

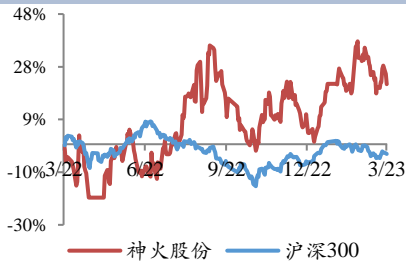
## 煤铝量价双升助业绩高增，电池箔放量可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-03-28

收盘价(元)	17.48
近12个月最高/最低(元)	19.74/11.52
总股本(百万股)	2,251
流通股本(百万股)	2,231
流通股比例(%)	99.13
总市值(亿元)	393
流通市值(亿元)	390

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002  
邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049  
邮箱：wangyaqi@hazq.com

联系人：李煦阳

执业证书号：S0010121090014  
邮箱：lixxy@hazq.com

### 相关报告

- 1.煤铝主业经营稳定，电池箔放量可期 2022-10-18
- 2.煤铝价格上涨，22H1 公司业绩实现高增 2022-08-24
- 3.煤铝主业齐发力，量价双升助业绩高增 2022-03-30

### 主要观点：

#### ● 公司事件

公司发布 2022 年年度报告。1) 全年看，2022 年公司实现营业收入 427.04 亿元，同比+23.80%；归母净利润 75.71 亿元，同比+139.90%；扣非后归母净利润 77.71 亿元，同比+122.63%。2) 单四季度看，公司 Q4 实现营业收入 105.70 亿元（同比+9.75%/环比+0.79%）；归母净利润 17.16 亿元（同比+83.58%/环比+30.14%）；扣非后归母净利润 17.75 亿元（同比+41.30%/环比+20.01%）。

#### ● 受益于煤铝量价齐增，公司业绩实现高增

铝业务：①量：公司云南神火产能于 22 年全部投产并贡献业绩增量，22Q3 公司虽按当地要求压减用电负荷，但仍完成年度计划，2022 年全年公司电解铝产品完成产销分别为 163.5/162.6 万吨，完成生产经营计划的 116.79%/116.14%，较 21 年同比略增 16.24%/14.70%。②价：报告期内，铝价实现较大幅度增长，2022 年长江铝市场均价约 2.00 万元/吨，同比+5.66%，22 年公司吨铝不含税售价为 17379.07 元，同比+4.51%。③利：2022 年公司吨铝利润约 4640 元/吨，同比-20.41%，主因云南神火去年 9 月限产影响成本抬升。煤炭业务：①量：2022 年公司实现煤炭产销分别为 681.22 万吨/674.77 万吨，分别完成年度计划的 103.22%/102.24%。公司梁北煤矿和刘河煤矿改扩建项目仍在稳步推进，预期梁北煤矿 2023 年能够达产，以及刘河煤矿改扩建项目完成后有望贡献增量。②价：煤炭价格走高增厚利润，22 年公司吨煤不含税综合售价为 1464.40 元/吨，同比+24.40%。

#### ● 电池箔项目顺利推进，二期项目将于 23 年逐步投产

公司铝箔产能为 8 万吨，包括上海神火铝箔 2.5 万吨及神隆宝鼎一期 5.5 万吨。2022 年公司实现铝箔产销分别为 8.15 万吨/8.34 万吨，分别完成年度计划的 105.84%/108.31%，同比增长 50.65%/39.70%。目前神隆宝鼎的 IATF16949 汽车质量管理体系认证进入试样和批量供货阶段，电池箔产品放量在即。在建项目方面，公司现稳步推进二期年产 6 万吨新能源动力电池材料项目建设，预期 2023 年下半年逐步运营投产；此外，云南神火出资 1 亿元设立全资子公司以投建 11 万吨绿色新能源铝箔项目，远期铝箔项目放量可期。

#### ● 投资建议

我们预计 2022-2024 年公司实现营收分别为 431.5/455.9/468.1 亿元，同比增长 1.0%/5.6%/2.7%；归母净利润分别为 77.5/83.5/85.2 亿元，同比增长 2.3%/7.8%/2.0%；当前股价对应 PE 分别为 5X/5X/5X，维持公司“买入”评级。

#### ● 风险提示

市场需求不及预期、电解铝和煤炭价格大幅波动、云南限电减产超预期、铝箔产能释放不及预期等。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	42704	43152	45588	46809
收入同比 (%)	23.8%	1.0%	5.6%	2.7%
归属母公司净利润	7571	7748	8351	8519
净利润同比 (%)	133.9%	2.3%	7.8%	2.0%
毛利率 (%)	31.3%	33.9%	33.7%	33.5%
ROE (%)	47.2%	32.6%	26.0%	21.0%
每股收益 (元)	3.39	3.44	3.71	3.78
P/E	4.41	5.24	4.86	4.76
P/B	2.10	1.70	1.26	1.00
EV/EBITDA	3.23	2.77	2.42	1.29

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	23645	38764	45645	63302
现金	17907	31879	37927	56406
应收账款	690	710	687	733
其他应收款	657	299	769	318
预付账款	462	721	698	703
存货	3100	4186	4262	4381
其他流动资产	828	970	1301	760
<b>非流动资产</b>	36833	37787	38333	39033
长期投资	3576	3793	4019	4239
固定资产	20734	20198	19472	18898
无形资产	5218	4780	4220	3862
其他非流动资产	7304	9016	10622	12035
<b>资产总计</b>	60477	76551	83977	102335
<b>流动负债</b>	34694	41653	39696	48322
短期借款	21918	24072	26522	29056
应付账款	3406	5223	3249	5418
其他流动负债	9370	12358	9925	13849
<b>非流动负债</b>	4602	4602	4602	4602
长期借款	3219	3219	3219	3219
其他非流动负债	1383	1383	1383	1383
<b>负债合计</b>	39296	46254	44298	52924
少数股东权益	5137	6505	7537	8749
股本	2251	2251	2251	2251
资本公积	2659	2659	2659	2659
留存收益	11134	18881	27233	35752
归属母公司股东权益	16044	23792	32143	40662
<b>负债和股东权益</b>	60477	76551	83977	102335

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	14061	15356	6900	19106
净利润	8576	9115	9383	9731
折旧摊销	1835	1405	1411	1414
财务费用	1024	460	506	556
投资损失	228	-200	-256	-245
营运资金变动	1844	4656	-4239	7915
其他经营现金流	7284	4379	13716	1553
<b>投资活动现金流</b>	-462	-3079	-2795	-2605
资本支出	-267	-2940	-2691	-2496
长期投资	-54	-339	-360	-355
其他投资现金流	-142	200	256	245
<b>筹资活动现金流</b>	-11403	1694	1944	1978
短期借款	3545	2154	2450	2534
长期借款	-1673	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-20	0	0	0
其他筹资现金流	-13255	-460	-506	-556
<b>现金净增加额</b>	2209	13972	6048	18479

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	42704	43152	45588	46809
营业成本	29338	28527	30244	31126
营业税金及附加	712	690	770	775
销售费用	329	514	611	927
管理费用	764	992	1027	1026
财务费用	770	-77	-450	-582
资产减值损失	-22	67	-89	258
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	228	200	256	245
<b>营业利润</b>	10902	12660	13405	13901
营业外收入	144	0	0	0
营业外支出	386	0	0	0
<b>利润总额</b>	10660	12660	13405	13901
所得税	2083	3545	4021	4170
<b>净利润</b>	8576	9115	9383	9731
少数股东损益	1005	1367	1032	1212
<b>归属母公司净利润</b>	7571	7748	8351	8519
EBITDA	13272	13708	14203	14224
EPS (元)	3.39	3.44	3.71	3.78

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	23.8%	1.0%	5.6%	2.7%
营业利润	103.6%	16.1%	5.9%	3.7%
归属于母公司净利	133.9%	2.3%	7.8%	2.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	31.3%	33.9%	33.7%	33.5%
净利率 (%)	17.7%	18.0%	18.3%	18.2%
ROE (%)	47.2%	32.6%	26.0%	21.0%
ROIC (%)	19.1%	14.9%	12.5%	10.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	65.0%	60.4%	52.7%	51.7%
净负债比率 (%)	185.5%	152.7%	111.6%	107.1%
流动比率	0.68	0.93	1.15	1.31
速动比率	0.57	0.80	1.02	1.20
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.75	0.63	0.57	0.50
应收账款周转率	79.17	61.64	65.29	65.92
应付账款周转率	8.87	6.61	7.14	7.18
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.39	3.44	3.71	3.78
每股经营现金流	6.25	6.82	3.07	8.49
每股净资产	7.13	10.57	14.28	18.06
<b>估值比率</b>				
P/E	4.41	5.24	4.86	4.76
P/B	2.10	1.70	1.26	1.00
EV/EBITDA	3.23	2.77	2.42	1.29

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。