

神火股份 (000933.SZ)

电解铝维持高利润，煤炭盈利改善

优于大市

核心观点

2026H1 实现营业收入 247.91 亿元，同比+21.35%；归母净利润 47.81 亿元，同比+151.06%；扣非归母净利润 47.85 亿元，同比+138.07%；2026Q2 实现归母净利润 24.92 亿元，同比+108.30%，环比+8.82%。业绩大幅增长主因电解铝价格上行、氧化铝采购价格回落，同时煤炭价格同比上涨、铝箔加工量价齐升共同驱动。

煤炭和铝加工业务：2026H1 煤炭板块营收 31.30 亿元，同比+8.60%，毛利率 23.68%。受益煤价中枢上移，子公司新龙矿业、兴隆矿业利润同比大幅增长。铝加工业务：铝箔总产能 14 万吨，铝箔坯料产能 26.5 万吨。2026H1 铝箔营收 18.52 亿元，同比+41.35%，目前神火新材分拆上市筹备工作有序推进。

现金流强劲，财务费用持续压降：2026H1 经营活动现金流净额 72 亿元，同比+62.29%；财务费用 0.84 亿元，同比-45.68%，利息费用同比-43.54%，贷款规模与融资利率下行，资产负债率 42.32%。

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

我们假设 2026-2028 年铝现货价格为 24000 元/吨（原值 23500 元/吨），氧化铝价格为 2700 元/吨，预焙阳极价格为 6000 元/吨（前值 5500 元/吨），云南用电含税价格为 0.42 元/度，新疆神火发电成本 0.22 元/度，河南无烟煤价格 1200 元/吨（前值 1000 元/吨），预计 2026-2028 年收入 466/467/468 亿元，归母净利润 94.0/96.0/97.0 亿元，同比增速 135/2/1%；摊薄 EPS 分别为 4.18/4.27/4.31 元，当前股价对应 PE 分别为 6.3/6.1/6.1x。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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	38,373	41,241	46,580	46,665	46,750
(+/-%)	2.0%	7.5%	12.9%	0.2%	0.2%
净利润(百万元)	4307	4005	9395	9602	9699
(+/-%)	-27.1%	-7.0%	134.6%	2.2%	1.0%
每股收益(元)	1.91	1.78	4.18	4.27	4.31
EBIT Margin	15.5%	18.4%	33.1%	33.6%	33.9%
净资产收益率(ROE)	19.9%	16.3%	32.1%	28.2%	24.9%
市盈率(PE)	13.7	14.7	6.3	6.1	6.1
EV/EBITDA	11.1	8.6	4.3	4.3	4.2
市净率(PB)	2.72	2.40	2.01	1.73	1.51

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

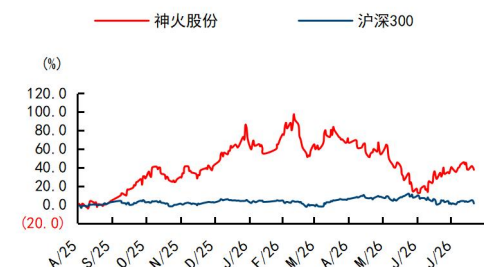
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	25.83 元
总市值/流通市值	58092/58055 百万元
52 周最高价/最低价	39.48/18.28 元
近 3 个月日均成交额	1624.26 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)-煤炭价格有望企稳，铝冶炼盈利能力持续提升》——2026-03-28
- 《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

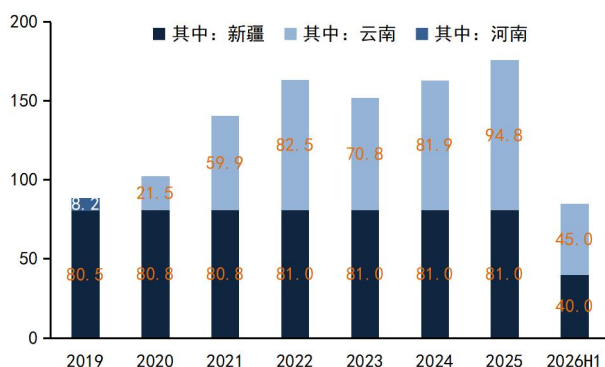
2026H1 实现营业收入 247.91 亿元，同比+21.35%；归母净利润 47.81 亿元，同比+151.06%；扣非归母净利润 47.85 亿元，同比+138.07%；2026Q2 实现归母净利润 24.92 亿元，同比+108.30%，环比+8.82%。报告期内公司电解铝满产运行，业绩大幅增长主因电解铝价格上行、氧化铝采购价格回落，同时煤炭价格同比上涨、铝箔加工量价齐升共同驱动。

煤炭业务：2026H1 煤炭板块营收 31.30 亿元，同比+8.60%，毛利率 23.68%，同比改善。受益煤价中枢上移，子公司新龙矿业、兴隆矿业利润同比大幅增长。

铝加工业务：铝箔总产能 14 万吨，铝箔坯料产能 26.5 万吨。2026H1 铝箔营收 18.52 亿元，同比+41.35%，目前神火新材分拆上市筹备工作有序推进。

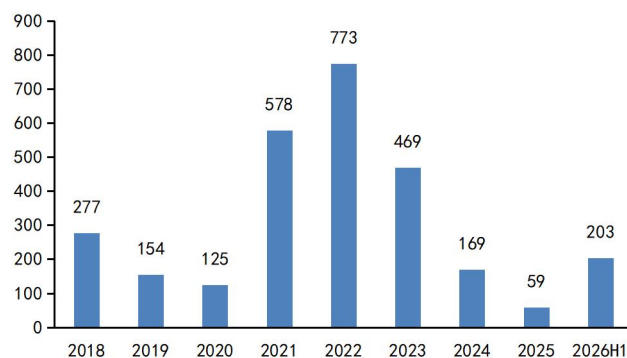
现金流强劲，财务费用持续压降：2026H1 经营活动现金流净额 72 亿元，同比+62.29%；财务费用 0.84 亿元，同比-45.68%，利息费用同比-43.54%，贷款规模与融资利率下行，资产负债率 42.32%。

图1：电解铝满产运行（产量：万吨）



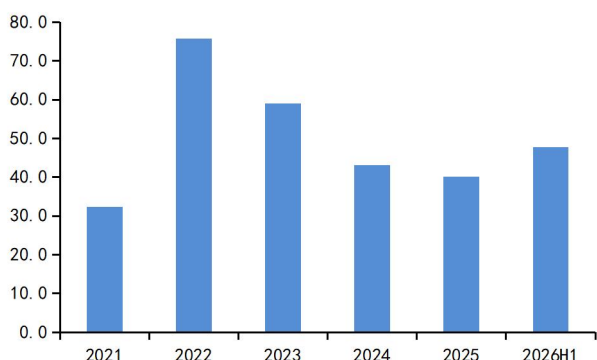
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：神火股份煤炭单吨毛利（单位：元/吨）



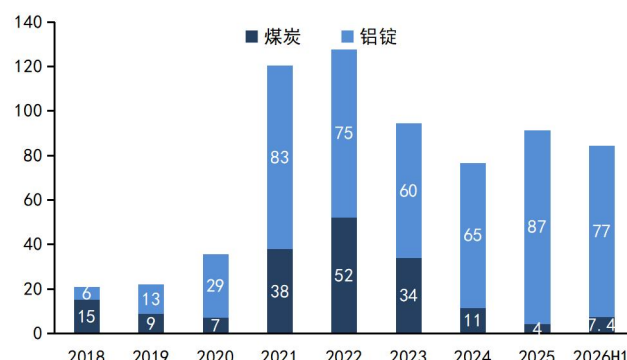
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

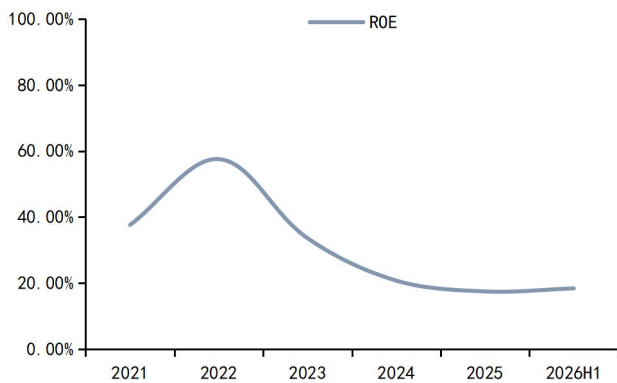
图4：神火股份两大板块毛利润（单位：亿元）



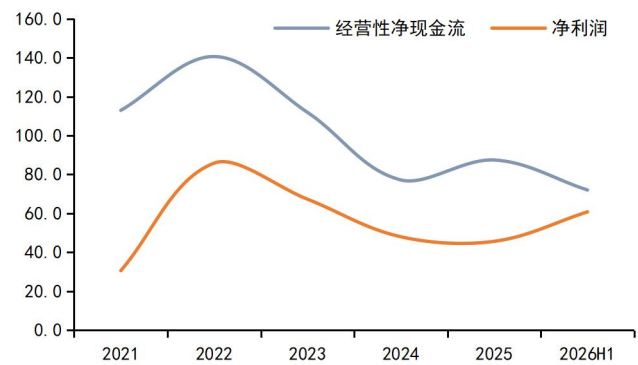
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：神火股份 ROE 变化情况（%）

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



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）							
		18000	20000	21000	22000	23000	24000	26000	28000
氧化铝价格 （元/吨）	2700	44	61	69	77	86	94	110	127
	2900	41	58	66	74	82	91	107	124
	3100	38	54	62	71	79	87	104	120
	3300	34	51	59	67	76	84	100	117
	3500	31	48	56	64	72	81	97	114

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

我们另选云南电费、无烟煤价格两个变量，以下是公司 2026 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（亿元）

		云南电费（元/度）							
		0.38	0.4	0.42	0.44	0.46	0.48	0.5	0.52
煤炭价格 （元/吨）	900	86	85	84	83	82	82	81	80
	1100	92	92	91	90	89	88	87	86
	1300	99	98	97	96	95	95	94	93
	1500	105	105	104	103	102	101	100	99
	1700	112	111	110	109	108	108	107	106

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 24000 元/吨（原值 23500 元/吨），氧化铝价格为 2700 元/吨，预焙阳极价格为 6000 元/吨（前值 5500 元/吨），云南用电含税价格为 0.42 元/度，新疆神火发电成本 0.22 元/度，河南无烟煤价格 1200 元/吨（前值 1000 元/吨），预计 2026–2028 年收入 466/467/468 亿元，归母净利润 94.0/96.0/97.0 亿元，同比增速 135/2/1%；摊薄 EPS 分别为 4.18/4.27/4.31 元，当前股价对应 PE 分别为 6.3/6.1/6.1x。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	9969	16844	23932	营业收入	38373	41241	46580	46665	46750
应收款项	1111	1171	1149	1151	1153	营业成本	30227	31608	28864	28648	28600
存货净额	3564	3935	2968	3008	3068	营业税金及附加	525	636	638	639	640
其他流动资产	2831	1670	1397	1400	1402	销售费用	318	167	279	280	280
流动资产合计	11096	11782	17472	24393	31545	管理费用	896	915	932	933	935
固定资产	23937	23060	21683	20250	18756	研发费用	448	323	466	467	467
无形资产及其他	5473	5294	5083	4873	4662	财务费用	51	92	47	47	47
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
资产总计	50603	48860	53494	59440	65497	其他收入	(315)	(118)	(466)	(467)	(467)
短期借款及交易性金融负债	8795	6229	7000	7000	7000	营业利润	6611	6787	15693	15989	16117
应付款项	4704	4085	4452	4402	4383	营业外净收支	(198)	(238)	(200)	(200)	(200)
其他流动负债	4800	5815	3375	3339	3325	利润总额	6413	6549	15493	15789	15917
流动负债合计	18299	16129	14827	14741	14708	所得税费用	1615	1985	3873	3947	3979
长期借款及应付债券	4642	2723	2723	2723	2723	少数股东损益	491	558	2225	2240	2239
其他长期负债	1636	1761	1887	1999	2120	归属于母公司净利润	4307	4005	9395	9602	9699
长期负债合计	6278	4484	4610	4722	4842	现金流量表（百万元）					
负债合计	24578	20613	19437	19462	19550	净利润	4307	4005	9395	9602	9699
少数股东权益	4343	3680	4792	5912	7032	资产减值准备	96	1161	(44)	(75)	(83)
股东权益	21682	24567	29264	34065	38915	折旧摊销	1548	1700	2630	2719	2789
负债和股东权益总计	50603	48860	53494	59440	65497	公允价值变动损失	95	1256	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	51	92	47	47	47
每股收益	1.91	1.78	4.18	4.27	4.31	营运资本变动	(3302)	4415	(728)	(94)	(60)
每股红利	1.46	0.96	2.09	2.13	2.16	其它	20	(903)	1156	1195	1203
每股净资产	9.64	10.92	13.01	15.15	17.30	经营活动现金流	2765	11635	12409	13347	13548
ROIC	11.85%	16.40%	39%	42%	45%	资本开支	0	(616)	(1001)	(1001)	(1001)
ROE	19.86%	16.30%	32%	28%	25%	其它投资现金流	343	(1682)	0	0	0
毛利率	21%	23%	38%	39%	39%	投资活动现金流	(505)	(2928)	(1531)	(1670)	(1611)
EBIT Margin	16%	18%	33%	34%	34%	权益性融资	9	26	0	0	0
EBITDA Margin	20%	23%	39%	39%	40%	负债净变化	(302)	(1920)	0	0	0
收入增长	2%	7%	13%	0%	0%	支付股利、利息	(3289)	(2153)	(4697)	(4801)	(4849)
净利润增长率	-27%	-7%	135%	2%	1%	其它融资现金流	(5125)	(852)	771	0	0
资产负债率	57%	50%	45%	43%	41%	融资活动现金流	(12300)	(8972)	(3926)	(4801)	(4849)
股息率	5.6%	3.7%	8.0%	8.2%	8.2%	现金净变动	(10040)	(265)	6952	6875	7087
P/E	13.7	14.7	6.3	6.1	6.1	货币资金的期初余额	13323	3283	3017	9969	16844
P/B	2.7	2.4	2.0	1.7	1.5	货币资金的期末余额	3283	3017	9969	16844	23932
EV/EBITDA	11.1	8.6	4.3	4.3	4.2	企业自由现金流	0	10790	12452	13398	13598
						权益自由现金流	0	8018	12941	13154	13407

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