


分析师：周泰

 执业证号：S0100521110009
 邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师：李航

 执业证号：S0100521110011
 邮箱：lihang@mszq.com

➤ **事件**：2022年1月13日，公司发布2021年业绩预告，预计2021年净利润增加13.06亿元-14.06亿元，同比增加672.5%-724%。

➤ **四季度归母净利润环比下滑**。据公告，公司预计2021年度实现归属于上市公司股东的净利润为15亿元~16亿元，与上年同期(调整后)相比，同比增加672.50%~724.00%，符合市场预期。据此测算，公司四季度实现归属于上市公司股东的净利润为2.76亿元~3.76亿元，环比下降2.59%~28.5%。我们认为公司四季度盈利环比下降主要受到Q4环保检查趋严等原因造成的产能利用率下滑影响，公司主要产品产量均环比下滑。

➤ **焦炭：产销环比下滑，价格环比走高**。据公告，2021年四季度公司实现焦炭产量120.12万吨，环比下滑12.9%，实现焦炭销量102.53万吨，环比下降33.91%，吨焦炭售价为3039.27元，环比上涨19.25%。

➤ **焦油：价格走高，产销下滑**。据公告，2021年四季度公司实现焦油产量4.58万吨，销量4.27万吨，分别环比下降11.65%、26.04%。四季度焦油售价为3981.01元/吨，环比增长13.88%。

➤ **粗苯：量价环比下滑**。据公告，2021年四季度公司实现粗苯产、销量分别为1.47万吨、1.45万吨，环比降幅分别为14.85%、12.41%。四季度粗苯售价为4961.33元/吨，环比下降7.41%。

➤ **甲醇：价格环比明显增长**。据公告，2021年四季度甲醇产销量分别为2.7万吨与1.44万吨，环比降幅分别为2.67%与12.64%。甲醇售价为2473.05元/吨，环比增长21.12%。

➤ **LNG：价格环比走强**。据公告，2021年四季度LNG产销量分别为1.76万吨与1.88万吨，环比降幅分别为45.94%与40.71%。LNG售价为5117.27元/吨，环比增长14.85%。

➤ **合成氨：价格基本环比持平**。据公告，2021年四季度合成氨产销量分别为3.32万吨与3.11万吨，环比降幅分别为42.52%与45.74%，单吨售价为3197.68元，环比下降0.67%。

➤ **BDO：价格环比增长**。据公告，2021年四季度BDO产销量分别为1.21万吨与1.15万吨，环比降幅分别为10.05%与20.57%，BDO综合售价为26747.15元/吨，环比上涨21.14%。

➤ **精煤：价格环比走高**。据公司2021年11月18日公告，公司收购大股东下属张掖宏能煤业，主要资产为90万吨/年花草滩煤矿，主要煤种为1/3焦煤，且该矿井产能拟核增60万吨/年至150万吨/年。完成矿井收购后，公司原料煤供应更加有保障。据公告，2021年四季度公司完成精煤产量16.07万吨，销售精

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

6.67元
相关研究

煤15.93万吨,销售价格为1563.76元/吨,环比上涨7.44%。

➤ **成本:精煤采购价小幅下降。**成本方面,四季度公司精煤采购价格为 2117.75 元/吨,环比三季度下滑 2.44%。

➤ **内蒙古黑猫项目有望贡献产量增量。**据公司 2021 年 7 月 26 日公告,公司提前回购了纾困基金所持内蒙古黑猫 17.32%股权,内蒙古黑猫的持股比例恢复至 100%。上半年内蒙古黑猫项目生产焦炭 49.68 万吨,实现净利润 2731 万元。截止 2021 年上半年,公司具备焦炭产能 780 万吨/年,甲醇产能 30 万吨/年,合成氨产能 37 万吨/年、LNG 产能 25 万吨/年以及 6 万吨/年 BDO 的产能,焦炭生产能力已跻身全国前列。

➤ **投资建议:**我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 15.75、14.28、16.29 亿元,以 2022 年 1 月 13 日收盘价为基准,对应 PE 分别为 9X、10X、8X,首次覆盖,给予公司“谨慎推荐”评级。

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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9057	14895	17205	19198
增长率(%)	-3.5	64.5	15.5	11.6
归属母公司股东净利润(百万元)	278	1575	1428	1629
增长率(%)	866.1	466.2	-9.3	14.1
每股收益(元)	0.17	0.77	0.70	0.80
PE	39	9	10	8
PB	1.2	1.7	1.4	1.2

资料来源:Wind,民生证券研究院预测;(注:股价为 2022 年 1 月 13 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9057	14895	17205	19198
营业成本	8139	12060	14693	16394
营业税金及附加	41	64	73	82
销售费用	35	66	65	77
管理费用	122	200	227	255
研发费用	0	1	1	1
EBIT	546	2505	2146	2387
财务费用	181	233	267	176
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	-11	521	602	672
营业利润	526	2810	2500	2905
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	525	2810	2500	2905
所得税	75	412	361	420
净利润	451	2398	2139	2484
归属于母公司净利润	278	1575	1428	1629
EBITDA	1044	3039	2769	3037

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2023E
货币资金	1990	7955	5961	6586
应收账款及票据	214	734	710	787
预付款项	861	1635	1975	2132
存货	1011	1219	1523	1742
其他流动资产	700	891	1013	1073
流动资产合计	4776	12435	11183	12321
长期股权投资	1698	2518	3467	4483
固定资产	6577	6763	7030	7184
无形资产	646	755	811	872
非流动资产合计	11894	13814	15909	17844
资产合计	16671	26249	27092	30165
短期借款	1346	6162	2765	2000
应付账款及票据	4418	6212	7681	8583
其他流动负债	1624	1741	1973	2124
流动负债合计	7387	14115	12420	12707
长期借款	917	956	1356	1656
其他长期负债	697	697	697	697
非流动负债合计	1614	1653	2053	2353
负债合计	9001	15768	14473	15061
股本	1630	2042	2042	2042
少数股东权益	1921	2744	3455	4311
股东权益合计	7670	10481	12620	15104
负债和股东权益合计	16671	26249	27092	30165

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	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.52	64.46	15.51	11.58
EBIT 增长率	328.57	359.23	-14.36	11.26
净利润增长率	866.05	466.19	-9.31	14.05
盈利能力 (%)				
毛利率	10.14	19.04	14.60	14.60
净利润率	4.97	16.10	12.43	12.94
总资产收益率 ROA	1.67	6.00	5.27	5.40
净资产收益率 ROE	4.84	20.36	15.58	15.09
偿债能力				
流动比率	0.65	0.88	0.90	0.97
速动比率	0.39	0.68	0.62	0.66
现金比率	0.27	0.56	0.48	0.52
资产负债率 (%)	53.99	60.07	53.42	49.93
经营效率				
应收账款周转天数	7.17	11.77	10.11	10.18
存货周转天数	45.36	36.91	37.84	38.78
总资产周转率	0.54	0.57	0.64	0.64
每股指标 (元)				
每股收益	0.17	0.77	0.70	0.80
每股净资产	3.53	3.79	4.49	5.28
每股经营现金流	-0.69	1.41	1.68	1.57
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	39	9	10	8
PB	1.2	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.58	4.34	4.41	3.66
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	451	2398	2139	2484
折旧和摊销	498	534	623	649
营运资金变动	-2295	218	960	540
经营活动现金流	-1130	2885	3427	3214
资本开支	-996	-1630	-1769	-1565
投资	-1443	-821	-948	-1016
投资活动现金流	-2413	-1930	-2115	-1910
股权募资	0	413	0	0
债务募资	1944	4855	-2997	-465
筹资活动现金流	3635	5010	-3306	-679
现金净流量	91	5965	-1994	625

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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001