

➤ **事件：**2021 年 3 月 30 日，公司公布 2021 年年度报告，公司实现 2021 年度营业收入 188.95 亿元，同比增长 97.07%；实现归属于上市公司股东的净利润 15.27 亿元，同比增长 670.47%。

➤ **2021Q4 盈利环比下降。**2021 年四季度公司实现归母净利润 3.04 亿元，同比上升 69.72%，环比下降 21.25%。

➤ **成本快速抬升，焦炭毛利率下滑。**2021 年公司生产焦炭 595.9 万吨，同比增长 24.87%，销售焦炭 594.7 万吨，同比增长 28.78%。焦炭综合售价为 2401 元/吨，同比增长 48.6%，焦炭销售成本为 2324 元/吨，同比增长 57.3%。由于成本快速增长，焦炭业务毛利率下降 5.26 个百分点至 3.42%。

➤ **公司化工品销量上升。**2021 年公司销售焦油 22.3 万吨 (+28.3%)，销售粗苯 6.7 万吨 (+24.7%)，销售甲醇 6.4 万吨 (-4.9%)，销售合成氨 25.8 万吨 (47.9%)，销售 LNG14 万吨 (28.6%)，销售 BDO5.1 万吨 (+49.7%)。价格方面，化工品价格全面上行，焦油价格增长 62.4%至 3201 元/吨，粗苯价格上涨 78.7%至 4320 元/吨，合成氨价格同比增长 37%至 2723 元/吨，甲醇价格下降 14.8%至 1185 元/吨，LNG 价格上升 35.5%至 4076 元/吨。BDO 价格同比上涨 174.3%至 21676 元/吨。

➤ **收购大股东煤炭资产，有望扩大利润空间。**2021 年公司完成了宏能煤业 100%股权的收购，获得焦煤产能 90 万吨/年（宏能煤业计划于 2022 年 3 月 31 日前完成核增手续，核增获批后即可按照 150 万吨/年生产规模合法组织生产），宏能煤业具有较为丰富的煤炭资源储量，所产煤是 1/3 焦煤，煤质以低硫煤为主，特低硫煤和中硫煤次之，未来有望稳定公司原料煤供应，增厚利润空间。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 14.75、16.99、17.24 亿元，以 2022 年 3 月 30 日收盘价为基准，对应 PE 分别为 9 倍、7 倍、7 倍，维持“谨慎推荐”评级。

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

谨慎推荐
维持评级
当前价格：
6.19 元

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

相关研究

1. 陕西黑猫点评:业绩符合预期，四季度环比下滑

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	18895	19273	19659	20052
增长率 (%)	97.1	2.0	2.0	2.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1527	1475	1699	1724
增长率 (%)	670.5	-3.4	15.2	1.5
每股收益 (元)	0.75	0.72	0.83	0.84
PE	8	9	7	7
PB	1.2	1.0	0.8	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 3 月 30 日收盘价）

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	18895	19273	19659	20052
营业成本	16356	16846	17015	17355
营业税金及附加	95	96	101	102
销售费用	42	42	43	44
管理费用	207	210	214	219
研发费用	0	0	0	0
EBIT	2197	2078	2286	2332
财务费用	409	388	361	388
资产减值损失	-306	-300	-300	-300
投资收益	605	617	688	702
营业利润	2092	1996	2301	2335
营业外收支	-14	15	15	15
利润总额	2079	2011	2316	2350
所得税	186	181	208	211
净利润	1893	1830	2108	2138
归属于母公司净利润	1527	1475	1699	1724
EBITDA	2994	3654	4101	4420

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1830	1773	4058	4785
应收账款及票据	180	165	216	197
预付款项	884	927	1062	1016
存货	1449	1611	1653	1653
其他流动资产	949	1060	1210	1274
流动资产合计	5292	5535	8199	8925
长期股权投资	2280	2680	3080	3510
固定资产	10416	11908	12170	12663
无形资产	1017	1177	1365	1565
非流动资产合计	15436	17577	18517	19734
资产合计	20728	23112	26716	28659
短期借款	1521	1277	1000	1000
应付账款及票据	3720	3923	4809	4458
其他流动负债	3220	3365	3853	3659
流动负债合计	8461	8565	9661	9116
长期借款	1186	1336	1436	1486
其他长期负债	307	307	307	307
非流动负债合计	1494	1644	1744	1794
负债合计	9955	10208	11405	10910
股本	2042	2042	2042	2042
少数股东权益	2293	2648	3057	3471
股东权益合计	10773	12903	15311	17749
负债和股东权益合计	20728	23112	26716	28659

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	97.07	2.00	2.00	2.00
EBIT 增长率	161.24	-5.41	9.99	2.05
净利润增长率	670.47	-3.43	15.17	1.48
盈利能力 (%)				
毛利率	13.44	12.59	13.45	13.45
净利润率	10.02	9.50	10.72	10.66
总资产收益率 ROA	7.37	6.38	6.36	6.02
净资产收益率 ROE	18.01	14.38	13.86	12.07
偿债能力				
流动比率	0.63	0.65	0.85	0.98
速动比率	0.35	0.35	0.56	0.68
现金比率	0.22	0.21	0.42	0.52
资产负债率 (%)	48.03	44.17	42.69	38.07
经营效率				
应收账款周转天数	3.13	3.00	3.75	3.40
存货周转天数	32.34	34.90	35.46	34.76
总资产周转率	0.91	0.83	0.74	0.70
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	0.72	0.83	0.84
每股净资产	5.27	6.32	7.50	8.69
每股经营现金流	0.01	1.60	2.28	1.67
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	8	9	7	7
PB	1.2	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.76	3.89	2.86	2.50
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1893	1830	2108	2138
折旧和摊销	797	1576	1815	2088
营运资金变动	-2786	33	979	-559
经营活动现金流	13	3272	4656	3405
资本开支	-263	-3308	-2344	-2862
投资	-68	-396	-399	-430
投资活动现金流	-109	-3087	-2055	-2590
股权募资	1438	0	0	0
债务募资	-429	-94	-177	50
筹资活动现金流	313	-242	-317	-87
现金净流量	217	-57	2285	728

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