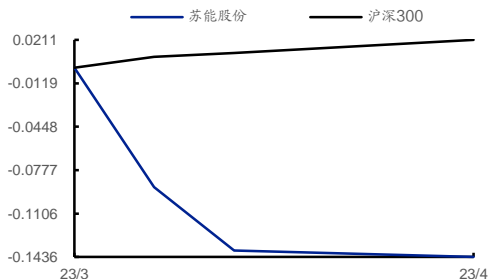


研究所
 证券分析师: 陈晨 S0350522110007
 chenc09@ghzq.com.cn
 联系人: 王璇 S0350123020011
 wangx15@ghzq.com.cn

煤电一体化布局, 版图持续扩张

——苏能股份(600925)新股专题研究

最近一年走势



相对沪深300表现

2023/04/03

表现	1M	3M	12M
苏能股份	-	-	-
沪深300	-	-	-

市场数据

2023/04/03

当前价格(元)	6.80
52周价格区间(元)	6.70-8.90
总市值(百万)	46,844.44
流通市值(百万)	4,684.44
总股本(万股)	688,888.89
流通股本(万股)	68,888.89
日均成交额(百万)	807.67
近一月换手(%)	31.88

相关报告

投资要点:

- 煤电多地布局, 规模持续扩张。**苏能股份在2014年由徐矿集团及全资子公司以所属煤电相关资产共同出资设立。经过连续资产注入, 形成了“煤炭+煤电+新能源发电”的主体业务格局。公司煤炭资产分布于江苏徐州、陕甘、新疆等地, 电力资产分布于江苏徐州、新疆、内蒙古锡林郭勒等地。2023年3月, 公司在上交所发行上市, 募集40亿元资金, 主要投向江苏能源乌拉盖燃煤机组项目, 进一步扩大煤电业务规模。根据公司招股说明书, 公开发行后徐州矿务集团有限公司持有公司76.69%的股份, 为公司第一大股东, 实控人为江苏省人民政府。
- 经营持续向好。**随着煤价上涨, 公司经营业绩持续向好, 2022年营业收入为151.4亿元, 同比增长29.65%; 归母净利润为27.52亿元, 同比增长35.73%。其中煤炭业务贡献了公司的主要业绩。2022年上半年, 煤炭业务营业收入达到50.2亿元, 占公司营业收入的68%。在煤炭业务带动下, 公司总体毛利率提升明显, 2022年上半年达到46%, 其中煤炭业务为65%。2022年, 公司总体毛利率达到40.36%, 净利率为20.1%。2022年公司各项费用均有下降, 而收入大幅提升, 带动整体费用率明显下滑, 而所得税率提升至21.88%, 资产负债率大幅下降至60.43%。
- 煤炭业务: 多地布局, 仍有成长。**公司煤炭业务多地分布, 主要为炼焦配煤和动力煤。公司共有6座在产矿井, 核定产能1830万吨, 煤矿分布于江苏徐州、新疆、甘肃、陕西等地。张双楼煤矿和夏阁坦煤业主产炼焦配煤, 其他煤矿主产动力煤。此外, 公司仍有秦源煤业下属的麟游东矿区探矿权未开发。2022年上半年, 公司实现煤炭产量922万吨, 自产煤销量828万吨, 基本满产; 动力煤平均价格达到481元/吨, 较2021年均价上涨22.8%, 配焦煤平均价格1447元/吨, 较2021年均价上涨52.4%。
- 电力业务: 募集资金建设大规模燃煤发电项目。**公司拥有多处燃煤发电及光伏发电项目, 总装机容量达到4739.76MW, 其中在产装机容量1739.76MW(其中火电1700MW, 光伏39.76MW), 另有在建的乌拉盖(2*1000MW)、射阳港电厂(1000MW)。本次募集资金主要用于建设乌拉盖超超临界燃煤机组, 项目建成后将由锡盟-泰州±800KV直流特高输电线路保障江苏省电力供应。项目位于锡林郭勒

盟，褐煤资源丰富，用煤有保障。根据我们测算，2022年上半年，公司电力平均销售收入0.3566元/千瓦时，平均销售成本0.3545元/千瓦时，毛利接近于亏损。

- **风险提示：**1) 煤价大幅波动风险；2) 电力业务持续亏损风险；3) 在建工程进度不及预期风险；4) 生产安全事故风险；5) 研究报告使用的数据或资料更新不及时风险。

内容目录

1、 历史沿革和股权结构	5
2、 经营情况	6
3、 煤炭业务: 多地布局, 仍有成长	8
4、 电力业务: 募集资金建设大规模燃煤发电项目	10
5、 资本支出与分红	11
6、 风险提示	13

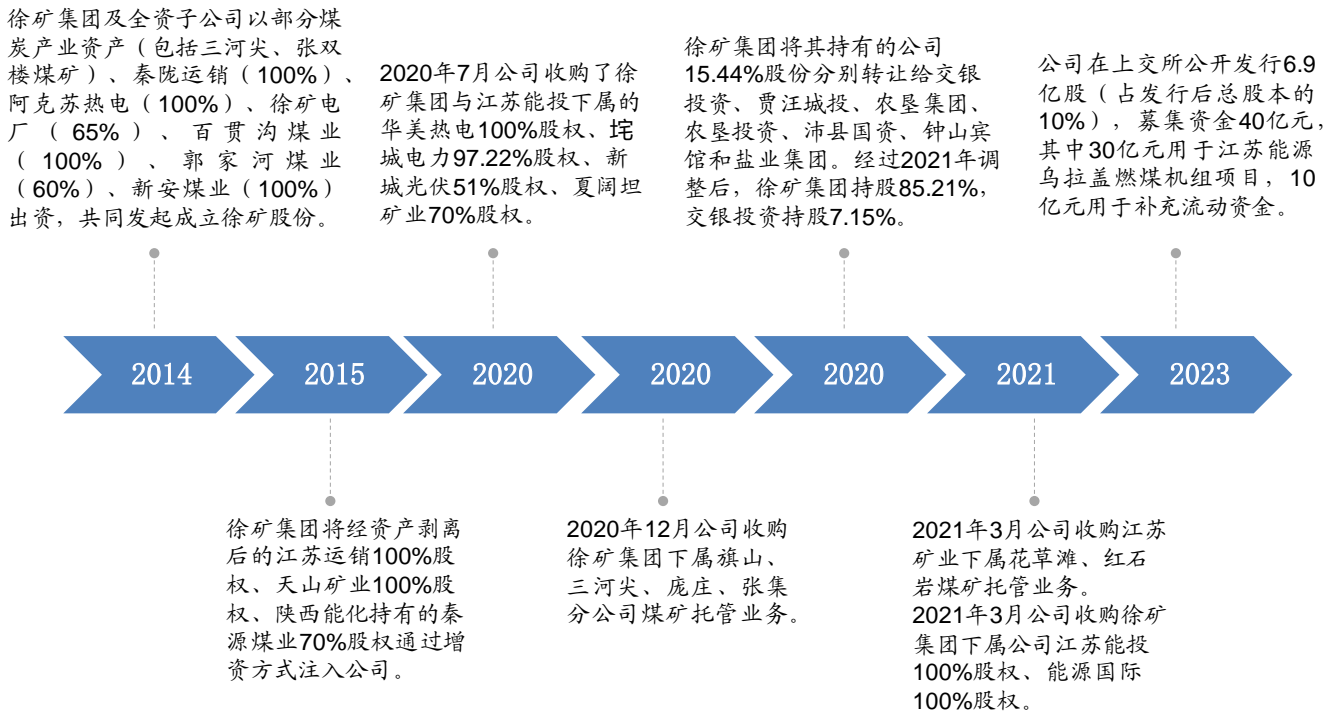
图表目录

图 1: 苏能股份发展历程.....	5
图 2: 苏能股份股权结构 (截止 2023 年 3 月 29 日)	6
图 3: 苏能股份历年营业收入 (亿元)	6
图 4: 苏能股份历年归母净利润 (亿元)	6
图 5: 苏能股份历年营业收入结构	7
图 6: 苏能股份历年毛利结构	7
图 7: 苏能股份各业务毛利率	7
图 8: 苏能股份总体毛利率及净利率	7
图 9: 苏能股份各项税费比率	8
图 10: 苏能股份历年资产负债率	8
图 11: 苏能股份煤矿产能 (截止 2022 年 6 月 30 日)	9
图 12: 苏能股份煤炭产销量	9
图 13: 苏能股份煤炭售价	9
图 14: 苏能股份自产煤吨煤毛利及成本测算 (元/吨)	10
图 15: 苏能股份电力资产 (截止 2022 年 6 月 30 日)	10
图 16: 苏能股份年发电量及上网电量	11
图 17: 苏能股份电力毛利及成本测算 (元/千瓦时)	11
图 18: 苏能股份历年资本支出 (亿元)	12

1、历史沿革和股权结构

煤电多地布局，规模持续扩张。苏能股份在2014年由徐矿集团及全资子公司江苏能投、陕西能化以三河尖煤矿、张双楼煤矿、百贯沟煤业、郭家河煤业、新安煤业以及阿克苏热电厂等资产共同出资设立。经过连续资产注入，形成了“煤炭+煤电+新能源发电”的主体业务格局。公司煤炭资产分布于江苏徐州、陕甘、新疆等地，电力资产分布于江苏徐州、新疆、内蒙古锡林郭勒等地。2023年3月，公司在上交所发行上市，募集40亿元资金，主要投向江苏能源乌拉盖燃煤机组项目，进一步扩大煤电业务规模。

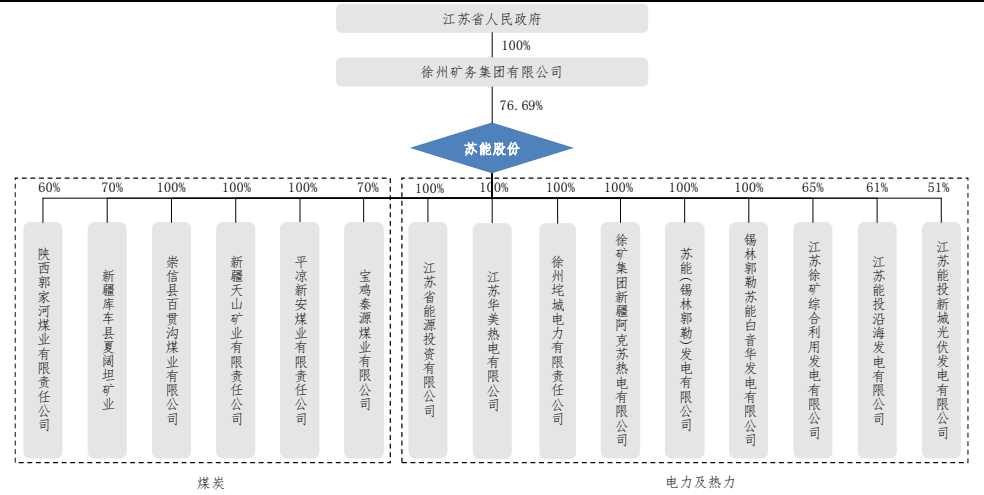
图 1：苏能股份发展历程



资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所

控股股东为徐州矿务集团。根据公司招股说明书，公开发行后徐州矿务集团有限公司持有公司76.69%的股份，为公司第一大股东，实控人为江苏省人民政府。

图 2：苏能股份股权结构（截止 2023 年 3 月 29 日）

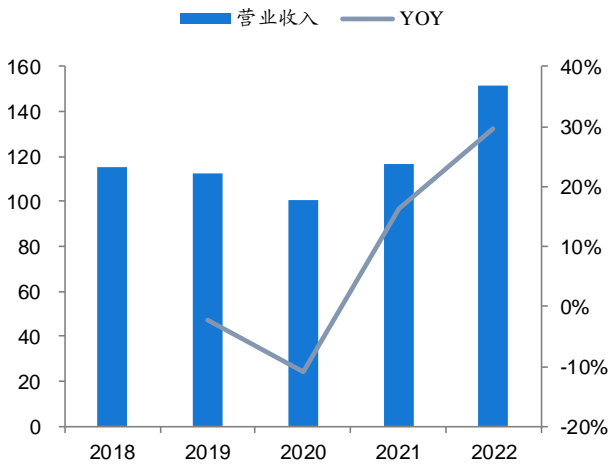


资料来源：wind、国海证券研究所

2、经营情况

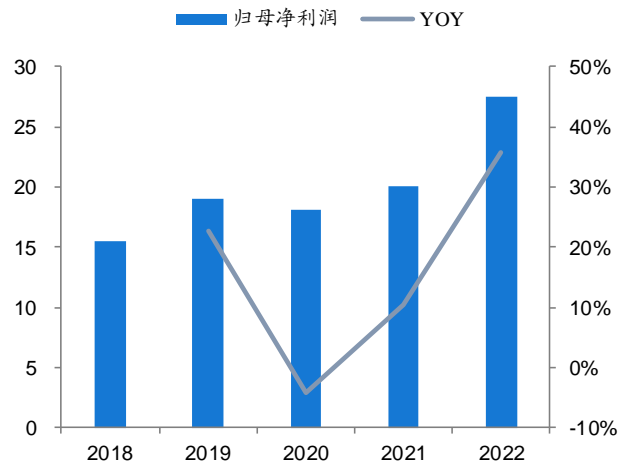
经营持续向好。公司 2022 年未经审计的营业收入为 151.4 亿元，同比增长 29.65%；归母净利润为 27.52 亿元，同比增长 35.73%。

图 3：苏能股份历年营业收入（亿元）



资料来源：wind、国海证券研究所

图 4：苏能股份历年归母净利润（亿元）



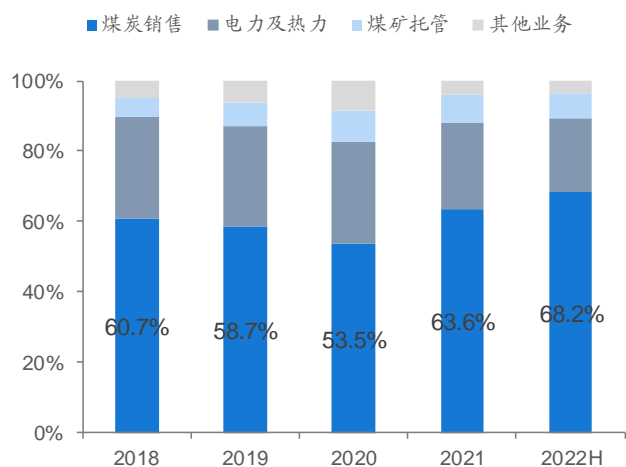
资料来源：wind、国海证券研究所

主营煤炭及电力，煤炭贡献主要业绩。公司主要业务为煤炭销售、电力及热力以及煤矿托管业务，其中煤炭业务贡献了公司的主要业绩。2022 年上半年，煤炭业务营业收入达到 50.2 亿元，占公司营业收入的 68%，其中自产煤销售达到 47.8 亿元，占公司营业收入的 65%；电力及热力业务营业收入为 15.6 亿元，占公司营业收入的 21%，主要为电力业务；煤矿托管业务也贡献了 7% 的营业收入。

从毛利来看，由于煤炭价格在两年涨幅较大，公司煤炭业务盈利能力持续向好，而电力业务由于成本上涨较多，陷入亏损，煤炭业务在毛利中的贡献逐年提升。2022 年上半年，公司整体毛利规模为 34 亿元，其中煤炭业务贡献 32.6 亿元，

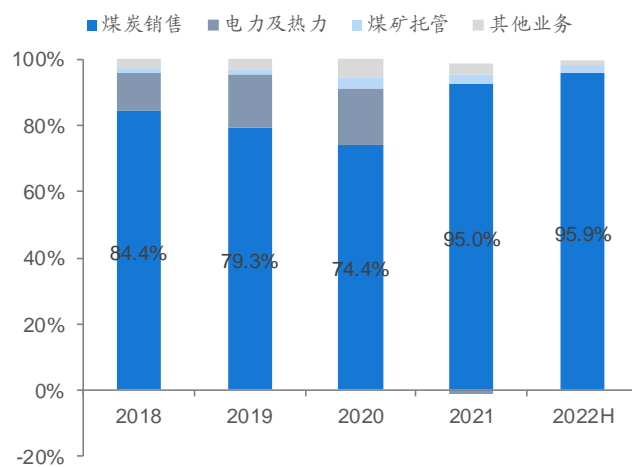
占比达到 96%，电力业务从 2021 年开始陷入亏损，其他业务贡献较小。

图 5：苏能股份历年营业收入结构



资料来源：wind、国海证券研究所

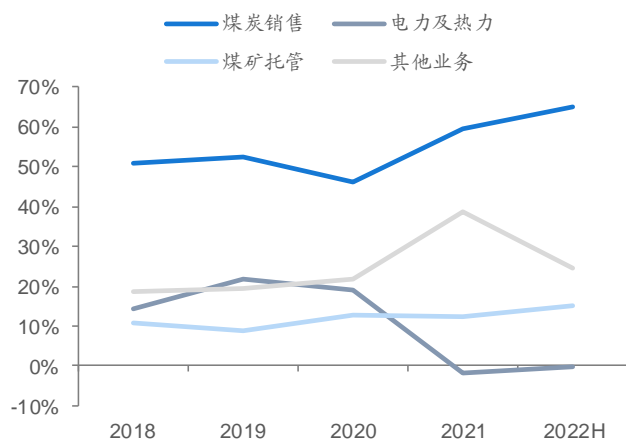
图 6：苏能股份历年毛利结构



资料来源：wind、国海证券研究所

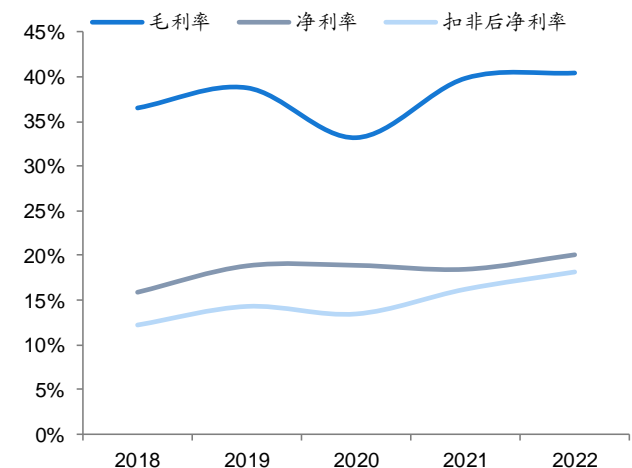
煤炭业务带动毛利率、净利率提升。在煤炭业务带动下，公司总体毛利率提升明显，2022 年上半年达到 46%，其中煤炭业务为 65%。2022 年，公司总体毛利率达到 40.36%，净利率为 20.1%。

图 7：苏能股份各业务毛利率



资料来源：wind、国海证券研究所

图 8：苏能股份总体毛利率及净利率



资料来源：wind、国海证券研究所

各项费用均有下降，收入提升带动费用率明显下降。2022 年公司各项费用均有下降，而收入大幅提升，带动整体费用率明显下滑，而所得税率提升至 21.88%。

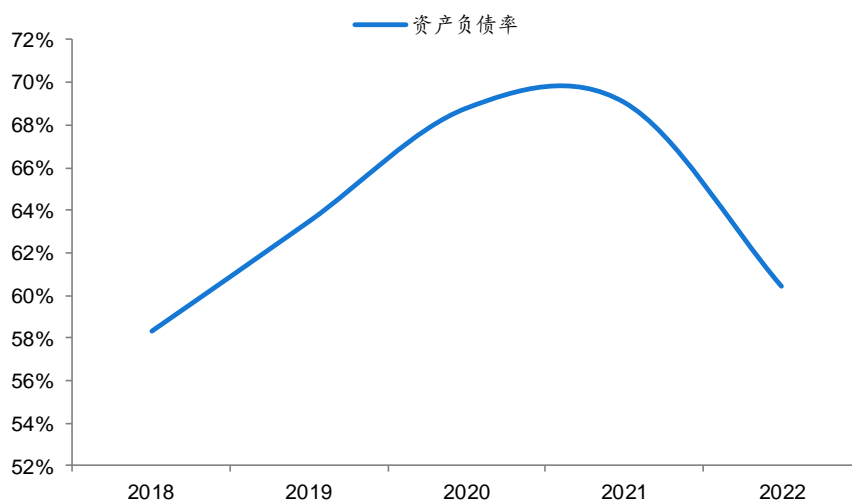
图 9：苏能股份各项税费比率

	2018	2019	2020	2021	2022
销售费用率	0.60%	1.55%	1.11%	0.91%	0.51%
管理费用率	7.86%	9.94%	10.19%	9.39%	7.13%
财务费用率	2.39%	3.00%	3.16%	3.30%	1.95%
研发费用率	0.33%	1.00%	1.20%	1.59%	1.18%
合计	11.18%	15.49%	15.66%	15.19%	10.77%
所得税率	21.43%	18.51%	16.30%	16.90%	21.88%

资料来源：wind、国海证券研究所

资产负债率大幅下降。从 2018 到 2021 年，公司自产负债率持续提升，2022 年大幅下降至 60.43%。

图 10：苏能股份历年资产负债率



资料来源：wind、国海证券研究所

3、煤炭业务：多地布局，仍有成长

公司煤炭业务多地分布，主要为炼焦配煤和动力煤。截止 2022 年 6 月 30 日，公司共有 6 座在产矿井，核定产能 1830 万吨，煤矿分布于江苏徐州、新疆、甘肃、陕西等地。张双楼煤矿和夏阔坦煤业主产炼焦配煤，其他煤矿主产动力煤。此外，公司仍有秦源煤业下属的麟游东矿区探矿权未开发，煤种主要为长焰煤、不粘煤。

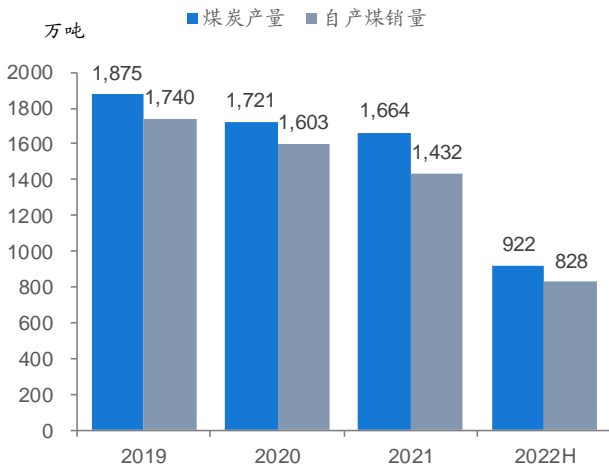
图 11: 苏能股份煤矿产能 (截止 2022 年 6 月 30 日)

矿井	所在地	开始开采时间	煤种	持股比例	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨/年)	剩余可采年限	安全生产费 (元/吨)	维检费 (元/吨)	状态
张双楼煤矿	江苏徐州	1986 年	气煤	100%	3,313	180	19	45	8.5	在产
夏阔坦矿业	新疆阿克苏	2017 年	气煤、1/3 焦煤	70%	3,055	90	34	30	8.5	在产
天山矿业										
俄霍布拉克煤矿	新疆库车	2004 年	长焰煤、不粘煤	100%	49,195	850	58	15	8.5	在产
百贯沟煤业	甘肃平凉	2006 年	不粘煤	100%	480	60	8	15	10.5	在产
郭家河煤业	陕西宝鸡	2011 年	长焰煤	60%	38,732	500	78	30	10.5	在产
新安煤业	甘肃平凉	2010 年	不粘煤	100%	1,689	150	12	15	10.5	在产
合计					96,464	1,830				

资料来源: 公司招股说明书、国海证券研究所

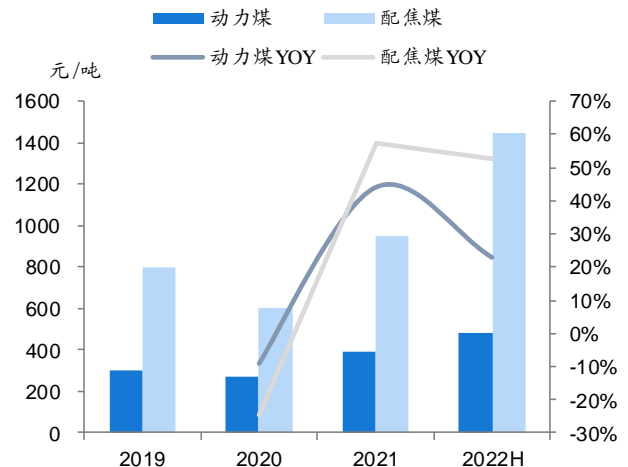
基本维持满产, 价格上涨明显。2022 年上半年, 公司实现煤炭产量 922 万吨, 自产煤销量 828 万吨, 基本满产; 2021 年公司实现煤炭产量 1664 万吨, 自产煤销量 1432 万吨, 主要由于 2021 年 8 月 21 日郭家河煤业透水事故, 停产 53 天, 影响原煤产量 70 万吨。从价格来看, 2022 年上半年, 公司动力煤平均价格达到 481 元/吨, 较 2021 年均价上涨 22.8%, 配焦煤平均价格 1447 元/吨, 较 2021 年均价上涨 52.4%。自产煤均价达到 577 元/吨, 同比上涨 21.2%。自产煤售价大幅上涨, 炼焦煤弹性更大。

图 12: 苏能股份煤炭产销量



资料来源: 公司招股说明书、国海证券研究所

图 13: 苏能股份煤炭售价



资料来源: 公司招股说明书、国海证券研究所

成本相对稳定, 毛利大幅提升。根据我们测算, 2022 年上半年, 公司自产煤销售成本为 195 元/吨, 较 2021 年上涨 17.3 元/吨 (+9.7%), 主要由于安全及维检费增加 11.6 元/吨 (+19.3%) 以及制造费用增加 3.9 元/吨 (+12.3%)。

图 14: 苏能股份自产煤吨煤毛利及成本测算 (元/吨)

	2019	2020	2021	2022H
自产煤吨煤销售收入	376.8	323.0	476.1	577.1
yoy		-14.3%	47.4%	21.2%
自产煤吨煤销售毛利	195.1	149.6	298.2	381.9
yoy		-23.4%	99.4%	28.1%
自产煤吨煤销售成本	181.7	173.4	177.9	195.2
yoy		-4.5%	2.6%	9.7%
直接材料	16.1	18.1	17.0	17.3
yoy		13.0%	-6.1%	1.6%
直接人工	58.9	62.3	69.2	70.7
yoy		5.8%	11.2%	2.2%
安全及维简费	69.3	60.0	60.0	71.5
yoy		-13.5%	0.0%	19.3%
制造费用	37.4	33.1	31.7	35.7
yoy		-11.7%	-4.0%	12.3%

资料来源: 公司招股说明书、国海证券研究所

4、电力业务: 募集资金建设大规模燃煤发电项目

布局煤电、光伏, 在建项目规模大。公司拥有多处燃煤发电及光伏发电项目, 总装机容量达到 4739.76MW, 其中在产装机容量 1739.76MW(其中火电 1700MW, 光伏 39.76MW), 另有在建的乌拉盖 (2*1000MW)、射阳港电厂 (1000MW)。

募集资金建设火电项目。本次募集资金主要用于建设乌拉盖超超临界燃煤机组, 项目建成后将由锡盟-泰州±800KV 直流特高输电线路保障江苏省电力供应。项目位于锡林郭勒盟, 褐煤资源丰富, 用煤有保障。

图 15: 苏能股份电力资产 (截止 2022 年 6 月 30 日)

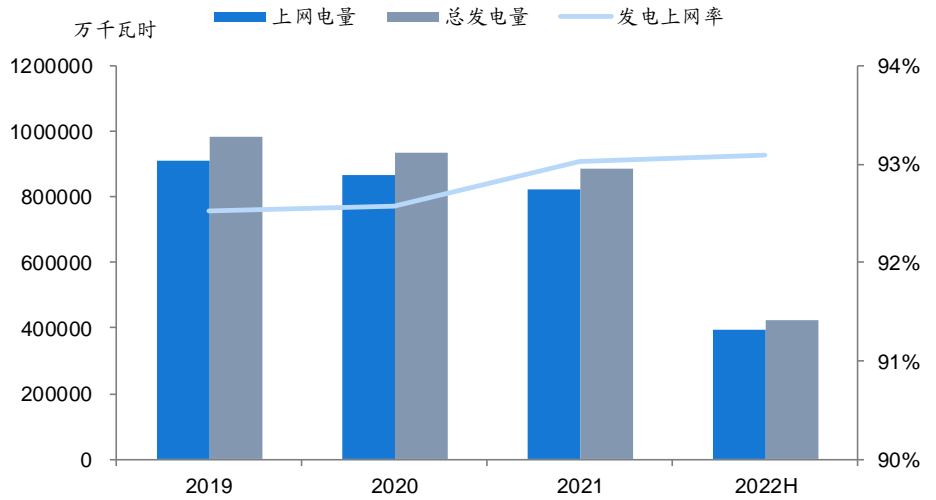
区域	电厂名称	类型	持股比例	核定装机规模 (MW)	权益装机规模 (MW)	状态
徐州区域	徐矿电厂	火力发电	70%	600	420	在产
	华美热电	火力发电	100%	700	700	在产
	新城光伏	光伏发电	51%	7.2	3.672	在产
	苏丰光伏	光伏发电	100%	26.6	26.6	在产
	贾汪光伏	光伏发电	51%	5.96	3.0396	在产
新疆地区	阿克苏热电	火力发电	100%	400	400	在产
内蒙古锡林郭勒	乌拉盖	火力发电	100%	2000	2000	在建
江苏盐城	射阳港电厂	火力发电	61%	1000	610	在建
在产合计				1739.76	1553.31	
在建合计				3000	2610	
合计				4739.76	4163.31	

资料来源: 公司招股说明书、国海证券研究所

年发电量接近 90 亿千瓦时, 上网率约 93%。公司 2022 年上半年实现总发电量

42.3 亿千瓦时,上网电量 39.3 亿千瓦时;2021 年实现总发电量 88.7 亿千瓦时,上网电量 82.5 亿千瓦时,发电上网率维持在 93%左右。

图 16: 苏能股份年发电量及上网电量



资料来源: 公司招股说明书、国海证券研究所

成本上涨压力大。根据我们测算,2022 年上半年,公司电力平均销售收入 0.3566 元/千瓦时,较 2021 年上涨 15.1%,平均销售成本 0.3545 元/千瓦时,较 2021 年上涨 10.2%,毛利接近于亏损。

图 17: 苏能股份电力毛利及成本测算 (元/千瓦时)

单位: 元/千瓦时	2019	2020	2021	2022H
度电销售收入	0.3059	0.3021	0.3099	0.3566
yoy		-1.2%	2.6%	15.1%
度电销售毛利	0.0549	0.0546	-0.0117	0.0021
yoy		-0.5%	-121.4%	117.8%
度电销售成本	0.2510	0.2475	0.3216	0.3545
yoy		-1.4%	29.9%	10.2%
直接材料	0.1151	0.1247	0.2251	0.2194
yoy		8.3%	80.5%	-2.5%
直接人工	0.0156	0.0159	0.0167	0.0167
yoy		2.4%	4.8%	0.1%
安全及维简费	0.0501	0.0459	0.0565	0.0587
yoy		-8.4%	23.2%	3.8%
制造费用	0.0703	0.0610	0.0233	0.0598
yoy		-13.1%	-61.9%	156.8%

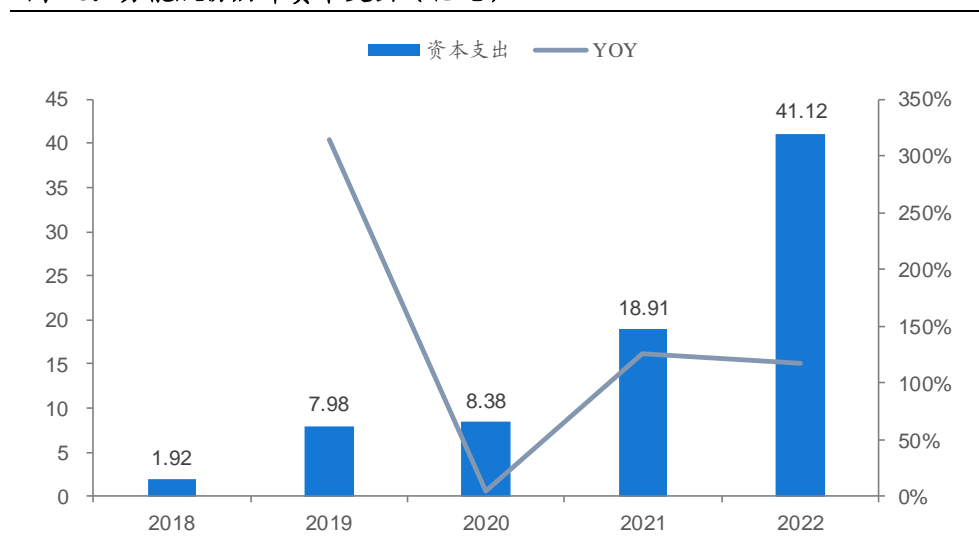
资料来源: 公司招股说明书、国海证券研究所

5、 资本支出与分红

资本支出大幅提升。公司 2022 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付

的现金共计 41 亿元，同比增长 117%。

图 18: 苏能股份历年资本支出 (亿元)



资料来源: wind、国海证券研究所

根据公司分红政策,在满足分红的条件下,公司最近三年以现金方式累计分配的利润原则上不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%。

6、风险提示

- 1) **煤价大幅波动风险。**若国内煤价受到政策调控或海外煤价大幅波动的影响,可能会导致公司煤炭售价大幅波动,进而影响公司盈利。
- 2) **电力业务持续亏损风险。**公司电力业务在高煤价下,处于亏损状态,若未来煤炭采购价格仍未大幅回落或电力售价未能明显上涨,公司电力业务可能持续亏损,影响整体业绩表现。
- 3) **在建工程进度不及预期风险。**公司在建的项目若建设进度不及预期,可能会影响公司业务规模扩张的进度,进而影响公司经营业绩。
- 4) **生产安全事故风险。**公司所处的煤炭开采行业具有一定危险性,公司曾因煤矿安全事故影响生产,若未来有相关风险事件,可能会影响公司的生产和业绩。
- 5) **研究报告使用的数据或资料更新不及时风险。**

【能源开采小组介绍】

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，6年行业经验

王璇，能源开采行业研究员，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

【分析师承诺】

陈晨，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。