

神火股份 (000933.SZ)

电解铝业领风骚，多元发展启华章

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。截至2024年底，公司拥有电解铝产能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40万吨/年，铝箔14万吨/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12.86亿吨，可采储量5.87亿吨。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，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：新增煤炭项目开发，有望增厚利润。截至2024年底，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。公司煤炭保有储量12.86亿吨，可采储量5.87亿吨。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。煤炭增量来看，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14万吨/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。云南新材料11万吨/年具有绿电优势的水电铝箔项目预计2025年投产，待产能达产后，我们预计未来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。

投资建议：公司作为铝行业领军企业，充分享受滇新电解铝双基地成本优势，水电铝享低碳溢价，叠加铝箔业务市场空间广阔，我们认为未来公司盈利仍有上升动力。我们谨慎假设2025-2027年电解铝含税价格为2.0/2.05/2.1万元/吨，预计2025-2027年公司实现归母净利润52/63/70亿元，对应PE 8.3/6.8/6.1倍，较同行处于低位水平，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：安全风险，环保风险，市场风险，电价调整及限电风险和成本假设及测算误差风险，产能投放不及预期风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	37,625	38,373	42,924	44,954	47,032
增长率 yoy (%)	-11.9	2.0	11.9	4.7	4.6
归母净利润(百万元)	5,905	4,307	5,172	6,328	7,046
增长率 yoy (%)	-22.1	-27.1	20.1	22.4	11.3
EPS 最新摊薄(元/股)	2.63	1.91	2.30	2.81	3.13
净资产收益率(%)	29.8	19.9	21.1	22.4	21.8
P/E(倍)	7.3	10.0	8.3	6.8	6.1
P/B(倍)	2.2	2.0	1.8	1.5	1.3

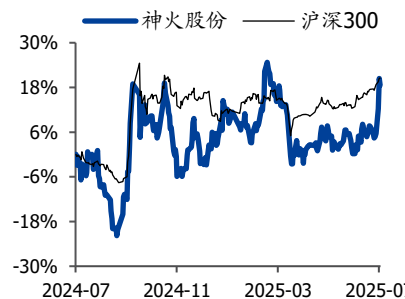
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2025年07月23日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	工业金属
07月23日收盘价(元)	19.11
总市值(百万元)	42,985.09
总股本(百万股)	2,249.35
其中自由流通股(%)	99.73
30日日均成交量(百万股)	34.81

股价走势



作者

分析师 张航
执业证书编号: S0680524090002
邮箱: zhanghang@gszq.com

分析师 初金娜
执业证书编号: S0680525050001
邮箱: chujinna@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	19452	11096	14347	15723	18074
现金	13323	3283	5583	6776	8889
应收票据及应收账款	751	920	919	990	1042
其他应收款	360	348	441	438	461
预付账款	402	696	634	662	694
存货	3053	3564	3785	3861	3985
其他流动资产	1563	2286	2985	2995	3003
非流动资产	38406	39507	39553	40394	41239
长期投资	3689	4537	5385	6233	7081
固定资产	22156	22114	22102	22092	22087
无形资产	5435	5473	5510	5548	5585
其他非流动资产	7126	7383	6556	6521	6486
资产总计	57858	50603	53900	56117	59313
流动负债	27029	18299	18098	15858	14071
短期借款	14691	7193	4688	2433	404
应付票据及应付账款	5747	4704	6021	5964	6062
其他流动负债	6591	6402	7389	7461	7604
非流动负债	6496	6278	6272	6272	6272
长期借款	4944	4642	4642	4642	4642
其他非流动负债	1552	1636	1629	1629	1629
负债合计	33526	24578	24369	22130	20342
少数股东权益	4503	4343	4998	5759	6628
股本	2250	2249	2249	2249	2249
资本公积	2657	2662	2717	2717	2717
留存收益	14589	16422	19444	23140	27254
归属母公司股东权益	19829	21682	24533	28228	32343
负债和股东权益	57858	50603	53900	56117	59313

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11190	7719	7377	6691	7662
净利润	6728	4798	5826	7089	7915
折旧摊销	1947	1914	643	639	636
财务费用	572	487	486	471	479
投资损失	-335	-665	-529	-553	-579
营运资金变动	2219	1116	1745	-168	3
其他经营现金流	59	68	-794	-788	-791
投资活动现金流	-1916	-807	53	-140	-111
资本支出	-687	-1263	89	92	96
长期投资	-1456	66	-786	-786	-786
其他投资现金流	226	390	749	553	579
筹资活动现金流	-8303	-11293	-5131	-5358	-5439
短期借款	-7227	-7498	-2505	-2255	-2029
长期借款	1726	-302	0	0	0
普通股增加	-1	0	0	0	0
资本公积增加	-2	5	55	0	0
其他筹资现金流	-2799	-3497	-2681	-3104	-3410
现金净增加额	974	-4372	2301	1192	2113

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	37625	38373	42924	44954	47032
营业成本	27709	30227	33409	33781	34782
营业税金及附加	530	525	588	494	522
营业费用	331	318	834	871	914
管理费用	830	896	1288	1259	1317
研发费用	429	448	858	804	842
财务费用	63	51	25	27	26
资产减值损失	-7	-95	720	720	720
其他收益	130	154	172	180	188
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	335	665	529	553	579
资产处置收益	71	43	65	67	71
营业利润	8270	6611	7407	9238	10187
营业外收入	102	24	0	0	0
营业外支出	215	222	0	0	0
利润总额	8156	6413	7407	9238	10187
所得税	1428	1615	1581	2149	2272
净利润	6728	4798	5826	7089	7915
少数股东损益	823	491	654	761	869
归属母公司净利润	5905	4307	5172	6328	7046
EBITDA	9881	7928	8075	9905	10850
EPS (元/股)	2.63	1.91	2.30	2.81	3.13

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-11.9	2.0	11.9	4.7	4.6
营业利润(%)	-24.1	-20.1	12.0	24.7	10.3
归属母公司净利润(%)	-22.1	-27.1	20.1	22.4	11.3
获利能力					
毛利率(%)	26.4	21.2	22.2	24.9	26.0
净利率(%)	15.7	11.2	12.0	14.1	15.0
ROE(%)	29.8	19.9	21.1	22.4	21.8
ROIC(%)	14.4	11.4	14.4	16.6	17.3
偿债能力					
资产负债率(%)	57.9	48.6	45.2	39.4	34.3
净负债比率(%)	32.2	39.1	18.8	6.2	-5.2
流动比率	0.7	0.6	0.8	1.0	1.3
速动比率	0.6	0.3	0.4	0.5	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	52.6	48.5	50.2	50.0	49.3
应付账款周转率	8.6	9.2	9.1	8.8	8.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.63	1.91	2.30	2.81	3.13
每股经营现金流(最新摊薄)	4.97	3.43	3.28	2.97	3.41
每股净资产(最新摊薄)	8.82	9.64	10.91	12.55	14.38
估值比率					
P/E	7.3	10.0	8.3	6.8	6.1
P/B	2.2	2.0	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	4.6	6.1	6.0	4.6	3.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年07月23日收盘价

内容目录

一、耕耘行业二十余载，煤铝双轮驱动共助企业成长.....	5
1.1 煤铝双核业务格局，共助企业快速成长.....	5
1.2 商丘国资委为实际控制人，股权集中且稳定.....	6
1.3 产品结构稳定，铝板块利润稳定增长.....	7
二、铝：滇新双基地占优，水电享低碳溢价.....	10
2.1 铝价复盘：基本面&宏观共振铝价冲高震荡.....	10
2.2 供给：铝水转化逐渐提高，2025 年供给逼近“产能天花板”.....	12
2.3 需求：绿色发展带动电解铝长期需求，关注新能源汽车、光伏和电力需求释放.....	13
2.4 滇新双基地占优，水电享低碳溢价.....	18
2.4.1 新疆煤电：成本优势显著.....	19
2.4.2 云南神火：股权收购带来业绩改善，低碳铝享溢价.....	21
2.5 铝箔：新项目逐步投产，盈利有望增厚.....	24
三、煤炭：盈利能力稳中向好，内生成长稳步推进.....	25
3.1 煤炭业务为公司核心业务之一，毛利显著高于可比公司.....	25
3.2 公司永城矿区是稀缺高炉喷吹用煤典型矿区.....	27
3.3 喷吹煤是提升高炉经济性的重要途径.....	29
3.4 煤炭下行接近底部，底部价格持续向上.....	29
3.5 改扩建+准东煤矿可期，煤炭自给率有望提高.....	31
四、盈利预测及估值.....	32
4.1 业绩预测.....	32
4.2 投资建议.....	33
风险提示.....	34

图表目录

图表 1: 公司主要产品产能分布情况 (截止 2024 年).....	5
图表 2: 神火股份发展历程.....	6
图表 3: 神火股份股权结构图 (截至 2024 年底).....	6
图表 4: 2020-2024 公司营业收入及增速.....	7
图表 5: 2020-2024 公司归母净利润及增速.....	7
图表 6: 2020-2024 年公司各业务营收占比.....	7
图表 7: 2020-2024 年公司电解铝及煤炭毛利占比.....	7
图表 8: 2020-2024 年公司销售毛利率和销售净利率水平.....	8
图表 9: 2020-2024 年电解铝及煤炭毛利率情况.....	8
图表 10: 动力煤价格变化情况 (元/吨).....	8
图表 11: 山西氧化铝价格变化情况 (元/吨).....	8
图表 12: 2020-2024 年公司四费率情况.....	9
图表 13: 公司期间费用率较同行处于中位水平 (财务费用、管理费用和销售费用, %).....	9
图表 14: 对比同行, 公司资产负债率处于中高位水平.....	9
图表 15: 公司分红比例及股息率情况.....	9
图表 16: 铝价复盘.....	11
图表 17: 中国电解铝月度产能及开工率情况.....	12
图表 18: 2025 年 6 月中国各地区电解铝产能情况 (万吨).....	12
图表 19: 云南电解铝运行产能.....	13
图表 20: 全球铝库存 (万吨).....	13
图表 21: 铝三大交易所库存 (万吨).....	13
图表 22: 国内地产月度数据跟踪.....	14
图表 23: 国内 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米).....	14
图表 24: 国内汽车行业电解铝消费量测算.....	15
图表 25: 国内光伏行业用铝量测算.....	15
图表 26: 中国电网基本建设投资额及同比变化.....	16
图表 27: 中国特高压项目进展情况.....	17

图表 28:	中国特高压线路输电长度.....	18
图表 29:	中国特高压线路用铝量测算.....	18
图表 30:	公司电解铝生产基地分布图 (截至 2024 年)	19
图表 31:	2009-2024 年电解铝产量及同比变化.....	19
图表 32:	全国主要省份煤炭产量情况 (亿吨)	20
图表 33:	全国主要省份煤价情况 (元/吨)	20
图表 34:	国内自备电、网电及综合电价情况.....	21
图表 35:	2024 年国内各省份代理电价情况 (元/度)	21
图表 36:	云南神火 90 万吨电解铝项目区位图.....	22
图表 37:	云南神火股权变动情况表.....	22
图表 38:	2023 年电解铝电解环节碳排放量占比情况.....	23
图表 39:	碳排放配额售价.....	23
图表 40:	公司铝箔业务分布情况 (截至 2024 年)	24
图表 41:	2018-2024 年铝箔产量及同比变化.....	25
图表 42:	2019-2024 年铝箔营收及同比变化.....	25
图表 43:	公司煤炭产能区位图 (截至 2024 年)	26
图表 44:	公司煤炭资源情况 (截至 2024 年)	26
图表 45:	公司与可比公司吨煤售价对比 (元/吨)	26
图表 46:	公司与可比公司吨煤毛利对比 (元/吨)	26
图表 47:	2020-2024 年吨煤成本情况.....	27
图表 48:	高炉喷吹无烟煤、贫煤、贫瘦煤分布.....	28
图表 49:	典型矿区稀缺高炉喷吹用煤主要煤质指标.....	28
图表 50:	高炉炼铁生产工艺流程.....	29
图表 51:	煤比与焦比关系.....	29
图表 52:	煤比与实际置换比之间关系.....	29
图表 53:	2009 年至今中国企业煤炭库存量及秦皇岛动力末煤价格变化情况	31
图表 54:	2013 年新疆准东煤田五彩湾矿区煤炭矿业权整合方案示意图.....	32
图表 55:	2025-2027 年公司盈利情况.....	33
图表 56:	可比公司估值.....	34

一、耕耘行业二十余载，煤铝双轮驱动共助企业成长

1.1 煤铝双核业务格局，共助企业快速成长

河南神火煤电股份有限公司成立于1998年，控股股东为河南神火集团，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（液铝和铝锭）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）。截至2024年底，公司拥有电解铝产能170万吨/年（新疆煤电80万吨/年，云南神火水电90万吨/年），阳极炭块产能40万吨/年（云南神火40万吨计划于2025年投产），铝箔产能14万吨/年，铝箔坯料产能15.5万吨/年。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2024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。截至2024年底，公司控制的煤炭保有储量12.86亿吨，可采储量5.87亿吨。公司铝产业链上下游配套完善，产业链一体化优势显著。

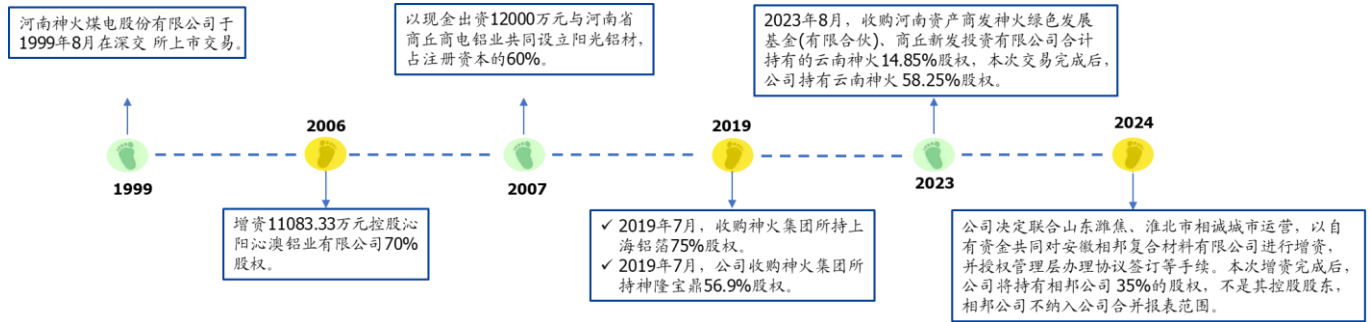
图表1：公司主要产品产能分布情况（截止2024年）



资料来源：拓筑在线，千库网，公司公告，Wind，国盛证券研究所

公司逐步渗透铝各环节，产业链更加完善。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年托管经营河南神火集团有限公司下属商丘铝业分公司全部资产、负债和经营其他业务，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，2024年增资安徽相邦复合材料有限公司，产业链进一步延伸至铝材深加工，产业链更加完善。

图表2: 神火股份发展历程

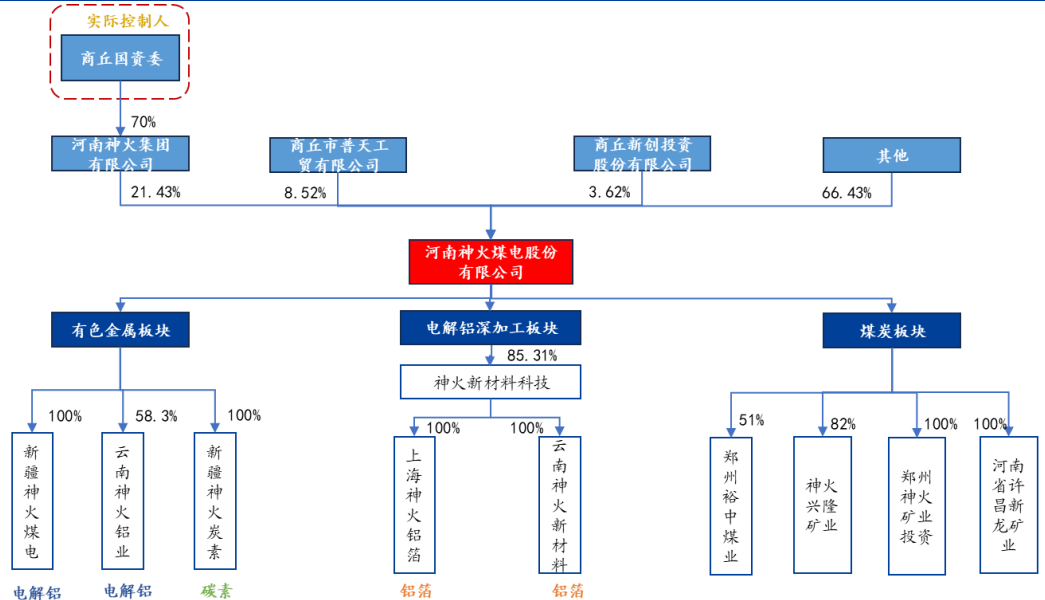


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 商丘国资委为实际控制人, 股权集中且稳定

商丘市国资委为公司实际控制人, 子公司业务清晰。截至2024年底, 公司控股股东为神火集团, 持有公司股份21.43%, 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58.3%)、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神火铝箔(公司持股85.31%)、云南神火新材料(公司持股85.31%), 煤炭板块主要子公司为许昌新龙矿业(公司持股100%)、神火兴隆矿业(公司持股82%)。

图表3: 神火股份股权结构图(截至2024年底)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

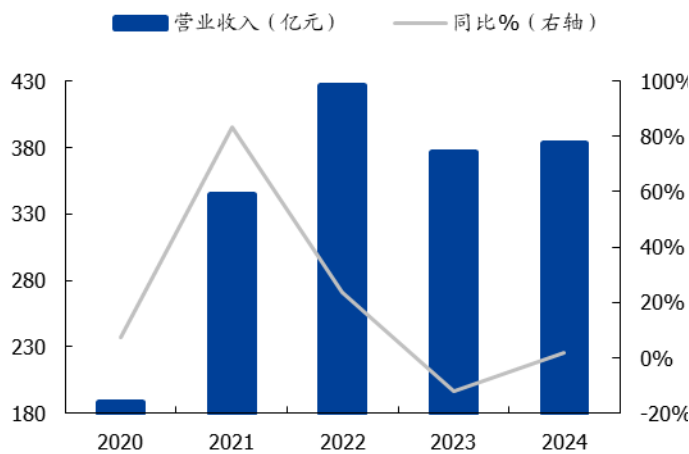
公司积极实施股票回购计划, 其全部用于股权激励, 彰显公司经营信心。2025年4月, 公司发布股权回购报告书, 基于对公司未来发展前景的信心和对公司价值的高度认可, 为维护广大投资者合法权益, 增强投资者信心, 并进一步完善公司长效激励机制, 充分调动核心人员积极性, 促进公司稳定可持续发展, 公司在综合考虑经营情况、业务发展前景、财务状况以及未来盈利能力的基础上, 使用自有资金通过集中竞价交易方式回购

部分股份用于股权激励计划。此次回购资金总额不低于人民币 2.50 亿元（含）且不超过人民币 4.50 亿元（含），回购价格上限 20 元/股，预计可回购股份数量为 1250-2250 万股，约占公司当前总股本的 0.56%-1%。

1.3 产品结构稳定，铝板块利润稳定增长

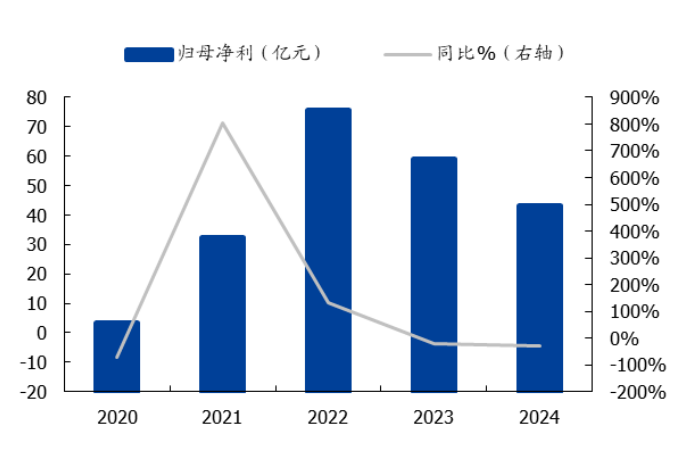
公司近年归母净利润呈现波动态势，电解铝和煤炭板块为公司核心业务。2020-2024 年公司营业收入由 188 亿元增长至 384 亿元，CAGR 为 19.5%；同期归母净利润由 3.6 亿元增长至 43.1 亿元，CAGR 为 86.2%，2022 年 10 月后，煤炭价格快速回落及铝价波动导致 2023 年和 2024 年归母净利下滑。从产品结构看，公司以电解铝和煤炭作为核心产品，从主营业务收入来看，近几年电解铝营收占比稳步提高，截至 2024 年电解铝营收占比约 68%，为公司第一大支柱产业；煤炭营收受其价格下滑影响近几年营收占比下降，2024 年其营收占比为 18%；2019 年公司收购上海铝箔和神龙宝鼎以来，铝箔业务快速发展，截至 2024 年，铝箔营收占比为 6%。从毛利角度看，2024 年电解铝和煤炭毛利占总毛利的 94%，其中电解铝毛利占比 80%，煤炭毛利占比 14%。

图表4: 2020-2024 公司营业收入及增速



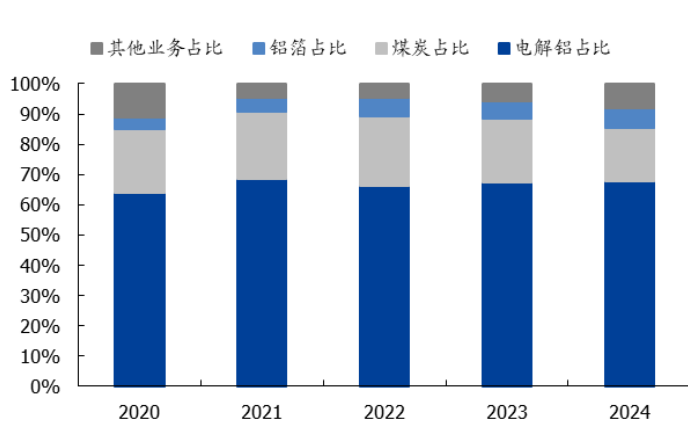
资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表5: 2020-2024 公司归母净利润及增速



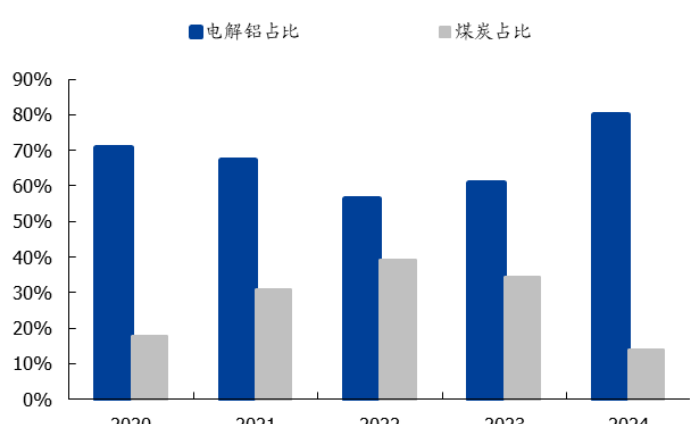
资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表6: 2020-2024 年公司各业务营收占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

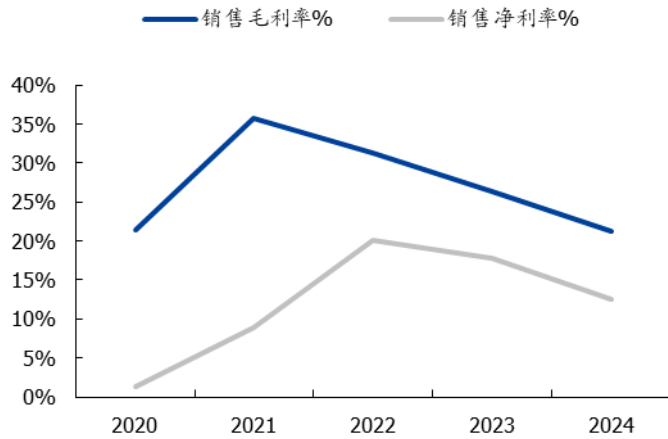
图表7: 2020-2024 年公司电解铝及煤炭毛利占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

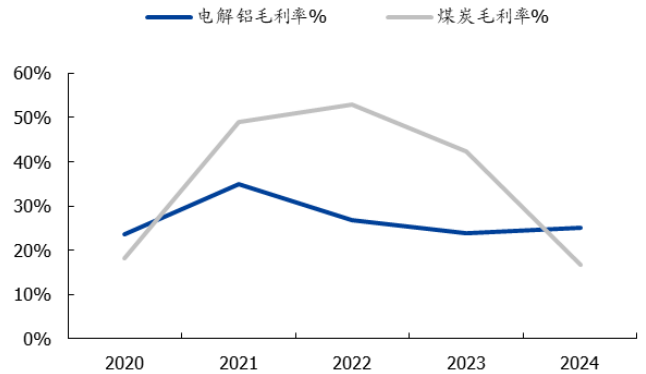
2020年-2024年公司销售净利率波动式增长，其内生性逐渐增强。据 Wind 统计，2020年-2024年，公司销售毛利率由 21.5%减少至 21.23%，销售净利率由 1.34%增长至 12.5%，2022年销售净利率实现大幅增长，说明公司“煤-铝-铝加工”产业链布局优势逐渐显现，公司经营稳定性逐渐加强，2023年起受煤价回落影响销售净利率下降。分板块看，电解铝板块和煤炭板块近些年毛利率存在波动，截至 2024 年，电解铝板块毛利率为 25.11%，同比增长 1.24 pct，煤炭板块毛利率为 16.66%，同比减少 25.77 pct。电解铝毛利率近两年出现波动主要因为原材料动力煤价格、氧化铝价格波动。

图表8: 2020-2024 年公司销售毛利率和销售净利率水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 2020-2024 年电解铝及煤炭毛利率情况



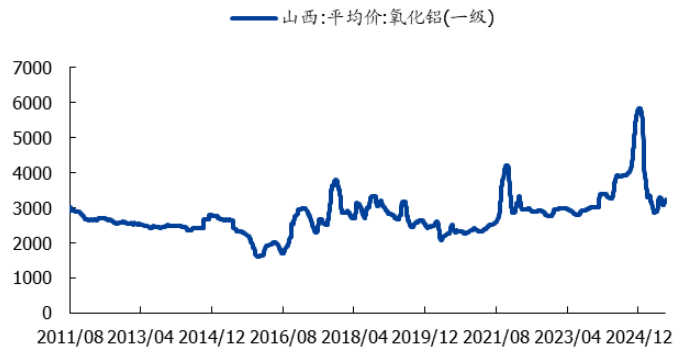
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 动力煤价格变化情况 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

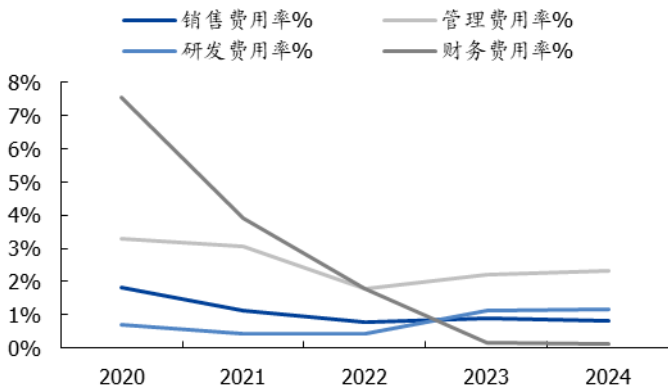
图表11: 山西氧化铝价格变化情况 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

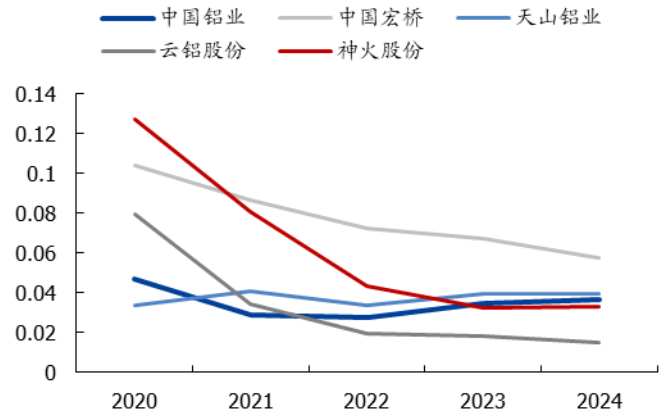
对比同行，公司期间费用率处于中低位水平，未来仍有较大下降空间。我们整理了 2020年-2024年公司四费水平及同行期间费用率水平（财务费用、管理费用和销售费用），可以看到公司财务费用大幅下降，而研发费用小幅提升，分拆来看，公司财务费用率由 7.5%下降至 0.1%，销售费用率由 1.8%下降至 0.8%，管理费用率由 3.3%下降至 2.3%，研发费用率由 0.7%增长至 1.2%。对比同行来看，公司期间费用率处于中低位水平，2024年期间费用率（财务费用、管理费用和销售费用）为 3.3%。2024年期间费用率微增主要受管理费用增长所致，管理费用增长受职工薪酬费用增加及五险一金和各项福利待遇增加所致。

图表12: 2020-2024年公司四费率情况



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

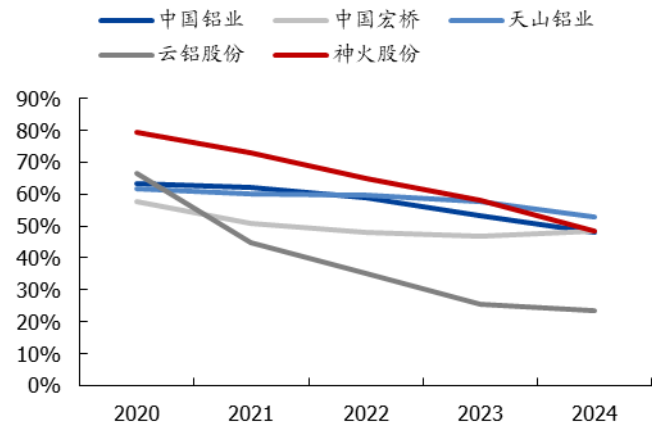
图表13: 公司期间费用率较同行处于中位水平 (财务费用、管理费用和销售费用, %)



资料来源: iFind, Wind, 国盛证券研究所

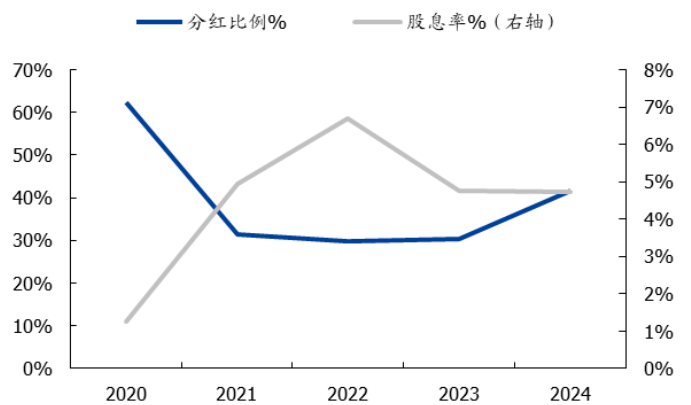
公司资产负债率稳步下降, 较同行来看仍处于中高位水平, 上市以来平均分红比例高达**33%**, 彰显公司经营稳健。复盘 2020-2024 年公司资产负债率情况, 可以看出公司资产负债率持续下降至 2024 年的 49%, 但对比同行仍处于中高位水平, 主要因为公司拥有较高的短期借款和长期借款, 未来仍有较大下降空间。另外, 公司高度重视资本市场价值提升及对投资者的回报, 按照 2024 年度利润分配预案, 拟现金分红 11.25 亿元, 加上 2024 年中期现金分红 6.75 亿元, 合计现金分红 18 亿元, 占公司 2024 年度实现归属于母公司所有者净利润的 41.78%, 本次现金分红实施完毕后, 公司累计分红金额达到 94.3 亿元, 现金分红占公司上市以来实现的归属于母公司所有者净利润的 32.63%。未来随着公司盈利的持续向好, 分红比例有望进一步升高。

图表14: 对比同行, 公司资产负债率处于中高位水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表15: 公司分红比例及股息率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、铝：滇新双基地占优，水电享低碳溢价

2.1 铝价复盘：基本面&宏观共振铝价冲高震荡

2024 年电解铝价格大体呈现“M”字型，均价较 2023 年有所上涨。2024 年现货铝价上涨主要受到海外价格带动、成本端中国国产氧化铝价格上涨支撑、以及国家政策频繁刺激共同作用，基本面&宏观面共振，推动铝价上涨，SHFE 铝价最高涨至 10 月 21 日的 2.16 万元/吨，较 23 年同期增长 19%。而铝价下跌主要受到美联储偏鹰表态，降息概率下移、欧盟征收汽车进口关税、国内铝材出口退税取消等因素影响。整体看，截止 2024 年 12 月 31 日，全年均价较去年同期上涨 7.2%至 2 万元/吨。回顾 2024 年铝价，分析如下：

第一阶段（1-3 月）：基本面作为铝价主要影响因素的阶段

2024 年开年，铝锭社会库存维持在一个较低的位置，据当时的电解铝企业反馈，2024 年计划全年铸锭量较少，因此市场预测 2024 年铝锭社会库存将较 2023 年更低；氧化铝价格延续 2023 年年末的上涨趋势继续上行；中华人民共和国第十四届全国人民代表大会第二次会议和中国人民政治协商会议第十四届全国委员会第二次会议召开，会上对国家经济方面提出了许多提振政策；美国公布对俄罗斯的重大制裁方案，美国确认延长欧盟钢铁、铝关税配额至 2025 年，海外市场动荡情绪加剧，拉动外盘铝价。整体来说第一阶段中，受到电解铝成本持续增加、库存维持低位、国家政策刺激以及海外价格影响，现货铝价低端有所支撑。但第一阶段，现货铝价高端价格仍旧受到压制。春节影响，下游加工企业减产、停产，对电解铝的需求不断减少；春节期间电解铝企业增加铸锭量导致节后归来铝锭工厂库存以及社会库存大增；云南政府鼓励复产，2024 年 3 月末云南地区电解铝企业逐渐开始释放复产产能，电解铝供应持续增加。综合来说，受到库存大增、云南复产但下游需求减少的影响，整个第一阶段电解铝现货价格维持在 18680-19530 元/吨之间波动。

第二阶段（4-5 月）：宏观面作为铝价主要影响因素的阶段

2024 年 4 月以来，海外以及中国国内政策频发，推动国内外铝价大涨。海外方面：美国和英国宣布对俄罗斯铝、铜和镍实施新的交易限制；拜登提议，美国将对中国钢铁和铝的关税提高至 25%；美方发布对华加征 301 关税四年期复审结果，宣布在原有对华 301 关税基础上，进一步提高对自华进口的电动汽车、锂电池、光伏电池、关键矿产、半导体以及钢铝、港口起重机、个人防护装备等产品的加征关税；欧盟表示，将会对从中国进口的电动汽车征收至高 38.1%的额外关税。加拿大计划跟风欧美对中国电动汽车加征关税。海外政策的频繁发布导致海外对铝产品供应紧张情绪加剧，推动外盘铝价。中国方面：国家频繁发布地产、汽车等提振政策，其中调整汽车贷款、解除多地限购、下调个人住房公积金贷款利率、下调首付比例等政策不断提振终端消费积极性，宏观情绪不断向好，现货铝价自 2024 年 4 月 8 日起上涨到 20000 元/吨以上，后续更是上涨到 21710 元/吨的高位，刷新自 2022 年 4 月以来的高点。

第三阶段（6-7 月）：国内外、基本面宏观面共同作用的阶段

2024 年下半年伊始，宏观面对铝价的强力提振作用逐渐减弱，国内外铝价受到多方面因素影响震荡运行，铝价重心整体下移。海外方面：美国经济数据表现一般，导致市场情绪从 2024 年上半年的高涨中回落，外盘铝价高点受到压制，但市场降息态度不断变化，最终由鹰转鸽，美元指数随着回落，国际局势仍旧表现严峻支撑外盘低端铝价，因此虽然外盘铝价重心下移，但整体仍旧 2230 美元/吨上方波动，大体高于 2024 年一季度。除此之外，能源价格受到海外局势影响，加沙一度停火预期增强，但是随着伊斯兰抵抗运动领导人在伊朗被暗杀，巴以冲突重回严峻，原油价格受到较为强力的支撑，俄乌冲突也开始加剧，导致海外天然气供应担忧提升，能源价格的上涨支撑外盘铝价。中国方面：基本面表现利好利空互现。其中中国氧化铝价格居高不下，导致电解铝成本压力较大，支撑现货低端铝价。但铝锭社会库存无法如期降库，以及云南地区释放复产复产后产量逐渐流入市场，中国电解铝供应增加，而铝锭实际成交表现不尽人意，导致铝价重

心稍向下移。宏观面表现仍旧强劲。各省市跟随国家脚步不断发布地产、汽车以及消费品以旧换新的提振政策，一定程度上支撑了电解铝的低端价格。

第四阶段（8月-12月）：宏观面主导，基本面配合的阶段

美联储降息落地后，海外仍持鸽派态度；中国召开发布会介绍以旧换新政策的总体进展，以及国新办举行新闻发布会上发布多项货币政策，宏观情绪高涨，成为推动铝价上涨的主要原因。海外方面：2024年8月后，海外对美联储降息态度基本均偏向鸽派，随着美国经济数据的不断发布，降息预期持续提高，最终在9月美联储降息50基点落地，高于前期预期的25基点，助推铝价上行。中国方面：随着金九银十的消费旺季到来，以及国庆假期的接近，下游加工企业有补库预期，铝锭成交有所好转，叠加中国电解铝行业铝水转化率回升，铸锭量减少，铝价上行。但11月国家取消铝材出口退税政策，铝材出口成本增加预期或将进一步影响电解铝需求，沪铝价格震荡回落。

2025年上半年电解铝价格大体呈现“N”字型，主要受国际局势带来的宏观情绪变化主导。第一季度受制裁与反制裁及关税政策影响铝价震荡上行，当地时间1月16日，欧盟执委会表示将在针对俄乌战争的下一个限制方案中提议禁止进口俄罗斯铝，海外担忧铝供应产生缺口，推动外盘铝价上行。当地时间3月12日，特朗普对所有进口至美国的钢铁和铝征收25%关税的举措已正式生效，海外再次担忧后续铝供应出现缺口，外盘铝价上涨，外盘一度上涨至2730美元/吨，进一步带动现货铝价上行。4月美国对等关税出台导致市场动荡情绪加剧，现货铝价震荡下跌。

2025年下半年：电解铝企业持续提高铝水转化率，近期甚至一度达到77%高点，后续电解铝企业铝水转化率将继续提升，行业铸锭量进一步减少，将影响铝锭入库数量，或将继续导致中国铝锭社会库存保持低位，支撑现货铝价低端价格。中国政策方面，国家对未来中国经济发展充满信心，后续或将继续发布消费提振政策，其中汽车、光伏数据或将继续向好，家居家电或也将受到国补政策的影响表现可观，终端消费板块将一定程度上推动现货铝价上行。整体看，铝价偏强震荡。

图表16: 铝价复盘

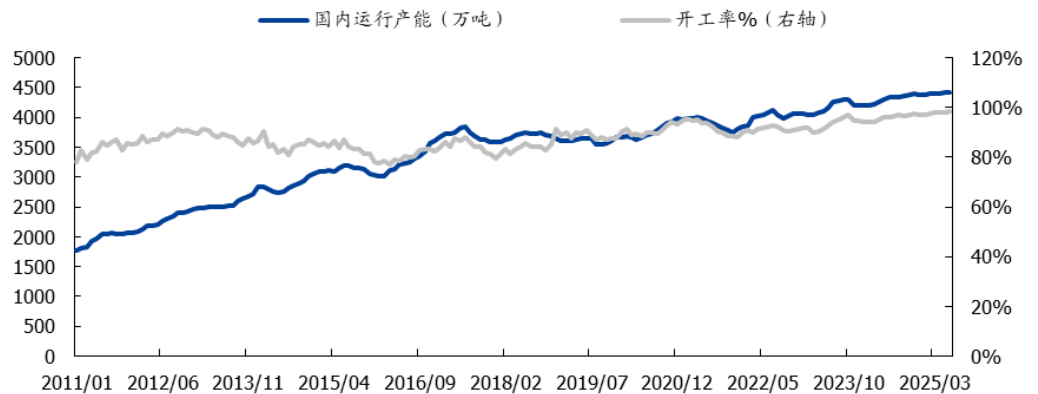


资料来源：Wind，百川盈孚，国盛证券研究所

2.2 供给：铝水转化逐渐提高，2025年供给逼近“产能天花板”

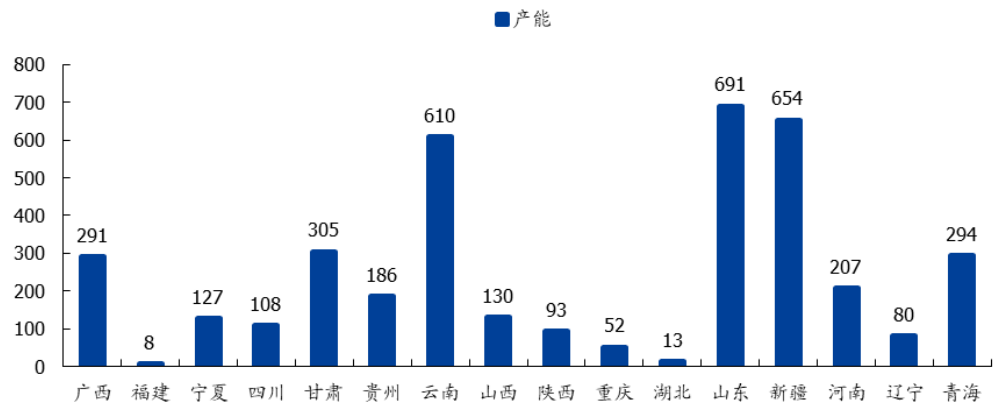
受产能“天花板”限制，全国电解铝产能增速趋缓。为提高供给体系质量，优化存量资源配置，实现供需动态平衡的精神，2018年工信部颁布《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》。根据 Wind 统计，截至 2025 年 6 月，国内电解铝开工产能 4416 万吨，距离 4500 万吨产能“天花板”仅剩近 84 万吨增长空间。分地区来看，电解铝产能区域集中化，山东、新疆和云南三地为主要生产基地，但 2020 年以来随着双碳目标的提出，电解铝能源转型需求不断增长，国内电解铝产能已从山东、河南等煤电省份向云南、广西等水电地区转移，截至 2025 年 6 月，山东、新疆和云南电解铝产能分别为 691、654、610 万吨，其三地产能占总产能的 44%。

图表17：中国电解铝月度产能及开工率情况



资料来源：Wind, 国盛证券研究所

图表18：2025年6月中国各地区电解铝产能情况 (万吨)

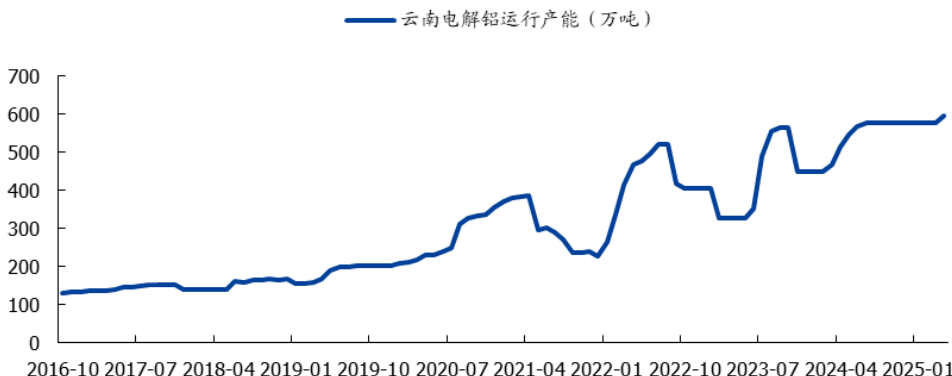


资料来源：Wind, 国盛证券研究所

2024 年 Q4 因云南电力充沛，电解铝企业或不采取限电措施，但需要注意的是 11 月以来氧化铝成本快速提高迫使部分铝企减产。从 2021 年到 2023 年，云南连续三年在枯水期出现电力供应紧张，当地电解铝企作为高耗能企业在枯水期时都受到不同程度的减产，其中有企业一度执行约 40% 的限电措施。近三年，云南限电对该地电解铝产量影响大概在 50 万吨/年左右。然 2024 年 10 月南方电网云南电网公司有关负责人在接受媒体采访时曾表示，“当前，云南全省水电蓄能 300 亿千瓦时，超过全省 1 个月的用电量，同比增加 43 亿千瓦时，存煤同比增加 51 万吨，云南电网今冬明春不会像往年一样对云铝股份等电解铝企业采取限电措施”。但需要注意的是，11 月以来，氧化铝价格一路提升

导致成本端快速上涨，电解铝亏损产能持续扩大，部分企业有所减产。据百川盈孚统计，11月减产企业包括四川启明星铝业、贵州兴仁登高新材料、河南豫港龙泉铝业、广西翔吉有色和六盘水双元铝业，供给影响产能15.7万吨。

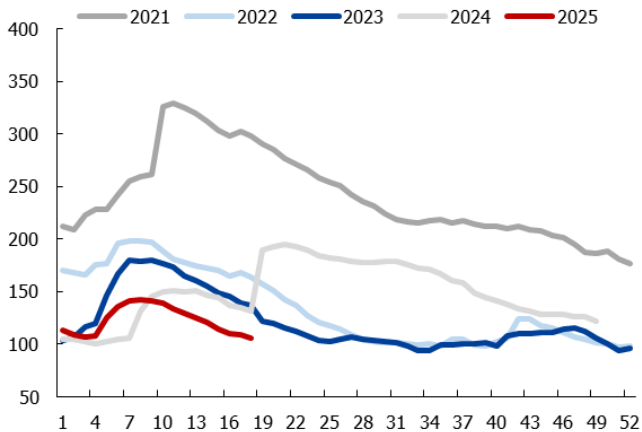
图表19: 云南电解铝运行产能



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

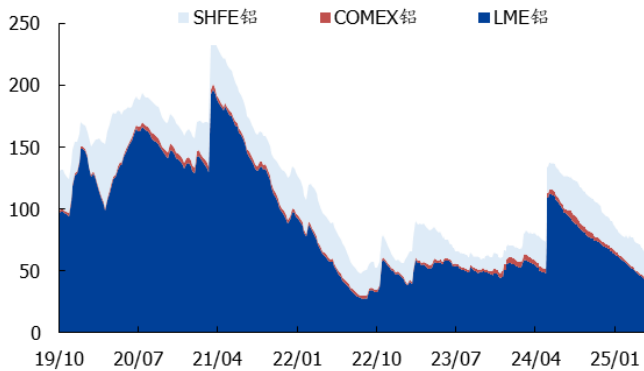
2025年全球铝库存处于5年内低位水平，铝价上升动力强。根据Wind披露，截至2025年5月8日，全球铝库存为105.3万吨，同比减少20%，是近5年同期库存最低点，且全球铝库存去库周期较2024年提前。综合来看，2025年全球铝库存有望维持低位水平，是铝价上涨较强的催化剂。

图表20: 全球铝库存(万吨)



资料来源: Wind, Mysteel, 国盛证券研究所

图表21: 铝三大交易所库存(万吨)



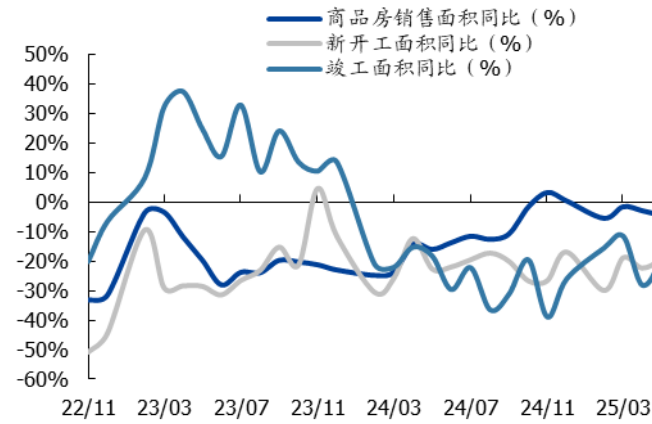
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.3 需求: 绿色发展带动电解铝长期需求，关注新能源汽车、光伏和电力需求释放

2024年9月以来的政策转向，房地产止跌企稳，未来建筑用铝需求预期有望改善。铝在建筑中主要用于铝合金门窗安装，因此，建筑用铝需求与地产竣工和新开工数据有关。2024年9月中共中央政治局会议强调要加大财政货币政策逆周期调节力度，实施有力度的降息，要努力提振资本市场，要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。

要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。据 wind 最新数据显示，2025 年 6 月我国房屋新开工面积 7,181 万平，同比减少 9.5%，房屋竣工面积 4,181 万平，同比减少 2.2%，商品房销售面积 10,535 万平，同比减少 6.6%。2024 年 9 月以来的政策转向，房地产逐渐止跌企稳，未来建筑用铝需求预期有望改善。

图表22: 国内地产月度数据跟踪



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表23: 国内 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

汽车减排和轻量化以及新能源汽车单车用铝的提升，有望带动汽车用铝增长。铝在新能源汽车中应用于车身、车轮、底盘、防撞梁、底板、电池壳等。由于电动车与燃油车的未来增速不一致，因此我们作出如下假设：

(1) 根据 iFind 数据披露，我们计算得出 2024 年电动车零售销量增速为 40.6%，然国内车市已成熟，我们认为高基数下电动车增速或进一步放缓，中性预计 2025 年电动车增速为 20-25%。随着二三线城市基建跟进，同时也遇到廉价燃油车的直接竞争，预计 2026-2027 年增速进一步放缓至 17%/15%。

(2) 根据 ifind 统计，2024 年国内乘用车销量同比增速为 5.4%，因国内车市已成熟，乘用车销售市场或收窄，故我们假设 2025-2027 年乘用车增速为 3%，则 2025-2027 年燃油车增速为 -15.2%/-15.4%/-18.9%。

(3) 根据立鼎产业研究网披露，2021 年传统油车和新能源车的单车用铝量分别为 145kg 和 173kg，随着轻量化战略持续推进，预计至 2025 年两者单车用铝量将达 180kg 和 227kg。假设 2026-2027 年两车单车用铝量与 2025 年保持一致。

测算结果如下：

预计到 2027 年，汽车行业电解铝消费量为 535 万吨，三年复合增速为 7.1%。

图表24: 国内汽车行业电解铝消费量测算

	单位	2021A	2022A	2023A	2024	2025E	2026E	2027E
1.汽车销量增长								
国内电动车销量(万辆)	万辆	299	567	775	1090	1340	1568	1803
国内 YOY (%)	%		89.5%	36.7%	40.6%	23.0%	17.0%	15.0%
国内燃油车销量(万辆)	万辆	1708	1487	1396	1200	1018	861	698
国内 YOY (%)	%		-12.9%	-6.1%	-14.1%	-15.2%	-15.4%	-18.9%
2.单车耗铝量								
电动车单车耗铝量	KG	173.00	185.16	198.17	212.10	227.00	227.00	227.00
YOY	%		7%	7%	7%	7%	0%	0%
燃油车单车耗铝量	KG	145.00	153.05	161.55	170.53	180.00	180.00	180.00
YOY	%		6%	6%	6%	6%	0%	0%
3.汽车行业耗铝量								
国内电动车耗铝量	万吨	51.76	104.96	153.62	231.13	304.27	355.99	409.39
YOY	%		103%	46%	50%	32%	17%	15%
国内燃油车耗铝量	万吨	247.60	227.52	225.60	204.57	183.18	154.90	125.67
YOY	%		-8%	-1%	-9%	-10%	-15%	-19%
耗铝总量	万吨	299	332	379	436	487	511	535
YOY	%		11%	14%	15%	12%	5%	5%

资料来源: iFind, 牛莎莎《新能源汽车对车用铝合金产业发展的影响》, 立鼎产业研究网, 国盛证券研究所 注: 2025-2027 年数据为国盛证券研究所测算

光伏行业用铝主要为组件边框和装机所用支架两部分, 根据 CPIA 数据统计, 2023 年国内新增光伏装机 216.9GW, 同比增长 148.1%; 2024 年新增光伏装机为 277.6GW, 同比增长 28%。2024 年 12 月 1 日起, 我国部分光伏产品的出口退税率将由 13% 下调至 9%, 可能影响 2025 年新增装机量, 故假设 2025 年新增装机量与 2024 年一致。据 SPE 预测, 按中等展望情景预测, 2026 年全球光伏市场新增装机将达到 665GW (中国 352GW), 展望未来, 预计 2027 年全球新增装机容量将达到 755GW (中国 400GW)。根据 SMM 铝交流平台数据显示, 光伏组件按照 1GW 光伏装机量消耗 0.65 万吨铝计算, 光伏支架按照 1GW 光伏装机量消耗 0.7 万吨铝计算, 预计 2027 年光伏行业用铝量将达 814 万吨, 三年复合增速为 13%。具体测算结果如下:

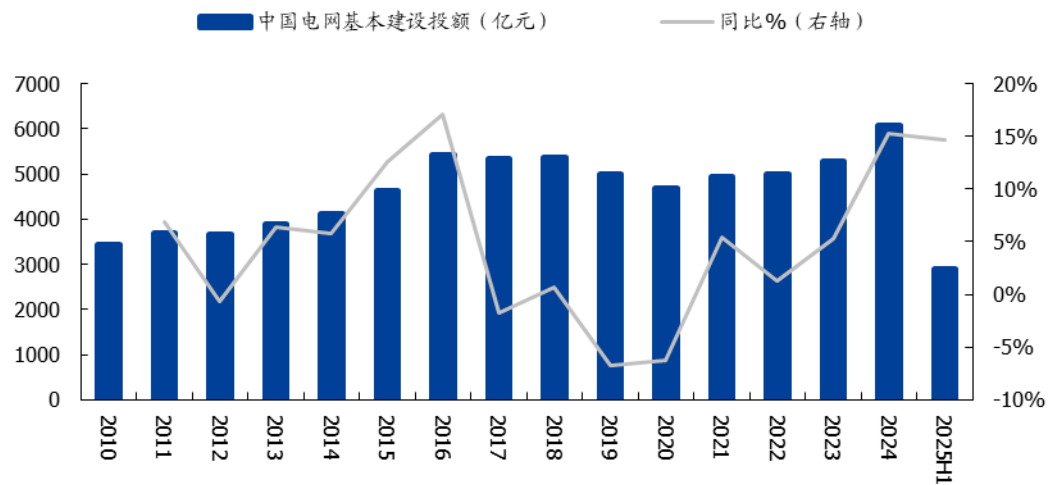
图表25: 国内光伏行业用铝量测算

	单位	2021A	2022A	2023A	2024	2025E	2026E	2027E
1.光伏装机量和光伏组件								
新增光伏装机量	GW	55	87	217	278	278	352	400
YOY (%)	%		59.3%	148.1%	28.0%	0.0%	27.0%	13.5%
光伏组件产量	GW	182	289	518	570	570	724	822
YOY (%)	%		58.6%	79.5%	10.0%	0.0%	27.0%	13.5%
2.光伏行业耗铝量								
国内光伏支架耗铝量	万吨	38	61	152	194	194	247	280
国内光伏组件耗铝量	万吨	118	188	337	371	371	471	534
总计	万吨	157	249	489	565	565	717	814

资料来源: SMM, CPIA, 中国有色金属工业协会硅业分会, 中商产业研究院, 国盛证券研究所 注: 2026、2027 年假设中国依然占全球新增装机量的 53% 左右, 2025-2027 年数据为国盛证券研究所测算

电源建设包含传统电力建设及新能源电力建设，是用铝重要领域。《中国电力行业投资发展报告（2024年）》透露，中国电力总投资加速释放，2023年行业投资总额为15502亿元，同比增长24.7%，为近十年来最高增速。其中，电源呈历史性大规模投入，带来装机容量显著增长，新增装机高达3.71亿千瓦。传统电源投资回暖，2023年火电、水电、核电投资均超过1000亿元。新能源投资再创新高，风电、光伏发电投资及新增装机规模均创下历史新高。2023年中国电网建设投资5277亿元，同比增长5.4%，近七年以来最高增速，尤其新型储能建设年投资额和新增规模均创历史新高，投资规模达767亿元，同比增长超过150%。根据Wind统计，2024年中国电网基本建设投资额为6083亿元，同比增长15%；2025年上半年中国电网基本建设投资额为2911亿元，同比增长15%。未来三年，中国火电投资规模将稳中有降；风电光伏等新能源投资仍将持续保持高位；电网基建投资将稳步增长。

图表26：中国电网基本建设投资额及同比变化



资料来源：Wind，国盛证券研究所

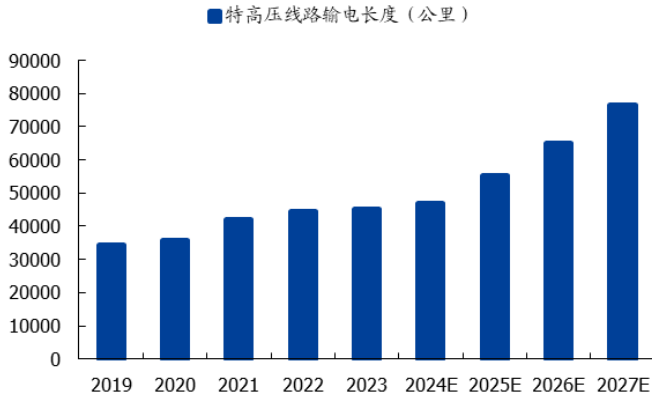
据北极星输配电网不完全统计，中国规划建设30个特高压输电项目，电力领域用铝需求稳步提升。根据上述分析，2024年电网基本建设投资额大幅提高，未来伴随风光电等清洁能源占比提高，电网基建投资额或持续稳定增长。电网用铝的范围同样比较广泛，发电设备、输电线路、变电站、配电线路等方面都会用到铝材。不过，从比例上看，电网用铝主要是在输电线路，尤其是高压输电线路方面，铝线缆占比已经超过70%。根据北极星输配电网整理特高压项目的最新进展，共有7项特高压工程拟在2025年投运，预计2025年新增特高压线路输电长度8332公里，总线路长度为55,204公里。按照SMM数据显示，每公里特高压直流线路用铝量在55.2吨左右，每公里特高压交流线路用铝量在63.4吨左右，假设我们按照平均用铝量计算，则2025年特高压线路用铝量或为327万吨，假设2026-2027年特高压线路用铝量增速与2025年保持一致，则对应2027年用铝量为454万吨，三年复合增速为17.8%。

图表27: 中国特高压项目进展情况

序号	特高压项目名称	建设进度	线路长度(公里)
1	川渝 1000 千伏特高压交流输电工程	2025 年 6 月建成投运	658
2	金上-湖北±800 千伏特高压直流输电工程	2025 年 6 月建成投运	1784
3	陇东-山东±800 千伏特高压直流输电工程	2025 年 5 月建成投运	926
4	宁夏-湖南±800 千伏特高压直流输电工程	2025 年 6 月建成投运	1634
5	哈密-重庆±800 千伏特高压直流输电工程	2025 年 7 月建成投运	2260
6	陕北-安徽±800 千伏特高压直流输电工程	2025 年底陆续建成	1070
7	大同-天津南 1000kV 特高压交流工程	三期主变扩建工程于 2025 年投运	—
8	海南州第二条特高压输电通道	力争 2025 年取得国家核准并开工建设	—
9	疆电(南疆)送电川渝特高压直流工程	2024 年 9 月完成可研	—
10	浙江环网特高压交流工程	2024 年 10 月完成可研	—
11	烟威特高压交流工程	24 年 12 月完成可研	—
12	甘电入川直流特高压	24 年 12 月完成可研	—
13	西北风电光伏和西南水电能源基地至广东的新增特高压输电通道	预留建设条件	—
14	福建北电南送特高压交流输变电工程	推进中	—
15	福厦特高压工程	推进中	—
16	忻州-京津冀特高压输电通道	推进中	—
17	京津冀特高压环网	推进中	—
18	大同-怀来-天津北-天津南特高压	推进中	—
19	1000 千伏攀西特高压交流工程	推进中	—
20	阿坝-成都东 1000 千伏特高压交流工程	推进中	—
21	成都东特高压交流工程	推进中	—
22	甘孜-天府南特高压交流工程	推进中	—
23	酒湖直流特高压工程	推进中	—
24	疆电入川特高压工程	推进中	—
25	陇电入川特高压工程	推进中	—
26	藏电入川特高压工程	推进中	—
27	世界首个百分百新能源特高压柔性直流工程	推进中	—
28	天津特高压第三通道	推进中	—
29	张北-胜利特高压线路工程	建设中	—
30	蒙西-京津冀±800kV 特高压直流输电工程	推进中	—
2025 年新增特高压线路输电长度(公里)			8332

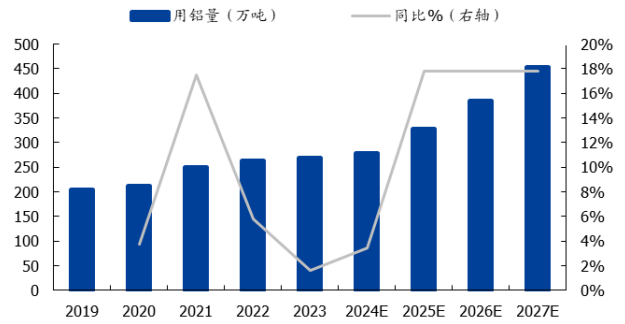
资料来源: 北极星输配电网, 国网重庆超高压公司, 湖北省电力规划设计研究院, 华北电力设计院有限公司, 中易安全应急平台, 中宁县融媒体中心, 国盛证券研究所

图表28: 中国特高压线路输电长度



资料来源: 澎湃新闻, 北极星输配电网, 国网重庆超高压公司, 湖北省电力规划设计研究院, 华北电力设计院有限公司, 中易安全应急平台, 中宁县融媒体中心, 国盛证券研究所 注: 2024-2027年数据为国盛证券研究所测算

图表29: 中国特高压线路用铝量测算



资料来源: 澎湃新闻, 金属资讯网, 北极星输配电网, 国网重庆超高压公司, 湖北省电力规划设计研究院, 华北电力设计院有限公司, 中易安全应急平台, 中宁县融媒体中心, 国盛证券研究所 注: 2024-2027年数据为国盛证券研究所测算

2.4 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。截至 2024 年底, 公司共有电解铝产能 170 万吨/年, 权益产能约 132.4 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/年神火集团商丘铝业分公司, 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 (2019 年 5 月停产)。

➤ 原材料氧化铝以参股形式布局

目前公司参股广西龙州新翔生态铝业有限公司 36% 股权, 广西龙州新翔生态铝业有限公司氧化铝产能 100 万吨/年, 参股开曼铝业 (三门峡) 有限公司 1.875% 股权, 开曼铝业 (三门峡) 有限公司氧化铝产能 210 万吨/年。

➤ 2009 年后公司电解铝产量稳步提升

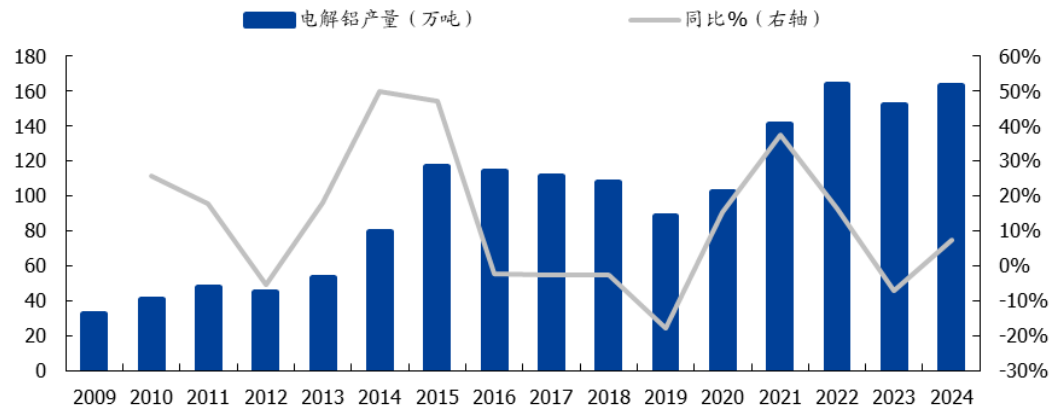
根据公司公告显示, 2009 年-2024 年电解铝产量由 32.2 万吨增长至 162.9 万吨, 年复合增速 11%。其中 2019 年电解铝产量同比下降 18% 主要系永城本部 52 万吨电解铝生产线停产所致。随着公司 2021 年云南神火水电铝一体化项目陆续投产, 公司电解铝产量快速提升。

图表30: 公司电解铝生产基地分布图(截至2024年)



资料来源: 拓筑在线, 千库网, 公司公告, 国盛证券研究所

图表31: 2009-2024年电解铝产量及同比变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

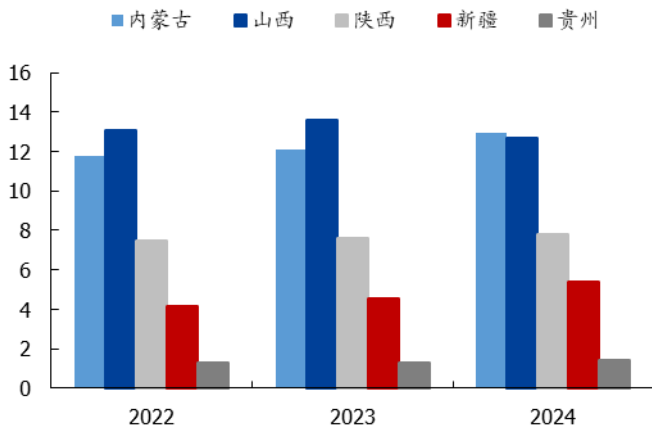
2.4.1 新疆煤电: 成本优势显著

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/年阳极炭块, 4 台 350MW 燃煤发电机组。根据吕梁铝协披露, 生产 1 吨电解铝需要消耗 0.45 吨预焙阳极和 13500 度电, 按照 2024 年公司新疆厂区发电量 96.1 亿度, 生产碳素产品 39.02 万吨, 子公司 80 万吨/年电解铝电力及碳素自给率为 89%、108%。

新疆煤电地处新疆昌吉州, 煤炭资源丰富, 2024 年新疆煤炭产量位居国内第四水平。新疆煤炭资源丰富, 煤价处于全国洼地。根据 SMM 数据披露, 2024 年我国原煤产量为 47.6 亿吨, 同比增长 2.2%, 再创新高, 并且已是连续第四年创下历史新高。在全国范

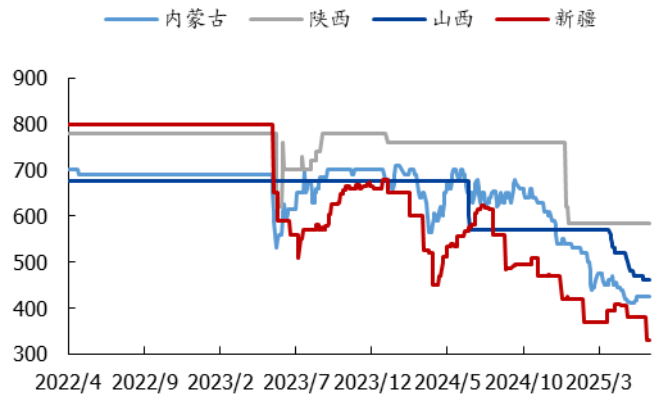
国内，一共有 23 个省份在生产煤炭，其中有 8 个省份的煤炭产量超过了 1 亿吨。从煤炭生产的区域分布来看，2024 年排名前四的省份为内蒙古、山西、陕西和新疆，占据了全国原煤总产量的 82%。其中，内蒙古的原煤产量达到了 12.97 亿吨，因为产能核增、新建项目核准以及智能化建设等因素，其产量同比增长了 7.1%，成功超越山西，成为全国第一；山西省的原煤产量为 12.69 亿吨，受到安全检查和地方政策的影响，同比下降了 6.5%；陕西的原煤产量为 7.8 亿吨，保持着平稳增长的态势，同比上升了 2.5%；新疆的产量达到了 5.41 亿吨，由于资源的进一步开发，其增幅高达 18.4%，并且新疆的原煤产量增速已经连续四年领跑全国。从价格看，据 Mysteel 数据显示，2024 年新疆煤价处于全国洼地，较陕西低 209 元/吨，较内蒙古和山西分别低 96/69 元/吨。

图表32: 全国主要省份煤炭产量情况 (亿吨)



资料来源: SMM, 国盛证券研究所

图表33: 全国主要省份煤价情况 (元/吨)

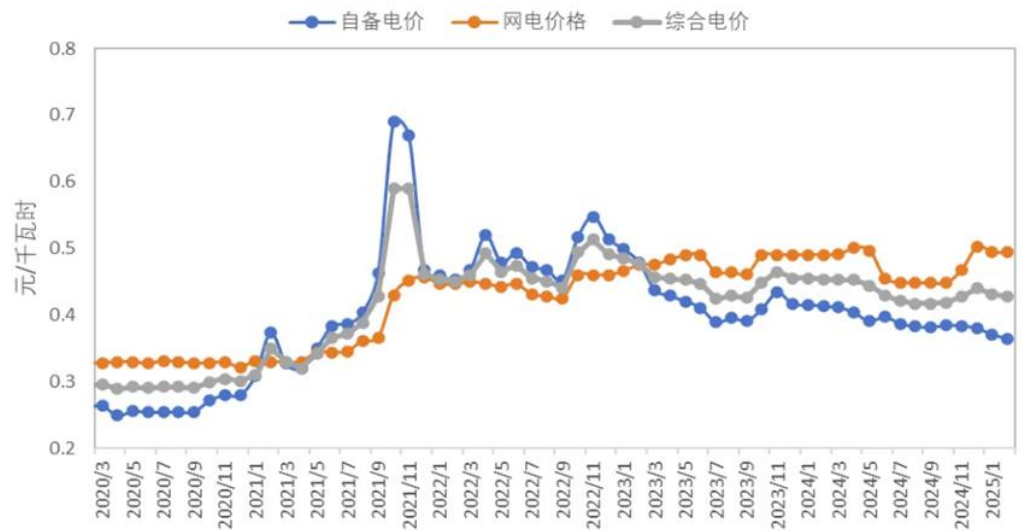


资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

2024 年新疆电价处于全国低位水平，2025 年国内电解铝用电成本小幅下降。根据北极星售电网数据显示，2024 年新疆电价为 0.35 元/度，处于国内低位水平。而 2025 年以来，煤炭主产区煤矿复产节奏加快，进口煤到港量维持高位；而电煤因暖冬影响需求疲软，非电行业又处于淡季，煤炭供应宽松但需求疲软，导致煤炭价格呈下行态势，铝厂自备电价逐步下跌，这是今年铝行业电力成本降低的主因。根据安泰科统计和估算，2 月份自备电加权平均价格为 0.365 元/千瓦时，环比下降 1.7%；网电价格为 0.494 元/千瓦时，环比下降 0.1%；自备电较网电低 0.129 元/度。综合自备电和网电，加权平均电价为 0.428 元/千瓦时，环比下降 1.0%，较 2024 年底下降 2.9%。

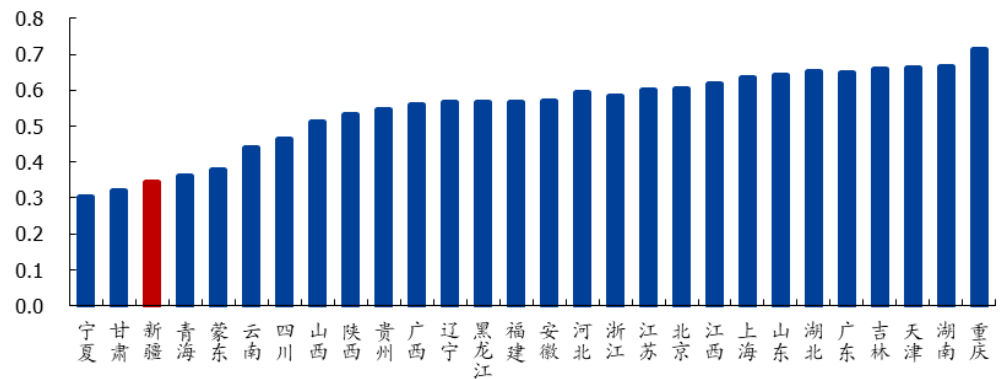
公司电力保障力度高，受益于新疆电力优势，电解铝生产成本优势显著。假设按照 1 吨电解铝消耗 13500 度电计算，新疆电解铝电力成本较云南低 1262 元，较山东低 3983 元，公司将受益于新疆煤炭资源与电力，电解铝成本优势显著。

图表34: 国内自备电、网电及综合电价情况



资料来源: 安泰科, 国盛证券研究所

图表35: 2024年国内各省份代理电价情况(元/度)



资料来源: 北极星售电网, 四川省水电投资经营集团有限公司代理购电价格公告, 国盛证券研究所

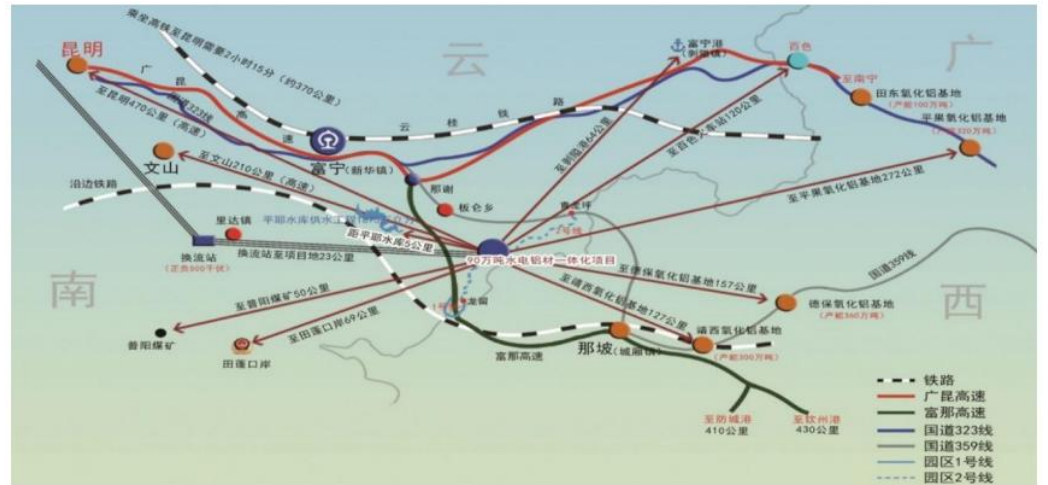
除背靠新疆丰富的煤炭资源，临近坑口运输成本偏低，也是新疆煤电成本偏低的重要原因。子公司每年都会与湖北宜化、中国神华所属矿井洽谈煤炭价格，可保证煤炭供应量的稳定。同时，公司在距离湖北宜化和中国神华所属两个煤矿建了两条皮带走廊，运距一条 12km，一条 26km，物流成本大概 10 元/吨左右，可使煤炭采购成本接近坑口价。煤炭采购成本的节约，使新疆煤电生产成本更具优势。

2.4.2 云南神火：股权收购带来业绩改善，低碳铝享溢价

公司加大绿电铝产能布局，绿色能源占比不断提高。云南神火 90 万吨/年电解铝位于文山州富宁县，地处水电丰富的云南省，不仅利用绿色无污染的水电作为主要能源，而且项目所在地距离氧化铝主产地广西百色仅 120 余公里，又紧邻我国铝消费最集中的华南市场和铝消费潜力快速增长的西部市场及东南亚、南亚等铝产品主要消费国，物流成本优势明显。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 2023 年 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，另一方面公司所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。

图表36: 云南神火 90 万吨电解铝项目区位图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表37: 云南神火股权变动情况表

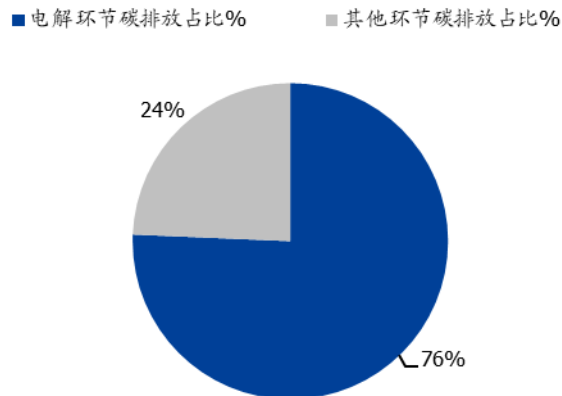
本次变更前, 云南神火股权结构	
股东名称	股权比例 (%)
河南神火煤电股份有限公司	43.4
河南神火集团有限公司	30.2
河南资产商发神火绿色发展基金(有限合伙)	9.9
文山州财信实业投资有限公司	8.25
商丘新发投资有限公司	4.95
中央企业贫困地区(云南)产业投资基金合伙企业(有限合伙)	3.3
本次变更后, 云南神火股权结构	
股东名称	股权比例(%)
河南神火煤电股份有限公司	58.25
河南神火集团有限公司	30.2
文山州财信实业投资有限公司	8.25
中央企业贫困地区(云南)产业投资基金合伙企业(有限合伙)	3.3
合计	100

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

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 IAI2023 年“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 14.8 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 3.6 吨，较火电平均每吨电解铝可节约 11.2 吨碳，节碳效果显著。

图表38: 2023年电解铝电解环节碳排放量占比情况

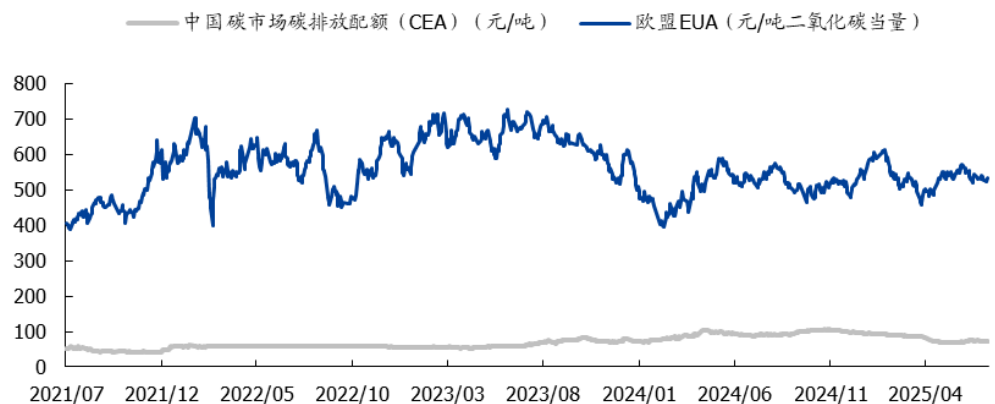


资料来源: IAI, 国盛证券研究所

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, 防止欧盟企业将碳密集型生产活动转移至欧盟境外。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 2025 年 7 月 24 日碳配额价格达到 534 元/吨二氧化碳当量; 而国内碳排放额 (CEA) 为 73.8 元/吨, 按照每吨水电铝相较于火电铝可减少碳排放约 11.2 吨来看, 水电铝隐含 827 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。

图表39: 碳排放配额售价



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.5 铝箔：新项目逐步投产，盈利有望增厚

公司铝箔权益产能 **11.9 万吨/年**，云南新材铝箔项目逐步投产，板块盈利有望增厚。目前，公司铝箔业务营运主体分别为神火新材主要生产高精度电子电极铝箔，上海铝箔主要生产食品铝箔、医药铝箔，阳光铝材主要生产铝箔坯料。截至 2024 年，公司铝箔产能 14 万吨/年（神火新材 11.5 万吨/年、上海铝箔 2.5 万吨/年，云南新材另有 11 万吨产能预计 2025 年投产）、铝箔坯料 15.5 万吨/年。未来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。

图表40：公司铝箔业务分布情况（截至 2024 年）



资料来源：拓筑在线，千库网，公司公告，国盛证券研究所

公司是全国包装铝箔和电池箔龙头企业，积极布局高端铝箔市场，打造第二业绩增长极。公司是国内为数不多的具有水电铝材全绿色产业链的企业，在包装铝箔和电池箔中属于龙头企业，产量位列全国前五位，在高端铝箔市场属于第一梯队。公司铝箔产量由 2018 年的 2.69 万吨增长至 2024 年的 9.68 万吨，年复合增速为 24%，其营收由 2019 年的 6.63 亿元增长至 2024 年的 24.23 亿元，年复合增速为 30%。公司铝箔业务具有以下优势：

➤ 铝箔业务先入优势和设备先进优势

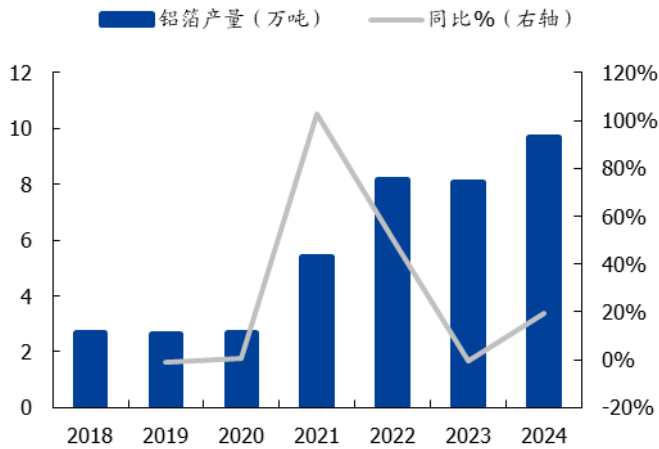
公司自 2004 年进入铝箔行业以来，培养了一批优秀的技术研发、生产、销售、管理人才，积累了丰富的生产组织经验，主设备是德国阿亨巴赫铝箔轧机等世界一流的生产设备，在设备精度、工作效率、智能制造方面均为世界顶级水平。公司铝箔产业优秀的技术团队、先进的生产工艺，不仅能够丰富产品布局、保障产品成品率、提高生产效率，还能够降低公司的运营风险和生产成本，有利于与客户建立长期稳定的合作关系，为市场份额持续扩大及巩固奠定基础。

➤ 产品优势

公司铝箔产品主要为高精度电池铝箔、牛奶食品铝箔和医药铝箔等高端市场产品，通过 20 多年的研发和创新，公司积累了大量国内外一流的客户，目前 4.5 微米的高端超薄双零铝箔和 8 微米双面光超薄电池铝箔已经实现稳定量产，深受下游客户

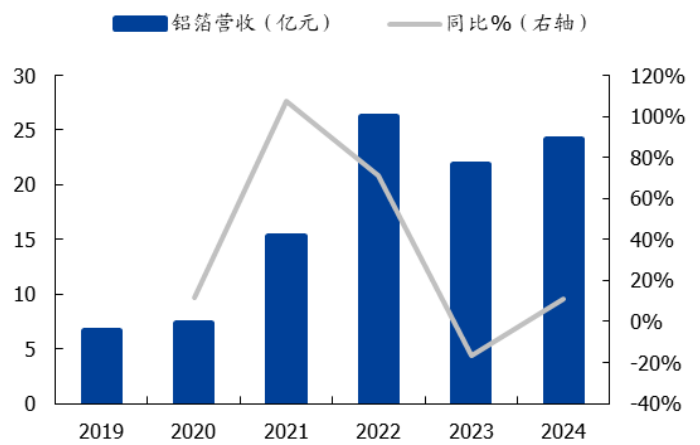
的青睐。神火新材依托高品质的产品质量，公司电池铝箔稳定供应国内“头部”电池企业。

图表41: 2018-2024年铝箔产量及同比变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表42: 2019-2024年铝箔营收及同比变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

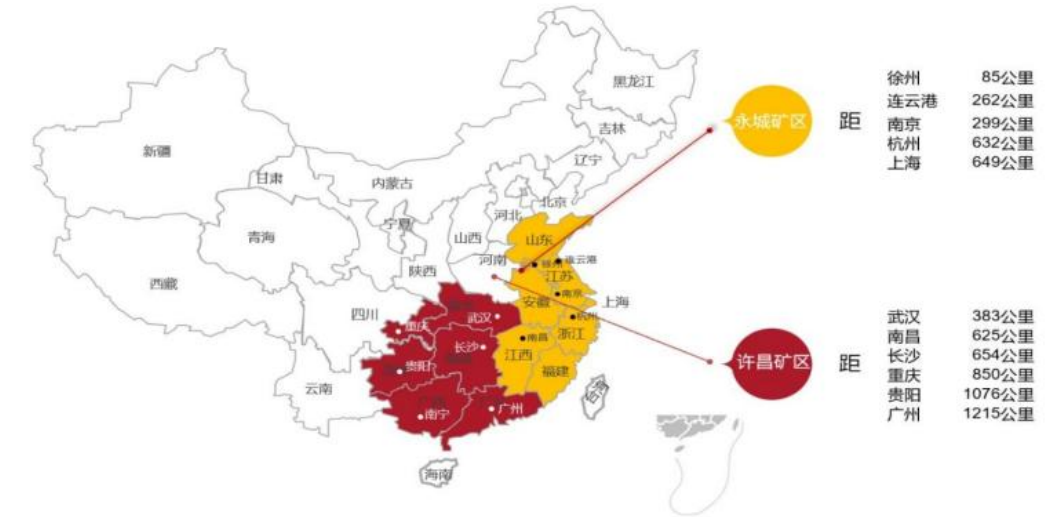
三、煤炭: 盈利能力稳中向好, 内生成长稳步推进

3.1 煤炭业务为公司核心业务之一, 毛利显著高于可比公司

煤炭业务是公司的核心业务之一, 公司 2024 年煤炭产量位居河南省第四位。公司拥有煤炭采掘相关的完整生产及配套体系, 2024 年煤炭产能 855 万吨/年, 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, 分河南永城矿区、许昌矿区和郑州矿区, 是国内冶金企业高炉喷吹用精煤的主要供应商之一。另外, 于河南省永城市、许昌市, 紧邻华中、华东等经济发达地区, 周边铁路、公路网四通八达, 市场需求稳定, 地理优势显著。其中, 永城矿区生产的无烟煤主要销往江苏、安徽、浙江一带; 许昌市紧邻武汉市, 许昌矿区生产的贫瘦煤主要销往湖北、湖南、江西一带; 而且, 公司拥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。

- 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, 其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。
- 许昌及郑州矿区合计核定瘦煤、贫煤产能 510 万吨/年。新龙公司、兴隆公司主要生产贫瘦煤, 是优质的冶金用煤, 作为主焦煤的配煤使用; 新密超化主要生产贫瘦煤, 作为动力煤使用。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。

图表43: 公司煤炭产能区位图 (截至2024年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

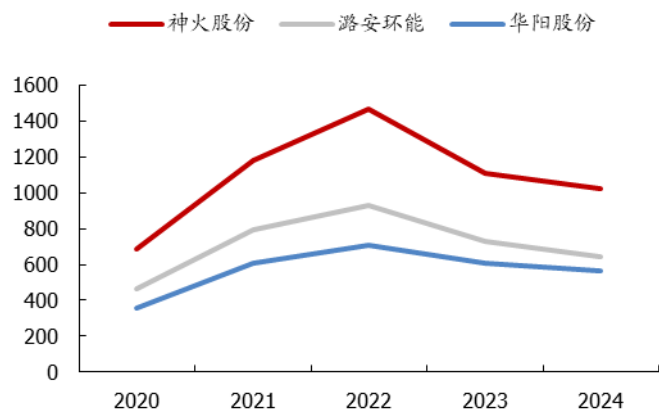
图表44: 公司煤炭资源情况 (截至2024年)

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	20,991.26	9,877.52
许昌、郑州矿区	瘦煤、贫煤	510	107,658.11	48,785.54
合计		855	128,649.37	58,663.06

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

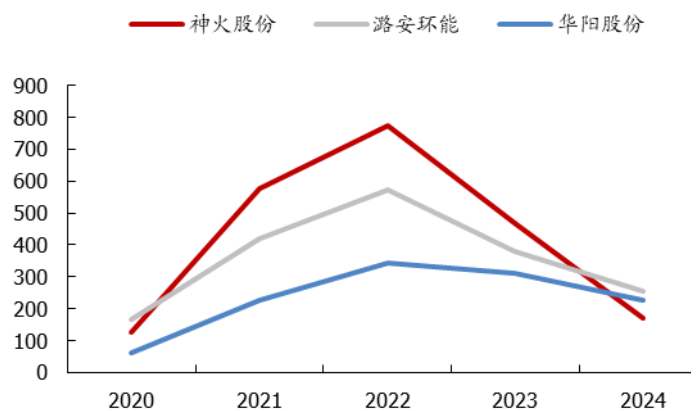
公司煤种集中于无烟煤、瘦煤和贫煤，吨煤售价、毛利显著高于可比公司。相较潞安环能有部分动力煤，公司煤种结构则以无烟煤、瘦煤和贫煤为主，对比同行公司（潞安环能、华阳股份）吨煤售价较高，2024年，公司吨煤售价达1,019元/吨。2020-2023年公司吨煤毛利显著高于可比公司，然2024年煤炭业务受人工成本增长导致吨煤毛利低于可比公司。

图表45: 公司与可比公司吨煤售价对比 (元/吨)



资料来源: 各公司公告, Wind, 国盛证券研究所

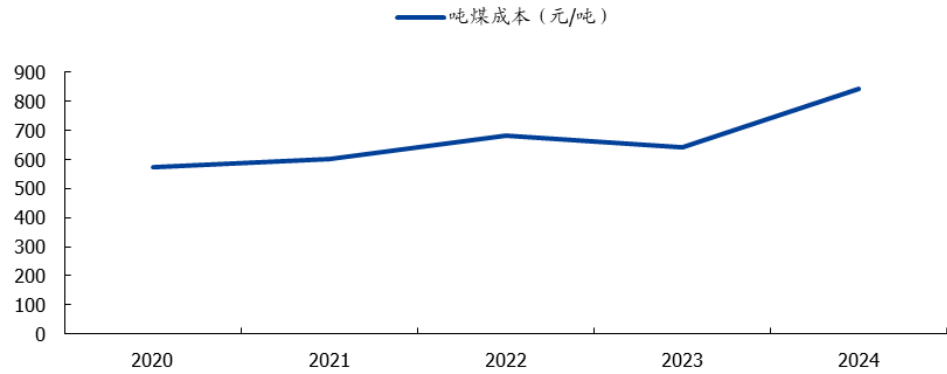
图表46: 公司与可比公司吨煤毛利对比 (元/吨)



资料来源: 各公司公告, Wind, 国盛证券研究所

2020年以来，公司吨煤成本呈上升态势。2024年公司煤炭业务营业成本56.92亿元，吨煤销售成本为845元/吨，同比上升31%。自2020年以来，公司吨煤成本抬升271元/吨，年复合增速为10%。

图表47: 2020-2024年吨煤成本情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

3.2 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。

图表48: 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》, 国盛证券研究所

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%、全硫质量分数不大于1%、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、青海弧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。

图表49: 典型矿区稀缺高炉喷吹用煤主要煤质指标

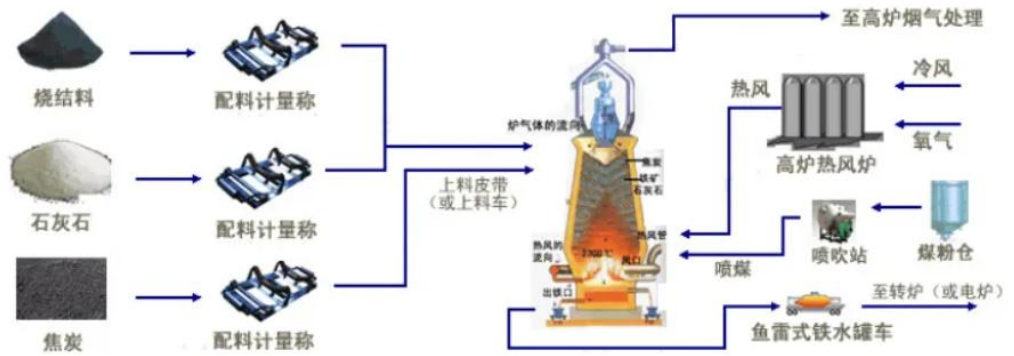
矿区	$\omega(\text{Ad})/\%$	$\omega(\text{St}_t)/\%$	$\omega(\text{P})/\%$	主要煤类
峰峰	11.55~35.45/21.56	0.68-6.03/3.01	0~0.05/0.04	PM、WY
永城	9.28~29.21/15.01	0.24~1.14/0.42	0.01~0.05/0.03	WY、PM
西山	6.87~39.19/21.25	0.20~2.40/0.54	0~0.14/0.01	PS、PM
阳泉	9.21~32.98/19.49	0.36~0.49/0.39	0~0.04/0.02	PM
潞安	8.93~28.21/16.38	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
弧山	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》, 国盛证券研究所 注: 11.55~35.45/21.56 表示最小~最大/平均值, 其他数据同; PW 表示贫煤, WY 表示无烟煤, PS 表示贫瘦煤。

3.3 喷吹煤是提高高炉经济性的重要途径

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，减少焦煤使用量，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。

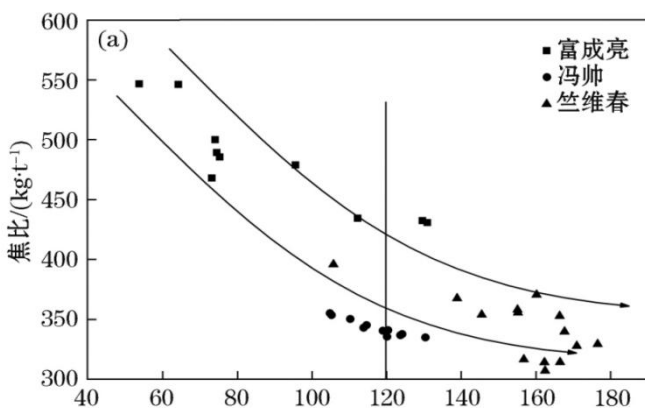
图表50: 高炉炼铁生产工艺流程



资料来源: 金属加工, 国盛证券研究所

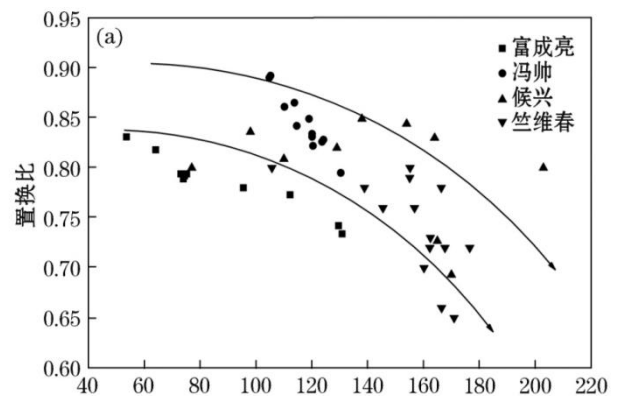
随着喷煤比的提高煤焦置换比会下降。煤焦置换比是衡量喷煤效果的重要指标，在一定冶炼条件下，置换比与喷煤量的关系是遵循递减规律的，即随着喷煤量的增加，置换比将会降低。置换比的降低有可能导致燃料比过高，造成经济上不合算的情况，这时进一步扩大喷吹量只能造成喷吹燃料的浪费。

图表51: 煤比与焦比关系



资料来源: 钢铁研究学报, 唐庆利等《高炉炼铁煤焦置换新概念》, 国盛证券研究所 注: 横轴为喷煤比

图表52: 煤比与实际置换比之间关系



资料来源: 钢铁研究学报, 唐庆利等《高炉炼铁煤焦置换新概念》, 国盛证券研究所 注: 横轴为喷煤比

3.4 煤炭下行接近底部，底部价格持续向上

我们对煤炭价格周期进行复盘，目前煤价接近底部，且底部价格持续向上。本轮周期开始于2021年受全球能源危机、国内供需错配、极端天气等多重因素影响，从而带来煤价上涨，短期上涨之后2023年产能持续释放，需求走弱，供需格局恶化，煤价下跌。

➤ **第一周期（2009-2015年）**

2009年，随着中国经济逐步恢复，中国动力煤价格上半年保持平稳，下半年呈加快上涨态势。2009年12月14日，国家发改委下发《关于完善煤炭产运需衔接工作的指导意见》（发改运行〔2009〕3178号），全国煤炭订货会取消，电煤合同签订改为供需企业自主谈判，煤炭市场化进入新的阶段。2010年上半年动力煤价格先抑后扬，总体呈现出振荡走势。2011年是“十二五”开局之年，各地发展热情高涨，固定资产投资继续快速增长，受此影响，主要高耗能产品产量快速增长，煤炭需求持续保持旺盛态势。自2012年以来，中国经济增长开始减速，煤炭需求放缓，价格也开始连年下行，动力煤价格出现断崖式的下跌。2015年受需求下滑，供需矛盾突出影响，煤价跌落谷底，秦皇岛港地区Q5500大卡的煤价格由2011年最高点的856元/吨下滑到了2015年年底的359元/吨，跌幅高达58%。

➤ **第二周期（2016-2020年）**

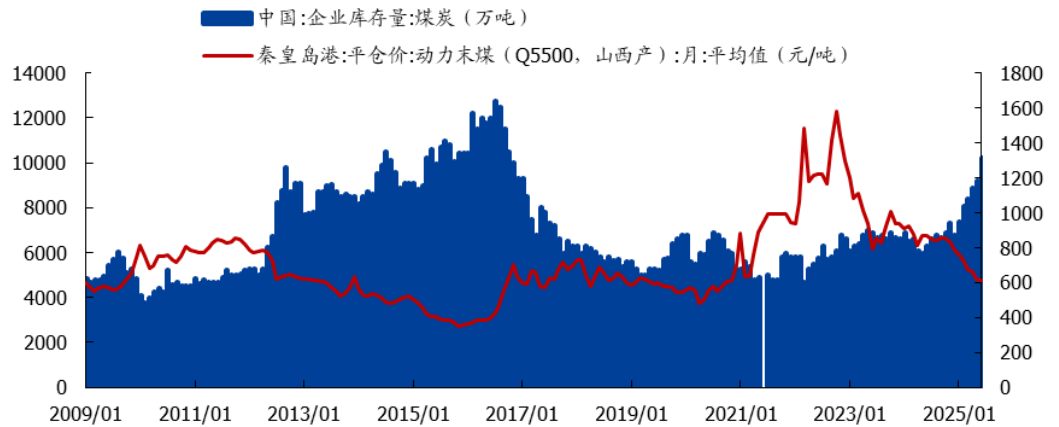
2016年国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，自此煤炭行业开始实施供给侧改革，该意见提出用3-5年时间退出5亿吨煤炭产能，压减重组产能5亿吨，合计计划退出产能10亿吨。2018年1月，国务院总理李克强在《彭博商业周刊》发文指出煤炭去产能规划由一年前的10亿吨调整为8亿吨，同时该文指出2016年煤炭行业退出落后产能2.9亿吨以上，2018年国家发改委副主任在两会答记者问时表示近两年煤炭产能共退出5.4亿吨。2016-2018年受煤炭供给侧改革影响，煤价快速上涨，截至2018年底，动力煤价格增长至599元/吨。2019-2020年由于经济增速放缓，煤价处于下行趋势，2020年煤价底部价格为483元/吨。

➤ **第三周期（2021-至今）**

2021年，受全球能源危机、国内供需错配、极端天气等多重因素影响，2021年10月动力煤现货价格飙升至1987元/吨的历史峰值。随后2022-2023年受俄乌冲突加剧国际能源供应链紧张，叠加国内保供政策阶段性发力，价格维持在1200-1500元/吨区间。2023年后国内煤炭产能持续释放、进口量大幅增长，叠加大火电需求增长放缓、钢铁、建材行业用煤需求下滑导致煤炭供需格局发生改变，煤价开启下行周期，截至2024年底，动力煤价格下跌至785元/吨。

展望2025年，近年来，国内煤炭产量持续增长，进口煤也冲击着国内市场，同时受下游电力、化工、钢铁等行业需求疲软、新能源电力发展挤压火电份额等因素影响，国内供应过剩局面凸显。6月份受安全生产月影响，部分煤炭主产地停产煤矿增多，叠加迎峰度夏来临，低价煤种出现超跌反弹现象。目前，冶金煤市场情况出现分化，炼焦煤因供应有所收紧逐步止跌企稳，无烟煤价格依旧承压。从政策方向上来看，国家还是在加强煤炭稳产保供，预计下半年煤炭产量不会大幅缩减，供大于求的局面很难改变。综上，预计2025年下半年可能出现阶段性的反弹，但力度有限；同时由于煤价已跌破多数煤矿的成本线，预计煤价下跌空间有限。

图表53: 2009年至今中国企业煤炭库存量及秦皇岛动力末煤价格变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

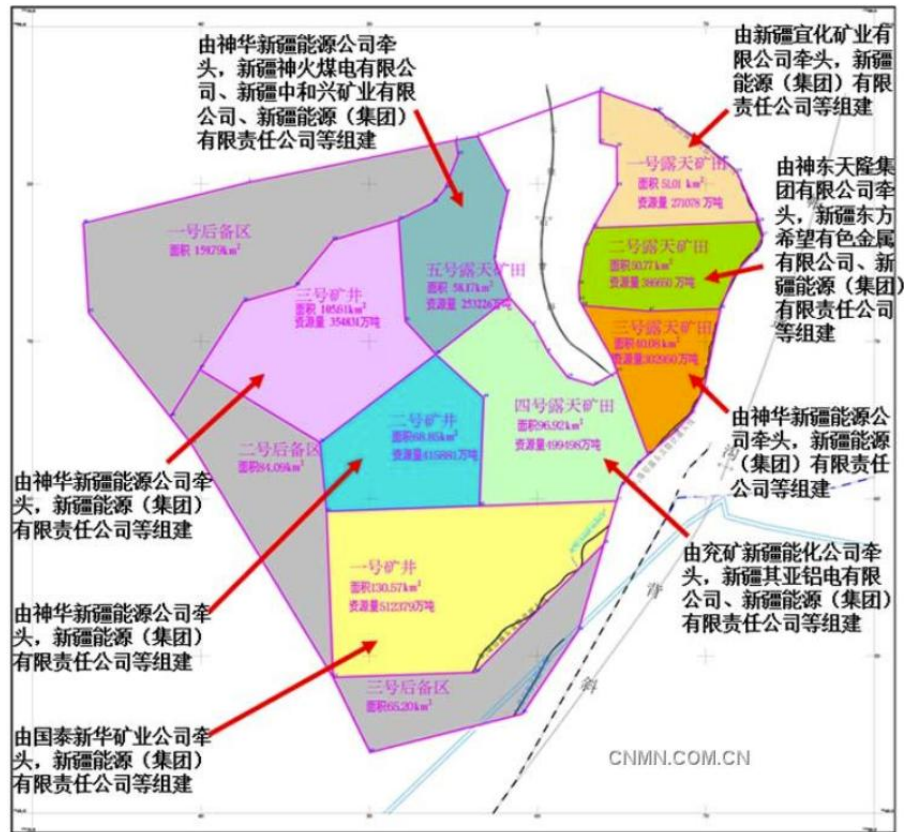
3.5 改扩建+准东煤矿可期，煤炭自给率有望提高

2023年梁北煤矿改扩建项目(240万吨/年)顺利投产，公司煤炭业务盈利空间扩大。2018年5月21日，公司子公司河南省许昌新龙矿业有限责任公司《国家能源局关于河南平顶山矿区梁北煤矿改扩建项目核准的批复》，同意新龙公司下属梁北煤矿生产能力由90万吨/年改扩建至240万吨/年，项目总投资22.27亿元(不含矿业权费用)。2023年9月梁北煤矿改扩建项目顺利通过竣工验收。

公司子公司新疆煤电参与准东五彩湾5号露天矿开发。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号露天矿由国家能源集团新疆能源有限责任公司牵头，新疆煤电和新疆中和兴矿业有限公司联合开发；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。2019年6月13日，公司全资子公司新疆煤电和国家能源集团新疆能源有限责任公司、新疆中和兴矿业有限公司共同出资成立新疆神兴能源有限责任公司，其中新疆煤电持股40.07%。新疆能源(集团)有限责任公司增资新疆神兴公司涉及的协议签署、增资款支付已全部完成，并于2024年9月23日完成了工商登记变更，新疆煤电持有神兴能源股权由40.07%降至38.07%，目前神兴能源正积极办理探矿权相关事宜。

另外，截至2024年底，公司参股39%的郑州矿区赵家寨煤矿保有储量3.13亿吨，可采储量1.55亿吨，煤种为贫煤、无烟煤。

图表54: 2013年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: 中国有色网, 国盛证券研究所

四、盈利预测及估值

4.1 业绩预测

产销量: 根据公司发布的 2024 年年报披露, 2025 年公司经营计划为铝产品 170 万吨, 商品煤 720 万吨, 炭素产品 66 万吨, 铝箔 13.5 万吨, 冷轧产品 21.5 万吨, 因暂无明确的煤炭/电解铝扩产项目指引, 故我们假设 2026-2027 年煤炭和电解铝产销量均为 720/170 万吨。铝箔方面, 云南 11 万吨铝材项目预计 2025 年投产, 我们假设 2026-2027 年铝箔产销量为 19/24.5 万吨。

产品价格: 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 2025-2027 年电解铝含税价格分别为 2.0/2.05/2.1 万元/吨。2025-2027 年煤炭价格均为 1064 元/吨。2025-2027 年铝箔不含税价格分别为 2.17/2.21/2.26 万元/吨。

图表55: 2025-2027 年公司盈利情况

营业收入	单位	2024A	2025E	2026E	2027E
电解铝板块	亿元	259.91	300.88	308.41	315.93
煤炭板块	亿元	68.30	67.77	67.77	67.77
铝箔板块	亿元	24.23	29.30	42.08	55.34
其他	亿元	31.28	31.28	31.28	31.28
合计	亿元	383.73	429.24	449.54	470.32
营业成本	单位	2024A	2025E	2026E	2027E
电解铝板块	亿元	194.64	220.55	211.83	208.93
煤炭板块	亿元	56.92	57.92	57.92	57.92
铝箔板块	亿元	23.52	28.45	40.88	53.79
其他	亿元	27.18	27.18	27.18	27.18
合计	亿元	302.27	334.09	337.81	347.82
营业毛利	单位	2024A	2025E	2026E	2027E
电解铝板块	亿元	65.27	80.34	96.57	107.00
煤炭板块	亿元	11.38	9.85	9.85	9.85
铝箔板块	亿元	0.71	0.85	1.20	1.55
其他	亿元	4.10	4.10	4.10	4.10
合计	亿元	81.46	95.15	111.73	122.50
毛利率	单位	2024A	2025E	2026E	2027E
电解铝板块	%	25.11%	26.70%	31.31%	33.87%
煤炭板块	%	16.66%	14.54%	14.54%	14.54%
铝箔板块	%	2.93%	2.92%	2.86%	2.80%
其他板块	%	13.10%	13.10%	13.10%	13.10%

资料来源: Wind, iFind, 国盛证券研究所

4.2 投资建议

公司作为铝行业领军企业,充分享受滇新电解铝双基地成本优势,水电铝享低碳溢价,叠加铝箔业务市场空间广阔,我们认为未来公司盈利仍有上升动力。因中国铝业、云铝股份和天山铝业主营业务体系和神火股份相似,故选此三家公司作为可比公司。我们谨慎假设 2025-2027 年电解铝含税价格为 2.0/2.05/2.1 万元/吨,预计 2025-2027 年公司实现归母净利 52/63/70 亿元,对应 PE 8.3/6.8/6.1 倍,较同行处于低位水平,首次覆盖给予“买入”评级。

图表56: 可比公司估值

证券代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元/股)				PE			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
601600.SH	中国铝业	7.64	0.72	0.79	0.90	0.99	10.6	9.7	8.5	7.7
000807.SZ	云铝股份	16.44	1.27	1.89	2.22	2.43	12.9	8.7	7.4	6.8
002532.SZ	天山铝业	9.23	0.96	1.04	1.22	1.38	9.6	8.8	7.6	6.7
平均值							11.0	9.1	7.8	7.1
000933.SZ	神火股份	19.11	1.93	2.30	2.81	3.13	9.9	8.3	6.8	6.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 神火股份盈利预测来自国盛证券预测, 其余可比公司盈利预测来自 wind 一致预期, 股价为 2025 年 7 月 23 日收盘价

风险提示

□ 安全风险

煤炭行业属于高风险行业, 存在瓦斯、水、火、煤尘、顶板等五大主要自然灾害, 对从业人员的人身安全造成一定威胁。随着国家对煤矿安全标准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, 会对周边土地、空气和水资源等方面造成不同程度的影响。随着国家在生态文明建设、环境保护方面的要求更加严格, 公司面临的节能、减排、环保约束进一步加大, 不仅环保投入增大, 且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。

□ 市场风险

公司主营产品铝锭、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。

□ 电价调整及限电风险

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, 云南地区进一步上调电价或季节性的长期化限电限产, 将给公司生产经营带来不确定性。

□ 成本假设及测算误差风险

报告中外购电力电解铝成本假设及电解铝需求空间测算部分采用第三方预测数据, 未来实际情况可能与预测数据存在较大差距, 导致成本及需求空间测算存在误差。

□ 产能投放不及预期风险

公司云南 11 万吨铝材项目预计 2025 年投产, 存在产能投放不及预期风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com