

投资评级 优于大市 维持

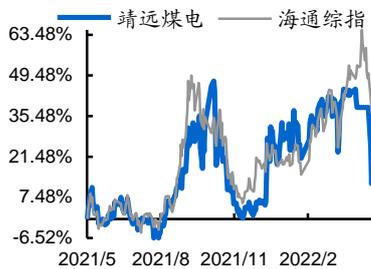
22Q1 归母净利润同比大增，公告发行股份收购优质煤炭资产

股票数据

05月05日收盘价(元)	3.96
52周股价波动(元)	2.68-4.58
总股本/流通A股(百万股)	2359/2356
总市值/流通市值(百万元)	9341/9328

相关研究

《煤炭主业有望量价齐升，构建煤、电、化、新能源一体化发展格局》2022.02.10

市场表现


指标	1M	2M	3M
沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.2	-1.0	16.3
相对涨幅(%)	4.0	9.8	28.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:李焱

Tel:(010)58067998

Email:lm10779@htsec.com

证书:S0850517120001

分析师:王涛

Tel:(021)23219760

Email:wt12363@htsec.com

证书:S0850520090001

分析师:吴杰

Tel:(021)23154113

Email:wj10521@htsec.com

证书:S0850515120001

分析师:戴元灿

Tel:(021)23154146

Email:dyc10422@htsec.com

证书:S0850517070007

投资要点:

- 22Q1 年归母净利润同比+179%**。2021 年公司实现营收/归母净利润 48.4/7.2 亿元，同比+31.3%/62.7%。公司 2021 年半年度及年度两次分红，合计现金分红金额 3.4 亿元，分红比例约 47%，按 4 月 29 日收盘价 3.72 元计，对应股息率 3.9%。22Q1 公司实现营收/归母净利润 13.8/4.5 亿元，同比+16.3%/179%，归母净利润大幅上涨的主因是煤炭售价上涨。
- 经营数据：21 年销量同比增加 7%，售价/成本增加 30%/24%**。1) 产销量：2021 年公司煤炭产/销量 878/942 万吨，同比-0.9%/+6.8%，库存量减少 87% 至 9.5 万吨，公司 21 年销售大量库存。22Q1 公司煤炭产/销量 220/186 万吨，同比-2.6%/-26.6%。2) 价格：2021 年公司销售均价 394 元/吨，同比+30.1%，受益 2022 年长协基准价上调，我们认为公司 22 年售价有望延续涨势。3) 成本：2021 年单位成本为 319 元/吨，同比+24.2%。
- 发行股份收购窑煤集团 100% 股权，公司煤炭产量有望显著提升**。2022 年 4 月，公司公告拟以发行股份方式购买能化集团、中国信达、中国华融合计持有的窑煤集团 100% 股权，同时拟以定增方式募集配套资金，拟用于标的资产的红沙梁露天矿项目建设（产能 440 万吨/年）、补充上市公司流动资金或偿还有息负债等用途。截至 2021 年底，窑煤集团核定产能 570 万吨/年，与公司煤炭产品相比，其品种丰富、品质高、长协比例低，2021 年窑煤集团实现营业收入 48.36 亿元，归母净利润 12.37 亿元。我们认为，若收购完成，公司煤炭产量及盈利能力有望显著提升。
- 盈利预测及估值**。我们认为，2022 年公司煤炭主业有望量价齐升，焦煤及煤化工在建项目稳步推进，转型新能源运营商前景广阔，公司盈利成长性值得期待。假设公司煤化工项目一期于 2022 年底投产，2023 年将贡献利润。综上，暂不考虑窑煤集团 100% 股权收购完成，我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 16.7/20.7/21.4 亿元，对应 EPS 为 0.71/0.88/0.91 元，BPS 为 4.04/4.57/5.11 元，参考可比公司，给予 2022 年 1.4~1.5 倍 PB，对应合理价值区间 5.66~6.06 元（对应 2022 年 PE 为 8.0~8.6 倍），维持“优于大市”评级。
- 风险提示**。下游需求大幅下滑、在建项目未能顺利投产。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3687	4841	6275	7597	7475
(+/-)YoY(%)	-9.3%	31.3%	29.6%	21.1%	-1.6%
净利润(百万元)	445	724	1671	2072	2144
(+/-)YoY(%)	-14.3%	62.7%	130.8%	24.0%	3.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.19	0.31	0.71	0.88	0.91
毛利率(%)	30.3%	30.5%	43.2%	43.0%	44.0%
净资产收益率(%)	5.3%	8.5%	17.5%	19.2%	17.8%

资料来源：公司年报(2020-2021)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 分业务盈利预测

		2021	2022E	2023E	2024E
煤炭	销量 (万吨)	942	908	938	950
	YOY	6.82%	-3.57%	3.30%	1.28%
	售价 (元/吨)	469	628	583	561
	YOY	23.91%	33.98%	-7.21%	-3.76%
	收入 (万元)	370841	501910	481091	468914
	YOY	38.98%	35.34%	-4.15%	-2.53%
	毛利率	46.22%	57.85%	56.85%	56.06%
火电	售电量 (万千瓦时)	332096	334800	334800	334800
	YOY	9.22%	0.81%	0.00%	0.00%
	售价 (元/千瓦时)	0.341	0.375	0.375	0.375
	YOY	1.81%	10.00%	0.00%	0.00%
	收入 (万元)	113283	125625	125625	125625
	YOY	11.19%	10.90%	0.00%	0.00%
	毛利率	-20.94%	-15.45%	-3.90%	6.49%
煤化工项目一期	收入 (万元)			153000	153000
	YOY				0.00%
	毛利率			37.91%	37.91%
总计	营业总收入 (万元)	484124	627535	759716	747540
	YOY	31.30%	29.62%	21.06%	-1.60%
	毛利率	30.51%	43.18%	42.99%	44.01%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			BPS (元)		PB (倍)	
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2021E	2021E	
601088.SH	中国神华	30.63	3.26	3.36	3.45	9.4	9.1	8.9	20.07		1.53	
601898.SH	中煤能源	9.49	1.68	1.79	1.80	5.7	5.3	5.3	9.76		0.97	
601225.SH	陕西煤业	16.80	2.46	2.60	2.75	6.8	6.5	6.1	9.95		1.69	
600188.SH	兖矿能源	34.80	5.06	5.22	5.83	6.9	6.7	6.0	16.86		2.06	
601001.SH	晋控煤业	12.14	2.77	2.71	3.61	4.4	4.5	3.4	9.64		1.26	
600546.SH	山煤国际	13.82	2.54	2.58	4.00	5.4	5.3	3.5	8.68		1.59	
002128.SZ	电投能源	14.62	2.89	3.04	3.17	5.1	4.8	4.6	12.84		1.14	
601918.SH	新集能源	4.69	1.10	1.17	1.07	4.3	4.0	4.4	4.65		1.01	
600403.SH	大有能源	5.14	-	-	-	-	-	-	-		-	
600121.SH	郑州煤电	3.94	-	-	-	-	-	-	-		-	
	平均					6.0	5.8	5.3			1.41	

注: 收盘价为 2022 年 5 月 5 日价格, 可比公司 EPS、BPS 为 wind 一致预期。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	4841	6275	7597	7475
每股收益	0.31	0.71	0.88	0.91	营业成本	3364	3566	4331	4185
每股净资产	3.63	4.04	4.57	5.11	毛利率%	30.5%	43.2%	43.0%	44.0%
每股经营现金流	1.02	0.94	1.33	1.24	营业税金及附加	208	251	296	284
每股股利	0.00	0.28	0.35	0.36	营业税金率%	4.3%	4.0%	3.9%	3.8%
价值评估 (倍)					营业费用	32	38	46	45
P/E	12.90	5.59	4.51	4.36	营业费用率%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
P/B	1.09	0.98	0.87	0.77	管理费用	213	282	327	306
P/S	1.92	1.49	1.23	1.25	管理费用率%	4.4%	4.5%	4.3%	4.1%
EV/EBITDA	3.27	2.95	1.97	1.63	EBIT	952	2032	2468	2528
股息率%	0.0%	7.2%	8.9%	9.2%	财务费用	41	44	38	22
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.8%	0.7%	0.5%	0.3%
毛利率	30.5%	43.2%	43.0%	44.0%	资产减值损失	-9	-25	-10	-5
净利润率	15.0%	26.6%	27.3%	28.7%	投资收益	20	20	20	20
净资产收益率	8.5%	17.5%	19.2%	17.8%	营业利润	930	1978	2450	2535
资产回报率	5.0%	10.7%	11.7%	11.3%	营业外收支	-14	-10	-10	-10
投资回报率	6.9%	14.4%	15.8%	14.8%	利润总额	916	1968	2440	2525
盈利增长 (%)					EBITDA	1723	2477	2942	3004
营业收入增长率	31.3%	29.6%	21.1%	-1.6%	所得税	191	295	366	379
EBIT 增长率	74.5%	113.4%	21.5%	2.4%	有效所得税率%	20.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	62.7%	130.8%	24.0%	3.5%	少数股东损益	1	2	2	2
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	724	1671	2072	2144
资产负债率	38.7%	37.2%	37.2%	34.9%					
流动比率	3.14	2.78	2.70	2.86	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	3.03	2.70	2.62	2.78	货币资金	4636	4207	5718	6596
现金比率	1.85	1.52	1.63	1.85	应收账款及应收票据	293	321	388	366
经营效率指标					存货	149	122	156	144
应收账款周转天数	22.01	20.00	19.00	18.00	其它流动资产	2801	3035	3183	3060
存货周转天数	16.17	15.00	14.00	13.00	流动资产合计	7879	7684	9445	10166
总资产周转率	0.34	0.40	0.43	0.39	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.52	1.69	1.82	1.71	固定资产	3177	3707	4170	4368
					在建工程	752	1577	1239	1565
					无形资产	2018	2118	2218	2318
					非流动资产合计	6534	7989	8214	8838
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	14412	15673	17660	19004
净利润	724	1671	2072	2144	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	1	2	2	2	应付票据及应付账款	925	977	1246	1261
非现金支出	780	495	494	486	预收账款	9	13	15	15
非经营收益	-80	95	95	95	其它流动负债	1578	1771	2241	2281
营运资金变动	967	-37	472	202	流动负债合计	2512	2760	3502	3557
经营活动现金流	2392	2226	3135	2930	长期借款	0	0	0	0
资产	-682	-1910	-710	-1110	其它长期负债	3072	3072	3072	3072
投资	-1800	0	0	0	非流动负债合计	3072	3072	3072	3072
其他	25	20	20	20	负债总计	5584	5832	6574	6629
投资活动现金流	-2457	-1890	-690	-1090	实收资本	2351	2359	2359	2359
债权募资	-120	0	0	0	归属于母公司所有者权益	8523	9534	10777	12064
股权募资	129	8	0	0	少数股东权益	305	307	309	311
其他	-616	-773	-934	-962	负债和所有者权益合计	14412	15673	17660	19004
融资活动现金流	-607	-765	-934	-962					
现金净流量	-673	-430	1512	877					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

李淼 煤炭行业
王涛 煤炭行业
吴杰 公用事业/煤炭行业
戴元灿 公用事业/煤炭行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中煤能源,靖远煤电,华阳股份,兖矿能源,金能科技,电投能源,山西焦煤,潞安环能,北清环能,平煤股份,中国神华,陕西煤业,淮北矿业

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。