

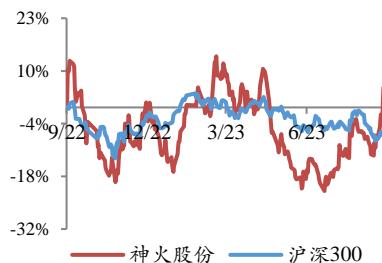
煤铝价跌+限产盈利承压，铝箔业务稳步推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-06

收盘价（元）	17.01
近 12 个月最高/最低（元）	18.43/12.67
总股本（百万股）	2,251
流通股本（百万股）	2,238
流通股比例（%）	99.42
总市值（亿元）	383
流通市值（亿元）	381

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：汪浚哲

执业证书号: S0010121070002

邮箱: wangjz@hazq.com

联系人：黄玺

执业证书号: S0010122060011

邮箱: huangxi@hazq.com

主要观点：

● 公司发布 2023 年半年报

23H1 公司营收 191.09 亿元，同比-11.72%，归母净利润 27.39 亿元，同比-39.61%。23Q2 营收 95.95 亿元，同比/环比-11.9%/+0.8%，归母净利润 11.93 亿元，同比/环比-53.9%/-22.8%。

● 电解铝：云南限产及铝价下行，量价齐跌业绩承压

23H1 公司电解铝实现营收 121.46 亿元，同比-17.11%，电解铝产量 72.68 万吨（新疆 41.04 万吨，云南 31.64 万吨），同比-6%，电解铝销量 73.23 万吨（新疆 41.71 万吨，云南 31.52 万吨），同比-4.8%。云南限电减产导致产销量下滑约 14%，此外价格方面，23H1 公司电解铝平均售价 16586 元/吨，同比-11.95%。限电减产+电解铝价格下行，公司电解铝板块盈利承压，23H1 毛利率同比-8.5pct 至 23.04%。

● 煤炭：产销增长，煤价下跌盈利收窄

23H1 公司煤炭实现营收 44.26 亿元，同比-11.04%，上半年随新增产能释放，公司煤炭产销量稳步提升，产/销量分别 379.9/387.8 万吨，同比+20.6%/24.6%。受煤价回落影响，23H1 公司煤炭销售均价 1141.44 元/吨，同比-28.41%，毛利率同比-7.54pct 至 49.84%。

● 铝箔：二期电池铝箔将带料调试，新产能稳步推进

23H1 公司铝箔实现营收 10.84 亿元，同比-14.31%，铝箔产量 4.2 万吨（商丘 2.77 万吨，上海 1.43 万吨），同比+7.1%，销量 3.85 万吨（商丘 2.55 万吨，上海 1.3 万吨），同比-1.8%。公司当前拥有 8 万吨铝箔产能，其中神隆宝鼎二期 6 万吨将于 23 年底调试投产，此外云南 11 万吨水电铝箔项目稳步推进，未来公司铝箔产能将达 25 万吨。

● 收购云南神火 14.85% 股权，权益产能提升

根据公告，公司将用自有资金以协议转让方式收购河南资产基金和商丘新发持有的云南神火 14.85% 股权，届时公司将持有云南神火 58.25% 的股权，进一步提升权益产能，巩固电解铝低成本优势。

● 投资建议

基于 23H1 煤铝价格回调，以及电解铝限产等，上半年公司业绩承压，下调全年盈利预测，预计 23-25 年归母净利润分别 57.69/67.59/72.88 亿元（前值 77.5/83.5/85.2 亿元），同比-23.8%/+17.2%/+7.8%，对应 PE 为 6.64X/5.67X/5.25X，维持“买入”评级。

● 风险提示

电解铝限产风险、煤炭、铝价大幅下跌风险、产能投放不及预期等。

● 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	38274	43004	44880
收入同比（%）	23.8%	-10.4%	12.4%	4.4%
归属母公司净利润	7571	5769	6759	7288

净利润同比 (%)	133.9%	-23.8%	17.2%	7.8%
毛利率 (%)	31.3%	28.9%	29.7%	30.1%
ROE (%)	47.2%	29.5%	25.7%	21.7%
每股收益 (元)	3.39	2.56	3.00	3.24
P/E	4.41	6.64	5.67	5.25
P/B	2.10	1.96	1.45	1.14
EV/EBITDA	3.23	4.01	3.23	1.93

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	23645	33142	39936	54947	营业收入	42704	38274	43004	44880
现金	17907	26909	31855	48517	营业成本	29338	27230	30246	31386
应收账款	690	551	766	596	营业税金及附加	712	612	727	743
其他应收款	657	191	817	226	销售费用	329	383	473	494
预付账款	462	688	698	709	管理费用	764	689	645	718
存货	3100	3900	4548	4151	财务费用	770	-77	-301	-400
其他流动资产	828	903	1252	749	资产减值损失	-22	67	-89	258
非流动资产	36833	37787	38333	39033	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3576	3793	4019	4239	投资净收益	228	177	241	235
固定资产	20734	20198	19472	18898	营业利润	10902	9049	10848	11893
无形资产	5218	4780	4220	3862	营业外收入	144	0	0	0
其他非流动资产	7304	9016	10622	12035	营业外支出	386	0	0	0
资产总计	60477	70928	78269	93980	利润总额	10660	9049	10848	11893
流动负债	34694	40609	40356	47743	所得税	2083	2262	3255	3568
短期借款	21918	24072	26522	29056	净利润	8576	6787	7594	8325
应付账款	3406	4830	3642	5098	少数股东损益	1005	1018	835	1037
其他流动负债	9370	11707	10192	13589	归属母公司净利润	7571	5769	6759	7288
非流动负债	4602	4602	4602	4602	EBITDA	13272	10121	11811	12408
长期借款	3219	3219	3219	3219	EPS (元)	3.39	2.56	3.00	3.24
其他非流动负债	1383	1383	1383	1383					
负债合计	39296	45211	44957	52344					
少数股东权益	5137	6155	6991	8027					
股本	2251	2251	2251	2251					
资本公积	2659	2659	2659	2659					
留存收益	11134	14652	21410	28698					
归属母公司股东权	16044	19562	26321	33609					
负债和股东权益	60477	70928	78269	93980					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	14061	12661	5812	17300	成长能力				
净利润	8576	6787	7594	8325	营业收入	23.8%	-10.4%	12.4%	4.4%
折旧摊销	1835	1405	1411	1414	营业利润	103.6%	-17.0%	19.9%	9.6%
财务费用	1024	460	506	556	归属母公司净利润	133.9%	-23.8%	17.2%	7.8%
投资损失	228	-177	-241	-235	盈利能力				
营运资金变动	1844	4265	-3552	7504	毛利率 (%)	31.3%	28.9%	29.7%	30.1%
其他经营现金流	7284	2443	11239	558	净利率 (%)	17.7%	15.1%	15.7%	16.2%
投资活动现金流	-462	-3103	-2810	-2615	ROE (%)	47.2%	29.5%	25.7%	21.7%
资本支出	-267	-2942	-2691	-2496	ROIC (%)	19.1%	11.9%	11.2%	10.1%
长期投资	-54	-339	-360	-355	偿债能力				
其他投资现金流	-142	177	241	235	资产负债率 (%)	65.0%	63.7%	57.4%	55.7%
筹资活动现金流	-11403	-557	1944	1978	净负债比率 (%)	185.5%	175.8%	135.0%	125.7%
短期借款	3545	2154	2450	2534	流动比率	0.68	0.82	0.99	1.15
长期借款	-1673	0	0	0	速动比率	0.57	0.69	0.85	1.04
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-20	0	0	0	总资产周转率	0.75	0.58	0.58	0.52
其他筹资现金流	-13255	-2711	-506	-556	应收账款周转率	79.17	61.64	65.29	65.92
现金净增加额	2209	9002	4946	16662	应付账款周转率	8.87	6.61	7.14	7.18
					每股指标 (元)				
					每股收益	3.39	2.56	3.00	3.24
					每股经营现金流薄)	6.25	5.62	2.58	7.69
					每股净资产	7.13	8.69	11.69	14.93
					估值比率				
					P/E	4.41	6.64	5.67	5.25
					P/B	2.10	1.96	1.45	1.14
					EV/EBITDA	3.23	4.01	3.23	1.93

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阅。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形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。