

投资评级 优于大市 维持

业绩靓丽，22年分红高达60%

股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 04月28日收盘价(元) | 20.15 |
| 52周股价波动(元) | 12.59-23.60 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 2991/2991 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 60277/60277 |

相关研究

《煤炭业务盈利稳健，投资收益显著改善》

2022.10.28

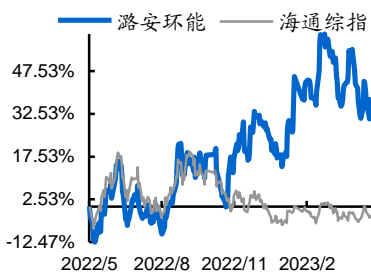
《煤焦主业稳健，22Q2归母净利润创历史新高》

2022.08.24

《21年扣非净利同比大增，22Q1业绩靓丽》

2022.04.24

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|------|------|------|
| 绝对涨幅(%) | -1.9 | -9.6 | -3.3 |
| 相对涨幅(%) | -2.6 | -8.7 | 0.4 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:李焱

Tel:(010)58067998

Email:lm10779@haitong.com

证书:S0850517120001

分析师:王涛

Tel:(021)23219760

Email:wt12363@haitong.com

证书:S0850520090001

分析师:吴杰

Tel:(021)23154113

Email:wj10521@haitong.com

证书:S0850515120001

联系人:朱彤

Tel:(021)23212208

Email:zt14684@haitong.com

投资要点:

- 年报及一季报业绩靓丽，22年分红高达60%。**2022年公司取得营收/归母净利润 542.97/141.68 亿元，同比+19.8%/+110.5%，其中 Q4 单季归母净利润 49 亿元，同比+449%，环比+43%。22 年公司拟每股派发现金股利 2.85 元，现金分红比例 60.2%，按 4 月 26 日收盘价 19.17 元计，对应股息率 14.9%。23Q1 取得营收/归母净利润 118.9/33.8 亿元，同比+85.8%/+37.1%，业绩靓丽。
- 22 年煤炭量价齐升助力业绩大增，23Q1 单位成本大幅下降提振盈利。**22 年公司原煤产量 5690 万吨，同比+4.7%，商品煤产/销量 5324/5294 万吨，同比+3.7%/+5.1%，其中喷吹煤/混煤销量 2039/2967 万吨，同比+6.1%/+3.4%。商品煤综合售价 931 元/吨，同比+17.2%，其中喷吹煤/混煤售价 1351/692 元/吨，同比+25.2%/+9.5%；单位销售成本 359 元/吨，同比-3.9%，其中喷吹煤/混煤单位成本 511/270 元/吨，同比+5.5%/-13.4%。23Q1 公司商品煤销量 1271 万吨，同比-1.7%，其中喷吹煤/混煤销量 460/729 万吨，同比-4.2%/-1.6%。23Q1 商品煤综合售价/成本 869/351 元/吨，同比-10.9%/-33.9%，毛利率 59.6%，同比+14pct。
- 关停清退低效产能，焦化板块盈利有望改善。**22 年公司销售焦炭 170 万吨，同比-10.4%，综合售价/单位成本 2796/2778 元/吨，同比+9.6%/+27.0%，毛利率 0.67%，同比-13.6pct。截止 23 年一季度末，公司焦化产能 140 万吨（弘峰焦化 60 万吨 4.3 米焦炉产能已于 23 年 3 月底实施实施焦炉政策性关停）。公司目前不再有焦化扩产计划，23 年将加快 48 万吨焦化产能清退处置工作，优化焦化板块资产质量，提升焦化盈利能力。
- 煤炭资产规模及质量有望持续提升。**1) **存量：**23 年公司规划煤炭产量保持 5500 万吨，实现常村、五阳两矿全年置换煤量不少于 259 万吨，力争伊田、黑龙关、黑龙 3 座矿井 120 万吨产能核增取得国家发改委批复，做好新良友等标准化矿井评审工作，加快元丰矿产经济可行性论证投建步伐，加快忻峪煤业复工复产进度，积极推进开拓煤业下水平工程建设。2) **增量：**23 年公司着力加快资源储备申办，整装成片和五阳、后堡等夹缝边角资源申办要力争突破性进展；持续推进压煤村庄搬迁，有效释放煤炭资源。我们认为公司煤炭产能产量规模和质量有望持续提升。
- 盈利预测与估值。**我们认为，虽然近期黑色产业链受需求疲弱影响承压，但在经济复苏大背景下，未来改善可期。预计 23 年公司降本增效成果逐步显现，23~25 年归母净利润 123/121/120 亿元，对应 EPS 为 4.11/4.03/4.02 元，根据可比公司估值，给予公司 23 年 7~8 倍的 PE，对应合理价值区间为 28.78~32.90 元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**需求大幅下滑，大额坏账准备计提。

主要财务数据及预测

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 45322 | 54297 | 48034 | 47046 | 46491 |
| (+/-)YoY(%) | 74.0% | 19.8% | -11.5% | -2.1% | -1.2% |
| 净利润(百万元) | 6731 | 14168 | 12301 | 12061 | 12014 |
| (+/-)YoY(%) | 246.0% | 110.5% | -13.2% | -1.9% | -0.4% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 2.25 | 4.74 | 4.11 | 4.03 | 4.02 |
| 毛利率(%) | 48.6% | 55.9% | 54.5% | 54.6% | 54.9% |
| 净资产收益率(%) | 19.4% | 29.1% | 22.9% | 20.6% | 19.0% |

资料来源：公司年报（2021-2022），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

表 1 分业务盈利预测

| | | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----|------------|---------|---------|--------|--------|
| 煤炭 | 销量 (万吨) | 5294 | 5400 | 5500 | 5600 |
| | 售价 (元/吨) | 931 | 809 | 781 | 761 |
| | 收入 (亿元) | 492.7 | 437.1 | 429.7 | 426.2 |
| | YOY | 23.25% | -11.29% | -1.70% | -0.80% |
| | 毛利率 | 61.38% | 57.99% | 57.76% | 57.96% |
| 焦炭 | 销量 (万吨) | 170 | 140 | 140 | 140 |
| | 售价 (元/吨) | 2796 | 2875 | 2700 | 2550 |
| | 收入 (亿元) | 47.6 | 40.3 | 37.8 | 35.7 |
| | YOY | -1.82% | -15.45% | -6.09% | -5.56% |
| | 毛利率 | 0.67% | 18.38% | 20.00% | 19.82% |
| 其他 | 收入 (亿元) | 2.7 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| | YOY | -17.80% | 13.06% | 0.00% | 0.00% |
| | 毛利率 | 25.26% | 33.33% | 33.33% | 33.33% |
| 总计 | 营业总收入 (亿元) | 543.0 | 480.3 | 470.5 | 464.9 |
| | YOY | 73.33% | -11.53% | -2.06% | -1.18% |
| | 毛利率 | 55.88% | 54.52% | 54.57% | 54.87% |

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) |
|-----------|------|--------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|
| | | | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2022E |
| 000552.SZ | 甘肃能化 | 3.37 | 0.55 | 0.62 | - | 6.1 | 5.4 | - | 3.43 | 1.0 |
| 600395.SH | 盘江股份 | 6.78 | 0.97 | 1.08 | 1.13 | 7.0 | 6.3 | 6.0 | 6.00 | 1.1 |
| 600997.SH | 开滦股份 | 6.89 | 1.19 | 1.28 | 1.35 | 5.8 | 5.4 | 5.1 | 9.33 | 0.7 |
| 601088.SH | 中国神华 | 29.08 | 3.66 | 3.77 | 3.91 | 7.9 | 7.7 | 7.4 | 20.95 | 1.4 |
| 600508.SH | 上海能源 | 14.59 | 2.92 | 3.08 | 3.29 | 5.0 | 4.7 | 4.4 | 18.25 | 0.8 |
| 600157.SH | 永泰能源 | 1.52 | 0.10 | 0.11 | - | 14.8 | 13.5 | - | 2.10 | 0.7 |
| 600123.SH | 兰花科创 | 12.71 | 2.94 | 3.27 | 3.28 | 4.3 | 3.9 | 3.9 | 15.66 | 0.8 |
| 601225.SH | 陕西煤业 | 19.57 | 3.19 | 3.28 | 3.35 | 6.1 | 6.0 | 5.8 | 11.67 | 1.7 |
| 000937.SZ | 冀中能源 | 7.40 | 1.69 | 1.51 | - | 4.4 | 4.9 | - | 6.83 | 1.1 |
| 600348.SH | 华阳股份 | 14.00 | 3.06 | 3.19 | 3.35 | 4.6 | 4.4 | 4.2 | 13.13 | 1.1 |
| 600546.SH | 山煤国际 | 17.30 | 3.69 | 3.81 | 3.91 | 4.7 | 4.5 | 4.4 | 9.58 | 1.8 |
| 601101.SH | 昊华能源 | 6.35 | 0.99 | 0.95 | 0.98 | 6.4 | 6.7 | 6.5 | 7.92 | 0.8 |
| 601898.SH | 中煤能源 | 9.01 | 1.75 | 1.83 | 1.94 | 5.1 | 4.9 | 4.6 | 11.09 | 0.8 |
| 601666.SH | 平煤股份 | 9.62 | 2.61 | 2.75 | 2.94 | 3.7 | 3.5 | 3.3 | 11.15 | 0.9 |
| 600971.SH | 恒源煤电 | 9.31 | 2.25 | 2.36 | 2.32 | 4.1 | 3.9 | 4.0 | 10.81 | 0.9 |
| 002128.SZ | 电投能源 | 13.47 | 1.98 | 2.15 | 2.33 | 6.8 | 6.3 | 5.8 | 12.93 | 1.0 |
| | 平均 | | | | | 6.1 | 5.8 | 5.0 | | 1.0 |

注: 收盘价为 2023 年 4 月 28 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 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 54297 | 48034 | 47046 | 46491 |
| 每股收益 | 4.74 | 4.11 | 4.03 | 4.02 | 营业成本 | 23956 | 21845 | 21374 | 20982 |
| 每股净资产 | 16.29 | 17.94 | 19.55 | 21.16 | 毛利率% | 55.9% | 54.5% | 54.6% | 54.9% |
| 每股经营现金流 | 11.29 | 4.66 | 5.53 | 5.55 | 营业税金及附加 | 4216 | 3603 | 3528 | 3487 |
| 每股股利 | 0.19 | 2.47 | 2.42 | 2.41 | 营业税金率% | 7.8% | 7.5% | 7.5% | 7.5% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 182 | 120 | 118 | 116 |
| P/E | 4.05 | 4.66 | 4.75 | 4.77 | 营业费用率% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| P/B | 1.18 | 1.07 | 0.98 | 0.91 | 管理费用 | 3235 | 2666 | 2611 | 2580 |
| P/S | 1.06 | 1.19 | 1.22 | 1.23 | 管理费用率% | 6.0% | 5.6% | 5.6% | 5.6% |
| EV/EBITDA | 1.02 | 1.40 | 1.12 | 0.82 | EBIT | 21118 | 18600 | 18239 | 18164 |
| 股息率% | 1.0% | 12.9% | 12.6% | 12.6% | 财务费用 | 727 | 576 | 566 | 561 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | 1.3% | 1.2% | 1.2% | 1.2% |
| 毛利率 | 55.9% | 54.5% | 54.6% | 54.9% | 资产减值损失 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润率 | 26.1% | 25.6% | 25.6% | 25.8% | 投资收益 | -57 | 0 | 0 | 0 |
| 净资产收益率 | 29.1% | 22.9% | 20.6% | 19.0% | 营业利润 | 20457 | 18113 | 17762 | 17692 |
| 资产回报率 | 14.9% | 11.3% | 10.6% | 10.1% | 营业外收支 | -546 | -90 | -90 | -90 |
| 投资回报率 | 30.1% | 19.5% | 17.9% | 16.7% | 利润总额 | 19911 | 18023 | 17672 | 17602 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 24888 | 20522 | 20224 | 20211 |
| 营业收入增长率 | 19.8% | -11.5% | -2.1% | -1.2% | 所得税 | 4267 | 4506 | 4418 | 4401 |
| EBIT 增长率 | 50.7% | -11.9% | -1.9% | -0.4% | 有效所得税率% | 21.4% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 净利润增长率 | 110.5% | -13.2% | -1.9% | -0.4% | 少数股东损益 | 1476 | 1217 | 1193 | 1188 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 14168 | 12301 | 12061 | 12014 |
| 资产负债率 | 48.1% | 49.0% | 46.0% | 43.4% | | | | | |
| 流动比率 | 1.22 | 1.50 | 1.65 | 1.81 | 资产负债表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 速动比率 | 1.18 | 1.47 | 1.62 | 1.78 | 货币资金 | 31091 | 44884 | 49912 | 55070 |
| 现金比率 | 0.81 | 1.13 | 1.28 | 1.44 | 应收账款及应收票据 | 3693 | 3226 | 2902 | 2613 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 1204 | 1077 | 996 | 920 |
| 应收帐款周转天数 | 24.31 | 24.00 | 22.00 | 20.00 | 其它流动资产 | 10803 | 10744 | 10713 | 10685 |
| 存货周转天数 | 18.34 | 18.00 | 17.00 | 16.00 | 流动资产合计 | 46790 | 59931 | 64522 | 69287 |
| 总资产周转率 | 0.57 | 0.44 | 0.41 | 0.39 | 长期股权投资 | 1725 | 1725 | 1725 | 1725 |
| 固定资产周转率 | 1.76 | 1.55 | 1.50 | 1.48 | 固定资产 | 30783 | 31088 | 31331 | 31513 |
| | | | | | 在建工程 | 2093 | 2593 | 3093 | 3593 |
| | | | | | 无形资产 | 11750 | 11573 | 11395 | 11216 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 47999 | 48626 | 49191 | 49694 |
| 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 资产总计 | 94789 | 108557 | 113713 | 118982 |
| 净利润 | 14168 | 12301 | 12061 | 12014 | 短期借款 | 1760 | 6000 | 5000 | 4000 |
| 少数股东损益 | 1476 | 1217 | 1193 | 1188 | 应付票据及应付账款 | 19511 | 17955 | 17978 | 18108 |
| 非现金支出 | 3732 | 1922 | 1985 | 2047 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经营收益 | 1521 | 466 | 734 | 689 | 其它流动负债 | 16978 | 15926 | 16041 | 16186 |
| 营运资金变动 | 12871 | -1956 | 575 | 668 | 流动负债合计 | 38249 | 39881 | 39019 | 38294 |
| 经营活动现金流 | 33769 | 13950 | 16548 | 16605 | 长期借款 | 98 | 98 | 98 | 98 |
| 资产 | -745 | -2640 | -2640 | -2640 | 其它长期负债 | 7231 | 13231 | 13231 | 13231 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 7329 | 13329 | 13329 | 13329 |
| 其他 | 77 | 0 | 0 | 0 | 负债总计 | 45578 | 53209 | 52348 | 51623 |
| 投资活动现金流 | -668 | -2640 | -2640 | -2640 | 实收资本 | 2991 | 2991 | 2991 | 2991 |
| 债权募资 | 5525 | 4240 | -1000 | -1000 | 归属于母公司所有者权益 | 48735 | 53656 | 58480 | 63286 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 476 | 1692 | 2885 | 4073 |
| 其他 | -24522 | -1756 | -7881 | -7807 | 负债和所有者权益合计 | 94789 | 108557 | 113713 | 118982 |
| 融资活动现金流 | -18997 | 2484 | -8881 | -8807 | | | | | |
| 现金净流量 | 14103 | 13793 | 5028 | 5158 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

李淼 煤炭/农业行业
王涛 煤炭行业
吴杰 公用事业/煤炭/电力设备与新能源

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,甘肃能化,神火股份,华阳股份,郑煤机,云鼎科技,兖矿能源,电投能源,天地科技,山西焦煤,潞安环能,平煤股份,中国神华,陕西煤业,淮北矿业,美锦能源

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。