

# 电投能源优质稳健有增量，神火股份铝价上涨业绩增厚更佳

## ——电投能源VS神火股份深度对比

评级：推荐(维持)

陈晨(证券分析师)

S0350522110007

chenc09@ghzq.com.cn

张益(联系人)

S0350124100016

zhangy33@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



## 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
煤炭开采	-5.3%	-15.9%	-23.3%
沪深300	0.7%	-1.7%	10.8%

## 相关报告

《煤炭开采行业周报：进口约束提升、需求稳增，后半周动力煤价格回暖（推荐）\*煤炭开采\*陈晨》——2025-03-10

《煤炭开采行业周报：协会倡议有效控制劣质煤进口量，进口约束有望进一步提升（推荐）\*煤炭开采\*陈晨》——2025-03-02

《煤炭开采行业周报：供给提升放缓，等待非电等需求逐步恢复（推荐）\*煤炭开采\*陈晨》——2025-02-23

# 核心要点：电投能源优质稳健有增量、神火股份铝价上涨业绩增厚更佳

煤铝一体化既具备煤的成本优势，亦享受铝价上涨带来的业绩弹性。电投能源、神火股份作为煤铝双轮驱动的优质代表，又有哪些区别？本文就以下方面作详细对比。

## （一）基本信息与财务指标对比：

- ◆ **业务结构差异：**（1）不同的股东背景，相似的纵向一体化经营思路；（2）从2019-2024H1来看，电投能源煤炭贡献毛利比重更高、神火股份铝更高；（3）从2022-2024H1来看，电投能源第三业务电力贡献毛利占比约11-14%，神火股份第三业务铝箔在毛利占比较低。
- ◆ **盈利能力：**ROE方面，2015-2024年前三季度两家公司ROE均值均优于行业，神火股份、电投能源分别呈现高弹性、稳健性特征。2015-2024年前三季度ROE均值在15%-16%左右，均优于样本煤、铝企业平均水平。风格上略有不同，电投能源ROE波动低于行业水平，更加稳健。神火股份2021-2022年ROE曾高达40-60%，向上弹性更佳。简单拆分ROE可得，电投能源优质稳健的ROE核心在于其领先的净利率。神火股份2020年以后ROE向上弹性源自快速提升的净利率+修复的资产周转率和相对较高的权益乘数。
- ◆ **分红及现金流方面：**从股权自由现金流来看，2020-2023年两家公司FCFE较低或由于电投能源的资本开支较多，神火股份偿债支付现金较多。随着电投能源的资本开支逐步减少以及神火股份财务费用大幅下降，两家公司提升分红的能力增强。

## （二）煤炭业务对比：如果煤价下跌，电投能源煤炭分部归母净利润韧性更佳

- ◆ 本文就产能、价格、成本、利润等方面对两家公司煤炭、铝业务进行拆分，详细信息见正文。对于煤炭业务，我们估算2024H1电投能源吨煤税后净利润67元/吨，净利率33%，煤炭分部归母净利润14.8亿元。神火股份2024H1吨煤税后净利润137元/吨，净利率12%，煤炭分部归母净利润3.9亿元。相对而言，电投能源吨煤净利率更高且更加稳定（得益于其露天开采成本低、蒙东长协价格稳的资源地理优势以及公司产销整体稳定的特征），叠加煤炭业务占比高，为公司业绩注入“优质稳健”基因。神火股份以冶金煤为主，市场化定价为主，随市场波动而波动。我们中性假设秦皇岛Q5500市场煤价2025年均价下降至747元/吨、河南无烟煤出矿价跌至1180元/吨，分别对应电投能源、神火股份2025年煤炭归母净利润较2024年下滑2亿元、下滑4亿元，至28亿元、4亿元，整体看，如果煤价下跌，电投能源更加稳健。

## （三）铝业务对比：两家公司吨铝毛利均领先行业，在铝价上涨过程中，神火股份业绩增厚更多。

- ◆ 经测算，电投能源2024H1吨铝税后净利润2838元/吨，销售净利率16%。神火股份2024H1吨铝税后净利润2389元/吨，净利率15%。两家公司净利率相差无几，但由于神火股份的权益产能更高，在未来铝价上涨、氧化铝价下跌过程中，业绩增厚更佳。我们中性假设2025年铝均价为21000元/吨，氧化铝均价为3500元/吨，则对应神火股份、电投能源2025年铝分部归母净利润较2024年分部提升19亿元、8亿元，至50亿元、17亿元。

## （四）投资建议：

- ◆ 考虑电投能源煤炭长协稳定，铝价上涨亦能够贡献弹性，煤、电、铝产能未来都有增量，维持“买入”评级；神火股份铝权益销量高，更加充分受益于铝价上涨、氧化铝价下降带来的业绩增量，维持“买入”评级。

## （五）风险提示：

- ◆ 1) 煤、铝等价格波动超预期风险；2) 氧化铝、电力等成本波动风险；3) 在产项目开工不及预期风险；4) 规划项目建设及投产不及预期风险；5) 基于部分假设下测算或有误差，以实际为准。

1

**指标对比：业务结构、盈利能力（ROE拆解）、现金及分红对比**

2

**煤炭业务对比：如果煤价下跌，电投能源煤炭分部韧性更佳**

3

**电解铝业务对比：如果铝价上涨，神火股份业绩增厚更佳**

4

**第三业务对比：电力业务对电投能源业绩贡献可观**

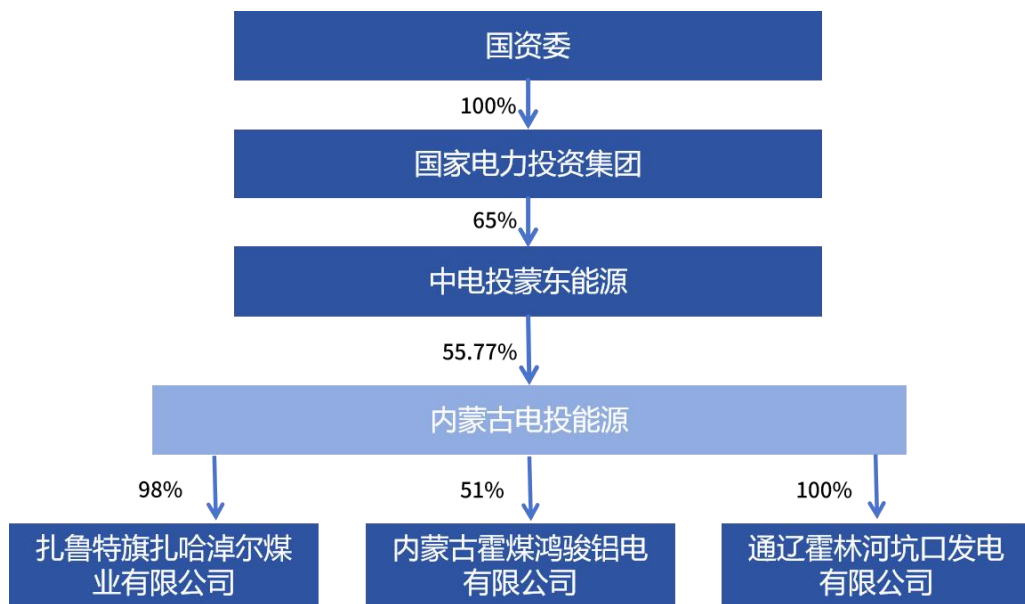
5

**投资建议及风险提示**

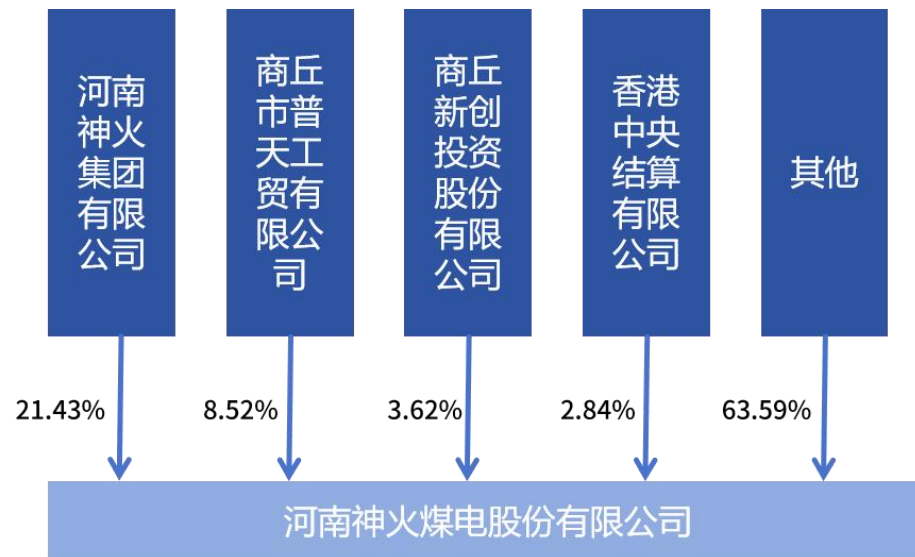
## 1.1、公司背景：不同的股东背景，相似的纵向一体化经营思路

- ◆ **电投能源：国电投（实控人）旗下煤炭上市平台，煤-电-电解铝一体经营综合能源企业。**内蒙古电投能源股份有限公司（原露天煤业）是蒙东地区的煤炭龙头，目前已发展成为煤炭、电力、电解铝多主业一体经营的综合能源企业。公司前身为霍林河矿务局，系中央国有背景的上市煤企，于2007年4月在深圳证券交易所上市。公司控股股东为中电投蒙东能源集团，截至2024年9月持股比例为55.77%，实际控股股东为国家电力投资集团。
- ◆ **神火股份：公司控股股东为神火集团，实控人是商丘市国资委，目前公司已形成煤铝双核发展格局。**河南神火煤电股份有限公司成立于1998年，于1999年登陆深交所。截至2024年12月，母公司神火集团持有公司股份21.43%，为公司第一大股东，公司实际控制人是河南省商丘市国资委。公司电解铝、煤炭业务双轮驱动，主要业务包括煤炭、发电（内用为主）、阳极炭块（内用为主）、电解铝及电解铝深加工等。公司煤质主要是无烟煤和贫瘦煤，洗选出来精煤外销（钢厂、化工厂、电厂等），劣质煤主要用于掺烧内部发电。铝已成公司第一大业务板块，主要产品是电解铝及电解铝深加工产品。

图表：电投能源股权结构（数据截至2024年9月）



图表：神火股份股权结构（数据截至2024年12月）



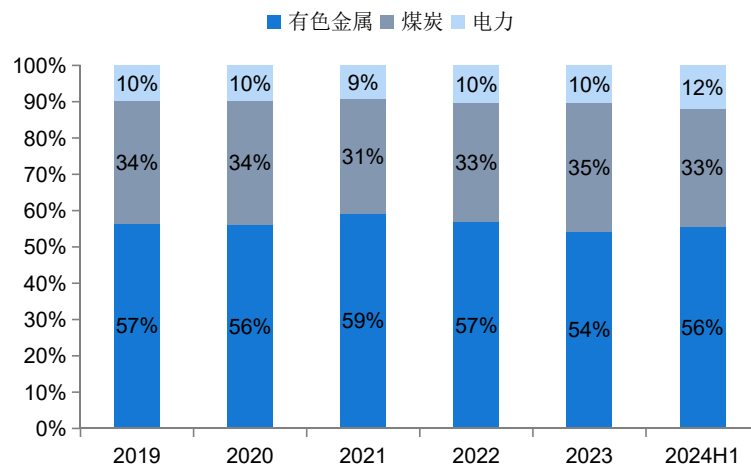
## 1.2、营收及毛利结构：同在均由煤、铝双核驱动，异在煤、铝及第三业务对业绩的贡献度

◆ **从营收结构来看**，共同点为两家公司均以煤+铝为主要业务，结构比较稳定，煤铝合计营收占比接近90%；不同点在煤铝业务占营收的比例分布，电投能源煤炭营收规模相对较大，神火股份则铝较大。2019-2024H1，电投能源有色金属业务（2024H1营收中约99%为电解铝）占比在54%-59%之间波动，煤炭业务在31%-35%之间波动。2020-2024H1，神火股份铝业务营收占比在66%-69%之间波动，煤炭业务营收占比在19%-23%之间波动。

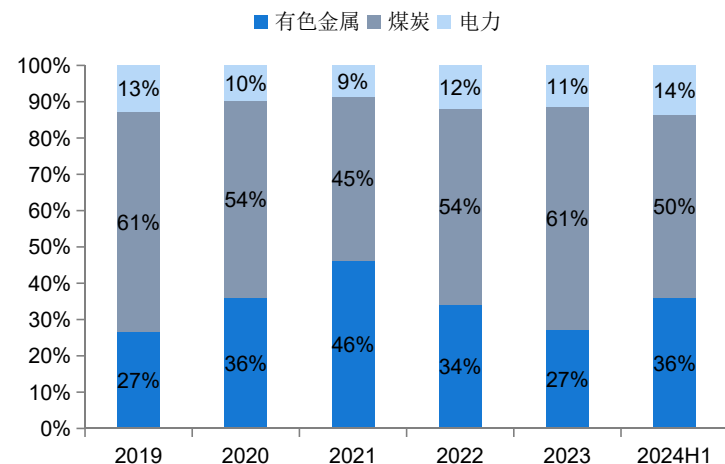
同时不同点在第三业务，电投能源第三业务聚焦在电力业务，2024H1营收占比约12%，其中煤电、新能源发电占比基本1:1。神火股份在第三业务上相对分散，铝箔2024H1营收占比6%，除此之外，神火股份贸易收入2024H1占比2.7%、电力1.7%。

◆ **从毛利结构来看**，1) **煤、铝业务对业绩的贡献度差异同样明显**，2022-2024H1，电投能源煤炭、电解铝毛利平均占比55%、32%。同期，神火股份煤炭、电解铝毛利平均占比34%、66%。  
2) **第三业务对毛利的贡献差异**：2022-2024H1，电投能源第三业务毛利贡献占比约11%-14%，而神火股份第三业务毛利贡献相对较少。

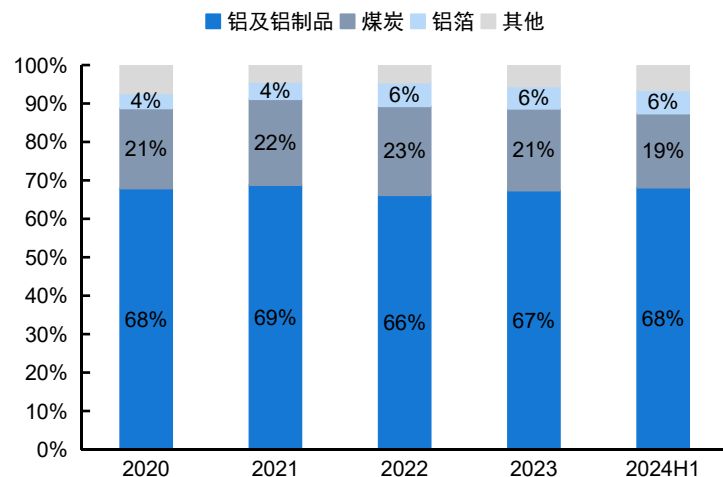
图表：营收结构-电投能源



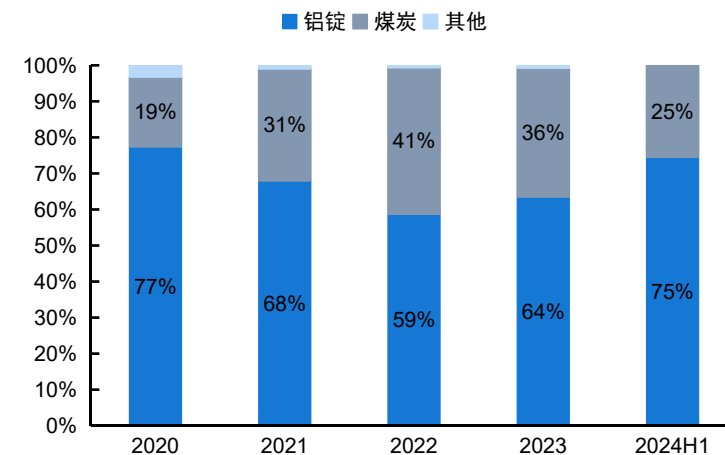
图表：毛利结构-电投能源



图表：营收结构-神火股份



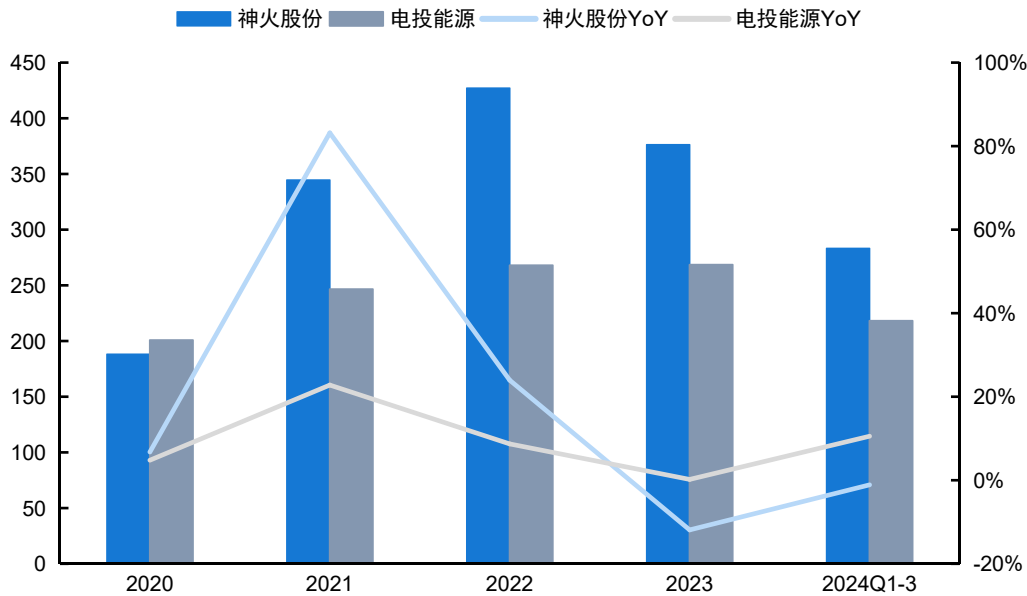
图表：毛利结构-神火股份



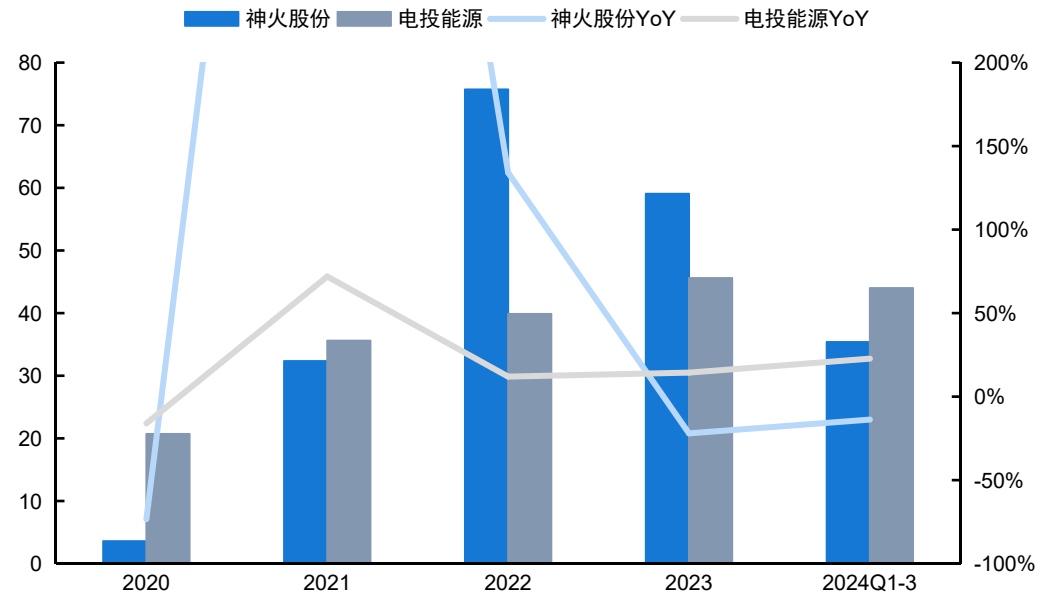
### 1.3、盈利能力：2020-2024年神火股份业绩增速随煤、铝景气变化而先升后降，但电投能源持续增长

- ◆ 先看绝对的盈利能力即营收与归母净利润业绩规模。
- ◆ 2020-2022年大宗商品价格上涨浪潮中，两家公司归母净利润均取得较好增长，神火股份向上弹性显著。2020-2022年，神火股份归母净利润从4亿元涨到76亿元（CAGR为360%），电投能源从21亿元涨到40亿元（CAGR为39%），同期煤价（秦皇岛Q5500煤价CAGR49%）、铝价（A00铝价CAGR19%）。
- ◆ 2023年，商品价格周期回落，神火股份业绩下滑，电投能源因长协煤价滞后调整业绩不降反增。2023年煤价年度均价从上年1270元/吨降至965元/吨，同比-24%，铝价从上年19936元/吨跌至18700元/吨，同比-6%。受商品价格回落影响，2023年神火股份归母净利润同比减少17亿元（-22%）。电投能源由于长协煤价滞后调整，归母净利润同比+6亿元（+14%）。
- ◆ 2024年，神火股份因氧化铝等成本上涨业绩回落，电投能源因继续上调煤价业绩保持增长。2024Q1-3，神火股份、电投能源营收分别取得283亿元、218亿元，同比分别为-1%、+11%。归母净利润端，神火股份、电投能源分别取得35亿元、44亿元，同比分别为-14%、+23%。

图表：营业收入（亿元）以及同比增速



图表：归母净利润（亿元）以及同比增速

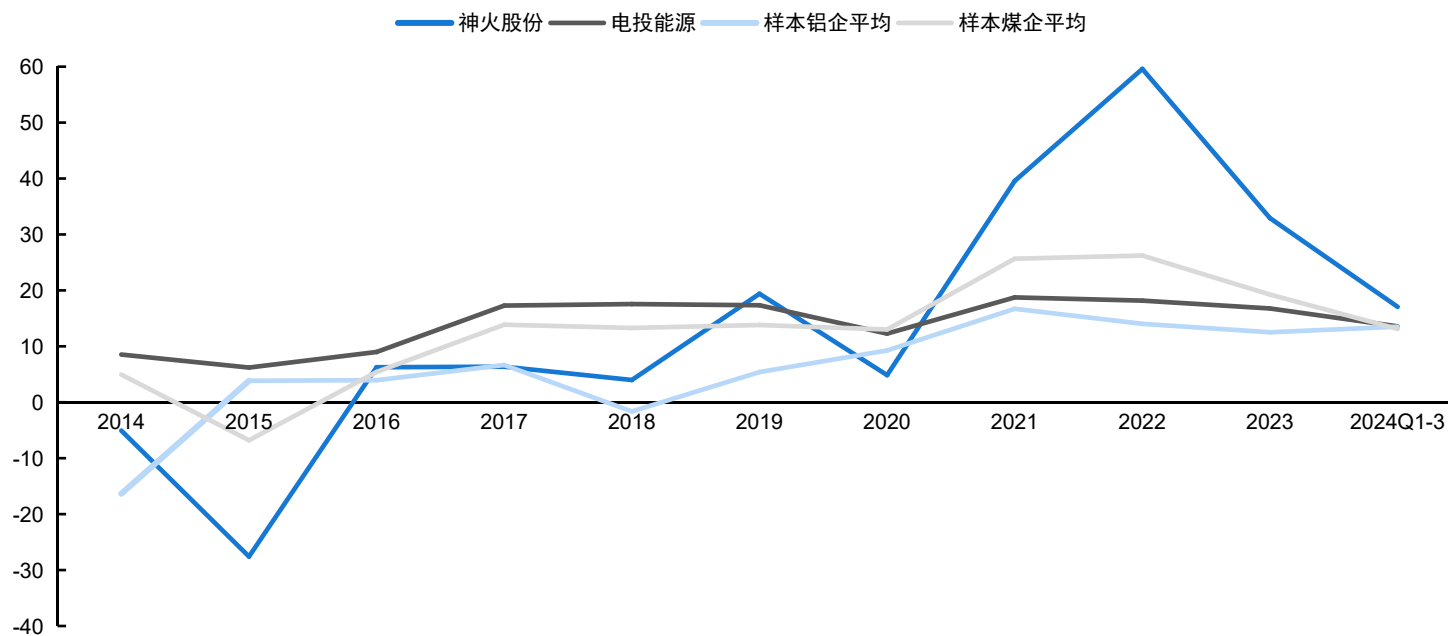


### 1.3、盈利能力：两家公司2015-2024年前三季度ROE均值优于行业，神火、电投分别呈现高弹性、稳健性特征

- ◆ 再从ROE看盈利效率。深蓝线代表神火股份、深灰线代表电投能源，以下所有图表均以此表示。
- ◆ 从ROE来看，2015-2024年前三季度，两家公司ROE均值在15-16%左右，均优于样本煤、铝企业平均水平。
- ◆ 风格上略有不同，电投能源盈利2015-2024年前三季度优质且稳健，神火股份向上弹性更大，近年ROE值也高于电投能源与样本煤炭、铝企业平均水平。2024年前三季度，神火股份ROE为17%，在2021-2022年ROE高达40-60%，向上弹性较大。电投能源2024年前三季度的ROE为14%，2020-2024年前三季度的ROE保持在12-19%之间，标准差较低、比较稳健。

图表：ROE (%) 对比——神火股份&电投能源&样本铝企&样本煤企业

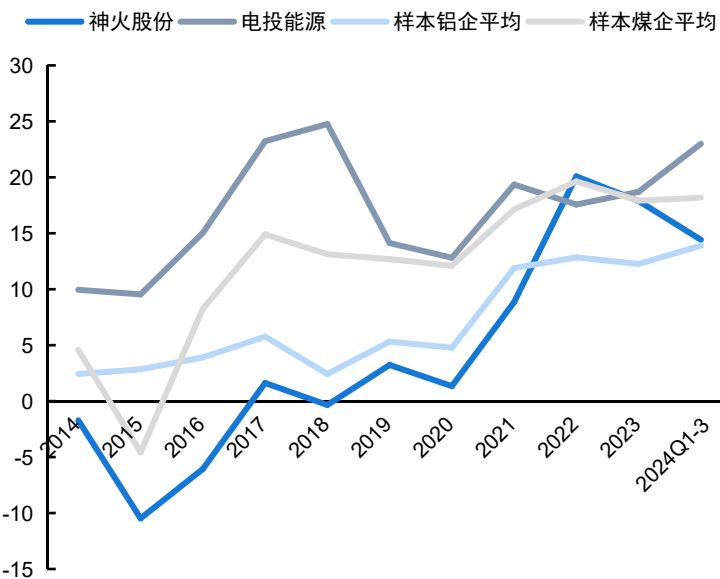
	2015-2024年前三季度均值	2015-2019年均值	2020-2024年前三季度均值	2024年前三季度	2015-2024年前三季度标准差
神火股份	16.2	1.7	30.8	17.1	22.6
电投能源	14.7	13.5	15.9	13.6	4.1
样本铝企平均	8.4	3.6	13.2	13.5	5.5
样本煤企平均	13.7	7.9	19.5	13.1	9.1



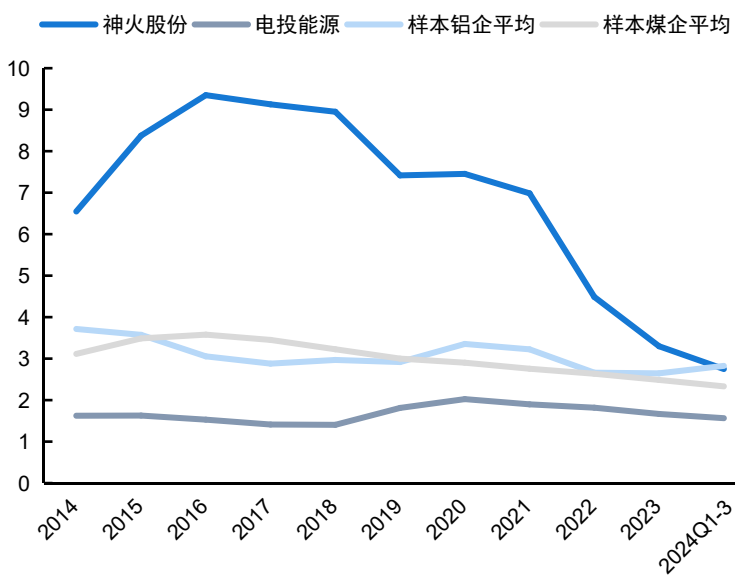
### 1.3、拆解ROE简单可得：电投能源的优质稳健性来自高净利率，神火股份的向上弹性来自净利率↑↑+高权益乘数

- ◆ 将ROE进行拆分为净利率\*权益乘数\*资产周转率来看，简单回答两家公司为什么具备上述的ROE特征。
- ◆ **电投能源优质且稳健的ROE：核心在于其领先的净利率。**（我们选取的动力煤样本企业本身便具备高净利率特征，电投能源仍能高于样本平均）
- ◆ **神火股份近年ROE向上弹性源自：2021年及之后快速提升且高于样本铝企业平均的净利率+向上修复的资产周转率+相对较高的权益乘数。**
- ◆ 接下来，我们再对以上三个指标更进一步拆分。

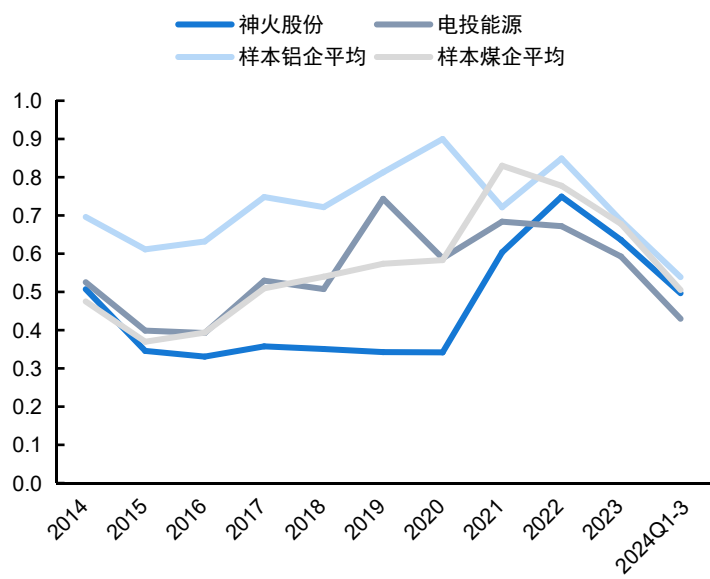
图表：公司净利率对比



图表：公司权益乘数对比



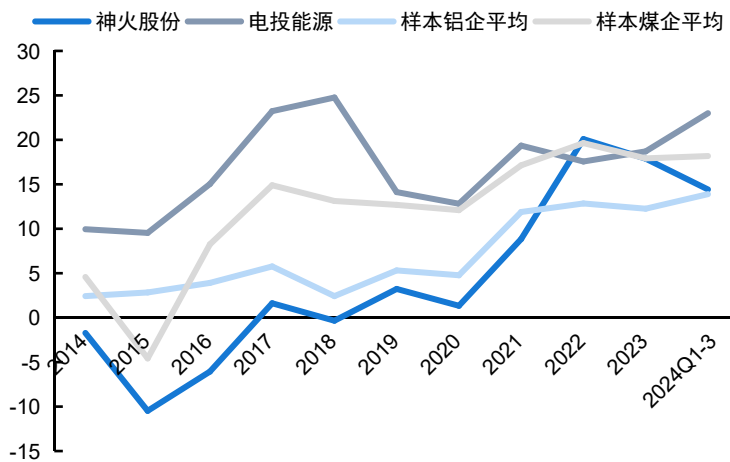
图表：公司资产周转率对比



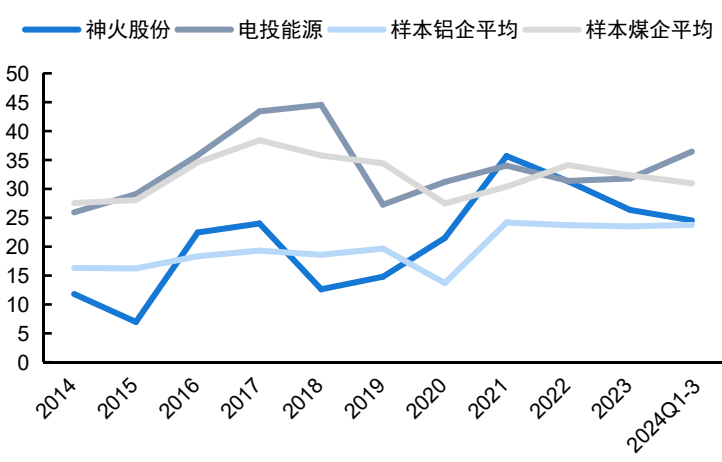
### 1.3.1、ROE指标拆解—净利率：2014-2024年前三季度电投能源整体优于神火股份、优于行业，但神火股份2020年后增长明显

- ◆ **电投能源净利率整体优于神火股份、优于行业，得益于其领先的毛利率，与优异的费用控制能力。**以2015-2024年前三季度为周期，净利率方面，电投能源平均净利率为17.8%，而神火股份、样本铝企、样本煤企分别为5.1%、7.6%、12.9%。  
毛利率方面，电投能源平均为34.5%，神火股份、样本铝企、样本煤企分别为22.0%、20.1%、32.7%。  
期间费用率方面，电投能源平均为5.4%，神火股份、样本铝企、样本煤企分别为12.0%、9.3%、12.5%。
- ◆ **神火股份近年净利率增长显著，除毛利率重心抬升以外，费用率尤其是财务费用率的大幅下降亦起到助推作用。**2014-2019年，神火股份净利率基本处于5%以下，2022年最高升至20%，增长显著的背后除毛利率提升以外，期间费用的下降同样比较明显，尤其是财务费用率大幅下降，2016-2019年神火股份财务费用率维持约10%水平，2024Q1-3已降至0.5%左右。近年管理费用率小幅提升，主要来自工资薪酬的增长。
- ◆ **可以看出电投能源一直是行业内优等生水平，而神火股份在2020年之前通过剥离劣质煤炭及电解铝资产，2021年及之后迈入优等生序列。**

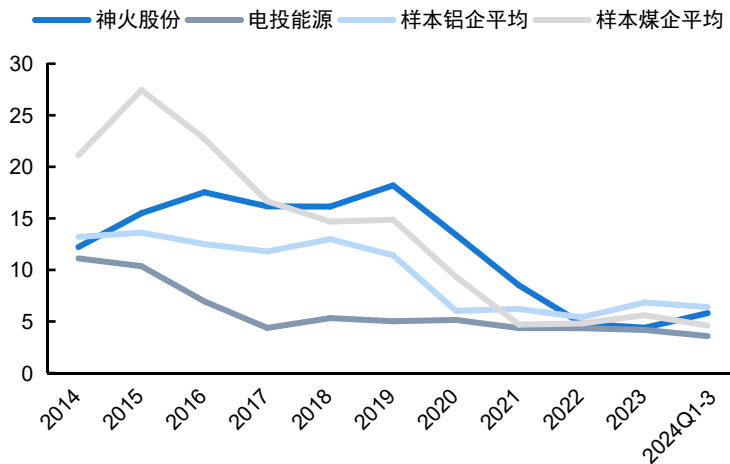
图表：电投净利率优于行业，神火股份近年提升显著



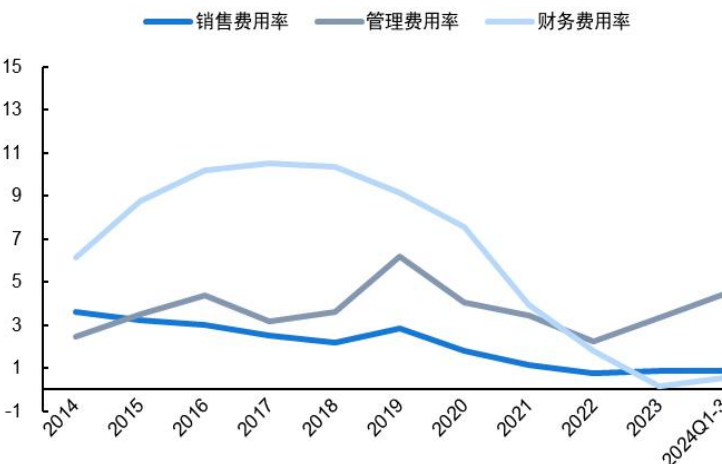
图表：毛利率对比



图表：期间费用率对比



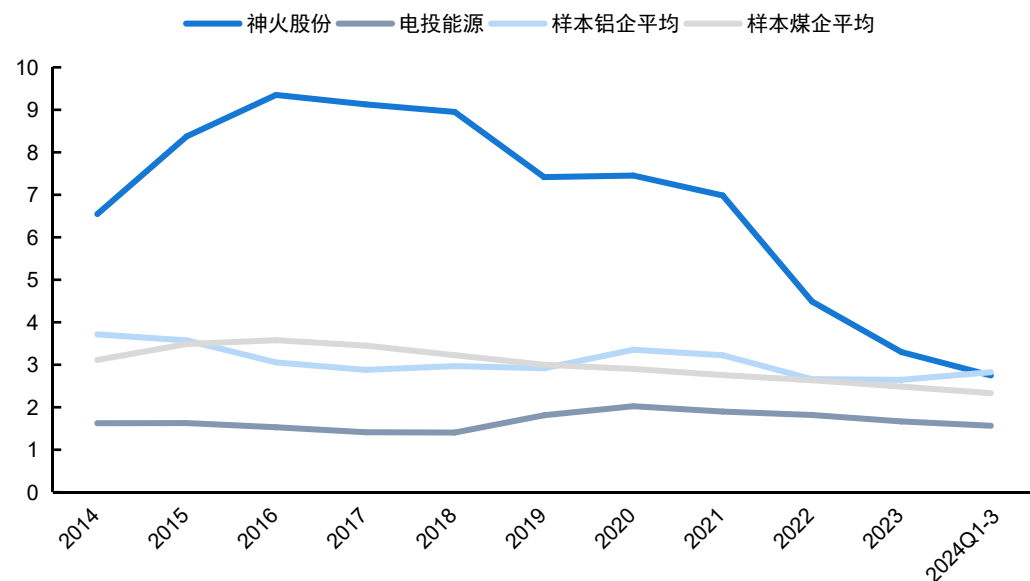
图表：神火股份费用率下滑拆解分析



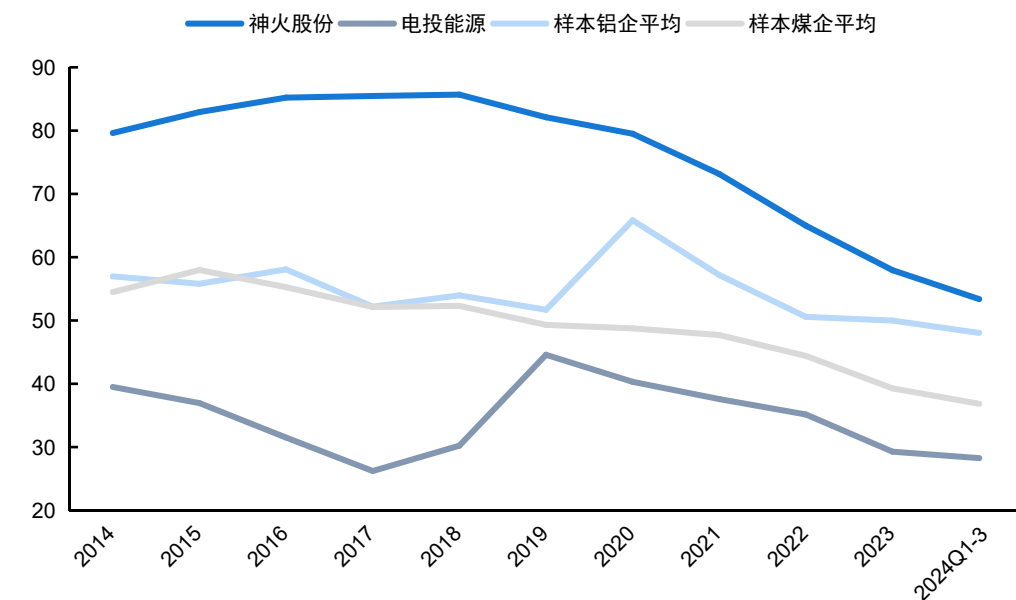
## 1.3.2、ROE拆解—权益乘数：电投能源较低，神火股份但近年逐步向行业水平收敛

- ◆ **权益乘数方面，神火股份的高权益乘数配合提升的净利率为ROE增长提供弹性。电投能源则一直维持低于行业水平的权益乘数，体现稳健经营风格。**2014年至2024年前三季度，电投能源权益乘数基本维持在1.4-2倍之间，比较稳定，同样显著低于样本铝企均值、样本煤企均值以及神火股份。神火股份2015-2021年权益乘数高至7-9倍，较高的杠杆在一定程度配合净利率的提升提供ROE增长的弹性。
- ◆ **截至2024年前三季度，两家公司权益乘数都随去杠杆的进行有所下降，神火股份权益乘数降至接近样本铝企的均值水平。**2019年末至2024年三季度末，神火股份、电投能源资产负债率分别下降29pct、16pct。2024Q1-3神火股份、电投能源权益乘数分别降至2.7倍、1.6倍，同期样本铝企权益乘数为2.8倍、样本煤企权益乘数为2.3倍。

图表：权益乘数



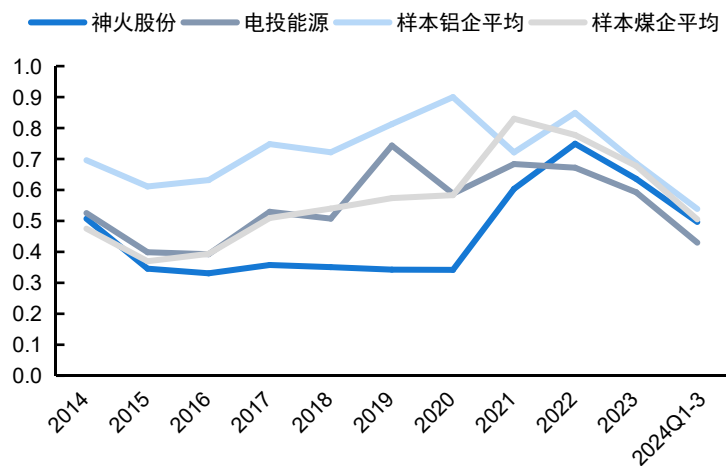
图表：资产负债率



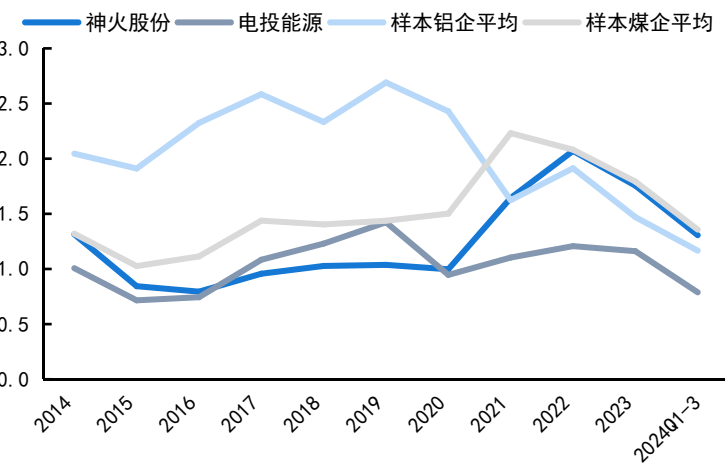
### 1.3.3、ROE拆解—资产周转率：均低于行业水平，可能与贸易业务较少有关系

- ◆ 资产周转率方面，两家公司均不具备优势，神火股份、电投能源2020年-2024年前三季度资产周转率均低于样本铝、煤企业水平，相对而言神火股份更优。2020-2024年前三季度神火股份、电投能源资产周转率均值为0.57次、0.59次；样本铝企为0.74次；样本煤企为0.67次。
- ◆ 神火股份与电投能源资产周转率偏低，可能与二者贸易业务较少有关系。（中国铝业等铝企以及陕西煤业等煤企有较多轻资产的贸易业务）

图表：资产周转率



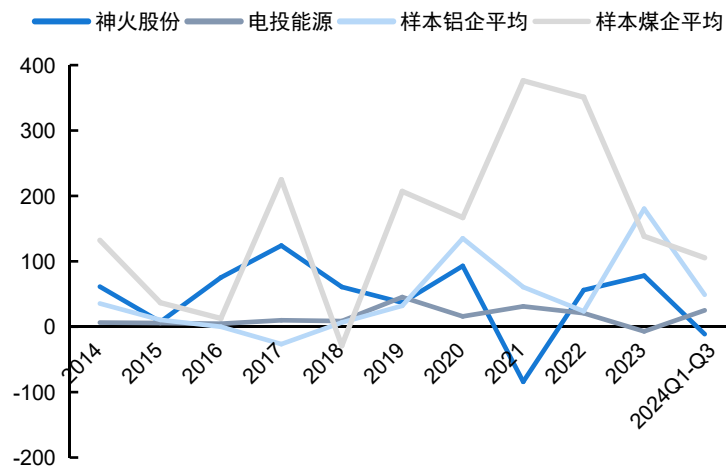
图表：固定资产周转率



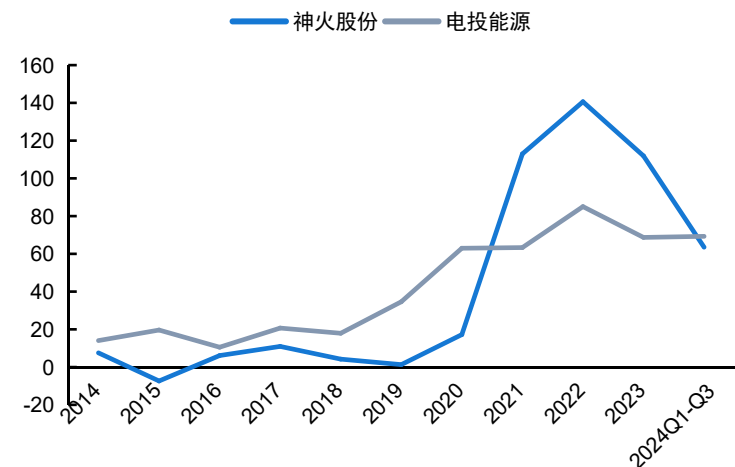
# 1.4、现金流与分红水平：2024年前三季度电投能源FCFE有所改善

- ◆ 从现金分红率来看，2023年电投能源、神火股份现金分红率分别为33%、30%，略低于行业水平。（不过值得一提的是，电投能源2021-2023年，尽管FCFE由于资本开支提升有所下滑，但公司分红率同期从27%提升到33%，体现较好的分红意愿。）
- ◆ 从现金流来看，2020年-2024年前三季度，两家公司股权自由现金流FCFE基本上低于行业水平，或是影响其过去现金分红的潜在因素之一。
- ◆ FCFE能否边际改善？在不考虑经营活动现金流流入情况下（受行业波动影响较大），我们来看个体差异较大的现金流流出部分，2020-2023年电投能源的资本开支较多，主要是投资新能源运营项目，神火股份偿债支付现金较多，主要是财务杠杆相对较高。但边际看2024Q1-Q3，电投能源的资本开支较去年同期减少32亿元，呈现明显改善。电投能源FCFE在2024Q1-Q3同比2023Q1-Q3增加30亿元，相对而言现金流改善显著。

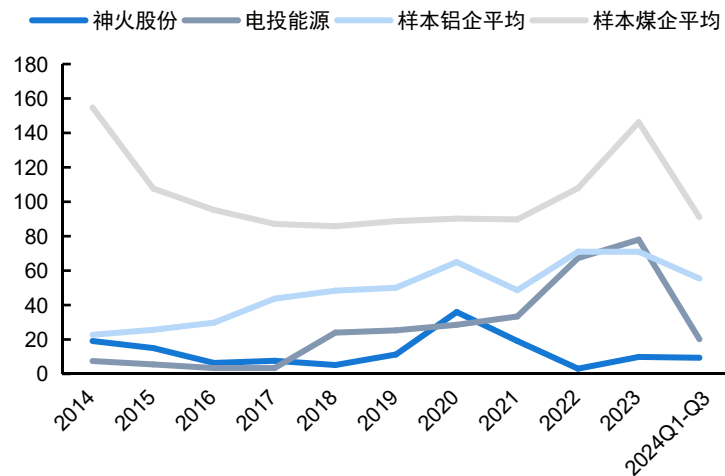
图表：股权自由现金流FCFE (亿元)



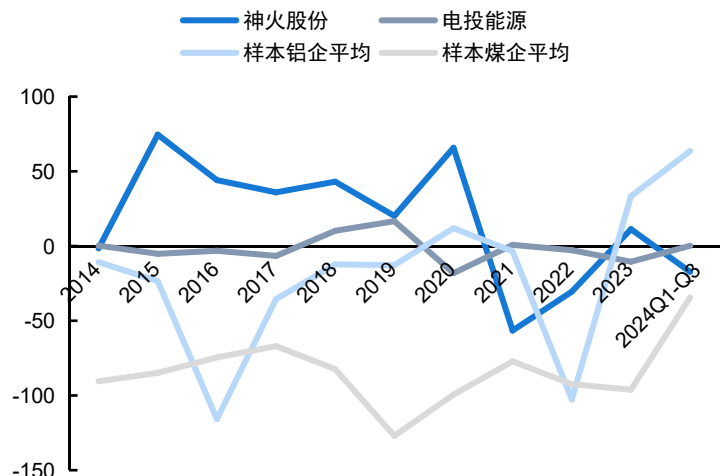
图表：经营活动现金流净额 (亿元)



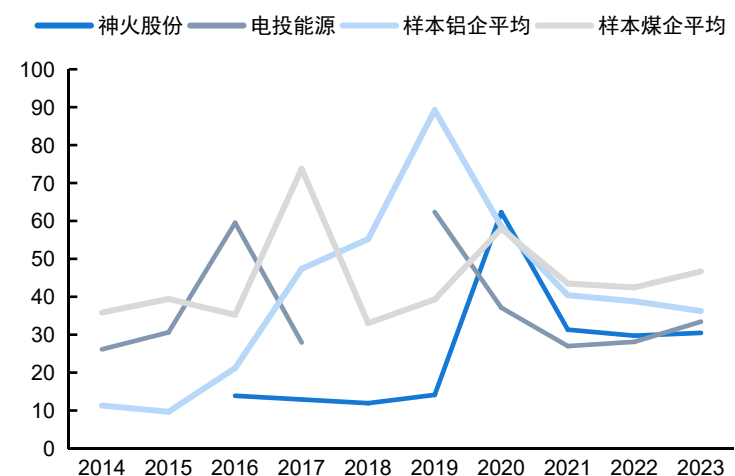
图表：资本开支 (亿元)



图表：取得借款收到现金-偿还债务支付现金 (亿元)



图表：现金分红率 (%)



1

**指标对比：业务结构、盈利能力（ROE拆解）、现金及分红对比**

2

**煤炭业务对比：如果煤价下跌，电投能源煤炭分部韧性更佳**

3

**电解铝业务对比：如果铝价上涨，神火股份业绩增厚更佳**

4

**第三业务对比：电力业务对电投能源业绩贡献可观**

5

**投资建议及风险提示**

## 2.1煤炭产能—电投能源：煤矿权益产能4764万吨/年，未来仍具3500万吨集团产能注入空间

- ◆ **公司煤矿权益产能4764万吨/年。**公司煤炭主要集中在蒙东地区，是中国13个大型煤炭基地之一，也是蒙东及东北地区最主要的煤炭生产基地。公司煤矿地处蒙东霍林河煤田，共计拥有5处矿井，均为露天开采，属于国内大型现代化露天煤矿，主产煤种为褐煤，具有低硫、低磷、高挥发份、高灰熔点优势，是火电、煤化工、供热等下游的优质用煤。2023年8月，公司所属南露天煤矿产能增加200万吨/年，已正式获得国家矿山安全局批复，标志着电投能源煤矿产能正式达到4800万吨/年，预计2025年实现核增产能全部达产。
- ◆ **未来仍具3500万吨集团产能注入空间。**集团仍有白音华二、三号矿合计产能3500万吨，曾承诺注入，截至2024年5月，相关矿土地使用证相关手续已办理完毕。

图表：电投能源煤矿产能

所处煤田	煤矿	煤种	剩余储量（亿吨）	权益比例	产能（万吨）	权益产能（万吨）
霍林河矿区一号露天矿田	霍林河南露天矿	褐煤	7.89	100%	2000	2000
	霍林河北露天矿	褐煤		100%	1000	1000
扎哈淖尔露天矿田	扎哈淖尔露天矿	褐煤	9.35	98%	1800	1764
	合计		17.24	99%	4800	4764

## 2.1煤炭产能—神火股份：煤矿在产年产能855万吨，权益年产能779万吨

- ◆ 公司煤矿开采区域主要分布在河南永城、许昌和郑州矿区，其中永城矿区是我国6大无烟煤生产基地之一，许昌、郑州矿区主要以贫瘦煤、无烟煤为主，具有煤种方面的优势。公司商品煤具有低硫、低磷、中低灰分、高发热量等优点，主要应用于冶金、化工、电力等行业。截至2023年末，公司旗下拥有煤炭保有储量13.2亿吨。

公司在产产能855万吨/年，权益在产产能为779万吨/年。公司以煤炭起家，刚上市时候主要资产就是新庄和葛店（已关闭）两座煤矿，进入2000年以后，公司通过并购、合资等方式，先后投产了一批煤矿项目。目前，公司在产矿井6座，永城3座、许昌郑州合计3座，合计产能855万吨/年，权益产能779万吨/年，占比为91%，其中永城地区为345万吨/年、许昌郑州地区为510万吨/年，矿井分别是新庄煤矿（180万吨/年）、刘河煤矿（45万吨/年）、薛湖煤矿（120万吨/年）、泉店煤矿（210万吨/年）、梁北煤矿（240万吨/年）、大磨岭煤矿（60万吨/年）。此外，公司还参股在产的赵家寨煤矿（300万吨/年），对应权益在产产能为117万吨/年。

- ◆ 整体来看，两家公司煤种差异偏大，截至2023年底，电投能源的在产煤矿权益产能更多（是神火股份的6.1倍），且仍具备资产注入空间。

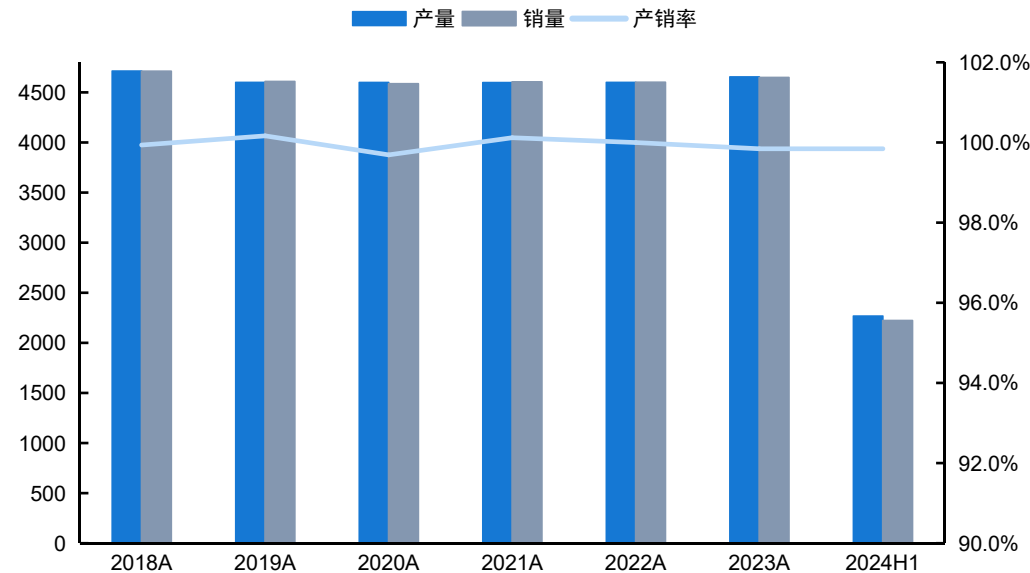
图表：神火股份煤矿产能（截至2023年底）

公司	地区	产品	持股比例	核定产能（万吨）	权益产能（万吨）	状态
新庄煤矿	河南永城	无烟煤	100%	180	180	在产
刘河煤矿	河南永城	无烟煤	100%	45	45	在产
薛湖煤矿	河南永城	无烟煤	100%	120	120	在产
泉店煤矿	河南许昌	贫瘦煤	82%	210	172	在产
梁北煤矿	河南许昌	贫瘦煤	100%	240	240	在产
大磨岭煤矿	河南郑州	动力煤	36%	60	21	在产
和成煤矿	河南郑州	无烟煤	36%	45	16	在建
合计			91%	855	779	
在建-合计			36%	45	16	
总合计			88%	900	795	
赵家寨矿-参股	河南新郑	贫煤	39%	300	117	在产

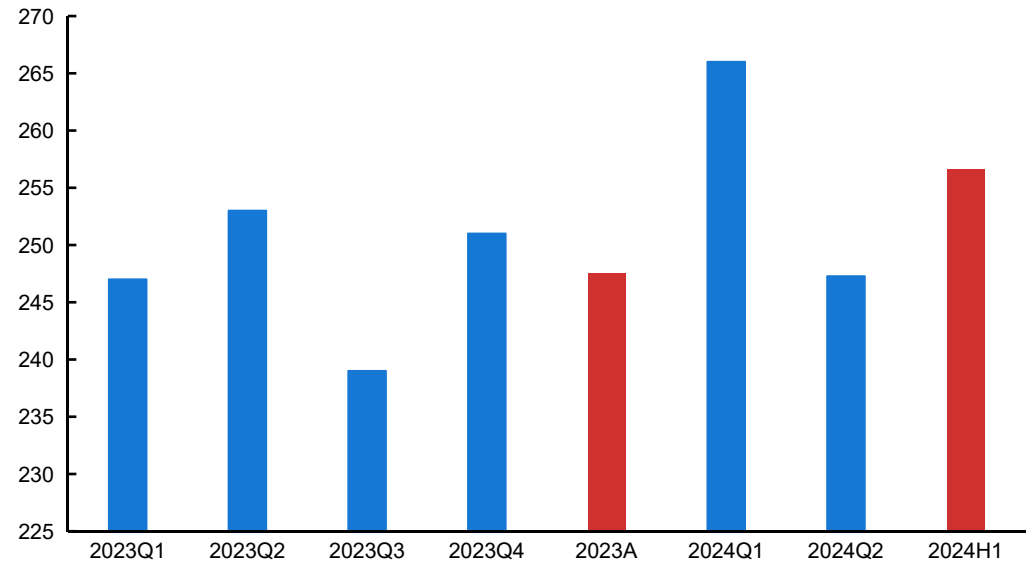
## 2.2煤炭产销—电投能源：2018-2023年产销量基本平稳，约三成煤炭自用

- ◆ 热值方面，公司销售煤炭热值在2800千卡/千克至3700千卡/千克间，算术平均数为3250千卡/千克。
- ◆ 2023公司实现煤炭产销量分别为4655、4647万吨，同比分别增长1.2%、1.0%。分季度角度来看，单季产量与当地用煤需求有关，由于冬季煤炭需求量大，致使公司四季度与一季度产量较多，而二季度与三季度则更多做岩石的剥采。公司每年约1300万吨自用，约占总销量的28%，其中向坑口发电年均销售煤炭约420万吨，向霍煤鸿骏年均销售煤炭约880万吨，剩余对外出售。
- ◆ 2023年，公司一季度煤炭销量1286万吨、不含税平均售价247元/吨左右；二季度煤炭销量1028万吨、不含税平均售价253元/吨左右；三季度煤炭销量1139万吨、不含税平均售价239元/吨左右；四季度煤炭销量1194万吨、不含税平均售价251元/吨左右。2024年，公司一季度煤炭销量1200多万吨、不含税平均售价266元/吨左右。2024H1，销量2222万吨，不含税平均售价测算值为257元/吨。

图表：电投能源煤炭产销



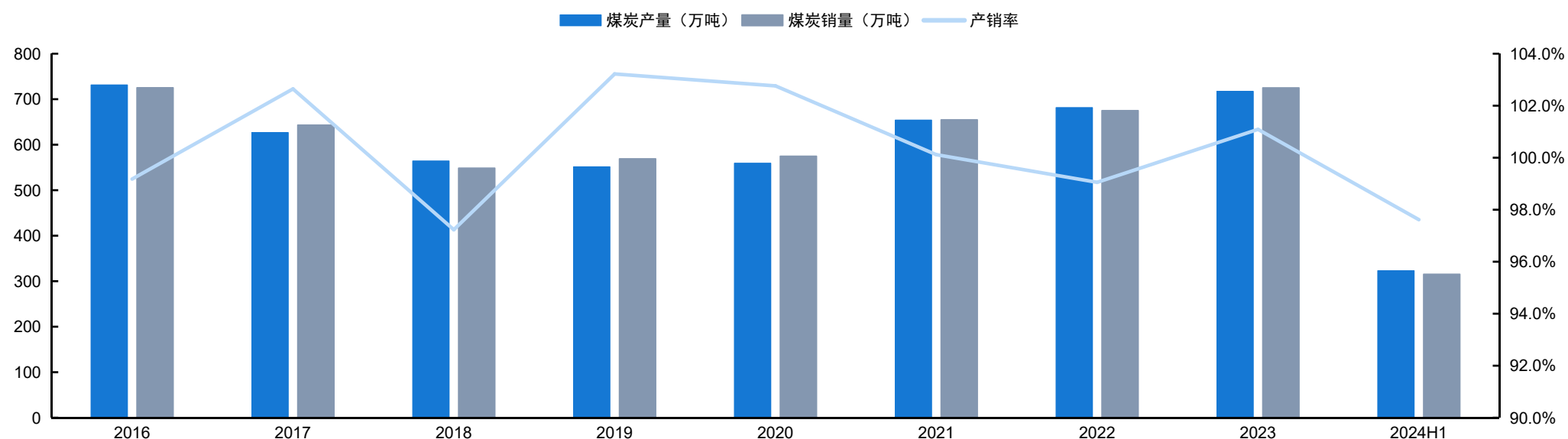
图表：公司煤炭不含税售价 (元/吨)



## 2.2煤炭产销—神火股份：2020-2023年梁北煤矿改扩建贡献煤炭产量增长，2024年H1同比下降

- ◆ **2020-2023年煤炭产量稳步上升，2024H1有所下滑。**2016年供给侧结构性改革以来，公司煤炭产销量受到政策以及安全事故影响，出现了一定的下滑，公司2017年、2018年、2019年煤炭产量分别为626、564、551万吨，同比分别下滑14.3%、10.0%、2.3%。2018年4月底，国家能源局批复位于河南平顶山矿区梁北煤矿改扩建项目，梁北煤矿生产能力由90万吨/年改扩建至240万吨/年，增加煤炭产能150万吨/年。2020年开始，随着梁北煤矿逐渐达产达效，煤炭产量从逐年下降趋势转为上升趋势，2020年-2023年煤炭产量分别为559万吨、654万吨、681万吨、717万吨，同比分别上升1.5%、16.9%、4.2%、5.2%。2024年H1受河南地区安全监管偏严影响，煤炭产量323万吨，同比-15%。展望2025年，神火股份产销或较2024年仍有提升空间。

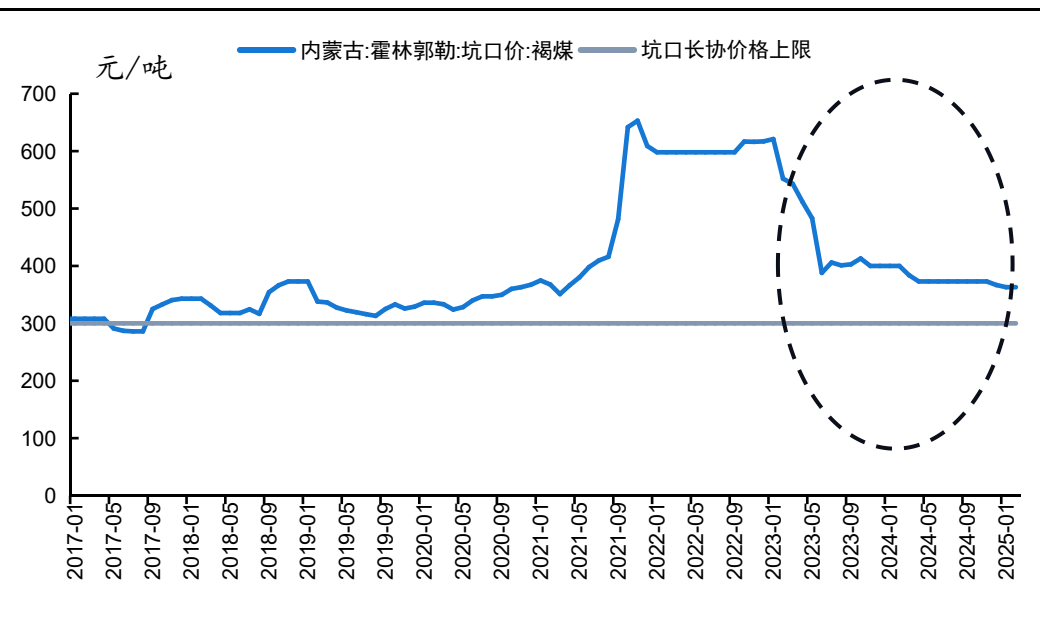
图表：神火股份煤矿产销



## 2.3煤炭售价—电投能源：2025年煤炭长协价与2024年持平，无需过多担心市场煤价下跌

- ◆ **电投能源煤炭定价机制：**早期，公司年度长协价主要按照环渤海动力煤价格指数与锦州港煤价指数联动执行，联动机制为：以上年度12月为起点，环渤海指数变化幅度和锦州港褐煤成交价格变化幅度7:3权重计算值每月或连续多月累计变化大于等于正负3%，即同比例调整下一月度基础价格。月度长协煤炭价格调整由双方根据市场情况逐户协商确定。
- ◆ 目前，公司煤炭长协价格在国家发改委《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303号）规定范围内，**即长协煤价格区间按照蒙东褐煤3500大卡在200—300元/吨（含税）之间。结合上年末价格通过与用户谈判确定，定价原则为基准价+浮动价。**之后各月根据全国煤炭交易中心NCEI（综合价格指数）中长期合同价格上月变化幅度进行联动调整。
- ◆ **2024年一季度公司长协价格提涨至价格区间上限，煤价逆势小涨：**2024年年初，公司充分研判市场，将长协煤价格统一上调至国家发改委规定价格区间上限（3500大卡对应300元/吨）。根据公司2月25日深交所互动易平台表示，公司2025年煤炭长协价与2024年持平，故此无需过多担心市场煤价的下跌。蒙东霍林郭勒市坑口褐煤（3500大卡）最新报价为363元/吨（2.28），高于当地长协上限价格。

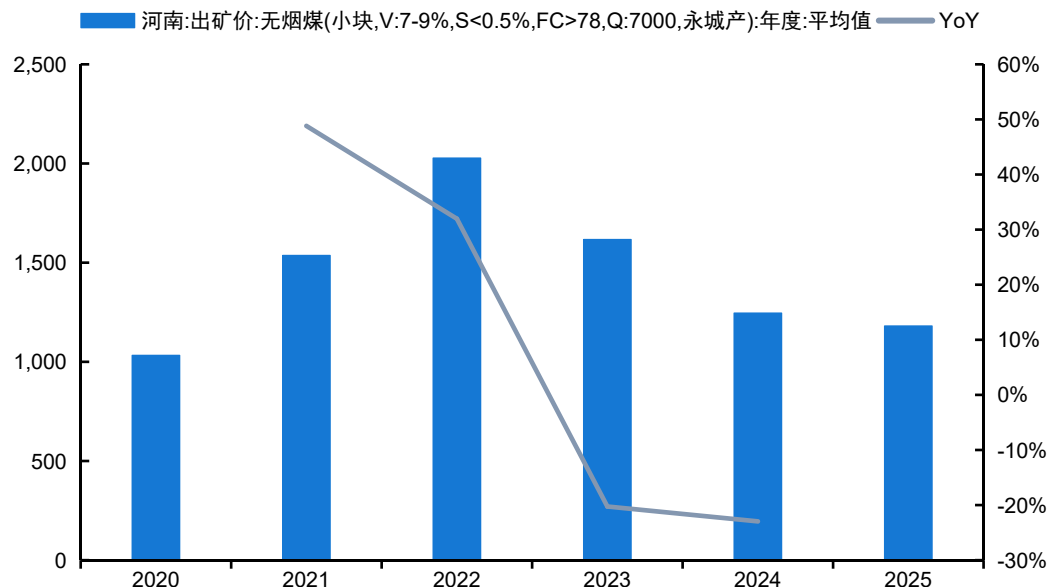
图表：长协指导价格区间对坑口价格具备支撑（3500大卡）



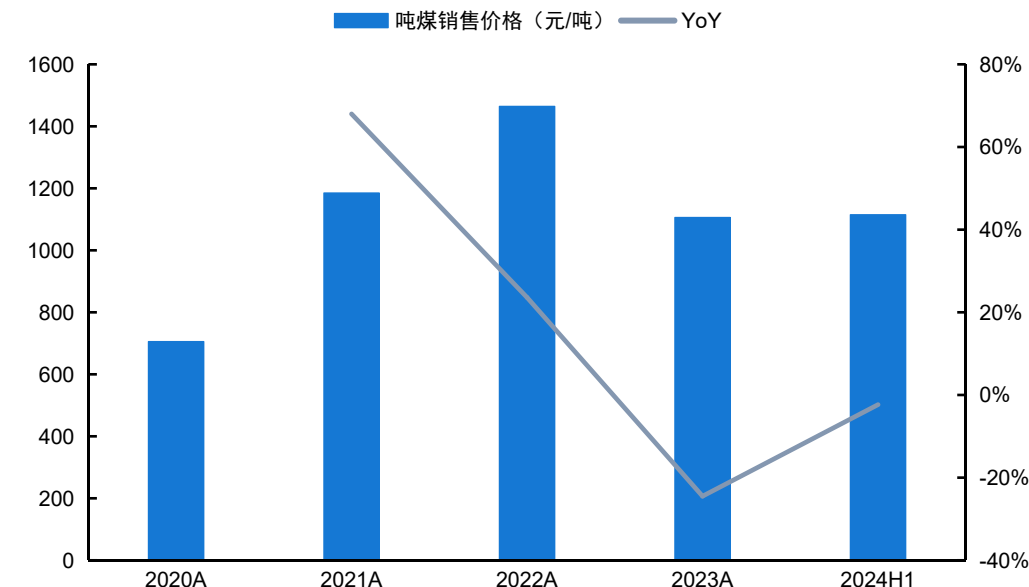
## 2.3煤炭售价—神火股份：跟随市场煤价波动

- ◆ 2020-2023年，神火股份单位售价跟随市场煤价波动。2021-2023年，公司单位售价分别为1184元/吨、1464元/吨、1105元/吨，同比+68%、+24%、-24%。同期河南永城Q7000无烟煤出矿价同比+49%、+32%、-20%。
- ◆ 总结来看，从煤炭产销量来看，电投能源更为稳定，神火股份阶段性可能受到安监等因素影响。从煤价表现来看，电投能源以动力煤为主，长协比例高，售价偏低且波动性小。神火股份以冶金煤为主，市场化定价为主，单位售价跟随市场煤价波动而波动，煤价弹性更大。

图表：河南永城无烟煤出矿年度平均价格（元/吨）及同比增速



图表：公司煤炭单位售价



## 2.4 煤炭分部净利详细拆分

- ◆ 经测算，电投能源合并抵消后2024H1平均售价203元吨，公司2024H1煤炭吨煤税后净利润67元/吨，净利率33%，煤炭分部归母净利润14.8亿元。
- ◆ 经测算，神火股份2024H1平均售价1114元吨，测算吨煤完全成本936元/吨，吨煤税后净利润137元/吨，净利率12%，煤炭分部归母净利润3.9亿元。
- ◆ 整体来看，电投能源煤炭业务受露天开采成本低、蒙东长协价格稳的资源地理优势以及公司产销整体稳定的影响，其吨煤净利率更高且更加稳定，叠加电投能源业绩贡献中煤炭业务占比最高，故此为公司业绩注入“优质稳健”的基因。

图表：电投能源煤炭分部吨净利润拆分

	2023A	2024H1
产量（万吨）	4655	2267
销量（万吨）	4647	2222
吨煤销售价格（元/吨）	196	203
吨煤总成本（元/吨）	126	123
吨煤营业成本（元/吨）	89	85
吨煤毛利（元/吨）	107	117
毛利率（%）	54%	58%
吨煤税前净利润（元/吨）	70	80
所得税率	14%	16%
吨煤所得税（元/吨）	10	12
吨煤税后净利润（元/吨）	60	67
净利率（%）	31%	33%
权益占比	99%	99%
税后净利润（百万元）	2797	1494
煤炭分部归母净利润（百万元）	2774	1482

图表：神火股份煤炭分部吨净利润拆分

	2022A	2023A	2024H1
原煤产量（万吨）	681	717	323
商品煤销量（万吨）	675	725	315
吨煤销售价格（元/吨）	1464	1105	1114
吨煤总成本（元/吨）	866	758	936
吨煤营业成本（元/吨）	691	636	785
吨煤毛利（元/吨）	773	469	329
毛利率（%）	53%	42%	30%
吨煤税前净利润（元/吨）	598	347	178
所得税率	20%	18%	23%
吨煤所得税（元/吨）	117	61	41
吨煤税后净利润（元/吨）	481	287	137
净利率（%）	33%	26%	12%
权益占比	91%	91%	91%
税后净利润（百万元）	3245	2077	432
煤炭分部归母净利润（百万元）	2953	1890	393

## 2.5 基于不同煤价假设下公司煤炭分部归母净利润

- ◆ 如果煤价下跌，相对而言，电投能源的业绩韧性更佳。
- ◆ 中性假设对应2025年秦皇岛Q5500市场煤均价跌至747元/吨（约为2025年1-2月均价）；2025年河南无烟煤均价跌至1180元/吨（同样为2025年1-2月均价）。中性预计下，2025E电投能源、神火股份煤炭分部归母净利润分别较2024E净利润下滑2亿元、4亿元至28亿元、4亿元。

图表：基于不同煤价假设下的公司煤炭分部归母净利润

2023-2025年2月年度煤价均价表现				煤价假设					
<p>秦皇岛Q5500市场煤价年度均价（2025年均价截至2月底）</p>				较2024H1秦皇岛市场煤价5500跌幅假设下对应煤价（元/吨）					
				-10%	-15%	-20%	-10%	-15%	-20%
				787	747	700	787	747	700
<p>相较于2024H1，假设对应的电投能源煤炭售价变化（%）</p>				-2%	-2%	-3%	-2%	-2%	-3%
<p>河南无烟煤均价（2025年均价截至2月底）</p>				较2024H1河南无烟煤出矿价跌幅假设对应下的煤价（元/吨）					
				-4%	-7%	-10%	-4%	-7%	-10%
				1221	1180	1145	1221	1180	1145
<p>相较于2024H1，假设对应的神火股份煤炭售价变化（元/吨）</p>				-45	-81	-113	-45	-81	-113
简称	2025年权益销量E (万吨)	2024H1单位价格 (元/吨)	2024E煤炭分部归 母净利润（亿元）	对应2025E较2024E归母净利润变动（亿元）			对应2025E预计煤炭分部归母净利润（亿元）		
电投能源	4,764	257	31	-2	-2	-3	29	28	27
神火股份	656	1114	8	-2	-4	-6	6	4	3

1

**指标对比：业务结构、盈利能力（ROE拆解）、现金及分红对比**

2

**煤炭业务对比：如果煤价下跌，电投能源煤炭分部韧性更佳**

3

**电解铝业务对比：如果铝价上涨，神火股份业绩增厚更佳**

4

**第三业务对比：电力业务对电投能源业绩贡献可观**

5

**投资建议及风险提示**

### 3.1 电解铝产能—电投能源：公司核定年产能86万吨，预计2025年仍有35万吨产能增量

◆ 现有电解铝产能86万吨/年，2025年预计35万吨增量年产能投产。公司电解铝业务经营主体为控股子公司霍煤鸿骏，持股比例51%，拥有年产能86万吨的电解铝生产线，配套自备火电厂180万千瓦、风电90万千瓦、光伏15万千瓦，自备电厂发电均用于电解铝生产使用。霍煤鸿骏扎铝二期有35万吨电解铝规模正在开展前期工作，二期项目补充电力来源涵盖配套的65万千瓦风电等，届时公司电解铝总产能将达到121万吨/年，权益产能达到62万吨/年。

图表：电投能源电解铝相关产能

公司	地区	产品	持股比例	核定产能（万吨）	权益产能（万吨）	状态
霍煤鸿骏	内蒙古霍林郭勒市	电解铝	51%	86	44	在产
霍煤鸿骏	内蒙古霍林郭勒市	电解铝	51%	35	18	在建
合计			51%	121	62	

### 3.1 电解铝产能—神火股份：核定年产能电解铝170万吨，阳极炭块40万吨年产能在建

- ◆ 公司拥有电解铝产能170万吨/年，其中新疆煤电80万吨/年，云南神火90万吨/年。截至2024年6月30日，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90万吨/年）、权益为132万吨/年，新疆配套1400MW自备电厂机组和40万吨/年阳极炭块，云南神火电解铝项目已于2022年4月底达产，有40万吨阳极炭块产能在建。

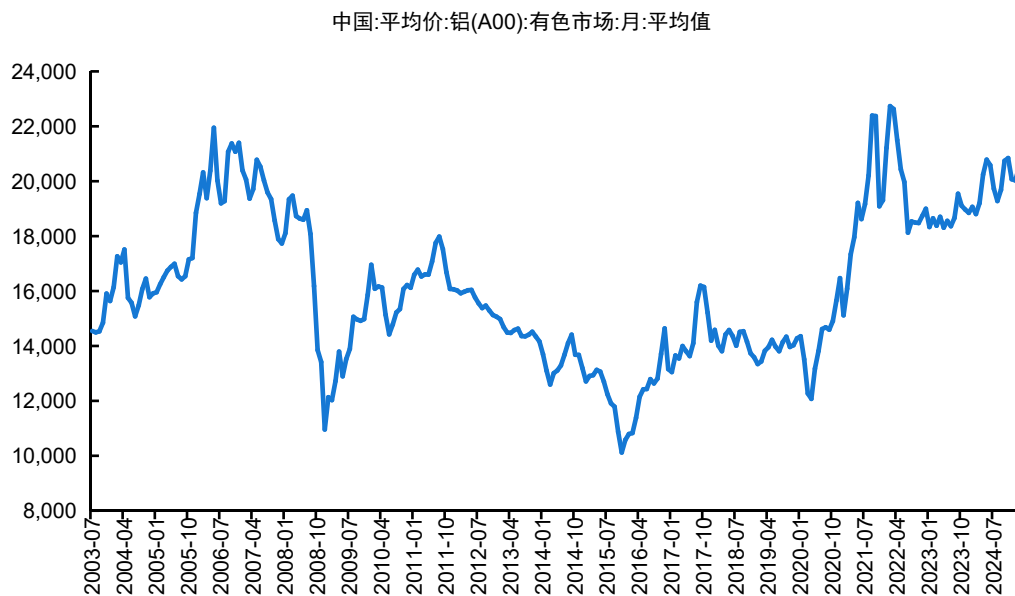
图表：神火股份电解铝相关产能

公司	地区	产品	持股比例	核定产能（万吨）	权益产能（万吨）	状态
新疆神火	新疆昌吉	电解铝	100%	80	80	在产
云南神火	云南文山	电解铝	58.3%	90	52	在产
合计			77.9%	170	132	
新疆神火	新疆昌吉	电力	100%	1400MW	1400MW	在产
合计			100%	1400MW	1400MW	
新疆炭素	新疆昌吉	阳极炭块	100%	40	40	在产
合计			100%	40	40	
云南神火	云南文山	阳极炭块	58.3%	40	40	在建

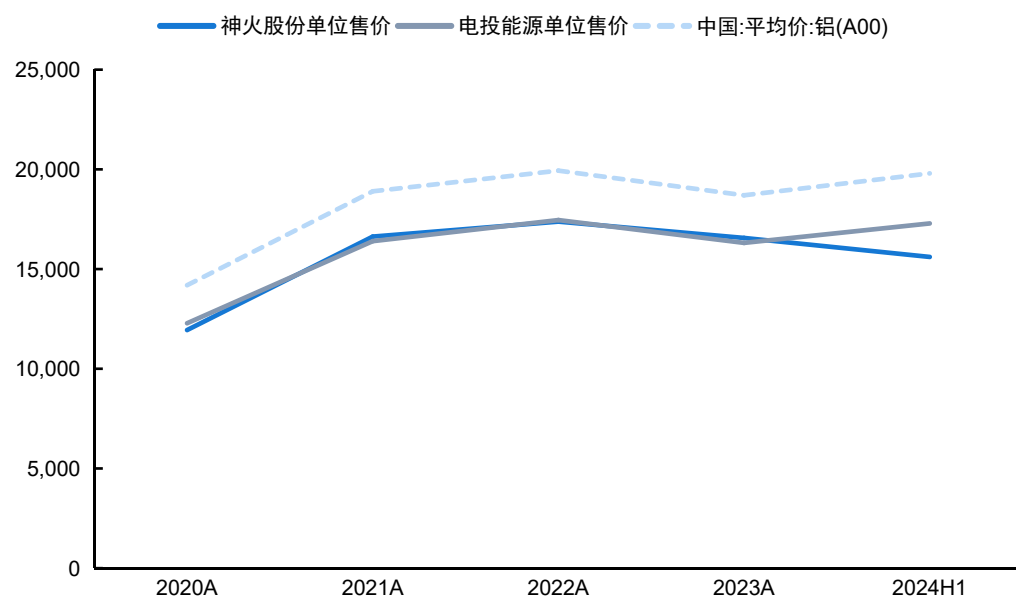
### 3.2 电解铝价格：单位铝售价随行就市，2023年以来电解铝紧供给下景气持续上行

- ◆ 两家公司铝产品定价均随行就市，受益铝价高景气。
- ◆ 以电投能源为例，公司铝锭具体定价模式为：长江现货月均价（上月26日至当月25日）-销售费用+运输费用。2023年以来，受益于电解铝紧供给，铝价呈现上涨趋势，截至2025年2月19日，电解铝价格实现20620元/吨，公司电解铝板块业绩弹性有望显著放大。

图表：2023年开始电解铝价格逐步抬升（元/吨）



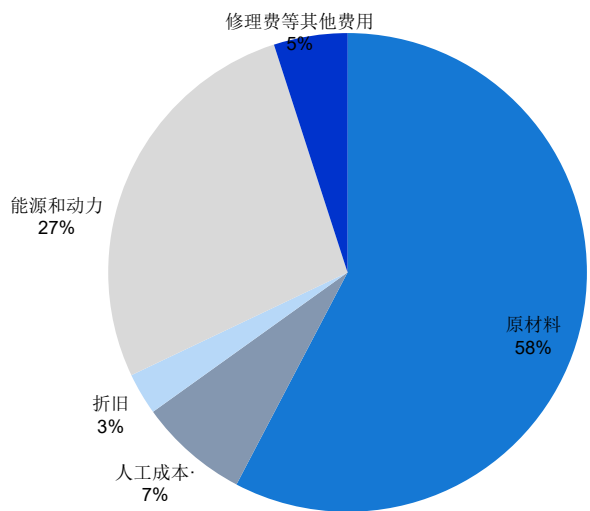
图表：公司电解铝单位售价跟随电解铝市场价同步波动（元/吨）



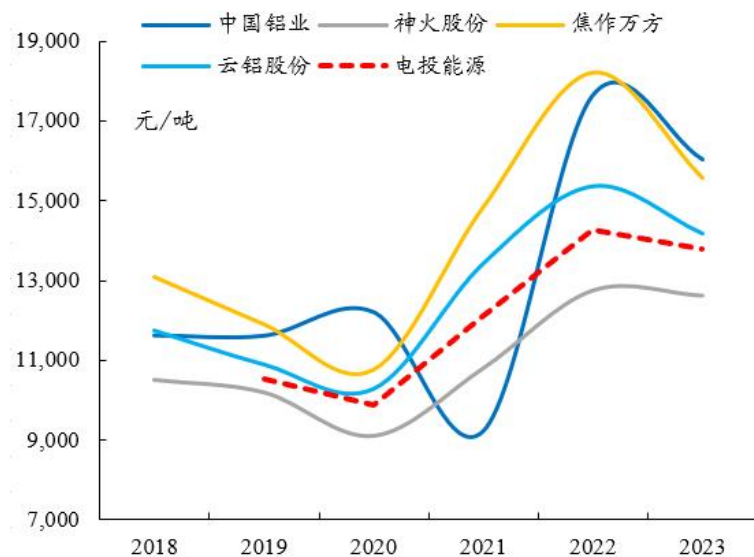
### 3.3 电解铝成本—电投能源：自备电造就低成本，公司盈利位于行业前列

- ◆ **自供电保障产量稳定释放，凸显电力成本优势，打造电解铝高盈利。**公司电解铝用电基本来自自备电及新能源发电，自供电彰显成本优势。电解铝生产成本中，约50%为氧化铝、阳极碳块等原材料，约35%为电力成本。一般而言，行业内铝企在原材料成本方面不具较大差异，能源成本方面根据电力来源的不同会有一定差距。霍煤鸿骏自备电厂所需煤炭主要来自于公司自供，选址靠近煤炭主产地，可充分享受低价坑口煤炭带来的成本优势。
- ◆ 2023年公司电解铝吨铝成本13783元/吨，其中能源动力成本3721元/吨，仅占比27%。自备电厂的低成本效应推升电解铝业务的盈利能力，公司2023年吨铝毛利2529元/吨，电解铝毛利率15.5%，在行业内具有相对优势。2024H1，吨毛利增至4290元/吨，毛利率升至24.8%，测算吨铝税后净利润升至2838元/吨。

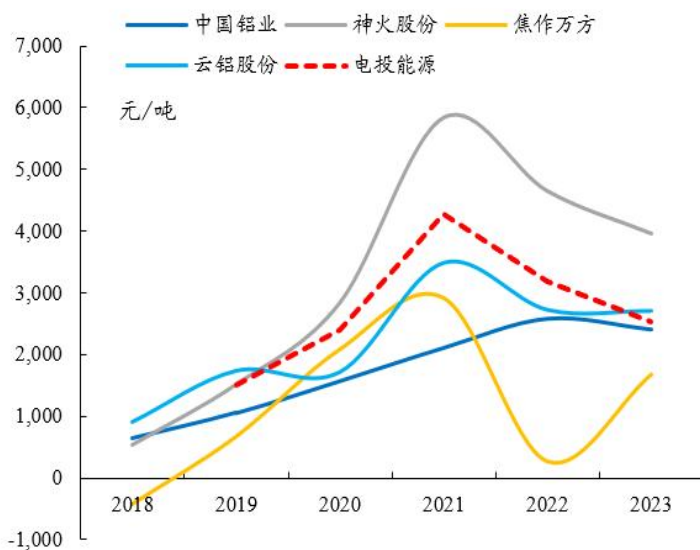
图表：2023年公司吨铝成本中电力占比约27%



图表：公司吨铝成本在行业内具备相对优势



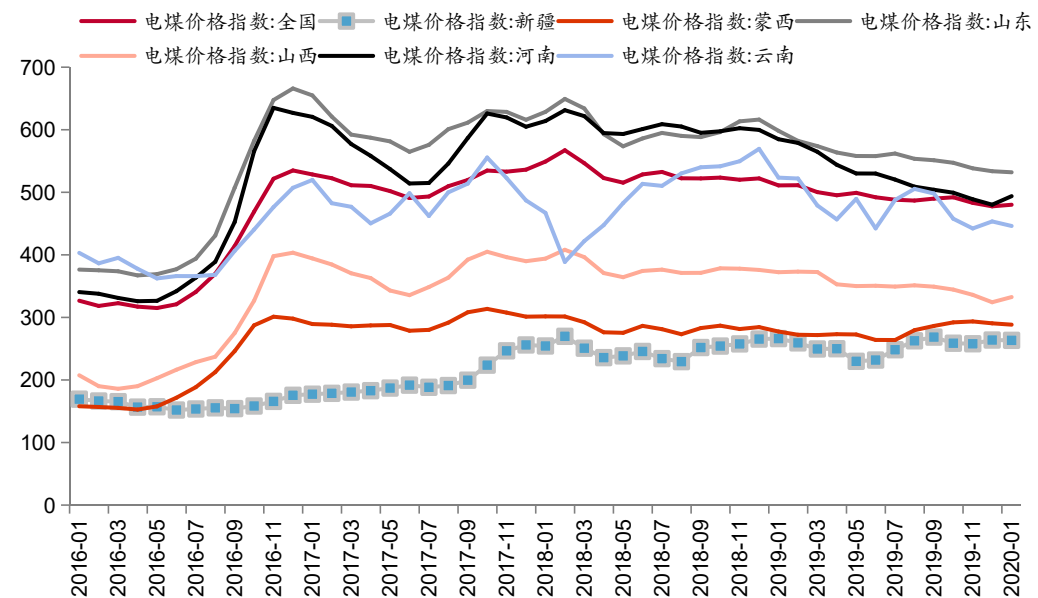
图表：公司吨铝毛利在行业排名前列



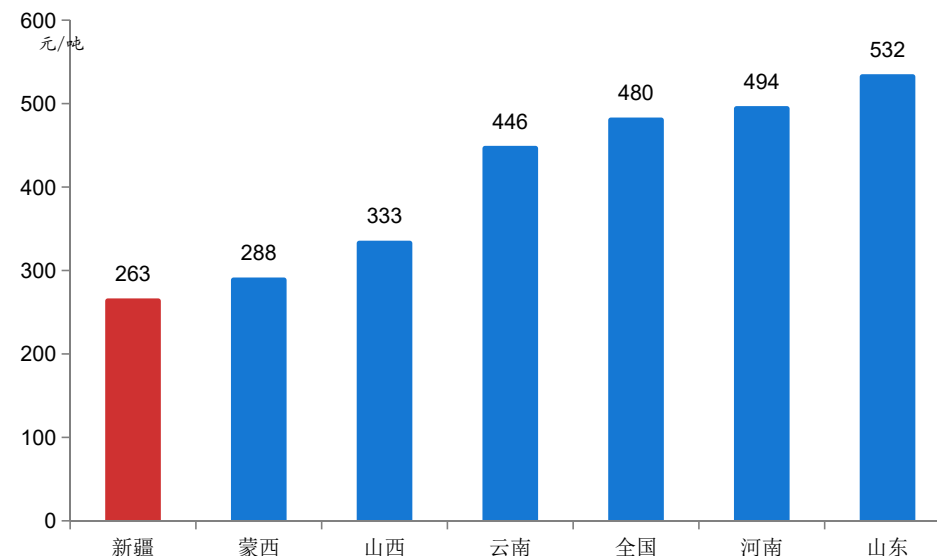
### 3.3 电解铝成本—神火股份：先看新疆神火，新疆显著的用电成本优势+上游自给率高

- ◆ **上游自给率高：**新疆地区电力基本全部自足。根据行业普遍规律，生产1吨电解铝大约需要2吨氧化铝，新疆地区的氧化铝全部需要外采。生产1吨电解铝大约需要13700/13800度电，新疆地区4\*350MW自备电厂机组，年发电7000-8000小时，年发电量111.99亿度，新疆地区电解铝产量80万吨，需要电量约110亿度，新疆地区发电量完全能够自足。新疆地区阳极炭块100%自给。同时，生产1吨电解铝需要0.46/0.47吨的阳极炭块，新疆地区在产产能80万吨，碳素厂具备40万吨阳极炭块，完全内供。
- ◆ **新疆地区电解铝资产具有非常强的用电成本优势。**新疆神火受益于当地低煤价优势，用电成本非常具有强力的竞争优势。2020年年初，新疆地区平均电煤价格指数为263元/吨，低于蒙西（288元/吨）、山西（333元/吨）等主产区，更低于河南（494元/吨）、山东（532元/吨）等地，仅为全国平均电煤价格指数480元/吨的55%，具有非常强的成本优势。根据公司2022年10月份投资者交流公开纪要显示，新疆煤电的用电价格为0.23-0.24元/kwh，1300-1400元/吨的物流成本折算后大约为0.1元的电力成本。

图表：新疆地区具有显著的用电成本优势



图表：新疆电煤价格指数仅为全国55% (2020M1)



### 3.3 电解铝成本—神火股份：再看云南神火，低成本优势明显，盈利能力较强

- ◆ **公司于云南神火拥有权益产能52万吨/年。**2018年公司与神火集团以及文山州财信实业投资有限公司共同出资设立云南神火。其中，公司持股云南神火58.25%股权，神火集团持股30.20%，文山州财信实业投资有限公司持股8.25%。截至2024年6月，公司在云南地区的电解铝产能90万吨，按照持股比例计算公司拥有权益产能为52万吨/年。
- ◆ **云南神火电解铝项目再氧化铝资源方面具有显著的区域优势。**氧化铝是电解铝的主要原材料，公司云南项目上游靠近广西百色氧化铝主产区，广西的氧化铝企业主要集中于百色市；下游方面，靠近广东、东南亚等产业链集群区域，有运输成本优势。2020年8月，公司公告称拟参股龙州铝业，交易完成后将拥有36%股权，成为第一大股东。龙州铝业氧化铝设计产能为100万吨/年，此次参股有利于公司重新布局上游氧化铝产业，减少公司电解铝成本受上游产品价格波动的影响。
- ◆ **云南水电具备低成本+碳成本优势。**云南地区水电资源丰富，水电不但具有低成本优势也具有绿色环保优势。2018年4月28日，公司与文山城投签署《建设云南水电铝材一体化项目的合作协议》，双方签订在每期项目建设期及投产后5年内水电电价按照0.25元/度执行，第六年期逐年增加1.0分/度，直至0.3元/度封顶，这具有明显的电力成本优势。而在2022年四季度起，由于当地政府不可抗力变动影响，云南电价上述优惠政策取消，但云南电价仍具备价格优势，根据慧联售电统计，2024年，全国代购电均价为0.4019元/千瓦时，21省高于均价，云南省2024年代购电均价为0.2557元/千瓦时，较全国均值处于较低水平。根据公司2022年10月份公开披露的投资者交流纪要来看，云南地区每年12月至次年4月（5个月）是枯水期，5月和11月是平水期（2个月），6月至10月（5个月）是丰水期。枯水期用电成本约为0.45-0.46元/度，丰水期用电成本约为0.33-0.34元/度，平水期用电成本介于二者之间。同时，2024年9月10日，生态环境部发布关于公开征求《全国碳排放权交易市场覆盖水泥、钢铁、电解铝行业工作方案（征求意见稿）》，随着碳交易的推进，云南水电带来的绿色优势将逐步凸显。（假设水电生产1吨电解铝平均碳排放量较火电电解铝平均碳排放量少11.2吨，根据北京、上海、广东省碳排放权2024年成交均价为78元/吨，预计水电铝平均碳成本较火电铝能够节省约874元/吨）

### 3.4 电解铝分部归母净利润拆分

- ◆ 经测算，电投能源2024H1吨铝毛利4290元/吨，吨铝税后净利润2838元/吨；毛利率25%，销售净利率16%。
- ◆ 经测算，神火股份2024H1吨铝毛利4058元/吨，吨铝税后净利润2389元/吨；毛利率26%，销售净利率15%。
- ◆ 电解铝总结来看，产能方面，电投能源仍有增长空间，神火股份中短期内较为稳定；定价机制方面，两家公司都是随行就市；成本方面，都具备用电方面较大优势；2024上半年，两家公司电解铝业务毛利率和净利润率水平接近，都是行业内头部水平。

图表：电投能源电解铝分部吨归母净利润拆分

	2022A	2023A	2024H1
产量（万吨）	86	88	45
销量（万吨）	86	88	45
吨铝销售价格（元/吨）	17457	16312	17286
吨铝总成本（元/吨）	15332	14744	13926
吨铝营业成本（元/吨）	14267	13783	12995
吨铝毛利（元/吨）	3190	2529	4290
毛利率（%）	18%	16%	25%
吨铝税前净利润（元/吨）	2125	1568	3360
所得税率	16%	14%	16%
吨铝所得税（元/吨）	334	223	522
吨铝税后净利润（元/吨）	1791	1345	2838
净利率（%）	10%	8%	16%
权益占比	51%	51%	51%
税后净利润（百万元）	1543	1180	1270
铝分部归母净利润（百万元）	787	602	648

图表：神火股份电解铝分部吨归母净利润拆分

电解铝	2022A	2023A	2024H1
电解铝产量（万吨）	164	152	75
电解铝销量（万吨）	163	153	75
吨铝销售价格（元/吨）	17379	16561	15608
吨铝总成本（元/吨）	13572	13336	12502
吨铝营业成本（元/吨）	12739	12608	11550
吨铝毛利（元/吨）	4640	3953	4058
吨铝毛利率（%）	27%	24%	26%
吨铝税前净利润（元/吨）	3807	3225	3106
所得税率	20%	18%	23%
吨铝所得税（元/吨）	744	565	718
吨铝税后净利润（元/吨）	3063	2661	2389
净利率（%）	18%	16%	15%
权益占比	78%	78%	78%
税后净利润（百万元）	4981	4064	1790
铝分部归母净利润（百万元）	3880	3166	1395

### 3.5 不同铝价假设下的业绩测算——神火股份在铝价上涨阶段业绩增厚更多

- ◆ 铝价上涨过程中，神火股份的业绩增厚更多。我们中性假设2025年铝价均价为21000元/吨，氧化铝均价为3500元/吨。由于神火股份的电解铝销量基数更大，在铝价上涨、氧化铝价格回落中，所享受的业绩增厚更多。预计在中性假设下，2025E神火股份、电投能源归母净利润分别较2024年提升19亿元、8亿元至50亿元、17亿元。

图表：不同铝价场景下，两家公司业绩增量测算

			铝价及氧化铝价假设					
2025E铝价假设（元/吨）			20000	21000	22000	20000	21000	22000
较2024年，假设对应铝价售价变化（元/吨）			69	954	1839	69	954	1839
2025E氧化铝均价假设			3500	3500	3500	3500	3500	3500
较2024年，假设对应的氧化铝售价变化对应的单吨成本变化（元/吨）			-970	-970	-970	-970	-970	-970
简称	2025年预计权益销量（万吨）	2024E归母净利润（亿元）	对应2025E较2024E电解铝归母净利润增厚（亿元）			对应2025E电解铝分部归母净利润（亿元）		
神火股份	132	31	10	19	28	41	50	59
电投能源	46	10	4	8	11	14	17	21

1

**指标对比：业务结构、盈利能力（ROE拆解）、现金及分红对比**

2

**煤炭业务对比：如果煤价下跌，电投能源煤炭分部韧性更佳**

3

**电解铝业务对比：如果铝价上涨，神火股份业绩增厚更佳**

4

**第三业务对比：电力业务对电投能源业绩贡献可观**

5

**投资建议及风险提示**

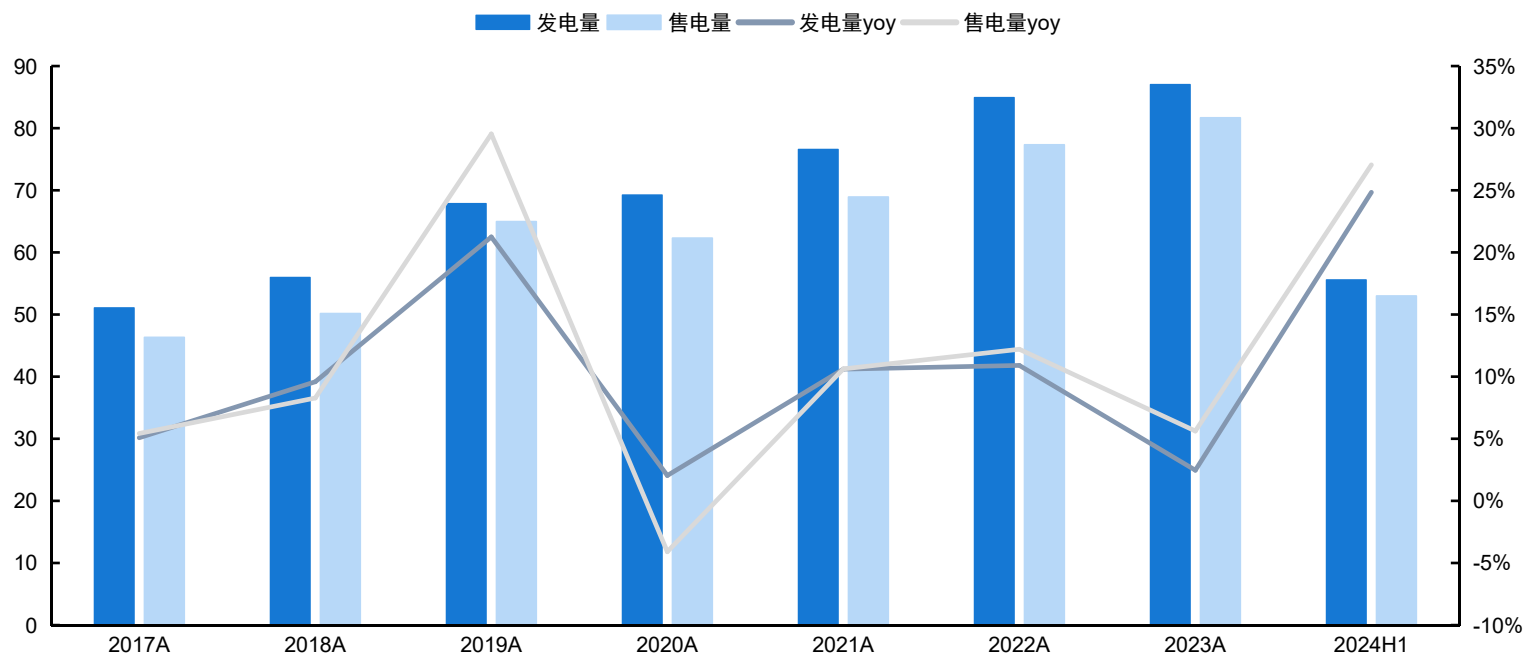
- ◆ **背靠国电投集团，布局新能源根基深厚。**公司控股股东是中电投蒙东能源集团（截至2024年9月，持股比例55.77%），隶属于国内五大发电集团之一的国电投集团。国电投集团是国内第一家拥有水电，火电，核电和新能源资产的综合能源集团，多年以来大力布局风电与光伏项目，在新能源发电板块根基深厚。根据国电投官网数据，截至2024年2月底，总装机2.38亿千瓦，其中清洁能源装机占比69.98%，光伏发电总装机3805万千瓦，位居全球第一（2020年数据），形成了酒泉、共和、格尔木、哈密、盐城等大型能源基地，资产主要分布在中国青海、新疆、河北、江苏、甘肃等30个省区。
- ◆ **国电投集团旗下共有6家上市公司，其中5家涉及发电业务，包括中国电力（2380.HK）、上海电力（600021.SH）、吉电股份（000875.SZ）、电投产融（000958.SZ）、电投能源（002128.SZ）。**除电投能源外，前四者也均布局有大量风光电新能源装机项目。从新能源项目区域分布来看：中国电力作为国内新能源装机龙头，项目在全国范围内布局；上海电力、吉电股份、东方能源的新能源项目分别主要分布于华东地区、东北地区、京津冀地区；电投能源则主要分布于内蒙古地区。
- ◆ **背靠国电投集团央企背景，公司在新能源项目资源获取与核准、装机建设并网等多方面具备得天独厚的资源优势。**一方面，公司立足于内蒙古主阵地，是国电投集团内布局内蒙古地区风光电项目的主要平台；另一方面，借助国电投集团在全国范围内的广泛布局，公司顺利借势走出内蒙，进一步扩大装机区域范围，打开未来成长空间。

- ◆ **发力布局新能源转型，装机增量明显提速。**自2014年以来，公司持续积极拓展新能源业务，在风电及光电领域均规划布局有装机增量。近两年内部分风光电机组陆续投产并网，公司新能源装机量实现快速扩张，根据我们对公司公告统计，截至2024年末，公司拥有新能源装机455万千瓦，另有在建项目装机量约23万千瓦，规划项目装机量为447万千瓦。合计来看，公司共有在运、在建及规划项目装机量为925万千瓦。
- ◆ **从区域性来看，公司新能源机组项目建设主要集中在内蒙古地区，2021年以来，公司开始积极布局省外项目，拟建项目涉足陕西、山西、山东等地，区域更为广泛。**
- ◆ **内蒙古风光资源丰富。**内蒙古是我国风能资源最丰富的省区，且地形平坦，没有破坏性风速，是我国连成一片的最大风能资源区。根据北极星电力网数据，内蒙古风能总储量8.9亿千瓦，技术可开发容量1.5亿千瓦（2011年数据），占全国陆地风电可开发容量的50%，有利于风电的大规模开发。其中，内蒙古东部地区是国家规划的八个千万千瓦级风电基地之一。同时，内蒙古光资源同样充沛，根据北极星电力网数据，太阳能年总辐射量在1342~1948kWh/m<sup>2</sup>之间，年日照时数在2600~3400h之间，是全国高值地区之一。

## 4.1 第三业务—电投能源电力业务：2024H1公司发电/售电实现同比+25%/+27%

- ◆ 公司电力业务中火电经营主体为全资子公司通辽霍林河坑口发电公司，拥有2×600MW煤电机组，是东北电网直调火电厂主力调峰机组。公司火电机组属于坑口电厂，煤矿产出原煤经皮带输送直接运入电厂储煤仓，煤电联营模式充分受益坑口煤炭自供所带来的稳价优势，在市场煤炭价格涨幅较大的情况下，发电成本仍得到有效控制。
- ◆ 随着2023年锡盟阿巴嘎旗别力古台500MW风力发电项目（持股100%）、国家电投上海庙至山东特高压外送通道阿拉善基地400MW风电项目（持股90%）、内蒙古霍煤鸿骏电力分公司火电灵活性改造促进市场化消纳新能源试点项目300MW风电项目（持股51%）、通辽市青格洱新能源有限公司100万千瓦风电外送项目（持股51%）等并网，2024年公司发售电量加速上涨，2024H1公司发电/售电量实现56亿度电/53亿度电，分别同比去年+25%/+27%。

图表：公司发/售电量（亿度）情况



## 4.1 第三业务—电投能源电力业务：煤电、新能源分部归母净利润拆分

假设：

- (1) 营业收入及成本使用合并抵消前数据，收入占比根据合并抵消后数据计算；
  - (2) 假设煤炭分部承担全部资源税，其余税金及附加按营收占比分配；
  - (3) 期间费用按照收入占比平摊计算（测算可能存在误差）。
- ◆ 经测算，2024年H1公司煤电、新能源分部度电毛利大约在0.12元/度、0.15元/度，毛利率分别为33%、55%；测算对应度电税后净利润在0.09元/度、0.11元/度，净利率分别为23%、42%，归母净利润分别为2.0亿元、2.75亿元。
  - ◆ 考虑内蒙古地区电价小幅回落，经测算，预计2025E公司火电归母净利润为3亿元左右、新能源发电归母净利润为6亿元左右。

图表：电投能源煤电分部度电归母净利润拆分

煤电	2022A	2023A	2024H1
煤电发电量（亿千瓦时）	59.6	56.1	24.8
煤电售电量（亿千瓦时）	52.3	51.1	22.6
度电销售价格（元/度）	0.37	0.36	0.38
度电总成本（元/度）	0.28	0.29	0.27
度电营业成本（元/度）	0.26	0.27	0.25
度电毛利（元/度）	0.11	0.09	0.12
毛利率（%）	29%	25%	33%
度电税前净利润（元/度）	0.08	0.07	0.10
所得税率	16%	14%	16%
度电所得税（元/度）	0.01	0.01	0.02
度电税后净利润（元/度）	0.07	0.06	0.09
税后净利润（百万元）	365	292	196
净利率（%）	19%	16%	23%
权益占比	100%	100%	100%
煤电分部归母净利润（百万元）	365	292	196

图表：电投能源绿电分部度电归母净利润拆分

新能源	2022A	2023A	2024H1
新能源发电量（亿千瓦时）	25.3	31.0	30.7
新能源售电量（亿千瓦时）	25.0	30.6	30.4
度电销售价格（元/度）	0.33	0.32	0.27
度电总成本（元/度）	0.17	0.17	0.14
度电营业成本（元/度）	0.15	0.15	0.12
度电毛利（元/度）	0.18	0.17	0.15
毛利率（%）	55%	54%	55%
度电税前净利润（元/度）	0.16	0.15	0.13
所得税率	16%	14%	16%
度电所得税（元/度）	0.03	0.02	0.02
度电税后净利润（元/度）	0.14	0.13	0.11
税后净利润（百万元）	344	395	344
净利率（%）	41%	41%	42%
权益占比	80%	80%	80%
新能源分部归母净利润（百万元）	275	316	275

## 4.2第三业务—神火股份铝箔业务：逐步扩容，电池级铝箔增长空间大

- ◆ **铝箔业务逐步扩容，截至2024年6月公司拥有核定铝箔在产产能14万吨/年、在建产能11万吨/年。**公司于2003年开始组建铝箔业务团队（上海神火铝箔有限公司），初期产能2.5万吨，2006年开始试生产，2012年实现满产盈利。截至2024年6月，公司具备规划铝箔产能25万吨，其中神火新材主要生产高精度电子电极铝箔，拥有产能11.5万吨，上海铝箔主要生产食品铝箔、医药铝箔，拥有产能2.5万吨，以及云南新材另有11万吨产能在建，截至2024年7月，一期坯料项目已开工建设，二期电池箔项目将根据市场情况择机建设。另外通过阳光铝材生产铝箔坯料，截至2024年6月末，拥有年产能15.5万吨。

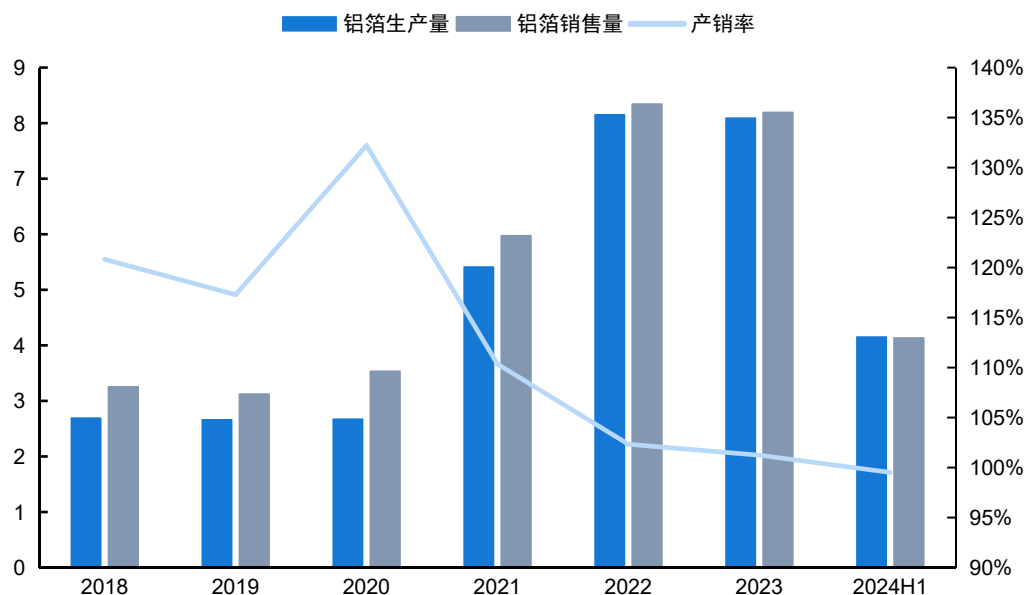
图表：神火股份铝箔业务产能图

公司	地区	产品	持股比例	核定产能（万吨）	权益产能（万吨）	状态
上海铝箔	上海	铝箔	100%	2.5	2.5	在产
神火新材料	河南商丘	铝箔	80.2%	5.5	4.4	在产
神火新材料	河南商丘	铝箔	80.2%	6	4.8	在产
云南新材料	云南文山	铝箔	80.2%	11	8.8	在建
合计			82.2%	25.0	20.6	

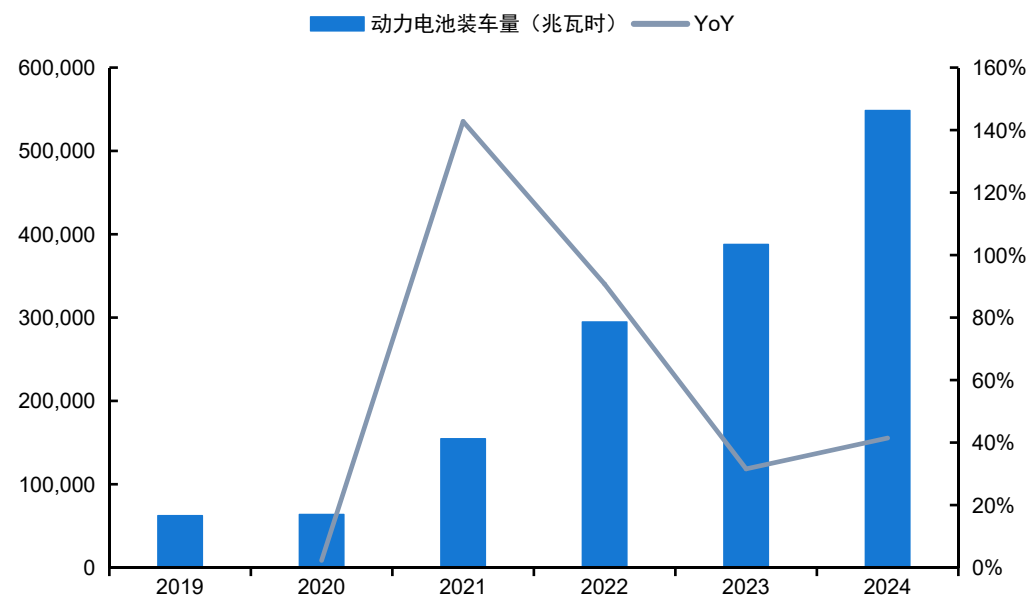
## 4.2第三业务—神火股份铝箔业务：逐步扩容，电池级铝箔增长空间大

- ◆ **2018-2024H1公司铝箔产销整体稳定，新能源动力电池材料项目投产，逐步贡献业务增量。** 2018-2023年，公司铝箔产量从2.69万吨提升至8.09万吨。2024H1，公司生产铝箔4.15万吨，同比-1.2%，销售铝箔4.13万吨，同比增长7.3%，整体来看公司铝箔产销稳定，2018-2024H1公司铝箔产销率维持在100%-132%区间波动。2024年8月底，神火新材二期年产6万吨新能源动力电池材料项目全部投产。云南11万吨铝箔项目在建，聚焦动力电池用电池箔、双零包装箔及单零包装箔的生产。
- ◆ **下游新能源动力电池装车持续高景气度，公司增量产能不愁消纳问题。** 近年来新能源汽车加速普及，促进动力电池装车量的快速增长。全国动力电池装车量2020年为63,638兆瓦时，2024年增长至548,400兆瓦时，CAGR71%。步入2025年，1月动力电池装车量仍能保持20%同比增速，需求景气延续，叠加公司2018-2024H1产销率都维持在100%以上，我们认为公司的增量铝箔产能预计不愁消纳问题。

图表：公司2018-2024H1铝箔产销及产销率（万吨）



图表：下游新能源动力电池装车量及同比增速



1

**指标对比：业务结构、盈利能力（ROE拆解）、现金及分红对比**

2

**煤炭业务对比：如果煤价下跌，电投能源煤炭分部韧性更佳**

3

**电解铝业务对比：如果铝价上涨，神火股份业绩增厚更佳**

4

**第三业务对比：电力业务对电投能源业绩贡献可观**

5

**投资建议及风险提示**

- ◆ 投资建议：考虑电投能源煤炭长协稳定，铝价上涨亦能够贡献弹性，煤、电、铝产能未来都有增量，维持“买入”评级；神火股份铝权益销量高，更加充分受益于铝价上涨、氧化铝价下降带来的业绩增量，维持“买入”评级。

- ◆ 1) 煤、铝等价格波动超预期风险。宏观经济变动、生产经营、进出口政策带来的供给扰动均将构成煤、铝等价格波动超预期风险。
- ◆ 2) 氧化铝、电力等原材料成本波动风险。受行业供需变化影响，上游成本项存在价格波动风险。
- ◆ 3) 在产项目开工不及预期风险。受行业监管变化、自然天气变化等影响，在产项目开工或有不及预期风险。
- ◆ 4) 规划项目建设及投产不及预期风险。受价格变化扰动、成本变化扰动、项目资金情况扰动等影响，存在规划项目建设、投产时间不及预期风险。
- ◆ 5) 基于部分假设下测算或有误差，以实际为准。

## 能源开采小组介绍

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，8年以上行业经验  
王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验  
张益，能源开采行业研究助理，伦敦国王学院银行与金融硕士，2年期货行业研究经验

## 分析师承诺

陈晨，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 能源开采研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号  
腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597