

神火股份 (000933.SZ)

Q3 电解铝&煤炭板块盈利能力或增强，公司价值待重估

事件：公司于 10 月 20 日发布 2025 年三季报业绩。2025 年前三季度公司实现营收 310 亿元，同比+9.5%；归母净利润 35 亿元，同比-1.4%，归母净利同比下降主因公司主营产品煤炭售价大幅下降，煤炭产品盈利能力减弱。单季来看，25Q1/Q2/Q3 实现营收 96/108/106 亿元，同比+17%/+8%/+5%；归母净利润 7/12/16 亿元，同比-35%/+0.2%/+26%，Q3 环比+33%。

电解铝：铝价增长&电力成本下降，三季度盈利能力或增强。据 SMM 数据统计，1) 价，Q3 国内铝均价为 20,711 元/吨，同比+6%，环比+3%。2) 成本，Q3 云南电价为 0.34 元/度，环比-20%；氧化铝价格为 3,165 元/吨，同比-19%，环比+4%。3) 利润，Q3 电解铝行业利润 4,125 元/吨，同比+128%，环比+22%。

煤炭：煤价回暖，板块经营能力或改善。公司是国内冶金企业高炉喷吹用精煤的主要供应商之一，主要产品无烟煤、贫瘦煤均为稀缺煤种，精煤产出率 75% 左右，处于行业领先地位。据 Wind 数据统计，Q3 河南许昌贫瘦煤出厂价为 1,009 元/吨，同比-19%，环比+8%。

公司积极回购股份，彰显经营信心。公司于 2024 年 12 月 30 日召开董事会第九届十四次会议审议通过了《关于回购公司股份方案的议案》，同意公司使用自有资金通过集中竞价交易方式回购部分股份用于股权激励计划，回购总金额不低于 2.50 亿元（含）且不超过 4.50 亿元（含），回购价格不超过 20 元/股（含），实施期限为自董事会审议通过本次回购方案之日起 12 个月内。截至 2025 年 9 月 30 日，公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购公司股份 1,542 万股，占公司目前总股本的 0.686%；其中，最高成交价为 17 元/股，最低成交价为 15.93 元/股，成交总金额为 2.5 亿元（不含交易费用）。

投资建议：公司作为铝行业领军企业，充分享受滇新电解铝双基地成本优势，水电铝享低碳溢价，电解铝业务利润弹性较大。随着煤价回暖，该业务盈利能力改善，公司估值待重估。我们谨慎假设 2025-2027 年电解铝含税价格为 2.0/2.05/2.1 万元/吨，预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 53/65/73 亿元，对应 PE 9.7/7.9/7.1 倍。

风险提示：安全风险，环保风险，市场风险，电价调整及限电风险，产能投放不及预期风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	37,625	38,373	44,131	44,946	45,761
增长率 yoy（%）	-11.9	2.0	15.0	1.8	1.8
归母净利润（百万元）	5,905	4,307	5,278	6,491	7,257
增长率 yoy（%）	-22.1	-27.1	22.6	23.0	11.8
EPS 最新摊薄（元/股）	2.63	1.91	2.35	2.89	3.23
净资产收益率（%）	29.8	19.9	21.5	22.9	22.2
P/E（倍）	8.7	11.9	9.7	7.9	7.1
P/B（倍）	2.6	2.4	2.1	1.8	1.6

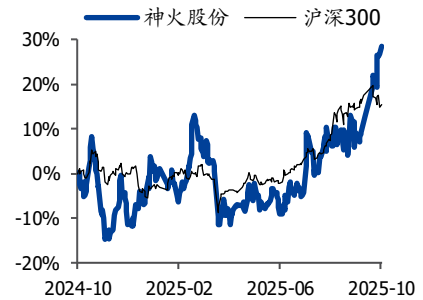
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 20 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	工业金属
前次评级	买入
10 月 20 日收盘价（元）	22.81
总市值（百万元）	51,307.69
总股本（百万股）	2,249.35
其中自由流通股（%）	99.92
30 日日均成交量（百万股）	51.53

股价走势



作者

分析师 张航

执业证书编号：S0680524090002

邮箱：zhanghang@gszq.com

分析师 初金娜

执业证书编号：S0680525050001

邮箱：chujinna@gszq.com

相关研究

- 1、《神火股份 (000933.SZ)：煤炭业务已出现拐点，公司价值待重估》 2025-08-19
- 2、《神火股份 (000933.SZ)：电解铝业领风骚，多元发展启华章》 2025-07-28

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	19452	11096	14765	15844	17930
现金	13323	3283	5820	6927	8995
应收票据及应收账款	751	920	945	990	1013
其他应收款	360	348	454	438	449
预付账款	402	696	653	657	665
存货	3053	3564	3898	3836	3815
其他流动资产	1563	2286	2996	2995	2992
非流动资产	38406	39507	39553	40394	41239
长期投资	3689	4537	5385	6233	7081
固定资产	22156	22114	22102	22092	22087
无形资产	5435	5473	5510	5548	5585
其他非流动资产	7126	7383	6556	6521	6486
资产总计	57858	50603	54318	56238	59169
流动负债	27029	18299	18440	15789	13586
短期借款	14691	7193	4688	2433	404
应付票据及应付账款	5747	4704	6200	5924	5804
其他流动负债	6591	6402	7552	7431	7378
非流动负债	6496	6278	6272	6272	6272
长期借款	4944	4642	4642	4642	4642
其他非流动负债	1552	1636	1629	1629	1629
负债合计	33526	24578	24712	22060	19858
少数股东权益	4503	4343	5011	5792	6687
股本	2250	2249	2249	2249	2249
资本公积	2657	2662	2717	2717	2717
留存收益	14589	16422	19507	23297	27535
归属母公司股东权益	19829	21682	24595	28386	32624
负债和股东权益	57858	50603	54318	56238	59169

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11190	7719	7641	6673	7723
净利润	6728	4798	5946	7272	8153
折旧摊销	1947	1914	643	639	636
财务费用	572	487	486	471	479
投资损失	-335	-665	-544	-553	-564
营运资金变动	2219	1116	1905	-368	-191
其他经营现金流	59	68	-795	-788	-789
投资活动现金流	-1916	-807	69	-140	-128
资本支出	-687	-1263	91	92	94
长期投资	-1456	66	-786	-786	-786
其他投资现金流	226	390	764	553	564
筹资活动现金流	-8303	-11293	-5176	-5426	-5527
短期借款	-7227	-7498	-2505	-2255	-2029
长期借款	1726	-302	0	0	0
普通股增加	-1	0	0	0	0
资本公积增加	-2	5	55	0	0
其他筹资现金流	-2799		-2725	-3171	-3498
现金净增加额	974	-4372	2537	1107	2068

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	37625	38373	44131	44946	45761
营业成本	27709	30227	34406	33557	33303
营业税金及附加	530	525	605	494	508
营业费用	331	318	836	855	891
管理费用	830	896	1324	1253	1256
研发费用	429	448	883	804	819
财务费用	63	51	25	27	26
资产减值损失	-7	-95	720	720	720
其他收益	130	154	177	180	183
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	335	665	544	553	564
资产处置收益	71	43	67	67	69
营业利润	8270	6611	7560	9476	10493
营业外收入	102	24	0	0	0
营业外支出	215	222	0	0	0
利润总额	8156	6413	7560	9476	10493
所得税	1428	1615	1613	2204	2340
净利润	6728	4798	5946	7272	8153
少数股东损益	823	491	668	781	895
归属母公司净利润	5905	4307	5278	6491	7257
EBITDA	9881	7928	8228	10143	11155
EPS (元/股)	2.63	1.91	2.35	2.89	3.23

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-11.9	2.0	15.0	1.8	1.8
营业利润(%)	-24.1	-20.1	14.4	25.3	10.7
归属母公司净利润(%)	-22.1	-27.1	22.6	23.0	11.8
获利能力					
毛利率(%)	26.4	21.2	22.0	25.3	27.2
净利率(%)	15.7	11.2	12.0	14.4	15.9
ROE(%)	29.8	19.9	21.5	22.9	22.2
ROIC(%)	14.4	11.4	14.6	16.9	17.7
偿债能力					
资产负债率(%)	57.9	48.6	45.5	39.2	33.6
净负债比率(%)	32.2	39.1	17.9	5.7	-5.5
流动比率	0.7	0.6	0.8	1.0	1.3
速动比率	0.6	0.3	0.4	0.6	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	52.6	48.5	50.9	49.3	48.7
应付账款周转率	8.6	9.2	9.3	8.7	8.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.63	1.91	2.35	2.89	3.23
每股经营现金流(最新摊薄)	4.97	3.43	3.40	2.97	3.43
每股净资产(最新摊薄)	8.82	9.64	10.93	12.62	14.50
估值比率					
P/E	8.7	11.9	9.7	7.9	7.1
P/B	2.6	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	4.6	6.1	6.9	5.3	4.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 20 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com