

➤ **事件:** 2023年1月19日, 公司发布业绩预告, 预计2022年度实现归属于母公司所有者的净利润为19.6亿元~23.5亿元, 与上年同期相比, 将增加约7.88亿元~约11.78亿元, 同比增加67.18%~100.44%。归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为19.0亿元~22.9亿元, 与上年同期相比, 将增加约5.28亿元~9.18亿元, 同比增加38.47%~66.89%。

➤ **公司煤炭销售价量齐升为2022年业绩增长主要原因。** 据公告, 公司业绩预增的主要原因为煤炭价格上涨, 公司商品煤产销量有所增加。2022年, 公司完成煤炭产量1169.02万吨, 同比增长11.06%; 煤炭销量1276.02万吨, 同比增长13.81%, 其中自产煤炭销量1171.36万吨, 同比增长12.78%。据公告测算, 2022年公司煤炭综合售价905.38元/吨, 同比提升8.09%; 吨煤毛利363.29元/吨, 同比提升28.63%; 毛利率为40.13%, 较2021年抬升6.40个百分点。

➤ **22Q4 公司业绩有所下滑, 煤炭产销量稳步增长。** 据公告测算, 1) 预计公司22Q4实现归属于母公司所有者的净利润为3.02亿元~6.92亿元, 同比-18.82%~+86.02%, 环比-27.05%~+67.15%。2) 22Q4, 公司完成煤炭产量306.24万吨, 同比增长2.53%, 环比增长0.91%; 煤炭销量334.94万吨, 同比增长6.47%, 环比增长3.44%, 其中自产煤炭销量306.23万吨, 同比增长6.43%, 环比增长2.78%。22Q4公司煤炭综合售价804.38元/吨, 同比下降26.30%, 环比下降4.89%; 吨煤成本557.04元/吨, 同比下降23.59%, 环比增长9.24%; 吨煤毛利247.35元/吨, 同比下降31.75%, 环比下降26.34%; 毛利率为30.75%, 同比下降2.46个百分点, 环比下降8.96个百分点。

➤ **产能持续扩张, 煤电联营提供未来成长空间。** 1) 公司90万吨/年发耳二矿西井一期项目即将进入联合试运转, 2023年产能有望增长, 叠加焦煤下游需求修复, 综合售价将持续提升。2) 产业链延伸促进煤电联营协同发展, 盘江新光电厂(2×66万千瓦燃煤发电)预计24H1建成投产, 盘江普定电厂(2×66万千瓦燃煤发电)也已正式开工。3) 转型光伏, 开展“风光火储”多能互补一体化项目, 规划电源规模612万千瓦, 提供未来成长空间。

➤ **投资建议:** 公司为贵州省煤炭龙头, 煤炭资源储量丰富, 资源禀赋优异。我们预计2022-2024年公司归母净利为21.99/25.31/27.30亿元, 对应EPS分别为1.02/1.18/1.27元/股, 对应2023年2月1日收盘价的PE分别为7/6/6倍。首次覆盖, 给予“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示:** 1) 煤炭价格波动的风险。2) 项目进度不及预期的风险。

**谨慎推荐**
**首次评级**
**当前价格:**
**7.10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: lihng@mszq.com

**盈利预测与财务指标**

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9726	11886	13911	15908
增长率(%)	48.2	22.2	17.0	14.4
归属母公司股东净利润(百万元)	1172	2199	2531	2730
增长率(%)	35.3	87.5	15.1	7.8
每股收益(元)	0.55	1.02	1.18	1.27
PE	13	7	6	6
PB	2.2	1.3	1.2	1.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2023年2月1日收盘价)

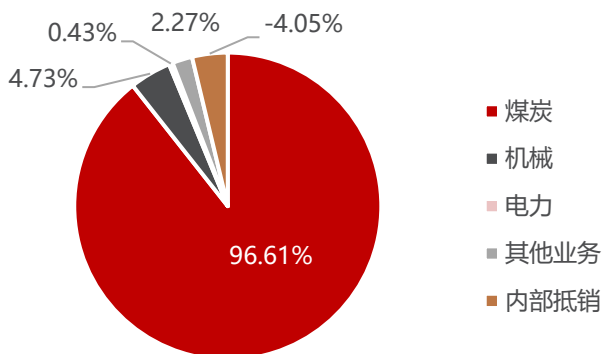
# 目录

<b>1 业绩大幅增长，四季度稳中有升</b>	<b>3</b>
<b>2 产能扩张叠加焦煤需求修复，盈利能力稳定释放</b>	<b>4</b>
2.1 公司煤炭产能规模处于扩张期	4
2.2 焦煤下游需求有望修复，公司区域优势显著	6
2.3 营业成本或将进一步提升	9
<b>3 发展煤电一体化，积极布局“风光火储”项目</b>	<b>10</b>
3.1 采取煤电一体化实现煤电联营	10
3.2 积极开展“风光火储”多能互补一体化项目	11
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>11</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分	11
4.2 估值分析	12
<b>5 风险提示</b>	<b>13</b>
<b>插图目录</b>	<b>15</b>
<b>表格目录</b>	<b>15</b>

## 1 业绩大幅增长，四季度稳中有升

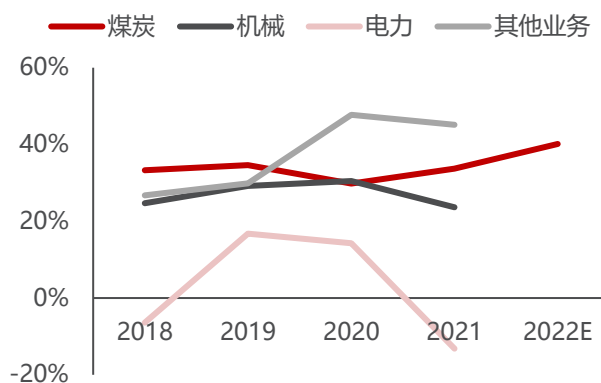
公司主营煤炭业务，煤炭板块毛利率持续提升。公司主营煤炭、机械、电力业务，其中煤炭板块 2021 年营收占比高达 96.61%。2021 年以来，煤炭价格大幅增长并维持高位运行，公司煤炭板块毛利率持续上行，2022 年有望继续抬升 6.43 个百分点；电力板块毛利率波幅较大，2021 年大幅下降原因主要是燃料煤价格上涨导致成本承压，毛利率由 2020 年的 14.30% 降至 -13.19%。

图1：2021 年公司主营业务构成



资料来源：wind，民生证券研究院

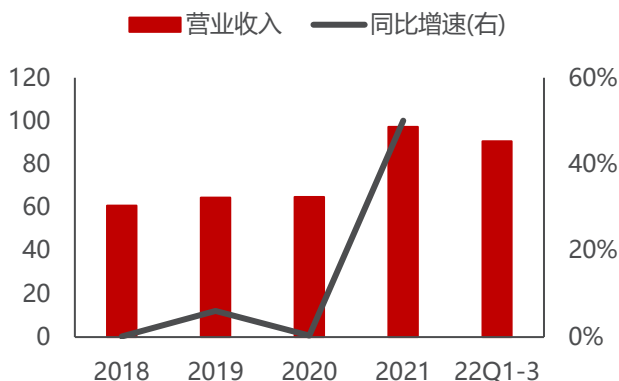
图2：2018-2022E 年公司业务毛利率



注：煤炭 2022 年毛利率根据业绩预增公告测算得出。  
资料来源：wind，民生证券研究院

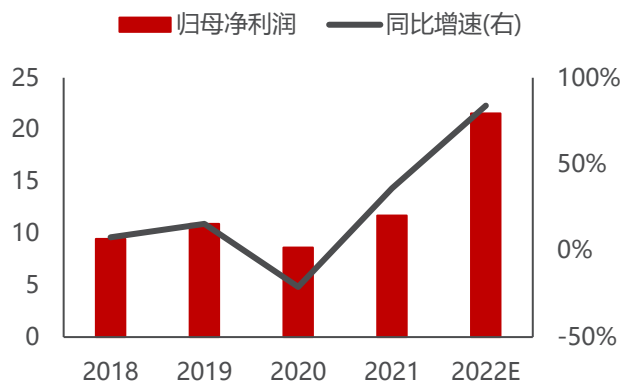
营收和利润大幅增长，22Q4 业绩表现稳中有升。据 Wind 数据，2022 年秦皇岛 Q5500 动力煤均价为 1266 元/吨，较 2021 年增长 24.6%，受益于煤价高位运行，公司业绩持续提升。根据公司业绩预告及测算，2022 年度实现归母净利润 19.6 亿元~23.5 亿元，同比增长 67.18%~100.44%；22Q4 实现归母净利润 3.02 亿元~6.92 亿元，同比-18.82%~+86.02%，环比-27.05%~+67.15%。据公告，公司业绩预增的主要原因为煤炭价格上涨，公司商品煤产销量有所增加。

图3：2018-2022Q1-3 营业收入(亿元)及增速



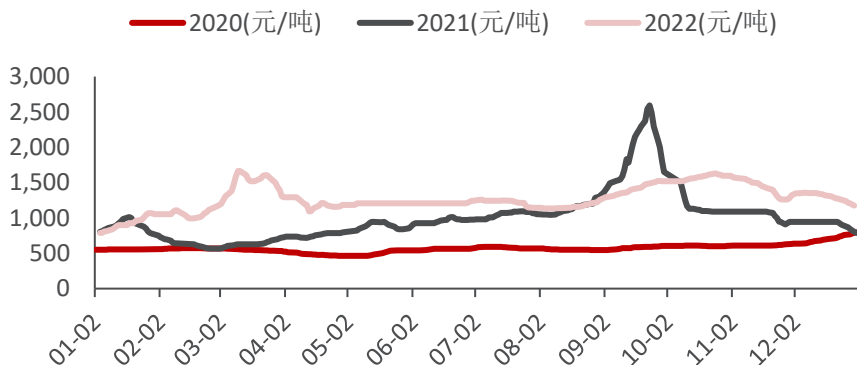
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2018-2022E 净利润(亿元)及增速



注：2022E 数据为业绩预告公告归母净利润区间中位数。  
资料来源：wind，民生证券研究院

图5: 秦港动力煤 Q5500 价格



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 2 产能扩张叠加焦煤需求修复, 盈利能力稳定释放

### 2.1 公司煤炭产能规模处于扩张期

截至 2022 年末, 公司核定产能 2310 万吨/年。公司现拥有 10 座矿井, 其中 9 座为在产矿井, 合计年产能 2220 万吨, 90 万吨/年的发耳二矿西井一期即将进入联合试运转, 届时公司核定产能(含代管松河煤矿)将达到 2310 万吨/年。到 2025 年, 公司在建产能主要包括杨山煤矿兼并重组纳木煤矿技改项目(120 万吨/年)、马依西一井项目(240 万吨/年)和发耳二矿西井一期(90 万吨/年)项目, 该部分产能释放后, 公司产能将增至 2520 万吨/年, 发展后劲进一步增强。

表1: 公司产能情况(截至 2022 年末)

矿井名称	煤种	地质储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	持股比例	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	核定产能 2025E
火铺矿	焦煤、肥煤、气煤	4.19	3.25	100.00%	285	285	285
月亮田矿	1/3 焦煤、肥煤、气煤、气肥煤	3.46	2.4	100.00%	180	180	180
山脚树矿	1/3 焦煤、肥煤、气煤	4.9	3.06	100.00%	310	310	310
土城矿	焦煤、肥煤、气煤、气肥煤	4.27	2.73	100.00%	400	400	400
金佳矿	无烟煤、贫煤、瘦煤	5.04	3.25	100.00%	255	255	255
响水矿	瘦煤、焦煤、贫煤	11.95	3.87	54.90%	400	220	400
杨山煤矿	焦煤、瘦煤、贫煤、瘦贫煤	3.68	2.64	86.00%	30	26	120
马依西一井	无烟煤、贫煤、瘦煤、贫瘦煤	32.52	13.6	73.51%	120	88	240
发耳二矿西井	贫煤、贫瘦煤、瘦煤、焦煤	11.42	4.69	90.00%	90	81	90
松河煤矿(代管)	焦煤、肥煤	5.49	3.2	35.00%	240	84	240
<b>合计</b>		<b>86.92</b>	<b>42.69</b>	<b>8.3941</b>	<b>2310</b>	<b>1929</b>	<b>2520</b>

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**公司在建项目进展顺利。**1) 首黔公司杨山煤矿技改项目有序推进, 预计 2025 年进入联合试运转。2) 马依公司马依西一井项目于 2018 年 12 月正式开工建设, 2019 年 8 月取得采矿权许可证, 其中一采区 (120 万吨/年) 已于 2022 年 6 月进入联合试运转, 二采区 (120 万吨/年) 预计 2024 年底进入联合试运转。3) 恒普公司发耳二矿西井一期 2018 年 1 月取得采矿权许可证, 2018 年 4 月正式开工建设, 公司在互动平台表示, 该矿井预计 2022 年 12 月底进入联合试运转; 发耳二矿西井二期项目 (150 万吨/年) 于 2019 年 12 月, 获得国家能源局核准批复。

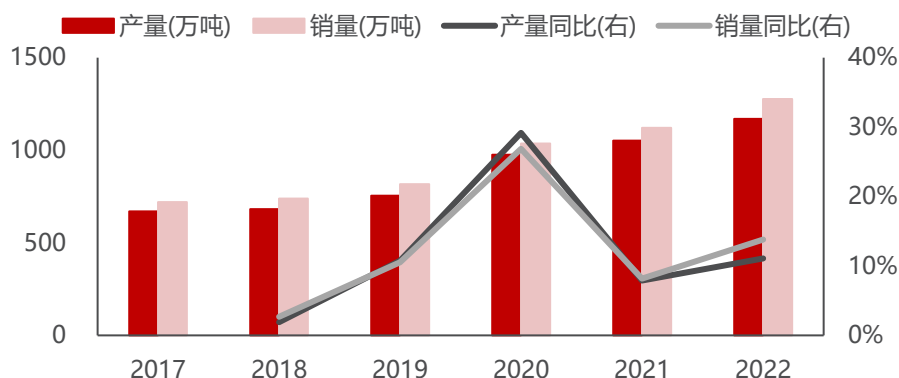
**表2: 公司技改扩建及在建矿井产能情况**

矿井名称	现有产能	规划产能	投产时间
首黔公司	30 万吨/年	杨山煤矿现有产能 30 万吨/年, 技改项目于 2020 年开工建设, 兼并重组纳木煤矿 90 万吨/年产能后, 年产规模将达到 120 万吨/年	预计 2025 年进入联合试运转
马依公司	120 万吨/年	矿井建设规模为 1080 万吨/年, 分两期建设, 一期工程 480 万吨/年, 马依西一井和马依东一井各 240 万吨/年; 二期工程 600 万吨/年, 马依西一井和马依东一井各 300 万吨/年	马依西一井一采区(120 万吨/年)已于 2022.06 进入联合试运转, 二采区(120 万吨/年)预计 2024 年底进入联合试运转
恒普公司	/	矿井建设规模为 420 万吨/年, 发耳二矿西井 240 万吨/年、发耳二矿东井 180 万吨/年, 先期开发发耳二矿西井, 其中一期工程建设规模 90 万吨/年, 二期工程建设规模 150 万吨/年	发耳二矿西井一期(90 万吨/年)预计 2022 年 12 月底进入联合试运转

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

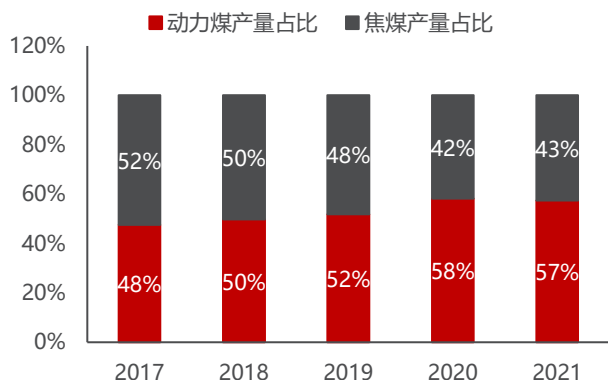
**公司产销量持续增长, 预计新矿井投产有望持续贡献增量。**近年来公司产销量持续增长, 2020-2022 年产量达到 975.56/1052.58/1169.02 万吨, 同比增速为 29.17%/7.89%/11.06%; 销量达到 1036.26/1121.21/1276.02 万吨, 同比增速为 26.86%/8.20%/13.81%。产品结构方面, 公司动力煤产销占比逐年提升。考虑到公司下属产能有多个在建拟建矿井, 现有规划增量产能 1470 万吨, 具备较大增产空间, 我们预计伴随新建矿井不断投产, 公司产量有望持续增长。

**图6: 公司 2017-2022 年产销量持续增长**

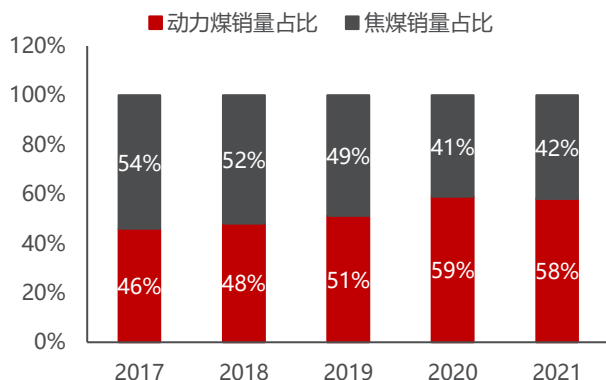


注: 为拆分煤种结构, 2019 年采用追溯调整前数据。

资料来源: wind, 民生证券研究院

**图7：2017-2021 年公司煤炭产量结构**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图8：2017-2021 年公司煤炭销量结构**


资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.2 焦煤下游需求有望修复，公司区域优势显著

### 2.2.1 地产链有望复苏

地产连续迎来“三支箭”，复苏预期渐起。2022年11月，信贷、债券和股权三个融资渠道“三箭齐发”，房地产政策持续优化。长期来看，随着房地产调控政策稳步推进，同时保障性住房和长租房市场持续发展，房地产开发企业发展将更加稳健，房地产行业正在向着集约、高效、长期、健康、稳定的方向发展 and 转变。同时，随着防疫管控的逐步放开，有利于工程进度加快，建材公司销售及物流状况有望恢复，建材需求有望回暖。

**表3：房地产融资“三支箭”齐发**

项目	支持方向	政策	主要内容
“第一支箭”	信贷融资	关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知（金融16条）	1.稳定房地产开发贷款投放；2.支持个人住房贷款合理需求；3.稳定建筑企业信贷投放；4.支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期；5.保持债券融资基本稳定；6.保持信托等资管产品融资稳定；7.支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款；8.鼓励金融机构提供配套融资支持；9.做好房地产项目并购金融支持；10.积极探索市场化支持方式；11.鼓励依法自主协商延期还本付息；12.切实保护延期贷款的个人征信权益；13.延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排；14.阶段性优化房地产项目并购融资政策；15.优化住房租赁信贷服务；16.拓宽住房租赁市场多元化融资渠道。
“第二支箭”	债券融资	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资；预计可支持约2500亿元民营企业债券融资。
“第三支箭”	股权融资	在股权融资方面调整优化5项措施	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用。

资料来源：人民银行网站，交易商协会，证监会，民生证券研究院

**展望2023年**，地产方面，低迷的新开工或仍对一段时间内房地产用钢需求造



成一定冲击,但伴随着“三支箭”齐发,房企融资环境改善的拐点确认,房地产正在度过其最差的时期,未来的需求复苏仍然值得期待;基建方面仍以稳为主,继续支撑钢材需求;制造业方面,随着企业库存不断降低,伴随着需求回暖,企业利润改善,主动去库存将逐步向主动补库存阶段过渡,进而支撑钢铁需求。2022年12月,中央经济工作会议再度强调,2023年的经济工作仍然以“稳字当头、稳中求进”以应对尚不牢固的经济恢复基础,以及需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力。随着稳增长政策的推进以及疫情影响的消退,2023年钢材需求边际改善预期增强。同时考虑到钢铁行业碳达峰时间延后,我们预计2023年钢铁产量有望小幅回升。

## 2.2.2 焦煤供需缺口有望扩大,公司综合售价或将提升

由于2022年末出台了一系列的地产相关政策,因此,对于政策落地的情况我们做出乐观与中性两种假设,预计2023年,中性假设下焦煤略有过剩1084万吨,但在乐观假设下,焦煤将出现缺口763万吨。

表4: 中性假设下炼焦煤供需平衡表

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
产量(万吨)	45406	48060	48510	48991	49367	49976	50768
YoY		5.8%	0.9%	1.0%	0.8%	1.2%	1.6%
进口量	6532	7466	7256	5470	6259	7759	7800
出口量	108	140	87.4	9.2	30	30	30
总供给(万吨)	51830	55386	55679	54452	55595	57704	58538
生铁产量(万吨)	77105	80937	88752	86857	86734	88468	88468
YoY		5.0%	9.7%	-2.1%	0.7%	2.0%	0.0%
炼焦用煤量	51952	55204	55771	54720	55423	56620	57328
供给-需求	-122	182	-92	-268	172	1084	1210

注:炼焦煤的供给增加主要来自于进口量的增长以及新建产能的投产,我们预计进口的增加主要来自于蒙古运力的恢复以及俄罗斯煤的增加。  
资料来源:煤炭资源网,民生证券研究院预测

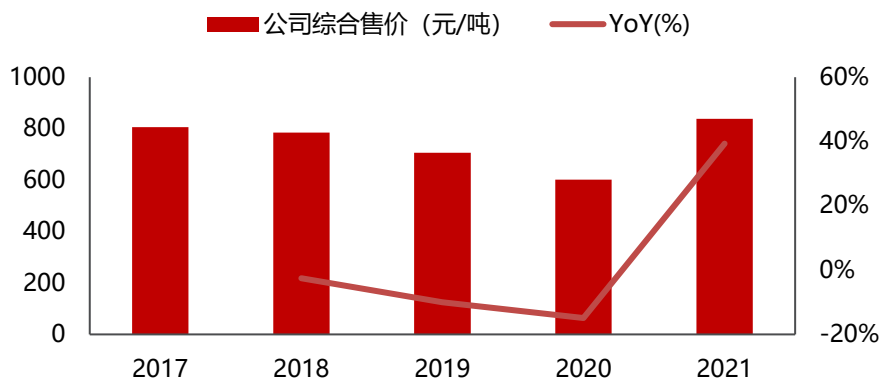
表5: 乐观假设下的炼焦煤供需平衡

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
产量(万吨)	45406	48060	48510	48991	49367	49976	50768
YoY		5.8%	0.9%	1.0%	0.8%	1.2%	1.6%
进口量	6532	7466	7256	5470	6259	7759	7800
出口量	108	140	87	9	30	30	30
总供给(万吨)	51830	55386	55679	54452	55595	57704	58538
生铁产量(万吨)	77105	80937	88752	86857	86734	91071	93803
YoY		5.0%	9.7%	-2.1%	0.7%	5.0%	3.0%
炼焦用煤量	51952	55204	55771	54542	55510	58467	60784
供给-需求	-122	182	-92	-90	86	-763	-2246

资料来源:煤炭资源网,民生证券研究院预测

**下游供需缺口或将扩大，公司综合售价有望提升。**随着地产相关政策逐步落地，乐观假设下，炼焦煤有望于 2023 年形成较大的供需缺口。从 2017 年至 2021 年，公司综合售价先跌后涨，2021 年迎来了大幅反弹，综合售价为 837.58 元/吨，同比增长约 39%，其主要原因是精煤平均售价增长约 613 元/吨，同比增长约 57%，而混煤和原煤平均售价有所降低。随着下游供需缺口扩大，公司整体售价有望提升。

**图9：公司综合售价大幅反弹**



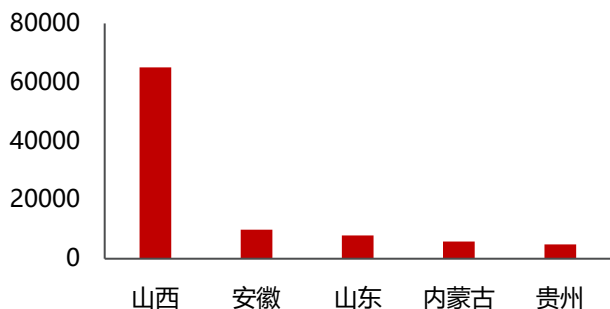
资料来源：公司年报，民生证券研究院

### 2.2.3 区域资源紧缺，公司优势显著

**西南区域炼焦煤资源相对紧缺，公司炼焦煤储量占据贵州半壁江山。**据煤炭资源网统计，截至 2022 年 11 月，全国炼焦烟煤产量达约 12.05 亿吨，其中西南区域（贵州、云南、四川）共 8224.9 万吨，占据全国炼焦煤产量的 6.8%，而贵州炼焦烟煤产量为 4887.4 万吨，位居全国第五。根据卓创资讯数据统计，从产能布局来看，2022 年西南区域炼焦煤产能占全国 2.69%，相对其他地区炼焦煤资源紧缺。作为国家重点开发矿区之一，公司矿区煤炭资源储量丰富，截至 2020 年底，获得总资源量 324.7 亿吨，探明总资源量 192.5 亿吨，保有储量 186.3 亿吨，炼焦煤储量占贵州省炼焦煤总储量的 47.97%。贵州省周边均为缺煤省份，西南仅贵州为煤炭净调出省，公司作为西南地区最大的煤炭生产企业，承担着西南地区煤炭供应任务。西南地区区域市场进入壁垒高，一是运输距离较远，物流成本较高，煤炭产品缺乏竞争优势；二是北煤南下需要协调沿线几个铁路局，协调难度较大。公司市场需求稳定，除了承担区域能源供应保障任务，还与周边的攀钢、柳钢、昆钢等钢厂建立了长期稳定的合作伙伴关系，因此公司具有显著的区域优势。

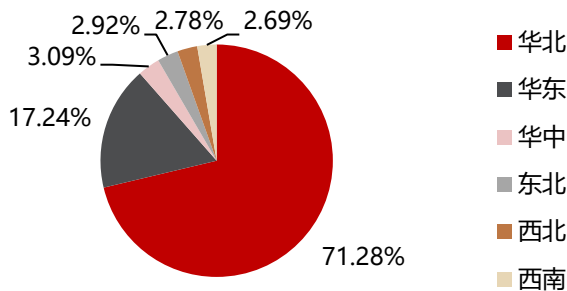


图10: 全国炼焦烟煤产量前五省份 (万吨)



资料来源: 煤炭资源网, 民生证券研究院; 数据截至 2022 年 11 月

图11: 2022 年全国炼焦烟煤产能区域分布



资料来源: 卓创资讯, 民生证券研究院

## 2.3 营业成本或将进一步提升

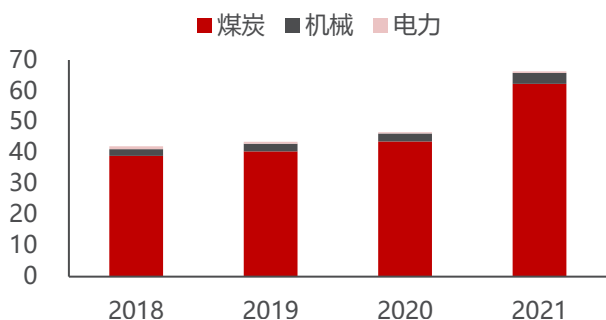
**材料费成本占比有所提升, 营业成本或进一步上涨。**公司主营煤炭行业, 从 2018 年至 2021 年, 单吨自产煤成本先降后涨。2021 年煤炭营业成本为 62.29 亿元, 同比上涨约 43%, 单吨自产煤成本涨至 508.46 元/吨, 同比上涨约 29%; 单吨外购煤涨至 2422.97 元/吨, 同比上涨约 57%。从成本构成来看, 2021 年材料费单吨煤成本为 85.69 元/吨, 同比上涨约 54%, 材料费成本占比涨至 14.29%, 主要是大宗物资价格上涨、公司所属矿井进行智能化改造、进尺和商品煤产量增加导致材料配件投入增加所致。随着未来公司商品煤产量逐步增加以及原材料成本上涨, 煤炭营业成本或将进一步上涨。

表6: 单吨煤成本拆分 (元/吨)

行业	成本构成项目	2018	2019	2020	2021
自产煤	材料费	70.37	60.14	55.55	85.69
	职工薪酬	260.23	245.78	215.42	218.11
	电力	44.19	36.25	29.86	30.99
	提取的井巷工程费	3.22	3.01	2.93	3.33
	提取的维简费	10.31	9.63	9.38	10.66
	地塌费	7.18	12.59	3.42	42.70
	提取的安全费	51.53	48.15	46.92	53.32
	其他支出	30.88	33.07	31.30	63.65
	合计	477.91	448.61	394.78	508.46
外购煤	精煤	1326.01	1348.13	1180.11	2160.36
	混煤	291.52	394.33	363.59	262.61
	原煤	92.46	235.50	-	-
	合计	1709.99	1977.96	1543.70	2422.97

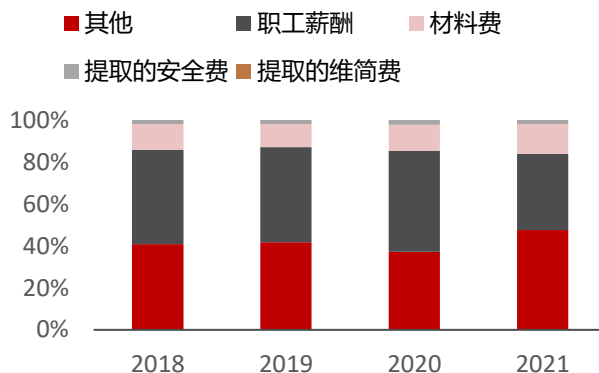
资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

图12: 分行业营业成本 (亿元)



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

图13: 煤炭成本构成占比 (%)



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

### 3 发展煤电一体化, 积极布局“风光火储”项目

#### 3.1 采取煤电一体化实现煤电联营

为了进一步发挥公司煤炭资源优势, 公司积极拓展煤炭下游产业链, 促进煤电联营协同发展。公司分别于 2020 年和 2022 年设立盘江新光发电公司和盘江普定发电公司, 开展盘江新光 2×66 万千瓦燃煤发电项目和盘江普定 2×66 万千瓦燃煤发电项目, 分别总投资额为 52.1 亿元和 55.37 亿元, 建设 2×66 万千瓦高效二次再热超超临界燃煤发电机组, 实现年供电量 5092700MW·h。由于国家能源局出台《关于开展全国煤电机组改造升级的通知》, 指出: 除特定需求外, 原则上采用超超临界、且供电煤耗低于 270 克标准煤/千瓦时的机组, 因此公司追加投资优化设计, 使设计供电煤耗从 280.11 克标准煤/千瓦时降至 269.88 克标准煤/千瓦时。盘江新光 2×66 万千瓦燃煤发电项目预计于 2024 年投产, 盘江普定 2×66 万千瓦燃煤发电项目目前获得核准批复。公司按照煤电一体化方式, 燃煤以盘江煤电所属煤矿为主供煤, 安顺区域煤矿补充供应, 有利于促进煤电产业优势互补。

表7: 煤电一体化项目

建设项目	总投资额 (亿元)	装机容量 (MW)	年供电量(MW·h)	设计供电标准耗煤 (g/kWh)
盘江新光 2×66 万千瓦燃煤发电项目	52.1	2 X 660	5092700	274.34
盘江普定 2×66 万千瓦燃煤发电项目	55.37	2 X 660		269.88

资料来源: 公司公告, 项目环评, 民生证券研究院;

备注: 盘江普定供电量数据未披露

## 3.2 积极开展“风光火储”多能互补一体化项目

公司积极布局光伏风电项目，“风光火储”提供未来成长空间。2022年2月，公司控股股东贵州盘江煤电集团有限责任公司（以下简称“盘江煤电”）与安顺市人民政府签订了《战略合作框架协议》，为进一步做大做强上市公司，盘江煤电统筹安排由公司作为投资主体，在安顺市开展盘江“风光火储”多能互补一体化项目。2022年7月7日，盘江煤电取得省国资委《关于同意盘江集团安顺市“风光火储”多能互补一体化项目开展前期工作的通知》，规划电源规模612万千瓦，其中：风电项目30万千瓦、光伏项目300万千瓦、火电项目“盘江普定2×66万千瓦超超临界燃煤发电”、抽水蓄能项目150万千瓦。公司已在安顺市关岭县、普定县、西秀区、镇宁县获得风电光伏发电年度建设规模项目21个，规模合计258万千瓦，初步规划总投资约98.95亿元。

表8：风电光伏发电项目

公司	注册资本 (万元)	公司出 资比例	建设项 目 (个)	规模合计 (万千 瓦)	预计总投 资(亿 元)	风电项目 (个)	风电项目规 模(万千 瓦)	光伏发电 项目 (个)	光伏发电项目 规模(万千 瓦)
新能源关岭公司	8000	85%	10	153	58.55	2	20	8	133
新能源普定公司	4000	100%	7	80	30.4	1	10	6	70
新能源西秀公司	1000	100%	1	10	3.5	-	-	1	10
新能源镇宁公司	1000	100%	3	15	6.5	1	5	2	10

资料来源：Wind，民生证券研究院

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主营业务是包括煤炭业务以及电力和机械业务，其中煤炭业务为公司主要利润来源，毛利占比达93%以上，因此我们要对煤炭业务进行拆分。根据上文我们对公司的煤炭业务产销量、单位售价及单位成本做出如下假设：

**销量：**由于公司近期新建矿井投产，预计销量整体保持稳中有升态势，预计2022-2024年公司商品煤销量分别为1276/1356/1424万吨。

**售价：**由于煤炭行业产能瓶颈持续，预计煤价将保持高位并持续上涨，进而带动公司综合售价走高，预计2022-2024年公司综合售价分别为905/998/1087元/吨。

**成本：**预计2022-2024年公司吨煤销售成本为480/555/622元/吨。

具体拆分如下表：

**表9：公司相关假设**

煤炭业务	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销量(万吨)	1036	1121	1276	1356	1424
YoY(%)	26.86%	8.20%	13.84%	6.24%	4.98%
综合售价(元/吨)	599	838	905	998	1087
YoY(%)	-20.85%	39.79%	8.07%	10.20%	8.94%
吨煤综合成本(元/吨)	420	555	480	555	622
YoY(%)	-15.10%	32.10%	-13.46%	15.51%	12.17%
其中：精煤					
销量(万吨)	426	470	529	571	599
单价(元/吨)	1078	1691	1865	2052	2257
吨煤成本(元/吨)	754	1119	951	1108	1264
其中：混煤					
销量(万吨)	609	640	736	773	812
单价(元/吨)	266	225	229	234	239
吨煤成本(元/吨)	187	150	149	154	158
其中：原煤					
销量(万吨)	1.18	11.11	11.56	12.14	12.50
单价(元/吨)	58	50	51	52	53
吨煤成本(元/吨)	40	48	49	50	51

资料来源：公司年报，民生证券研究院预测

基于以上假设，预计 2022-2024 年公司归母净利润为 21.99/25.31/27.30 亿元，对应 EPS 分别为 1.02/1.18/1.27 元/股，对应 PE 分别为 7/6/6 倍（基于 2023 年 2 月 1 日股价）。

## 4.2 估值分析

基于公司主要盈利来源为煤炭业务，且延伸煤炭产业链发展电力业务，我们选取中国神华、陕西煤业、山西焦煤以及靖远煤电为可比公司，经对比后可见，公司 2022-2023 年 PE 分别 7/6 倍，与可比公司 PE 均值相当，估值处于合理水平。首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

**表10：可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
601088.SH	中国神华	28.28	2.53	3.53	3.78	11	8	8
601225.SH	陕西煤业	19.44	2.18	3.62	3.59	9	5	5
000983.SZ	山西焦煤	11.72	1.02	2.08	2.29	12	6	5
000552.SZ	靖远煤电	3.55	0.32	0.43	0.63	11	8	6
可比公司 PE 均值						11	7	6
600395.SH	盘江股份	7.04	0.71	1.02	1.18	10	7	6

资料来源：wind，民生证券研究院；注：仅靖远煤电采用 Wind 一致预期，其余为民生证券研究院预测，股价时间为 2023 年 2 月 1 日

## 5 风险提示

**1) 煤炭价格波动的风险。**目前煤炭持续高位运行，若煤价开启下行趋势，可能影响公司业绩。

**2) 项目进度不及预期的风险。**目前公司有多个火电、风电和光伏项目在推进或规划中，若项目进度不达预期，可能影响公司业绩。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	9726	11886	13911	15908
营业成本	6356	6398	7834	9214
营业税金及附加	472	635	696	795
销售费用	19	24	28	32
管理费用	843	1510	1642	1877
研发费用	122	214	250	286
EBIT	1951	3116	3474	3716
财务费用	196	185	140	136
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-195	71	83	95
营业利润	1543	3005	3422	3680
营业外收支	-1	-75	-75	-75
利润总额	1541	2930	3347	3605
所得税	233	527	596	638
净利润	1308	2403	2751	2967
归属于母公司净利润	1172	2199	2531	2730
EBITDA	2323	3542	4013	4372

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1785	5854	4357	3168
应收账款及票据	3282	3680	4307	4925
预付款项	191	589	721	848
存货	280	280	343	404
其他流动资产	460	454	653	747
流动资产合计	5998	10858	10381	10092
长期股权投资	572	643	726	822
固定资产	5748	7082	8304	9522
无形资产	1150	1145	1144	1142
非流动资产合计	14504	16120	17791	19470
资产合计	20502	26977	28171	29561
短期借款	2716	1771	1771	1771
应付账款及票据	2487	2594	3155	3711
其他流动负债	1461	1968	1960	2181
流动负债合计	6663	6333	6886	7663
长期借款	1757	3353	2853	2353
其他长期负债	4132	4227	4227	4227
非流动负债合计	5889	7580	7080	6580
负债合计	12552	13912	13966	14242
股本	1655	2147	2147	2147
少数股东权益	1027	1231	1451	1689
股东权益合计	7950	13065	14206	15319
负债和股东权益合计	20502	26977	28171	29561

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	48.20	22.21	17.04	14.35
EBIT 增长率	72.24	59.72	11.48	6.97
净利润增长率	35.29	87.54	15.11	7.85
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	34.65	46.17	43.69	42.08
净利润率	12.05	18.50	18.19	17.16
总资产收益率 ROA	5.72	8.15	8.98	9.23
净资产收益率 ROE	16.94	18.58	19.84	20.03
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.90	1.71	1.51	1.32
速动比率	0.83	1.58	1.35	1.15
现金比率	0.27	0.92	0.63	0.41
资产负债率 (%)	61.23	51.57	49.57	48.18
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	12.78	13.00	13.00	13.00
存货周转天数	16.08	16.00	16.00	16.00
总资产周转率	0.50	0.50	0.50	0.55
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.55	1.02	1.18	1.27
每股净资产	3.22	5.51	5.94	6.35
每股经营现金流	0.78	1.24	1.56	1.71
每股股利	0.40	0.75	0.86	0.93
<b>估值分析</b>				
PE	13	7	6	6
PB	2.2	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.79	4.19	3.87	3.71
股息收益率 (%)	5.63	10.57	12.16	13.12

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1308	2403	2751	2967
折旧和摊销	372	427	539	656
营运资金变动	-316	-331	-149	-123
经营活动现金流	1679	2672	3339	3663
资本开支	-1522	-2025	-2197	-2310
投资	-147	0	0	0
投资活动现金流	-1633	-2042	-2197	-2310
股权募资	0	3486	0	0
债务募资	1136	808	-819	-500
筹资活动现金流	330	3440	-2639	-2542
现金净流量	376	4070	-1498	-1188



## 插图目录

图 1: 2021 年公司主营业务构成.....	3
图 2: 2018-2022E 年公司业务毛利率.....	3
图 3: 2018-2022Q1-3 营业收入(亿元)及增速.....	3
图 4: 2018-2022E 净利润(亿元)及增速.....	3
图 5: 秦港动力煤 Q5500 价格.....	4
图 6: 公司 2017-2022 年产销量持续增长.....	5
图 7: 2017-2021 年公司煤炭产量结构.....	6
图 8: 2017-2021 年公司煤炭销量结构.....	6
图 9: 公司综合售价大幅反弹.....	8
图 10: 全国炼焦烟煤产量前五省份 (万吨).....	9
图 11: 2022 年全国炼焦烟煤产能区域分布.....	9
图 12: 分行业营业成本 (亿元).....	10
图 13: 煤炭成本构成占比 (%).....	10

## 表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司产能情况 (截至 2022 年末).....	4
表 2: 公司技改扩建及在建矿井产能情况.....	5
表 3: 房地产融资“三支箭”齐发.....	6
表 4: 中性假设下炼焦煤供需平衡表.....	7
表 5: 乐观假设下的炼焦煤供需平衡.....	7
表 6: 单吨煤成本拆分 (元/吨).....	9
表 7: 煤电一体化项目.....	10
表 8: 风电光伏发电项目.....	11
表 9: 公司相关假设.....	12
表 10: 可比公司 PE 数据对比.....	12
公司财务报表数据预测汇总.....	14

## 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