



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

滇新双基地占优，受益煤铝价格上涨

—神火股份 (000933)公司深度报告

2023 年 12 月 29 日

左前明 能源行业首席分析师

S1500518070001

zuoqianming@cindasc.com

张 航 金属&新材料行业首席分析师

S1500523080009

zhanghang@cindasc.com

证券研究报告

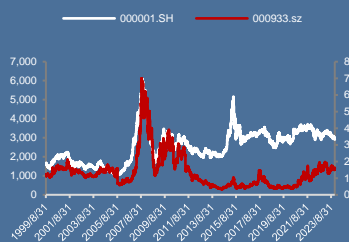
公司研究

深度报告

神火股份(000933.SZ)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	16.66
52周内股价	12.67-19.74
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	4.09
总股本(亿股)	22.5
流通A股比例(%)	99.5
总市值(亿元)	375

资料来源：聚源，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

滇新双基地占优，受益煤铝价格上涨

2023年12月29日

本期内容提要：

◆**耕耘行业二十余载，煤铝双核共助企业成长。**公司为国内优质电解铝及煤炭生产企业，成立于1998年，控股股东为河南神火集团。公司现拥有电解铝产能170万吨/年（新疆煤电80万吨/年，云南神火水电90万吨/年），新疆阳极炭块产能56万吨/年，铝箔8万吨/年产能。同时，公司为国内无烟煤主要生产企业之一，现控制的煤炭保有储量13.12亿吨，可采储量6.08亿吨。公司铝产业链上下游配套完善，产业链一体化优势显著。近年来，伴随电解铝及煤炭价格中枢持续抬升，叠加公司云南神火电解铝产能投产，梁北煤矿扩建项目逐步完成，公司盈利能力显著增长。

◆**铝：滇新双基地占优，水电享低碳溢价。**电解铝供给端受国内产能天花板影响，新增产能有限，海外电解铝新增产能无明显增量，叠加“双碳”及能耗双控等政策持续推进，原铝供给弹性将逐渐减弱。传统需求有望在稳增长扩内需的政策推动下出现边际改善，新能源领域新能源汽车以及光伏用铝量或将贡献新的增量。在全球绿色低碳发展的大背景下，电解铝需求仍有韧性，我们预计2023-2025年全球原铝需求年均增速约为1.7%。供需缺口或将继续扩大，铝价中长期或将继续维持上行趋势。公司为国内优质电解铝企业，在新疆、云南分别建有电解铝产能。其中，新疆地区受益丰富的煤炭资源，电解铝火电成本低于行业水平，公司新疆区域电解铝盈利优势显著。云南电解铝伴随“双碳”政策的继续推进，水电溢价优势将逐渐显露。

◆**煤炭：煤矿扩建完成，有望增厚利润。**公司主要煤炭产品为无烟煤（345万吨/年）以及贫瘦煤（510万吨/年），分河南永城、许昌以及郑州矿区生产，是国内冶金企业高炉喷吹用精煤的主要供应商之一。公司控制的煤炭保有储量13.29亿吨，可采储量6.12亿吨。公司煤矿位于华东，区位优势突出，且公司成本管控能力较强，吨毛利偏高，我们预计铁水需求量或较长期维持较高水平，进而拉动喷吹煤、炼焦煤的需求，支撑煤价中枢抬升，公司煤炭板块盈利有望增厚。煤炭增量来看，梁北煤矿240万吨/年产能已建成爬坡，我们预计2024年达产。子公司新疆煤电参与准东五彩湾5号露天矿开发，我们预计伴随项目后续推进，公司煤炭资源自给率有望提高。

◆**铝箔：新项目逐步投产，盈利有望增厚。**公司目前拥有铝箔加工产能8万吨/年，主要铝箔产品为食品铝箔、医药铝箔和高精度电子电极铝箔。公司神隆宝鼎二期6万吨新能源电池铝箔项目正在积极推进，目前已开始安装轧机，我们预计2024年下半年达产。云南新材料11万吨/年具有绿电优势的水电铝箔正在进行项目前期推进，待全部项目建成投产，我们预计未来2-3年内公司铝加工板块将形成25万吨/年的铝箔生产能力。伴随新项目的持续投产落地，电池铝箔或将成为公司未来新的业务增长点。

◆**盈利预测与投资评级。**我们预计2023-2025年公司EPS分别为2.3、2.8、3.21元/股，对应当前股价的PE分别为7.25x、5.95x、5.19x。考虑滇新电解铝双基地成本优势显著，水电铝享低碳溢价，煤炭业务有望伴随梁北煤矿改扩建项目投产带来利润增长，铝箔业务市场空间广阔，公司盈利仍有上升动力，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

◆**风险因素：**新增产能投产不及预期，新能源及地产需求增长不及预期，电解铝产能遇限电减产。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	34,493	42,704	34,199	36,744	39,529
增长率 YoY%	83.4%	23.8%	-19.9%	7.4%	7.6%
归属母公司净利润 (百万元)	3,237	7,571	5,171	6,299	7,220
增长率 YoY%	803.3%	133.9%	-31.7%	21.8%	14.6%
毛利率%	35.7%	31.3%	28.7%	30.5%	31.8%
净资产收益率 ROE%	34.6%	47.2%	23.7%	21.9%	19.8%
EPS(摊薄)(元)	1.45	3.39	2.30	2.80	3.21
市盈率 P/E(倍)	6.27	4.41	7.25	5.95	5.19
市净率 P/B(倍)	2.18	2.10	1.72	1.30	1.03

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 12 月 28 日收盘价

目录

投资聚焦	6
耕耘行业二十余载，煤铝双核共助企业成长	7
供给弹性减弱，天花板效应发力	15
传统需求改善，新能源需求可期	16
铝：滇新双基地占优，水电享低碳溢价	12
煤炭：盈利能力持续向好，内生成长稳步推进	25
铝箔：新项目逐步投产，盈利有望增厚	31
盈利预测及投资评级	33
风险因素	34

表目录

表 1：2023 年 Q3 国内主要房地产政策汇总	14
表 2：2018-2025 铝供给情况（万吨）	15
表 3：铝需求测算（万吨）	18
表 4：铝供需平衡（万吨）	18
表 5：云南神火股权变动情况表	24
表 6：神火股份煤炭资源情况	25
表 7：典型矿区稀缺高炉喷吹用煤主要煤质指标	27
表 8：神火股份主要预测假设	33
表 9：神火股份可比公司估值表（2023 年 12 月 28 日）	34

图目录

图 1: 公司主要产品产能产量分布情况 (截止 2023 年 H1)	7
图 2: 神火股份发展历程	8
图 3: 神火股份股权结构图 (2023-9-30)	8
图 4: 2015-2022 公司营业收入及增速	9
图 5: 2015-2022 公司归母净利润及增速	9
图 6: 2018-2022 年公司分产品营业收入 (亿元)	9
图 7: 2018-2022 年公司分产品毛利 (亿元)	9
图 8: 2018-2022 年公司主要产品产量变动情况 (万吨)	10
图 9: 2018-2022 年公司分产品毛利 (元/吨)	10
图 10: 2018-2022 年公司三费费用	10
图 11: 2018-2022 年公司资产负债情况	10
图 12: 2018-2022 年公司毛利率和净利率	11
图 13: 2018-2022 年公司 ROE 变动情况	11
图 14: 电解铝铝价复盘 (元/吨)	12
图 15: 电解铝产量变动情况	13
图 16: 电解铝产能变动情况	13
图 17: 铝锭库存变动情况 (万吨)	13
图 18: 铝棒库存变动情况 (万吨)	13
图 19: 铝棒开工率 (%)	14
图 20: 铝板带箔开工率 (%)	14
图 21: 全球及中国电解铝产量变动情况	15
图 22: 电解铝需求结构	16
图 23: 2017-2025 乘用车单车用铝量测算 (kg)	17
图 24: 2017-2025 汽车用铝量变动情况 (万吨)	17
图 25: 全球光伏新增装机及用铝量预测	17
图 26: 电解铝供给弹性将逐渐减弱	19
图 27: 神火股份电解铝产业布局	20
图 28: 动力煤价格变动情况 (元/吨)	21
图 29: 主流电解铝生产地电价水平 (元/kwh) (不含税)	21
图 30: 电解铝生产成本变动情况 (不含税)	21
图 31: 云南神火毗邻广西	22
图 32: 国内氧化铝产能分布情况 (吨)	22
图 33: 云南水电价格变动情况	22
图 34: 电力环节电解铝碳排放量占比	23
图 35: 碳排放配额售价	24
图 36: 公司与可比公司吨煤售价对比 (元/吨)	25
图 37: 公司与可比公司吨煤毛利对比 (元/吨)	25
图 38: 公司吨煤成本 (元/吨)	26
图 39: 高炉喷吹无烟煤、贫煤、贫瘦煤分布	26
图 40: 高炉炼铁生产工艺流程	27
图 41: 煤比与焦比关系	28
图 42: 煤比与实际置换比之间关系	28
图 43: 2021-2023 年 10 月全国高炉开工率 (247 家)	28
图 44: 中国 247 家钢企日均铁水产量 (万吨)	28
图 45: 2011-2023 河南喷吹煤、瘦精煤价格走势 (元/吨)	29
图 46: 新疆准东煤田五彩湾矿区煤炭矿业权整合方案示意图	30
图 47: 神火集团部分铝箔产品	31
图 48: 2018-2022 年中国铝箔产量变动情况 (万吨)	32
图 49: 2022 年铝箔产品占比	32
图 50: 神火股份 PE-Band	34
图 51: 神火股份 PB-Band	34

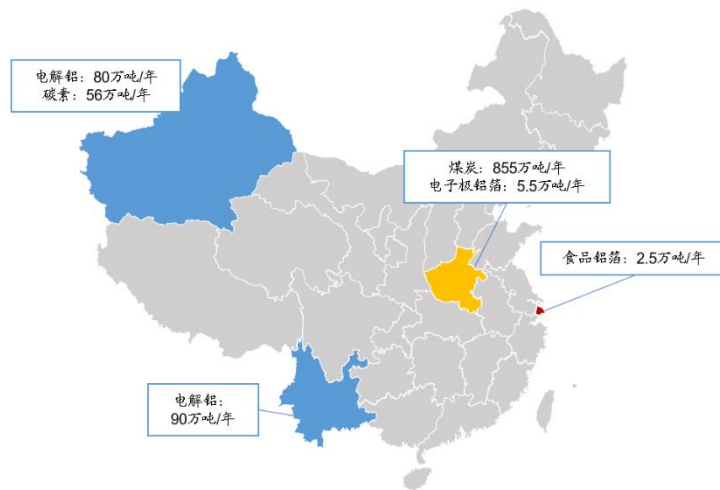
投资聚焦

- 1) 耕耘行业二十余载，煤铝双核共助企业成长。公司为国内优质电解铝及煤炭生产企业，现拥有电解铝产能 170 万吨/年，新疆阳极炭块产能 56 万吨/年，铝箔 8 万吨/年产能，产业链一体化优势显著。我们预计伴随电解铝及煤炭价格中枢持续抬升，叠加子公司云南神火电解铝产能投产，梁北煤矿扩建项目逐步完成，公司盈利能力有望继续增长。
- 2) 我们预计电解铝在产能天花板以及新能源需求持续增长的前提下，基本面有望持续改善。铝供需缺口或将继续扩大，铝价中长期或将继续维持上行趋势。公司电解铝产能分布在新疆及云南地区，新疆地区受益丰富的煤炭资源，电解铝火电成本低于行业水平；云南电解铝伴随“双碳”政策的继续推进，水电溢价优势将逐渐显露。
- 3) 公司控制的煤炭保有储量 13.29 亿吨，可采储量 6.12 亿吨。公司煤炭成本管控能力较强，吨毛利偏高，我们预计铁水需求量或较长期维持较高水平，进而拉动喷吹煤、炼焦煤的需求，支撑煤价中枢抬升，公司煤炭板块盈利有望增厚。公司目前拥有铝箔加工产能 8 万吨/年。神隆宝鼎二期 6 万吨新能源电池铝箔项目正在积极推进，我们预计 2024 年下半年达产。云南新材料 11 万吨/年具有绿电优势的水电铝箔正在进行项目前期推进，待全部项目建成投产，我们预计未来 2-3 年内公司铝加工板块将形成 25 万吨/年的铝箔生产能力。伴随新项目的持续投产落地，电池铝箔或将成为公司未来新的业务增长点。

耕耘行业二十余载，煤铝双核共助企业成长

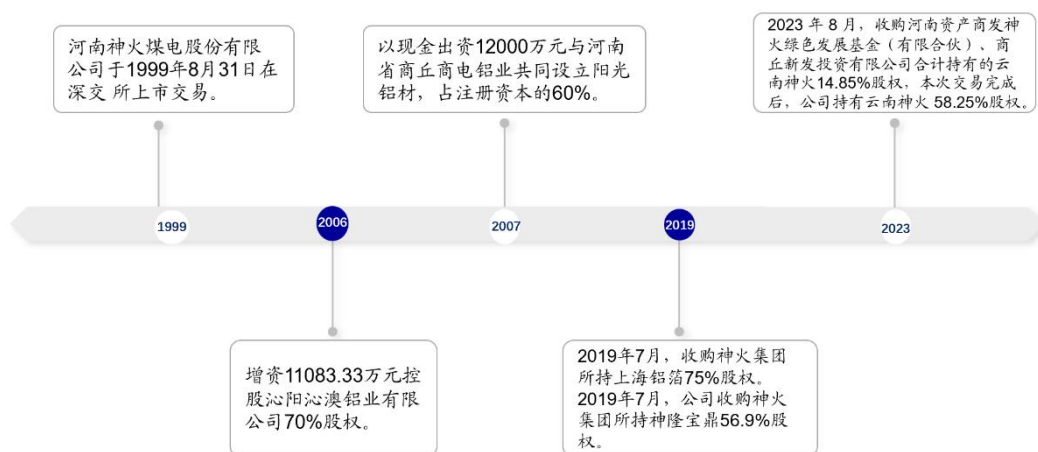
河南神火煤电股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 1998 年，控股股东为河南神火集团（以下简称“神火集团”），主营业务为铝产品、煤炭的生产、加工和销售及发供电。公司铝业务主要产品为电解铝（铝锭为主）及电解铝深加工产品（主要为食品、医药以及高精度电子电极铝箔）。公司现拥有电解铝产能 170 万吨/年（新疆煤电 80 万吨/年，云南神火水电 90 万吨/年），新疆阳极炭块产能 56 万吨/年，铝箔 8 万吨/年产能。公司煤炭业务主要产品为煤炭和型焦，产品种类分为精煤、块煤、洗混煤及型焦等。截至 2023 年上半年公司煤炭产量位列河南省第四位，是国内无烟煤主要生产企业之一。公司现控制的煤炭保有储量 13.12 亿吨，可采储量 6.08 亿吨。公司铝产业链上下游配套完善，产业链一体化优势显著。

图 1：公司主要产品产能产量分布情况（截止 2023 年 H1）



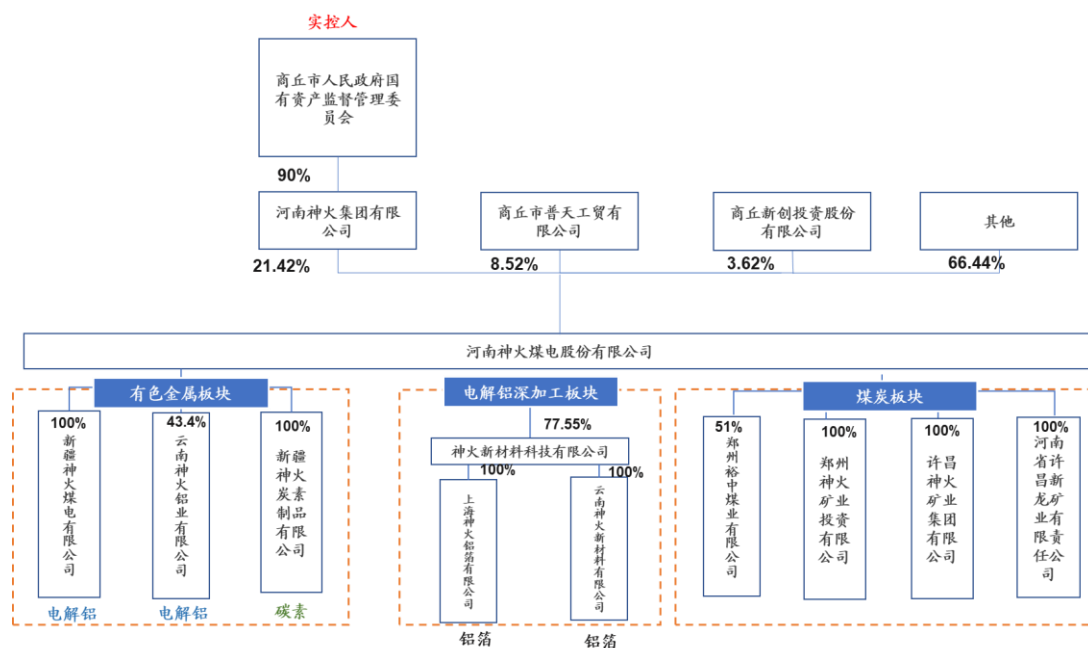
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司成立于 1998 年，并于 1999 年 8 月在深交所上市交易。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，提升公司业务的多元化，公司于 2006 年增资控股沁阳沁澳铝业有限公司，2012 年收购河南神火铝业有限公司全部资产及负债，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。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:公司公告, 信达证券研发中心

公司控股股东为神火集团，持有公司股份 21.42%，实际控制人为商丘市人民政府国有资产监督管理委员会，公司是河南省重点支持发展的煤炭和铝加工企业集团。公司电解铝板块主要子公司有新疆神火（公司持股 100%）、云南神火（公司持股 43.4%）、以及全资子公司新疆炭素主要生产阳极炭块，铝箔板块主要子公司为上海铝箔（公司持股 77.5%）、神隆宝鼎（公司持股 77.5%），煤炭板块主要子公司为裕中煤业（公司持股 51%）、许昌神火（公司持股 100%）。

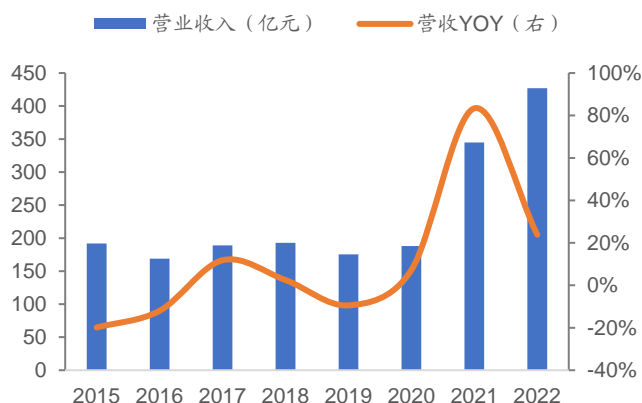
图 3：神火股份股权结构图（2023-9-30）


资料来源:Wind, 信达证券研发中心

产品结构稳定，铝煤利润稳定增长

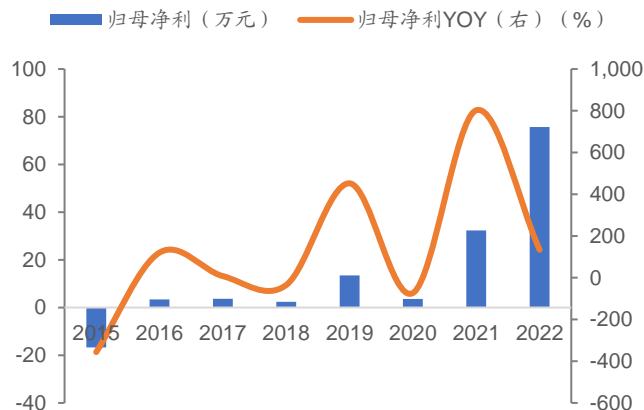
2015-2020 年公司营业收入保持相对稳定，2019 年因确认山西省左权县高家庄煤矿探矿权转让收益，导致归母净利润大幅提升。2021 年公司业绩明显好转，一方面是因为公司煤炭、电解铝的持续放量，另一方面铝价中枢上移、煤炭价格大幅上涨，业务盈利能力大幅增强，归母净利润达到 32.34 亿元，实现同比超过 8 倍增长。2022 年两大电解铝及煤炭价格继续攀升，最终实现归母净利润 75.71 亿元，同比增长 133.90%。

图 4：2015-2022 公司营业收入及增速



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

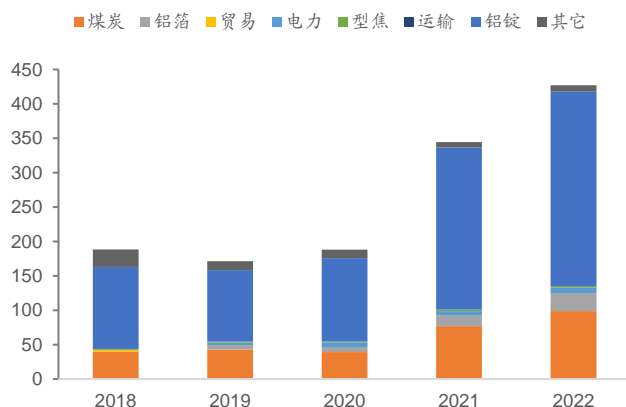
图 5：2015-2022 公司归母净利润及增速



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

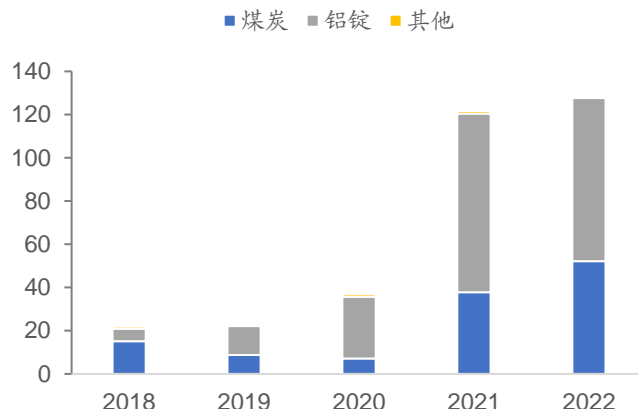
产品结构稳定，公司盈利主要来源于铝锭和煤炭。近 5 年来，除 2018 年受氧化铝等原物料价格上涨影响导致铝锭业务毛利有所下降以外，其他年份铝锭毛利贡献均超过 50%，是公司最大的盈利板块。煤炭业务，是公司第二大盈利板块，其收入占比约为 20%，较为稳定，并且在 2021 年其毛利出现大幅增长，带动公司业绩提升。伴随煤炭及电解铝价格持续上涨，2021-2022 年煤炭及铝锭收入合计贡献率约 90%，双板块业务盈利贡献显著增长。

图 6：2018-2022 年公司分产品营业收入（亿元）



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

图 7：2018-2022 年公司分产品毛利（亿元）

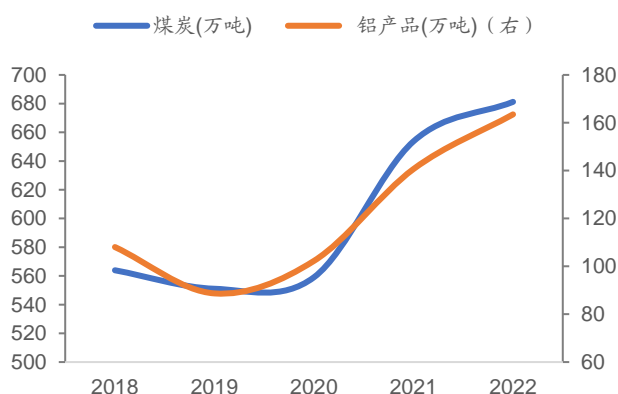


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

产量逐年上涨，主要产品盈利能力加速改善。伴随子公司云南神火电解铝产能逐步投产，公司铝产品产量自 2019 年逐年增长，由 89 万吨增长至 2022 年的 164 万吨，年均增长可达 23%。同时，梁北煤矿改扩建项目逐步达产，也使公司煤炭产量从 2019 年稳步增长，煤炭产量由 551.06 万吨增长至 2022 年的 681.22 万吨，年均增长率为 7.3%。

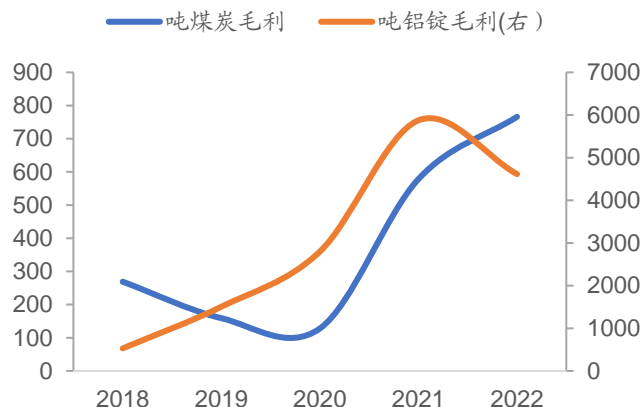
盈利方面，伴随供给侧结构性改革逐步发力，叠加“双碳”政策有序推进，铝价及煤炭价格中枢持续上移，带动公司盈利能力大幅提升。铝锭吨毛利从 2018 年 528.95 元/吨上升至 2022 年 4614.47 元/吨；煤炭吨毛利迅速上升至 2022 年 766.12 元/吨。

图 8：2018-2022 年公司主要产品产量变动情况（万吨）



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

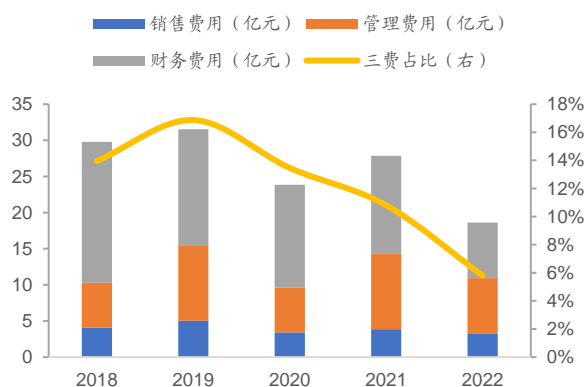
图 9：2018-2022 年公司分产品毛利（元/吨）



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

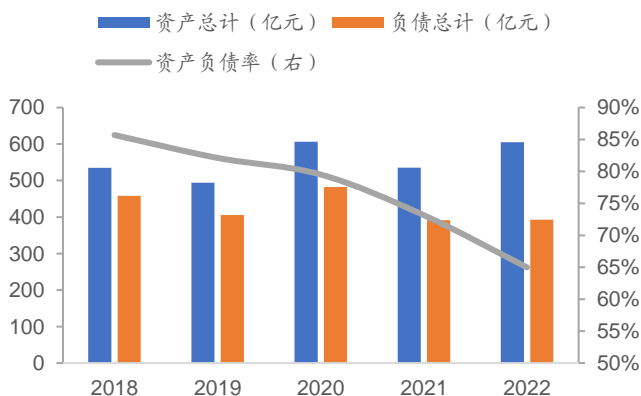
资产负债率逐步下降，费用持续下滑。随着盈利明显改善，公司开始偿还大量债务，公司资产负债表明显优化，特别是 2019 年以来改善明显，资产负债率从 2018 年底 85.69% 降至 2022 年的 64.98%。销售、管理以及财务费用都有不同程度下滑，三费费率从 2018 年 16.87% 下降至 2022 年的 5.80%，创历史新低，其中财务费用下降幅度最大，近年来为改善融资结构，公司通过增加银行授信、发行股票融资、推进市场化债转股等方式筹措资金，借款有所收缩，财务费用也因此从 2017 年 11.05% 下降到 2022 年 2.40%。

图 10：2018-2022 年公司三费费用



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

图 11：2018-2022 年公司资产负债情况

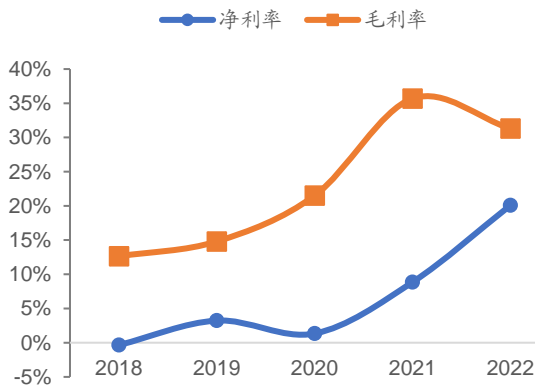


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心



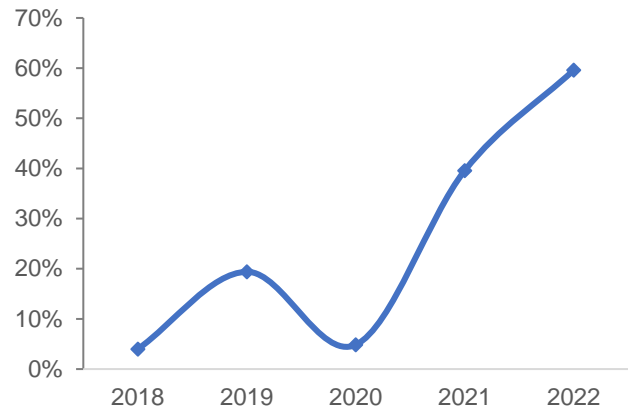
毛利率保持高位，净利率、ROE 加速上涨。随着铝价上涨，公司盈利能力增强，叠加债务下行带动财务费用下降，公司毛利率、净利率和 ROE 自 2018 年波动上升，2021 年三项指标均加速上升，其中 ROE 由 2018 年的 3.98% 上升至 2021 年的 39.57%，并在 2022 年继续大幅上升至 59.59%。

图 12: 2018-2022 年公司毛利率和净利率



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

图 13: 2018-2022 年公司 ROE 变动情况



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

铝：滇新双基地占优，水电享低碳溢价

复盘 2000 年以来铝价波动情况，我们发现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，产能增长趋缓与消费较疲弱共同弱势抬升电解铝价格中枢；2020-2021 年全球突发公共卫生事件带来铝价大幅波动后供给弹性减弱，叠加 2021 年下半年国内“双碳”政策的持续推进，产能持续收缩下带动铝价大幅上行。2022 年以来海外能源危机的持续演化导致供给端加速收缩，国内电解铝产能即将触碰供给侧天花板，地产政策持续释放，需求回暖下铝价有望继续上行。

图 14：电解铝铝价复盘（元/吨）

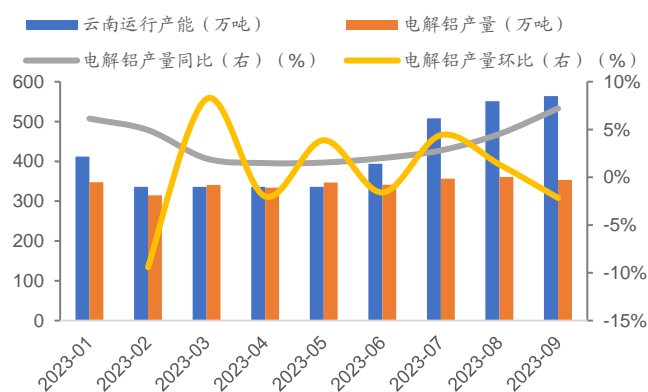


资料来源:Ifind、信达证券研发中心

短期供给增量有限，静待需求企稳

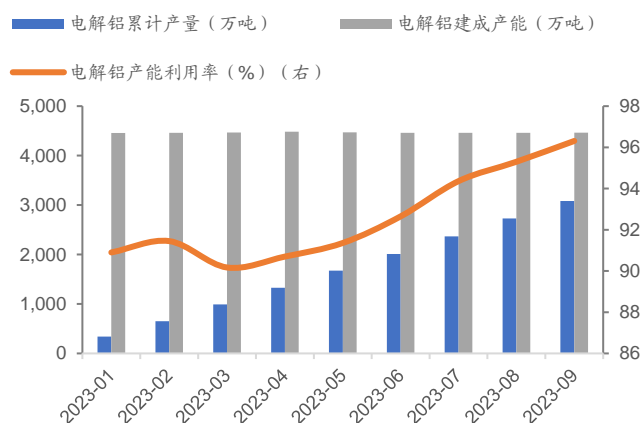
云南限电影响，短期供给增量有限。2023 年年初以来，受西南地区水电枯水期来水偏少影响，云南再次减产电解铝产能 67.2 万吨/年，叠加 2022 年年底限电减产产能，西南枯水期合计影响云南电解铝产能 191.2 万吨/年，占云南电解铝总产能 32.6%，供给端阶段性收缩，铝价年初中枢抬升。11 月初，受省内用电负荷管理影响，云南省电解铝企业再次接到减产通知，截至 12 月云南受本轮压减负荷影响，已减产产能 112.5 万吨/年。新增产能来看，目前国内总产能 4461 万吨/年，且据百川盈孚，我们预计年内仍有 2 万吨/年电解铝产能投产，电解铝供给弹性继续减弱。

图 15: 电解铝产量变动情况



资料来源: Ifind, 信达证券研发中心

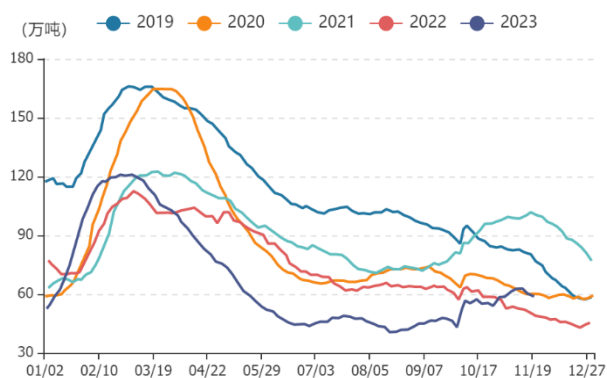
图 16: 电解铝产能变动情况



资料来源: Ifind, 信达证券研发中心

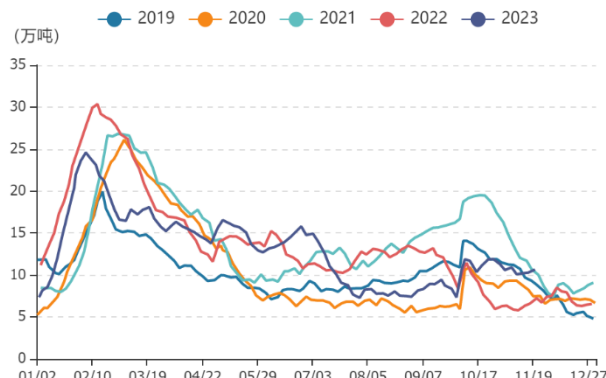
表观需求方面，目前铝锭及铝棒库存仍处于历史低位。铝棒及铝板带箔开工率仍处于历史中高位水平，铝棒开工率在经历三季度需求淡季后，逐步转向上行趋势，叠加四季度电解铝传统旺季来临，我们预计铝加工品开工率仍有进一步上升空间，铝制品或仍有去库空间。

图 17: 铝锭库存变动情况（万吨）

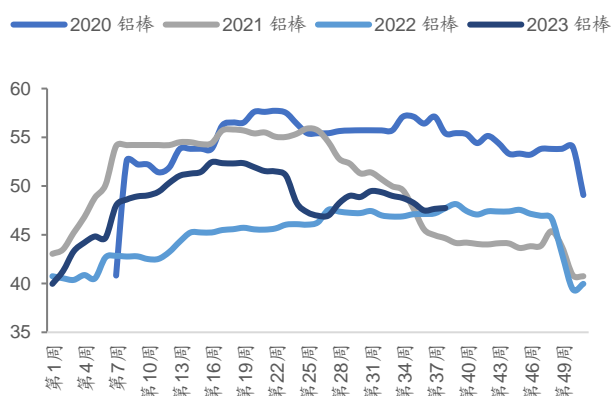


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

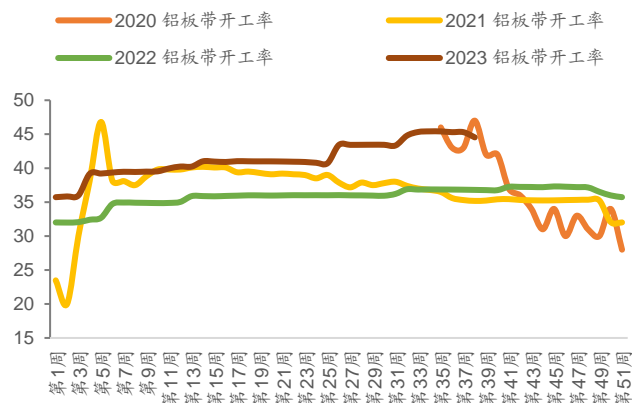
图 18: 铝棒库存变动情况（万吨）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19: 铝棒开工率 (%)


资料来源:百川盈孚, 信达证券研发中心

图 20: 铝板带箔开工率 (%)


资料来源:百川盈孚, 信达证券研发中心

传统需求方面, 2023 年三季度以来, 政治局会议定调地产行业供需关系发生重大转变, 中央政策力度由“托而不举”逐渐转向“托举并用”。金融支持持续加码, 落地“认房不认贷”、调降限购城市首付比例下限、调降二套房贷利率加点下限, 此外落实存量房贷降息减轻居民负担, 降准降息稳经济。我们预计, 地产政策的进一步优化, 有望继续提振房地产需求, 电解铝下游需求仍有支撑。

表 1: 2023 年 Q3 国内主要房地产政策汇总

时间	政策内容
7 月 10 日	央行、金监局延长“金融 16 条”适用期限。对存量融资、配套融资两项支持政策的期限, 由截止今年 5 月延长至明年年底, 其余政策长期有效。
7 月 24 日	中央政治局会议定调房地产, 首次提及供需关系转变。适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势, 适时调整优化房地产政策, 因城施策用好政策工具箱, 更好满足居民刚性和改善性住房需求, 促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给, 积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设, 盘活改造各类闲置房产。
8 月 25 日	住建部、央行、金监局推动落实“认房不用认贷”。居民申请贷款购房时, 在当地名下无成套住房的, 不论是否已利用贷款购买过住房, 银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。
8 月 25 日	财政部、税务总局、住建部延期“置换住房退税”政策。到 2025 年 12 月 31 日前, 对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人, 对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。
8 月 31 日	央行、金监局调降首付比例下限和二套房贷利率加点下限, 指导商业银行下调存量房贷利率。将住房商贷的最低首付比例统一调整为 20%, 二套统一为最低 30%, 二套房利率加点下限调整为 LPR 加 20 个基点。

资料来源:政府官网, 澎湃新闻、新华网、住建部官网, 信达证券研发中心

供给弹性减弱，天花板效应发力

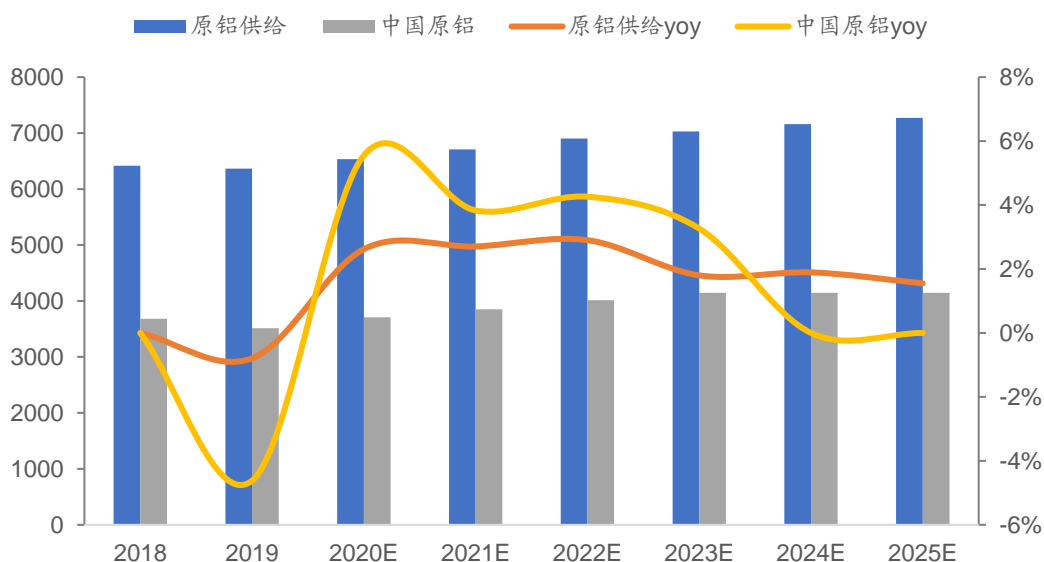
伴随新增电解铝产能逐步投产落地，我们预计国内电解铝产能增长空间较小，后续电解铝产能的新增及投建，需通过减少现有产能来实现产能置换，国内电解铝供应量弹性逐步减弱。在供给侧改革及双碳政策持续推进下，中长期电解铝供给弹性将减弱，2023-2025 年国内供给年均增速约 1.1%，新增产量有赖于国内产能利用率的提高，产量变动逐渐趋缓，供给弹性减弱。

表 2: 2018-2025 铝供给情况（万吨）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
中国原铝	3,683	3,513	3708	3,850	4,014	4,145	4,145	4,145
海外原铝	2,734	2,853	2,825	2,859	2,890	2,883	3,016	3,127
原铝供给	6417	6366	6533	6709	6904	7028	7161	7272

资料来源: Wind, CRU, 信达证券研发中心

图 21: 全球及中国电解铝产量变动情况

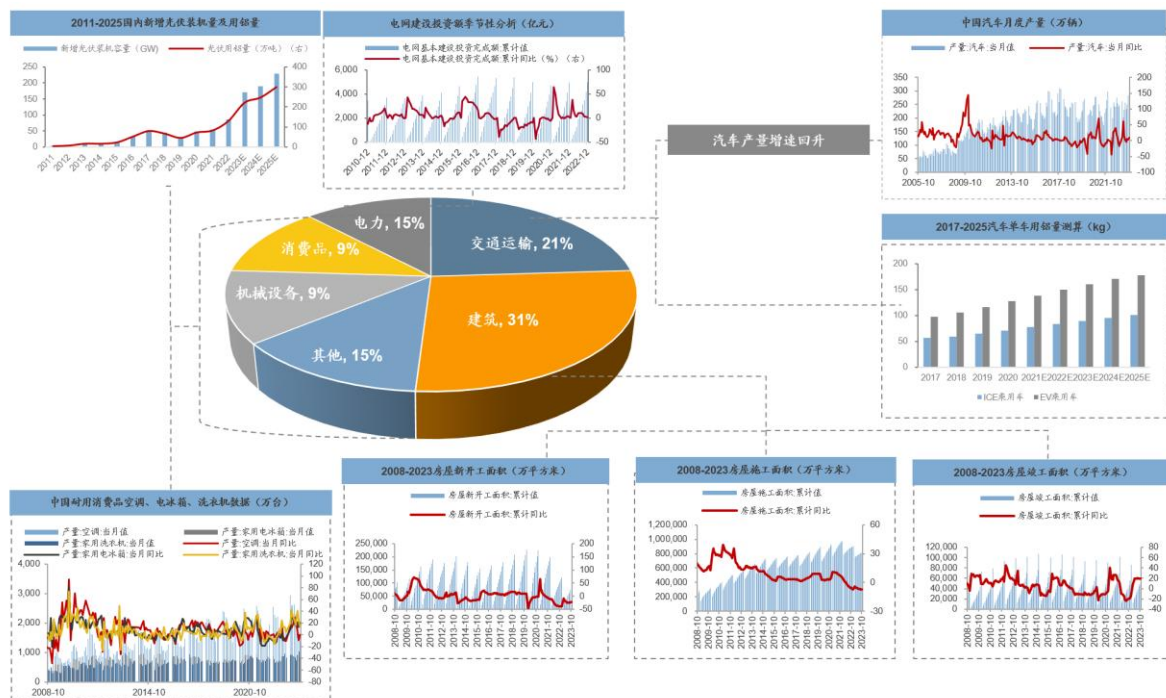


资料来源: Wind, CRU, 信达证券研发中心

传统需求改善，新能源需求可期

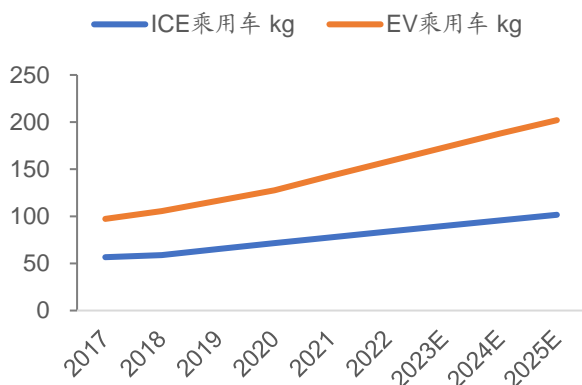
电解铝质轻、耐腐蚀特性使其逐步顺应全球能源转换趋势。我们预计传统领域伴随地产需求回升、铝制家具以及铝用门窗渗透率的提升，电解铝需求仍有支撑；新能源领域中汽车轻量化以及光伏用铝量的提升将持续驱动电解铝需求的增长。

图 22：电解铝需求结构

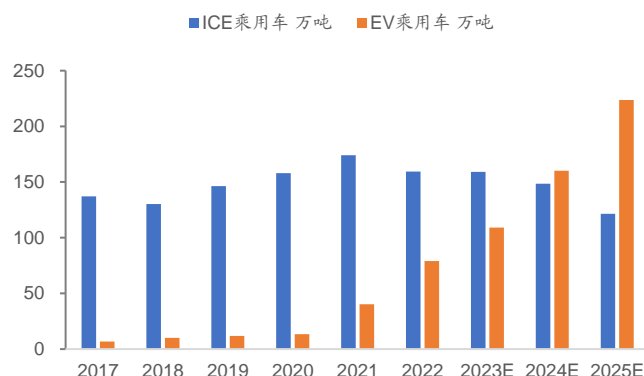


资料来源:Wind, 中国光伏行业协会, IAI, 信达证券研发中心

铝作为低密度轻质材料，提高铝在汽车中的广泛应用可有效减轻车身重量，而新能源对轻量化需求更为迫切。我们预计伴随汽车轻量化的逐步推进以及新能源汽车的市占率不断提高，2025 年燃油车及新能源车单车用铝量将达到 102/202kg/辆，将分别带动汽车用铝量提升至 121/224 万吨，汽车领域纯铝量将达到近 354 万吨，较 2022 年增长近 1 倍。

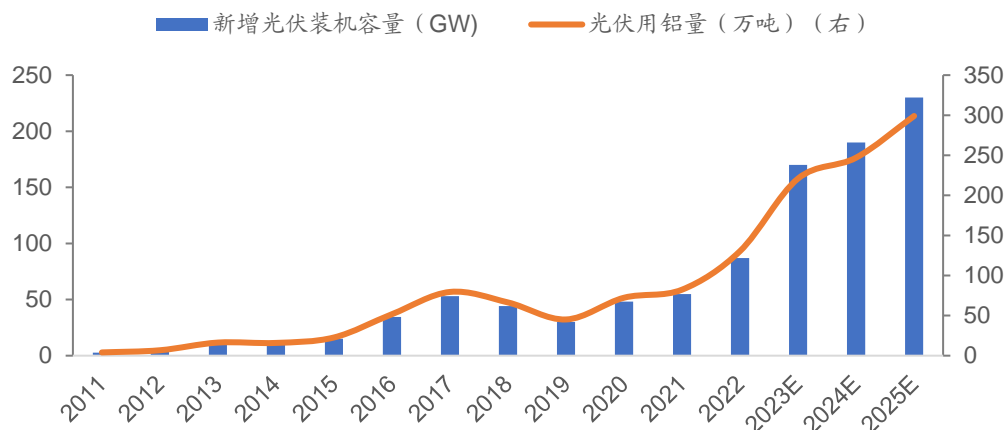
图 23: 2017-2025 乘用车单车用铝量测算 (kg)


资料来源:IAI, 信达证券研发中心

图 24: 2017-2025 汽车用铝量变动情况 (万吨)


资料来源:IAI, 信达证券研发中心

光伏用铝或将显著带动电解铝需求, 据光伏协会预计 2025 年国内新增光伏装机量将达到 230GW, 海外新增光伏装机量将达到 240GW。按照 1GW 装机量需用 1.3 万吨铝测算, 我们预计 2023/2024/2025 年全球光伏用铝量约为 507/546/611 万吨, 对应年均增长率 24.5%。

图 25: 全球光伏新增装机及用铝量预测


资料来源:CPIA, 信达证券研发中心

综合上述分析, 新能源汽车用铝量将伴随新能源汽车渗透率及单车用铝量的提高持续增长, 我们预计 2025 年将达到 354 万吨, 对应年均增速约 44.2%; 光伏用铝量随光伏装机量的提高显著上升, 我们预计 2025 年全球光伏用铝量将达到 611 万吨, 国内光伏用铝量将达到 299 万吨, 对应年均增速约 34%。传统领域受地产需求边际修复, 有望持续改善。我们预计 2023-2025 年中国铝需求年均增速 2%, 全球原铝需求增速在 1.7%。

表 3: 铝需求测算 (万吨)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
中国需求	3835	4042	4210	4358	4415	4504
YOY	4%	5%	4%	4%	1%	2%
建筑地产(31%)	1189	1209	1179	1147	1103	1071
YOY	4%	2%	-2%	-3%	-4%	-3%
交通运输(21%)	805	865	920	920	974	1026
YOY	4%	3%	6%	0%	6%	5%
其中: 传统需求	743	761	754	709	698	671
YOY	3%	3%	-1%	-6%	-1%	-4%
新能源汽车需求	63	103	167	211	276	354
YOY	24%	65%	61%	27%	31%	29%
电力(16%)	614	608	614	620	626	632
YOY	4%	-1%	1%	1%	1%	1%
耐用品 (9%)	345	354	347	340	333	323
YOY	4%	3%	-2%	-2%	-2%	-3%
机械(9%)	345	356	352	355	359	363
YOY	4%	3%	-1%	1%	1%	1%
其他 (14%) (除光伏)	465	479	469	469	474	478
YOY	-1%	3%	-2%	0%	1%	1%
光伏	72	173	329	507	546	611
YOY	60%	139%	90%	54%	8%	12%
海外需求	2500	2800	2744	2703	2757	2812
YOY	-6.99%	8.00%	-2.00%	-1.50%	2.00%	2.00%
总需求	6335	6842	6954	7061	7172	7316

资料来源:CPIA, IAI, Wind, 信达证券研发中心

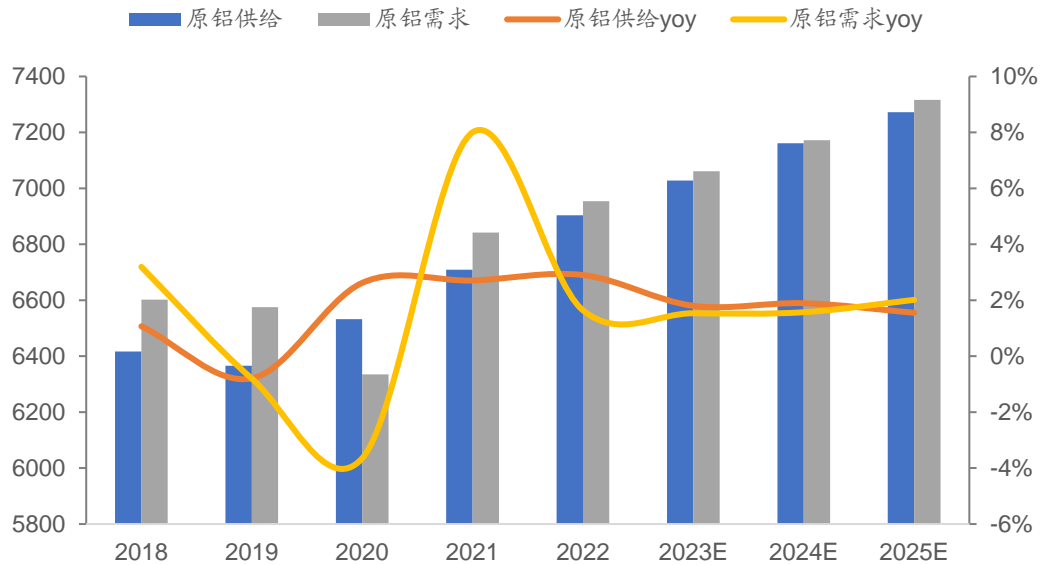
综上所述,供给端受国内产能天花板影响,新增产能有限,海外电解铝新增产能无明显增量,叠加“双碳”及能耗双控等政策持续推进,原铝供给弹性将逐渐减弱。传统需求有望在稳增长扩内需的政策推动下出现边际改善,新能源领域新能源汽车以及光伏用铝量或将贡献新的增量。在全球绿色低碳发展的大背景下,电解铝需求仍有韧性,我们预计 2023-2025 年全球原铝需求年均增速约为 1.7%。供需缺口中长期或将扩大,铝价中长期或将继续维持上行趋势。

表 4: 铝供需平衡 (万吨)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
原铝供给	6366	6533	6709	6904	7028	7161	7272
原铝供给 yoy	-0.8%	2.6%	2.7%	2.9%	1.8%	1.9%	1.6%
原铝需求	6575	6335	6842	6954	7061	7172	7316
原铝需求 yoy	-0.8%	-3.7%	8.0%	1.6%	1.5%	1.6%	2.0%
原铝供需平衡	-209	198	-133	-50	-33	-11	-44

资料来源:IAI, CPIA, Wind, 信达证券研发中心

图 26: 电解铝供给弹性将逐渐减弱



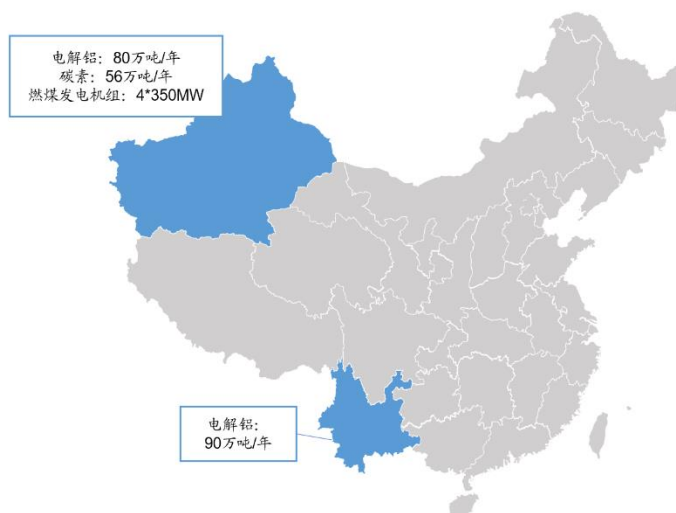
资料来源: IAI, CPIA, Wind, 信达证券研发中心

综上所述，电解铝供给端在国内产能天花板确定的前提下，新增产能有限。需求端方面，当前传统需求受需求结构改善仍有动力，新能源汽车以及光伏用铝量将带来电解铝需求显著增量，在全球节能减排的大背景下，电解铝需求仍有韧性。基本面持续改善，铝价仍有上行动力，电解铝板块盈利也将继续受益产业链盈利结构的改善。

滇新双基地占优，水电享低碳溢价

公司设立初期主营业务为煤炭生产、加工以及销售，后续为进一步巩固、完善煤电铝材产业链，公司于 2006 年开始收购、发展电解铝产业链。公司共有电解铝产能 170 万吨/年，权益产能约 132.43 万吨/年，产能分别分布在新疆及云南两地：①公司全资子公司新疆煤电拥有电解铝产能 80 万吨/年，产能位于新疆昌吉州准东经济技术开发区五彩湾工业园，其中包含 40 万吨/年 400KA 以及 40 万吨/年 500KA 电解槽。② 子公司云南神火拥有电解铝产能 90 万吨/年，通过吸收少数股东股权，公司目前持股云南神火 58.25% 股权，为云南神火第一大股东。云南神火 90 万吨/年产能指标分别来自于：24 万吨/年神火集团 2015 年关停产能，14 万吨/年沁阳沁澳铝业合规产能，52 万吨/年永城铝厂电解铝合规指标，指标均为合规转移。

图 27：神火股份电解铝产业布局

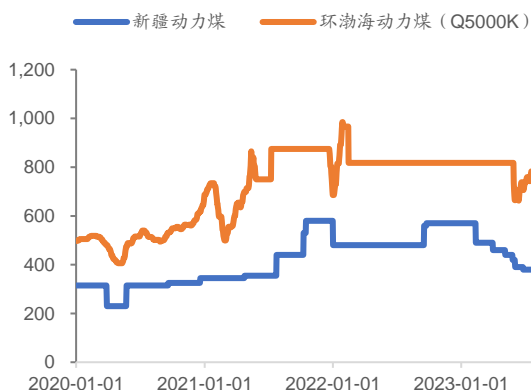


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

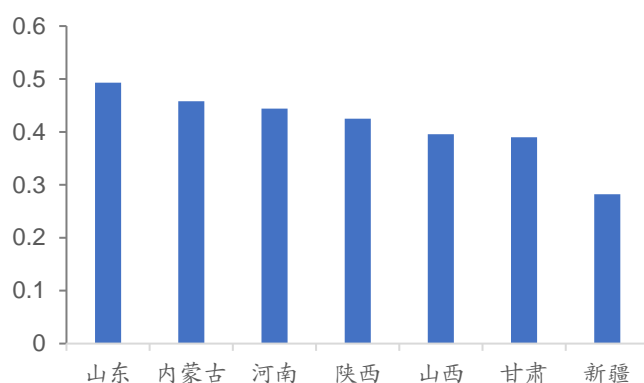
新疆煤电：成本优势显著

子公司新疆煤电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。新疆煤电 80 万吨/年电解铝产能运行平稳，与之配套的还有 40 万吨/年阳极碳块，4 台 350MW 燃煤发电机组。按照生产 1 吨电解铝需要消耗 0.42 吨预焙阳极，13200-13500 度电，子公司阳极碳素以及煤电自给率均为 100%。按照 2022 年公司新疆厂区发电量 103.28 亿度，生产碳素产品 39.64 万吨，子公司 80 万吨/年电解铝电力及碳素自给率为 95.6%、100%。自供给侧改革天花板确定以及 2015 年几内亚铝土矿进口量陆续增加以来，氧化铝价格支撑逐步减弱，价格整体位置在成本线附近。除此以外，预焙阳极价格主要受成本端石油焦价格影响，2023 年以来石油焦价格震荡向下，目前受港口石油焦库存逐渐去化，石油焦价格趋稳，带动预焙阳极价格趋稳运行。氧化铝以及预焙阳极价格均偏稳运行，我们认为区域性电价或成为影响电解铝成本的主要因素。

新疆煤电地处新疆昌吉州，煤炭资源丰富，新疆煤炭资源储量约占全国 40%。新疆煤炭埋藏较浅，开采成本低，具有天然的能源优势保证，而昌吉在产产能大，核增产能多，煤炭资源优势明显。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差异。截至 2023 年 11 月，环渤海动力煤(Q5000K)均价约为 799.3 元/吨，新疆动力煤均价约为 433.1 元/吨，煤炭价差明显，带来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 0.28 元/kwh，较电解铝行业平均 0.41 元/kwh 电力成本低 0.13 元/kwh。

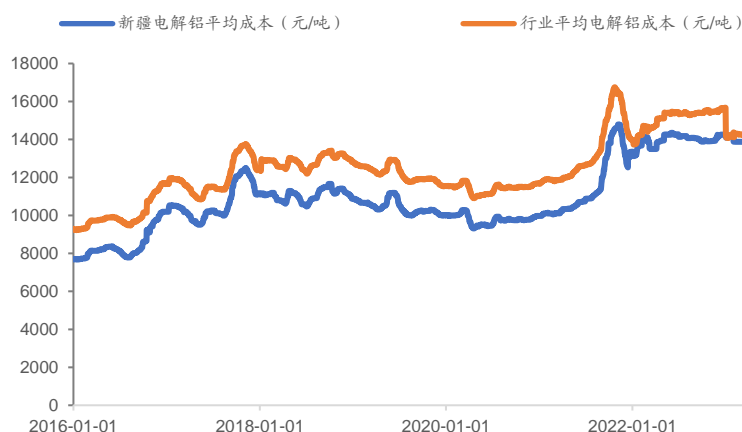
图 28: 动力煤价格变动情况 (元/吨)


资料来源:Wind, 信达证券研发中心

图 29: 主流电解铝生产地电价水平 (元/kwh) (不含税)


资料来源:Wind, 信达证券研发中心

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 1755 元/吨。考虑氧化铝进疆运输成本, 新疆神火电解铝税后总生产成本也较行业平均水平低约 1115 元/吨, 即便考虑电解铝出疆运输成本, 新疆神火电解铝成本也较行业平均水平低 795 元/吨。

图 30: 电解铝生产成本变动情况 (不含税)


资料来源:Wind, 信达证券研发中心

除背靠新疆丰富的煤炭资源, 临近坑口运输成本偏低, 也是新疆煤电成本偏低的重要原因。子公司每年都会与湖北宜化、中国神华所属矿井洽谈煤炭价格, 可保证煤炭供应量的稳定。同时, 公司在距离湖北宜化和中国神华所属两个煤矿建了两条皮带走廊, 运距一条 12km, 一条 26km, 物流成本大概 10 元/吨左右, 可使煤炭采购成本接近坑口价。煤炭采购成本的节约, 使新疆煤电生产成本更具优势。

云南神火: 股权收购带来业绩改善, 低碳铝享溢价

云南神火 90 万吨/年电解铝产能位于文山州富宁县, 地处水电丰富的云南省, 不仅可以利用绿色无污染的水电作为主要能源, 而且距离氧化铝主产地广西百色仅 120 余公里, 又紧邻华

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，区位优势十分明显。

图 31：云南神火毗邻广西



资料来源:信达证券研发中心

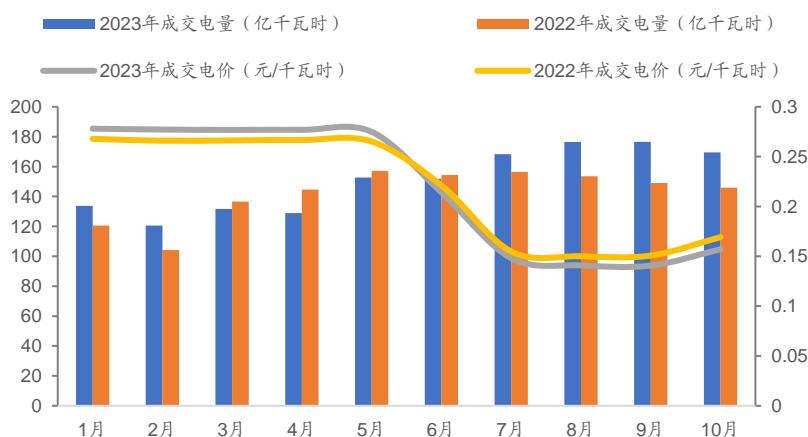
图 32：国内氧化铝产能分布情况（吨）



资料来源:百川盈孚，信达证券研发中心

成本方面，云南省于 2021 年取消优惠电价，企业全部用电价格通过电力市场化交易方式形成，直接与电网企业结算。根据北极星电力网，截至 2023 年 10 月，云南水电均价约 0.393 元/kwh，低于行业平均用电成本。由于水电的发电量与季节相关，分为丰水期、平水期以及枯水期，枯水期为每年的 12 月至次年 4 月份，平水期为每年的 5 月以及 11 月，丰水期为每年的 6-10 月份。根据我们测算，前三季度云南神火完全成本约为 14492 元/吨，丰水期完全成本约为 14006 元/吨。因此若考虑电价季节性波动，云南神火电解铝在丰水期成本优势更为显著。

图 33：云南水电价格变动情况

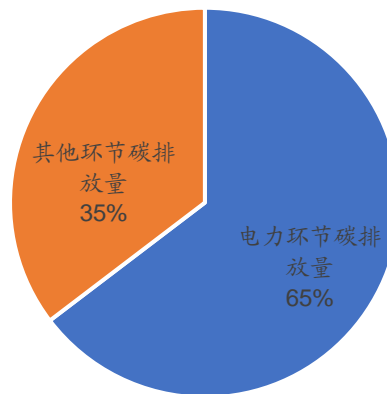


资料来源:北极星售电网，信达证券研发中心

除成本位于行业成本线低位，云南神火更具优势的即为其 90 万吨/年电解铝产能为 100%的水电铝。云南神火目前已取得了绿色用电凭证，其产品具有绿色铝品牌优势。我们认为，在全球“双碳”政策持续推进的大背景下，拥有水电铝的电解铝企业将显著受益。

2021 年两会，碳达峰、碳中和被第一次写入政府工作报告，并再次提出加快建设全国碳排放权交易市场。这意味着到 2030 年前，我国二氧化碳的排放量不再增长，达到峰值后，再慢慢减下去。随着国内“双碳”目标确立，能源强度较高的高耗能行业备受关注，电解铝由于其生产过程中耗电量较大，且火电占比高，而被作为“碳密集型工业部门”关注。按照国际铝业协会 IAI “摇篮到大门”模型测算，电解铝行业从铝土矿采掘开始至制成铝锭制品，全流程下来，火电生产一吨电解铝平均碳排放量约为 16.1 吨；若考虑水电生产，则可节省电力环节火电的直接碳排放量，合计水电生产一吨电解铝平均碳排放量约为 5.7 吨，较火电平均每吨电解铝可节约 10.4 吨碳，节碳效果显著。

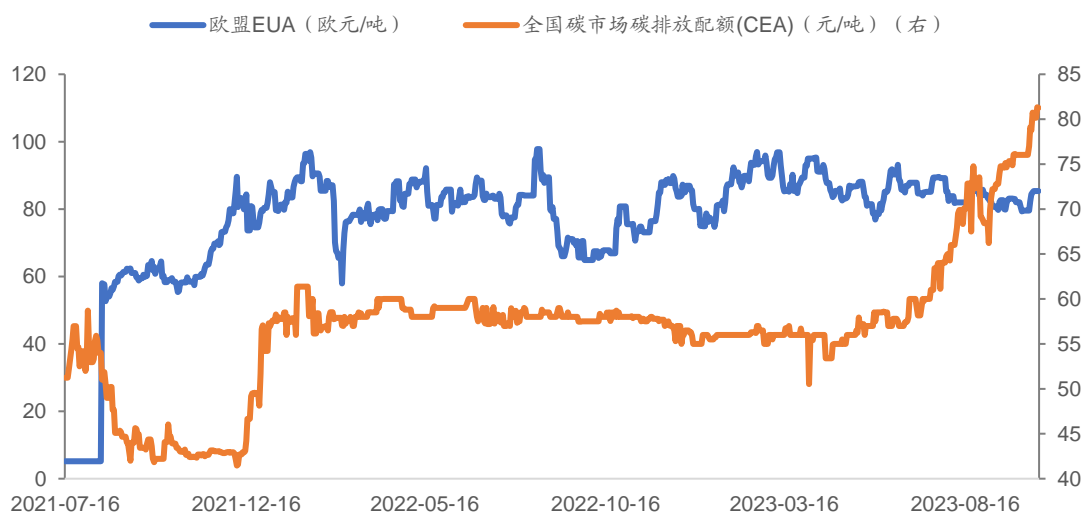
图 34：电力环节电解铝碳排放量占比



资料来源:IAI，信达证券研发中心

目前各国际组织、政府部门均在推进全球碳市场的衔接。欧洲碳边界调整机制(CBAM)的第一阶段已于 2023 年 10 月 1 日启动 (CBAM 是欧盟碳市场的衍生政策，又称“碳关税”)。在第一阶段，欧盟碳关税将瞄准六个碳密集型工业部门的进口——钢铁、水泥、化肥、铝、发电和氢气，要求六个碳密集型工业部门的出口商向欧盟当局报告其碳排放量。最终计划将于 2026 年正式针对钢铁、水泥、铝、化肥、电力和氢六个行业征收碳关税。欧盟碳关税主要目的是支持欧盟碳市场改革，避免高碳排放行业转移到没有建立碳定价或碳价格水平低的国家和地区。欧盟碳关税是全球第一个绿色关税，同时这个措施也或将成为未来的新型贸易壁垒。换言之，CBAM 的推进，将使低碳铝的价值不断凸显。

根据欧盟排放配额 (EUA) 价格走势，自 2021 年以来伴随“双碳”政策的持续推进，碳配额价格呈震荡向上态势，截至 2023 年 10 月碳配额价格达到 85 欧元/吨。国内碳排放额 (CEA) 则在双碳政策公布后推出，单吨价格持续上涨，截至 2023 年 10 月已上涨至 81 元/吨，按照每吨水电铝相较于火电铝可减少碳排放约 10.4 吨来看，水电铝隐含 842.4 元/吨溢价。伴随“双碳”政策的持续推进，我们预计水电铝溢价有望进一步提升。

图 35: 碳排放配额售价


资料来源:Wind, 信达证券研发中心

公司于 2023 年 8 月 18 日召开董事会，通过公司收购河南资产商发神火绿色发展基金（有限合伙）、商丘新发投资有限公司合计持有的云南神火 14.85% 股权，本次交易完成后，公司持有云南神火 58.25% 股权。截至 10 月 9 日，云南神火已完成了上述股东工商变更登记手续。公司持有云南神火股权增加，一方面可以增加子公司并表受益，另一方面公司持云南神火股份增加，提高了公司绿电铝占比，更有助于公司产业链的延伸。

表 5: 云南神火股权变动情况表

本次变更前,云南神火股权结构		
股东名称	注册资本(万元)	股权比例(%)
河南神火煤电股份有限公司	263,000.00	43.40
河南神火集团有限公司	183,000.00	30.20
河南资产商发神火绿色发展基金(有限合伙)	60,000.00	9.90
文山州财信实业投资有限公司	50,000.00	8.25
商丘新发投资有限公司	30,000.00	4.95
中央企业贫困地区(云南)产业投资基金合伙企业(有限合伙)	20,000.00	3.30
本次变更后,云南神火股权结构		
股东名称	注册资本(万元)	股权比例(%)
河南神火煤电股份有限公司	353,000.00	58.25
河南神火集团有限公司	183,000.00	30.20
文山州财信实业投资有限公司	50,000.00	8.25
中央企业贫困地区(云南)产业投资基金合伙企业(有限合伙)	20,000.00	3.30
合计	606,000.00	100.00

资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

煤炭：盈利能力持续向好，内生成长稳步推进

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，2022 年煤炭产量位列河南省第四位，是我国无烟煤主要生产企业之一。

公司主要煤炭产品为无烟煤以及贫瘦煤，分河南永城、许昌以及郑州矿区生产，是国内冶金企业高炉喷吹用精煤的主要供应商之一。

- 永城矿区为国内六大无烟煤生产基地之一，拥有无烟煤核定产能 345 万吨/年，下设 3 对在产矿井，分别为公司下属新庄煤矿、薛湖煤矿、刘河煤矿，主要生产低硫、低磷的优质无烟煤，是冶金、电力、化工的首选洁净燃料。
- 许昌及郑州矿区合计核定瘦煤、贫煤产能 510 万吨/年。许昌矿区下设 2 对在产矿井，分别为泉店煤矿、梁北煤矿。煤种均为贫瘦煤，煤种稀缺，系优质的炼焦配煤，经洗选加工后，产品有较强的市场竞争力。郑州区域下设 1 对在产矿井，为大磨岭煤矿，煤种为贫煤，主要产品为动力煤，用于发电。

截至 2022 年，公司控制的煤炭保有储量 13.29 亿吨，可采储量 6.12 亿吨，具体情况如下：

表 6：神火股份煤炭资源情况

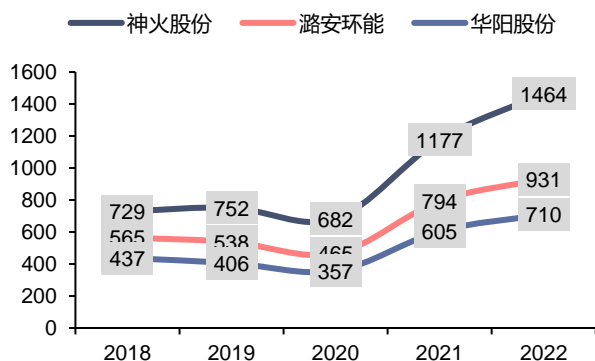
矿区	主要煤种	核定产能(万吨)	保有储量(万吨)	可采储量(万吨)
永城矿区	无烟煤	345	20,420.75	10,036.00
许昌、郑州矿区	瘦煤、贫煤、无烟煤	510	112,483.90	51,175.47
合计		855	132,904.65	61,211.47

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司煤矿位于华东，公司区位优势突出。在产煤矿紧邻工业发达且严重缺煤的华东地区，煤炭市场需求空间广阔，地理位置优越。河南地处中原，交通便利，铁路、公路四通八达。其中，永城市毗邻商丘市，商丘是京九铁路和陇海铁路的交汇处；许昌市紧邻郑州市，郑州是京广铁路和陇海铁路的交汇处；而且，公司有自备的铁路专用线。便利的交通运输条件可以降低公司煤炭产品的总成本，增加公司的经济效益。

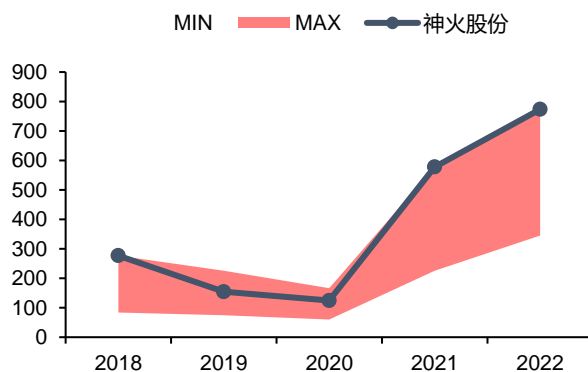
公司煤种集中于无烟煤、炼焦煤，吨煤售价、毛利显著高于可比公司。相较华阳股份、潞安环能有部分动力煤，公司煤种结构则以无烟煤、炼焦煤为主，吨煤售价较高，2022 年，公司吨煤售价达 1464 元/吨，叠加公司较强的成本管控能力，公司吨煤毛利显著高于可比公司。

图 36：公司与可比公司吨煤售价对比（元/吨）



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心。注：可比公司为华阳股份、潞安环能

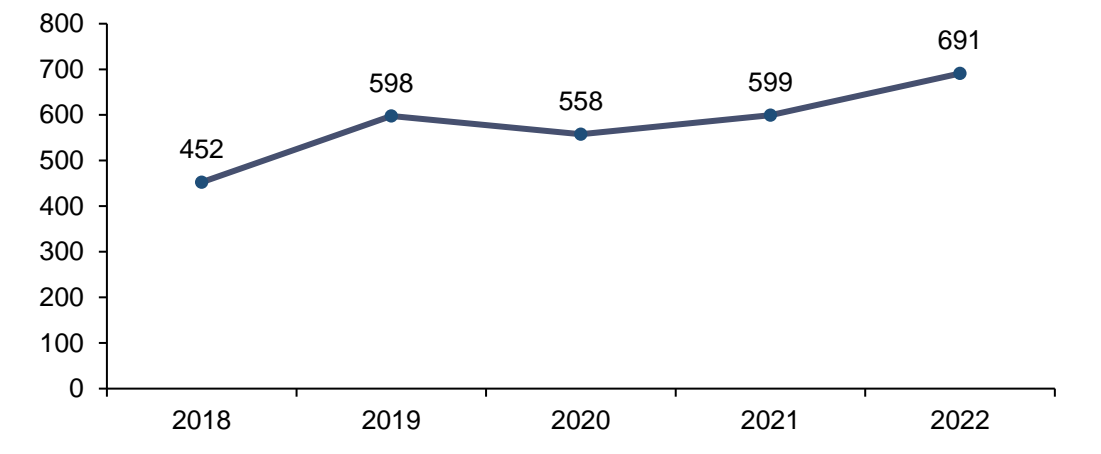
图 37：公司与可比公司吨煤毛利对比（元/吨）



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心。注：可比公司为华阳股份、潞安环能

2020 年以来，公司吨煤成本呈上升态势。2022 年公司煤炭业务营业成本 46.62 亿元，吨煤销售成本为 691 元/吨，同比上升 15.3%。自 2020 年以来，公司吨煤成本抬升 133 元/吨（23.84%）。

图 38：公司吨煤成本（元/吨）

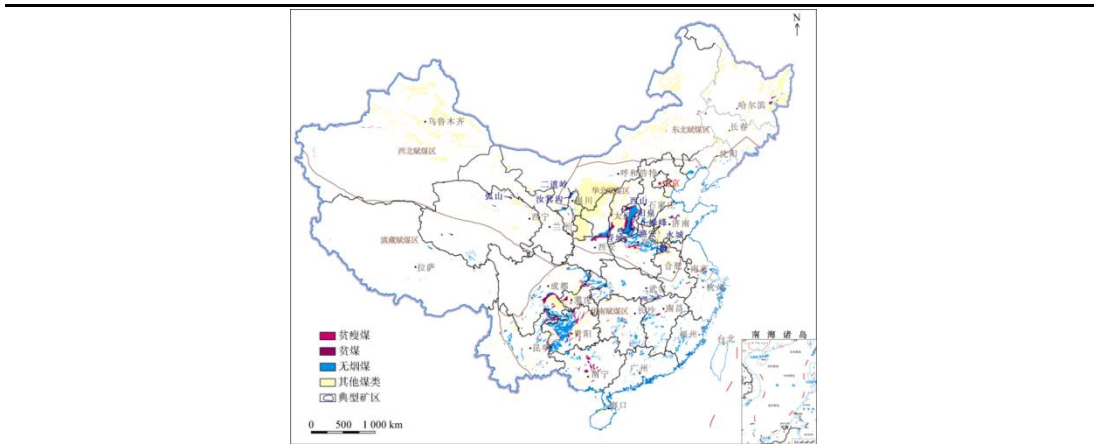


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司永城矿区是稀缺高炉喷吹用煤典型矿区

可用于喷吹煤的无烟煤、贫煤和贫瘦煤在我国分布范围广泛。主要分布在华北赋煤区的山西、河南、陕西、宁夏，华南赋煤区的云南、贵州、四川、湖北、湖南、福建、江西，以及西北赋煤区的甘肃、青海。

图 39：高炉喷吹无烟煤、贫煤、贫瘦煤分布



资料来源：乔军伟,李正越等《稀缺高炉喷吹用煤地质评价指标探讨及应用》，信达证券研发中心

永城矿区是稀缺高炉喷吹用煤典型矿区。根据乔军伟等《稀缺高炉喷吹用煤地质评价指标探讨及应用》，在煤炭地质勘查中将稀缺高炉喷吹用煤定为灰分质量分数不大于 12.00%、全硫质量分数不大于 1.00%、磷分质量分数不大于 0.03%的优质无烟煤、贫煤、贫瘦煤。对于灰分、硫分、磷分含量较低且能够落入稀缺高炉喷吹用煤地质评价范围的典型矿区进行筛选后发现，河北峰峰、河南永城、山西西山、阳泉、潞安、晋城、内蒙古二道岭、宁夏汝箕沟、青海孤山等矿区的部分煤质指标满足稀缺高炉喷吹用煤地质评价要求。

表 7：典型矿区稀缺高炉喷吹用煤主要煤质指标

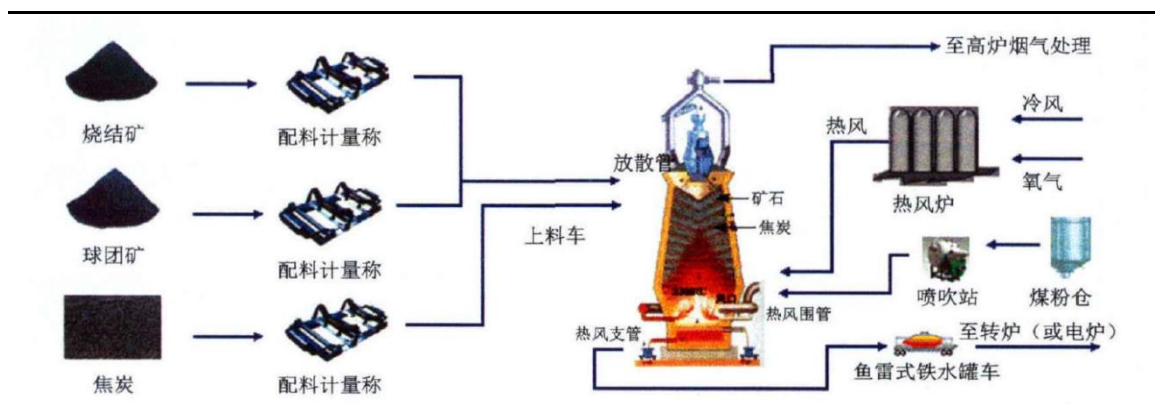
矿区	$\omega(\text{Ad})/\%$	$\omega(\text{St}_1)/\%$	$\omega(\text{P})/\%$	主要煤类
峰峰	11.55~35.45/21.56	0.68-6.03/3.01	0~0.05/0.04	PM、WY
永城	9.28~29.21/15.01	0.24~1.14/0.42	0.01~0.05/0.03	WY、PM
西山	6.87~39.19/21.25	0.20~2.40/0.54	0~0.14/0.01	PS、PM
阳泉	9.21~32.98/19.49	0.36~0.49/0.39	0~0.04/0.02	PM
潞安	8.93~28.21/16.38	0.29~7.71/2.63	0~0.03/0.02	PM
晋城	11.89~15.93/13.97	0.28~0.45/0.36	0~0.04/0.02	WY
二道岭	8.84~10.10/9.59	0.15~0.40/0.25	0~0.02/0.01	WY
汝箕沟	6.86~12.93/10.06	0.18~0.57/0.33	0~0.04/0.01	WY
孤山	12.63~18.92/14.45	0.42~0.93/0.57	0~0.02/0.01	PM

资料来源：乔军伟, 李正越等《稀缺高炉喷吹用煤地质评价指标探讨及应用》，信达证券研发中心

喷吹煤是提升高炉经济性的的重要途径

高炉喷吹用煤是提高高炉经济效益的重要途径。高炉喷吹用煤是指从高炉风口向炉内喷吹磨细的煤粉，以替代焦炭起到提供热量和还原剂的作用，减少焦炭使用量，是现代高炉降低生产成本提高经济效益的重要技术措施。高炉喷吹煤粉不仅可以有效减少钢铁冶炼对炼焦煤的需求，同时还是高炉冶炼过程中调节炉内冶炼条件的有效手段。

图 40：高炉炼铁生产工艺流程

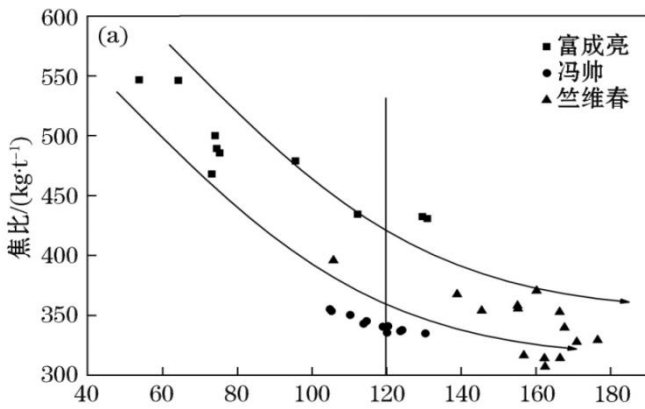


资料来源：王子明《焦炭和铁氧化物在高炉内气固反应机理》，信达证券研发中心。

随着喷煤比的提高煤焦置换比会下降。煤焦置换比是衡量喷煤效果的重要指标，在一定冶炼条件下，置换比与喷煤量的关系是遵循递减规律的，即随着喷煤量的增加，置换比将会降低。置换比的降低有可能导致燃料比过高，造成经济上不合算的情况，这时进一步扩大喷吹量只能造成喷吹燃料的浪费¹。

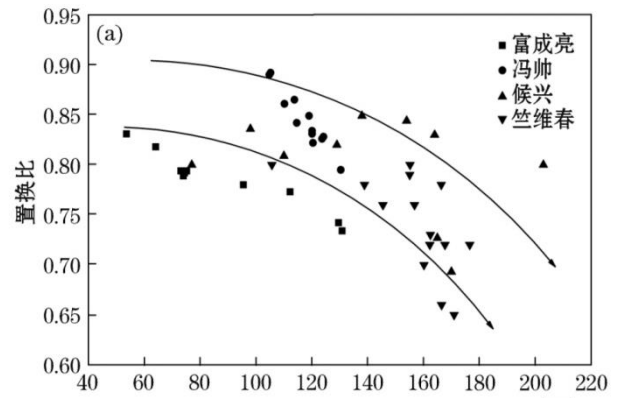
¹ 部分内容引自唐庆利, 张建良等《高炉炼铁煤焦置换新概念》

图 41: 煤比与焦比关系



资料来源: 唐庆利, 张建良等《高炉炼铁煤焦置换新概念》, 信达证券研发中心 注: 横轴为喷煤比

图 42: 煤比与实际置换比之间关系

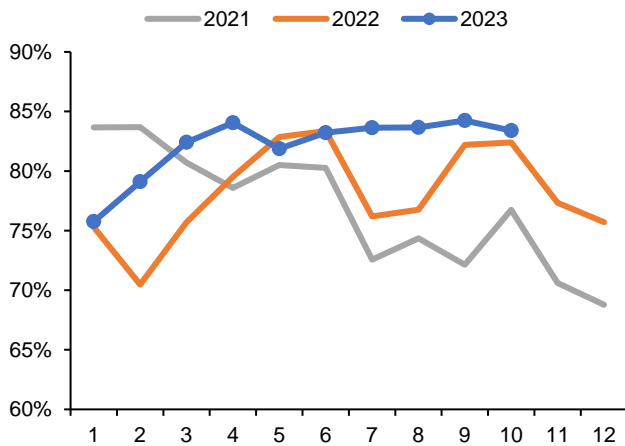


资料来源: 唐庆利, 张建良等《高炉炼铁煤焦置换新概念》, 信达证券研发中心 注: 横轴为喷煤比

下游需求维持高位, 喷吹煤、炼焦煤中枢价格上行仍有支撑

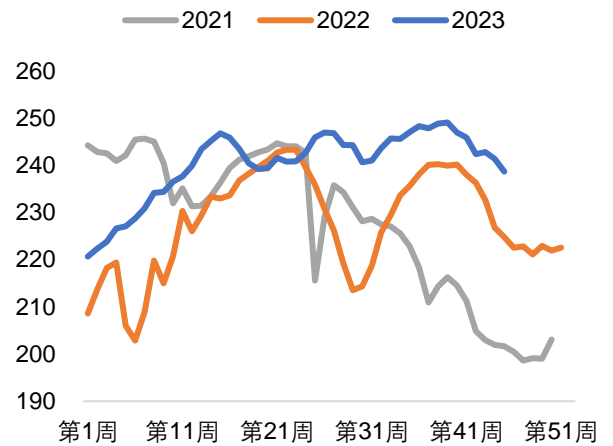
总量上, 当前高炉开工率维持高位, 铁水日产同比高增。2023 年以来, 我国高炉开工率由年初的 76% 上升至 83%, 整体上高炉开工率水平高于往年水平。截止 2023 年 11 月 10 日, 我国样本钢企铁水日产达 238.67 万吨, 高于去年的同期水平。2023 年以来, 我国样本钢企铁水日产均值达 240.35 万吨, 高于过去三年同期水平。

图 43: 2021-2023 年 10 月全国高炉开工率 (247 家)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 44: 中国 247 家钢企日均铁水产量 (万吨)

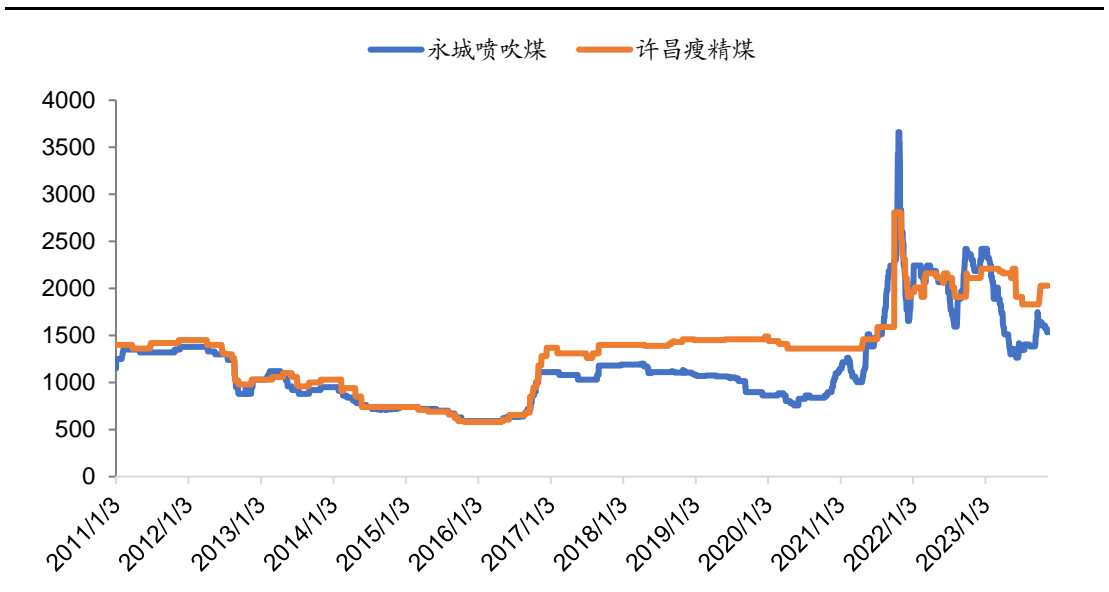


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

结构上, 长流程占比提高&转炉环节废钢比下降, 铁水需求量有望抬升或拉动喷吹煤、炼配焦煤需求水平。短流程受到能耗双控、电价上浮、废钢供应量短缺等多重因素的影响, 与长流程相比无竞争优势, 短流程占粗钢产量的比例持续下降, 我们预计, 短期难以根本性扭转电钢比下降趋势, 甚至, 在电价上涨的趋势下其劣势地位或将更加凸显。此外, 受废钢供给有限的影响, 废钢价格长期维持高位, 长流程转炉环节添加废钢经济性较差, 年内长流程废钢比 (转炉添加废钢比例) 也呈下降态势。综合来看, 我们预计随着长流程占比的上升及转炉废钢比的下降, 铁水需求量有望抬升, 或进一步拉动炼焦煤、喷吹煤的需求量。

喷吹煤、炼焦煤中枢价格上行仍有支撑。2011 年以来，受煤炭产能过剩及需求不及预期等因素影响，喷吹煤、炼配焦煤价格呈震荡下跌态势。2016 年，随着我国煤炭行业供给侧改革的逐步推进，煤炭供给有效收缩，喷吹煤、炼配焦煤价格相应抬升。2017-2021 年，喷吹煤、炼配焦煤价格整体呈震荡态势。2021-2022 年，受供给低弹性需求高弹性的影响，叠加俄乌冲突等催化因素，喷吹煤、炼配焦煤价格快速走高。2023 年以来，受下游需求不及预期及进口煤冲击的影响，喷吹煤、炼配焦煤价格有所回落，9 月以来，由于产地供给收缩及下游需求高位，煤价再次回升，截至 2023 年 11 月 13 日，永城喷吹煤价格为 1535 元/吨，许昌瘦精煤为 2030 元/吨，瘦精煤价格基本与 2022 年初水平相近。展望未来，供给端，喷吹煤、炼焦煤供给弹性有限，在产地高强度的安监检查下甚至面临进一步收缩。需求端，受粗钢产量有望维持高位及粗钢生产工艺流程结构的影响，铁水需求量或较长期维持较高水平，进而拉动喷吹煤、炼焦煤的需求，支撑喷吹煤、炼焦煤价格中枢的抬升。

图 45：2011-2023 河南喷吹煤、瘦精煤价格走势（元/吨）



资料来源：煤炭资源网，信达证券研发中心

改扩建+准东煤矿可期，煤炭自给率有望提高

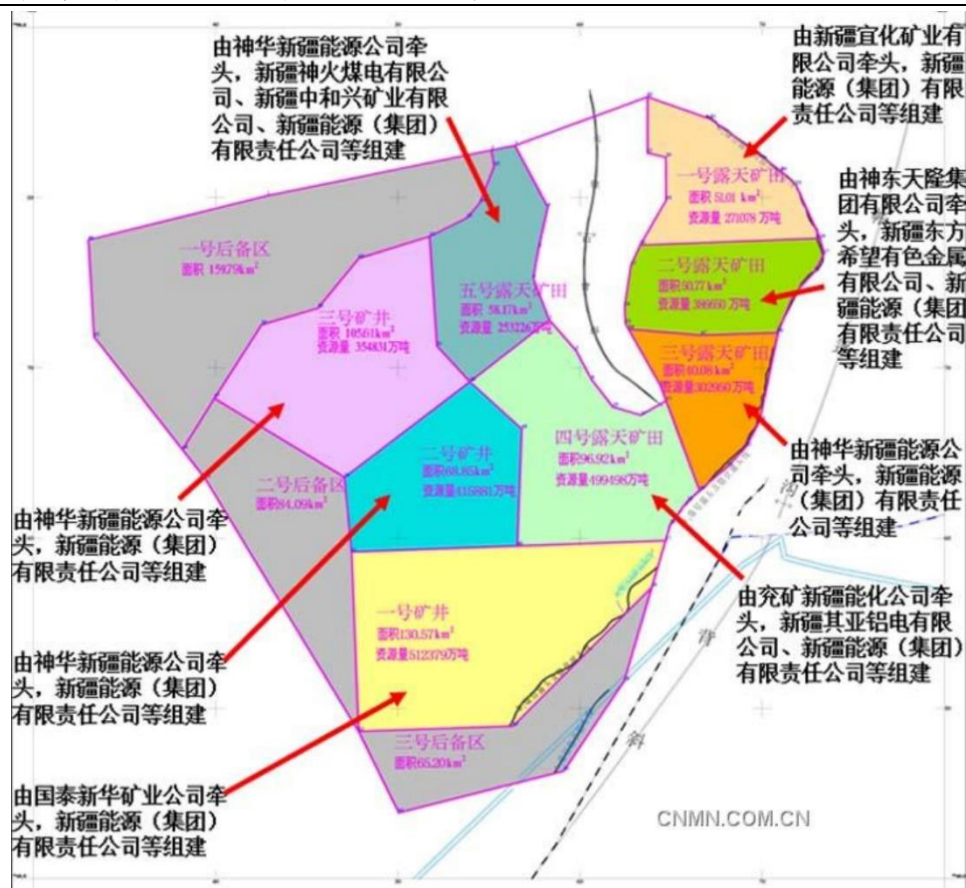
梁北煤矿（240 万吨/年）预计 2024 年达产。公司于 2020 年通过非公开发行股票募集资金，用于河南平顶山矿区梁北煤矿改扩建项目。通过技术改造、理顺井下系统以及大力发展采掘机械化等方法，将梁北煤矿原有 90 万吨/年产能提升至 240 万吨/年。梁北煤矿改扩建项目主体工程已于 2021 年底建成完工，目前处于产量爬升阶段，2023 年计划产量约 180 万吨，我们预计 2024 年或将达产，公司煤炭产量有望维持增长态势。

公司子公司新疆煤电参与准东五彩湾 5 号露天矿开发。同时，公司子公司新疆煤电参与准东煤田五彩湾矿区 5 号露天矿开发，并于 2019 年持股新疆神兴能源 40.07% 股份（5 号露天矿探矿权人拟变更为新疆神兴能源）。5 号露天矿地质储量约为 25.32 亿吨，煤种为长焰煤和不粘煤，目前该矿暂未进入开采阶段。

新疆正逐步成为煤炭保供接续的重要地区，公司露天煤矿开发有望加速。根据《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》（新政发〔2022〕57 号），“十四五”期间预计新疆新增建设产能 1.6 亿吨，主要集中在准东和吐哈矿区，2025 年自治区煤

炭产能将增加至 4.6 亿吨/年以上，产量有望增加至 4 亿吨以上。在新疆煤炭“十四五”规划中，五彩湾矿区三号露天矿产能核增 600 万吨/年、四号露天矿一期 1000 万吨/年项目，被列入十四五”规划建设煤矿项目中，五彩湾矿区四号露天矿二期 1000 万吨/年项目被列入“十四五”规划储备煤矿项目，我们预计伴随疆煤外运需求逐步迫切，新疆煤电所参与的五号露天矿开发有望提速，公司煤炭资源自给率将显著提高。

图 46：新疆准东煤田五彩湾矿区煤炭矿业权整合方案示意图



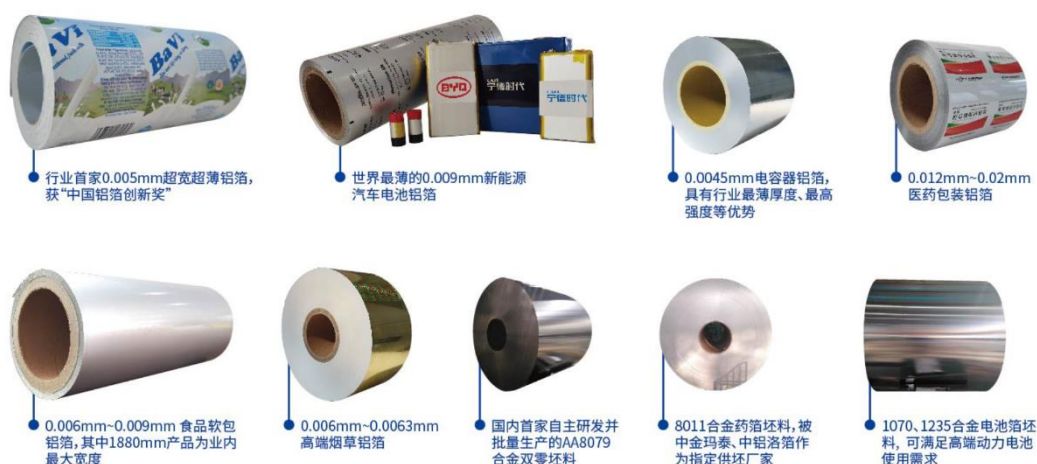
资料来源：新疆维吾尔自治区国土资源厅，中国有色网，信达证券研发中心

铝箔：新项目逐步投产，盈利有望增厚

为调整、优化资产结构，延伸产业链条，解决同业竞争问题，提升公司核心竞争力，公司于 2019 年开始陆续收购神火集团铝加工资产，并陆续拓宽下游产业链。目前，公司拥有铝箔加工产能 8 万吨/年，主要铝箔产品为食品铝箔、医药铝箔和高精度电子电极铝箔，主要运用于食品、医药、新能源电池等行业。

子公司神隆宝鼎新材料有限公司（以下简称“神隆宝鼎”）目前一期 5.5 万吨/年项目已经建成投产，其中一期 2/3 的产能用于食品医药包装箔，1/3 为电池铝箔。子公司上海神火铝箔有限公司（以下简称“上海铝箔”）2.5 万吨/年产能为食品医药包装箔。

图 47：神火集团部分铝箔产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司在双零箔领域有深厚的积累：①上海铝箔主要生产设备为三台 2150mm 的宽幅铝箔轧机（西门子--奥钢联提供），三台分切和一台合卷机（德国康普--WT 提供），产品被广泛应用于食品饮料包装、香烟包装等行业。主要客户有：SIG、LOTTE、山东碧海等国内外包装公司。②神隆宝鼎以生产动力电池铝箔为主，生产过程主设备先进，如 ACHENBACH 铝箔轧机、KAMPF 铝箔分卷机等，同时神隆宝鼎于 2022 年 12 月取得 IATF16949:2016 认证。IATF16949 是汽车零部件企业走向海外市场的通行证，也是大部分车企选择零部件供应商的标准之一。同时，IATF16949 也是汽车企业的国内市场准入证，上海大众、奇瑞、长安、比亚迪等国内知名汽车整车厂也都以 IATF16949 标准来选择。

神隆宝鼎二期 6 万吨/年新能源电池铝箔项目正在积极推进，目前已开始安装轧机，我们预计 2024 年年初轧机安装完毕后开始投产，2024 年下半年达产。云南新材料 11 万吨/年具有绿电优势的水电铝箔正在进行项目前期推进，待全部项目建成投产，我们预计未来 2-3 年内公司铝加工板块将形成 25 万吨/年的铝箔生产能力。伴随新项目的持续投产落地，电池铝箔或将成为公司未来新的业务增长点。

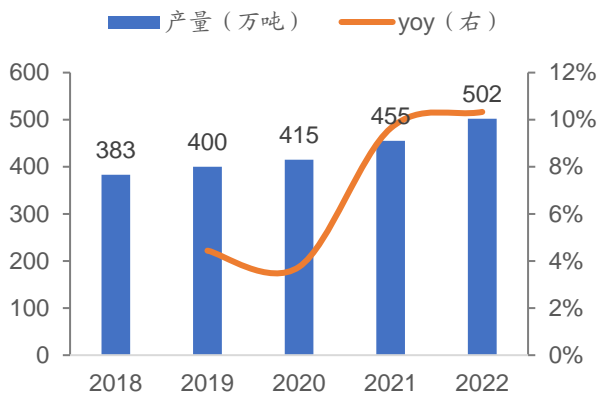
新能源需求驱动，电池铝箔需求快速增长

铝箔是由金属铝直接压延形成的厚度小于 0.2mm 的薄片，通常用作包装材料，电解电容器材料，用于食品饮料、药品、家电等领域。厚度在 0.01-0.1mm 之间的称为单零箔，厚度

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 31

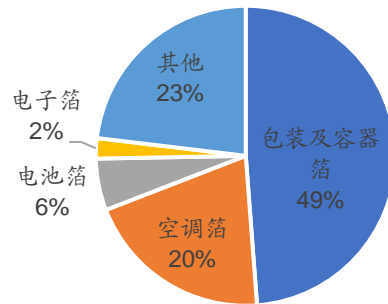
0.001-0.01mm 的称为双零箔。在铝箔的所有用途中，能最有效地发挥铝箔性能点的应用是将其作为包装材料，因此包装箔也是铝箔产量中占比最大的应用。据中国有色金属加工工业协会数据，2022 年我国 502 万吨的铝箔产量中，有 245 万吨为包装及容器箔，占比约 48.8%。除包装箔外，空调箔为占比第二大的铝箔产品，产量占比约 20.32%；电池箔占比相对较低，产量占比约 5.58%，占比第三。

图 48: 2018-2022 年中国铝箔产量变动情况 (万吨)



资料来源: 中国有色金属加工工业协会, 中商产业研究院, 信达证券研发中心

图 49: 2022 年铝箔产品占比



资料来源: 中国有色金属加工工业协会, 中商产业研究院, 信达证券研发中心

虽然目前电池箔在铝箔中的产量占比较小，但受益于下游新能源汽车需求旺盛，增速较快。电池铝箔相较传统铝箔，性能要求更高、工艺流程更复杂，是动力电池的重要组成部分。电池箔的厚度一般在 12-15 μ m，厚度介于单零箔和双零箔之间。由于电池对安全性要求较高，所以电池铝箔生产工艺复杂，具备一定的技术壁垒。据 ALD 数据，电池铝箔一般用于正极集流体，新能源汽车动力电池单 GWh 用量 400-800 吨，储能用铝箔单 GWh 用量 400-600 吨，钠离子电池用铝箔单 GWh 用量 600-1200 吨。我们预计，随着下游动力电池、储能电池及钠离子电池的快速的发展，电池铝箔需求有望快速增长。

盈利预测及投资评级

产销量：考虑到公司梁北煤矿改扩建项目陆续投产，我们预计公司 2023-2025 年煤炭（无烟煤及贫瘦煤）产量有望逐步释放，预计年产量分别为 700/750/750 万吨。电解铝产能由于已全部投产，伴随产能利用率的提升，产量仍有增量，我们预计公司 2023-2025 年电解铝年产量分别为 145/150/161.5 万吨。公司神隆宝鼎二期 6 万吨/年新能源电池铝箔项目正在积极推进，目前已开始安装轧机，我们预计 2024 年年初轧机安装完毕后开始投产，2024 年下半年达产。铝箔产量有望继续增长，我们预计公司 2023-2025 年铝箔产量分别为 8/10.7/11 万吨。

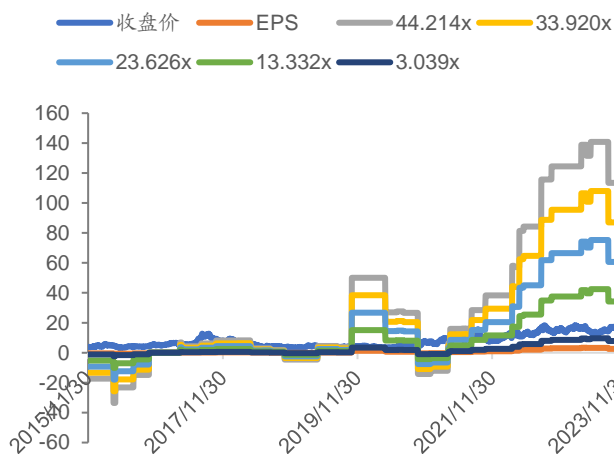
产品价格和成本：价格方面，我们认为伴随供给侧改革天花板效应显现，以及铝下游新能源需求继续放量，电解铝价格有望延续上升趋势，我们预计 2023-2025 年电解铝价格分别为 18677/19000/19500 元/吨。2023-2025 年煤炭（无烟煤及贫瘦煤）价格分别为 1154/1154/1154 元/吨。2023-2025 年铝箔价格分别为 33677/32000/31500 元/吨。成本方面，考虑到公司梁北煤矿放量，煤炭单位成本有望下降，我们预计 2023-2025 年煤炭单吨成本分别约为 584/560/540 元/吨；由于 2023 年电解铝原辅料价格表现前高后低，2024-2025 年电解铝原辅料价格或将维持 2023 年下半年态势，我们预计 2023-2025 年电解铝单吨成本分别约为 12403/12221.7/12221.7 元/吨。

表 8：神火股份主要预测假设

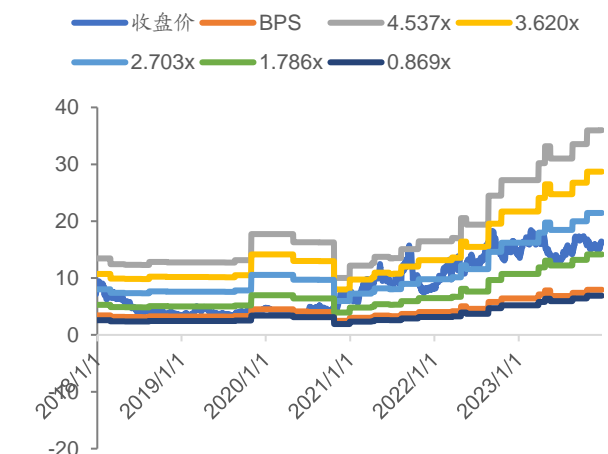
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
产量（万吨）					
煤炭（无烟煤及贫瘦煤）	654.50	674.80	700.00	750.00	750.00
电解铝	141.80	162.60	145.00	150.00	161.50
铝箔	6.00	8.30	8.00	10.73	11.03
销售价格（元/吨）					
煤炭（无烟煤及贫瘦煤）	1,372.00	1,690.00	1,153.60	1,153.60	1,153.60
电解铝	18,790.00	19,814.0	18,677.0	19,000.0	19,500.0
铝箔	29,010.00	35,548.0	33,677.0	32,000.0	31,500.0
销售成本（元/吨）					
煤炭（无烟煤及贫瘦煤）	600	627	584	560	540
电解铝	10926	12849	12403	12221.7	12221.7
铝箔	24811	26816	26,298.23	25,384.07	25,026.55

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

公司当前估值处在相对低位。截至 12 月 28 日，公司 PE（TTM）为 6.4 倍，百分位为 0.6%；PB 为 2.1 倍，百分位为 10.4%。估值偏低，我们预计伴随供给侧改革的逐步显现，公司估值有望提升。

图 50: 神火股份 PE-Band


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 51: 神火股份 PB-Band


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司估值低于可比公司估值。鉴于神火股份电解铝业务盈利占比较大，我们选取中国铝业、云铝股份以及天山铝业作为公司的可比公司。截止 12 月 28 日，神火股份 2023 年 PE 为 7.2 倍，低于 3 家可比公司平均值 11.6 倍，公司估值低于可比公司平均估值，在行业相对估值中处于低位。考虑滇新电解铝双基地成本优势显著，水电铝享低碳溢价，煤炭业务有望伴随梁北煤矿改扩建项目投产带来利润增长，铝箔业务市场空间广阔，公司盈利仍有上升动力，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 9: 神火股份可比公司估值表（2023 年 12 月 28 日）

		市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			市盈率 PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601600.SH	中国铝业	957.62	61	76	106	15.6	12.6	9.0
000807.SZ	云铝股份	418.58	45	54	74	9.2	7.8	5.6
002532.SZ	天山铝业	276.79	28	33	41	9.8	8.4	6.7
	可比公司均值	551.00	45	54	74	11.6	9.6	7.1
000933.SZ	神火股份	374.80	52	63	72	7.2	6.0	5.2

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

经营风险: 铝加工产能投产进度不及预期; 梁北煤矿投产不及预期。

政策风险: 云南枯水期限电力度超预期; 电解铝产能天花板放开; 货币政策及财政政策紧缩。

市场风险: 地产需求超预期下行导致电解铝需求侧超预期下滑; 海外电解铝投产超预期, 供给超预期增长。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	15,804	23,645	29,766	36,497	44,542
货币资金	10,515	17,907	23,532	29,987	37,715
应收票据	0	21	17	18	19
应收账款	388	690	796	856	921
预付账款	693	462	853	894	943
存货	2,777	3,100	2,575	2,699	2,847
其他	1,431	1,465	1,993	2,043	2,097
非流动资产	37,732	36,833	36,481	37,381	38,174
长期股权投资	3,370	3,576	3,782	3,988	4,194
固定资产(合计)	20,544	20,734	21,250	21,743	22,215
无形资产	4,809	5,218	5,168	5,118	5,068
其他	9,009	7,304	6,282	6,532	6,697
资产总计	53,537	60,477	66,257	73,896	82,743
流动负债	33,055	34,694	32,772	32,653	32,796
短期借款	18,373	21,918	21,062	20,562	20,262
应付票据	3,364	2,449	1,200	1,320	1,452
应付账款	3,208	3,406	2,984	2,955	2,925
其他	8,109	6,922	7,526	7,817	8,157
非流动负债	6,098	4,602	5,553	5,553	5,553
长期借款	4,891	3,219	4,169	4,169	4,169
其他	1,207	1,383	1,384	1,384	1,384
负债合计	39,153	39,296	38,325	38,206	38,349
少数股东权益	5,016	5,137	5,944	6,803	7,788
归属母公司股东权益	9,368	16,044	21,833	28,732	36,452
负债和股东权益	53,537	60,477	66,257	73,896	82,743

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	34,493	42,704	34,199	36,744	39,529
同比(%)	83.4%	23.8%	-19.9%	7.4%	7.6%
归属母公司净利润	3,237	7,571	5,171	6,299	7,220
同比(%)	803.3%	133.9%	-31.7%	21.8%	14.6%
毛利率(%)	35.7%	31.3%	28.7%	30.5%	31.8%
ROE(%)	34.6%	47.2%	23.7%	21.9%	19.8%
EPS(摊薄)(元)	1.45	3.39	2.30	2.80	3.21
P/E	6.27	4.41	7.25	5.95	5.19
P/B	2.18	2.10	1.72	1.30	1.03
EV/EBITDA	3.24	3.23	4.45	3.30	2.27

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	34,493	42,704	34,199	36,744	39,529
营业成本	22,190	29,338	24,371	25,548	26,947
营业税金及附加	692	712	480	515	554
销售费用	387	329	351	377	406
管理费用	1,049	764	607	652	702
研发费用	145	184	684	367	395
财务费用	1,350	770	286	188	84
减值损失合计	-2,845	-22	0	0	0
投资净收益	312	228	260	184	198
其他	-792	87	130	41	45
营业利润	5,355	10,902	7,810	9,320	10,683
营业外收支	-270	-242	-26	0	0
利润总额	5,085	10,660	7,784	9,320	10,683
所得税	2,028	2,083	1,806	2,163	2,479
净利润	3,057	8,576	5,978	7,158	8,205
少数股东损益	-180	1,005	807	859	985
归属母公司净利润	3,237	7,571	5,171	6,299	7,220
EBITDA	11,193	13,272	9,248	10,357	11,495
EPS(当年)(元)	1.45	3.39	2.30	2.80	3.21

现金流量表

单位:

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	11,296	14,061	6,974	9,327	10,378
净利润	3,057	8,576	5,978	7,158	8,205
折旧摊销	1,877	1,835	1,984	1,707	1,713
财务费用	1,466	1,024	555	541	533
投资损失	-312	228	-260	-184	-198
营运资金变动	601	1,844	-1,218	105	125
其它	4,608	552	-65	0	0
投资活动现金流	-2,387	-462	492	-431	-317
资本支出	-1,817	-267	415	-400	-300
长期投资	30	-54	-215	-215	-215
其他	-599	-142	292	184	198
筹资活动现金流	-10,745	-11,403	-1,841	-2,441	-2,333
吸收投资	100	7	-182	0	0
借款	22,163	22,157	95	-500	-300
支付利息或股息	-1,273	-2,066	-1,755	-1,941	-2,033
现金净增加额	-1,839	2,209	5,625	6,455	7,727

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

张航，信达证券金属与新材料首席分析师，中国人民大学金融学本科，法国 KEDGE 商学院管理学硕士，先后任职于兴业证券、民生证券，2023 年加入信达证券。曾荣获第二十届新财富金属与新材料第二名（核心成员），第十九届新财富金属与新材料第三名（核心成员），第十六届水晶球奖有色金属第二名、第十届 Wind 金牌分析师有色金属第一名、第十三届金牛奖有色金属组最佳分析师（核心成员）、第四届金麒麟有色金属白金分析师（核心成员）、上海证券报 2022 最佳材料分析师、第十届 choice 有色金属行业最佳分析师。

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开发中心，从事基本金属研究。

白紫薇，吉林大学区域经济学硕士，2021 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事稀贵金属和新材料研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022 年 6 月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022 年 9 月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

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。