



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

煤铝共振，如日方升

—神火股份(000933)公司首次覆盖报告

2025年12月22日

证券研究报告

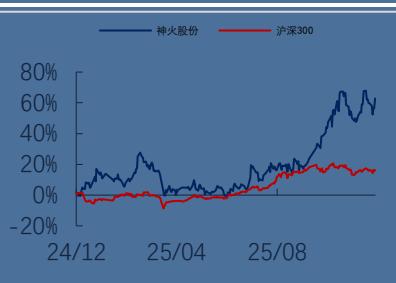
公司研究

公司首次覆盖报告

神火股份(000933)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元) 26.40

52周内股价波动区间27.23-16.12(元)

最近一月涨幅(%) 7.76

总股本(亿股) 22.49

流通A股比例(%) 100%

总市值(亿元) 593.74

资料来源：聚源，信达证券研发中心

高升 煤炭、钢铁首席分析师

执业编号：S1500524100002

邮箱：gaosheng@cindasc.com

刘波 煤炭、钢铁行业分析师

执业编号：S1500525070001

邮箱：liubo1@cindasc.com

李睿 煤炭、钢铁行业分析师

执业编号：S1500525040002

邮箱：lirui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦

B座

邮编：100031

煤铝共振，如日方升

2025年12月22日

报告内容摘要：

- **耕耘行业二十余载，煤铝双核共助企业成长。**公司为国内优质电解铝及煤炭生产企业，成立于1998年，控股股东为河南神火集团。公司现拥有电解铝产能170万吨/年(新疆煤电80万吨/年,云南神火水电90万吨/年)。同时，公司为国内无烟煤主要生产企业之一，煤炭保有储量13.09亿吨，可采储量6.05亿吨。公司铝产业链上下游配套完善，产业链一体化优势显著。当前，伴随电解铝盈利能力持续抬升，叠加煤炭业务业绩筑底修复，公司盈利能力显著提升。
- **铝：滇新双基地，盈动能强劲。**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，供需缺口有望继续扩大，铝价中长期或将继续维持上行趋势，板块盈利则伴随成本端维持低位，继续向电解铝倾斜。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。整体上，在铜铝比处于高位的背景下，我们预计电解铝行业盈利或持续改善，电解铝板块正迎来重要的配置机遇。
- **煤炭：优质冶金煤生产商，业绩筑底修复。**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。公司煤矿紧邻华东，区位优势突出。2022年以来，受市场煤价中枢阶梯式下滑，公司煤炭板块盈利能力有所下降。2025年7月以来，在国内“反内卷”与煤炭“严查超产”等政策约束下，供应弹性相对受限，煤价逐步止跌并企稳回升。展望“十五五”期间，在政策持续强化监管的背景下，煤炭供给弹性仍将受限，而需求预计逐步达峰并进入平台期，行业整体仍处景气周期，供需态势预计保持基本平衡，但阶段性、区域性紧平衡格局仍可能出现。在此背景下，我们预计公司煤炭板块盈利有望筑底回升。
- **铝箔：产业链延伸，需求增速可观。**公司于2019年开始陆续收购神火集团铝加工资产，并陆续拓宽下游产业链。截至2025年10月，公司拥有铝箔加工产能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；子公司神火新材主要生产高精度电子电极铝箔(产能11.5万吨/年)，上海铝箔主要生产食品铝箔、医药铝箔(产能2.5万吨/年)。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。
- **神火股份具备高ROE、高分红、低估值，配置性价比突出。**“高ROE”——煤电铝一体化，公司盈利能力处于行业中上游水平。2017年以来，公司ROE始终处于行业中上游水平，2021年以来，受煤炭业务盈利增长，公司ROE快速抬升，2021-2023年连续处于行业首位，体现了公司煤+铝业务共振带来的突出盈利能力。截至2025年三季度，神火股份ROE-TTM 17.8%，继续维持高位，仅次于宏桥、中铝。“高分红”——公司分红处行业较高水平，且仍有提高空间。2017年以来，公司现金分红比例处于业前列，2024年公司现金分红约18亿元，现金分红比例为41.6%，仅次于港股上市的中国宏桥。股息率方面，截至2025年三季度，公司股息率(

12月)约为3%，与中国铝业、中国宏桥同属3%以上股息率的行业第一队，彰显其红利属性。需注意的是，2022年以来，公司资本开支相对规模(资本开支/折旧摊销)处于行业内较低水平，2025年上半年，公司资本开支相对规模(资本开支/折旧摊销)为行业最低。展望未来，资本开支较低背景下公司分红提高潜力较大。“低估值”——公司估值低于可比公司估值仍有较大抬升空间。鉴于神火股份主业为煤炭+电解铝且电解铝业务盈利比较大，我们选取电投能源、中国铝业、云铝股份以及天山铝业作为公司可比公司。截至12月19日，神火股份2025年PE为11.2倍，低于4家可比公司平均值13.3倍。截至2025年12月19日，神火股份PE(TTM)为13.94x，为上市以来的36%；神火股份PB(MRQ)为2.48x，为近5年的42%。

- **盈利预测与投资评级。**总体上，我们判断铝行业仍处于景气上行周期：原料端成本回落与铝价高位运行形成的盈利剪刀差持续扩大，电解铝高盈利格局有望延续；叠加煤炭价格上涨推动煤炭业务盈利边际改善，公司较非煤铝企具备更强业绩弹性，配置价值显著，建议重点关注。截至12月19日，神火股份2025年PE为11.2倍，低于4家可比公司平均值13.3倍。截至12月19日收盘价，我们预测公司2025-2027年归属于母公司的净利润分别为53、62、68亿元；对应PE为11.2x、9.6x、8.7x。首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险因素：**国内外政策变化带来负面影响；国内外宏观经济失速或复苏不及预期；发生重大安全事故风险；地缘政治冲突带来的不确定性影响；电解铝产能遇限电减产；历史数据不代表未来。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	37,625	38,373	40,653	42,774	43,965
增长率 YoY%	-11.9%	2.0%	5.9%	5.2%	2.8%
归属母公司净利润(百万元)	5,905	4,307	5,291	6,159	6,798
增长率 YoY%	-22.1%	-27.1%	22.8%	16.4%	10.4%
毛利率%	26.4%	21.2%	24.3%	26.3%	27.7%
净资产收益率ROE%	29.8%	19.9%	19.9%	19.1%	17.8%
EPS(摊薄)(元)	2.63	1.91	2.35	2.74	3.02
市盈率 P/E(倍)	10.05	13.79	11.22	9.64	8.73
市净率 P/B(倍)	2.99	2.74	2.23	1.84	1.56

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2025年12月19日收盘价

目 录

投资聚焦	6
一、煤铝一体，业绩共振	7
二、铝：滇新双基地，盈动能强劲	12
1、供给弹性减弱，天花板效应显著	12
2、传统需求改善，新能源需求可期	14
3、产业结构清晰，盈利中枢扩张	16
4、滇新双基地占优，水电+风电享低碳溢价	17
三、煤炭：优质冶金煤生产商，业绩筑底修复	21
1、永城矿区是稀缺高炉喷吹用煤典型矿区	21
2、喷吹煤是提升高炉经济性的重要途径	22
3、下游需求高位，喷吹煤、炼焦煤中枢价格稳中有增	23
4、改扩建+准东煤矿可期，煤炭自给率有望提高	24
四、铝箔：产业链延伸，需求增速可观	26
五、盈利预测	28
六、投资评级	29
风险因素	32

表目录

表 1: 2020-2025.1-9 原铝供给情况 (万吨)	14
表 2: 神火股份煤炭资源情况 (截至 2025 年 6 月 30 日)	21
表 3: 典型矿区稀缺高炉喷吹用煤主要煤质指标	22
表 4: 神火股份煤炭业务假设	28
表 5: 神火股份电解铝业务假设	28
表 6: 神火股份可比公司估值表 (2025 年 12 月 3 日)	31

图目录

图 1: 公司主要产品产能产量分布情况	7
图 2: 神火股份发展历程	8
图 3: 神火股份股权结构图 (截至 2025 年三季报)	8
图 4: 2018-2025H1 公司营业收入及增速 (亿元, %)	9
图 5: 2018-2025H1 公司归母净利润及增速 (亿元, %)	9
图 6: 2020-2025H1 公司分产品营业收入 (亿元)	10
图 7: 2020-2025H1 公司分产品毛利 (亿元)	10
图 8: 2020-2025H1 年公司主要产品产量变动情况 (万吨)	10
图 9: 2020-2025H1 年公司分产品毛利 (元/吨)	10
图 10: 2020-2025H1 年公司期间费率 (%)	11
图 11: 2020-2025H1 年公司资产负债情况 (亿元)	11
图 12: 2020-2025 前三季度公司毛利率和净利率 (%)	11
图 13: 2020-2025E 年公司 ROE (年化) 变动情况 (%)	11
图 14: 2025 年 1-9 月云南电解铝产量 (万吨、万吨/年)	12
图 15: 2025 年 1-9 月云南电解铝产能 (万吨、万吨/年)	12
图 16: 电解铝社会库存 (万吨)	13
图 17: 电解铝产能利用率 (%)	13
图 18: 2020-2025.1-9 全球及中国电解铝产量变动情况 (万吨)	14
图 19: 2020-2030E 中国电解铝消费端变动情况 (百万吨)	15
图 20: 2021-2025.1-9 乘用车产量变动情况 (万辆)	15
图 21: 2021-2025.1-9 乘用车用铝量变动情况 (万吨)	15
图 22: 2020-2025 前三季度中国光伏领域铝需求变动情况 (万吨)	16
图 23: 2020-2025.1-9 电解铝盈利状况 (元/吨, %)	16
图 24: 2022.9-2025. 9 铝产业链盈利情况 (元/吨)	16
图 25: 2020-2025.1-9 氧化铝、电解铝运行产能 (万吨/年)	17
图 26: 2020-2025. 1-9 中国铝土矿进口情况 (万吨)	17

图 27: 动力煤价格变动情况 (元/吨)	18
图 28: 主流电解铝生产地电价水平 (元/kwh) (不含税)	18
图 29: 新疆电解铝生产完全成本变动情况 (万吨)	18
图 30: 2020-2025 云南水力发电量 (亿 kwh)	19
图 31: 2023-2025 年 11 月 EUA、CEA 变动情况 (欧元/吨、元/吨)	20
图 32: 高炉喷吹无烟煤、贫煤、贫瘦煤分布	21
图 33: 高炉炼铁生产工艺流程	22
图 34: 煤比与焦比关系	23
图 35: 煤比与实际置换比之间关系	23
图 36: 中国 247 家样本钢企高炉开工率 (%)	23
图 37: 中国 247 家样本钢企日均铁水产量 (万吨)	23
图 38: 京唐港山西主焦煤库提价 (元/吨)	24
图 39: 新疆准东煤田五彩湾矿区煤炭矿业权整合方案示意图	25
图 40: 神火集团部分铝箔产品	26
图 41: 2020-2025H1 公司铝箔产量变化情况 (万吨)	27
图 42: 2020-2025H1 公司铝箔营收变化情况 (亿元)	27
图 43: 2020-2024 中国铝箔产量变动情况 (万吨)	27
图 44: 2024 中国各品类铝箔产量占比	27
图 45: 2017-2024 年电解铝行业主要上市公司 ROE (%)	29
图 46: 电解铝行业主要上市公司 ROE-TTM (%) (截至 2025 年三季度)	29
图 47: 2017-2024 年电解铝行业主要上市公司现金分红比例 (%)	30
图 48: 电解铝行业主要上市公司股息率-近 12 月 (%) (截至 2025 年三季度)	30
图 49: 2017-2025H1 电解铝行业主要上市公司资本开支/折旧摊销 (%)	30
图 50: 神火股份上市以来市盈率 (TTM) 分位值	31
图 51: 神火股份上市以来市净率 (MRQ) 分位值	31

投资聚焦

(1) 煤铝行业共振，公司业绩持续向好

- **电解铝行业竞争格局突出：**原料端铝土矿、氧化铝的议价能力有所减弱，供给端受限于4500万吨左右的刚性产能，当前产量已接近上限；而需求端在汽车、新能源等制造业增长的带动下持续旺盛。与此同时，海外电解铝产能因电力短缺面临减产，国内凭借稳定且低成本的电力供应保障了生产的平稳运行。在铜铝比处于高位的背景下，我们预计电解铝行业盈利或持续改善，板块正迎来重要的配置机遇。
- **煤炭行业竞争格局改善：**2023年以来，全球能源贸易格局重塑，国内煤炭产能有序释放并逐步趋稳，加之煤炭进口大幅增长，以及新能源持续替代传统化石能源并对火电形成挤压，煤炭供需转向阶段性宽松，价格随之震荡下行至近年低位。2025年7月后，在国内“反内卷”与煤炭“严查超产”等政策约束下，供应弹性相对受限，煤价逐步止跌并企稳回升。展望“十五五”期间，在政策持续强化监管的背景下，煤炭供给弹性仍将受限，而需求预计逐步达峰并进入平台期，行业整体仍处景气周期，供需态势预计保持基本平衡，但阶段性、区域性紧平衡格局仍可能出现。

(2) 高 ROE、高分红、低估值，配置性价比突出

- **“高 ROE”——煤电铝一体化，公司过往盈利能力处于行业中上游水平。**2017年以来。公司ROE始终处于行业中上游水平，2021年以来，受煤炭业务盈利增长，公司ROE快速抬升，2021-2023年连续处于行业首位，体现了公司煤+铝业务共振带来的突出盈利能力。截至2025年三季度，神火股份ROE-TTM为17.8%，继续维持高位，仅低于宏桥、中铝。
- **“高分红”——公司分红处于行业较高水平，且仍有提高空间。**2017年以来，公司现金分红比例处于行业前列，2024年公司现金分红约18亿元，现金分红比例为41.6%，仅次于港股上市的中国宏桥。股息率方面，截至2025年三季度，公司股息率（近12月）约为3%，与中国铝业、中国宏桥同属3%以上股息率的行业第一梯队，彰显其红利属性。需注意的是，2022年以来，公司资本开支相对规模（资本开支/折旧摊销）处于行业内较低水平，2025年上半年，公司资本开支相对规模（资本开支/折旧摊销）为行业最低。展望未来，资本开支较低背景下公司分红提高潜力较大。
- **“低估值”——公司估值低于可比公司估值，仍有较大抬升空间。**截至2025年12月19日，神火股份PE(TTM)为13.94x，为上市以来的36%；神火股份PB(MRQ)为2.48x，为近5年的42%。鉴于神火股份主业为煤炭+电解铝且电解铝业务盈利占比较大，选取电投能源、中国铝业、云铝股份以及天山铝业作为公司的可比公司。截至12月19日，神火股份2025年PE为11.2倍，低于4家可比公司平均值13.3倍。截至12月19日收盘价，我们预测公司2025-2027年归属于母公司的净利润分别为53、62、68亿元；对应PE为11.2x、9.6x、8.7x。首次覆盖给予公司“买入”评级。

一、煤铝一体，业绩共振

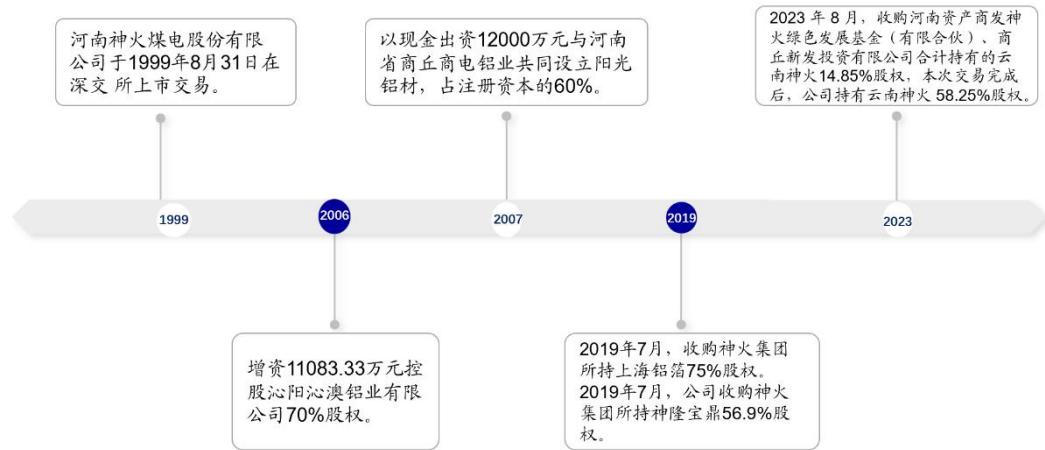
河南神火煤电股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 1998 年，控股股东为河南神火集团（以下简称“神火集团”），主营业务为铝产品、煤炭的生产、加工和销售及发供电。公司铝业务主要产品为电解铝（铝锭为主）及电解铝深加工产品（主要为食品、医药以及高精度电子电极铝箔）。公司现拥有电解铝产能 170 万吨/年（新疆煤电 80 万吨/年，云南神火铝业 90 万吨/年），阳极炭块产能 80 万吨/年（新疆炭素 40 万吨/年，云南神火 40 万吨/年），铝箔产能 14 万吨/年（神火新材 11.5 万吨/年，上海铝箔 2.5 万吨/年）。公司拥有煤炭采掘相关的完整生产及配套体系，煤炭业务营运主体分别为：公司本部主要生产无烟煤，是优质的冶金用煤，主要用于高炉喷吹；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。截至 2025 年 6 月 30 日，公司控制的煤炭保有储量 13.09 亿吨，可采储量 6.05 亿吨。公司铝产业链上下游配套完善，产业链一体化优势显著。

图 1：公司主要产品产能产量分布情况



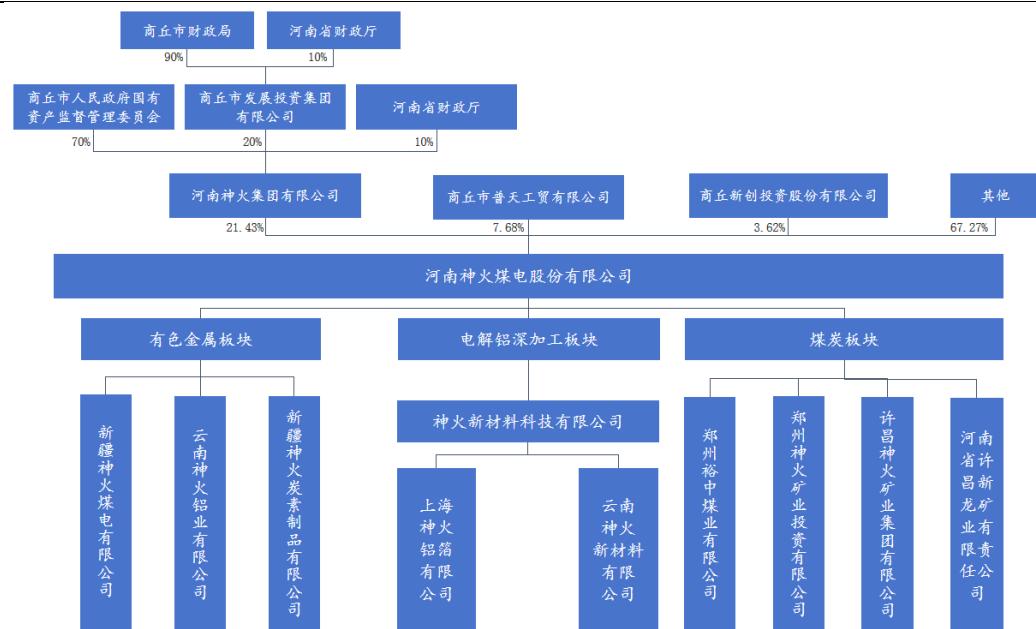
资料来源：公司 2024 年社会责任报告，信达证券研发中心

公司成立于 1998 年，并于 1999 年 8 月在深交所上市交易。公司在上市之初主营业务为煤炭的生产、加工与销售，后为进一步扩大后备资源，提升公司业务的多元化，公司于 2006 年增资控股沁阳沁澳铝业有限公司，2012 年收购河南神火铝业有限公司全部资产及负债，业务自此逐步由单一的煤炭主业向更为完善的煤—电—铝一体化产业链转变。为进一步优化产品结构，延伸煤—电—铝一体化产业链，公司先后于 2007、2019 年出资设立、收购商丘阳光铝材有限公司、上海神火铝箔有限公司以及神隆宝鼎新材料有限公司，产业链进一步延伸至铝材深加工，产业链更加完善。

图 2：神火股份发展历程


资料来源:神火股份公司公告, ifind, 信达证券研发中心

公司控股股东为河南神火集团，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。公司电解铝板块主要子公司有新疆神火、云南神火，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神火新材，旗下上海神火铝箔、云南神火新材料主要业务为铝箔生产；煤炭板块主要子公司为裕中煤业、许昌神火（公司持股 100%）。

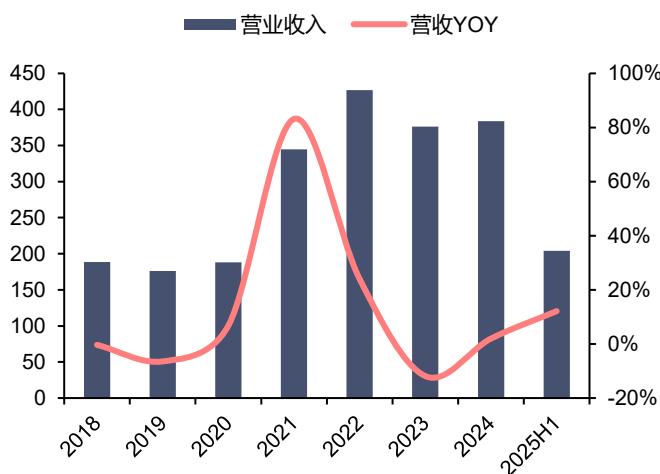
图 3：神火股份股权结构图（截至 2025 年三季报）


资料来源:ifind, 信达证券研发中心

产品结构稳定，铝板块利润稳定增长

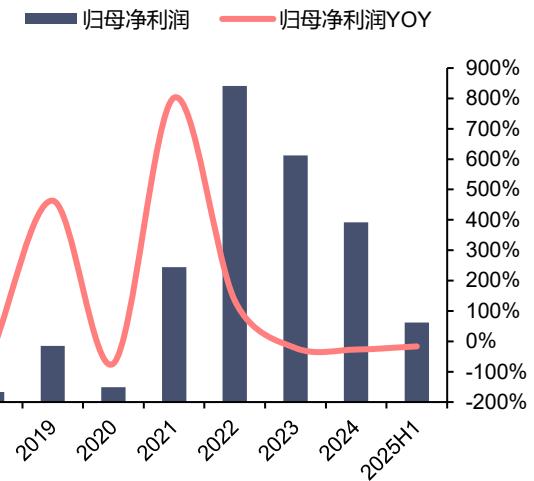
2018-2024 年，公司营业收入整体上呈现先增长后波动态势。2021 年，公司业绩显著改善，归母净利润达到 32.34 亿元，同比增长超 8 倍。一方面得益于煤炭与电解铝产量持续释放，另一方面铝价中枢上移、煤价大幅上涨也推动盈利能力大幅增强。2022 年，主业价格继续上行，归母净利润进一步增至 75.7 亿元，同比增长 134%。2022 年之后，伴随国内煤炭市场价格中枢回落，公司煤炭业务营收规模随之收缩；同时电解铝业务受氧化铝等原料成本上升影响，利润空间受到挤压。2025 年以来，随着氧化铝价格回落及产成品售价提升，电解铝业务盈利明显改善，拉动整体业绩向好，公司“煤一电一铝”一体化布局的协同效益与抗风险能力得到充分体现。

图 4：2018-2025H1 公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

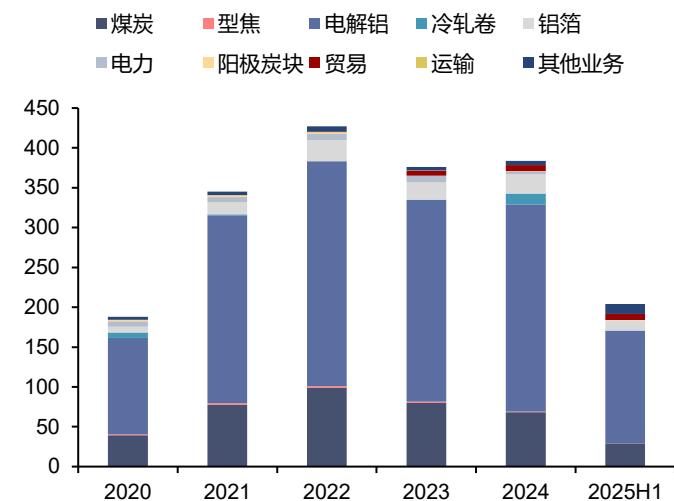
图 5：2018-2025H1 公司归母净利润及增速（亿元，%）



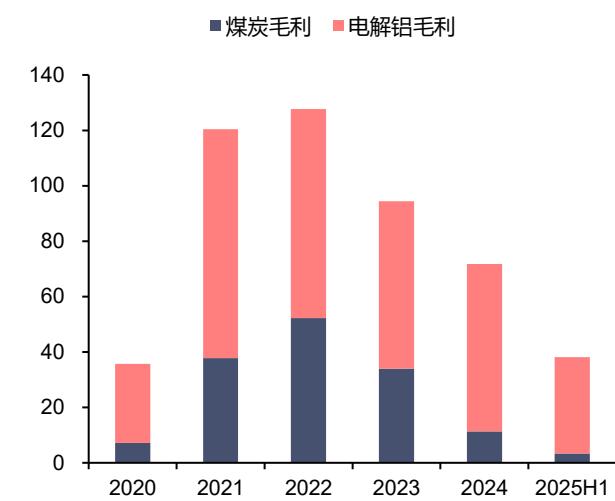
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

产品结构稳定，公司盈利主要来源于电解铝和煤炭。从主营业务收入来看，近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 年其营收占比仅为 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%。2025H1 电解铝营收占比较上年同期增长 5pct，达 69%；煤炭营收占比较上年同期下滑 5pct，占比为 14%；其他板块营收基本与上年同期持平。

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%。2025H1 公司煤炭板块毛利受煤价影响持续承压，煤炭板块毛利率仅为 11.83%，较上年同期下降 18pct；电解铝板块毛利表现好于去年同期，毛利率基本同去年持平，为 24.50%。

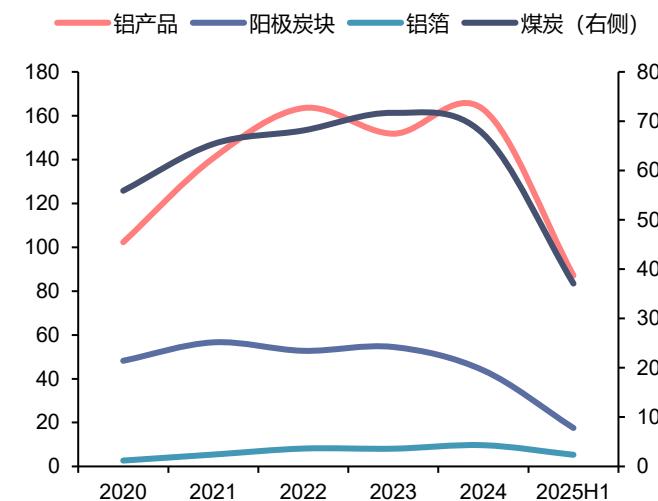
图 6：2020-2025H1 公司分产品营业收入（亿元）


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

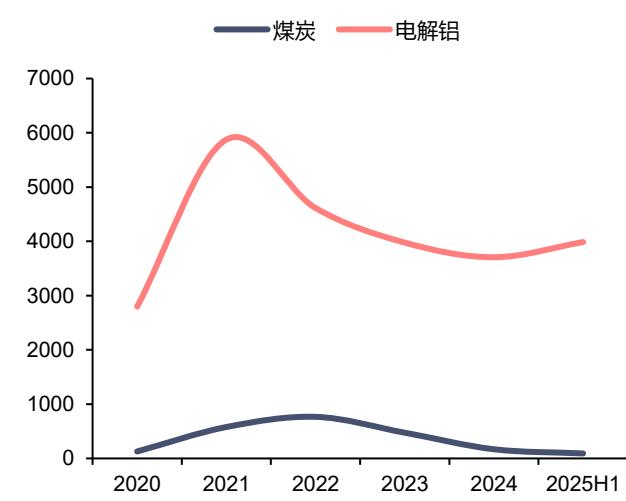
图 7：2020-2025H1 公司分产品毛利（亿元）


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

公司电解铝、煤炭及铝箔三大业务板块近年稳步发展。电解铝方面，随着子公司云南神火电解铝产能逐步投产，公司铝产品产量自 2019 年的 89 万吨持续增长，至 2024 年已达 163 万吨。煤炭方面，2024 年公司原煤产量为 674 万吨，梁北煤矿改扩建项目稳步推进并陆续达产，带动煤炭产量自 2019 年以来保持稳步增长。铝箔方面，2024 年产量达 9.68 万吨，公司在包装铝箔与电池箔领域具备龙头地位，产品应用领域持续拓展。2021 年以来，受益于新能源汽车行业持续景气及储能领域超预期增长，电池铝箔产销量整体呈上升趋势。

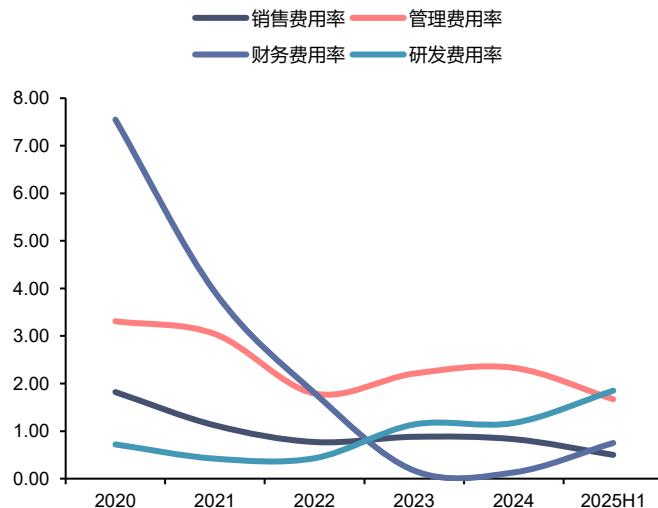
图 8：2020-2025H1 年公司主要产品产量变动情况（万吨）


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

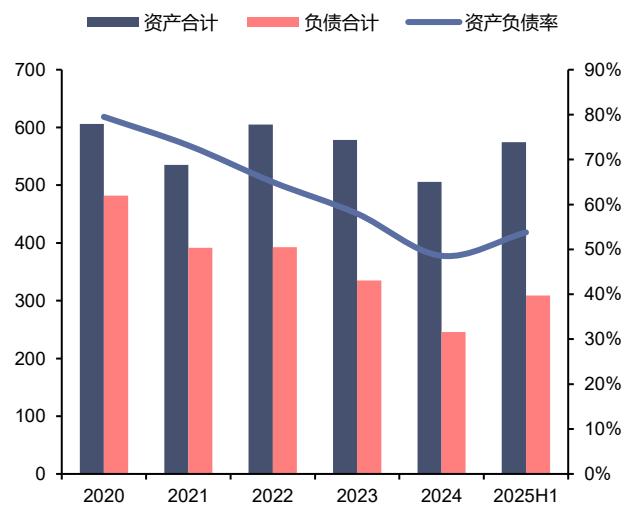
图 9：2020-2025H1 年公司分产品毛利（元/吨）


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

资产负债率、期间费用率逐步下降。公司资产负债率自 2020 年末的 79.51% 下降至 2024 年末的 48.57%，2025 年上半年因存量债务置换及票据贴现等因素影响，小幅回升至 53.78%。费用控制方面，销售、管理及财务费用率整体呈下降趋势，费率从 2020 年的 12.68% 降至 2024 年的 3.29%，2025 年上半年进一步优化至 2.92%。其中财务费用率下降尤为显著，从 2020 年的 7.55% 大幅降低至 2024 年的 0.75%。与此同时，公司持续加大研发投入，研发费用率从 2020 年的 0.72% 提升至 2024 年的 1.17%，2025 年上半年进一步增至 1.85%。

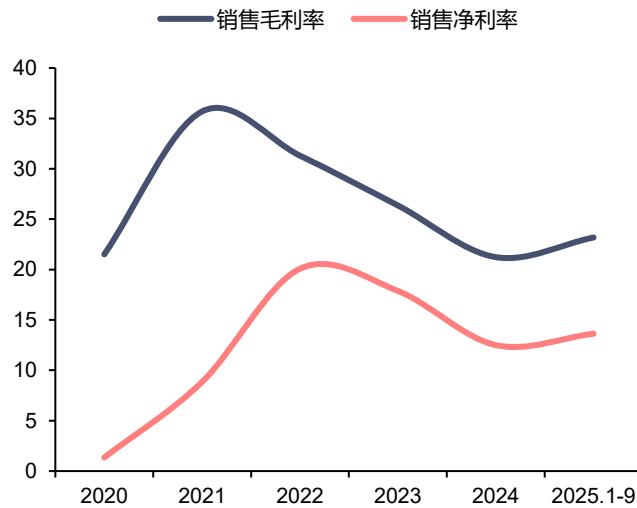
图 10: 2020-2025H1 年公司期间费率 (%)


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

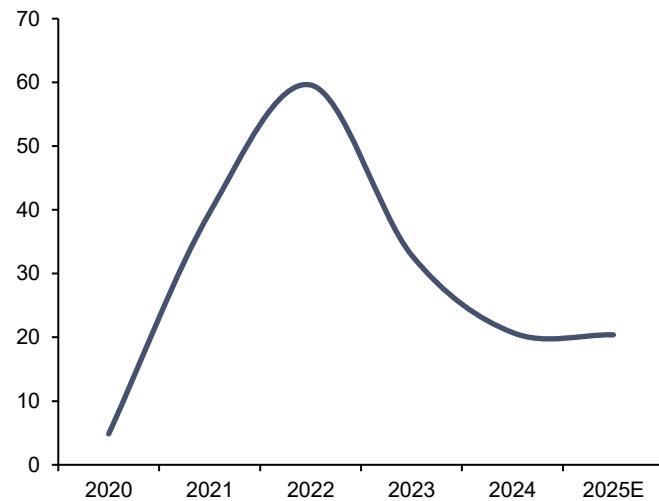
图 11: 2020-2025H1 年公司资产负债情况 (亿元)


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

盈利指标重回增长。2020 年以来, 公司主要盈利指标呈现一定波动。销售毛利率于 2021 年升至 35.69% 的高点后逐年回落, 至 2025 年上半年为 19.94%, 较 2024 年同期有所回升。销售净利率与净资产收益率 (ROE) 同样在 2022 年达到峰值, 随后持续下行, 并于 2025 年上半年逐步触底回升。

图 12: 2020-2025 前三季度公司毛利率和净利率 (%)


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 13: 2020-2025E 年公司 ROE (年化) 变动情况 (%)


资料来源: ifind, 信达证券研发中心 注: 2025 年数据为前三季度年化值

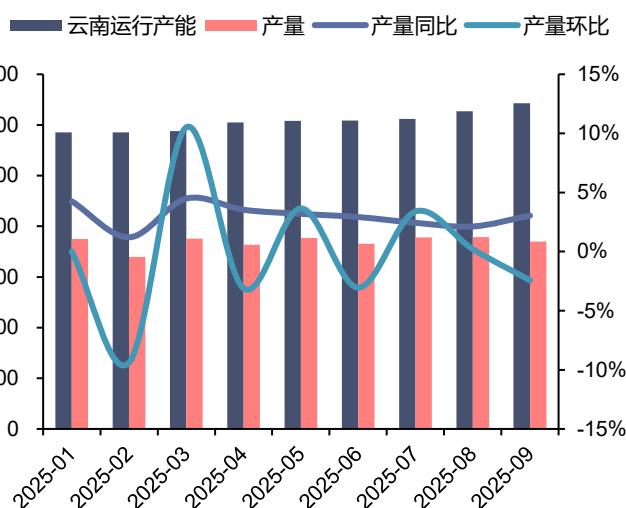
二、铝：滇新双基地，盈利动能强劲

1、供给弹性减弱，天花板效应显著

政策“天花板”限制产能增长。“十三五”以来，国家陆续出台《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》（2016）、《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》（2018）等政策，逐步明确4500万吨产能政策“天花板”，近年来出台《电解铝行业节能降碳专项行动计划》（2024）、《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027年）》（2025）、《有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026年）》等政策，进一步明确了产能置换的大方向，并从碳排放等多指标控制新增产能增长。目前据iFind数据，截至2025年9月我国电解铝运行产能已达4444.90万吨，距产能“天花板”仅剩55.1万吨增长空间。

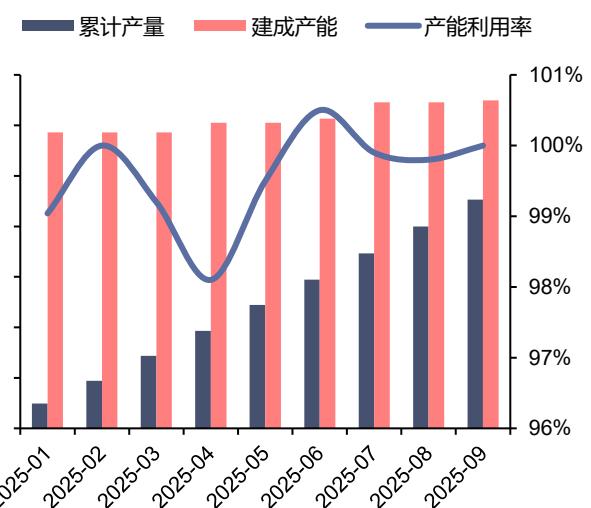
近两年云南省电力供给相对充沛，电解铝企业受限电影响减弱。2021至2023年间，西南地区在枯水期常因来水不足导致水电供应紧张，当地电解铝企业在此期间普遍面临不同程度的减产压力。近年来，云南电力结构持续优化，水电通过抽水蓄能调节能力增强，风光等新能源发电快速增长，电力供应稳定性得到改善。同时，省内硅料等高耗能产业用电需求下降，也为电解铝生产腾出更多电力空间。我们预计未来枯水期间电解铝企业受限电影响将减弱，供给周期性波动趋于缓和，行业运行环境呈现积极向好态势。

图 14: 2025 年 1-9 月云南电解铝产量（万吨、万吨/年）



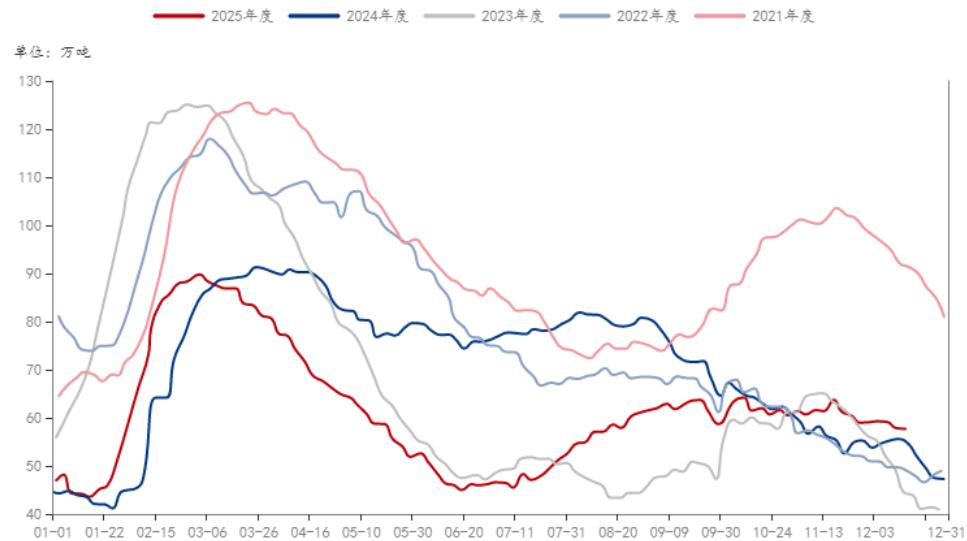
资料来源:iFind, 信达证券研发中心

图 15: 2025 年 1-9 月云南电解铝产能（万吨、万吨/年）

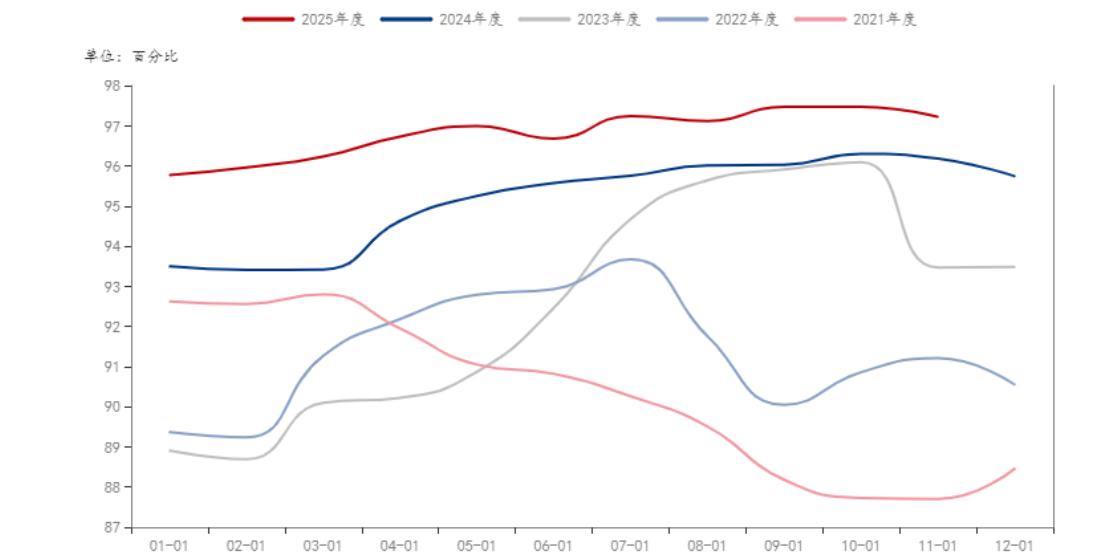


资料来源:iFind, 信达证券研发中心

电解铝库存处于低位并延续去库。2025年以来，电解铝社会库存整体处于历史低位，11月以来，电解铝库存继续延续去库趋势。受行业利润改善，年初以来电解铝产能利用率维持高位，淡旺季波动显著收窄。

图 16: 电解铝社会库存 (万吨)
电解铝: 现货库存: 中国 (日)


资料来源:Mysteel, 信达证券研发中心

图 17: 电解铝产能利用率 (%)
电解铝: 产能利用率: 中国 (月)


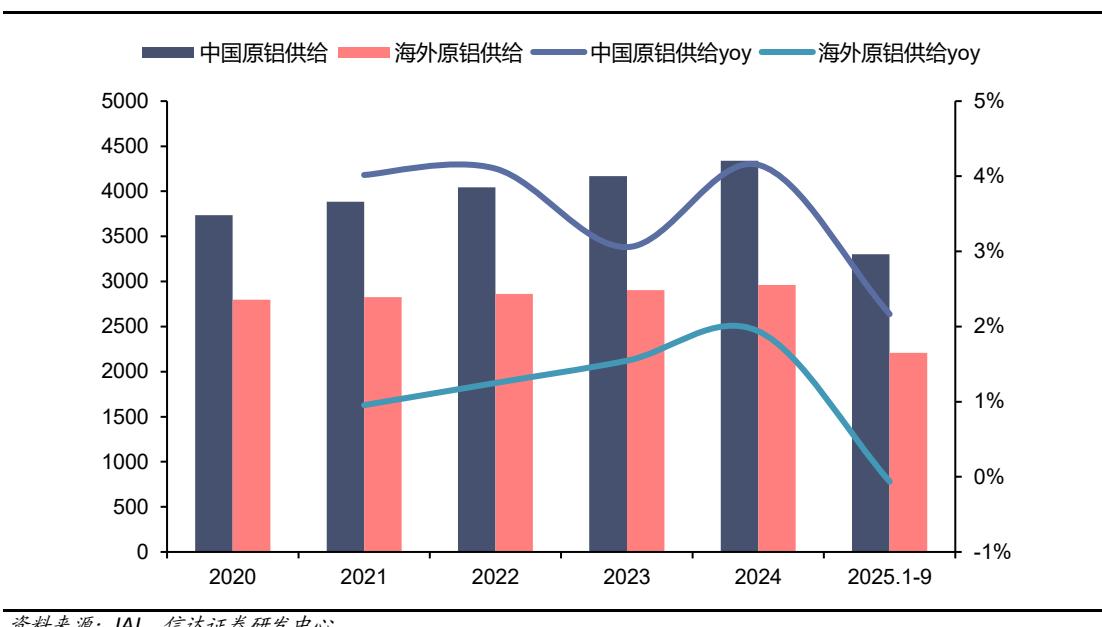
资料来源:Mysteel, 信达证券研发中心

电解铝行业的中长期供给弹性预计将持续减弱。2020年以来,全球原铝供应保持稳步增长,年均增速稳定在1%-2%的较低水平。相比之下,中国原铝供应增速显著高于全球,尽管2023年有所放缓,但近五年平均增速仍维持在3%左右。展望未来,考虑到中国电解铝产能已接近4500万吨的政策“天花板”,进一步扩张的空间极为有限。在能源约束和碳排放总量控制的双重压力下,预计国内电解铝供应增速将趋于平稳,行业格局将更加注重存量优化与绿色低碳转型。

表 1：2020-2025.1-9 原铝供给情况（万吨）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025.1-9
中国原铝	3733.7	3883.7	4043.0	4166.6	4339.6	3302.3
海外原铝	2798.8	2825.5	2860.8	2905.0	2961.3	2209.0
原铝供给	6532.5	6709.2	6903.8	7071.6	7300.9	5511.3

资料来源:IAI, 信达证券研发中心

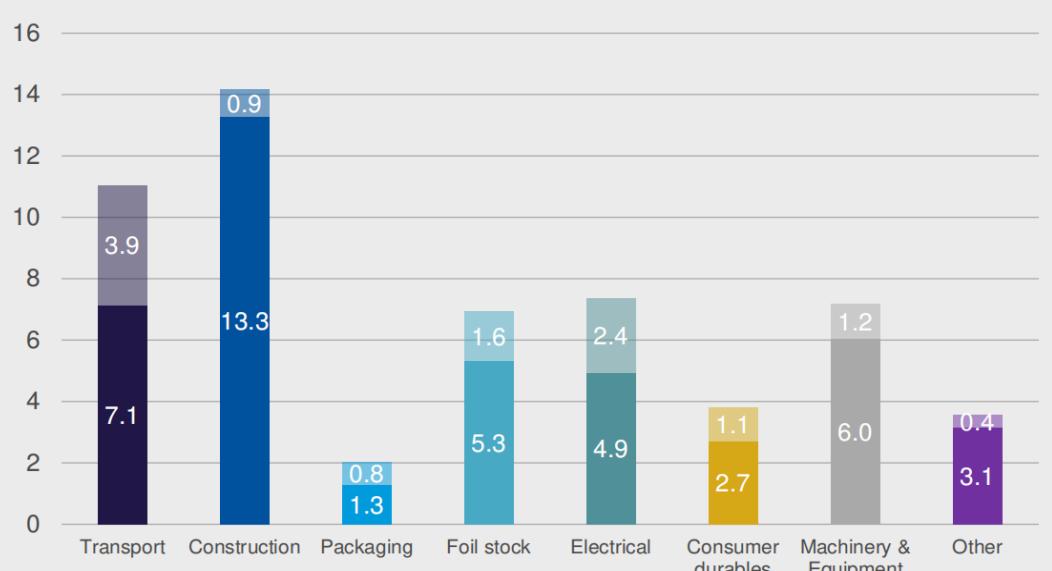
图 18：2020-2025.1-9 全球及中国电解铝产量变动情况（万吨）


资料来源: IAI, 信达证券研发中心

2、传统需求改善，新能源需求可期

电解铝凭借其质轻、耐腐蚀的优良特性，正深度融入全球能源结构转型的进程。需求结构预计呈现“传统领域筑底、新兴领域拉动”的格局：在传统领域，随着地产需求逐步边际企稳，以及铝制家具、系统门窗等产品渗透率的持续提高，相关用铝需求仍将获得有力支撑；在新能源领域，汽车轻量化趋势的深化和光伏装机量的快速增长，将成为驱动电解铝需求增长的核心引擎。根据国际铝业协会（IAI）的预测，至 2030 年，建筑业仍将是电解铝最大的消费领域，消费量预计约 142 万吨，但其绝对增量空间相对有限。2020 至 2030 年间，行业主要的增长动能将来自交通与电力板块，其背后主要得益于新能源汽车产业的迅猛发展与光伏产业需求的持续扩张。

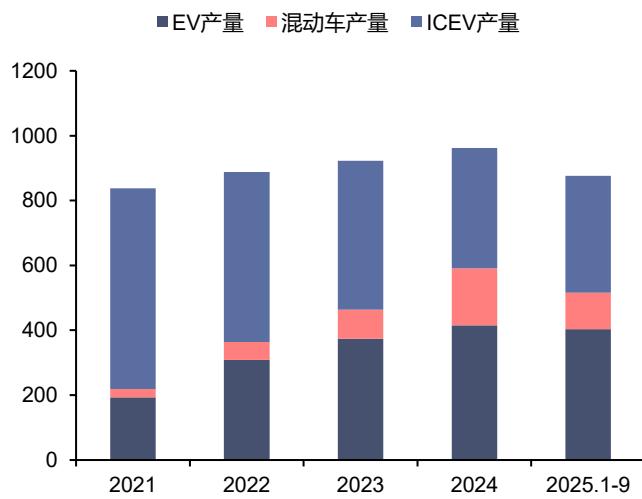
图 19：2020-2030E 中国电解铝消费端变动情况（百万吨）



资料来源：IAI，信达证券研发中心

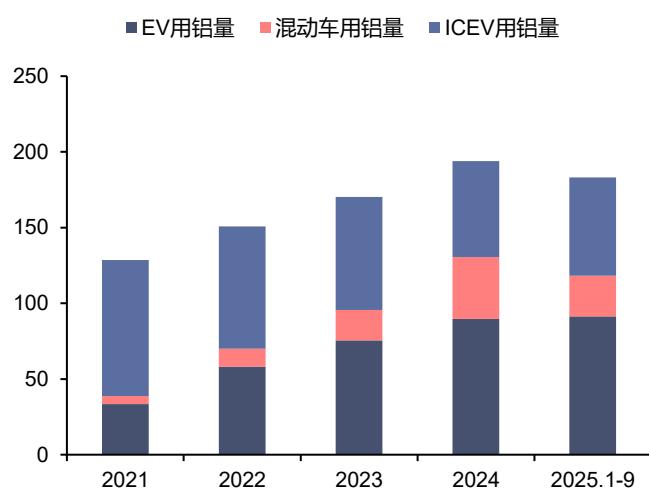
铝作为低密度轻质材料，提高铝在汽车中的广泛应用可有效减轻车身重量。而新能源汽车对轻量化需求更为迫切，当前国内插电混合动力汽车单车用铝量约 217.64kg、纯电动汽车单车用铝量为约 218.98kg、新能源汽车用铝加权单耗约为 218.88kg，阿拉丁预计未来还有一定增长空间。传统燃油乘用车单车用铝量也在逐步提高。2021-2025 年 9 月，我国乘用车产量稳步上升，其结构也由原先的 ICEV 占主导地位转变为以 EV、混动车为主。

图 20：2021-2025.1-9 乘用车产量变动情况（万辆）



资料来源:iFind，信达证券研发中心

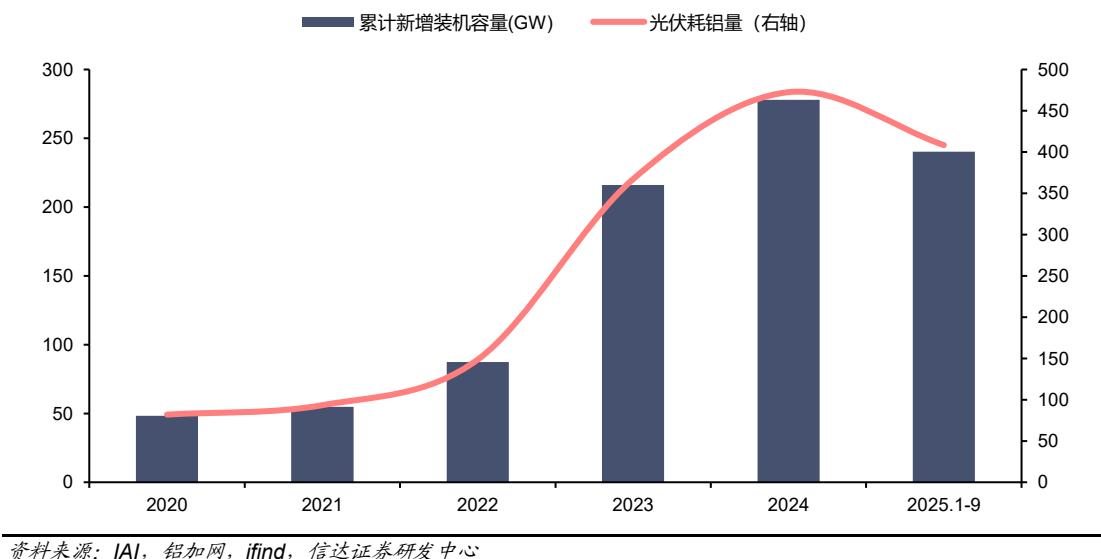
图 21：2021-2025.1-9 乘用车用铝量变动情况（万吨）



资料来源:iFind，IAI，信达证券研发中心

光伏用铝或将显著带动电解铝需求。光伏产业所涉及太阳能光伏型材包括太阳能电池框架、太阳能光伏框架、边框、光伏构件、太阳能光伏瓦扣件等，其电池板框架及其支撑结构的支柱、拉杆、支承腿等都可由铝合金材料挤压制造。光伏行业用铝主要为组件的边框和装机所用的支架两部分。据 Mysteel 调研及测算得出，每 GW 光伏组件边框的耗铝量在 0.9-1.1 万吨；支架方面，拆分铝合金支架的组成部分及相应耗铝量，计算出每 GW 电站建设所需光伏支架的用铝量约为 0.4-0.6 万吨。我们综合测算，2024 年光伏领域耗铝量约 473 万吨，2025 年 1-9 月光伏领域耗铝量约为 408 万吨，相较去年同期增长 49.35%。

图 22：2020-2025 前三季度中国光伏领域铝需求变动情况（万吨）

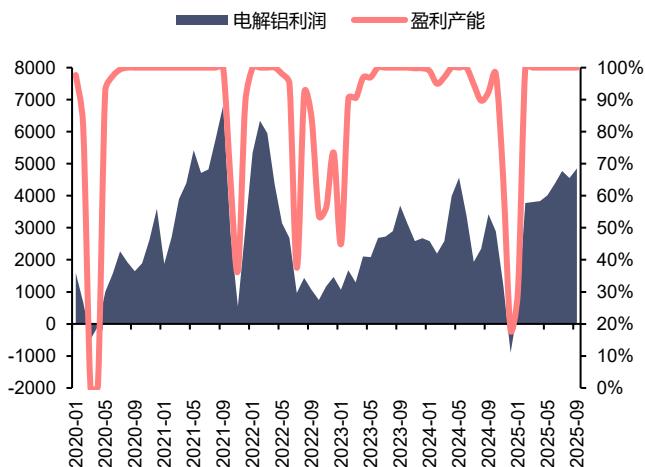


资料来源：IAI，铝加网，ifind，信达证券研发中心

3、产业结构清晰，盈利中枢扩张

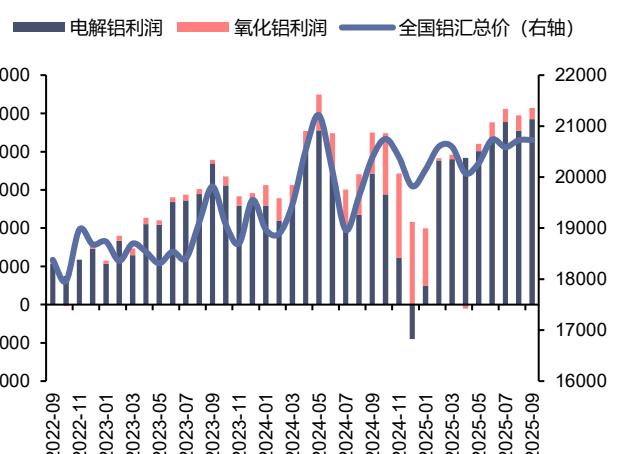
近年来，电解铝行业盈利情况不断改善。目前电解铝盈利产能占比为 100%，盈利空间持续优化。伴随铝土矿进口量上升导致氧化铝成本端支撑弱化，盈利重心进一步向电解铝板块倾斜。

图 23：2020-2025.1-9 电解铝盈利状况（元/吨，%）



资料来源：Mysteel，信达证券研发中心

图 24：2022.9-2025.9 铝产业链盈利情况（元/吨）



资料来源：Mysteel，信达证券研发中心

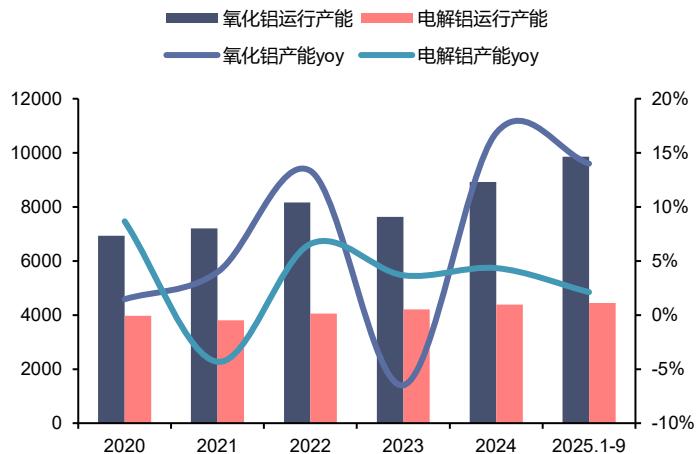
电解铝主要生产原材料为氧化铝、电力、预焙阳极、氟化铝以及冰晶石。原材料成本占比中，氧化铝和电力成本占比最高。电力成本受各地区电力政策影响而有所不同，氧化铝成本则受自身原材料价格以及供需情况而有所波动。截至 2025 年 9 月，氧化铝总运行产能为 9855 万吨/年，较去年同期增长 14%，而期间电解铝总运行产能增速仅为 2.11%，氧化铝运行产能增速显著高于电解铝，对电解铝成本下行起到推动作用。自 2024 年末起，上游铝土矿供应紧张局面缓解，为氧化铝生产提供了支撑；同时，新增产能持续释放，扭转了前期的供应不足格局。此外，未来仍有大规模新建项目计划投放，市场预期已从紧缺转向宽松甚至过剩。无论从现实供应还是未来预期看，氧化铝市场正步入供应过剩周期，这对电解铝企业的成本控制构成直接利好。

综上所述，电解铝行业在供给端受到国内产能“天花板”的刚性约束，新增产能极为有限。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 16

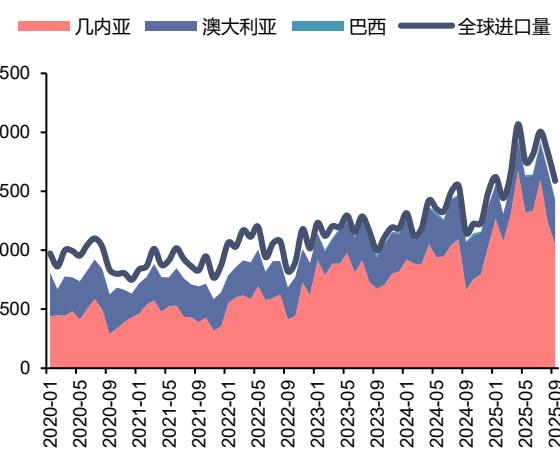
需求端则呈现结构性增长特征：传统领域在结构优化下仍有支撑，而新能源汽车与光伏产业的快速发展，正成为驱动需求边际增长的核心力量。在全球绿色转型的背景下，电解铝需求整体具备韧性。基于供给受限、需求稳健的基本面格局，铝价中长期仍具备上行动力。在此背景下，电解铝板块有望持续受益于产业链利润结构的改善，盈利前景向好。

图 25：2020-2025.1-9 氧化铝、电解铝运行产能（万吨/年）



资料来源:iFind, 信达证券研发中心

图 26：2020-2025. 1-9 中国铝土矿进口情况（万吨）



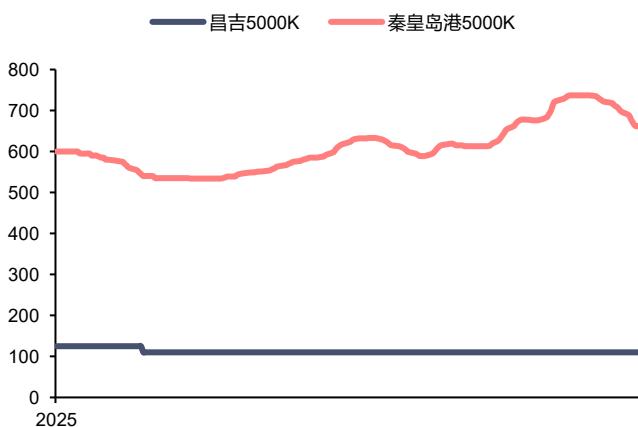
资料来源:Mysteel, 信达证券研发中心

4、滇新双基地占优，水电+风电享低碳溢价

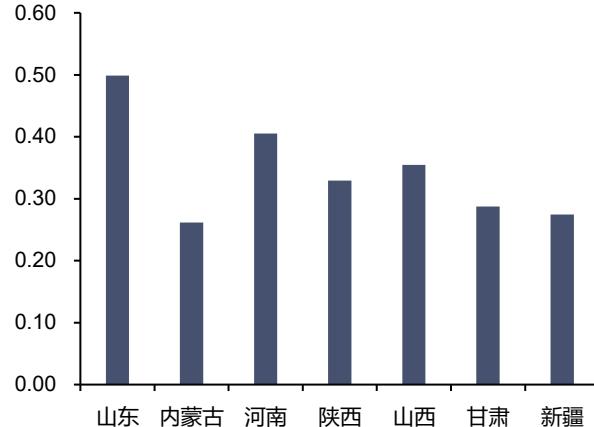
公司设立初期主营业务为煤炭生产、加工以及销售，后续为进一步巩固、完善煤电铝材产业链，公司于2006年开始收购、发展电解铝产业链。公司共有电解铝产能170万吨/年，产能分别分布在新疆及云南两地：①公司全资子公司新疆煤电拥有电解铝产能80万吨/年，产能位于新疆昌吉州准东经济技术开发区五彩湾工业园，其中包含40万吨/年400KA以及40万吨/年500KA电解槽。②子公司云南神火拥有电解铝产能90万吨/年，通过吸收少数股东股权，公司目前持股云南神火58.25%股权，为云南神火第一大股东。

新疆煤电：成本优势显著

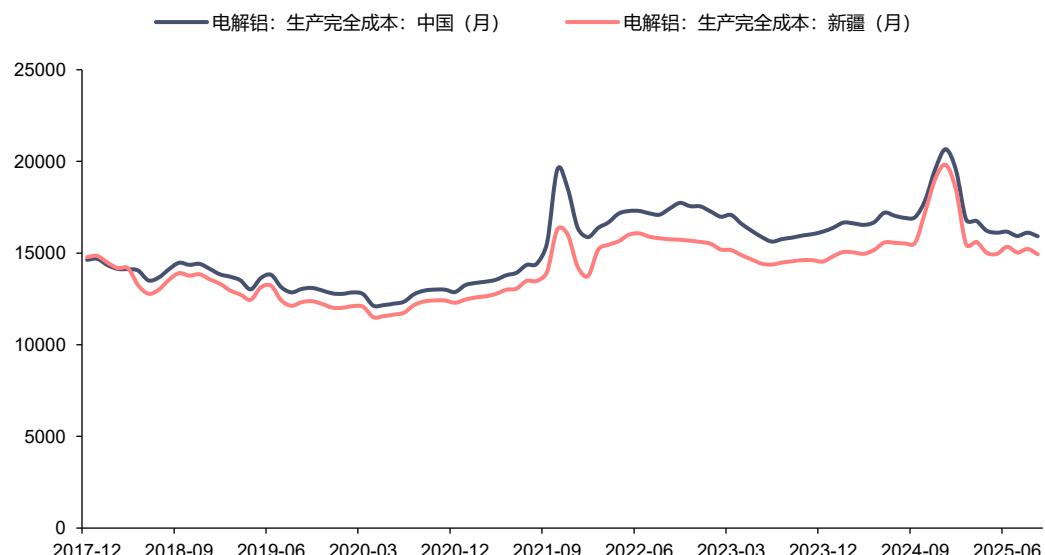
子公司新疆煤电充分利用新疆地区能源优势，在新疆地区打造出较为完整的电解铝产业链。新疆煤电地处新疆昌吉州，煤炭资源丰富，新疆煤炭资源储量约占全国40%，探明的可采储量为全国第四。受制于运输原因，新疆优质的煤炭资源难以运出疆外，导致其价格远低于疆外，并致使疆内外用电价格差异。截至2025年12月12日，秦皇岛港动力煤(5000K)周均价为662元/吨，新疆昌吉动力煤(5000K)坑口价格约为110元/吨，煤炭价差明显，带来新疆地区发电成本优势突出。参照全国电解铝平均成本，新疆神火生产电解铝的电力成本低于行业平均近1000元/吨。

图 27: 动力煤价格变动情况 (元/吨)


资料来源:Mysteel, 信达证券研发中心

图 28: 主流电解铝生产地电价水平 (元/kwh) (不含税)


资料来源:iFind, 信达证券研发中心

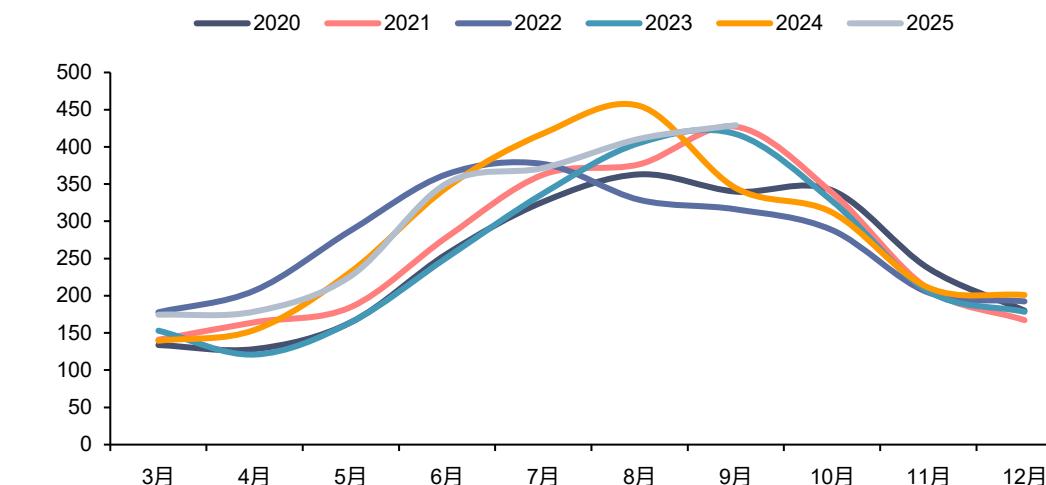
图 29: 新疆电解铝生产完全成本变动情况 (万吨)


资料来源: Mysteel, 信达证券研发中心

云南神火：股权收购带来业绩改善，低碳铝享溢价

云南神火 90 万吨/年电解铝产能地处水电丰富的云南省，不仅可以利用绿色无污染的水电作为主要能源，而且距离氧化铝主产地广西百色仅 120 余公里，又紧邻我国铝消费相对集中的华南市场和铝消费潜力快速增长的西部市场及东南亚、南亚等铝产品主要消费国，区位优势十分明显。成本方面，由于水电的发电量与季节相关，分为丰水期、平水期以及枯水期，枯水期为每年的 12 月至次年 4 月份，平水期为每年的 5 月以及 11 月，丰水期为每年的 6-10 月份，因此若考虑电价季节性波动，云南神火电解铝在丰水期成本优势更为显著。

图 30：2020-2025 云南水力发电量（亿 kWh）



资料来源：ifind，信达证券研发中心

云南神火 90 万吨/年电解铝产能为 100%水电铝。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；2024 年 1 月 25 日，国务院颁布《碳排放权交易管理条例》，自同年 5 月 1 日起实行，明确了碳排放权市场交易及相关活动的主要环节和各主体的法律责任，标志着我国碳排放权交易市场全面落地。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。

目前中国与各国均在探索碳市场落地机制、完善相关政策。国内方面，根据中共中央办公厅、国务院办公厅《关于推进绿色低碳转型加强全国碳市场建设的意见》，2025 年全国碳市场新增钢铁、水泥、铝冶炼三大行业，覆盖排放量占全国 60%，计划 2027 年基本覆盖工业领域主要排放行业，配额管理逐步从强度控制转向总量控制。全国温室气体自愿减排市场（CCER）同步完善，推动碳质押等金融产品创新；国际合作方面，中国与欧盟延长碳排放权交易合作谅解备忘录，聚焦技术标准互认与电力行业脱碳合作；在多边场合推动碳市场标准国际互认。整体来看，我国碳市场举措正不断落地，未来低碳铝的价值将不断凸显。

从碳配额价格走势看，欧盟排放配额（EUA）自 2021 年以来随“双碳”政策深化呈震荡上行态势，截至 2025 年 11 月，价格已攀升至约 80 欧元/吨；国内全国碳市场碳排放配额（CEA）在“双碳”政策驱动下推出后，价格同样持续上涨，截至 2025 年 11 月回落至约 54 元/吨。伴随双碳政策在全球范围的持续推进，以及欧盟碳关税对铝行业低碳要求的强化，我们预计水电铝的低碳溢价有望进一步提升。

图 31：2023-2025 年 11 月 EUA、CEA 变动情况（欧元/吨、元/吨）



三、煤炭：优质冶金煤生产商，业绩筑底修复

公司煤炭采掘分永城、许昌及郑州矿区生产，是国内冶金企业高炉喷吹用精煤的主要供应商之一。公司本部主要生产无烟煤，是优质的冶金用煤，主要用于高炉喷吹；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；截至 2025 年 6 月 30 日，公司控制的煤炭保有储量 13.09 亿吨，可采储量 6.05 亿吨，具体情况如下：

表 2：神火股份煤炭资源情况（截至 2025 年 6 月 30 日）

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	20844.98	9761.69
许昌、郑州矿区	瘦煤、贫煤	510	110104.10	50758.49
合计		855	130949.08	60520.18

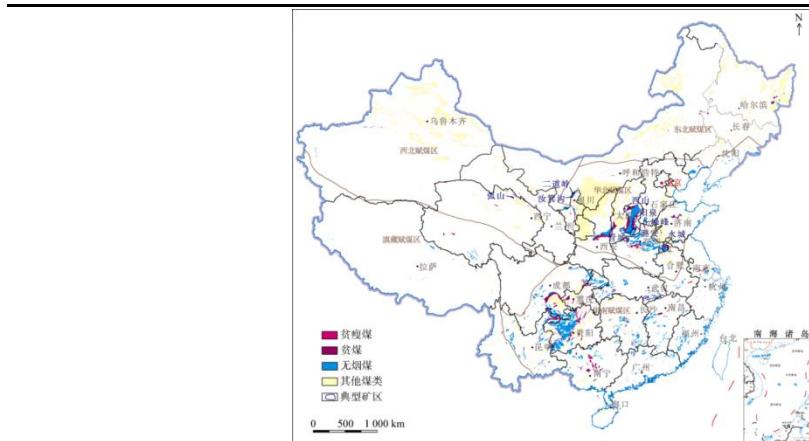
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司煤矿紧邻华东，公司区位优势突出。在产煤矿紧邻工业发达且严重缺煤的华东地区，煤炭市场需求空间广阔，地理位置优越。河南地处中原，交通便利，铁路、公路线四通八达。其中，永城市毗邻商丘市，商丘是京九铁路和陇海铁路的交汇处；许昌市紧邻郑州市，郑州是京广铁路和陇海铁路的交汇处；而且，公司有自备的铁路专用线。便利的交通运输条件可以降低公司煤炭产品的总成本，增加公司的经济效益。

1、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 32：高炉喷吹无烟煤、贫煤、贫瘦煤分布



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

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

古二道岭、宁夏汝箕沟、青海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。

表 3：典型矿区稀缺高炉喷吹用煤主要煤质指标

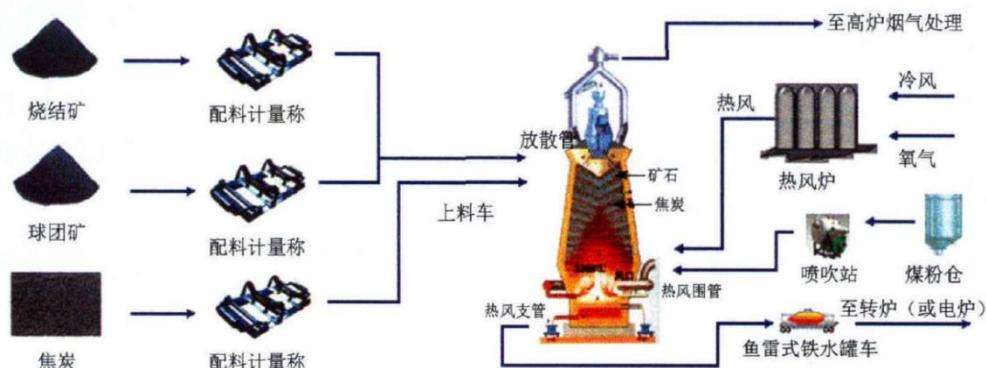
矿区	$\omega(\text{Ad})/\%$	$\omega(\text{St},)/\%$	$\omega(\text{P})/\%$	主要煤类
峰峰	11.55~35.45/21.56	0.68~6.03/3.01	0~0.05/0.04	PM、WY
永城	9.28~29.21/15.01	0.24~1.14/0.42	0.01~0.05/0.03	WY、PM
西山	6.87~39.19/21.25	0.20~2.40/0.54	0~0.14/0.01	PS、PM
阳泉	9.21~32.98/19.49	0.36~0.49/0.39	0~0.04/0.02	PM
潞安	8.93~28.21/16.38	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》，信达证券研发中心

2、喷吹煤是提升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。

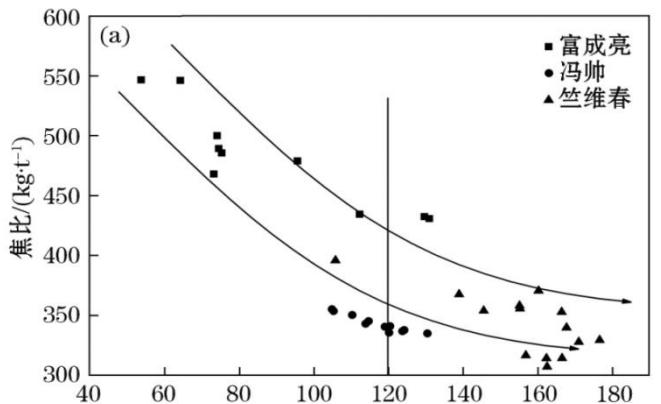
图 33：高炉炼铁生产工艺流程



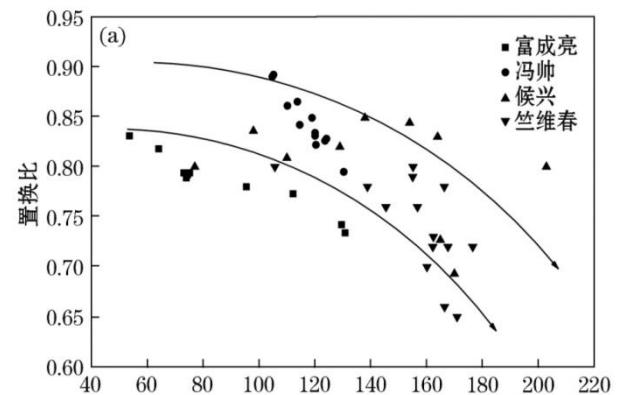
资料来源：王子明《焦炭和铁氧化物在高炉内气固反应机理》，信达证券研发中心

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

¹ 部分内容引自唐庆利,张建良等《高炉炼铁煤焦置换新概念》

图 34: 煤比与焦比关系


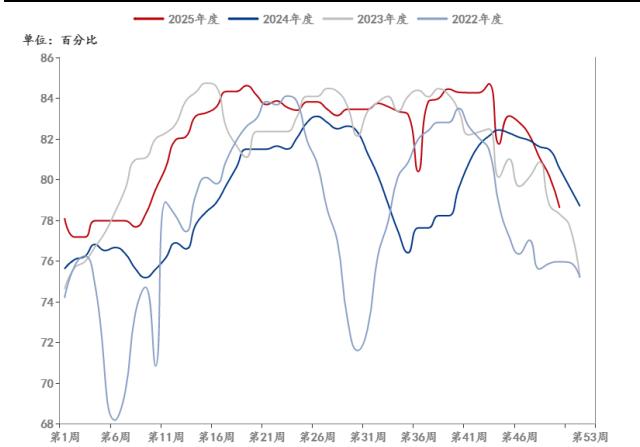
资料来源：唐庆利,张建良等《高炉炼铁煤焦置换新概念》，信达证券研发中心
注：横轴为喷煤比

图 35: 煤比与实际置换比之间关系


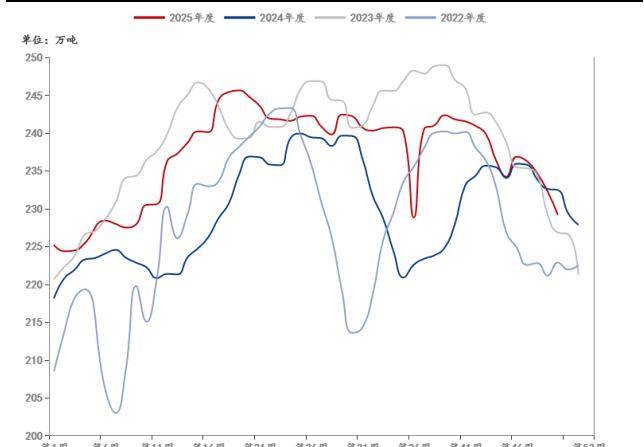
资料来源：唐庆利,张建良等《高炉炼铁煤焦置换新概念》，信达证券研发中心
注：横轴为喷煤比

3、下游需求高位，喷吹煤、炼焦煤中枢价格稳中有增

当前高炉开工率维持高位，铁水日产同比回升。2025年以来，我国高炉开工率、铁水日产整体水平高于往年同期。四季度以来，随着钢铁进入传统淡季，高炉开工率、铁水日产数据有所回落，但整体仍处于往年同期较高水平。

图 36: 中国 247 家样本钢企高炉开工率 (%)


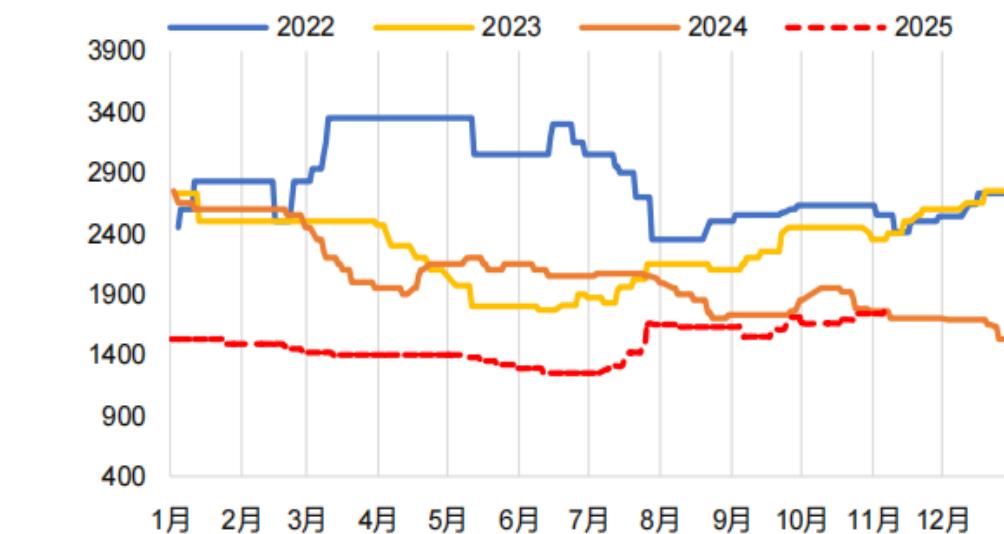
资料来源：Mysteel，信达证券研发中心

图 37: 中国 247 家样本钢企日均铁水产量 (万吨)


资料来源：Mysteel，信达证券研发中心

2025年以来，炼焦煤、喷吹煤价格经历企稳、反弹的阶段性演变。上半年受供给放量与需求拖累影响，京唐港主焦煤等核心品种均价较2024年有所回落，喷吹煤价格随冶金煤市场整体承压。但进入三季度，供给端政策拐点率先显现，国家能源局“查超产”等反内卷政策落地后，7-8月国内原煤产量同比连续下滑，1-9月原煤产量增速边际递减至2.0%，供给收缩趋势明确，煤炭价格也相应回升。

图 38：京唐港山西主焦煤库提价（元/吨）



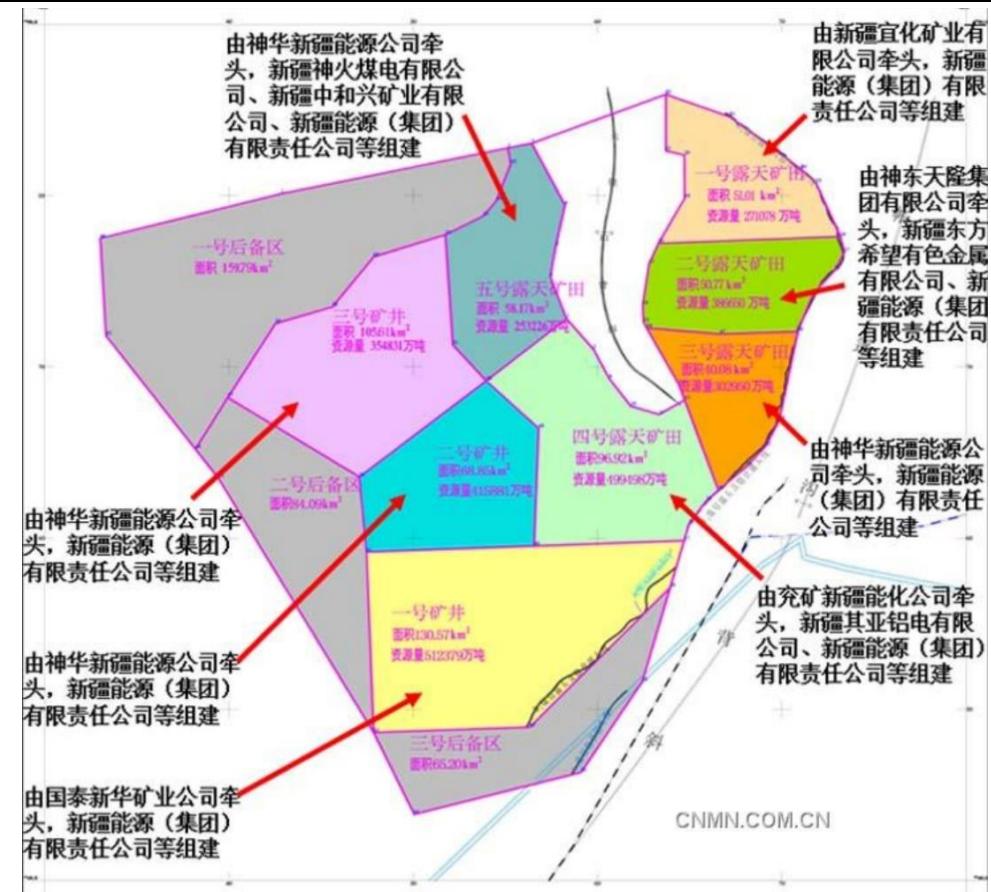
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

4、改扩建+准东煤矿可期，煤炭自给率有望提高

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

新疆正加速跃升为国家煤炭保供接续核心战略区。政策层面，根据《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》(新政发〔2022〕57 号)，‘十四五’期间预计新疆新增建设产能 1.6 亿吨，主要集中在准东和吐哈矿区，2025 年自治区煤炭产能将增加至 4.6 亿吨以上，产量有望增加至 4 亿吨以上。在新疆煤炭“十四”规划中，五彩湾矿区三号露天矿产能核增 600 万吨/年、四号露天矿一期 1000 万吨/年项目，被列入“十四五”规划建设煤矿项目中，五彩湾矿区四号露天矿二期 1000 万吨/年项目被列入“十四五”规划储备煤矿项目，我们预计伴随疆煤外运需求提升，新疆煤电所参与的五号露天矿开发有望提速，公司煤炭资源自给率将显著提高。

图 39：新疆准东煤田五彩湾矿区煤炭矿业权整合方案示意图



资料来源：新疆维吾尔自治区国土资源厅，中国有色网，信达证券研发中心

四、铝箔：产业链延伸，需求增速可观

公司延伸产业链条布局铝箔产业，产品结构多元。为调整、优化资产结构，延伸产业链条，解决同业竞争问题，提升公司核心竞争力，公司于2019年开始陆续收购神火集团铝加工资产，并陆续拓宽下游产业链。截至2025年中报，公司拥有铝箔加工产能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，主要运用于食品、医药、新能源电池等行业：子公司神火新材主要生产高精度电子电极铝箔（产能11.5万吨/年），上海铝箔主要生产食品铝箔、医药铝箔（产能2.5万吨/年）。公司目前电解铝加工板块主营产品为新能源电池铝箔，目前与锂离子电池、钠离子电池、固态电池生产厂家均有合作。

图 40：神火集团部分铝箔产品



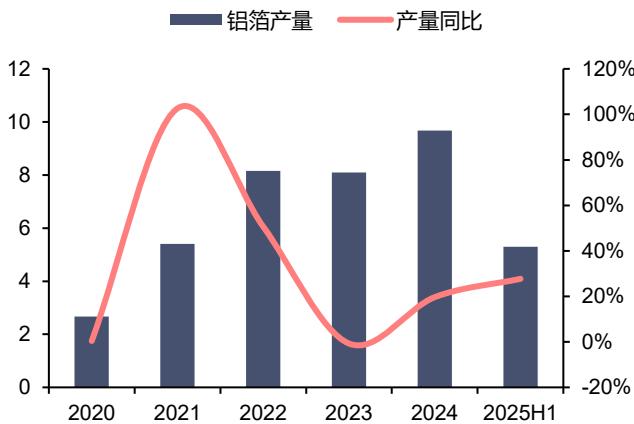
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司是国内为数不多的具有水电铝材全绿色产业链的企业，在“双零”铝箔中属于龙头企业，产量位列全国前五位。公司铝箔业务具有以下优势：

(1) 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。

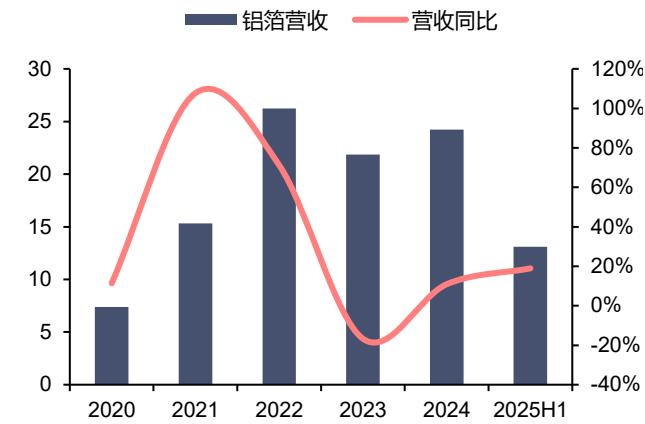
(2) 产品优势公司铝箔产品涵盖高精度电子电极铝箔、食品铝箔和医药铝箔，主攻双零箔，走高品质路线。目前，7-10微米高端超薄电池铝箔、电容器箔已经实现量产，技术指标与生产稳定性居行业前列，其中8μm、9μm、10μm产品凭借在市场具有较高占有率为绝对优势成为公司拳头产品，产品质量成熟，成品率稳步提升。依托高品质的产品质量，公司电池铝箔产品稳定供应国内“头部”电池企业。

图 41：2020-2025H1 公司铝箔产量变化情况（万吨）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

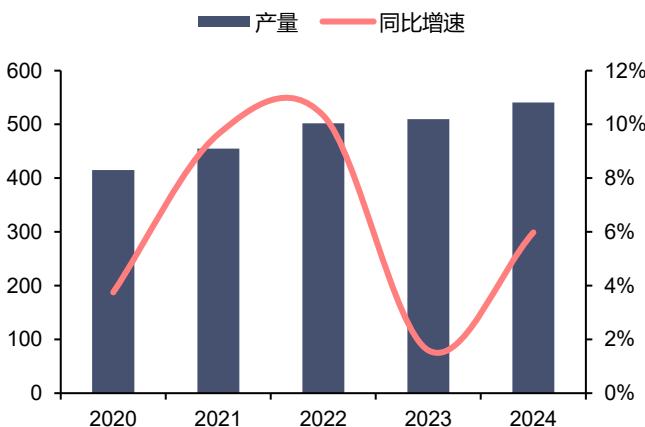
图 42：2020-2025H1 公司铝箔营收变化情况（亿元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

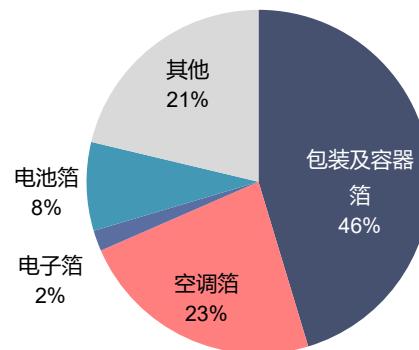
新能源需求驱动，电池铝箔空间较大。铝箔是由金属铝直接压延形成的厚度小于 0.2mm 的薄片，通常用作包装材料，电解电容器材料，用于食品饮料、药品、家电等领域。厚度在 0.01-0.1mm 之间的称为单零箔，厚度 0.001-0.01mm 的称为双零箔。在铝箔的所有用途中，能最有效地发挥铝箔性能点的应用是将其作为包装材料，因此包装箔也是铝箔产量中占比最大的类别。据中国有色金属加工工业协会数据，2024 年我国铝箔产量达 540.5 万吨，其中包装及容器箔 245 万吨，占比约 46%；除包装箔外，空调箔为占比第二大的铝箔产品，产量占比约 23%；电池箔占比相对较低，产量占比约 8%，排名第三。

图 43：2020-2024 中国铝箔产量变动情况（万吨）



资料来源：中国有色金属加工工业协会，信达证券研发中心

图 44：2024 中国各品类铝箔产量占比



资料来源：中国有色金属加工工业协会，信达证券研发中心

虽然目前电池箔在铝箔中的产量占比较小，但受益于下游新能源汽车需求旺盛，需求增速较高。电池铝箔是锂离子电池的核心材料之一，主要用于正极集流体，具有轻质、导电优异、耐腐蚀等特点。随着“新能源汽车、储能与 3C 消费”领域的蓬勃发展，电池箔的需求也在新能源浪潮下迎来了爆发式增长。多种驱动下，全球电池铝箔需求量持续攀升。阿拉丁(ALD)预测，2025 年全球铝箔需求量将达到 72 万吨，较 2024 年的 56 万吨增长 16 万吨，年增速达 28.6%。国内方面，阿拉丁(ALD) 预计，随着新能源汽车市场的快速扩张和储能电池的迅猛发展，2025 年中国电池箔产量在 56-59 万吨左右。

五、盈利预测

煤炭业务：公司煤矿主要生产无烟煤、瘦煤、贫煤，核定产能 855 万吨，其中无烟煤 345 万吨、瘦煤 450 万吨，精煤产出率 75% 左右，受煤矿地质条件等影响，每年实际产量略有差异。产销量方面，2022 年以来，公司煤炭销量围绕 700 万吨波动，其中 2024 年，受安监加强以及矿井地质条件等因素阶段性影响，公司煤炭产量同比下降至 670 万吨。展望 2025-2027 年，存量矿井地质条件和生产组织趋于平稳，在短期无新增产能预期情况下，我们预计 2025-2027 年煤炭销量有望逐步修复。价格方面，截至 2025 年 12 月 10 日，河南地区无烟煤、贫瘦煤价格同比下降约 12%，但需注意的是今年 7 月以来，随着产地供给的收紧，煤价逐步企稳回升，展望 2026-2027 年，煤炭供给约束或仍然延续，煤价中枢有望打破 2022 年以来的阶梯式下跌，逐步企稳回升。成本方面，2025 年煤炭市场价格中枢进一步下移，煤炭行业普遍压减成本以对冲煤价下滑对公司业务带来的冲击，我们预计 2025 年公司煤炭成本有望部分压减，2026-2027 年成本或略有抬升。具体假设如下：

表 4：神火股份煤炭业务假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销量 (万吨)	675	725	670	704	725	739
yoy		7.4%	-7.5%	5.0%	3.0%	2.0%
吨售价 (元/吨)	1495	1125	1031	907	953	981
yoy		-24.7%	-8.4%	-12.0%	5.0%	3.0%
吨成本 (元/吨)	716	655	862	819	843	852
yoy		-8.5%	31.6%	-5.0%	3.0%	1.0%
销售收入 (百万元)	10089	8155	6910	6385	6905	7255
销售成本 (百万元)	4830	4749	5777	5762	6113	6298
毛利 (百万元)	5259	3406	1133	623	792	957

资料来源：IFind，信达证券研发中心

电解铝业务：公司共拥有电解铝产能 170 万吨/年（新疆煤电 80 万吨/年，云南神火铝业 90 万吨/年）。产销量方面，2022-2024 年，公司电解铝销量围绕 160 万吨震荡，2025 年以来，随着上游原料走向过剩、海外电解铝供给受缺电影响停减产以及下游需求增长等多重因素叠加，电解铝价格及盈利能力修复，在此背景下，我们预计公司 2025-2027 年电解铝销量会逐步爬升至 170 万吨产能上限附近。价格方面，截至 2025 年 12 月 10 日，电解铝全国汇总价格同比增长约 4%，2026-2027 年，我们预计，受海外供给收缩以及下游需求增长等影响因素有望持续，电解铝行业经济格局持续向好，价格有望稳中有增。成本方面，电解铝行业上游原料氧化铝价格和电价 2026 年下降明显，2027 年或相对平稳，在此背景下，我们预计公司 2025-2027 年电解铝成本逐步下降。具体假设如下：

表 5：神火股份电解铝业务假设

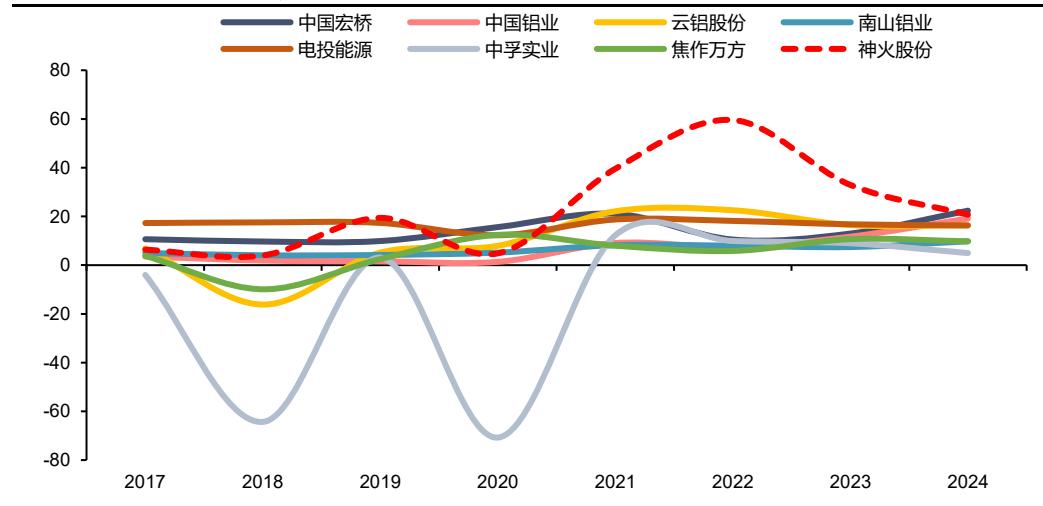
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销量 (万吨)	163	153	163	168	169	169
yoy		-6.1%	6.7%	3.0%	1.0%	0.0%
吨售价 (元/吨)	19814	18714	16011	16652	17151	17495
yoy		-5.6%	-14.4%	4.0%	3.0%	2.0%
吨成本 (元/吨)	12849	12608	11998	11518	11402	11288
yoy		-1.9%	-4.8%	-4.0%	-1.0%	-1.0%
销售收入 (百万元)	28511	25294	26081	27938	29064	29645
销售成本 (百万元)	20892	19256	19543	19324	19322	19129
毛利 (百万元)	7619	6037	6538	8614	9742	10516

资料来源：IFind，信达证券研发中心

六、投资评级

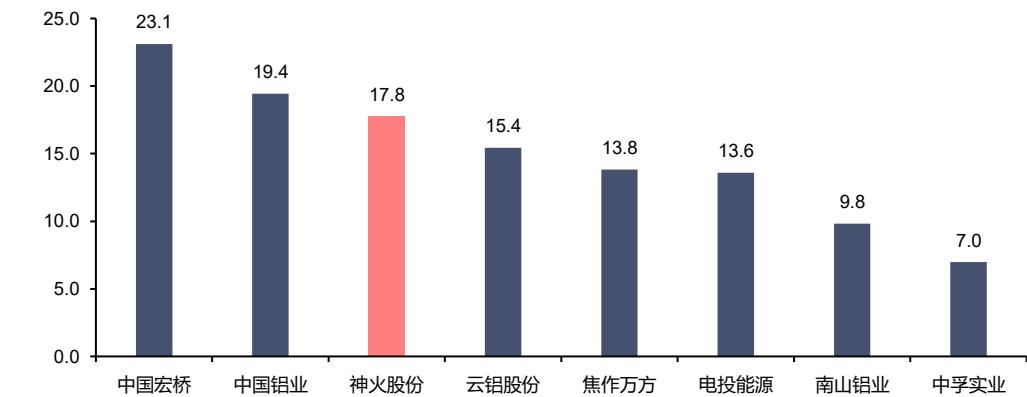
“高 ROE”——煤电铝一体化，公司过往盈利能力处于行业中上游水平。2017 年以来，公司 ROE 始终处于行业中上游水平，2021 年以来，受煤炭业务盈利增长，公司 ROE 快速抬升，2021-2023 年连续处于行业首位，体现了公司煤+铝业务共振带来的突出盈利能力。截至 2025 年三季度，神火股份 ROE-TTM 为 17.8%，继续维持高位，仅低于中国宏桥和中国铝业。

图 45：2017-2024 年电解铝行业主要上市公司 ROE (%)



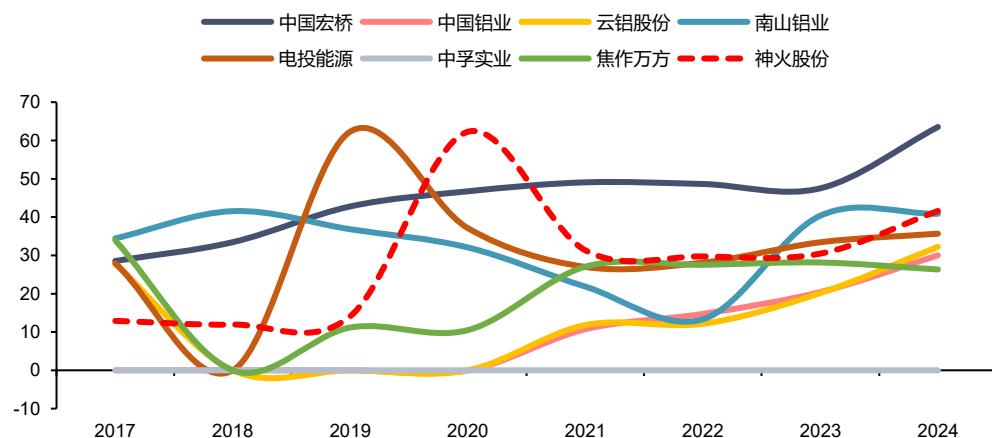
资料来源：IFind，信达证券研发中心

图 46：电解铝行业主要上市公司 ROE-TTM (%)（截至 2025 年三季度）

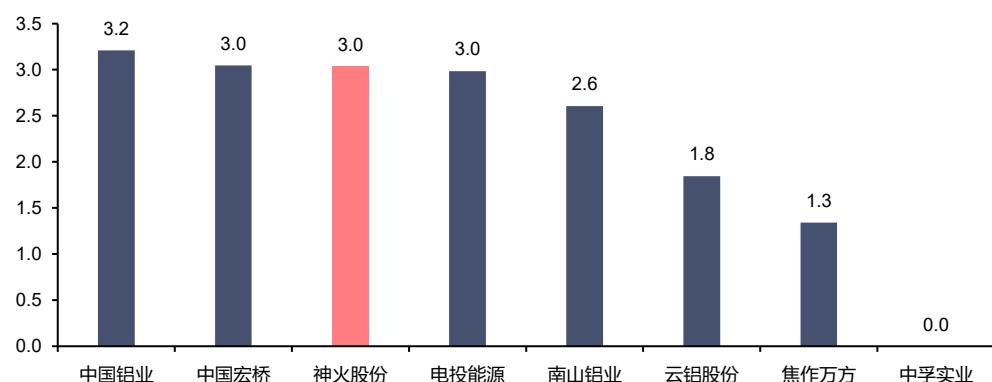


资料来源：IFind，信达证券研发中心

“高分红”——公司分红处于行业较高水平。2017 年以来，公司现金分红比例处于行业前列，2024 年公司现金分红约 18 亿元，现金分红比例为 41.6%，仅次于港股上市的中国宏桥。股息率方面，截至 2025 年三季度，公司股息率（近 12 月）约为 3%，与中国铝业、中国宏桥同属 3%以上股息率的行业第一梯队，彰显其红利属性。

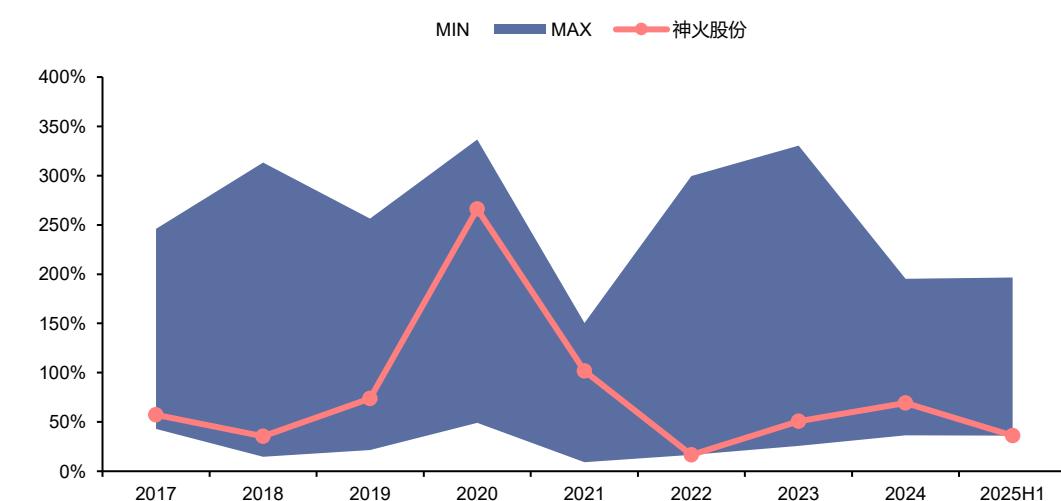
图 47: 2017-2024 年电解铝行业主要上市公司现金分红比例 (%)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 48: 电解铝行业主要上市公司股息率-近 12 月 (%) (截至 2025 年三季度)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

“高分红”——公司资本开支低位，分红仍有提高可能。2022 年以来，公司资本开支相对规模（资本开支/折旧摊销）处于行业内较低水平，2025 年上半年，公司资本开支相对规模（资本开支/折旧摊销）为行业最低。展望未来，资本开支较低背景下公司分红提高潜力较大。

图 49: 2017-2025H1 电解铝行业主要上市公司资本开支/折旧摊销 (%)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

“低估值”——公司估值仍有较大空间。截至 2025 年 12 月 19 日，神火股份 PE (TTM) 为 13.94x，为上市以来的 36%；神火股份 PB (MRQ) 为 2.48x，为近 5 年的 42%。鉴于神火股份主业为煤炭+电解铝且电解铝业务盈利占比较大，我们选取电投能源、中国铝业、云铝股份以及天山铝业作为公司的可比公司。截至 12 月 19 日，神火股份 2025 年 PE 为 11.2 倍，低于 4 家可比公司平均值 13.3 倍。截至 12 月 19 日收盘价，我们预测公司 2025-2027 年归属于母公司的净利润分别为 53、62、68 亿元；对应 PE 为 11.2x、9.6x、8.7x。首次覆盖给予公司“买入”评级。

图 50：神火股份上市以来市盈率 (TTM) 分位值



资料来源：IFind，信达证券研发中心

图 51：神火股份上市以来市净率 (MRQ) 分位值



资料来源：IFind，信达证券研发中心

表 6：神火股份可比公司估值表（2025 年 12 月 19 日）

	收盘价(元)	归母净利润(亿元)					P/E			PB
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	MRQ
电投能源	27.27	53	55	60	67	11.5	11.0	10.3	9.8	1.6
中国铝业	10.85	124	145	158	172	15.0	12.9	11.8	10.8	2.5
云铝股份	29.23	44	65	77	85	23.0	15.6	13.2	11.9	3.1
天山铝业	14.21	45	48	59	68	14.8	13.8	11.1	9.8	2.3
平均值							16.1	13.3	11.6	10.6
神火股份	26.40	43	53	62	68	13.8	11.2	9.6	8.7	2.5

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：神火股份、电投能源为信达研发中心预测，其余采用同花顺一致预期。

风险因素

(1) 国内外政策变化带来负面影响;

政策的不确定性可能改变价格机制与供需形势，进而扰动煤炭、电解铝、铝箔等工业品价格与供需结构。

(2) 国内外宏观经济失速或复苏不及预期;

宏观走弱将压缩煤炭、铝材需求，拖累企业收入及盈利。

(3) 发生重大安全事故风险;

安全事故一旦发生，将引来安监趋严、停产整顿等举措，会影响生产目标的达成。

(4) 地缘政治冲突带来的不确定性影响;

国际冲突加剧，可能的制裁与贸易壁垒会冲击全球煤炭、电解铝供给与大宗价格。

(5) 电解铝产能遇限电减产;

电解铝为高耗能行业，对于电力的依赖程度高，若所在区域限电，会对公司生产目标的达成产生巨大影响。

(6) 历史数据不代表未来。

在政策、地缘政治、气候与技术快速变动的环境中，历史统计关系可能失效，基于历史规律的判断面临未来变动的风险。



资产负债表					单位:百万元	利润表					单位:百万元
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	19,452	11,096	26,714	32,068	37,811	营业收入	37,625	38,373	40,653	42,774	43,965
货币资金	13,323	3,283	14,426	19,518	25,163	营业成本	27,709	30,227	30,766	31,544	31,771
应收票据	12	78	83	88	90	营业税金及附加	530	525	557	586	602
应收账款	739	842	1,689	1,772	1,817	销售费用	331	318	337	355	364
预付账款	402	696	923	946	953	管理费用	830	896	949	998	1,026
存货	3,053	3,564	4,680	4,779	4,794	研发费用	429	448	475	513	550
其他	1,923	2,634	4,913	4,964	4,994	财务费用	63	51	398	361	310
非流动资产	38,406	39,507	38,881	40,236	41,389	减值损失合计	-7	-95	-20	-20	-20
长期股权投资	3,689	4,537	4,537	4,537	4,537	投资净收益	335	665	705	741	762
固定资产(合计)	22,156	22,114	23,422	24,609	25,678	其他	208	133	204	215	221
无形资产	5,435	5,473	5,406	5,338	5,266	营业利润	8,270	6,611	8,061	9,354	10,306
其他	7,126	7,383	5,516	5,752	5,908	营业外收支	-114	-198	-184	-184	-184
资产总计	57,858	50,603	65,595	72,303	79,200	利润总额	8,156	6,413	7,878	9,170	10,122
流动负债	27,029	18,299	28,786	29,196	29,347	所得税	1,428	1,615	1,984	2,309	2,549
短期借款	14,691	7,193	13,193	13,193	13,193	净利润	6,728	4,798	5,894	6,861	7,573
应付票据	2,726	1,189	2,137	2,191	2,206	少数股东损益	823	491	603	702	775
应付账款	3,021	3,515	3,627	3,719	3,745	归属母公司净利润	5,905	4,307	5,291	6,159	6,798
其他	6,591	6,402	9,830	10,094	10,203	EBITDA	9,881	7,928	10,167	11,526	12,529
非流动负债	6,496	6,278	5,260	5,260	5,260	EPS(当年)(元)	2.65	1.93	2.35	2.74	3.02
长期借款	4,944	4,642	3,642	3,642	3,642						
其他	1,552	1,636	1,618	1,618	1,618						
负债合计	33,526	24,578	34,047	34,456	34,608						
少数股东权益	4,503	4,343	4,947	5,649	6,424						
归属母公司股东权益	19,829	21,682	26,602	32,198	38,168						
负债和股东权益	57,858	50,603	65,595	72,303	79,200						
重要财务指标					单位:百万元	现金流量表					
主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	37,625	38,373	40,653	42,774	43,965	经营活动现金流	11,190	7,719	9,550	8,904	9,601
同比(%)	-11.9%	2.0%	5.9%	5.2%	2.8%	净利润	6,728	4,798	5,894	6,861	7,573
归属母公司净利润	5,905	4,307	5,291	6,159	6,798	折旧摊销	1,947	1,914	1,892	1,995	2,097
同比(%)	-22.1%	-27.1%	22.8%	16.4%	10.4%	财务费用	572	487	430	505	505
毛利率(%)	26.4%	21.2%	24.3%	26.3%	27.7%	投资损失	-335	-665	-705	-741	-762
ROE(%)	29.8%	19.9%	19.9%	19.1%	17.8%	营运资金变动	2,219	1,116	1,948	123	28
EPS(摊薄)(元)	2.63	1.91	2.35	2.74	3.02	其它	59	68	91	160	159
P/E	10.05	13.79	11.22	9.64	8.73	投资活动现金流	-1,916	-807	-656	-744	-622
P/B	2.99	2.74	2.23	1.84	1.56	资本支出	-687	-1,263	-1,589	-1,485	-1,384
EV/EBITDA	4.62	6.08	6.24	5.06	4.20	长期投资	-1,456	66	0	0	0
						其他	226	390	933	741	762
						筹资活动现金流	-8,303	-11,293	2,244	-3,068	-3,334
						吸收投资	63	23	0	0	0
						借款	-5,501	-7,800	5,000	0	0
						支付利息或股息	-2,778	-3,289	-2,631	-3,068	-3,334
						现金净增加额	974	-4,372	11,143	5,092	5,645

研究团队简介

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

高升，中国矿业大学(北京)采矿专业博士，高级工程师，中国矿业大学(北京)校外专业学位研究生导师。曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、挂职下属煤矿副矿长，在煤矿生产一线工作多年，从煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、铝及上下游领域研究，现为能源与双碳中心研究中心总经理、煤炭钢铁行业首席分析师。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源研究并负责石化行业研究工作。

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游及双碳产业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事行业研究。

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

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

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

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 15% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~15%； 持有： 股价相对基准波动在±5%之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。