

神火股份 (000933)

证券研究报告

2024年02月28日

煤铝双主业，盈利能力较强

煤铝双主业行业龙头，产业链布局完善。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。1) **电解铝**：公司目前拥有电解铝产能 170 万吨（新疆 80 万吨+云南 90 万吨），原料一体化持续完善，在新疆建有 40 万吨预焙阳极产能并自备 4*350MW 燃煤发电机组；在云南建设 40 万吨阳极产能，发挥产业链协同效应。2) **铝箔**：公司当前具备 14 万吨铝箔产能，主要产品包括食品包装箔及电池铝箔，云南新材料 11 万吨铝箔项目正在前期推进中，预计未来 2-3 年内公司铝加工板块将形成 25 万吨产能。3) **煤炭**：公司具备 855 万吨煤炭产能，主要位于河南永城和许昌，23H1 实现煤炭产量 380 万吨。随着公司大力推进梁北选煤厂改扩建项目与刘河煤矿扩储项目，煤炭产量将实现稳步增长。

高盈利驱动资产负债表显著修复。公司营收及利润主要来源于铝锭及煤炭板块，盈利主要受商品价格驱动。近年来煤铝等大宗商品价格上涨驱动公司盈利大幅增厚。21 年以前公司计提较多减值，资产负债表得到显著修复。此外近年来公司资产负债率显著下行，自 16-19 年的超过 80% 下降至 23Q3 的 63%，虽然资产负债率绝对水平仍不低，但较低的财务费用表明公司真正债务及利息负担较轻。

煤炭竞争优势显著，供需格局有望维持。公司煤炭产品主要为无烟煤和贫瘦煤，具备煤种优以及区位优势突出等竞争优势，吨售价及吨毛利能力显著优于同行。公司煤种下游需求和钢铁冶金行业相关度较高，2023 年随着经济复苏以及海外出口需求较好，国内高铁水产量对焦煤等煤种需求形成托底。供应端在安全环保监管、生产地质条件变化等因素影响下，煤矿很难持续保持高强度生产节奏，预计煤炭市场紧平衡的基本格局有望持续，对煤价形成支撑。

电解铝行业：供应受限，需求稳增。1) **供应**：国内电解铝供应天花板约 4500 万吨，当前在建产能 4509 万吨接近峰值的背景下，后续产能及产量增量有限。海外存量产能自 21 年以来因能源危机有所减产，至今尚未恢复，我们认为当前海外相对疲软的需求或使得欧美减产产能复产意愿受损，海外新投产能主要集中在印尼等国家，其产能或受限于较差的基础设施条件及电厂建设。综上，中期维度内国内及海外电解铝供应增量有限。2) **需求**：电解铝主要应用于建筑地产/交通运输/电力/消费品/机械领域，占比分别为 26%/24%/13%/12%/12%。23 年国内房屋竣工面积累计同比+17%，对铝地产需求形成明显拉动；交运领域传统汽车产量虽受到新能源车替代整体增量有限，但单车用铝量持续提升；传统需求整体韧性强于预期。新能源领域年内光伏装机超预期增长叠加新能源车产销高景气度为铝需求提供较多增量。据我们测算 23 年新能源领域对国内铝需求拉动或在 3-4%。

盈利预测与投资建议：预测 23-25 年公司归母净利润 55.8/65.8/67.3 亿元，同比-26.34%/+18.06%/+2.25%，当前市值对应 PE 分别为 8/6/6 倍。参考可比公司估值，给予 24 年 8x PE，目标价 23.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：项目建设不及预期；产品价格波动风险；云南电力供应不足风险；安全风险；环保风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	34,451.57	42,703.85	38,130.53	38,721.21	39,130.71
增长率(%)	83.16	23.95	(10.71)	1.55	1.06
EBITDA(百万元)	14,568.20	13,097.06	9,126.29	10,500.90	10,648.20
归属母公司净利润(百万元)	3,234.10	7,571.20	5,576.58	6,583.96	6,731.99
增长率(%)	802.57	134.11	(26.34)	18.06	2.25
EPS(元/股)	1.44	3.37	2.48	2.93	2.99
市盈率(P/E)	12.94	5.53	7.50	6.36	6.22
市净率(P/B)	4.47	2.61	2.13	1.75	1.48
市销率(P/S)	1.21	0.98	1.10	1.08	1.07
EV/EBITDA	2.26	3.18	5.05	3.84	3.23

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/工业金属
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	18.6 元
目标价格	23.2 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,249.71
流通 A 股股本(百万股)	2,238.47
A 股总市值(百万元)	41,844.58
流通 A 股市值(百万元)	41,635.46
每股净资产(元)	7.93
资产负债率(%)	63.12
一年内最高/最低(元)	19.62/12.59

作者

刘奕町	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050001	
liuyiting@tfzq.com	
陈凯丽	联系人
chenkaili@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《神火股份-公司点评:环保部点名批评聊城、滨州，利好神火股份！》
2017-12-28
- 《神火股份-公司点评:铝期现双击，神火继续高飞，上调目标价至 21 元》
2017-08-09

内容目录

1. 神火股份：煤铝双主业，盈利增长带来报表修复	4
1.1. 神火股份：煤铝双主业，产业链布局完善	4
1.2. 盈利能力增强带来资产负债表持续修复	5
2. 煤炭——竞争优势显著，保持高盈利能力	7
3. 电解铝——供需趋紧，高利润有望延续	8
3.1. 供应：国内产能接近天花板，海外短期增量有限	8
3.2. 需求：传统需求韧性较强，新兴需求持续增长	10
3.3. 进出口：海外需求疲软带来进口大增，后续影响或减弱	14
4. 盈利预测	15
5. 风险提示	16

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司实控人为商丘市国资委（截至 2023 年 9 月 30 日）	4
图 3：公司从事煤、铝产业的发展版图	5
图 4：煤炭产能提升驱动产销量稳步增长	5
图 5：电解铝产销量稳步增长	5
图 6：公司营收主要来自于煤炭及铝锭	6
图 7：公司毛利主要来自于煤炭及铝锭	6
图 8：公司煤炭吨成本相对稳定（元/吨）	6
图 9：公司吨铝盈利能力较 21 年之前显著抬升（元/吨）	6
图 10：近年来公司财务费用大幅下降	6
图 11：公司资产负债率持续下降	6
图 12：21 年以前公司计提较多减值	6
图 13：公司实际债务及利息负担较轻（亿元）	6
图 14：2022 年公司煤炭盈利能力优于同行（元/吨）	7
图 15：2023 年经济复苏国内高炉开工率较高（%）	8
图 16：钢材需求带动铁水产量较高（万吨）	8
图 17：河南瘦煤与无烟煤月均价（元/吨）	8
图 18：23 年底国内电解铝建成产能 4509 万吨	8
图 19：23 年国内电解铝产量同比+3.1%（万吨）	8
图 20：23 年铝水转化率水平较往年比有所提升（%）	9
图 21：2022 年全球电解铝产量分布	10
图 22：23 年海外电解铝产量持平于 22 年（万吨）	10
图 23：欧洲天然气价格已有所回落（美元/百万英热）	10
图 24：欧洲电解铝现货溢价持续回落表明需求疲软（美元/吨）	10
图 25：2022 年电解铝下游需求结构	11

图 26: 2022 年铝加工材分品种产量.....	11
图 27: 铝型材开工率 (%)	11
图 28: 铝板带箔开工率 (%)	11
图 29: 23 年国内铝材产量为历年来最高 (万吨)	11
图 30: 新开工及竣工面积累计增速	12
图 31: 国内房屋新开工及竣工面积 (亿平)	12
图 32: 国内传统汽车增长有限 (万辆)	12
图 33: 国内电源及电网投资维持高位 (%)	12
图 34: 国内电网基本建设投资维持高位 (亿元)	12
图 35: 国内光伏新增装机量超预期 (GW)	13
图 36: 国内组件产量及同比大增 (GW)	13
图 37: 油车到新能源车单车用铝量明显提升 (磅)	13
图 38: 国内新能源汽车销量景气度高 (万吨)	13
图 39: 电解铝进口同比大增 (吨)	14
图 40: 国内铝锭主要进口自俄罗斯 (23 年)	14
图 41: 未锻轧铝及铝材出口数量 (万吨)	15
图 42: 2020 年全球原铝消费分布	15
图 43: 欧美制造业 PMI.....	15
表 1: 公司主要煤种为贫瘦煤和无烟煤	7
表 2: 中国电解铝已建成新产能 2024 年拟投产、在建产能可投产明细 (万吨)	9
表 3: 分业务营业情况 (亿元)	15
表 4: 可比公司估值 (截至 2024 年 2 月 27 日)	16

1. 神火股份：煤铝双主业，盈利增长带来报表修复

1.1. 神火股份：煤铝双主业，产业链布局完善

煤铝双主业，多年深耕为行业龙头。公司位于河南省永城市，1999年在深交所上市，主要从事煤炭开采与洗选加工，电力生产与配送，氧化铝生产及电解铝冶炼，铝板带箔生产，旗下业务主要分布在河南、新疆、云南和上海等地。截至2023年6月30日，公司现有煤炭产能855万吨、电解铝产能170万吨、阳极炭块产能56万吨（新疆40万吨+本部16万吨+另有云南40万吨在建）、铝箔14万吨，云南新材料11万吨铝箔正在进行项目前期准备工作。

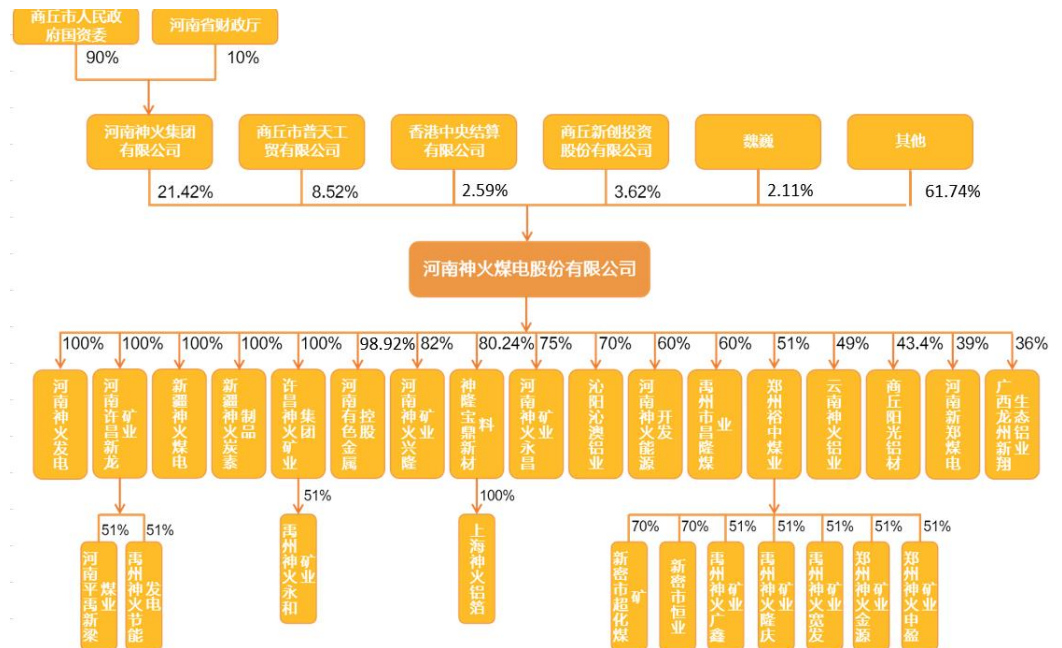
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，天风证券研究所

公司控股股东为河南神火集团，实控人为商丘市国资委；第二大股东为商丘市普天工贸有限公司。截至2023年底前两大股东分别持有公司21.42%/8.52%的股权。公司在煤、铝产业链布局完善，对外投资控股20家子公司，22家孙公司。

图 2：公司实控人为商丘市国资委（截至2023年9月30日）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

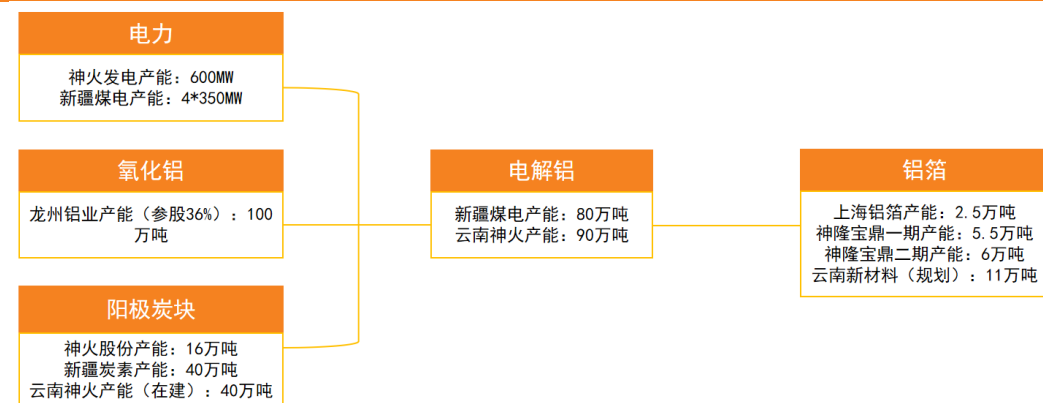
电解铝新疆+云南两地布局，原料一体化持续完善。公司目前拥有电解铝产能170万吨，

其中新疆 80 万吨，云南 90 万吨。原料自给方面，公司在新疆自备阳极炭块产能 40 万吨，同时自备 4*350MW 燃煤发电机组。此外，还配备了一条输煤皮带走廊，连接了煤炭原料产地和电厂，电力成本优势显著。由于新疆铝土矿资源匮乏，因此氧化铝原材料均来自外部采购。公司计划在云南建设 40 万吨阳极产能，当前尚处于建设过程中。

向下延伸持续扩张铝箔产能，分拆上市完善组织结构。公司当前拥有铝箔加工产能 14 万吨，主要产品包括食品铝箔、医药铝箔和高精度电子电极箔。云南新材料的 11 万吨铝箔项目也正在前期推进中。待全部项目建成投产，预计未来 2-3 年内公司铝加工板块将形成 25 万吨铝箔产能。为了进一步完善公司的铝加工板块组织结构，增强业务链条的完整性和业务独立性，公司于 23 年 6 月审议通过了神隆宝鼎的分拆上市计划。

煤炭产能位于河南，煤种主要为无烟煤与贫瘦煤。截至 22 年底公司控制的煤炭保有储量为 13.29 亿吨，可采储量为 6.12 亿吨，核定年产能为 855 万吨。公司煤种主要为无烟煤与贫瘦煤。无烟煤炭属于低硫、低磷、固定碳高、高热量的优质煤种，下游主要为国内冶金、电力和化工行业提供洁净燃料。而贫瘦煤是指变质程度高，黏结性较差，挥发分低的烟煤，作为主焦煤的配煤使用。

图 3：公司从事煤、铝产业的发展版图

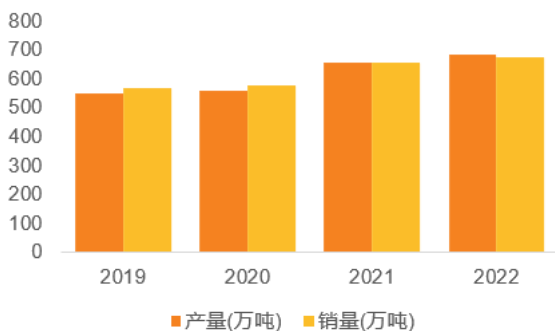


资料来源：公司公告，Mysteel，天风证券研究所

1.2. 盈利能力增强带来资产负债表持续修复

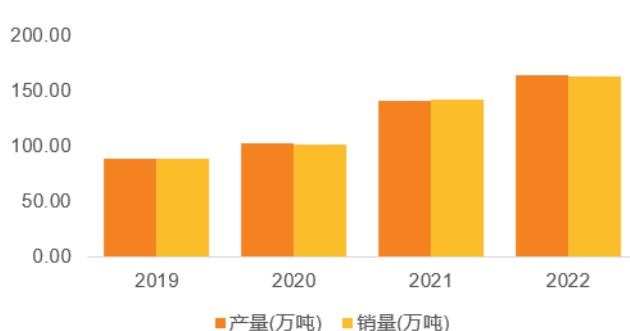
煤炭产能提升+电解铝产能利用率上升带来产销量稳步增长。煤炭方面，近年来公司煤矿扩产，公司煤炭产能提升驱动产销量持续增长，23 年上半年公司煤炭产量为 380 万吨；电解铝方面，由于指标的相对固定，产能相对稳定，产量逐年提升主要系子公司云南神火水电铝一体化项目自 2019 年底以来陆续投产，23 年上半年公司生产电解铝 73 万吨，产能利用率未开满主要系上半年云南产能受到限电影响。

图 4：煤炭产能提升驱动产销量稳步增长



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 5：电解铝产销量稳步增长

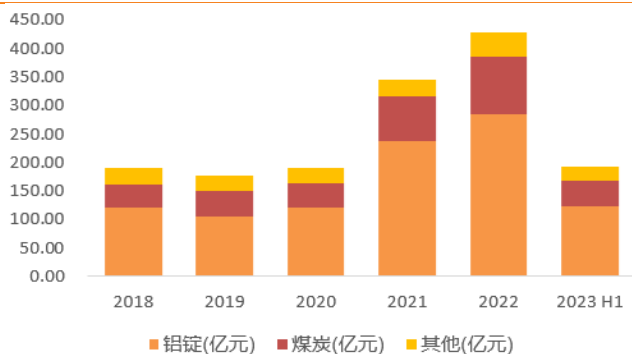


资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

21 年以来商品价格上涨带动盈利能力提升。公司营收及利润主要来源于铝锭及煤炭板块，21 年以来煤铝等大宗商品价格上涨驱动公司营收及毛利大幅增厚。煤炭吨成本相对固定，盈利能力主要取决于煤炭价格；电解铝吨成本虽然随着预焙阳极等原料价格上涨有一定

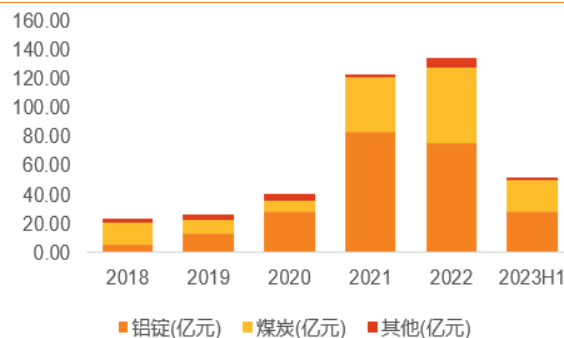
抬升，但吨盈利能力较 21 年以前仍有明显提升。受煤炭、铝价下行影响，2023 年前三季度公司营收 286.29 亿元，同比-10.91%；归母净利润 41.03 亿元，同比-29.94%。

图 6：公司营收主要来自于煤炭及铝锭



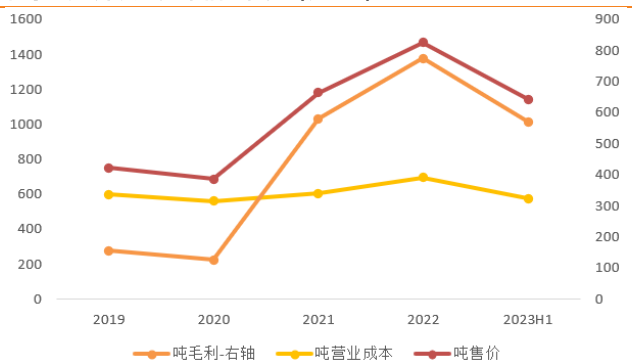
资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 7：公司毛利主要来自于煤炭及铝锭



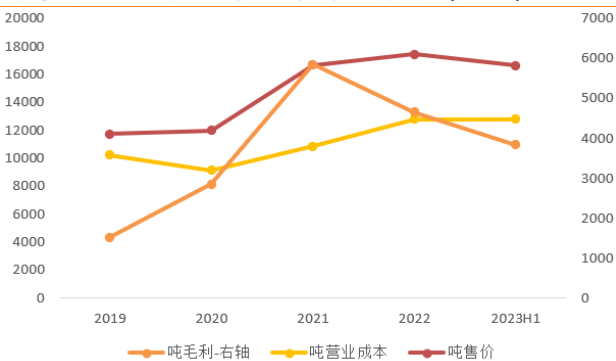
资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 8：公司煤炭吨成本相对稳定 (元/吨)



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 9：公司吨铝盈利能力较 21 年之前显著抬升 (元/吨)



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

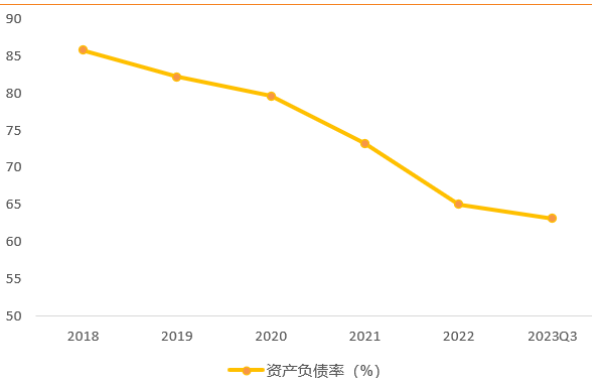
高盈利驱动资产负债表显著修复。21 年以前公司计提较多减值，资产负债表已得到显著修复。此外近年来公司资产负债率显著下行，自以往的超过 80%降低至截至 23 年三季度末的 63%，虽然资产负债率整体水平仍不低，但从公司财务费用以及在手现金看，公司实际的债务及利息负担较轻（23 年前三季度财务费用仅 0.91 亿元，三季度末货币资金余额 180 亿元，有息负债规模为 268 亿元）。

图 10：近年来公司财务费用大幅下降



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

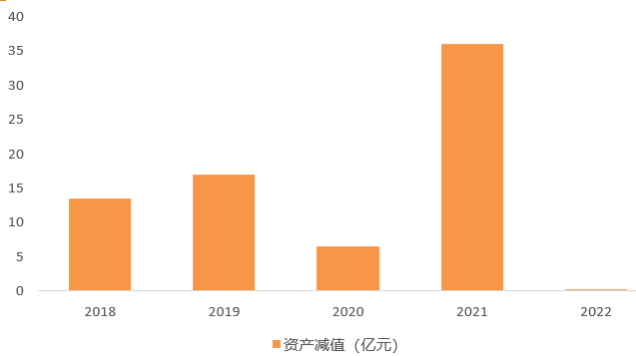
图 11：公司资产负债率持续下降



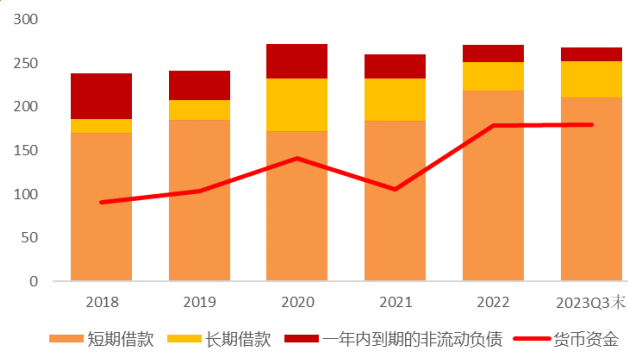
资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 12：21 年以前公司计提较多减值

图 13：公司实际债务及利息负担较轻 (亿元)



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

2. 煤炭——竞争优势显著，保持高盈利能力

改扩建项目带来产能持续爬坡。公司当前具有煤炭产能 855 万吨，主要分布在永城和许昌。23 年上半年公司煤炭产量为 379.9 万吨，公司大力推进梁北选煤厂改扩建项目与刘河煤矿扩储项目，形成新的效益增长点。

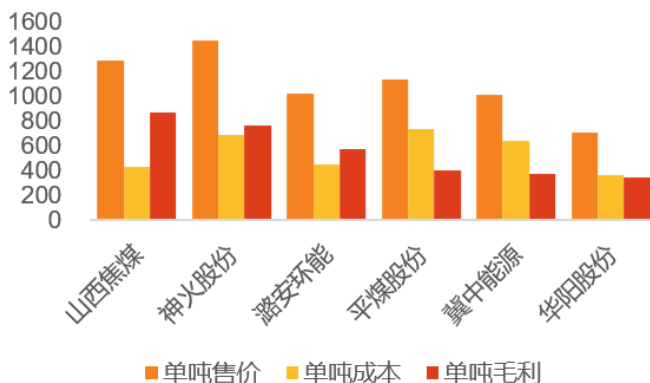
表 1：公司主要煤种为贫瘦煤和无烟煤

地区	矿井	主要煤种	所属公司	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)
永城	新庄煤矿	无烟煤	公司本部	20421	10211	180
	刘河煤矿	无烟煤	公司本部			45
	薛湖煤矿	无烟煤	公司本部			120
许昌	梁北煤矿	贫瘦煤	新龙矿业	110805	50609	240
	泉店煤矿	贫瘦煤	兴隆矿业			210
郑州	大磨岭煤矿	贫瘦煤	裕中煤业超化公司			60
新郑	赵家寨矿 (参股)	贫煤、无烟煤	新郑煤电	31700	15800	300

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，天风证券研究所

煤炭竞争优势显著，盈利能力优于同行。公司煤炭板块具有几大竞争优势：1) 煤种主要为无烟煤与贫瘦煤，吨售价及吨毛利显著优于部分可比公司；2) 区位优势突出，永城无烟煤靠近徐州，下游可发往江浙一代经济发达地区销售。许昌市紧邻郑州市，郑州是京广铁路和陇海铁路的交汇处，而且公司有自备铁路专用线。较好的区位优势可以降低公司煤炭运输成本，抬升利润水平。22 年公司煤炭吨售价与吨毛利分别达 1450 元和 766 元，吨毛利在同业中位列前茅。

图 14：2022 年公司煤炭盈利能力优于同行 (元/吨)

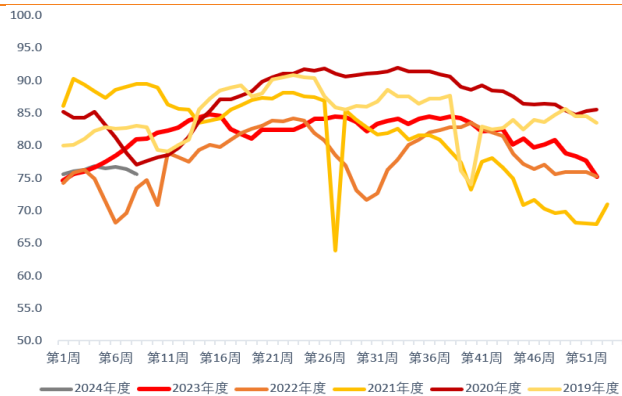


资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

高铁水产量带动公司煤炭需求位于高位。公司无烟煤和贫瘦煤主要用于高炉喷吹及炼焦配煤，需求端和钢铁冶金行业相关度较高。2023 年随着经济逐步步入复苏期，同时在钢材出口需求的带动下，国内高炉开工率及铁水产量较高，带动公司煤炭需求。24 年下游

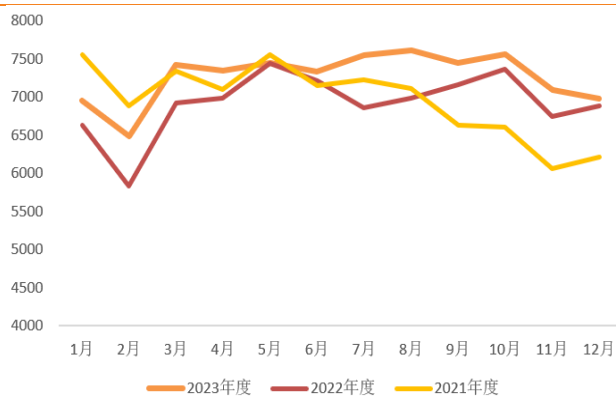
主要用钢行业的用钢需求或有所下降，但降幅预计较小，此外出口或持续提供一些边际增量，冶金工业规划研究院预计中国钢材需求量增速将趋缓，钢铁冶金用煤炭需求持稳。

图 15：2023 年经济复苏国内高炉开工率较高（%）



资料来源：钢联，天风证券研究所

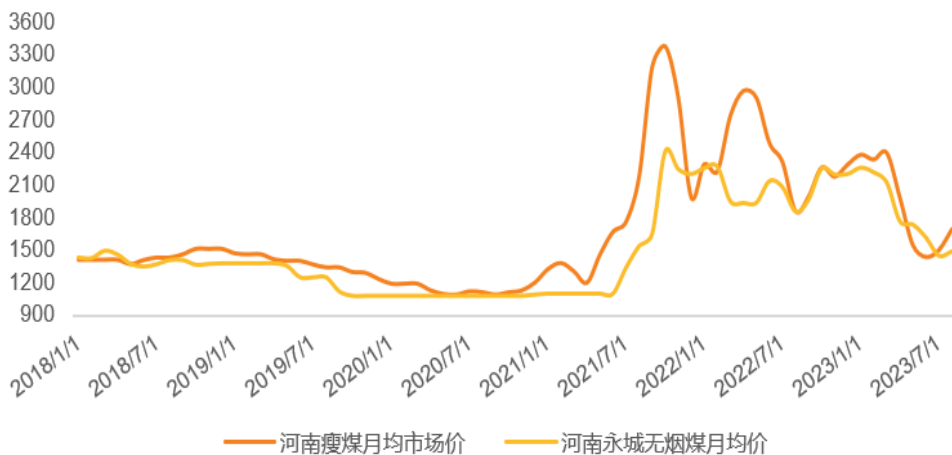
图 16：钢材需求带动铁水产量较高（万吨）



资料来源：钢联，天风证券研究所

供应端挖煤扩能潜力相对有限，市场供需格局较好。虽然国家大力推动煤炭增产保供，但在安全环保监管、生产地质条件变化等因素影响下，煤矿很难持续保持高强度生产节奏，煤炭行业资本开支长期不足也导致在建产能储备不足。同时受限于国内已规划待开发整装矿权少、新建煤矿客观的建矿周期长、铁路运力短期难以快速改善，预计紧平衡的基本格局有望持续，煤炭价格有支撑。

图 17：河南瘦煤与无烟煤月均价（元/吨）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

3. 电解铝——供需趋紧，高利润有望延续

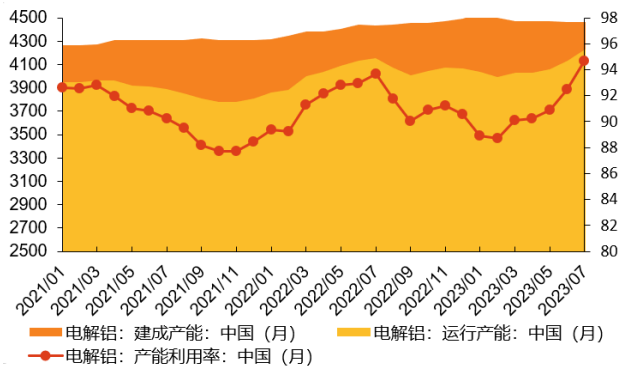
3.1. 供应：国内产能接近天花板，海外短期增量有限

国内电解铝建成产能即将达峰，产能利用率为历史高位。国内电解铝存在产能天花板，2017 年国家发改委等四部委联合发布《清理整顿电解铝行业违法违规项目行动工作方案的通知》，我国电解铝行业产能的天花板被划定为 4400-4500 万吨。2018 年工信部颁布《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》以及多项产能限制政策的推进下，全国电解铝产量同比增速快速下降，4500 万吨产能天花板逐步确立。

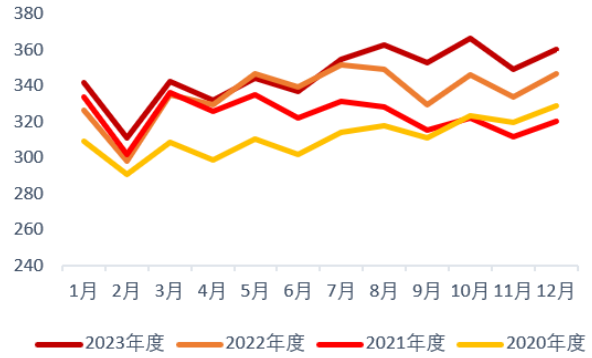
截至 23 年 12 月底，国内电解铝建成产能及运行产能分别为 4509/4215 万吨，建成产能已达到 4500 万吨天花板，同时产能利用率已达到 93%。近年来随着建成产能以及运行产能的增加，国内电解铝产量持续提升，23 年国内电解铝产量 4152 万吨，同比+3.1%。

图 18：23 年底国内电解铝建成产能 4509 万吨

图 19：23 年国内电解铝产量同比+3.1%（万吨）



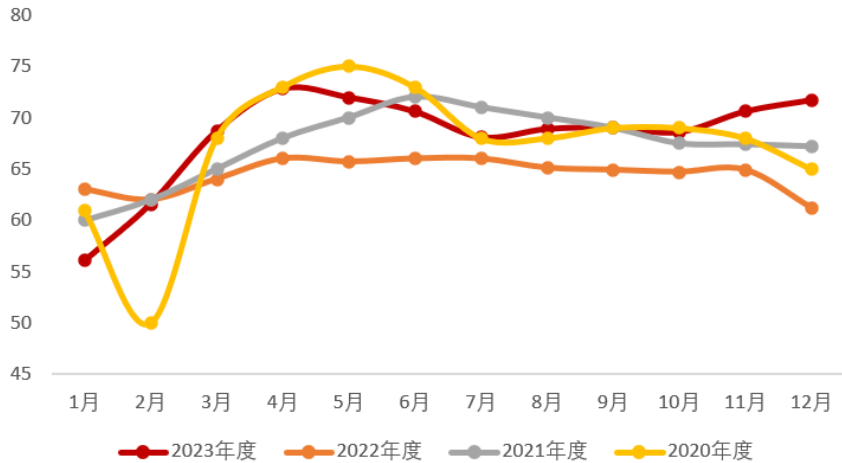
资料来源：钢联，天风证券研究所



资料来源：钢联，天风证券研究所

铝水转化率持续提升，铝锭低库存或将成为常态化现象。23 年初以来随着铝棒及其他初级加工品产量的提升，铝水转化率较往年比有明显提升，导致年内电解铝产量虽同比增长，但铸锭量同比显著下降，转化率提升是 23 年以来电解铝库存持续维持低位的一大重要原因。据钢联，23 年 12 月铝水转化率为 71.7%，而根据工信部、发改委及生态环境部印发的工业领域碳达峰实施方案，到 25 年铝水直接合金化比例提高到 90%以上。随着铝水转化率的进一步提高，预计铝锭低库存将成为常态化现象。

图 20：23 年铝水转化率水平较往年比有所提升（%）



资料来源：钢联，天风证券研究所

建成及运行产能后续增长空间有限。新投方面，24 年内待新投产产能主要包括贵州六盘水 10 万吨，内蒙古华云 42 万吨，新疆农六师 20 万吨以及云南宏泰 53 万吨，其中云南宏泰为置换产能，华云三期部分产能为置换产能，实际新增产能不到 125 万吨，此外新投主要集中在 24 年下半年，预计带来的 24 年实际产量增量较小。

考虑到建成产能已接近产能天花板，而当前产能利用率位于历史高位，后续建成及运行产能增长空间有限。而参考过去几年国内电解铝运行产能变化规律，除云南受限于偏紧的水电供应在四季度发生减产，其他地区产量也可能受到电力或者意外事故扰动。当前国内电解铝供应面临的是增量有限而易发生减量的脆弱局面。

表 2：中国电解铝已建成新产能 2024 年拟投产、在建产能可投产明细（万吨）

	新产能	新产能已投产	待开工新产能	始投产时间	预期年内还可投产	预期年度最终实现累计
贵州省六盘水二元铝业有限责任公司	10	0	10	2024Q3	10	10
内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司扎哈淖尔分公司	35			2024 年末		
内蒙古华云新材料有限公司	42	0	42	2024/03	42	42
中国铝业股份有限公司青海分公司	10					
新疆农六师铝业有限公司准东项目	55	0	20	2024Q3	20	20
云南宏泰新型材料有限公司	53	0	53	2024Q2	53	53

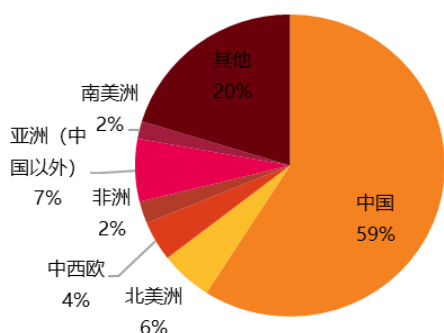
云南宏合新型材料有限公司	93	0		待定	
总计	298	0	125	125	125

资料来源：百川盈孚大数据，天风证券研究所

海外电解铝产量相对稳定，中西欧因停产贡献一定减量。国内电解铝产量占全球比重逐年提升，贡献全球主要产量增量。近年来海外电解铝产量相对稳定，22 年海外产量占全球比重约 41%。因能源价格高企，21 年以来欧洲较多铝厂减产或关闭，至今尚未恢复。

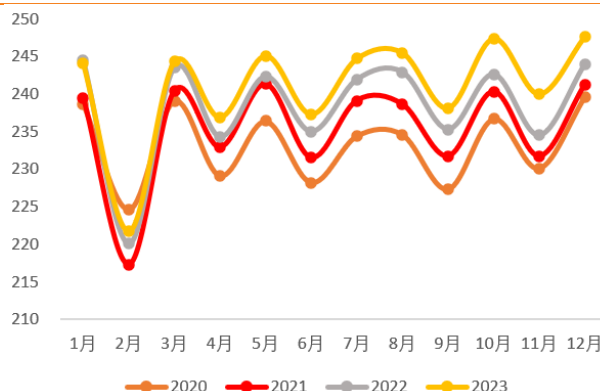
2023 年海外电解铝产量 2893 万吨，同比+1.1%。从各个地区产量来看，中西欧贡献主要减量，产量同比减量 20.0 万吨，同比-6.9%；南美洲贡献主要增量，产量同比增量 17.8 万吨，同比+13.8%。欧洲前期因能源问题减产导致的减量被亚洲、南美等一些地区所弥补。

图 21：2022 年全球电解铝产量分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：23 年海外电解铝产量持平于 22 年 (万吨)



资料来源：Wind，天风证券研究所

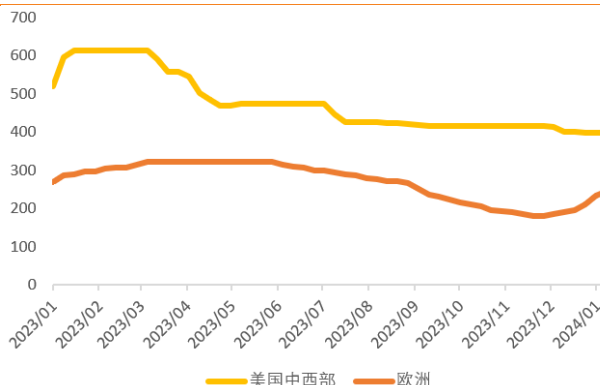
海外需求或抑制前期停产产能短期内复产意愿。随着欧洲能源问题的缓解，欧洲天然气价格已有明显回落，但至今并没有大规模复产的迹象，一方面系前两年高企的成本导致部分中小企业现金流紧张从而濒临破产，重新复产启槽压力较大；另一方面我们认为欧洲电解铝现货溢价持续回落表明消费相对疲软，或部分抑制了铝企的复产意愿。

图 23：欧洲天然气价格已有所回落 (美元/百万英热)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：欧洲电解铝现货溢价持续回落表明需求疲软 (美元/吨)



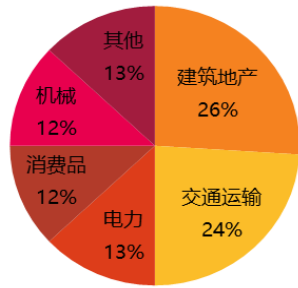
资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

海外新投项目短期内或受限于基础设施及电厂建设。23 年以后海外新投电解铝产能主要集中在印尼、马来西亚等国，考虑到印尼基础设施条件相对较差，我们认为短期内海外项目大规模放量的可能性较小。此外较多中资企业去印尼建厂，而我国不再新建境外煤电项目后，中资企业海外电解铝产能配套的电厂建设或也将存在一定难度。

3.2. 需求：传统需求韧性较强，新兴需求持续增长

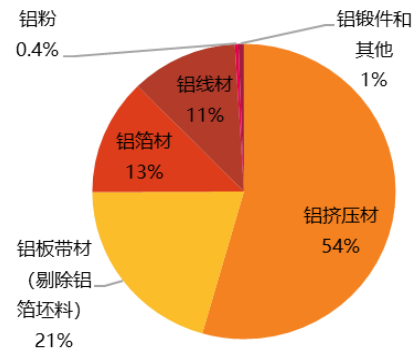
电解铝需求可通过终端或中游指标加以交叉验证。电解铝下游按终端消费分，地产及交运为主要消费领域，22 年需求占比分别达到 26%/24%，其余应用领域较为分散，电力/消费/机械分别占比 12%-13%，下游应用整体和宏观经济相关性强。挤压材及板带箔为主要铝加工材形态，占比分别达到 54%/34%。在判断需求时，既可以通过下游终端需求指标，也可以加工端开工率变化加以验证。

图 25：2022 年电解铝下游需求结构



资料来源：中研网，天风证券研究所

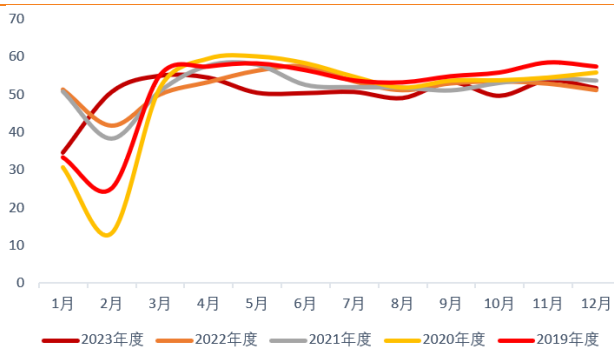
图 26：2022 年铝加工材分品种产量



资料来源：中国有色金属加工工业协会，天风证券研究所

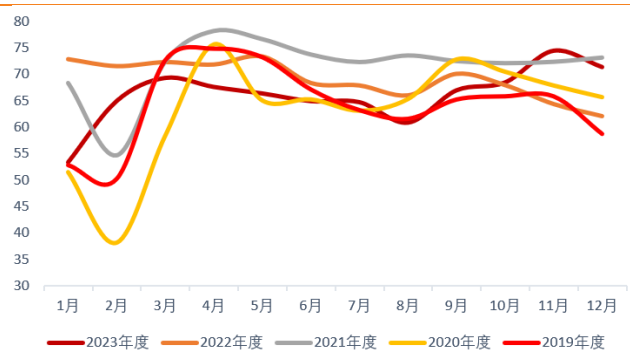
铝加工材开工率不及往年，但产量观为近年来新高。观察下游铝加工材开工率，占据电解铝下游应用比重较高的铝型材及铝板带箔二季度以来开工率水平低于往年同期，从铝开工率数据容易得到 23 年需求弱于往年的结论。

图 27：铝型材开工率 (%)



资料来源：钢联，天风证券研究所

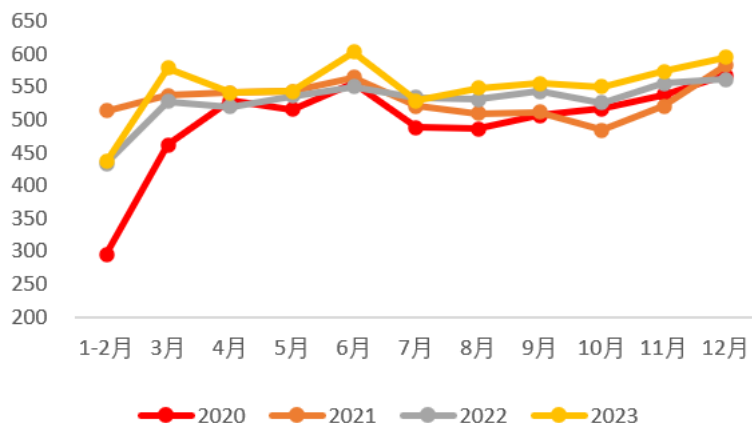
图 28：铝板带箔开工率 (%)



资料来源：钢联，天风证券研究所

铝材产量位于近年来高位，中游开工率下降或因总产能提升。从国内铝加工材产量数据来看，2023 年国内铝加工材产量 6052 万吨，同比+4.1%，表明实际铝加工材产量依然维持增长，因此我们判断加工材开工率下降或由于加工企业总产能增加导致的竞争加剧，而非下游需求萎缩。

图 29：23 年国内铝材产量为近年来最高 (万吨)



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：由于统计局仅公布 1-2 月合计产量，对其做平均处理。

建筑地产为铝第一大应用领域，近年来韧性较强。建筑地产占电解铝下游需求比重较高，铝在建筑地产中主要应用于门窗、幕墙等，受竣工端影响较大。22 年 7 月政治局会议将“保交楼”写入政治局会议文件，随后央行、住建部等部门出台多项措施，“保交楼”成为房地产行业出清过程中首要目标之一。在“保交楼”等政策的推动下，2023 年国内竣

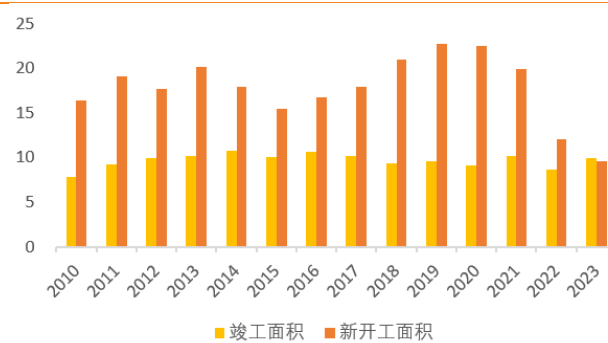
工面积累计同比+17%，对年内铝需求形成明显拉动，此外前期面临违约的项目在“保交楼”政策下，我们预计或将在近几年陆续得到交付，对地产用铝形成一定支撑。

图 30：新开工及竣工面积累计增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：国内房屋新开工及竣工面积（亿平）

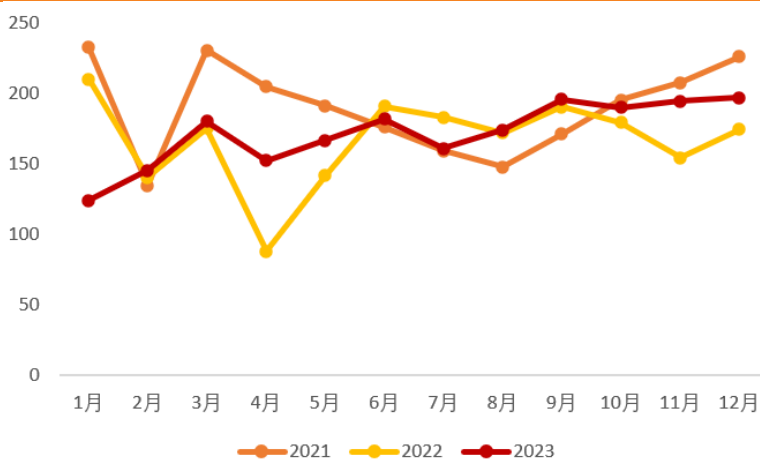


资料来源：Wind，天风证券研究所

交通运输为铝第二大下游应用领域，车用铝合金范围广泛。由于铝合金材料所具有的优势，其在汽车上的应用范围越来越广，汽车用铝合金包括铸造、轧制、挤压和锻造四大类，其中铸造铝合金主要用于汽车发动机缸体、缸盖、离合器壳、保险杠、车轮、发动机托架等零部件；轧制铝板带箔主要用于车身面板、车门蒙皮、散热系统、电池壳、电池箔等；挤压型材主要用于防撞梁、悬挂件、各种支架、电池托盘等；锻造件主要用于车轮、保险杠、曲轴等。

传统车产量增长有限，但单车用铝量仍有提升空间。2023 年国内传统汽车销量 2060 万辆，同比+3.1%，由于新能源车对传统汽车的替代，传统车产量增长空间有限，为满足汽车轻量化的要求，铝制材料在汽车上的应用率不断提高，也基本成为汽车减重的首选材料，此外新能源汽车单车用铝量高于传统车，其占比提升也将带动单车用铝量持续提升。

图 32：国内传统汽车增长有限（万辆）



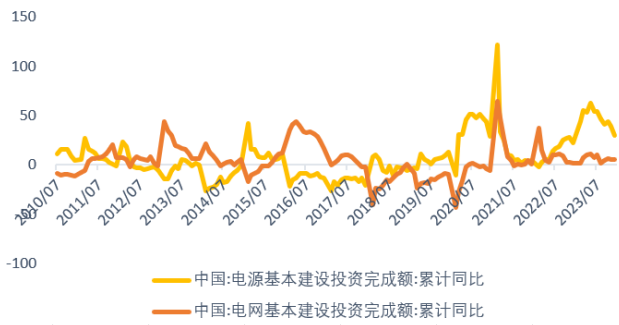
资料来源：Wind，天风证券研究所

电力是国内铝下游第三大应用领域，特高压提供额外需求增量。在导电性能性能和铜芯电缆相当的前提下，铝合金电缆有很多性能优于铜芯电缆，若成本低、损耗低、重量轻、耐腐蚀、抗疲劳能力强等，发展前景十分可观。此外，特高压电网项目输电电缆主要采用的钢芯铝绞线，是由铝线和钢线绞合而成的线缆，在满足相同导电性能的前提下，相同质量的铝合金电缆长度是铜电缆的两倍。随着国内特高压电网项目持续推进，铝制杆线的消费比重将逐年提高。除铝杆线用途以外，电力用铝还包括母线铝排、变电端变压器和互感器等电力输送端的用途。

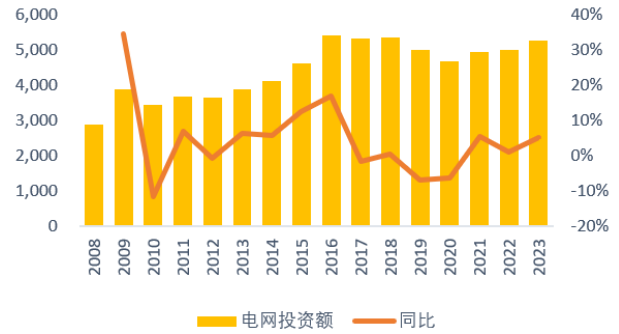
电网投资维持高位，对铝需求形成托底。23 年国家电网将加大投资，投资额将超过 5200 亿元，同比增长约 4%。23 年国内电源/电网投资累计增速分别为+30.1%/+5.4%。整个十四五期间国网和南网的投资规模将超过 3 万亿元，预计近几年电网投资将维持高位。

图 33：国内电源及电网投资维持高位（%）

图 34：国内电网基本建设投资维持高位（亿元）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

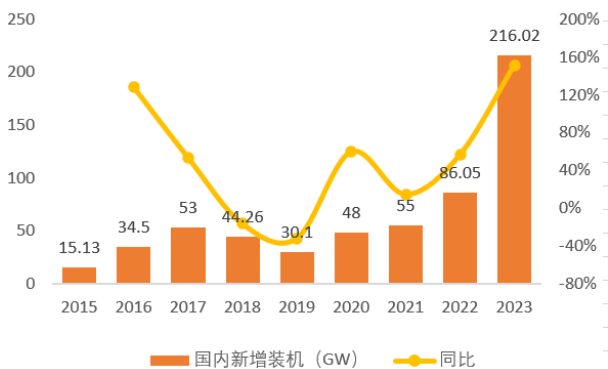


资料来源: Wind, 天风证券研究所

光伏装机超预期，23 年贡献铝需求主要增量。铝合金在光伏领域主要用于支架及光伏组件边框，在支架领域铝合金因重量轻、安装方便快捷等特点，更多应用于分布式电站，据 SMM 预测，光伏边框及支架对铝单耗分别为 0.65/0.7 万吨/GW。

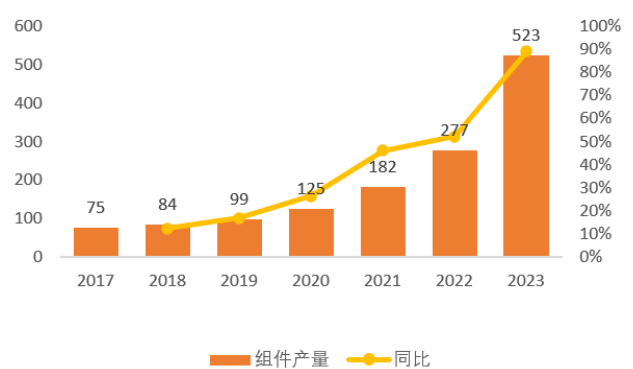
2023 年以来在光伏电站投资经济性及环境效益提升的驱动下，光伏新增装机量大幅增长。23 年全年国内光伏新增装机 216.02GW，同比+151.04%；国内光伏组件产量 522.9GW，同比+89%。按照 SMM 的测算方式，23 年国内光伏领域用铝量 506.4 万吨，同比增加 256.6 万吨，对 23 年铝需求增量起到了重要拉动作用。

图 35: 国内光伏新增装机量超预期 (GW)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 36: 国内组件产量及同比大增 (GW)



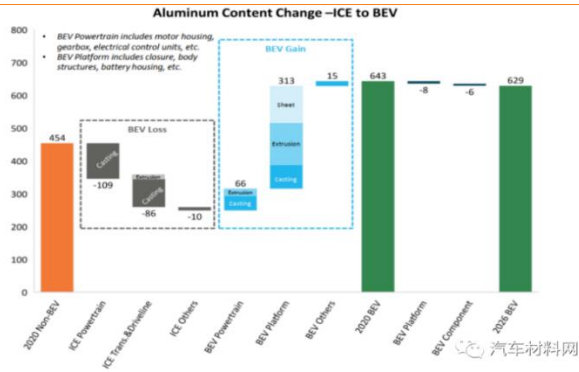
资料来源: 钢联, 天风证券研究所

新能源车因车身结构差异，单车用铝量有显著提升。据 Ducker Frontier 研究，新能源车单车铝合金使用量比传统燃油车多 41.6%。其中因减少了燃油车用发动机、传动系统以及其他零部件，较燃油车用铝量分别减少了 24.0%、18.9%和 2.2%。而纯电动车因动力系统和车身结构件铝合金用量更多，动力传动系统、结构件及其他零部件分别使单车用铝量提高了 10.3%、48.7%、2.3%。从铝材类型来看，传统压铸用铝比例下降，轧制板带箔和挤压型材占比相对提升。

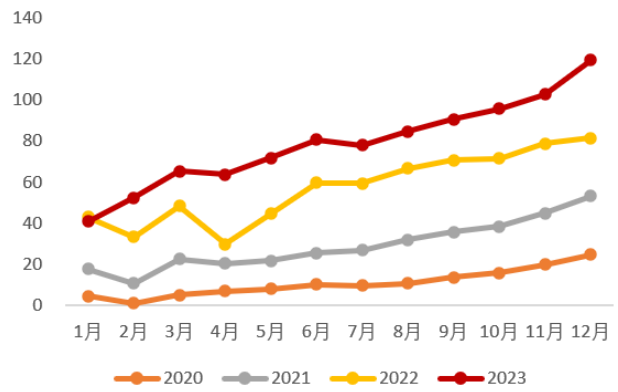
新能源车产销维持高景气度，对铝需求形成有效补充。在年初新能源补贴退坡以及燃油车降价抢占市场份额的背景下，2023 年国内新能源汽车销量 945 万辆，同比+37.5%，行业依然维持了较高的景气度。根据国际铝协数据，2021 年中国新能源车单车用铝量预计为 220kg/辆，整体单车用铝为 160kg/辆，2025 年单车用铝量将达到 240kg/辆。全年国内新能源车销量同比增速为 37.5%，我们假设当前新能源车单车用铝量维持在 220kg，测算得新能源车带来需求增量 56.7 万吨。

图 37: 油车到新能源车单车用铝量明显提升 (磅)

图 38: 国内新能源汽车销量景气度高 (万吨)



资料来源：全球铝合作伙伴公众号，汽车材料网公众号，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

有别于过往铝需求随下游传统行业周期变化呈现出的比较明显的周期性波动，我们认为当下及未来的铝需求呈现出两大异于以往的特征：

1) **新能源提供持续增量。**近年来随着光伏及新能源车行业的发展，新能源在铝下游应用中占比持续提升，一定程度上平滑了传统需求的周期性波动。据我们测算当前光伏+新能源车领域用铝需求已占到国内用铝需求的约 15%，23 年拉动的内需增速达到 4%，对总需求的拉动作用不可忽视。

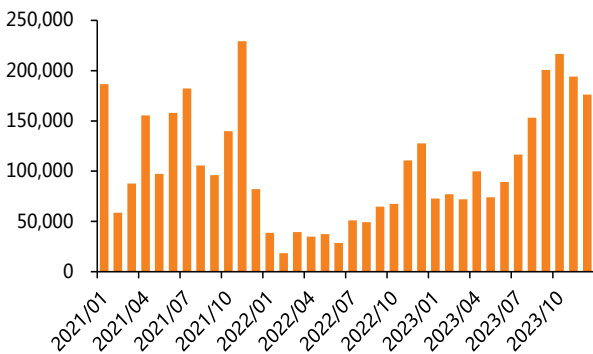
2) **需求特征变化导致传统终端跟踪指标有效性不足。**我们认为当前细分领域消费需求的差异化、多样化、反季节化已成为当前国内铝下游行业典型特征之一，例如 7 月以来以铝塑膜、A356 铝合金、电池壳等车用材料细分需求增量明显，部分企业订单量恢复至前高或刷新历史新高，但从汽车产量数据无法反映细分领域需求变化，表明随着下游铝应用范围的持续拓宽，在各个领域的单耗提升导致当前终端需求总量指标无法充分反映铝下游实际需求情况。

3.3. 进出口：海外需求疲软带来进口大增，后续影响或减弱

电解铝进口同比大增，俄罗斯为主要来源国。国内电解铝进口数量与内外盘铝价差有关，23 年 1-12 月国内电解铝进口量 154.3 万吨，同比大幅增加，主要系 22 年铝价因海外限电等原因保持内强外弱格局，而 23 年尤其是近期内盘铝较外盘更为强势导致进口窗口打开，电解铝大量流入国内。

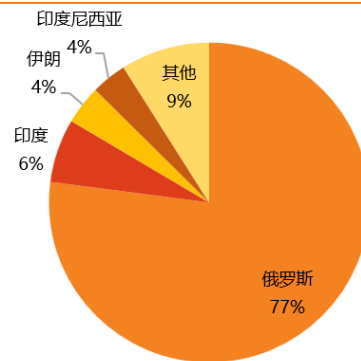
国内电解铝进口来源国主要为俄罗斯、印度、伊朗、印度尼西亚等国家，23 年俄罗斯占比 77%。22 年下半年以来国内电解铝进口主要来源国一直为俄罗斯，一方面系俄铝具有国际低碳认证标准，国内部分下游对此有一定刚需；另一方面受海外政局影响，俄铝在海外贸易方式发生变化，更多流向中国。

图 39：电解铝进口同比大增（吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：国内铝锭主要进口自俄罗斯（23 年）

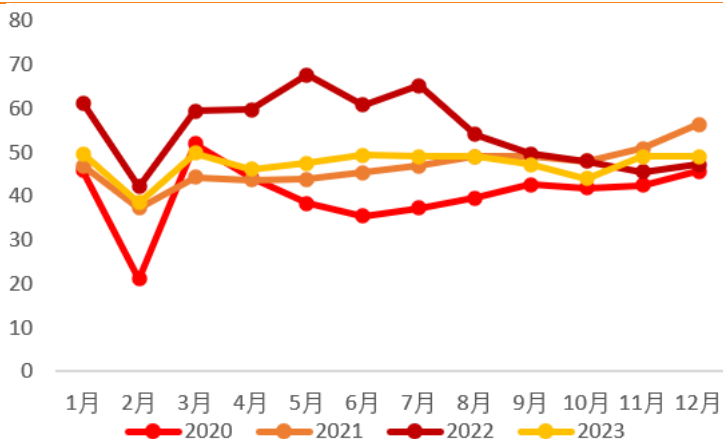


资料来源：海关总署，天风证券研究所

铝材出口同比下降，对国内电解铝需求形成拖累。因存在较高出口关税，国内铝出口主要通过铝加工材形式。22H1 铝材出口景气度较高，自 22H2 回落以来，铝及铝材出口量相对稳定。22 年全年未锻轧铝及铝材出口量为 660 万吨，23 年为 568 万吨，因 22 年的

高基数，同比减量 93 万吨，年内铝材出口对国内电解铝需求形成一定拖累。

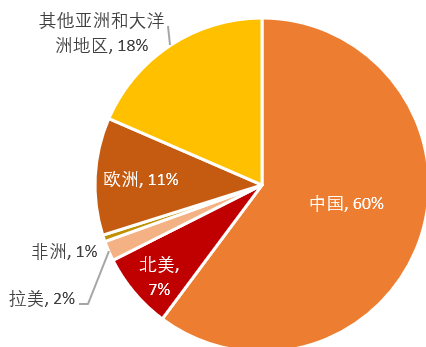
图 41：未锻轧铝及铝材出口数量（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

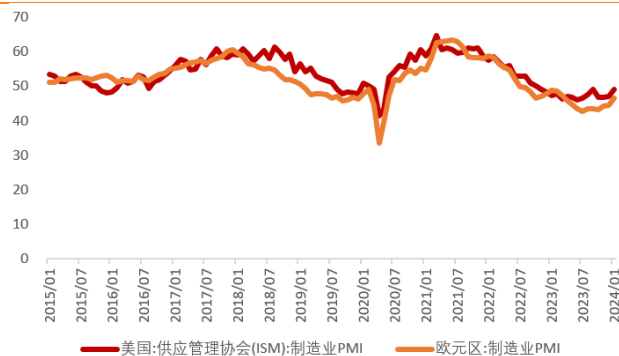
23 年海外消费疲软拖累铝需求，后续铝锭进口冲击或有所减弱。据 2020 年中国有色金属工业年鉴统计数据，全球铝消费超过一半集中在国内，此外欧洲及北美占比较高，分别达到 11%/7%。23 年以来欧美地区制造业 PMI 持续处于荣枯线以下，对铝需求形成一定拖累，我们认为疲软的海外需求是导致 23 年国内进口铝锭较多而出口铝材较少的原因之一。下半年开始欧美制造业 PMI 已有企稳回升态势，若后续海外需求阶段性企稳，一定程度上减少进口铝锭对国内供应的冲击，同时也能够拉动国内铝材出口需求，改善国内供需关系。

图 42：2020 年全球原铝消费分布



资料来源：钢联，天风证券研究所

图 43：欧美制造业 PMI



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 盈利预测

铝锭：1) 量：由于云南等地区的停产，公司电解铝产能利用率受到一定影响，预计 23-25 年公司铝锭销量为 153/152/152 万吨。**2) 价格：**考虑到供需紧张下铝价预期还有一定上涨空间，预计 23-25 年电解铝含税价格 18740/19000/19000 元/吨。

煤炭：1) 量：考虑到公司梁北煤矿等技改扩产，预计 23-25 年公司煤炭销量分别为 700/735/770 万吨。**2) 价格：**考虑到供应端安全检查等限制以及需求端钢铁行业平稳运行带动对炼焦等煤种的需求，预计煤炭价格相对稳定，假设 23-25 年公司煤炭平均售价为 1170/1170/1170 元/吨。

表 3：分业务营业情况（亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	煤炭	77.05	98.81	81.90	86.00	90.09
	铝锭	235.72	282.58	253.76	255.58	255.58
	其他	31.75	45.64	45.64	45.64	45.64
合计	344.52	427.04	381.31	387.21	391.31	

营业成本	煤炭	39.23	46.62	48.36	50.78	53.20
	铝锭	153.08	207.13	192.78	182.40	182.40
	其他	29.26	39.63	39.63	39.63	39.63
合计		221.57	293.38	280.77	272.81	275.23
毛利润	煤炭	37.81	52.19	33.54	35.21	36.89
	铝锭	82.65	75.45	60.98	73.18	73.18
	其他	2.48	6.01	6.01	6.01	6.01
合计		122.94	133.66	100.53	114.40	116.08

资料来源：公司公告，天风证券研究所

预测 23-25 年公司营业收入 381/387/391 亿元，同比-10.7%/+1.6%/+1.1%，归母净利润 55.8/65.8/67.3 亿元，同比-26.34%/+18.06%/+2.25%，当前市值对应 PE 分别为 8/6/6 倍。参考可比公司估值，给予 24 年 8x PE，目标价 23.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值（截至 2024 年 2 月 27 日）

股票代码	公司名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023	2024	2025
002532.SZ	天山铝业	263	25	33	38	10.5	8.1	6.9
000807.SZ	云铝股份	405	41	55	66	10.0	7.3	6.1
601600.SH	中国铝业	1,040	70	88	104	14.8	11.8	10.0
600595.SH	中孚实业	133	12	19	23	11.6	7.1	5.9
	平均值					11.7	8.6	7.2
000933.SZ	神火股份	418	56	66	67	7.5	6.4	6.2

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：可比公司数据均来自于 wind 一致预期

5. 风险提示

项目建设不及预期：公司还有铝箔和阳极项目在建，若项目建设不及预期，将对公司盈利产生负面影响。

产品价格波动风险：公司主要产品铝锭、煤炭及主要原材料氧化铝均属大宗商品，其市场价格受宏观经济形势、行业整体景气程度及市场供需基本面等多种因素影响，存在一定的价格波动风险，从而对公司的经营业绩造成影响。

云南电力供应不足风险：近年来，受降雨量偏少导致来水不及预期等因素影响，云南地区电力供应紧张，多次压减企业用电负荷；公司云南电解铝项目所需电力均来自网电，电力成本占总成本的比重较高，若云南地区进一步上调电价或限电限产，将给公司生产经营带来不确定性。

安全风险：国家对煤矿安全生产要求的不断提高和公司生产矿井开采水平的延伸，公司安全投入越来越高、安全管理难度不断增大，安全生产仍然长期面临一定风险，若发生安全事故，将会对公司的生产经营及经营业绩造成不利影响。

环保风险：公司主营业务煤炭、电力和电解铝在生产过程中排放的废水、废气、废渣等废弃物中含有一定的有害物质。随着国家在生态文明建设、环境保护方面的要求更加严格，若公司采取的环保措施无法达标，可能会受到限产影响和监管部门处罚，进而影响正常经营。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,514.83	17,907.31	17,158.74	17,424.55	17,608.82
应收票据及应收账款	388.36	711.08	771.77	777.08	809.89
预付账款	693.49	461.87	754.81	760.80	768.24
存货	2,776.89	3,099.79	3,139.59	3,225.98	3,654.72
其他	1,430.59	1,464.64	1,428.36	1,450.53	1,464.41
流动资产合计	15,804.16	23,644.69	23,253.26	23,638.94	24,306.09
长期股权投资	3,369.75	3,575.72	3,575.72	3,575.72	3,575.72
固定资产	20,542.59	20,734.47	19,704.77	18,665.07	17,615.36
在建工程	1,022.39	996.90	1,396.90	1,796.90	2,196.90
无形资产	4,823.31	5,244.82	5,170.47	5,096.12	5,021.76
其他	7,965.75	6,280.78	5,948.82	5,616.86	5,568.79
非流动资产合计	37,723.79	36,832.69	35,796.68	34,750.66	33,978.54
资产总计	53,527.95	60,477.38	59,049.94	58,389.60	58,284.63
短期借款	18,373.41	21,918.17	16,120.29	9,471.16	2,903.79
应付票据及应付账款	6,572.06	5,854.73	5,064.17	5,848.23	6,384.14
其他	7,535.55	6,682.83	7,126.10	7,298.08	8,067.88
流动负债合计	32,481.02	34,455.73	28,310.56	22,617.46	17,355.81
长期借款	4,891.16	3,218.61	4,000.00	4,000.00	4,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,206.84	1,382.98	1,294.91	1,338.95	1,316.93
非流动负债合计	6,097.99	4,601.59	5,294.91	5,338.95	5,316.93
负债合计	39,152.51	39,296.08	33,605.47	27,956.41	22,672.74
少数股东权益	5,010.23	5,137.31	5,776.98	6,532.20	7,304.40
股本	2,250.99	2,250.99	2,249.71	2,249.71	2,249.71
资本公积	2,679.95	2,659.47	2,659.47	2,659.47	2,659.47
留存收益	4,353.26	10,914.32	14,539.10	18,818.68	23,194.47
其他	81.00	219.22	219.22	173.14	203.86
股东权益合计	14,375.44	21,181.30	25,444.47	30,433.19	35,611.89
负债和股东权益总计	53,527.95	60,477.38	59,049.94	58,389.60	58,284.63

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,048.21	8,576.39	5,576.58	6,583.96	6,731.99
折旧摊销	1,600.44	1,700.68	1,304.05	1,314.05	1,324.05
财务费用	1,466.21	1,024.22	(8.10)	(54.39)	(124.41)
投资损失	(312.21)	228.30	(290.00)	(300.00)	(300.00)
营运资金变动	(413.04)	3,243.41	(313.72)	1,214.40	847.76
其它	5,906.70	(712.23)	979.62	1,164.12	1,186.88
经营活动现金流	11,296.31	14,060.76	7,248.43	9,922.14	9,666.27
资本支出	(2,440.98)	1,903.15	688.07	555.96	622.02
长期投资	297.50	205.97	0.00	0.00	0.00
其他	(243.62)	(2,571.29)	(949.21)	(860.45)	(919.78)
投资活动现金流	(2,387.10)	(462.17)	(261.14)	(304.48)	(297.76)
债权融资	(2,482.33)	237.12	(5,438.35)	(6,594.74)	(6,442.95)
股权融资	(1,639.33)	(2,133.26)	(2,297.52)	(2,757.11)	(2,741.28)
其他	(6,622.97)	(9,507.00)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(10,744.63)	(11,403.14)	(7,735.87)	(9,351.85)	(9,184.23)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,835.43)	2,195.45	(748.57)	265.81	184.27

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	34,451.57	42,703.85	38,130.53	38,721.21	39,130.71
营业成本	22,157.48	29,338.27	28,077.19	27,281.01	27,522.82
营业税金及附加	691.50	711.74	571.96	580.82	586.96
销售费用	387.08	328.64	381.31	387.21	391.31
管理费用	1,049.03	763.76	800.74	813.15	821.74
研发费用	145.40	183.78	762.61	774.42	782.61
财务费用	1,349.86	769.72	(8.10)	(54.39)	(124.41)
资产/信用减值损失	(3,587.35)	8.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	(4.48)	2.24	(1.12)
投资净收益	312.21	228.30	290.00	300.00	300.00
其他	6,600.09	(530.82)	0.00	0.00	0.00
营业利润	5,346.25	10,901.72	7,830.34	9,241.24	9,448.55
营业外收入	193.97	144.06	20.00	20.00	20.00
营业外支出	463.70	386.04	40.00	40.00	40.00
利润总额	5,076.52	10,659.74	7,810.34	9,221.24	9,428.55
所得税	2,028.31	2,083.35	1,249.65	1,475.40	1,508.57
净利润	3,048.21	8,576.39	6,560.68	7,745.84	7,919.98
少数股东损益	(185.90)	1,005.19	984.10	1,161.88	1,188.00
归属于母公司净利润	3,234.10	7,571.20	5,576.58	6,583.96	6,731.99
每股收益(元)	1.44	3.37	2.48	2.93	2.99

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	83.16%	23.95%	-10.71%	1.55%	1.06%
营业利润	956.31%	103.91%	-28.17%	18.02%	2.24%
归属于母公司净利润	802.57%	134.11%	-26.34%	18.06%	2.25%
获利能力					
毛利率	35.69%	31.30%	26.37%	29.55%	29.66%
净利率	9.39%	17.73%	14.62%	17.00%	17.20%
ROE	34.53%	47.19%	28.35%	27.55%	23.78%
ROIC	21.26%	43.04%	27.38%	32.23%	35.05%
偿债能力					
资产负债率	73.14%	64.98%	56.91%	47.88%	38.90%
净负债率	108.14%	43.24%	17.53%	-8.06%	-25.85%
流动比率	0.48	0.68	0.82	1.05	1.40
速动比率	0.39	0.59	0.71	0.90	1.19
营运能力					
应收账款周转率	55.58	77.68	51.43	50.00	49.32
存货周转率	14.27	14.53	12.22	12.17	11.37
总资产周转率	0.60	0.75	0.64	0.66	0.67
每股指标(元)					
每股收益	1.44	3.37	2.48	2.93	2.99
每股经营现金流	5.02	6.25	3.22	4.41	4.30
每股净资产	4.16	7.13	8.74	10.62	12.58
估值比率					
市盈率	12.94	5.53	7.50	6.36	6.22
市净率	4.47	2.61	2.13	1.75	1.48
EV/EBITDA	2.26	3.18	5.05	3.84	3.23
EV/EBIT	2.47	3.52	5.90	4.39	3.69

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com