

神火股份 (000933.SZ) 煤铝双核显优势，电池铝箔贡献新成长

2023年05月22日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2023/5/22
当前股价(元)	13.60
一年最高最低(元)	20.33/12.15
总市值(亿元)	306.13
流通市值(亿元)	303.48
总股本(亿股)	22.51
流通股本(亿股)	22.31
近3个月换手率(%)	90.82

●煤铝双核显优势，电池铝箔贡献新成长，维持“买入”评级

国内煤铝行业产能产量难有显著增量，盈利能力或成本控制能力在企业竞争中成为更重要因子。公司着力打造煤铝业务双核格局，煤炭业务在梁北煤矿技改后产量持续增长，单吨毛利位处行业前列。公司电解铝业务分布在云南和新疆两个电价洼地，低成本优势明显，单吨成本行业领先。此外公司加大电池铝箔投入，构建新成长动力。我们维持盈利预测不变，预计公司2023/2024/2025年度分别实现归母净利润75.9/80.2/83.7亿元，同比+0.2%/5.6%/4.4%，EPS为3.37/3.56/3.72元，对应当前股价PE为5.3/5.1/4.8倍。考虑到煤铝价格中枢已实现上移，梁北煤矿有望贡献增量以及电池铝箔放量在即，公司高盈利有望持续。维持“买入”评级。

●煤：手握优质资产，梁北煤矿贡献增量

公司煤炭品质优良，具有低硫、低磷、中低灰分、高热量的特点，是我国无烟煤主要生产企业之一。煤品种以无烟煤和贫瘦煤为主，主要用于冶金行业。**量**：公司煤炭业务近年来产销逐步走高，梁北煤矿技改后有望贡献新增量。**利**：优异的产品结构+优越的地理位置+成本综合管控能力较强使得煤炭单吨毛利位处行业前列。经济复苏确立下，投资仍是重要抓手，需求方面下游冶金开工走强提振需求，在产业链低库存水平下煤需求弹性可期。供给方面，国内焦煤供给增量有限，进口煤短期冲击价格但长期不必过于担忧，因此煤炭高景气度有望持续。

●电解铝：低成本布局，优势凸显

公司在云南和新疆分别布局90和80万吨电解铝产能，低成本扩张路径使得公司毛利率在同业中处于领先地位。**云南神火**：云南限产对公司影响有限，云南电价优惠取消后云南神火电价水平在全行业中仍处偏低水平，成本优势明显。公司当前持有云南神火43%股权，作为神火集团旗下唯一煤和铝上市平台，未来公司仍存在受让云南神火股权以提升权益产能的预期。此外，欧盟理事会正式通过碳边境调节机制，绿电铝长期优势将逐步显现。**新疆神火**：新疆神火产销十分稳定，是公司电解铝业务的压舱石；新疆电价全国最低，在阳极百分百自给及自备电的推动下，新疆神火成本稳居行业第一梯队，单吨净利高出云南神火约650元（不考虑预焙阳极），α优势凸显。**行业**：电解铝产能逼近天花板，国内供给难有弹性，海外复产可能性低且潜在影响小，在电解铝低库存以及下游复苏的背景下铝价有望得到支撑。

●铝加工：发力电池铝箔，构建新成长动力

2019年公司收购母公司持有的铝箔资产，2019-2022年期间铝箔产销持续走高，是公司成长性最高的板块，高端化路线有望带动盈利能力改善，2022年铝箔业务单吨净利2878元。神隆宝鼎6万吨新能源电池材料项目2023年投产贡献增量，云南神火11万吨电池铝箔项目已进入前期规划阶段，铝加工板块成长性十足。

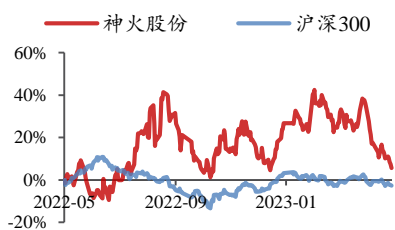
●风险提示：煤、铝价格下跌超预期；停、减产风险；新产能释放不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	34,493	42,704	40,914	42,917	43,646
YOY(%)	83.4	23.8	-4.2	4.9	1.7
归母净利润(百万元)	3,237	7,571	7,589	8,015	8,369
YOY(%)	803.3	133.9	0.2	5.6	4.4
毛利率(%)	35.7	31.3	29.8	30.1	30.4
净利率(%)	8.9	20.1	20.2	20.3	20.8
ROE(%)	21.3	40.5	30.4	25.9	22.5
EPS(摊薄/元)	1.44	3.36	3.37	3.56	3.72
P/E(倍)	12.5	5.4	5.3	5.1	4.8
P/B(倍)	4.3	2.5	1.9	1.5	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《铝价拖累 Q1 业绩，看好煤矿成长及煤铝价格弹性——公司信息更新报告》-2023.4.25

《量价齐升业绩高增，看好经济复苏带动景气持续——公司2022年报告点评》-2023.3.28

《全年业绩同比大增，煤铝维持高景气——公司年报预告点评》-2023.1.20

内容目录

1、煤铝双核发力带动财务优化	4
1.1、煤铝双核发力，业绩新高	4
1.2、财务状况持续优化	4
2、煤：高价冶金煤为主，梁北煤矿贡献增量	6
2.1、煤炭品质优，梁北煤矿增量可期	6
2.2、盈利能力领先行业	7
2.3、勿惧进口冲击，煤炭高景气仍将持续	8
3、电解铝：低成本布局，优势凸显	12
3.1、云南神火：产能仍有空间，绿电优势值得期待	13
3.2、新疆神火：稳居成本第一梯队	15
3.3、下游复苏，去库有望开启	17
4、铝加工：发力电池铝箔，构建新成长动力	20
4.1、铝加工业务初具规模，进军新能源	20
4.2、新能源车叠加储能，电池铝箔大有可为	21
5、盈利预测与投资建议：维持“买入”评级	22
5.1、关键假设	22
5.2、投资建议	23
6、风险提示	23
附：财务预测摘要	24

图表目录

图 1：2022 年营业收入创历史新高（亿元）	4
图 2：2022 年归母净利润创历史新高（亿元）	4
图 3：公司营收贡献主要来自煤铝两大核心主业	4
图 4：公司毛利贡献主要来自煤铝两大核心主业	4
图 5：2015 年以来盈利能力持续提升	5
图 6：经营性现金流改善带动筹资现金流转负（亿元）	5
图 7：2018 年后偿债能力优化明显	5
图 8：2019 年后期间费用率下降明显，尤其是财务费用	5
图 9：近几年营运能力改善明显	6
图 10：公司已充分计提资产减值	6
图 11：梁北煤矿技改后增量可期（万吨）	7
图 12：公司煤炭产销逐年提升（万吨）	7
图 13：2022 年公司单吨毛利位于行业前列（元/吨）	8
图 14：公司减员增效致人均创收创下新高（万元）	8
图 15：稳增长预期下高炉开工率维持高位	9
图 16：2023 年以来生铁产量同比大幅转正	9
图 17：主要钢厂钢材库存水位较低（万吨）	9
图 18：钢厂焦煤库存水位较低（万吨）	9
图 19：焦化厂开工率维持较高水平	9
图 20：独立焦化厂焦煤库存持续走低（万吨）	9
图 21：动力煤核增保供作用明显	10

图 22: 焦煤供给增量有限	10
图 23: 2023Q1 进口煤存在抢购现象 (万吨)	11
图 24: 无烟煤价格处于高位震荡 (元/吨)	11
图 25: 贫瘦煤价格处于高位震荡 (元/吨)	11
图 26: 国内进口煤数量较为稳定	11
图 27: 2023Q1 焦煤消费表现亮眼 (万吨)	12
图 28: 2023Q1 焦煤供给放量主要集中于 3 月 (万吨)	12
图 29: 神火股份电解铝业务毛利率位居行业第一梯队	13
图 30: 优惠电价取消后云南神火电价有所提升 (元/度)	14
图 31: 云南神火吨净利下降幅度小于电力成本上升 (元)	14
图 32: 欧盟排放配额 (EUA) 逐步走高 (欧元/吨)	15
图 33: 国内碳排放配额 (CEA) 比较稳定 (元/吨)	15
图 34: 新疆电价全国最低	16
图 35: 新疆神火电价显著偏低 (元/度)	16
图 36: 新疆神火盈利能力更强 (2022 年, 元/吨)	16
图 37: 公司单吨成本处于最低水平 (元/吨)	16
图 38: 新疆神火基本处于满产满销状态 (万吨)	17
图 39: 新疆神火 (含阳极) 盈利逐步增强 (亿元)	17
图 40: 国内电解铝总产能逼近天花板 (万吨)	17
图 41: 电解铝产量增速受水电影响而限产	17
图 42: 海外天然气回落但仍处十年高位 (便士/色姆)	19
图 43: LME 铝价回落抑制海外产能复产意愿 (美元/吨)	19
图 44: 国内铝锭库存处于低位 (万吨)	19
图 45: 铝棒库存有所反复但绝对值影响小 (万吨)	19
图 46: 房屋竣工面积累计同比改善明显	20
图 47: 2 月份后汽车销量同比出现改善	20
图 48: 公司铝箔业务迅速放量 (万吨)	21
图 49: 公司铝箔收入占比逐年提升 (亿元)	21
图 50: 神隆宝鼎二期项目预计 2023 年开始贡献产量 (万吨)	21
图 51: 铝箔业务盈利能力强 (2022 年度, 元/吨)	21
图 52: 2022 年底国内新能源汽车保有量仅为 4.1%	22
图 53: 2021 年 7 月宁德时代推出第一代钠离子电池	22
表 1: 公司煤质优、核定产能 855 万吨 (万吨)	6
表 2: 神火股份电解铝集中于新疆和云南两大低成本区域 (万吨)	12
表 3: 云南限产影响有限 (万吨)	14
表 4: 欧洲 2022 年减产规模合计 115.3 万吨	18
表 5: 铝箔产能潜在增幅空间较大 (万吨)	20
表 6: 2025 年全球电池铝箔需求预计近 80 万吨	22

1、煤铝双核发力带动财务优化

1.1、煤铝双核发力，业绩新高

2021-2022 年期间，国内电解铝价格与煤炭价格上涨幅度较大，带动神火股份营业收入与归母净利润双双高增，2022 年神火股份实现营业收入 427 亿元，同比增长 23.8%；实现归母净利润 75.7 亿元，同比增长 133.9%，双双创下历史最佳水平。2023Q1，公司实现营业收入 95 亿元，同比-11.5%；实现归母净利润 15.5 亿元，同比-20.7%。

从营业收入构成上来看，电解铝是当前公司营业收入第一大板块，收入占比始终在 60%以上；煤炭业务是公司的另一大核心，营收占比在 19%-25%之间波动；自公司 2019 年收购上海铝箔和神隆宝鼎以来，铝箔业务发展迅速，营业收入占比逐年提升，2022 年达到 6.1%。从盈利的毛利构成上来看，公司煤铝业务轮番表现，2021-2022 年期间煤炭和电解铝价格涨幅较大，叠加公司煤铝业务放量，2022 年公司煤炭和电解铝业务毛利占比合计达到 95.5%，相较于 2020 年及以前，双轮驱动格局更为显著。

图1：2022 年营业收入创历史新高（亿元）

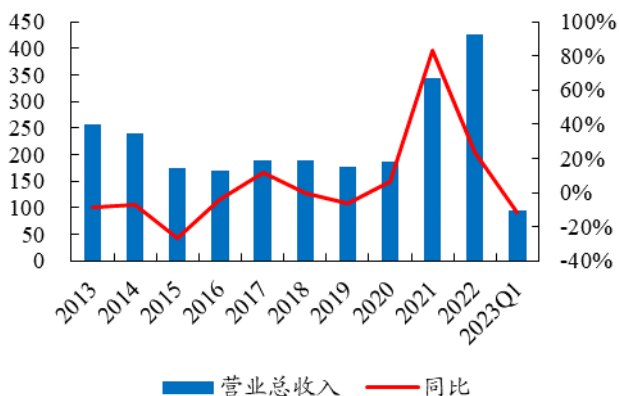
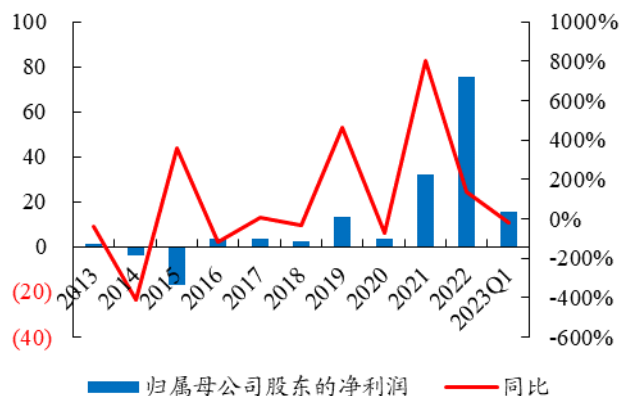


图2：2022 年归母净利润创历史新高（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：公司营收贡献主要来自煤铝两大核心主业

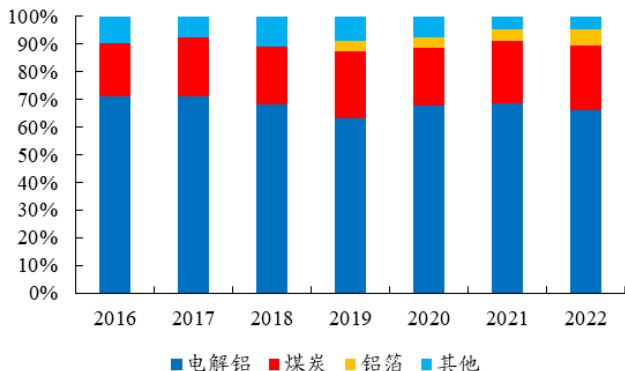
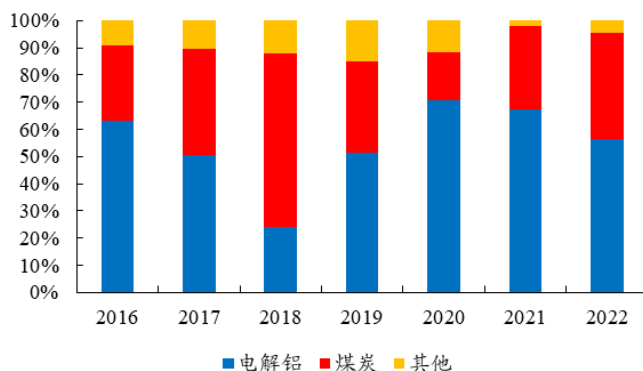


图4：公司毛利贡献主要来自煤铝两大核心主业



数据来源：Wind、开源证券研究所

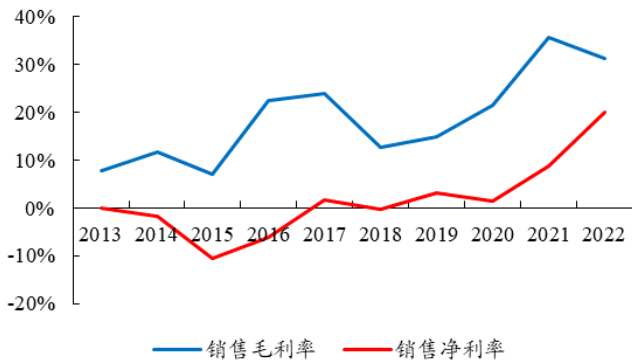
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、财务状况持续优化

盈利与现金流改善正循环。随着行业供给侧改革的开启，煤炭和电解铝业务盈

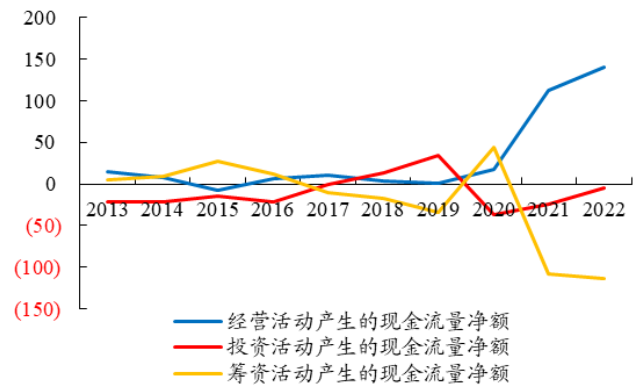
利大幅提升，神火股份 2015-2022 年期间的毛利率呈现波动上升的态势，净利率在 2015 年见底后逐步回升，2021-2022 年则呈现加速增长的态势。盈利能力提升的同时，经营活动产生现金流也出现明显增加，2019 年公司经营活动产生现金流量净额为 1.3 亿元，2022 年则大幅提升至 140.6 亿元。经营活动现金流增多带动筹资现金流转负，公司的资产负债率和流动比率改善明显。不仅如此，债务偿还使得公司财务费用率下降明显，从 2017 年的 10.5% 下降至 2022 年的 1.8%，叠加公司销售费用和管理费用优化，盈利能力受正反馈提升。

图5：2015 年以来盈利能力持续提升



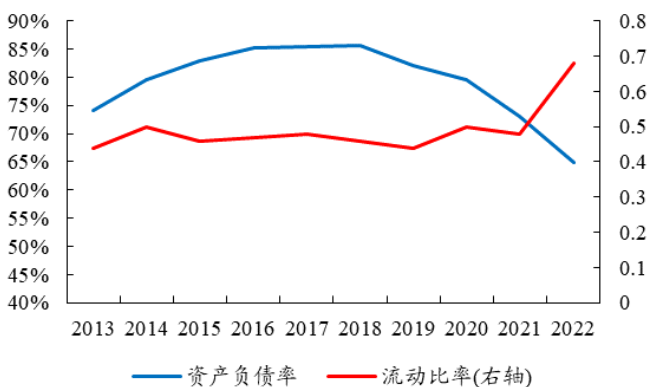
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：经营性现金流改善带动筹资现金流转负（亿元）



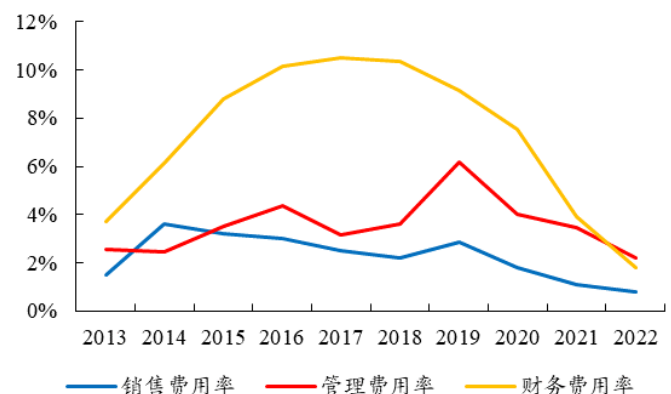
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2018 年后偿债能力优化明显



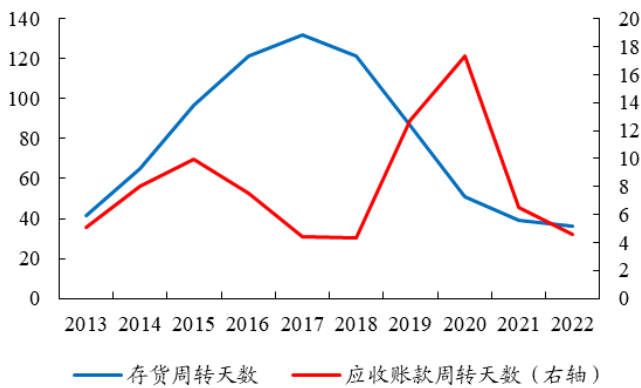
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2019 年后期间费用率下降明显，尤其是财务费用

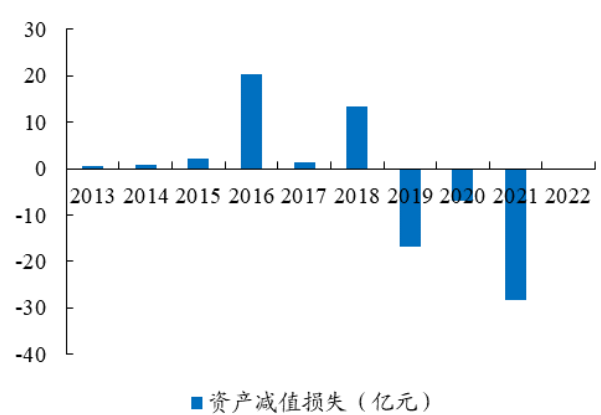


数据来源：Wind、开源证券研究所

营运能力增强，资产质量提升。公司的存货周转天数和应收账款周转天数均呈现一定波动性，但近几年改善明显，基本处于阶段性最优水平。2019 年以来公司计提资产减值步伐加快，其中 2021 年计提资产减值 28.5 亿元，占当年归属母公司净利润的 88.0%。公司资产质量提升明显，2022 年仅计提资产减值 2200 万元。

图9：近几年营运能力改善明显


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：公司已充分计提资产减值


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、煤：高价冶金煤为主，梁北煤矿贡献增量

2.1、煤炭品质优，梁北煤矿增量可期

煤炭品质优&产能超 800 万吨。公司煤炭业务位于我国六大无烟煤生产基地之一的永城矿区，公司也因此成为我国无烟煤主要生产企业之一。截至 2022 年 12 月 31 日，公司控制的煤炭保有储量 13.3 亿吨，可采储量 6.1 亿吨，主要煤种为无烟煤和贫瘦煤。无烟煤主要由河南永城公司本部生产，具有低硫、低磷、中低灰分、高发热量特点，是冶金、电力、化工的首选洁净燃料，公司国内冶金企业高炉喷吹用精煤的主要供应商之一。许昌矿区生产的主要是贫瘦煤，该煤粘结指数比较高，一般用作主焦煤的配煤使用。以产能口径来看，截至 2022 年底公司煤炭核定产能 855 万吨，其中权益产能 778 万吨。

表1：公司煤质优、核定产能 855 万吨（万吨）

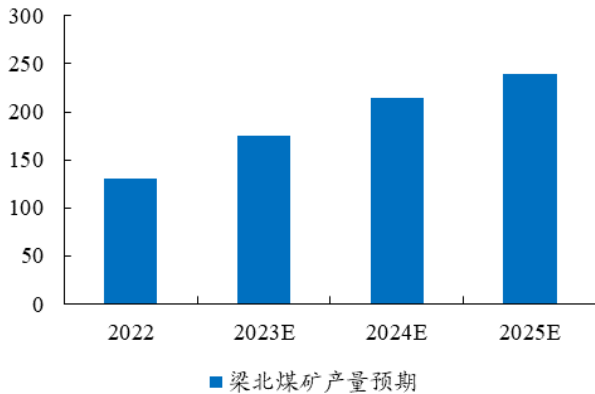
矿井	所属单位	地区	煤种	持股比例	保有储量	可采储量	核定产能	权益产能	状态
新庄煤矿	公司本部	河南永城	无烟煤	100%	6,150	1,700	180	180	在产
刘河煤矿	公司本部	河南永城	无烟煤	100%	1,800	800	45	45	在产
薛湖煤矿	公司本部	河南永城	无烟煤	100%	13,084	8,000	120	120	在产
泉店煤矿	兴隆矿业	河南许昌	贫瘦煤	82%	14,500	6,000	210	172	在产
梁北煤矿	新龙矿业	河南许昌	贫瘦煤	100%	23,400	8,600	240	240	在产
大磨岭煤矿	裕中煤业超化公司	河南郑州	贫瘦煤	36%	7,900	3,600	60	21	在产
和成煤矿	裕中煤业恒业公司	河南郑州	无烟煤	36%	8,081	2,680	45	16	在建
在产-合计				91%	66,834	28,700	855	778	
在建-合计				36%	8,081	2,680	45	16	
总合计				88%	74,915	31,380	900	794	
赵家寨矿（参股）	新郑煤电	河南新郑	贫煤	39%	36,282	19,195	300	117	在产

数据来源：公司公告、开源证券研究所

产销两旺反映需求景气，梁北煤矿增量可期。2018 年 5 月 21 日，全资子公司新龙公司收到《国家能源局关于河南平顶山矿区梁北煤矿改扩建项目核准的批复》（国能发煤炭【2018】37 号），同意新龙公司下属梁北煤矿生产能力由 90 万吨/年改扩建至 240 万吨/年。2020 年 11 月 22 日公司向 16 名投资者非公开发行人民币普通股 3.31

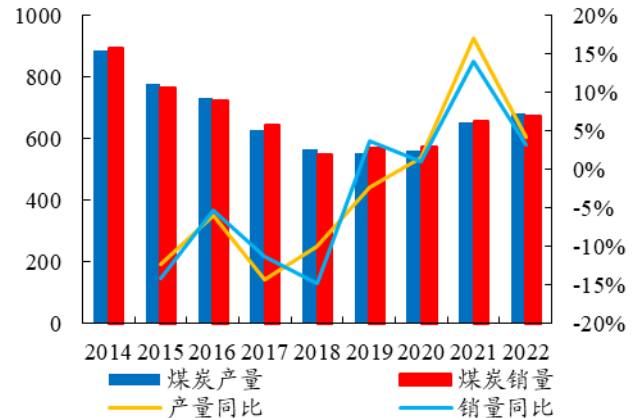
亿股，募集资金 20.5 亿用于该项目。2021 年底梁北煤矿改扩建主体工程完工，我们预计 2023-2025 年期间梁北煤矿贡献的煤炭增量为 175、215、240 万吨。在梁北煤矿技改增量释放背景下，公司 2021-2022 年产销量随之提升，未来也将进一步增加。

图11：梁北煤矿技改后增量可期（万吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：公司煤炭产销逐年提升（万吨）



数据来源：公司年报、开源证券研究所

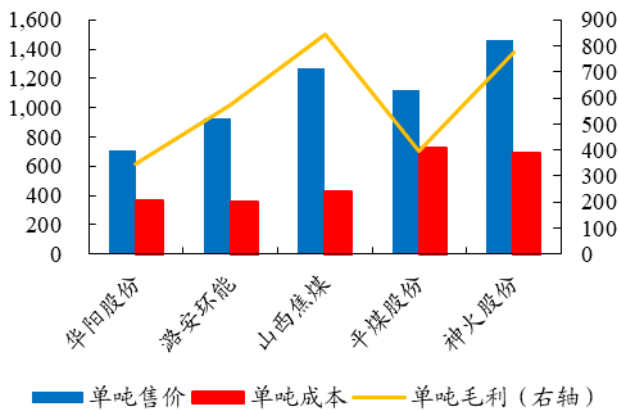
2.2、盈利能力领先行业

单吨毛利领先行业水平。我们选取无烟煤龙头华阳股份、贫瘦煤制喷吹煤龙头潞安环能以及焦煤龙头山西焦煤、平煤股份作为对照，2022 年公司单吨售价为 1464 元，单吨毛利为 773 元，在可比公司中位于前列。我们认为公司盈利能力领先主要基于以下几个方面：

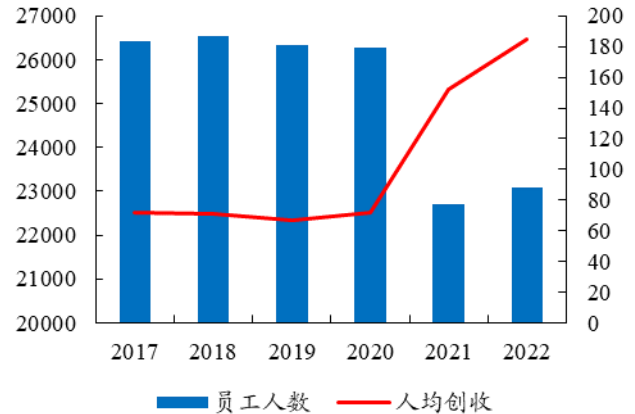
(1) 煤质优及洗选率高。公司产品构成中集中于无烟煤和贫瘦煤，公司无烟煤具有低硫、低磷、中低灰分、高热量的优质特征，贫瘦煤则是优质的炼焦配煤。此外公司煤炭洗选率更高，产出更多的精煤，而可比公司中则含有更多的混煤（用于动力煤），从而导致公司吨煤售价更高。

(2) 地理位置优越。相较于华阳股份、潞安环能和山西焦煤等位于山西的煤企，公司地处河南，距离经济发达且用煤需求较大的华东地区更近，同时紧邻产钢大省河北，无论是在时间效率还是在运输成本上均占优，因此单吨盈利具有优势。

(3) 成本综合管控能力较强。公司在煤炭板块上通过调整布局，发挥装备效能，优化洗选工艺实现增产增效。此外 2021-2022 年期间公司精简员工人数，叠加业绩大涨影响，公司 2022 年人均创收达到 185 万元的新高值，相较于 2020 年提升 158.7%。同时，公司自备的铁路专用线能够降低公司运输成本。基于上述一系列降本增效措施，公司单吨成本低于同处河南的平煤股份。

图13：2022年公司单吨毛利位于行业前列（元/吨）


数据来源：各公司年报、开源证券研究所

图14：公司减员增效致人均创收创下新高（万元）


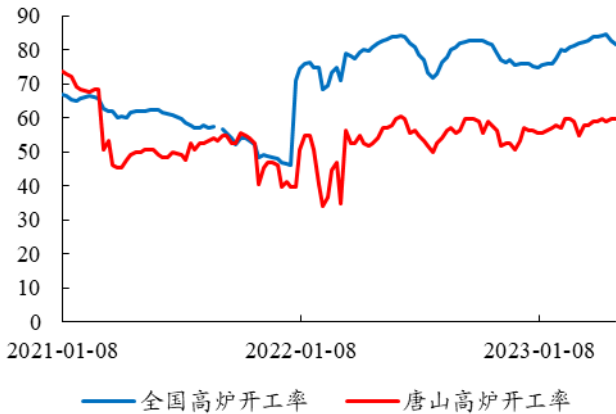
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、勿惧进口冲击，煤炭高景气仍将持续

经济稳增长，投资仍是重要抓手。2023年两会提到2023年经济增长目标为5%左右，时值新一届政府上任首年，叠加国内走出疫情后对经济建设的重要性提升，我们认为2023年经济复苏确定性较强。2023年4月披露的数据已显示拐点迹象，国家统计局公布国内一季度GDP为4.5%；3月社会融资规模增量5.4万亿元，比2022年同期多增7079亿元；3月商品出口3155.9亿美元，同比14.8%，均超出市场预期。考虑到海外经济变化使得出口仍面临不确定性，消费虽然是政策稳增长支持的大方向，但依赖居民收入和收入预期的改善且速率较慢，因此我们预计投资仍是当前经济稳增长的重要手段。

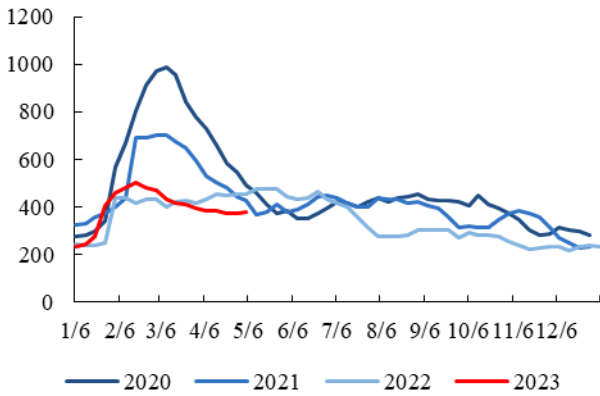
下游需求提振，低库存下弹性可期。无烟煤与贫瘦煤下游主要是冶金行业，2023年以来，全国高炉开工率从75%的相对高位逐步提高，截至5月5日，全国高炉开工率达到81.7%，生铁产量当月同比也自2021年9月以来首次转正，反映下游冶金行业需求正处于复苏期。从库存水平来看，钢厂焦煤库存水平处于低位，其反映的现象是钢厂在盈利能力相对较差时补库意愿不强。主要钢厂钢材库存同样处于低位水平，这意味着若钢材需求提升将会顺利传导到焦炭需求。进一步分析焦炭开工率及其焦煤库存水平可以发现，当前焦化厂开工率处于较高水平。前期钢材需求旺盛之所以未能在焦煤层面有显著体现或因为焦化厂在去焦煤库存，随着焦化厂焦煤库存走低至低位，钢材-焦炭-焦煤需求传导已无障碍。当前宏观与微观数据表明经济复苏仍在持续且有望加快步伐，下游冶金行业存在顺势开启补库动作的可能，届时煤炭有望受益于需求与补库双重提振。

图15: 稳增长预期下高炉开工率维持高位



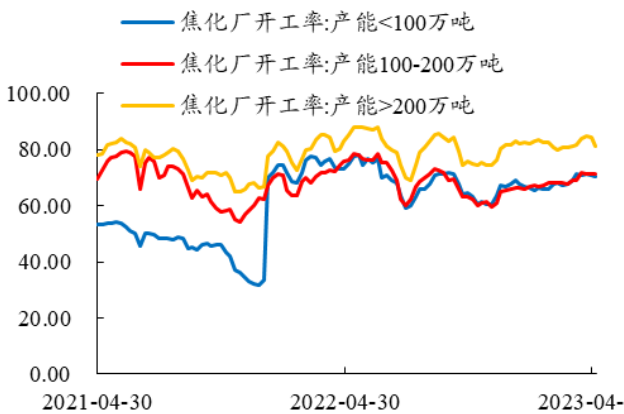
数据来源: CCTD、开源证券研究所

图17: 主要钢厂钢材库存水位较低(万吨)



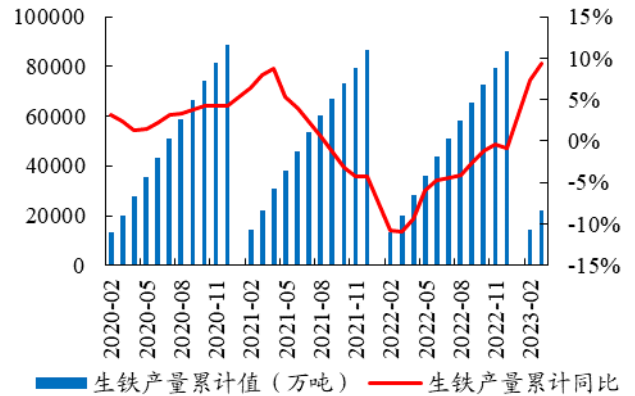
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 焦化厂开工率维持较高水平



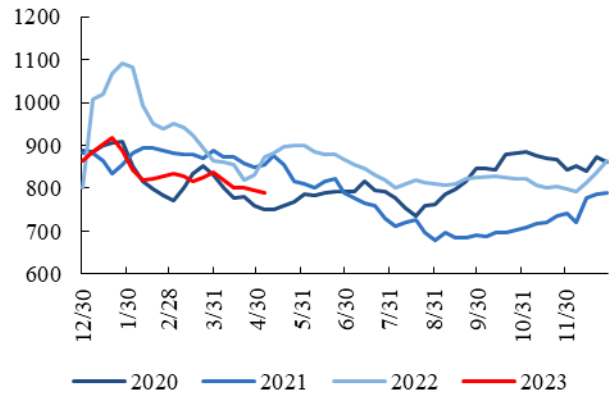
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2023年以来生铁产量同比大幅转正



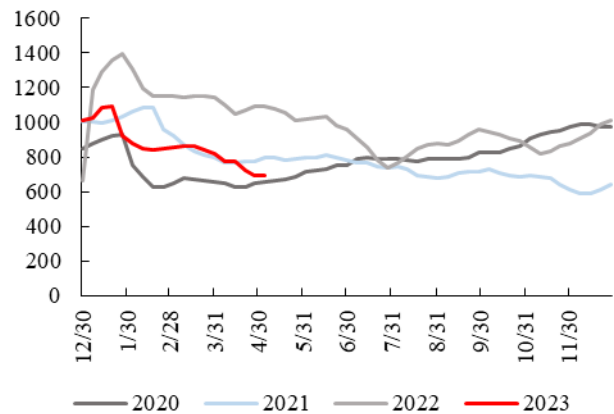
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 钢厂焦煤库存水位较低(万吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 独立焦化厂焦煤库存持续走低(万吨)

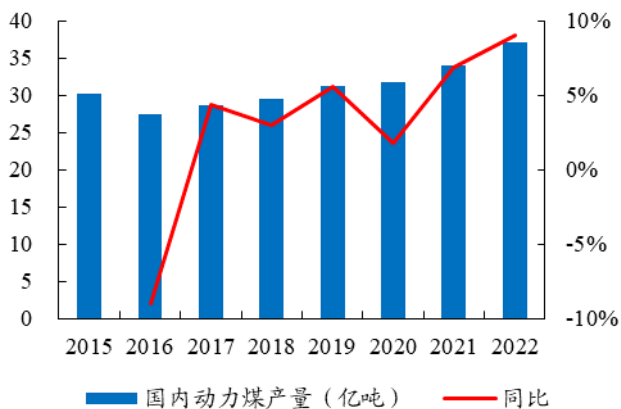


数据来源: Wind、开源证券研究所

焦煤供给增量有限。2020年下半年国内经济复苏加快，叠加双碳政策提出后对能耗双控的严格要求，国内煤电产业链出现供需失衡，随后2021年开始执行核增保供政策。在此政策推动下，2021年和2022年国内动力煤产量同比分别增长6.9%和9.0%，但同期炼焦煤产量增速却下滑至1.0%和0.7%，供给增量十分有限，主要原因

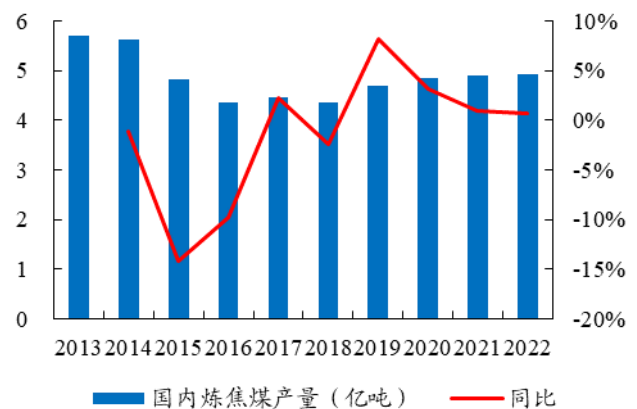
包括：(1) **焦煤资源稀缺**，从已查明的资源储量来看，我国炼焦煤储量约占煤炭总储量的 19%，若考虑精煤洗出率则数量将至少再缩减一半，属于稀缺性煤资源，其中保有储量半数以上集中于山西地区，区域性分布不均衡加大供给难度。(2) **焦煤开采难度大**，焦煤碳化程度高于动力煤，煤层埋藏更深，开采难度较大，影响焦煤开工率。此外，政府对于安全生产的要求（如限制瓦斯矿井开工）也进一步限制了焦煤开工率。(3) **双碳政策抑制新增产能供给意愿**，双碳政策之下钢铁行业碳达峰将以压减粗钢产量及提高电炉占比等方式实现，这种长期焦煤需求增量有限的预期使得企业新建产能意愿不强，导致中短期产能供给缺乏弹性。

图21：动力煤核增保供作用明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：焦煤供给增量有限



数据来源：Wind、开源证券研究所

进口煤短期冲击价格，长期不必过于担忧。2023年1-3月，国内进口焦煤2276万吨，同比增长85.6%，在此冲击下煤价出现一定程度下行，但时间周期拉长来看，煤价仍处于高位震荡格局当中。我们分别从焦煤进口大增的原因和展望两方面阐述长期不必担心进口大幅增加的逻辑。

原因方面：(1) 中澳关系缓和增加澳煤通关，自2020年下半年实行澳煤禁令以来，澳煤进口大幅减少，随着中澳关系缓和澳煤通关量逐步增多；(2) 原定于2022年5月1日至2023年3月31日期间实施税率为零的煤炭进口暂定税率，部分进口煤在截止日期前加快了进口速度；(3) 海外能源价格回落使得进口煤价相对于国内较低，部分弥补了进口煤劣势。

如何看待进口煤后续变化趋势？

(1) **澳煤已实现再度平衡，通关增加具有短期性特征。**2020年底禁止澳煤进口后，无论是中国还是澳大利亚均寻找了相应的替代进（出）口国，如中国大幅增加了印尼煤的进口，澳大利亚则加大了对印度、日本和韩国等国家的出口。2021年澳大利亚炼焦煤前四大出口市场分别为：印度5601万吨（+28%）、日本3556万吨（+15%）、韩国2335万吨（+41%）和越南799万吨（+16%），前四大出口市场均有明显的数量上涨意味着澳煤出口已实现再度平衡。

(2) **能源安全与产业链安全成为重要因子。**在经历中澳关系的波折变化以及俄乌冲突后，能源安全与产业链安全成为各国商业往来的重要因子。2022年4月，印度与澳大利亚两国贸易部长以视频会议形式签署了双边贸易协定，其中约定，印度将为澳大利亚85%以上的出口商品提供零关税准入，包括煤炭、羊肉、羊毛、液化天然气等，该举意在降低对华依赖。日本海关数据显示，2022年1-8月日本从澳大

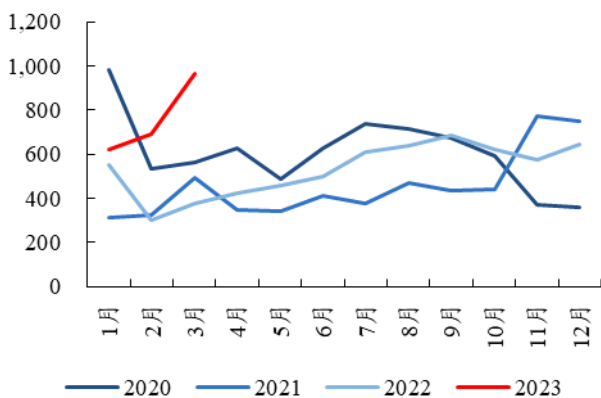
利亚进口动力煤达 5546.4 万吨，占同期日本动力煤进口总量的 70% 以上。尽管中澳关系出现缓和，但在双方安全诉求下难以支撑澳煤进口大幅提升。

(3) 进口总量变化有限，结构变化将是主要趋势。我国“富煤”的国情决定了煤炭自给自足将是主要基调，煤炭进口更多的是总量调节手段，调节的方式包括配额申请和关税调节。一方面进口总量大概率将继续维持在 3 亿吨水平上下做浮动，另一方面进口配额和关税可以一定程度上作为“反向信号”，如国务院关税税则委员会延长煤炭零关税至 2023 年 12 月 31 日，间接验证了国内煤炭供应仍有不确定性。

(4) 关税问题得到解决。关税政策变动预期下的市场行为是短暂的，随着零关税政策延长后，市场行为将回归正常；另一方面，一季度为了满足中国进口量而挤占的其他地区需求或将在后续时间反过来挤占中国进口需求。

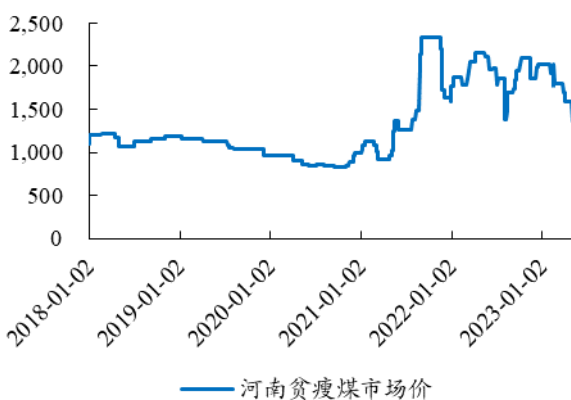
(5) 国内焦煤需求有望消化供给增量。2023Q1 在进口煤大增的带动下，国内焦煤供给处于历史较高水平，尤其是 3 月抢购需求推动下供给量提升较多。但同时应注意到，国内焦煤消费量同样表现亮眼，后续稳增长大概率将延续，叠加五六月施工旺季到来，国内焦煤需求有望消化供给增量。

图23：2023Q1 进口煤存在抢购现象（万吨）



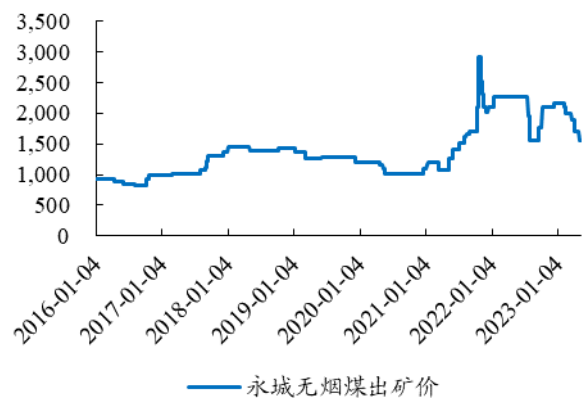
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：贫瘦煤价格处于高位震荡（元/吨）



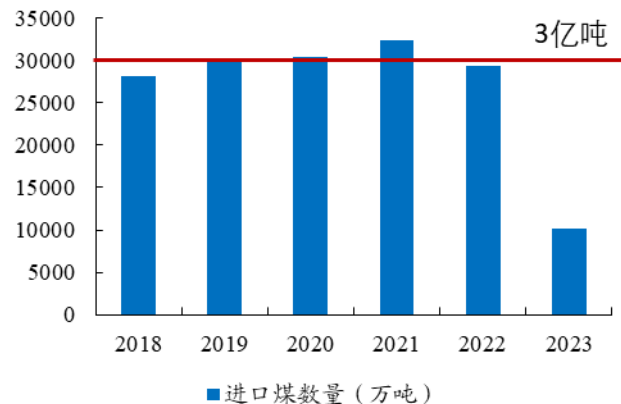
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：无烟煤价格处于高位震荡（元/吨）

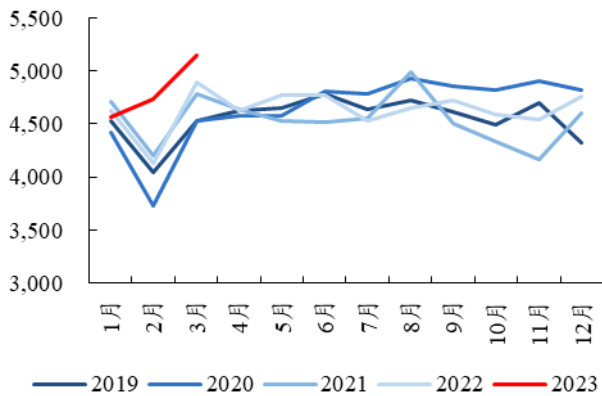
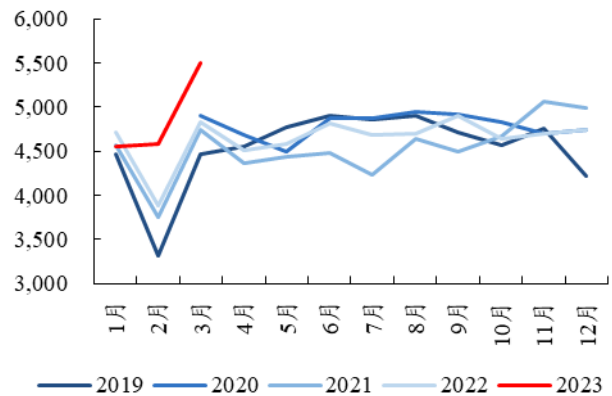


数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：国内进口煤数量较为稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2023Q1 焦煤消费表现亮眼（万吨）

图28：2023Q1 焦煤供给放量主要集中于3月（万吨）


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、电解铝：低成本布局，优势凸显

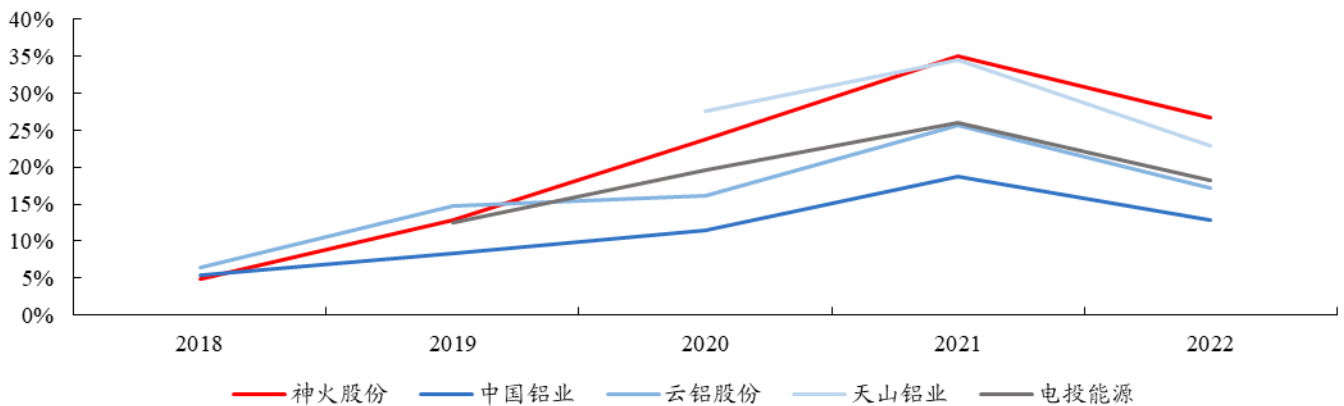
电价是区分电解铝冶炼企业成本的最关键因素。电解铝作为大宗商品，最核心的是成本优势比拼。从成本构成来看，氧化铝和电力成本均占 30%-40% 之间，是影响电解铝成本的核心两大因素。由于氧化铝的报价公开透明，区域间差异较小（差异主要反映运输费用），各企业的氧化铝成本差距相对较小。电价则有明显的区域差异，按照每吨电解铝耗电 13500 度的标准来看，电价每相差一毛则电解铝成本相差 1350 元/吨，是影响企业间成本的最关键因素。

低成本产能扩张造就毛利率领先。自 2006 年涉足电解铝行业以来，公司的发展历史可以浓缩为低成本产能扩张历史。公司从控股公司购入电解铝资产，初期是为了煤炭主业洗选后的劣质煤掺烧发电用于生产电解铝，以较低成本延伸产业链。随着高耗能行业电价上升以及河南电价优惠取消，公司迅速调整策略，前往煤炭成本低的新疆新建 80 万吨电解铝产能，同时以自备电形式充分利用当地低廉煤炭成本，本部则以电定产控制电解铝产量。随着本部电解铝产能因高成本亏损而逐步停产，公司敏锐把握到云南水电阶段性过剩的机遇，将本部产能置换至云南，逐步形成 90 万吨电解铝产能。截至 2022 年 12 月 31 日，公司在新疆拥有 80 万吨电解铝权益产能以及在云南拥有 39 万吨电解铝权益产能。得益于公司低成本产能扩张的路径，2022 年公司电解铝业务毛利率为 26.7%，位居可比公司之首。

表2：神火股份电解铝集中于新疆和云南两大低成本区域（万吨）

	产品	所属单位	地区	持股比例	核定产能	权益产能	生产线	状态
云南神火电解铝产线	电解铝	云南神火	云南神火	43%	90	39		在产
	电解铝	新疆煤电	新疆昌吉州	100%	40	40	400KA	在产
新疆电解铝产线	电解铝	新疆煤电	新疆昌吉州	100%	40	40	500KA	在产
	自备电	新疆煤电	新疆昌吉州	100%	2,000	2,000		在产
	阳极炭块	新疆炭素	新疆昌吉州	100%	56	56		在产
电解铝-总计				70%	170	119		

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图29：神火股份电解铝业务毛利率位居行业第一梯队


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1、云南神火：产能仍有空间，绿电优势值得期待

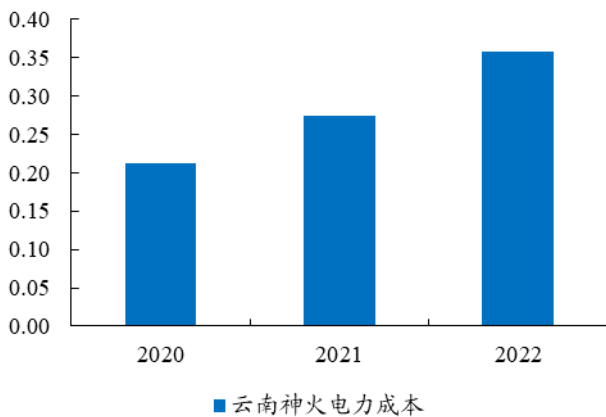
电价优惠取消+云南限产影响有限，成本优势仍旧明显。2018年云南省发布《关于实施优价满发推动水电铝材一体化发展专项用电方案的通知》，对于引进的自带电解铝指标的企业，前五年按照0.25元/度的电价成本（综合估算值），第六年起每年增加0.012元，直至增加至0.3元/度封顶。2021年云南省宣布电价优惠取消，云南神火购电价格改为参照昆明电力交易中心公开电价标准，在优惠电价取消以及电力市场化改革，云南神火电价（不含税）从2020年的约0.21元/度提升至2022年的0.36元/度，按照单吨电解铝耗电13500度估算，单吨成本提升205元。从云南神火的单吨净利来看，2022年相较于2021年下降约600元/吨，相较于2020年增长了约200元/吨，电价上涨对单吨盈利的影响有限。此外，云南电价优势仍十分显著，以电解铝第一大省山东为例，南山铝业2023年1月31日公告，其控股股东南山集团向其提供电力价格为0.70元/度。

另一方面，云南自22年9月进行两轮限产，限产比例约20%，2023年2月再度限产，减产规模占省内产能约40%，考虑到具体企业减产比例略有不同以及复产时间不确定，我们分别做了假设（新疆神火产量不变）。乐观预期下，公司当前减产比例为30%且6月初复产，则限产将使公司2023年产量同比下滑2.9%；悲观预期下，公司当前减产比例为40%且7月初复产，则限产使公司2023年产量同比下滑7.0%，整体上下滑2.9%-7.0%之间可能性较大。由于公司新疆地区产能与云南相差不大，且产销十分稳定，云南神火的限产对于公司整体产量影响较小。从盈利层面来看，由于公司对云南神火并非百分百控股，云南神火减产的利润影响将进一步削弱。此外，云南限产降低了电解铝的供应，一定程度上产生了挺价效应，因此最终的盈利层面的影响将进一步缩小。

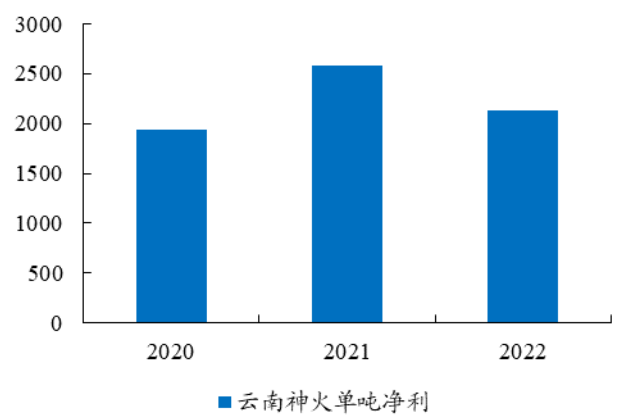
表3: 云南限产影响有限 (万吨)

限产比例	6月初复产		7月初复产	
	产量影响	产量变动	产量影响	产量变动
10%	3.8	1.7%	4.5	1.2%
20%	7.5	-0.6%	9	-1.5%
30%	11.3	-2.9%	13.5	-4.3%
40%	15.0	-5.2%	18	-7.0%

数据来源: 开源证券研究所

图30: 优惠电价取消后云南神火电价有所提升 (元/度)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图31: 云南神火吨净利下降幅度小于电力成本上升 (元)


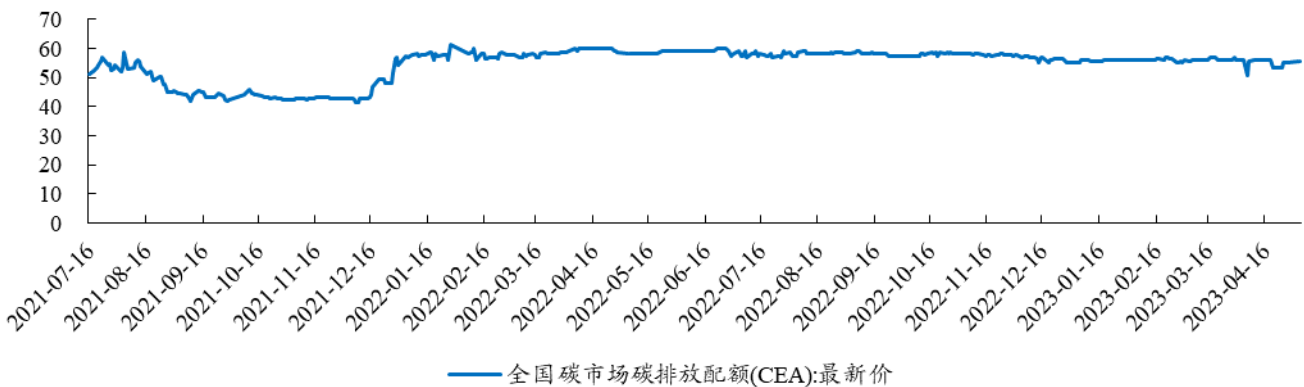
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

权益产能仍有增长空间。当前公司持有云南神火 43% 股权, 对应权益产能 39 万吨, 仍有提升空间。2022 年 4 月 25 日公司发布《河南神火煤电股份有限关于筹划重大资产重组的停牌公告》, 拟收购河南神火集团有限公司和河南资产商发神火绿色发展基金 (有限合伙) 持有的云南神火 40.1% 的股权。2022 年 11 月 13 日公司发布公告, 因交易无法达成各方预期而终止本次交易事项。由于神火集团是河南省重点支持发展的煤炭和铝加工企业集团, 神火股份则是神火集团旗下唯一煤和铝上市平台, 未来公司仍存在提升云南神火股权以提高权益产能的预期。

绿电铝的长期优势不可忽视。2021 年 7 月 14 日欧盟正式颁布《欧盟关于建立碳边境调节机制的立法提案》, 推出全球首个碳关税政策, 计划于 2026 年全面实施, 2023 年 2 月 9 日欧洲议会环境、公共卫生和食品安全委员会正式通过了欧洲碳边境调整机制 (CBAM) 协议, 欧盟将向钢铁、铝、水泥、化肥、电力以及氢能等行业进口商征收额外税收, 2023 年 4 月 25 日欧盟理事会通过了碳边境调节机制。绿色铝的价值将会逐步体现, 当前欧盟排放配额 (EUA) 呈现震荡走高态势, 2023 年 5 月 5 日最新价格达到 82.9 欧元/吨, 相较于 2021 年 5 月 5 日增长了 68%。国内碳排放额 (CEA) 则在双碳政策公布后推出, 单吨价格稳定在 40-60 元之间, 2023 年 4 月 4 日最新报价 55.5 元/吨, 按照每吨水电铝相较于火电铝可减少碳排放约 11 吨来看, 水电铝隐含 611 元/吨溢价。我们预计随着欧盟碳关税政策进入实质性落实阶段以及国内双碳目标临近, 水电铝的溢价或将得到体现且溢价水平有望进一步提升, 云南神火已取得绿色用电凭证, 未来有望受益。

图32：欧盟排放配额（EUA）逐步走高（欧元/吨）

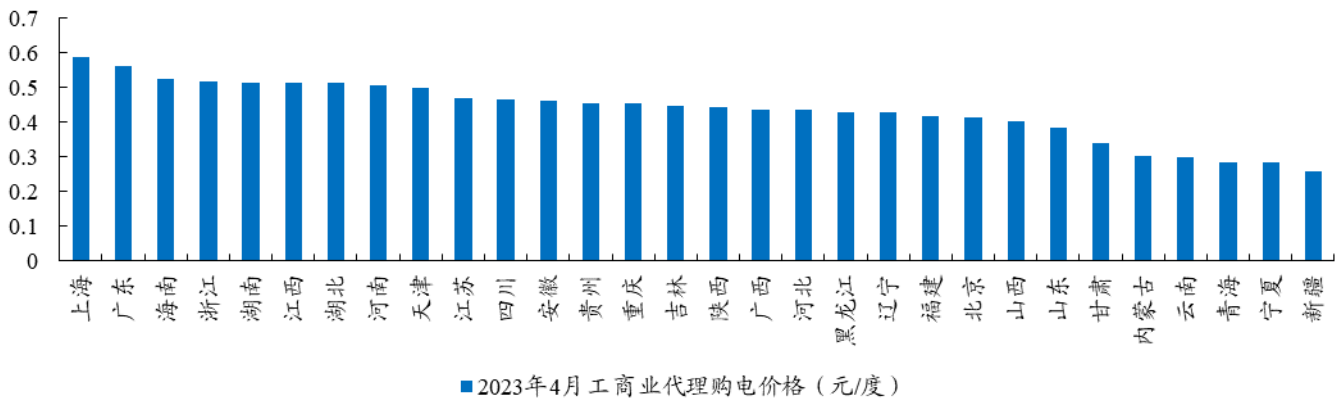

数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：国内碳排放配额（CEA）比较稳定（元/吨）


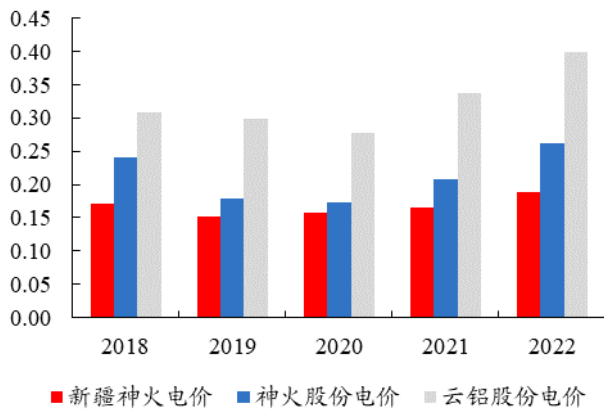
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、新疆神火：稳居成本第一梯队

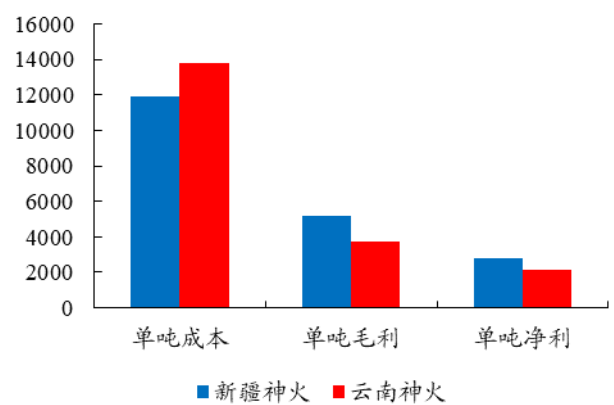
新疆电价更具优势。云南地区电价在全国范围内已经属于极低水平，而新疆电价则更具优势，根据北极星电力网数据显示，2023年4月新疆工商业代理购电价格仅为1.258元/度，是全国最低的电价水平。具体到个体比较来看，2022年公司不含税综合电价水平（含云南和新疆两地）为0.26元/度，低于云铝股份的0.4元/度，若仅考虑新疆神火电价的话（2022年不含税约为0.19元/度），则差异将进一步增大。从新疆神火与云南神火的比较来看，根据我们的测算，新疆神火和云南神火2022年单吨毛利分别为5194和3702元，毛利差异主要是电价差异。考虑到新疆地理位置较偏远，在运输成本上约比云南高出1000-1100元（考虑两吨氧化铝入疆和一吨电解铝出疆），因此单吨净利两者差异约650元（不考虑预焙阳极）。

图34：新疆电价全国最低


数据来源：北极星电力网、开源证券研究所

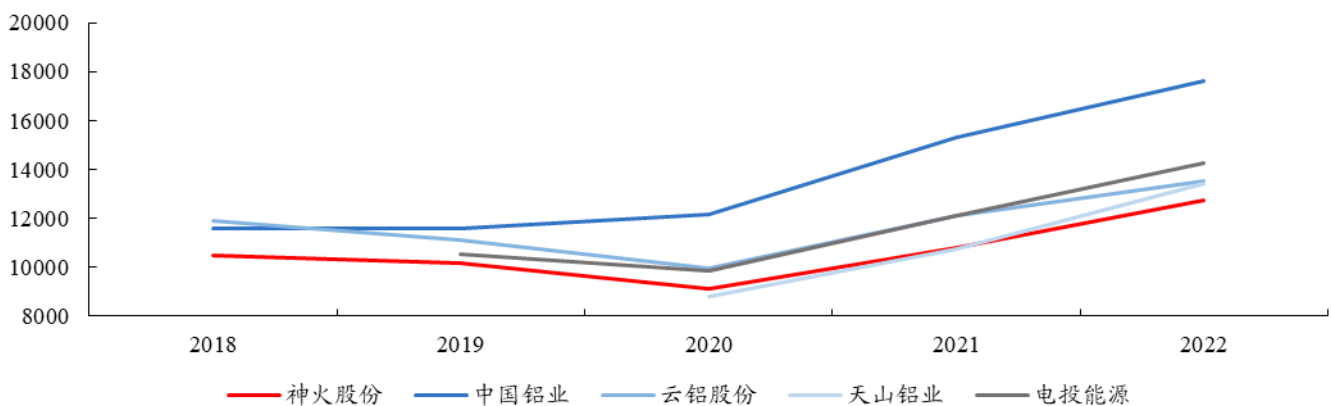
图35：新疆神火电价显著偏低 (元/度)


数据来源：云铝股份年报、神火股份年报、开源证券研究所

图36：新疆神火盈利能力更强 (2022年, 元/吨)


数据来源：公司年报、开源证券研究所

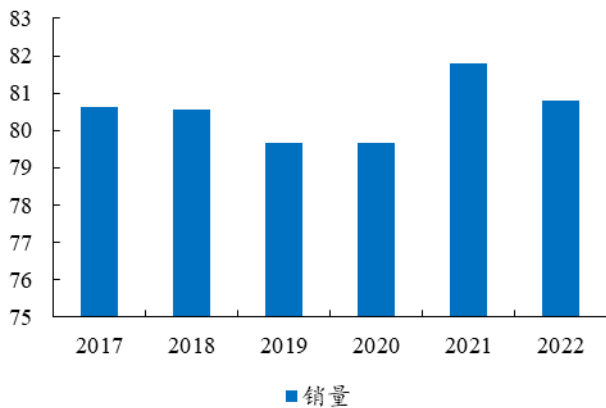
成本领先行业。在两大优势成本区域加持下，公司单吨成本处于行业第一梯队。单吨成本既低于位于云南的云铝股份也低于位于内蒙古、具有自备电优势电投能源，同时，在费用控制上的优异表现使得公司单吨成本在2022年反超了同在新疆的天山铝业，成就可比公司中单吨成本最低。

图37：公司单吨成本处于最低水平 (元/吨)


数据来源：各公司年报、开源证券研究所

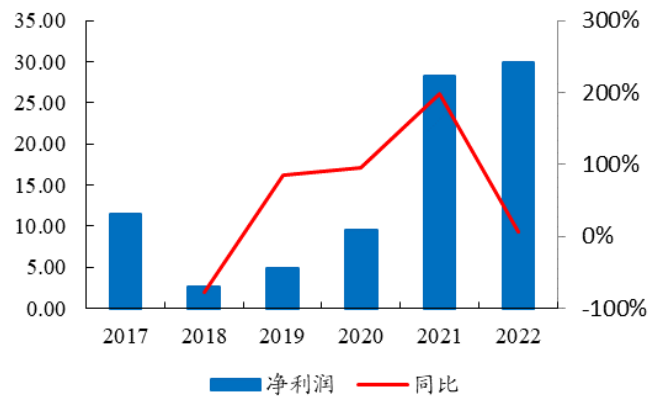
产销稳定，盈利提升。2017-2022年新疆神火80万吨产能开工稳定，始终处于满产满销状态，是公司电解铝业务压舱石。自供给侧改革以来，煤炭和电解铝两大供改重点产品价格中枢逐步上升，新疆神火受益于新疆优质且低价的煤资源，既确保了原材料价格的稳定性，也享受到了电解铝价格上涨红利。近些年来由于云南电解铝产能增长较快而导致的频繁限电限产问题，在水电铝占比高的大环境下，未来仍可能发生，凸显了新疆神火供应稳定的优势。

图38：新疆神火基本处于满产满销状态（万吨）



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图39：新疆神火（含阳极）盈利逐步增强（亿元）

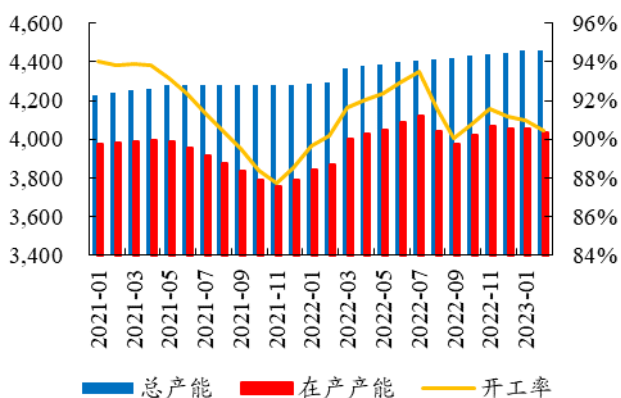


数据来源：公司年报、开源证券研究所

3.3、下游复苏，去库有望开启

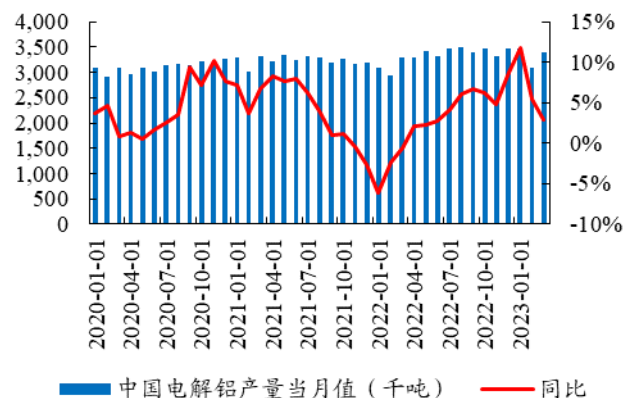
产能逼近天花板，供给难有弹性。2023年3月国内电解铝总产能达到4466万吨，距离产能天花板仅相差34万吨。从运行产能角度来看，由于水电铝的生产受来水影响较大，叠加近些年来云南电解铝产能逐步增多，国内整体电解铝的供给更容易受到影响，在这种背景下国内电解铝90%以上的开工率已经是较高水平，向后展望供给难有弹性，2023年3月国内电解铝产量为338.7万吨，同比增加2.9%，相较于2023年2月增速下滑2.5个百分点。

图40：国内电解铝总产能逼近天花板（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：电解铝产量增速受水电影响而限产



数据来源：Wind、开源证券研究所

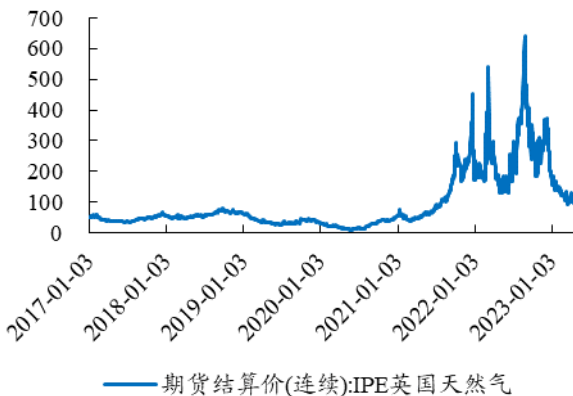
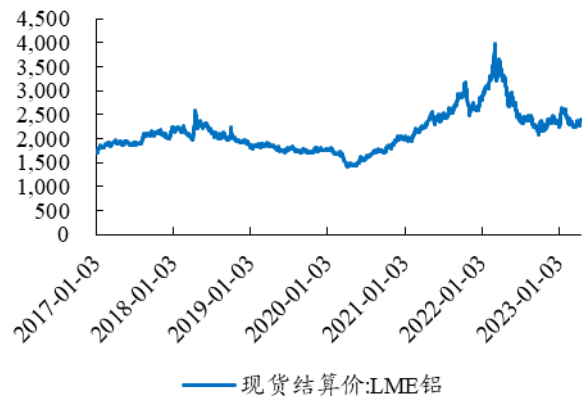
海外复产可能性低且潜在影响小。2021年以来，在海外经济复苏带动需求大增、海外主要经济体信贷宽松以及俄乌冲突对能源供应的冲击之下，能源成本快速提升，欧洲天然气价格屡创历史新高。在此背景下欧洲电解铝企业出现多轮不同规模的减

产，从已公布减产信息来看，2021-2022 年累计减产约 115.3 万吨产能。虽然 2022 年下半年至今欧洲能源价格出现明显回落，但我们认为目前海外电解铝复产可能性较低且潜在影响小，主要原因为：一是当前天然气价格仍是近十年以来高位水平，在当前能源价格下欧洲电解铝仍旧无法盈利；二是当前 LME 铝价同样出现大幅回落，对于复产的吸引力有限；三是电解铝启停的成本较高，按照国内行业经验，电解铝启停槽的成本约 1000 元/吨，而当前俄乌局势尚未最终明朗，欧洲经济也面临着衰退风险，欧洲电解铝企业冒险承担启槽成本的意愿不强；四是即使以最悲观的预期（即减产产能全部复产+年初即已全部复产+全部流入国内，开工率 100%），对于国内的整体电解铝供给的冲击不足 3%（取 2022 年 4021.4 万吨电解铝产量）。

表4：欧洲 2022 年减产规模合计 115.3 万吨

国家	企业	建成产能	减产规模
英国	lochaber	4.3	
	Dunkerque	28.5	10.1
	St.JeandeMaurienne	14.5	
德国	TRIMET	40	15
	Neuss	14	
希腊	SA	17	
冰岛	AlcoaFjardeel	34.6	
	Nordural	31.7	
	RioTintoAlcan	21	
黑山	Uniporm	12	12
荷兰	DelfzijlALDEL	11	11
挪威	Ardal	20.4	
	Hoyanger	6.5	
	Hydro	18.5	
	Karmoy	26.5	
	AlcoaNorway	9.4	3.1
	Sunnal	40	
罗马尼亚	SCAlroSASlatina	26.5	17
俄罗斯	Rusal	429	
斯洛文尼亚	Talum	8.5	6.8
斯洛伐克	Slovalco	17.5	17.5
西班牙	SanCiprian	22.8	22.8
瑞典	Kubikenborg	13	
波斯尼亚	Aluminij.d.Mostar	13	
	合计（万吨）	880	115.3

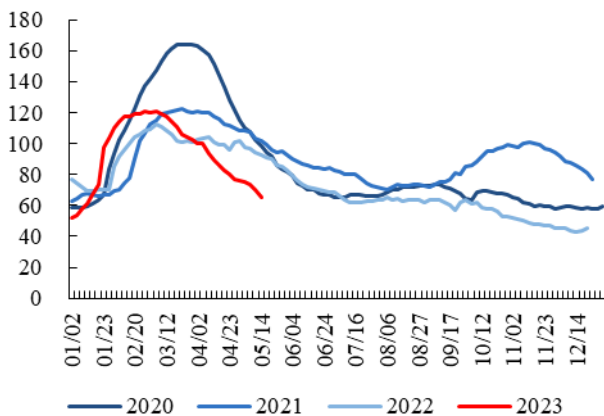
数据来源：SMM、开源证券研究所

图42：海外天然气回落但仍处十年高位（便士/色姆）

图43：LME 铝价回落抑制海外产能复产意愿（美元/吨）


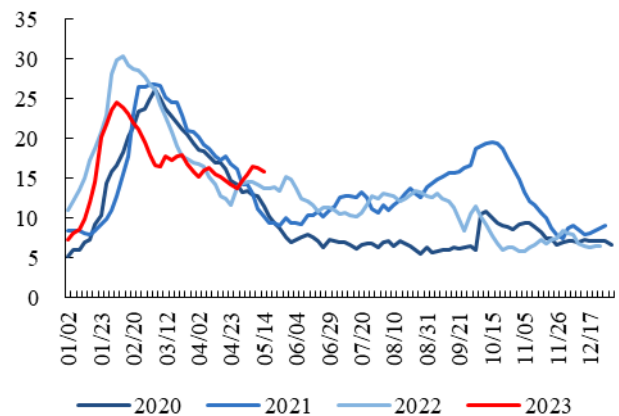
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

库存维持低位。库存通常扮演蓄水池角色，用于调节供需格局变化下的价格敏感性。考虑到电解铝就地加工以及铝水转换比例提升，铝锭库存存在一定失真，但其在短周期的环比变化上仍有较强指导意义，我们将铝锭和铝棒共同作为电解铝库存的观测指标。当前铝锭和铝棒库存水平处于2020年以来较低水平，若供需格局发生变化，价格的弹性将更加显著。

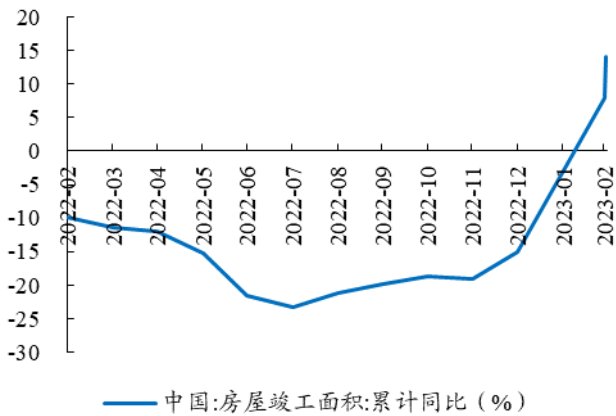
图44：国内铝锭库存处于低位（万吨）


数据来源：Wind、开源证券研究所

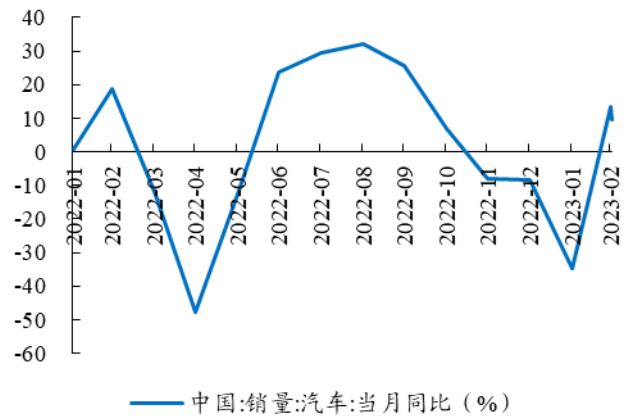
图45：铝棒库存有所反复但绝对值影响小（万吨）


数据来源：Wind、开源证券研究所

下游复苏明显，铝价有望得到支撑。从国内电解铝下游需求来看，建筑与交通运输的占比较大。建筑方面以地产为主，其中电解铝主要用于房屋门窗等领域，与竣工端关联度更高，2022年下半年以来，随着“保交楼”等房地产支持政策陆续出台，房地产竣工端率先受益，呈现出持续改善的趋势。自2023年以来房屋竣工面积累计同比已经转正，截至2023年3月，房屋竣工面积累计同比达到14.0%，相较于2月8%的增速再度提高。地产链对于铝消费有望从2022年的拖累项逐步转变成稳定项甚至是促进项。交通运输以汽车为主，2022年8月以来国内汽车销量同比持续下滑，自2023年2月实现同比转正，随着经济复苏持续演绎，汽车销量也有望继续改善。低库存叠加需求提振，电解铝价格有望得到支撑并震荡向上。

图46：房屋竣工面积累计同比改善明显


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图47：2月份后汽车销量同比出现改善


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、铝加工：发力电池铝箔，构建新成长动力

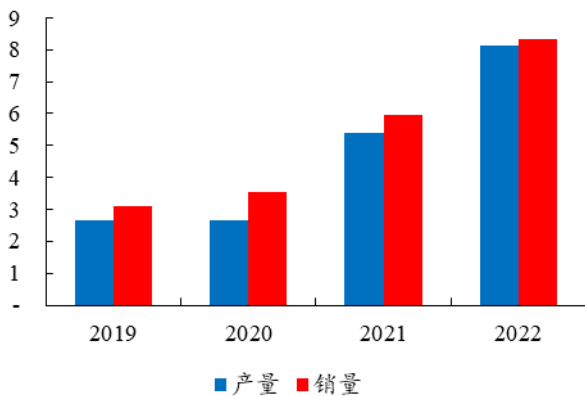
4.1、铝加工业务初具规模，进军新能源

产销逐步提升，铝加工初具规模。2019年以前公司铝加工业务主要为子公司阳光铝材10万吨铝材冷轧业务（2021年改为联营企业后不再纳入合并报表），2019年公司收购母公司持有的上海铝箔75%的股权和神隆宝鼎56.9%的股权，铝加工业务逐步向铝箔业务集中，2022年公司以上海铝箔股权向神隆宝鼎增资，对神隆宝鼎持股比例提升至80.2%。2023年1月10日公司发布董事会第八届第三十次会议决议公告，为充分发挥云南绿色水电铝产业优势，发挥产业链协同效应，拟由云南神火出资1亿元设立全资子公司投资建设年产11万吨新能源汽车电池铝箔项目。至此公司在产铝箔产能为8万吨，权益产能6.4万吨，随着2023Q4神隆宝鼎二期投产，铝箔产能将提升至14万吨，到2025年或将进一步提升至25万吨。产销方面，随着神隆宝鼎一期5.5万吨项目逐步达产，公司铝箔业务产销量逐年提升，2022年销量达到8.34万吨。铝箔业务在公司的营收中的占比也在不断提高，2022年达到6.1%，相较于2021年提升1.7个百分点，是公司成长性最强的板块。

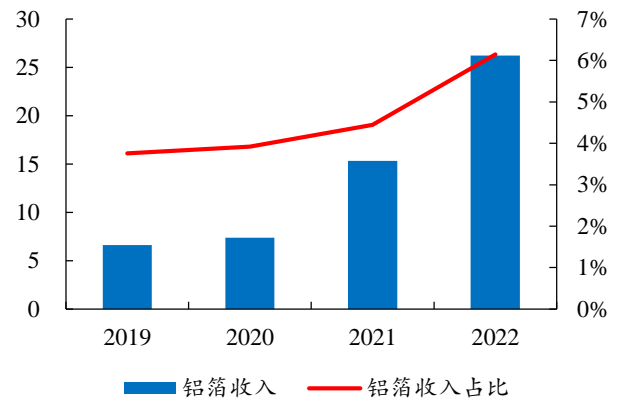
表5：铝箔产能潜在增幅空间较大（万吨）

	产品	所属单位	地区	持股比例	核定产能	权益产能	生产线	状态
铝箔产线	铝箔	神隆宝鼎（上海铝箔）	上海	80%	2.5	2		在产
	铝箔	神隆宝鼎	河南商丘	80%	5.5	4.4		在产
	铝箔	神隆宝鼎	河南商丘	80%	6.0	4.8		在建
	铝箔	云南神火	云南	43%	11.0	4.7		规划
	铝箔-在产合计				8.0	6.4		
	铝箔-总计				25.0	15.9		

数据来源：公司公告、开源证券研究所

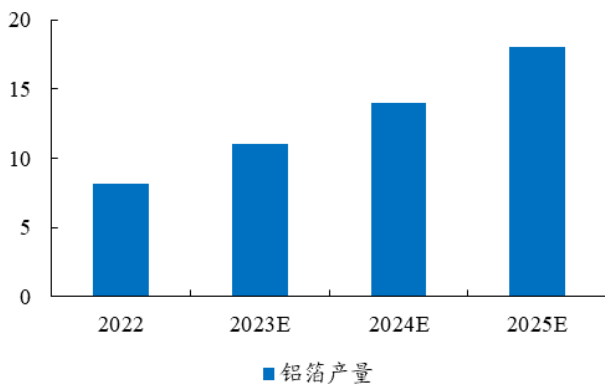
图48：公司铝箔业务迅速放量（万吨）


数据来源：公司年报、开源证券研究所

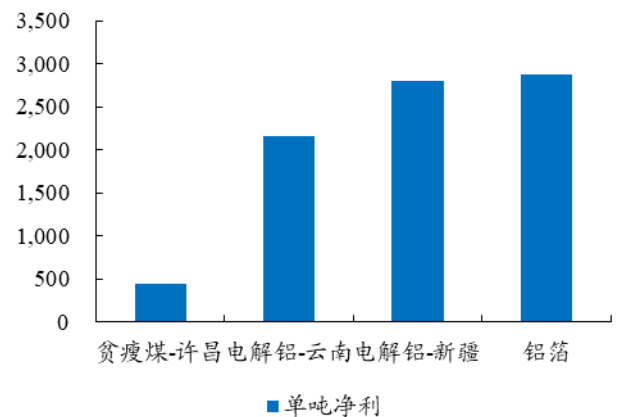
图49：公司铝箔收入占比逐年提升（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

进军新能源，盈利能力有望改善。上海铝箔主要从事双零箔生产，包括食品箔和包装箔，神隆宝鼎一期主要生产高精度电子电极铝箔。2022年1月26日公司董事会决议通过投资年产6万吨新能源动力电池材料生产建设项目，该项目预计2023年Q4投产，公司2023-2025年铝箔业务产量有望达到11、14和18万吨。公司铝箔业务走高端化路线，主要设备是世界一流的德国阿亨巴赫铝箔轧机，2022年铝箔业务单吨净利2878元，在公司各大业务板块中盈利能力最强。公司在双零箔领域有深厚的积累，在电池箔生产上不存在明显障碍，随着电池箔产能逐渐释放，有望带动公司层面盈利能力逐步改善。

图50：神隆宝鼎二期项目预计2023年开始贡献产量（万吨）


数据来源：公司年报、开源证券研究所

图51：铝箔业务盈利能力强（2022年度，元/吨）


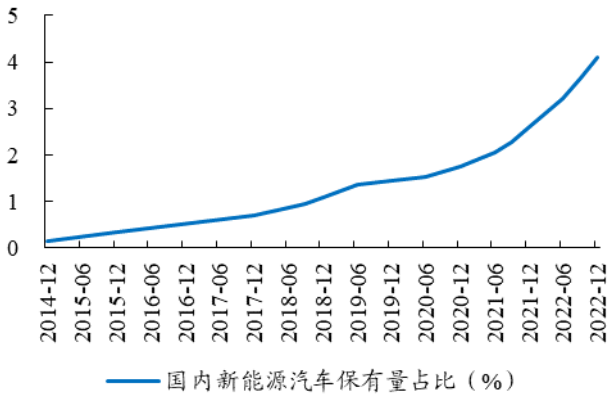
数据来源：公司年报、开源证券研究所

4.2、新能源车叠加储能，电池铝箔大有可为

新能源车方兴未艾，储能前景广阔。自2020年开始新能源汽车销量增长迅速，根据乘联会数据显示，2023年3月国内新能源汽车销量口径的渗透率已达到34.2%，尽管新能源汽车销量增速下滑难以避免，但截至2022年底国内新能源汽车保有量仅为4.1%，新能源汽车市场仍有很大的发展空间。另一方面，随着相对稳定性较差的清洁能源装机占比提升，储能的前景将十分广阔，其中电化学储能将占据重要席位。电化学储能中以锂电池为主，其负极集流体采用的是铝箔，而钠电池因其资源丰富，成本低廉逐渐走向商业化。钠电池中正负极均采用铝箔，考虑到钠电池能量

密度更低，单 GWh 使用的铝箔量大约是锂电池的 2-2.5 倍，因此电池铝箔在储能领域面临着渗透率与单车用量双重提升。

图52：2022 年底国内新能源汽车保有量仅为 4.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图53：2021 年 7 月宁德时代推出第一代钠离子电池



资料来源：宁德时代发布会

2025 年全球电池铝箔需求近 80 万吨。一般而言，单 GWh 电池需要的电池铝箔约 350-400 吨，我们取中值 375 吨为单 GWh 电池的铝箔耗量。全球电池需求主要参考开源证券电新团队 2023 年 2 月 21 日发布的《行业加速洗牌头部份额有望提升，LiFSI、高电压电解液、钠电电解液等新产品有望贡献超额利润》。根据我们测算，在不考虑钠电池提供的增量的前提下，2025 年全球电池铝箔需求为 79.7 万吨，2022-2025 年期间复合增长率为 48%，成长性十足。

表6：2025 年全球电池铝箔需求预计近 80 万吨

	2022	2023E	2024E	2025E
国内新能源车销量 (万辆)	680	884	1149	1494
国内单车带电量 (KWh/辆)	45	45	50	55
国内动力电池需求 (GWh)	306	398	575	822
欧洲新能源车销量 (万辆)	245	319	414	497
欧洲单车带电量 (KWh/辆)	50	50	50	50
欧洲动力电池需求 (GWh)	123	159	207	248
美国新能源车销量 (万辆)	105	168	252	353
美国单车带电量 (KWh/辆)	60	65	70	70
美国动力电池需求 (GWh)	63	109	176	247
其他地区动力电池需求 (GWh)	54	74	106	146
动力电池需求合计 (GWh)	546	740	1064	1463
储能电池需求 (GWh)	107	214	381	661
电池需求合计	653	954	1445	2124
单 GWh 电池耗用铝箔量 (吨)	375	375	375	375
电池铝箔需求 (万吨)	24.5	35.8	54.2	79.7

数据来源：GGII、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议：维持“买入”评级

5.1、关键假设

煤炭业务：产销方面，预计梁北煤矿产量逐步释放贡献增量，我们预计 2023-2025 年公司煤炭产量分别为 703、733 和 763 万吨，由于公司产销量基本保持 100%水平，我们预计产量与销量一致。吨煤价格方面，经济复苏预期下煤价有望高位震荡小幅上涨，我们预计 2023-2025 年分别为 1479、1494 和 1494 元；吨煤成本整体稳定，在人工成本上升背景下略有提升，预计 2023-2025 年分别为 694、699 和 699 元。

铝业：产销量方面，随着丰水期到来云南神火电解铝产能有望恢复，2023 全年产销量预计与 2022 年相差不大，我们预计 2023-2025 年电解铝产销量均为 163.5、170 和 170 万吨；吨铝价格和吨铝成本随着原材料价格下降有所下调，但美联储加息或近尾声和国内经济复苏有望对铝价形成支撑，我们预计 2023-2025 年公司吨铝收入分别为 16340、16569 和 16734 元，吨铝成本为 12680、12807 和 12909 元。

5.2、投资建议

国内煤铝行业产能产量难有显著增量，盈利能力或成本控制能力在企业竞争中成为更重要因子。公司着力打造煤铝业务双核格局，煤炭业务在梁北煤矿技改后产量持续增长，单吨毛利位处行业前列。公司电解铝业务分布在云南和新疆两个电价洼地，低成本优势明显，单吨成本行业领先。此外公司加大电池铝箔投入，构建新成长动力。

我们维持盈利预测不变，预计公司 2023/2024/2025 年度分别实现归母净利润 75.9/80.2/83.7 亿元，同比+0.2%/5.6%/4.4%，EPS 为 3.37/3.56/3.72 元，对应当前股价 PE 为 5.3/5.1/4.8 倍。考虑到煤铝价格中枢已实现上移，梁北煤矿有望贡献增量以及电池铝箔放量在即，公司高盈利有望持续。维持“买入”评级。

6、风险提示

煤、铝价格下跌超预期。公司当前业务主要由煤炭和电解铝构成，对煤炭和电解铝市场价格波动较为敏感，若煤、铝价格下跌超预期将会挤压公司盈利。

停、减产风险。公司的无烟煤矿挖矿难度较高，生产存在一定风险，如发生安全事件可能引发煤矿停产。另一方面，随着云南电解铝产能扩张和天气因素，云南电力供应不确定性有所增强，若云南针对电解铝限电限产规模扩大或时间延长将会引发公司产量降低，影响业绩表现。

新产能释放不及预期。当前公司煤炭与铝箔业务产销率均处于较高水平，产量提升依赖于包括梁北煤矿和神隆宝鼎二期的新增产能，若产能释放不及预期则可能拖累公司业绩预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	15804	23645	23900	29365	35530
现金	10515	17907	19437	23978	30952
应收票据及应收账款	388	711	0	0	0
其他应收款	404	657	359	707	377
预付账款	693	462	645	516	665
存货	2777	3100	2652	3356	2729
其他流动资产	1027	807	807	807	807
非流动资产	37732	36833	34246	35049	34600
长期投资	3370	3576	4102	4627	5153
固定资产	20554	20753	18255	18643	17968
无形资产	4823	5245	5179	5009	4973
其他非流动资产	8985	7259	6710	6769	6507
资产总计	53537	60477	58146	64414	70131
流动负债	33055	34694	27391	27811	27474
短期借款	18373	21918	21918	21918	21918
应付票据及应付账款	6572	5855	0	0	0
其他流动负债	8109	6922	5473	5892	5555
非流动负债	6098	4602	3576	2962	2171
长期借款	4891	3219	2193	1579	788
其他非流动负债	1207	1383	1383	1383	1383
负债合计	39153	39296	30967	30773	29645
少数股东权益	5016	5137	5797	6494	7222
股本	2251	2251	2251	2251	2251
资本公积	2680	2659	2659	2659	2659
留存收益	4356	10914	16711	22833	29225
归属母公司股东权益	9368	16044	21382	27146	33264
负债和股东权益	53537	60477	58146	64414	70131

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	11296	14061	4979	9597	10836
净利润	3057	8576	8249	8712	9096
折旧摊销	1597	1694	1456	1508	1581
财务费用	1350	770	637	508	308
投资损失	-312	-228	-500	-500	-500
营运资金变动	227	1513	-4743	-326	690
其他经营现金流	5377	1736	-120	-305	-339
投资活动现金流	-2387	-462	1750	-1691	-512
资本支出	1911	304	-1656	1785	606
长期投资	-22	-59	-526	-526	-526
其他投资现金流	-454	-99	620	620	620
筹资活动现金流	-10745	-11403	-5200	-3365	-3350
短期借款	1145	3545	0	0	0
长期借款	-1146	-1673	-1026	-613	-791
普通股增加	20	0	0	0	0
资本公积增加	-598	-20	0	0	0
其他筹资现金流	-10166	-13255	-4174	-2751	-2559
现金净增加额	-1839	2209	1529	4542	6974

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	34493	42704	40914	42917	43646
营业成本	22190	29338	28713	29992	30376
营业税金及附加	692	712	682	715	727
营业费用	387	329	315	330	336
管理费用	1049	764	732	768	781
研发费用	145	184	176	185	188
财务费用	1350	770	637	508	308
资产减值损失	-2845	-22	0	0	0
其他收益	29	40	40	40	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	312	228	500	500	500
资产处置收益	-79	16	120	120	120
营业利润	5355	10902	10319	10894	11372
营业外收入	194	144	134	134	134
营业外支出	464	386	200	200	200
利润总额	5085	10660	10253	10828	11306
所得税	2028	2083	2004	2116	2210
净利润	3057	8576	8249	8712	9096
少数股东损益	-180	1005	660	697	728
归属母公司净利润	3237	7571	7589	8015	8369
EBITDA	7803	13357	12570	13079	13433
EPS(元)	1.44	3.36	3.37	3.56	3.72

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	83.4	23.8	-4.2	4.9	1.7
营业利润(%)	958.0	103.6	-5.3	5.6	4.4
归属于母公司净利润(%)	803.3	133.9	0.2	5.6	4.4
获利能力					
毛利率(%)	35.7	31.3	29.8	30.1	30.4
净利率(%)	8.9	20.1	20.2	20.3	20.8
ROE(%)	21.3	40.5	30.4	25.9	22.5
ROIC(%)	20.0	50.5	45.8	47.4	54.6
偿债能力					
资产负债率(%)	73.1	65.0	53.3	47.8	42.3
净负债比率(%)	109.3	44.2	20.3	1.1	-18.3
流动比率	0.5	0.7	0.9	1.1	1.3
速动比率	0.4	0.6	0.7	0.9	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
应收账款周转率	55.6	79.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.2	8.9	16.9	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.44	3.36	3.37	3.56	3.72
每股经营现金流(最新摊薄)	5.02	6.25	2.21	4.26	4.81
每股净资产(最新摊薄)	4.16	7.13	9.50	12.06	14.78
估值比率					
P/E	12.5	5.4	5.3	5.1	4.8
P/B	4.3	2.5	1.9	1.5	1.2
EV/EBITDA	7.9	4.1	4.1	3.6	3.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn