

投资评级 优于大市 首次覆盖

山能集团智能化实施平台，华为盘古大模型合作伙伴

股票数据

04月17日收盘价(元)	9.00
52周股价波动(元)	4.44-10.54
总股本/流通A股(百万股)	664/423
总市值/流通市值(百万元)	5978/3810

相关研究
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	20.6	20.0	29.1
相对涨幅(%)	15.8	17.2	28.8

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:

- 背靠山能集团，实施放权经营。**公司是控股股东山能集团（持股比例约36%）旗下专注于信息技术服务和工业智能化应用的上市平台，实践“国有体制、民营机制”管控模式，既能借助山能集团在煤炭、化工、电力等行业的专业技术沉淀和应用场景，同时实施放权经营，充分发挥职业经营团队优势。公司主要业务由下辖北斗天地、山能数科、德通电气和国拓科技四个控股子公司运营，2022年实现营收/归母净利润10.91/0.25亿元，同比+114.7%/42.6%。
- ICT及智能化应用：绑定华为，落地煤矿行业。**控股子公司北斗天地（持股68%）主要从事信息技术服务和工业智能化应用及“北斗+”业务，拥有自主研发跨行业跨领域的鼎云工业互联网平台，并通过与华为的战略合作，结合华为盘古大模型打造集数据+算法+算力+平台一体化的产品（包括AI训练及AI应用平台两部分），实现了从数据标注、模型训练、模型发布、模型部署到业务场景应用的全流程管控，促进煤矿行业降本、增效、提安，并逐步推广到矿山、化工、电力、新能源等领域。2022年，北斗天地实现营收/净利润4.6/0.35亿元，同比+22.2%/-3.9%。
- 智能化洗煤：收购德通，补链增利。**控股子公司德通电气（持股57%）主要从事选煤厂自动化与智能化解决方案及相关配套设备的生产及销售业务，于22年11月完成收购过户。此次收购不仅补齐了选煤厂智能化领域的业务链条，大幅提升公司在智能矿山领域的综合服务能力，同时也能为公司贡献稳定盈利。2022年，德通电气实现营收/净利润2.2/0.52亿元，同比-26%/+23.1%，2022年业绩承诺完成率104%，23/24年承诺净利润为0.51/0.6亿元。
- ERP软件实现山能集团全覆盖，煤气化技术服务成熟稳健。**控股子公司山能数科（持股50%）主要从事ERP实施及运维服务业务，具备集团级SAP全产品链部署、集成、开发和实施能力。目前已实现山能集团系统全覆盖，成功打造山东省属企业首个业财一体化经营管控平台，并入选山东省国资委对标提升“标杆项目”。2022年，山能数科实现营收/净利润2.3/0.32亿元，同比+366%/335%。此外，控股子公司国拓科技（持股90%）主要从事煤气化相关技术的实施许可、技术服务及技术培训等业务，2022年实现营收/净利润0.75/0.13亿元，同比+17.9%/-38%。
- 盈利预测与估值。**我们认为，公司依托山能集团、绑定华为，同时基于自身技术研发优势，有望成为煤矿智能化领域标杆企业，并逐步向矿山、化工、电力、新能源等领域拓展，成长空间大。我们预计公司23-25年归母净利润为0.64/1.25/2.08亿元，22~25年3年CAGR为102%，EPS为0.10/0.19/0.31元，参考可比公司，我们给予2023年1.2~1.4xPEG，对应123~143xPE，对应合理价值区间11.77~13.73元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**技术进展及应用不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	508	1091	1658	2353	3071
(+/-)YoY(%)	-76.5%	114.7%	52.0%	41.9%	30.5%
净利润(百万元)	18	25	64	125	208
(+/-)YoY(%)	-76.2%	42.6%	154.0%	96.8%	65.5%
全面摊薄EPS(元)	0.03	0.04	0.10	0.19	0.31
毛利率(%)	44.0%	31.8%	35.5%	38.2%	41.0%
净资产收益率(%)	3.5%	1.8%	4.4%	8.0%	11.6%

资料来源：公司年报（2021A-2022A），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

我们对公司各业务板块进行分别预测, 预计公司 23-25 年系统集成及设备收入分别为 9.9/13.8/18.0 亿元, 对应毛利率 28%/30%/32%; 技术服务收入 3.7/5.9/8.2 亿元, 对应 50%/55%/60%; ERP 实施及运维服务收入 2.6/3.4/4.1 亿元, 对应毛利率水平 36%/37%/38%。

表 1 分业务盈利预测

		2022	2023E	2024E	2025E
系统集成及设备	收入 (万元)	65918	98877	138428	179956
	YOY	95.50%	50.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	23.77%	28.00%	30.00%	32.00%
技术服务	收入 (万元)	20437	36787	58859	82403
	YOY	297.94%	80.00%	60.00%	40.00%
	毛利率	43.81%	50.00%	55.00%	60.00%
ERP 实施及运维服务	收入 (万元)	18564	25989	33786	40543
	YOY	282.66%	40.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	35.95%	36.00%	37.00%	38.00%
其他	收入 (万元)	4189	4189	4189	4189
	YOY	-41.13%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	81.00%	81.00%	81.00%	81.00%
总计	营业总收入 (万元)	109108	165842	235262	307091
	YOY	114.69%	52.00%	41.86%	30.53%
	毛利率	31.80%	35.47%	38.17%	40.97%

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)	PEG(倍)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2023E	2023E
300275.SZ	梅安森	22.83	0.52	1.44	-	44.0	15.8	-	-	-	-
688420.SH	美腾科技	48.70	1.95	2.62	3.51	24.9	18.6	13.9	18.22	2.67	0.7
688078.SH	龙软科技	48.27	1.69	2.34	2.94	28.6	20.6	16.4	10.34	4.67	0.8
831832.BJ	科达自控	11.89	0.89	1.11	-	13.4	10.7	-	-	-	-
301195.SZ	北路智控	89.43	3.06	4.10	5.27	29.2	21.8	17.0	26.95	3.32	0.9
	平均					28.0	17.5	15.8	18.50	3.55	0.8

资料来源: Wind, 海通证券研究所。

注: 收盘价为 2023 年 4 月 17 日价格, 可比公司 EPS、BPS 为 wind 一致预期。

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	1091	1658	2353	3071
每股收益	0.04	0.10	0.19	0.31	营业成本	744	1070	1455	1813
每股净资产	2.09	2.19	2.37	2.69	毛利率%	31.8%	35.5%	38.2%	41.0%
每股经营现金流	0.17	0.44	0.91	1.53	营业税金及附加	9	13	18	21
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	16	25	31	37
P/E	245.67	96.73	49.14	29.70	营业费用率%	1.5%	1.5%	1.3%	1.2%
P/B	4.44	4.25	3.91	3.45	管理费用	150	232	306	369
P/S	5.65	3.72	2.62	2.01	管理费用率%	13.8%	14.0%	13.0%	12.0%
EV/EBITDA	33.37	21.78	11.29	6.07	EBIT	89	218	403	647
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	4	7	10	13
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
毛利率	31.8%	35.5%	38.2%	41.0%	资产减值损失	-15	-20	-20	-20
净利润率	2.3%	3.8%	5.3%	6.8%	投资收益	1	1	1	1
净资产收益率	1.8%	4.4%	8.0%	11.6%	营业利润	78	187	369	610
资产回报率	1.0%	2.0%	3.0%	3.8%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	4.2%	9.9%	15.7%	20.3%	利润总额	78	187	369	610
盈利增长 (%)					EBITDA	106	242	434	689
营业收入增长率	114.7%	52.0%	41.9%	30.5%	所得税	17	28	55	92
EBIT 增长率	59.8%	144.6%	84.4%	60.7%	有效所得税率%	21.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	42.6%	154.0%	96.8%	65.5%	少数股东损益	36	96	188	311
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	25	64	125	208
资产负债率	34.0%	44.0%	49.6%	51.8%					
流动比率	2.48	1.89	1.66	1.58	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	2.01	1.55	1.37	1.34	货币资金	762	963	1342	2060
现金比率	1.00	0.72	0.67	0.75	应收账款及应收票据	657	953	1221	1420
经营效率指标					存货	269	342	428	487
应收账款周转天数	206.83	200.00	180.00	160.00	其它流动资产	204	268	331	374
存货周转天数	132.07	120.00	110.00	100.00	流动资产合计	1892	2526	3322	4341
总资产周转率	0.44	0.52	0.56	0.56	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	5.12	6.77	7.83	8.10	固定资产	213	245	300	379
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	67	131	260	430
					非流动资产合计	586	682	866	1115
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	2479	3209	4188	5456
净利润	25	64	125	208	短期借款	0	40	40	40
少数股东损益	36	96	188	311	应付票据及应付账款	475	718	1104	1540
非现金支出	46	54	61	71	预收账款	2	3	5	6
非经营收益	-2	0	1	1	其它流动负债	285	572	851	1162
营运资金变动	10	78	229	428	流动负债合计	763	1333	1999	2748
经营活动现金流	116	291	604	1019	长期借款	0	0	0	0
资产	-8	-130	-225	-300	其它长期负债	79	79	79	79
投资	-194	0	0	0	非流动负债合计	79	79	79	79
其他	0	1	1	1	负债总计	842	1413	2079	2827
投资活动现金流	-202	-129	-224	-299	实收资本	664	664	664	664
债权募资	-47	40	0	0	归属于母公司所有者权益	1388	1452	1577	1785
股权募资	862	0	0	0	少数股东权益	249	344	532	844
其他	-91	-1	-2	-2	负债和所有者权益合计	2479	3209	4188	5456
融资活动现金流	724	39	-2	-2					
现金净流量	638	201	378	718					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 17 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,靖远煤电,神火股份,华阳股份,郑煤机,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。