

投资评级 优于大市 维持

22年归母净利大增110%，焦煤市场地位进一步巩固

股票数据

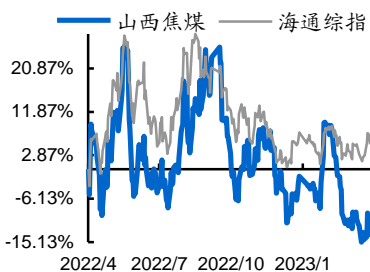
| | |
|---------------|-------------|
| 04月24日收盘价(元) | 10.20 |
| 52周股价波动(元) | 10.12-17.17 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 5203/4097 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 53070/41785 |

相关研究

《异常天气致Q3销量环降，资产注入加速推进》2022.10.18

《业绩靓丽，管理层履新推动改革加速》2022.08.09

《22年盈利有望站上新平台，大比例分红彰显信心》2022.05.03

市场表现


| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | -4.9 | -23.0 | -14.9 |
| 相对涨幅(%) | -3.8 | -21.1 | -10.1 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:李淼

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:

- 22年归母净利同比大增+110%，分红比例64%，23Q1归母净利同比/环比-11%/+2%。**2022年公司营业收入/归母净利651.8/107.2亿元，同比+20.3%/+110.2%。扣非净利93.3亿元，同比+129.1%，非经主要为收购华晋焦煤股权产生确认合并损益12.4亿元。其中22Q4单季归母净利24.3亿元，环比-6.8%。22年公司现金分红比例64%，分红金额占当年可供分配利润的108%，按4月24日收盘价，对应股息率11.8%。23Q1公司营业收入/归母净利147.5/24.7亿元，同比-5.4%/-11.1%，归母净利环比+1.8%。
- 22年煤炭业务售价/成本+37%/+17%，精煤占比持续提升，资产注入完成巩固焦煤市场地位。**1) **产销量:**22年公司原煤产量4385万吨，同比-1.5%；商品煤销量3217万吨，同比-11.2%；其中精煤销量1845万吨，同比-9.4%，精煤占比57.4%，同比+1.1pct，精煤占比连续六年走高。2023年公司计划原煤产量4205万吨，较22年产量-4.1%；计划精煤产量1850万吨，较22年产量+0.3%。2) **售价:**22年公司销售均价1271元/吨，同比+36.9%，其中精煤均价1708元/吨，同比+42.5%。3) **成本和盈利:**22年煤炭平均销售成本425元/吨，同比+16.5%，毛利278.2亿元，同比+31.1%；毛利率67.0%，同比+5.4pct。4) **资产注入:**2022年，公司收购华晋焦煤沙曲一、二矿、吉宁煤业和明珠煤业4座煤矿，增加煤炭资源储量22.85亿吨，进一步巩固焦煤市场地位，此外沙曲一、二矿产量增量可期，有望进一步贡献业绩。
- 23年关停焦化一厂、焦化业务有望减亏，电热业务有望扭亏为盈。**1) **焦炭:**22年公司焦炭产/销量410/419万吨，同比-1.2%/+1.7%，综合售价/成本3049/3142元/吨，同比+20.1%/+30.6%。22年焦化子公司实现净利润/归母净利-7.5/-7.8亿，21年净利润/归母净利0.7/0.4亿；23年3月公司关停西山煤气化(22年净利润-8.1亿)下属焦化一厂，有望实现焦炭业务减亏、优化公司业务结构。2) **电热:**22年公司发/售电量215/200亿千瓦时，同比+3.9%/+3.6%，实现收入/成本72.1/73.6亿元，22年发电子公司实现净利润/归母净利-4.9/-4.5亿，21年净利润/归母净利-21.2/-19.1亿。我们认为23年随着煤价逐渐落入合理区间，电热业务有望扭亏为盈。
- 平台优势不断放大，持续降低融资成本。**2022年公司成功发行20亿元公司债，3.18%的票面利率创山西省同期信用类债券和煤炭行业主体同期限债券的市场最低利率，年节省财务费用约3000万元；22年带息负债压降38亿元，综合融资成本较22年初降低31bp，节约财务费用2.6亿元。
- 盈利预测与估值。**我们认为，随着资产注入顺利完成，公司焦煤市场地位进一步巩固。我们预计公司23-25年归母净利为108.3/114.94/116.13亿元，EPS为2.08/2.21/2.23元，参考可比公司，给予公司一定龙头溢价，2023年8-9倍PE，对应合理价值区间16.65~18.73元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**需求大幅下滑、澳煤进口限制政策延续存在不确定性。

主要财务数据及预测

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 54170 | 65183 | 61515 | 62645 | 61752 |
| (+/-)YoY(%) | 60.5% | 20.3% | -5.6% | 1.8% | -1.4% |
| 净利润(百万元) | 5102 | 10722 | 10830 | 11494 | 11613 |
| (+/-)YoY(%) | 160.8% | 110.2% | 1.0% | 6.1% | 1.0% |
| 全面摊薄EPS(元) | 0.98 | 2.06 | 2.08 | 2.21 | 2.23 |
| 毛利率(%) | 34.7% | 42.2% | 43.4% | 45.3% | 45.9% |
| 净资产收益率(%) | 19.7% | 32.5% | 29.4% | 28.1% | 25.9% |

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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 分业务盈利预测

| | | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|------------|---------|---------|--------|--------|
| 煤炭 | 销量 (万吨) | 3217 | 3450 | 3750 | 3775 |
| | YOY | -11.18% | 7.24% | 8.70% | 0.67% |
| | 售价 (元/吨) | 1271 | 1124 | 1083 | 1068 |
| | YOY | 36.87% | -11.60% | -3.66% | -1.38% |
| | 收入 (亿元) | 409.0 | 387.7 | 406.0 | 403.1 |
| | YOY | 21.56% | -5.19% | 4.72% | -0.72% |
| | 毛利率 | 66.56% | 64.41% | 63.98% | 63.48% |
| 焦炭 | 销量 (万吨) | 419 | 400 | 400 | 400 |
| | YOY | 1.70% | -4.53% | 0.00% | 0.00% |
| | 售价 (元/吨) | 3049 | 2875 | 2700 | 2550 |
| | YOY | 20.10% | -5.72% | -6.09% | -5.56% |
| | 收入 (亿元) | 127.8 | 115.0 | 108.0 | 102.0 |
| | YOY | 22.14% | -9.99% | -6.09% | -5.56% |
| | 毛利率 | -3.05% | 5.50% | 6.67% | 7.84% |
| 电力热力 | 售电量 (亿千瓦时) | 200 | 195.3 | 195.3 | 195.3 |
| | YOY | 3.63% | -2.35% | 0.00% | 0.00% |
| | 电价 (元/千瓦时) | 0.361 | 0.361 | 0.361 | 0.361 |
| | YOY | 17.45% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | 收入 (亿元) | 72.1 | 70.4 | 70.4 | 70.4 |
| | YOY | 21.71% | -2.35% | 0.00% | 0.00% |
| | 毛利率 | -2.08% | 4.46% | 12.59% | 16.65% |
| 其他 | 收入 (亿元) | 43.0 | 42.0 | 42.0 | 42.0 |
| | YOY | 3.79% | -2.28% | 0.00% | 0.00% |
| | 毛利率 | 19.23% | 19.05% | 19.05% | 19.05% |
| 总计 | 营业总收入 (亿元) | 651.8 | 615.2 | 626.4 | 617.5 |
| | YOY | 20.33% | -5.63% | 1.84% | -1.43% |
| | 毛利率 | 42.20% | 43.43% | 45.31% | 45.92% |

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 | | |
| 焦煤公司 | | | | | | | | | | | | |
| 601699.SH | 潞安环能 | 18.98 | 4.96 | 5.06 | - | 3.8 | 3.8 | - | 19.82 | 0.96 | | |
| 600985.SH | 淮北矿业 | 13.20 | 3.01 | 3.26 | 3.33 | 4.4 | 4.0 | 4.0 | 15.50 | 0.85 | | |
| 000937.SZ | 冀中能源 | 7.36 | 1.69 | 1.53 | - | 4.4 | 4.8 | - | 6.70 | 1.10 | | |
| 601666.SH | 平煤股份 | 9.99 | 2.62 | 2.76 | 2.94 | 3.8 | 3.6 | 3.4 | 11.02 | 0.91 | | |
| 600395.SH | 盘江股份 | 6.74 | 0.96 | 1.08 | 1.10 | 7.0 | 6.3 | 6.1 | 5.98 | 1.13 | | |
| | 平均 | | | | | 4.7 | 4.5 | 4.5 | | 0.99 | | |
| 焦炭公司 | | | | | | | | | | | | |
| 600997.SH | 开滦股份 | 7.00 | 1.19 | 1.28 | 1.35 | 5.9 | 5.4 | 5.2 | 9.33 | 0.75 | | |
| 600740.SH | 山西焦化 | 5.46 | 1.38 | 1.58 | - | 4.0 | 3.5 | - | - | - | | |
| 603113.SH | 金能科技 | 9.15 | 1.08 | 1.57 | 1.85 | 8.5 | 5.8 | 4.9 | 11.05 | 0.83 | | |
| | 平均 | | | | | 6.1 | 4.9 | 5.1 | | 0.79 | | |

注: 收盘价为 2023 年 4 月 24 日价格, 可比公司 EPS、BPS 为 wind 一致预期; 因陕西黑猫缺失 wind 一致预测值, 从可比公司估值表中删去。

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 | 65183 | 61515 | 62645 | 61752 |
| 每股收益 | 2.06 | 2.08 | 2.21 | 2.23 | 营业成本 | 37677 | 34796 | 34261 | 33392 |
| 每股净资产 | 6.35 | 7.08 | 7.85 | 8.63 | 毛利率% | 42.2% | 43.4% | 45.3% | 45.9% |
| 每股经营现金流 | 3.25 | 2.98 | 3.64 | 3.62 | 营业税金及附加 | 3385 | 3137 | 3195 | 3149 |
| 每股股利 | 0.10 | 1.72 | 1.82 | 1.84 | 营业税金率% | 5.2% | 5.1% | 5.1% | 5.1% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 415 | 369 | 376 | 371 |
| P/E | 4.95 | 4.90 | 4.62 | 4.57 | 营业费用率% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% |
| P/B | 1.61 | 1.44 | 1.30 | 1.18 | 管理费用 | 3543 | 3260 | 3320 | 3273 |
| P/S | 0.64 | 0.68 | 0.67 | 0.68 | 管理费用率% | 5.4% | 5.3% | 5.3% | 5.3% |
| EV/EBITDA | 1.92 | 1.51 | 0.99 | 0.59 | EBIT | 18940 | 18907 | 20428 | 20517 |
| 股息率% | 1.0% | 16.8% | 17.9% | 18.1% | 财务费用 | 1156 | 1107 | 1129 | 1115 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | 1.8% | 1.8% | 1.8% | 1.8% |
| 毛利率 | 42.2% | 43.4% | 45.3% | 45.9% | 资产减值损失 | -270 | -300 | -200 | -100 |
| 净利润率 | 16.4% | 17.6% | 18.3% | 18.8% | 投资收益 | 347 | 350 | 350 | 350 |
| 净资产收益率 | 32.5% | 29.4% | 28.1% | 25.9% | 营业利润 | 18008 | 18049 | 19649 | 19852 |
| 资产回报率 | 11.2% | 10.9% | 10.8% | 10.2% | 营业外收支 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 投资回报率 | 24.4% | 22.9% | 22.4% | 20.6% | 利润总额 | 18004 | 18049 | 19649 | 19852 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 22950 | 21129 | 22711 | 22861 |
| 营业收入增长率 | 20.3% | -5.6% | 1.8% | -1.4% | 所得税 | 4770 | 4512 | 4912 | 4963 |
| EBIT 增长率 | 65.0% | -0.2% | 8.0% | 0.4% | 有效所得税率% | 26.5% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 净利润增长率 | 110.2% | 1.0% | 6.1% | 1.0% | 少数股东损益 | 2512 | 2707 | 3242 | 3276 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 10722 | 10830 | 11494 | 11613 |
| 资产负债率 | 55.0% | 50.1% | 46.8% | 43.7% | | | | | |
| 流动比率 | 0.92 | 1.10 | 1.31 | 1.52 | 资产负债表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 速动比率 | 0.83 | 1.02 | 1.25 | 1.47 | 货币资金 | 17591 | 22377 | 30672 | 38792 |
| 现金比率 | 0.60 | 0.80 | 1.05 | 1.30 | 应收账款及应收票据 | 3685 | 3034 | 2574 | 2030 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 2192 | 1907 | 1690 | 1464 |
| 应收帐款周转天数 | 20.63 | 18.00 | 15.00 | 12.00 | 其它流动资产 | 3379 | 3281 | 3266 | 3241 |
| 存货周转天数 | 21.24 | 20.00 | 18.00 | 16.00 | 流动资产合计 | 26847 | 30598 | 38201 | 45527 |
| 总资产周转率 | 0.68 | 0.62 | 0.59 | 0.54 | 长期股权投资 | 3687 | 3687 | 3687 | 3687 |
| 固定资产周转率 | 1.73 | 1.63 | 1.66 | 1.64 | 固定资产 | 37740 | 37758 | 37768 | 37719 |
| | | | | | 在建工程 | 3280 | 3380 | 3480 | 3580 |
| | | | | | 无形资产 | 21664 | 21424 | 21181 | 20935 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 68891 | 68752 | 68618 | 68424 |
| 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 资产总计 | 95738 | 99350 | 106820 | 113951 |
| 净利润 | 10722 | 10830 | 11494 | 11613 | 短期借款 | 1726 | 1726 | 1726 | 1726 |
| 少数股东损益 | 2512 | 2707 | 3242 | 3276 | 应付票据及应付账款 | 14802 | 13823 | 14643 | 15278 |
| 非现金支出 | 4313 | 2522 | 2483 | 2444 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经营收益 | 1039 | 33 | -17 | -57 | 其它流动负债 | 12778 | 12341 | 12726 | 12882 |
| 营运资金变动 | -1670 | -581 | 1746 | 1536 | 流动负债合计 | 29306 | 27890 | 29095 | 29887 |
| 经营活动现金流 | 16915 | 15511 | 18949 | 18813 | 长期借款 | 6791 | 5791 | 4791 | 3791 |
| 资产 | -1812 | -2183 | -2200 | -2200 | 其它长期负债 | 16553 | 16083 | 16083 | 16083 |
| 投资 | -249 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 23344 | 21874 | 20874 | 19874 |
| 其他 | 297 | 350 | 350 | 350 | 负债总计 | 52651 | 49765 | 49970 | 49761 |
| 投资活动现金流 | -1765 | -1833 | -1850 | -1850 | 实收资本 | 4097 | 4097 | 4097 | 4097 |
| 债权募资 | 4424 | -1000 | -1000 | -1000 | 归属于母公司所有者权益 | 33040 | 36830 | 40853 | 44918 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 10047 | 12755 | 15997 | 19272 |
| 其他 | -13410 | -7892 | -7805 | -7842 | 负债和所有者权益合计 | 95738 | 99350 | 106820 | 113951 |
| 融资活动现金流 | -8987 | -8892 | -8805 | -8842 | | | | | |
| 现金净流量 | 6164 | 4786 | 8295 | 8121 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 24 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。