

神火股份 (000933.SZ) 着力打造煤铝双核，云南铝布局再造神火

2020年08月24日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2020/8/24
当前股价(元)	5.67
一年最高最低(元)	6.00/3.82
总市值(亿元)	107.76
流通市值(亿元)	107.76
总股本(亿股)	19.01
流通股本(亿股)	19.00
近3个月换手率(%)	156.33

● 着力打造煤铝双核，云南铝布局再造神火。首次覆盖，给予“买入”评级

公司是河南省重点国企，聚焦煤、铝两大核心主业，构建了“煤电铝一体化”经营模式。近年来公司本部煤炭和电解铝落后产能有序退出，主业盈利能力已呈现改善趋势，业绩整体向好。电解铝板块积极进行低成本布局，凸显业绩弹性与成长性：河南本部高成本产能全部退出；新疆项目通过电力自给受益低价电煤显著降低吨铝成本；云南水电铝项目享受低价水电及政策优惠，投产后将实现电解铝产能翻倍，增长潜力十足。随着煤、铝行业在供改深化、基建发力的供需改善下，公司或将在煤、铝价格修复过程中率先受益。我们预计公司2020/2021/2022年归母净利润5.7/9.9/12.7亿元，同比变化-57.3%/72%/28.6%；EPS分别为0.3/0.52/0.67元，对应当前股价，PE分别为18.8x/10.9x/8.5x。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 煤炭业务：落后产能出清轻装上阵，产能扩容助力产销量反弹

目前公司本部共有煤炭产能645万吨，煤炭行业供改进程中，公司落后产能有序出清，除去即将关停的两个小矿外，产能退出已基本结束，煤炭生产将持续稳定。梁北矿技改扩容与大磨岭矿投产将在2021年贡献210万吨新增产能，助力产销量实现反弹。另外，长达5年的高家庄煤矿诉讼案于2019年下半年和解告终，公司收回24.6亿元转让款，有助于在转型发展关键时期改善现金流状况。

● 电解铝业务：专注低成本布局，云南水电铝助力产能翻倍

2019年公司电解铝业务进入大规模调整期，河南本部高成本产能已全部退出用于置换云南水电铝产能，产能布局优化力度加大。新疆煤电（产能80万吨）实现了电力、阳极炭块完全自给，受益新疆低价电煤打造出领先行业的吨铝成本优势。云南水电铝项目（产能90万吨）受益云南低价水电资源与当地优惠电价政策，临近广西氧化铝主产地与高需求华南市场，具备区位优势。公司有望通过增资对其实现控股，2021年投产后公司或将实现电解铝产能翻倍，成长潜力十足。

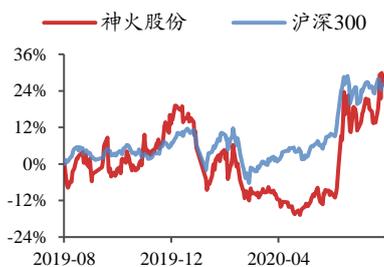
● **风险提示：**煤、铝产品价格下跌超预期；煤矿停减产风险；云南水电铝项目建设进展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	18,835	17,618	16,888	27,982	30,062
YOY(%)	-0.3	-6.5	-4.1	65.7	7.4
归母净利润(百万元)	239	1,345	574	988	1,271
YOY(%)	-35.1	463.3	-57.3	72.0	28.6
毛利率(%)	12.6	14.8	18.9	17.2	17.9
净利率(%)	1.3	7.6	3.4	3.5	4.2
ROE(%)	-0.8	6.4	5.7	9.3	10.8
EPS(摊薄/元)	0.13	0.71	0.30	0.52	0.67
P/E(倍)	45.1	8.0	18.8	10.9	8.5
P/B(倍)	1.8	1.4	1.3	1.2	1.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：贝格数据

目 录

1、 煤电铝一体化，以煤为基发力电解铝	4
1.1、 河南省属重点国企，构筑“煤电铝一体化”	4
1.2、 “煤铝”双核驱动业绩，非相关业务逐步剥离	5
1.3、 行业供改助力业绩修复，矿权转让大幅增厚业绩	6
2、 煤炭板块：主产无烟煤，落后产能出清轻装上阵	7
2.1、 无烟煤资源丰富品质优越，紧邻华东、华中等缺煤地区	7
2.2、 落后产能出清轻装上阵，产能扩容助力产销量反弹	8
2.3、 高家庄煤矿诉讼案尘埃落定，转让款回收改善公司现金流	9
3、 电解铝：专注低成本布局，云南水电铝助力产能翻倍	11
3.1、 铝业务全产业链布局，当前关键调整期致力优化产能	11
3.2、 新疆煤电：电力&炭块完全自给，吨铝成本领先行业	12
3.3、 云南神火：水电铝低成本优势尽显，产能翻倍再造神火	14
3.3.1、 本部产能异地置换，项目贡献年投资收益 2.93 亿元/年	14
3.3.2、 依靠云南低价水电，打造显著低成本优势	15
3.3.3、 临近原料产地与下游市场，布局云南凸显区位优势	16
3.4、 电解铝行业：政策支撑需求平稳发力，供改深化优化产能结构	18
3.4.1、 需求：政策刺激内需稳增长，基建发力、地产韧性犹存支撑需求	18
3.4.2、 供给：供改持续深化收紧供给，2019 年首次出现负增长	20
3.4.3、 氧化铝成本：短期价格上涨，但长期缺乏上涨支撑	21
4、 盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	22
4.1、 关键假设	22
4.2、 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	23
5、 风险提示	24
附：财务预测摘要	25

图表目录

图 1： 公司是神火集团旗下上市平台，具有河南商丘国企背景	4
图 2： 公司构建了深度结合的“煤电铝一体化”循环经济产业链	4
图 3： 煤炭、铝及铝制品贡献公司主要营收	5
图 4： 近年内，煤炭、铝及铝制品贡献主要毛利	5
图 5： 2016 年后煤、铝毛利率经历了明显改善与回调两个阶段	5
图 6： 公司总营收在 2016 年后有所改善	6
图 7： 2016/2017 毛利改善，2018/2019 回落但好于前期	6
图 8： 2016 年后归母净利润持续为正	7
图 9： 2018-2019 年计提资产处置收益及减值损失较大	7
图 10： 公司所处矿区对华东、华中地区形成辐射	8
图 11： 华东为煤炭净调入地区，煤炭消费量大（亿吨）	8
图 12： 2019 年煤炭产销量结束下降趋势，同比稳定	9
图 13： 公司 2016-2019 年年内退出产能逐年减少	9
图 14： 截至 2020 年 6 月公司铝业务各环节产业布局情况	12
图 15： 新疆电价显著低于其他主要电解铝产区（元/度）	13

图 16: 新疆动力煤价格明显低于全国水平 (元/吨)	13
图 17: 公司吨铝价格低于可比公司 (元/吨)	13
图 18: 公司吨铝成本明显低于可比公司 (元/吨)	13
图 19: 公司吨铝毛利在可比公司中位于前列 (元/吨)	14
图 20: 公司电解铝业务毛利率在可比公司中位于前列	14
图 21: 公司与神火集团、文山城投共同出资设立云南神火, 公司参股 32.22%	15
图 22: 云南水电价格明显低于其他电解铝主产地火电价格 (元/千瓦时)	16
图 23: 全国 10 亿吨铝土矿储量中, 广西占据 49%	17
图 24: 2019 年广西氧化铝产量位列全国第四 (万吨)	17
图 25: 云南项目选址文山富宁县临近氧化铝主产地百色	17
图 26: 云南神火项目对华南地区各主要消费地区形成辐射	18
图 27: 华南地区各省城镇固定资产投资增速高于全国	18
图 28: 2019 年广东铝材产量占全国产量 9%, 位列第三	18
图 29: 我国电解铝需求结构中建筑、交通运输占比最大	19
图 30: 我国铝材出口占比在 10% 左右	19
图 31: 基建固定资产投资增速于 2020 年 5 月恢复正值	20
图 32: 我国房屋新开工及竣工面积稳定增长 (亿平方米)	20
图 33: 2019 年汽车产量累计同比降幅有所收窄, 2020 年二季度以来环比持续改善	20
图 34: 2019 年电解铝产能利用率提升至 90% 左右	21
图 35: 2019 年电解铝产量首次出现负增长 (万吨)	21
图 36: 2020 年氧化铝价格短期上涨 (元/吨)	21
图 37: 2019 年来氧化铝进口量明显增加 (万吨)	21
表 1: 公司所处矿区无烟煤储量丰富	7
表 2: 公司现有在产产能共计 645 万吨/年	9
表 3: 在公司申请仲裁之前, 47 亿元转让价款中潞安集团仅支付 17.4 亿元	10
表 4: 仲裁案历经 5 年, 于 2019 年 8 月达成和解并于 9 月履行	10
表 5: 截至 2020 年 6 月, 公司铝业务各环节产能情况 (万吨/年)	11
表 6: 经估算, 新疆煤电电解铝的度电成本仅约 0.14 元/度	13
表 7: 云南水电铝项目主要经济技术指标详情	15
表 8: 公司各业务关键假设	22
表 9: 可比公司盈利预测与估值	24

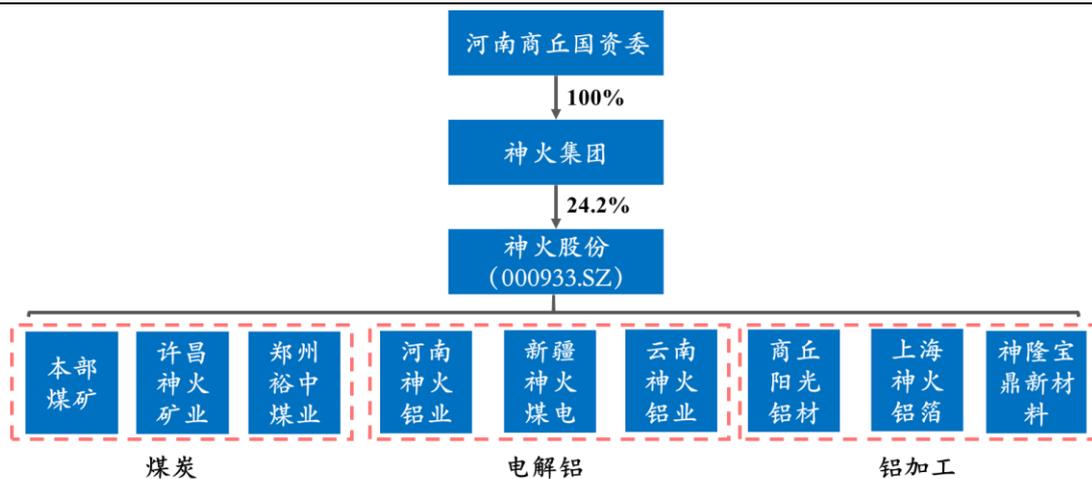
1、煤电铝一体化，以煤为基发力电解铝

1.1、河南省属重点国企，构筑“煤电铝一体化”

河南商丘国企背景。河南神火煤电股份有限公司（以下简称“神火股份”或公司），成立于1998年8月，由河南神火集团、永城市化学工业公司等五家公司发起设立，1999年8月在深圳主板上市。公司属于国有企业，第一大股东是河南神火集团有限公司（以下简称“神火集团”或集团），股权占比为24.21%，实际控制人是河南省商丘市国资委。

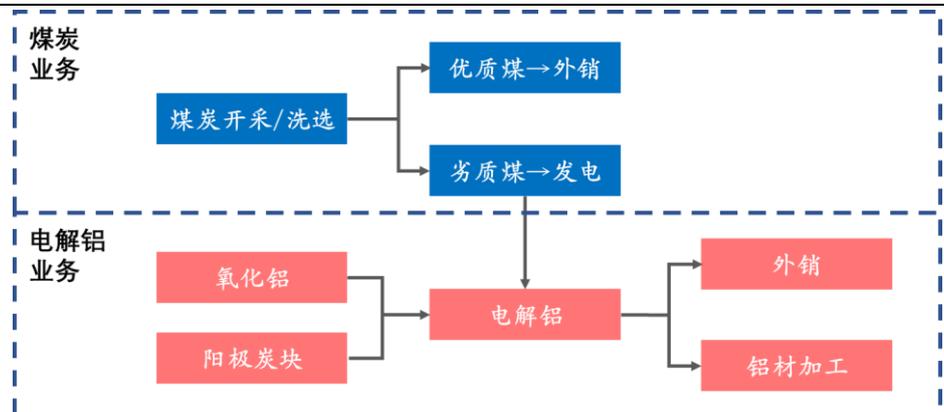
以煤为基，构筑“煤电铝一体化”。公司前身为河南永城矿务局，位于中国六大无烟煤基地之一的永城矿区，成立之初主营煤炭业务。2006年收购沁澳铝业开始大举涉足电解铝行业，此后通过新建和并购多项电解铝、铝电、铝制品加工等项目，积极对电解铝上下游行业进行布局。目前已经形成了成熟的“煤-电-铝”一体化循环经济产业链：公司一方面通过洗选生产优质精煤用于外销，另一方面用低热值的混煤矸石及洗选出来的煤泥、洗中煤等劣质煤炭发电，把廉价的劣质煤炭资源转化为电能，供给铝产业生产原铝，再对原铝的深加工生产铝合金及铝材产品，可以降低生产成本，实现资源的充分利用和优势互补。

图1：公司是神火集团旗下上市平台，具有河南商丘国企背景



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司构建了深度结合的“煤电铝一体化”循环经济产业链

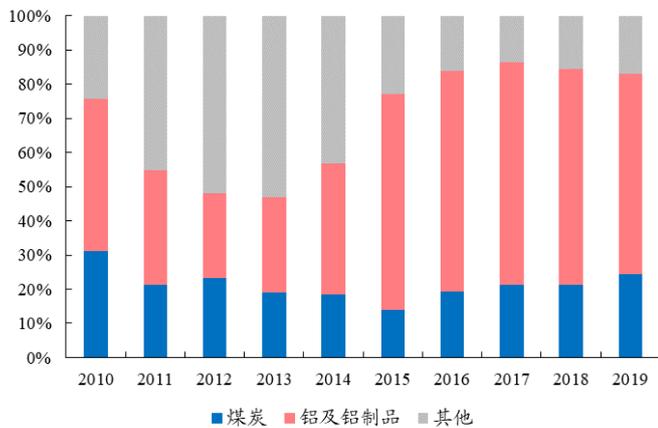


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、“煤铝”双核驱动业绩，非相关业务逐步剥离

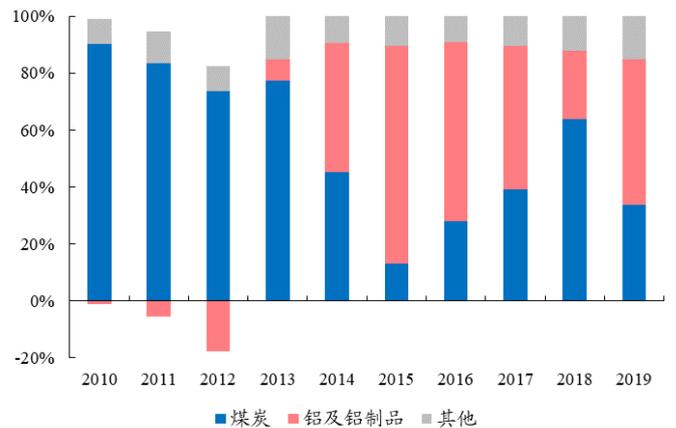
从公司的营收及毛利结构来看，公司业务趋于专注煤炭、电解铝两项主业，且电解铝占比逐渐增大，其他业务中毛利率水平较低的贸易业务以及与主业相关性较低的房地产业务等均在逐步缩减和剥离。营收方面，2019年公司电解铝、煤炭收入分别为104/43亿元，占比分别为59%/24%，煤、铝业务营收占比合计达到83%。毛利方面，2019年电解铝、煤炭毛利分别为13/9亿元，占比分别为51%/34%，毛利率分别为13%/21%，其中煤炭业务因吨煤成本同比上涨致煤炭毛利率下降。除了煤炭和电解铝两大主业之外，公司还从事电解铝深加工、贸易、房地产等其他业务，相较于煤炭、电解铝业务对公司营收、毛利贡献小。其中贸易收入在2011-2014年期间占比较大，但由于毛利率极低于2015年后大幅缩减；另外为聚焦煤、铝主业，公司已于2019年三季度剥离房地产业务(光明房产公司及其子公司均已转让至神火集团)。

图3：煤炭、铝及铝制品贡献公司主要营收



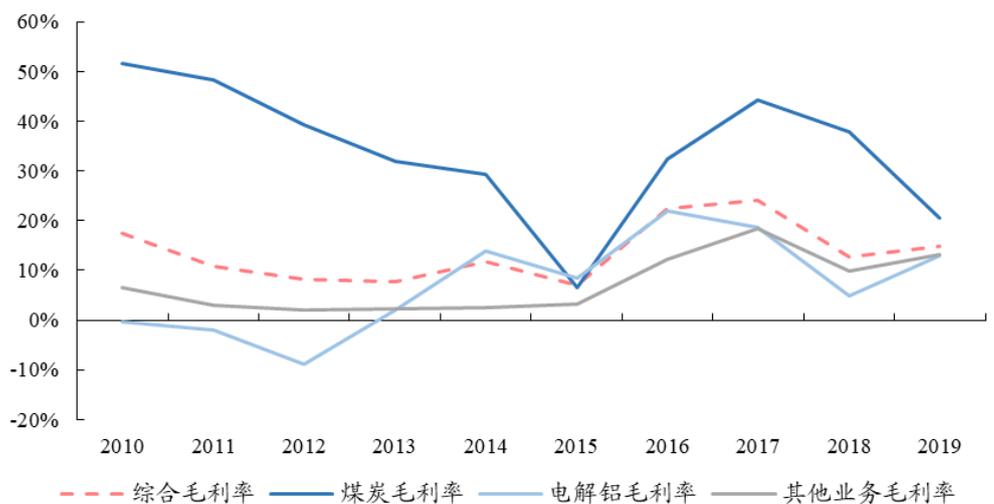
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：近年内，煤炭、铝及铝制品贡献主要毛利



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：2016年后煤、铝毛利率经历了明显改善与回调两个阶段



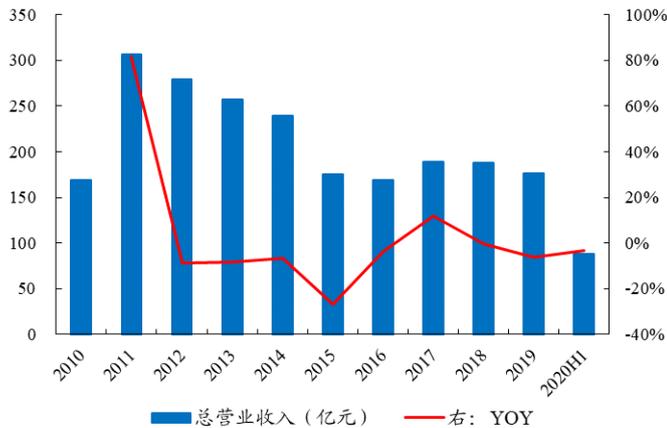
数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、行业供改助力业绩修复，矿权转让大幅增厚业绩

煤、铝行业供改以来，业绩有所改善。2012-2015 年期间，由于煤、铝两个行业均出现严重的供给过剩，煤铝价格大幅下行，公司业绩出现明显下滑。其中 2014-2015 年由于连续两年亏损，公司于 2016 年被实施退市风险警示。2016-2017 年煤、铝行业开始供给侧结构性改革，随着落后产能退出与政策性限产对过剩供给的收紧，煤炭及电解铝价格回升，公司业绩扭亏为盈，实现修复。2016-2017 年营收分别为 169/189 亿元，归母净利润为 3.4/3.7 亿元（2015 年亏损 16.7 亿元）。

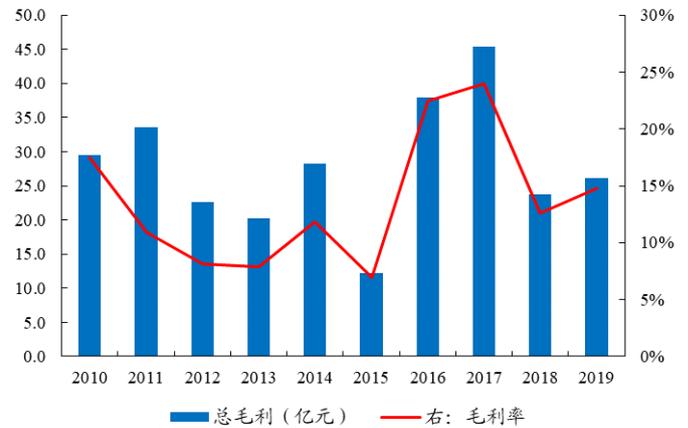
2019 年回收 32.5 亿元矿权转让款，大幅增厚业绩。2018 年受氧化铝等主要原辅材料价格同比大幅上涨、新疆地区对燃煤发电机组征收政府性基金和煤炭产品产销量同比减少的影响，公司归母净利润同比下降 35% 至 2.4 亿元（其中非经常性损益包含公司向云南神火转让本部及子公司电解铝产能指标所增加的资产处置收益 25.35 亿元），2018 年扣除非经常性损益后亏损 22.8 亿元，其中主要包含本部及子公司电解铝产能退出、煤炭产能退出等因素引起的资产减值损失 13.5 亿元。2019 年实现营收 176 亿元，同比下降 6.5%，但毛利率有所提升，毛利为 23.8 亿元，毛利率为 14.8%，同比+2.2pct；归母净利润 13.5 亿元，同比大增 463%，主要源于电解铝盈利空间改善，以及高家庄煤矿诉讼案和解回收矿权转让款确认大额的资产处置收益（共计 32.5 亿元），归母净利润同比增长 731%；扣非净利润为-15.7 亿元，主要原因是公司多家煤、铝子公司政策性或亏损停产，共计提 16.8 亿元资产减值损失（其中固定资产减值损失共 13.2 亿元）。

图6：公司总营收在 2016 年后有所改善

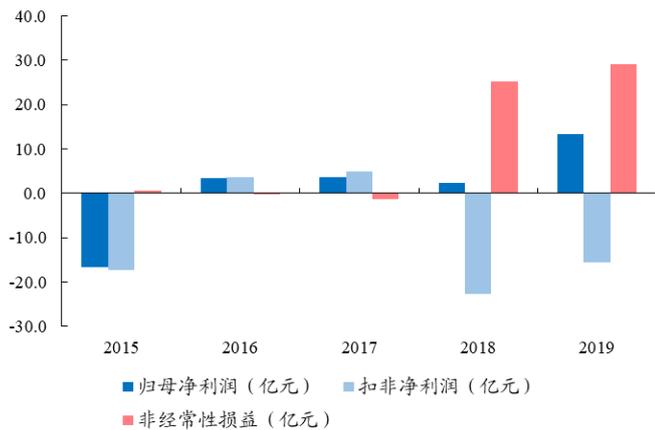


数据来源：Wind、开源证券研究所

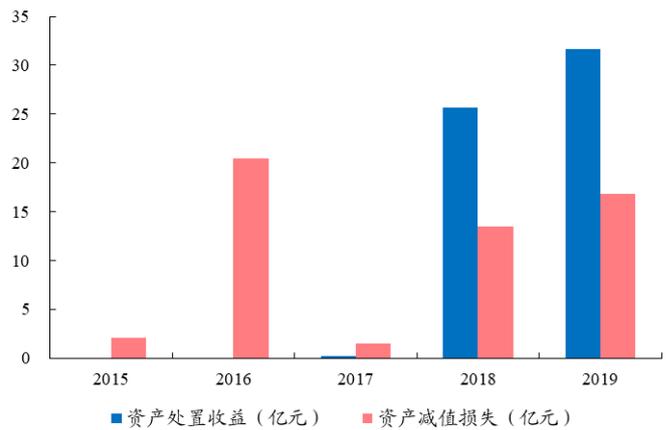
图7：2016/2017 毛利改善，2018/2019 回落但好于前期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2016年后归母净利润持续为正


数据来源: Wind、开源证券研究所

图9：2018-2019年计提资产处置收益及减值损失较大


数据来源: Wind、开源证券研究所

2020年上半年扣非净利润转亏为盈，盈利能力得到改善。2020年上半年，公司实现营业收入88.1亿元，同比减少5.9%；实现归母净利润2.13亿元，同比减少23.7%。主要源于2019年同期转让房地产业务所得投资收益增厚了利润。电解铝方面，受主要原材料氧化铝、阳极炭块价格下降，永城铝厂产能转移和汇源铝业关停同比减亏、融资成本下降和产品结构调整优化等因素影响，公司主营产品盈利能力大幅提升，毛利率同比提升1.54pct至17.4%。2020年上半年度实现扣非净利润1.42亿元，实现转亏为盈。

2、煤炭板块：主产无烟煤，落后产能出清轻装上阵

2.1、无烟煤资源丰富品质优越，紧邻华东、华中等缺煤地区

无烟煤储量丰富，品质优越。公司煤炭业务位于我国六大无烟煤生产基地之一的永城矿区，公司作为河南省重点煤企，主要布局在永城矿区、许昌及郑州矿区，均位于河南省内，保有储量18.6亿吨，可采储量9亿吨。矿区所产煤种主要为低硫、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。公司是国内冶金企业高炉喷吹煤的主要供应商之一，历年来公司“永城牌无烟煤”产销量占比约50%左右。

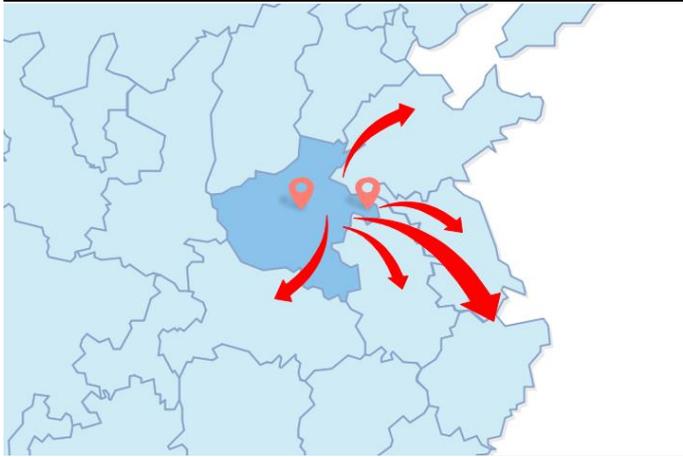
表1：公司所处矿区无烟煤储量丰富

矿区	主要煤种	保有储量(万吨)	可采储量(万吨)
永城矿区	无烟煤	26,752	10,235
许昌、郑州矿区	瘦煤、贫煤、无烟煤	159,043	79,312
合计		185,796	89,547

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

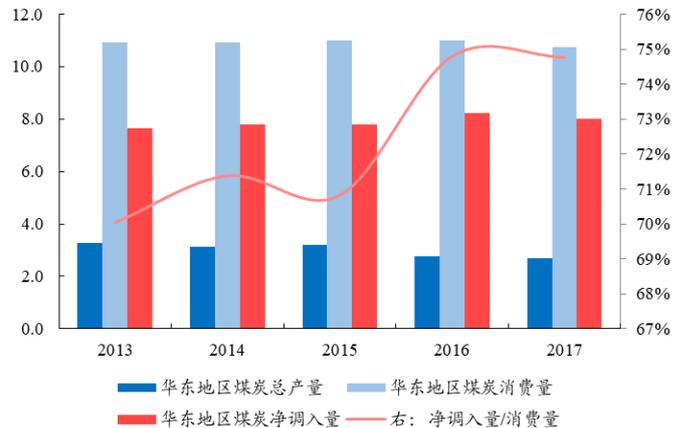
煤炭产品主要销往华东、华中等缺煤地区，市场需求较为强劲。公司位于地处苏、鲁、豫、皖四省交界的永城市，交通便捷，煤炭主要销往华东、华中地区。其中华东地区工业发达，但严重缺煤，属于煤炭净调入地区，2013-2017年净调入量占区域内煤炭总消费量比重持续攀升，2017年达到75%。

图10: 公司所处矿区对华东、华中地区形成辐射



资料来源: 开源证券研究所

图11: 华东为煤炭净调入地区，煤炭消费量大(亿吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、落后产能出清轻装上阵，产能扩容助力产销量反弹

落后产能陆续出清，未来产能退出空间有限。近年来公司煤炭产销量整体下降，主要是因为本部矿井短暂停产、各矿区落后产能退出，其中主要包括葛店煤矿（78万吨/年，2016年退出）、庇山煤矿（30万吨/年，2018年退出）、超化煤矿（30万吨/年，2018年退出）等。根据煤炭行业的去产能政策，将进一步对30万吨/年以下的煤矿进行分类地处置，加快退出低效的产能。尽管近年来公司产能退出较多，但2016-2018年退出产能逐年减少，2019年无退出产能，且其中主要为长期闲置产能。预计2020年内还将退出42万吨产能，分别是隆源煤矿（21万吨）、隆祥煤矿（21万吨），其中隆源矿已处于停产状态，隆祥矿产能利用率较低，对公司煤炭业务整体影响有限。除此之外，公司产能退出已基本结束。

在产产能生产稳定。截至2019年末，公司共有在产产能645万吨，权益产能607万吨。除公司实际控制的本部及子公司产能外，另有与郑州煤电联营的新郑煤电公司所属赵家寨煤矿（产能300万吨，公司持股39%）。2016-2018年期间，除退出产能以外，公司存在部分煤矿因安全事故或产能升级而短暂停产，导致公司煤炭产能生产稳定性不足，产能利用率受到影响。2019年以来，公司在政策性能出清、强化安全管理以及环保建设等方面的努力下，煤炭生产整体稳定：主力矿井保持了较好的安全生产局面，泉店煤矿继续保持了“国家一级标准化煤矿”荣誉称号，梁北煤矿、刘河煤矿顺利通过国家一级安全生产标准化验收；新庄煤矿、薛湖煤矿、刘河煤矿、泉店煤矿通过了河南省自然资源厅组织的实地核查，顺利录入国家级绿色矿山库名录。2019年煤炭产销量分别为551、569万吨，同比变化分别为-2%、4%，较2018年保持稳定。

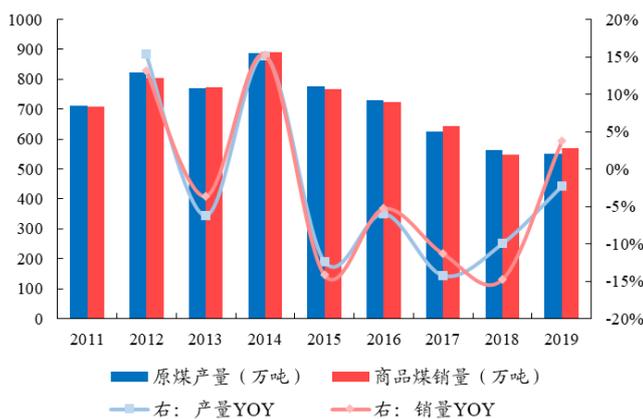
梁北矿技改扩容有望带动产销量增长。2018年5月，子公司许昌新龙矿业所属的梁北煤矿经国家能源局批准开展技术改造，预计产能由90万吨扩容至240万吨，

届时公司在产产能将核增至 795 万吨/年，权益产能增至 757 万吨/年。产能的增长或将带动产销量上涨，结束连年下跌趋势。

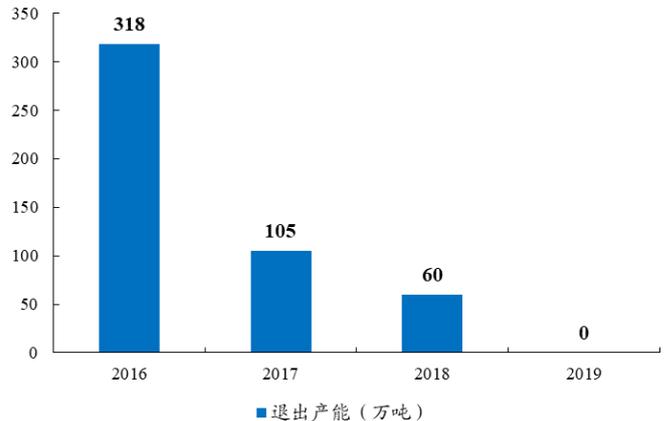
表2: 公司现有在产产能共计 645 万吨/年

序号	矿井	所属单位	地区	煤种	股比	核定产能	权益产能	状态
永城矿区								
1	新庄煤矿	公司本部	河南永城	无烟煤	100%	180	180	在产
2	刘河煤矿	公司本部	河南永城	无烟煤	100%	45	45	在产
3	薛湖煤矿	公司本部	河南永城	无烟煤	100%	120	120	在产
许昌矿区								
4	梁北煤矿	许昌新龙矿业	河南许昌	贫瘦煤	100%	90	90	技改中，预计 2021 年扩容至 240 万吨
5	泉店煤矿	河南神火兴隆矿业	河南许昌	贫瘦煤	82%	210	172	在产
6	隆源煤矿	禹州神火隆祥矿业	河南许昌	贫煤	70%	21	15	已停产，预计 2020 年内关停
7	隆祥煤矿	禹州神火隆源矿业	河南许昌	贫煤	85%	21	18	预计 2020 年内关停
郑州矿区								
8	大磨岭煤矿	新密市超化煤矿公司	河南郑州	贫瘦煤	70%	60	42	在建，预计 2020 年底投产
9	和成煤矿	新密市恒业有限公司	河南郑州	无烟煤	70%	45	32	在建
在产合计 (不含预计关停煤矿)					94%	645	607	
在建合计 (包含技改扩容)					88%	255	224	
总合计					92%	900	831	
联营煤矿								
10	赵家寨煤矿	新郑煤电	河南新郑		39%	300	117	在产

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12: 2019 年煤炭产销量结束下降趋势，同比稳定


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13: 公司 2016-2019 年年内退出产能逐年减少


数据来源：河南省人民政府、开源证券研究所

2.3、高家庄煤矿诉讼尘埃落定，转让款回收改善公司现金流

2012年6月，为了调整优化资产结构，盘活存量资产，购买及开发省内的优质煤炭资源，公司与潞安集团签订合同拟转让高家庄煤矿探矿权，出让价款为47亿元，分8期支付。由于潞安集团没有在约定的时间内支付转让价款，2015年2月公司向北京仲裁委员会提交仲裁书，此后与潞安集团开始了长达5年的仲裁案件审理。2017

年，由于审理结果未知且涉案金额大，公司暂不确认高家庄煤矿探矿权转让收入，并将已确认的探矿权转让收入17.4亿元转回，2016年归母净利润因此减少6.97亿元。

2019年8月，公司与潞安集团达成和解，顺利回收潞安集团24.6亿元的转让价款（潞安集团支付转让剩余价款29.6亿元，公司给予潞安集团5亿元补偿），同时公司放弃缴纳滞纳金、相关违约金以及资金占用利息等相关主张，已经在9月15日之前履行。2019年报中就此次回收转让款，公司共确认资产处置收益32.5亿元。由于公司当前处于业务结构调整、转型发展的关键时期，资本支出水平较高，大额的转让款进账为公司提供了资金支持，有助于改善公司现金流状况。

表3: 在公司申请仲裁之前，47亿元转让价款中潞安集团仅支付17.4亿元

时间	支付价款(亿元)	状态
2012年7月9日前	9.4	已支付
2012年12月31日前	12.6	已支付8亿元, 逾期4.6亿元
2013年6月30日前	8.0	逾期
2013年12月31日前	7.0	逾期
2014年6月30日前	3.2	逾期
2014年12月31日前	3.2	逾期
2015年6月30日前	1.7	逾期
2015年12月31日前	1.7	逾期
总计	47.0	-

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表4: 仲裁案历经5年，于2019年8月达成和解并于9月履行

时间	仲裁案过程
2015年2月10日	公司向北京仲裁委员会提交以潞安集团为被申请人的仲裁书，涉案总金额50.05亿元，包括转让价款26.10亿元，滞纳金23.95亿元。2月12日，北京仲裁委员会决定受理该事项。
2016年3月8日	公司收到北京仲裁委员会的裁决书，要求潞安矿业在本裁决书送达之日七日内支付35.27亿元，包括未支付的转让价款24.20亿元、截至到2015年2月10日的滞纳金10.95亿元、仲裁费0.12亿元。
2016年3月17日	由于潞安矿业未在裁决书确定的履行期限内主动履行付款业务，公司依法向上海市第二中级人民法院提出申请执行，向被执行人发出执行通知，责令支付35.27亿元及迟延履行期间的利息，并承担执行费0.036亿元。
2016年3月31日	北京三中院收到潞安矿业提交的《撤销仲裁裁决申请书》，并于5月4日开庭受理，但案件审理时间超过法律规定的两个月审理期限，截止2017年1月尚未开庭审理。
2016年9月26日	潞安矿业向公司发出解除《转让合同》的函。公司于2016年12月20日向北仲提起了以潞安集团为被申请人的仲裁反请求，以明确双方的具体责任，维护公司的合法权益。
2018年1月4日	公司于2018年1月4日向北仲提交了以潞安集团为被申请人的仲裁申请书，北仲于2018年1月17日决定受理。
2019年8月26日	与潞安集团签订和解协议，潞安集团向公司支付转让剩余价款29.60亿元，同时公司给予潞安集团5亿元补偿，扣减后应付金额为24.60亿元，要求在9月15日履行完毕，公司10月8日发布履行完毕的公告。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3、电解铝：专注低成本布局，云南水电铝助力产能翻倍

3.1、铝业务全产业链布局，当前关键调整期致力优化产能

公司电解铝产品质量优良，下游需求广泛。公司电解铝产品纯度达到 99.7% 以上，2003 年“如固”牌铝锭在伦敦金属交易所注册成功。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。公司生产的电解铝大部分用于外销，主要用于建筑、电力、交通运输行业，少部分用于生产深加工产品铸轧卷和冷轧卷，主要用于建材、包装、家电和印刷等行业。

涉足铝业以来发展迅猛，电解铝产业链全布局。2006 年公司通过收购沁澳铝业 14 万吨产能开始快速扩展电解铝产业链，2007-2010 年间先后收购河南神火铝业、新疆神火煤电，扩大电解铝产能规模。另一方面，公司也沿着电解铝产业链向上下游拓展，包括上游原材料氧化铝、碳素等，以及下游铝深加工：2007-2008 年先后设立商丘阳光铝材、河南神火铝材等布局铝加工，2009 年收购汇源铝业、神火新材料等布局氧化铝、氢氧化铝生产。从而实现了“原材料生产（氧化铝、阳极炭块）→电解铝→铝加工（铝材、铝箔）”电解铝全产业链布局。

2019 年公司电解铝业务进入大规模调整期，本部电解铝产能全部退出，“去旧迎新”优化产能布局。由于公司发展电解铝业务较早，本部部分产能布局存在较不合理的情况，未能达到最优化，如本部永城铝厂在布局上远离氧化铝产区，且无配套的自备机组供电，鉴于网电价格高企，该厂一直亏损严重，处于关停状态。在供给侧结构性改革和环保政策影响下，国内电解铝企业经营环境得以改善，但公司河南本部的电解铝生产线仍然亏损严重，截至 2019 年大多处于关停状态。在电解铝产业供给侧改革政策推动下，公司于 2017 年开始规划转让本部产能，优化产业布局。2019 年以来公司进入大规模调整期：公司本部（产能 52 万吨）、沁澳铝业（产能 14 万吨）产能退出并用于异地置换云南神火电解铝产能；汇源铝业 80 万吨氧化铝生产线关停，并开展破产重整；公司从集团处受让上海铝箔和神隆宝鼎新材料，向下游拓展铝箔生产线；2020 年 8 月，公司拟参股广西龙州新翔铝业，以谋求云南项目的氧化铝原材料稳定供应。

截至 2020 年 6 月，公司铝业务各环节产能情况：公司本部及全资子公司新疆炭素主要生产阳极炭块（产能 40 万吨/年）；全资子公司新疆煤电主要生产电解铝（产能 80 万吨/年）；子公司阳光铝材主要生产冷轧卷和铸轧卷（产能 10 万吨/年）；上海铝箔生产二零铝箔等铝加工品（产能 2.5 万吨/年）。另外云南神火 90 万吨电解铝产能及神隆宝鼎 10.5 万吨铝箔产能目前处于建设阶段。

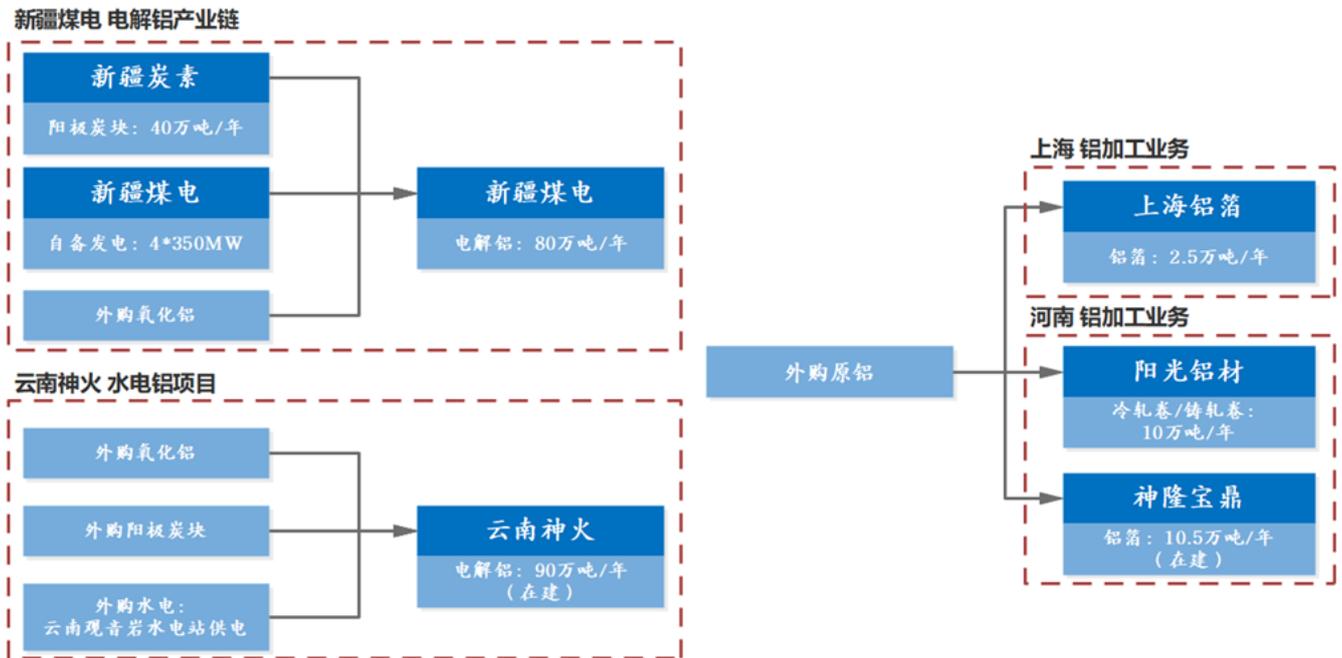
表5：截至 2020 年 6 月，公司铝业务各环节产能情况（万吨/年）

生产环节	经营主体	所在地	持股比例	核定产能	权益产能	状态
氧化铝生产	汇源铝业	河南鲁山	74%	80	59	停产，拟实施破产重整
阳极炭块	新疆炭素	新疆昌吉	100%	40	40	在产
电解铝	公司本部	河南永城	100%	52	52	停产，产能用于置换
	沁澳铝业	河南沁阳	70%	14	10	停产，产能用于置换
	新疆煤电	新疆昌吉	100%	80	80	在产
	云南神火	云南文山	32%	90	29	在建，一期 45 万吨已于 2020 年 8 月投产，二期 45 万吨预计于 2021 年 3 月投产
铝材	商丘阳光铝材	河南商丘	100%	10	10	在产

生产环节	经营主体	所在地	持股比例	核定产能	权益产能	状态
铝箔	上海铝箔	上海	75%	2.5	1.9	在产
	神隆宝鼎	河南山丘	57%	10.5	6.0	在建

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图14：截至 2020 年 6 月公司铝业务各环节产业布局情况



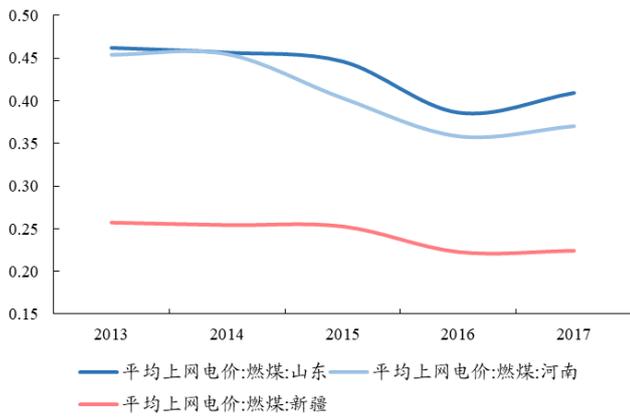
资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、新疆煤电：电力&炭块完全自给，吨铝成本领先行业

电力&阳极炭块完全自给。根据企业年报，2019 年新疆煤电自备 4*350MW 火电机组共计发电 106 亿度，新疆炭素的阳极炭块销量共计 45.3 万吨，电解铝销量共计 79.7 万吨。以 13700 度/吨的吨铝单耗及 0.5 吨的阳极炭块单耗进行估算，公司电解铝生产共需约 109 亿度电及 40 万吨阳极炭块，即新疆煤电的电力和阳极炭块自给率已基本达 100%，实现完全自给。由于新疆铝土矿资源匮乏，不宜发展氧化铝产业，因此新疆煤电的氧化铝原材料均依靠外购，主要来自于山西、河南等中部主产地。

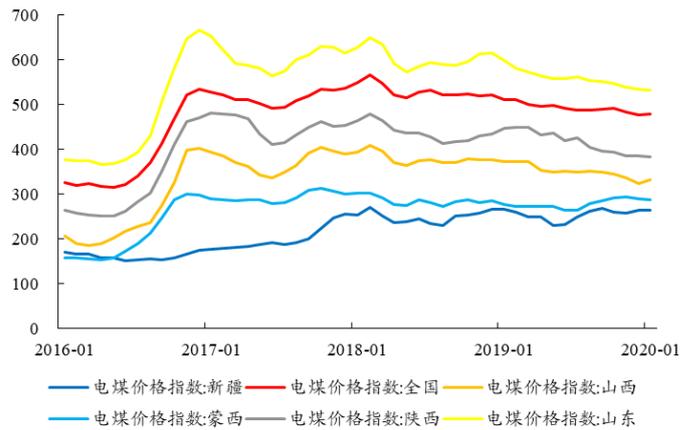
低电力成本优势凸显，吨煤成本领先行业。新疆电价明显低于全国其他地区水平，平均上网电价仅 0.25 元/度左右，对于高耗电的工业企业而言可具备显著的电力成本优势。低电价的主要原因在于新疆动力煤价格低廉，十分有利于新疆煤电通过自供电实现成本控制，经估算，2019 年新疆煤电自备电厂度电成本仅约 0.14 元/度，明显低于河南、山东等内地电解铝主产地 0.5-0.6 元/度的用电成本。由于电解铝生产成本中 40%-45% 为电力成本，因此新疆煤电的低电力成本优势体现在吨铝成本上。由于 2019 年公司全部 88 万吨电解铝销量中新疆煤电贡献了 80 万吨（占比达 91%），因此通过对公司整体电解铝进行成本分析即可体现出新疆业务的低成本优势。我们选取主要电解铝上市公司（中国铝业、云铝股份、焦作万方）作为可比公司，比较发现公司吨铝成本明显低于可比公司，处于行业领先水平，在公司吨铝价格较低的情况下仍然实现吨铝毛利以及电解铝毛利率领先可比公司。由此可见新疆煤电的吨煤成本优势。

图15: 新疆电价显著低于其他主要电解铝产区(元/度)



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图16: 新疆动力煤价格明显低于全国水平(元/吨)



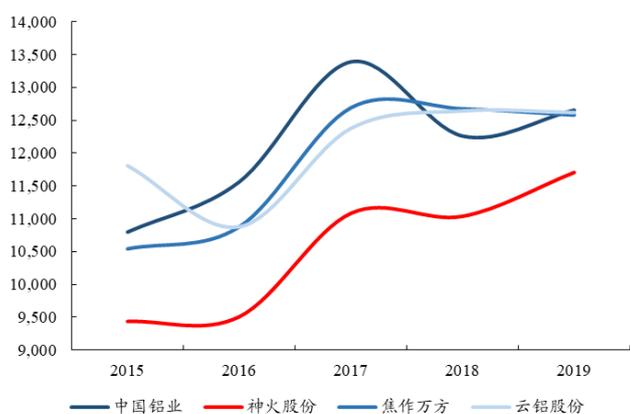
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

表6: 经估算, 新疆煤电电解铝的度电成本仅约 0.14 元/度

新疆煤电度电成本测算	
2019 年电解铝业务总电力成本(亿元)	21.4
吨铝电耗(千瓦时/吨, 假设值)	13700
公司本部电解铝业务	
销量(万吨)	8.8
耗电量(亿度)	12.1
度电成本(元/度, 假设值)	0.55
电力成本(亿元)	6.6
新疆煤电业务	
销量(万吨)	79.7
耗电量(亿度)	109
电力成本(亿元)	14.8
度电成本(元/度)	0.14

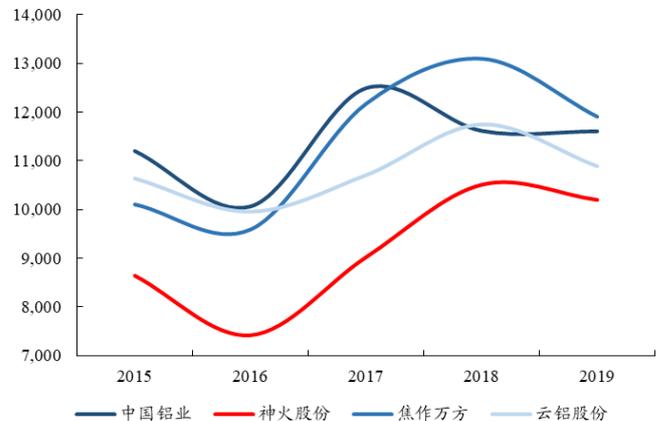
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图17: 公司吨铝价格低于可比公司(元/吨)

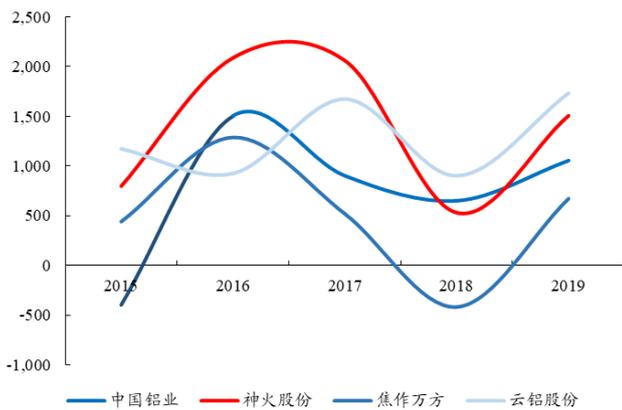


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

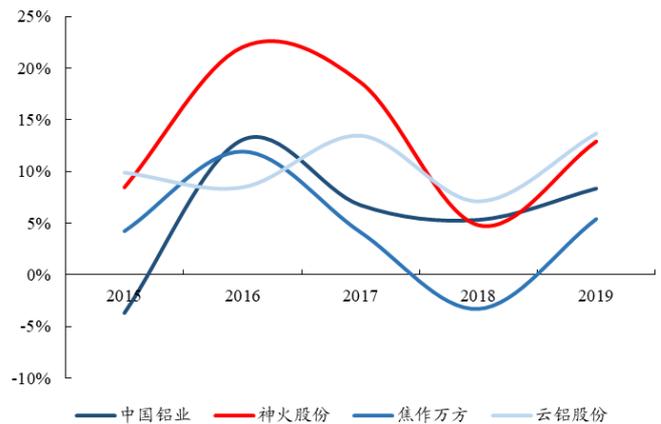
图18: 公司吨铝成本明显低于可比公司(元/吨)



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图19: 公司吨铝毛利在可比公司中位于前列 (元/吨)


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图20: 公司电解铝业务毛利率在可比公司中位于前列


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

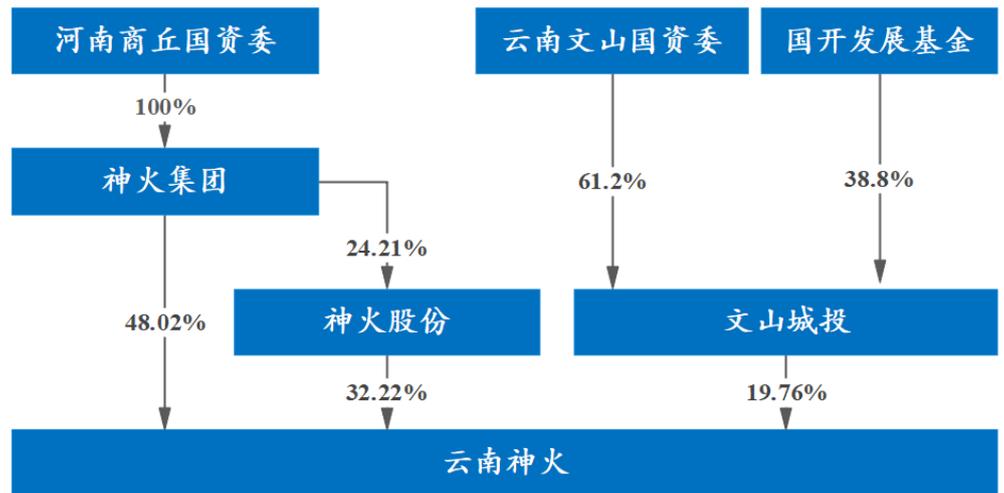
3.3、云南神火: 水电铝低成本优势尽显, 产能翻倍再造神火

3.3.1、本部产能异地置换, 项目贡献年投资收益 2.93 亿元/年

本部产能全部置换, 联合神火集团投建云南神火水电铝项目。2018年, 公司与神火集团、文山城投共同投资建设“云南绿色水电铝材一体化项目”, 在云南省文山州富宁县出资设立云南神火铝业有限公司(以下简称“云南神火”), 目前由神火集团控股, 其持股比例为48%, 公司参股32.22%。初期以建设绿色水电铝项目为主(产能共计90万吨/年, 分为一期45万吨/年+二期45万吨/年), 后续根据运营实际, 结合政府产业政策、资源要素保障和市场条件, 配套建设上下游项目。该项目体现了公司积极灵活的产能调整战略: 抓住行业政策调整的有利时机, 调整、优化资产结构, 盘活存量资产, 及时把闲置的电解铝产能置换到成本优势地区, 从而实现企业的持续健康发展。公司通过将本部52万吨+沁澳铝业14万吨电解铝产能异地置换至云南项目, 形成实际出资16.3亿元。

云南项目预计为公司贡献投资收益2.93亿元/年。根据项目可研报告, 在项目全部投产后, 按产品售价14,500元/吨(含税)测算, 可实现营业收入112.42亿元/年, 净利润9.09亿元/年。以32.22%权益占比测算, 云南项目预计为公司贡献投资收益为2.93亿元/年。根据公司规划, 云南项目一期45万吨产能于2020年8月投产, 二期45万吨产能预计于2021年3月投产, 据此测算, 云南项目预计2020/2021年为公司增厚利润0.5/2.2亿元。

增资+集团承诺, 云南神火并表可期。2020年7月, 公司发布公告, 拟通过现金支付的方式对云南神火进行增资, 预计增资完成后, 公司将成为云南神火控股股东, 并将云南神火纳入合并报表范围。本次增资将构成重大资产重组。同时, 为解决同业竞争问题, 神火集团承诺在云南神火项目建成投产后24个月内转让其持有的云南神火部分或全部股权, 公司有望进一步从集团处扩大对云南神火股权持有份额, 进一步增厚利润。

图21: 公司与神火集团、文山城投共同出资设立云南神火, 公司参股 32.22%


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

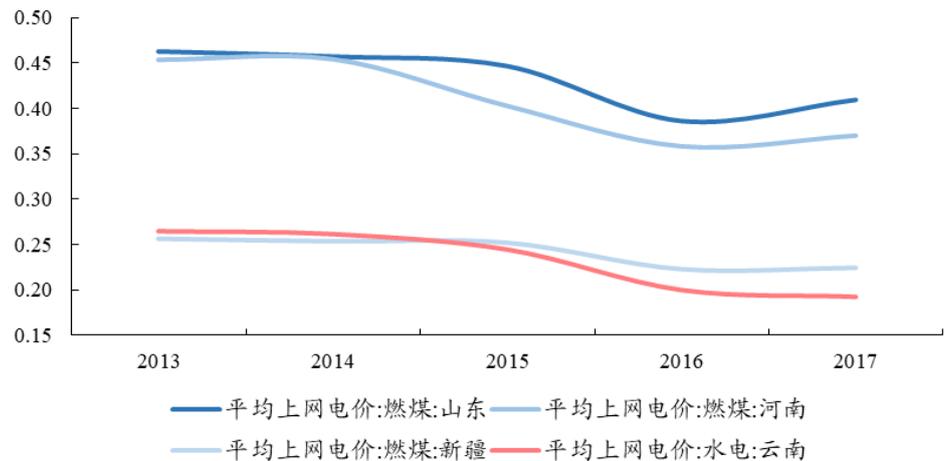
表7: 云南水电铝项目主要经济技术指标详情

经济技术指标	单位	指标数据
电解铝产能	万吨	90(45*2)
电流效率	%	94%
槽平均电压	V	3.92
系列直流电	kA	500
单槽日产原铝量	kg/台·日	3784.4
单槽年产原铝量	t/台·年	1381.3
系列安装槽数	台	330/328
电解槽内衬寿命	天	2300
氧化铝单耗	t/t	1.911
氟化铝单耗	t/t	0.012
阳极炭块毛耗	t/t	0.47
阳极炭块净耗	t/t	0.405
直流电耗	kWh/t	12430

资料来源: 富宁县政府项目环评报告、开源证券研究所

3.3.2、依靠云南低价水电, 打造显著低成本优势

云南省水电资源丰富但存在“弃水困境”, 水电低价优势明显, 政策支持建设绿色水电铝项目。云南现有电力总装机能力近 9000 万千瓦, 93% 为水电, 而且还有两个单体千万装机的水电机组近两年要投运。由于当地电力需求不足, 机组发电负荷不能得到有效利用, 电力供应能力远远大于省内需求, 2016 年弃水电量达历史最高值 315 亿千瓦时。因此, 与其他主产地火电价格相比, 云南水电低价优势十分明显。为解决大规模弃水问题, 云南省在积极培育省内用电市场的同时, 也大力引进工业企业, 推动建设水电铝材、水电铝硅等高用电需求的产业, 以消纳过剩电力。因此, 云南神火绿色水电铝材一体化项目得到了积极的政策支持。

图22: 云南水电价格明显低于其他电解铝主产地火电价格(元/千瓦时)


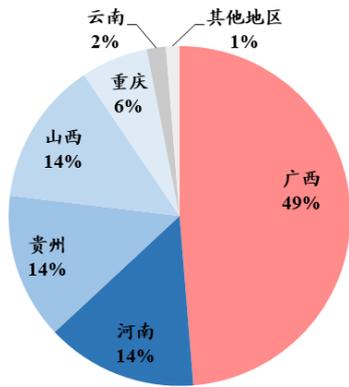
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

政策支持提供电价优惠。云南省发改委承诺将协调云南电网公司、相关发电企业确保为云南神火水电铝项目提供优惠电价。在项目建设及投产的5年内,电价(含上网电价和过网费,下同)不高于0.25元/千瓦时,6-10年依次递增0.012元/千瓦时,第十年到0.30元/千瓦时封顶。铝加工项目用电电价不超过0.20元/千瓦时。同时,文山城投承诺:“如出现用电价格违约,项目公司运营期间相关部门直接或变相提高了工业项目用电价格的,则文山城投应当向项目公司补偿成本提高的差价”(引自公司公告),对水电铝项目的用电低成本提供了进一步保障。以12430千瓦时/吨的直流电耗测算,项目在投产后5年内,吨铝耗电成本或将不高于3100元/吨。

3.3.3、临近原料产地与下游市场,布局云南凸显区位优势

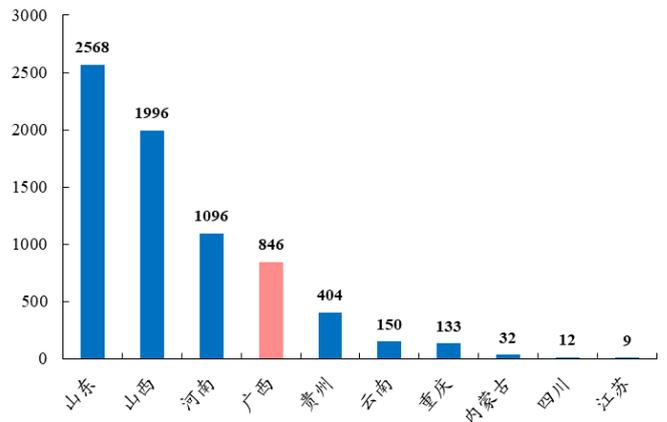
区位优势一: 临近原材料氧化铝主产地—广西。广西铝土矿资源储备极为丰富,根据国家统计局数据,2016年全国铝土矿储量为10.1亿吨,其中48.7%分布在广西,位列全国铝土矿储量第一。依赖丰富的铝土矿资源,广西也发展成为重要的氧化铝生产基地,2019年广西氧化铝产量为846万吨,仅次于山东、山西、河南三省。具体来看,广西省内铝土矿资源及氧化铝产能主要集中在百色地区,围绕百色市的平果、靖西、德保、田东等地区铝土矿资源,广西已建成中铝广西、广西华银、广西信发和田东锦鑫四大氧化铝生产基地。公司云南项目选址文山州富宁县,距离百色仅100公里距离,为原材料采购提供了极大的便利,可大幅节省运输成本。2020年8月,公司发布公告拟对广西龙州新翔铝业进行参股,龙舟铝业目前有100万吨氧化铝在建产能,预计将于2020年12月投产。此次参股体现了公司在云南项目上向上游产业拓展的战略规划,将为云南神火项目稳定氧化铝原材料供应,有助于成本控制。

图23: 全国 10 亿吨铝土矿储量中, 广西占据 49%



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图24: 2019 年广西氧化铝产量位列全国第四 (万吨)



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

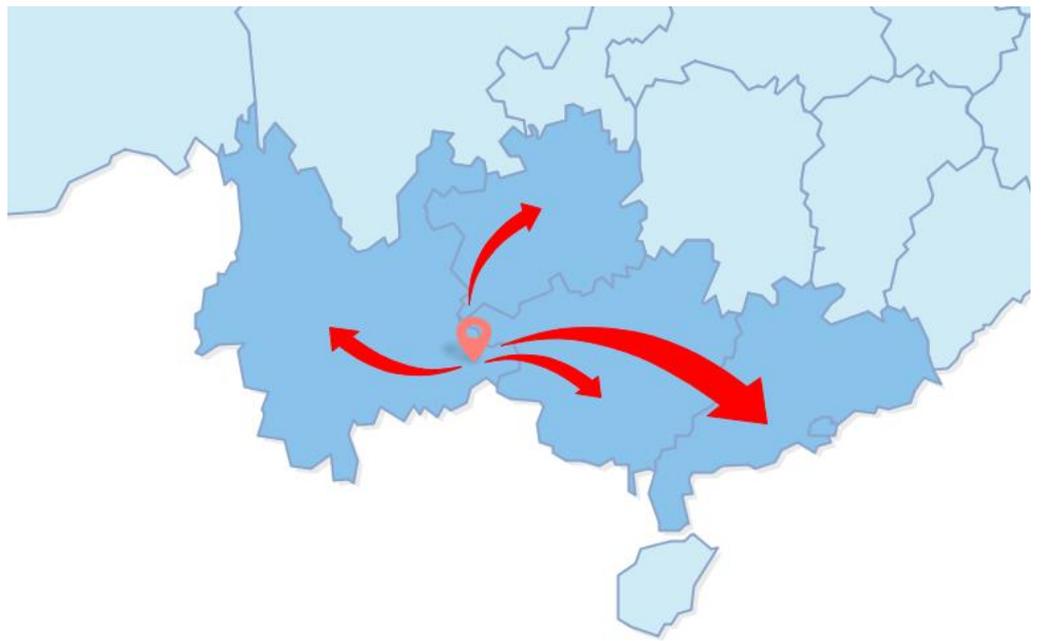
图25: 云南项目选址文山富宁县临近氧化铝主产地百色



资料来源: 公司公告

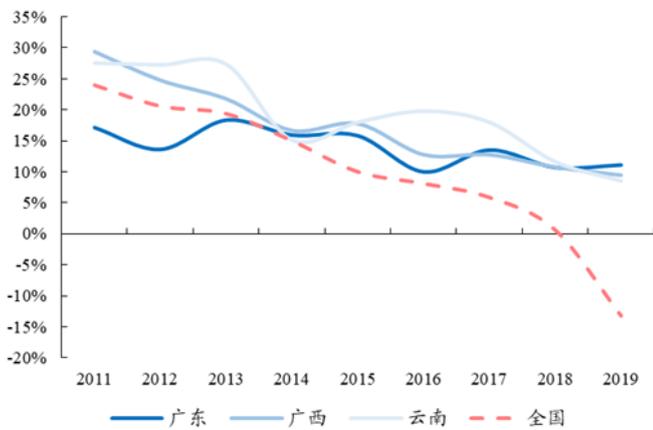
区位优势二: 靠近铝及铝产品主要消费市场—华南市场。从固定资产投资角度来看, 云南神火项目所辐射的广东、广西及云南省的城镇固定资产投资增速在近年内均优于全国水平, 2019 年同比增速分别为 11.1%、9.5%、8.5%, 城镇化建设力度较大, 对铝及铝材需求旺盛。其中广东省是主要的铝材产能集中地区, 2019 年广东铝材产量达到 470 万吨, 占全国产量比重达 9%, 仅次于山东、河南。同时粤港澳大湾区建设也对区域内铝及铝材需求提供了强劲支撑。华南地区除珠三角等华南市场外, 借助区位优势, 公司有望在未来进一步拓展至东南亚市场。由于云南项目采用水电生产, 在进口标准中属于绿色产品, 因此在出口门槛方面要明显低于火电铝, 有助于拓展海外市场。

图26: 云南神火项目对华南地区各主要消费地区形成辐射



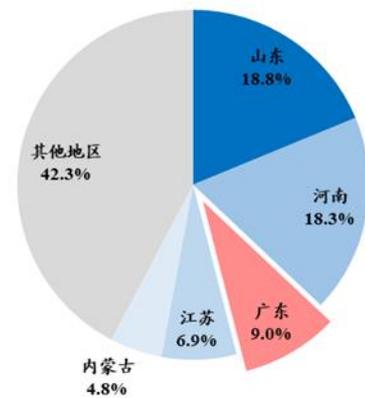
资料来源: 开源证券研究所

图27: 华南地区各省城镇固定资产投资增速高于全国



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图28: 2019年广东铝材产量占全国产量9%，位列第三

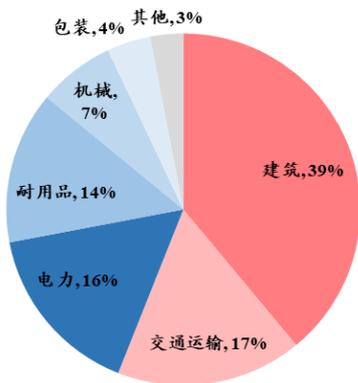


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

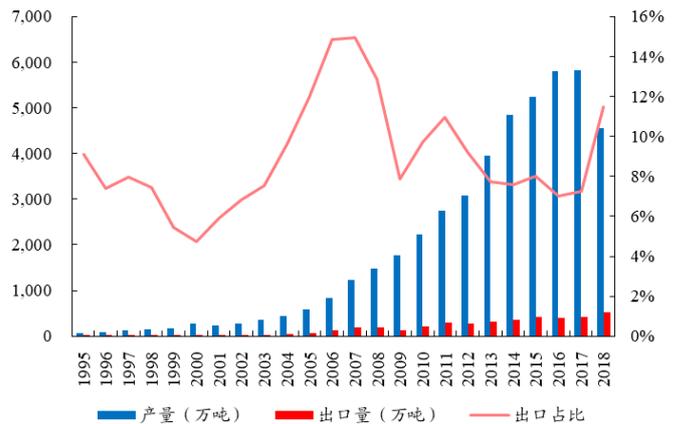
3.4、电解铝行业: 政策支持需求平稳发力, 供改深化优化产能结构

3.4.1、需求: 政策刺激内需稳增长, 基建发力、地产韧性犹存支撑需求

我国电解铝下游需求主要是基建、房地产、交通运输等。铝材物理化学性能优良, 下游应用十分广泛。从电解铝的终端消费结构来看, 主要用于建筑(39%)、交通运输(17%)等行业, 其次是电力、耐用品、机械、包装等行业。而近年来中国产出的铝材出口比例大约在10%, 因此研究铝材下游的消费需求, 需要主要关注国内的建筑、交通运输等行业。

图29: 我国电解铝需求结构中建筑、交通运输占比最大


数据来源: Wind、开源证券研究所

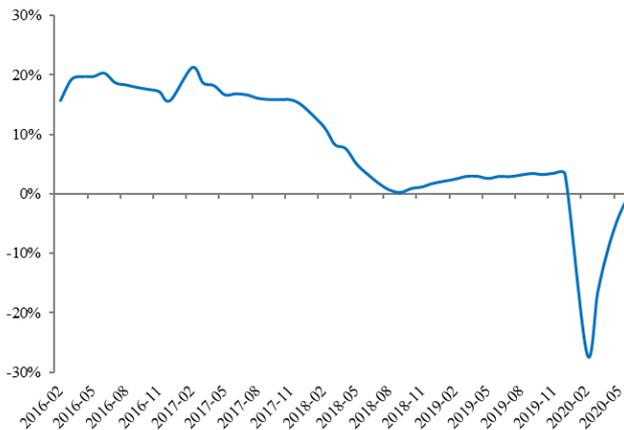
图30: 我国铝材出口占比在10%左右


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

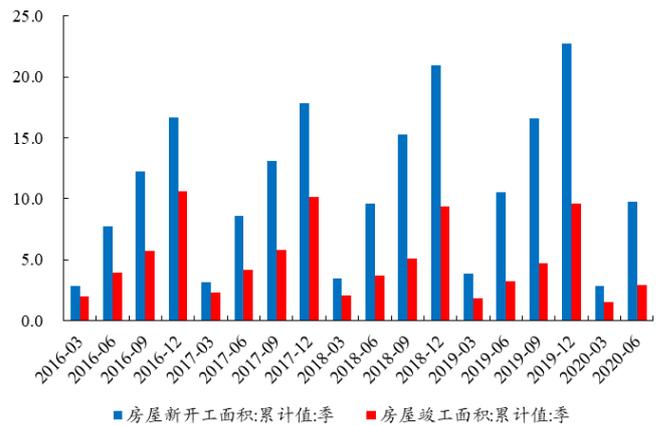
需求端—基建: 在国内经济增速放缓叠加疫情冲击的背景下, 政府通过提前下发专项债额度、下达政府债务限额、下调资本金比例等方式加强基础设施建设, 用以稳定经济的增长。2013年以来, 由于经济增速放缓, 基建投资增速缓慢下降。2018年初, 基建表现较差, 呈断崖式下跌, 已经处在底部区域。2018年10月, 国务院印发了《关于保持基础设施建设领域补短板力度的指导意见》, 基建投资增速从低位开始小幅地回升。2019年12月, 政治局会议要求加强基础设施建设, 提前下发专项债额度和下调部分基建项目资本金的比例。2020年二季度在疫情得到控制后, 政策多次强调加大基建投资力度以盘活内需, “两新一重”建设等政策相继出台, 基建固定资产投资同比增速在经历短暂的负增长后于2020年5月重回正值。看好后期基建发力所带来的需求增长。

需求端—房地产: 在疫情冲击下, 房地产销售、土地交易等数据下滑严重, 随着疫情好转, 需求将快速释放, 同时就房地产竣工而言, 一季度竣工面积占比长期低于20%, 预期对房地产的影响较为有限。2017年4月以来, 房地产新开工、施工面积与房地产竣工面积增速出现背离, 主要原因在于房地产企业的高周转现象, 房地产企业通过赶开工、赶预售、赶回款进行高周转, 提高资金效率, 但是适当地将已经预售的项目施工进度放缓, 用以减缓资金的压力。2019年开始, 房地产竣工面积增速大幅提升, 结束接近2年的同比增速为负的情况。2020年一季度受疫情影响, 房地产、土地的销售交易同比增速下滑严重, 多个地区出台了相关的支持政策, 例如延迟土地出让金的缴纳、浙江省放松了预售资金的使用限制、江苏省无锡对预售条件有所放松, 各地的房地产政策有望边际放松。

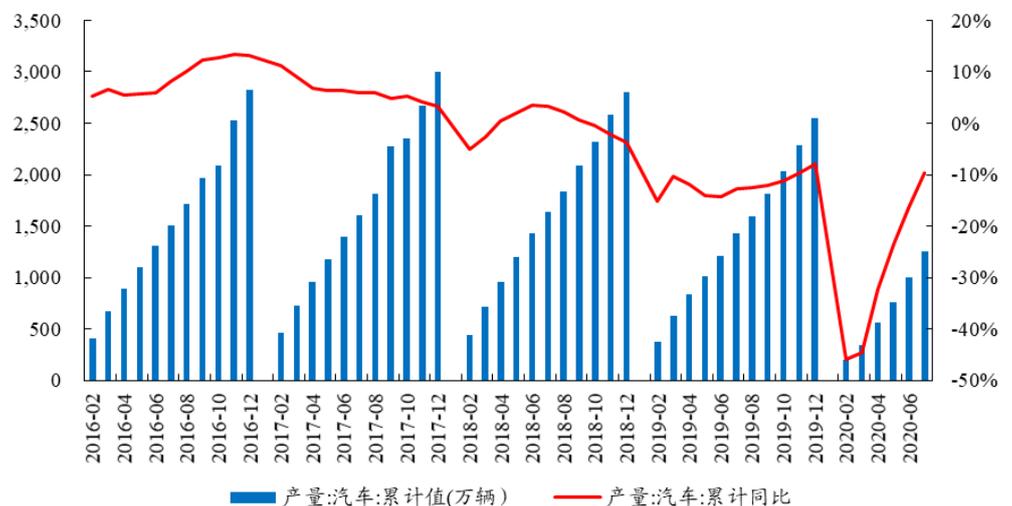
需求端—交通: 疫情冲击下, 国家实行一系列的稳增长的措施, 预计汽车产销量呈现出先低后高的状态。受国内经济增速放缓、中美贸易摩擦等宏观因素的影响以及2018年7月国务院印发关于《答应蓝天保卫战三年行动计划》的通知, 要求开始污染排放从国五到国六标准进行切换, 2018、2019年汽车产量同比增速为负, 但2019年同比降幅出现收窄。疫情期间, 汽车产销量出现不同程度的下滑, 短期内汽车的需求受到抑制, 参照2003年非典时期, 预计购车需求在疫情控制后将会快速地复苏。中汽协递交了报告呼吁阶段性政策支持, 中央和地方出台相应的政策支持, 在一系列稳增长的措施下, 预计汽车产销量呈现出先低后高的态势, 或将对需求有所支撑。

图31: 基建固定资产投资增速于2020年5月恢复正值


数据来源: Wind、开源证券研究所

图32: 我国房屋新开工及竣工面积稳定增长(亿平方米)


数据来源: Wind、开源证券研究所

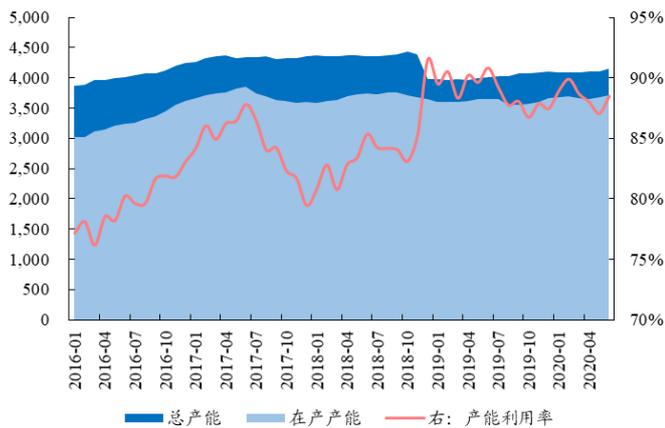
图33: 2019年汽车产量累计同比降幅有所收窄, 2020年二季度以来环比持续改善


数据来源: Wind、开源证券研究所

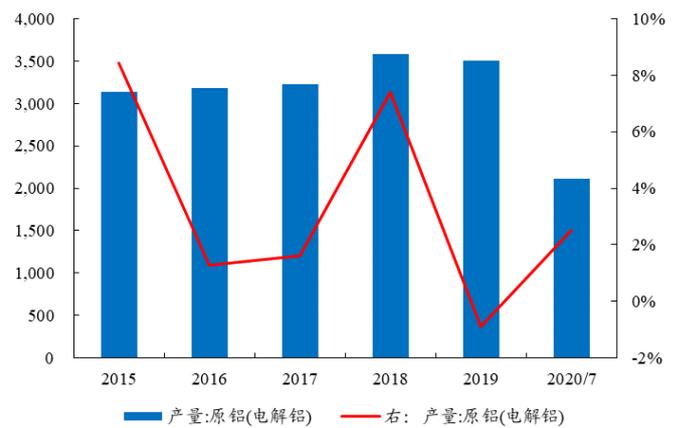
随着经济加速回暖, 工业企业复工复产, 生产经营回归正轨, 在经济刺激政策支持下, 基建将持续发力稳定经济增长, 房地产韧性犹存, 汽车、电子等制造业企业在内需带动下也将有望实现边际改善。整体来看, 电解铝产业在下游需求端有望获得稳定支撑。

3.4.2、供给: 供改持续深化收紧供给, 2019年首次出现负增长

供给侧改革逐渐深化, 产量首次出现负增长。电解铝行业是我国六大过剩产能行业之一, 2015年之前电解铝产能扩张迅速, 处于粗放式发展阶段, 电解铝产量的增速长期在10%以上, 但产能利用率较低, 2012-2016年平均产能利用率为76%。由于电解铝行业产能过剩, 且属于高耗能污染性行业, 2017年4月, 四部委联合发布《清理整顿电解铝行业违法违规项目行动工作方案的通知》开始实行供给侧改革, 正式拉开清理整顿违规、落后产能的序幕。2019年总产能较2018年初减少271.30万吨, 且产量增速下滑较为严重, 产量同比增速为-0.90%, 多年来首次呈现负增长。

图34: 2019年电解铝产能利用率提升至90%左右


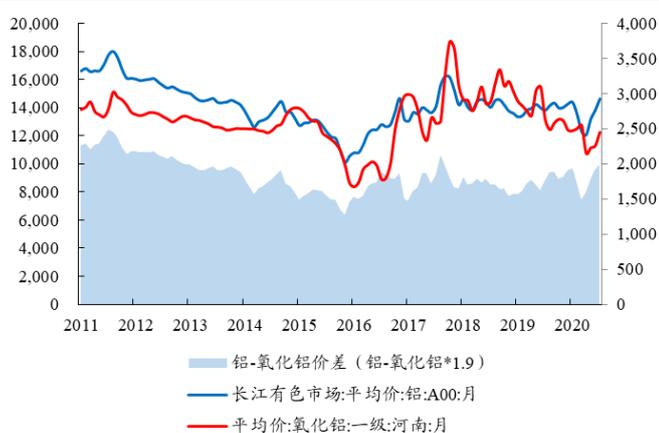
数据来源: Wind、开源证券研究所

图35: 2019年电解铝产量首次出现负增长(万吨)


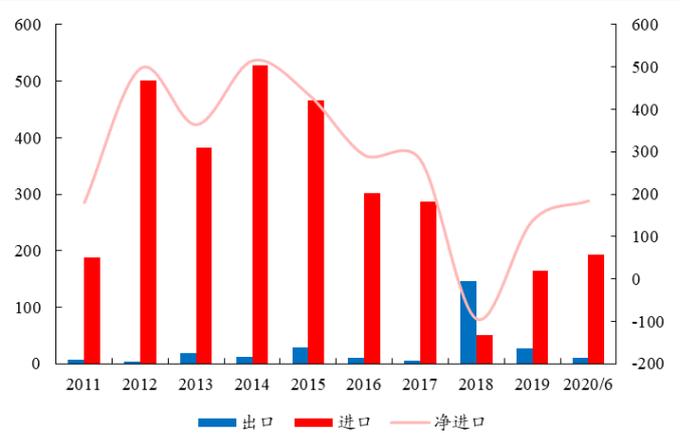
数据来源: Wind、开源证券研究所

3.4.3、氧化铝成本: 短期价格上涨, 但长期缺乏上涨支撑

从电解铝成本端来看, 短期氧化铝从价格上涨, 成本端承压, 但疫情好转后, 氧化铝价格缺乏上涨支撑。2019年以来, 氧化铝价格在年初趋势性下跌, 5月山西赤泥库产能停产使得氧化铝阶段性短缺, 价格上涨; 但由于电解铝产量提升缓慢, 对氧化铝的需求处在低位, 导致氧化铝处在有价无市的尴尬境地, 同时5月海外巴西海德氧化铝厂产能恢复, 压制氧化铝价格, 随着国内新建产能的投放, 后续价格快速走弱。2020年1月份, 由于北方高成本地区的氧化铝厂亏损, 减产的企业并没有复产, 因此氧化铝产量下降。2月份, 疫情导致汽车运输受到管控, 运费大涨, 因此氧化铝厂现货堆积, 不少企业有减产计划。在运输成本上涨叠加产量下降因素, 短期内氧化铝价格上涨。根据有色金属网的测算, 2018年中国氧化铝新增及复产总量为720万吨, 2019-2020年新增及复产产能3180万吨, 其中2019年为1200万吨, 2020年国内、国外氧化铝仍有大量新投产能预期。尽管疫情扰乱投产节奏, 但疫情好转后, 氧化铝厂大概率加快产能投放。具有高生产弹性的氧化铝厂能迅速复产, 叠加海外进口窗口的持续打开, 将从供应环节限制氧化铝价格的上行空间, 后续上涨动力有限。

图36: 2020年氧化铝价格短期上涨(元/吨)


数据来源: Wind、开源证券研究所

图37: 2019年来氧化铝进口量明显增加(万吨)


数据来源: Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

4.1、关键假设

煤炭业务：

产销量：梁北矿预计 2021 年完成技改扩容，产能增加至 240 万吨/年，对公司煤炭产销量增长有所贡献，因此我们预计 2020-2022 年，煤炭产量分别为 560、700、760 万吨，由于公司产销量基本保持 100% 水平，我们预计销量与产量保持一致。

吨煤价格：2020 年上半年煤价的下跌对公司吨煤价格影响，但就市场来看，下半年以来煤价有所回升且趋于稳定，因此我们预计 2020-2022 年吨煤价格（不含税）为 730、750、745 元/吨。

吨煤成本：2020 年上半年公司吨煤成本 512 元/吨，生产成本控制成效显著，我们预计随着后续产量增长，公司降本力度可得以延续，2020-2022 年吨煤成本分别为 510、500、495 元/吨。

铝业务：

产销量：由于公司河南本部电解铝产能已全部退出，且云南神火尚未并表，因此公司 2020 年主要电解铝产量均来自于新疆煤电。由于公司已发布公告拟对云南神火增资控股，我们假设 2021 年初可完成并表，2021-2022 年云南神火水电铝产量或将在报表中体现。因此我们预计 2020-2022 年产销量为 80、159、170 万吨。

吨铝价格：2020 上半年在疫情冲击下铝价下跌明显，对年内吨铝价格有所影响，但 7 月以来已逐步平稳回升，在供需基本面向好的预期下或将呈平稳运行。我们预计 2020-2022 年公司吨铝价格分别为 11000、11800、12000 元/吨。

吨铝成本：随着公司河南本部高成本电解铝产能完全退出，2020 年上半年公司吨铝成本明显下降致 9107 元/吨，新疆煤电的低成本优势凸显。2021 年在云南神火完成并表假设下，由于云南项目吨铝成本高于新疆煤电，综合吨铝成本或将有所增加。因此，我们预计 2020-2022 年吨铝成本均为 9200、10200、10250 元/吨。

表8：公司各业务关键假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
煤炭业务					
产量（万吨）	564	551	560	700	760
销量（万吨）	548	569	560	700	760
产销率	97%	103%	100%	100%	100%
吨煤价格（元/吨）	729	752	730	750	745
吨煤成本（元/吨）	452	598	510	500	495
吨煤毛利（元/吨）	277	154	220	250	250
收入（亿元）	40.0	42.8	40.9	52.5	56.6
成本（亿元）	24.8	34.0	28.6	35.0	37.6
毛利（亿元）	15.2	8.8	12.3	17.5	19.0
毛利率	38%	21%	30%	33%	34%

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
铝及铝制品					
产量 (万吨)	108	89	80	159	170
销量 (万吨)	108	88	80	159	170
产销率	100%	100%	100%	100%	100%
吨铝价格 (元/吨)	11037	11704	11000	11800	12000
吨铝成本 (元/吨)	10507	10195	9200	10200	10250
吨铝毛利 (元/吨)	531	1509	1800	1600	1750
收入 (亿元)	119	104	88	187	204
成本 (亿元)	113	90	74	162	174
毛利 (亿元)	5.7	13.3	14	25	30
毛利率	5%	13%	16%	14%	15%
其他业务					
收入 (亿元)	29.4	29.9	40.0	40.0	40.0
成本 (亿元)	26.5	25.9	34.8	34.8	34.8
毛利 (亿元)	2.9	4.0	5.2	5.2	5.2
毛利率	9.8%	13.3%	13%	13%	13%
合计					
总营业收入 (亿元)	188	176	169	280	301
总营业成本 (亿元)	165	150	137	232	247
总毛利 (亿元)	23.8	26.1	31.9	48.1	54.0
毛利率	12.6%	14.8%	18.9%	17.2%	17.9%

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

4.2、投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司是河南省重点国企，聚焦煤、铝两大核心主业，构建了“煤电铝一体化”经营模式。近年来公司本部煤炭和电解铝落后产能有序退出，主业盈利能力已呈现改善趋势，业绩整体向好。电解铝板块积极进行低成本布局，凸显业绩弹性与成长性：河南本部高成本产能全部退出；新疆项目通过电力自给受益低价电煤显著降低吨铝成本；云南水电铝项目享受低价水电及政策优惠，投产后将实现电解铝产能翻倍，增长潜力十足。随着煤、铝行业在供改深化、基建发力的供需改善下，公司或将在煤、铝价格修复过程中率先受益。

我们预计公司 2020/2021/2022 年度分别实现归母净利润 5.7/9.9/12.7 亿元，同比变化-57.3%/72%/28.6%；EPS 分别为 0.3/0.52/0.67 元，对应当前股价，PE 分别为 18.8x/10.9x/8.5x。相对估值方面，我们选取两组可比公司：1) 以冶金煤为主业的煤炭：阳泉煤业、潞安环能、西山煤电、平煤股份；2) 电解铝上市公司：中国铝业、云铝股份。公司 2020 年预测 PE 为 18.8 倍，高于冶金煤可比公司 9.6 倍的平均 PE，远低于电解铝可比公司 57.6 倍的平均 PE；公司 PB 为 1.4 倍，高于冶金煤可比公司 0.8 倍的平均 PB，低于电解铝可比公司 1.5 倍的平均 PB。由于公司业绩主要增长点在于电解铝业务，新疆业务稳固盈利基本面，云南水电铝项目凸显增长潜力，我们认为公司估值仍有上涨潜力。首次覆盖，给予“买入”评级。

表9: 可比公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		PB
			2020/8/24	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
冶金煤可比公司									
000983.SZ	西山煤电	176	17.6	18.1	18.8	10.0	9.7	9.3	0.8
601666.SH	平煤股份	146	13.5	14.6	15.0	10.8	10.0	9.7	1.0
600348.SH	阳泉煤业	116	14.1	16.5	17.3	8.3	7.0	6.7	0.7
601699.SH	潞安环能	190	20.2	23.8	25.1	9.4	8.0	7.6	0.7
平均						9.6	8.7	8.3	0.8
电解铝可比公司									
601600.SH	中国铝业	557	7.1	12.1	18.1	78.0	45.9	30.8	1.1
000807.SZ	云铝股份	197	5.3	9.4	12.9	37.1	20.9	15.2	1.8
平均						57.6	33.4	23.0	1.5
000933.SZ	神火股份	108	5.7	9.9	12.7	18.8	10.9	8.5	1.4

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 除西山煤电、平煤股份、潞安环能、神火股份外, 其他公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期。

5、风险提示

煤、铝产品价格下跌超预期。公司业绩由煤炭和电解铝双核驱动, 对煤炭、电解铝市场价格波动较为敏感。如果煤、铝价格出现异常波动, 下跌超预期, 将会大幅压缩公司盈利空间。

煤矿停减产风险。近年来在煤炭行业去产能力度加大的政策环境下, 公司2016-2018年均有产能退出。如果未来河南省内去产能政策力度超预期, 公司或面临煤炭产能停减产风险, 对业绩造成影响。

云南水电铝项目建设进展不及预期。云南水电铝项目是公司业绩增长的主要看点, 一期项目45万吨产能建设进展顺利, 已于2020年8月通电启动, 二期项目45万吨产能建设预计将于2021年3月建成投产。如果项目建设进展不及预期, 将会对公司未来业绩预期产生明显影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	18,652	15,816	13,099	33,774	19,802
现金	9,103	10,304	2,464	20,133	7,678
应收票据及应收账款	981	963	1,147	2,259	1,369
其他应收款	2,287	159	2,293	1,708	2,612
预付账款	671	629	477	1,410	627
存货	5,110	2,130	5,658	7,089	6,312
其他流动资产	499	1,632	1,060	1,176	1,204
非流动资产	34,817	33,578	31,050	28,392	25,762
长期投资	3,354	3,390	3,633	3,818	3,990
固定资产	17,640	16,328	16,278	14,916	12,941
无形资产	5,663	4,885	4,851	4,817	4,783
其他非流动资产	8,160	8,976	6,288	4,841	4,048
资产总计	53,469	49,394	44,149	62,167	45,564
流动负债	40,948	36,293	33,747	52,632	36,567
短期借款	17,045	18,548	18,548	18,548	18,548
应付票据及应付账款	12,997	11,774	8,756	27,220	10,998
其他流动负债	10,906	5,971	6,443	6,864	7,021
非流动负债	4,867	4,264	1,232	-574	-2,332
长期借款	1,601	2,191	476	-1,334	-3,089
其他非流动负债	3,266	2,073	756	761	758
负债合计	45,816	40,558	34,979	52,059	34,235
少数股东权益	1,565	1,054	1,004	954	904
股本	1,901	1,901	1,901	1,901	1,901
资本公积	1,940	2,449	2,449	2,449	2,449
留存收益	2,118	3,329	3,780	4,587	5,636
归属母公司股东权益	6,088	7,782	8,166	9,154	10,424
负债和股东权益	53,469	49,394	44,149	62,167	45,564

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	422	131	-1,719	19,108	-11,051
净利润	-64	569	524	938	1,221
折旧摊销	1,451	1,531	1,390	1,430	1,430
财务费用	1,948	1,614	1,453	1,438	1,424
投资损失	-409	-579	-628	-578	-578
营运资金变动	-1,443	-1,683	-4,459	15,880	-14,548
其他经营现金流	-1,061	-1,321	-0	-0	-0
投资活动现金流	1,292	3,372	1,765	1,805	1,778
资本支出	516	1,129	795	22,295	22,295
长期投资	-10	0	-243	-130	-171
其他投资现金流	1,798	4,501	2,317	23,970	23,901
筹资活动现金流	-1,733	-3,418	-7,885	-3,244	-3,182
短期借款	1,774	1,503	-0	-0	-0
长期借款	-3,870	590	-1,716	-1,810	-1,755
普通股增加	-0	-0	-0	-0	-0
资本公积增加	-0	509	-0	-0	-0
其他筹资现金流	364	-6,020	-6,170	-1,434	-1,427
现金净增加额	-19	87	-7,840	17,669	-12,455

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	18,835	17,618	16,888	27,982	30,062
营业成本	16,457	15,010	13,696	23,172	24,667
营业税金及附加	505	472	422	700	752
营业费用	410	505	439	728	782
管理费用	620	1,033	770	1,338	1,469
研发费用	62	53	44	80	84
财务费用	1,948	1,614	1,453	1,438	1,424
资产减值损失	1,347	-1,685	50	-0	-0
其他收益	25	33	26	28	28
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	409	579	628	578	578
资产处置收益	2,566	3,163	-0	-0	-0
营业利润	487	1,008	668	1,132	1,490
营业外收入	113	149	131	140	135
营业外支出	214	95	100	100	100
利润总额	386	1,061	699	1,172	1,526
所得税	450	492	175	234	305
净利润	-64	569	524	938	1,221
少数股东损益	-303	-776	-50	-50	-50
归母净利润	239	1,345	574	988	1,271
EBITDA	2,728	3,578	3,067	3,425	3,681
EPS(元)	0.13	0.71	0.30	0.52	0.67

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-0.3	-6.5	-4.1	65.7	7.4
营业利润(%)	-54.0	106.9	-33.7	69.4	31.6
归属于母公司净利润(%)	-35.1	463.3	-57.3	72.0	28.6
获利能力					
毛利率(%)	12.6	14.8	18.9	17.2	17.9
净利率(%)	1.3	7.6	3.4	3.5	4.2
ROE(%)	-0.8	6.4	5.7	9.3	10.8
ROIC(%)	-0.6	3.3	4.5	5.9	6.8
偿债能力					
资产负债率(%)	85.7	82.1	79.2	83.7	75.1
净负债比率(%)	229.2	175.3	186.3	-23.6	73.4
流动比率	0.5	0.4	0.4	0.6	0.5
速动比率	0.3	0.3	0.2	0.5	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	14.3	18.1	16.0	16.4	16.6
应付账款周转率	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.71	0.30	0.52	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.07	-0.90	10.05	-5.81
每股净资产(最新摊薄)	3.20	4.09	4.30	4.82	5.48
估值比率					
P/E	45.1	8.0	18.8	10.9	8.5
P/B	1.8	1.4	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	11.0	7.6	9.4	2.7	5.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835