

# 神火股份 (000933.SZ)

优于大市

煤炭价格有望企稳，铝冶炼盈利能力持续提升

## 核心观点

**2025年公司归母净利润下降7%**。2025年实现营收412亿元(同比+7.5%)，归母净利润40.0亿元(同比-7.0%)，扣非归母净利润40.8亿元(同比-0.9%)，经营活动产生的现金流量净额87亿元。2025年度公司现金分红和回购金额合计20.42亿元，占2025年度实现归属于母公司所有者的净利润的50.98%。公司同时公布2026年生产计划：铝产品170万吨，商品煤695万吨，炭素产品77万吨，铝箔12.1万吨，冷轧产品28万吨，自发电量90亿度。

**公司盈利下降主因煤炭价格下跌和计提资产减值**。2025年公司煤炭售价775元/吨，同比减少256元；煤炭生产成本716元/吨，同比减少146元。煤炭单吨毛利润59元，同比减少110元。公司下属和成煤矿停建、大磨岭煤矿停产及刘河煤矿、薛湖煤矿相关资产产生的经济效益低于预期，公司对上述煤矿分别计提资产减值准备4.86亿元、4.44亿元、1.78亿元、1.46亿元。

**电解铝板块盈利提升**。2025年电解铝板块满产，原铝产量170万吨以上。受益于电解铝价格上涨，以及氧化铝价格下跌，铝冶炼利润显著增厚，铝板块毛利润87亿元，同比增加22亿元。其中新疆神火2025年净利润30.9亿元，同比增加10.3亿元；云南神火净利润29.1亿元，同比增加14.4亿元。

**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2026-2028年铝现货价格为23500元/吨(原值20500元/吨)，氧化铝价格为2700元/吨(前值3300元/吨)，预焙阳极价格为5500元/吨(前值5000元/吨)，云南用电含税价格为0.43元/度，新疆神火发电成本0.22元/度(前值0.236元/度)，河南无烟煤价格1000元/吨，预计2026-2028年收入451/451/451亿元，归母净利润92.9/92.9/92.9亿元，同比增速132/0/0%；摊薄EPS分别为4.13/4.13/4.13元，当前股价对应PE分别为7.4/7.4/7.4x。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，随着铝价走强以及氧化铝价格低位震荡，电解铝冶炼利润将进一步提升，维持“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	38,373	41,241	45,068	45,068	45,068
(+/-%)	2.0%	7.5%	9.3%	0.0%	0.0%
归母净利润(百万元)	4307	4005	9287	9287	9287
(+/-%)	-27.1%	-7.0%	131.9%	0.0%	0.0%
每股收益(元)	1.91	1.78	4.13	4.13	4.13
EBIT Margin	15.5%	18.4%	32.2%	32.2%	32.2%
净资产收益率(ROE)	19.9%	16.3%	31.8%	27.4%	24.1%
市盈率(PE)	15.9	17.1	7.4	7.4	7.4
EV/EBITDA	12.4	9.6	5.1	5.1	5.1
市净率(PB)	3.17	2.79	2.35	2.03	1.78

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

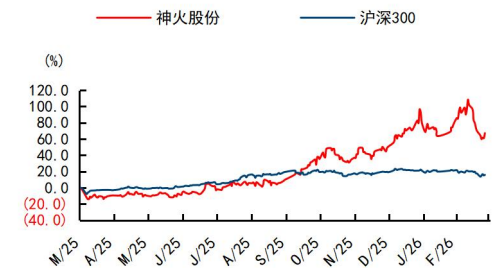
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	30.52元
总市值/流通市值	68640/68591百万元
52周最高价/最低价	39.48/15.65元
近3个月日均成交额	1631.00百万元

### 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)-煤炭价格触底反弹，铝冶炼盈利稳健》——2025-08-20
- 《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

**2025 年公司归母净利润下降 7%。**2025 年实现营收 412 亿元（同比+7.5%），归母净利润 40.0 亿元（同比-7.0%），扣非归母净利润 40.8 亿元（同比-0.9%），经营活动产生的现金流量净额 87 亿元。公司同时公布 2026 年生产计划：铝产品 170 万吨，商品煤 695 万吨，炭素产品 77 万吨，铝箔 12.1 万吨，冷轧产品 28 万吨，自供电量 90 亿度。

按照 2025 年度利润分配预案，公司拟现金分红 17.87 亿元，占公司 2025 年度实现归属于母公司所有者净利润的 44.61%；2025 年度公司股份回购金额 2.55 亿元，现金分红和回购金额合计 20.42 亿元，占 2025 年度实现归属于母公司所有者的净利润的 50.98%。

**公司盈利下降主因煤炭价格下跌和计提资产减值。**2025 年公司煤炭售价 775 元/吨，同比减少 256 元；煤炭生产成本 716 元/吨，同比减少 146 元。煤炭单吨毛利润 59 元，同比减少 110 元。公司下属和成煤矿停建、大磨岭煤矿停产及刘河煤矿、薛湖煤矿相关资产产生的经济效益低于预期，公司对上述煤矿分别计提资产减值准备 4.86 亿元、4.44 亿元、1.78 亿元、1.46 亿元。

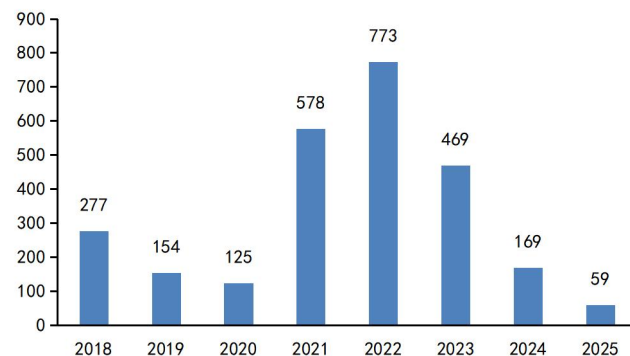
**电解铝板块盈利提升。**2025 年电解铝板块满产，原铝产量 170 万吨以上。受益于电解铝价格上涨，以及氧化铝价格下跌，铝冶炼利润显著增厚，铝版块毛利润 87 亿元，同比增加 22 亿元。其中新疆神火 2025 年净利润 30.9 亿元，同比增加 10.3 亿元；云南神火净利润 29.1 亿元，同比增加 14.4 亿元。

图1：神火股份原铝产量变化（万吨）



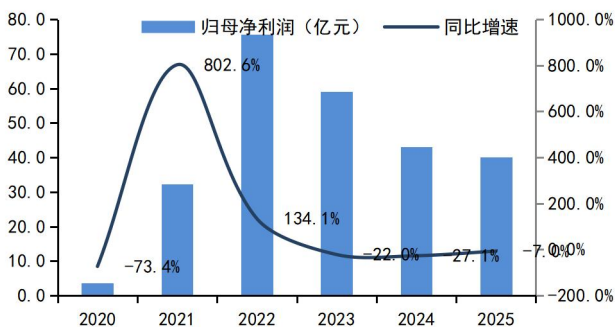
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：神火股份煤炭单吨毛利（单位：元/吨）



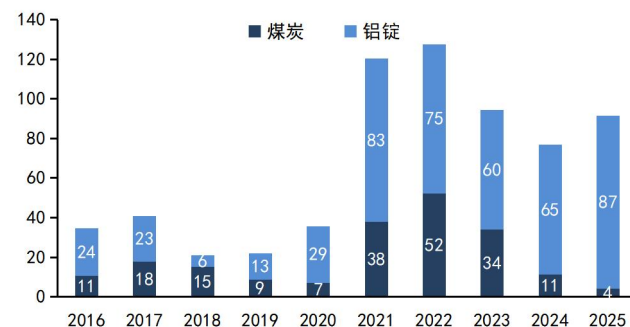
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：神火股份归母净利润（单位：亿元）



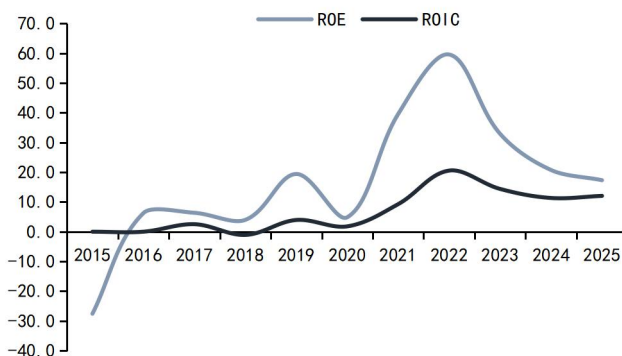
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：神火股份两大板块毛利润（单位：亿元）



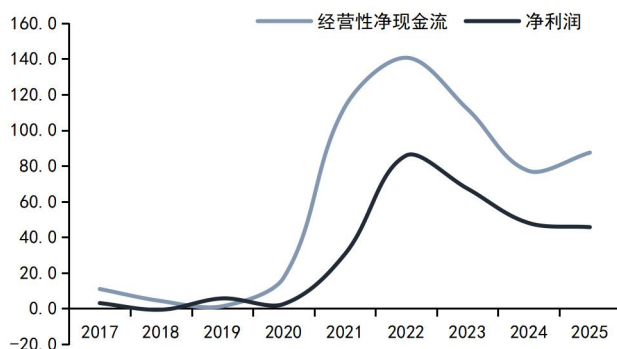
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

公司盈利能力与铝价和氧化铝价格高度相关, 以下是公司 2026 年归母净利润对商品价格的敏感性分析:

表1: 公司盈利预测的敏感性分析 (亿元)

		铝价 (元/吨)							
		21000	22000	23000	24000	25000	26000	27000	28000
氧化铝价格 (元/吨)	2700	71	80	89	97	106	115	123	132
	2900	68	76	85	94	102	111	120	129
	3100	64	73	81	90	99	108	116	125
	3300	61	69	78	87	95	104	113	121
	3500	57	66	74	83	92	101	109	118

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 2026-2028 年铝现货价格为 23500 元/吨 (原值 20500 元/吨), 氧化铝价格为 2700 元/吨 (前值 3300 元/吨), 预焙阳极价格为 5500 元/吨 (前值 5000 元/吨), 云南用电含税价格为 0.43 元/度, 新疆神火发电成本 0.22 元/度 (前值 0.236 元/度), 河南无烟煤价格 1000 元/吨, 预计 2026-2028 年收入 451/451/451 亿元, 归母净利润 92.9/92.9/92.9 亿元, 同比增速 132/0/0%; 摊薄 EPS 分别为 4.13/4.13/4.13 元, 当前股价对应 PE 分别为 7.4/7.4/7.4x。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)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	3283	3017	9832	16521	23345	营业收入	38373	41241	45068	45068	45068
应收款项	1111	1171	1111	1111	1111	营业成本	30227	31608	28325	28325	28325
存货净额	3564	3935	2907	2969	3034	营业税金及附加	525	636	617	617	617
其他流动资产	2831	1670	1352	1352	1352	销售费用	318	167	270	270	270
<b>流动资产合计</b>	<b>11096</b>	<b>11782</b>	<b>17191</b>	<b>23943</b>	<b>30832</b>	管理费用	896	915	901	901	901
固定资产	23937	23060	21683	20250	18756	研发费用	448	323	451	451	451
无形资产及其他	5473	5294	5083	4873	4662	财务费用	51	92	45	45	45
投资性房地产	5560	3558	3558	3558	3558	投资收益	665	338	338	338	338
长期股权投资	4537	5167	5697	6367	6977	资产减值及公允价值变动	(95)	(1256)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>50603</b>	<b>48860</b>	<b>53212</b>	<b>58991</b>	<b>64784</b>	其他收入	(315)	(118)	(451)	(451)	(451)
短期借款及交易性金融负债	8795	6229	7000	7000	7000	营业利润	6611	6787	14795	14795	14795
应付款项	4704	4085	4360	4345	4334	营业外净收支	(198)	(238)	(200)	(200)	(200)
其他流动负债	4800	5815	3303	3292	3284	<b>利润总额</b>	<b>6413</b>	<b>6549</b>	<b>14595</b>	<b>14595</b>	<b>14595</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>18299</b>	<b>16129</b>	<b>14663</b>	<b>14638</b>	<b>14618</b>	所得税费用	1615	1985	3211	3211	3211
长期借款及应付债券	4642	2723	2723	2723	2723	少数股东损益	491	558	2098	2098	2098
其他长期负债	1636	1761	1887	1999	2120	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4307</b>	<b>4005</b>	<b>9287</b>	<b>9287</b>	<b>9287</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>6278</b>	<b>4484</b>	<b>4610</b>	<b>4722</b>	<b>4842</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>24578</b>	<b>20613</b>	<b>19273</b>	<b>19359</b>	<b>19460</b>	净利润	4307	4005	9287	9287	9287
少数股东权益	4343	3680	4729	5778	6826	资产减值准备	96	1161	(44)	(75)	(83)
股东权益	21682	24567	29211	33854	38497	折旧摊销	1548	1700	2630	2719	2789
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>50603</b>	<b>48860</b>	<b>53212</b>	<b>58991</b>	<b>64784</b>	公允价值变动损失	95	1256	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	51	92	45	45	45
每股收益	1.91	1.78	4.13	4.13	4.13	营运资本变动	(3302)	4415	(748)	(51)	(47)
每股红利	1.46	0.96	2.06	2.06	2.06	其它	20	(903)	1093	1124	1132
每股净资产	9.64	10.92	12.99	15.05	17.12	<b>经营活动现金流</b>	<b>2765</b>	<b>11635</b>	<b>12218</b>	<b>13003</b>	<b>13078</b>
ROIC	11.85%	16.40%	39%	40%	43%	资本开支	0	(616)	(1001)	(1001)	(1001)
ROE	19.86%	16.30%	32%	27%	24%	其它投资现金流	343	(1682)	0	0	0
毛利率	21%	23%	37%	37%	37%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(505)</b>	<b>(2928)</b>	<b>(1531)</b>	<b>(1670)</b>	<b>(1611)</b>
EBIT Margin	16%	18%	32%	32%	32%	权益性融资	9	26	0	0	0
EBITDA Margin	20%	23%	38%	38%	38%	负债净变化	(302)	(1920)	0	0	0
收入增长	2%	7%	9%	0%	0%	支付股利、利息	(3289)	(2153)	(4643)	(4643)	(4643)
净利润增长率	-27%	-7%	132%	0%	0%	其它融资现金流	(5125)	(852)	771	0	0
资产负债率	57%	50%	45%	43%	41%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(12300)</b>	<b>(8972)</b>	<b>(3872)</b>	<b>(4643)</b>	<b>(4643)</b>
股息率	4.8%	3.1%	6.8%	6.8%	6.8%	<b>现金净变动</b>	<b>(10040)</b>	<b>(265)</b>	<b>6814</b>	<b>6690</b>	<b>6824</b>
P/E	15.9	17.1	7.4	7.4	7.4	货币资金的期初余额	13323	3283	3017	9832	16521
P/B	3.2	2.8	2.3	2.0	1.8	货币资金的期末余额	3283	3017	9832	16521	23345
EV/EBITDA	12.4	9.6	5.1	5.1	5.1	企业自由现金流	0	10790	12193	12979	13054
						权益自由现金流	0	8018	12670	12724	12851

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提及的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