



Research and
Development Center

滇新双基地占先机，铝迎碳达峰利增厚

—神火股份(000933)公司深度报告

2021年03月12日

娄永刚

S1500520010002

010-83326716

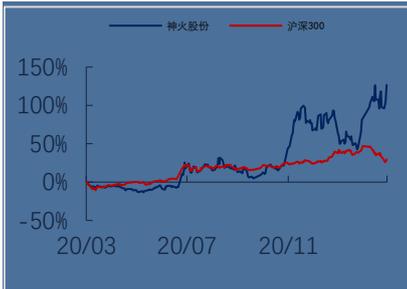
louyonggang@cindasc.com

黄礼恒

S1500520040001

18811761255

huangliheng@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
神火股份(000933)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	10.02
52周内股价波动区间(元)	10.02-3.83
最近一月涨跌幅(%)	-89.98
总股本(亿股)	22.31
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	223.59

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

滇新双基地占先机，铝迎碳达峰利增厚

2021年03月12日

本期内容提要：

- ◆ **布局产业绿色发展，受益行业利润高增长。**公司成立于1998年，经过20多年的发展逐步形成以铝板块、煤产业为主的双主业格局，电解铝板块营收占比维持在65%左右。公司是国内第六大电解铝生产商、第二大水电铝生产商，提前布局产业绿色发展，顺应碳达峰及碳中和的发展要求，充分受益行业利润高增长。煤炭板块稳定发展，资产结构逐步优化。
- ◆ **电解铝：滇新双基地成本优势显著，盈利能力卓越。**公司拥有电解铝合规产能170万吨（云南神火水电铝产能90万吨，新疆神火煤电铝产能80万吨），权益产能119.06万吨/年。**云南神火：**位于云南文山州，毗邻氧化铝资源丰富的广西、贵州省，氧化铝生产成本占优，同时享受0.25元/Kwh电价优惠政策，预计云南神火税前电解铝完全成本约在11000-11500元/吨，远低于行业80分位、50分位成本线14054元/吨、12979元/吨。**新疆神火：**受益疆内电解优势，吨铝电力成本较行业均值低1500元/吨，考虑氧化铝进疆和电解铝出疆的运输成本，新疆神火电解铝税后总生产成本仍比行业均值低约574元/吨。公司清洁能源电解铝产能投放及产量逐步提升，大幅提高公司的竞争力。完全成本远低于行业平均水平，造就公司电解铝板块卓越的盈利能力。

◆ **煤炭：定增扩产，资产结构优化。**公司控制的煤炭保有储量18.58亿吨，可采储量8.95亿吨，2019年煤炭产量551万吨。永城矿区主要生产优质无烟煤，是国内冶金企业高炉喷吹用精煤主要供应商之一。许昌矿区生产的贫瘦煤粘结指数比较高，可以作为主焦煤的配煤使用，具有良好的市场需求。公司于2020年12月29日通过非公开发行募集资金总额20.49亿元，扣除发行费用后将全部用于“河南平顶山矿区梁北煤矿改扩建项目”及偿还银行借款，本次改扩建项目完成后，项目生产能力将由90万吨/年提升至240万吨/年，产能净增150万吨/年，公司煤炭产业资产布局进一步优化；同时通过募集资金偿还贷款，公司资产结构将得到进一步优化。

◆ **受益碳达峰中和，电解铝行业进入高盈利时代。**1-2年维度看，电解铝价格有望上行，我们预计2021年电解铝新增投产或不及预期，全年有望持续去库存，电解铝行业盈利水平有望继续走阔。2-3年维度看，2017年电解铝供给侧改革将产能天花板确定在4500万吨/年，电解铝供需格局正在发生扭转。同时铝产业链盈利结构也发生了重要变化，未来电解铝环节话语权加强，盈利持续性增强，盈利空间逐步扩大。3-5年维度看，伴随碳达峰和碳中和持续推进，电解铝在供需两端均将扮演重要角色。供给端中国电解铝产量和碳排放或出现双降，消费端在轻量化的推动下将持续向好。结合短中长期维度看，电解铝行业供需正由过剩向短缺转变，成本可控叠加电解铝价格中枢上移，行业正式进入高盈利时代。

◆ **盈利预测：**我们预计2020-2022年公司EPS分别为0.14、1.35、1.54元/股，对应当前股价的PE分别为59x、6x、5x。考虑公司云南神火新增产量贡献较大，且电解铝板块盈利能力强，给予公司“买入”评级。

◆ **风险因素：**云南神火三期投产不及预期；疫情反复铝价大幅下降；碳达峰相关政策推进低预期；平顶山扩建项目进程不及预期。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	19,369	17,618	17,932	29,292	31,449
增长率 YoY %	2.5%	-9.0%	1.8%	63.4%	7.4%
归属母公司净利润 (百万元)	244	1,345	303	3,005	3,437
增长率 YoY%	-33.8%	452.2%	-77.5%	891.9%	14.4%
毛利率%	12.7%	14.8%	19.3%	28.0%	28.4%
净资产收益率ROE%	3.8%	17.3%	3.2%	24.1%	21.6%
EPS(摊薄)(元)	0.11	0.60	0.14	1.35	1.54
市盈率 P/E(倍)	35.72	9.09	58.77	5.93	5.18
市净率 P/B(倍)	1.35	1.57	1.88	1.43	1.12

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 03 月 11 日收盘价

目 录

与市场不同之处.....	6
公司分析：布局产业绿色发展，受益行业利润高增长	7
公司实控人为河南商丘国资委.....	7
煤炭与电解铝双主业共同发展.....	7
电解铝：滇新双基地成本优势显著，盈利能力卓越	10
新疆神火：存量产能，成本占优.....	11
云南神火：增量产能，动能强劲.....	13
煤炭：定增扩产，资产结构优化.....	14
受益碳达峰中和，电解铝行业进入高盈利时代.....	15
2000 年以来国内电解铝行业经历 4 轮周期.....	15
电解铝产业链情况	15
2000 年以来电解铝价格走势分析.....	15
短期：库存低位，增量有限	16
中期：结构已变，盈利持续	18
产业链利润向电解铝环节集中	18
氧化铝价格有望维持在成本线附近波动	18
电解铝用火电价格有望抬升，清洁能源成本优势增强.....	20
长期：达峰中和，铝或受益	22
电解铝生产碳排放约占国内总碳排放的 5.0%.....	22
未来电解铝生产将受到政策限制.....	23
电解铝需求在新能源和轻量化的带动下有望保持长期向好	23
煤炭行业分析：中长期煤炭有望保持高景气.....	25
盈利预测、估值与投资评级.....	26
风险因素	26

表 目 录

表 1：神火股份煤炭资源情况.....	8
表 2：新疆电解铝产能情况	11
表 3：各省份电价及对应电解铝成本与新疆地区电解铝电力成本对比	13
表 4：2021 年国内电解铝已建成未投产产能及年内新增可投产产能明细.....	18
表 5：我国碳排放量计划.....	20
表 6：2019 年电解铝用电量及碳排放数据	21
表 7：电解铝供需平衡测算（万吨）	24
表 8：神火股份可比公司估值表（2021 年 3 月 11 日）	26

图 目 录

图 1：神火股份股权结构图（2020-12-31）	7
图 2：神火股份发展历程.....	8
图 3：神火股份铝业务主要生产线.....	9
图 4：神火股份铝营业收入情况	9
图 5：神火股份归母净利润情况.....	9
图 6：神火股份经营性净现金流	10
图 7：神火股份经营利润率	10
图 8：公司主营产品营收结构（百万元）	10
图 9：公司主营产品毛利结构（百万元）	10
图 10：神火股份铝业务主要生产线.....	11
图 11：电解铝成本构成.....	12
图 12：全国氧化铝产能分布情况	12
图 13：国内各省份电价分布情况	12
图 14：云南神火股权结构.....	13
图 15：全国氧化铝价格分布情况（元/吨）	14
图 16：电解铝全行业完全成本（元/吨）	14
图 17：铝行业产业链.....	15
图 18：长江铝价复盘（元/吨）	16
图 19：电解铝 LME+SHFE 库存（万吨）	17
图 20：电解铝库存季节分析（万吨）	17
图 21：国内电解铝总产能变动情况.....	17

图 22: 我国铝土矿进口情况 (万吨)	18
图 23: 氧化铝及铝土矿价格变动情况	18
图 24: 电解铝行业盈利情况	19
图 25: 氧化铝板块盈利情况	19
图 26: 全球电解铝发电类型及占比	20
图 27: 电解铝碳排放量占全社会碳排放量情况	22
图 28: 中国电解铝碳排放量占比估算	23
图 29: 2020-2025 中国汽车轻量化目标	24
图 30: 2011-2025 国内新增光伏装机量及用铝量	24
图 31: 原煤产量	25
图 32: 煤炭产能利用率 (%)	25
图 33: 煤炭下游消费结构	25
图 34: 全社会用电量	25

与市场不同之处

市场担心本轮铝价上涨及电解铝公司盈利不具有持续性，我们分别从短、中、长三个逻辑（短期基本面对铝价仍有支撑，中期电解铝行业盈利结构持续改善，长期行业将充分受益“碳中和”政策）论述铝价中长期上升趋势基本确定，而电解铝公司将充分受益于高铝价及板块盈利空间提升，盈利具有可持续性。

市场对于公司盈利的分析，缺乏对公司产量及生产成本所处行业位置的判断，本文通过对公司主要电解铝生产地铝产量及生产成本进行梳理，论证新疆神火凭借电力优势，吨铝生产成本较行业平均生产成本低 574 元/吨（考虑运费）；云南神火凭借电价优惠政策以及毗邻原材料生产地优势，完全成本远低于行业完全成本 50 分位线，公司整体盈利优势突出。

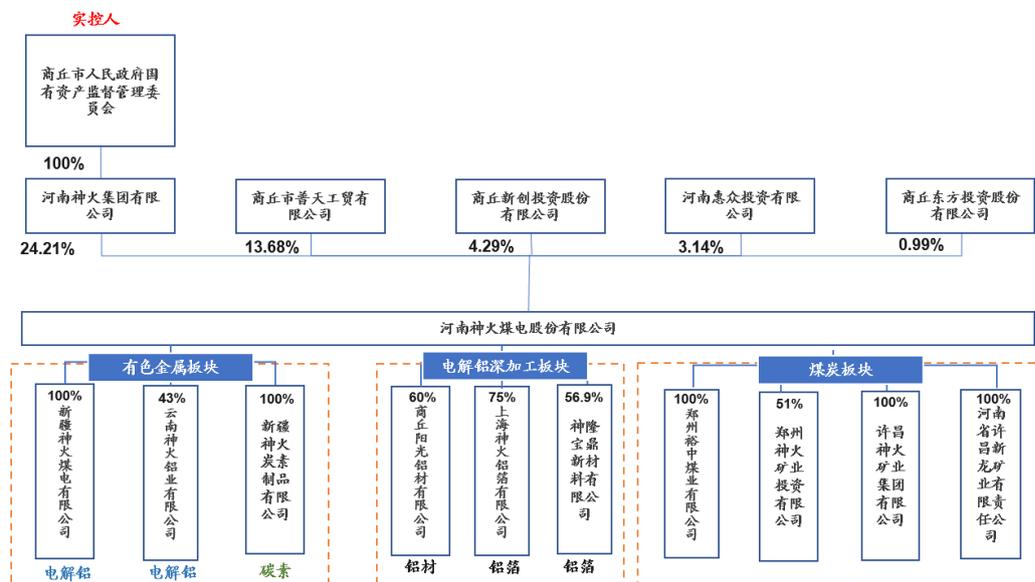
市场担心“双碳”目标的推进或将影响公司煤炭板块业务，公司产能均为合规产能，产能体量大、煤炭品质高，且公司永城矿区生产的煤炭属于低硫低磷的优质无烟煤，是冶金、电力、化工的首选洁净燃料，考虑碳达峰、碳中和政策压减小型煤矿产能、减少进口的情况下，煤炭基本面仍有支撑，公司将受益于煤炭价格维持高位，伴随梁北煤矿改扩建项目的推进，煤炭产业资产布局进一步优化，公司盈利或将受益。

公司分析：布局产业绿色发展，受益行业利润高增长

公司实控人为河南商丘国资委

河南神火煤电股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 1998 年，并于 1999 年在深交所上市，大股东为河南神火集团有限公司，实际控制人为商丘市人民政府国有资产监督管理委员会。公司经过 20 多年的发展逐步形成以铝板块、煤产业为主的双主业格局，主营业务为煤炭、发电、铝产品的生产、加工和销售；其中煤炭业务的主要产品为煤炭和型焦，具有低硫、低磷、中低灰分、高发热量等特点，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。公司是国内第六大电解铝生产商、第二大水电铝生产商，铝业务的主要产品为电解铝及电解铝深加工产品；其中电解铝产品为铝锭，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、冷轧卷和铝箔，主要运用于建材、包装、家电和印刷等行业。

图 1：神火股份股权结构图（2020-12-31）

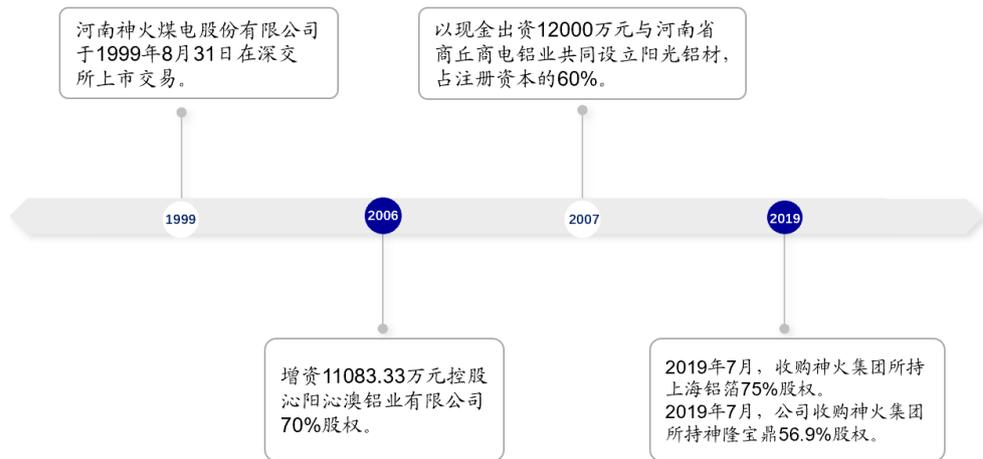


资料来源：神火股份公司公告，信达证券研发中心

煤炭与电解铝双主业共同发展

公司在上市之初主营业务为煤炭的生产、加工与销售，后为进一步扩大后备资源，提升公司业务多元化，公司于 2006 年增资控股沁阳沁澳铝业有限公司，业务自此逐步由单一的煤炭主业向更为完善的煤—电—铝一体化产业链转变，完整的产业链以及更为多元的产品结构使公司抵御市场风险的能力有所增强，同时也奠定了企业持续、快速发展的基础。

为进一步优化产品结构，延伸煤—电—铝一体化产业链，公司先后于 2007、2019 年出资设立、收购商丘阳光铝材有限公司、上海神火铝箔有限公司以及神隆宝鼎新材料有限公司，产业链进一步延伸至铝材深加工，产业链更加完善。

图 2: 神火股份发展历程


资料来源: 神火股份公司公告, 信达证券研发中心

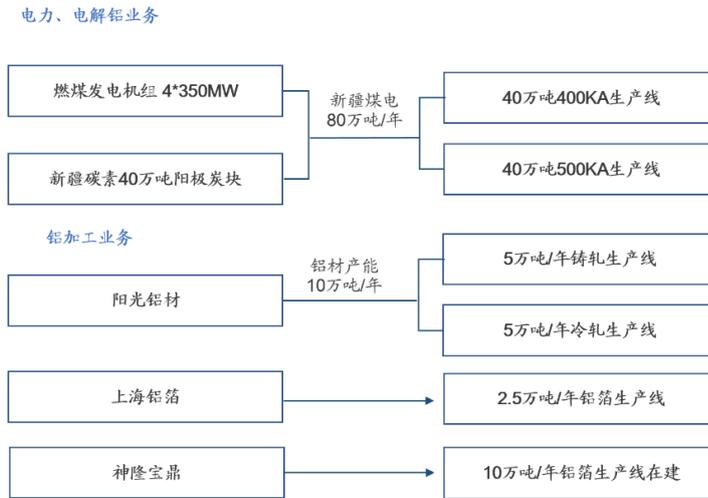
煤炭业务是公司的核心业务之一, 公司拥有煤炭采掘相关的完整生产及配套体系。截至 2020 年 6 月 30 日, 公司控制的煤炭保有储量 18.58 亿吨, 可采储量 8.95 亿吨, 具体情况如下:

表 1: 神火股份煤炭资源情况

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	26,752.42	10,234.68
许昌、郑州矿区	瘦煤、贫煤、无烟煤	159,043.23	79,312.07
合计		185,795.65	89,546.75

资料来源: 神火股份公司公告, 信达证券研发中心

铝业务是公司重点发展的核心业务, 营运主体分布为: 公司本部及全资子公司新疆炭素主要生产阳极炭块, 公司全资子公司新疆煤电主要生产电解铝, 子公司阳光铝材主要生产冷轧卷和铸轧卷、上海铝箔生产双零铝箔等铝加工产品。截至 2021 年 3 月 2 日, 公司运行总产能为 155 万吨/年, 权益产能为 112.55 万吨/年 (新疆神火 80 万吨/年电解铝产能, 云南神火运行产能 75 万吨/年)、装机容量 2000MW、阳极炭块产能 46 万吨/年、铝材产能 10 万吨/年、铝箔 2.5 万吨/年、神隆宝鼎年产 10.5 万吨的铝箔项目在建。

图 3：神火股份铝业务主要生产线


资料来源：神火股份公司公告，信达证券研发中心

2015 年至今公司经营业绩虽有波动,但整体保持上升态势。公司 2015 年实现营业收入 175.58 亿元,同比下降-26.74%,对应归母净利润-16.73 亿元,同比下降 356.36%。2015 经营出现亏损的原因主要为主营产品煤炭、电解铝所处行业产能过剩等,同时市场需求减少,价格大幅下降,其中煤炭产品价格同比下降 103.46 元/吨,铝产品价格同比下降 1320.03 元/吨。

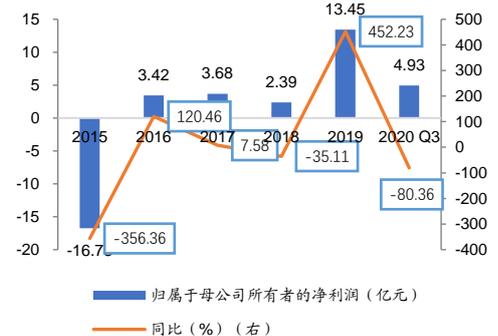
2017 年受煤炭和电解铝行业供给侧改革、产业结构调整等政策影响,公司各主营业务产品价格大幅上涨,其中煤炭产品销售均价同比上涨 229.47 元/吨,涨幅 49.88%,铝产品价格同比上涨 1,628.23 元/吨,涨幅 15.90%,带动公司营业收入及归母净利润同期上涨,公司实现利润总额 8.5 亿,同比上升 2.39 倍。

2018 年受氧化铝等主要原辅材料价格同比大幅上涨、新疆地区对燃煤发电机组征收政府性基金以及煤炭产品产销量同比减少的影响,公司归母净利同比下降 35.11%至 2.39 亿元。公司 2019 年实现归母净利 13.45 亿元,主因公司确认了山西省左权县高家庄煤矿探矿权转让收益。

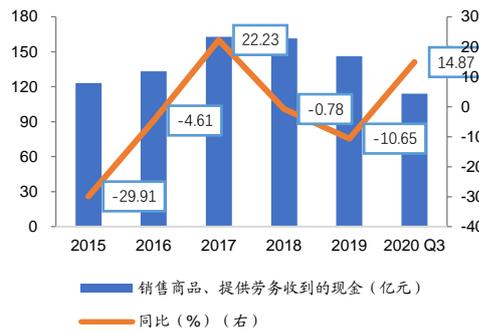
2020 年前三季度,由于公司产品销量及商品价格的上升,公司实现营业收入 145.19 亿元,同比上升 8.23%,虽受 2019 年确认非经常性收益影响,公司 2020 年前三季度归母净利下降 80.36%至 4.93 亿,但公司销售商品及提供劳务所产生的经营性现金流为 114.12 亿元,同比上升 14.87%,毛利率也由 2019 年 14.8%上升 2.68pct 至 17.48%,经营状况持续改善。

图 4：神火股份铝营业收入情况

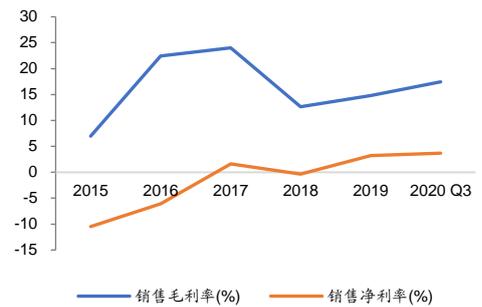

资料来源：神火股份公司公告，信达证券研发中心

图 5：神火股份归母净利润情况


资料来源：神火股份公司公告，信达证券研发中心

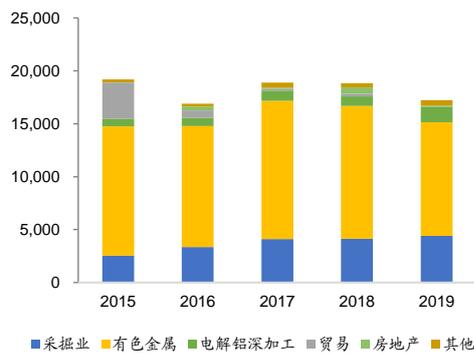
图 6：神火股份经营性净现金流


资料来源：神火股份公司公告，信达证券研发中心

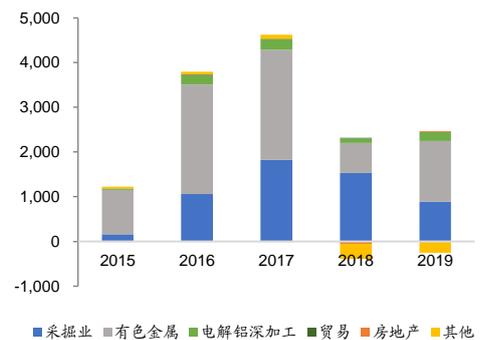
图 7：神火股份经营利润率


资料来源：神火股份公司公告，信达证券研发中心

近五年公司主营业务产品结构较为稳定，有色金属、采掘业以及电解铝深加工三个板块营业收入占比位居前三，年均占比分别约 65%、20%以及 5%；盈利占比方面，除 2018 年受氧化铝等原辅料价格上涨，公司有色金属板块毛利占比有所下降，公司有色金属板块毛利占比近五年维持在 65%左右，采掘业板块占比维持在 30%，电解铝深加工板块占比维持在 5%。

图 8：公司主营产品营收结构（百万元）


资料来源：神火股份公司公告，信达证券研发中心

图 9：公司主营产品毛利结构（百万元）


资料来源：神火股份公司公告，信达证券研发中心

电解铝：滇新双基地成本优势显著，盈利能力卓越

公司于 2018 年 4 月 28 日与河南神火集团有限公司、文山州城乡开发投资有限公司共同出资设立云南神火，设立初期公司占云南神火股权 51.78%。后为缓解资金压力，公司将货币认缴新增注册资本人民币 9.9 亿元的出资权利及义务以 0 元价格转让给控股股东神火集团，由神火集团或其控制的基金行使出资权利，届时公司对云南神火股权由 51.78%降低为 32.22%。云南神火共计拥有电解铝产能指标 90 万吨，其中：24 万吨为神火集团 2015 年关停产能，14 万吨为子公司沁阳沁澳铝业有限公司合规产能，52 万吨为公司永城铝厂电解铝合规指标（其中 6 万吨指标为 2010 年关停产能）。

此外，公司已于 2020 年 9 月 12 日增资云南神火 70469 万元，以及无偿受让文山城投持有云南神火尚未实缴的 30,000 万股股权，此次重大资产购买方案通过后，公司已成为云南神火第一大股东，合计直接持有云南神火 43.4% 股权；同时神火集团将其持有的云南神火全部股权的表决权委托给公司行使，公司合计持有云南神火 73.60% 的表决权，成为云南神火的控股股东，云南神火纳入公司合并报表范围。

公司在深圳交易所投资者互动平台表示，云南神火一期和二期一段、二段已通电启动，二期三段预计 6 月份启动，目前运行产能为 75 万吨/年，加上新疆神火 80 万吨/年电解铝产能，公司当前运行总产能为 155 万吨/年，权益产能为 112.55 万吨/年，待云南神火全部产能通电投产后，公司共计拥有建成产能 170 万吨/年，权益产能 119.06 万吨/年。

图 10: 神火股份铝业务主要生产线



资料来源: 神火股份公司公告, 信达证券研发中心

新疆神火: 存量产能, 成本占优

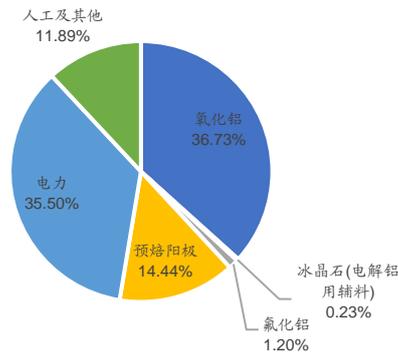
公司新疆神火充分利用新疆地区能源优势, 在新疆地区打造出较为完整的电解铝产业链, 当前建成运行产能 80 万吨/年 (占新疆总建成产能 12%), 电解铝生产线配套建设有 40 万吨/年阳极炭块、4 台 350MW 燃煤发电机组, 同时建设有连接煤炭原料产地和电厂的输煤皮带走廊。

表 2: 新疆电解铝产能情况

	建成产能 (万吨)	运行产能 (万吨)
新疆信发	190	160
天山铝业	140	123
新疆其亚	80	80
新疆神火	80	80
新疆希铝	80	80
新疆嘉润	50	45
天龙矿业	25	24.5
新疆众和	18	18
合计	663	610.5

资料来源: Mysteel, 信达证券研发中心

电解铝主要生产成本为氧化铝、预焙阳极、氟化铝、冰晶石以及电力等, 其中氧化铝和电力成本占比最高, 分别占比约 37%和 35%。新疆自治区由于深处边疆, 距氧化铝产能集中地河南、山西以及山东等地较远, 因此氧化铝运输成本较高。

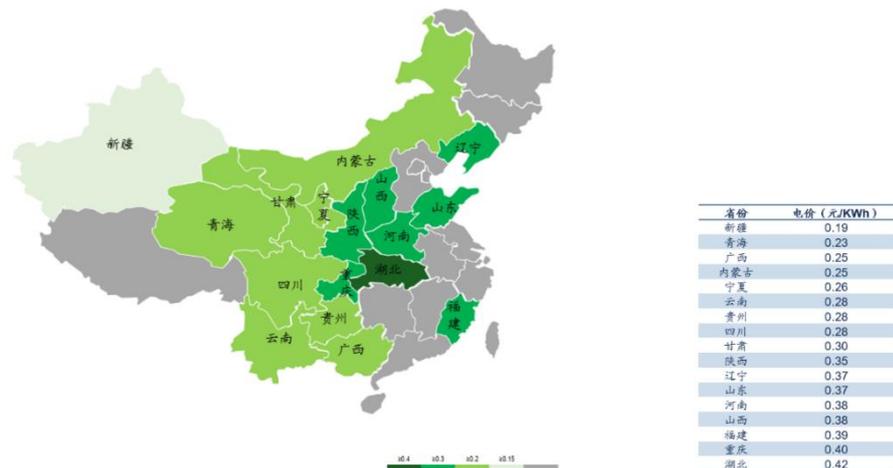
图 11: 电解铝成本构成


资料来源: 安泰科, 信达证券研发中心

图 12: 全国氧化铝产能分布情况


资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

虽然新疆神火受制于新疆区位因素, 氧化铝生产成本较高, 但同样受制于运输原因, 新疆优质的煤炭资源难以运出疆外, 导致其价格远低于疆外, 并致使疆内外用电价格的差异。据 wind, 2020 年环渤海动力煤 500 大卡均价为 549 元/吨, 新疆哈密动力煤价格 255 元/吨, 因此新疆地区发电成本优势突出。根据当前电煤价格以及综合各自备电所在地所征收的政府基金、各地平均上网电价及水电价格测算, 新疆当地平均自备电含税发电成本约为 0.19 (元/Kwh), 较电解铝行业平均 0.32 (元/Kwh) 电力成本低 0.13 (元/Kwh)。

图 13: 国内各省份电价分布情况


资料来源: Wind, 各政府文件, 信达证券研发中心

注: 除新疆、内蒙古、山东电价为燃煤自备电价, 云南、贵州、四川以及广西价格为水电价, 其他省份价格均为平均上网电价, 标灰初为非电解铝产能集中区, 故未统计电价

综上分析, 若按照生产 1 吨电解铝需要 13500 度电并结合上述电力成本测算, 新疆神火生产电解铝的电力成本低于行业平均 1501 元/吨。考虑氧化铝进疆运输成本 (480 元/吨运费, 吨电解铝消耗 1.93 吨氧化铝), 新疆神火电解铝税后总生产成本也较行业平均水平低约 574 元/吨, 生产成本优势突出。

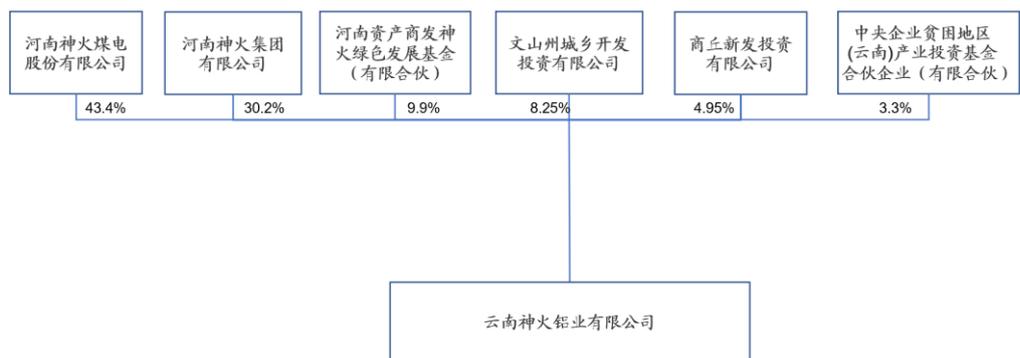
表 3: 各省份电价及对应电解铝成本与新疆地区电解铝电力成本对比

省份	电价 (元/KWh)	税后电价 (元/KWh)	节约成本 (元/吨) (税后)
新疆	0.19	0.17	0
青海	0.23	0.20	478
广西	0.25	0.22	717
内蒙古	0.25	0.22	717
宁夏	0.26	0.23	836
云南	0.28	0.25	1075
贵州	0.28	0.25	1075
四川	0.28	0.25	1075
甘肃	0.30	0.27	1314
陕西	0.35	0.31	1912
辽宁	0.37	0.33	2150
山东	0.37	0.33	2150
河南	0.38	0.34	2270
山西	0.38	0.34	2270
福建	0.39	0.35	2389
重庆	0.40	0.35	2509
湖北	0.42	0.37	2748
平均值	0.32	0.28	1501

资料来源: Wind、各地政府文件、信达证券研发中心

云南神火: 增量产能, 动能强劲

公司于 2018 年与控股股东河南神火集团有限公司合伙出资设立云南神火, 经历多次增资及股权转让截至 2020 年 9 月 30 日公司与河南神火集团合计持有云南神火 73.6%, 其中: 公司持有云南神火 43.4% 股权, 河南神火集团持有云南神火 30.2% 股权。

图 14: 云南神火股权结构


资料来源: 神火股份公司公告, 信达证券研发中心

云南神火位于云南文山州, 毗邻氧化铝资源丰富的广西、贵州省, 据 wind 数据, 2020 年广西、贵州氧化铝均价为 2320、2330 元/吨, 低于山西、河南以及山东三地均价 2346 元/吨 16-26 元/吨, 折合至电解铝生产成本来看, 云南地区电解铝厂商较西南地区以外厂商氧化铝成本节约 32-52 元/吨。此外, 公司于 2020 年 8 月 18 日参股龙州铝业 (龙州铝业设计氧化铝年产能 100 万吨), 以 0 元价格受让杭州锦江集团有限公司对龙州铝业 4.41 亿元的出资权利和义

务。该交易完成后，公司持有龙州铝业 36% 的股权，为龙州铝业第一大股东，但不控股。公司参股龙州铝业，产业链向上游资源延伸，氧化铝对外依赖度有所降低。

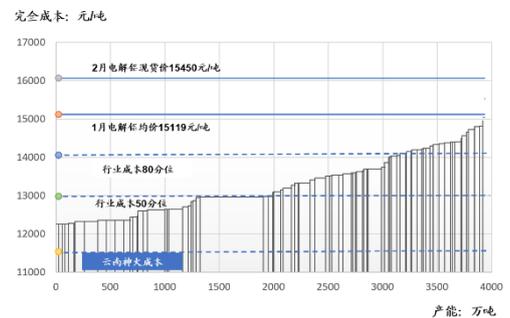
电力方面，2018 年 1 月云南省发改委、云南省物价局、云南省能源局下发《关于实施优价满发推动水电铝材一体化发展专项用电方案的通知》中称，对于通过招商引资引进企业自带电解铝产能指标的电解铝企业，前五年按照 0.25 元/Kwh 电价执行，电解铝产能投产五年后执行用电价格逐年递增机制，在 0.25 元/Kwh 的基础上，从第六年起每年增加 0.012 元/Kwh，直至增加至 0.3 元/Kwh 封顶。云南神火 90 万吨电解铝项目指标均为公司及神火集团合规指标，因此可享受 0.25 元/Kwh 电价优惠政策，参照此前对全国电解铝发电成本测算，云南神火当前 0.25 元/Kwh 用电成本位于行业较低水平，电力成本优势显著。

图 15: 全国氧化铝价格分布情况 (元/吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16: 电解铝全行业完全成本 (元/吨)



资料来源: 上海钢联, 信达证券研发中心

综合云南神火用电价格以及广西地区氧化铝价格，我们预计云南神火税前电解铝完全成本约在 11000-11500 元/吨，远低于行业 80 分位、50 分位成本线 14054 元/吨、12979 元/吨，成本优势显著。

煤炭：定增扩产，资产结构优化

公司永城矿区生产的煤炭属于低硫、低磷、中低灰分、高发热量的优质无烟煤，是冶金、电力、化工的首选洁净燃料，带动公司成为国内冶金企业高炉喷吹用精煤的主要供应商之一。许昌矿区生产的贫瘦煤粘结指数比较高，可以作为主焦煤的配煤使用，具有良好的市场需求。截至 2020 年 6 月 30 日，公司控制的煤炭保有储量 18.58 亿吨，可采储量 8.95 亿吨，其中永城矿区无烟煤保有储量 1.02 亿吨，许昌、郑州矿区保有储量 7.93 亿吨，2019 年煤炭产量 551 万吨。

公司于 2020 年 12 月 29 日，通过非公开发行募集资金总额 20.49 亿元，扣除发行费用后将全部用于“河南平顶山矿区梁北煤矿改扩建项目”及偿还银行借款，梁北煤矿于 2004 年 12 月建成投产，原设计生产能力为 90 万吨/年，本次改扩建项目完成后，项目生产能力将由 90 万吨/年提升至 240 万吨/年。本次定增后公司优质煤炭产量得到提高，煤炭产业资产布局进一步优化。同时通过募集资金偿还贷款，公司资产结构将得到进一步优化。

受益碳达峰中和，电解铝行业进入高盈利时代

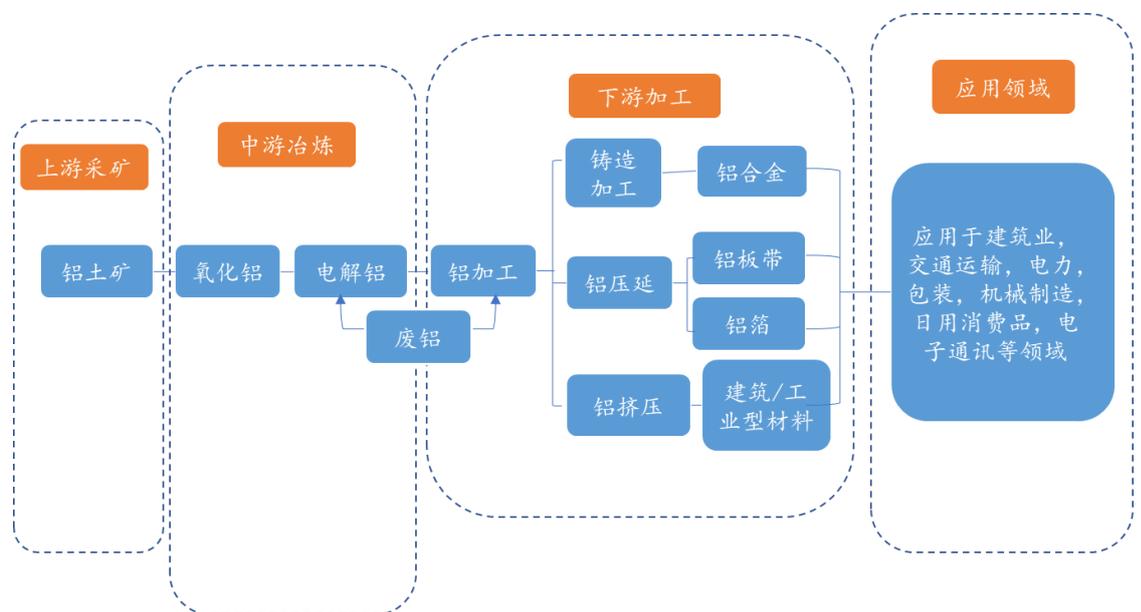
2000 年以来国内电解铝行业经历 4 轮周期

电解铝产业链情况

铝为银白色轻金属，在自然界主要以铝硅酸盐矿石、铝土矿、冰晶石等形式存在。铝元素在地壳中的含量仅次于氧和硅，居第三位，是地壳中含量最丰富的金属元素。

铝具有密度低、表面光亮、质量轻、易加工、抗冲击性好、耐腐蚀、导电导热性好、成形性好、可焊接、抗腐蚀、可回收再利用等诸多优良特性，广泛应用于建筑结构、交通运输、电子电力、包装容器、机械装备、耐用消费等多个领域，不但是制造业发展的主要基础材料，也是高新技术发展和国防建设的重要支撑材料。

图 17：铝行业产业链



资料来源：信达证券研发中心

2000 年以来电解铝价格走势分析

复盘 2000 年以来铝价波动情况，我们发现，在跟随宏观经济波动的前提下，铝行业基本面的变动情况决定了电解铝价格的变动弹性。铝价波动大致可分为四个阶段：2000-2009 年需求快速增长推升铝价后美国地产次贷危机导致金融危机造成铝价大幅波动；2010-2015 年“四万亿计划”刺激国内经济带动铝价快速反弹后，产能过剩和消费增速下降导致价格长期波动向下；2016-2020 年电解铝供给侧改革阶段压制产能增长与消费较疲弱共同弱势抬升电解铝价格中枢阶段；2020 年以来全球突发公共卫生事件带来铝价大幅波动后强需求推动铝价持续上涨并维持高利润。

图 18: 长江铝价复盘 (元/吨)


资料来源: 信达证券研发中心

2001 至 2006 年, 中国加入 WTO 之后自身需求及出口均快速增长, 推动全球电解铝需求上台阶; 加之美国互联网泡沫破裂后刺激用房地产刺激经济发展, 房地产市场经历连续多年繁荣, 带来巨大的铝材需求。铝价由 2002 年 13000 元/吨飙升至 2006 年 24430 元/吨, 上升幅度为 87.9%。但 2007 至 2008 年, 次贷危机发生并快速蔓延为全球性质的金融危机, 高位的铝价受到强烈冲击, 从 24430 元/吨高位回落至 10170 元/吨。

2009 至 2015 年, 国内初期受“四万亿计划”的刺激, 铝价重回 18000 元/吨高点; 但由于国内电解铝产能快速投放, 叠加国内房地产受调控后趋势性下行, 在产能过剩和需求疲弱的供应影响下, 电解铝与其他大宗商品共同经历超过 3 年的趋势性下降, 跌至 10000 元/吨以下。

2016 至 2020 年, 随着电解铝供给侧改革推进, 打击非法产能并严控新增电解铝产能, 电解铝价格迅速反弹至 17000 元/吨上方; 并伴随 2016-2017 年全球经济同步复苏, 需求有所好转。此后受到国内地产调控、宏观去杠杆以及中美贸易战等因素影响, 电解铝价格趋势性回落; 2020 年一季度的新冠疫情加速铝价触底至 11500 元/吨下方。

2020 年至今, 全球经济在疫情逐步控制的支撑下持续复苏, 带动需求回暖; 流动性历史性宽松下推升大宗商品价格。供给方面则新增产能有限, 高需求持续带动库存下降, 电解铝行业基本面持续向好, 推升铝价连续上涨至 17590 元/吨。

站在当前电解铝新一轮景气周期时点, 我们认为从短期、中期和长期逻辑而言, 电解铝行业将进入高价格、高盈利阶段; 在碳达峰和碳中和目标的驱动下, 政策和市场均将对使用清洁能源的电解铝公司给予更多支持。

短期: 库存低位, 增量有限

短期来看, 电解铝基本面向好为电解铝价格上行提供支撑。一方面, 春节原地过年政策利于节后复工, 春节累库总量偏低, 疫情得到有效控制叠加 3-4 月份进入消费旺季有望快速去库抬升价格。截止到 2021 年 3 月 7 日, SHFE 铝期货库存为 35.09 万吨, 同比下降 26.8%, 库存位于历史 35 分位水平, 位于 2018 年以来同一季度历史低点; LME 铝期货库存为 129.9 万吨, 同比上升 24.8%, 库存位于历史 23 分位水平, 略高于 2020 年同一季度库存水平, 但低于 2018-2019 年同期水平; 当前 SHFE+LME 电解铝库存为 164.9 万吨, 同比上升 8.25%,

库存位于 28 分位水平，略高于 2020 年同一季度库存水平，但低于 2018-2019 年同期水平；另外国内铝市场社会库存为 115 万吨，同比下降 24.74%，库存位于 51 分位水平，位于近三年同一季度历史低点。

图 19: 电解铝 LME+SHFE 库存 (万吨)

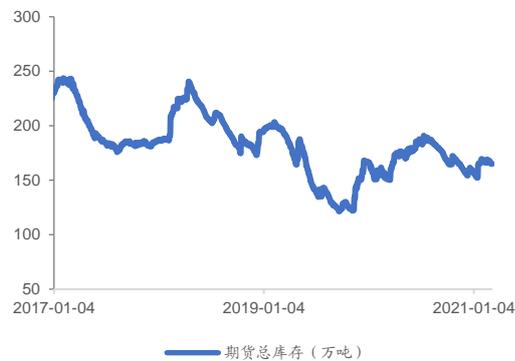


图 20: 电解铝库存季节分析 (万吨)

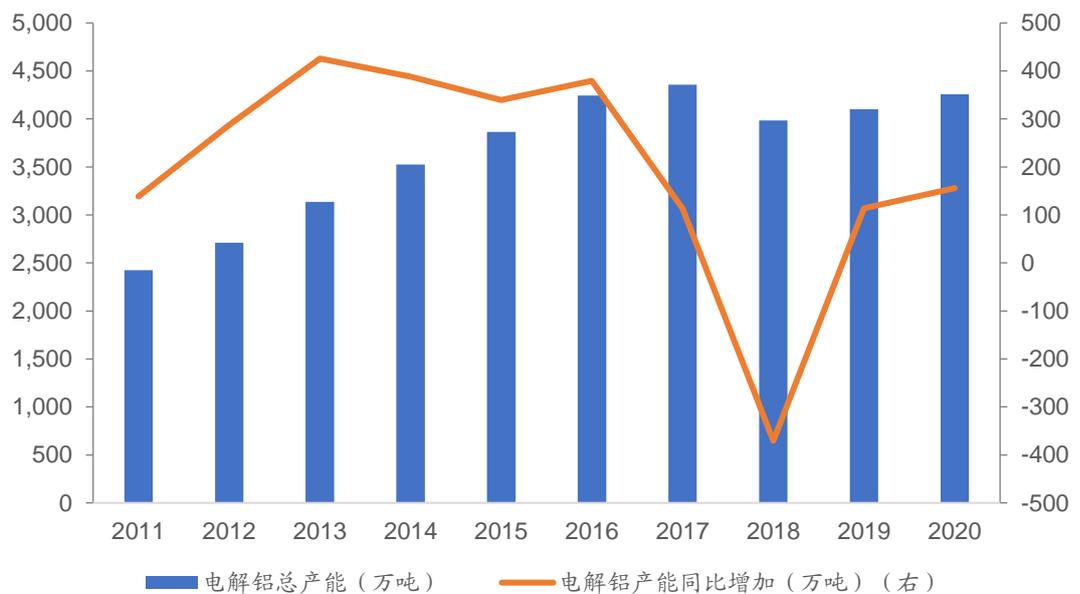


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

电解铝产能方面，自 2017 年供给侧改革开始以来，国内电解铝产能天花板已确定在 4500 万吨，新增产能需通过产能置换方式。截至 2021 年 1 月，国内电解铝合计总产能为 4244 万吨，在产产能为 3986 万吨，产能利用率 94%，达历史高位（历史均值 85% 左右）。但受环保政策影响，2021 年全年电解铝总产能增量或将不及预期，据百川数据，预计 2021 年全年新增产能为 119.5 万吨（排除宏桥 65 万吨产能），但考虑当前碳排放环保压力影响，如内蒙因受“双碳”目标影响拟减产 8 万吨/年，以及白音华 38 万吨新增产能投产具有不确定性，到 2021 年年末总产能达到约为 4317 万吨，净增长 74 万吨/年，增量较 2020 年新增产能下降近 90 万吨（2020 年较 2019 年新增总产能为 155 万吨）。

图 21: 国内电解铝总产能变动情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 4: 2021 年国内电解铝已建成未投产产能及年内新增可投产产能明细

省份	企业	已建成产能 (万吨)	预计年内新建产能 (万吨)
云南	云南宏泰新型材料有限公司	22	65
	云南神火铝业有限公司	24	15
	云南云铝海鑫铝业有限公司	30	0
	云南其亚金属有限公司	5	22
广西	广西德保百矿铝业有限公司	13	0
	广西田林百矿铝业有限公司	0	17.5
	广西华昇新材料有限公司	0	25
贵州	贵州兴仁登高新材料有限公司	0	25
	贵州元豪铝业有限公司	0	10
四川	广元中孚高精铝材有限公司	0	5
内蒙古	内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限责任公司铝电分公司	38	0
合计		132	119.5

资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

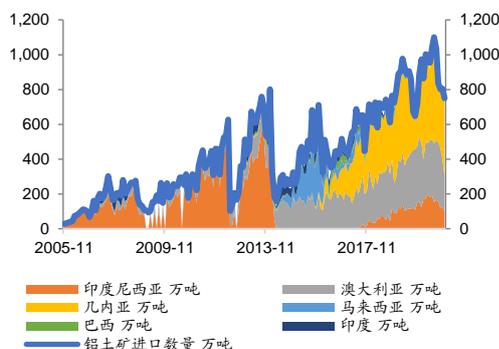
中期: 结构已变, 盈利持续

产业链利润向电解铝环节集中

铝产业链主要由四部分构成: 铝土矿开采-氧化铝制取-电解铝冶炼-铝加工生产, 其中产业链利润主要集中在铝土矿、氧化铝和电解铝三个环节, 铝加工环节议价能力较弱。目前阶段伴随国内铝土矿供给逐步平稳、几内亚进口矿快速放量, 铝土矿供应充足, 价格趋于稳定; 氧化铝产能近年来释放较多, 产能过剩趋势已然形成, 环节议价能力下降, 价格将维持在成本线附近。而电解铝缓解产能受限, 且需求旺盛, 议价能力较强, 产业链利润向电解铝环节集中。

氧化铝价格有望维持在成本线附近波动

氧化铝价格在 2016-2018 年受国内环保政策及采暖季限产导致铝土矿价格上涨的影响, 上升至 3023 元/吨历史高位, 电解铝价格为 14290 元/吨, 对应氧化铝和电解铝的毛利为 1154 元/吨、-564 元/吨, 电解铝利润降至低点。为缓解国内铝土矿供应压力, 降低原料生产成本, 以中国宏桥及中国铝业为首的国内电解铝行业龙头企业分别在铝土矿富集地几内亚建设开发大型铝土矿项目, 并陆续使用进口铝土矿代替国产铝土矿, 我国进口几内亚铝土矿自 2015 年 33 万吨上升至 2020 年的 4297 万吨, 推动国产铝土矿价格稳中有降, 由 2015 年的均价 370 元/吨降至 350 元/吨。铝土矿的价格下降, 使氧化铝价格成本端支撑弱化, 其价格由高点的 3000 元/吨以上下降至当前的 2350 元/吨。

图 22: 我国铝土矿进口情况 (万吨)


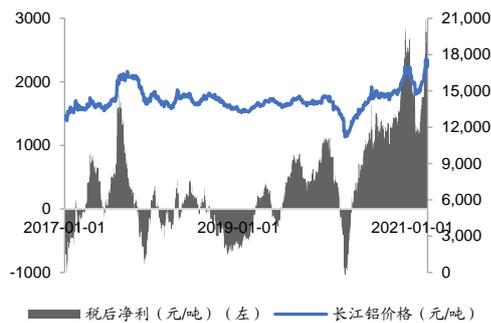
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23: 氧化铝及铝土矿价格变动情况


资料来源: 上海钢联, 信达证券研发中心

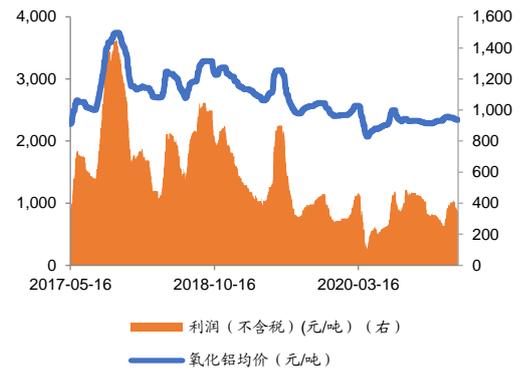
氧化铝的基本面（即氧化铝的供给及需求情况）也是影响导致氧化铝及电解铝二者盈利空间变动的重要因素。当前国内氧化铝产能为 8812 万吨/年，根据当前氧化铝投停产信息测算，我们预计 2021 年国内氧化铝产能将达到 8942 万吨/年。而电解铝受供给侧改革影响，产能天花板已确定在 4500 万吨/年。即使考虑极端情况，全行业产能利用率达到 100%，按照吨电解铝需要消耗 1.93 吨氧化铝测算，2021 年氧化铝供给仍大于电解铝需求约 257 万吨。成本端支撑弱化、供给大于需求，我们推测未来氧化铝价格上涨动力不足，将维持在当前 2300-2400 元/吨成本线附近波动。因此我们认为电解铝成本端难出现大幅上涨，整个产业链盈利仍将向电解铝板块倾斜。

图 24: 电解铝行业盈利情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25: 氧化铝板块盈利情况

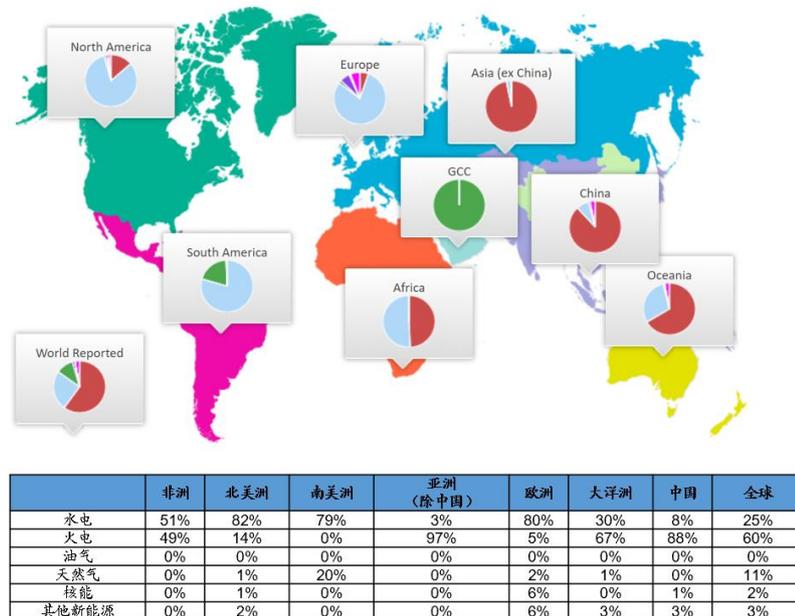


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

电解铝用火电价格有望抬升，清洁能源成本优势增强

电力方面，电解铝主要使用火电及水电，当前我国电解铝以火电为主，占比 88%，水电占比约为 8%；而除中国外全球其他电解铝产能中火电占比仅为 25%，清洁能源占比近 75%，我国电解铝行业清洁能源使用与全球平均水平仍有差距。

图 26: 全球电解铝发电类型及占比



资料来源: 国际铝业协会, 信达证券研发中心

近年来环保政策逐步趋严，2007 年以来我国先后四次提出相关国际承诺，并于 2020 年 9 月提出“双碳”目标，即 2030 年实现碳达峰，2060 年实现碳中和。煤炭作为产生 CO₂ 的主要来源，其对 CO₂ 排放的贡献率达 76.6%。我们预计在“双碳”目标环保压力的驱动下，煤炭供给量有望逐步下滑，带动煤炭价格的上涨。

表 5: 我国碳排放量计划

时间	实现时间	碳排放计划
2007 年 6 月	2010 年	全面部署控制温室气体排放的重点工作
2009 年 12 月	2020 年	我国单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%-45%
2015 年 6 月	2030 年	2030 年左右二氧化碳排放达到峰值并争取尽早达峰 碳强度比 2005 年下降 60%-65%
2020 年 9 月和 12 月	2030 年	二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值 单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65%以上
	2060 年	努力争取 2060 年前实现碳中和

资料来源: 信达证券研发中心

电解铝火电成本主要受煤价和电网政策影响，一方面煤价受减碳压力及环保压煤趋严，价格下行空间较小；另一方面预计各地政府为完成碳排放目标，将积极调整能源结构，降低火电占比，减少碳排放量。如内蒙古自治区于 2021 年 2 月 4 日通知，为加强能耗总量和强度双控，自治区将于 2 月 10 日起，对自备电厂征收缴纳政策性交叉补贴，蒙西、蒙东电网征收标准分别为每千瓦时 0.01 元、0.02 元（含税），电网政策进一步趋严，预计电解铝火电成本将进一步提高。

水电铝优势未来有望进一步增强。水力发电是利用水位落差将机械能转化为电能的方式，发电过程几乎不排放 CO₂。据安泰科数据，使用火电生产吨电解铝所排放的 CO₂ 较水电生产所排放的 CO₂ 多 11.2 吨，因此相较于火力发电，水电清洁性能源及碳排放量低的优势明显。

表 6：2019 年电解铝用电量及碳排放数据

生产环节	耗电 KWh/t 铝	用火电生产 1 吨电解铝		用水电生产 1 吨电解铝
		火电耗煤 t 标煤/t 铝	排放 CO ₂ tCO ₂ /t 铝	排放 CO ₂ tCO ₂ /t 铝
电力环节	13500	4.32	11.2	0
电解环节	电解环节阳极消耗		1.4	1.4
	阳极效应		0.4	0.4
电解铝生产排放合计（万吨）			13	1.8

资料来源：安泰科、信达证券研发中心

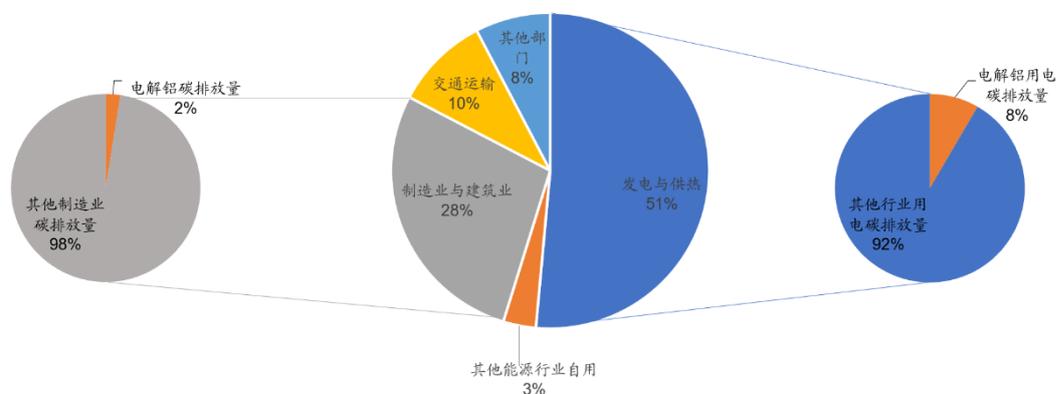
从电力的成本端来看，水电的主要成本为折旧、财政规费和财务费用，合计约占总成本的 70%，其中折旧费用由装机成本决定，水电站主要资产为建筑和机器设备等。财务费用在水电站投产前期较高，但伴随水电站的投产运营，充足的现金流将支撑水电公司还本付息、降低资产负债率。由于水电设备的技术水平相对简单，加之受自然条件影响，水电设备进行扩容和升级改造的可能性较小，水电站的运营期可长达百年，而水电站整体的折旧年限通常为 25 - 30 年，因此水电发电成本将伴随水电站随服役年限增加及负债率降低而降低，水电的成本优势也将不断显露。

长期：达峰中和，铝或受益

电解铝生产碳排放约占国内总碳排放的 5.0%

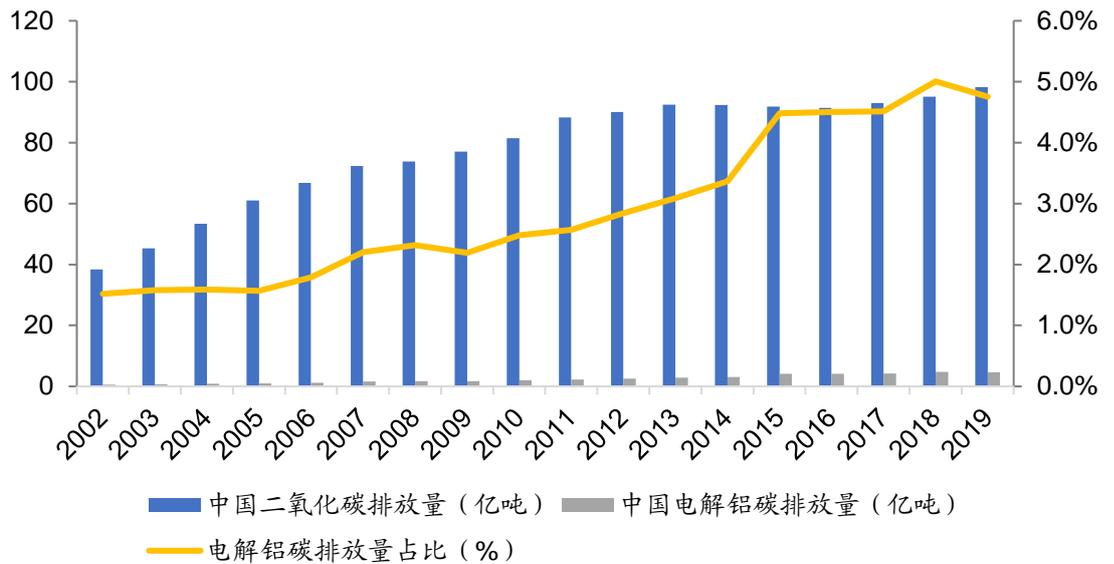
我国于 2020 年 9 月提出“双碳”目标，但碳排放体量大、能源结构相对不合理、高化石能源占比过高等问题仍然存在，我国碳减排压力较大，政府未来可能会采取更强有力的措施来实现“双碳”目标。据 wind 数据，我国碳排放主要来自燃料燃烧，占全国碳排放量 90%以上，其中发电与供热占燃料燃烧碳排放量的 51%，电解铝耗电占该板块的 8%，因此仅电解铝耗电导致的碳排放达到全国总碳排放量 4.1%。除耗电环节导致的碳排放外，电解环节的阳极消耗也会产生一定的二氧化碳，约占全国生产制造碳排放量的 2%、占全国总碳排放量的 0.6%。2019 年中国电解铝产量 3512 万吨，占全球电解铝产量的 55.2%。

图 27：电解铝碳排放量占全社会碳排放量情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

综合来看，电力消耗、原材料生产及电解环节的合计碳排放量约占全国碳排放量近 5%，其中发电环节占比近 82%，该部分碳排放量基本均来自于火电（我国电解铝产能中有近 88% 为火力发电）。自 1998 年以来，我国电解铝碳排量占比持续增长，由 1998 年 1% 增长 4pct 至 5%，碳排放量占比逐年提高，未来电解铝行业减少碳排放的压力较大，一方面需要增加电解铝清洁能源消费占比，另一方面需要控制电解铝产量，发展再生铝以降低直接排放。

图 28: 中国电解铝碳排放量占比估算


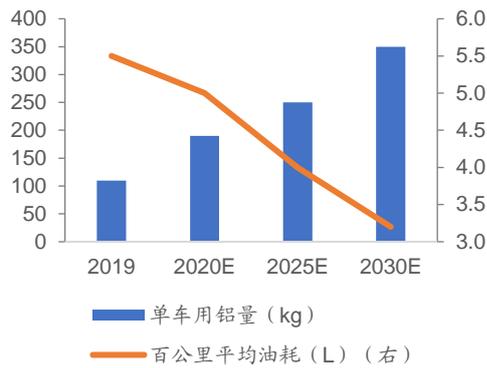
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

未来电解铝生产将受到政策限制

伴随后续碳达峰、碳中和具体政策的进一步推进与落实, 电解铝作为高电耗大工业, 预计产量将持续受到政策限制。目前电解铝产能集中内蒙古自治区(据百川数据, 内蒙古自治区电解铝在产产能约为 602 万吨, 约占全国电解铝在产产能 15%, 位列第三)由于能耗双控压力较大, 已逐步采取严控新增产能、对部分行业上调电价等措施。未来已建成的高成本及高耗能的电解铝产能或将面临减产或限产风险。当前受“双控”问题影响, 内蒙古地区已减产及拟减产产能的电解铝约为 8 万吨(内蒙古锦联铝材有限公司开始减产, 减产范围 4 万吨; 内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司预计减产 4 万吨), 未来可能进一步增加。

电解铝需求在新能源和轻量化的带动下有望保持长期向好

目前国内建筑、电力、消费品、机械、包装等电解铝传统需求增速已恢复至疫前平均水平; 新增需求中, 新能源汽车及光伏用铝增速明显。据光伏协会预计 2025 年国内新增光伏装机量将达到 90GW, 按照 1GW 光伏需 2.06 万吨电解铝测算, 我们预计 2021/2022/2023 年新增光伏将带动 89/207/128 万吨电解铝需求。在铝的轻量化应用方面, 据中国汽车工程学会, 到 2030 年汽车单车用铝量目标有望由当前的 190kg 提高到 350kg, 年均复合增长率为 11%, 新能源汽车更加重视轻量化, 预计伴随疫后汽车需求企稳回升、新能源需求加速驱动, 电解铝下游需求将持续向好。

图 29: 2020-2025 中国汽车轻量化目标

图 30: 2011-2025 国内新增光伏装机量及用铝量


资料来源: Wind, 中国光伏行业协会, 信达证券研发中心

资料来源: Wind, 中国光伏行业协会, 信达证券研发中心

综合来看, 伴随碳达峰及碳中和政策的持续推进, 电解铝在供需两端均将扮演重要角色。供给端将伴随能耗双控压力增强而增量趋缓甚至下降, 消费端则将伴随“轻量化”及“双碳”目标的进一步落实, 继续受益新能源需求的持续驱动, 供需缺口将进一步打开。

表 7: 电解铝供需平衡测算 (万吨)

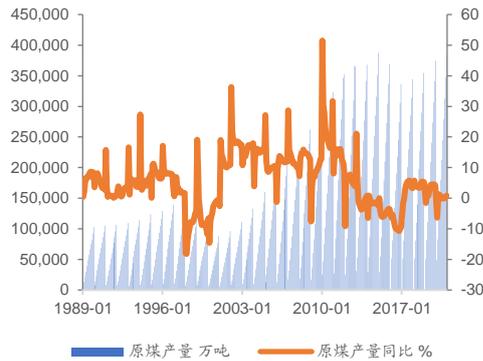
日期	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
全球原铝供给	5989	6340	6417	6366	6530	6866	7043	7202
中国	3,265	3,329	3,683	3,513	3708	3885	3960	4050
中国净进口	17.84	8.36	1.89	-0.42	99.89	50	70	80
海外	2742	3020	2735	2852	2921	2981	3083	3152
全球原铝需求	5964	6326	6602	6565	6535	6920	7141	7416
中国	3252	3545	3700	3662	3835	4004	4196	4412
其中: 建筑地产	1067	1163	1214	1201	1258	1283	1309	1335
交通运输	810	883	921	912	955	983.4	1012.8	1043.8
电力	530	578	603	597	625	638	650	663
消费品	234	255	266	264	276	282	287	293
机械	289	316	329	326	341	348	355	362
包装	211	230	241	238	249	254	259	265
其他	107	117	122	121	127	216	323	451
海外	2712	2781	2902	2903	2700	2916	2945	3004
全球铝供需平衡	25	14	-185	-199	-5	-54	-98	-215
中国供需平衡	30.37	-208	-15	-149	-27	-69	-166	-282
海外供需平衡	30.31	230.44	-168.5	-50.26	121.6	15	68	68

资料来源: 安泰科, 信达证券研发中心

煤炭行业分析：中长期煤炭有望保持高景气

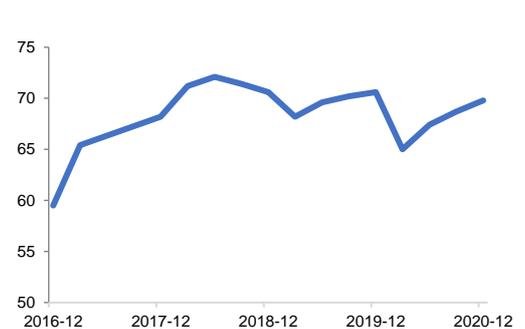
2016年以来国家加大了煤炭去产能力度，加速了过剩产能的出清，对行业供给端产生了重要影响，2016-2018年我国累计退出煤炭产能约8.1亿吨，“十三五”去产能8亿吨计划提前完成，为进一步加快出清无效产能，2019年发改委等六部委联合印发《30万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》，提出力争到2021年底将全国30万吨/年以下煤矿数量减少至800处以内。截至2020年末，我国原煤量为38亿吨，同比增长0.9%，增速下降3.6pct，产能利用率为69.8%；另一方面，伴随“双碳”目标的进一步实施与落地，我们预计煤炭产能将进一步收缩。

图 31：原煤产量



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

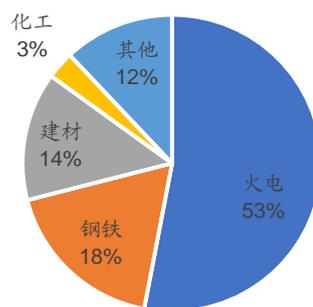
图 32：煤炭产能利用率 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

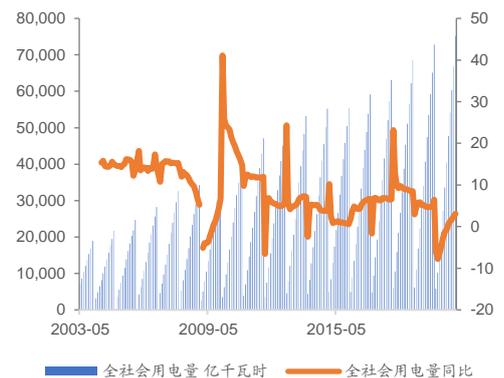
从下游细分行业需求来看，火电行业对煤炭的需求量约占煤炭总消费量的53%，钢铁和建材行业煤炭消费量分别约占煤炭总消费量的18%和14%，化工占比3%，行业整体受房地产、制造业及基建投资影响较大。我们预计经济在疫情可控的前提下持续复苏，将会带动需求回暖，基建、房地产等传统需求将会持续发力，新增产能受限于碳排放政策，下游需求伴随疫后复苏反弹，煤炭价格基本面仍有支撑。

图 33：煤炭下游消费结构



资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

图 34：全社会用电量



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

根据公司当前云南神火电解铝生产线建设进度，铝深加工板块业务新增产线建设进度我们预计公司 2020/2021/2022 年电解权益产量为 85/112/119 万吨，铝深加工板块产品 2020/2021/2022 年合计产量约为 4.9/7.7/7.7 万吨。

商品价格方面，我们预计 2020/2021/2022 年公司电解铝售价约为 14190/16500/16500 元/吨测算。

我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.14、1.35、1.54 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 59x、6x、5x。考虑公司云南神火新增产量贡献较大，且电解铝板块盈利能力强，给予公司“买入”评级。

表 8：神火股份可比公司估值表（2021 年 3 月 11 日）

		市值（亿元）		净利润（亿元）			市盈率 PE（倍）		
000933.SZ	神火股份	203.3	3	30	34.3	59	6	5	
000807.SZ	云铝股份	311.6	8.8	13.4	8.8	36	23	36	
600888.SH	新疆众和	59.1	3.4	3.7	3.4	17	16	17	
600219.SH	南山铝业	446.9	19.0	23.2	19.0	24	19	24	

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：除神火股份为信达证券研发中心测算，其余各公司净利来源于 wind 一致预期

风险因素

云南神火三期投产不及预期，疫情反复致铝价大幅下降，平顶山扩建项目进程不及预期等。

资产负债表

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	19,194	15,816	7,227	12,320	19,453
货币资金	9,330	10,304	1,793	4,948	11,681
应收票据	710	0	0	0	0
应收账款	443	963	980	1,601	1,719
预付账款	654	629	606	883	943
存货	5,258	2,130	2,054	2,992	3,194
其他	2,800	1,790	1,793	1,896	1,915
非流动资产	35,580	33,578	31,560	29,543	27,526
长期股权投资	3,354	3,390	3,390	3,390	3,390
固定资产(合计)	18,160	16,328	15,015	13,702	12,389
无形资产	5,799	4,885	4,106	3,327	2,548
其他	8,268	8,976	9,050	9,124	9,199
资产总计	54,774	49,394	38,787	41,864	46,979
流动负债	41,665	36,293	23,910	23,716	25,092
短期借款	17,124	18,548	6,637	0	0
应付票据	10,659	9,193	8,865	12,915	13,787
应付账款	2,717	2,581	2,489	3,626	3,871
其他	11,166	5,971	5,918	7,175	7,434
非流动负债	4,967	4,264	4,304	4,304	4,304
长期借款	1,681	2,191	2,231	2,231	2,231
其他	3,286	2,073	2,073	2,073	2,073
负债合计	46,632	40,558	28,213	28,020	29,396
少数股东权益	1,680	1,054	1,084	1,348	1,651
归属母公司股东权益	6,462	7,782	9,490	12,495	15,932
负债和股东权益	54,774	49,394	38,787	41,864	46,979

重要财务指标

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	19,369	17,618	17,932	29,292	31,449
同比(%)	2.5%	-9.0%	1.8%	63.4%	7.4%
归属母公司净利润	244	1,345	303	3,005	3,437
同比(%)	-33.8%	452.2%	-77.5%	891.9%	14.4%
毛利率(%)	12.7%	14.8%	19.3%	28.0%	28.4%
ROE%	3.8%	17.3%	3.2%	24.1%	21.6%
EPS(摊薄)(元)	0.11	0.60	0.14	1.35	1.54
P/E	35.72	9.09	58.77	5.93	5.18
P/B	1.35	1.57	1.88	1.43	1.12
EV/EBITDA	8.79	11.69	62.68	4.42	2.51

利润表

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	19,369	17,618	17,932	29,292	31,449
营业成本	16,907	15,010	14,475	21,087	22,511
营业税金及附加	507	472	481	785	843
销售费用	451	505	514	840	902
管理费用	639	1,033	1,052	1,465	1,572
研发费用	62	53	122	89	95
财务费用	1,954	1,614	552	184	-19
减值损失合计	1,348	-1,685	-667	-667	-667
投资净收益	409	579	572	937	1,006
其他	-103	3,183	84	302	324
营业利润	502	1,008	725	5,415	6,208
营业外收支	-100	53	107	107	107
利润总额	401	1,061	832	5,522	6,315
所得税	457	492	499	2,253	2,576
净利润	-55	569	333	3,269	3,739
少数股东损益	-299	-776	30	264	302
归属母公司净利润	244	1,345	303	3,005	3,437
EBITDA	2,510	2,076	452	4,190	4,690
EPS(当年)(元)	0.11	0.60	0.14	1.35	1.54

现金流量表

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	432	131	-348	6,563	3,285
净利润	-55	569	333	3,269	3,739
折旧摊销	1,708	1,532	-836	-836	-836
财务费用	2,040	1,711	613	242	110
投资损失	-409	-579	-572	-937	-1,006
营运资金变动	-1,712	-1,683	-395	4,505	977
其它	-1,139	-1,420	509	320	302
投资活动现金流	1,105	3,372	2,917	3,471	3,558
资本支出	235	3,076	2,345	2,534	2,551
长期投资	345	260	0	0	0
其他	525	36	572	937	1,006
筹资活动现金流	-1,672	-3,418	-11,080	-6,879	-110
吸收投资	102	976	331	0	0
借款	4,269	2,015	-11,871	-6,637	0
支付利息或股息	-1,571	-1,320	-613	-242	-110
现金流净增加额	-135	87	-8,511	3,155	6,733

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016年任广发证券有色行业研究员。2020年1月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

黄礼恒，金属和新材料行业资深分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017年任广发证券有色金属行业研究员，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

董明斌，中国科学技术大学物理学硕士，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事建材及钢铁研究。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020年3月加入信达证券研究发展中心，从事贵金属及小金属研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。