

投资评级 **优于大市** 维持

22年归母净利同增96%，23年有望量价平稳

股票数据

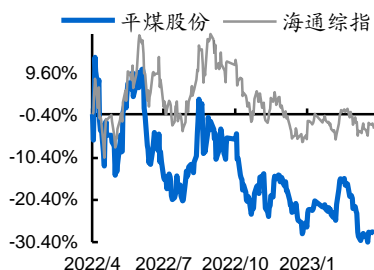
| | |
|---------------|-------------|
| 04月07日收盘价(元) | 10.06 |
| 52周股价波动(元) | 9.96-18.94 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 2315/2294 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 23291/23080 |

相关研究

《前三季度实现量价齐升, 优质资产注入未来可期》2022.10.26

《22Q2 归母净利环比持续提升, 持续推进降本控费增效》2022.08.20

《22Q1 业绩同比大增, 期待全年量价齐升》2022.04.29

市场表现


| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|-------|-------|------|
| 绝对涨幅(%) | -13.7 | -10.6 | -5.4 |
| 相对涨幅(%) | -15.6 | -11.3 | -8.9 |

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:

- 22年归母净利同增96%，分红比例降至35%。**2022年公司营收/归母净利360.4/57.2亿元，同比+21.4%/95.9%。其中，22Q4单季归母净利10亿元，同比/环比-13.6%/-26.8%。22年公司拟每10股现金分红8.7元(含税)，分红总额20.1亿元，分红比例约35.2%，较19-21年60%的分红比例下降，或由于公司资本开支显著提升，22/23年实际完成/投资计划为46.9/53.6亿元(20/21年实际完成31.4/36亿元)，对应4月6日股息率为8.4%。
- 经营数据: 22年产量增长5%，售价/成本增加22%/11%。**1) 产销量: 2022年公司原煤产量/商品煤销量3030/3092万吨，同比+5%/0.9%，其中Q4单季分别为762/734万吨，环比-0.6%/-4.4%。结构方面，22年混煤/精煤产量1280/1187万吨，同比-3%/持平，混煤/精煤销量1292/1196万吨，同比-8.5%/-0.2%，精煤销量占比38.7%，同比-0.4pct。2) 价格: 2022年公司销售均价1118元/吨，同比+22.1%，其中精煤/混煤售价2172/559元/吨，同比+36%/2.1%，精煤售价提升带动公司销售均价上涨。Q4单季商品煤销售均价为1033元/吨，环比-5.9%。3) 成本: 2022年单位成本为724元/吨，同比+11.5%，其中精煤/混煤单位成本为1253/507元/吨，同比+21.1%/-7.2%。4) 毛利: 2022年商品煤吨毛利为394元/吨，同比+128元/吨，增幅48%，其中精煤/混煤吨毛利919/89元/吨，同比+357/48元/吨，增幅+63%/115%。
- 23年煤炭量价平稳，减员提效或持续推进。**根据公司23年经营计划，公司原煤/精煤产量计划3038/1200万吨，同比+0.2%/1.1%，公司预计23年煤炭供给偏紧格局或将持续，优质焦煤作为稀缺性资源，价格或将持续保持高位。22年，公司在职工下降1.16万人至5.36万人，自2017年起9万人水平持续下降，人均工效同比提升24%。我们认为，由于21-22年公司盈利较好，人均薪酬显著提升，减员带来的降本效应暂未体现，但随着减员提效的持续推进，其降本潜力有望逐步兑现。
- 可转债已发布，23年拟发行可续期公司债。**公司已于3月16日公开发行29亿元可转债，将于4月10日挂牌交易，初始转股价格为11.79元/股。4月7日公司公告，拟申请注册发行总额不超过15亿元的可续期公司债券，有望优化公司债务结构、拓宽融资渠道、降低融资成本，进一步满足业务发展需要。
- 盈利预测与估值。**我们认为，经济预期稳中向好，煤焦钢产业链有望边际改善，叠加焦煤库存持续低位，若需求边际出现改善弹性可期。公司是国内低硫优质主焦煤的第一大生产商和供应商，有望显著受益焦煤长协价格高位。我们预计公司23-25年归母净利为62.53/63.87/69.46亿元，EPS为2.70/2.76/3.00元，参考可比公司，给予公司2023年7-8倍PE，对应合理价值区间18.91~21.61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) | 29699 | 36044 | 37404 | 38209 | 38843 |
| (+/-)YoY(%) | 32.6% | 21.4% | 3.8% | 2.2% | 1.7% |
| 净利润(百万元) | 2922 | 5725 | 6253 | 6387 | 6946 |
| (+/-)YoY(%) | 110.6% | 95.9% | 9.2% | 2.1% | 8.8% |
| 全面摊薄EPS(元) | 1.26 | 2.47 | 2.70 | 2.76 | 3.00 |
| 毛利率(%) | 27.6% | 34.4% | 34.6% | 34.1% | 35.3% |
| 净资产收益率(%) | 17.4% | 26.3% | 24.2% | 21.3% | 20.1% |

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) | 3092 | 3368 | 3572 | 3674 |
| | YOY | 0.89% | 8.91% | 6.06% | 2.86% |
| | 售价 (元/吨) | 1118 | 1065 | 1026 | 1015 |
| | YOY | 22.06% | -4.78% | -3.60% | -1.10% |
| | 收入 (亿元) | 345.7 | 358.5 | 366.6 | 372.9 |
| | YOY | 23.15% | 3.70% | 2.25% | 1.73% |
| 其他 | 毛利率 | 34.00% | 34.25% | 33.74% | 34.98% |
| | 收入 (亿元) | 14.7 | 15.5 | 15.5 | 15.5 |
| | YOY | -9.40% | 5.41% | 0.00% | 0.00% |
| 总计 | 毛利率 | 43.36% | 41.94% | 41.94% | 41.94% |
| | 营业总收入 (亿元) | 360.4 | 374.0 | 382.1 | 388.4 |
| | YOY | 21.37% | 3.77% | 2.15% | 1.66% |
| | 毛利率 | 34.38% | 34.57% | 34.08% | 35.26% |

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 |
| 601699.SH | 潞安环能 | 20.46 | 4.74 | 4.78 | 4.91 | 4.32 | 4.28 | 4.16 | 19.82 | 1.03 |
| 000983.SZ | 山西焦煤 | 10.73 | 2.04 | 2.20 | 2.34 | 5.26 | 4.88 | 4.59 | 6.04 | 1.49 |
| 000937.SZ | 冀中能源 | 6.92 | 1.30 | 1.67 | 1.52 | 5.31 | 4.14 | 4.56 | 6.27 | 0.99 |
| 600985.SH | 淮北矿业 | 13.08 | 2.83 | 3.04 | 3.23 | 4.63 | 4.30 | 4.05 | 13.46 | 0.84 |
| 600395.SH | 盘江股份 | 7.22 | 1.03 | 1.21 | 1.34 | 6.99 | 5.96 | 5.38 | 4.64 | 1.35 |
| | 平均 | | | | | 5.30 | 4.71 | 4.55 | | 1.15 |

注: 收盘价为 2023 年 4 月 7 日价格, 可比公司 EPS、BPS 为 wind 一致预期。

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 | 36044 | 37404 | 38209 | 38843 |
| 每股收益 | 2.47 | 2.70 | 2.76 | 3.00 | 营业成本 | 23653 | 24475 | 25189 | 25148 |
| 每股净资产 | 9.40 | 11.15 | 12.95 | 14.90 | 毛利率% | 34.4% | 34.6% | 34.1% | 35.3% |
| 每股经营现金流 | 4.72 | 4.43 | 4.50 | 4.35 | 营业税金及附加 | 1246 | 1197 | 1146 | 1088 |
| 每股股利 | 0.36 | 0.95 | 0.97 | 1.05 | 营业税金率% | 3.5% | 3.2% | 3.0% | 2.8% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 244 | 224 | 229 | 233 |
| P/E | 4.18 | 3.83 | 3.75 | 3.45 | 营业费用率% | 0.7% | 0.6% | 0.6% | 0.6% |
| P/B | 1.10 | 0.93 | 0.80 | 0.69 | 管理费用 | 936 | 898 | 841 | 777 |
| P/S | 0.66 | 0.64 | 0.63 | 0.62 | 管理费用率% | 2.6% | 2.4% | 2.2% | 2.0% |
| EV/EBITDA | 2.41 | 1.93 | 1.26 | 0.62 | EBIT | 9305 | 9937 | 10116 | 10898 |
| 股息率% | 3.5% | 9.1% | 9.3% | 10.2% | 财务费用 | 1186 | 1122 | 1109 | 1090 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | 3.3% | 3.0% | 2.9% | 2.8% |
| 毛利率 | 34.4% | 34.6% | 34.1% | 35.3% | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润率 | 15.9% | 16.7% | 16.7% | 17.9% | 投资收益 | 139 | 150 | 150 | 150 |
| 净资产收益率 | 26.3% | 24.2% | 21.3% | 20.1% | 营业利润 | 8393 | 9015 | 9207 | 10009 |
| 资产回报率 | 7.7% | 8.1% | 7.7% | 7.9% | 营业外收支 | -91 | -50 | -50 | -50 |
| 投资回报率 | 16.0% | 16.6% | 15.8% | 15.4% | 利润总额 | 8302 | 8965 | 9157 | 9959 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 12186 | 11027 | 11217 | 12010 |
| 营业收入增长率 | 21.4% | 3.8% | 2.2% | 1.7% | 所得税 | 2120 | 2241 | 2289 | 2490 |
| EBIT 增长率 | 70.3% | 6.8% | 1.8% | 7.7% | 有效所得税率% | 25.5% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 净利润增长率 | 95.9% | 9.2% | 2.1% | 8.8% | 少数股东损益 | 457 | 471 | 481 | 523 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 5725 | 6253 | 6387 | 6946 |
| 资产负债率 | 66.6% | 62.2% | 58.8% | 55.9% | | | | | |
| 流动比率 | 0.53 | 0.66 | 0.78 | 0.93 | 资产负债表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 速动比率 | 0.51 | 0.64 | 0.77 | 0.92 | 货币资金 | 14082 | 18309 | 23777 | 30436 |
| 现金比率 | 0.37 | 0.50 | 0.64 | 0.80 | 应收账款及应收票据 | 3005 | 2562 | 2408 | 2235 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 429 | 402 | 345 | 276 |
| 应收帐款周转天数 | 25.62 | 20.00 | 18.00 | 16.00 | 其它流动资产 | 2630 | 2628 | 2614 | 2590 |
| 存货周转天数 | 6.62 | 6.00 | 5.00 | 4.00 | 流动资产合计 | 20147 | 23902 | 29144 | 35537 |
| 总资产周转率 | 0.49 | 0.48 | 0.46 | 0.44 | 长期股权投资 | 1765 | 1765 | 1765 | 1765 |
| 固定资产周转率 | 1.05 | 1.11 | 1.15 | 1.19 | 固定资产 | 34385 | 33822 | 33248 | 32665 |
| | | | | | 在建工程 | 5045 | 5245 | 5445 | 5645 |
| | | | | | 无形资产 | 8791 | 8785 | 8808 | 8830 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 54011 | 53641 | 53290 | 52928 |
| 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 资产总计 | 74157 | 77543 | 82434 | 88465 |
| 净利润 | 5725 | 6253 | 6387 | 6946 | 短期借款 | 7261 | 4000 | 3000 | 3000 |
| 少数股东损益 | 457 | 471 | 481 | 523 | 应付票据及应付账款 | 18125 | 19111 | 20358 | 21014 |
| 非现金支出 | 2827 | 1090 | 1101 | 1112 | 预收账款 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 非经营收益 | 1127 | 371 | 269 | 223 | 其它流动负债 | 12548 | 13174 | 13884 | 14222 |
| 营运资金变动 | 785 | 2084 | 2184 | 1260 | 流动负债合计 | 37942 | 36292 | 37251 | 38245 |
| 经营活动现金流 | 10920 | 10268 | 10422 | 10064 | 长期借款 | 1364 | 1364 | 1364 | 1364 |
| 资产 | -8504 | -770 | -800 | -800 | 其它长期负债 | 10077 | 10577 | 9877 | 9877 |
| 投资 | 351 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 11440 | 11940 | 11240 | 11240 |
| 其他 | -2311 | 150 | 150 | 150 | 负债总计 | 49382 | 48233 | 48491 | 49485 |
| 投资活动现金流 | -10463 | -620 | -650 | -650 | 实收资本 | 2315 | 2315 | 2315 | 2315 |
| 债权募资 | 11189 | -3261 | -1000 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 21757 | 25822 | 29973 | 34488 |
| 股权募资 | 1106 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 3018 | 3488 | 3969 | 4492 |
| 其他 | -10027 | -2159 | -3304 | -2754 | 负债和所有者权益合计 | 74157 | 77543 | 82434 | 88465 |
| 融资活动现金流 | 2268 | -5421 | -4304 | -2754 | | | | | |
| 现金净流量 | 2732 | 4227 | 5468 | 6659 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 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。