

投资评级 **优于大市** 维持

煤炭主业有望量效齐增，钠电转型稳步推进

股票数据

04月27日收盘价(元)	13.86
52周股价波动(元)	9.57-23.88
总股本/流通A股(百万股)	2405/2405
总市值/流通市值(百万元)	33333/33333

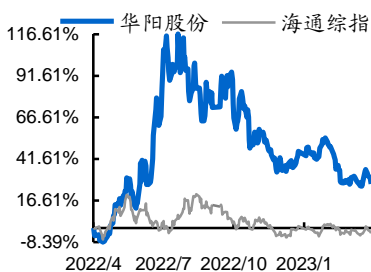
相关研究

《煤炭业务有望量增提效，新能源业务持续做精做优》2023.04.15

《停产致Q3归母净利润环比略降，“煤炭+新能源”双主业稳步发展》2022.10.30

《钠电池电芯产品问世，转型步伐再提速》2022.10.09

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.2	-13.8	-10.4
相对涨幅(%)	1.8	-12.4	-5.8

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:

- 23Q1 归母净利同比/环比+33%/-16%**。公司 23Q1 实现营业收入 83.8 亿元，同比-9.3%，实现归母净利润 17.3 亿元，同比/环比+32.6%/-16.4%。
- Q1 产量持平，成本降幅超售价降幅致煤炭业务毛利同比+17%**。23Q1 公司煤炭产/销量 1157/1071 万吨，同比基本持平；商品煤综合售价 680 元/吨，同比-11.4%，或主因保供政策影响；单位成本 343 元/吨，同比-28.9%。23Q1 公司成本降幅超过售价降幅，实现煤炭业务毛利 36.1 亿元，同比+17.2%；毛利率水平 49.6%，同比+12.4pct。
- 高质量布局钠离子电池“材料-电芯-电池-应用”全产业链**。公司全面打造钠离子电池“材料-电芯-电池-应用”全产业链，高质量布局钠离子电化学储能全产业链。**1) 正负极材料**：钠离子电池正、负极材料千吨级生产项目于 2022 年 3 月 29 日正式投料试生产，为华钠芯能及阜阳海钠年产 1GWh 钠离子电芯制造提供原材料，22 年分别生产 297/184 吨。23 年 2 月，总投资约 11.4 亿元的万吨级钠离子电池正负极材料项目开工，达产后可年产 2/1.2 万吨钠离子电池正/负极材料。**2) 电芯**：全资孙公司华钠芯能实施钠离子电芯生产线，目前产线流程已经调通，试制电芯预计 23 年 6 月份出具检测报告。**3) Pack 电池**：全资孙公司华钠芯能建设年产 1GWh 钠离子 Pack 电池生产线，配套生产小型动力 Pack 电池和储能 Pack 电池模组，截止 23 年 3 月，圆柱 Pack 整线带料调试完成方形 Pack 整线安装完成。
- 在建产能稳步推进，“十四五”期间产能增长可期**。公司在建产能稳步推进，23 年公司加快建设七元、泊里两座 500 万吨矿井，榆树坡 500 万吨/年产能核增报告已经批复，平舒公司已取得 500 万吨/年采矿许可证和改扩建开工报告批复，产量有望进一步释放。
- 盈利预测与估值**。我们认为，公司煤炭业务产量有望稳步增长，盈利有望维持高位；新能源项目稳步推进，钠离子电池项目前景广阔。我们预测 23~25 年 EPS 分别为 3.10/3.12/3.27 元，参照煤炭及锂离子电池材料可比公司，给予公司 23 年 8~10 倍 PE，对应合理价值区间为 24.84~31.05 元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示**。需求大幅下滑，新建项目投产不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	38033	35042	36305	38212	38927
(+/-)YoY(%)	22.0%	-7.9%	3.6%	5.3%	1.9%
净利润(百万元)	3531	7026	7468	7503	7861
(+/-)YoY(%)	134.6%	99.0%	6.3%	0.5%	4.8%
全面摊薄 EPS(元)	1.47	2.92	3.10	3.12	3.27
毛利率(%)	36.1%	46.4%	44.1%	41.9%	42.5%
净资产收益率(%)	16.5%	26.6%	22.1%	18.1%	16.0%

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	产量 (万吨)	4523	4893	5393	5593
	YOY	-1.89%	8.18%	10.22%	3.71%
	总销量 (万吨)	4642	4893	5393	5593
	YOY	-22.26%	5.41%	10.22%	3.71%
	综合售价 (元/吨)	710	701	671	660
	YOY	17.28%	-1.21%	-4.23%	-1.67%
	收入 (万元)	3294488	3223371	3300480	3454250
	YOY	-8.82%	-2.16%	2.39%	4.66%
电力	毛利率	48.64%	44.34%	43.28%	42.42%
	收入 (万元)	21446	23591	25478	25478
	YOY	14.32%	10.00%	8.00%	0.00%
供热	毛利率	11.48%	27.58%	29.59%	27.48%
	收入 (万元)	5123	5379	5540	5540
	YOY	2.29%	5.00%	3.00%	0.00%
其他	毛利率	1.15%	3.03%	3.97%	3.97%
	收入 (万元)	183192	378142	489740	407454
	YOY	10.27%	106.42%	29.51%	-16.80%
总计	毛利率	-23.84%	31.59%	-9.84%	10.56%
	营业总收入 (万元)	3504249	3630482	3821238	3892722
	YOY	-7.86%	3.60%	5.25%	1.87%
总计	毛利率	46.43%	44.10%	41.92%	42.47%

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)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2023E
煤炭可比公司										
002128.SZ	电投能源	12.88	1.93	2.03	2.13	6.7	6.3	6.0	12.71	1.0
601225.SH	陕西煤业	19.25	3.19	3.29	3.36	6.0	5.8	5.7	11.71	1.6
601088.SH	中国神华	28.72	3.67	3.77	3.91	7.8	7.6	7.3	20.95	1.4
601001.SH	晋控煤业	11.05	2.87	2.94	-	3.9	3.8	-	12.78	0.9
601898.SH	中煤能源	8.58	1.75	1.81	1.93	4.9	4.7	4.4	11.09	0.8
600971.SH	恒源煤电	9.24	2.25	2.36	2.32	4.1	3.9	4.0	10.81	0.9
601699.SH	潞安环能	19.78	4.97	5.06	5.13	4.0	3.9	3.9	19.96	1.0
601101.SH	昊华能源	6.25	0.99	0.95	0.98	6.3	6.6	6.4	-	-
600395.SH	盘江股份	6.73	0.97	1.08	1.13	6.9	6.2	5.9	6.00	1.1
000983.SZ	山西焦煤	10.25	2.13	2.21	2.33	4.8	4.6	4.4	7.86	1.3
000937.SZ	冀中能源	7.24	1.69	1.51	1.57	4.3	4.8	4.6	6.83	1.1
601666.SH	平煤股份	10.06	2.61	2.75	2.94	3.8	3.7	3.4	10.93	0.9
600985.SH	淮北矿业	13.52	3.01	3.26	3.33	4.5	4.1	4.1	15.50	0.9
600546.SH	山煤国际	17.20	3.69	3.81	3.91	4.7	4.5	4.4	9.57	1.8
	平均					5.2	5.0	5.0		1.1
锂离子电池材料可比公司										
688005.SH	容百科技	66.60	4.04	5.31	6.66	16.5	12.5	10.0	19.26	3.5
300769.SZ	德方纳米	171.50	12.68	18.21	22.65	13.5	9.4	7.6	63.87	2.7
603659.SH	璞泰来	52.50	2.92	3.79	4.62	17.9	13.9	11.4	12.43	4.2
	平均					16.0	11.9			3.5

资料来源: Wind, 海通证券研究所。

注: 收盘价为 2023 年 4 月 27 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	35042	36305	38212	38927
每股收益	2.92	3.10	3.12	3.27	营业成本	18773	20293	22193	22394
每股净资产	10.98	14.08	17.20	20.47	毛利率%	46.4%	44.1%	41.9%	42.5%
每股经营现金流	4.15	4.12	5.43	5.09	营业税金及附加	2434	2324	2369	2336
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	6.9%	6.4%	6.2%	6.0%
价值评估 (倍)					营业费用	115	109	115	117
P/E	4.74	4.46	4.44	4.24	营业费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
P/B	1.26	0.98	0.81	0.68	管理费用	1356	1307	1261	1246
P/S	0.95	0.92	0.87	0.86	管理费用率%	3.9%	3.6%	3.3%	3.2%
EV/EBITDA	2.47	2.05	1.28	0.76	EBIT	12132	11982	11968	12524
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	497	617	650	663
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.4%	1.7%	1.7%	1.7%
毛利率	46.4%	44.1%	41.9%	42.5%	资产减值损失	-21	-300	-200	-200
净利润率	20.0%	20.6%	19.6%	20.2%	投资收益	72	150	150	150
净资产收益率	26.6%	22.1%	18.1%	16.0%	营业利润	11550	11364	11419	11961
资产回报率	10.0%	9.2%	8.3%	7.9%	营业外收支	-719	-50	-50	-50
投资回报率	18.3%	14.9%	13.2%	12.4%	利润总额	10831	11314	11369	11911
盈利增长 (%)					EBITDA	14557	13180	13226	13841
营业收入增长率	-7.9%	3.6%	5.3%	1.9%	所得税	2866	2829	2842	2978
EBIT 增长率	25.3%	-1.2%	-0.1%	4.6%	有效所得税率%	26.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	99.0%	6.3%	0.5%	4.8%	少数股东损益	939	1018	1023	1072
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	7026	7468	7503	7861
资产负债率	57.6%	52.9%	48.6%	44.3%					
流动比率	0.87	1.19	1.44	1.62	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.82	1.15	1.41	1.59	货币资金	17435	28661	37764	43114
现金比率	0.69	1.04	1.30	1.49	应收账款及应收票据	1839	1890	1884	1813
经营效率指标					存货	698	556	486	429
应收帐款周转天数	19.15	19.00	18.00	17.00	其它流动资产	1753	1723	1700	1636
存货周转天数	13.57	10.00	8.00	7.00	流动资产合计	21725	32831	41834	46993
总资产周转率	0.50	0.45	0.42	0.39	长期股权投资	1246	1246	1246	1246
固定资产周转率	1.51	1.43	1.39	1.32	固定资产	23244	25405	27509	29557
					在建工程	11947	9947	8947	10947
					无形资产	6322	6064	5802	5536
					非流动资产合计	48195	48097	48939	52721
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	69920	80928	90774	99714
净利润	7026	7468	7503	7861	短期借款	4791	8000	7000	6000
少数股东损益	939	1018	1023	1072	应付票据及应付账款	11026	10174	11492	11964
非现金支出	2782	1498	1458	1518	预收账款	2	0	0	0
非经营收益	1132	793	859	799	其它流动负债	9294	9461	10463	10998
营运资金变动	-1909	-866	2218	999	流动负债合计	25113	27635	28955	28962
经营活动现金流	9970	9911	13061	12249	长期借款	10047	10047	10047	10047
资产	-4549	-1150	-2150	-5150	其它长期负债	5147	5147	5147	5147
投资	-21	0	0	0	非流动负债合计	15194	15194	15194	15194
其他	-394	150	150	150	负债总计	40308	42830	44149	44156
投资活动现金流	-4964	-1000	-2000	-5000	实收资本	2405	2405	2405	2405
债权募资	11265	3209	-1000	-1000	归属于母公司所有者权益	26398	33866	41369	49230
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	3214	4232	5255	6327
其他	-14754	-893	-959	-899	负债和所有者权益合计	69920	80928	90774	99714
融资活动现金流	-3489	2316	-1959	-1899					
现金净流量	1528	11227	9102	5350					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 27 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。