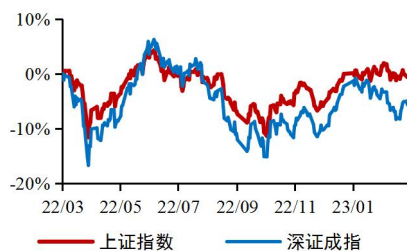


信义山证 汇通天下

研究早观点

2023 年 3 月 29 日 星期三

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	3,245.38	-0.19
深证成指	11,564.45	-0.72
沪深 300	3,999.51	-0.32
中小板指	7,621.10	-0.88
创业板指	2,369.17	-1.20
科创 50	1,038.63	-1.78

主要海外市场指数

指数	收盘	涨跌幅%
道琼斯	32,394.25	-0.12
纳斯达克综合	11,716.08	-0.45
标普 500	3,971.27	-0.16
巴黎 CAC40	7,088.34	0.14
德国法兰克福 DAX	15,142.02	0.09
日经 225	27,518.25	0.15
恒生指数	19,784.65	1.11

资料来源：最闻

【今日要点】

【山证宏观策略】中观高频周报-工业生产仍有修复，地产销售保持热度 ---

2023 年第 8 期

【公司评论】神火股份(000933.SZ)：神火股份 2022 年年报点评-创成立以来最好业绩，电池箔产能释放顺利

【山证非银】国元证券 2022 年年报点评-业绩表现优于行业，债承金额大幅提升

【山证非银】招商证券 2022 年年报点评-投资投行拖累业绩，财富管理优势稳固

【山证煤炭】兖矿能源（600188.SH）年报点评：-海外经营收获红利，超预期分红彰显经营信心

【宏观策略】大盘回调，AI 概念回落

【今日要点】

【山证宏观策略】中观高频周报-工业生产仍有修复，地产销售保持热度 --- 2023 年第 8 期

张治 zhangzhi@sxzq.com

【投资要点】

- **主要工业开工指标小幅回升：**上周，除汽车轮胎开工率外，多数开工率数据呈上行趋势。进入 3 月份后，尽管修复斜率放缓，但工业生产仍在回暖。煤电行业方面，南方八省日均耗煤量止跌转涨，环比增长 2.85%至 191.20 万吨。钢铁行业方面，上游唐山钢厂高炉开工率和下游螺纹钢开工率均与上一期持平，分别录得 57.94%和 47.54%；产能利用率 76.55%，环比提升 1.1 个百分点。化工行业方面，江浙织机 PTA 产业链负荷率降幅收窄，其他开工率指标均有回升，其中涤纶长丝开工率节后持续回升，目前已达到 80.01%的年内高点。汽车轮胎开工小幅回落，全钢胎、半钢胎开工率分别降至 68.59%和 73.27%。基建方面，沥青装置开工率 34.60%，环比上涨 3.90%；水泥发运率 43.05%，环比上涨 0.24%。
- **房地产市场延续高热度：**上周，二手房和商品房成交量价齐升，地产销售热度仍在持续，但销售端向土地成交市场和房地产投资端的传导效果偏弱。二手房销售方面，全国二手房成交面积回升至 328.24 万平方米，显著高于往年同期水平；二手房出售挂牌价指数回涨，一、三线城市挂牌价指数分别环比上涨 0.06%和 0.13%，二线城市较上周基本持平。商品房销售方面，30 城商品房成交面积续升至 368.02 万平方米，较上周增长 1.17%；不同城市表现分化明显，三线城市明显偏弱，一、二线城市分别环比上涨 4.99%和 12.48%，三线城市则大幅下跌 22.61%。拿地方面，百城成交土地面积回落，成交土地溢价率上行，土地市场成交情况与去年同期基本持平。
- **其他高频数据表现。**上下游价格涨跌互现：原油价格止跌回升，海外风险逐步释放，WTI 原油现货价和 IPE 布油期货结算价格收涨；有色期货价格分化，LME3 个月铜、铝、铅期货官方价分别环比增长 3.60%、1.45%、2.27%，锌价环比下降 0.65%；钢材价格整体回落，螺纹钢、高线、热轧板、冷轧板、普中板价格分别环比下跌 2.55%、2.43%、1.36%、0.63%、1.99%；下游食品价格分化，猪肉、蔬菜价格下跌，水果价格上涨。工业品去库过程持续：主要钢材品种方面，螺纹钢、线材、热轧板、冷轧板、普中板库存持续下降；煤炭与化工品小幅去库。客运维持高位：室内交通方面，上周一线城市日均拥堵延时指数为 1.79，地铁日均出行人数 888.80 万人次；长途客运方面，上周国内平均执行航班 11781 架次，国际航班平均为 353 架次，航空领域运输能力仍在恢复。
- **风险提示：**宏观经济不及预期，海外需求超预期萎缩

【公司评论】神火股份(000933.SZ)：神火股份 2022 年年报点评-创成立以来最好业绩，电池箔产能释放顺利

杨立宏 yanglihong@sxzq.com

【投资要点】**➤ 事件描述**

- 公司发布 2022 年年报，2022 年公司实现营收 427.04 亿元，同增 23.80%；实现归母净利润 75.71 亿元，同增 133.90%；实现扣非归母净利润 77.71 亿元，同增 122.63%；基本每股收益 3.39 元，同增 133.79%。其中，2022Q4 实现营收 105.70 亿元，同比增长 9.75%，环比增长 0.79%；实现归母净利润 17.16 亿元，同比增长 83.58%，环比增长 30.14%。

➤ 事件点评

- 主要产品基本产销平衡，实现了公司成立以来的最好业绩。
- 1) **煤炭**: 2022 年公司煤炭销售量为 674.77 万吨，同比增长 3.10%；毛利率为 52.82%，同比增长了 3.74pct，主要系煤炭价格上涨；煤炭板块贡献了全年 23% 的营业收入，39% 的毛利润。据测算，公司 2022 年煤炭平均售价为 1464 元/吨，略高于行业均价，单吨利润为 733 元。根据 Wind 数据，河南永城 2022 年无烟末煤车板平均价为 1437.35 元/吨，较 2021 年的 1192.60 增长了 21%，较 2020 年的 731.28 元增长了 97%。公司煤炭核定产能 855 万吨，2022 年煤炭产量位列河南省第四位，是我国无烟煤主要生产企业之一。
- 2) **电解铝**: 云南神火二期项目投产后，公司电解铝产销量显著提升。2022 年公司铝锭产量为 163.5 万吨，同比增长 17.04%；销售量为 162.60 万吨，同比增长 14.70%；毛利率为 26.70%，同比下降了 8.37pct；贡献了全年 66% 的营业收入，56% 的毛利润。据测算，公司 2022 年电解铝单吨价格为 1.74 万元，单吨毛利为 4640 元。截至 2022 年 12 月 31 日，公司电解铝年产能 170 万吨，包括新疆煤电 80 万吨年产能与云南神火 90 万吨年产能。电解铝产能处于具有发电优势的新疆和绿色水电优势的云南地区，具备低成本电力优势；同时，靠近氧化铝主产地百色，紧邻我国铝消费最集中的华南市场和铝消费潜力快速增长的西部市场及东南亚，区位优势十分明显。公司在新疆地区打造出完整的电解铝产业链，80 万吨/年电解铝生产线配套建设有阳极炭块和燃煤发电机组，产业链协同、低成本优势突出。公司电解铝毛利率(26.7%)位于行业第一梯队，根据各公司公告，2022 年云铝股份、中国铝业、天山铝业电解铝毛利率分别为 17.18%、12.78%、22.94%。
- 3) **铝箔**: 2022 年公司神隆宝鼎高端双零铝箔项目一期 5.5 万吨满负荷生产，全年铝箔销售量为 8.34 万吨，同比增长 39.70%；对公司营业收入贡献从 2021 年的 4% 增长至 6%。随着神隆宝鼎二期年产 6 万吨高端双零铝箔逐渐建成投产，预计 2023 年、2024 年公司铝箔产能分别由 2022 年的 8 万吨增长至为 11 万吨、13 万吨；按单吨利润 4000 元(公司调研纪要数据)进行测算，预计 2023 年、2024 年分别可贡献利润 4.4、5.2 亿元。
- 电解铝低成本优势明显，铝箔产能释放持续贡献业绩。2023 年公司计划生产原煤 676 万吨，铝产品 160

万吨，炭素产品 53.2 万吨，铝箔 7.8 万吨，供(售)电 120.55 亿度，型焦 5.5 万吨；预计全年实现营业收入 428 亿元，利润总额 61 亿元。根据 Wind 数据，2023 年 1 月、2 月河南永城无烟末煤车板均价分别为 1545、1570 元/吨，略高于 2022 年均价。根据百川盈孚数据，2023 年 1 月、2 月铝锭均价分别为 1.83、1.86 万元/吨；行业平均单吨毛利为 873.28、1258.86 元/吨。

➤ 投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.56\3.80\4.21，对应公司 3 月 27 日收盘价 18.02 元，2023-2025 年 PE 分别为 5.1\4.7\4.3，首次覆盖给予“增持-A”评级。

➤ 风险提示

➤ 大宗商品价格大幅波动风险；电价调整及限电风险；煤炭开采条件趋于复杂多变的的风险；电解铝需求不及预期风险。

【山证非银】国元证券 2022 年年报点评-业绩表现优于行业，债承金额大幅提升

孙田田 0351-8686900 suntiantian@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述：

➤ 公司发布 2022 年年报，报告期内实现营业收入 53.41 亿元，同比-12.58%，归母净利润 17.33 亿元，同比-9.24%，加权平均 ROE 为 5.32%，较上年减少 0.71pct。

➤ 投资要点：

➤ **投资亏损拖累业绩，股权及减值正向贡献。**2022 年公司营业收入同比下滑 12.58%，归母净利润下滑 9.24%，均小于行业下滑幅度。其中证券投资业务亏损 0.94 亿元，对业绩影响较大；股权投资收入 4.38 亿元，同比大幅提升，贡献正向收益；经纪、投行、资管分别实现收入 10.06 亿元、7.77 亿元和 0.94 亿元，同比下滑 14.61%、18.28%和 11.18%，基本与行业同步。同时公司 2022 年信用减值损失相对减少，推动公司净利润实现相对较好成绩。

➤ **债券承销金额大幅提升，充分利用区位优势。**公司打造产业投行，服务经济实体和创新科技，2022 年实现投行业务收入 7.6 亿元，同比-18.92%。债券业务承销方面不断拓宽业务区域，努力保持安徽省内市场第一的地位，同时积极拓展外省业务，2022 年公司合计完成 41 个债券项目，主承销规模 224.37 亿元，同比+92.67%，增速远超行业平均。

➤ **权益及衍生亏损，固收稳定增长。**公司 2022 年投资业务中权益类投资亏损 6.59 亿元，衍生投资亏损 2.23 亿元，较去年同期均大幅下降；固收产品投资实现收入 9.72 亿元，同比增长 7.40%；同时对联合营企业的投资收益中，部分股权投资项目确认的收益大幅增长，带动联合营企业投资收益同比增

加 2.98 亿元。

- **经纪业务承压，推动财富管理转型。**公司加快建设财富管理服务数字平台，构建线上线下协同联动的客户服务体系，坚定不移向财富管理转型。公司以优+投顾为领航，优质投顾产品为工具，大力发展投资顾问业务。2022 实现经纪业务净收入 8.41 亿元，同比下滑 18%，受市场环境影响，代买收入和代销收入均有所下滑，分别实现收入 7.21 亿元和 0.66 亿元，下滑 18%和 22%。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**公司业绩保持较好韧性，实现高于行业整体的业绩表现，随着公司十四五规划的全面推进，看好公司未来发展潜力。预计公司 2023 年-2025 年分别实现归母净利润 20.89 亿元、22.75 亿元和 24.52 亿元，增长 20.53%、8.94%和 7.75%；PB 分别为 0.81/0.78/0.77，维持“增持-A”评级。
- **风险提示：**金融市场大幅波动，业务推进不及预期，公司出现较大风险事件。

【山证非银】招商证券 2022 年年报点评-投资投行拖累业绩，财富管理优势稳固

孙田田 0351-8686900 suntiantian@sxzq.com

【投资要点】

- **投行投资拖累业绩下滑。**公司受投资业务和投行业务拖累，全年业绩下滑 34.69%，其中经纪业务和利息净收入基本和行业保持同步，分别实现收入 64.43 亿元和 13.42 亿元，下滑 18.60%和 20.73%；投资和投行业务分别实现收入 51.15 亿元和 13.93 亿元，下滑 45.90%和 45.22%。管理费用下滑带来营业支出减少，全年净利润下滑 30.68%。
- **财富管理保持优势，机构业务占比提升。**2022 年财富管理业务继续保持优势，代买收入连续三年保持行业前 3。1) 传统经纪业务保持头部：股基交易量市占率提升 0.32pct 至 5.22%，股票期权开户数市场份额 8.32%，排名行业第 2，APP 月活排名券商第 5。2) 资本中介份额提升：融券余额市场份额提升 0.67pct 至 3.14%，资本中介业务利息收入排名行业第 6。3) 持续推进机构综合服务：50 亿元以上重点私募客户交易覆盖率达 81%，私募客户股基交易量同比增长 21.61%，市场份额逆势增长，私募托管市场份额连续 9 年保持行业第一。
- **IPO 承销金额和家数下滑，再融资排名提升。**2022 年，公司共助力 6 家企业完成 A 股 IPO 上市，8 家企业完成股权再融资，承销金额达 191.41 亿元，再融资金额排名行业第 6 位，提升 3 位。同时加大项目储备，新申报 IPO 项目数量 31 家；完成 7 单 A 股市场并购重组项目。境内主承销债券 2,749.76 亿元，排名行业第 10。
- **资管规模下降，基金业务头部地位稳固。**2022 年，招商资管总资产管理规模 3,171.34 亿元，同比下降 34.36%，资管业务收入 9.32 亿元，下滑 23.73%；招商基金资产管理规模 1.15 万亿元，同比增长 6.41%，非货基金排名行业第 5，债券型公募排名第 2；博时基金管理规模 1.50 万亿元，下滑 9.32%，非货基金

规模排名行业第 8，债券型公募排名第一。盈利预测、估值分析和投资建议：公司轻资产业务具有较强积累，在财富管理和资产管理业务方面头部地位稳固，随着 2023 年市场回暖，预计公司业绩将稳步提升。预计公司 2023 年-2025 年分别实现归母净利润 108.10 亿元、125.15 亿元和 133.48 亿元，同比增长 33.92%、15.77%和 6.66%；PB 分别为 0.97/0.90/0.84，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

➤ 风险提示：金融市场大幅波动，业务推进不及预期，公司出现较大风险事件。

【山证煤炭】兖矿能源（600188.SH）年报点评：-海外经营收获红利，超预期分红彰显经营信心

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ 公司发布 2022 年年报：报告期内实现营业收入 2008.29 亿元，同比+32.13%，归母净利润 307.74 亿元，同比+89.27%，扣非后归母净利润 304.66 亿元，同比+87.92%，毛利率为 40.94%，同比上升 11.56 个百分点；净利润率为 19.64%，同比上升 7.42 个百分点，基本 EPS 为 6.30 元，扣除非经常损益后的 EPS 为 6.23 元。2022 年股息分配方案为每 10 股送红股 5 股，并每 10 股派发现金股利 43 元（含税），合计分红金额比率为 69.15%，比上期提高近 9 个百分点，按照 3 月 27 日收盘价计算股息率为 12.47%。2022 年 Q4 公司分别实现收入和归母净利润 494.82 亿元和 36.46 亿元，环比分别+5.38%和-22.88%，Q4 净利环比下降主要因 4 季度计提资产减值 24 亿元等影响。

➤ 事件点评

➤ 煤炭业务受益煤价上涨，利润大幅增加：2022 年公司煤炭板块贡献的收入和毛利分别为 1258.55 亿元和 754.73 亿元，同比分别+50.18%和 105.25%，占公司收入和毛利的比重分别为 62.66%和 91.79%。2022 年公司煤炭产、销量分别为 9950 万吨和 10374 万吨，同比分别-5.23%和-1.8%，主要原因为兖煤澳洲销量下滑（29253 千吨，-21.9%）国内产销同比增长 10%。煤炭板块盈利增长来自公司平均煤价上涨，公司 2022 年煤炭销售均价为 1213 元/吨，同比上涨 52.93%，主要原因为公司海外煤炭售价不受限价影响，兖煤澳洲平均吨煤价格 1647.2 元/吨，同比 144.23%；国内煤炭售价也有所上涨，公司本部吨煤 1134 元/吨，同比+31.17%；煤价上涨同时销售成本上升有限，兖煤澳洲平均销售成本 548.2 元/吨，同比 37.46%；公司本部 328.71 元/吨，同比-7.33%；公司吨煤毛利 727.48 元，同比+109%。

➤ 煤化工成本上涨，盈利有所下滑：2022 年公司煤化工板块贡献的收入和毛利分别为 242.73 亿元和 49.84 亿元，占公司收入和毛利的比重分别为 12.09%和 6.06%，同比分别+13.41%和-27.25%，煤化工业务毛利率-11.48%。公司煤化工产品产、销量分别实现 6813、6262 千吨，同比+17.58%和 19.37%，盈利下滑主要受煤化工产品价格下行影响。子公司鲁南化工实现净利润 10.31 亿元，同比减少 68.2%，醋酸及醋酸乙酯降幅分别为 39%/18%，是煤化工业务亏损主要来源。

- **煤价整体预计维持高位，超预期分红彰显公司经营信心：**2022 年 4 季度以来，国内煤价及海外煤价均有不同程度下滑，但整体仍维持在高位。公司 2022 年度利润分配方案，宣布拟向全体股东每股送红股 0.5 股。同时拟合计派发 2022 年度现金股利 4.3 元/股（含税），合计拟派发现金红利 212.79 亿元（含税），现金分红比例达到 69.15%。以 3 月 27 日收盘价计算，公司 2022 年度 A 股息率为 12.47%，超预期的分红比例，彰显了公司经营信心。
- **投资建议**
- 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 6.88\6.97\7.16 元，对应公司 3 月 27 日收盘价 34.49 元，2023-2025 年动态 PE 分别为 5.0\4.9\4.8 倍，继续给予“买入-A”投资评级。
- **风险提示**
- 利润分配方案、高送转事项公司 2022 年度股东周年大会审议不通过风险；宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；产能核增不及预期风险等。

【宏观策略】大盘回调，AI 概念回落

李孔逸 likongyi@sxzq.com

- **走势回顾：**
- 三大指数低开，开盘走势分化，沪指横盘震荡，盘中攀升，深成指与创业板指走低，午盘后三大指数下探。截止收盘，沪指报 3245.38 点，跌 0.19%；深成指报 11564.45 点，跌 0.72%；创指报 2369.17 点，跌 1.20%。行业指数涨跌不一，石油石化（+3.37%）、食品饮料（+1.31%）和汽车（+0.70%）领涨；电子（-2.75%）、国防军工（-1.83%）、综合金融（-1.78%）领跌；总体来看，两市个股普遍下跌，超 3500 只个股下跌，成交额回落至 10047 亿元。
- **市场焦点：**
- **A 股人气持续，热点题材轮动，AI 概念回落。**板块方面，受伊拉克库尔德地区部分原油出口暂停，国际油价大涨消息影响，石油石化板块大幅高开，全天高位震荡；计算机、传媒、电子等板块低开，震荡走低；有色金属、国防军工等板块全天走低。从涨停板的情况看，全市场涨停个股（非 ST）回落至 26 家，连板家数 2 家，热点持续性回落，赚钱效应降低。
- **我们认为，A 股短期震荡，中长期走强的预期不变。**美联储加息 25BP 后，第一共和银行、德意志银行的流动性问题继续引发市场担忧，美联储联合财政部，正与各国央行协同努力化解流动性风险。同时，国外流动性风险也促使资金回流中国，人民币汇率回升，央行降准继续释放国内流动性。中长期看，两会后 2023 宏观政策导向务实平稳，在扩大内需总方针指引下，各部委拼经济政策逐步揭露，国家机构改革，加大了科技创新，大数据和央企改革等领域的关注度。鉴于当前 A 股整体估值仍偏低，在当前区间有较强支撑，未完全反应市场较强预期。随着国内经济逐步企稳回暖，前 3 月地产销量与

售价数据均回暖，外贸数据平稳，疫后复苏力度持续增强，财政政策导向积极，均有望带动市场预期的进一步增强。国外银行流动性问题遏制了美联储激进加息的预期和政策空间，有望逐渐在年中提前达到利率拐点，减缓紧缩，国内流动性和企业盈利均有望逐步好转。短期风险事件影响正在化解，市场正在震荡修复中，各板块机会相对均衡，更看好具有中长期强成长逻辑、下游需求刚性、短期季节性强提振的标的，配置中我们建议紧扣基本面修复弹性较大的行业（医药医疗、高端制造、通信和养殖等）+经济结构转型主线，继续延续高景气逻辑的赛道（军工、AIGC 概念和新能源等）有望持续收获较优表现。

➤ 风险提示：全球经济衰退风险，美联储加息超预期，疫情持续超预期

值周研究员：

李召麒 执业登记编码：S0760521050001 电话：010-83496307 邮箱：lizhaoqi@sxzq.com
平海庆 执业登记编码：S0760511010003 电话：010-83496341 邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

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。本报告清晰准确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 6 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

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

