

神火股份 (000933)

证券研究报告
2026年04月14日

25年煤矿减值拖累业绩，26Q1单季度业绩同环比大增

业绩：25年公司实现营收412.41亿元，同比+7.5%；归母净利润40.05亿元，同比-7%；扣非净利润40.75亿元，同比-0.9%。其中，Q4实现营收102.36亿元，同比+1.8%，环比-3.2%；归母净利润5.16亿元，同比-32.9%，环比-67.5%；扣非归母净利润4.96亿元，同比-29.3%，环比-68.4%。26Q1公司实现归母净利润22.9亿元，同比+223.3%，环比+344.0%；扣非归母净利润22.7亿元，同比+217.8%，环比+358.0%。

电解铝量价齐升，煤炭减值拖累业绩，分红维持高水平

1) 电解铝：25年公司实现电解铝产量170万吨，同比+4.4%，满产满销；电解铝综合售价17046元/吨，同比+6.8%；吨铝营业成本11921元，同比-0.2%；吨铝毛利5125元，同比+27.9%。**分主体来看，**新疆煤电/云南神火25年净利润分别为30.88/29.15亿元，同比+49.6%/+98.1%，一方面由于电解铝量价齐升，另一方面由于氧化铝价格下跌成本节约(据钢联，25年氧化铝均价同比-21%)。

2) 煤炭：25年公司煤炭产销量有所上升，25年公司煤炭产销量分别为716.5/721.7万吨，同比+6.3%/+7.7%。25年公司煤炭综合售价775.5元/吨，同比-23.9%；吨营业成本716.4元，同比-15.7%；吨毛利为59元/吨，同比-65.2%，煤价下跌导致煤炭板块利润大幅下滑。25年煤炭两个核心主体(新龙+兴隆)净利润0.7亿元，较去年同期的7亿元大幅下降。

3) 其他：①**投资收益：**25年公司实现投资收益3.38亿元，同比-49.17%，氧化铝下跌预计龙州铝业盈利大幅减少。②**资产减值：**25年公司因对下属和成煤矿、大磨岭煤矿、刘河煤矿、薛湖煤矿长期资产计提资产减值准备，共计提12.5亿元资产减值。③**营业外支出：**25年公司子公司神火国贸确认纠纷和解损失及公司发生的罚款和滞纳金2.6亿元。

4) 分红：计划每10股派发现金红利8元(含税)，合计分配现金17.87亿元，同比持平，分红比例44.6%，同比+2.8pcts，分红比例有所提升。

投资建议：电解铝价格高位震荡，叠加氧化铝跌价，利润有望两头走阔。我们调整煤炭与氧化铝价格假设，预计26-28年公司归母净利润分别85/90/95亿元(26/27年前值为57/64亿元)，对应PE 8.8/8.3/7.9X，维持“买入”评级。

风险提示：项目投产进度不及预期风险；原材料和能源价格波动风险；宏观经济波动风险。

投资评级

行业	有色金属/工业金属
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	33.33元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,249.00
流通A股股本(百万股)	2,247.42
A股总市值(百万元)	74,959.32
流通A股市值(百万元)	74,906.51
每股净资产(元)	11.96
资产负债率(%)	40.88
一年内最高/最低(元)	39.48/16.08

作者

刘奕町	分析师
SAC 执业证书编号: S1110523050001	
liuyiting@tfzq.com	
吴亚宁	联系人
wuyaning@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《神火股份-半年报点评:Q2 电解铝利润弹性显现，煤炭跌价拖累业绩》
2025-08-24
- 《神火股份-年报点评报告:业绩符合预期，2025 年盈利弹性值得期待》
2025-04-04
- 《神火股份-半年报点评:电解铝产销齐升，所得税环增拖累业绩》
2024-08-28

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	38,372.66	41,240.76	46,209.08	47,735.52	49,294.29
增长率(%)	1.99	7.47	12.05	3.30	3.27
EBITDA(百万元)	8,718.84	11,210.97	14,808.00	15,681.03	16,438.88
归属母公司净利润(百万元)	4,306.78	4,005.36	8,484.28	9,033.34	9,547.91
增长率(%)	(27.07)	(7.00)	111.82	6.47	5.70
EPS(元/股)	1.91	1.78	3.77	4.02	4.25
市盈率(P/E)	17.41	18.71	8.84	8.30	7.85
市净率(P/B)	3.46	3.05	2.46	2.03	1.72
市销率(P/S)	1.95	1.82	1.62	1.57	1.52
EV/EBITDA	5.34	5.87	4.83	4.17	3.38

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,282.59	3,017.30	17,035.88	23,850.01	34,547.44	营业收入	38,372.66	41,240.76	46,209.08	47,735.52	49,294.29
应收票据及应收账款	919.73	1,102.43	1,036.54	1,238.58	1,077.01	营业成本	30,226.56	31,607.52	31,131.51	31,845.50	32,591.56
预付账款	696.00	404.91	702.80	418.36	735.19	营业税金及附加	525.38	636.45	712.62	736.16	760.19
存货	3,563.78	3,935.03	3,165.23	4,243.95	3,264.06	销售费用	318.09	166.63	242.50	204.75	223.62
其他	2,633.94	3,322.51	3,246.50	3,070.55	3,407.95	管理费用	895.62	914.81	905.49	910.24	907.87
流动资产合计	11,096.04	11,782.17	25,186.96	32,821.45	43,031.65	研发费用	448.01	323.23	385.50	354.25	369.87
长期股权投资	4,536.73	5,166.79	5,905.84	6,590.40	7,302.21	财务费用	51.43	92.44	71.50	81.75	76.63
固定资产	22,114.04	22,395.43	21,079.75	19,749.06	18,308.38	资产/信用减值损失	(159.13)	(1,259.62)	(55.00)	(50.00)	(40.00)
在建工程	1,699.54	638.24	938.24	1,238.24	1,438.24	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	5,472.66	5,294.04	5,115.82	5,125.10	5,034.38	投资净收益	665.03	337.65	200.00	200.00	200.00
其他	5,683.67	3,583.56	3,455.73	2,242.16	1,782.48	其他	197.59	209.01	155.00	155.50	155.25
非流动资产合计	39,506.64	37,078.05	36,495.38	34,944.95	33,865.68	营业利润	6,611.08	6,786.70	13,059.97	13,908.38	14,679.79
资产总计	50,602.68	48,860.22	61,682.33	67,766.40	76,897.33	营业外收入	23.99	22.93	18.00	20.50	19.25
短期借款	7,192.98	4,561.90	10,000.00	10,000.00	10,000.00	营业外支出	222.37	260.83	223.00	242.00	232.50
应付票据及应付账款	4,704.05	4,085.39	5,625.16	3,769.28	6,120.96	利润总额	6,412.70	6,548.81	12,854.97	13,686.88	14,466.54
其他	6,402.25	7,482.10	6,558.13	7,579.54	6,782.09	所得税	1,614.80	1,985.32	3,213.74	3,421.72	3,616.63
流动负债合计	18,299.28	16,129.39	22,183.28	21,348.82	22,903.06	净利润	4,797.91	4,563.49	9,641.22	10,265.16	10,849.90
长期借款	4,642.28	2,722.67	2,800.00	2,500.00	2,500.00	少数股东损益	491.13	558.13	1,156.95	1,231.82	1,301.99
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	4,306.78	4,005.36	8,484.28	9,033.34	9,547.91
其他	1,636.12	1,761.12	1,698.62	1,729.87	1,714.24	每股收益(元)	1.91	1.78	3.77	4.02	4.25
非流动负债合计	6,278.40	4,483.79	4,498.62	4,229.87	4,214.24	主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	24,577.68	20,613.17	26,681.90	25,578.68	27,117.30	成长能力					
少数股东权益	4,343.30	3,679.95	4,489.82	5,352.09	6,263.48	营业收入	1.99%	7.47%	12.05%	3.30%	3.27%
股本	2,249.35	2,249.00	2,249.00	2,249.00	2,249.00	营业利润	-20.06%	2.66%	92.43%	6.50%	5.55%
资本公积	2,662.39	2,672.75	2,672.75	2,672.75	2,672.75	归属于母公司净利润	-27.07%	-7.00%	111.82%	6.47%	5.70%
留存收益	16,421.89	19,311.34	25,250.33	31,573.67	38,257.21	获利能力					
其他	348.07	334.00	338.53	340.20	337.58	毛利率	21.23%	23.36%	32.63%	33.29%	33.88%
股东权益合计	26,025.00	28,247.05	35,000.43	42,187.72	49,780.03	净利率	11.22%	9.71%	18.36%	18.92%	19.37%
负债和股东权益总计	50,602.68	48,860.22	61,682.33	67,766.40	76,897.33	ROE	19.86%	16.30%	27.81%	24.52%	21.94%
						ROIC	19.11%	15.87%	34.41%	38.76%	40.59%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	资产负债率	48.57%	42.19%	43.26%	37.75%	35.26%
净利润	4,797.91	4,563.49	8,484.28	9,033.34	9,547.91	净负债率	39.02%	21.01%	-7.43%	-22.99%	-40.99%
折旧摊销	1,909.96	2,146.00	1,721.53	1,746.40	1,757.72	流动比率	0.61	0.73	1.14	1.54	1.88
财务费用	487.19	317.28	71.50	81.75	76.63	速动比率	0.41	0.49	0.99	1.34	1.74
投资损失	(665.03)	(337.65)	(200.00)	(200.00)	(200.00)	营运能力					
营运资金变动	(574.38)	4,111.56	(252.58)	(690.34)	1,571.60	应收账款周转率	45.93	40.79	43.21	41.96	42.58
其它	1,762.88	(2,057.46)	1,156.95	1,231.82	1,301.99	存货周转率	11.60	11.00	13.02	12.89	13.13
经营活动现金流	7,718.52	8,743.22	10,981.67	11,202.97	14,055.85	总资产周转率	0.71	0.83	0.84	0.74	0.68
资本支出	2,326.56	1,248.47	590.12	693.75	441.94	每股指标(元)					
长期投资	848.05	630.06	739.05	684.56	711.81	每股收益	1.91	1.78	3.77	4.02	4.25
其他	(3,981.20)	(3,171.36)	(815.94)	(2,323.74)	(1,169.84)	每股经营现金流	3.43	3.89	4.88	4.98	6.25
投资活动现金流	(806.59)	(1,292.83)	513.24	(945.43)	(16.10)	每股净资产	9.64	10.92	13.57	16.38	19.35
债权融资	(7,771.29)	(4,578.31)	5,411.52	(365.54)	(84.73)	估值比率					
股权融资	(1,772.37)	(4.05)	(2,887.84)	(3,077.87)	(3,257.59)	市盈率	17.41	18.71	8.84	8.30	7.85
其他	(1,749.29)	(2,860.22)	0.00	0.00	0.00	市净率	3.46	3.05	2.46	2.03	1.72
筹资活动现金流	(11,292.96)	(7,442.58)	2,523.67	(3,443.42)	(3,342.32)	EV/EBITDA	5.34	5.87	4.83	4.17	3.38
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	6.49	6.92	5.46	4.69	3.78
现金净增加额	(4,381.03)	7.81	14,018.58	6,814.13	10,697.43						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com