

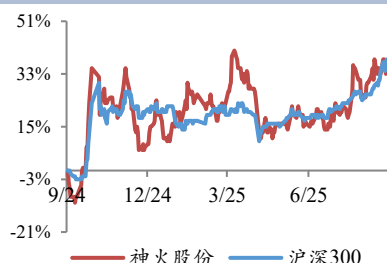
煤炭板块触底，电解铝成本优化

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-02

收盘价（元） 19.28
近 12 个月最高/最低（元） 22.05/13.04
总股本（百万股） 2,249
流通股本（百万股） 2,248
流通股比例（%） 99.92
总市值（亿元） 434
流通市值（亿元） 433

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：xuyyq@hazq.com

分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

相关报告

- 1.煤炭板块拖累业绩，2025 年煤铝利润有望修复 2025-04-02
- 2.神火股份：煤炭板块复苏，Q3 利润环比改善 2024-10-23

主要观点：

● 神火股份发布 2025 年半年报

公司 2025 年上半年营业收入 204.28 亿元，同比+12.12%，收入增长得益于电解铝产品销售量的增加；归母净利润 19.04 亿元，同比-16.62%；扣非后归母净利润 20.10 亿元，同比-6.79%，利润下滑主要源于煤炭销售均下跌。分季度看，25Q2 业绩显著回暖，单季度实现营业收入 107.97 亿元，同比+7.99%，环比+12.09%；归母净利润 11.96 亿元，同比+0.222%，环比+68.89%。

● 电解铝：量增价稳，成本优化驱动利润改善

2025 年上半年公司电解铝收入 141.77 亿元，同比+21.19%。**量方面**，2025 年上半年公司电解铝产量/销量分别为 87.11/87.14 万吨，分别完成年度计划的 51.24%/51.26%，同比分别+16.16%/16.26%。**价格方面**，以沪铝为例，Q2 电解铝均价环比小幅下跌 1.1%至 20201 元/吨，价格波动相对稳定。国内氧化铝 Q2 均价 2901 元/吨，同比-22.1%，环比-16.9%，Q3 尽管氧化铝价格有回升但较 2024 年同期有所下降，公司成本压力逐步缓解。

● 煤炭：价跌拖累因素，但已显现触底迹象

25H1 公司煤炭板块收入 28.82 亿元，同比-17.91%，上半年煤炭产量/销量分别为 370.78/372.75 万吨，分别完成年度计划 50.50%/51.77%。国内煤炭均价 25Q2 同比下跌 18.69%至 768.56 元/吨，由于价格承压及成本压力，25H1 煤炭毛利率 11.83%，同比-17.74pcts。煤炭产业整体承压，但随着供应收缩，煤炭价格 Q3 出现回升，公司业绩有望持续改善。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 50.19/57.84/66.78 亿元（前值为 52.30/60.85/69.24 亿元），对应 PE 分别为 8.64/7.50/6.49 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

煤铝价格大幅波动；氧化铝等原材料价格大幅波动；电力供应不稳定；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	40671	42656	44099
收入同比 (%)	2.0%	6.0%	4.9%	3.4%
归属母公司净利润	4307	5019	5784	6678
净利润同比 (%)	-27.1%	16.5%	15.3%	15.4%
毛利率 (%)	21.2%	21.9%	23.8%	25.6%
ROE (%)	19.9%	20.5%	20.8%	21.1%
每股收益 (元)	1.93	2.23	2.57	2.97
P/E	8.76	8.64	7.50	6.49
P/B	1.75	1.78	1.56	1.37
EV/EBITDA	6.08	5.06	4.04	3.09

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11096	23514	29993	36837	营业收入	38373	40671	42656	44099
现金	3283	13959	20210	26939	营业成本	30227	31777	32512	32795
应收账款	842	822	883	915	营业税金及附加	525	488	551	562
其他应收款	348	418	416	433	销售费用	318	285	330	334
预付账款	696	603	637	654	管理费用	896	773	894	913
存货	3564	3600	3716	3757	财务费用	51	499	268	104
其他流动资产	2364	4112	4130	4138	资产减值损失	-95	0	0	0
非流动资产	39507	35781	34179	32570	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4537	4537	4537	4537	投资净收益	665	610	630	673
固定资产	22114	20688	19251	17802	营业利润	6611	7225	8472	9797
无形资产	5473	5389	5306	5222	营业外收入	24	90	72	62
其他非流动资产	7383	5167	5086	5009	营业外支出	222	179	237	245
资产总计	50603	59296	64172	69406	利润总额	6413	7136	8306	9614
流动负债	18299	23607	24575	25074	所得税	1615	1546	1840	2163
短期借款	7193	10920	11753	12243	净利润	4798	5589	6467	7451
应付账款	3515	3617	3701	3747	少数股东损益	491	570	682	774
其他流动负债	7592	9070	9121	9085	归属母公司净利润	4307	5019	5784	6678
非流动负债	6278	6350	6198	6260	EBITDA	7928	9229	10176	11328
长期借款	4642	4725	4574	4635	EPS (元)	1.93	2.23	2.57	2.97
其他非流动负债	1636	1625	1625	1625	主要财务比率				
负债合计	24578	29957	30773	31334	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	4343	4913	5596	6369	成长能力				
股本	2249	2249	2249	2249	营业收入	2.0%	6.0%	4.9%	3.4%
资本公积	2662	2662	2662	2662	营业利润	-20.1%	9.3%	17.3%	15.6%
留存收益	16770	19513	22891	26791	归属于母公司净利	-27.1%	16.5%	15.3%	15.4%
归属母公司股东权益	21682	24425	27803	31703	获利能力				
负债和股东权益	50603	59296	64172	69406	毛利率 (%)	21.2%	21.9%	23.8%	25.6%
现金流量表					净利率 (%)	11.2%	12.3%	13.6%	15.1%
单位:百万元					ROE (%)	19.9%	20.5%	20.8%	21.1%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	11.4%	12.8%	13.0%	13.3%
经营活动现金流	7719	8608	8142	9120	偿债能力				
净利润	4798	5589	6467	7451	资产负债率 (%)	48.6%	50.5%	48.0%	45.1%
折旧摊销	1914	1595	1602	1610	净负债比率 (%)	94.4%	102.1%	92.1%	82.3%
财务费用	487	597	686	711	流动比率	0.61	1.00	1.22	1.47
投资损失	-665	-610	-630	-673	速动比率	0.26	0.66	0.89	1.15
营运资金变动	1116	1487	-93	-105	营运能力				
其他经营现金流	3750	4053	6669	7684	总资产周转率	0.71	0.74	0.69	0.66
投资活动现金流	-807	1068	520	546	应收账款周转率	48.53	48.87	50.03	49.06
资本支出	-1263	-38	-109	-127	应付账款周转率	9.25	8.91	8.88	8.81
长期投资	66	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	390	1106	630	673	每股收益	1.93	2.23	2.57	2.97
筹资活动现金流	-11293	997	-2412	-2937	每股经营现金流 (摊薄)	3.43	3.83	3.62	4.05
短期借款	-7498	3727	833	490	每股净资产	9.64	10.86	12.36	14.09
长期借款	-302	83	-152	62	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	8.76	8.64	7.50	6.49
资本公积增加	5	0	0	0	P/B	1.75	1.78	1.56	1.37
其他筹资现金流	-3497	-2813	-3093	-3489	EV/EBITDA	6.08	5.06	4.04	3.09
现金净增加额	-4372	10677	6251	6729					

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。