

焦化业务亏损，投资收益贡献主要利润

2023 年 03 月 30 日

➤ **事件:** 2023 年 3 月 29 日, 公司公布 2022 年年度报告, 公司实现 2022 年度营业收入 232.00 亿元, 同比增长 22.78%; 实现归属于上市公司股东的净利润 2.78 亿元, 同比下滑 81.80%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 2.94 亿元, 同比下滑 78.38%。

➤ **22Q4 盈利同比下降, 环比扭亏为盈。** 2022 年四季度公司实现营业收入 52.51 亿元, 同比增长 9.88%, 环比下滑 2.36%; 实现归母净利润 0.38 亿元, 同比下滑 87.50%, 环比扭亏为盈。2022Q4 环比业绩改善主要是因为焦油价格环比提升 14.52%, 而成本方面精煤价格环比仅上涨 8.30%。

➤ **联营企业建新煤化盈利能力较强, 投资收益占税前利润比重为 84.37%。** 2022 年公司的投资收益为 3.47 亿元, 占利润总额的比重为 84.37%, 其中, 对联营企业和合营企业的投资收益为 4.00 亿元, 投资收益主要来自于公司直接持股 49% 的联营企业建新煤化。建新煤化位于陕西省黄陵县腰坪乡建庄矿区南部, 主要煤种为长焰煤, 设计能力 400 万吨/年, 2022 年建新煤化净利润为 9.09 亿元, 净利率为 35.53%。

➤ **成本快速提高, 焦化业务亏损。** 2022 年公司销售焦炭 656.23 万吨, 同比增长 10.35%。据公告测算, 焦炭综合售价为 2602 元/吨, 同比增长 8.17%; 综合销售成本为 2916 元/吨, 同比增长 25.53%。由于焦炭成本的快速上升, 焦炭业务的毛利率下降 15.49 个百分点至 -12.07%。

➤ **主要化工品销量提升, 盈利能力差别较大。** 销量方面, 2022 年, 公司销售焦油 24.23 万吨 (+8.61%), 销售合成氨 32.08 万吨 (+24.09%), 销售 LNG 13.88 万吨 (-0.98%), 销售 BDO 5.65 万吨 (+10.30%), 销售粗苯 7.68 万吨 (+13.88%), 销售甲醇 24.32 万吨 (+278.48%)。价格和盈利能力方面, 焦油价格上涨最快, 为 4708 元/吨 (+46.43%), 毛利率达 78.91%; 合成氨价格为 3188 元/吨 (+14.40%), 毛利率为 39.34%; LNG 价格为 5822 元/吨 (+44.16%), 毛利率为 44.16%; BDO 价格为 15771 元/吨 (-28.23%), 毛利率为 24.03%; 粗苯价格为 5628 元/吨 (+28.61%), 毛利率为 38.27%; 甲醇价格为 1973 元/吨 (-3.22%), 毛利率为 37.38%。

➤ **产业内外延伸, 业务结构持续优化。** 2022 年 9 月, 公司公告, 全资子公司新疆黑猫将以 5.78 亿元收购天津前进实业持有的库车金沟煤矿 100% 股权, 据 2021 年的勘探情况, 该煤矿勘查区的保有资源储量为 18898 万吨, 主要煤种为 1/3 焦煤、气煤等, 目前, 该矿正在办理生产规模为 150 万吨/年和重新进行矿井设计的变更手续。此外, 内蒙古黑猫二期项目的 100 万吨焦炭/年预计于 2023 年下半年建设完成。公司上下游产能同步扩张, 利润有望实现增厚。

➤ **投资建议:** 我们预计, 2023-2025 年公司归母净利润分别为 5.41/7.73/9.89 亿元, EPS 分别为 0.26/0.38/0.48 元/股, 对应 2023 年 3 月 30 日的 PE 分别为 18 倍、13 倍、10 倍, 维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示:** 主要产品价格下降, 安全生产风险, 新建项目投产进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	23,200	24,370	25,517	26,704
增长率 (%)	22.8	5.0	4.7	4.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	278	541	773	989
增长率 (%)	-81.8	94.7	42.8	27.9
每股收益 (元)	0.14	0.26	0.38	0.48
PE	35	18	13	10
PB	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 3 月 30 日收盘价)

谨慎推荐

维持评级

当前价格:

4.75 元



分析师 周泰

执业证书: S0100521110009

邮箱: zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书: S0100521110011

邮箱: lihang@mszq.com

研究助理 王姗姗

执业证书: S0100122070013

邮箱: wangshanshan_yj@mszq.com

相关研究

1. 陕西黑猫 (601015.SH) 2021 年报点评: 成本压缩利润, Q4 业绩环比下滑-2022/03/31
2. 陕西黑猫点评: 业绩符合预期, 四季度环比下滑-2022/01/13

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	23,200	24,370	25,517	26,704
营业成本	22,248	22,962	23,968	25,011
营业税金及附加	97	115	117	122
销售费用	65	73	77	80
管理费用	223	266	278	285
研发费用	0	0	0	0
EBIT	393	954	1,077	1,206
财务费用	297	401	355	367
资产减值损失	-152	-300	-300	-300
投资收益	347	487	638	721
营业利润	442	731	1,050	1,252
营业外收支	-31	15	15	15
利润总额	411	746	1,065	1,267
所得税	174	75	107	127
净利润	237	671	959	1,140
归属于母公司净利润	278	541	773	989
EBITDA	1,275	1,875	2,016	2,163

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,028	2,619	2,983	4,355
应收账款及票据	132	212	193	202
预付款项	356	1,263	1,003	1,048
存货	2,115	2,225	2,274	2,390
其他流动资产	634	791	898	1,007
流动资产合计	5,265	7,109	7,351	9,002
长期股权投资	1,783	1,783	1,783	1,783
固定资产	11,141	10,492	9,851	9,217
无形资产	1,570	1,705	1,835	1,959
非流动资产合计	16,089	15,863	15,643	15,426
资产合计	21,353	22,973	22,995	24,428
短期借款	2,220	1,976	1,000	1,000
应付账款及票据	4,593	5,347	5,349	5,593
其他流动负债	2,330	2,624	2,588	2,635
流动负债合计	9,143	9,947	8,937	9,228
长期借款	760	910	1,010	1,060
其他长期负债	452	452	452	452
非流动负债合计	1,212	1,362	1,462	1,512
负债合计	10,354	11,309	10,399	10,739
股本	2,042	2,042	2,042	2,042
少数股东权益	2,252	2,382	2,568	2,719
股东权益合计	10,999	11,664	12,596	13,689
负债和股东权益合计	21,353	22,973	22,995	24,428

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	22.78	5.05	4.71	4.65
EBIT 增长率	-79.35	142.90	12.92	11.92
净利润增长率	-81.80	94.67	42.85	27.94
盈利能力 (%)				
毛利率	4.10	5.78	6.07	6.34
净利润率	1.02	2.75	3.76	4.27
总资产收益率 ROA	1.30	2.36	3.36	4.05
净资产收益率 ROE	3.18	5.83	7.71	9.01
偿债能力				
流动比率	0.58	0.71	0.82	0.98
速动比率	0.30	0.36	0.45	0.60
现金比率	0.22	0.26	0.33	0.47
资产负债率 (%)	48.49	49.23	45.22	43.96
经营效率				
应收账款周转天数	1.82	3.00	2.63	2.62
存货周转天数	34.69	35.36	34.63	34.89
总资产周转率	1.09	1.06	1.11	1.09
每股指标 (元)				
每股收益	0.14	0.26	0.38	0.48
每股净资产	4.28	4.54	4.91	5.37
每股经营现金流	0.17	0.66	0.87	0.87
每股股利	0.10	0.15	0.16	0.17
估值分析				
PE	35	18	13	10
PB	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.35	6.00	4.96	4.01
股息收益率 (%)	2.11	3.16	3.37	3.58

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	237	671	959	1,140
折旧和摊销	882	921	938	957
营运资金变动	-963	-220	74	-4
经营活动现金流	349	1,348	1,770	1,786
资本开支	-219	-687	-707	-727
投资	-578	5	2	0
投资活动现金流	39	-195	-68	-6
股权募资	0	0	0	0
债务募资	255	-94	-876	50
筹资活动现金流	-546	-562	-1,338	-409
现金净流量	-158	591	365	1,371

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026