

## 煤炭拖累业绩，电解铝量价齐升

2025 年 08 月 20 日

**事件：公司发布 2025 年半年报。**2025H1 公司实现营收 204.3 亿元，同比+12.1%，归母净利 19.0 亿元，同比-16.6%，扣非归母净利 20.1 亿元，同比-6.8%。**单季度看**，25Q2 营收 108.0 亿元，同比+8.0%，环比+12.1%，归母净利 12.0 亿元，同比+0.2%，环比+68.9%，扣非归母净利 13.0 亿元，同比+13.3%，环比+81.2%，季度业绩环比大幅增长，我们预计主要由于原料端氧化铝价格走弱。

**电解铝：量价齐升，成本小幅增加。**1) **量**：公司目前产能 170 万吨，25H1 电解铝产量 87.1 万吨，同比增加 16.2%，完成年度计划的 51.2%，销量 87.1 万吨，同比增加 16.3%，完成年度计划的 51.3%。原料方面，炭素产量 17.5 万吨，完成年度计划的 48.7%，能源方面，自备电产量 49.1 亿度，完成年度计划的 50.1%；2) **价**：25H1 市场含税铝价 2.03 万元/吨，同比增加 2.6%，公司产品售价 1.63 万元/吨，同比增加 4.2%；3) **本&利**：25H1 单吨生产成本 1.23 万元，同比增加 6.4%，我们预计主要由于氧化铝价格同比增加，单吨毛利 0.40 万元，同比-1.8%，成本优势仍然明显。

**煤炭：价格下降明显，拖累板块业绩。**1) **量**：公司煤炭产品主要为无烟煤和贫瘦煤，25H1 产量 370.8 万吨，同比增加 14.9%，完成年度计划的 51.5%，销量 372.8 万吨，同比增加 18.3%，完成年度计划的 51.8%；2) **价**：25H1 煤炭价格下跌，公司产品售价 773 元/吨，同比下降 30.6%；3) **本&利**：25H1 单吨生产成本 682 元，同比下降 13.1%，我们预计主要由于产销增加，单吨毛利 91 元，同比下降 72.2%。下半年随着煤炭价格止跌企稳，业绩拖累有望降低。

**投资收益**：25H1 合计 2.5 亿元，其中对联营企业和合营企业的投资收益为 2.4 亿元，同比增加 1.9 亿元，主要由于参股公司新郑煤电、龙州铝业盈利增加。

**营业外支出**：25H1 合计 1.9 亿元，同比增加 48.5%，其中 25Q2 为 1.5 亿元，主要为子公司神火国贸确认的纠纷和解损失及发生的罚款和滞纳金。

**未来看点**：1) **新疆电力价格稳定，电解铝能源成本优势突出。**公司新疆和云南电解铝产能分别有 80 万吨和 90 万吨，新疆因为电价较低，成本处于全国低位，成本优势明显，安全垫较厚。云南地区水电为主，受煤炭影响较小，新疆地区煤炭资源丰富，煤价涨幅也远远低于内陆，成本变动较小，较低且稳定的成本构筑了较深的护城河，同时原料端氧化铝价格走弱，让利电解铝明显。2) **估值低，煤铝齐飞彰显业绩弹性。**公司煤炭为无烟煤和贫瘦煤，煤炭价格企稳，业绩拖累降低，顺周期预期下，煤铝齐飞概率大，公司业绩弹性十足，加上估值低，股价弹性高。

**投资建议**：电解铝成本优势明显，煤铝业绩弹性十足，低估值、高弹性有望催化股价。我们预计公司 2025-2027 年将实现归母净利 51.8 亿元、62.0 亿元和 65.7 亿元，对应现价的 PE 分别为 8、7 和 7 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示**：电解铝需求不及预期，煤价下降超预期，铝箔项目进展不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	38,373	39,572	41,844	42,101
增长率 (%)	2.0	3.1	5.7	0.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,307	5,182	6,200	6,569
增长率 (%)	-27.1	20.3	19.6	6.0
每股收益 (元)	1.91	2.30	2.76	2.92
PE	10	8	7	7
PB	2.0	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 19 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**19.24 元**

**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**研究助理 南雪源**

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

### 相关研究

- 神火股份 (000933.SZ) 2024 年年报点评：煤炭拖累 24 年业绩，期待 25 年电解铝量利齐升-2025/03/27
- 神火股份 (000933.SZ) 2024 年三季度报点评：业绩环比改善，顺周期下潜力十足-2024/10/22
- 神火股份 (000933.SZ) 2024 年半年报点评：煤炭拖累 H1 业绩，期待 Q3 云南神火量利齐升-2024/08/23
- 神火股份 (000933.SZ) 2023 年年报点评：税率调整驱动业绩超预期，成本优势构建公司核心竞争力-2024/03/27
- 神火股份 (000933.SZ) 2023 年三季度报点评：量价齐升，助力 Q3 业绩回升-2023/10/24

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	38,373	39,572	41,844	42,101
营业成本	30,227	29,872	30,627	30,421
营业税金及附加	525	534	544	547
销售费用	318	324	343	337
管理费用	896	871	879	842
研发费用	448	435	418	421
EBIT	6,014	7,536	9,032	9,533
财务费用	51	46	56	19
资产减值损失	-95	-60	-50	-45
投资收益	665	356	377	379
营业利润	6,611	7,888	9,390	9,935
营业外收支	-198	-240	-240	-240
利润总额	6,413	7,648	9,150	9,695
所得税	1,615	1,759	2,104	2,230
净利润	4,798	5,889	7,045	7,465
归属于母公司净利润	4,307	5,182	6,200	6,569
EBITDA	7,928	9,478	11,034	11,588

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,283	4,251	6,884	9,020
应收账款及票据	920	957	995	1,008
预付款项	696	657	646	661
存货	3,564	3,519	3,650	3,855
其他流动资产	2,634	2,791	2,801	2,799
流动资产合计	11,096	12,175	14,976	17,343
长期股权投资	4,537	5,033	5,582	6,164
固定资产	22,114	22,146	21,783	21,163
无形资产	5,473	5,597	5,712	5,820
非流动资产合计	39,507	40,008	40,255	40,171
资产合计	50,603	52,183	55,231	57,514
短期借款	7,193	5,814	4,519	2,762
应付账款及票据	4,704	4,665	4,615	4,334
其他流动负债	6,402	6,486	6,533	6,318
流动负债合计	18,299	16,965	15,667	13,414
长期借款	4,642	3,642	3,142	2,642
其他长期负债	1,636	1,636	1,646	1,656
非流动负债合计	6,278	5,279	4,789	4,299
负债合计	24,578	22,244	20,456	17,713
股本	2,249	2,249	2,249	2,249
少数股东权益	4,343	5,050	5,895	6,791
股东权益合计	26,025	29,939	34,775	39,801
负债和股东权益合计	50,603	52,183	55,231	57,514

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	1.99	3.13	5.74	0.61
EBIT 增长率	-24.20	25.31	19.86	5.54
净利润增长率	-27.07	20.32	19.64	5.96
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	21.23	24.51	26.81	27.74
净利润率	12.50	14.88	16.84	17.73
总资产收益率 ROA	8.51	9.93	11.23	11.42
净资产收益率 ROE	19.86	20.82	21.47	19.90
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.61	0.72	0.96	1.29
速动比率	0.36	0.45	0.66	0.93
现金比率	0.18	0.25	0.44	0.67
资产负债率 (%)	48.57	42.63	37.04	30.80
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	8.01	8.00	7.87	7.93
存货周转天数	43.03	43.00	43.50	46.25
总资产周转率	0.76	0.76	0.76	0.73
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.91	2.30	2.76	2.92
每股净资产	9.64	11.07	12.84	14.68
每股经营现金流	3.43	3.59	4.03	3.96
每股股利	0.80	0.90	1.00	1.10
<b>估值分析</b>				
PE	10	8	7	7
PB	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	6.74	5.29	4.14	3.56
股息收益率 (%)	4.16	4.68	5.20	5.72

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,798	5,889	7,045	7,465
折旧和摊销	1,914	1,942	2,002	2,055
营运资金变动	1,116	-63	-168	-723
经营活动现金流	7,719	8,072	9,073	8,913
资本开支	-1,263	-2,218	-1,908	-1,598
投资	66	-496	-550	-581
投资活动现金流	-807	-2,297	-2,081	-1,800
股权募资	23	0	0	0
债务募资	-5,542	-2,379	-1,785	-2,247
筹资活动现金流	-11,293	-4,806	-4,359	-4,977
现金净流量	-4,372	968	2,633	2,136

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048