

神火股份(000933)/金属制品
专注做低成本电解铝，乘风起航再获投资良机
评级：买入(上调)
分析师：李俊松
执业证书编号：S0740518030001

Email: lijs@r.qlzq.com.cn

分析师：陈晨
执业证书编号：S0740518070011

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

分析师：张绪成
执业证书编号：S0740518050002

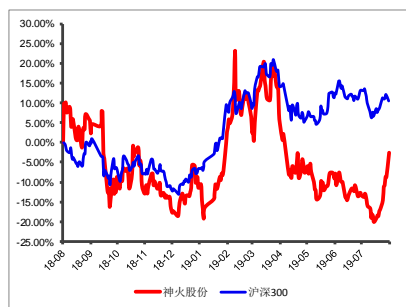
Email: zhangxc@r.qlzq.com.cn

研究助理：王瀚

Email: wanghan@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,900.5
流通股本(百万股)	1,900.5
市价(元)	4.60
市值(百万元)	8,742.3
流通市值(百万元)	8,742.2

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,899	18,835	19,051	24,752	29,817
增长率 yoy%	11.81%	-0.34%	1.15%	29.93%	20.46%
净利润	368	239	324	638	930
增长率 yoy%	7.58%	-35.11%	35.64%	96.89%	45.82%
每股收益(元)	0.19	0.13	0.17	0.34	0.49
每股现金流量	0.58	0.22	0.36	4.36	0.37
净资产收益率	6.23%	3.92%	5.20%	9.41%	12.29%
P/E	23.75	36.60	26.98	13.70	9.40
PEG	1.10	-0.11	-0.17	0.64	-0.03
P/B	1.48	1.44	1.40	1.29	1.16

备注:

投资要点

- **2017年以来煤炭产量受到抑制，预计2020年开始将回升。**公司目前在产矿井产能687万吨/年，改扩建和在建合计新增产能255万吨。2016年以来，受到政策以及煤矿安全事故影响，公司煤炭产销量出现了一定的下滑，公司2017年、2018年、2019上半年煤炭产量分别为626、564、277万吨，同比分别下滑14.3%、10.0%、1.1%。我们预计2020年开始，随着梁北煤矿(90万吨/年改扩建至240万吨/年)逐渐达产达效，产量规模开始有所回升。
- **煤炭业务盈利能力居于冶金煤行业中上游。**公司以贫瘦煤、无烟煤为主，具有低硫、低磷、中低灰分、高发热量等优点，叠加靠近消费地具有区域优势，公司享受一定高煤价优势，2018年吨煤均价752元/吨，高于冶金煤行业651元/吨的平均水平。公司旗下矿井开采条件较为一般，生产成本不具有优势，2018年吨煤销售成本为474元/吨，高于行业均值419元/吨。从近些年公司煤炭业务毛利率来看，毛利率高于行业平均水平，2018年毛利率为37%，高于行业均值35%，公司煤炭业务盈利能力居于行业中上游。
- **2019年电解铝行业：高库存持续消化，盈利能力得到改善。**2019年以来，电解铝行业的减产叠加新增产能较慢，有利于持续去库存，而电解铝需求端受益于基建投资回升、地产施工增速加快等一系列利好因素，供需格局有所改观，电解铝与主要成本端价差有所扩大，行业盈利有所改善。
- **新疆神火受益于低成本电价优势，公司电解铝业务盈利能力处于行业领先地位。**公司拥有电解铝产能146万吨/年(新疆80万吨、永城66万吨)、氧化铝产能80万吨/年、装机容量2270MW、阳极炭块产能56万吨/年。生产电解铝的原材料中，公司氧化铝1/3内供、2/3外采，阳极炭块100%自给，新疆地区发电16%外购、84%自发电，永城本部100%自发电(以上为2018年数据)。新疆地区平均电煤价格指数仅为全国的50%，具有非常强的发电成本优势，受益于此，2015年以来神火电解铝毛利率水平处于行业高水准，2018年神火电解铝毛利率为5.3%，而同期焦作万方、中孚实业、云南铝业、中国铝业为-3.3%、-6.0%、6.4%和5.3%，电解铝低成本优势明显。
- **云南文山90万吨/年电解铝项目，有望再造一个“新疆神火”。**神火云南文山电解铝项目(一期45万吨、二期45万吨)，一方面有利于利用当地丰富且低廉的水电资源，另一方面靠近氧化铝产地有利于降低生产成本，云南文山项目预计于2019年下半年陆续启动，有望再造一个低成本盈利强劲的“新疆神火”。
- **探矿权转让官司得到和解，利好公司现金流和降低财务费用。**2019年8月26日，公司发布公告，经最高人民法院牵头协调，公司与潞安集团就高家庄煤矿探矿权纠纷一案达成和解，协议约定神火放弃滞纳金、违约金以及资金占用利息等主张，而潞安集团需继续付神火24.6亿元价款。由于公司近两年仍处于资本开支期，该笔资金到位将有效改善公司现金流，降低财务费用，利好公司长期发展。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司2019-2021年实现营业收入190.5/247.5/298.2亿元，同比分别+1.2%、+29.9%、+20.5%，实现归属于母公司股东的净利润分别为3.24/6.38/9.3亿元，同比分别+35.6%、+96.9%、+45.8%，折合EPS分别是0.17/0.34/0.49元/股(未考虑非公开发行)，当前股价(4.6元/股)对应PE分别为27/14/9倍，给予公司“买入”推荐评级。
- **风险提示：**(1)经济增速放缓风险；(2)行政性干预手段不确定性风险；(3)(3)项目进展不及预期风险；(4)煤矿安全事故风险。

内容目录

公司简介：煤炭+电解铝双轮驱动发展.....	- 4 -
煤炭板块：预计 2020 年起产量将回升，煤炭盈利能力居于行业中上游.....	- 6 -
2017 年以来产量受到抑制，预计 2020 年开始将有回升.....	- 6 -
煤炭业务盈利能力居于行业中上游.....	- 7 -
电解铝板块：专注做低成本电解铝，是公司业务亮点.....	- 9 -
电解铝行业：高库存持续消化，盈利能力得到改善.....	- 9 -
神火电解铝：低成本优势明显，业绩弹性大.....	- 13 -
云南文山项目，再造一个“新疆神火”.....	- 16 -
投资建议：专注做低成本电解铝，乘风起航再获投资良机.....	- 17 -
风险提示.....	- 20 -

图表目录

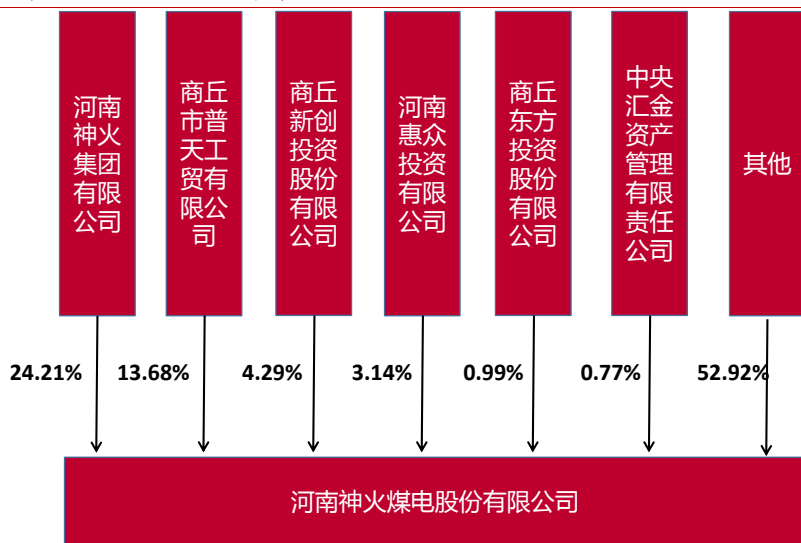
图表 1：截至 2019 年中报公司股权结构图.....	- 4 -
图表 2：神火股份业务结构流程图.....	- 4 -
图表 3：2009-2019 年公司实现的营业收入情况.....	- 5 -
图表 4：2009-2019 年公司实现的归母净利润情况.....	- 5 -
图表 5：2019H 公司收入业务结构.....	- 5 -
图表 6：2019H 公司毛利业务结构.....	- 5 -
图表 7：神火股份煤炭资源储量情况（截至 2019 年 6 月 30 日）.....	- 6 -
图表 8：神火股份煤炭矿井产能情况（截至 2019 年 6 月 30 日）.....	- 7 -
图表 9：神火股份煤炭产销量数据及预测（2010 年至 2021 年）.....	- 7 -
图表 10：神火股份煤炭单位售价情况.....	- 8 -
图表 11：神火股份煤炭单位成本情况.....	- 8 -
图表 12：神火股份煤炭单位毛利情况.....	- 8 -
图表 13：神火股份煤炭业务毛利率情况.....	- 8 -
图表 14：主要冶金煤上市公司的吨煤售价情况（2012A-2018A）.....	- 9 -
图表 15：主要冶金煤上市公司的吨煤销售成本情况（2012A-2018A）.....	- 9 -
图表 16：主要冶金煤上市公司的毛利率情况（2012A-2018A）.....	- 9 -
图表 17：国内电解铝消费结构（2017 年）.....	- 10 -
图表 18：2019 年基建投资缓慢回升.....	- 11 -
图表 19：2019 年房屋施工环节有所回升.....	- 11 -

图表 20: 汽车产销量增速存在改善预期.....	- 11 -
图表 21: 2019 年家电产销增速向好.....	- 11 -
图表 22: 国内电解铝新增产能情况 (2019 年).....	- 11 -
图表 23: 2018 年电解铝与其原材料价格涨幅对比.....	- 12 -
图表 24: 2019 年以来铝与氧化铝价差有所扩大.....	- 12 -
图表 25: 2019 年以来电解铝在产产能有所下滑.....	- 12 -
图表 26: 电解铝库存逐渐消化.....	- 12 -
图表 27: 神火股份氧化铝业务链条.....	- 13 -
图表 28: 神火股份电力、电解铝业务链条.....	- 14 -
图表 29: 神火股份铝加工业务链条.....	- 14 -
图表 30: 神火股份铝产线统计表.....	- 15 -
图表 31: 新疆电煤价格在国内最低 (元/吨).....	- 15 -
图表 32: 2019H1 平均电煤价格指数比较.....	- 15 -
图表 33: 主要电解铝企业产量对比 (万吨).....	- 16 -
图表 34: 神火股份毛利率水平在同行中具有优势.....	- 16 -
图表 35: 主要电解铝企业业绩弹性测算.....	- 16 -
图表 36: 2018 年各省份水电发电量占比.....	- 17 -
图表 37: 水电具有明显的成本优势.....	- 17 -
图表 38: 可比公司估值表.....	- 18 -
图表 39: 神火股份主要业务结构拆分与预测.....	- 19 -
图表 40: 三张报表摘要.....	- 20 -

公司简介：煤炭+电解铝双轮驱动发展

- 神火集团是公司控股股东，商丘市国资委是实际控制人。河南神火煤电股份有限公司成立于1998年，1999年登陆A股市场，是河南省商丘市神火集团旗下的核心企业。河南神火集团前身是1990年成立的永城矿务局，1994年改制并更名至今，目前神火集团以煤炭、发电和铝产品生产、加工为主，连续多年被列入中国500强企业。截至2019年中报，神火集团持有公司股份24.21%，是公司第一大股东，实际控制人是商丘市国资委。

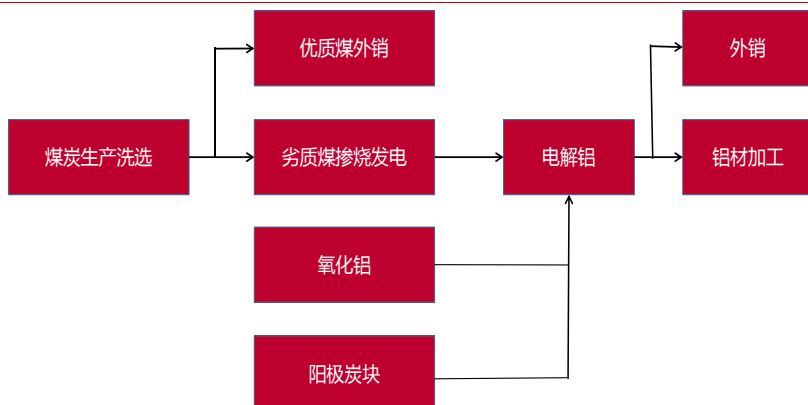
图表 1：截至 2019 年中报公司股权结构图



来源：wind、中泰证券研究所

- 煤炭+电解铝双轮驱动发展。神火股份主要从事煤电铝材产业链一体化的经营，主要业务包括煤炭、发电（自发自用）、氧化铝、电解铝及电解铝深加工等。公司煤质主要是无烟煤和贫瘦煤，洗选出来精煤外销（钢厂、化工厂、电厂等），劣质煤用于掺烧内部发电。铝业务已形成“上游开采（铝土矿）--中游冶炼（氧化铝、电解铝）--下游加工（铝材）”较为完善的产业链。

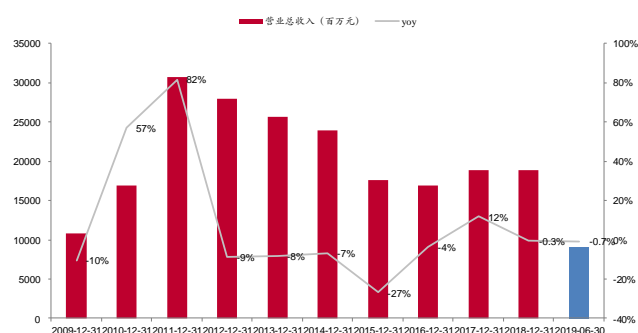
图表 2：神火股份业务结构流程图



来源：wind、中泰证券研究所

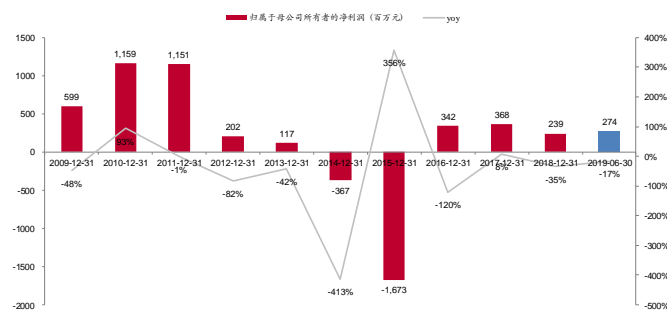
- 2012年-2015年，受制于大宗商品价格持续走弱，公司实现的营业收入和净利润水平持续向下。2016年-2017年，供给侧结构性改革背景下，煤炭和电解铝业务的盈利能力开始回升，营收和利润实现了大幅改善。2018年，受氧化铝等主要原材料价格同比上涨、新疆地区征收自备电厂的政府性基金、煤炭产量同比下滑等因素影响，公司盈利能力有所下滑。2019上半年，永城铝厂发生火灾导致电解铝销量出现一定下滑，公司实现营业收入91.1亿元，同比下降0.67%，归母净利润2.74亿元，同比下降16.69%。
- 电解铝冶炼以及煤炭开采是公司主要的收入来源，同时也是公司主要的利润来源。2019年中报显示，公司营业总收入中，电解铝占比63%、煤炭占比26%、电解铝深加工占比5%、贸易业务占比1%、其他占比3%；同期，公司实现毛利总额中，电解铝占比41%、煤炭占比53%、电解铝深加工占比1%、其他占比4%。

图表 3: 2009-2019 年公司实现的营业收入情况



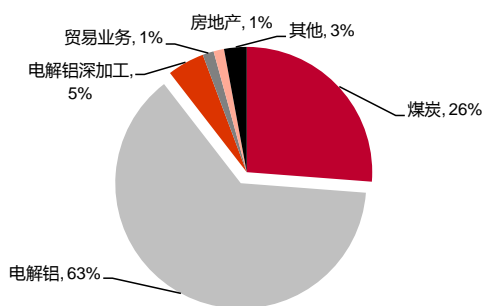
来源: wind、中泰证券研究所

图表 4: 2009-2019 年公司实现的归母净利润情况



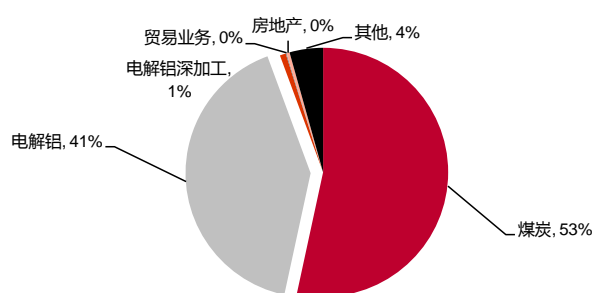
来源: wind、中泰证券研究所

图表 5: 2019H 公司收入业务结构



来源: wind、中泰证券研究所

图表 6: 2019H 公司毛利业务结构



来源: wind、中泰证券研究所

煤炭板块：预计 2020 年起产量将回升，煤炭盈利能力居于行业 中上游

2017 年以来产量受到抑制，预计 2020 年开始将有回升

- **煤炭业务起家，煤种和区位具有一定优势。**煤炭是公司核心业务之一，且神火股份以煤炭起家，刚上市时候主要资产就是新庄和葛店两座煤矿，进入 2000 年以后，公司通过抢抓煤炭资源和并购、合资等方式，先后建设了一批煤矿项目。
- 目前公司煤矿开采区域主要在永城、许昌和郑州矿区，其中永城矿区是我国 6 大无烟煤生产基地之一，许昌、郑州矿区主要以贫瘦煤、无烟煤为主，公司商品煤具有低硫、低磷、中低灰分、高发热量等优点，主要应用于冶金、化工、电力等行业。截至 2019 年 6 月 30 日，公司旗下拥有煤炭保有储量 18.4 亿吨，可采储量 9.0 亿吨。
- 公司旗下煤矿地处中原、交通便利，距离华中、华东大型钢厂、焦化厂等焦煤、喷吹煤下游客户较近，运输费用显著低于山西、陕西、内蒙等地区，具有地理位置优势。

图表 7：神火股份煤炭资源储量情况（截至 2019 年 6 月 30 日）

矿区	主要煤种	保有储量（万吨）	可采储量（万吨）
永城矿区	无烟煤	27,631	10,656
许昌、郑州矿区	瘦煤、贫煤、无烟煤	156,660	79,517
合计		184,292	90,172

来源：wind、中泰证券研究所

- 公司在产产能 687 万吨/年，改扩建煤矿增加产能 150 万吨，在建煤矿增加产能 105 万吨/年。目前，公司在产矿井 7 座，合计产能 687 万吨/年，权益产能 638 万吨/年，分别是新庄煤矿（180 万吨/年）、刘河煤矿（45 万吨/年）、薛湖煤矿（120 万吨/年）、泉店煤矿（210 万吨/年）、梁北煤矿（在产 90 万吨/年，正在改扩建至 240 万吨/年）、隆祥煤矿（21 万吨/年）、隆源煤矿（21 万吨/年）。另外两座前期在产煤矿，由于资源枯竭，庇山煤矿（30 万吨/年）和超化煤矿（30 万吨/年），皆在 2018 年关闭退出。两座在建矿井，大磨岭煤矿（60 万吨/年）和和成煤矿（45 万吨/年），合计 105 万吨/年，权益产能 37 万吨。

图表 8: 神火股份煤炭矿井产能情况 (截至 2019 年 6 月 30 日)

矿井	所属单位	地区	煤种	持股比例	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%	180	180	在产
刘河煤矿	公司本部	河南永城	无烟煤	100%	45	45	在产
薛湖煤矿	公司本部	河南永城	无烟煤	100%	120	120	在产
泉店煤矿	兴隆矿业	河南许昌	贫瘦煤	82%	210	172	在产
梁北煤矿	新龙矿业	河南许昌	贫瘦煤	98%	90	88	在产, 正在改扩建至240万吨
隆祥煤矿	禹州神火	河南许昌	贫煤	70%	21	15	在产
隆源煤矿	禹州神火	河南许昌	瘦煤	85%	21	18	在产
鹿山煤矿	鹿山煤业	河南平顶山	贫瘦煤	67%	30	20	关闭
超化煤矿	裕中煤业之超化公司	河南郑州	贫煤	36%	30	11	关闭
大磨岭煤矿	裕中煤业之超化公司	河南郑州	贫瘦煤	36%	60	21	在建
和成煤矿	裕中煤业之恒业公司	河南郑州	无烟煤	36%	45	16	在建
在产-合计				93%	687	638	
在建-合计				36%	105	37	
总合计				85%	792	675	
赵家寨矿-参股	新郑煤电	河南新郑	贫煤	39%	300	117	在产

来源: wind、中泰证券研究所

- 2017 年以来煤炭产量受到抑制。**永城矿区的薛湖煤矿, 分别于 2017 年 5 月 15 日和 2018 年 4 月 12 日发生过煤矿安全事故, 新庄煤矿在 2017 年 10 月升级为煤与瓦斯突出矿井。上述两座矿井在 2018 年都按照“双六”规定组织生产, 产能利用率受到一定的限制。(备注: “双六”指的是, 矿井所采煤层瓦斯压力大于 0.6 兆帕 (MPa) 或瓦斯含量大于 6 立方米每吨 (m^3/t) 时, 必须采取开采保护层或底 (顶) 板岩巷预抽煤层瓦斯, 严禁采用局部防突措施替代区域防突措施。残余瓦斯压力及含量降到 0.6MPa 和 $6m^3/t$ (省局标准) 以下后, 方可进入煤层进行采掘作业)。
- 预计 2020 年开始产量将有回升。**2016 年供给侧结构性改革以来, 公司煤炭产销量受到政策以及安全事故影响, 出现了一定的下滑, 公司 2017 年、2018 年、2019 上半年煤炭产量分别为 626、564、277 万吨, 同比分别下滑 14.3%、10.0%、1.1%。我们预计 2020 年开始, 随着梁北煤矿 (90 万吨/年改扩建至 240 万吨/年) 逐渐达产达效, 产量规模开始有所回升。

图表 9: 神火股份煤炭产销量数据及预测 (2010 年至 2021 年)

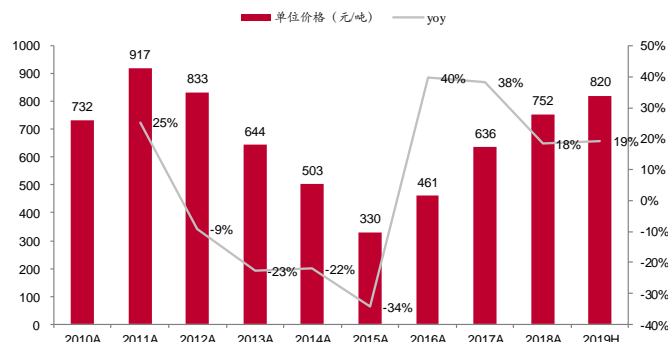
煤炭+型焦 (采掘)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H	2019E	2020E	2021E
产量 (万吨)	711	712	821	770	887	777	731	626	564	277	575	661	714
yoy		0.1%	15.3%	-6.2%	15.2%	-12.4%	-5.9%	-14.3%	-10.0%	-1.1%	2.0%	15.0%	8.0%
销量 (万吨)	718.08	709.34	803.00	774.00	892	766	725	643	548	291	590	675	722
yoy		-1.2%	13.2%	-3.6%	15.2%	-14.1%	-5.4%	-11.3%	-14.7%	6.2%	7.5%	14.4%	6.9%
产销率	101%	100%	98%	101%	101%	99%	99%	103%	97%	105%	103%	102%	101%

来源: wind、中泰证券研究所

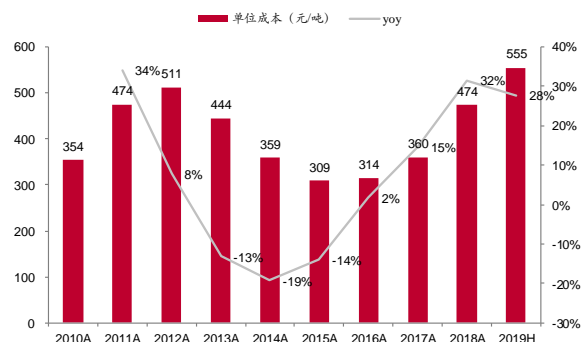
煤炭业务盈利能力居于行业中上游

- 价格和成本变化趋势一致, 价格的弹性大于成本。**从公司煤炭销售价格与单位销售成本来看, 二者走势与行业景气度的变化较为一致, 2012-2015 年基本上单方向往下走, 2016 年以来随着行业效益改善, 二者皆有所回升, 但价格上涨的弹性大于成本, 这也是行业共性。

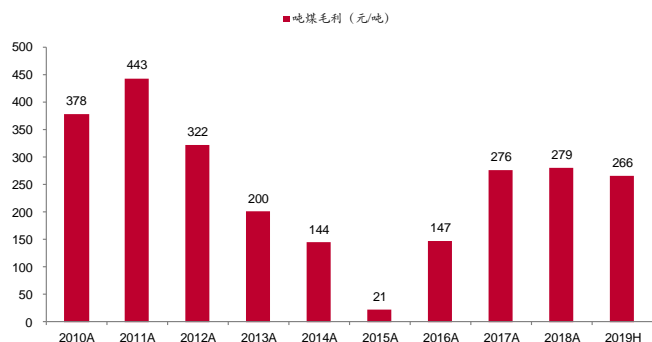
- 2018年及2019上半年煤炭业务毛利率有所下滑。**由于2018年煤炭产量有所下滑，使得公司吨煤成本上升较多，从而毛利率同比有所下滑。2019上半年，公司吨煤售价820元/吨，同比增加19%，吨煤销售成本555元/吨，同比增加28%，吨煤毛利266元/吨，同比增加13元/吨，毛利率为32%，同比下滑5个百分点。（注：报表上各项业务收入和成本都属于内部抵消后的，2019上半年单位煤价和成本上涨与炼焦配煤价格上涨，内部抵消减少等有关。）

图表 10：神火股份煤炭单位售价情况


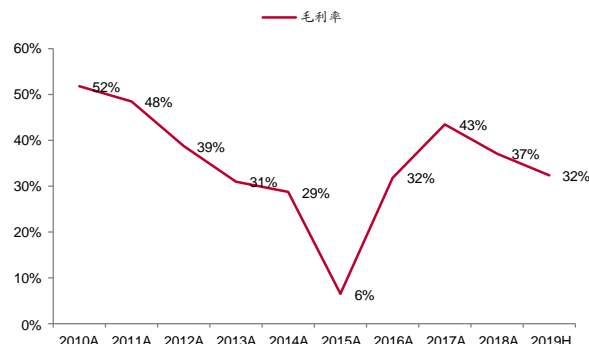
来源：wind、中泰证券研究所

图表 11：神火股份煤炭单位成本情况


来源：wind、中泰证券研究所

图表 12：神火股份煤炭单位毛利情况


来源：wind、中泰证券研究所

图表 13：神火股份煤炭业务毛利率情况


来源：wind、中泰证券研究所

- 同行比较：公司煤炭业务盈利能力居于冶金煤行业中上游。**正如前面分析，公司具有一定的区域优势，享受一定高煤价优势，2018年吨煤均价752元/吨，高于冶金煤行业651元/吨的平均水平。公司旗下矿井开采条件较为一般，规模效应不明显，生产成本不具有优势，2018年吨煤销售成本为474元/吨，高于行业均值419元/吨。从近些年公司煤炭业务毛利率来看，毛利率高于行业平均水平，2018年毛利率为37%，高于行业均值35%，公司煤炭业务盈利能力居于行业中上游。

图表 14: 主要冶金煤上市公司的吨煤售价情况 (2012A-2018A)

吨煤价格 (元/吨)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
神火股份	833	644	503	330	461	636	752
潞安环能	662	564	434	317	341	542	565
西山煤电	705	578	459	361	407	663	675
阳泉煤业	513	426	347	242	259	400	437
冀中能源	668	546	415	348	429	619	619
盘江股份	778	702	638	473	506	813	791
平煤股份	532	486	429	312	430	645	684
淮北矿业	-	590	470	380	421	669	689
平均值	670	567	462	345	407	623	651

来源: wind、中泰证券研究所

图表 15: 主要冶金煤上市公司的吨煤销售成本情况 (2012A-2018A)

吨煤销售成本 (元/吨)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
神火股份	511	444	359	309	314	360	474
yoy		-13%	-19%	-14%	2%	15%	32%
潞安环能	374	336	284	200	204	297	322
yoy		-10%	-16%	-29%	2%	45%	9%
西山煤电	388	334	262	162	185	281	300
yoy		-14%	-22%	-38%	14%	52%	7%
阳泉煤业	411	360	295	203	201	313	353
yoy		-12%	-18%	-31%	-1%	56%	13%
冀中能源	451	387	309	303	322	445	434
yoy		-14%	-20%	-2%	6%	38%	-2%
盘江股份	461	432	404	365	392	527	527
yoy		-6%	-6%	-10%	7%	34%	0%
平煤股份	442	400	371	305	368	527	531
yoy		-10%	-7%	-18%	21%	43%	1%
淮北矿业	-	469	412	341	278	372	413
yoy			-12%	-17%	-19%	34%	11%
平均值	434	395	337	274	283	390	419
yoy		-9%	-15%	-19%	3%	38%	7%

来源: wind、中泰证券研究所

图表 16: 主要冶金煤上市公司的毛利率情况 (2012A-2018A)

毛利率	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
神火股份	39%	31%	29%	6%	32%	43%	37%
潞安环能	43%	40%	35%	37%	40%	45%	43%
西山煤电	45%	42%	43%	55%	54%	58%	56%
阳泉煤业	20%	16%	15%	16%	22%	22%	19%
冀中能源	32%	29%	26%	13%	25%	28%	30%
盘江股份	41%	39%	37%	23%	23%	35%	33%
平煤股份	17%	18%	13%	2%	14%	18%	22%
淮北矿业	-	21%	12%	10%	34%	44%	40%
平均值	34%	29%	26%	20%	31%	37%	35%

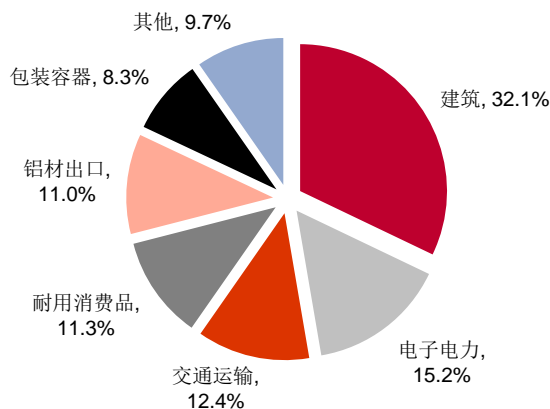
来源: wind、中泰证券研究所

电解铝板块: 专注做低成本电解铝, 是公司业务亮点

电解铝行业: 高库存持续消化, 盈利能力得到改善

- 国内铝的需求主要看建筑、电子电力、交通运输等。铝是仅次于钢铁的第二大金属材料，广泛应用于建筑、电力、机械、化工、电子设备、航空航天、交通运输、包装等众多领域，在国民经济中占据重要的地位，从全球来看，建筑、交通运输和包装业是铝的三大终端消费领域，在美国、日本、欧洲，这三大领域消费量占比 70% 以上。当下，中国已成为全球第一大电解铝生产国和消费国，电解铝产量约占全球的 55%-60%，铝的供需和价格与全球及中国宏观经济变化的关联度非常高。
- 从国内消费结构来看，据安泰科统计，2017 年铝消费最大的行业分别是，建筑、电子电力、交通运输、耐用消费品、铝材出口和包装容器，占比分别为 32.1%、15.2%、12.4%、11.3%、11.0%、8.3%，合计占比 90% 以上。

图表 17: 国内电解铝消费结构 (2017 年)

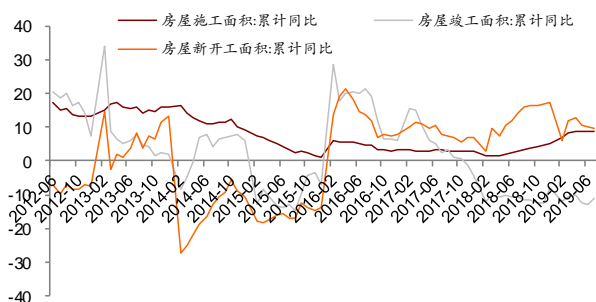


来源：安泰科、中泰证券研究所

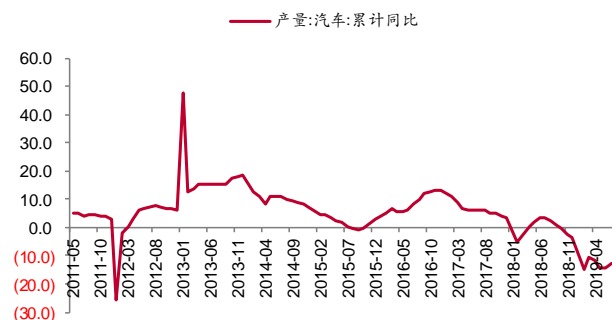
- 2019 年前 7 个月，基础设施建设固定资产投资累计同比增加 2.9%，增速延续了 2018 年 4 季度以来的回升势头，政府逆周期调控，加大补短板力度，基建投资增速得到一定回升。
- 2019 年前 7 个月，地产开发投资累计同比增长 10.6%，继续维持在高位，其中房屋施工面积同比增加 9.0%，增速较上年同期增加 6.0 个百分点，2018 年全社会信用收紧，造成施工增速显著低于新开工，2019 年随着流动性宽松释放，施工增速有所改善。
- 2019 年前 7 个月，汽车产量累计为 1435 万辆，同比下滑 12.8%，降幅相对 1-6 月缩窄 1.4 个百分点。为了促进汽车消费，部分地区开始出台一些鼓励措施，例如上海上汽乘用车将在上海地区开展“以旧换新”奖励活动，满足条件者换购燃油车可奖励 1 万元，换购新能源车奖励 1.5 万元的福利。随着基数低、政策预期向好等因素影响，汽车产销量增速有预期改善。
- 2019 年前 7 个月，以家用电冰箱为代表的耐用消费品产量为 5043 万台，同比增长 4.2%，增速较上年同期增加 2.2%，作为地产后期消费品种，家电有望受益于房地产施工/竣工节奏的加快。

图表 18: 2019 年基建投资缓慢回升


来源: wind、中泰证券研究所

图表 19: 2019 年房屋施工环节有所回升


来源: wind、中泰证券研究所

图表 20: 汽车产销量增速存在改善预期


来源: wind、中泰证券研究所

图表 21: 2019 年家电产销增速向好


来源: wind、中泰证券研究所

- 2019 年电解铝新增产能预计释放缓慢。**根据亚洲金属网数据, 2019 年国内新增电解铝产能约 345 万吨, 其中预计一季度投产 60 万吨, 二季度投产 65 万吨, 三季度 105 万吨, 四季度 115 万吨, 2019 年初运行产能约 3650 万吨, 产能新增比例约为 9.5%, 整体新增产能释放较慢。

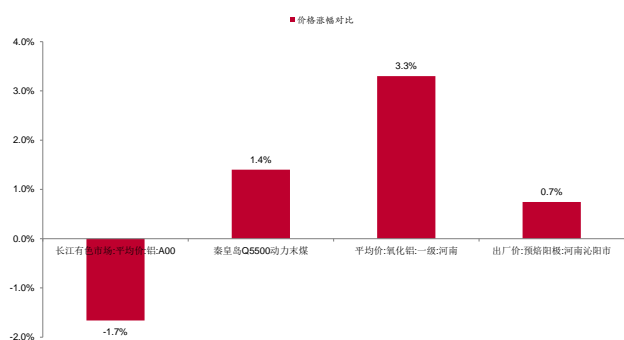
图表 22: 国内电解铝新增产能情况 (2019 年)

地区	公司	预计新增产能万吨	预计投产时间	总设计产能万吨	备注
云南	云南其亚金属有限公司	35	三季度	35	新建产能
	云南神火铝业有限公司	45	三季度	90	新建产能
	云南铝业股份有限公司(海鑫)	25	四季度	70	增产
	云南铝业股份有限公司(溢鑫)	40	四季度	40	新建产能
	中铝云南华江铝业有限公司	50	四季度	100	新建产能
内蒙古	内蒙古创源金属有限公司	30	一季度	40	增产
	东方希望包头新恒丰能源有限公司	25	二季度	50	增产
陕西	陕西美鑫产业投资有限公司	30	一季度	30	新投产能
四川	广元林丰铝电有限公司	25	三季度	25	产能转移
广西	广西百矿铝业有限公司	40	二季度	130	增产
总计		345			

来源: 亚洲金属网、中泰证券研究所

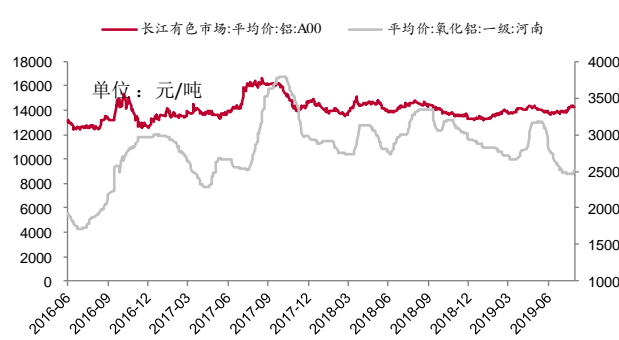
- 2018年，由于电解铝环保限产不及预期等因素影响，电解铝均价同比略有下滑，长江有色市场A00铝均价为14198元/吨，同比下滑1.7%，而动力煤、氧化铝、阳极炭块等主要原材料皆出现小幅上涨，秦港5500动力煤价格涨幅1.4%，河南一级氧化铝价格涨幅3.3%，河南沁阳市预焙阳极出厂价上涨0.7%，销售价格下滑而成本端上涨，这导致电解铝行业的盈利能力出现恶化。
- 2018年4季度以来，行业出现一定程度的减产，且这种减产现象延续到了2019年，据阿拉丁统计，2019年6月底在产产能3672万吨，同比减少70万吨左右，或为下滑2%。
- 电解铝减产叠加新增产能较慢，2019年以来国内电解铝供应端有所收紧，电解铝库存自2019年3月份以来逐渐回落，截至8月26日，电解铝库存100.1万吨，同比下降了57.4万吨。
- 2019年来看，电解铝行业的减产叠加新增产能较慢，有利于持续去库存，而电解铝需求端受益于基建投资有所回升、地产施工增速加快等一系列利好因素，整体而言，2019年电解铝供需格局有所改观，行业盈利能力得到改善。2019上半年，长江有色市场A00铝均价为13795元/吨，同比下滑3.6%，而同期河南一级氧化铝均价2750元/吨，降幅5.3%，山西丹源碳素出厂价平均3426元/吨，同比下降17%，电解铝与主要成本端价差有所扩大，盈利有所改善。

图表 23: 2018 年电解铝与其原材料价格涨幅对比



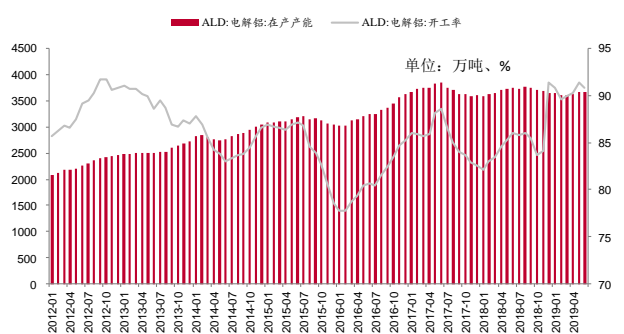
来源: wind、中泰证券研究所

图表 24: 2019 年以来铝与氧化铝价差有所扩大



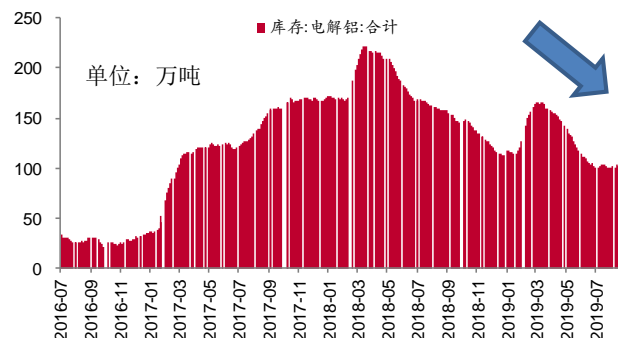
来源: wind、中泰证券研究所

图表 25: 2019 年以来电解铝在产产能有所下滑



来源: 阿拉丁、中泰证券研究所

图表 26: 电解铝库存逐渐消化

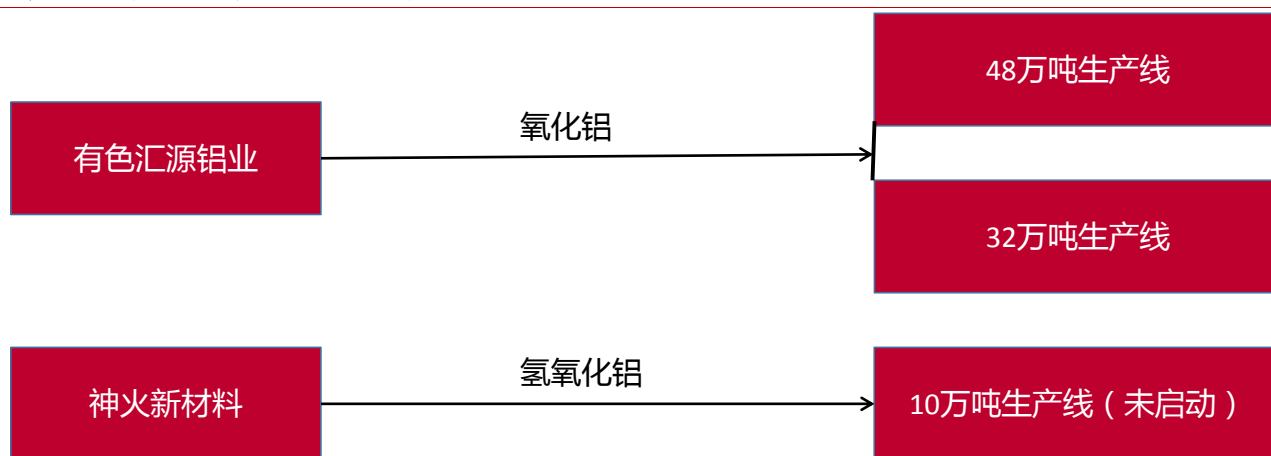


来源: wind、中泰证券研究所

神火电解铝：低成本优势明显，业绩弹性大

- **2000 年以后步入煤电铝材一体化经营发展的快车道。**2000 年初，公司确定了“巩固发展煤炭、积极做强铝电、打造完整的煤电铝材产业链”的产业发展思路，自此由单一煤炭产业步入了煤电铝材一体化经营发展的快车道。公司于 2000 年兼并重组了濒临倒闭的原永城县铝厂，于 2006 年兼并重组了焦作沁阳市沁澳铝业，于 2008 年出资收购并续建了商丘鑫丰铝厂，于 2009 年收购了平顶山汇源铝业（80 万吨氧化铝），2010 年成立了新疆神火公司。
- **公司电解铝产业链产能情况。**截至 2019 年 6 月 30 日，公司拥有氧化铝产能 80 万吨/年，氢氧化铝产能 10 万吨/年、电解铝产能 146 万吨/年（其中河南地区的 66 万吨产能指标已公示转移至云南神火项目）、装机容量 2270MW、阳极炭块产能 56 万吨/年，铝材产能 10 万吨/年。
- **公司氧化铝 1/3 依赖内供，2/3 依赖外购。**由于一吨电解铝需要配套 1.95 吨左右的氧化铝，从近 4 年来看，公司电解铝产量大约 110-120 万吨，这就需要氧化铝 220 万吨左右，而公司自产的氧化铝大概 80 万吨，这说明氧化铝 1/3 依赖内供，2/3 依赖外购。

图表 27：神火股份氧化铝业务链条



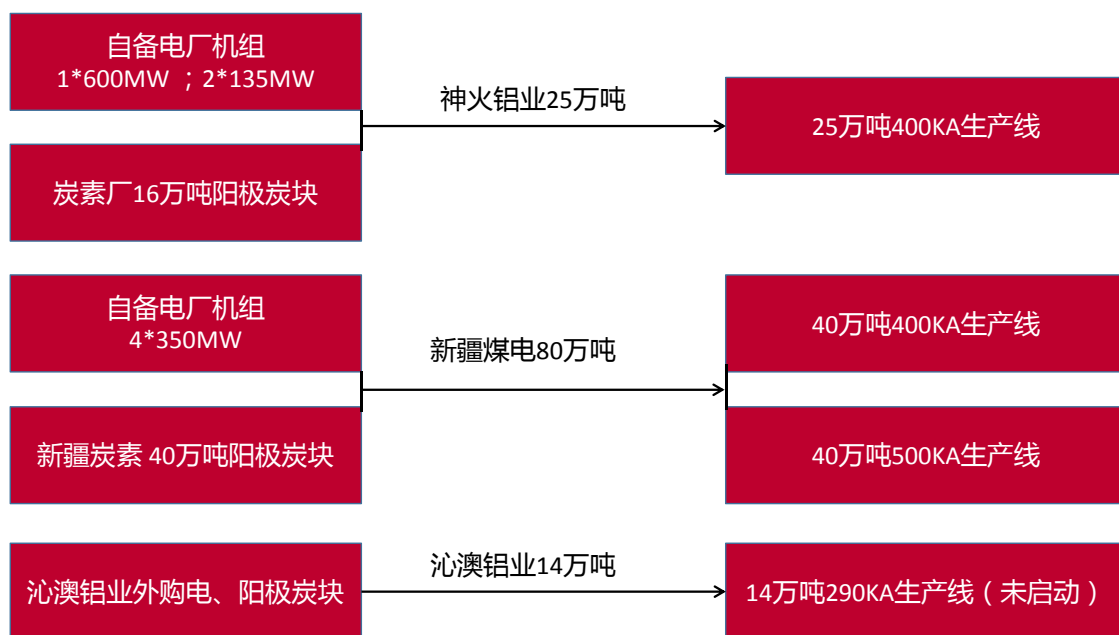
来源：wind、中泰证券研究所

- 目前公司电解铝业务主要分布在新疆和永城本部，总产能 146 万吨（其中河南地区的 66 万吨产能指标已公示转移至云南神火项目），新疆地区在产产能 80 万吨，配套 40 万吨阳极炭块，4*350MW 自备电厂机组，永城本部电解铝产能 66 万吨（目前已经无生产），其中在产产能 25 万吨（2019 年 5 月发生火灾已经停产）、沁阳停产产能 14 万吨、本部停掉并率先转移至云南的产能指标 27 万吨，本部自备电厂机组 1*600MW 和 2*135MW，阳极炭块 16 万吨。
- **新疆地区火电 16%外购、84%自发，永城本部 100%自发。**生产 1 吨电解铝大约需要 13700/13800 度电，新疆地区 4*350MW 自备电厂机组，年发电 7000-8000 小时，年发电量 92.44 亿度（2018 年数据），新疆地区电解铝产量 80.46 万吨（2018 年数据），需要电量约 110 亿度，外购

比例仅为 16%，84%为内供，本部地区年发电量 38.4 亿度（2018 年数据），电解铝产量 27.6 万吨（2018 年数据），需要电量约 36 亿吨，本部实现了全部的内供。

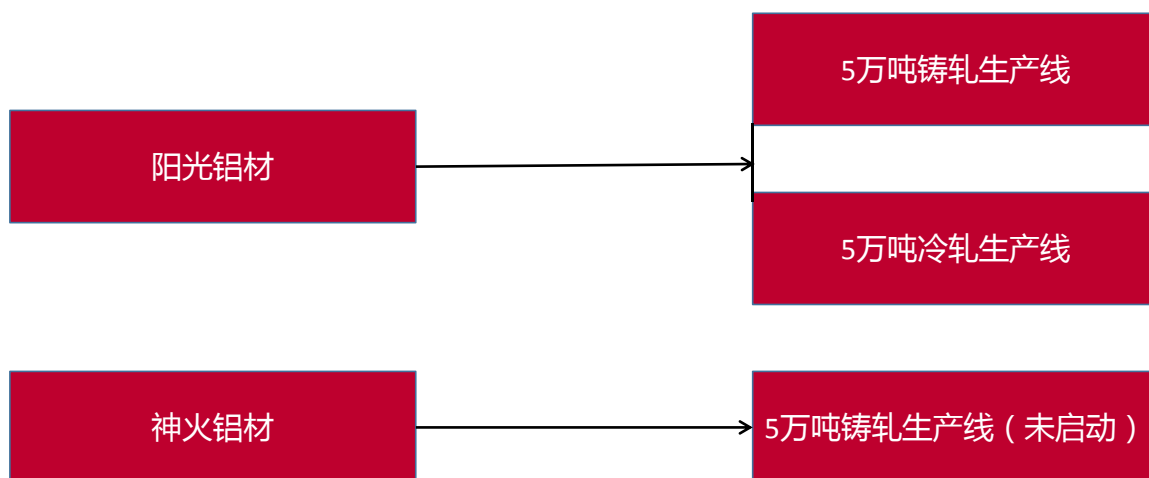
- **阳极炭块 100%自给。**同时，生产 1 吨电解铝需要 0.46/0.47 吨的阳极炭块，本部电解铝在产产能 25 万吨，阳极炭块 16 万吨，完全内供，新疆地区在产产能 80 万吨，碳素厂具备 40 万吨阳极炭块，完全内供。
- **因此，公司生产电解铝所需要的原料中：氧化铝 1/3 内供，2/3 外采；阳极炭块 100%自给；新疆地区火电 16%外购、84%自发（2018 年数据），煤炭全部外采，永城本部 100%自发，煤炭部分自给。**

图表 28：神火股份电力、电解铝业务链条



来源：wind、中泰证券研究所

图表 29：神火股份铝加工业务链条



来源：wind、中泰证券研究所

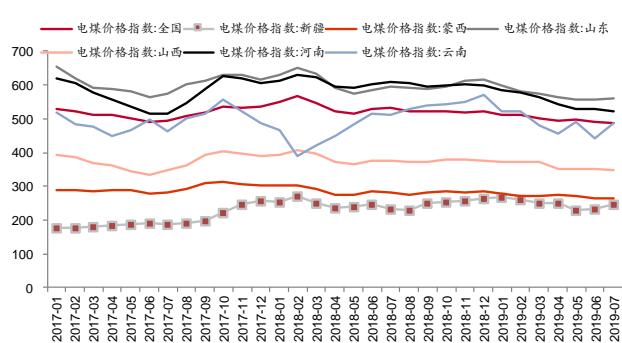
图表 30: 神火股份铝产线统计表

项目	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
河南本部电解铝产线	电解铝	公司本部	河南永城	100%	25	25	400KA	2019年5月26日发生火灾, 25万吨已经停产
	电解铝	公司本部	河南永城	100%	21	21	350KA	停产
	其中: 停产	公司本部	河南永城	100%	8	8	350KA	停产, 产能转移至云南
	其中: 停产	公司本部	河南永城	100%	13	13	350KA	停产, 产能转移至云南
	电解铝	公司本部	河南永城	100%	6	6	200KA	停产, 产能转移至云南
	自备电	河南神火发电	河南永城	100%	600	600	1*600MW	在产
	自备电	河南神火发电	河南永城	100%	270	270	2*135MW	停产
新疆电解铝产线	阳极炭块	公司本部	河南永城	100%	16	16		在产
	电解铝	新疆煤电	新疆昌吉州	97.5%	40	39	400KA	在产
	电解铝	新疆煤电	新疆昌吉州	97.5%	40	39	500KA	在产
	自备电	新疆煤电	新疆昌吉州	97.5%	1400	1365	4*350MW	在产
河南沁阳电解铝产线	阳极炭块	新疆炭素	新疆昌吉州	97.5%	40	39		
	电解铝	沁澳铝业	河南沁阳	70%	14	10	290KA	停产
河南氧化铝产线	氧化铝	有色汇源铝业	河南鲁山	75%	48	36		在产
	氧化铝	有色汇源铝业	河南鲁山	75%	32	24		在产
河南氢氧化铝产线	氢氧化铝	神火新材料	河南汝州	100%	10	10		停产
铝材加工产线	冷轧卷	阳光铝材	河南商丘	60%	5	3		在产
	铸轧卷	阳光铝材	河南商丘	60%	5	3		在产
电解铝-在产合计				98.1%	105	103		
电解铝-总合计				95.8%	146	140		
自备电-总合计				98.5%	2,270	2,235		
阳极炭块-总合计				98.2%	56	55		
氧化铝-总合计				75.0%	80	60		
氢氧化铝-总合计				100.0%	10	10		
铝材-总合计				60.0%	10	6		

来源: wind、中泰证券研究所

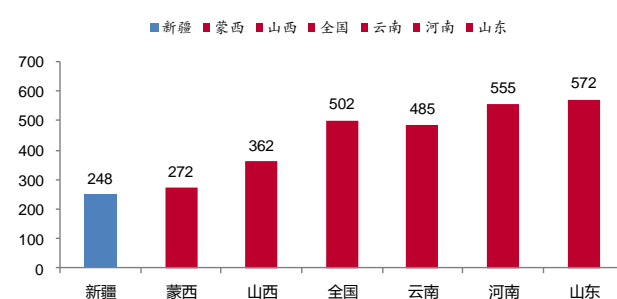
- **新疆电解铝资产具有非常强的发电成本优势。**非常值得一提的是, 公司核心的新疆电解铝资产, 受益于当地低成本煤价, 发电成本非常具有强的竞争优势。2019年上半年, 新疆地区平均电煤价格指数为 248 元/吨, 低于蒙西、山西等主产区, 更低于河南、山东等地, 仅为全国平均电煤价格指数 502 元/吨的 50%, 具有非常强的成本优势。
- **同行比较: 低成本优势明显, 毛利率处于高水准。**即与焦作万方、中孚实业、云铝股份、中国铝业比较, 神火股份电解铝产销量位居第三位, 低于云铝和中铝, 但受益于低成本的优势, 2015 年以来神火电解铝毛利率水平处于行业中高水准, 2018 年神火电解铝毛利率为 5.3%, 而同期焦作万方、中孚实业、云南铝业、中国铝业为 -3.3%、-6.0%、6.4% 和 5.3%, 电解铝低成本优势明显。

图表 31: 新疆电煤价格在国内最低 (元/吨)

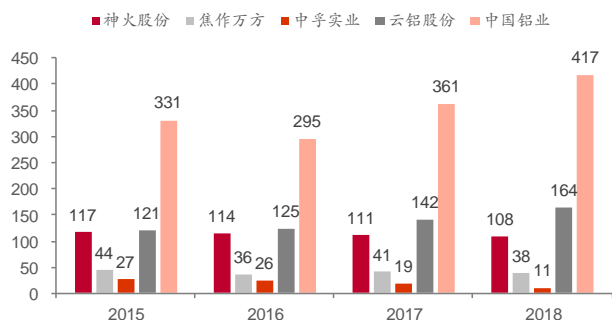


来源: wind、中泰证券研究所

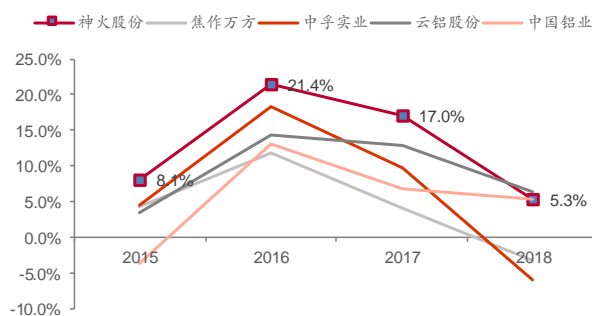
图表 32: 2019H1 平均电煤价格指数比较



来源: wind、中泰证券研究所

图表 33: 主要电解铝企业产量对比 (万吨)


来源: wind、中泰证券研究所

图表 34: 神火股份毛利率水平在同行中具有优势


来源: wind、中泰证券研究所

- 同行比较: 业绩弹性最大。**我们以 2017 年的数据为依据, 并假设解铝成本费用不变, 测算了五家电解铝企业不同情境下的业绩弹性。可以看到, 假设电解铝涨 5%、10%、15% 时候, 神火股份净利润将实现增长 160%、320%、480%, 业绩弹性非常强, 并且均高于其他 4 家公司的增长幅度。

图表 35: 主要电解铝企业业绩弹性测算

简称	2017年销量 (万吨)	2017年单位价格 (元/吨)	2017年公司净利润 (亿元)	电解铝涨幅对应的利润增厚 (亿元)			电解铝涨幅对应的利润增厚比例		
				5%	10%	15%	5%	10%	15%
神火股份	111	11729	3.1	4.9	9.8	14.7	160%	320%	480%
焦作万方	40	12686	1.8	1.9	3.8	5.6	107%	214%	321%
中孚实业	19	12346	-4.7	0.9	1.7	2.6	-19%	-37%	-56%
云铝股份	138	7184	7.2	3.7	7.4	11.1	52%	104%	155%
中国铝业	357	13386	23.6	17.9	35.8	53.8	76%	152%	227%

来源: wind、中泰证券研究所

备注: 业绩弹性测算采用控制变量法, 假设电解铝成本费用不变;

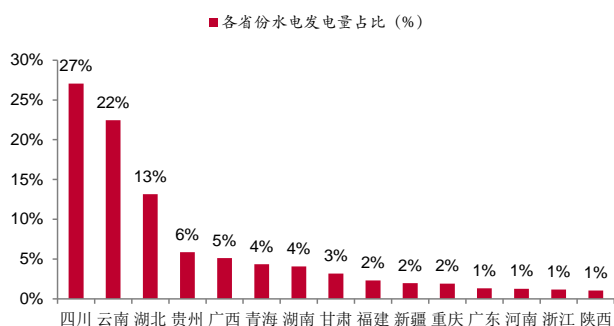
云南文山项目, 再造一个“新疆神火”

- 公司文山电解铝项目一期 (45 万吨/年) 预计于 2019 年下半年投产。**云南神火 90 万吨绿色水电铝材一体化项目, 坐落于文山州富宁县, 该项目设计规模为年产 90 万吨的电解铝, 采用先进的 SY500 电解槽技术, 投资概算 67.5 亿元, 厂区占地面积约 1380 亩, 分两期建设一期为 45.11 万吨, 二期为 44.89 万吨, 项目产能指标分别来自上市公司本部的 66 万吨, 外加神火集团 24 万吨。该项目于 2018 年 7 月份奠基仪式, 同年 11 月份取得云南省发改委备案证和土地使用权证等。根据亚洲金属网预测, 该项目一期预计于 2019 年下半年陆续启动。
- 文山电解铝项目具有显著的电力成本优势。**云南地区水电资源丰富, 2018 年云南水电发电量 2576.8 亿度, 占国内水电比重为 22.5%, 仅次于四川省, 是第二大水电生产省份。丰富的水电资源, 造就水电成本低

廉，2017年云南地区水电平均上网电价为0.192元/度，低于当地燃煤平均上网电价0.47元/度，低于全国平均上网电价0.376元/度，具有明显的电力成本优势。

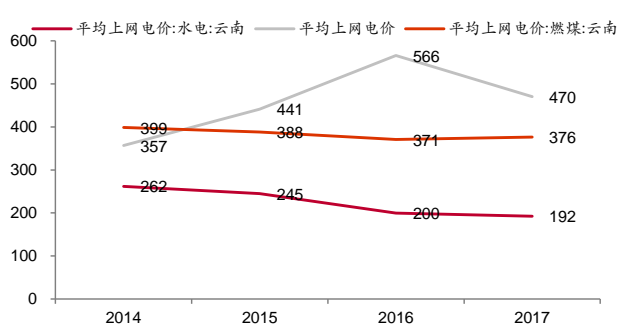
- **文山电解铝项目靠近氧化铝产区。**云南项目靠近广西百色氧化铝主产区，广西的氧化铝企业都是集中于百色市，2017年百色市氧化铝产量1046万吨，电解铝产量101万吨，富余产品主要是通过港口运输到北方销售。整体来看，当地采购的氧化铝产量非常富余，价格比较透明，有运输成本的优势。
- **神火云南电解铝项目，一方面有利于利用当地丰富且低廉的水电资源，另一方面靠近氧化铝产地，有利于降低生产成本，云南文山项目有望再造一个低成本盈利能力强劲的“新疆神火”。**

图表 36: 2018 年各省份水电发电量占比



来源: wind、中泰证券研究所

图表 37: 水电具有明显的成本优势



来源: wind、中泰证券研究所

投资建议: 专注做低成本电解铝, 乘风起航再获投资良机

- **2017年以来煤炭产量受到抑制, 预计2020年开始将回升。**公司目前在产矿井产能687万吨/年, 改扩建新增产能150万吨, 在建矿井产能105万吨/年。2016年以来, 受到政策以及煤矿安全事故影响, 公司煤炭产销量出现了一定的下滑, 公司2017年、2018年、2019上半年煤炭产量分别为626、564、277万吨, 同比分别下滑14.3%、10.0%、1.1%。我们预计2020年开始, 随着梁北煤矿(90万吨/年改扩建至240万吨/年)逐渐达产达效, 产量规模开始有所回升。
- **煤炭业务盈利能力居于冶金煤行业中上游。**公司以贫瘦煤、无烟煤为主, 具有低硫、低磷、中低灰分、高发热量等优点, 叠加靠近消费地具有区域优势, 公司享受一定高煤价优势, 2018年吨煤均价752元/吨, 高于冶金煤行业651元/吨的平均水平。公司旗下矿井开采条件较为一般, 规模效应不明显, 生产成本不具有优势, 2018年吨煤销售成本为474元/吨, 高于行业均值419元/吨。从近些年公司煤炭业务毛利率来看, 毛利率高于行业平均水平, 2018年毛利率为37%, 高于行业均值35%, 公司煤炭业务盈利能力居于行业中上游。
- **2019年电解铝行业: 高库存持续消化, 盈利能力得到改善。**2019年以来, 电解铝行业的减产叠加新增产能较慢, 有利于持续去库存, 而电解铝需求端受益于基建投资回升、地产施工增速加快等一系列利好因素,

供需格局有所改观，电解铝与主要成本端价差有所扩大，行业盈利有所改善。

- **核心资产新疆神火受益于低成本电价优势，公司电解铝业务盈利能力处于行业领先地位。**公司拥有电解铝产能 146 万吨/年（新疆 80 万吨、永城 66 万吨）、氧化铝产能 80 万吨/年、装机容量 2270MW、阳极炭块产能 56 万吨/年。生产电解铝的原材料中，公司氧化铝 1/3 内供、2/3 外采，阳极炭块 100% 自给，新疆地区发电 16% 外购、84% 自发，永城本部 100% 自发电（以上为 2018 年数据）。新疆地区平均电煤价格指数仅为全国的 50%，具有非常强的发电成本优势，受益于此，2015 年以来神火电解铝毛利率水平处于行业高水准，2018 年神火电解铝毛利率为 5.3%，而同期焦作万方、中孚实业、云南铝业、中国铝业为 -3.3%、-6.0%、6.4% 和 5.3%，电解铝低成本优势明显。
- **云南文山 90 万吨/年电解铝项目，有望再造一个“新疆神火”。**神火云南文山电解铝项目（一期 45 万吨、二期 45 万吨），一方面有利于利用当地丰富且低廉的水电资源，另一方面靠近氧化铝产地有利于降低生产成本，云南文山项目预计于 2019 年下半年陆续启动，有望再造一个低成本盈利能力强劲的“新疆神火”。
- **探矿权转让官司得到和解，利好公司现金流和降低财务费用。**2019 年 8 月 26 日，公司发布公告，经最高人民法院牵头协调，公司与潞安集团就高家庄煤矿探矿权纠纷一案达成和解，协议约定神火放弃滞纳金、违约金以及资金占用利息等主张，而潞安集团需继续付神火 24.6 亿元价款。由于公司近两年仍处于资本开支期，该笔资金到位将有效改善公司现金流，降低财务费用，利好公司长期发展。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入 190.5/247.5/298.2 亿元，同比分别+1.2%、+29.9%、+20.5%，实现归属于母公司股东的净利润分别为 3.24/6.38/9.3 亿元，同比分别+35.6%、+96.9%、+45.8%，折合 EPS 分别是 0.17/0.34/0.49 元/股（未考虑非公开发行），当前股价（4.6 元/股）对应 PE 分别为 27/14/9 倍，给予公司“买入”推荐评级。

图表 38：可比公司估值表

名称	总市值 (20190828)	预期归属上市公司股东净利润 (亿元)			PE		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
潞安环能	224	32	33	35	7.1	6.7	6.5
西山煤电	187	20	21	22	9.2	8.7	8.4
冀中能源	127	9	10	10	13.5	12.7	12.3
平煤股份	93	12	13	14	7.7	7.0	6.7
淮北矿业	217	36	37	39	6.0	5.8	5.6
阳泉煤业	128	20	21	22	6.3	6.0	5.7
冶金煤均值					8.3	7.8	7.5
云铝股份	132	3	6	11	39.1	21.9	12.4
中国铝业	565	18	25	37	31.0	22.4	15.4
电解铝均值					35.1	22.1	13.9
神火股份	83	3.2	6.4	9.3	25.6	13.0	8.9

来源：wind、中泰证券研究所

备注：市值日期为 2019 年 8 月 28 日，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，神火股份为中泰证券研究所预测

图表 39: 神火股份主要业务结构拆分与预测

煤炭+型焦(采掘)	2015A	2016A	2017A	2018H	2018A	2019H	2019E	2020E	2021E
产量(万吨)	777	731	626	280	564	277	575	661	714
yoy	-12.4%	-5.9%	-14.3%	-23.8%	-10.0%	-1.1%	2.0%	15.0%	8.0%
销量(万吨)	766	725	643	274	548	291	590	675	722
yoy	-14.1%	-5.4%	-11.3%	-30.4%	-14.7%	6.2%	7.5%	14.4%	6.9%
产销率	99%	103%	98%	98%	97%	105%	103%	102%	101%
单位价格(元/吨)	330.2	461.0	636.4	687.6	752.5	820.4	816.5	792.0	768.2
yoy	-34.3%	39.6%	38.1%	11.9%	18.2%	19.3%	9%	-3%	-3%
销售收入(万元)	252,934	334,223	409,175	188,395	412,603	238,819	481,376	534,356	554,303
yoy	-43.6%	32.1%	22.4%	-22.1%	0.8%	26.8%	16.7%	11.0%	3.7%
单位成本(元/吨)	309	314	360	435	474	555	545	534	523
yoy	-13.9%	1.7%	14.6%	26.7%	31.5%	27.6%	15%	-2%	-2%
销售成本(万元)	236,611	227,830	231,525	119,086	259,655	161,496	321,084	360,096	377,389
yoy	-26.1%	-3.7%	1.6%	-11.8%	12.2%	35.6%	23.7%	12.2%	4.8%
毛利率	6.45%	31.83%	43.42%	36.79%	37.07%	32.38%	33.30%	32.61%	31.92%
毛利(百万元)	16,323	106,393	177,650	69,309	152,947	77,323	160,293	174,260	176,914
吨煤毛利(元/吨)	21	147	276	253	279	266	272	258	245
				-7%					
铝及铝制品(有色金属)	2015A	2016A	2017A	2018H	2018A	2019H	2019E	2020E	2021E
产量(万吨)	117	114	111.26	56	108	48	103	144	180
yoy	46%	-3%	-2%	1%	-3%	-13%	-5%	40%	25%
销量(万吨)	117	114	111.46	55.35	107.81	48.95	104	145	181
产销率	100%	100%	100%	99%	100%	101%	101%	101%	101%
单位价格(元/吨)	10450	10025	11729	11522	11641	11785	11758	12110	12352
yoy	-21.3%	-4.1%	17.0%	2.4%	-0.8%	2.3%	1.0%	3.0%	2.0%
销售收入(万元)	1,222,689	1,142,884	1,307,345	637,719	1,255,027	576,885	1,219,061	1,757,886	2,241,304
yoy	-7%	-7%	14%	6%	-4%	0%	-3%	44%	28%
单位成本(元/吨)	9606	7880	9731	10602	11019	10572	10468	10677	10891
yoy	-16%	-18%	23%	17%	13%	0%	-5.0%	2.0%	2.0%
销售成本(万元)	1123915	898277	1,084,580	586,847	1,187,922	517,477	1,085331	1,549853	1,976062
yoy	29.5%	-20.1%	20.7%	21.4%	9.5%	-11.8%	-8.6%	42.8%	27.5%
吨毛利(元/吨)	844	2146	1999	919	622	1214	1290	1433	1462
毛利率	8%	21%	17.04%	7.98%	5.35%	10.30%	10.97%	11.83%	11.83%
毛利(万元)	98,774	244,607	222,765	50,872	67,106	59,408	133,730	208,033	265,242
电解铝深加工业务(深加工)	2015A	2016A	2017A	2018H	2018A	2019H	2019E	2020E	2021E
冷轧卷产量(万吨)	5.23	5.98	6.04	2.86	6.00	2.89	6.0	6.0	6.0
冷轧卷销量(万吨)	5.22	5.99	5.84	2.92	5.91	2.53	5.9	5.9	5.9
产销率(%)	100%	100%	97%	102%	99%	88%	99%	99%	99%
收入(万元)	73,822	79,342	97,010	45,679	91,699	43,518	100,869	103,895	107,012
yoy	4%	7%	22%	-7%	-5%	-5%	5%	5%	5%
单位售价(元/吨)	14142	13246	16611	15644	15516	17201	17067.5	17579.5	18106.9
yoy	-9%	-6%	25%	-2%	-7%	10%	10%	3%	3%
成本(万元)	71,376	58,843	72,487	37,583	81,309	42,398	97,570	100,497	103,512
yoy	1%	-18%	23%	-4%	12%	13%	20%	3%	3%
单位成本(元/吨)	13,674	9,824	12,412	12,871	13,758	16,758	16509.4	17004.6	17514.8
yoy	-11%	-28%	26%	0%	11%	30%	20.0%	3.0%	3.0%
毛利(万元)	2,446.0	20,499.0	24,523.3	8,096.7	10,390.3	1,119.8	3,298.5	3,397.5	3,499.4
毛利率(%)	3.3%	25.8%	25.3%	17.7%	11.3%	2.6%	3.3%	3.3%	3.3%
贸易业务	2015A	2016A	2017A	2018H	2018A	2019H	2019E	2020E	2021E
销售收入(万元)	340,656	68,857	15,982	15,776	22,726	13,090	26,179.3	26,179.3	26,179.3
yoy	-57.97%	-79.79%	-76.79%	126.16%	42.20%	-17.03%	15.19%	0.00%	0.00%
销售成本(万元)	340,161.7	67,495.7	15,687.4	15,276.6	21,740.7	12,939.3	25,878.6	25,878.6	25,878.6
yoy	-57.97%	-80.16%	-76.76%	121.63%	38.59%	-15.30%	19.03%	0.00%	0.00%
毛利率	0.15%	1.98%	1.84%	3.17%	4.34%	1.15%	1.15%	1.15%	1.15%
毛利(万元)	494.0	1,361.4	294.4	499.4	985.5	150.3	300.7	300.7	300.7
房地产业务	2015A	2016A	2017A	2018H	2018A	2019H	2019E	2020E	2021E
销售收入(万元)	333	36533	9828	3469	62508	12355	24,710.3	-	-
yoy		10883.91%	-73.10%	-1.60%	536.00%	256.15%	-60.47%	0.00%	0.00%
销售成本(万元)	372.2	35,630.76	10,300.44	3,645.63	67,621.38	11,762.76	23,525.5	-	-
yoy		9473.29%	-71.09%	-0.68%	556.49%	222.65%	-65.21%	0.00%	0.00%
毛利率	-11.90%	2.47%	-4.80%	-5.09%	-8.18%	4.79%	4.79%	0.00%	0.00%
毛利(万元)	-39.6	902.3	-472.1	-176.6	-5,113.6	592.4	1,184.8	0.0	0.0
其他业务	2015A	2016A	2017A	2018H	2018A	2019H	2019E	2020E	2021E
销售收入(万元)	30037.7	28392.8	50575.1	26189.1	38915.2	26456.7	52913	52913	52913
yoy	-16.08%	-5.48%	78.13%	16.37%	-23.05%	1.02%	35.97%	0.00%	0.00%
销售成本(万元)	25,255.9	22,577.5	21,516.8	19,914.9	27,432.5	20,190.2	40380	40380	40380
yoy	-18.13%	-10.61%	-4.70%	6.16%	27.49%	1.38%	47.20%	0.00%	0.00%
毛利率	15.92%	20.48%	57.46%	23.96%	29.51%	23.69%	23.69%	23.69%	23.69%
毛利(万元)	4,781.7	5,815.3	29,058.2	6,274.2	11,482.8	6,266.5	12,533.0	12,533.0	12,533.0
销售收入合计(百万元)	19,205	16,902	18,899	9,172	18,835	9,111	19,051.09	24,752.29	29,817.12
yoy	-19.87%	-11.99%	11.81%	-0.74%	-0.34%	-0.67%	1.15%	29.93%	20.46%
销售成本合计(百万元)	17,977	13,107	14,361	7,824	16,457	7,663	15,937.70	20,767.06	25,232.23
毛利合计(万元)	1,228	3,796	4,538	1,349	2,378	1,449	3,113	3,985	4,585
毛利率	6.39%	22.46%	24.01%	14.70%	12.63%	15.90%	16.34%	16.10%	15.38%

来源: wind、中泰证券研究所

风险提示

- **(1) 经济增速放缓风险。**可能造成下游钢铁、电力、化工等需求不及预期风险，影响公司销售量和销售价格，从而造成业绩波动。
- **(2) 行政性干预手段不确定性风险。**供给侧改革仍是影响行业供需格局的重要因素，但为了保供应稳价格，可能使得行政性调控手段存在力度过大风险。
- **(3) 项目进展不及预期风险。**公司梁北煤矿改扩建项目以及云南神火电解铝项目是公司未来业绩增长的主要看点，如果项目进展不及预期，可能影响公司业绩波动。
- **(4) 煤矿安全事故风险。**公司旗下的矿井基本以中小型矿井为主，开采条件较为一般，若发生煤矿安全事故，将会影响公司煤炭产量以及经济效益。

图表 40: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	18,899	18,835	19,051	24,752	29,817
增长率	11.8%	-0.3%	1.1%	29.9%	20.5%
营业成本	-14,361	-16,457	-15,938	-20,767	-25,232
%销售收入	76.0%	87.4%	83.7%	83.9%	84.6%
毛利	4,538	2,378	3,113	3,985	4,585
%销售收入	24.0%	12.6%	16.3%	16.1%	15.4%
营业税金及附加	-425	-505	-476	-594	-686
%销售收入	2.2%	2.7%	2.5%	2.4%	2.3%
营业费用	-471	-410	-419	-520	-596
%销售收入	2.5%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%
管理费用	-597	-620	-610	-767	-895
%销售收入	3.2%	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	3,046	843	1,608	2,104	2,408
%销售收入	16.1%	4.5%	8.4%	8.5%	8.1%
财务费用	-1,988	-1,948	-1,753	-1,578	-1,420
%销售收入	10.5%	10.3%	9.2%	6.4%	4.8%
资产减值损失	146	1,347	100	100	100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	120	409	500	400	300
%税前利润	10.7%	74.4%	82.6%	38.2%	21.3%
营业利润	1,324	651	455	1,026	1,388
营业利润率	7.0%	3.5%	2.4%	4.1%	4.7%
营业外收支	-207	-101	150	20	20
税前利润	1,117	550	605	1,046	1,408
利润率	5.9%	2.9%	3.2%	4.2%	4.7%
所得税	-544	-450	-202	-296	-362
所得税率	48.7%	81.8%	33.5%	28.3%	25.7%
净利润	306	-64	202	550	846
少数股东损益	-62	-303	-121	-88	-85
归属于母公司的净利润	368	239	324	638	930
净利率	1.9%	1.3%	1.7%	2.6%	3.1%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,827	9,103	9,208	11,963	14,411
应收款项	2,280	3,104	2,070	4,317	2,992
存货	5,975	5,110	5,089	7,535	7,036
其他流动资产	1,054	1,335	1,136	1,730	1,495
流动资产	18,137	18,652	17,502	25,545	25,934
%总资产	33.6%	34.9%	33.1%	41.7%	41.9%
长期投资	3,179	3,494	3,694	3,894	4,094
固定资产	19,115	17,640	17,858	17,922	17,843
%总资产	35.4%	33.0%	33.8%	29.3%	28.8%
无形资产	5,284	5,663	5,926	6,186	6,444
非流动资产	35,795	34,817	35,327	35,716	35,991
%总资产	66.4%	65.1%	66.9%	58.3%	58.1%
资产总计	53,932	53,469	52,829	61,261	61,924
短期借款	15,271	17,045	19,957	19,338	24,366
应付款项	16,883	17,465	14,365	25,017	20,375
其他流动负债	5,366	6,439	6,125	5,827	5,545
流动负债	37,521	40,948	40,447	50,182	50,286
长期贷款	3,831	1,601	1,601	0	0
其他长期负债	4,745	3,266	3,103	2,948	2,800
负债	46,097	45,816	45,151	53,130	53,086
普通股股东权益	5,912	6,088	6,234	6,776	7,567
少数股东权益	1,923	1,565	1,444	1,356	1,271
负债股东权益合计	53,932	53,469	52,829	61,261	61,924

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	306	-64	202	550	846
加: 折旧和摊销	1,332	1,451	1,437	1,544	1,650
资产减值准备	146	1,347	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	1,938	2,027	1,753	1,578	1,420
投资收益	-120	-409	-500	-400	-300
少数股东损益	-62	-303	-121	-88	-85
营运资金的变动	-1,514	-1,265	-2,215	5,017	-2,908
经营活动现金流净额	1,096	422	677	8,290	707
固定资本投资	842	1,875	-1,300	-1,300	-1,300
投资活动现金流净额	5	1,292	-1,300	-1,400	-1,500
股利分配	-48	-48	-49	-96	-140
其他	-1,002	-1,685	776	-4,038	3,380
筹资活动现金流净额	-1,050	-1,733	727	-4,134	3,240
现金净流量	51	-19	105	2,755	2,448

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益(元)	0.19	0.13	0.17	0.34	0.49
每股净资产(元)	3.11	3.20	3.28	3.57	3.98
每股经营现金流(元)	0.58	0.22	0.36	4.36	0.37
每股股利(元)	0.03	0.03	0.03	0.05	0.07
回报率					
净资产收益率	6.23%	3.92%	5.20%	9.41%	12.29%
总资产收益率	0.57%	-0.12%	0.38%	0.90%	1.37%
投入资本收益率	3.64%	-1.90%	5.23%	7.23%	10.92%
增长率					
营业总收入增长率	11.81%	-0.34%	1.15%	29.93%	20.46%
EBIT增长率	186.43%	-103.14%	-2220.64%	19.70%	8.49%
净利润增长率	7.58%	-35.11%	35.64%	96.89%	45.82%
总资产增长率	4.19%	-0.86%	-1.20%	15.96%	1.08%
资产管理能力					
应收账款周转天数	20.6	30.7	29.1	27.7	26.3
存货周转天数	100.4	105.9	96.4	91.8	88.0
应付账款周转天数	65.3	60.2	57.2	54.3	51.6
固定资产周转天数	377.0	351.3	335.4	260.2	215.9
偿债能力					
净负债/股东权益	204.93%	191.08%	189.13%	118.14%	146.64%
EBIT利息保障倍数	1.5	0.0	1.1	1.5	1.8
资产负债率	85.47%	85.69%	85.47%	86.73%	85.73%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。