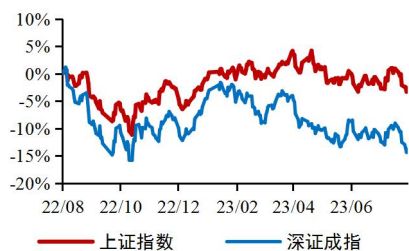


信义山证 汇通天下

研究早观点

2023年8月18日 星期五

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,163.74	0.43
深证成指	10,644.52	0.61
沪深300	3,831.10	0.33
中小板指	6,833.19	0.39
创业板指	2,147.06	0.66
科创50	910.38	0.95

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

- 【山证军工】战斗机军贸专题报告-高强度竞争中异军突起，中国战斗机迎来新机遇
- 【公司评论】华利集团(300979.SZ)：华利集团公司快报-强化费用管控，23Q2 归母净利润增速转正
- 【山证煤炭】甘肃能化（000552.SH）公告点评：-价减量增业绩符合预期，煤、化基建推进成长依然可期



【今日要点】

【山证军工】战斗机军贸专题报告-高强度竞争中异军突起，中国战斗机迎来新机遇

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

- 作为高投入产业的航空产业早已成为“贵族”产业，喷气式战斗机发展至今已到了第五代。50年前，不少国家都有不同规模的航空产业，但是随着“高技术+高投入”的竞争不断升温，如今只有美国、俄罗斯还具有完整的航空工业，主要欧洲国家必须联手合作才能构成完整的航空产业链，其他国家只能沦为美、俄、欧洲航空工业体系中的配角，只有不断崛起的中国是个例外。自二战末期以来，喷气战斗机已发展至第五代，目前全球已经列装服役的五代机仅有美国的 F-22/F-35、中国的歼-20 和俄罗斯的苏-57 四种机型，这代飞机最重要的特性是拥有良好的隐身性能，在作战性能上与上一代拉开了巨大差距。
- 美国、俄罗斯、法国、中国是主要的军机出口国。二战后，美国和苏联一直是战斗机发展中的主要对手，一直居于世界领先地位，苏联解体后俄罗斯继承了衣钵，但俄罗斯恶劣的经济条件和迅速萎缩的军事需求无法保证航空工业的发展，美国保持了战斗机发展的领先地位。法国作为老牌军事强国，虽身处西方军事联盟，但却一直坚持独立自主道路，在二战后的军事飞机领域，独树一帜，成为超级大佬美苏之外的航空领域第三极。我国战斗机发展起步较晚，早期基础薄弱，从最初的仿制改进苏俄战机开始发展到完全自主设计，随着隐身五代机歼-20 的服役，我国成为全球第二个能够自主量产五代机的国家，对世界先进水平实现了从“总体跟跑”到“主体并跑”再到“部分领跑”，未来会是美国的最强对手。
- 战斗机外贸出现新变化，中国迎来新机遇。目前战斗机军贸出口以四代机和美国 F-35 五代机为主，四代机目前仍是世界大多数国家空中中坚力量。早期由于整体技术水平上存在差距，中国只能依靠低价销售的策略占据低端战斗机市场的一席之地。枭龙 FC-1 和歼-10 引领了我国战机跨越式发展，实现装备性能上首次与竞争对手站在同一起点。俄乌战争进一步暴露了俄制装备的问题，俄乌战争大量消耗了俄罗斯自身的军工产品库存和产能，“技术一流、全套装备、服务周到、合适价格”并且与俄制武器装备市场重合度高的中国装备迎来机遇期。根据《World Air Forces 2023》中三代机存量以及四代机外贸订单数据，我们估计“枭龙”替换三代机的外贸市场空间达到 743 亿美元，歼-10 对应的高端四代机市场空间达到 950 亿美元。进入五代机时代，总体而言中国和美国的战斗机在技术先进性上是独一档的，中美在五代机领域已经形成技术垄断，未来随着五代机的大规模列装和六代机的设计研发，中美将继续拉大优势，成为高端战斗机市场的主要玩家，我们以外贸订单测算的 F-35 外贸市场规模达到了 1946 亿美元。

- 重点公司关注：1) 整机：中航沈飞、中航电测；2) 碳纤维复合材料：中航高科；3) 发动机：航发控制、航宇科技。
- 风险提示：国际局势变化；军贸产品推广销售不及预期；订单交付不及预期；新型号研发不及预期

【公司评论】华利集团(300979.SZ)：华利集团公司快报-强化费用管控，23Q2 归母净利润增速转正

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 8月17日，公司披露2023年半年报，2023H1，公司实现营业收入92.12亿元，同比下降6.94%，实现归母净利润14.56亿元，同比下降6.80%，实现扣非归母净利润14.36亿元，同比下降6.09%。
- 事件点评
- **2023H1 公司运动鞋履产品量跌价升，23Q2 营收降幅收窄。** 营收端，2023H1，公司实现营收92.12亿元，同比下降6.94%。拆分量价看，2023H1，公司鞋履销售量0.91亿双，同比下降20.87%，人民币均价101.2元/双，同比增长17.6%，人民币均价提升较快一方面受益于高单价客户收入占比提升及品牌客户产品结构优化，美元均价约14.6美元/双，同比增长近双位数，另外一方面受益于美元兑人民币升值（2023H1，美元兑人民币升值约7%）。分季度看，23Q1-Q2 营收分别为36.61、55.51亿元，同比下降11.23%、3.87%，销量同比分别下降约25%、18%，美元均价同比提升约9%、10%。业绩端，2023H1，公司实现归母净利润14.56亿元，同比下降6.80%，其中23Q1-Q2 归母净利润分别为4.81、9.75亿元，同比下降25.77%、增长6.66%，2季度公司业绩增速表现好于营收端主要受益于期间费用率下降及有效税率下降。
- **运动休闲鞋品类营收表现稳健，欧洲区域品牌表现好于美国品牌。** 分产品看，运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋分别实现营收82.52、4.82、4.60亿元，同比下降1.95%、28.34%、-41.93%，占公司收入比重89.6%、5.2%、5.0%，同比提升4.6pct、下滑1.6pct、下滑3.0pct。从盈利能力看，运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋毛利率分别为25.1%、18.7%、19.1%，同比下滑1.9、2.4、3.0pct。分区域看，美国品牌、欧洲品牌分别实现营收75.92、14.02亿元，同比下降10.28%、增长12.85%，收入占比分别为82.4%、15.2%。客户方面，预计伴随锐步、ON、Lululemon等新品牌客户今年开始持续放量，公司前五大客户集中度明显下降。
- **2023H1 公司产能利用率延续2022H2 趋势。** 2023H1，公司总产能为1.04亿双，同比下降10.4%，上半年产量8937万双，同比下降18.9%，产能利用率86.00%，同比下滑9.10pct，今年上半年，公司产能利用率基本延续2022年下半年趋势。
- **23Q2 销售毛利率环比改善，上半年管理费用率显著优化。** 盈利能力方面，2023H1，公司毛利率同比下

滑 1.7pct 至 24.6%，23Q1-Q2 毛利率分别为 23.34%、25.43%，同比下滑 2.3、1.4pct，2 季度公司毛利率环比改善 2.1pct。费用率方面，2023H1，公司期间费用率合计下滑 1.13pct 至 4.19%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 0.43%/3.03%/1.59%/-0.86%，同比+0.01/-1.16/+0.06/-0.04pct，综合影响下，2023H1，公司销售净利率为 15.8%，同比提升 0.02pct。存货方面，截至 2023H1 末，公司存货 28.00 亿元，同比下降 5.3%，存货周转天数 68 天，同比减少 1 天。经营现金流方面，2023H1，公司经营活动现金流净额为 13.88 亿元，同比增长 25.82%，23Q1-Q2 经营活动现金流净额分别为 7.39、6.49 亿元。

➤ 投资建议

➤ **2023 年上半年，公司面临品牌客户去库存压力，运动鞋履出货量同比下滑，但受益于高单价的新品牌客户放量及客户自身产品结构变化，产品均价同比显著提升。**从国际运动品牌 23Q2 业绩情况看，库存压力环比改善，但对后续普遍谨慎规划采购以保证健康库存水平，持续跟踪终端需求复苏及品牌库存处理进度。中长期角度，我们继续看好公司凭借持续产能扩张、产品研发能力、及快速的客户响应快反能力提升在核心品牌客户的份额，持续丰富合作客户矩阵。根据公司上半年业绩情况，调整公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 2.66、3.12 和 3.64 元，8 月 17 日收盘价 54.58 元，对应公司 23、24 年 PE 为 20.5、17.5 倍，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

➤ 国际品牌库存去化不及预期；产能扩张不及预期；原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动。

【山证煤炭】甘肃能化（000552.SH）公告点评：-价减量增业绩符合预期，煤、化基建推进成长依然可期

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ **公司发布 2023 年半年度报告：**2023 年 1-6 月，公司实现营业总收入 57.55 亿元，同比-6.97%；实现归母净利润 12.80 亿元，同比变化-37.96%；基本每股收益 0.2776 元/股，同比-37.97%。加权平均净资产收益率为 9.38%，同比增加 6.39 个百分点。

➤ 事件点评

➤ **煤炭仍是影响业绩主要因素。**公司 2022 年煤炭板块营收占比 83%，毛利占比 107.31%；2023H1 煤炭板块营收占比 77%，毛利占比仍高达 97%，即煤炭板块是影响公司业绩主要因素。另外，电力板块随着动力煤原料成本下滑实现扭亏为盈，2023H1 电力板块营收占比 13.19%，毛利占比 0.52%。公司业绩整体符合预期，销售、管理及研发费用分别增长 7.62%，3.61%和 7.91%，与行业整体表现相符。资产负债率 48.39%，比 2022 年底降低 2.59 个百分点，利息费用 1.35 亿元，同比-17.17%，财务负担进一步减轻。

- **煤炭板块量增价减，吨煤毛利减少。**2023年尤其Q2以来动力煤及配焦煤价格持续回调，2023Q2秦皇岛港动力煤长协均价717元/吨，同比-0.32%；武威1/3焦煤均价1608元/吨，同比-38.79%。公司动力煤与配焦煤销售占比各40%左右，煤价下跌影响盈利表现。但随着公司对窑煤集团收购完成，公司煤炭产能增加，目前公司生产矿井9座，核定产能合计1624万吨，在建产能合计690万吨（红沙梁露天+井工600万吨，白岩子煤矿90万吨）。2023年H1实现煤炭产量958.50万吨，同比+119.69%；销量806.41万吨，同比+126.76%；折吨煤售价550.59元/吨，同比+14.17%，主要是因为收购了窑街煤电后增加1/3焦煤销售，拉高了整体均价，但吨煤毛利278.76元/吨，受煤价下跌影响，同比-0.23%，煤炭板块毛利率50.63%，同比下跌10.05pct。
- **非煤炭板块盈利有所恢复。**2023H1公司实现火力发电量20.22亿度，同比+14.69%；供热364.88万吉焦，同比+10.49%；供汽量53.30万吉焦，同比-28.69%；页岩油实现产量1.14万吨，销量0.87万吨。其中火电收益煤炭原料成本下降，度电成本0.369元/千瓦时，同比-7.11%，电力板块毛利率1.60%，同比扭亏为盈，增长4.68个百分点。
- **公司未来看点主要在煤矿投产和刘化化工投产。**1) 窑街煤电基建矿区600万吨/年产能（红沙梁露天+井工各300万吨）建设稳步推进，其中露天煤矿已进入联合试运转，后期产能或继续释放；井工矿也于2022年底开工建设；另外，公司在建矿井还有白岩子煤矿，产能90万吨/年，主要煤种为气煤和1/3焦煤，吨煤毛利较高，预计于2024年投产后为公司利润贡献增量。2) 公司煤化工项目即将投产。全资子公司刘化化工在建的靖远煤电清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）项目设计生产规模为年产2×30万吨合成氨、2×35万吨尿素、10万吨甲醇、2.16亿m³（H₂+CO）、6万吨三聚氰胺、5万吨尿素硝铵溶液、5万吨液体CO₂、2500吨催化剂。项目分两期实施，4月14日董事会议案公告二期工程拟启动。根据可研报告，项目建成后预计可实现销售收入32亿元，利润8.5亿元。该项目是甘肃省内少有的综合类煤化工项目，具有一定的后发优势。
- **背靠甘肃能化集团，具备多元化发展潜力。**公司大股东甘肃能化集团是甘肃省省属大型综合能源集团，也是相关类资产的整合平台。集团致力于加快推动产业重组优化，构建“煤电、化工、投融资、勘察设计、非煤矿业”五大产业板块。背靠大股东，公司未来多元化发展或将取得突破，2022年底公司开工建设28MW光伏自发自用工程项目，中报公告1GW农光互补智慧能源工程项目已上报国家发改委，等待批复。公司未来逐步向煤、电、化、建、新能源一体化新型能源企业迈进。
- **投资建议**
- 预计公司2023-2025年EPS分别为0.53\0.54\0.57元，对应公司8月16日收盘价3.28元/股，2023-2025年PE分别为6.2\6.1\5.7倍，首次覆盖，给予“增持-A”投资评级。
- **风险提示**
- 1) 宏观经济增速不及预期风险；煤炭行业与宏观经济发展密切相关，目前国际环境复杂严峻，国内经济修复面临挑战；2023年GDP不变价累计同比5.5%，仍低于疫情前水平。国内固定资产投资累计增

速 3.8%，其中房地产开发投资累计增速-7.9%，对煤炭需求有所压制；2）煤炭价格超预期下行风险：二季度以后国内煤炭均价继续下行，截止 8 月 16 日，甘肃靖远电煤车板价 Q3 均价 710 元/吨，同比-15.2%，环比-13.7%；动力煤长协 Q3 均价 702.5 元/吨，同比-2.3%，环比-2.0%，若后期需求不及预期，则煤价有进一步下行风险；3）安全生产风险：煤炭行业为高危行业，甘肃地区地质条件相对较差、煤矿生产系统复杂、各类自然灾害加剧、安全生产基础薄弱，未来或面临一定安全生产风险。同时，电力、化工、基建等产业点多线长面广，安全、环保工作任务也较重。4）电力价格风险：公司 2023H1 电力度电均价 0.375 元/千瓦时，同比-13%，随着市场电价改革推荐你，若后期经济需求不及预期，电力售价仍有下行风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

