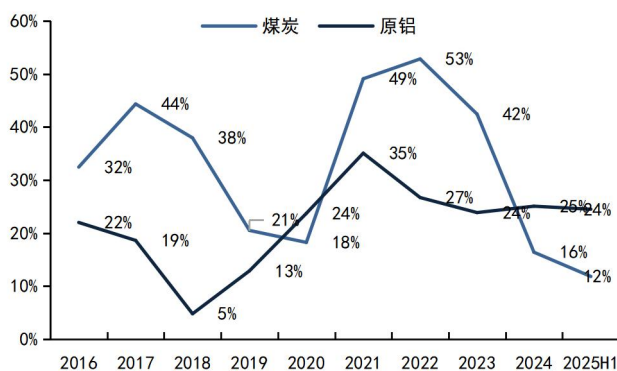
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：神火股份两大板块毛利润（单位：亿元）



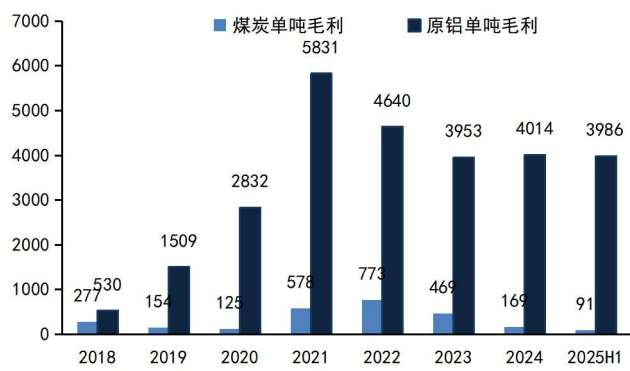
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司分产品毛利率



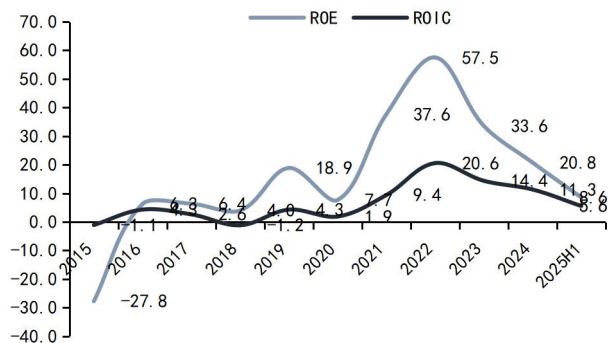
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司主要产品单位毛利（元/吨）



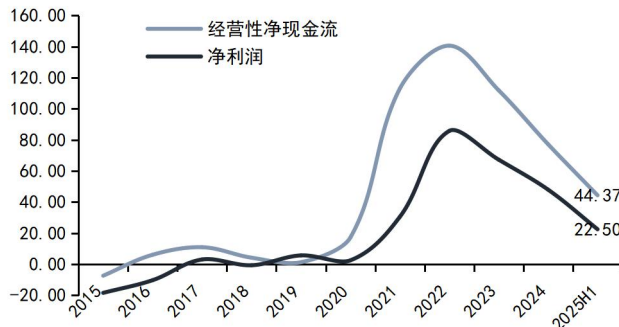
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 神火股份 ROE、ROIC 变化情况 (%)



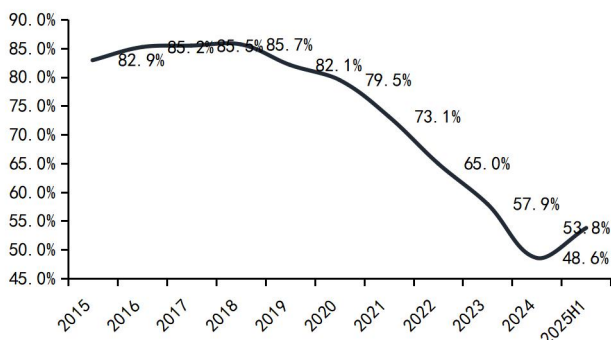
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 神火股份经营性净现金流 (亿元)



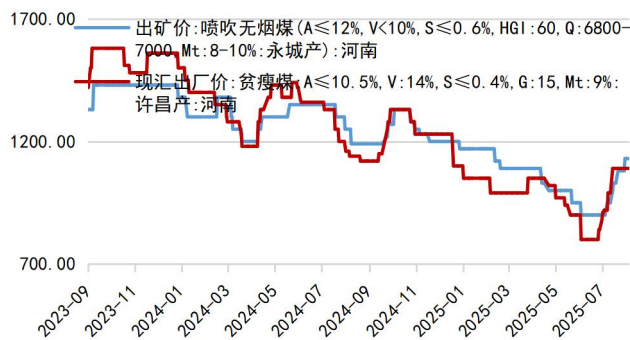
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 神火股份资产负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 煤炭价格 (元/吨)



资料来源: ifind、国信证券经济研究所整理

电解铝版块主要子公司的业绩表现: 对利润有主要贡献的子公司来看, 新疆神火盈利能力依然最强, 2025H1 净利润达到 12.4 亿元, 如果销量是 40 万吨, 那么吨净利润 3088 元; 云南神火迎来投产后首个满产年度, 2025H1 净利润 9.83 亿元, 如果销量是 47 万吨, 那么吨净利润 2091 元。

表1: 公司主要电解铝子公司业绩

		2025H1		
公司名称	主要业务	净利润(万元)	主要产品销量 (万吨) 单位净利 (元/吨)	
新疆煤电	电解铝生产	123,518		
新疆炭素	阳极炭块生产	16,158		
云南神火	电解铝生产	98,298		
		2024 年		
公司名称	主要业务	净利润(万元)	主要产品销量 (万吨) 单位净利 (元/吨)	
新疆煤电	电解铝生产	206,364	81	2,548
新疆炭素	阳极炭块生产	13,089	40	327
云南神火	电解铝生产	147,113	82	1,796

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司盈利能力与铝价和氧化铝价格高度相关, 以下是公司 2025 年归母净利润对商品价格的敏感性分析:

表2: 公司盈利预测的敏感性分析（百万元）

		铝价（元/吨）							
		18000	19000	20000	20500	21000	22000	23000	24000
氧化铝价格 （元/吨）	2700	3,492	4,331	5,170	5,590	6,009	6,848	7,688	8,527
	2900	3,150	3,989	4,828	5,248	5,668	6,507	7,346	8,185
	3100	2,808	3,648	4,487	4,906	5,326	6,165	7,004	7,843
	3300	2,467	3,306	4,145	4,564	4,984	5,823	6,662	7,502
	3500	2,125	2,964	3,803	4,223	4,642	5,481	6,321	7,160

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：我们假设 2025-2027 年铝现货价格为 20500 元/吨，氧化铝价格为 3300 元/吨（前值 3100 元/吨），预焙阳极价格为 5000 元/吨（前值 4500 元/吨），云南用电含税价格为 0.43 元/度（前值 0.45 元/度），新疆神火发电成本 0.236 元/度，河南无烟煤价格 1000 元/吨，预计 2025-2027 年收入 396/398/398 亿元，归母净利润 45.6/47.8/48.4 亿元（前值 55.4/56.5/57.2 亿元），同比增速 5.9/4.9/1.2%；摊薄 EPS 分别为 2.03/2.13/2.15 元，当前股价对应 PE 分别为 9.5/9.0/8.9x。公司是国内电解铝头部企业，产能布局合理，公司主营产品电解铝和煤炭两个行业均受益于供给侧结构性改革，处于行业景气周期，随着大规模资本开支结束，分红具备提升空间，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	13323	3283	11858	16942	22115	营业收入	37625	38373	39606	39827	39827
应收款项	873	1111	868	873	873	营业成本	27709	30227	30435	30635	30635
存货净额	3053	3564	3144	3155	3147	营业税金及附加	530	525	542	545	545
其他流动资产	1552	2831	1584	1593	1593	销售费用	331	318	328	330	330
流动资产合计	19452	11096	17762	22870	28035	管理费用	830	896	924	930	930
固定资产	23837	23814	22024	20634	19174	研发费用	429	448	462	465	465
无形资产及其他	5435	5473	5255	5037	4819	财务费用	63	51	164	27	(75)
投资性房地产	5446	5684	5684	5684	5684	投资收益	335	665	400	400	400
长期股权投资	3689	4537	4687	4837	4987	资产减值及公允价值变动	(7)	(95)	0	0	0
资产总计	57858	50603	55411	59062	62698	其他收入	(221)	(315)	(462)	(465)	(465)
短期借款及交易性金融负债	16213	8795	8795	8795	8795	营业利润	8270	6611	7150	7295	7397
应付款项	5747	4704	5502	5521	5507	营业外净收支	(114)	(198)	(180)	0	0
其他流动负债	5070	4800	5350	5369	5356	利润总额	8156	6413	6970	7295	7397
流动负债合计	27029	18299	19647	19684	19657	所得税费用	1428	1615	1603	1678	1701
长期借款及应付债券	4944	4642	4642	4642	4642	少数股东损益	823	491	807	834	858
其他长期负债	1552	1636	1796	1956	2116	归属于母公司净利润	5905	4307	4560	4782	4838
长期负债合计	6496	6278	6438	6598	6758	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	33526	24578	26085	26283	26416	净利润	5905	4307	4560	4782	4838
少数股东权益	4503	4343	4908	5492	6092	资产减值准备	8	96	(1)	(5)	(6)
股东权益	19829	21682	24418	27287	30190	折旧摊销	1532	1552	2507	2613	2686
负债和股东权益总计	57858	50603	55411	59062	62698	公允价值变动损失	7	95	0	0	0
						财务费用	63	51	164	27	(75)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1217	(3390)	3419	168	135
每股收益	2.62	1.91	2.03	2.13	2.15	其它	428	20	566	589	606
每股红利	1.23	1.46	0.81	0.85	0.86	经营活动现金流	9096	2680	11051	8148	8259
每股净资产	8.81	9.64	10.86	12.13	13.42	资本开支	0	(1446)	(501)	(1001)	(1001)
ROIC	15%	12%	17%	19%	21%	其它投资现金流	(592)	343	0	0	0
ROE	30%	20%	19%	18%	16%	投资活动现金流	(705)	(1951)	(651)	(1151)	(1151)
毛利率	26%	21%	23%	23%	23%	权益性融资	3	23	0	0	0
EBIT Margin	21%	16%	17%	17%	17%	负债净变化	1726	(302)	0	0	0
EBITDA Margin	25%	20%	24%	24%	24%	支付股利、利息	(2778)	(3289)	(1824)	(1913)	(1935)
收入增长	-12%	2%	3%	1%	0%	其它融资现金流	(10875)	(3609)	0	0	0
净利润增长率	-22%	-27%	6%	5%	1%	融资活动现金流	(12976)	(10769)	(1824)	(1913)	(1935)
资产负债率	66%	57%	56%	54%	52%	现金净变动	(4585)	(10040)	8576	5084	5173
股息率	6.4%	7.6%	4.2%	4.4%	4.5%	货币资金的期初余额	17907	13323	3283	11858	16942
P/E	7.3	10.0	9.5	9.0	8.9	货币资金的期末余额	13323	3283	11858	16942	22115
P/B	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4	企业自由现金流	0	1174	10749	7110	7149
EV/EBITDA	8.2	9.0	7.4	7.3	7.3	权益自由现金流	0	(2737)	10622	7089	7207

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032