下载日志已记录，仅供内部参考

公司研究 公司深度报告 开源证券 证券研究报告

神火股份（000933.SZ）

煤铝共振景气上行，铝箔扩产持续成长

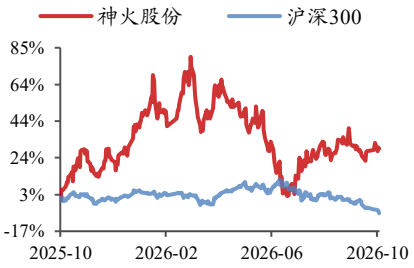
2026 年 10 月 14 日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

日期	2026/10/14
当前股价(元)	26.55
一年最高最低(元)	39.48/20.74
总市值(亿元)	597.11
流通市值(亿元)	596.73
总股本(亿股)	22.49
流通股本(亿股)	22.48
近 3 个月换手率(%)	137.14

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《铝煤双轮驱动盈利高增，铝箔业务成长空间持续打开—公司信息更新报告》-2026.7.28

《铝量价齐升煤边际改善，高分红价值凸显—公司信息更新报告》-2026.3.25

《Q3 电解铝利润弹性充分释放、煤炭板块筑底回升—公司信息更新报告》-2025.10.24

王高展（分析师） wanggaozhan@kysec.cn 证书编号：S0790525070003

王君泽（联系人） wangjunze@kysec.cn 证书编号：S0790126090007

● **煤铝共振景气上行，铝箔扩产持续成长，维持“买入”评级**

公司拥有新疆、云南两大电解铝基地，合计产能 170 万吨/年，低成本电力及炭素配套构筑成本优势；煤炭在产产能 795 万吨/年，盈利修复夯实主业基础。公司持续向高附加值铝加工环节延伸，电池铝箔储备产能 16 万吨/年，有望形成新的业绩增长点。考虑三季度铝价氧化铝剪刀差进一步走阔，同时公司产地煤价提升；我们上调公司盈利预测：预计 2026—2028 年归母净利润分别为 88.84/92.80/96.94 亿元（原盈利预测分别为：87.66/90.79/95.3 亿元），同比分别增长 121.8%/4.5%/4.5%；对应 EPS 分别为 3.95/4.13/4.31 元，当前股价对应 PE 分别为 6.7/6.4/6.2 倍。煤铝业务盈利改善，电池铝箔扩产贡献长期增量，分红预期抬升；维持“买入”评级。

● **铝业务：低成本优势夯实电解铝盈利，铝箔业务向高附加值环节延伸**

国内电解铝产能逼近上限，海外新增产能短期释放仍受项目建设及能源配套约束，供给偏紧格局有望延续；公司新疆、云南两大基地合计具备 170 万吨/年电解铝产能，新疆自备煤电、新能源及阳极炭素配套完善，云南以水电为主，叠加较高的铝水转化率，成本优势突出。供给约束支撑铝价中枢、氧化铝过剩压制原料成本，公司低成本优势有望将较高铝氧价差更充分转化为吨铝盈利，电解铝高盈利具备延续基础。铝箔端，2026H1 销量保持增长，7 月以来电池铝箔加工费回升，下游动力电池需求维持较快增长，同时公司持续推进新增电池铝箔项目，铝箔业务有望由加工费修复向销量及产能增长接力，成为铝业务新的盈利增量。

● **煤业务：冶金用煤产销基本盘稳固，2026Q3 煤价回升或将推动板块盈利修复**

公司煤炭在产产能 795 万吨/年，产品为冶金用煤，其中永城矿区无烟煤作为高炉喷吹煤销售，下游以华东地区钢铁企业为主；许昌矿区贫瘦煤作为炼焦配煤销售，下游以华中地区焦化、钢铁企业为主。公司与大型钢铁企业保持稳定合作，产销规模具备稳定基础。进入三季度，永城无烟煤及许昌贫瘦煤价格继续上涨，冶金用煤价格回升有望带动吨煤利润改善。我们预计 2026H2 公司煤炭销量总体平稳，煤价上涨将成为板块盈利增长的主要驱动，煤炭业务利润有望环比提升。

● **风险提示：**铝价下跌风险；能源价格下跌风险；煤矿安全生产事故风险。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	38,373	41,241	49,251	51,249	53,425
YOY(%)	2.0	7.5	19.4	4.1	4.2
归母净利润(百万元)	4,307	4,005	8,884	9,280	9,694
YOY(%)	-27.1	-7.0	121.8	4.5	4.5
毛利率(%)	21.2	23.4	31.8	31.8	31.7
净利率(%)	11.2	9.7	18.0	18.1	18.1
ROE(%)	18.4	16.2	27.5	23.1	20.0
EPS(摊薄/元)	1.91	1.78	3.95	4.13	4.31
P/E(倍)	13.9	14.9	6.7	6.4	6.2
P/B(倍)	2.8	2.4	1.9	1.5	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

目　录

1、 煤铝业务提质增效，现金回报渐入佳境 4
1.1、 煤炭起家拓展铝业，国资背景下双基地格局成型 4
1.2、 煤铝主业盈利改善，2026H1 业绩加速增长 5
1.3、 资本开支步入低位，降杠杆后股东回报提升可期 6
2、 铝：电解铝盈利高位延续，电池铝箔提供增量空间 8
2.1、 电解铝：低成本优势夯实盈利基础，铝氧价差高位延续 8
2.2、 铝箔：加工费回升改善盈利，新增产能具备下游承接 12
3、 煤炭：资源区位优势稳固基本盘，煤价回升驱动盈利修复 14
3.1、 资源储备充足，区位优势强化煤炭业务竞争力 14
3.2、 无烟煤与贫瘦煤双煤种布局，区域市场优势稳固 16
3.3、 2026Q3 公司产地煤价走强，吨煤盈利有望改善 17
4、 盈利预测与投资建议 18
4.1、 盈利预测 18
4.2、 投资建议 18
5、 风险提示 19
附：财务预测摘要 20

图表目录

图 1： 煤炭起家向铝延伸，新疆云南双基地格局成型 4
图 2： 实控人商丘国资委持有公司 13.22%股份，持股结构清晰（2026H1） 4
图 3： 2026H1 公司营收 247.91 亿元，yoy+21.35% 5
图 4： 2026H1 公司归母净利 47.81 亿元，yoy+151.06% 5
图 5： 2026H1 毛利率升至 36.17%，净利率升至 24.52% 5
图 6： 2026H1 公司毛利率、净利率均处同业中上游 5
图 7： 2026H1 电解铝业务占公司营收 68.78%（亿元） 6
图 8： 2026H1 公司煤、铝业务毛利率双增（%） 6
图 9： 2026H1 公司期间费用率降至 2.16% 6
图 10： 2026H1 公司期间费用率处于同业中等水平 6
图 11： 2026H1 公司资本开支力度降至 0.23 7
图 12： 公司经营现金流充裕，带息负债持续压降 7
图 13： 2026H1 公司账面资金为 115.1 亿元，现金充裕 7
图 14： 公司资产负债率处同业高位，仍有下降空间 7
图 15： 2025 年公司股息率 2.91%，2026 预计 6.73% 8
图 16： 2025 年公司分红比例 44.61% 8
图 17： 2026H1 公司电解铝满产满销，产量 85 万吨 9
图 18： 2026 年 8 月中国铝水转化比例达 77.38% 9
图 19： 2026 年 8 月中国电解铝产能利用率达 99.9% 9
图 20： 预计未来电解铝供需量均将稳步增长（万吨） 9
图 21： 中国电解铝进口依赖度较低（万吨） 10
图 22： 2026H1 公司吨铝利润 9094 元/吨，毛利率 45.33% 10
图 23： 2026H1 公司电解铝毛利率处于同业较高水平 10
图 24： 公司生产基地原材料多为自备资源 11

下载日志已记录，仅供内部参考

图 25: 2026 年新疆、云南工商业购电价优势明显 11
图 26: 铝价上行带动电解铝原料剪刀差走阔(元/吨) 11
图 27: 2025 年公司原材料占电解铝成本 67.4% 11
图 28: 2026 年中国铝土矿进口保持近年高位（万吨） 12
图 29: 几内亚进口铝土矿尚未出现持续回落(万吨) 12
图 30: 2026 年氧化铝产能利用率维持低位（%） 12
图 31: 2026 年氧化铝累库明显（万吨） 12
图 32: 2026H1 公司铝箔销量 5.85 万吨，yoy+17.47% 13
图 33: 2025 年公司铝箔坯料内销比例 47% 13
图 34: 2026H1 公司铝箔收入 18.52 亿元（亿元，元/吨） 13
图 35: 7 月以来铝箔价格逐步回升（元/吨） 13
图 36: 公司电池铝箔或将增至 25.67 万吨/年（万吨/年） 14
图 37: 2026 年 1-8 月中国电池产量累计同比+57% 14
图 38: 公司煤炭基地毗邻华东、华中下游市场，运输半径较短 15
图 39: 2026H1 公司煤炭销量 364.48 万吨，同比-2.22% 16
图 40: 2025 年贫瘦煤销量占比升至 53.64%（万吨） 16
图 41: 2026 年 9 月无烟煤需求平稳，钢厂库存回升 16
图 42: 2026 年 9 月钢厂喷吹煤可用天数低位回升 16
图 43: 2026 年 8 月起贫瘦煤需求走弱，焦化厂库存低位 17
图 44: 2026 年 8 月焦化厂炼焦煤可用天数低位回升 17
图 45: 2026H1 公司吨煤毛利率回升至 23.68% 17
图 46: 2026H1 公司吨煤收入处同业高位，毛利率低位 17
图 47: 2026Q3 公司主要煤种产地价格加速上涨，9 月升至 2024 年来高位（元/吨） 18

表 1: 公司新疆、云南两大电解铝基地一体化布局完成 8
表 2: 公司铝加工产品主要为铝箔与铝箔坯料 13
表 3: 公司储备电池铝箔项目产能合计 16 万吨/年 14
表 4: 公司控制矿井保有资源量 12.91 亿吨，可采储量 6.05 亿吨 15
表 5: 公司盈利大幅增长，估值低于可比公司均值（基准日 2026/10/14） 19

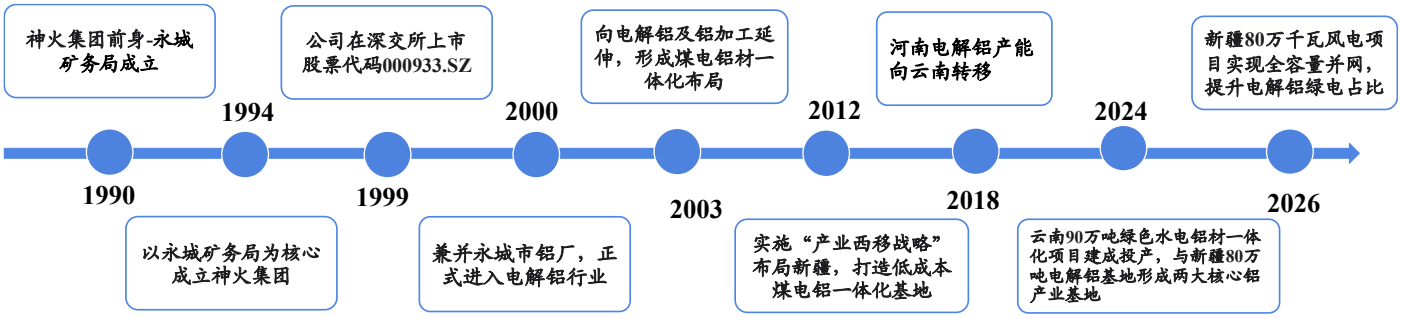
下载日志已记录，仅供内部参考

1、 煤铝业务提质增效，现金回报渐入佳境

1.1、 煤炭起家拓展铝业，国资背景下双基地格局成型

煤炭起家，产业西移推动煤电铝材一体化布局成型。公司前身永城矿务局成立于 1990 年，1994 年以永城矿务局为核心组建神火集团，1999 年神火股份于深交所上市。2000 年公司兼并永城市铝厂，正式进入电解铝行业，并逐步向铝加工延伸。2012 年起，公司实施“产业西移战略”，依托新疆资源优势布局低成本煤电铝一体化基地，并推动河南电解铝产能向云南转移。2024 年云南 90 万吨绿色水电铝项目建成，与新疆 80 万吨煤电铝基地形成两大核心铝产业基地；2026 年新疆 80 万千瓦风电项目全容量并网，顺应“双碳”目标下电解铝行业绿色低碳转型方向，推动公司由低成本煤电铝一体化进一步向绿电铝转型。

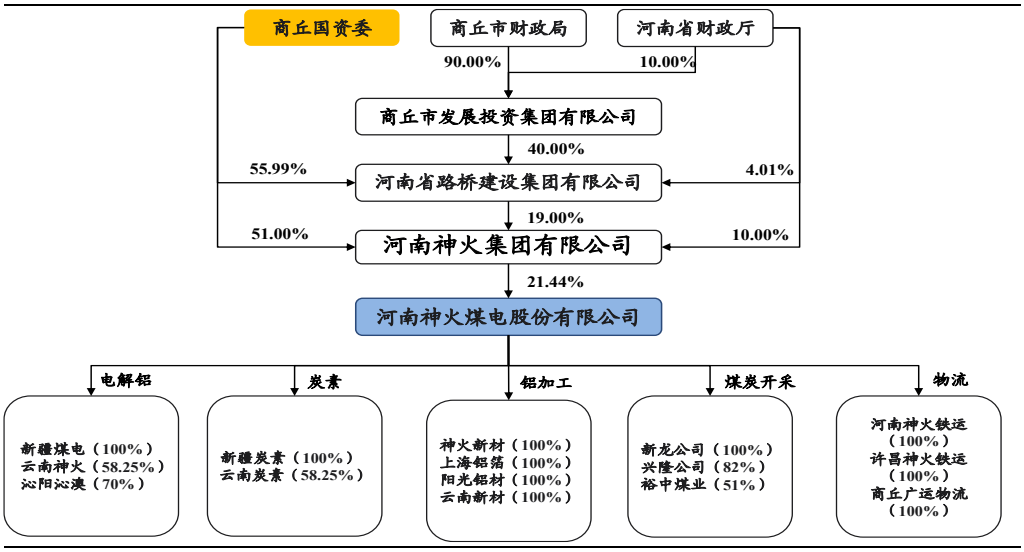
图1：煤炭起家向铝延伸，新疆云南双基地格局成型



资料来源：公司公告、开源证券研究所

背靠商丘市国资委，股权结构稳定，煤铝核心资产布局清晰。公司控股股东为神火集团，直接持有公司 21.44%股权；实际控制人为商丘市国资委，其直接持有神火集团 51.00%股权，并通过河南省路桥间接持股，穿透后合计持有神火股份约 13.22%股权。公司核心资产覆盖煤炭、电解铝及铝加工，其中新疆神火、云南神火分别承载新疆、云南两大电解铝生产基地，煤炭资产主要集中于河南本部，并通过神火新材、上海铝箔等主体向高附加值铝材加工环节延伸。

图2：实控人商丘国资委持有公司 13.22%股份，持股结构清晰（2026H1）



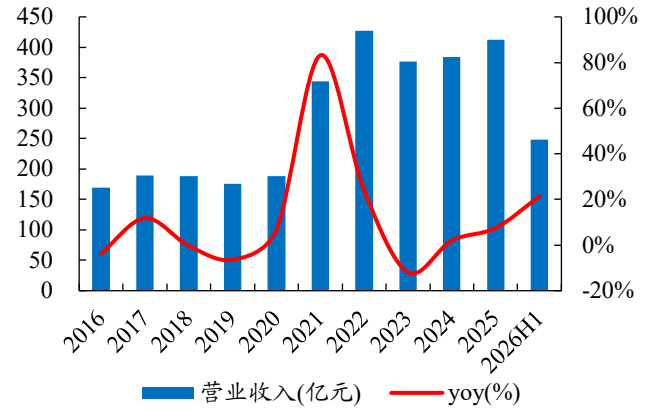
数据来源：Wind、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2、 煤铝主业盈利改善，2026H1 业绩加速增长

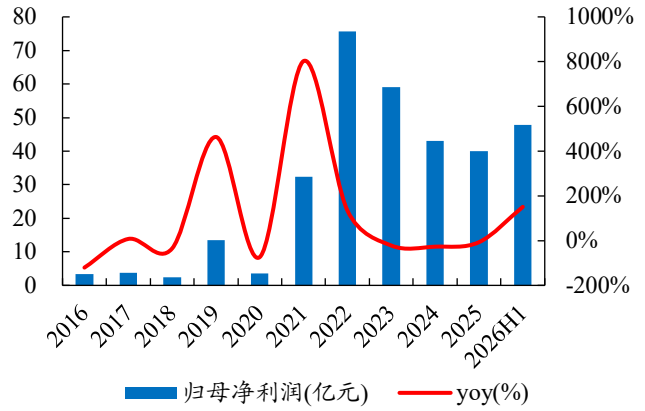
铝价上行驱动盈利弹性释放，2026H1 业绩同比增幅显著。2026H1 公司营收规模随煤铝业务扩张整体抬升，实现营业收入 247.91 亿元，同比增长 21.35%；归母净利润 47.81 亿元，同比增长 151.06%。分季度看，2026Q2 公司营收 123.82 亿元，同比增长 14.69%，环比-0.21%；归母净利润 24.92 亿元，同比增长 108.3%，环比+8.82%。利润增速显著高于收入增速，铝业务带来显著的盈利弹性。2021 年铝价上行阶段营收快速增长至 344.52 亿元，yoy+83.16%，2023 年以来铝价回落亦对盈利形成一定压力；营收保持震荡。2025 年以来铝价中枢重新上移，2026H1 铝价进一步走强，推动电解铝吨盈利改善，公司归母净利润增速显著提升。

图3：2026H1 公司营收 247.91 亿元，yoy+21.35%



数据来源：Wind、开源证券研究所

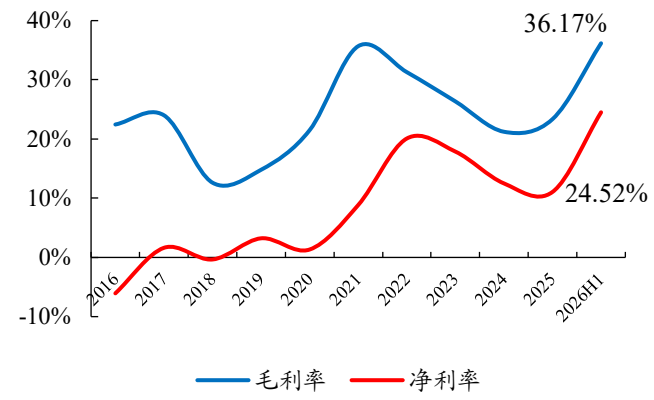
图4：2026H1 公司归母净利 47.81 亿元，yoy+151.06%



数据来源：Wind、开源证券研究所

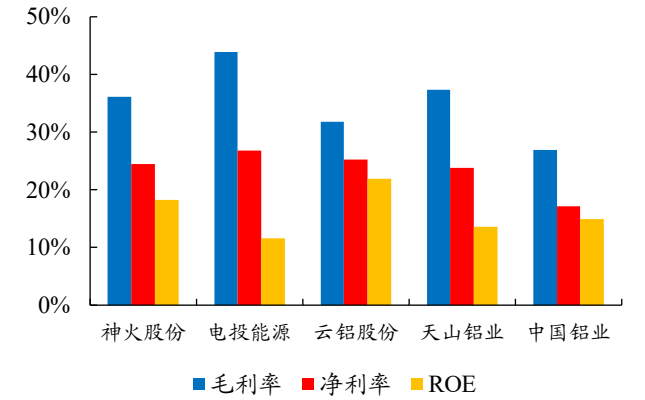
公司盈利能力显著提升，2026H1 毛利率及净利率均升至历史高位。2026H1 公司毛利率、净利率分别升至 36.17%、24.52%，较 2025 年分别提升约 13pct、14pct，盈利水平明显改善。横向对比来看，公司毛利率、净利率均处于可比公司中上水平，ROE 保持较好水平。公司电解铝、煤炭两大核心业务均具备较强盈利能力，同时新疆、云南生产基地持续贡献利润，推动公司整体盈利质量维持较高水平。

图5：2026H1 毛利率升至 36.17%，净利率升至 24.52%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2026H1 公司毛利率、净利率均处同业中上游



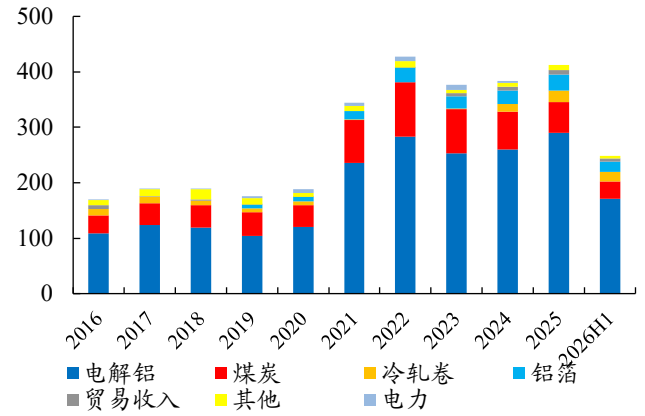
数据来源：Wind、开源证券研究所

电解铝主导收入结构，煤铝业务盈利能力同步回升。2026H1 公司实现业务收入 247.91 亿元，其中电解铝收入 170.51 亿元，占比 68.78%；煤炭收入 31.30 亿元，冷轧卷、铝箔收入分别为 18.06、18.52 亿元，煤铝仍为公司核心业务。2024 年公司转

下载日志已记录，仅供内部参考

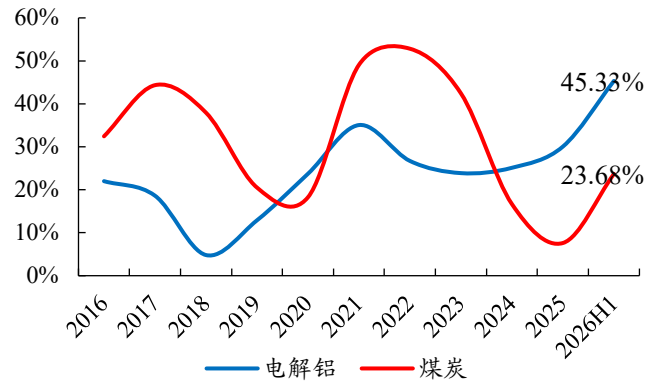
让神火发电 51%股权并失去控制权，河南神火发电及其控股的神火炭素退出合并范围，2025 年起主营构成中不再单列电力收入。盈利端，2026H1 电解铝、煤炭业务毛利率分别升至 45.33%、23.68%，较 2025 年均明显回升，其中收入占比近七成的电解铝业务盈利改善更为显著，放大公司整体盈利弹性。

图7：2026H1 电解铝业务占公司营收 68.78%（亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

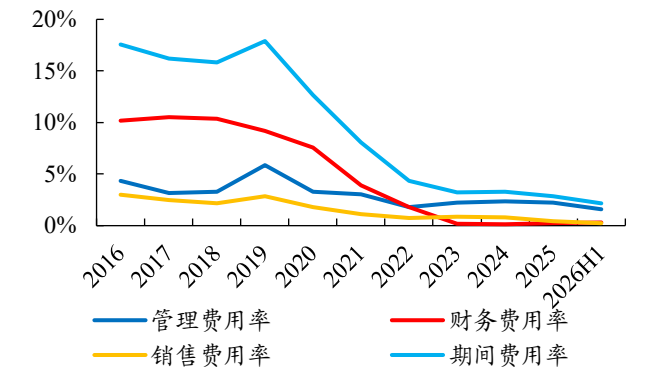
图8：2026H1 公司煤、铝业务毛利率双增（%）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

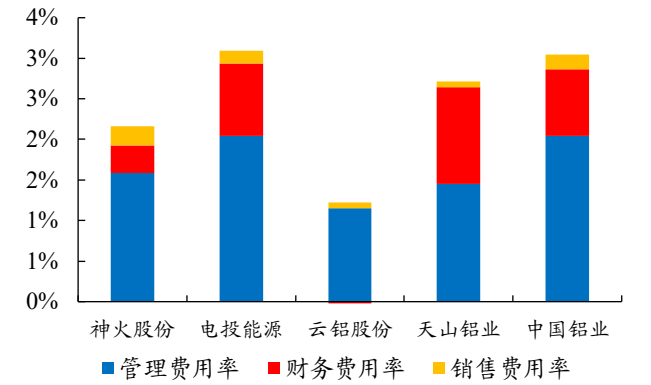
期间费用率持续压降，财务负担明显减轻，费用水平处于同业低位。公司期间费用率由 2019 年的 17.89%持续降至 2026H1 的 2.16%，降幅主要来自财务费用率，后者由 2019 年的 9.16%降至 0.34%；同期管理费用率由 5.87%降至 1.59%，销售费用率长期维持较低水平。费用结构的持续改善，一方面反映公司利息支出等财务负担明显减轻，另一方面随着经营规模扩大，管理费用占收入比重持续下降。横向来看，2026H1 公司期间费用率低于多数可比公司，较低的期间费用减少了毛利向净利润传导过程中的损耗，也是公司净利率高于多数同业的重要支撑。

图9：2026H1 公司期间费用率降至 2.16%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2026H1 公司期间费用率处于同业中等水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

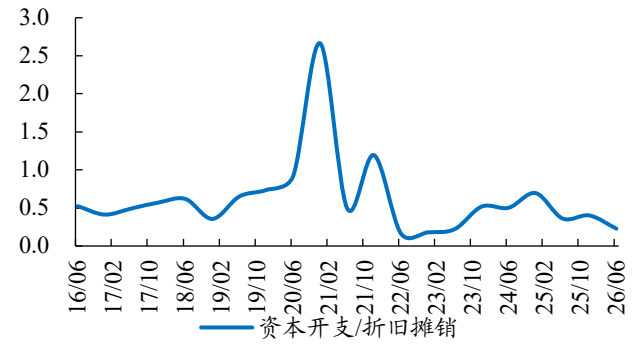
1.3、 资本开支步入低位，降杠杆后股东回报提升可期

资本开支进入低位，现金创造能力增强推动带息负债持续压降。随着前期主要项目陆续建成，公司资本开支强度明显回落，当前资本投入主要集中于矿井技改以及神火新材三期电池箔等项目。整体投资强度较上一轮产能建设明显下降，2026H1 资本开支/折旧摊销降至 0.23。同时，公司经营现金流自 2021 年起明显改善，2021—2025 年分别实现 112.96、140.61、111.90、77.19、87.43 亿元，2026H1 已实

下载日志已记录，仅供内部参考

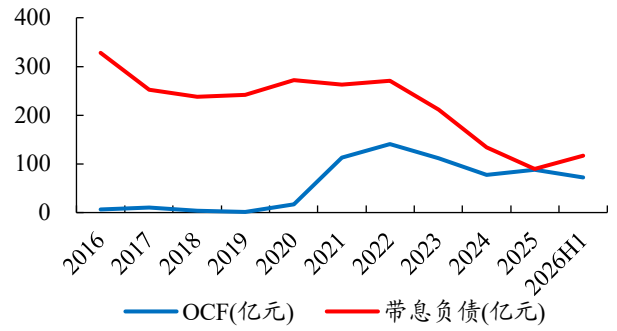
现 72.00 亿元，为 2025 年全年的 82%。充裕的经营现金流与资本开支回落共同带来更大的现金结余空间，公司带息负债由 2016 年的 327.90 亿元持续压降至 2025 年的 89.59 亿元，2026H1 回升至 116.73 亿元，但较 2016 年仍减少 211.17 亿元、降幅达 64.4%。前期重资产投入逐步转化为现金回报，公司用于降债、分红及后续项目建设的资金空间进一步打开。

图11：2026H1 公司资本开支力度降至 0.23



数据来源：Wind、开源证券研究所

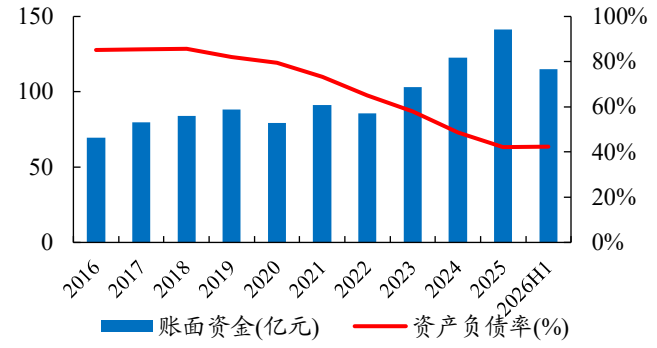
图12：公司经营现金流充裕，带息负债持续压降



数据来源：Wind、开源证券研究所

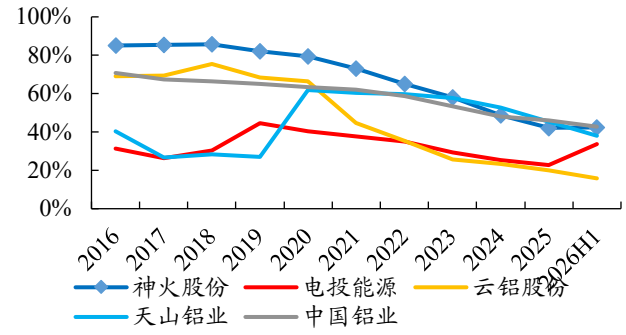
现金持续积累推动杠杆水平下降，资产负债表仍有进一步修复空间。公司账面资金由 2016 年的 69.34 亿元增至 2025 年的 141.51 亿元，2026H1 为 115.10 亿元，现金储备保持充裕；同期资产负债率自 2018 年的 85.69%持续降至 2025 年的 42.19%，2026H1 为 42.32%，较高点下降 43.37pct，前期高杠杆水平已得到明显改善。横向来看，2026H1 公司资产负债率仍处于可比公司较高水平，结合前期资本开支强度下降及现金储备情况，公司仍具备进一步压降负债、优化资本结构的空间。

图13：2026H1 公司账面资金为 115.1 亿元，现金充裕



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：公司资产负债率处同业高位，仍有下降空间

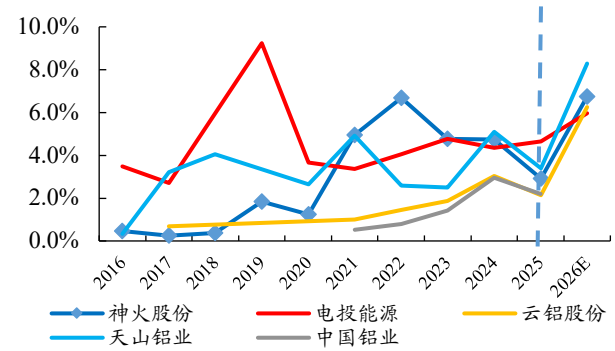


数据来源：Wind、开源证券研究所

当前股息率及分红比例均不突出，股东回报仍有较大提升空间。2025 年公司股息率为 2.91%，处于同业较低水平；同期分红比例为 44.61%，在可比公司中同样不占优势。从现金分配能力看，公司资本开支已进入低位，2026H1 资本开支/折旧摊销仅 0.23，经营现金流达到 72.00 亿元，资本开支需求下降及债务规模压降，公司用于股东回报的现金基础趋于充裕，截至 2026 年 10 月 14 日，我们以各可比公司 2026 年 Wind 一致预测 EPS 为基准，假设各可比公司延续 2025 年分红比例，我们预计公司 2026 年股息率升至 6.78%，较 2025 年明显提升。

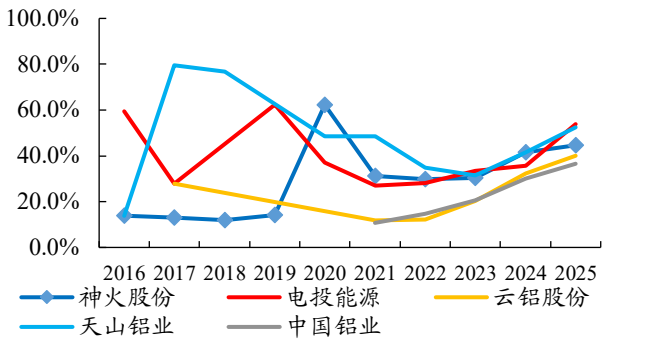
下载日志已记录，仅供内部参考

图15：2025 年公司股息率 2.91%，2026 预计 6.78%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2025 年公司分红比例 44.61%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 铝：电解铝盈利高位延续，电池铝箔提供增量空间

2.1、 电解铝：低成本优势夯实盈利基础，铝氧价差高位延续

新疆煤电铝一体化与云南水电铝协同布局，绿电铝转型持续推进。公司电解铝由新疆煤电、云南神火两大基地生产。产能分别为 80 万吨/年、90 万吨/年。新疆煤电配套 4×350MW 自备电厂及 40 万吨/年阳极炭块产能，形成较为完整的煤电铝一体化体系；在此基础上，公司进一步配套 80 万千瓦风电项目，以绿电替代部分自备煤电，推动新疆电解铝由传统煤电铝向绿电铝转型。云南铝业则依托云南水电资源，由外部电网以水电为主供电，并配套 40 万吨/年阳极炭块产能，具备较强的绿电属性。随着新疆风电项目投运，公司新疆、云南两大电解铝基地均具备绿电供给基础，电解铝业务绿色化程度进一步提升。

表1：公司新疆、云南两大电解铝基地一体化布局完成

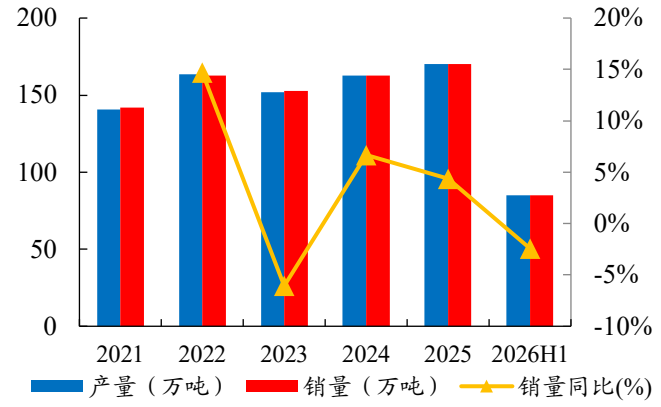
电解铝主体	电解铝产能	配套主体/设施	配套产品/功能	产能	电解铝主体
新疆煤电	80 万吨/年	自备电厂	燃煤发电	4×350MW	自有配套
		新疆炭素	阳极炭块	40 万吨/年	自有配套
		木垒中平新能源	风电	80 万千瓦	绿电替代部分自备煤电
云南神火	90 万吨/年	云南炭素	阳极炭块	40 万吨/年	自有配套
		云南电网	以水电为主供电	—	外部电网供电

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司电解铝保持满产满销，高铝水转化率强化与下游协同并减少中间环节。2026H1 公司电解铝销量 85.00 万吨，销量同比下降 2.42%，170 万吨/年产能充分释放；2021—2025 年公司电解铝产量由 140.66 万吨增至 170.00 万吨，产销整体保持较高匹配度，继续依靠提升开工水平贡献增量的空间有限。从库存看，公司新疆、云南基地铝水转化率分别为 100%、90%显著高于行业水平。较高的铝水转化率增强下游加工对电解铝液的就地承接能力，减少铝锭库存及长距离运输，并省去铸锭后的二次熔化环节，从源头减少铝锭库存形成，使公司在电解铝高负荷生产下仍能维持较低的库存压力。

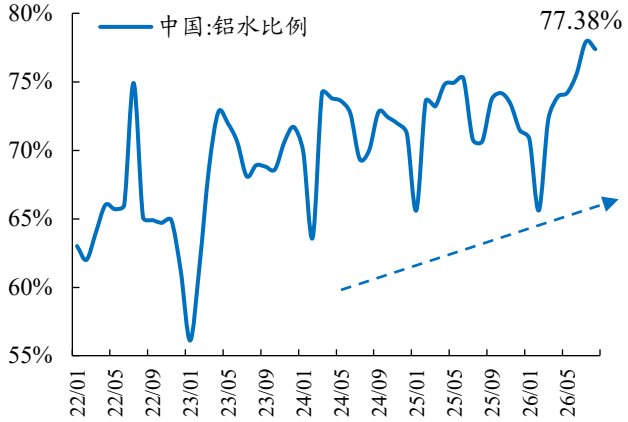
下载日志已记录，仅供内部参考

图17：2026H1 公司电解铝满产满销，产量 85 万吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

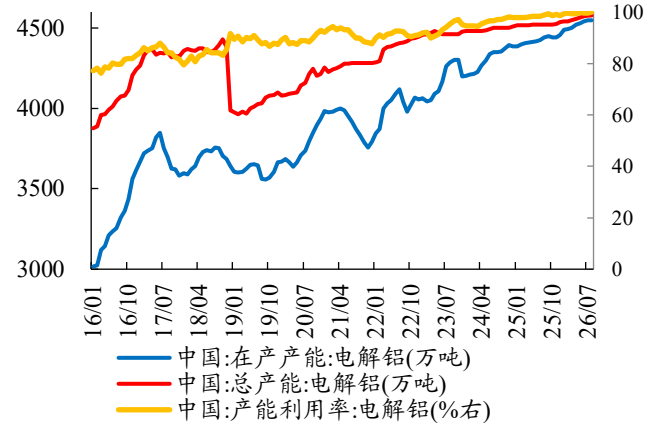
图18：2026 年 8 月中国铝水转化比例达 77.38%



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

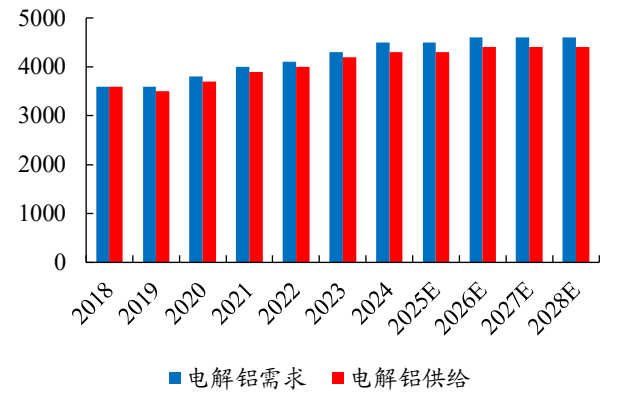
国内电解铝供给逼近产能上限，进口增量尚未显现。截至 2026 年 8 月，国内电解铝产能利用率升至 99.9%，在约 4500 万吨/年的产能约束下，存量产能已接近满负荷运行，后续国内供给增长空间有限。展望未来，我们预计 2026—2028 年国内电解铝供需缺口将持续。在国内电解铝产能约束持续、产能利用率已处高位的背景下，新增供给难以匹配需求增长，供需缺口能否得到有效补充，将更多取决于海外供给的释放情况。

图19：2026 年 8 月中国电解铝产能利用率达 99.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：预计未来电解铝供需量均将稳步增长（万吨）

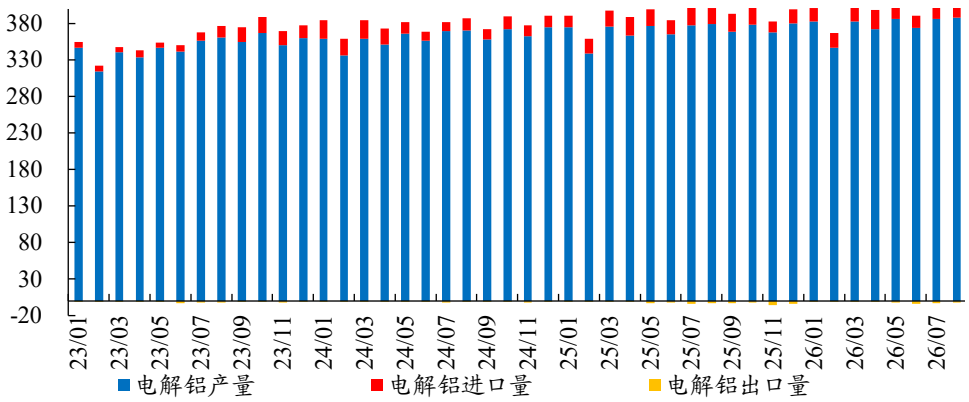


数据来源：CRU、创新实业招股说明书、开源证券研究所

进口对国内供给的补充仍较有限，海外规划产能较多但短期实际增量存在约束。2026 年 1—8 月国内电解铝进口量 165.63 万吨、出口量 16.76 万吨，净进口 148.88 万吨，仅相当于同期国内产量的 4.93%，当前国内电解铝供给仍主要依赖本土生产，进口对供需缺口的补充相对有限。从海外新增供给看，远期规划产能规模较大，但具备明确投产时间的项目明显较少。海外电解铝产能规划集中在印尼，考虑印尼电解铝项目对电力及配套基础设施要求较高，当前当地电力供应仍对部分项目建设及产能爬坡形成约束，规划项目的实际投产进度及投产后的产能利用率仍存在不确定性；叠加我国新版境外投资管理政策的出台或对海外项目建设形成约束。综合来看，海外规划产能转化为稳定供应仍需时间，其对国内市场的补充幅度和节奏仍待观察，国内电解铝供给约束暂难明显缓解。

下载日志已记录，仅供内部参考

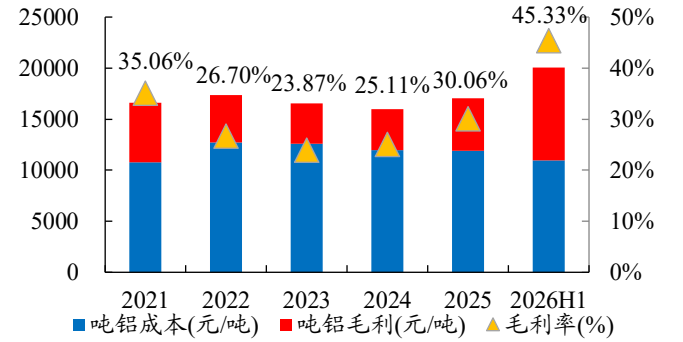
图21：中国电解铝进口依赖度较低（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

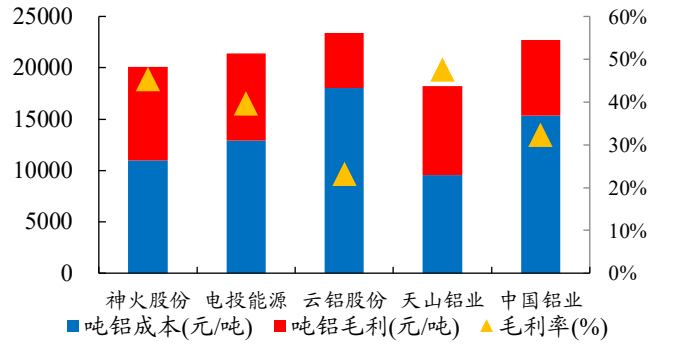
铝价上行推动吨铝毛利大幅增厚，公司电解铝盈利能力升至同业较高水平。2026H1 铝价上行带动公司吨铝毛利升至 9094 元/吨，毛利率由 30.06%提升 15.27pct 至 45.33%，为近 6 年新高；同期吨铝成本由 11922 元/吨降至 10966 元/吨，成本下降进一步增厚吨铝利润。横向来看，公司吨铝成本处于同业较低水平，电解铝毛利率处于同业较高水平，铝价上行贡献主要利润增量，低成本优势辅助抬升公司吨铝盈利水平。

图22：2026H1 公司吨铝利润 9094 元/吨，毛利率 45.33%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：2026H1 公司电解铝毛利率处于同业较高水平

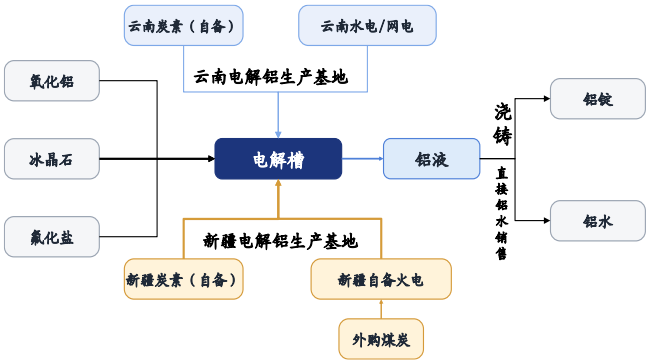


数据来源：公司公告、开源证券研究所

能源及原料配套构筑低成本基础，新疆、云南区位优势压低电解铝用电成本。从原材料看，公司新疆、云南两大基地分别配套 40 万吨/年阳极炭块产能，原材料的自有配套降低外购依赖；新疆基地同时配套 4×350MW 燃煤发电机组，80 万千瓦风电项目投运后逐步替代部分自备煤电，云南基地则以水电为主要电力来源。从生产电价看，新疆、云南工商业购电价格均处于全国低位，其中新疆电价优势尤为突出。低价电力与 80 万吨阳极炭块配套共同构成公司的成本优势，使吨铝成本保持同业较低水平。

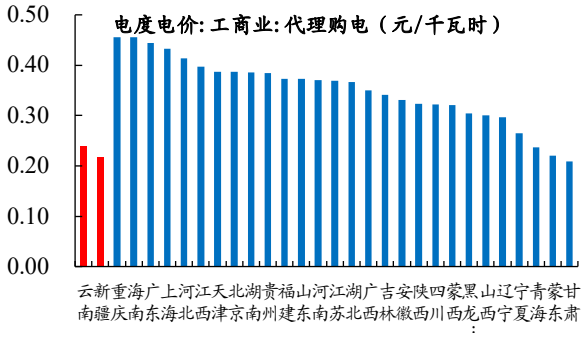
下载日志已记录，仅供内部参考

图24：公司生产基地原材料多为自备资源



资料来源：公司公告、开源证券研究所

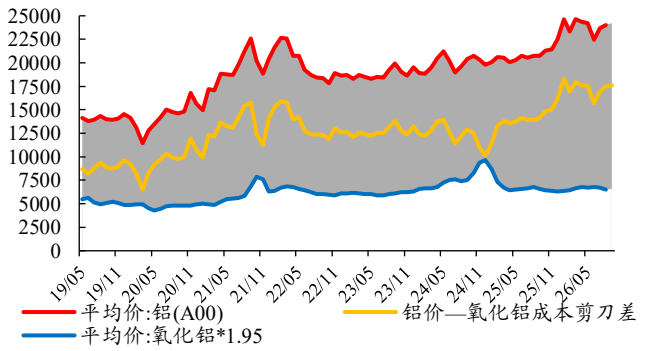
图25：2026 年新疆、云南工商业购电价优势明显



数据来源：iFinD、开源证券研究所

原料剪刀差走阔支撑吨铝盈利，2026Q3 吨铝盈利有望延续高位。公司电解铝生产成本中原材料占比达 67.40%，为成本第一大项，其中氧化铝占原材料成本的大部分，氧化铝价格变化对吨铝成本影响较大。进入三季度，电解铝价格维持高位，而氧化铝价格仍处相对低位，2026Q3 铝价、氧化铝均价分别为 23883、3161 元/吨，铝价—氧化铝成本剪刀差约 1.77 万元/吨，与 2026H1 基本持平、较二季度扩大约 777.6 元/吨。在 170 万吨电解铝产能保持满产的情况下，量端稳定叠加原料剪刀差维持高位，我们预计公司 2026 三季度铝业务有望延续上半年较高的盈利水平。

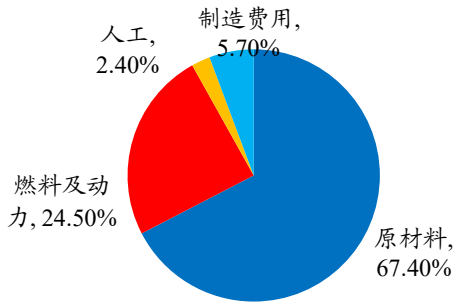
图26：铝价上行带动电解铝原料剪刀差走阔(元/吨)



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：铝价—氧化铝成本剪刀差=A00 铝均价-氧化铝均价×1.95

图27：2025 年公司原材料占电解铝成本 67.4%

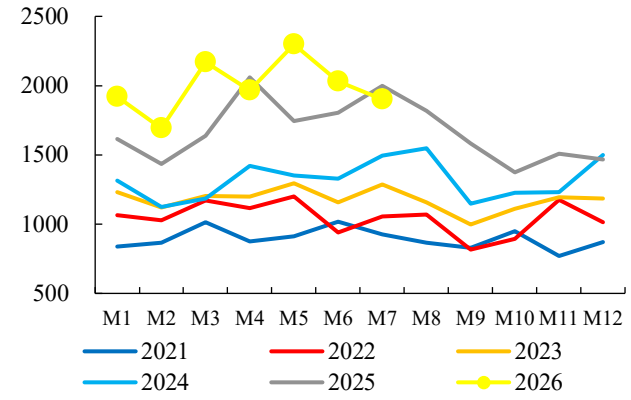


数据来源：公司公告、开源证券研究所

进口矿供应仍较充裕，几内亚出口约束尚未形成持续减量。2026 年 1—8 月我国累计进口铝土矿 1.55 亿吨，同比增长 9.96%；其中自几内亚进口 1.25 亿吨，同比增长 15.8%，占总进口量的 80.2%，几内亚仍是进口增长的主要来源。尽管自几内亚月度进口量自 5 月高点连续回落，但累计到港仍保持增长，国内港口及氧化铝厂矿石库存亦处于高位，短期原料供应尚未出现明显缺口，当前尚难将到港下降归因于出口政策收紧。尽管几内亚加强资源管控提升了中长期矿端供给的不确定性，但截至目前进口矿供应仍较充裕，政策预期尚未转化为实质性供给缺口。

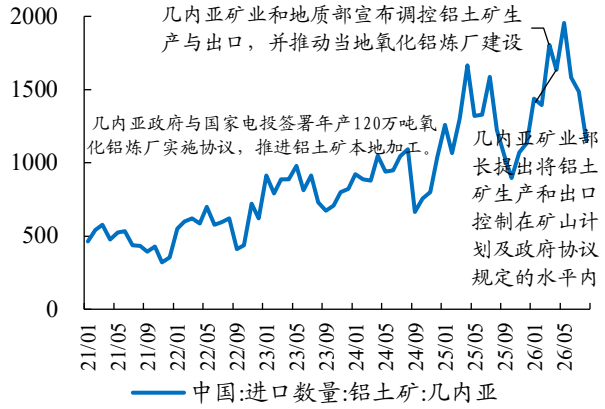
下载日志已记录，仅供内部参考

图28：2026 年中国铝土矿进口保持近年高位（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

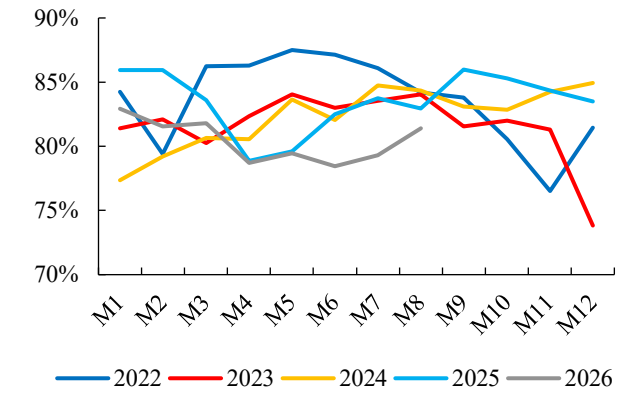
图29：几内亚进口铝土矿尚未出现持续回落(万吨)



数据来源：Wind、商务部、几内亚政府、开源证券研究所

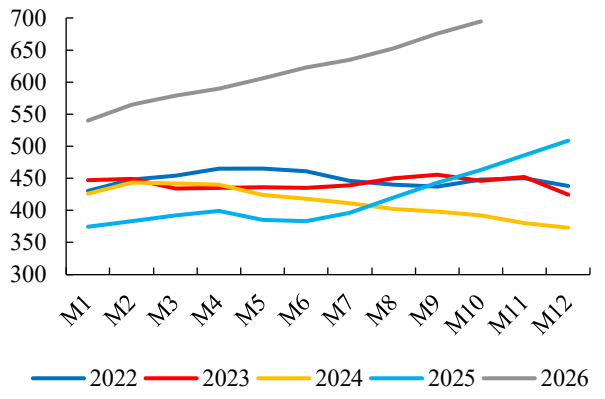
产能扩张背景下行业开工承压，氧化铝持续累库，短期供给过剩格局难以逆转。2026 年以来氧化铝产能利用率整体处于低位，1—8 月平均产能利用率 80.45%，处于历年同期低位。同时氧化铝库存由 2026 年 1 月的 540.1 万吨持续升至 10 月 694.6 万吨，累计增加 154.5 万吨、增幅 28.6%，库存均显著高于历年同期水平，新增产能释放下供给压力仍未得到有效消化。考虑上游铝土矿供应仍较充裕、氧化铝新增产能继续释放，而下游电解铝产能已接近上限，短期需求增量有限，我们预计氧化铝累库及供给过剩格局仍将延续，对氧化铝价格形成压制。

图30：2026 年氧化铝产能利用率维持低位（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2026 年氧化铝累库明显（万吨）



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

2.2、 铝箔：加工费回升改善盈利，新增产能具备下游承接

公司铝箔业务聚焦电池铝箔等高端铝加工产品，逐步形成坯料—铝箔配套布局。公司铝箔业务主要由神火新材、上海铝箔、阳光铝材及云南新材运营，其中神火新材主要生产电池铝箔，上海铝箔主要生产食品、医药包装箔，阳光铝材和云南新材主要提供铝箔坯料。截至 2026H1，公司拥有铝箔产能 14 万吨/年，其中神火新材 11.5 万吨/年、上海铝箔 2.5 万吨/年；同时拥有铝箔坯料产能 26.5 万吨/年，其中阳光铝材 15.5 万吨/年、云南新材 11 万吨/年。2025 年公司铝箔产销量分别达到 10.83、10.74 万吨，2026H1 产销量进一步达到 6.38、5.85 万吨；公司电池铝箔已稳定供应国内电池企业，铝加工业务正由传统包装箔向新能源电池等高端应用拓展。

下载日志已记录，仅供内部参考

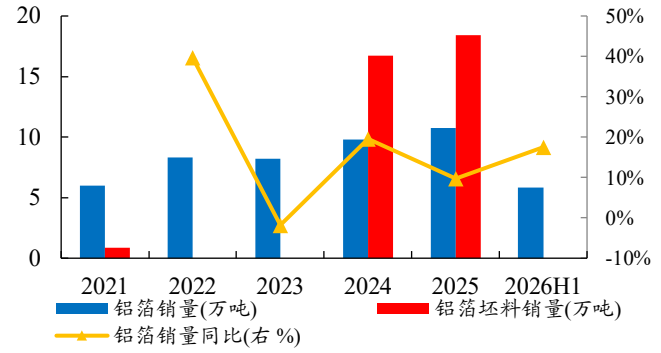
表2：公司铝加工产品主要为铝箔与铝箔坯料

基地	公司	产品	产能（万吨/年）	下游
商丘	神火新材	电池/包装铝箔	11.5	动力电池/包装
商丘	阳光铝材	铝箔坯料	15.5	铝箔
上海	上海铝箔	包装铝箔	2.5	食品、医药包装
云南	云南新材	铝箔坯料	11	铝箔

数据来源：公司公告、开源证券研究所

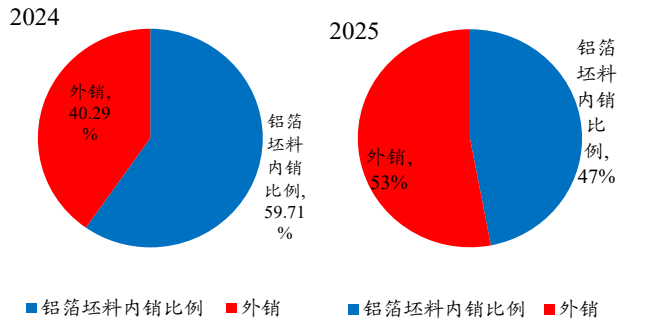
铝箔产销规模持续增长，铝箔坯料在满足内部生产的同时扩大外销。2026H1 公司铝箔销量 5.85 万吨，同比增长 17.47%，延续 2024 年以来的增长趋势；铝箔坯料方面，公司在满足自身铝箔生产需求的同时保留较高比例的对外销售；经测算，2024、2025 年内部承接比例分别为 59.71%、47%，内销比例维持在较高区间。内部承接使公司铝箔坯料与下游铝箔生产形成产业链配套，外销则为剩余坯料提供市场化销售渠道，公司铝加工业务兼具内部深加工与对外销售两种消化路径。

图32：2026H1 公司铝箔销量 5.85 万吨，yoy+17.47%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

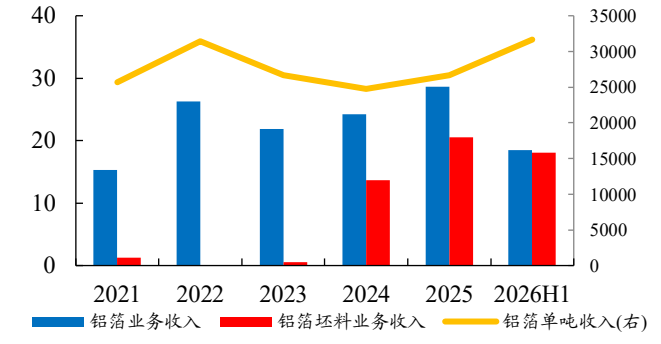
图33：2025 年公司铝箔坯料内销比例 47%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

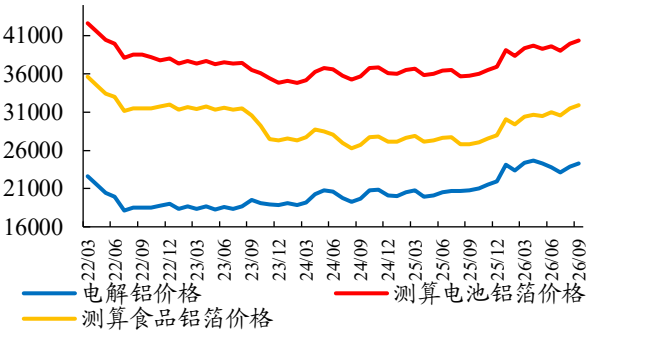
铝箔业务量价齐升，7 月以来加工费继续上涨有望带动 2026Q3 盈利环比改善。2026H1 公司实现铝箔业务收入 18.52 亿元，单吨收入升至 3.17 万元/吨，同比增长 20.35%；进入下半年，电池铝箔加工费延续回升趋势，由 2026H1 月均约 1.51 万元/吨升至 2026Q3 的 1.60 万元/吨；同期电解铝价格在 7 月回落后连续上涨。在“铝价+加工费”的定价模式下，铝价上涨带动铝箔售价抬升，而加工费回升则直接增厚加工环节单位盈利，测算电池铝箔价格由 7 月的 3.90 万元/吨升至 9 月的 4.03 万元/吨。

图34：2026H1 公司铝箔收入 18.52 亿元（亿元，元/吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35：7 月以来铝箔价格逐步回升（元/吨）



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

注：铝箔均价 =A00 铝均价+铝箔加工费

下载日志已记录，仅供内部参考

电池铝箔成为公司铝加工业务扩产重点，储备项目合计产能达 16 万吨/年。公司现有 9.67 万吨/年电池铝箔产能基础上，神火新材三期新能源电池铝箔项目规划新增 5 万吨/年产能，目前已完成可研及立项并推进建设；云南新材二期绿色新能源电池铝箔项目规划产能 11 万吨/年，目前仍处于论证阶段，将根据市场需求、加工费及行业竞争情况择机启动。若上述项目全部投产，公司电池铝箔产能将提升 16 万吨/年，为铝箔业务中长期增长储备空间。

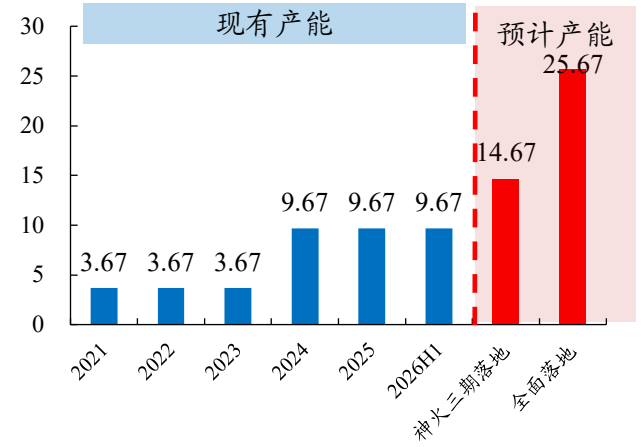
表3：公司储备电池铝箔项目产能合计 16 万吨/年

基地	公司	储备项目	产能	状态	产品
商丘	神火新材	三期新能源电池铝箔项目	5 万吨/年	已完成可研及立项，正推进建设	新能源电池铝箔
云南	云南新材	二期绿色新能源电池铝箔项目	11 万吨/年	仍在论证，视需求、加工费及行业竞争择机启动	新能源电池铝箔

数据来源：公司公告、开源证券研究所

下游动力电池需求高增，为公司电池铝箔新增产能提供较强承接。2026H1 公司电池铝箔产能为 9.67 万吨/年，神火新材三期 5 万吨/年项目投产后将增至 14.67 万吨/年；若云南新材二期 11 万吨/年项目后续启动并投产，电池铝箔产能将达到 25.67 万吨/年。需求端，2021 年以来我国动力电池产量持续快速扩张，电池铝箔作为锂离子电池正极集流体，需求随动力电池产业规模同步增长；进入 2026 年，下游高景气延续，截至 8 月动力电池产量累计同比增长 57.00%。持续扩大的动力电池产业规模为公司新增产能投放提供较好的需求承接。

图36：公司电池铝箔或将增至 25.67 万吨/年（万吨/年）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图37：2026 年 1-8 月中国电池产量累计同比+57%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、煤炭：资源区位优势稳固基本盘，煤价回升驱动盈利修复

3.1、资源储备充足，区位优势强化煤炭业务竞争力

煤炭资源储备充足，795 万吨在产产能构成公司煤炭业务稳定的产量基础。公司煤炭资源主要分布于永城、许昌及郑州矿区，控制矿井核定产能合计 855 万吨/年，其中在产产能 795 万吨/年。以无烟煤为主的永城矿区合计核定产能 345 万吨/年，产品主要作为冶金企业高炉喷吹用精煤，销往江苏、安徽、浙江等华东市场；以贫瘦煤为主的许昌矿区合计核定产能 450 万吨/年，主要作为主焦煤的配煤使用，销往湖北、湖南、江西等华中市场。郑州矿区大磨岭煤矿核定产能 60 万吨/年，已于 2025

下载日志已记录，仅供内部参考

年停止生产。资源端，公司控制矿井合计保有资源量 12.91 亿吨、可采储量 6.05 亿吨，较为充足的资源储备为煤炭业务长期稳定生产提供保障。

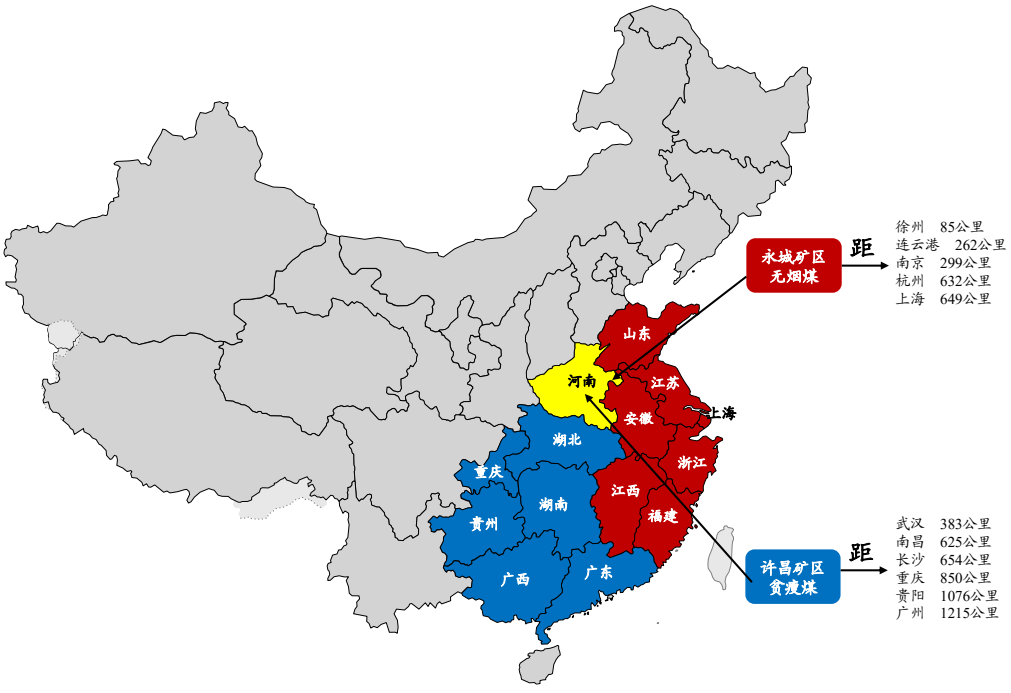
表4：公司控制矿井保有资源量 12.91 亿吨，可采储量 6.05 亿吨

矿区	煤矿	煤种	核定产能（万吨/年）	保有量（亿吨）	可采储量（亿吨）	可采年限（年）	当前状态
永城矿区	新庄煤矿	无烟煤	180	2.05	0.95	27.43	在产
	薛湖煤矿		120				
	刘河煤矿		45				
永城矿区合计		**无烟煤**	**345**	**2.05**	**0.95**	**27.43**	
许昌矿区	梁北煤矿	贫瘦煤	240	10.86	5.1	212.89	在产
	泉店煤矿		210				在产
郑州矿区	大磨岭煤矿	贫煤	60				2025 年停止生产
郑州、许昌矿区合计		**贫煤、贫瘦煤**	**510**	**10.86**	**5.1**	**212.89**	
在产产能			**795**				
合计			**855**	**12.91**	**6.05**		

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司煤炭基地毗邻华东、华中核心消费市场，区位优势缩短运输半径并强化产品竞争力。公司煤炭资源集中于河南永城、许昌，其中永城矿区无烟煤以高炉喷吹精煤为主，主要销往江苏、安徽、浙江等华东地区；许昌矿区贫瘦煤主要作为炼焦配煤，销售市场集中于湖北、湖南、江西等华中地区，与前述两类煤种的下游需求区域形成较好匹配。相较于我国主要煤炭产区，公司矿区更接近华东、华中钢铁及焦化消费腹地，同时周边铁路、公路网络较为完善，有利于缩短煤炭运输距离、降低综合物流成本。在公司吨煤生产成本处于同业高位的情况下，较短销售半径带来的物流成本优势尤为重要，有助于弥补生产端成本劣势并维持终端价格竞争力。

图38：公司煤炭基地毗邻华东、华中下游市场，运输半径较短



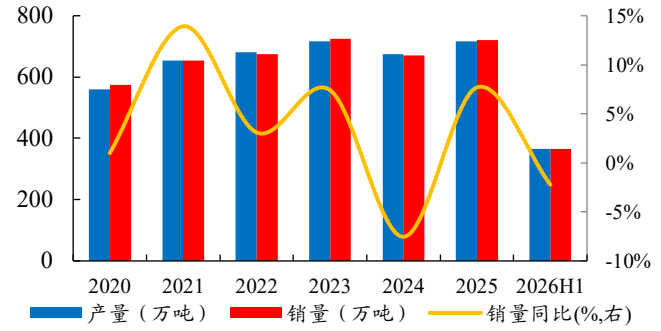
资料来源：公司公告、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2、 无烟煤与贫瘦煤双煤种布局，区域市场优势稳固

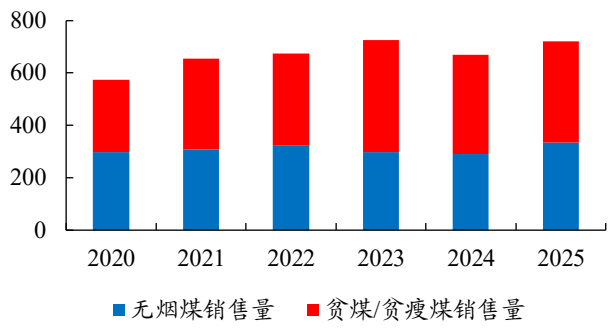
公司煤炭产销规模整体稳定，贫瘦煤贡献近年来主要增量。2026H1 产量 366.38 万吨、销量 364.48 万吨，销量同比小幅下降 2.22%。2025 年公司煤炭产量 716.53 万吨，产能利用率 90.1%。在无新增矿井投产的情况下，现有矿井产能利用提升仍可为煤炭业务贡献一定的量增。分煤种看，2019—2025 年无烟煤销量由 312.54 万吨增至 334.58 万吨，销量占比由 54.75%降至 46.36%。同期贫煤/贫瘦煤销量由 258.28 万吨增至 387.10 万吨，销量占比由 45.25%升至 53.64%，是公司煤炭销售增量主要来源。

图39：2026H1 公司煤炭销量 364.48 万吨，同比-2.22%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图40：2025 年贫瘦煤销量占比升至 53.64%（万吨）

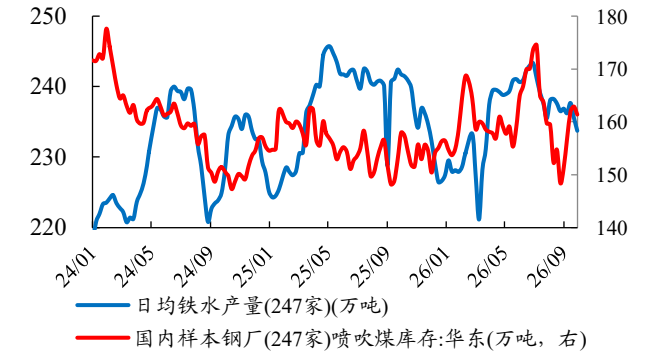


数据来源：公司公告、开源证券研究所

无烟煤下游需求仍具韧性，较高铁水产量对公司销售形成支撑。2026 年 7 月以来日均铁水产量由 243.32 万吨的高位回落，截至 10 月 02 日 233.74 万吨，高于 2024 年同期，高炉生产维持较高强度。同期华东钢厂喷吹煤库存由 7 月 10 日 174.51 万吨降至 8 月 28 日 148.44 万吨，随后回升至 161.39 万吨，可用天数由 17.63 天下降至 14.95 天后回升至 16.38 天，当前库存较年中高点仍低。喷吹煤消耗仍有支撑，钢厂库存未形成明显压力，我们预计 2026 三季度公司无烟煤销售具备较好的下游承接。

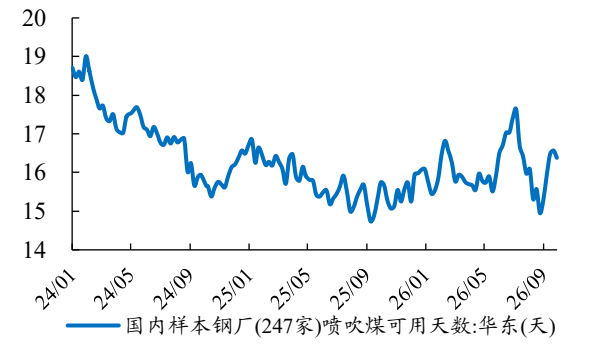
贫瘦煤下游需求明显转弱，焦企主动控制原料采购，短期销售增量面临一定压力。华中独立焦化厂开工率由 5 月末 92.10%降至 10 月 02 日 79.83%，炼焦配煤实际消耗明显减弱；同期焦化厂炼焦煤库存由 89.96 万吨降至 85.67 万吨，而可用天数由 7 月低点 11.0 天回升至 14.3 天。绝对库存下降而可用天数回升，焦企主动压降库存的同时，耗煤量下降速度更快，现有库存相对于当前生产需求趋于充裕，补库意愿随之减弱。我们预计 2026 三季度公司贫瘦煤销售承压，后续销量增量仍需等待焦化需求改善。

图41：2026 年 9 月无烟煤需求平稳，钢厂库存回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

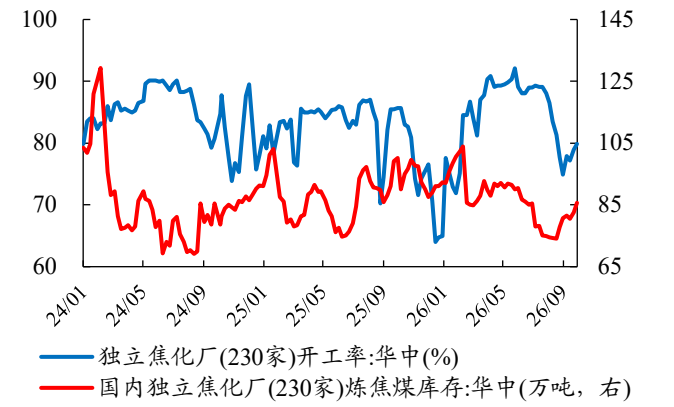
图42：2026 年 9 月钢厂喷吹煤可用天数低位回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

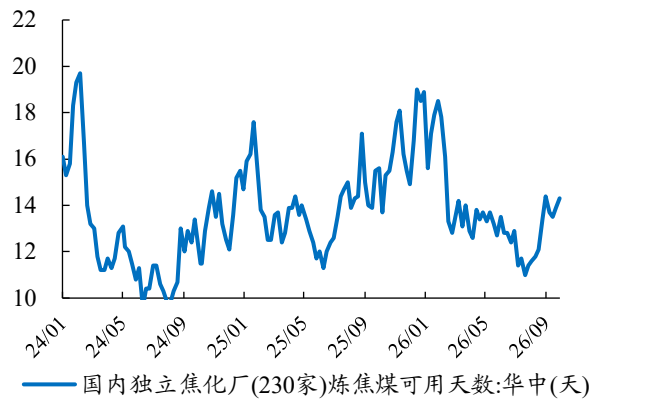
下载日志已记录，仅供内部参考

图43：2026 年 8 月起贫瘦煤需求走弱，焦化厂库存低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：2026 年 8 月焦化厂炼焦煤可用天数低位回升

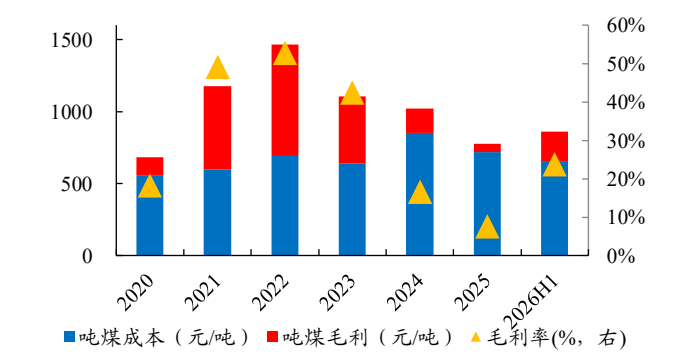


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 2026Q3 公司产地煤价走强，吨煤盈利有望改善

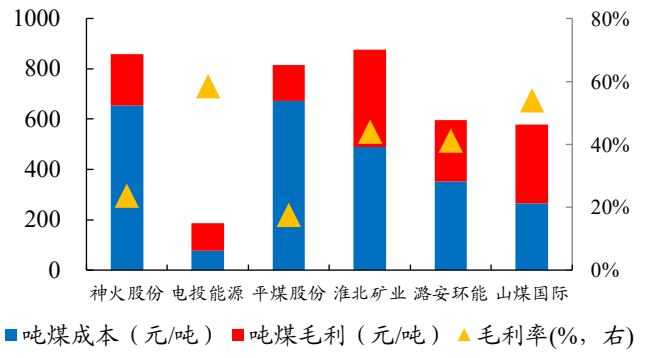
煤价回升与成本下降推动吨煤盈利修复，但较高成本制约煤炭业务利润率。2026H1 公司吨煤收入 858.72 元/吨，较 2025 年回升 83.26 元/吨；吨煤成本由 716.44 元/吨降至 655.37 元/吨，推动吨煤毛利由 59.0 元/吨增至 203.3 元/吨，毛利率由 7.61%修复至 23.68%。横向来看，公司煤种结构带动吨煤收入处于同业高位，但吨煤成本同样较高，较高售价未能转化为利润优势，2026H1 煤炭毛利率仍处同业较低水平；公司在产煤矿为地下井工矿，随着采深增加，掘进、支护、通风、排水及井下运输等环节增多，安全与维持性投入刚性较强，开采成本通常高于资源禀赋优越的露天煤矿。吨煤利润修复除取决于煤价外，亦有赖于新采区达产及矿井生产效率改善。

图45：2026H1 公司吨煤毛利率回升至 23.68%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图46：2026H1 公司吨煤收入处同业高位，毛利率低位

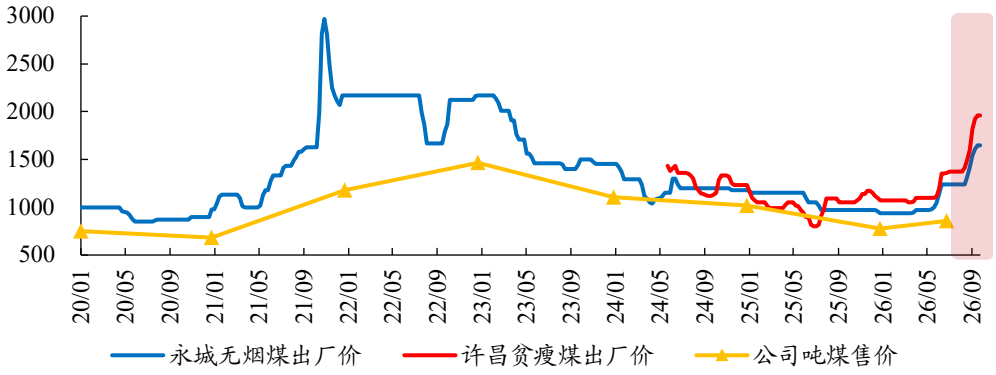


数据来源：公司公告、开源证券研究所

主要煤种价格自年中以来加速上涨，预计 2026Q3 公司煤炭业务盈利环比明显改善。2026 年 6 月以来公司产地煤价大幅上涨，永城无烟煤出矿价由 5 月末 1042 元/吨升至 9 月末 1650 元/吨，较 6 月末上涨 33.1%，创 2023 年 4 月以来新高；许昌贫瘦煤出厂价由 5 月末 1112 元/吨升至 9 月末 1960 元/吨，较 6 月末上涨 43.9%，创 2024 年 5 月以来新高。两类主要煤种价格上涨集中于 2026 三季度，且 9 月价格均显著高于上半年运行中枢，我们预计 2026Q3 公司吨煤售价环比提升，在销量总体平稳、成本端未出现明显上行的情况下，煤炭业务吨煤毛利及毛利率有望继续修复，板块利润环比改善。

下载日志已记录，仅供内部参考

图47：2026Q3 公司主要煤种产地价格加速上涨，9 月升至 2024 年来高位（元/吨）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

4、 盈利预测与投资建议

4.1、 盈利预测

考虑公司煤炭业务具备资源和区位优势，电解铝业务已形成新疆煤电铝、云南水电铝两大生产基地，并依托能源配套和较低的生产成本保持竞争力。2026H1 公司电解铝满产满销，铝价上行、吨铝成本下降推动盈利能力改善；三季度以来主要煤种价格上涨，煤炭业务盈利有望进一步修复。与此同时，公司资本开支回落、经营现金流保持充裕。基于上述经营情况，我们对公司盈利情况作出如下预测：

电解铝业务：我们预计 2026—2028 年电解铝产量分别为 173、176、179 万吨，吨铝价格分别为 19,433、19,627、19,823 元/吨，吨铝成本分别为 11,946、12,042、12,138 元/吨，对应吨铝毛利率分别为 38.5%、38.6%、38.8%。公司低成本电解铝业务是收入和毛利的主要来源，铝价与成本的变化将继续影响公司盈利表现。

煤炭业务：我们预计 2026—2028 年煤炭产量均为 700 万吨，产销率维持在 100%。吨煤价格分别为 900、920、950 元/吨，吨煤成本分别为 680、720、750 元/吨，对应吨煤毛利分别为 220、200、200 元/吨。煤炭产量总体稳定，盈利改善主要由煤价回升带动。

其他业务：我们预计 2026—2028 年其他业务收入分别为 93.32、102.65、112.91 亿元，同比分别增长 40%、10%、10%。毛利分别为 11.88、14.70、17.93 亿元；对于毛利率为 13%、14%、16%。

4.2、 投资建议

公司拥有新疆、云南两大电解铝基地，合计产能 170 万吨/年，低成本电力及炭素配套构筑成本优势；煤炭在产产能 795 万吨/年，盈利修复夯实主业基础。公司持续向高附加值铝加工环节延伸，电池铝箔储备产能 16 万吨/年，有望形成新的业绩增长点。考虑三季度铝价氧化铝剪刀差进一步走阔，同时公司产地煤价提升；我们上调公司盈利预测：预计 2026—2028 年归母净利润分别为 88.84/92.80/96.94 亿元（原盈利预测分别为：87.66/90.79/95.3 亿元），同比分别增长 121.8%/4.5%/4.5%；对应 EPS 分别为 3.95/4.13/4.31 元，当前股价对应 PE 分别为 6.7/6.4/6.1 倍。煤铝双主业盈利改善，电池铝箔扩产贡献长期增量，分红预期抬升；维持“买入”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

表5：公司盈利大幅增长，估值低于可比公司均值（基准日 2026/10/14）

公司代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元/股）				PE(X)			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
000807.SZ	云铝股份	26.27	1.75	4.1463	4.45	4.65	25.8	6.3	5.9	5.6
002128.SZ	电投能源	27.74	2.42	3.05	3.27	3.38	11.7	9.1	8.5	8.2
601600.SH	中国铝业	8.98	0.74	1.33	1.36	1.34	16.9	6.7	6.6	6.7
002532.SZ	天山铝业	12.0	1.05	1.91	2.01	2.09	16.8	6.3	6.0	5.8
	均值						17.8	7.1	6.7	6.6
000933.SZ	神火股份	26.55	1.78	3.95	4.13	4.31	14.9	6.7	6.4	6.2

资料来源：Wind、开源证券研究所、可比公司预测数据为 Wind 一致预期

5、 风险提示

（1）电解铝盈利不及预期风险。公司利润对铝价、氧化铝价格及电力成本较为敏感。若铝价回落、氧化铝价格反弹或用电成本上升，吨铝盈利可能收窄。

（2）煤炭产销及价格不及预期风险。公司煤炭销量受钢铁、焦化等下游需求影响。若无烟煤需求走弱，或焦企继续压缩贫瘦煤采购，煤炭销售和价格可能承压，盈利修复幅度或低于预期。

（3）项目建设及放量不及预期风险。公司部分电池铝箔项目仍在建设或论证阶段。若项目建设进度、客户认证、产能爬坡或下游需求不及预期，铝加工业务的增量和盈利贡献可能延后。

（4）安全生产及环保合规风险。公司煤矿、电解铝及铝加工业务对安全生产、环保和能源管理要求较高。若发生安全事故，或未能持续满足相关监管要求，可能导致停产整改、成本增加或项目进度延误。

下载日志已记录，仅供内部参考

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	11096	11782	16555	22708	33357
现金	3283	3017	7440	13522	23653
应收票据及应收账款	920	1102	1179	1262	1247
其他应收款	348	190	562	159	624
预付账款	696	405	956	436	1027
存货	3564	3935	3709	4408	3991
其他流动资产	2286	3133	2710	2921	2815
非流动资产	39507	37078	42165	42148	43021
长期投资	4537	5167	6249	7280	8330
固定资产	22117	22398	25665	25360	25072
无形资产	5473	5294	5337	5366	5333
其他非流动资产	7381	4219	4915	4143	4286
资产总计	50603	48860	58720	64856	76377
流动负债	18299	16129	17932	15924	18649
短期借款	7193	4562	5877	5220	5549
应付票据及应付账款	4704	4085	6056	4026	6743
其他流动负债	6402	7482	5998	6678	6358
非流动负债	6278	4484	4295	3545	2861
长期借款	4642	2723	2597	1815	1146
其他非流动负债	1636	1761	1699	1730	1714
负债合计	24578	20613	22227	19469	21510
少数股东权益	4343	3680	4842	6029	7315
股本	2249	2249	2249	2249	2249
资本公积	2662	2673	2673	2673	2673
留存收益	16422	19311	25958	32766	39584
归属母公司股东权益	21682	24567	31652	39358	47552
负债和股东权益	50603	48860	58720	64856	76377

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	7719	8743	12432	10262	14015
净利润	4798	4563	10046	10468	10980
折旧摊销	1907	2144	1687	1663	1620
财务费用	51	92	90	65	22
投资损失	-665	-338	-446	-483	-422
营运资金变动	1062	668	1375	-1367	1955
其他经营现金流	565	1612	-318	-84	-140
投资活动现金流	-807	-1293	-6271	-1113	-2017
资本支出	1328	861	4753	1085	1207
长期投资	-4	-516	-1082	-1031	-1050
其他投资现金流	526	84	-437	1003	241
筹资活动现金流	-11293	-7443	-1738	-3068	-1866
短期借款	-7498	-2631	1316	-658	329
长期借款	-302	-1920	-126	-781	-669
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	5	10	0	0	0
其他筹资现金流	-3497	-2902	-2928	-1629	-1526
现金净增加额	-4372	11	4423	6081	10132

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	38373	41241	49251	51249	53425
营业成本	30227	31608	33570	34932	36516
营业税金及附加	525	636	709	744	790
营业费用	318	167	199	207	216
管理费用	896	915	1109	1162	1200
研发费用	448	323	386	402	419
财务费用	51	92	90	65	22
资产减值损失	-95	-1256	-544	-751	-1000
其他收益	154	156	147	152	152
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	665	338	446	483	422
资产处置收益	43	53	56	51	53
营业利润	6611	6787	14599	15228	15966
营业外收入	24	23	50	32	35
营业外支出	222	261	233	239	244
利润总额	6413	6549	14416	15022	15757
所得税	1615	1985	4370	4554	4777
净利润	4798	4563	10046	10468	10980
少数股东损益	491	558	1162	1187	1286
归属母公司净利润	4307	4005	8884	9280	9694
EBITDA	8421	8751	16151	16707	17353
EPS(元)	1.91	1.78	3.95	4.13	4.31

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	2.0	7.5	19.4	4.1	4.2
营业利润(%)	-20.1	2.7	115.1	4.3	4.8
归属于母公司净利润(%)	-27.1	-7.0	121.8	4.5	4.5
获利能力					
毛利率(%)	21.2	23.4	31.8	31.8	31.7
净利率(%)	11.2	9.7	18.0	18.1	18.1
ROE(%)	18.4	16.2	27.5	23.1	20.0
ROIC(%)	13.8	13.6	24.6	22.2	19.9
偿债能力					
资产负债率(%)	48.6	42.2	37.9	30.0	28.2
净负债比率(%)	39.9	22.0	5.3	-12.3	-29.3
流动比率	0.6	0.7	0.9	1.4	1.8
速动比率	0.3	0.3	0.5	1.0	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.8	0.8
应收账款周转率	48.5	43.2	45.8	44.5	45.2
应付账款周转率	9.2	9.5	9.4	9.4	9.4
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.91	1.78	3.95	4.13	4.31
每股经营现金流(最新摊薄)	3.43	3.89	5.53	4.56	6.23
每股净资产(最新摊薄)	9.64	10.92	14.07	17.50	21.14
估值比率					
P/E	13.9	14.9	6.7	6.4	6.2
P/B	2.8	2.4	1.9	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.8	8.0	4.1	3.6	2.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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（北交所基准指数为北证 50 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。		

下载日志已记录，仅供内部参考

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，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

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。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn