

神火股份(000933)

报告日期: 2025 年 01 月 11 日

三重底部修复反弹

——神火股份深度报告

投资要点

- **多重底部修复反弹，高股息筑牢安全垫。**公司煤铝业务双轮驱动，电解铝基本面向好，上行趋势基本确定，煤炭下行接近底部，铝土矿进入宽松周期，氧化铝价格有望回调，利润有望显著增厚。

神火股份 20 年演化形成煤-铝-铝加工的一体化循环经济链。截至 2024 年中，公司主要产品年生产能力为：煤炭产能 855 万吨、装机容量 1400MW、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）、阳极炭块产能 40 万吨/年（云南神火另有 40 万吨产能在建）、铝箔 14 万吨/年。**截止到 2024H1，电解铝营业收入处于高位，占比接近 70%，为公司第一大业务；煤炭营收占比在 20%左右波动，是公司第二大业务板块。**

- **赛道β：铝价趋势性走高。**长期来看，铝行业价格中枢上移基本确定。全球正处于铝产业转移的迭代期，电解铝产能“东升西落”创造供给侧的投产空窗期。同时铝行业进入了以中国供给侧改革以及“双碳”目标为主导的能源改革的政策收获期，以大规模电力建设为基础的电解铝产能大爆发需静待火电市场/储能市场的高度完善，在此之前板块存在长期机会。需求侧明年后投资后周期需求有望重点发力，地产竣工端/电力电网侧需求边际走强，叠加新能源汽车需求持续。电解铝供需缺口扩大的趋势基本确定，基本面长期向好。

- **煤价下行接近底部。**对煤炭三轮产能年周期进行复盘，当前煤价接近底部，且本轮周期价格底部中枢有望在更高位置获得支撑。相对于 2016 年底的库存高位，本轮周期的库存高位与 2020 年的库存相对较为接近，均保持在 7000 万吨左右，与 2021 年 5000 万吨左右的库存低点相比，累库幅度较低；同时，煤炭中长期合同制度附加稳价作用，2024 年动力煤中长期合同(5500 大卡下水煤)全年均价约为 700 元/吨，同比基本持平，年内峰谷差在 13 元/吨左右。

- **氧化铝价格趋势性走低。**国内减产以及 GAC 停运造成的铝土矿短缺趋于缓解，原来预期在半年或者一季度缓和的减产影响被提前消化。同时国内整体铝土矿减产情况增速边际趋缓，减量已显著低于增量，随着 2025 年国内/印尼氧化铝提供新增量，且受制于电解铝新增产能有限以及成本高位带来的停产潮，氧化铝价格持续维持高位的动力相对不足，2025 年下跌趋势基本确定。

- **公司α：布局新疆+云南双翼格局，享有成本优势和低碳优势。**①新疆：低价疆煤加连接煤炭原料产地和电厂的输煤皮带走廊，电力成本优势突出，同时公司自备 40 万吨阳极炭块和 4*350MW 燃煤发电机组，产业链优势明显。权益产能 800 万吨/年的五彩湾煤炭开发稳步推进，为未来新疆地区电解铝产能扩张留存有足够的低价能源供应空间。②云南：随着全球产业链低碳要求趋严以及碳交易碳排放政策的有序推进，水电铝绿色溢价能力渐显。云南神火已顺利获得 ASI 认证，进入全球 ASI 铝采购供应链，且碳关税推进在即，以 2024 年底 63 欧元/吨的碳排放许可证价格进行单吨铝碳税计价成本测算，预计 2026 年成本端将节约 450 元/吨左右。

- **与市场的观点的差异（一）：业内普遍担心氧化铝价格下跌会显著带动电解铝价格下行。**我们认为电解铝/氧化铝形成了相对独立的基本面定价体系。商品价格由供需基本面进行定价，大多数时候原材料成本通过影响边际供给从而传导到供

投资评级：买入(维持)

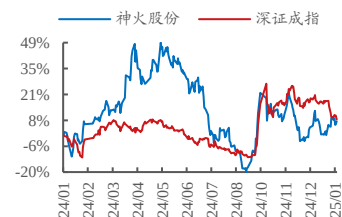
分析师：沈皓俊
 执业证书号：S1230523080011
 shenhaojun@stocke.com.cn

研究助理：何玉静
 heyujing@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 17.31
总市值(百万元)	38,936.26
总股本(百万股)	2,249.35

股票走势图



相关报告

- 1 《煤铝布局深化》 2024.03.26
- 2 《税收优惠增厚利润》 2023.12.05
- 3 《资产重估》 2023.11.24

需结构，如原材料大幅下降的情况下，下游利润走高而出现大量投产，进而影响定价。而电解铝板块存在产能投放特殊性：一方面因停槽费用较高且对槽型损伤较大，电解铝未因氧化铝大涨而出现供给侧大量出清/减产；另一方面因供给侧改革以及海外电力基础设施限制，原材料大跌后短期内难以释放较大产能，传导中枢被切割，亦不会因为氧化铝下跌而带动下跌。氧化铝/电解铝形成了相对独立的基本面定价体系。

□ **与市场的观点的差异（二）：市场普遍担心煤炭板块拖累公司业绩与估值。**我们认为煤炭板块的投资价值已经得到重估。由于煤炭公司稳定的现金流和高分红，且政策和各方利益存在诉求，其价格存在“上有顶、下有底”的特征，叠加煤炭中长期合同制度附加稳价作用，未来煤炭现货有望保持相对平稳，且从 2024 年全年来看平均 PE 已经从 6X 上涨到 10X 以上，整体估值水平显著提升。公司现金流充足，分红比例维持较高水平，股息率位于行业前列。高股息有望助力公司煤炭板块价值重估，2021 年以来，公司股息支付率维持在 30% 左右，2023 年公司归母净利润 59 亿元，现金分红总额 18 亿元，股息支付率 30%，股息率 5%。

□ **潜在的催化剂：重点关注铝价上涨。**整体来看 2024 年淡季不淡，需求结构性调整支撑全年铝价，历年春节前后开工率变化较为显著，如下游开工率水平快速回升或出现连续去库，则铝价有望进入拐点反弹。

□ 盈利预测与估值

基于煤价/铝价走势，预计 2024-2026 年实现归母净利润 42 亿元、54 亿元、62 亿元，对应现价 PE 为 9X、7X 和 6X。显著低于行业整体估值水平 10PE。根据同行业可比公司估值，分别给予 2025 年煤炭板块和电解铝板块 11 倍和 10 倍估值，预计 2025 年神火股份合理市值为 540 亿元，对应股价 24 元，相较于当前有 38% 空间，维持“买入”评级。

□ **风险提示：**电解铝需求不及预期、云南限电限产情况超预期、安全生产等风险

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	37,625	40,805	45,772	48,501
(+/-) (%)	-11.89%	8.45%	12.17%	5.96%
归母净利润	5,905	4,181	5,422	6,205
(+/-) (%)	-22.07%	-29.19%	29.66%	14.45%
每股收益(元)	2.62	1.86	2.41	2.76
P/E	6.64	9.38	7.23	6.32

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 神火股份：国资控股，煤铝双核业务格局	6
1.1 煤铝双核业务格局，凸显较强盈利韧性	6
1.2 实控人为河南商丘国资委，资产质量稳步提升	9
2 赛道 β：电解铝上行趋势基本确定	10
2.1 电解铝基本面向好，有望开启更强劲走势	10
2.2 煤炭下行接近底部，底部价格持续向上	12
3 公司 α：“新疆+云南”电解铝双翼配置价值凸显	14
3.1 新疆神火：煤电铝一体化打造成本优势	14
3.2 云南神火：绿电铝资产配置实现低碳布局	16
4 主要预期差	18
4.1 氧化铝价格与电解铝价格联动？	18
4.2 氧化铝价格上涨持续压制公司业绩？	19
4.3 煤炭板块拖累公司估值？	21
5 催化剂：主要关注铝价走势	22
6 盈利预测与估值	23
7 风险提示	25

图表目录

图 1: 公司一体化产业链 (截止到 2024H1)	6
图 2: 主营收入拆分	8
图 3: 毛利拆分	8
图 4: 营业收入及同比	8
图 5: 归母净利润及同比	8
图 6: 期间费用率不断降低	9
图 7: 财务费用率接近 0% (截止到 2024Q3)	9
图 8: 商丘市国资委是最大控股股东, 股权结构稳定 (截止到 2024Q3)	9
图 9: 云南神火持股比例提升, 持续优化资产结构(截止到 2024Q3)	10
图 10: ROE 拆分	10
图 11: 同业 ROE (2024 年 9 月 30 日)	10
图 12: 2024 年底中国电解铝运行产能达到 4386 万吨	11
图 13: 复产产能基本全数释放 (单位: 万吨)	11
图 14: 印尼单吨电解铝投资成本 (元/吨) — 增产受电力制约	11
图 15: 电解铝成本曲线以及当前价格位点 (2024/11)	11
图 16: 地产后周期 (竣工) 需求二阶导有望转正	12
图 17: 电网投资周期驱动特高压需求增长	12
图 18: 煤炭分类 (公司主要品类是贫瘦煤与无烟煤)	13
图 19: 煤炭周期复盘 (2021 年-至今煤价高位回落) (单位: 万吨, 元/吨)	14
图 20: 新疆煤电电解铝产业链 (2023)	14
图 21: 新疆电解铝维持较低成本优势 (2024H1) 单位: 元/吨	14
图 22: 各地动力煤价格对比 (单位: 元/吨)	15
图 23: 低电力成本——输煤皮带走廊	15
图 24: 自有煤炭资源-五彩湾矿区规划	16
图 25: 自有煤炭资源-五彩湾矿区距离	16
图 26: 云南神火股权结构 (截止到 2024H1)	16
图 27: 特斯拉碳足迹核查	17
图 28: 云南神火通过 ASI 认证	17
图 29: 欧洲碳交易&碳关税收取原理	17
图 30: 碳关税收取预测 (2023-2034)	17
图 31: 氧化铝价格突破新高, 达到 5800 元的历史新高	19
图 32: 中国氧化铝月度平衡	19
图 33: 氧化铝单吨利润 (行业平均)	19
图 34: 电解铝单吨利润 (行业平均)	19
图 35: 几内亚铝土矿发运量 (截止到 2024 年 11 月底) 单位: 吨	20
图 36: 1-11 月国内铝土矿产量累计同比减少 814 万吨	20
图 37: 1-11 月铝土矿主要港口出港量累计同比增长 1483 万吨	20
图 38: 资产负债结构明显好转	21
图 39: 现金流充足	21
图 40: 分红比例维持在 30%	22
图 41: 股息率处于高位	22
图 42: 下游开工率多数出现同比增长	23

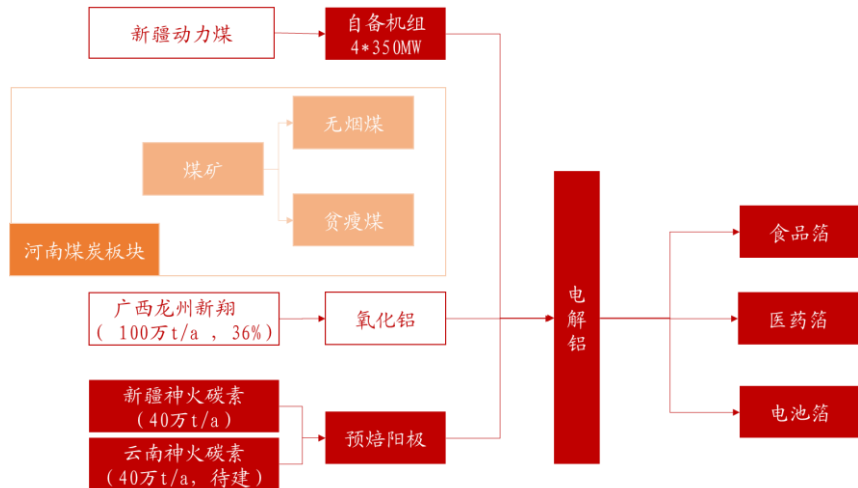
图 43: 电解铝社会流通库存（关键跟踪指标）	23
表 1: 电解铝产能梳理（截止到 2024H1）	6
表 2: 公司煤炭矿井产能情况（截止到 2024H1）	7
表 3: 电解铝供需平衡表.....	12
表 4: 铝箔产能梳理（2024/12）	18
表 5: 煤炭板块公司投资价值被重估（2025 年 1 月 6 日收盘价）	21
表 6: 2024-2026 年盈利预测.....	24
表 7: 公司 2023-2026 煤炭与电解铝可比公司估值.....	25
表附录: 三大报表预测值.....	26

1 神火股份：国资控股，煤铝双核业务格局

1.1 煤铝双核业务格局，凸显较强盈利韧性

神火股份 20 年演化形成煤-铝-铝加工的一体化循环经济链。截至 2024 年中，公司主要产品年生产能力为：煤炭产能 855 万吨、装机容量 1400MW、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）、阳极炭块产能 40 万吨/年（云南神火另有 40 万吨产能在建）、铝箔 14 万吨/年（铝箔坯料 15.5 万吨/年）。

图1：公司一体化产业链（截止到 2024H1）



资料来源：公司公告，广西安科院，浙商证券研究所

电解铝业务方面，公司目前已形成了新疆和云南两大区域布局，产能共 170 万吨，权益产能 132 万吨。

- 云南神火电解铝产能共 90 万吨，其指标主要来自于神火集团出资的 24 万吨指标、河南永城铝厂本部的 52 万吨与子公司沁澳铝业 14 万吨产值指标转移。目前公司对云南神火控股比例达到 58.25%，权益产能 52 万吨。
- 新疆煤电产能 80 万吨，100%持股，权益产能 80 万吨。

表1：电解铝产能梳理（截止到 2024H1）

地区	设计产能（万吨）	持股比例	权益产能	产能指标	产能（万吨/年）
云南	90	58.25%	52	神火集团出资	24
				永城铝厂转让	27
				永城铝厂转让	25
				沁澳铝业转让	14
新疆	80	100%	80	神火股份	80
合计	170	-	132	-	170

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

煤炭业务方面，公司有 855 万吨产能，其中 450 万吨贫瘦煤在许昌、345 万吨无烟煤在永城、60 万吨动力煤在郑州新密。

- ✓ 永城矿区是我国六大无烟煤生产基地之一，主要有三个煤矿：新庄、刘河、薛湖，均为公司百分百控股，权益产能分别为 180 万吨，45 万吨和 120 万吨。公司主要生产产品为精煤、块煤、洗混煤及型焦等，主要产品为高炉喷吹煤，具有低硫、低磷、中低灰分、高发热量等优点，主要应用于冶金、化工、电力等行业，形成“永成”牌无烟煤品牌。
- ✓ 许昌矿区生产的贫瘦煤粘结指数比较高，主要产品为炼焦配煤，可以作为主焦煤的配煤使用，具有良好的市场需求，主要有泉店煤矿和梁北煤矿两个矿区，随着去年梁北煤矿的改扩建完成，产能由 90 万吨/年扩建至 240 万吨/年，产量逐年爬坡。
- ✓ 新密矿区大磨岭煤矿有 60 万吨动力煤在产。

除了目前已形成的 855 万吨的煤炭产能外，公司还有两大煤炭资源，赵家寨煤矿保有储量 3.15 亿吨，准东煤田五彩湾矿区地质储量达到 25.32 亿吨，未来发展空间巨大。

表2：公司煤炭矿井产能情况（截止到 2024H1）

矿区	项目名称	煤种	核定产能 (万吨)	持股比例	权益产能 (万吨)	精煤率	产量(万吨)	状态
永城煤矿	新庄煤矿	无烟煤	180	100%	180	75%	300-310	在产
	薛湖煤矿	无烟煤	120	100%	120	75%		在产
	刘河煤矿	无烟煤	45	100%	45	75%		在产
许昌煤矿	泉店煤矿	贫瘦煤	210	82%	172	75%	300	在产
	梁北煤矿	贫瘦煤	240	100%	240	75%		在产
新密煤矿	大磨岭煤矿	动力煤	60	51%	31	-	-	在产
已有产能合计			855	-	788	-	-	-
待开发产能	赵家寨矿	贫煤	300	39%	117	-	-	暂未取得采矿权
			2000	40.07%	801	-	-	暂未取得采矿权

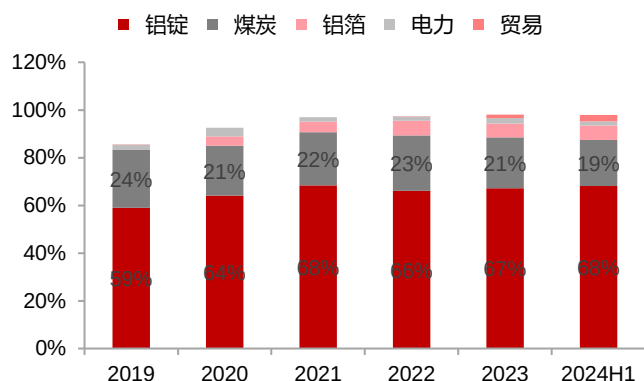
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

煤铝双轮驱动，当前电解铝板块为核心业务。截止到 2024 年中，公司煤炭和电解铝业务毛利占比合计达到 92%，其中电解铝业务接近 70%，成为公司支撑性板块。

（1）从公司的主营业务构成来看：截止到 2024H1，电解铝营业收入处于高位，占比接近 70%，为公司第一大业务；煤炭营收占比在 20%左右波动，是公司第二大业务板块。公司 2019 年收购上海铝箔和神隆宝鼎以来，铝箔业务发展迅速，目前占比稳定在 6%。

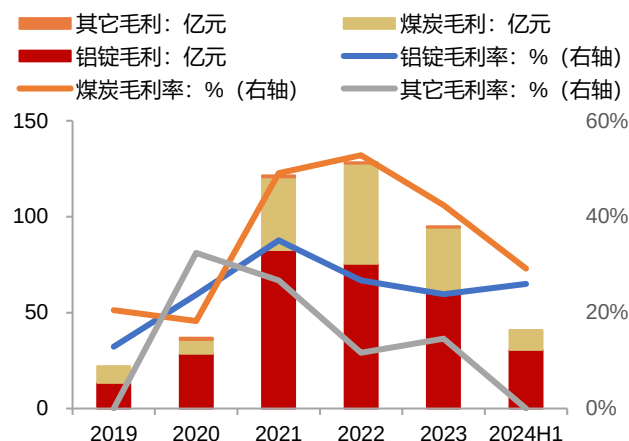
（2）从毛利构成上来看：电解铝业务贡献公司核心利润。2018-2019 年煤炭业务盈利水平较高，毛利率远超电解铝；2020 年后电解铝价格激增成为公司盈利的主动力；2021 年电解铝与煤炭周期共振，毛利率同步提升；2022-2024H1 年煤炭由于进口恢复以及累库等原因进入下行周期，电解铝盈利更具韧性，占比持续提升，成为公司核心业务板块。

图2: 主营收入拆分



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

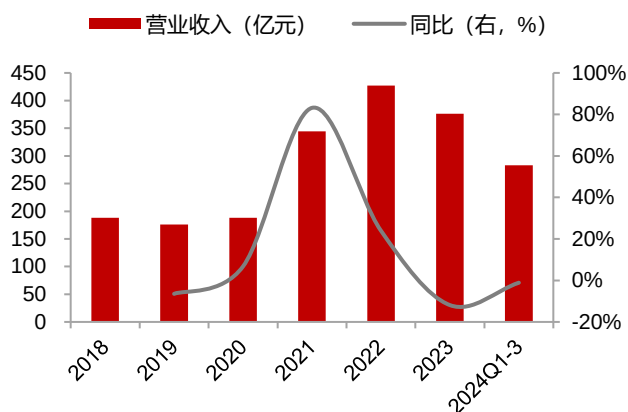
图3: 毛利拆分



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

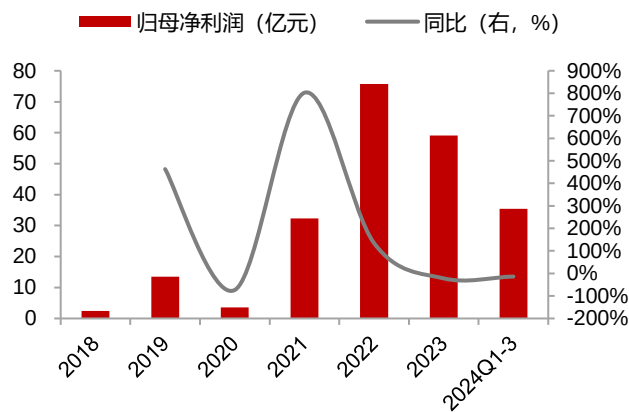
受煤价下行影响 2024 年业绩承压，电解铝板块上行托底业绩。2021-2022 年期间，国内电解铝价格与煤炭价格上涨幅度较大，带动神火股份营业收入与归母净利润双双高增。2023 年神火股份实现营业收入 376 亿元，同比减少 12%；实现归母净利润 59 亿元，同比减少 22%，主要在于煤价/铝价高位回落。2024Q1-3，公司实现营业收入 283.1 亿元，同比基本持平；实现归母净利润 35.38 亿元，同比-13.75%，主要原因在于 2024 年煤价出现大幅回调，煤炭盈利能力大幅下挫。公司煤炭板块毛利占比从 2022 年的 41%回落至 2024H1 的 23%，目前维持在历史较低水平。

图4: 营业收入及同比



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

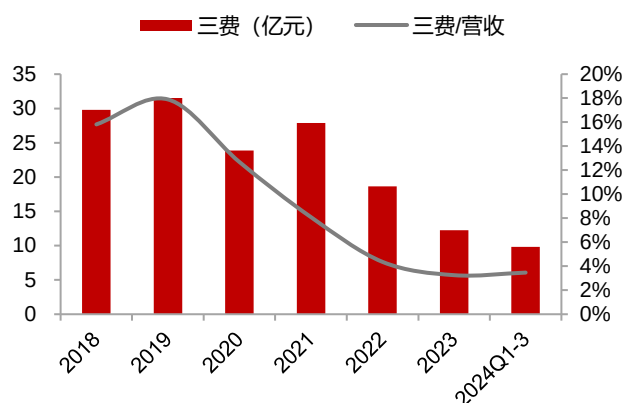
图5: 归母净利润及同比



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

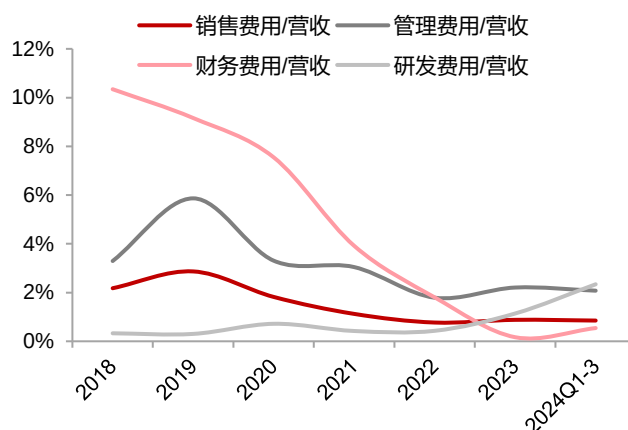
期间费用维持较低水平，管理经营层面持续改善。融资规模大幅降低，前期投入回报明显。2023 年全年，公司三费率维持较低水平，全年公司三费率为 3.25%，同比-1.11pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.88%、2.21%、0.17%，同比+0.11pct、+0.42pct、-1.63pct；财务费用下降主要原因是公司资产负债率改善，融资成本、融资规模大幅降低。

图6：期间费用率不断降低



资料来源：iFind，浙商证券研究所

图7：财务费用率接近 0%（截止到 2024Q3）

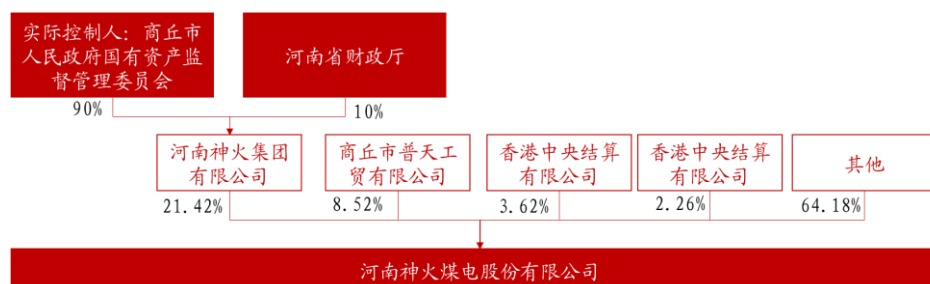


资料来源：iFind，浙商证券研究所

1.2 实控人为河南商丘国资委，资产质量稳步提升

公司实际控制人为河南商丘市国资委，股权结构稳定。根据 2024Q3 数据，河南商丘国资委的全资子公司河南神火集团有限公司持有公司股份 21.42%，为公司第一大股东。进一步进行股权穿透，商丘市国资委控股比例达到 19.28%，河南省财政厅控股比例达到 2.14%，国有背景为公司的稳定发展提供保障。商丘市普天工贸有限公司、商丘新创投资股份有限公司为公司第二和第三大股东，股权占比分别为 8.52%和 3.62%，商丘新创投资是神火集团和本公司部分中高级管理人员及技术骨干发起设立的民营企业，与神火集团构成一致行动人。

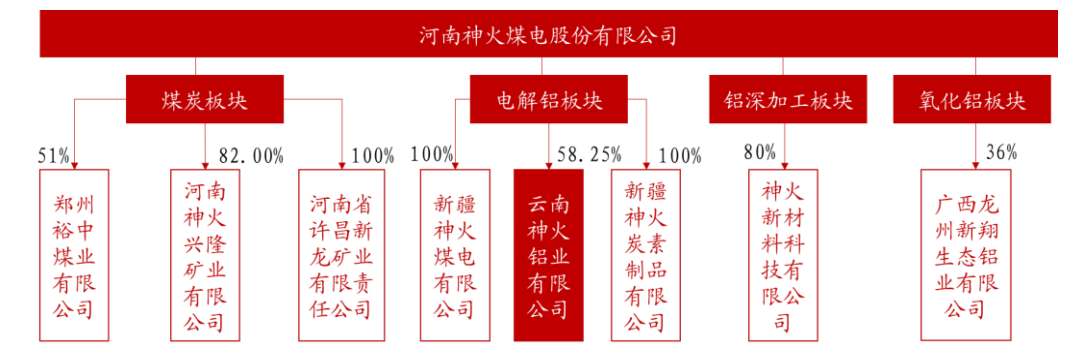
图8：商丘市国资委是最大控股股东，股权结构稳定（截止到 2024Q3）



资料来源：公司公告，iFind，浙商证券研究所

公司持续提升资产质量，手握永城无烟煤、新疆神火/云南神火等优质资产，并不断调整优化资产结构，提升资产质量。2023 年 8 月 22 日，公司发布公告收购河南资产基金持有的云南神火 9.90%股权，商丘新发持有的云南神火 4.95%股权，交易完成后，公司持有云南神火的股权从 43.40%转变为 58.25%，获得云南神火的绝对控制权，进一步提升了公司在具有成本优势的云南地区的电解铝权益产能。2024 年 4 月，公司转让了神火发电 51% 股权，其发电装机容量 600MW、阳极炭块产能 16 万吨不再纳入公司合并报表范围。

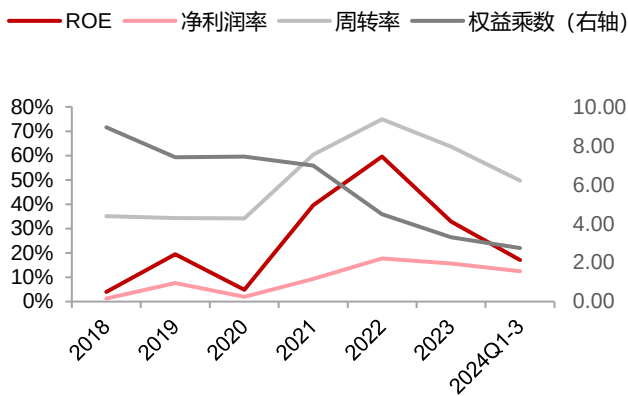
图9：云南神火持股比例提升，持续优化资产结构(截止到 2024Q3)



资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

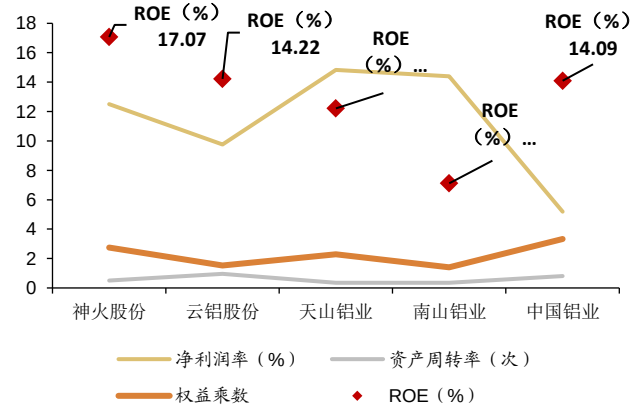
公司 ROE、ROA 在同行可比公司中位居前列。截止到 2024Q3，公司 ROE 为 17.07%，在电解铝行业中，公司的 ROE 水平位居前列，其主要原因在于公司较高的成本控制能力，体现较高投资回收价值。

图10：ROE 拆分



资料来源：iFind，浙商证券研究所

图11：同业 ROE (2024 年 9 月 30 日)



资料来源：iFind，浙商证券研究所

2 赛道β：电解铝上行趋势基本确定

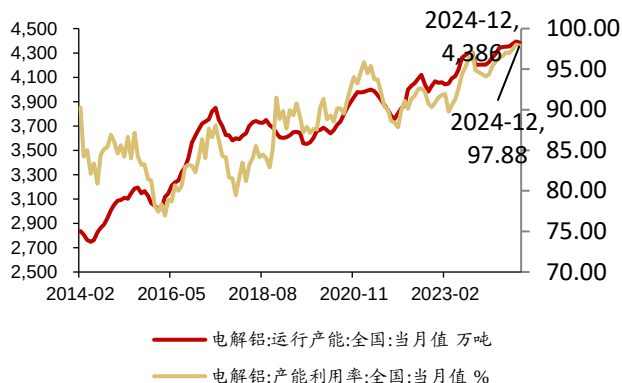
2.1 电解铝基本面向好，有望开启更强劲走势

电解铝以工业属性为主，定价模式偏供需基本面博弈。电解铝供需存在核心约束，国内产能接近天花板叠加海外限产停产持续，地产/电力后周期需求边际走强，叠加新能源汽车需求持续，供需缺口扩大的趋势基本确定，电解铝基本面长期向好。

- 供给方面：**（1）国内供给侧改革+节能降碳方案锁定产能红线，严限国内新增，国内后续新增产能仅限于目前少量指标投产。除此之外，2024 年间复产产能基本全数得到释放，尤其是云南电解铝提前复产带动全年复产产量提升，目前仅存在 Q1 云南不减产预期带动的近 30 万吨的复产增量。2017 年供给侧改革确定了 4500 万吨电解铝合规产能“天花板”，截止到 2024 年 12 月底，电解铝运行产能达到 4386 万吨，产能利用率提升至 98%，无比接近产能天花板。（3）海外东南亚地区成为增产主力，然而中国承诺“**不对外建设火电机组**”，新能源电力难以独立承接电解铝用电需求，全球电解铝产能增速受到制约。（4）铝土矿资源紧缺带动氧化铝成本抬升，于近期带来新一轮减产潮。根据我们统计，目前电解铝企业减产

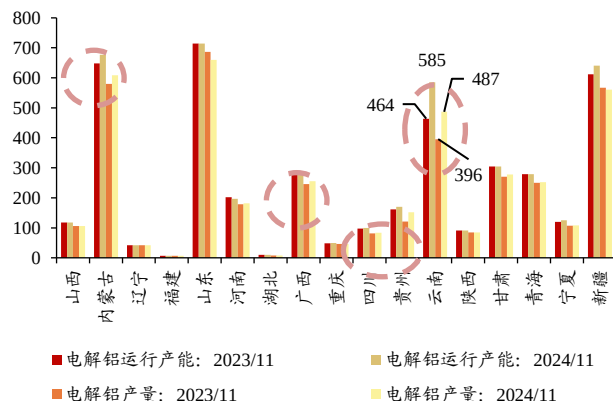
叠加延期复产的约 7 例，涉及产能约 80 万吨。从成本曲线来看，截止到 2024 年 11 月亏损产能已达到约 30%，2024 年 12 月随着氧化铝价格持续抬升亏损产能进一步扩大。

图12： 2024 年底中国电解铝运行产能达到 4386 万吨



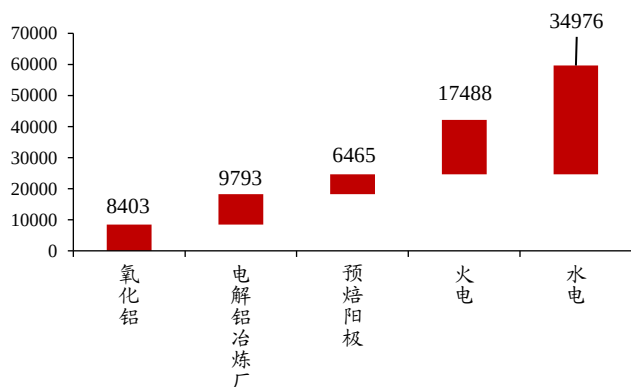
资料来源：iFind，浙商证券研究所

图13： 复产产能基本全数释放（单位：万吨）



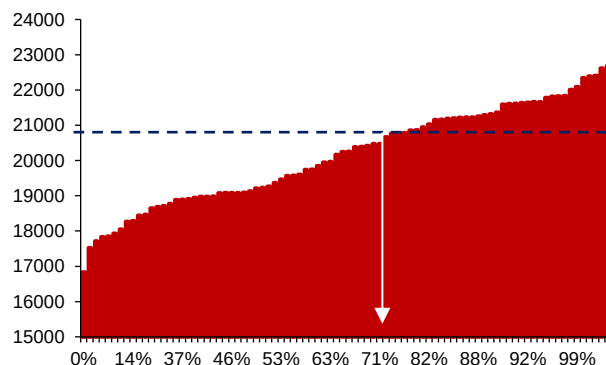
资料来源：iFind，浙商证券研究所

图14： 印尼单吨电解铝投资成本（元/吨）—增产受电力制约



资料来源：SMM，ASI 等公开资料，浙商证券研究所整理

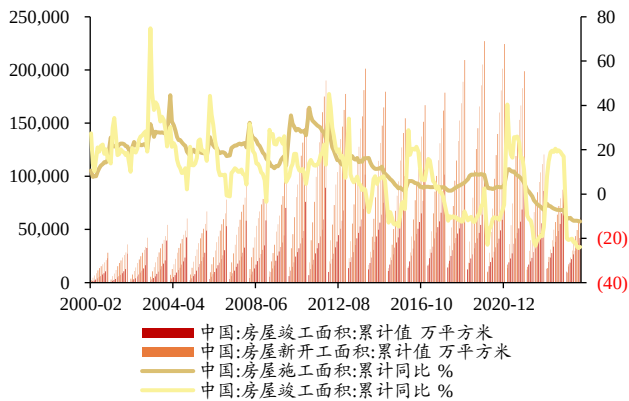
图15： 电解铝成本曲线以及当前价格位点（2024/11）



资料来源：阿拉丁，百川盈孚，钢联等，浙商证券研究所

- 需求方面，竣工端需求边际减量加速已不具有条件，汽车领域新能源渗透率的提高以及车身轻量化的发展趋势拉动铝需求增长，新能源基建也有望超预期发力，电网、风电、光伏等的建设推动电子、电力行业用铝占比提升。（1）我们预计 2025 年新能源汽车领域耗铝量约 475 万吨，2030 年超过 1000 万吨；铝边框属于光伏不可或缺的辅材，预计 2025 年光伏耗铝量约为 287 万吨；铝在风电领域逐渐崭露头角，预计 2025 年风电领域带动铝需求量 134 万吨。（2）目前国内地产政策端频繁释放积极信号，“期房”带来大量的已开工待竣工面积溢出，急切释放流动性推动逆向变化，即竣工大于开工，地产后周期（竣工）需求二阶导有望转正。（3）在过去的几年内全球快速增长的风光大基地建设速度远高于电网建设速度，配套外送通道建设缓慢之下，新能源并网问题成为弃电主因。新能源装机的高峰过后，新型电力系统的主要矛盾已经从电源侧悄然转移至电网侧。国家电网 2024 年工作会议提出，“以特高压和超高压为骨干网架”被列在“四大基础”之首，电力建设后周期对铝需求拉动力十足。此外，海外美联储持续降息，全球资本开支转向宽松，有望实现机械/工业等需求边际走高。

图16: 地产后周期(竣工)需求二阶导有望转正



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

图17: 电网投资周期驱动特高压需求增长



资料来源: SMM, 浙商证券研究所

综上, 长期来看电解铝供给边际收窄, 需求边际走阔, 2025 年供需缺口日益扩大的趋势基本确定, 铝价有望得到供给压制和需求提振的双重助推, 开启强劲的主升浪行情。

表3: 电解铝供需平衡表

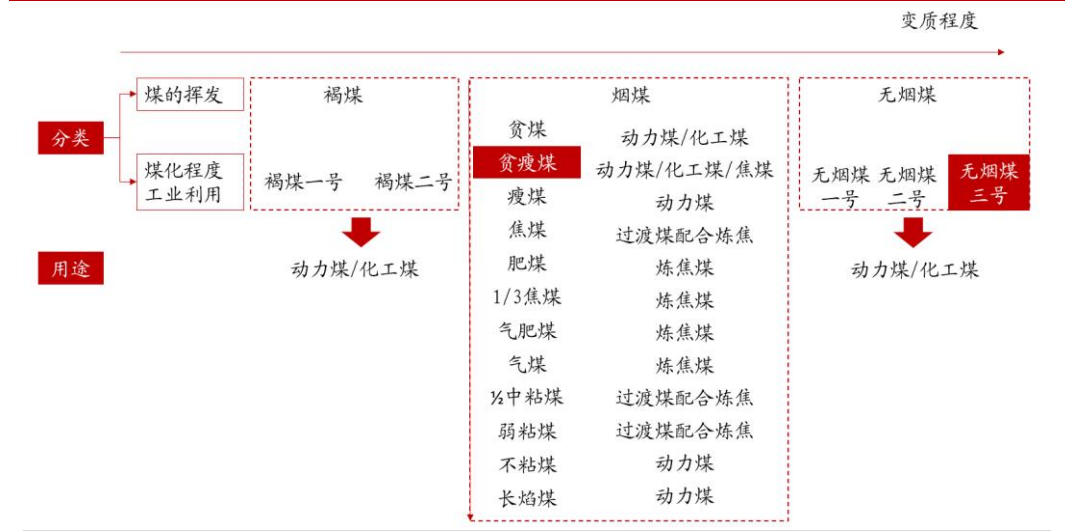
		2022/万吨	2023/万吨	2024E/万吨	2025E/万吨	2026E/万吨
供给		6846	7033	7149	7247	7412
供给增速 (%)		2%	3%	2%	1%	2%
国内	新建产能		23	37	10	55
	复产产能		101	83	28	
	运行产能	4043	4167	4287	4325	4380
海外	新建产能		40	28	86	110
	复产产能		43	0		0
	减产产能		20	32	25	0
	运行产能	2803	2866	2862	2922	3032
需求		6866	7029	7,175	7,344	7,530
需求增速		-1%	2%	2%	2%	3%
传统需求	建筑	1558	1617	1485	1377	1298
	电力&机械	1441	1478	1555	1636	1718
	交通 (传统油车/轨交等)	1360	1175	1117	1047	973
	包装&消费	1058	955	1044	1141	1246
	其他	1029	1036	1042	1049	1055
新能源需求	新能源汽车	200	450	564	687	811
	光伏	144	199	235	259	272
	风电	77	114	128	145	156
供需平衡		-20	8	-21	-93	-116

资料来源: IAA, iFind, 公司公告, wind 等, 浙商证券研究所

2.2 煤炭下行接近底部, 底部价格持续向上

按照煤的挥发程度来划分, 煤炭可以分为褐煤/烟煤和无烟煤; 按照用途来看, 煤炭可以划分为动力煤/炼焦煤/化工煤等。公司所产煤炭为无烟煤和贫瘦煤, 是国内冶金企业高炉喷吹用精煤的主要供应商之一, 永城矿区生产的煤炭属于低硫、低磷、中低灰分、高热量的优质无烟煤, 是冶金、电力、化工的首选洁净燃料, “永成”牌无烟煤有较好的市场基础; 许昌矿区生产的贫瘦煤粘结指数比较高, 可以作为主焦煤的配煤使用, 具有良好的市场需求。优良的产品质量和品牌影响力为公司产品保持市场竞争地位奠定了基础。公司煤种变质程度较高, 如煤价进一步下滑, 可以转为电煤缓解压力。

图18: 煤炭分类（公司主要品类是贫瘦煤与无烟煤）



资料来源：中国锅炉与锅炉水协会等，浙商证券研究所

对煤炭三轮产能年周期进行复盘，煤价接近底部，且底部价格持续向上。本轮周期开始于2021年产能快速收缩或者是进口煤量限制带来煤炭供应紧缩，从而带来煤价上涨，短期上涨之后2023年产能逐步恢复，需求走弱，供需格局恶化，煤价下跌。

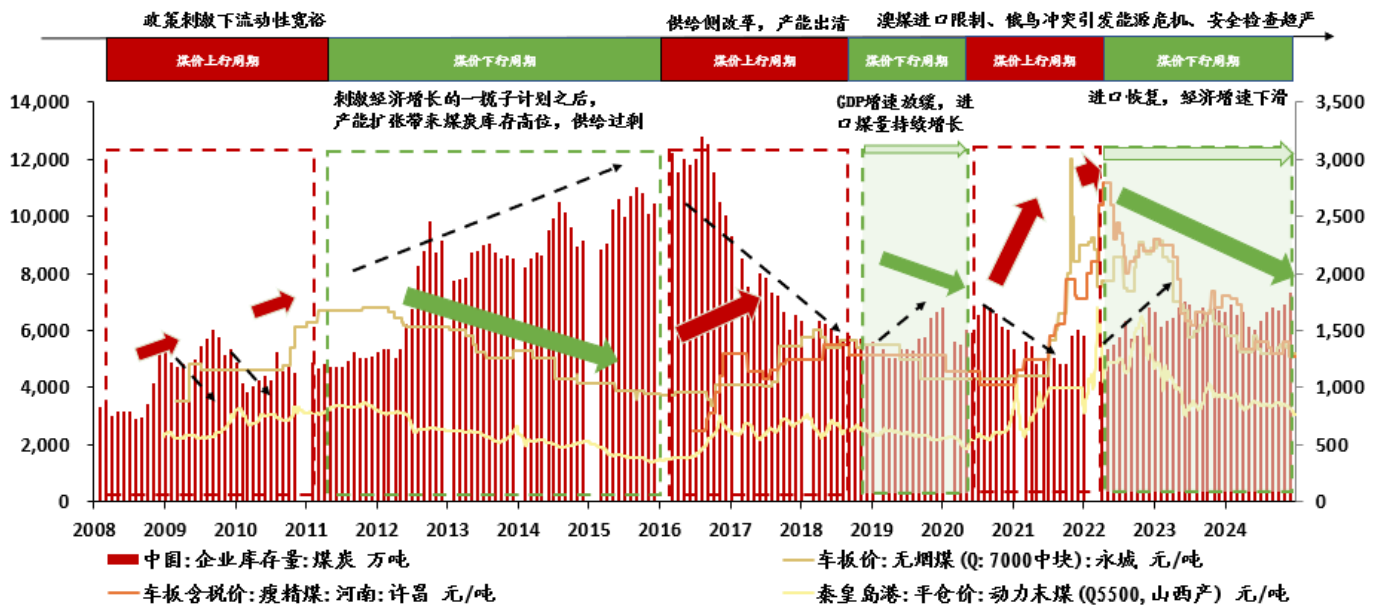
第一轮周期：2009-2010年，经济危机之后，国内经济政策刺激需求，流动性宽裕，煤价中枢持续抬升；2011-2015年，经济危机之后，GDP增速放缓，煤炭需求下滑，同时由于前期无序的产能扩张，煤炭供给严重过剩，2015年煤炭库存达到历史最高位，煤价探底，动力煤价格跌至350元/吨左右。

第二轮周期：2016-2018年，供给侧改革政策出台，煤炭行业大量落后产能被淘汰，煤炭产量锐减，煤价重新回升；2019-2020年，在GDP增速放缓、进口煤量持续增长的影响下，煤价开始回落，动力煤探底价格在450元/吨左右，相较于上一轮周期，煤价底部中枢抬升。

第三轮周期：2021年，供需错配出现煤价季度演绎，澳煤进口限制促使进口煤结构变动，进口煤量数量锐减，安全检查趋严也对国内供给端造成较大约束，极端天气影响带来需求高位，煤价拉高，2022年印尼限制出口致进口煤量进一步缩减，俄乌冲突导致全球能源紧缺恐慌加剧，煤价达到历史高位；2023年后，由于2022年暖冬带来的海外未消纳库存以及澳煤进口限制放开缓解了煤炭供给焦虑，同时GDP增速下滑，国内用电量增速弱于原煤产量增速，煤价进入下行周期，2023年底动力煤煤价触及750元底部后开始反弹，于2023年上升至1000元后向下，截止到2024年12月底，动力煤价格跌至760元/吨左右。

煤价整体下跌空间相对有限。相对于2016年底的库存高位，本轮周期的库存高位与2020年的库存相对较为接近，均保持在7000万吨左右，与2021年5000万吨左右的库存低点相比，累库幅度较低；同时，煤炭中长期合同制度附加稳价作用，2024年动力煤中长期合同(5500大卡下水煤)全年均价约为700元/吨，同比基本持平，年内峰谷差在13元/吨左右。

图19：煤炭周期复盘（2021年-至今煤价高位回落）（单位：万吨，元/吨）



资料来源：wind，iFind，浙商证券研究所

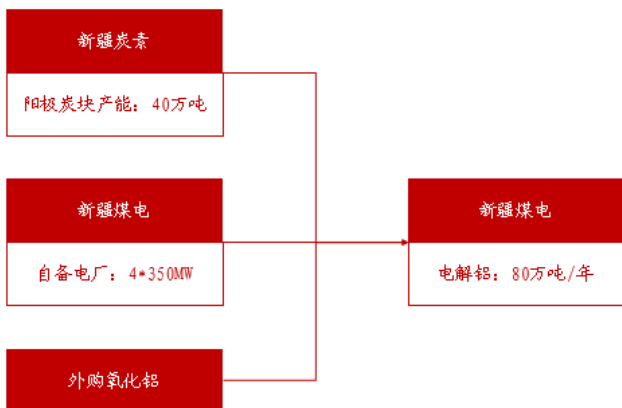
备注：黑色虚线代表库存变化趋势，蓝色或者红色箭头表示煤价变化趋势。

3 公司 α ：“新疆+云南”电解铝双翼配置价值凸显

3.1 新疆神火：煤电铝一体化打造成本优势

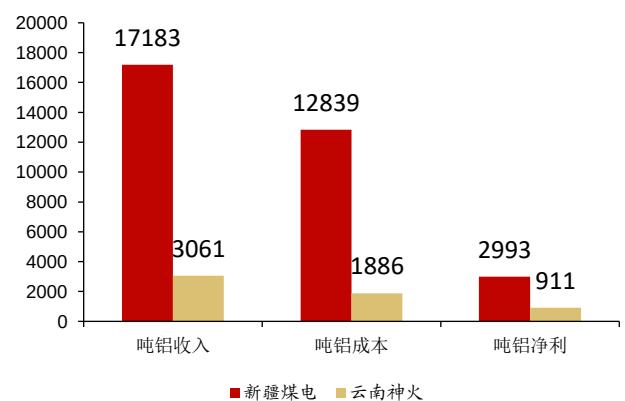
公司充分利用新疆地区能源优势，在新疆地区打造出较为完整的电解铝产业链条。80万吨电解铝生产线配套建设有40万吨阳极炭块和4*350MW燃煤发电机组，同时建设有连接煤炭原料产地和电厂的输煤皮带走廊，电力和阳极炭块完全自供。由于新疆铝土矿资源匮乏，氧化铝业务难以开展，因此氧化铝原材料均来自外购。2022年6月24日，公司与下属全资子公司新疆神火资源有限公司签订股权无偿划转协议，从而持有新疆神火煤电有限公司100.00%股权及新疆神火炭素制品有限公司100.00%股权，缩减管理层级与管理费用，新疆一体化产业链逐步完善。

图20：新疆煤电电解铝产业链（2023）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图21：新疆电解铝维持较低成本优势（2024H1）单位：元/吨



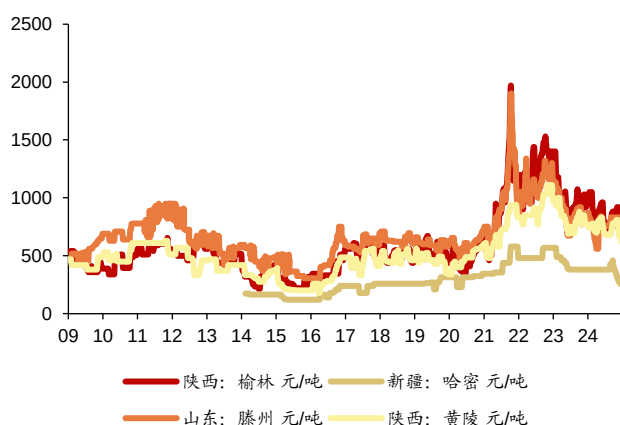
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

从成本端拆分来看：

一、电价是区分电解铝冶炼企业成本的最关键因素，电解铝作为大宗商品，最核心的是成本优势比拼，新疆煤炭优势突出，自备电厂凸显成本优势。

- (1) **疆煤区位优势：**影响新疆用电价格的最大因素是煤炭价格，新疆低价用煤成本在行业内非常具有优势。公司每年都会和湖北宜化、中国神华所属矿井洽谈煤炭价格。新疆资源丰富，新疆煤炭资源储量大概占全国 40%，探明的可采储量是全国第四位，且煤炭埋藏较浅，开采成本较低，具有天然的能源优势保证，尤其昌吉的在产产能最大，而且核增的产能最多，这种供给格局短期内不会发生变化。根据公司公告显示，新疆煤电的平均用电价格为 0.23-0.24 元/千瓦时，在全国范围内处于极低水平，由于电解铝生产成本中 30%以上为电力成本，因此在吨铝成本上公司具有绝对优势。
- (2) **廊道运输优势：**公司自备电厂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。通过廊道运输，可以不受季节、环保等各种因素影响，能保证长期、持续、稳定的供应，所以煤炭能够以较低价格结算，相当于坑口电厂，进一步有效控制成本。

图22：各地动力煤价格对比（单位：元/吨）



资料来源：iFind，浙商证券研究所

图23：低电力成本——输煤皮带走廊



资料来源：浙商证券研究所拍摄

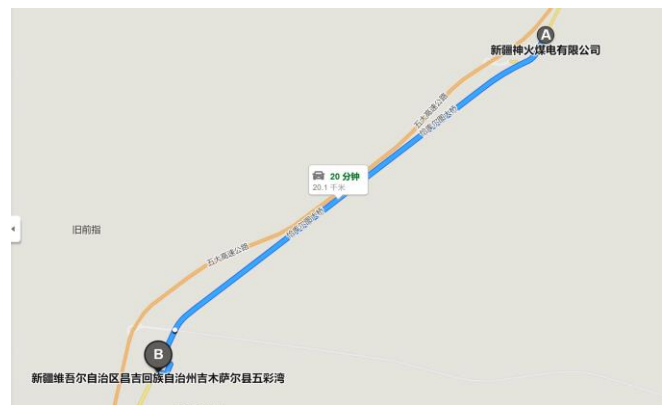
- (3) **新疆地区煤炭资源存在早期布局，公司 10 亿吨权益煤炭资源量待开发，有助于进一步完善新疆煤电铝产业链增大降本空间，同时为未来新疆地区电解铝产能扩张留存有足够的低价能源供应空间。**2013 年 9 月 24 日，新疆维吾尔自治区国土资源厅就《准东煤田五彩湾矿区煤炭矿业权整合方案》进行了为期 7 天的公示，整合后的五彩湾矿区设置 5 个露天矿、3 个井工矿、3 个后备区，其中 5 号露天矿由神华新疆能源公司牵头，新疆神火煤电有限公司、新疆中和兴矿业有限公司、新疆能源(集团)有限责任公司联合开发，其中新疆神火煤电持股 40.07%。5 号露天矿距离公司仅 20 公里左右，地质储量预计为 25 亿吨，其中公司子公司新疆神火煤电有限公司的权益资源量约为 10 亿吨，规划产能为 2000 万吨/年，权益产能约为 800 万吨/年。

图24: 自有煤炭资源-五彩湾矿区规划



资料来源: 新疆维吾尔自治区国土资源厅, 浙商证券研究所

图25: 自有煤炭资源-五彩湾矿区距离



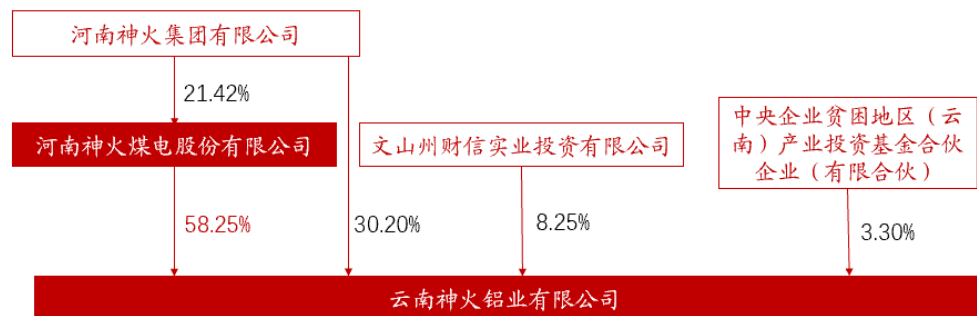
资料来源: 百度地图, 浙商证券研究所

二、优越产地位置打造阳极炭块成本优势。预焙阳极的主要原材料为石油焦，得益于靠近石油焦产地以及新疆较低的天然气价格，公司的阳极炭块也具有较强的成本优势。公司在新疆布局的40万吨预焙阳极，产能可满足全部电解铝生产需求。

3.2 云南神火：绿电铝资产配置实现低碳布局

云南神火建立于云南省文山州富宁县，公司锁定云南神火58%的股权，为实际控制人，当前公司在云南地区的电解铝产能90万吨，权益产能为52万吨/年。2018年公司与神火集团、文山城投在文山州富宁县合伙出资设立云南神火，共同投资建设“云南绿色水电铝材一体化项目”。目前，公司直接持有云南神火58.25%股份，公司控股股东神火集团持有30.20%股份，合计持有88.45%，其余股东持有11.55%股份，公司享有控股权。

图26: 云南神火股权结构（截止到2024H1）



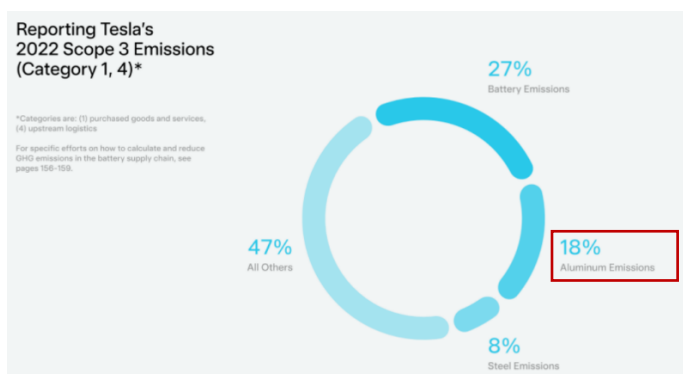
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

云南电解铝配置价值凸显。随着全球产业链低碳要求趋严，碳交易以及碳关税的迅速推进，“绿色名片”对于电解铝的重要性逐步提升，云南神火已顺利获得ASI认证，进入全球ASI铝采购供应链。同时云南地区具有近氧化铝产地和电解铝销地的双重区位优势，公司已实现从电解铝到铝加工的产业链延伸，产品附加值提升，竞争优势更加凸显。

(1) 全球产业链低碳要求：以特斯拉为例，对特斯拉汽车产品中的范围三的碳足迹进行核查，铝的排放占比为18%，电池占比27%，钢占比8%，其他占比

47%，特斯拉计划要求 100% 的一级铝供应商实施铝业管理倡议 ASI 绩效标准并进行认证，要求他们制定相应的管理体系来跟踪温室气体排放并进行公开披露。云南神火铝业有限公司已顺利通过铝业管理倡议（ASI）绩效标准官方审核认证，获得 ASI 绩效标准认证证书。为云南神火铝产品成功进入全球 ASI 铝采购供应链迈出了坚实一步。

图27: 特斯拉碳足迹核查



资料来源：有色新闻，浙商证券研究所

图28: 云南神火通过 ASI 认证



资料来源：云南神火，浙商证券研究所

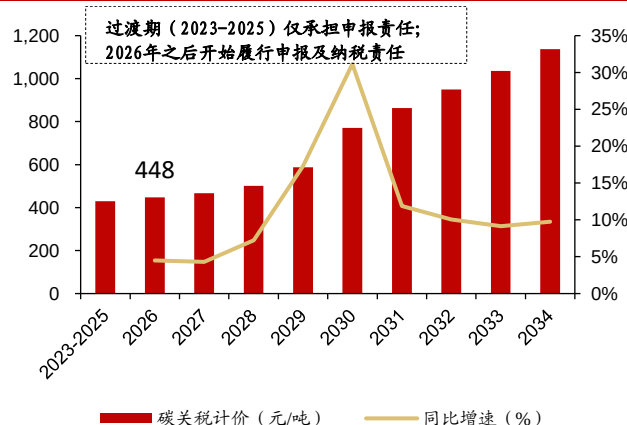
(2) **碳交易以及碳排放政策推进：**欧盟碳关税调整机制（CBAM）从2023年10月开始试点，2023年至2025年为过渡期，从2026年开始逐步实施，以2024年底63欧元/吨的碳排放许可证价格进行单吨铝碳税计价成本测算，预计2026年成本端将增加450元/吨左右。

图29: 欧洲碳交易&碳关税收取原理



资料来源：European Parliament，浙商证券研究所

图30: 碳关税收取预测 (2023-2034)



资料来源：European Parliament，浙商证券研究所

(3) **氧化铝及电力区位优势：**云南电解铝项目原材料预焙阳极、阳极炭块、电力、氧化铝均需外购。氧化铝方面，公司靠近广西百色氧化铝主产区，受益于广西低廉的铝土矿，广西百色氧化铝价格相较国内其他区域价格偏低，公司氧化铝成本方面具有相对优势。电力方面，云南水电电价位于国内工业电价低位。

(4) **延伸电解铝产业链增大附加值。**云南省正在同步推进电解铝全产业链打造，云南电解铝产能有望实现原地消化，同时公司在云南布局 11 万吨新能源电池铝箔项目，铝加工领域稳步推进，增大产品附加值。

公司规划 25 万吨铝箔项目，目前公司已布局完成铝箔业务总产能 11 万吨，其中上海铝箔 2.5 万吨，主要为食品医药包装箔，商丘神火新材 11 万吨。云南神火另有 11 万吨的电池箔项目规划，目前一期坯料项目已开工建设，预计 2024 年底完成设备安装，2025 年上半年投产，二期电池箔项目将根据市场情况择机建设。

表4：铝箔产能梳理（2024/12）

子公司	在产产能	待建产能	项目
上海铝箔	2.5		
神火新材	11.5		
云南神火		11	11 万吨新能源电池铝箔项目
合计	14	11	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

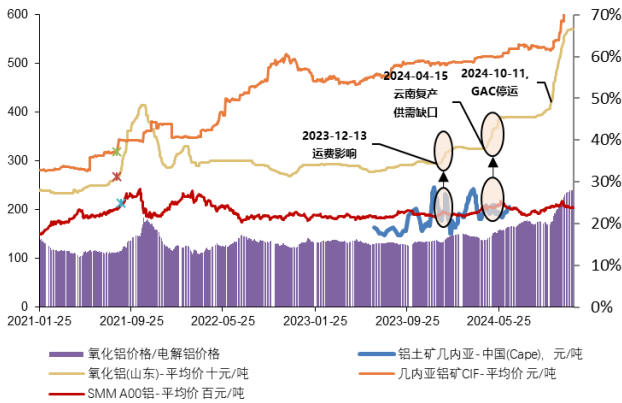
4 主要预期差

4.1 氧化铝价格与电解铝价格联动？

受矿端紧缺影响，氧化铝价格在 2024 下半年突破新高。截止到 2024 年 11 月底氧化铝价格抬升到 5800 元附近（澳洲 FOB）。相较于 2023 年氧化铝价格围绕 3000 左右上下震荡，从 2023 年底开始，氧化铝价格急剧上涨。2023 年 12 月，由于红海危机造成的运费上涨，价格中枢上移 300 元，2024 年 4 月，由于云南复产以及矿端供应受阻，价格中枢再次上移到 3900 左右。2024 年 10 月，阿联酋环球铝业（EGA）的 GAC 矿山停产激化铝土矿矛盾，国内外氧化铝陷入生产危机，氧化铝价格再度抬升到 5500 左右。截止到 2024 年 11 月，国内氧化铝月度产量为 724 万吨，从供给侧来看，随着几内亚雨季结束以及赢联盟等矿企扩产，现国内已恢复到较高水平。

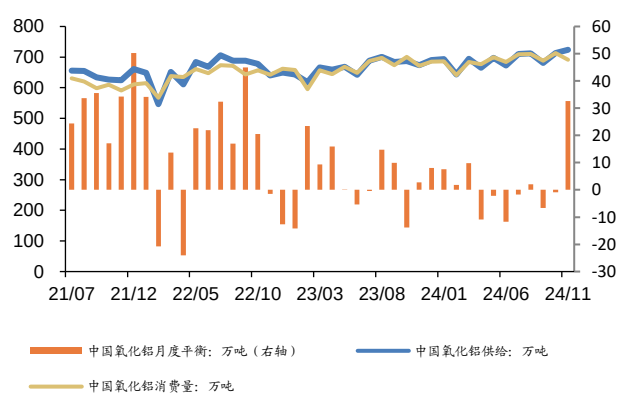
市场普遍认为：氧化铝价格下跌会显著带动电解铝价格下行。我们认为电解铝/氧化铝形成了相对独立的基本面定价体系。原因如下：商品价格由供需基本面进行定价，大多数时候原材料成本通过影响边际供给从而传导到供需结构，如原材料大幅下降的情况下，下游利润走高而出现大量投产，进而影响定价。而电解铝板块存在产能投放特殊性：一方面因停槽费用较高且对槽型损伤较大，电解铝未因氧化铝大涨而出现供给侧大量出清/减产；另一方面因供给侧改革以及海外电力基础设施限制，原材料大跌后短期内难以释放较大产能，传导中枢被切割，氧化铝/电解铝形成了相对独立的基本面定价体系。从全年电解铝&氧化铝的价格走势来看，可以发现以来价格并不存在显著相关关系，甚至很多时候存在明显的背离。

图31: 氧化铝价格突破新高, 达到 5800 元的历史新高



资料来源: SMM, wind, 浙商证券研究所

图32: 中国氧化铝月度平衡



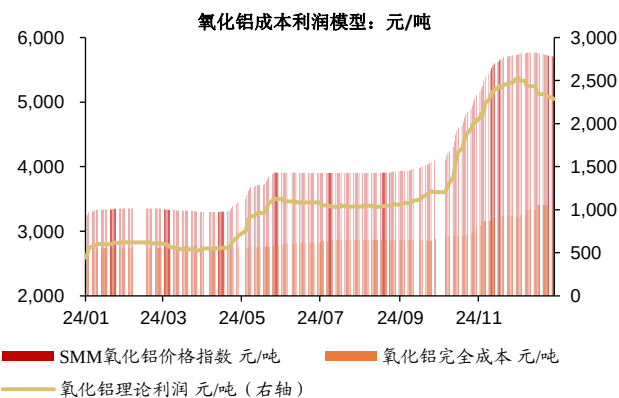
资料来源: SMM, 浙商证券研究所

4.2 氧化铝价格上涨持续压制公司业绩?

市场普遍认为: 公司氧化铝自给率低, 原材料端大幅上涨将持续压制公司业绩。目前母公司体内不存在氧化铝产能, 公司通过联营公司广西龙州新翔享有部分氧化铝利润, 持股比例 36%, 合作方三门峡凯曼新材料科技有限公司持股 34%, 龙州县工业交通投资有限公司持股 30%。氧化铝一期 100 万吨已于 2021 年中投产, 公司权益产能约 36 万吨/年, 按照 132 万吨电解铝权益产能核算, 自给率为 14%。

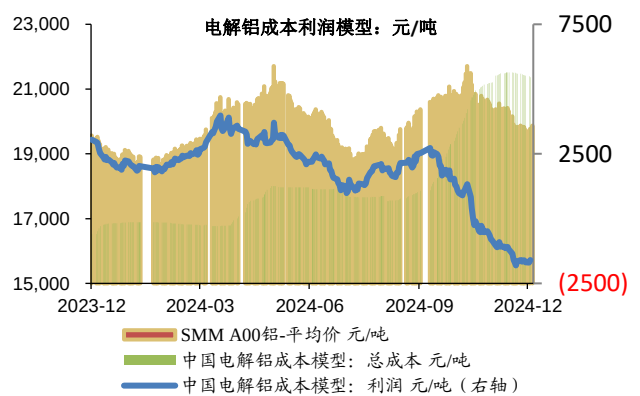
我们认为: 国内减产以及 GAC 停运造成的铝土矿短缺趋于缓解, 原来预期在半年或者一季度缓和的减产影响被提前消化, 2025 年氧化铝价格对业绩造成的影响相对有限。同时随着 2025 年国内/印尼氧化铝提供新增量, 且受制于电解铝新增产能有限以及成本高位带来的停产潮, 氧化铝价格持续维持高位的动力相对不足, 2025 年下跌趋势基本确定。

图33: 氧化铝单吨利润 (行业平均)



资料来源: SMM, 浙商证券研究所

图34: 电解铝单吨利润 (行业平均)

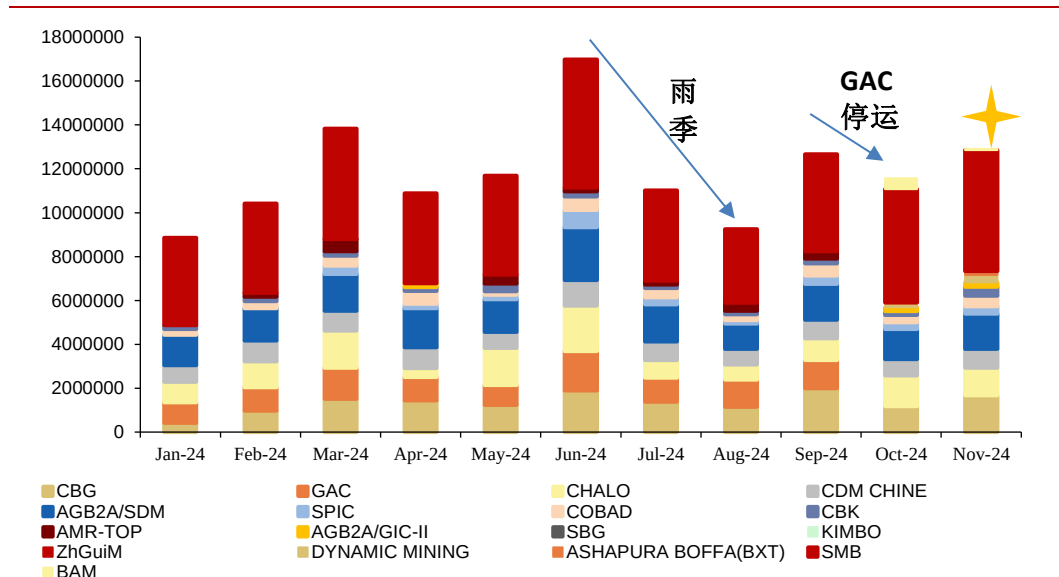


资料来源: SMM, 浙商证券研究所

从几内亚的铝土矿发运量来看, 2024 年 10 月的铝土矿发运量骤减, 11 月以来铝土矿发运量迅速增长, 目前已逐步恢复到 9 月情况, GAC 减产影响超预期提前消化。2024 年 11 月几内亚铝土矿环比发运量增加 133 万吨, 主要以 CBG、赢联盟以及双铝的铝土矿扩产增量为主。其中, CBG 完成了装船效率提升, 整体发运量月度环比增加 50 万吨; 赢联盟单月发运量约为 552 万吨, 环比增加 36 万吨, 截止到 2024 年 11 月, 总发运量约为 5000 万吨; 双铝 (AGB2A) -SDM 为 2024 年持续增产的铝土矿项目, 截止到 11 月, 发运量达

到约 1800 万吨，后续其联盟公司 AGB2A -GIC 也会贡献新的增量。从发运周期来看，预计铝土矿 2 个月到港之后将为国内新增氧化铝项目建设投产的原料供应提供保障。

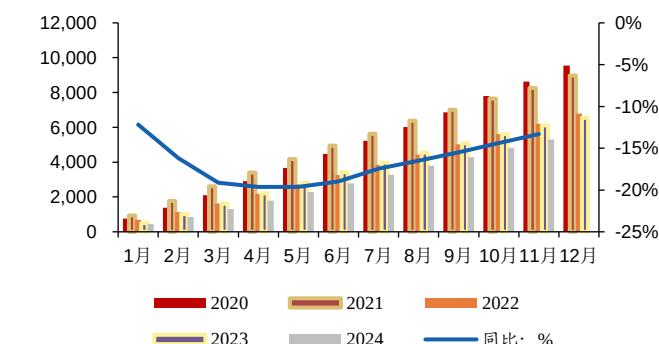
图35：几内亚铝土矿发运量（截止到 2024 年 11 月底）单位：吨



资料来源：阿拉丁，几内亚地矿局，浙商证券研究所

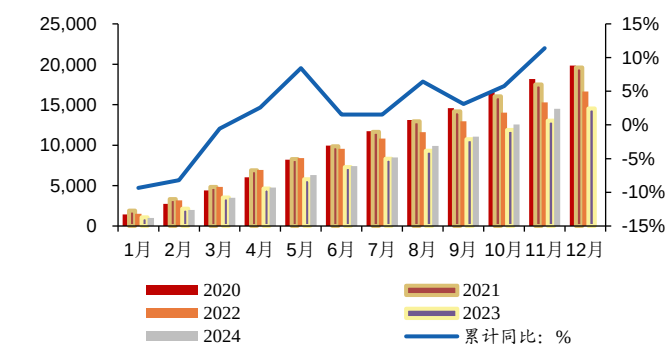
国内铝土矿产量或成为最大不确定因素，边际削减亦渐趋缓解。从上半年铝土矿的实际产量来看，海外主要港口出货量在正增长，然而国内山西/河南/广西等地铝土矿产量跌幅居前，整体跌幅大于涨幅。10 月以来，几内亚逐渐走出雨季，铝土矿发运量显著提升，然而 GAC 突发铝土矿停运减产以及多个电解铝项目投产的提振效应下，10 月铝土矿产量显著走低，全球陷入显著紧缺格局。从 2024 年 11 月铝土矿产量来看，国内整体铝土矿减产情况增速边际趋缓，减量已显著低于增量，1-11 月国内整体产量累计同比减少约 814 万吨，同减 13%，相较于 2024 年 5 月-20%的同比相对缓和较多，同时从铝土矿出港量来看，2024 年 11 月累计同比增加 1483 万吨，同比涨幅达到 11%。

图36：1-11 月国内铝土矿产量累计同比减少 814 万吨



资料来源：SMM，浙商证券研究所

图37：1-11 月铝土矿主要港口出港量累计同比增长 1483 万吨



资料来源：SMM，浙商证券研究所

随着铝土矿宽松以及氧化铝产能投放，氧化铝有效产量将于 2025 年间出现集中放量，2024-2025Q1 年间氧化铝格局保持紧平衡的可能性较高，后期随着几内亚铝土矿以及印尼氧化铝的投产放量，新一轮铝土矿全球布局完善后，格局趋于宽松，我们预计随着年内铝土矿&氧化铝项目的投产，价格回调到新一轮中枢。

4.3 煤炭板块拖累公司估值？

市场普遍认为煤炭板块会大幅拖累公司业绩与估值。过去煤炭板块平均 PE 为 5-6 倍，整体估值水平较低，公司被当作煤炭股而被给予显著低于电解铝行业平均 PE 的估值水平。

我们认为煤炭板块对业绩的影响有限，且需要注意的是煤炭板块的投资价值已经得到重估，从 2024 年全年来看平均 PE 已经在 10X 以上。由于煤炭公司稳定的现金流和高分红，且由于政策和各方利益存在诉求，其价格存在“上有顶、下有底”的特征，叠加煤炭中长期合同制度附加稳价作用，未来煤炭现货有望保持相对平稳。煤炭核心资产已经走出被低估的时代，估值水平整体提升。

表5：煤炭板块公司投资价值被重估（2025 年 1 月 6 日收盘价）

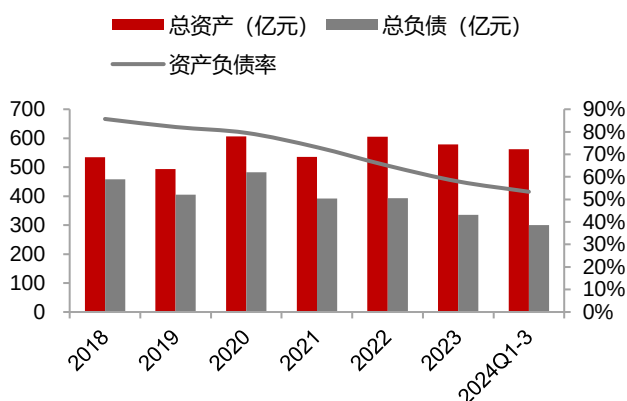
证券代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS(元/股)（可比公司按 Wind 一致预期）				P/E			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000983.SZ	山西焦煤	8.01	1.19	0.72	0.82	0.89	7	11	10	9
600348.SH	华阳股份	7.04	1.44	0.70	0.88	1.01	5	10	8	7
601666.SH	平煤股份	9.50	1.71	1.13	1.33	1.47	6	8	7	7
000937.SZ	冀中能源	6.42	1.40	0.43	0.36	0.44	5	15	18	14
行业平均			1.44	0.75	0.85	0.95	5	11	11	9

资料来源：wind，浙商证券研究所

公司不断优化资产负债结构，资产负债率不断降低，充分计提减值，资产质量提高。得益于近两年公司主营业务煤炭与电解铝高营收与高盈利，并通过逐步清除无效不良资产以降低贷款压力，积极优化资产负债结构，负债总额于 2021 年后明显好转，公司资产负债率由 2022 年年初的 73%下降至 2024Q3 的 53%。

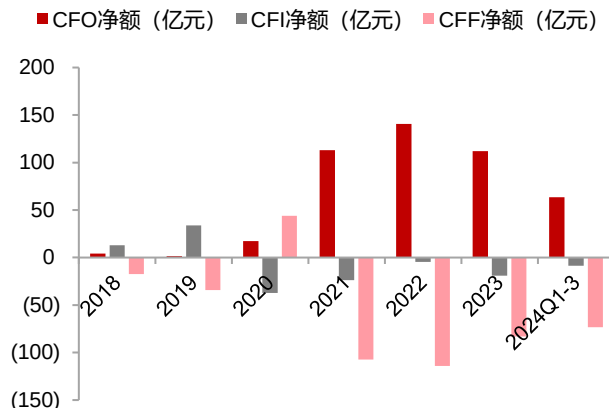
公司现金流充足，具有较强持续获取现金能力。截至 2024Q3，公司经营活动现金流净额为 64 亿元，期末在手现金及现金等价物余额 40 亿元，货币资金 99 亿元，经营活动获取现金的能力较强且现金流充足，有利于公司内生发展与外延扩张，不断扩大经营规模。

图38：资产负债结构明显好转



资料来源：iFind，浙商证券研究所

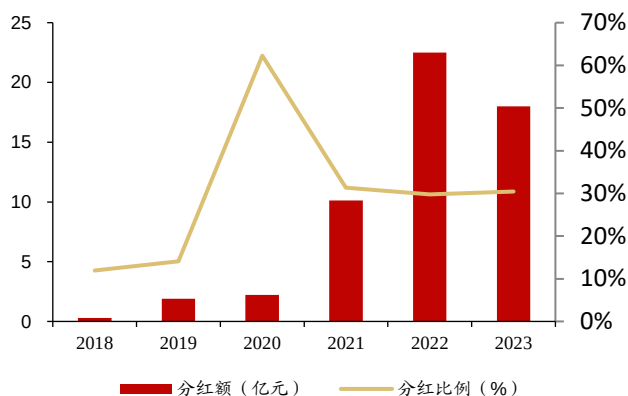
图39：现金流充足



资料来源：iFind，浙商证券研究所

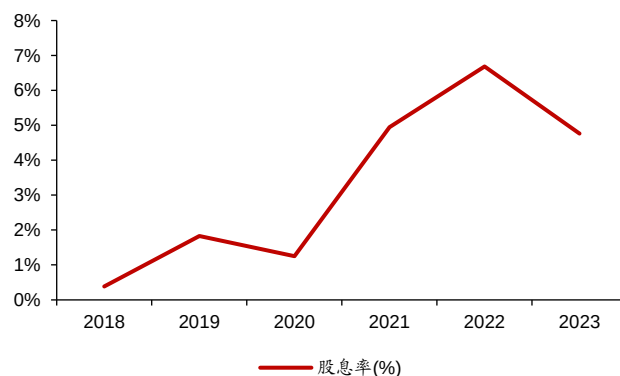
公司重视分红，股息率水平处于高位，高股息有望助力公司煤炭板块价值重估。2021年以来，公司股息支付率维持在30%左右，2023年公司归母净利润59亿元，现金分红总额18亿元，股息支付率30%，股息率5%。公司分红比例维持较高水平，股息率位于行业前列，经营稳健，存有较强的安全边际。

图40：分红比例维持在30%



资料来源：iFind，浙商证券研究所

图41：股息率处于高位



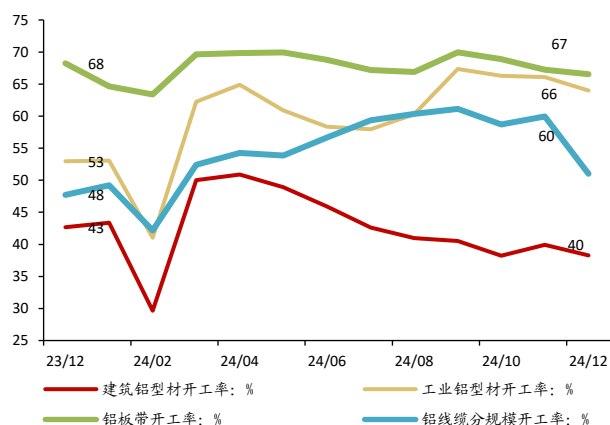
资料来源：iFind，浙商证券研究所

5 催化剂：主要关注铝价走势

长期来看，铝行业中枢上移基本确定。全球铝产业正处于产业转移的迭代期，欧洲等高成本地区的初级工业化程度减薄而第三方国家如东南亚/中东地区的工业化再次兴起，电解铝产能逐渐完成“东升西落”的转移，创造供给端的产能空窗期。同时铝行业进入了以中国供给侧改革以及“双碳”为主导的能源改革的政策收获期，火电逐渐退出全球市场，新能源电力成为核心驱动，以大规模电力建设为基础的电解铝产能大爆发需静待火电市场/储能市场的高度完善，在此之前板块存在长期机会。

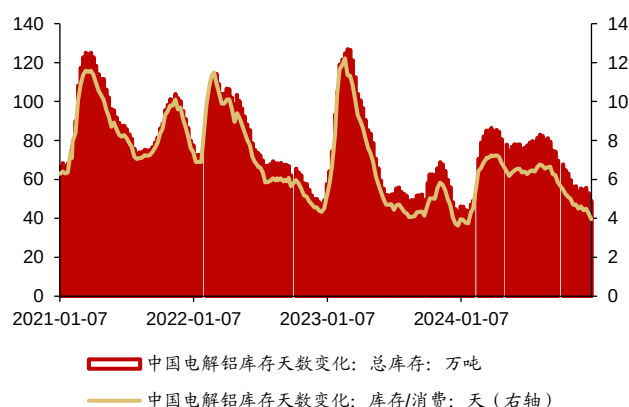
短期来看，铝价定价模式以基本面博弈为主，下游需求核心领域存在显著的同频开复工变化，因此铝价存在年内的明确高低点。目前下游建筑铝型材/工业铝型材/铝板带/铝线缆下游开工率出现淡季回调，然而库存位置处于年度低点，且处于持续去库阶段，需求韧性较强。截止到2024年底，铝锭库存连续去库，社会流通库存约49万吨，保持较快去库幅度，铝棒流通由于淡季叠加云南复产影响，库存出现小幅累库，流通库存约12万吨。整体来看2024年淡季不淡，需求侧结构性调整支撑全年铝价，历年春节前后开工率变化较为显著，如下游开工率水平快速回升或库存端出现连续去库，则铝价有望进入拐点反弹。

图42: 下游开工率多数出现同比增长



资料来源: SMM, 浙商证券研究所

图43: 电解铝社会流通库存(关键跟踪指标)



资料来源: SMM, 浙商证券研究所

6 盈利预测与估值

基于上述对行业以及公司的分析, 进行如下假设:

(1) 煤炭板块: 根据公司煤炭产能投产规划, 预计 2024-2026 年销量分别为 710 万吨、785 万吨、800 万吨; 根据 2024 煤价均值以及未来煤价走向, 预计无烟煤单吨售价(含税)分别为 1354 元/吨、1300 元/吨、1081 元/吨, 贫瘦煤单吨售价(含税)分别为 1481 元/吨、1284 元/吨、1158 元/吨, 无烟煤单吨售价(含税)分别为 898 元/吨、805 元/吨、805 元/吨。

(2) 电解铝板块: 根据公司产能分布以及云南季节性限电预期缓解, 预计 2024-2026 年销量分别为 160 万吨、170 万吨、170 万吨; 考虑到目前铝价供需格局, 预计 2024-2026 年铝价上升区间开启, 单吨售价(含税)分别为 20000 元/吨、21000 元/吨、21500 元/吨。

(3) 铝箔板块: 根据公司投产进度计划, 预计 2024-2026 年销量分别为 14 万吨、20 万吨、25 万吨, 公司后续扩产项目为电池铝箔, 附加值更高, 但考虑到云南电池铝箔项目 2025 年投产后先进行母卷销售, 预计 2024-2026 年平均加工费水平为 8000 元、7000 元和 7000 元。

表6: 2024-2026 年盈利预测

(单位: 亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	427	376	408	458	485
有色金属	283	253	282	316	323
煤炭	99	80	66	66	70
电解铝深加工	26	22	39	55	71
营业成本	293	277	324	360	376
有色金属	207	193	222	237	230
煤炭	47	46	48	51	58
电解铝深加工	22	20	37	53	70
毛利	134	99	84	98	109
有色金属	75	60	60	79	94
煤炭	52	34	19	15	12
电解铝深加工	4	2	2	1	2
毛利率(%)	31%	26%	21%	21%	23%
有色金属	27%	24%	21%	25%	29%
煤炭	53%	42%	28%	23%	17%
电解铝深加工	15%	10%	6%	2%	2%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

由于电解铝和煤炭板块估值存在明显的差异, 因此我们采用分部估值法对两大业务进行估值:

煤炭板块: 神火股份的煤种主要是冶金用无烟煤、瘦精煤, 我们选取焦煤占比大的同行业可比公司进行对比, 2024-2026 年同行业可比公司 PE 平均为 11X、11X 和 9X。

电解铝板块: 神火股份的电解铝业务主要分布在新疆和云南, 我们选取同样具有区位优势的同行业可比公司进行对比, 2024-2026 年同行业可比公司 PE 平均 10X、8X 和 8X。

按照毛利占比对公司归母净利润进行分拆, 预计 2025 年神火股份归母净利润中电解铝及铝加工板块归母净利润为 44 亿元, 煤炭板块归母净利润 10 亿元。

基于煤价/铝价走势, 预计 2024-2026 年实现归母净利润 42 亿元、54 亿元、62 亿元, 对应现价的 PE 为 9X、7X 和 6X。显著低于行业整体估值水平 10PE。根据同行业可比公司估值, 分别给予 2025 年煤炭板块和电解铝板块 11 倍和 10 倍估值, 预计 2025 年神火股份合理市值为 540 亿元, 对应股价 24 元, 相较于当前有 38% 空间, 维持“买入”评级。

表7: 公司 2023-2026 煤炭与电解铝可比公司估值

证券代码	公司名称	收盘价(元) 2025/1/6	EPS(元/股)(可比公司按 Wind 一致预期)				P/E			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000983.SZ	山西焦煤	8.01	1.19	0.72	0.82	0.89	7	11	10	9
600348.SH	华阳股份	7.04	1.44	0.70	0.88	1.01	5	10	8	7
601666.SH	平煤股份	9.50	1.71	1.13	1.33	1.47	6	8	7	7
000937.SZ	冀中能源	6.42	1.40	0.43	0.36	0.44	5	15	18	14
行业平均			1.44	0.75	0.85	0.95	5	11	11	9
601600.SH	中国铝业	7.18	0.39	0.78	0.87	0.94	19	9	8	8
000807.SZ	云铝股份	14.68	1.14	1.41	1.68	1.87	13	10	9	8
002532.SZ	天山铝业	7.92	0.47	0.88	0.97	1.08	17	9	8	7
行业平均			0.67	1.02	1.17	1.30	16	10	8	8
000933.SZ	神火股份	17.43	2.62	1.86	2.41	2.78	7	9	7	6

资料来源: wind, 浙商证券研究所

7 风险提示

(1) 电解铝需求不及预期: 如果海外进入较为明显的衰退阶段或国内地产端需求超预期下滑/新能源端需求不及预期, 可能导致铝价出现明显下跌;

(2) 云南限电限产情况超预期: 公司电解铝业务部分处于电力紧张的云南地区, 如出现大规模性限电, 会对公司业绩整体产生影响;

(3) 安全生产等风险: 如果出现安全生产或其他监管风险, 煤炭供应量将会出现明显变化。同时如果煤炭供给因保供等原因出现明显放松, 可能导致煤价出现明显下跌。

(4) 铝箔市场竞争超预期: 如果铝箔市场竞争进一步加剧, 加工费将存在进一步下滑的风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	19452	21633	21887	28220
现金	13323	13923	14392	19493
交易性金融资产	0	0	0	14
应收账款	751	1336	1506	1536
其它应收款	360	743	494	817
预付账款	402	471	522	545
存货	3053	4147	3840	4498
其他	1563	1014	1132	1317
非流动资产	38406	39189	39252	39293
金融资产类	481	481	481	481
长期投资	3689	3894	4100	4305
固定资产	22156	22639	22511	22052
无形资产	5435	5988	6542	7095
在建工程	1680	1182	598	306
其他	4964	5004	5021	5053
资产总计	57858	60822	61139	67513
流动负债	27029	28072	24357	25653
短期借款	14691	12850	9062	8817
应付款项	5747	7829	7232	8491
预收账款	0	0	0	0
其他	6591	7393	8062	8344
非流动负债	6496	4909	4390	4260
长期借款	4944	3367	2860	2740
其他	1552	1541	1531	1520
负债合计	33526	32981	28747	29913
少数股东权益	4503	5085	5841	6705
归属母公司股东权	19829	22756	26551	30895
负债和股东权益	57858	60822	61139	67513

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	11190	8058	8341	9206
净利润	6728	4764	6177	7070
折旧摊销	1947	1729	1789	1811
财务费用	572	473	366	310
投资损失	(335)	(216)	(243)	(257)
营运资金变动	2219	1294	280	322
其它	59	14	(28)	(50)
投资活动现金流	(1916)	(2310)	(1581)	(1558)
资本支出	(687)	(2260)	(1557)	(1535)
长期投资	(113)	(266)	(266)	(280)
其他	(1116)	216	243	257
筹资活动现金流	(8303)	(5147)	(6291)	(2547)
短期借款	(7227)	(1841)	(3788)	(245)
长期借款	1726	(1577)	(508)	(120)
其他	(2802)	(1729)	(1995)	(2183)
现金净增加额	974	601	469	5101

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	37625	40805	45772	48501
营业成本	27709	32423	35970	37552
营业税金及附加	530	681	764	810
营业费用	331	359	352	373
管理费用	830	900	819	868
研发费用	429	466	522	553
财务费用	63	107	(16)	(85)
资产减值损失	(7)	(14)	(5)	(5)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	335	216	243	257
其他经营收益	130	37	41	44
营业利润	8270	6181	7719	8810
营业外收支	(114)	(73)	(47)	(30)
利润总额	8156	6108	7672	8780
所得税	1428	1344	1495	1710
净利润	6728	4764	6177	7070
少数股东损益	823	583	755	865
归属母公司净利润	5905	4181	5422	6205
EBITDA	9881	7742	9173	10199
EPS（最新摊薄）	2.62	1.86	2.41	2.76

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	(11.89%)	8.45%	12.17%	5.96%
营业利润	(24.14%)	(25.26%)	24.88%	14.14%
归属母公司净利润	(22.07%)	(29.19%)	29.66%	14.45%
获利能力				
毛利率	26.36%	20.54%	21.41%	22.57%
净利率	15.70%	10.25%	11.85%	12.79%
ROE	29.78%	18.37%	20.42%	20.08%
ROIC	14.39%	10.29%	12.98%	13.33%
偿债能力				
资产负债率	57.95%	54.23%	47.02%	44.31%
净负债比率	32.23%	13.70%	-2.99%	-17.14%
流动比率	0.72	0.77	0.90	1.10
速动比率	0.55	0.57	0.67	0.85
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.69	0.75	0.75
应收账款周转率	52.63	52.63	52.63	52.63
应付账款周转率	8.62	8.62	8.62	8.62
每股指标(元)				
每股收益	2.62	1.86	2.41	2.76
每股经营现金	4.97	3.58	3.71	4.09
每股净资产	8.81	10.12	11.80	13.73
估值比率				
P/E	6.64	9.38	7.23	6.32
P/B	1.98	1.72	1.48	1.27
EV/EBITDA	4.62	5.45	4.08	3.13

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>