

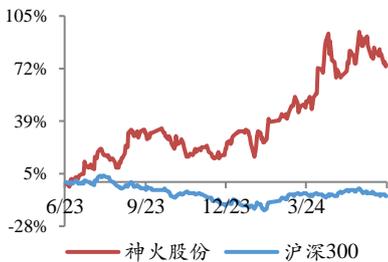
煤、铝相继复产，业绩改善可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-06-21

收盘价(元)	21.85
近12个月最高/最低(元)	25.38/12.59
总股本(百万股)	2,250
流通股本(百万股)	2,238
流通股比例(%)	99.50
总市值(亿元)	492
流通市值(亿元)	489

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

分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

相关报告

1.煤铝价跌+限产盈利承压，铝箔业务稳步推进 2023-09-06

主要观点：

● 公司发布 2023 年报和 2024 年一季报

公司 2023 年营业收入 376.25 亿元，同比-11.89%，归母净利润 59.05 亿元，同比-22.07%；24Q1 营业收入 82.23 亿元，同比-13.57%，归母净利润 10.91 亿元，同比-19.47%。

● 铝板块：伴随铝价抬升，盈利能力优化

2023 年公司电解铝收入 252.94 亿元，同比-10.49%，公司主营产品盈利能力减弱主要源于铝价下跌，2023 年长江现货铝均价为 18696.74 元/吨，同比-6.22%，年内公司电解铝价格同比下降 945.32 元/吨。量方面，2023 年公司受子公司云南神火减产 9.27 万吨的影响，电解铝产量/销量分别为 151.80/152.73 万吨，同比-7.16%/-6.07%。24Q1 国内长江现货铝均价为 19050.86 元/吨，环比+0.45%，铝价抬升 2024 年公司铝板块盈利能力有望持续优化。

● 煤炭板块：煤价下行业绩承压，梁北煤矿有望贡献增量

公司 2023 年煤炭收入 80.12 亿元，同比-18.92%，煤价承压是拖累公司业绩的主要因素。价：2023 年受进口煤炭量显著增加导致供需宽松的影响，国内煤炭均价下行至 980.60 元/吨，同期公司煤炭均价同比下降 284.42 元/吨。量：2023 年公司煤炭产量/销量分别为 716.96/724.77 万吨，同比+5.25%/+7.41%，煤炭产量位列河南省第四位。公司充分发挥区位优势扩能扩产，梁北煤矿扩改建项目持续推进，煤炭产能稳步提升。

据公告，24Q1 省内煤企安全事故、监管政策趋严等影响公司煤炭产销量不及预期，4 月份起已恢复至正常水平，预计不会影响全年生产计划的实现。价格方面，24Q1 国内煤炭均价为 1005.64 元/吨，同比-5.02%，煤价承压影响一季度业绩。综合考虑供给端、需求端情况，预计 2024 年煤炭供需总体将相对平衡，煤炭市场价格大概率以稳为主、小幅波动。

● 铝箔产能预期释放，推进一体化布局

公司电铝箔项目稳步推进，产能陆续释放：神火新材电池箔项目一期整体装机水平达到国际先进水平，二期新能源动力电池材料项目目前进展顺利，首台轧机已于 2024 年 2 月开始带料调试，预计 2024 年 8 月 8 台轧机全部投产。云南新材另有 11 万吨产能在建，分坯料和电池箔两期，项目预计总投资 24 亿元，目前一期坯料项目已开工建设，二期电池箔项目后续将根据市场情况推进建设。2023 年公司生产铝箔 8.09 万吨，并计划 2024 年生产铝箔 9.75 万吨。公司通过积极并购和项目投资，在产业链上下游持续深化一体化布局，业绩有望持续提升。

● 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 63.03/69.85/72.56 亿元（前值为 2024-2025 年分别为 67.59/72.88 亿元，考虑煤价下行下调），对应 PE 分别为 7.8/7.0/6.8 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	37625	38544	40329	42230
收入同比 (%)	-11.9%	2.4%	4.6%	4.7%
归属母公司净利润	5905	6303	6985	7256
净利润同比 (%)	-22.1%	6.7%	10.8%	3.9%
毛利率 (%)	26.4%	29.9%	30.0%	29.3%
ROE (%)	29.8%	25.8%	22.3%	18.8%
每股收益 (元)	2.65	2.80	3.10	3.23
P/E	6.34	7.80	7.04	6.77
P/B	1.91	2.02	1.57	1.27
EV/EBITDA	4.62	4.91	3.87	3.05

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	19452	22252	27322	32769	营业收入	37625	38544	40329	42230
现金	13323	16156	21037	26188	营业成本	27709	27028	28241	29875
应收账款	739	659	717	755	营业税金及附加	530	614	623	649
其他应收款	360	457	471	481	销售费用	331	341	348	369
预付账款	402	479	461	492	管理费用	830	850	862	917
存货	3053	3005	3104	3297	财务费用	63	339	204	11
其他流动资产	1575	1496	1531	1556	资产减值损失	-7	-54	128	66
非流动资产	38406	38925	39022	39124	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3689	3863	4023	4179	投资净收益	335	298	312	335
固定资产	22156	22556	23055	23541	营业利润	8270	9425	10289	10592
无形资产	5435	5709	5987	6253	营业外收入	102	100	100	100
其他非流动资产	7126	6796	5957	5150	营业外支出	215	355	463	355
资产总计	57858	61176	66345	71893	利润总额	8156	9170	9926	10337
流动负债	27029	24984	22214	19517	所得税	1428	2008	1988	2091
短期借款	14691	12450	9512	6091	净利润	6728	7163	7938	8246
应付账款	3021	3171	3229	3419	少数股东损益	823	860	953	990
其他流动负债	9317	9363	9473	10007	归属母公司净利润	5905	6303	6985	7256
非流动负债	6496	6446	6446	6446	EBITDA	9881	10573	11382	11634
长期借款	4944	4944	4944	4944	EPS (元)	2.65	2.80	3.10	3.23
其他非流动负债	1552	1502	1502	1502					
负债合计	33526	31431	28661	25963					
少数股东权益	4503	5362	6315	7304	主要财务比率				
股本	2250	2250	2250	2250	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	2657	2675	2675	2675	成长能力				
留存收益	14922	19459	26444	33701	营业收入	-11.9%	2.4%	4.6%	4.7%
归属母公司股东权益	19829	24384	31369	38625	营业利润	-24.1%	14.0%	9.2%	2.9%
负债和股东权益	57858	61176	66345	71893	归属于母公司净利	-22.1%	6.7%	10.8%	3.9%
					获利能力				
					毛利率 (%)	26.4%	29.9%	30.0%	29.3%
					净利率 (%)	15.7%	16.4%	17.3%	17.2%
					ROE (%)	29.8%	25.8%	22.3%	18.8%
					ROIC (%)	14.4%	15.3%	15.1%	14.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	57.9%	51.4%	43.2%	36.1%
					净负债比率 (%)	137.8%	105.7%	76.1%	56.5%
					流动比率	0.72	0.89	1.23	1.68
					速动比率	0.55	0.71	1.02	1.43
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.65	0.63	0.61
					应收账款周转率	52.63	55.14	58.61	57.38
					应付账款周转率	8.62	8.73	8.83	8.99
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.65	2.80	3.10	3.23
					每股经营现金流薄)	4.97	4.02	4.26	4.53
					每股净资产	8.81	10.84	13.94	17.17
					估值比率				
					P/E	6.34	7.80	7.04	6.77
					P/B	1.91	2.02	1.57	1.27
					EV/EBITDA	4.62	4.91	3.87	3.05

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。