

煤铝双驱，顺周期有望推动估值修复

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 铝资产优质，新疆电解铝产能位于成本曲线最左侧，云南绿电铝具备稀缺性，碳关税执行后具备出口优势。2) 2024年电解铝供需维持紧平衡格局，远期供给侧4500万吨天花板已至，电解铝供需缺口逐渐扩大，铝价有望阶梯式上移，行业利润继续向冶炼端富集。3) 铝箔老牌玩家，电池铝箔拓宽深加工赛道，远期布局25万吨铝箔深加工。4) 梁北煤矿改扩建稳步推进，2022-2025年煤炭产量复合增长率6.7%。
- **铝资产优质，新疆低成本+云南绿电铝同步发展。**公司位于新疆的电解铝产能处于成本曲线最左侧，依托自治区低价且稳定的煤炭供应，80万吨冶炼产能盈利能力稳定。云南90万吨电解铝产能全部使用水电，由于云南水电供给的限制，远期区域内难有新增产能，现有的水电铝具备稀缺性，欧盟碳边境调节机制（CBAM）2026年正式执行。中外碳价的差异在未来将提升高排放铝制品的出口成本，加强云南神火铝产品的出口优势。
- **电解铝长期供需缺口放大，铝价中枢有望阶梯式上移。**2023年电解铝平衡表预测有小幅缺口，库存将维持历史低位，对价格形成强支撑。2024年假定西南地区来水中性，预测产量增速2.3%，考虑到房地产前端向后端的负反馈及光伏消纳的风险，预估国内电解铝需求增速1.8%，电解铝供需仍维持紧平衡格局。远期国内电解铝建成产能已经到达天花板4500万吨，海外冶炼产能建设进度较慢，光伏和汽车轻量化将带给需求稳定的高增速，电解铝供需缺口逐渐扩大，铝价有望阶梯式上移，行业利润继续向冶炼端富集。
- **铝箔老牌玩家，电池铝箔拓宽深加工赛道：**公司2004年进入铝箔行业，技术积累、生产经验丰富。公司在原有的双零箔基础上，扩宽电池铝箔赛道，已建成8万吨铝箔产能，远期规划25万吨铝箔（含11万吨水电铝箔）生产格局。
- **煤矿改扩建稳步推进，煤炭产量稳步提升。**2021年梁北煤矿改扩建项目主体完成，产量开始逐步释放，2022年开始公司煤炭产量稳步上升，三年产量复合增长率预计达到6.7%。公司煤炭生产成本稳定，2023年Q3开始无烟煤和贫瘦煤的价格企稳回升，有望带动公司煤炭板块业绩向上修复。
- **盈利预测与投资建议：**预计2023-2025年公司归母净利润分别为54.8亿元/62.0亿元/65.7亿元，对应EPS分别为2.43元/2.75元/2.92元。公司业绩煤铝双驱，我们选取电解铝冶炼公司天山铝业和云铝股份、煤铝双驱企业中孚实业、煤炭公司中国神华作为可比公司，四家公司2024年平均PE为8.4倍。我们给予公司2024年8倍PE，对应目标价22元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**铝价大幅下跌风险，云南电力供应严重不足风险，煤炭安全生产风险，在建项目进展不及预期风险。

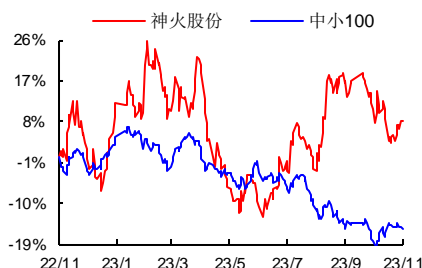
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	42703.85	37499.79	40334.36	42370.15
增长率	23.95%	-12.19%	7.56%	5.05%
归属母公司净利润（百万元）	7571.20	5475.19	6199.67	6574.82
增长率	134.11%	-27.68%	13.23%	6.05%
每股收益EPS（元）	3.36	2.43	2.75	2.92
净资产收益率ROE	40.49%	24.26%	22.30%	19.76%
PE	5	6	6	5
PB	2.21	1.80	1.43	1.18

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：黄腾飞
执业证号：S1250523070010
电话：13651914586
邮箱：htengf@swsc.com.cn
联系人：朱善颖
电话：18810685324
邮箱：zsyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	22.51
流通A股(亿股)	22.38
52周内股价区间(元)	12.67-19.74
总市值(亿元)	354.76
总资产(亿元)	606.36
每股净资产(元)	7.93

相关研究

目 录

1 神火股份：煤铝双驱，顺周期属性明显	1
1.1 “四步走”助力企业发展，煤电铝材产业链日趋完善	1
1.2 业绩表现具有周期属性，资产质量明显提升	3
2 电解铝供需缺口逐渐放大，电池箔拓宽深加工赛道	6
2.1 公司铝产业链布局完整，“云南+新疆”电解铝区位优势明显	6
2.2 长期供需缺口扩大，铝价中枢有望阶梯式上移	7
2.3 双零箔老牌玩家，电池箔拓宽深加工赛道	11
3 煤炭产量有增长空间，煤价企稳回升	12
4 盈利预测与估值	13
4.1 盈利预测	13
4.2 相对估值	14
5 风险提示	14

图 目 录

图 1: 神火股份发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 11 月)	2
图 3: 公司发展战略.....	3
图 4: 公司营业收入 (2017-2023Q1-Q3)	3
图 5: 公司归母净利润 (2017-2023Q1-Q3)	3
图 6: 费用占比 (2017-2023Q1-Q3)	4
图 7: 费用率变化情况 (2017-2023Q1-Q3)	4
图 8: 公司资产负债率 (2018-2023Q1-Q3)	4
图 9: 经营活动产生的净现金流 (2018-2023Q1-Q3)	4
图 10: 分产品营收占比分布图 (2017-2023H1)	5
图 11: 分产品毛利占比分布图 (2017-2023H1)	5
图 12: 公司毛利率与净利率变化 (2017-2023Q1-Q3)	5
图 13: 主要产品毛利率变化情况 (2017-2023H1)	5
图 14: 公司铝产业链布局.....	6
图 15: 云南神火产能投资来源.....	7
图 16: 云南神火近三年净利润.....	7
图 17: 新疆煤电电解铝产量.....	7
图 18: 2022 年各子公司净利润对比 (亿元)	7
图 19: FOMC 点阵图 (2023 年 9 月)	8
图 20: CME 利率期货预测 (截至 2023 年 11 月 16 日)	8
图 21: 美国制造业库存同比变化 (%)	8
图 22: 中国工业企业库存.....	8
图 23: 电解铝产能已经达到天花板.....	9
图 24: 国内电解铝产能分布 (万吨)	9
图 25: 电解铝主要原料成本价格 (元/吨)	9
图 26: 电解铝行业平均成本利润	9
图 27: 新开工、竣工移动平均增速预测.....	10
图 28: 新开工、竣工面积累计 (万平方米)	10
图 29: 新能源用铝预测 (万吨)	10
图 30: 光伏装机量预测 (GW)	10
图 31: 神隆宝鼎股权结构.....	12
图 32: 煤炭毛利率变化情况.....	13
图 33: 贫瘦煤与无烟煤价格 (元/吨)	13

表 目 录

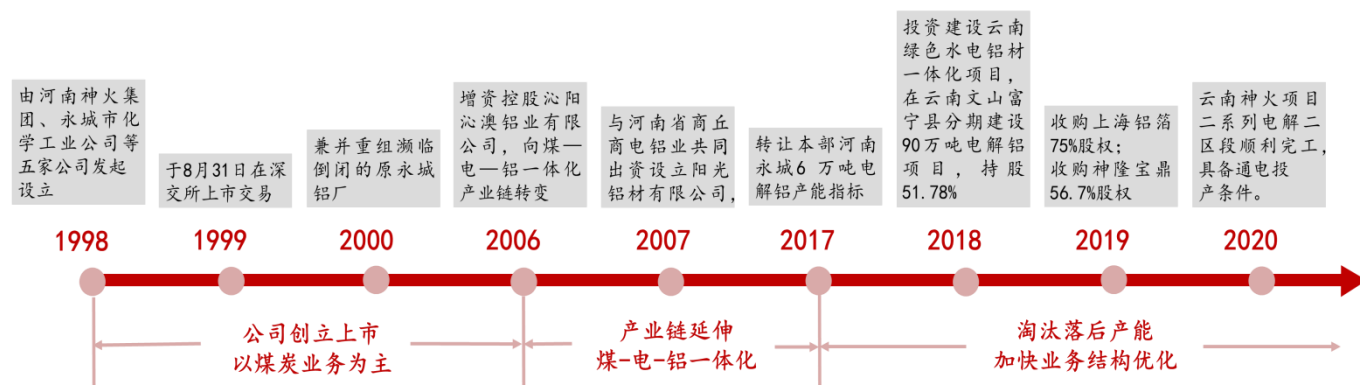
表 1：公司主要产品产量情况.....	2
表 2：铝供需平衡表.....	11
表 3：2022 年 12 月公司煤炭资源储量.....	12
表 4：近五年公司煤炭生产销售情况.....	12
表 5：分业务收入及毛利率.....	14
表 6：可比公司估值（截至 2023 年 11 月 21 日）.....	14
附表：财务预测与估值.....	15

1 神火股份：煤铝双驱，顺周期属性明显

1.1 “四步走”助力企业发展，煤电铝材产业链日趋完善

背靠河南神火集团，经多年发展逐渐完善煤电铝材产业链。河南神火煤电股份有限公司（以下简称“神火股份”）是河南神火集团的下设子公司，于 1999 年 8 月 31 日在深圳证券交易所挂牌上市。2000 年公司兼并重组濒临倒闭的原永城铝厂，自此开启铝板块。2006 年，公司增资控股沁阳沁澳铝业有限公司，逐渐向煤电铝一体化产业链转型。2018 年云南神火项目启动，公司逐渐将电解铝业务重心转至电力成本较低的新疆和使用清洁能源的云南。2020 年，公司云南神火项目二系列电解二区段顺利完工。经过多年发展，公司目前已形成比较完善的煤电铝材产业链，主营业务为铝产品、煤炭的生产、加工和销售以及发供电。

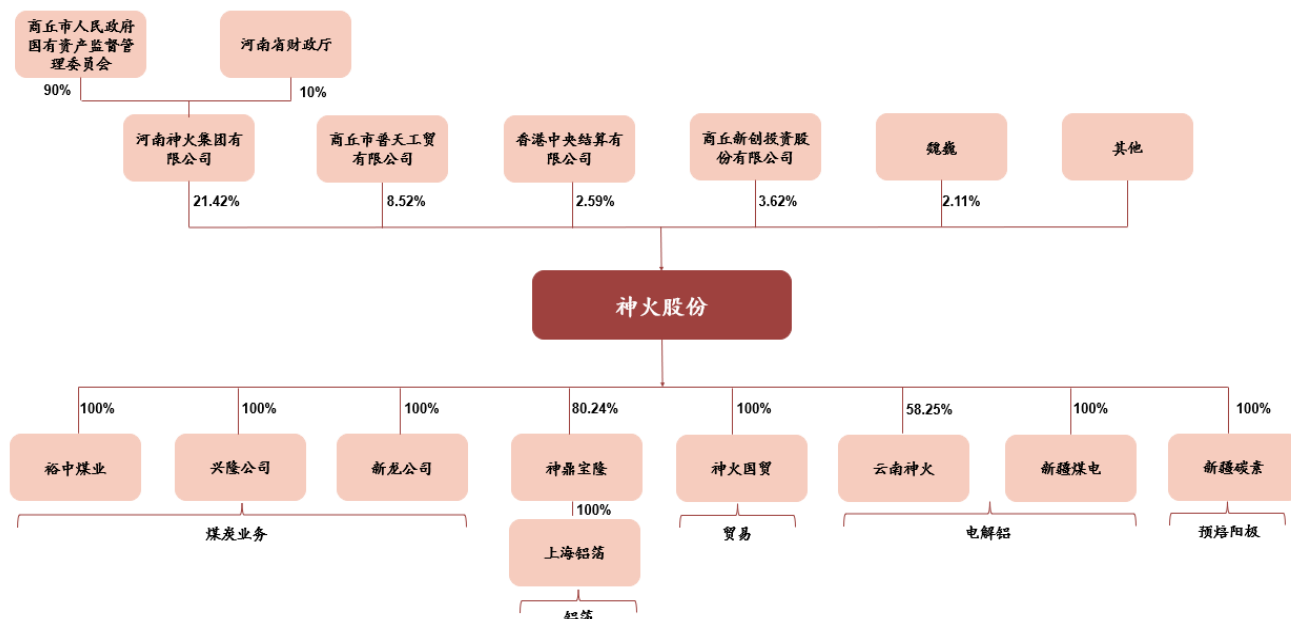
图 1：神火股份发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权结构稳定，实际控制人为商丘市国资委。截至 2023 年 11 月，公司总股本为 225098.66 万股。河南神火集团有限公司拥有其 21.42% 的股份，而商丘市人民政府国有资产监督管理委员会拥有河南神火集团有限公司 90% 的股份，间接控制神火股份。商丘市普天工贸有限公司拥有公司 8.52% 的股份，香港中央结算有限公司拥有公司 2.59% 的股份。子公司方面，公司直接或间接控股多家企业，涵盖煤炭、电解铝、铝加工、贸易等多项业务。

图 2：公司股权结构（截至 2023 年 11 月）



数据来源：公司官网，西南证券整理

煤炭业务和铝业务是公司的核心业务。公司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、高热值等特点，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。铝业务方面，公司 2022 年铝产品产量位列全国前十位，主要产品为电解铝及电解铝深加工产品，产品质量优良。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为食品铝箔、医药铝箔和高精度电子电极铝箔，主要运用于食品、医药、新能源汽车等行业。2022 年公司煤炭产量 681.2 万吨、铝产品产量为 163.5 万吨、阳极炭块产能 52.7 万吨、铝箔 8.2 万吨。2023 年公司计划生产原煤 676 万吨，铝产品 160 万吨，炭素产品 53.2 万吨，铝箔 7.8 万吨。

表 1：公司主要产品产量情况

产品名称	单位	2017	2018	2019	2020	2021	2022
煤炭	万吨	626.36	563.93	551.06	559.06	653.73	681.22
铝产品	万吨	111.26	108.06	88.69	102.28	140.66	163.50
阳极炭块	万吨	56.91	60.91	49.59	48.2	56.6	52.74
铝箔	万吨	-	2.69	2.66	2.67	5.41	8.15

数据来源：公司公告，西南证券整理

“四步走”提高企业发展质量和效益，努力形成结构好、产业精、后劲足的实体经济。公司坚持煤电铝一体化经营，巩固做强煤炭及深加工，优化铝电及上下游产业，努力形成结构好、产业精、后劲足的实体经济；强化资本运作，积极寻求新能源、新材料、煤炭清洁利用、环保、高端智能制造、金融投资等商机，加快培育新的效益增长点；积极探索通过股权合作、资产负债结构的优化、低效和闲置资产盘活、无效资产处置等途径实现产业提质升级，真正形成资产运营与资本运作双轮驱动、相互补充、相互促进的产业格局；通过产业升级、延链补链和资产整合等措施，努力提高发展质量和效益，提升整体竞争能力，实现企业的持续、健康发展。

图 3：公司发展战略

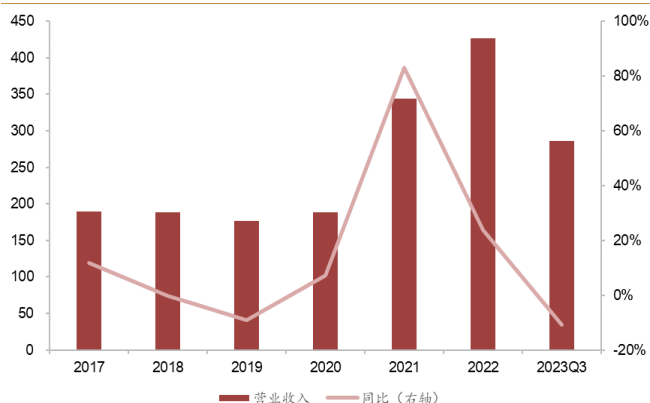


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 业绩表现具有周期属性，资产质量明显提升

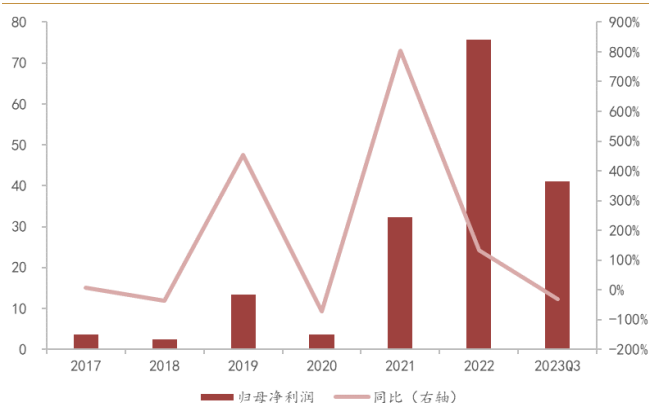
业绩表现周期属性强，煤铝价格影响较大。2022 年公司实现营业收入 427.0 亿元，同比增长 23.8%；实现归母净利润 75.7 亿元，同比增长 133.9%。在大宗原材料及辅料价格上涨、物流不畅等诸多不利因素的情况下，公司抢抓电解铝、煤炭价格强周期机遇，实现公司主营产品煤炭、电解铝、铝箔产销量同比增加，价格同比上涨，公司盈利能力大幅增强。2023 年受到煤、铝价格下行的影响，公司前三季度盈利小幅下滑，前三季度累计实现营业收入 286.3 亿元，同比下降 10.9%，归母净利润 41.0 亿元，同比下降 30.0%。

图 4：公司营业收入（2017-2023Q1-Q3）



数据来源：公司公告，西南证券整理

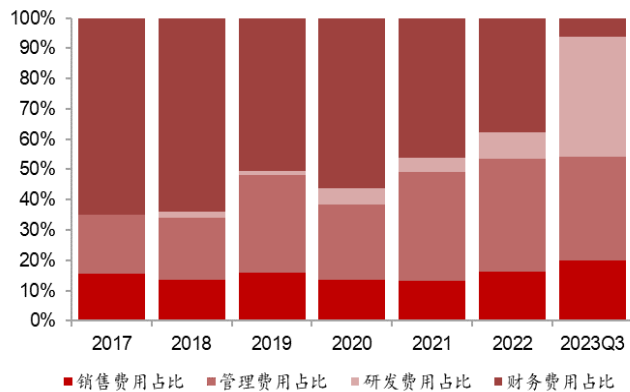
图 5：公司归母净利润（2017-2023Q1-Q3）



数据来源：公司公告，西南证券整理

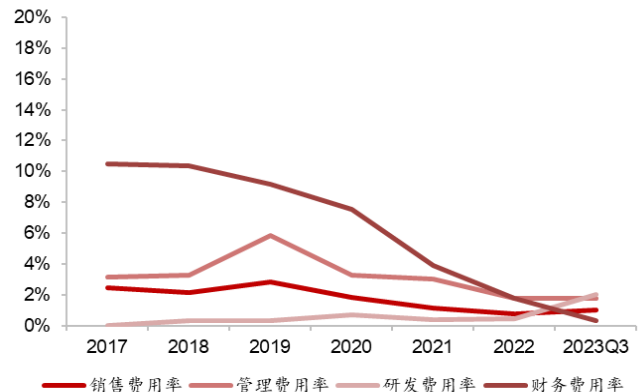
公司费率稳步降低，降本增效成果显著。近年来公司持续优化管理系统，严格把控各项费用支出，2022 年四项费用总计为 20.5 亿元，同比下降 30.2%，总费率 4.8%。其中财务费用 7.7 亿元，在四项费用中降幅最大，得益于公司融资成本、融资规模大幅下降；其次是管理费用和销售费用，分别同比下降 27.2%和 15.0%。2023 年前三季度，公司总费率 5.2%，其中销售费用率为 1.0%，管理费用率为 1.8%，财务费用率为 0.3%，研发费用率为 2.1%，财务费用维持明显下降的趋势，研发费用小幅上升。

图 6：费用占比（2017-2023Q1-Q3）



数据来源：Wind，西南证券整理

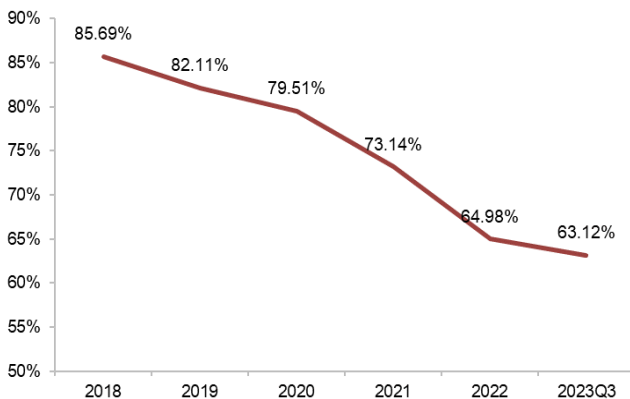
图 7：费用率变化情况（2017-2023Q1-Q3）



数据来源：Wind，西南证券整理

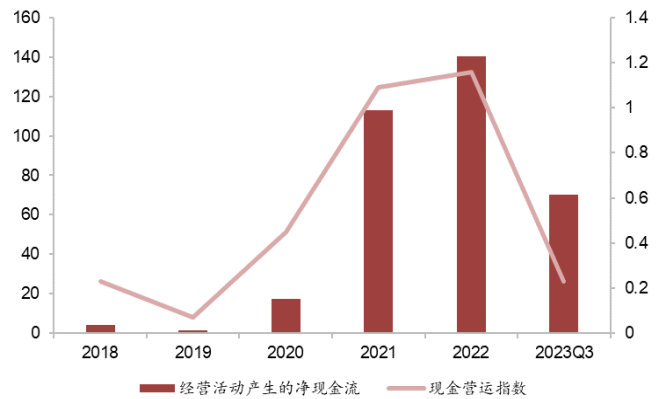
公司资产质量明显改善，盈利与偿债能力增强。随着不良资产的出清，公司资产质量得到根本性改善。受益于国家供给侧结构性改革、双碳政策驱动，2021 年开始煤炭、电解铝等商品价格大幅上涨，公司整体经营水平达到上市以来最佳。2022 年公司通过合理调整融资结构，资产负债率由 2021 年的 73.1% 下降至 65.0%，减少了 8 个百分点左右；经营活动产生的净现金流为 140.6 亿元，同比增加 24.5%，公司偿债能力增强。2023 年三季度公司资产负债率为 63.1%，同比 2022 年进一步下降，经营活动产生的净现金流为 79.4 亿元，属于历史较高水平。

图 8：公司资产负债率（2018-2023Q1-Q3）



数据来源：Wind，西南证券整理

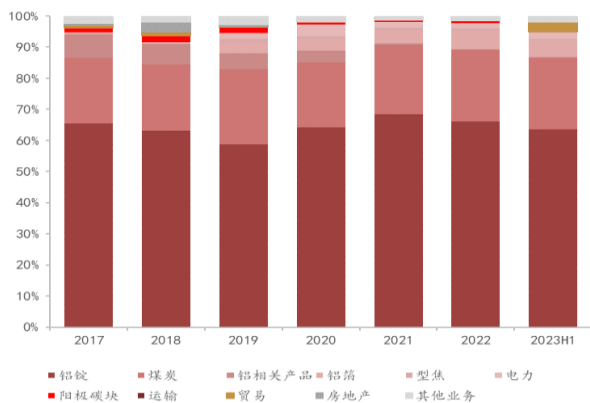
图 9：经营活动产生的净现金流（2018-2023Q1-Q3）



数据来源：Wind，西南证券整理

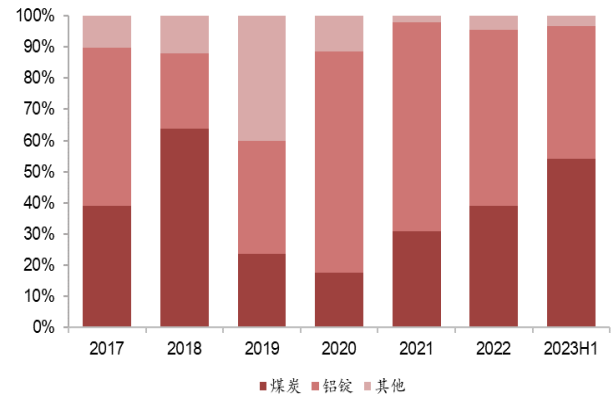
营收铝锭占据首位，煤炭毛利占比逐年提升。公司主营业务为铝产品、煤炭的生产、加工和销售及发电。其中，铝业务的主要产品为电解铝（铝锭）及电解铝深加工产品（铝箔）；煤炭业务的主要产品为煤炭和型焦。公司铝锭业务在营收中占据首位，2023 上半年公司铝锭业务营收占比 63.6%，煤炭业务营收占比 23.2%，铝箔业务营收占比 5.7%。公司煤炭业务的毛利占比逐年提升，2023 年上半年煤炭业务毛利占比已经跃居首位，铝锭贡献毛利 42.6%，煤炭贡献毛利占比 54.1%。

图 10：分产品营收占比分布图（2017-2023H1）



数据来源：Wind，西南证券整理

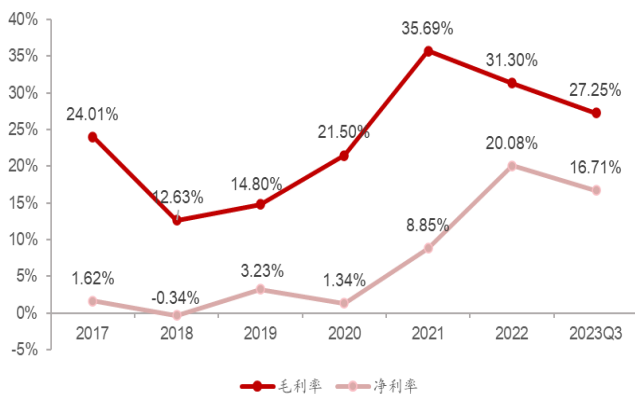
图 11：分产品毛利占比分布图（2017-2023H1）



数据来源：Wind，西南证券整理

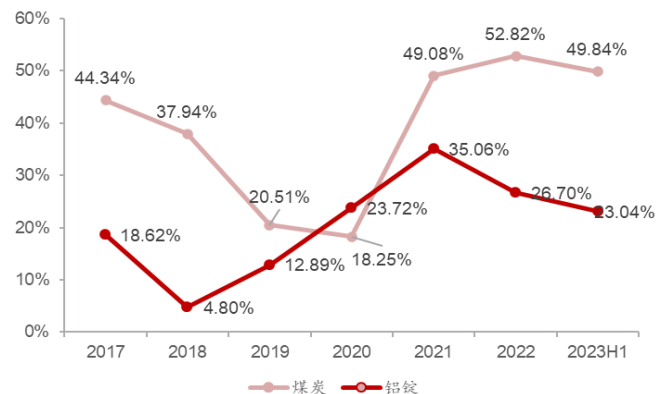
煤炭业务毛利较高，净利率维持在较高水平。得益于煤炭价格处于强周期，公司的煤炭产品毛利率近几年持续上升，2022 年煤炭毛利率水平为 52.8%，较上年增加 4 个百分点左右，处于近年来峰值水平，2023 上半年由于煤炭价格回落，毛利率下跌至 49.8%，但仍处于历史较高水平。铝锭产品的毛利率自 2021 年后小幅下滑，2023 上半年毛利率为 23.0%。2023 年前三季度公司总毛利率实现 27.3%，净利率实现 16.7%，毛利和净利率均处于历史相对高位。

图 12：公司毛利率与净利率变化（2017-2023Q1-Q3）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：主要产品毛利率变化情况（2017-2023H1）



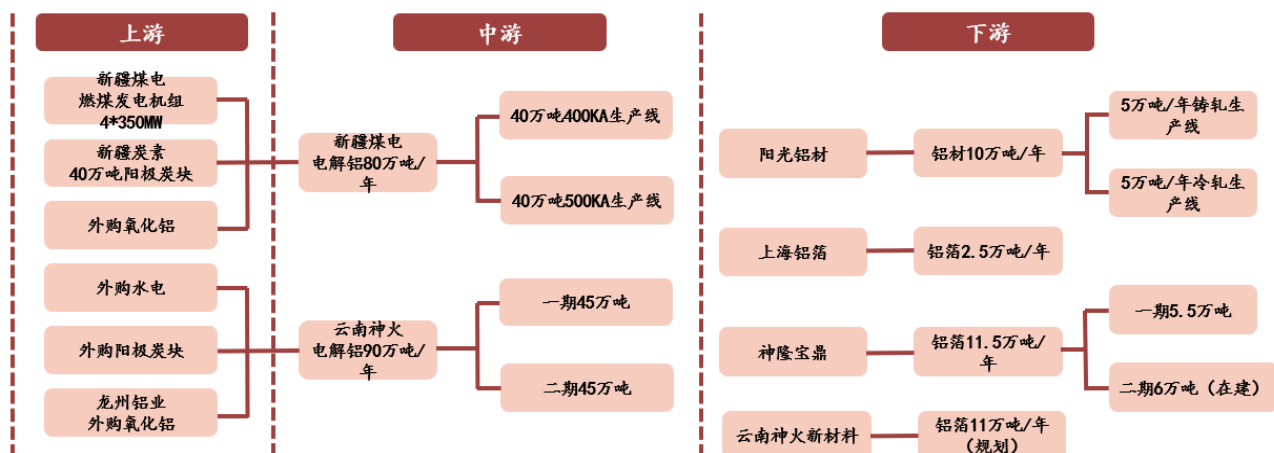
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 电解铝供需缺口逐渐放大，电池箔拓宽深加工赛道

2.1 公司铝产业链布局完整，“云南+新疆”电解铝区位优势明显

铝业务是公司的核心业务，产业链布局完整。公司目前已形成“上游原料（阳极炭块、氧化铝）→中游冶炼（电解铝）→下游加工（铝材、铝箔）”的完整产业链。公司铝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及控股子公司云南神火主要生产电解铝，神隆宝鼎生产包括食品医药包装箔及电池铝箔，上海铝箔主要生产食品铝箔、医药铝箔，规划的云南神火新材料主营电池铝箔。截至 2023 年半年报，公司电解铝产能 170 万吨/年（新疆煤电 80 万吨/年，云南神火 90 万吨/年）、煤电装机容量 2000MW、阳极炭块产能 56 万吨/年、铝箔 8 万吨/年。

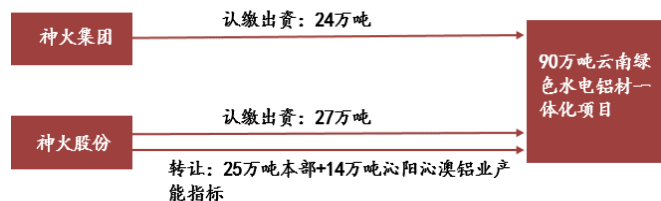
图 14：公司铝产业链布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

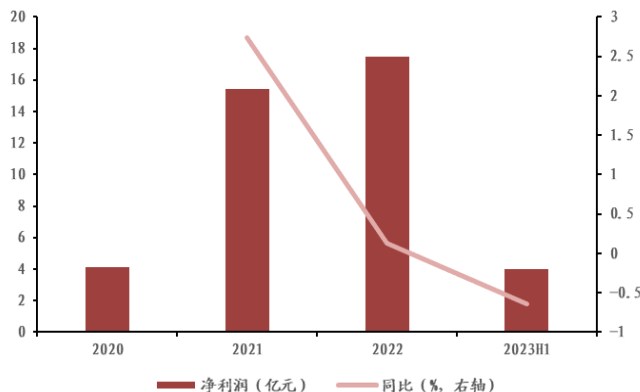
云南电解铝具备绿电优势，长期竞争力明显。云南神火电解铝项目于 2018 年 7 月份开启，当年 11 月拿到云南省发改委备案证和土地使用权证等材料，2022 年 4 月云南神火 90 万吨产能全部投产。云南神火位于文山州富宁县，不仅可以利用绿色水电作为主要能源，而且距离氧化铝主产地广西百色仅 120 余公里，公司在 2020 年收购了广西龙州铝业 36% 的股权，稳定了氧化铝原料的稳定供应。此外，云南神火紧邻我国铝消费最集中的华南市场和铝消费潜力快速增长的西部市场及东南亚、南亚等铝产品主要消费国，区位优势明显。云南每年 12 月到次年 4 月是枯水期，5 月和 11 月是平水期，6 月到 10 月是丰水期。据公司在 2022 年公开披露的投资者交流纪要，云南地区枯水期用电成本约为 0.45-0.46 元/度，丰水期用电成本约为 0.33-0.34/度，全年平均用电成本在 0.4 元/度附近，能源成本具备相对优势。2022 云南神火净利润达到 20.4 亿元，同比增加 12.98%，原因在于水电铝一体化项目达产，电解铝产销量同比增加。此外，欧盟碳边境调节机制（CBAM）要求进口商支付进口到欧盟的进口产品其生产地和欧洲 ETS 碳价的差额，2023 年 10 月至 2025 年 12 月为过渡期，2026 年 1 月正式执行。火电吨铝的碳排放量预计为 11.2 吨，目前欧洲碳价超过 70 欧元/吨，国内碳价仅在 70 元/吨波动，国别碳价的差异在未来将提升高排放铝制品的出口成本，水电铝将加持云南神火未来的出口优势。

图 15：云南神火产能投资来源



数据来源：公司公告，西南证券整理

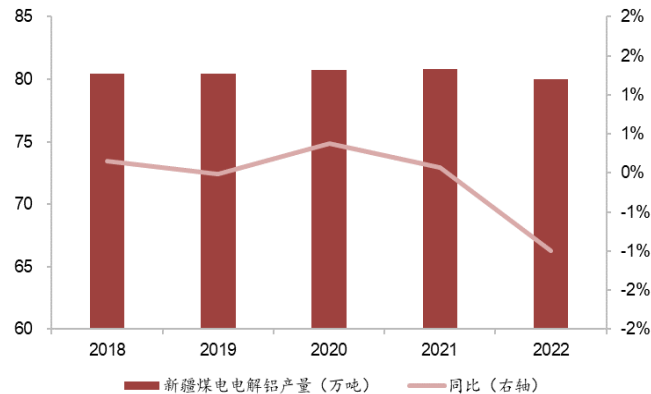
图 16：云南神火近三年净利润



数据来源：公司公告，西南证券整理

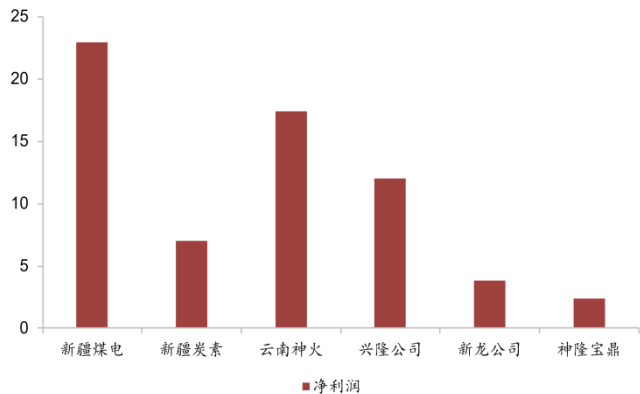
新疆电解铝处于成本曲线最左侧，盈利能力稳定。公司充分利用新疆地区低能源成本的优势，打造 80 万吨/年电解铝生产线，配套建设有阳极炭块和燃煤发电机组，同时带有连接煤炭原料产地和电厂的输煤皮带走廊。作为公司新的电解铝生产基地，新疆煤电自 2013 年产量逐步扩张，目前电解铝产量稳定在 80 万吨左右，阳极炭块产量接近 40 万吨，自备电厂装机 4×350MW，供电量约 110 亿度。目前新疆电解铝生产的阳极炭块可以实现自给，氧化铝需要外购，自备电厂发电可满足近 90% 的电解铝生产需求。据公司在 2022 年公开披露的投资者交流纪要，公司新疆煤电的平均用电价格为 0.23-0.24 元/千瓦时，同时新疆能源供应稳定，新疆煤电电解铝的年产量稳定在 80 万吨附近，与其他高业绩子公司净利润相比，新疆煤电净利润最高。

图 17：新疆煤电电解铝产量



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 18：2022 年各子公司净利润对比 (亿元)



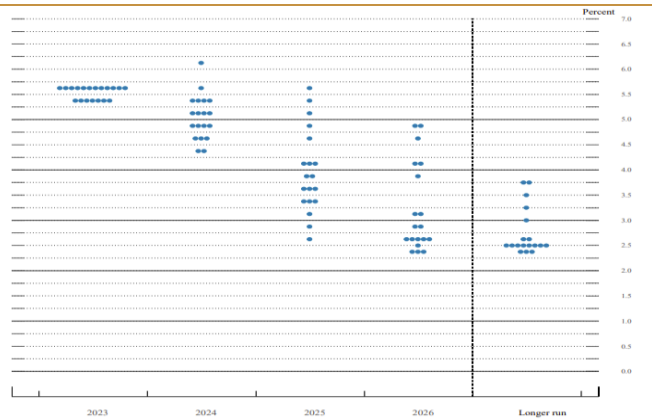
数据来源：公司年报，西南证券整理

2.2 长期供需缺口扩大，铝价中枢有望阶梯式上移

美联储加息周期尾声，利率中枢下移有望提升金属金融属性。美联储自 2022 年 3 月开始共加息 11 次，将联邦基金利率目标区间自 0.25%-0.5% 上调至 5.25%-5.5%。9 月 FOMC 会议上维持联邦基金区间在 5.25%-5.5% 之间不变，会后点阵图预测显示年内美联储或再度加息 1 次，2024 年美联储或将降息 2 次。进入四季度以来，美国通胀数据回落符合预期，就业数据表现差强人意，市场对美联储转鸽的预期越来越强。从 CME 利率期货的最新预测

显示来看, 2023 年 Q4 美联储将维持利率水平在 5.25%-5.5%, 即 Q4 不会继续加息, 相较于点阵图指引更加鸽派。在对降息时点的预期上, 11 月最新显示降息时间为 2024 年 5 月。美联储货币周期的切换, 有望带动美债收益率和美元指数向下, 进而提振金属的金融属性, 对金属价格形成向上驱动。

图 19: FOMC 点阵图 (2023 年 9 月)



数据来源: 美联储, 西南证券整理

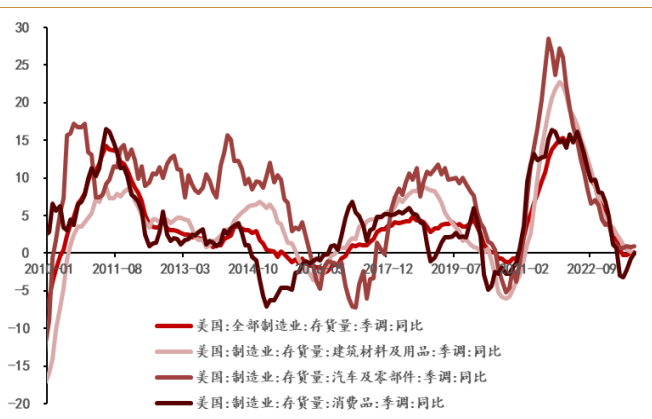
图 20: CME 利率期货预测 (截至 2023 年 11 月 16 日)

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.0%	72.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.8%	48.2%	39.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.7%	34.1%	42.6%	15.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	4.6%	23.5%	39.2%	26.4%	6.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.9%	16.5%	33.4%	31.1%	13.7%	2.3%
2024/11/7	0.0%	1.6%	10.2%	25.6%	32.2%	21.8%	7.6%	1.1%
2024/12/18	1.0%	7.2%	20.3%	29.9%	25.4%	12.5%	3.3%	0.4%

数据来源: CME, 西南证券整理

中美制造业库存周期切换有望带动新一轮需求周期。制造业是基本金属重要的需求行业之一, 中美制造业库存周期和基本金属的价格周期重合度较高。2009-2011 年间中美制造业的共振补库周期对应基本金属长达两年的价格上行; 2012-2015 年间制造业缓慢去库下, 金属价格整体进入下行周期; 2016-2018 年的补库周期带动金属价格再度走高; 2020-2021 年疫情后的制造业大幅补库, 带动工业金属再度进入牛市。2022 年初中美制造业先后进入去库周期, 基本金属价格也见顶回落, 当前中美制造业库存增速均呈现底部回升的趋势, 去库周期对金属价格的利空压制逐渐放缓, 向补库周期切换有望带动需求周期性回升。

图 21: 美国制造业库存同比变化 (%)



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 22: 中国工业企业库存

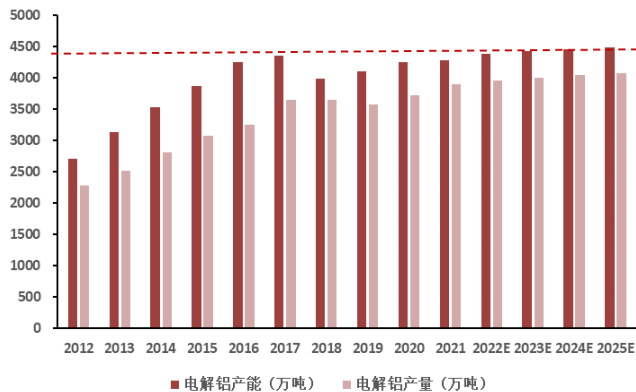


数据来源: Wind, 西南证券整理

国内电解铝产能天花板已达上限, 产量波动受西南天气影响。国内电解铝建成产能已经达到 4500 万吨的天花板, 运行产能上限预计在 4300 万吨左右, 产量波动主要受到西南地区 (云贵川渝产能占比 22%) 降雨对水电供给的影响。2022 下半年-2023 上半年降雨不足的特征较明显, 云南高峰期减产产能近 40%, 2023 年 10 月后, 云南地区再度进行枯水期电解铝产能调控, 预计减产产能 115 万吨。我们对未来产能运行做中性假设, 即 11 月-次年 4

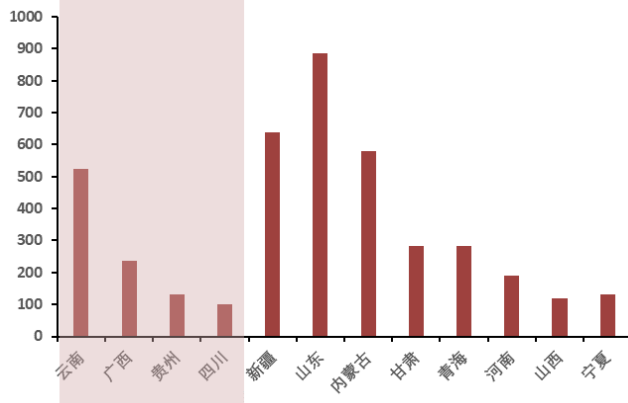
月减产 20%，5 月全部复产，2024 年预计电解铝产量增速约 2.3%，2025 年之后产量几无增长空间。

图 23：电解铝产能已经达到天花板



数据来源：Wind, 西南证券整理

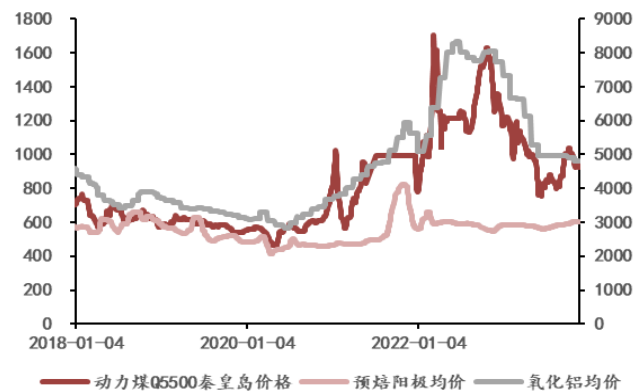
图 24：国内电解铝产能分布（万吨）



数据来源：Wind, 西南证券整理

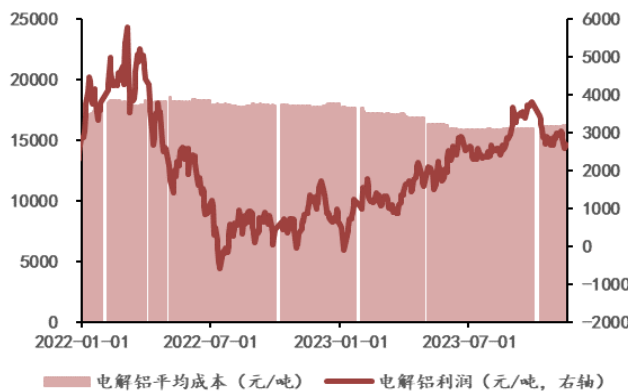
原料端供需格局偏过剩，铝产业链利润长期向冶炼端富集。电解铝主要的原料成本为氧化铝、能源和预焙阳极，其中国内氧化铝和预焙阳极的供需格局偏向过剩，价格多跟随各自成本波动，今年以来预焙阳极价格持续下行，氧化铝价格维持低位，加之能源价格的下移，电解铝成本持续维持低位，Q3 行业平均利润维持在 2000 元/吨之上。长期来看，冶炼端天花板已至，上游原料端供需格局偏过剩，下游粗加工行业进入壁垒低，铝价+加工费的定价模式固定，铝产业链利润有望长期向冶炼端富集。

图 25：电解铝主要原料成本价格（元/吨）



数据来源：Wind, 西南证券整理

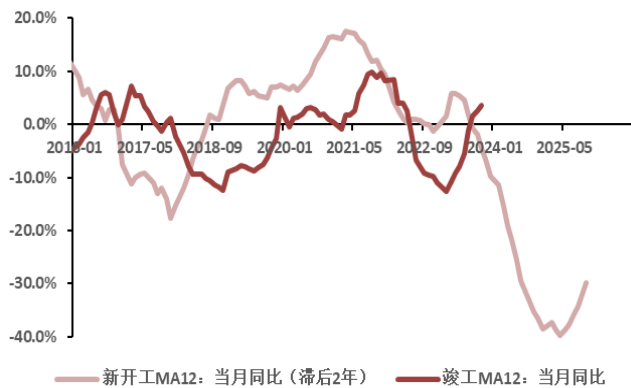
图 26：电解铝行业平均成本利润



数据来源：Wind, 西南证券整理

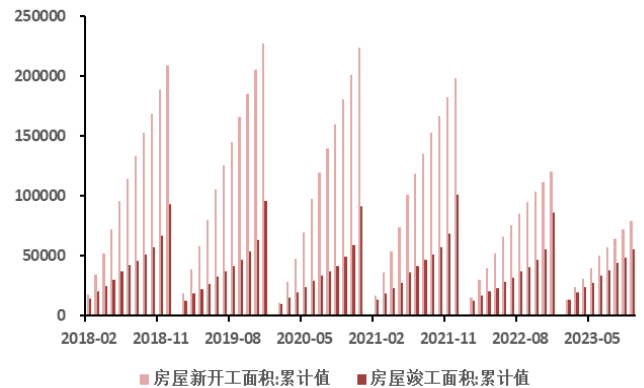
年内地产竣工支撑真实需求，关注新开工向竣工的传导。2023 年 1-10 月国内竣工面积累计同比增速 19.0%，竣工的高增速对金属的真实需求形成支撑，密集应用在后周期的铝收益更明显。以新开工增速的 12 个月移动平均增速滞后两年来拟合竣工增速，2024 年前端的负反馈风险或逐渐释放，但由于过往新开工面积的绝对值和竣工面积之间累计的缺口较大，“保交付”及城中村改造等政策或冲抵自然周期的部分利空影响。

图 27：新开工、竣工移动平均增速预测



数据来源：Wind, 西南证券整理

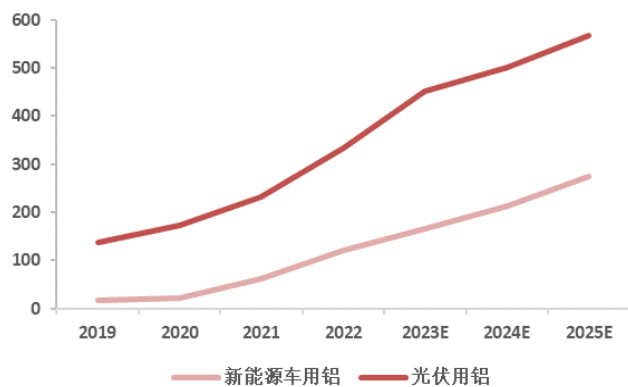
图 28：新开工、竣工面积累计（万平方米）



数据来源：Wind, 西南证券整理

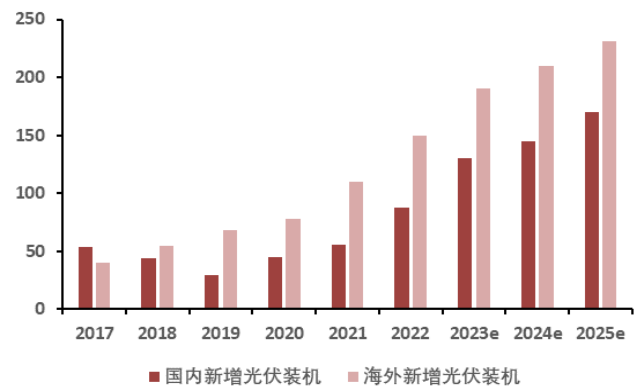
新能源部门用铝消费维持高增。IAI 数据显示传统油车的单车用铝量约为 118kg，纯电动汽车约用铝 128kg，混动汽车用铝量约 179kg。光伏用铝主要集中在边框、支架等组件，每 GW 用铝量约为 1.5 万吨（边框用铝约 0.45 万吨，支架用铝约 1.05 万吨），新能源汽车和光伏为铝消费贡献主要增量。光伏协会将 2023 年中国光伏新增装机预测由 95-120GW 上调至 120-140GW，将 2023 年全球光伏新增装机预测由 280-330GW 上调至 305-350GW。我们假定 2023-2025 年国内新增光伏装机量 130/145/170GW，海外光伏新增装机量 190/210/230GW，假定 2023-2025 年国内新能源汽车产量 850/1020/1224 万辆，测算预计 2023 年新能源部门的铝消费量占比超过 14%，2025 年消费占比将提升至 19%。

图 29：新能源用铝预测（万吨）



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 30：光伏装机量预测（GW）



数据来源：Wind, 西南证券整理

今明两年紧平衡格局对价格形成强支撑，长期供需缺口逐渐放大。2023 年虽然电解铝产量增幅较大，但受益于地产竣工增速的强势、光伏及新能源汽车的高景气，电解铝并未出现明显累库，平衡表预测年内有小幅缺口，库存仍将维持历史低位，对价格形成强支撑。2024 年假定西南地区来水中性，产量增速 2.3%，考虑到房地产前端向后端的负反馈及光伏消纳的风险，测算国内电解铝需求增速 1.8%，电解铝供需呈现紧平衡格局，库存端压力有限。远期来看，国内电解铝冶炼天花板已至，海外冶炼产能建设进度较慢，光伏和汽车轻量化将带给需求稳定的高增速，电解铝供需缺口逐渐扩大，铝价和行业利润保持向上。

表 2：铝供需平衡表

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
国内需求 (万吨)	3181	3536	3672	3682	3879	3899	3954
yoy	-0.1%	7.6%	4.5%	0.3%	5.4%	0.5%	1.4%
外部需求 (万吨)	439	277	343	405	284	340	374
yoy	-4.2%	-12.3%	10.5%	18.1%	-30.0%	20.0%	10.0%
总需求 (万吨)	3620	3813	4015	4087	4163	4239	4329
yoy	-1.4%	5.7%	4.6%	1.8%	1.9%	1.8%	2.1%
原铝产量 (万吨)	3543	3712	3850	4006	4149	4245	4254
yoy	-1.8%	4.8%	3.7%	4.1%	3.6%	2.3%	0.2%
原铝进口 (含抛储)	0	105	185	48	50	50	50
总供给	3543	3817	4035	4054	4199	4295	4304
供需缺口	-77	4	20	-33	-14	6	-75

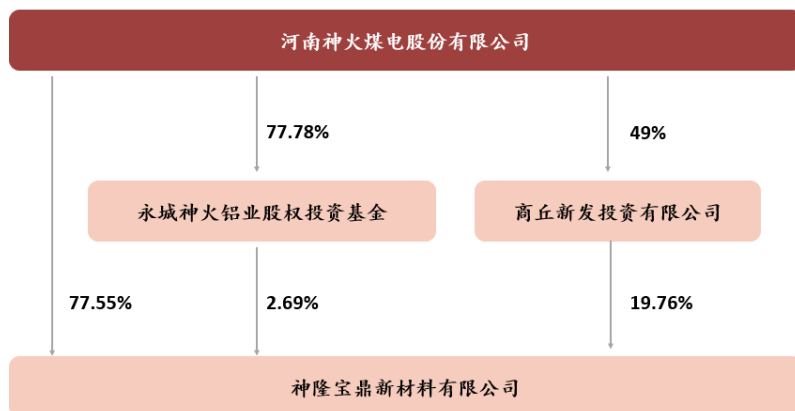
数据来源：西南证券整理

2.3 双零箔老牌玩家，电池箔拓宽深加工赛道

公司铝箔具有市场先入优势和设备先进优势。铝箔是现代工业及日常生活不可或缺的有色金属压延材料，应用领域广泛，是一项重要的工业原材料。公司自 2004 年进入铝箔行业以来，培养了一批优秀的技术研发、生产、销售、管理人才，积累了丰富的生产组织经验，主设备是德国阿亨巴赫铝箔轧机等世界一流的生产设备，在设备精度、工作效率、智能制造方面均为世界顶级水平。公司铝箔产业优秀的技术团队、先进的生产工艺，不仅能够丰富产品布局、保障产品成品率、提高生产效率，还能够降低公司的运营风险和生产成本，有利于与客户建立长期稳定的合作关系，为市场份额持续扩大及巩固奠定基础。

电池铝箔产能扩张，深加工领域拓宽。铝箔产品的应用领域不断扩展，从传统的食品包装等扩展到动力电池等高端领域。2021 年以来受益于新能源汽车和光储领域超预期增长的拉动，电池铝箔产销量大幅增长，成为增速最快的铝箔产品，带动了铝箔行业的整体快速发展。电池铝箔领域公司进行了长期布局，目前神隆宝鼎电池箔项目顺利推进，预计年底开始调试，云南新材料 11 万吨具有绿电优势的水电铝箔正在规划阶段，远期公司铝加工板块将形成 25 万吨的铝箔生产能力。为进一步理顺公司铝加工板块组织架构，增强铝加工业务链条完整性、业务独立性，公司 2023 年 6 月审议通过将神隆宝鼎分拆上市，并由神隆宝鼎收购云南神火所持云南神火新材料科技有限公司 100% 的股权，目前分拆上市工作正在有序推进。

图 31：神隆宝鼎股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 煤炭产量有增长空间，煤价企稳回升

公司煤炭储量丰富，产销量稳步提升。公司拥有煤炭采掘相关的完整生产及配套体系，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。公司在产六对矿井 855 万吨产能中，永城矿区三对矿井 345 万吨为无烟煤、许昌区域两对矿井 450 万吨为贫瘦煤，新密煤矿 60 万吨为动力煤。据 2023 年半年报披露，公司控制的煤炭保有储量 13.12 亿吨，可采储量 6.08 亿吨。2023 上半年公司生产煤炭 379.90 吨（其中永城矿区 164.76 万吨，许昌、郑州矿区 215.14 万吨），销售 387.79 万吨（其中永城矿区 167.74 万吨，许昌、郑州矿区 220.05 万吨），分别完成年度计划的 54.19%、55.32%。

表 3：2022 年 12 月公司煤炭资源储量

矿区	主要煤种	核定产能(万吨)	保有储量(万吨)	可采储量(万吨)
永城矿区	无烟煤	345	20420.75	10211.15
许昌、郑州矿区	瘦煤、贫煤、动力煤	510	110804.57	50608.93
合计		855	131225.32	60820.08

数据来源：公司公告，西南证券整理

积极推进项目建设，无烟煤与贫瘦煤维持高景气度。公司于 2008 年开始筹备梁北煤矿改扩建项目，拟将其年生产能力由 90 万吨/年改扩建至 240 万吨/年；2009 年，梁北煤矿改扩建项目列入平顶山矿区煤炭建设发展规划；2021 年梁北煤矿改扩建项目主体完成，进入联合试运转状态，产量开始逐步释放；2022 年年底梁北煤矿改扩建项目已进入项目中后期，产量达到 130 万吨以上；据公司 2023 年半年度业绩说明会披露，2023 年计划产量 180 万吨，争取 2024 年实现达产。

表 4：近五年公司煤炭生产销售情况

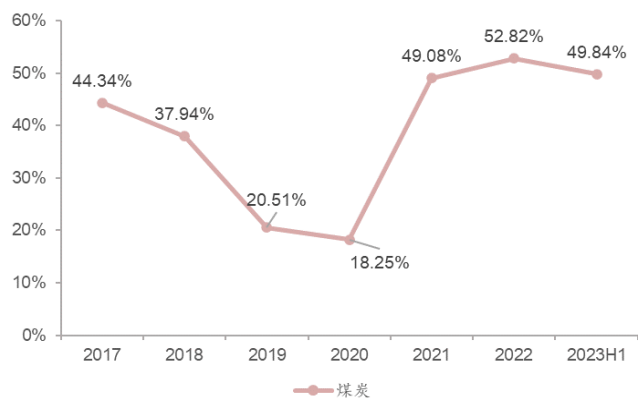
行业分类	项目	单位	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
无烟煤	销售量	万吨	240.71	312.54	299.09	308.97	321.91
	生产量	万吨	245.53	301.42	291.02	309.81	323.72
	库存量	万吨	22.42	11.3	3.23	4.07	5.88

行业分类	项目	单位	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
贫煤、贫瘦煤	销售量	万吨	307.6	258.28	275.41	345.52	352.86
	生产量	万吨	318.4	249.64	268.04	343.92	357.50
	库存量	万吨	18.31	9.67	2.3	0.70	5.34

数据来源：公司年报，西南证券整理

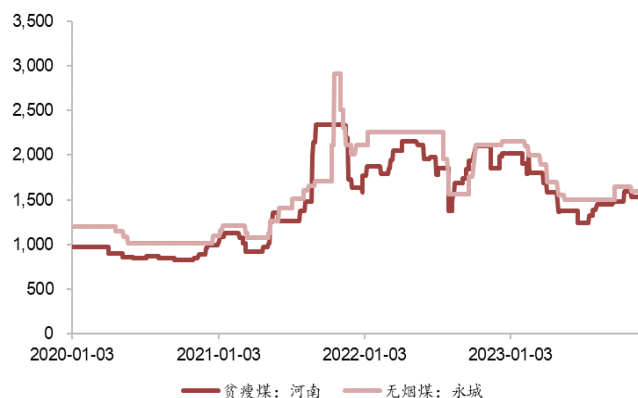
煤炭板块周期性强，煤价企稳回升。公司不同煤炭有不同的定价模式，动力煤执行长协价；无烟精煤和瘦精煤随行就市，每年和下游钢厂企业签订保量不保价协议，随市场调价。公司所产煤炭约 75%左右是精煤，25%左右是次煤、煤泥等副产品，以较低价格供给内部电厂。公司煤炭板块的利润主要靠无烟煤和贫瘦煤做贡献，得益于强周期带来的煤炭价格上涨，2020-2022 年公司煤炭板块的单位毛利保持上升趋势。2023 上半年公司由于煤炭价格下滑，公司煤炭毛利率小幅下降至 49.8%，但仍保持历史较高水平。2023 年 Q3 开始，无烟煤和贫瘦煤的价格开始企稳回升，有望带动公司煤炭板块业绩向上修复。

图 32：煤炭毛利率变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 33：贫瘦煤与无烟煤价格（元/吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：根据公司电解铝建成产能及云南运行产能情况，我们假设 2023-2025 年公司电解铝销量为 147/150/150 万吨，假设公司电解铝销售均价（不含税）为 16700/17200/17500 元/吨。

假设 2：根据公司煤炭产量指引及扩产计划，假设 2023-2025 年煤炭销量为 720/770/820 吨，公司煤炭年度销售均价（不含税）为 1200/1200/1200 元/吨。

假设 3：根据公司铝箔扩建进度，假设 2023-2025 年铝箔销量为 8/11/14 吨，公司铝箔年度平均加工费为 3000/3000/3000 元/吨。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
铝锭业务	收入	28258	24549	25802	26252
	增速	18.8%	-13.1%	5.1%	1.7%
	毛利率	18.5%	10.4%	10.2%	10.1%
铝箔业务	收入	2624	2312	3234	4158
	增速	58.2%	-11.9%	39.9%	28.6%
	毛利率	18.5%	10.4%	10.2%	10.1%
煤炭业务	收入	9881	8640	9240	9840
	增速	28.3%	-12.6%	6.9%	6.5%
	毛利率	52.8%	41.7%	41.7%	41.7%
其他	收入	1941	1999	2059	2121
	增速	49.4%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	收入	42704	37500	40334	42370
	增速	24.0%	-12.2%	7.6%	5.0%
	毛利率	31.3%	28.9%	30.0%	30.4%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

鉴于公司是煤铝双驱的冶炼公司，我们选取两家典型的电解铝冶炼公司天山铝业和云铝股份，一家煤铝双驱企业中孚实业，一家煤炭公司中国神华，四家公司 2024 年平均 PE 为 8.4 倍。我们给予公司 2024 年 8 倍 PE，对应目标价 22 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值（截至 2023 年 11 月 21 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002532.SZ	天山铝业	6.23	0.57	0.57	0.73	0.86	15.38	10.95	8.58	7.25
000807.SZ	云铝股份	13.21	1.32	1.17	1.59	1.91	13.84	11.29	8.28	6.91
600595.SH	中孚实业	3.42	0.26	0.29	0.46	0.56	19.88	11.86	7.42	6.13
601088.SH	中国神华	30.71	3.50	3.18	3.26	3.30	10.38	9.65	9.42	9.30
平均值							14.87	10.94	8.43	7.40

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

铝价大幅下跌风险，云南电力供应严重不足风险，煤炭安全生产风险，在建项目进展不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	42703.85	37499.79	40334.36	42370.15	净利润	8576.39	6202.10	7022.76	7447.72
营业成本	29338.27	26650.85	28249.92	29492.63	折旧与摊销	1700.68	1945.89	1945.89	1945.89
营业税金及附加	711.74	706.28	738.85	771.77	财务费用	769.72	937.49	1008.36	1059.25
销售费用	328.64	332.84	342.13	364.96	资产减值损失	-21.89	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	763.76	675.00	726.02	762.66	经营营运资本变动	-1218.99	4525.67	-1419.08	490.01
财务费用	769.72	937.49	1008.36	1059.25	其他	4254.86	-380.04	-203.89	-182.54
资产减值损失	-21.89	-10.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	14060.76	13221.12	8344.05	10750.34
投资收益	228.30	400.00	200.00	200.00	资本支出	-1463.10	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1000.92	46.02	-88.98	345.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-462.17	-453.98	-588.98	-154.54
营业利润	10901.72	8587.33	9459.08	10108.88	短期借款	3544.76	438.36	447.13	456.07
其他非经营损益	-241.98	-166.55	-208.89	-200.29	长期借款	-1672.55	404.40	357.89	-514.07
利润总额	10659.74	8420.78	9250.19	9908.59	股权融资	-20.49	0.00	0.00	0.00
所得税	2083.35	2218.68	2227.43	2460.87	支付股利	-1012.94	-1514.24	-1095.04	-1239.93
净利润	8576.39	6202.10	7022.76	7447.72	其他	-12241.92	-764.58	-1652.13	-1464.69
少数股东损益	1005.19	726.91	823.10	872.90	筹资活动现金流净额	-11403.14	-1436.05	-1942.15	-2762.63
归属母公司股东净利润	7571.20	5475.19	6199.67	6574.82	现金流量净额	2208.79	11331.09	5812.93	7833.17
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	17907.31	29238.39	35051.32	42884.49	成长能力				
应收和预付款项	1440.45	1502.17	1460.35	1583.00	销售收入增长率	23.95%	-12.19%	7.56%	5.05%
存货	3099.79	2812.49	2993.51	3119.94	营业利润增长率	103.91%	-21.23%	10.15%	6.87%
其他流动资产	1197.13	645.71	693.84	728.41	净利润增长率	181.36%	-27.68%	13.23%	6.05%
长期股权投资	3575.72	3575.72	3575.72	3575.72	EBITDA 增长率	61.18%	-14.22%	8.22%	5.64%
投资性房地产	239.09	239.09	239.09	239.09	获利能力				
固定资产和在建工程	21705.53	20870.70	20035.86	19201.02	毛利率	31.30%	28.93%	29.96%	30.39%
无形资产和开发支出	5244.82	4704.96	4165.10	3625.25	三费率	4.36%	5.19%	5.15%	5.16%
其他非流动资产	6067.53	6400.22	6617.99	6401.34	净利率	20.08%	16.54%	17.41%	17.58%
资产总计	60477.38	69989.44	74832.79	81358.25	ROE	40.49%	24.26%	22.30%	19.76%
短期借款	21918.17	22356.53	22803.66	23259.74	ROA	14.18%	8.86%	9.38%	9.15%
应付和预收款项	7694.39	12008.51	10604.10	11261.82	ROIC	38.86%	31.31%	40.25%	43.29%
长期借款	3218.61	3623.01	3980.90	3466.82	EBITDA/销售收入	31.31%	30.59%	30.78%	30.95%
其他负债	6464.92	6437.93	5952.95	5670.90	营运能力				
负债合计	39296.08	44425.99	43341.61	43659.29	总资产周转率	0.75	0.57	0.56	0.54
股本	2250.99	2250.99	2250.99	2250.99	固定资产周转率	2.07	1.87	2.16	2.44
资本公积	2659.47	2659.47	2659.47	2659.47	应收账款周转率	75.60	50.75	54.66	56.64
留存收益	10914.32	14875.28	19979.90	25314.79	存货周转率	9.96	8.98	9.71	9.63
归属母公司股东权益	16043.99	19699.23	24803.86	30138.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.82%	—	—	—
少数股东权益	5137.31	5864.22	6687.32	7560.22	资本结构				
股东权益合计	21181.30	25563.46	31491.18	37698.97	资产负债率	64.98%	63.48%	57.92%	53.66%
负债和股东权益合计	60477.38	69989.44	74832.79	81358.25	带息债务/总负债	63.97%	58.48%	61.80%	61.22%
					流动比率	0.68	0.86	1.04	1.21
					速动比率	0.59	0.79	0.96	1.13
					股利支付率	13.38%	27.66%	17.66%	18.86%
					每股指标				
					每股收益	3.36	2.43	2.75	2.92
					每股净资产	7.13	8.75	11.02	13.39
					每股经营现金	6.25	5.87	3.71	4.78
					每股股利	0.45	0.67	0.49	0.55
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	13372.12	11470.71	12413.33	13114.03					
PE	4.69	6.48	5.72	5.40					
PB	2.21	1.80	1.43	1.18					
PS	0.83	0.95	0.88	0.84					
EV/EBITDA	2.88	2.49	1.85	1.15					
股息率	2.86%	4.27%	3.09%	3.50%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn