

**评级：买入（首次）**

市场价格：16.81元

分析师：杜冲

执业证书编号：S0740522040001

电话：

Email: duchong@zts.com.cn

联系人：王璇

电话：

Email: wangxuan@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	723
流通股本(百万股)	723
市价(元)	16.81
市值(百万元)	12,149
流通市值(百万元)	12,149

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

**公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,654	10,156	14,064	15,316	16,543
增长率 yoy%	0%	33%	38%	9%	8%
净利润(百万元)	668	373	2,433	2,612	2,727
增长率 yoy%	16%	-44%	552%	7%	4%
每股收益(元)	0.92	0.52	3.37	3.61	3.77
每股现金流量	0.86	1.66	5.12	5.88	5.88
净资产收益率	6%	4%	19%	17%	15%
P/E	18.2	32.5	5.0	4.7	4.5
P/B	1.2	1.2	1.0	0.8	0.7

备注：股价为2022年5月6日收盘价

**投资要点**

- 煤电铝运一体化经营蓄力，新能源转型发展启程。**1)上海能源本部江苏基地地处华东苏鲁豫皖四省交接处，交通条件和地理位置十分优越，为公司煤炭及延伸产品提供主要消费市场，靠近用户，运输成本低，具有独特的区位优势。2)拥有较完整的煤电铝运一体化产业链：公司现有在产煤炭核定产能849万吨/年；火力发电机组4台，总装机容量820兆瓦；铝加工生产能力10万吨/年；自营铁路181.9公里，运输能力1300万吨/年。3)积极开启转型发展新征程：公司本部现有大量采煤塌陷区、闲置灰池、屋顶等资源，拥有独立增量配电网，具有不可比拟的光伏能源消纳优势，同时新疆、甘肃基地也有大量土地资源可利用，助力公司转型发展。
- 煤炭：新疆矿区煤矿投产，打开主业成长空间。**上海能源大屯矿区现有姚桥煤矿、孔庄煤矿和徐庄煤矿3对生产矿井，核定产能729万吨/年，煤炭品种为1/3焦煤、气煤等，是优质炼焦煤和动力煤。新疆矿区现有生产矿井106煤矿，核定产能120万吨/年，2019年投产；在建矿井苇子沟煤矿，核定产能240万吨/年，预计2023年投产。伴随新疆矿区煤炭产能的释放，公司煤炭产销量有望突破千万吨大关，煤炭主业经营再上新台阶，盈利能力有望进一步增强。
- 电力：电价上涨催化电力板块盈利改善。**上海能源现有火电总装机容量820兆瓦，公司已取得供电类电力业务许可证，进入电力交易市场。2021年度，除内部自用外，公司电力板块实现销售收入191,262.79万元，占公司主营业务收入的19.13%。2021年10月发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，将催化煤电价格水平上涨，从而带动公司业绩增长。
- 新能源：抢滩光伏发展新机遇，培育新的利润增长点。**公司2019年投资4亿设立全资子公司中煤江苏新能源有限公司，设立新能源公司有利于推进公司实现转型发展，抢占地区新能源市场。2021年12月28日，公司新能源示范基地（一期）先期工程30MW光伏发电项目成功并网发电，成为公司第一个开工建设、第一个并网发电的光伏项目。新能源示范基地项目（一期工程）预计2022年实现全容量并网发电，带来新的利润增长点。
- 盈利预测、估值及投资评级：**预计公司2022-2024年营业收入分别为140.64、153.16、165.43亿元，实现归母净利润分别为24.33、26.12、27.27亿元，每股收益分别为3.37、3.61、3.77元，当前股价16.81元，对应PE分别为5.0X/4.7X/4.5X。基于公司主业规模仍有成长，抢滩光伏发电带来新的增长点，当前来看估值较低，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**煤矿产能释放受限、煤炭价格大幅下跌、发电量增长不及预期、铝加工产品市场出现较大波动、研报使用的信息数据更新不及时的风险。

## 内容目录

1. 历史沿革和股权结构.....	- 4 -
2. 主营煤炭业务.....	- 5 -
2.1 营收同比增长，减值准备拖累业绩表现.....	- 5 -
2.2 煤炭业务是公司盈利的主要来源.....	- 6 -
3. 煤炭产量具有成长空间.....	- 7 -
3.1 江苏+新疆两大生产基地，煤炭产能未来有增量.....	- 7 -
3.2 煤炭产量预计将迎来增长.....	- 8 -
4. 煤炭业务成本测算.....	- 9 -
5. 转型发展新能源，培育新的利润增长点.....	- 10 -
6. 资本支出与现金分红.....	- 11 -
7. 核心假设与盈利预测.....	- 13 -
7.1 煤炭业务.....	- 13 -
7.2 电力业务.....	- 13 -
7.3 铝加工业务.....	- 13 -
8. 估值.....	- 14 -
9. 风险提示.....	- 14 -

## 图表目录

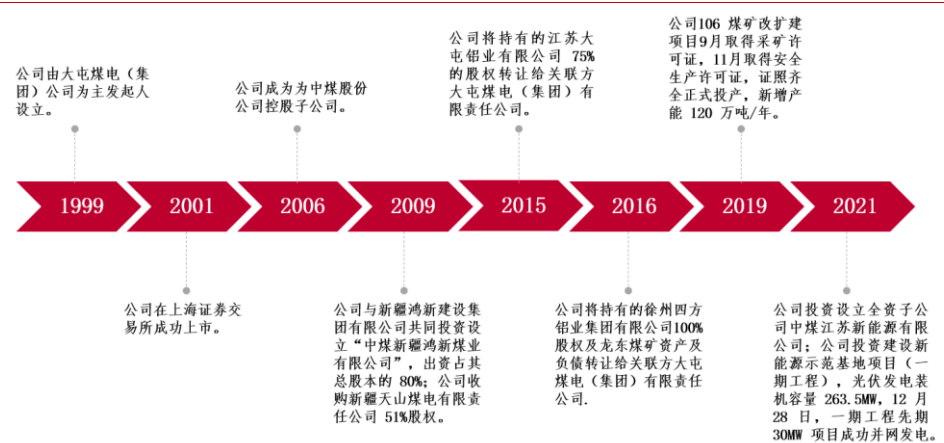
图表 1: 上海能源发展历程.....	- 4 -
图表 2: 上海能源股权结构（截至 2021 年末）.....	- 5 -
图表 3: 2001-2021 年上海能源营业收入及同比变化.....	- 5 -
图表 4: 2001-2021 年上海能源归母净利润及同比变化.....	- 6 -
图表 5: 2001-2021 年上海能源主营业务营收结构变化.....	- 6 -
图表 6: 2001-2021 年上海能源主营业务毛利结构变化.....	- 7 -
图表 7: 2001-2021 年上海能源主营业务毛利率变化.....	- 7 -
图表 8: 上海能源煤炭资源储量情况（截止 2021 年末）.....	- 8 -
图表 9: 上海能源煤炭产能一览表（截止 2021 年末）.....	- 8 -
图表 10: 2003-2021 年上海能源原煤产量及同比变化.....	- 8 -
图表 11: 2013-2021 年上海能源煤炭销量及同比变化.....	- 9 -
图表 12: 上海能源 2013-2021 年自产煤吨煤毛利及成本测算.....	- 9 -
图表 13: 上海能源 2021 年自产煤吨煤成本结构.....	- 10 -
图表 14: 新能源示范基地一期工程基本情况.....	- 11 -
图表 15: 2001-2021 年上海能源资本支出及同比变化情况.....	- 11 -
图表 16: 2021 年上海能源重要在建工程项目变动情况.....	- 12 -
图表 17: 上海能源 2001-2021 年现金分红情况.....	- 12 -

图表 18: 2017 年以来上海能源现金分红占比稳定在 30%附近 .....	- 13 -
图表 19: 上海能源 2022-2024 年营业收入预测表 (百万元) .....	- 14 -
图表 20: 上海能源可比公司盈利预测与估值表 .....	- 14 -
图表 21: 三张报表摘要 .....	- 16 -

## 1. 历史沿革和股权结构

- 上海大屯能源股份有限公司（以下简称“上海能源”或“公司”），1999年由大屯煤电（集团）公司作为主发起人设立，2001年8月在上海证券交易所发行上市，2006年5月公司成为中煤股份公司控股子公司。公司本部江苏基地地处华东苏鲁豫皖四省交界处，位于淮海和“长三角”徐州工业基地，交通条件和地理位置十分优越，目前经营业绩、区域市场地位基本保持稳定，并且已明确将获取新的优质煤炭资源和新能源作为发展的主攻方向，迈出转型发展新步伐。

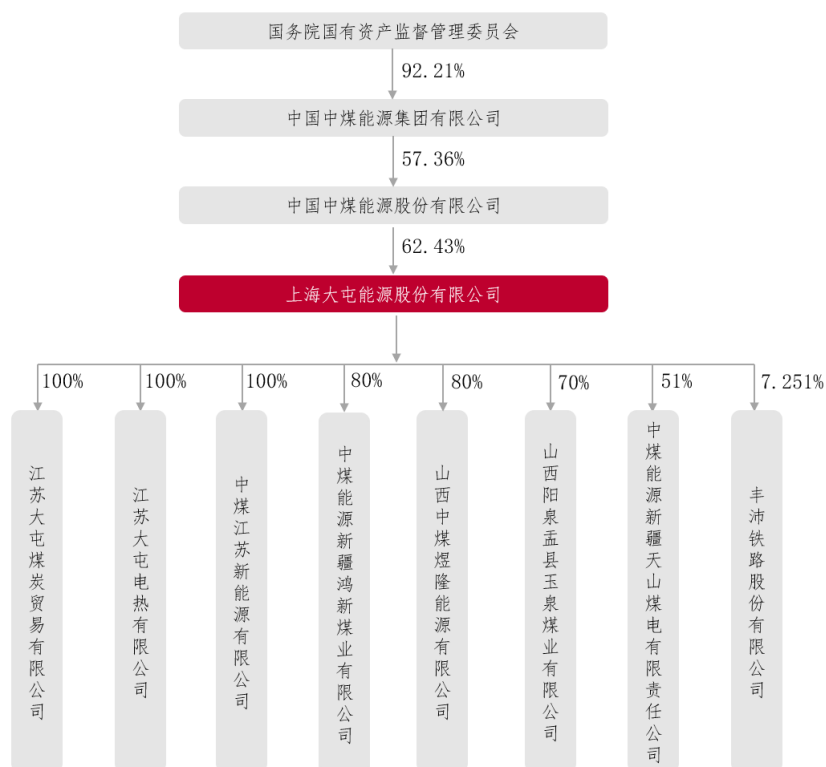
**图表 1：上海能源发展历程**



来源：wind，中泰证券研究所

- 背靠大型央企，控股股东为中煤能源。据 2021 年年报，中煤能源股份有限公司持有公司 62.43% 的股份，为公司第一大股东，中煤能源集团有限公司持有中煤能源股份有限公司 57.36% 股权，国务院国有资产监督管理委员会持有中煤能源集团有限公司 92.21% 股权。

**图表 2: 上海能源股权结构 (截至 2021 年末)**



来源: wind, 中泰证券研究所

## 2. 主营煤炭业务

### 2.1 营收同比增长，减值准备拖累业绩表现

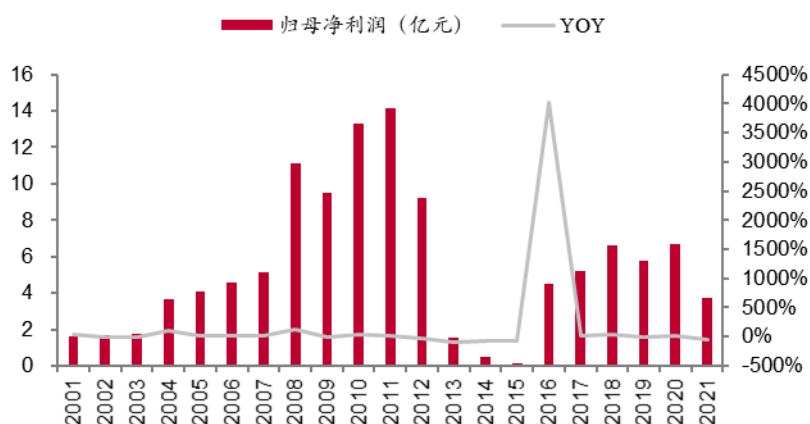
- 公司 2021 年营业收入为 101.56 亿元，同比增长 32.69%；归母净利润为 3.73 亿元，同比增长-44.15%。公司大幅计提资产减值准备导致 2021 年归母净利润同比增长率大幅下滑。

**图表 3: 2001-2021 年上海能源营业收入及同比变化**



来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 4: 2001-2021 年上海能源归母净利润及同比变化**



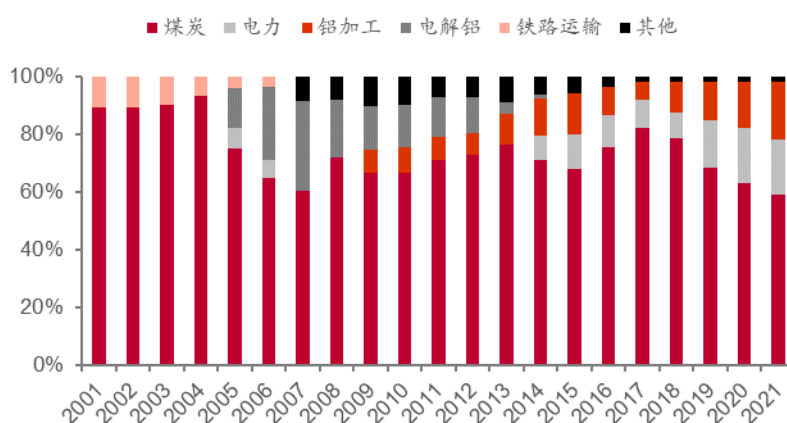
注：公司所属孔庄煤矿本期因受资源埋藏深、井下地质条件变差、灾害增多、治理难度大、工作面出现多起揭露断层和顶板冒落现象、安全压力大等影响，导致产量低于生产能力和经营计划，煤质下降，经营成果低于预期。公司在 2021 年第四季度识别孔庄煤矿存在减值迹象，对其计提减值准备 5.49 亿元。

来源：wind，中泰证券研究所

## 2.2 煤炭业务是公司盈利的主要来源

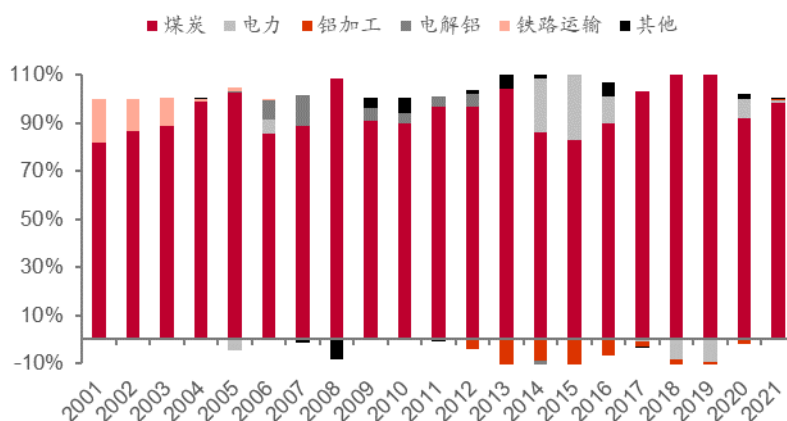
- 公司主营煤炭开采、洗选加工、煤炭销售，铁路运输(限管辖内的煤矿专用铁路)，火力发电，铝及铝合金的压延加工生产及销售、太阳能发电及技术服务等业务，其中煤炭业务贡献公司主要业绩。2021 年煤炭业务营业收入为 59.09 亿元，占公司主营业务营收的 59.10%；毛利为 21.92 亿元，占公司主营业务毛利的 98.33%。虽然其他业务营收占比近 4 成，但对公司盈利贡献较小。

**图表 5: 2001-2021 年上海能源主营业务营收结构变化**



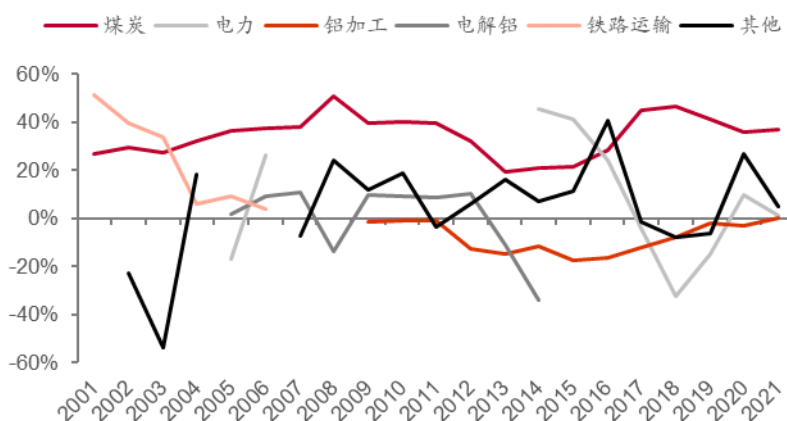
来源：wind，中泰证券研究所

**图表 6: 2001-2021 年上海能源主营业务毛利结构变化**



来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 7: 2001-2021 年上海能源主营业务毛利率变化**



来源: wind, 中泰证券研究所

### 3. 煤炭产量具有成长空间

#### 3.1 江苏+新疆两大生产基地，煤炭产能未来有增量

- 公司江苏徐州生产基地，位于苏鲁交界的江苏省徐州市沛县境内的大屯矿区。大屯矿区地处华北石炭二叠系聚煤区的东南部，为滨海平原环境含煤沉积，含煤层(或煤线)14~18层，可采煤层4层，可采煤层总厚度约6.25~12.7米，截至2021年末保有资源量64017.91万吨。大屯矿区煤炭品种为1/3焦煤、气煤和肥煤，是优质炼焦煤和动力煤，其中，冶炼用六级、九级精煤分别获得国家优质产品银质奖和部优产品称号。
- 公司新疆煤炭生产基地，位于新疆淮南煤田呼图壁白杨河矿区。新疆白杨河矿区煤系地层为侏罗系西山窑组，主要可采煤层有四层，截至2021年末保有资源量65431.87万吨。



**图表 8: 上海能源煤炭资源储量情况 (截止 2021 年末)**

主要矿区	主要煤种	资源量 (吨)	可采储量 (吨)	证实储量 (吨)
大屯矿区	气煤、1/3 焦煤	640,179,100	220,609,300	152,551,900
新疆矿区	不粘煤	654,318,700	383,187,000	278,557,000
<b>合计</b>	<b>/</b>	<b>1,294,497,800</b>	<b>603,796,300</b>	<b>431,108,900</b>

来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 截至 2021 年, 公司拥有在产矿井产能 849 万吨/年, 其中姚桥煤矿 (425 万吨/年)、孔庄煤矿 (144 万吨/年)、徐庄煤矿 (160 万吨/年)、新疆 106 煤矿 (120 万吨/年); 在建矿井产能 240 万吨/年 (新疆苇子沟煤矿)。苇子沟煤矿设计产能 300 万吨/年, 一期工程规模 240 万吨/年, 公司在投资者互动平台表示, 苇子沟煤矿 2019 年复工, 预计 2023 年投产。

**图表 9: 上海能源煤炭产能一览表 (截止 2021 年末)**

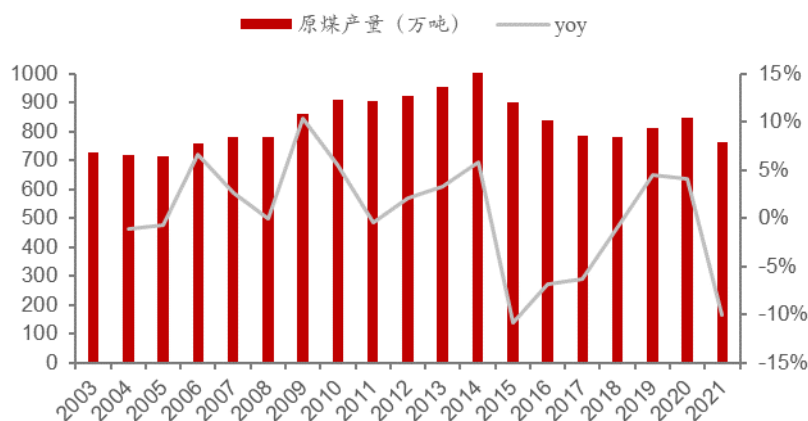
所属生产基地	矿区名称	煤矿名称	状态	核定产能 (万吨/年)	权益占比	权益产能 (万吨/年)
江苏徐州生产基地	大屯矿区	姚桥煤矿	生产矿井	425	100%	425
		孔庄煤矿	生产矿井	144	100%	144
		徐庄煤矿	生产矿井	160	100%	160
新疆煤炭生产基地	新疆矿区	106 煤矿	生产矿井	120	51%	61
		苇子沟煤矿	在建矿井	240	80%	192
<b>在产产能合计</b>				<b>849</b>		<b>790</b>
<b>在建产能合计</b>				<b>240</b>		<b>192</b>
<b>总计</b>				<b>1089</b>		<b>982</b>

注: 2019 年 9 月苇子沟煤矿取得采矿许可证、取得呼图壁县委发改委同意苇子沟煤矿项目复工通知书 (呼发改煤复字 [2019] 10 号)。

来源: 公司公告、中泰证券研究所

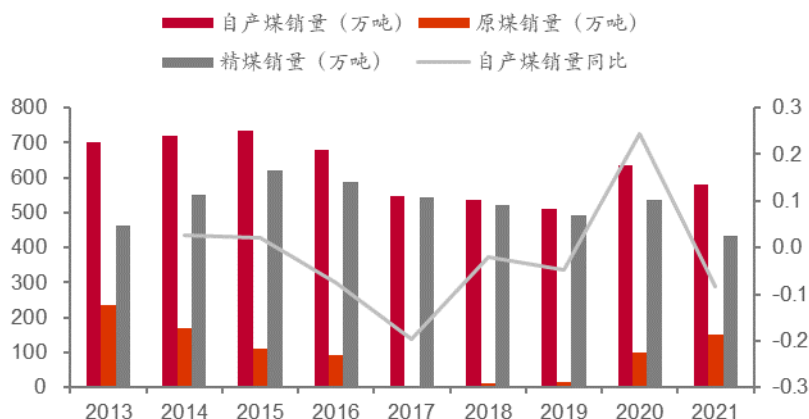
### 3.2 煤炭产量预计将迎来增长

- 上海能源 2021 年实现原煤产量 761.81 万吨, 同比增长-9.99%; 自产煤销量 582.22 万吨, 同比增长-8.44%, 主要由于精煤销量减少。未来随着在建矿井达产, 公司煤炭产量将进一步增加。公司 2022 年生产经营指标为原煤产量 848 万吨, 预计将同比增长 11.31%。

**图表 10: 2003-2021 年上海能源原煤产量及同比变化**


来源: wind, 中泰证券研究所



**图表 11: 2013-2021 年上海能源煤炭销量及同比变化**


来源: wind, 中泰证券研究所

#### 4. 煤炭业务成本测算

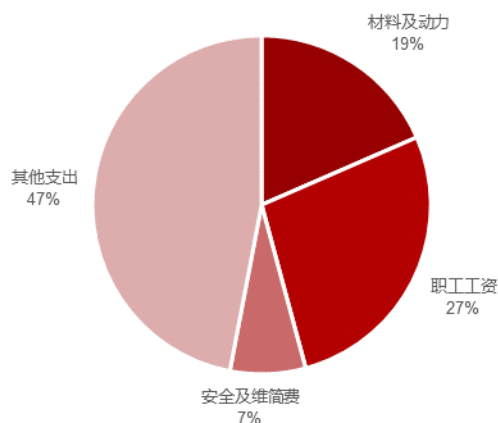
- 煤价大幅上升, 吨煤毛利上涨。根据测算, 2021 年公司自产煤吨煤销售收入为 1014.9 元/吨, 同比增长 36.8%; 吨煤销售毛利 376.5 元/吨, 同比增长 41.9%; 吨煤销售成本 638.5 元/吨, 同比增长 34.0%, 其中材料及动力成本 107.0 元/吨 (+51.6%)、职工工资 158.3 元/吨 (+35.0%)、安全及维简费 41.8 元/吨 (+5.1%)、其他支出 272.2 元/吨 (+24.5%)。

**图表 12: 上海能源 2013-2021 年自产煤吨煤毛利及成本测算**

单位: 元/吨	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
自产煤吨煤销售收入	705.9	558.4	443.6	555.4	913.3	978.0	998.4	741.9	1014.9
yoy		-20.9%	-20.6%	25.2%	64.4%	7.1%	2.1%	-25.7%	36.8%
自产煤吨煤销售毛利	178.2	128.0	96.2	157.9	410.8	454.8	587.2	265.3	376.5
yoy		-28.2%	-24.8%	64.1%	160.1%	10.7%	29.1%	-54.8%	41.9%
自产煤吨煤销售成本	527.7	430.4	347.4	397.5	502.5	523.2	587.2	476.6	638.5
yoy		-18.4%	-19.3%	14.4%	26.4%	4.1%	12.2%	-18.8%	34.0%
材料及动力	93.1	60.6	42.9	74.2	79.2	97.5	129.3	70.6	107.0
yoy		-34.9%	-29.1%	73.0%	6.7%	23.0%	32.7%	-45.4%	51.6%
职工工资	117.4	106.2	91.4	93.4	119.5	118.8	141.7	117.3	158.3
yoy		-9.6%	-14.0%	2.2%	28.0%	-0.6%	19.3%	-17.2%	35.0%
安全及维简费	36.7	35.8	35.1	39.5	40.3	40.9	40.2	39.8	41.8
yoy		-2.5%	-2.1%	12.5%	2.2%	1.3%	-1.7%	-1.0%	5.1%
其他支出	243.6	199.3	148.1	179.0	210.1	231.1	266.4	218.7	272.2
yoy		-18.2%	-25.7%	20.9%	17.3%	10.0%	15.3%	-17.9%	24.5%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 13: 上海能源 2021 年自产煤吨煤成本结构**



来源: wind, 中泰证券研究所

## 5. 转型发展新能源，培育新的利润增长点

- 2021 年 9 月 30 日，上海能源发布公告投资设立全资子公司中煤江苏新能源有限公司，注册资本 4 亿元；10 月 10 日，中煤江苏新能源有限公司举行揭牌仪式。投资设立新能源公司符合国家能源战略发展方向，也有利于公司加快产业结构优化调整，推进公司实现转型发展，抢占地区新能源市场，培育新的利润增长点。
- 2021 年 8 月 25 日，上海能源发布公告投资建设新能源示范基地项目(一期工程，光伏发电规模为 262MW)；11 月 2 日，新能源示范基地一期工程项目开工仪式在江苏沛县杨屯镇隆重举行；12 月 28 日，新能源示范基地一期工程先期 30MW 光伏示范项目成功并网发电，成为公司第一座光伏电站。新能源示范基地项目（一期工程）预计 2022 年实现全容量并网发电。

**图表 14: 新能源示范基地一期工程基本情况**

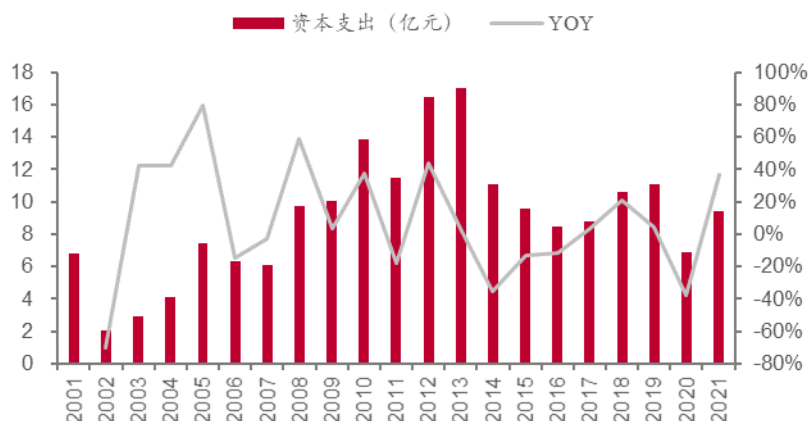
基本情况	具体内容
项目名称	新能源示范基地项目（一期工程）
建设内容	投资建设光伏电站
装机容量	261.73472MW
投资金额	121278.69 万元
建设地址	卞庄龙东矿采煤沉陷区域
占地面积	约 5847 亩
采用模式	渔光互补
项目设计	采用分块发电、集中并网方案，将系统分成 69 个 3.15MW 光伏发电单元。
配套设备	配套新建 1 座 110kV 升压站，配套安装建设 2 台容量均为 120MVA 的 110/37kV 主变压器，升压站拟定 2 回 110kV 送出线路及 1 回 35kV 送出线路。
预计电站首年上网电量	32859 万 kWh
25 年运营期内平均年上网电量	30941 万 kWh-
年等效满负荷利用小时	1182h（容量系数为 0.135）

注：表格内容由公司 2021 年 8 月 25 日发布的《上海能源：关于投资建设上海大屯能源股份有限公司新能源示范基地项目（一期工程）的公告》整理得到。

来源：wind，中泰证券研究所

## 6. 资本支出与现金分红

- 公司 2021 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 9.42 亿元，同比增长 36.92%。

**图表 15: 2001-2021 年上海能源资本支出及同比变化情况**


来源：wind，中泰证券研究所

**图表 16: 2021 年上海能源重要在建工程项目变动情况**

项目名称 (单位:百万元)	工程进度	预算数	期初余额	本期增加金额	本期转入固定资产	期末余额
苇子沟煤矿 2.4Mt/a 改扩建工程	54.80%	1977.38	925.05	158.56	/	1083.60
新能源示范基地项目	9.65%	1196.25	/	139.06	23.58	115.48
玉泉煤业改扩建工程	63.41%	522.51	326.85	4.50	/	331.35
<b>合计</b>	<b>/</b>	<b>3696.15</b>	<b>1251.89</b>	<b>302.12</b>	<b>23.58</b>	<b>1530.43</b>

来源: wind, 中泰证券研究所

- 公司利润分配政策基本保持稳定,2017 以来年度现金分红占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率均为 30%以上。
- 2022 年 3 月 23 日,公司第八届董事会第六次会议审议通过了《关于公司 2021 年度利润分配预案的议案》,以公司截至 2021 年 12 月 31 日的总股本 722,718 千股为基数,向全体股东每 10 股派发人民币 1.55 元(含税)的现金红利。该利润分配预案尚需经公司股东大会审议批准。

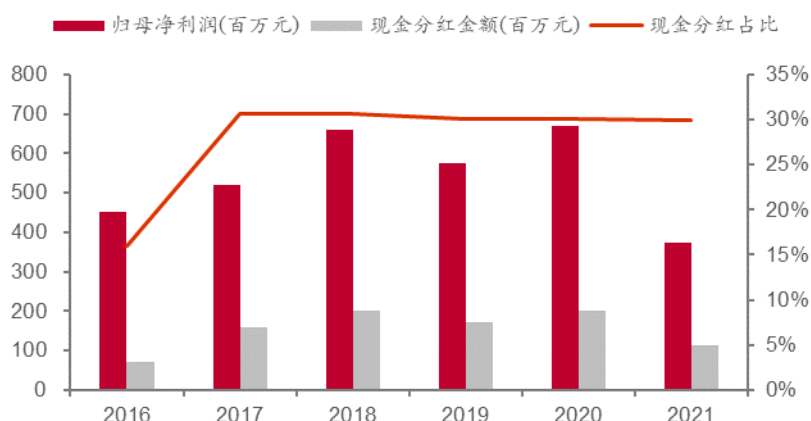
**图表 17: 上海能源 2001-2021 年现金分红情况**

分红年度	归母净利润 (百万元)	现金分红金额 (百万元)	现金分红占比
2021	373.34	112.02	30.01%
2020	668.46	200.92	30.06%
2019	574.51	172.73	30.07%
2018	661.31	202.36	30.60%
2017	518.90	159.00	30.64%
2016	451.67	72.27	16.00%
2012	922.19	289.09	31.35%
2011	1417.85	216.82	15.29%
2010	1332.48	180.68	13.56%
2009	949.78	108.41	11.41%
2008	1112.23	72.27	6.50%
2007	512.44	50.59	9.87%
2006	459.04	144.54	31.49%
2005	404.89	160.60	39.67%
2004	363.58	240.91	66.26%
2003	173.73	152.57	87.82%
2002	169.43	140.53	82.94%
2001	165.45	120.45	72.80%

注: 表中部分分红年度的净利润为调整后的数据。

来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 18: 2017 年以来上海能源现金分红占比稳定在 30% 附近**



来源: wind, 中泰证券研究所

## 7. 核心假设与盈利预测

### 7.1 煤炭业务

- 公司在建矿井新疆苇子沟煤矿核定产能 240 万吨/年, 预计 2023 年投产。假设新疆苇子沟煤矿 2023 年投产, 产能利用率 50%, 2024 年达产, 则预计公司 2022-2024 年原煤产量分别为 848 万吨、968 万吨、1088 万吨。假设 2022-2024 年公司煤炭产销率与 2021 年保持一致, 则预计公司 2022-2024 年煤炭销量分别为 648 万吨、740 万吨、832 万吨。
- 供需紧平衡格局下, 行业高景气度延续。假设公司 2022 年煤炭综合售价持续上涨, 考虑到动力煤价格比炼焦煤价格水平低 (2021 年动力煤 5500Q 现货价格 1043 元/吨, 京唐港库提价主焦煤价格 2525 元/吨), 2023-2024 年随着新疆矿区在建矿井投产, 动力煤销量占比有所提升, 导致煤炭综合售价小幅下降, 预计公司 2022-2024 年煤炭销售价格分别为 1421 元/吨、1407 元/吨、1393 元/吨, 同比增速分别为 40%、-1%、-1%。

### 7.2 电力业务

- 假设公司电力业务发展规模进一步扩大, 发电量逐年递增, 预计公司 2022-2024 年发电量分别为 38 亿度、39 亿度、40 亿度。
- 假设公司 2022 年交易电价上涨到 0.54 元/度, 2023、2024 年与 2022 年持平。假设公司 2022 年度电成本上涨到 0.52 元/度, 2023、2024 年与 2022 年持平。

### 7.3 铝加工业务

- 公司铝加工生产能力为 10 万吨/年, 假设公司 2022-2024 年铝材加工产量保持为 10 万吨。

- 假设 2022 年铝材加工产品的价格上涨为 24878 元/吨，2023、2024 年与 2022 年持平。假设 2022 年铝材加工产品的成本上涨为 24381 元/吨，2023、2024 年与 2022 年持平。

**图表 19: 上海能源 2022-2024 年营业收入预测表 (百万元)**

营业收入	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
煤炭业务收入	4717.74	5909.22	9208.89	10406.91	11580.05
yoy	-7.49%	25.26%	55.84%	13.01%	11.27%
煤炭业务成本	3030.53	3717.23	4330.96	5184.01	6109.87
yoy	1.04%	22.66%	16.51%	19.70%	17.86%
毛利率	35.76%	37.09%	52.97%	50.19%	47.24%
电力业务收入	1444.19	1912.63	2045.36	2099.19	2153.01
yoy	18.14%	32.44%	6.94%	2.63%	2.56%
电力业务成本	1299.56	1883.88	1975.50	2027.49	2079.47
yoy	-7.26%	44.96%	4.86%	2.63%	2.56%
毛利率	10.01%	1.50%	3.42%	3.42%	3.42%
铝加工业务收入	1188.29	2011.98	2487.81	2487.81	2487.81
yoy	19.78%	69.32%	23.65%	0.00%	0.00%
铝加工业务成本	1220.95	2011.61	2438.06	2438.06	2438.06
yoy	20.67%	64.76%	21.20%	0.00%	0.00%
毛利率	-2.75%	0.02%	2.00%	2.00%	2.00%

来源: wind, 中泰证券研究所

## 8. 估值

- 按照 2022 年 5 月 6 日的收盘价，可比公司平煤股份、淮北矿业、盘江股份 3 家公司 2022 年平均 PE 为 8.1 倍，预计上海能源 2022 年 PE 为 5.0 倍；可比公司平煤股份、淮北矿业、盘江股份的平均 PB 为 1.5，上海能源的 PB 为 1.1。基于公司主业规模仍有成长，抢滩光伏发电带来新的增长点，当前来看估值较低，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 20: 上海能源可比公司盈利预测与估值表**

代码	名称	收盘价	PB	每股收益			市盈率 PE		
		2022/5/6		21A	22E	23E	21A	22E	23E
601666.SH	平煤股份	14.16	1.7	1.24	2.61	2.80	11.4	5.4	5.1
600985.SH	淮北矿业	13.90	1.2	1.93	2.44	2.77	7.2	5.7	5.0
600395.SH	盘江股份	8.09	1.6	0.52	0.62	0.72	15.6	13.0	11.2
	平均值		1.5				11.4	8.1	7.1
<b>600508.SH</b>	<b>上海能源</b>	<b>16.81</b>	<b>1.1</b>	<b>0.52</b>	<b>3.37</b>	<b>3.61</b>	<b>32.3</b>	<b>5.0</b>	<b>4.7</b>

来源: wind、中泰证券研究所

注: 上海能源、平煤股份、淮北矿业 EPS 为中泰煤炭预测值，其他公司 EPS 来自 Wind 一致预期。

## 9. 风险提示

- 煤矿产能释放受限

新疆苇子沟煤矿目前仍处于在建矿井状态，预计 2023 年投产。若后期不能按照预期时间投产，将会对公司煤炭产量增加产生不利影响，从而降低公司盈利。

■ 煤炭价格大幅下跌

报告的盈利预测和分析是基于经济平稳运行的假设前提。受新冠疫情影响，当前宏观经济尚未完全恢复，或将带来经济增长不及预期的风险，从而导致煤炭市场需求下降，煤炭价格大幅下跌。根据模型敏感性测算，若其他不变，公司现货价格下跌 50 元/吨，则 2022-2024 年归母净利润分别下滑 2.08/2.41/2.73 亿元。

■ 发电量增长不及预期

若公司火电机组利用小时数提高受限，公司发电量增长不及预期，则会导致公司电力业务盈利能力减弱。

■ 铝加工产品市场出现较大波动

报告假设 2022 年铝产品价格同比增长率与 2021 年持平，毛利率小幅上涨，若铝加工产品市场出现较大波动，将降低对公司铝加工业务的盈利预测的准确度。

■ 研报使用的信息数据更新不及时的风险



**图表 21: 三张报表摘要**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,021	4,219	5,521	9,386	营业收入	10,156	14,064	15,316	16,543
应收票据	0	0	0	0	营业成本	8,056	9,188	10,093	11,071
应收账款	294	295	199	165	税金及附加	285	395	430	464
预付账款	24	27	30	33	销售费用	29	40	43	47
存货	279	319	350	384	管理费用	603	835	909	982
合同资产	0	0	0	0	研发费用	38	53	58	62
其他流动资产	1,158	1,603	1,746	1,885	财务费用	106	27	1	-29
流动资产合计	2,777	6,463	7,846	11,853	信用减值损失	2	2	2	2
其他长期投资	30	30	30	30	资产减值损失	-551	-100	-100	-100
长期股权投资	47	47	47	47	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	10,687	11,789	13,624	13,532	投资收益	-1	-1	-1	-1
在建工程	1,714	2,214	414	289	其他收益	57	57	57	57
无形资产	1,501	1,551	1,599	1,646	<b>营业利润</b>	<b>578</b>	<b>3,516</b>	<b>3,771</b>	<b>3,935</b>
其他非流动资产	948	948	948	948	营业外收入	15	15	15	15
非流动资产合计	14,927	16,579	16,663	16,492	营业外支出	60	60	60	60
<b>资产合计</b>	<b>17,704</b>	<b>23,043</b>	<b>24,508</b>	<b>28,345</b>	<b>利润总额</b>	<b>533</b>	<b>3,471</b>	<b>3,726</b>	<b>3,890</b>
短期借款	600	2,349	226	335	所得税	124	804	863	900
应付票据	20	23	25	27	<b>净利润</b>	<b>409</b>	<b>2,667</b>	<b>2,863</b>	<b>2,990</b>
应付账款	1,541	1,757	1,930	2,117	少数股东损益	36	235	252	263
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>373</b>	<b>2,432</b>	<b>2,611</b>	<b>2,727</b>
合同负债	213	294	321	346	NOPLAT	491	2,688	2,864	2,967
其他应付款	773	773	773	773	EPS (按最新股本摊薄)	0.52	3.37	3.61	3.77
一年内到期的非流动负债	142	142	142	142					
其他流动负债	744	880	926	971					
流动负债合计	4,032	6,219	4,343	4,711					
长期借款	1,083	1,706	2,329	2,952					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	2,062	2,062	2,062	2,062					
非流动负债合计	3,145	3,768	4,391	5,014					
<b>负债合计</b>	<b>7,177</b>	<b>9,987</b>	<b>8,734</b>	<b>9,725</b>					
归属母公司所有者权益	10,485	12,780	15,247	17,829					
少数股东权益	41	276	528	791					
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,527</b>	<b>13,056</b>	<b>15,775</b>	<b>18,620</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,704</b>	<b>23,043</b>	<b>24,508</b>	<b>28,345</b>					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,202</b>	<b>3,699</b>	<b>4,249</b>	<b>4,250</b>
现金收益	1,405	3,629	3,892	4,141
存货影响	44	-39	-31	-34
经营性应收影响	744	96	194	131
经营性应付影响	350	219	175	189
其他影响	-1,343	-206	20	-177
<b>投资活动现金流</b>	<b>-900</b>	<b>-2,701</b>	<b>-1,301</b>	<b>-1,001</b>
资本支出	-1,093	-2,586	-1,110	-1,010
股权投资	1	0	0	0
其他长期资产变化	192	-115	-191	9
<b>融资活动现金流</b>	<b>54</b>	<b>2,200</b>	<b>-1,646</b>	<b>616</b>
借款增加	370	2,372	-1,500	732
股利及利息支付	-296	-1,175	-1,281	-1,327
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-20	1,003	1,135	1,211

主要财务比率				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	32.7%	38.5%	8.9%	8.0%
EBIT增长率	-28.4%	448.0%	6.6%	3.6%
归母公司净利润增长率	-44.1%	551.6%	7.4%	4.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	20.7%	34.7%	34.1%	33.1%
净利率	4.0%	19.0%	18.7%	18.1%
ROE	3.5%	18.6%	16.6%	14.6%
ROIC	5.6%	20.7%	20.8%	18.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	40.5%	43.3%	35.6%	34.3%
债务权益比	36.9%	47.9%	30.2%	29.5%
流动比率	0.7	1.0	1.8	2.5
速动比率	0.6	1.0	1.7	2.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	14	8	6	4
应付账款周转天数	75	65	66	66
存货周转天数	13	12	12	12
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.52	3.37	3.61	3.77
每股经营现金流	1.66	5.12	5.88	5.88
每股净资产	14.51	17.68	21.10	24.67
<b>估值比率</b>				
P/E	33	5	5	4
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	130	45	42	39

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。