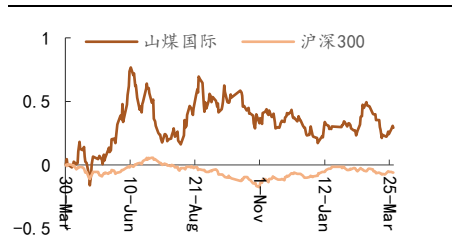


评级： 买入

翟绪丽  
首席分析师  
SAC 执证编号: S0110522010001  
zhaixuli@sczq.com.cn  
电话: 010-81152683

张飞  
研究助理  
zhangfei@sczq.com.cn  
电话: 010-81152685

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	15.32
一年内最高/最低价 (元)	21.50/8.84
市盈率 (当前)	4.35
市净率 (当前)	2.02
总股本 (亿股)	19.82
总市值 (亿元)	303.71

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 价格大涨业绩同比高增，中期分红凸显投资价值

核心观点

- **事件:** 公司发布 2022 年业绩报告, 2022 年实现营业收入 463.91 亿元, 同比下降 3.46%; 实现归属于上市公司股东的净利润 69.81 亿元, 同比增长 41.38%; 实现基本每股收益为 3.52 元, 比上年同期提高 41.37%, 经营性净现金流为 134.96 亿元, 同比降幅 16.87%。
- **煤炭贸易规模进一步压缩, 自产煤毛利水平维持高位。** 产销方面, 2022 年公司实现自产煤产量 4057.49 万吨, 同比增长 0.39%, 自产煤销量 3695.80 万吨, 同比减少 1.13%, 营业收入为 272.58 亿元, 同比增幅 14.92%; 同时, 公司进一步压减低效煤炭贸易业务, 贸易煤销量实现 1692.03 万吨, 同比下降 45.08%, 营业收入为 186.30 亿元, 同比降幅 20.97%。2022 年, 煤炭生产行业实现毛利 86.28 亿元, 自产煤平均售价 672 元/吨, 同比上涨 14%, 吨煤成本 178 元/吨, 同比上涨 6%, 实现吨煤毛利 494 元/吨, 毛利率 73.5%, 同比增加 2 个百分点; 煤炭贸易行业实现毛利 7.39 亿元, 毛利率 3.97%, 同比减少 0.25 个百分点。公司发挥资源优势进一步聚焦煤炭生产主业, 缩减毛利率偏低的贸易煤规模, 使得公司整体毛利水平稳步提升。
- **充分发挥资源优势和市场优势, 形成完善的产运销体系。** 公司资源优势明显, 所属煤矿地区分布广、品种齐全、煤质优良、产品入洗率高, 煤炭储量丰富, 截至 2022 年末煤炭资源量达 21.58 亿吨, 可采储量 8.26 亿吨, 证实储量 7.27 亿吨。同时, 公司大力推进矿井数字化、智能化、信息化、自动化建设, 受益于公司的资源优势以及机械化程度高, 公司煤炭开采成本低, 2022 年公司吨煤开采成本仅 178 元/吨, 毛利率可达 73.5%。此外, 公司依托于三十多年贸易业务的积累, 在全国主要煤炭生产地都建立了煤炭贸易公司及发运站点, 在主要出海通道设立了港口公司, 形成了独立完善的货源组织体系和煤炭销售运输体系。
- **高分红比例凸显长期投资价值:** 据公告, 公司拟派发现金股利人民币 35.68 亿元, 对应每 10 股派发现金红利人民币 18.00 元 (含税), 考虑到 2022 年年中公司已派发现金股利人民币 8.92 亿元, 即每 10 股派发现金股利 4.5 元 (含税), 两次合计每 10 股共派发 22.50 元 (含税), 全年分红比例为归属于本公司股东净利润的 63.9%, 以 2022 年 3 月 29 日收盘价 15.32 元测算, 股息率为 14.7%。此外, 公司发布了《2024 年-2026 年股东回报规划》, 公告显示, 规划期内各年度以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 60%。公司进一步完善利润分配政策且维持高分红比例, 说明公司具备良好的盈利能力和稳定的现金流, 凸显长期投资价值。
- **盈利预测以及投资评级:** 预计公司 2023 年-2025 年归母净利润分别为 72.5/74.6/76.7 亿元, 当前股价对应 PE 为 4.2/4.1/4.0 倍。考虑到公司作为山西地区优质动力煤企业, 吨煤成本低, 价格弹性较大, 维持公司买入评级。

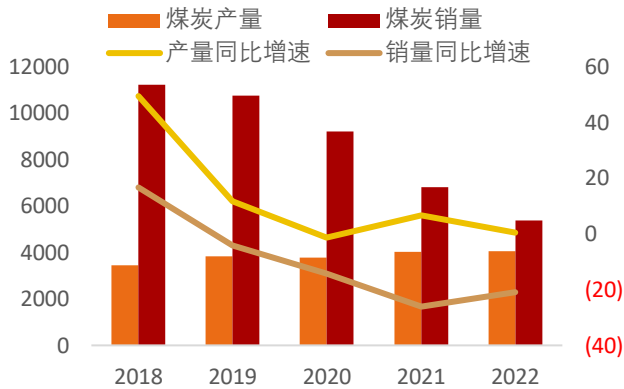
- **风险提示：**下游需求减少，煤价超预期下跌，煤炭政策不及预期。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	463.9	452.6	454.5	463.3
营收增速(%)	-3.5	-2.4	0.4	1.9
净利润(亿元)	69.8	72.5	74.6	76.7
净利润增速(%)	41.4	3.9	2.9	2.8
EPS(元/股)	3.52	3.66	3.76	3.87
PE	4.4	4.2	4.1	4.0

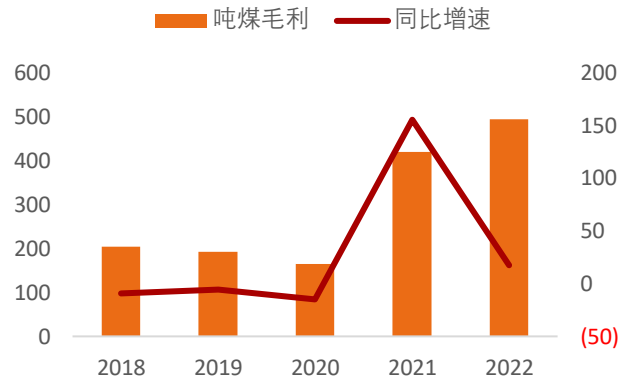
资料来源：Wind，首创证券

图 1 2018-2022 年公司煤炭产销量（万吨，%）



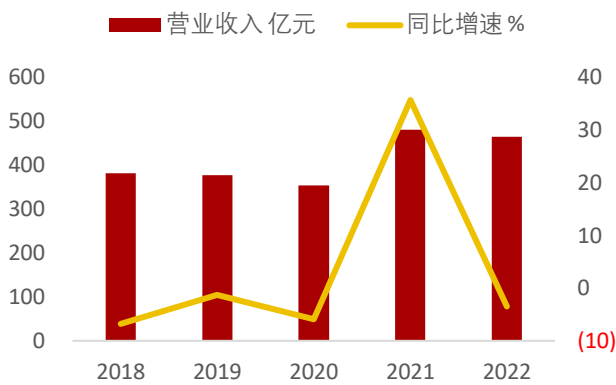
资料来源：Wind，首创证券

图 2 2018-2022 年公司吨煤毛利润及增速（元/吨，%）



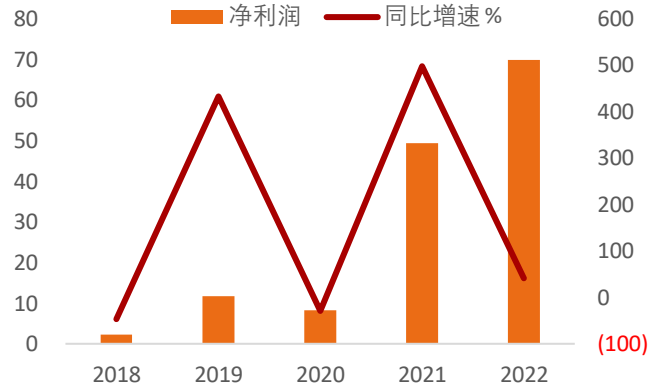
资料来源：Wind，首创证券

图 3 2018-2022 年营业收入及增速（亿元，%）



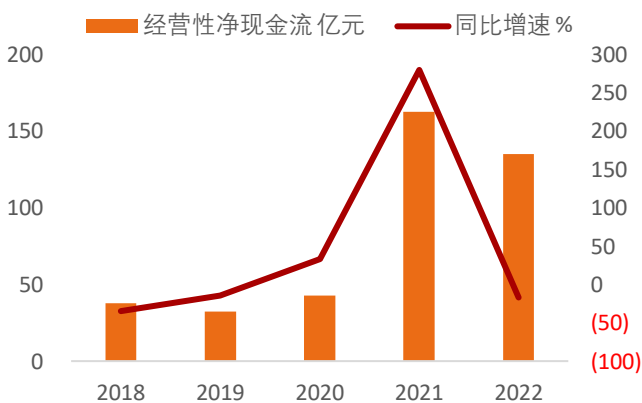
资料来源：Wind，首创证券

图 4 2018-2022 年净利润及增速（亿元，%）



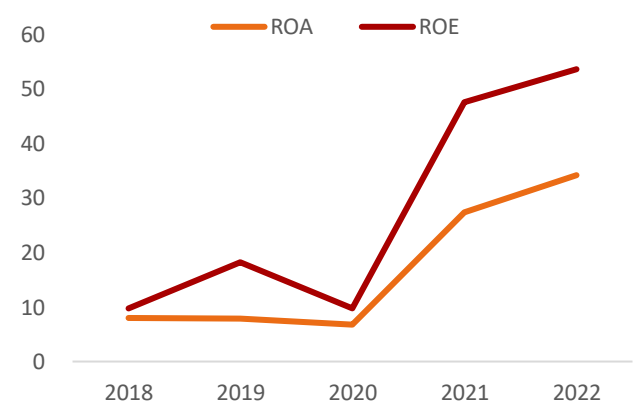
资料来源：Wind，首创证券

图 5 2018-2022 年经营性净现金流及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，首创证券

图 6 公司 2022 年 ROE、ROA 稳步提升（%）



资料来源：Wind，首创证券

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	14202.6	20908.0	30719.3	40921.3	经营活动现金流	13495.5	13082.0	13345.2	13652.8
现金	10255.4	17109.7	26918.9	37052.3	净利润	6981.1	7250.5	7461.3	7673.5
应收账款	1410.1	1356.6	1362.5	1388.8	折旧摊销	1761.4	1692.1	1631.6	1580.5
其它应收款	99.3	96.9	97.3	99.2	财务费用	587.6	171.3	14.6	-65.1
预付账款	376.9	360.7	358.4	364.0	投资损失	112.2	-0.5	-0.5	-0.5
存货	1015.6	964.3	958.1	973.1	营运资金变动	-31.2	-199.1	-52.1	51.9
其他	660.5	644.4	647.2	659.7	其它	70.8	-0.7	0.4	0.9
非流动资产	31073.6	30727.7	30442.4	30208.1	投资活动现金流	-3534.7	-1346.2	-1346.2	-1346.2
长期投资	634.6	634.6	634.6	634.6	资本支出	-1645.1	-1346.1	-1346.1	-1346.1
固定资产	14902.2	15277.3	15628.0	15956.1	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	5986.9	5393.2	4858.9	4378.0	其他	-1889.6	0.0	0.0	0.0
其他	3229.1	3229.1	3229.1	3229.1	筹资活动现金流	-11727.3	-4881.5	-2189.8	-2173.3
资产总计	45276.2	51635.7	61161.7	71129.5	短期借款	-1638.6	0.0	0.0	0.0
流动负债	20386.3	16318.1	16268.2	16389.2	长期借款	-4434.4	-2080.4	0.0	0.0
短期借款	1638.6	0.0	0.0	0.0	其他	-5654.3	-2801.1	-2189.8	-2173.3
应付账款	4163.6	3984.6	3959.0	4021.1	现金净增加额	-1766.4	6854.3	9809.2	10133.4
其他	-1118.6	-1070.5	-1063.7	-1080.3					
非流动负债	6171.6	6171.6	6171.6	6171.6	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	3468.2	3468.2	3468.2	3468.2	成长能力				
其他	92.2	92.2	92.2	92.2	营业收入	-3.5%	-2.4%	0.4%	1.9%
负债合计	26557.9	22489.7	22439.8	22560.8	营业利润	38.8%	6.2%	2.9%	2.8%
少数股东权益	3704.9	7873.4	12163.1	16574.7	归属母公司净利润	41.4%	3.9%	2.9%	2.8%
归属母公司股东权益	15013.4	21272.6	26558.8	31993.9	获利能力				
负债和股东权益	45276.2	51635.7	61161.7	71129.5	毛利率	44.8%	45.9%	46.5%	46.7%
					净利率	15.0%	16.0%	16.4%	16.6%
					ROE	46.5%	34.1%	28.1%	24.0%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	ROIC	45.1%	35.8%	28.2%	23.4%
营业收入	46390.5	45260.2	45454.4	46332.6	偿债能力				
营业成本	25590.9	24490.6	24333.3	24714.8	资产负债率	58.7%	43.6%	36.7%	31.7%
营业税金及附加	2241.5	1357.8	1363.6	1390.0	净负债比率	15.9%	6.7%	5.7%	4.9%
营业费用	558.1	543.1	545.5	556.0	流动比率	0.70	1.28	1.89	2.50
研发费用	335.3	452.6	454.5	463.3	速动比率	0.65	1.22	1.83	2.44
管理费用	1601.3	1584.1	1590.9	1621.6	营运能力				
财务费用	468.1	171.3	14.6	-65.1	总资产周转率	1.02	0.88	0.74	0.65
资产减值损失	34.1	-138.7	-155.5	-178.4	应收账款周转率	30.77	25.67	26.19	26.38
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款周转率	5.34	5.92	6.03	6.10
投资净收益	-75.2	0.5	0.5	0.5	每股指标(元)				
营业利润	15554.3	16522.4	16996.9	17474.1	每股收益	3.52	3.66	3.76	3.87
营业外收入	7.9	8.9	8.9	8.9	每股经营现金	6.81	6.60	6.73	6.89
营业外支出	441.5	218.7	218.7	218.7	每股净资产	7.57	10.73	13.40	16.14
利润总额	15120.7	16312.5	16787.0	17264.3	估值比率				
所得税	4126.1	4893.6	5036.0	5179.1	P/E	4.4	4.2	4.1	4.0
净利润	10994.6	11418.9	11751.1	12085.1	P/B	2.02	1.43	1.14	0.95
少数股东损益	4013.6	4168.5	4289.7	4411.7					
归属母公司净利润	6981.1	7250.5	7461.3	7673.5					
EBITDA	16975.4	18385.8	18643.1	18989.5					
EPS (元)	3.52	3.66	3.76	3.87					

## 分析师简介

翟绪丽，化工行业首席分析师，清华大学化工专业博士，有 6 年实业工作经验和 4 年金融从业经验，曾就职于太平洋证券，2022 年 1 月加入首创证券。

张飞，研究助理，中国矿业大学（北京）理学学士、经济学硕士，2 年股权投资经验，2021 年加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b>		
投资评级分为股票评级和行业评级		
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上 增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间 中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间 减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b>		
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现 中性 行业与整体市场表现基本持平 看淡 行业弱于整体市场表现