

*ST 神火 (000933) \ 采掘

——煤铝纯正标的，全面受益供给侧改革

投资建议：**推荐**
 首次覆盖

当前价格：6.57元
 目标价格：9.45元

投资要点：

► 煤炭成本高，行业经营环境改善利好公司业绩

公司2016年上半年煤炭板块毛利率回升至18.61%。下半年随着限产的严格执行和去产能的坚决推进，煤炭价格一路上涨，对于公司的业绩提供很大支撑。煤炭行业“十三五”规划中提出8亿吨产能退出意味着未来四年行业供给将面临持续收缩，煤炭行业的供给关系维持在平衡状态对煤价形成有力支撑，利好公司煤炭板块的业绩。

► 铝上中游产业链全球洗牌，公司坐享低成本电解铝

马来西亚铝土矿限产，印尼的矿产出口税率新规都将显著减少铝土矿的供应，几内亚对铝土矿的开发有望缓解供应短缺的问题，配套的氧化铝产能则有可能打破目前的格局。中国作为电解铝最大的产销国，同样因为环保问题，逐步开始整顿电解铝和氧化铝产能。公司布局新疆煤电铝一体化产业，具有显著综合成本优势，受益供给侧改革。

► 诉讼案有利于公司，收益暂不计入仍扭亏为盈

公司与潞安集团的诉讼进展仍在进行中，公司已经发布公告暂不确认左权高家庄煤矿探矿权转让收入。公司前三季度扣非后归母净利润达到1.23亿，四季度煤、铝价格均保持在高位，诉讼导致的非经常性收益并不影响公司年度业绩扭亏为盈。

► 盈利预测

我们预计公司2016-2018年归母净利润分别为3.84亿、10.70亿和13.76亿，EPS分别为0.20、0.56和0.72元，对应PE32.5X、11.7X和9.1X。考虑到公司作为无烟煤的主要产地和新疆电解铝的比较优势，看好公司中长期发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

► 风险提示

1) 煤价下跌；2) 铝价下跌；3) 铝土矿供应短缺

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,900/1,890
流通A股市值 (百万元)	11,305
每股净资产 (元)	3.25
资产负债率 (%)	81.97
一年内最高/最低 (元)	6.93/3.76

一年内股价相对走势



马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

邮箱：maqx@glsc.com.cn

叶洋

电话：85611779

邮箱：yey@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	23,967.12	17,558.22	17,768.92	18,124.30	19,030.51
增长率 (%)	-6.70%	-26.74%	1.20%	2.00%	5.00%
EBITDA (百万元)	3,036.74	1,435.11	3,499.07	4,254.43	4,743.04
净利润 (百万元)	-366.53	-1672.69	384.30	1,069.93	1,375.97
增长率 (%)	-413.37%	-356.36%	122.97%	178.41%	28.60%
EPS (元/股)	-0.19	-0.88	0.20	0.56	0.72
市盈率 (P/E)	-34.07	-7.46	32.49	11.67	9.07
市净率 (P/B)	1.82	2.37	2.23	1.92	1.63
EV/EBITDA	10.91	28.46	11.26	9.05	7.60

数据来源：公司公告，国联证券研究所

正文目录

1.	商丘国资委控股，煤电铝一体化产业链布局	3
1.1.	商丘国资委控股	3
1.2.	业务板块：煤电铝一体化产业链，铝锭是核心产品	3
1.3.	行业改善，公司业绩逐渐反转	5
2.	煤炭板块：轻装再上阵，两地布局	5
2.1.	公司煤炭业务目前处于行业中下游水平	5
2.2.	提前处置煤矿，不影响煤炭产量	6
2.3.	煤价高位企稳，利好公司业绩	6
3.	新疆电解铝：公司未来的核心驱动力	8
3.1.	公司电解铝两地布局，新疆为核心	8
3.2.	成本对比：新疆地区具有比较优势	8
3.3.	竞争环境：去产能势在必行，先发优势享红利	13
4.	弹性分析及盈利预测	15
4.1.	价格变化弹性分析	15
4.2.	诉讼进展	16
4.3.	盈利预测	16
5.	风险提示	16

1. 商丘国资委控股，煤电铝一体化产业链布局

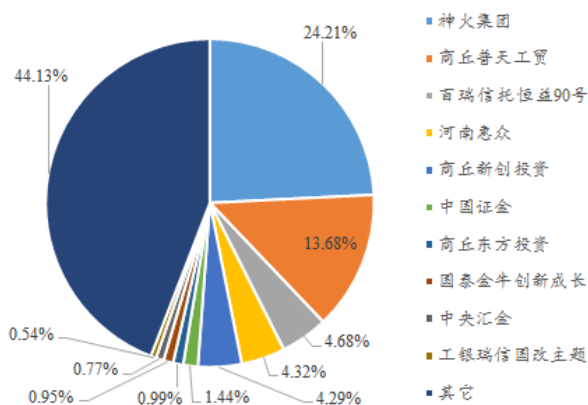
1.1. 商丘国资委控股

➤ 第一大股东神火集团，商丘国资委实际控制

从2016年三季度最新披露来看，神火集团、商丘普天工贸和百瑞信托占据前三，持股占比分别占到公司总股本的23.68%、13.68%和4.68%，持股数量与2015年底保持不变。河南惠众投资有限公司在2015年减持之后，2016年持股数量没有发生变化，列第四位。

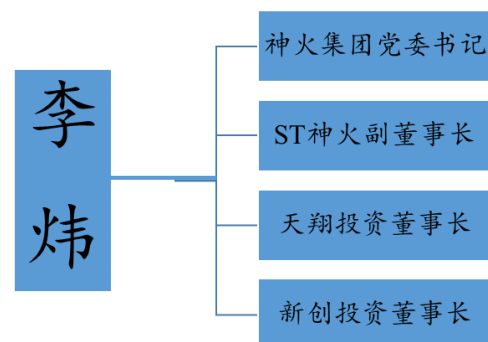
2008年1月，商丘天翔投资股份有限公司协议受让商丘新创投资股份有限公司99.97%的股权。商丘天翔投资股份有限公司是神火集团和A公司部分中高级管理人员及技术骨干发起设立的民营企业，因此神火集团与新创投资构成一致行动人，合计持股达到28.5%；另外普天工贸是东方投资的全资子公司，构成一致行动人关系，合计持股达到14.67%，公司的实际控制人是商丘市国资委。

图表 1：公司股权结构



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 2：神火集团与新创投资构成一致行动人



来源：公司公告，国联证券研究所

1.2. 业务板块：煤电铝一体化产业链，铝锭是核心产品

公司主要控股或参股公司达到26家，主要运营范围涉及煤炭采选及销售、电力业务、铝相关上下游产品的生产销售、铁路业务和房地产业务。从公司的产品线来看，公司主营业务为煤炭、发电（基本为自发自用）、氧化铝、铝产品的生产、加工和销售，已形成比较完善的煤电铝材产业链。

煤炭业务的主要产品为煤炭和型焦，产品种类分为精煤、块煤、洗混煤及型焦等，主要应用于冶金、化工、电力等行业。铝业务的主要产品为氧化铝、电解铝及电解铝深加工产品等，产品质量优良。其中，氧化铝主要用于电解铝的生产；电解铝分铝锭和铝合金两种，主要运用于建筑、电力、交通运输等行业；电解铝深加工产品主要包括铸轧卷和冷轧卷，主要运用于建材、包装、家电和印刷等行业。

图表 3: 公司主要控股及参股公司

被参控股公司	直接持股比例	主营业务	合营或联营企业	直接持股比例	主营业务
河南神火发电有限公司	100.00	电力投资	河南神火兴隆矿业有限责任公司		煤炭生产、销售洗选加工
河南有色金属控股股份有限公司	98.92	投资管理	河南省新郑煤电有限责任公司	39.00	煤炭生产
新疆神火资源投资有限公司	97.50	投资管理	河南省许昌新龙矿业有限责任公司		煤炭生产、销售洗选加工
沁阳沁澳铝业有限公司	70.00	生产销售	新疆神铁铁路有限公司	50.00	铁路运输
河南神火光明房地产开发有限公司	100.00	房地产开发	沁阳市黄河碳素有限责任公司	40.00	制造业
河南永昌矿业有限公司	75.00	销售咨询	上海神火国际贸易有限公司	64.52	贸易
商丘阳光铝材有限公司	60.00	生产销售	新郑精煤有限责任公司	39.00	洗选加工
禹州市昌隆煤业有限公司	60.00	煤炭投资			
河南神火能源开发有限公司	60.00	能源开发			
左权晋源矿业投资有限公司	100.00	产业投资			
河南神火铁运有限责任公司	100.00	运输			
许昌神火铁运有限公司	100.00	运输			
汝州市神火鹿山煤业有限公司	67.00	生产销售			
河南神火国贸有限公司	100.00	贸易			
河南神火铝材有限公司	100.00	生产销售			
郑州天宏工业有限公司	70.00	生产销售			
许昌神火矿业集团有限公司	100.00	矿产投资			
郑州神火矿业投资有限公司	90.00	矿产投资			
郑州裕中煤业有限公司	51.00	煤矿投资			

来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 4: 公司主营产品线



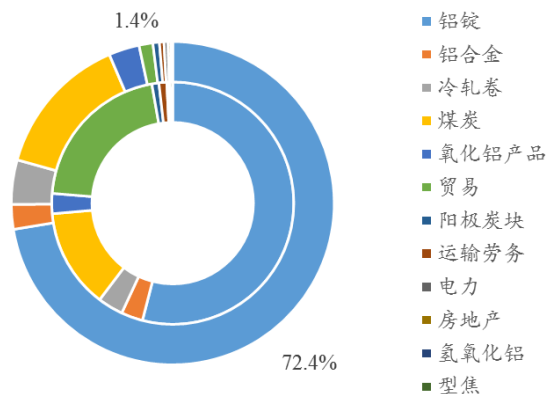
来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 5: 半年度产品产销量对比

	2016H1产量 万吨	同比	2016H1销量 万吨	同比
煤炭	354.36	-10.92%	345.5	-4.98%
电解铝	58.96	1.48%	61.26	9.98%
铝材	2.86	13.04%	2.76	7.81%
阳极炭块	26.08	-13.18%	27.6	-15.75%
氧化铝	25.92	-29.20%	25.89	-25.67%

来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 6: 半年度主营情况对比 (外圈: 2016H1)



来源: 公司公告, 国联证券研究所

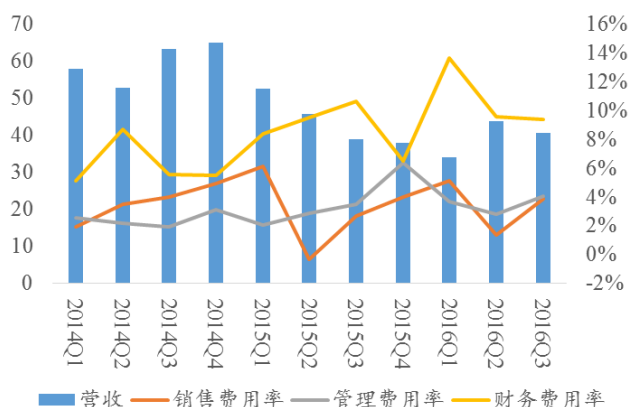
从2016年上半年公司运营情况来看,煤炭和铝的产品收入占总收入的97.48%,其中煤炭仅占14.3%,公司的营收主要依赖于铝相关产品。从细分产品来看,煤炭、氧化铝和阳极炭块的产销量同比都出现大幅下降。煤炭产量354.36万吨,同比下降10.92%,销量345.5万吨,同比下降4.98%;氧化铝产销量25.92万吨和25.89万吨,同比分别下降29.2%和25.67%;阳极炭块的产销量分别达到26.08万吨和27.6万吨,同比分别下降13.18%和15.75%。铝材和电解铝的产销量均同比上涨。电解铝产销量分别达到58.96万吨和61.26万吨,同比分别增加1.48%和9.98%,铝材的产销量分别达到2.86万吨和2.76万吨,同比分别增加13.04%和7.81%。

从公司的营收结构来看,最大的收缩来自于贸易业务,2016年上半年,贸易板块营收大幅下降95.14%,由于煤炭板块量价同比均有下降,煤炭业务的营收占比仅从13.3%上升到14.3%。虽然铝价相比去年同期略有下降,但得益于销量上升,公司上半年铝锭营收达到55.47亿元,同比仅下降1.47%,而营收占比则达到公司的72.4%,铝锭业务进一步巩固成为公司的支柱产业。

1.3. 行业改善, 公司业绩逐渐反转

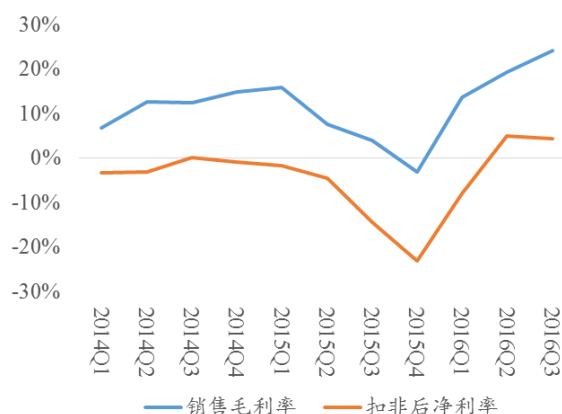
受益于煤炭供给侧改革和电解铝行业产能收缩,从2016年一季度开始公司所在行业经营环境有明显好转。公司的销售毛利率和扣非后净利率都有显著改善:不同于2015年的逐季下降,公司毛利率每个季度均呈上涨趋势。2016年二季度,公司的扣非后净利率也在2014年以来首次回到正值,二季度的扣非后净利率分别达到5.0%和4.4%。

图表7: 公司按季度营收(亿元)及费率(右)



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表8: 公司按季度毛利率和净利率



来源: 公司公告, 国联证券研究所

2. 煤炭板块: 轻装再上阵, 两地布局

2.1. 公司煤炭业务目前处于行业中下游水平

公司的煤炭资源分布于河南、新疆两地。目前在产煤矿集中在河南地区,永城矿区主要生产无烟煤,2015年产销量分别达到445.12万吨和438.3万吨;许昌、郑州

矿区主要生产贫煤、瘦煤和无烟煤，2015 年的产销量分别达到 331.82 万吨和 327.16 万吨。

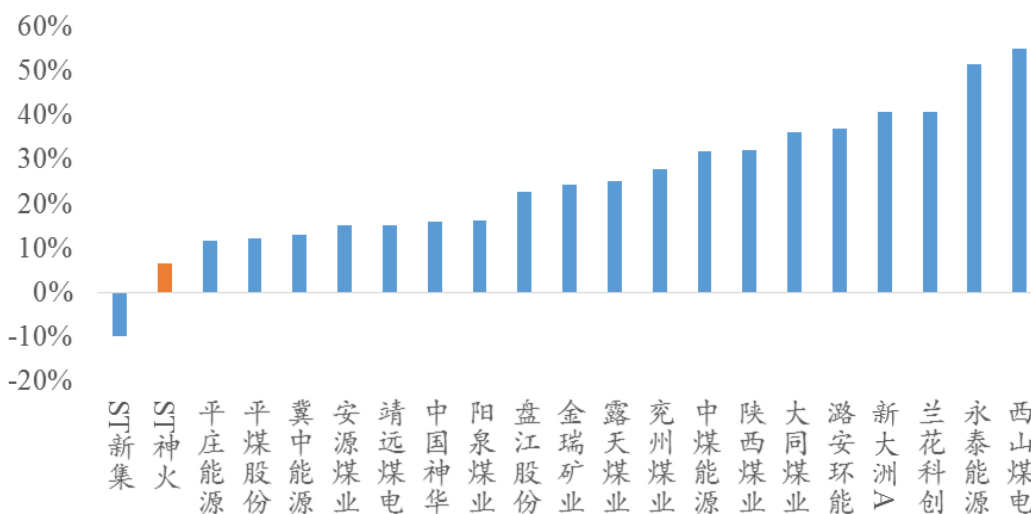
图表 9：公司煤炭资源分布

矿区	省份	状态	煤种	资源量 亿吨	可采储量 亿吨	2015产量 万吨	2015销量 万吨
永城矿区	河南	在产	无烟煤	3.63	1.37	445.12	438.39
许昌、郑州矿区	河南	在产	瘦煤、贫煤	12.29	6.2	331.82	327.16
郑州矿区	河南	在产	贫煤、无烟煤	7.42	3.49		
郑州赵家寨 39%权益	河南	在产	贫煤	3.37	1.86		
五彩湾矿区	新疆	未投产	长焰煤、不粘煤	9.51	-		
张得煤详查区	河南	未投产	-	5	-		

来源：公司公告，国联证券研究所

横向对比各家公司煤炭业务的毛利率可以看到，ST 神火的煤炭业务毛利率仅为 6.46%，处于行业底部。同为无烟煤产商的阳泉煤业和兰花科创，同期毛利率分别达到 16.19%和 40.17%。

图表 10：2015 年各公司煤炭业务毛利率对比



来源：公司公告，国联证券研究所

2.2. 提前处置煤矿，不影响煤炭产量

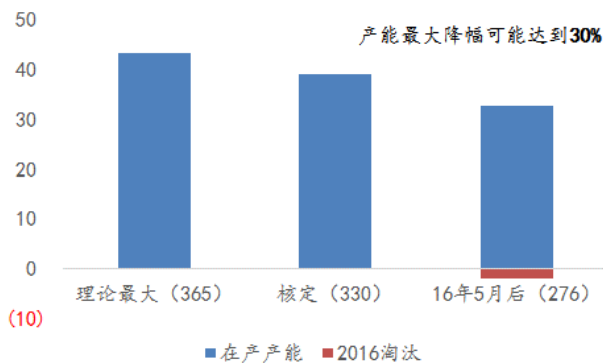
公司与 2017 年 1 月 5 日发布公告，转让公司所持郑州天宏工业 70% 股权至商丘市国有资产经营管理有限公司，作价 8.28 亿元，产生投资收益 6.41 亿元；同时，公司公告计提 27 对煤矿的资产减值准备，其中 25 对已经停产，仅有超化煤矿和鹿山煤矿正常生产，且均定于 2018 年之前关停。此次计提资产减值除影响当期归母净利润 9.61 亿元之外，并不会对公司近两年的煤炭产量产生影响。

2.3. 煤价高位企稳，利好公司业绩

2016 年贯穿全年的去产能实际上严重影响了产品供给，尤其是煤炭。煤炭的产能收缩分为两部分，第一部分是生产管控，产能的核定是按 330 天来核算，但以前实际生产都是超额生产，350 甚至 360 天全年无休，但 2016 年初开始严格按 330 天来控制。而国家规定 276 工作日从 5 月 1 日开始执行 276 工作日，名义产能收缩达到 16%，考虑到煤矿设计安全系数，实际最大产能收缩可能超过 25%；第二部分是十三五规划的去产能，2016 年上半年仅完成 29%，下半年提速，多个地方超额完成产能退出任务，最终 2016 年煤炭去产能接近 3 亿吨。按 39 亿吨额定产能来算，这一部分也影响产能 7.7% 左右。从煤炭消费量来看，煤炭的需求并没有出现明显下降。一边是产量的大幅下降，一边是消费量几乎不变，供需结构的优化拉动了煤炭价格的一路上涨。

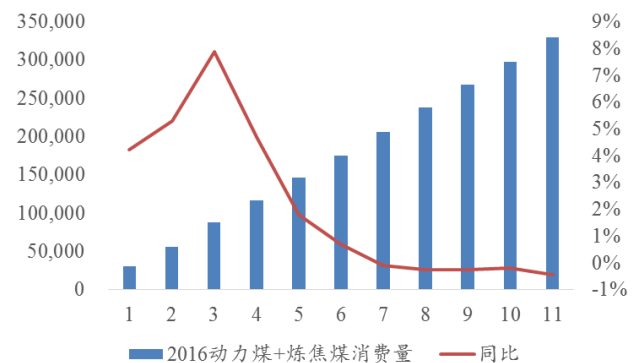
煤炭的“十三五”规划中提到要退出落后产能 8 亿吨，新建先进产能 5 亿吨，2020 年将煤炭产能控制在 39 亿吨。可以看到未来四年时间，煤炭去产能仍将持续，但由于国家对产能的灵活调控和先进产能的陆续释放，未来煤炭的供需仍将维持相对的平衡状态，其价格不会有太大波动。反映到公司业绩层面，在其他条件不变的前提下，煤炭平均价格每增 100 元（增值税后），公司的净利润增加 5.63 亿，2016 年公司煤价同比将显著上涨，2017 年以后这一增幅或将消失，但全年均价同比 2016 年仍有上升空间。

图表 11：理论产能降幅



来源：国联证券研究所

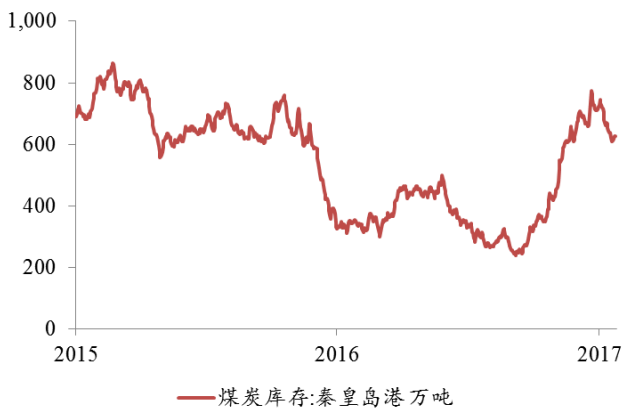
图表 12：煤炭消费量（万吨）及累计同比



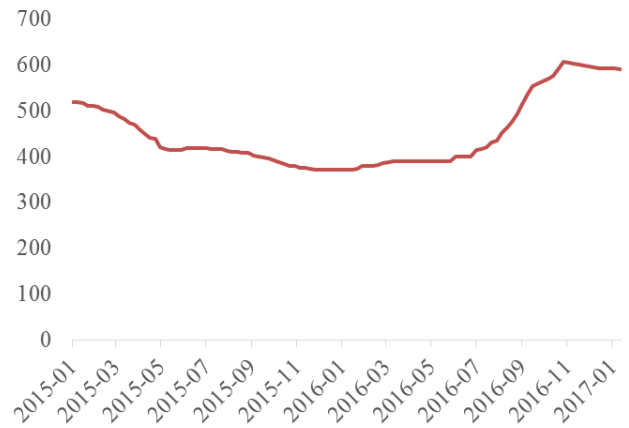
来源：Wind，国联证券研究所

图表 13：秦港库存变化情况（万吨）

图表 14：环渤海动力煤综合价格指数（5500K）



来源: Wind, 国联证券研究所



来源: Wind, 国联证券研究所

3. 新疆电解铝：公司未来的核心驱动力

作为公司营收占比达到 70%以上的业务，无疑起到了公司产业链中承上启下的支柱作用，而其中尤以新疆神火为核心。

3.1. 公司电解铝两地布局，新疆为核心

公司目前电解铝产能 146 万吨, 3 个厂区共 6 条产线。其中沁澳铝业因成本高企，于 2012 年开始停产。神火新材料的氢氧化铝业务同样停产整顿，以销售库存产品为主。神火铝材与沁澳配套，沁澳铝业停产，提高了公司从外部购进生产用铝锭的运输成本，2013 年 2 月，神火铝材停产。公司电解铝在产产能 115 万吨，主要产地新疆 80 万吨产能满开，占据公司在产产能的七成。

图表 15：公司电解铝产能及配套

	产能	在产产能	配套
神火铝业	52万吨	35万吨	16万吨阳极炭 872MW自备电厂
新疆神火	80万吨	80万吨	40万吨阳极炭 1440MW自备电厂
沁澳铝业	14万吨	-	-
氧化铝	80万吨	80万吨	
氢氧化铝	10万吨	-	
阳光铝材	10万吨	10万吨	
神火铝材	5万吨	-	

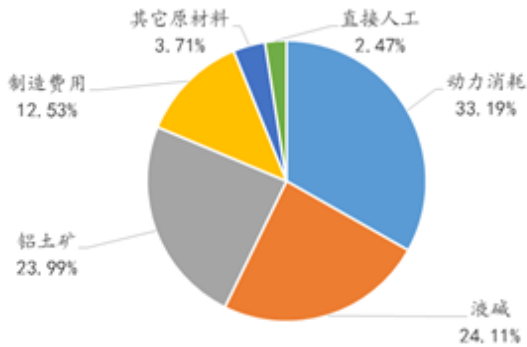
来源: 公司公告, 国联证券研究所

3.2. 成本对比：新疆地区具有比较优势

从氧化铝的成本结构中可以看到，铝土矿、液碱和能源消耗三者占比超过 80%，是氧化铝生产成本中最主要的来源。而电解铝的成本中，氧化铝和一次能源占比超过

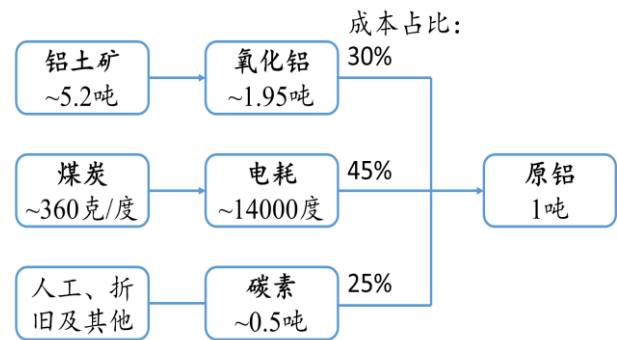
75%，阳极碳、折旧、人工等其它费用约占 25%。由此可以得出，铝土矿、电力、液碱和碳素是电解铝的原材料四大要素，而在从铝土矿开始到原铝的整个产品生产周期中，能源消耗占比接近 60%。

图表 16: 氧化铝一般成本结构



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 17: 电解铝一般成本结构



来源：Wind，国联证券研究所

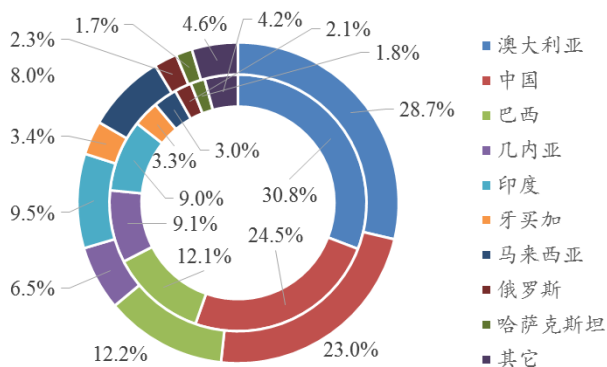
➤ 氧化铝：公司主要依赖外购

铝土矿：全球化产出，未来供应较为充足

截止 2016 年 11 月，全球铝土矿产量达到 2.43 亿吨，同比下降 6.1%，2015 年同期铝土矿产量达到 2.59 亿吨。从产出分布来看，澳大利亚、中国、巴西分列前三位，产出比例分别达到 30.8%、24.5%和 12.1%。

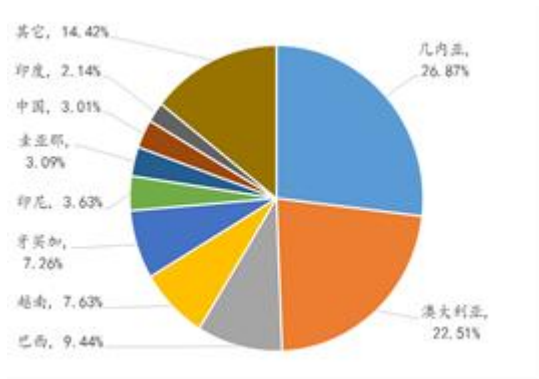
2016 年至今产量的减少主要原因是马来西亚由于环保问题限制了矿山开采，截止 11 月，马来西亚累计减少铝土矿产出达到 1342.70 万吨，降幅达到 64.89%。从资源分布可以看到，几内亚占据全球最大的铝土矿资源量，占比达到 26.87%。但由于开发较晚，目前产出占比仍较小，从 2015 年前 11 个月的 6.5%上升到 2016 年同期的 9.1%。在增产的十大国家中，几内亚的铝土矿产量同比增幅达到 31.76%。未来随着各大铝业公司对于几内亚铝土矿的持续开发，当地的铝土矿产出有望保持客观的增速，而马来西亚等地的环保问题带来的产量减少，也将得到缓解。我们认为长期来看，铝土矿的供应不存在问题。

图表 18: 铝土矿产出分布 (内圈: 16 年前 11 月)



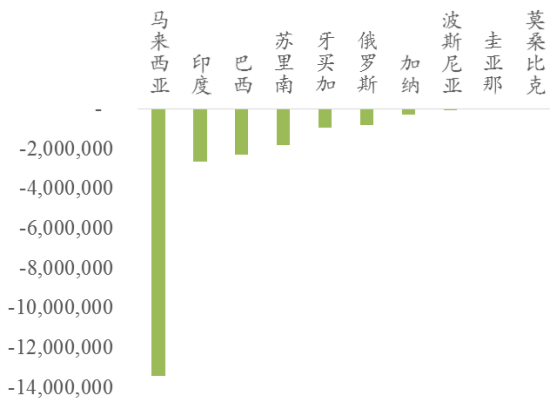
来源：Bloomberg，世界金属统计局，国联证券研究所

图表 19: 铝土矿资源分布



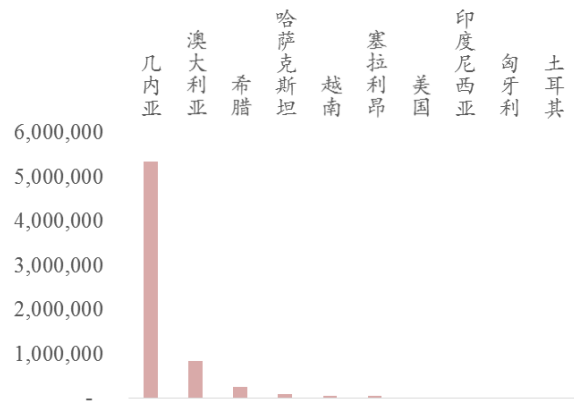
来源：statista，国联证券研究所

图表 20: 铝土矿减产前 10 位国家 (16 年前 11 月)



来源: Bloomberg, 世界金属统计局, 国联证券研究所

图表 21: 铝土矿增产前 10 位国家 (16 年前 11 月)

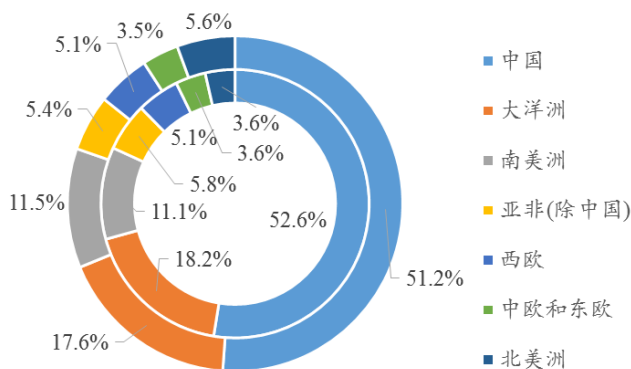


来源: Bloomberg, 世界金属统计局, 国联证券研究所

我国进口大量铝土矿和氧化铝

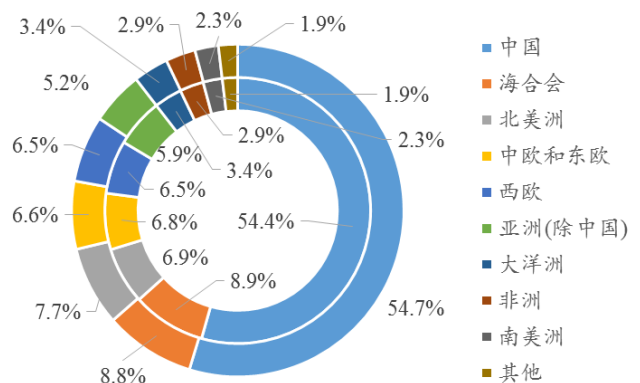
从全球的铝产业链来看, 中国生产 1/4 的铝土矿, 但氧化铝的产量占比达到 52.6%, 同比持续增加; 电解铝产量占比更是达到 54.4%, 同比虽然下降了 0.3 个百分点, 但是仍然大于氧化铝的产出比例。这意味着中国需要进口大量的铝土矿和部分氧化铝。2016 年, 中国共进口 5177.93 万吨铝土矿和 302.63 万吨氧化铝。

图表 22: 氧化铝产出分布对比 (内: 16 年前 11 月)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 23: 原铝产出分布 (内: 2016 年; 外: 2015)



来源: Wind, 国联证券研究所

公司主要依靠自产和外购氧化铝

从公司层面来看, 公司 120 万吨左右的电解铝产量, 对应氧化铝需求量在 240 万吨左右。2016 年上半年氧化铝产量 25.92 万吨, 同比下降 25.67%。随着近期氧化铝价格回升, 公司停工的氧化铝产线逐步启动, 预计 2017 年 2 月底可以达到满产, 届时公司通过贸易分部灵活调整氧化铝自供与外销比例。总体而言, 公司生产所需大部分氧化铝仍然依赖于外购。

图表 24：公司铝相关产品产量

	项目	单位	2016H1	2015	2014
电解铝	销售量	万吨	61.26	117.5	75.93
	生产量	万吨	58.96	117.1	79.61
氧化铝	销售量	万吨	25.89	76.83	78.58
	生产量	万吨	25.92	75.92	77.72
氢氧化铝	销售量	万吨	0	0.76	5.46
	生产量	万吨	0	0	5.13
阳极炭块	销售量	万吨	27.6	61.98	56.97
	生产量	万吨	26.08	60.6	58.08
深加工	销售量	万吨	2.76	5.22	4.57
	生产量	万吨	2.86	5.23	4.79

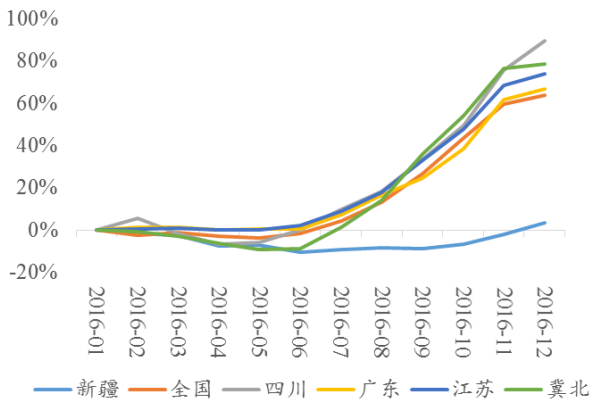
来源：Wind，国联证券研究所

➤ **电力：公司实现自产自用，新疆坐享低成本电力**

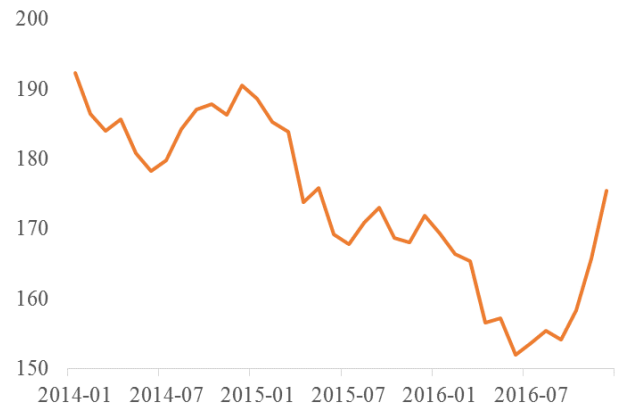
新疆地区煤价波动小。新疆的煤由于运输成本高，所以基本选择当地消化，而需求只受新疆当地影响，相对较为独立，从 2016 年电煤价格指数变化可以看到，在 2016 年下半年，限产严格执行之后，全国都出现了电煤供不应求的情况而导致价格飙升，几乎所有地区涨幅都超过 60%。但新疆的电煤价格仍然有所下降，在年底才有所回升，且全年最大振幅不到 15%。

新疆地区煤炭价格处于全国最低。2015 年，新疆电煤价格指数在 170 元/吨附近，接近公司公开信息中披露的 2015 年井工煤含税 185 元/吨的采购价。但公司井工煤比例只占 20%，另外 80% 采购露天煤，价格更低。2015 年露天煤含税采购价格在 87 元/吨。受益于新疆低煤价，公司的电力成本具有显著优势。2015 年，公司的煤炭综合采购成本在 110 元/吨左右，自供电成本 0.12 元/度。2016 年新疆地区煤炭平均价格甚至要低于 2015 年全年平均价格，显著利好公司业绩。而未来随着国家持续推进煤炭去产能，电煤价格可能稳定在 170 元/吨-180 元/吨左右，反映到公司煤炭采购成本在 100-120 元/吨，自供电成本维持在 0.12 元/度。公司新疆电解铝厂拥有自备电装机容量 1440MW，除临时检修外，基本能够满足生产需要。

图表 25：全国电煤价格 2016 年涨幅
图表 26：新疆电煤价格指数（元/吨）2014 至今



来源：Wind，国联证券研究所



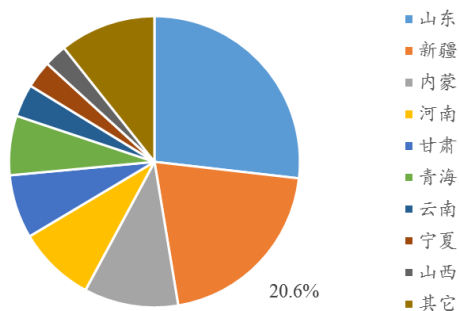
来源：Wind，国联证券研究所

➤ 运费：新疆地区的区位优势

电解铝运出新疆：2016年，电解铝产量3300万吨左右，新疆产量位居全国第二，仅次于山东，占比达到20.6%。而铝材产量中，新疆地区产量仅占全国的2.2%。因此从终端来看，新疆并不是铝的最终消费地。从公司的营收结构来看主要的销售地区在华东和华中地区。公司新疆分部电解铝产线生产的电解铝后续从新疆销往全国各地。当前每吨电解铝运至集散地的费用在550元/吨左右。

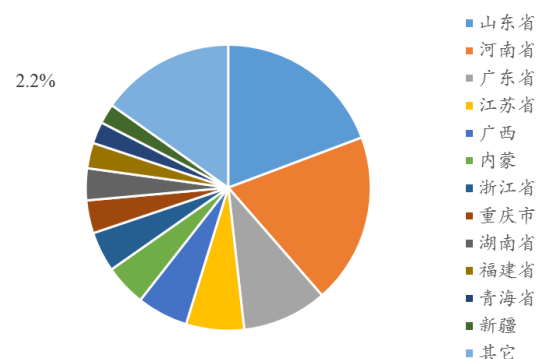
氧化铝入疆：从2016年氧化铝的分省产量来看，中国的氧化铝生产主要集中在10个省区，而其中，前四大产地山东、山西、河南和广西占据全部产量的89.2%。十个省区中并没有新疆的统计数据，因此在原材料端，新疆电解铝面临着氧化铝需要运入新疆的局面，根据公司公布的信息，公司氧化铝主要采购自河南、山西等地，综合运费大约560元/吨。

图表 27：2016 年电解铝分省市产量结构



来源：Wind，国联证券研究所

图表 28：2016 年铝材分省市产量结构



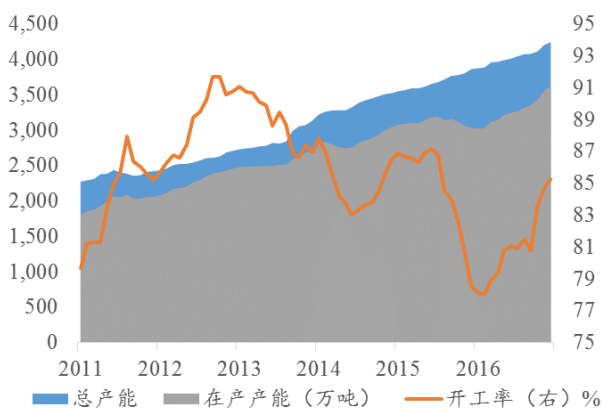
来源：Wind，国联证券研究所

图表 29：公司营收结构按区域 (2016 上半年)

图表 30：2016 年截止 10 月氧化铝产量统计

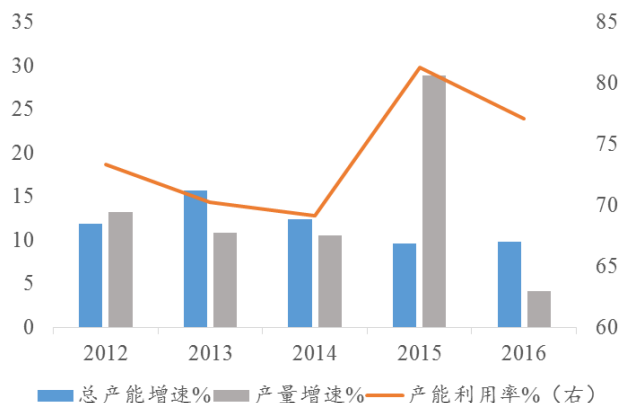
从年度统计数据可以看到，近年来电解铝年产能增速始终保持在 10%左右，由于 2013、2014 年电解铝产量同比增速低于产能增速，产能利用率一再下降。2015 年，由于大型产能的集中投放，产量同比有大幅增长，产能利用率达到近五年的高峰 81.29%。2016 年产能同比增速仍然达到 9.8%，而产量同比增速仅为 4.15%，导致 2016 年产能利用率跌至 77.10%。

图表 33：电解铝产能及开工率变化



来源：Wind, 阿拉丁, 国联证券研究所

图表 34：电解铝产能利用率



来源：Wind, 阿拉丁, 国联证券研究所

➢ 持续有新增产能投放，增速大于需求增速

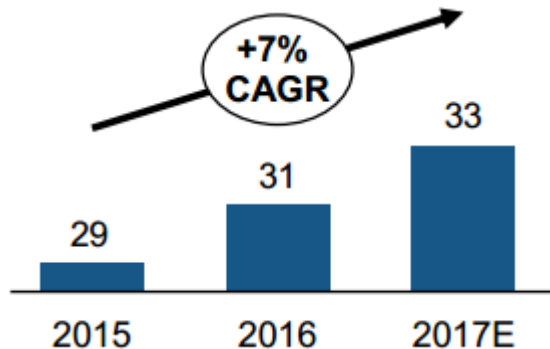
根据统计信息显示，除了山东和辽宁地区地处东部以外，其它产能均集中于西部。其中内蒙和新疆新增产能分别达到 166.5 万吨和 85 万吨，分列第一和第三位。2017 年，有望投放的新增产能达到 535 万吨，占当前总产能的 12.61%。根据美铝的预测，中国原铝需求复合增长率将维持在 7%左右，显著低于产能投放增速，国内电解铝行业产能供过于求的现状将持续且呈逐步扩大的态势。以十三五规划的 80%产能利用率为目标，产能优化势在必行。

图表 35：2017 年电解铝新投放产能汇总

公司	产地	新投放产能 万吨	公司	产地	新投放产能 万吨
新疆东方希望	新疆	40	营口忠旺铝业	辽宁	43
新疆建设兵团	新疆	20	潜江市正豪华盛铝电	湖北	1.3
新疆嘉润资源	新疆	15	贵州华仁铝业	贵州	25
新疆天龙矿业	新疆	10	遵义铝业股份有限公司	贵州	16
内蒙古锦联铝材	内蒙古	66.5	兴仁县登高铝业	贵州	6
内蒙古华云新材料	内蒙古	50	广西苏源投资	广西	0
包头市蒙泰铝材	内蒙古	25	广西华磊新材料	广西	20
内蒙古创源金属	内蒙古	25	甘肃省临洮铝业	甘肃	2.2
山西中铝华润	山西	25	甘肃中瑞铝业	甘肃	15
魏桥铝电	山东	118	重庆京宏源实业	重庆	5
山东信源铝业	山东	7			
合计新增产能 (万吨)		535			

来源：百川资讯, 国联证券研究所

图表 36：中国原铝需求增速预测



来源：Alcoa, 国联证券研究所

➢ 产能优化方向：高效、集中、清洁

以煤为鉴：2016年是煤炭供给侧改革的元年，落后产能退出达到3亿吨，对于各个煤矿的生产管控亦卓有成效。从中我们可以看到产能优化有两大趋势，第一是淘汰落后产能，保留和开发先进产能：煤矿数量控制在6000个，减少39%；大型煤矿产量比重达到80%，上升7个百分点；采煤机械化程度达到85%，上升7个百分点。第二是产业集中：到2020年，煤炭生产开发进一步向大型煤炭基地集中，14个大型煤炭基地产量37.4亿吨，占全国煤炭产量的95%以上。

环保大旗持续飘扬：2016年环保之风席卷全球，菲律宾的镍矿出口严重收缩，受环保问题多数矿厂关停；马来西亚因为环境问题暂停铝土矿的开采。在中国，受环保压力而导致的染料厂停产、铅锌矿停产、钢铁厂停产以及金属冶炼厂停产等现象贯穿全年，遍及全国。未来相当长一段时间内，环保将受到越来越多的关注，对于电解铝行业，前两批符合《铝行业规范条件》的产能达到2954万吨，按2014年底总产能3524.9万吨算，占比达到83.8%，不满足要求的570余万吨面临改造或淘汰。而近两年新增产能718.8万吨，其中同样有不满足条件的产能面临改造或退出。加之产能过剩日趋严重，未来的标准或将进一步提高。

电解铝展望：四大基地，四种模式，神火占据先发优势。我们认为国内电解铝行业将趋向高效、集中、清洁的发展方向。

1. 四种能源模式：火电自发电、清洁能源自发电、电力交易、孤网运行。孤网运行对系统的稳定性有更高的要求，并且通常需要另外安排机组旋转备用（比较安全的配置比例在2:1到3:1之间）。实际成本相比并网自备电并无显著优势。水电、风电直接用于电解铝可以解决弃风弃水的问题，但面临来水和来风的时效性问题，需要火电作为支撑，更多的是以并网自备电或直供电的形式存在。电力交易或直供电最为安全稳定，但价格也最高。目前最为经济的仍然是并网自备电，兼具低成本和安全性。

2. 可能形成的四大生产基地：山东、内蒙、云贵、新疆。山东靠近港口和下游加工地，具有地理优势，云贵地区依托丰富的水电、风电等清洁能源，具有低边际成本，在电力交易市场中有望获得更低的电价。内蒙和新疆则依托丰富的煤炭资源。相比较而言，新疆地区具有更低的成本优势。

综上，神火的新疆电解铝项目具备并网自备电+低煤炭价格的双重优势，未来在厂区附近的五彩湾煤矿实现开采后进一步降低能源成本，坐享先发优势带来经济效益。

4. 弹性分析及盈利预测

4.1. 价格变化弹性分析

从价格敏感性上来看，铝价和煤价是影响公司利润情况的最主要因素，其次是氧化铝价格和电价。铝价每上涨1000元/吨，EPS影响0.32元，煤价每上涨100元/吨，公司EPS影响0.30元。

图表 37：新疆项目价格敏感性分析

图表 38：本部项目价格敏感性分析

项目	价格变化(税后)		净利润	EPS增加
电解铝	上涨	1,000 元/吨	6.00 亿元	0.316
氧化铝	下降	100 元/吨	0.97 亿元	0.051
电	下降	0.01 元/度	0.70 亿元	0.037
运费	下降	10 元/吨	0.15 亿元	0.008
石油焦	下降	100 元/吨	0.31 亿元	0.016

来源：国联证券研究所

项目	价格变化(税后)		净利润	EPS增加
煤炭	上涨	100 元/吨	5.63 亿元	0.296
电解铝及铝材	上涨	1000 元/度	3.00 亿元	0.158
氧化铝	下降	100 元/吨	0.33 亿元	0.017
电	下降	0.01 元/度	0.31 亿元	0.016
石油焦	下降	100 元/吨	0.11 亿元	0.006
铝土矿	下降	10 元/吨	0.27 亿元	0.014

来源：国联证券研究所

4.2. 诉讼进展

公司与潞安集团的诉讼进展仍在进行中,公司已经发布公告暂不确认左权高家庄煤矿探矿权转让收入。公司前三季度扣非后归母净利润达到 1.23 亿,四季度煤、铝价格均保持在高位,诉讼导致的非经常性收益并不影响公司年度业绩扭亏为盈。

4.3. 盈利预测

煤炭和电解铝行业的供给侧改革有望改善行业的供需格局,并维持在相对健康的状态。中长期来看,煤炭的价格缺乏持续上涨的动力,公司业绩的持续改善主要来自于铝价的逐步回暖和新疆地区煤炭自产带来的电力成本的进一步下降。我们预计公司 2016-2018 年归母净利润分别为 3.84 亿、10.70 亿和 13.76 亿, EPS 分别为 0.20、0.56 和 0.72 元,对应 PE32.5X、11.7X 和 9.1X。考虑到公司作为无烟煤的主要产地和新疆电解铝的比较优势,看好公司中长期发展。首次覆盖,给予“推荐”评级。

5. 风险提示

- 1) 煤价下跌; 2) 铝价下跌 3) 铝土矿供应短缺

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

