



神火股份 (000933.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

旺季需求支撑，Q3 业绩同环比增长

业绩简评

2025 年 10 月 20 日，公司公布 2025 年三季报，前三季度实现营收 310.0 亿元，同比+9.5%；归母净利 34.9 亿元，同比-1.4%；扣非归母净利 35.8 亿元，同比+4.9%。其中，Q3 实现营收 105.8 亿元，环比-2.0%，同比+4.8%；归母净利润 15.9 亿元，环比+32.5%，同比+26.4%。三季度经营利润略超预期。

经营分析

Q3 需求旺季来临，支撑煤铝价格环比提升，驱动业绩增长。(1) 25Q3 “金九”旺季来临，终端需求回暖，下游开工率提升，支撑铝价上行。Q3 长江有色铝均价 2.07 万元/吨，环比+2.5%，同比+5.9%，氧化铝均价 3150 元/吨，环比+2.6%，预焙阳极均价 5311 元/吨，环比-4.6%。(2) 25Q3 迎峰度夏用煤旺季，电力行业耗煤需求增加，电厂补库需求支撑煤价，Q3 永城无烟精煤车板均价 1059 元/吨，环比+13.23%，许昌瘦煤出厂价均价 1283 元/吨，环比+6.90%，驱动公司业绩同环比增长。

资本开支方面，云南 11 万吨铝箔项目分两期建设，新疆 80 万 kW 风电项目预计年底部分并网。云南新材 11 万吨铝箔项目分两期建设，目前一期坯料项目已建成投产，二期电池箔项目将根据市场情况择机建设。全资子公司新疆神火的 80 万 kW 风电项目正在建设安装中，预计 2025 年年底可实现部分并网。

业务方面，神火新材上市与汇源铝业转让事项有序推进。为助力铝加工业务发展，控股子公司神火新材将分拆上市，相关工作正在有序推进中；鉴于氧化铝市场行情持续低迷，公司将所持汇源铝业 100% 股权进行转让，目前汇源铝业正在办理债权清偿工作，截至三季度末，公司累计收回债权 1.28 亿元；此外，公司全资子公司新疆神火持有开曼铝业（三门峡）有限公司 1.875% 的股权，若焦作万方对该公司的收购完成股权交割，公司将成为焦作万方股东，进一步优化资产配置。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司电解铝产能处于成本曲线左侧，煤炭业务或已度过最差时刻，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 419/434/444 亿元，归母净利润分别为 52.89/63.45/69.47 亿元，EPS 分别为 2.35/2.82/3.09 元，公司股票现价对应 PE 估值为 10/8/7 倍。维持“买入”评级。

风险提示

产品价格大幅波动；电解铝限产风险；生产成本大幅上涨。

金属材料组

分析师：金云涛 (执业 S1130525030002)

jinyuntao@gjzq.com.cn

联系人：黄泽浩

huangzehao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：22.81 元

相关报告：

1. 《神火股份公司点评：铝板块量利修复，Q3 业绩继续提升》，2024.10.22



公司基本情况 (人民币)

项目	12/23	12/24	12/25E	12/26E	12/27E
营业收入(百万元)	37,625	38,373	41,898	43,423	44,358
营业收入增长率	-11.89%	1.99%	9.19%	3.64%	2.15%
归母净利润(百万元)	5,905	4,307	5,289	6,345	6,947
归母净利润增长率	-22.00%	-27.07%	22.81%	19.95%	9.50%
摊薄每股收益(元)	2.625	1.915	2.352	2.821	3.088
每股经营性现金流净额	4.96	3.41	3.32	4.00	4.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	29.78%	19.86%	21.53%	22.40%	21.52%
P/E	6.40	8.83	9.70	8.09	7.39
P/B	1.91	1.75	2.09	1.81	1.59

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	42,704	37,625	38,373	41,898	43,423	44,358
增长率		-11.9%	2.0%	9.2%	3.6%	2.2%
主营业务成本	-29,338	-27,709	-30,227	-32,415	-32,546	-32,567
%销售收入	68.7%	73.6%	78.8%	77.4%	75.0%	73.4%
毛利	13,366	9,916	8,146	9,483	10,877	11,791
%销售收入	31.3%	26.4%	21.2%	22.6%	25.0%	26.6%
营业税金及附加	-712	-530	-525	-505	-523	-534
%销售收入	1.7%	1.4%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-329	-331	-318	-226	-239	-249
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.5%	0.5%	0.6%
管理费用	-764	-830	-896	-782	-827	-845
%销售收入	1.8%	2.2%	2.3%	1.9%	1.9%	1.9%
研发费用	-184	-429	-448	-587	-621	-672
%销售收入	0.4%	1.1%	1.2%	1.4%	1.4%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	11,378	7,796	5,959	7,383	8,667	9,491
%销售收入	26.6%	20.7%	15.5%	17.6%	20.0%	21.4%
财务费用	-770	-63	-51	-259	-182	-88
%销售收入	1.8%	0.2%	0.1%	0.6%	0.4%	0.2%
资产减值损失	9	1	-159	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	-10	0	0
投资收益	228	335	665	506	658	672
%税前利润	2.1%	4.1%	10.4%	6.7%	7.2%	6.7%
营业利润	10,902	8,270	6,611	7,746	9,263	10,195
营业利润率	25.5%	22.0%	17.2%	18.5%	21.3%	23.0%
营业外收支	-242	-114	-198	-178	-178	-178
税前利润	10,660	8,156	6,413	7,567	9,085	10,017
利润率	25.0%	21.7%	16.7%	18.1%	20.9%	22.6%
所得税	-2,083	-1,428	-1,615	-1,538	-1,847	-2,036
所得税率	19.5%	17.5%	25.2%	20.3%	20.3%	20.3%
净利润	8,576	6,728	4,798	6,029	7,239	7,981
少数股东损益	1,005	823	491	740	894	1,034
归属于母公司的净利润	7,571	5,905	4,307	5,289	6,345	6,947
净利率	17.7%	15.7%	11.2%	12.6%	14.6%	15.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	8,576	6,728	4,798	6,029	7,239	7,981
少数股东损益	1,005	823	491	740	894	1,034
非现金支出	1,826	1,946	2,074	1,817	1,794	1,767
非经营收益	1,814	297	-269	-92	-234	-341
营运资金变动	1,513	2,179	1,062	-286	195	13
经营活动现金净流	13,730	11,150	7,665	7,468	8,993	9,419
资本开支	-267	-687	-1,263	-1,909	-1,543	-1,634
投资	-54	-1,456	66	-272	-271	-271
其他	-142	226	390	506	658	672
投资活动现金净流	-462	-1,916	-807	-1,675	-1,156	-1,234
股权募资	7	63	23	-243	0	0
债权募资	-3,054	1,127	-5,542	866	-4,878	-4,982
其他	-8,356	-9,493	-5,774	-2,459	-2,837	-3,133
筹资活动现金净流	-11,403	-8,303	-11,293	-1,837	-7,714	-8,115
现金净流量	1,878	934	-4,426	3,956	123	71

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	17,907	13,323	3,283	7,235	7,356	7,425
应收款项	1,781	1,573	1,553	1,665	1,745	1,783
存货	3,100	3,053	3,564	3,406	3,488	3,560
其他流动资产	856	1,503	2,697	6,147	5,691	5,325
流动资产	23,645	19,452	11,096	18,453	18,280	18,093
%总资产	39.1%	33.6%	21.9%	32.8%	32.5%	32.1%
长期投资	4,228	4,288	5,102	5,363	5,634	5,904
固定资产	21,731	23,837	23,814	23,918	23,987	24,021
%总资产	35.9%	41.2%	47.1%	42.6%	42.6%	42.6%
无形资产	5,957	5,958	5,815	5,822	5,783	5,805
非流动资产	36,833	38,406	39,507	37,730	38,029	38,356
%总资产	60.9%	66.4%	78.1%	67.2%	67.5%	67.9%
资产总计	60,477	57,858	50,603	56,183	56,310	56,450
短期借款	23,848	16,213	8,795	11,260	6,863	2,361
应付款项	8,737	8,793	7,760	8,660	8,839	8,853
其他流动负债	2,109	2,024	1,745	1,937	2,071	2,152
流动负债	34,694	27,029	18,299	21,857	17,773	13,366
长期贷款	3,219	4,944	4,642	3,042	2,562	2,082
其他长期负债	1,383	1,552	1,636	1,632	1,675	1,701
负债	39,296	33,526	24,578	26,531	22,010	17,149
普通股股东权益	16,044	19,829	21,682	24,569	28,322	32,290
其中：股本	2,251	2,250	2,249	2,249	2,249	2,249
未分配利润	9,517	13,191	15,025	18,155	21,908	25,875
少数股东权益	5,137	4,503	4,343	5,083	5,977	7,011
负债股东权益合计	60,477	57,858	50,603	56,183	56,310	56,450

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	3.364	2.625	1.915	2.352	2.821	3.088
每股净资产	7.128	8.814	9.639	10.923	12.591	14.355
每股经营现金净流	6.099	4.956	3.408	3.320	3.998	4.188
每股股利	1.000	0.800	0.800	0.960	1.152	1.325
回报率						
净资产收益率	47.19%	29.78%	19.86%	21.53%	22.40%	21.52%
总资产收益率	12.52%	10.21%	8.51%	9.41%	11.27%	12.31%
投入资本收益率	18.88%	14.07%	11.25%	13.34%	15.74%	17.23%
增长率						
主营业务收入增长率	23.95%	-11.89%	1.99%	9.19%	3.64%	2.15%
EBIT 增长率	13.54%	-31.48%	-23.57%	23.90%	17.39%	9.51%
净利润增长率	134.11%	-22.00%	-27.07%	22.81%	19.95%	9.50%
总资产增长率	12.98%	-4.33%	-12.54%	11.03%	0.23%	0.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.6	6.9	7.5	8.3	8.4	8.4
存货周转天数	36.6	40.5	39.9	38.4	39.1	39.9
应付账款周转天数	41.1	42.3	39.5	38.7	39.4	39.4
固定资产周转天数	177.2	214.9	210.3	187.7	176.0	167.1
偿债能力						
净负债/股东权益	43.20%	32.20%	39.02%	23.83%	6.03%	-7.59%
EBIT 利息保障倍数	14.8	123.7	115.9	28.5	47.6	107.5
资产负债率	64.98%	57.95%	48.57%	47.22%	39.09%	30.38%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	14	21	36
增持	0	0	0	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.09	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究