

投资评级 优于大市 维持

煤炭有望维持高盈利，电解铝低成本和一体化优势凸显

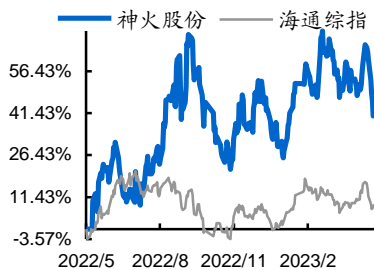
股票数据

05月04日收盘价(元)	15.67
52周股价波动(元)	11.40-20.33
总股本/流通A股(百万股)	2251/2231
总市值/流通市值(百万元)	35273/34967

相关研究

 《煤铝双轮驱动 22 年归母净利润大增 134%》
 2023.03.28

《无烟煤高弹性价升利增，电解铝低成本优势布局》2023.03.21

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-11.8	-19.3	-14.2
相对涨幅 (%)	-10.0	-16.8	-11.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:李焱

Tel:(010)58067998

Email:lm10779@haitong.com

证书:S0850517120001

分析师:陈先龙

Tel:02123219406

Email:cx115082@haitong.com

证书:S0850522120002

分析师:陈晓航

Tel:(021)23154392

Email:cxh11840@haitong.com

证书:S0850519090003

分析师:王涛

Tel:(021)23219760

Email:wt12363@haitong.com

证书:S0850520090001

联系人:朱彤

Tel:(021)23212208

Email:zt14684@haitong.com

投资要点:

- 23Q1 归母净利同比/环比-20.7%/-9.9%**。23Q1 公司实现营业收入 95.1 亿元，同比/环比-11.5%/-10%；归母净利 15.5 亿元，同比/环比-20.7%/-9.9%，扣非归母净利 15.4 亿元，同比/环比-20.5%/-13.2%。
- 煤炭业务有望量增价稳，盈利有望高位稳定**。公司梁北煤矿改扩建项目已完成，刘河煤矿扩储正在积极推进，完全投产后产量有望进一步提升。23Q1 永城无烟中块均价 1971 元/吨，同比+2.4%。公司生产的优质无烟煤和贫瘦煤具有较强的市场竞争力，煤炭盈利有望维持在高位水平。
- 电解铝行业供应下行供需有望紧平衡，公司低成本优势布局有望盈利稳健**。行业供给方面，根据百川盈孚统计，目前国内电解铝开工产能 4024 万吨，23 年 3 月产量 339 万吨（年化产量 3991 万吨），其中云南地区受到限电影响存在减产，2 月开始云铝/神火/其亚分别减产 42.2/18/7 万吨，3 月产量 28.35 万吨，目前云南地区持续干旱预警、水电严重不足，后续或有继续减产可能。行业需求方面，地产开工数据回落，汽车消费有望提振。地产方面，2023 年 1-3 月新开工面积 24121.15 万平方米，累计同比-19.2%；汽车板块，3 月，汽车产/销量 258.4/245.1 万辆，环比+27.2%/+24%，同比+15.3%/+9.7%，此外商务部表态，聚焦汽车、家居等重点领域，积极推动出台一批促消费的政策措施，促进新能源汽车消费，畅通二手车流通，发展绿色智能家居消费，进一步释放大宗消费潜力，终端需求有望回暖。公司电解铝板块优势布局低成本新疆和云南地区，有望受益于供需紧平衡下铝价上行。
- 在建 6 万吨和规划云南 11 万吨铝箔项目有望强链延链**。神隆宝鼎二期 6 万吨新能源动力电池材料项目进展顺利，主要应用于新能源车的高精度电子电极铝箔，预计 2023 年下半年逐步投入运营，IATF16949 汽车质量管理体系认证进入试样和批量供货阶段；控股子公司云南神火出资 1 亿元设立全资子公司，投资建设年产 11 万吨新能源车铝箔项目，进一步推动云南绿色水电铝材一体化，未来 2-3 年公司铝箔板块有望形成 25 万吨产能。
- 盈利预测与估值**。公司煤炭板块生产无烟煤稀缺优质且具备价格弹性，电解铝板块优势布局低成本新疆和云南地区，在建神隆宝鼎二期以及云南绿色水电项目有望进一步贡献业绩增量。我们预计公司 23-25 年归母净利分别为 79.7/85.1/95.1 亿元，对应 EPS 为 3.54/3.78/4.22 元，参考煤炭板块和电解铝板块可比公司，给予 2023 年 7~9 倍 PE，对应合理价值区间 24.78~31.85 元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示**。煤铝下游需求不及预期；在建项目进展不及预期；云南限电限产加剧。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	34493	42704	44390	44903	49907
(+/-)YoY(%)	83.4%	23.8%	3.9%	1.2%	11.1%
净利润(百万元)	3237	7571	7967	8513	9507
(+/-)YoY(%)	803.3%	133.9%	5.2%	6.9%	11.7%
全面摊薄 EPS(元)	1.44	3.36	3.54	3.78	4.22
毛利率(%)	35.7%	31.3%	32.5%	33.7%	33.5%
净资产收益率(%)	34.6%	47.2%	33.2%	26.2%	22.6%

资料来源：公司年报(2020-2021)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 分业务盈利预测

		2022	2023E	2024E	2025E
煤炭	销量 (万吨)	675	680	700	720
	收入 (万元)	988129	897600	798000	777600
	YOY	27.57%	-9.16%	-11.10%	-2.56%
	毛利率	52.82%	52.26%	45.34%	43.51%
电解铝	销量 (万吨)	163	148	150	160
	收入 (万元)	2825838	2960000	3000000	3280000
	YOY	19.88%	4.75%	1.35%	9.33%
	毛利率	26.70%	30.00%	32.50%	36.59%
铝箔	销量 (万吨)	8.3	11.0	14.0	20.0
	收入 (万元)	262362	351540	462000	700000
	YOY	71.18%	33.99%	31.42%	51.52%
	毛利率	14.30%	15.65%	15.15%	14.29%
其他	收入 (万元)	194057	200000	200000	200000
	YOY	28.02%	3.06%	0.00%	0.00%
	毛利率	11.07%	10.00%	10.00%	10.00%
总计	营业总收入 (万元)	4270385	4439039	4490303	4990731
	YOY	23.80%	3.95%	1.15%	11.14%
	毛利率	31.30%	32.46%	33.68%	33.47%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			BPS (元)	PB (倍)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2023E
煤炭板块										
600123.SH	兰花科创	12.68	2.94	3.27	3.28	4.3	3.9	3.9	15.66	0.81
601088.SH	中国神华	29.57	3.66	3.77	3.91	8.1	7.9	7.6	20.90	1.41
600188.SH	兖矿能源	33.84	6.40	6.81	7.12	5.3	5.0	4.8	21.51	1.57
	平均					5.9	5.6	5.4	19.36	1.27
电解铝板块										
600219.SH	南山铝业	3.33	0.35	0.36	0.38	9.4	9.3	8.7	4.13	0.81
002532.SZ	天山铝业	7.10	0.77	0.93	1.06	9.2	7.6	6.7	5.45	1.30
601600.SH	中国铝业	6.41	0.46	0.52	0.50	13.8	12.4	12.9	3.53	1.82
000807.SZ	云铝股份	14.08	1.49	1.74	1.99	9.5	8.1	7.1	7.74	1.82
	平均					10.5	9.3	8.8	5.21	1.44

资料来源: Wind, 海通证券研究所。

注: 收盘价为 2023 年 4 月 28 日价格, 可比公司 EPS、BPS 为 wind 一致预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	42704	44390	44903	49907
每股收益	3.36	3.54	3.78	4.22	营业成本	29338	29980	29779	33203
每股净资产	7.13	10.67	14.45	18.67	毛利率%	31.3%	32.5%	33.7%	33.5%
每股经营现金流	6.25	6.40	5.46	6.74	营业税金及附加	712	799	808	898
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%
价值评估 (倍)					营业费用	329	355	359	399
P/E	5.11	4.85	4.54	4.07	营业费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
P/B	2.41	1.61	1.19	0.92	管理费用	764	799	808	898
P/S	0.91	0.87	0.86	0.77	管理费用率%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
EV/EBITDA	3.23	2.51	1.67	0.69	EBIT	11437	12280	12969	14309
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	770	888	808	748
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.8%	2.0%	1.8%	1.5%
毛利率	31.3%	32.5%	33.7%	33.5%	资产减值损失	-22	-200	-200	-200
净利润率	17.7%	17.9%	19.0%	19.1%	投资收益	228	240	240	240
净资产收益率	47.2%	33.2%	26.2%	22.6%	营业利润	10902	11467	12236	13636
资产回报率	12.5%	13.0%	12.0%	11.4%	营业外收支	-242	-250	-250	-250
投资回报率	19.1%	22.6%	19.6%	18.0%	利润总额	10660	11217	11986	13386
盈利增长 (%)					EBITDA	13272	13578	14298	15653
营业收入增长率	23.8%	3.9%	1.2%	11.1%	所得税	2083	2192	2342	2616
EBIT 增长率	22.8%	7.4%	5.6%	10.3%	有效所得税率%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%
净利润增长率	133.9%	5.2%	6.9%	11.7%	少数股东损益	1005	1058	1130	1262
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	7571	7967	8513	9507
资产负债率	65.0%	50.6%	43.7%	39.5%					
流动比率	0.68	0.93	1.27	1.61	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.58	0.75	1.09	1.43	货币资金	17907	18058	28232	41377
现金比率	0.52	0.64	1.01	1.37	应收账款及应收票据	711	1819	1225	679
经营效率指标					存货	3100	3696	3671	3821
应收账款周转天数	5.90	15.00	10.00	5.00	其它流动资产	1927	2468	2436	2668
存货周转天数	38.56	45.00	45.00	42.00	流动资产合计	23645	26041	35565	48544
总资产周转率	0.71	0.73	0.63	0.60	长期股权投资	3576	3576	3576	3576
固定资产周转率	2.06	2.24	2.38	2.79	固定资产	20734	19786	18902	17889
					在建工程	997	447	1302	2072
					无形资产	5218	5268	5368	5568
					非流动资产合计	36833	35160	35231	35187
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	60477	61201	70796	83731
净利润	7571	7967	8513	9507	短期借款	21918	10000	10000	10000
少数股东损益	1005	1058	1130	1262	应付票据及应付账款	5855	8214	8322	9552
非现金支出	1826	1503	1534	1549	预收账款	0	13	13	15
非经营收益	1814	807	518	518	其它流动负债	6922	9866	9709	10644
营运资金变动	1844	3066	598	2326	流动负债合计	34694	28093	28045	30211
经营活动现金流	14061	14401	12293	15163	长期借款	3219	1719	1719	1719
资产	-267	-300	-1850	-1750	其它长期负债	1383	1183	1183	1183
投资	-54	25	0	0	非流动负债合计	4602	2902	2902	2902
其他	-142	440	240	240	负债总计	39296	30994	30946	33112
投资活动现金流	-462	165	-1610	-1510	实收资本	2251	2251	2251	2251
债权募资	-3054	-13618	0	0	归属于母公司所有者权益	16044	24011	32524	42032
股权募资	7	0	0	0	少数股东权益	5137	6195	7325	8588
其他	-8356	-797	-508	-508	负债和所有者权益合计	60477	61201	70796	83731
融资活动现金流	-11403	-14415	-508	-508					
现金净流量	2209	150	10175	13145					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 04 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

李淼 煤炭/农业行业
陈先龙 有色金属行业
陈晓航 有色金属行业
王涛 煤炭行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中煤能源,甘肃能化,神火股份,华阳股份,郑煤机,云鼎科技,兖矿能源,电投能源,天地科技,山西焦煤,潞安环能,平煤股份,中国神华,陕西煤业,淮北矿业,温氏股份,禾丰股份,美锦能源

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。