

2023年05月04日
甘肃能化(000552.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

动力煤

优质资产注入实现业绩大幅增厚，后续煤炭产能扩张成长可期

事件：公司发布2022年报以及2023年一季报，2022年公司实现营业总收入122.61亿元，同比+22.34%；归母净利润31.69亿元，同比+82.72%；扣非归母净利润6.77亿元，同比+73.91%。2023年第一季度实现营业收入31.57亿元，同比-2.23%；归母净利润9.58亿元，同比-25.95%；扣非归母净利润9.46亿元，同比+557.56%。（因公司发生重大资产重组，公司过去年度财务指标进行追溯调整，同比均为追溯后结果）

窑街煤电并表实现产能扩张，2022年业绩高增：2022年4月公司启动窑煤集团收购，股权交易对价为75.29亿元。2023年1月4日发布公告完成标的资产过户。公司原本合计产能为1054万吨/年，此次收购后在产产能上升至1624万吨，较原有水平提升54%。据公司公告，2022年公司煤炭生产量为1494.02万吨，同比+0.78%；煤炭销售量为1415.41万吨，同比-7.07%；吨煤售价719.14元/吨，同比+36.07%；吨煤成本282.75元/吨，同比+23.26%；吨煤毛利436.39元/吨，同比+45.89%。近两年公司不断调整产品结构和销售结构，积极开拓配焦煤市场，据Wind公开投资者交流信息，目前魏家地矿（300万吨/年）部分煤种可替代配焦煤使用，王家山矿（330万吨/年）部分煤种可用作喷吹煤，在建矿景泰煤业（90万吨/年）煤炭资源同样以焦煤为主，此外已收购的窑煤集团亦具备焦煤矿，销售结构的调整以及窑煤并表均有望对上市公司综合吨煤售价提升起到促进作用，进一步增强业绩弹性。

更名“甘肃能化”，继续探索煤炭产业链纵向延伸：据公司公告，近年来，公司及下属企业拓展增加了热电联产、化肥、建筑施工、光伏风电等业务，逐步向煤、电、化、建、新能源一体化新型能源企业迈进。为了更好体现公司未来发展规划，准确反映公司控制权关系，使公司名称更加贴合公司实际情况，公司变更公司全称为“甘肃能化股份有限公司”，证券简称变更为“甘肃能化”。

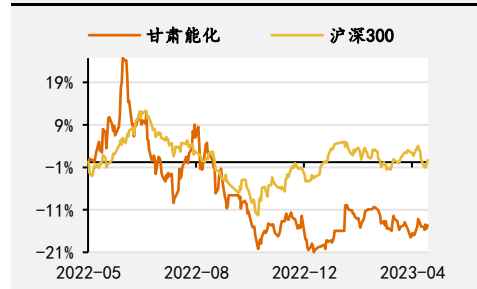
1) 煤化工：2020年发行可转债布局煤化工，用于填补省内尿素供给持续存在的缺口，预计2023年一期35万吨尿素、30万吨合成氨及其它化工品投产。2023年4月公司发布公告，为充分利用公司煤炭资源，发展附加值高、潜在市场需求大的化工产品，公司拟启动建设该项目二期工程，项目总投资20.47亿元。**2) 火**

投资评级	增持-A 维持评级
6个月目标价	3.68元
股价(2023-04-28)	3.37元

交易数据

总市值(百万元)	15,539.23
流通市值(百万元)	8,440.52
总股本(百万股)	4,611.05
流通股本(百万股)	2,504.61
12个月价格区间	3.12/4.93元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.4	5.2	-9.4
绝对收益	0.3	1.5	-6.6

周喆 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003

zhouzhe1@essence.com.cn

相关报告

资产注入赋能靖煤，多点布局探索产业链纵向延伸 2022-12-04

电：2022 年电力业务毛利率为-12.21%，同比上年缩减 13.56 个百分点。

■ **投资建议：**考虑公司成功收购窑煤集团，实现业绩增厚，后续在建煤矿投产贡献产能增量，同时煤、电、化、建、新能源一体多元发展，成长可期。预计公司 2023 年-2025 年的收入分别为 136.24 万元、146.17 万元、153.18 万元，增速分别为 11.1%、7.3%、4.8%；净利润分别为 35.45 亿元、36.41 亿元、38.17 亿元，增速分别为 11.9%、2.7%、4.8%。维持增持-A 投资评级，6 个月目标价为 3.68 元。

■ **风险提示：**政策推进不及预期；项目建设不及预期；资产注入进度不及预期；煤炭价格波动；生产安全风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	4,841.2	12,261.3	13,624.4	14,617.2	15,317.9
净利润	723.9	3,169.0	3,544.8	3,641.4	3,817.2
每股收益(元)	0.16	0.69	0.77	0.79	0.83
每股净资产(元)	1.85	2.80	3.27	3.89	4.50

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	21.5	4.9	4.4	4.3	4.1
市净率(倍)	1.8	1.2	1.0	0.9	0.7
净利润率	15.0%	25.8%	26.0%	24.9%	24.9%
净资产收益率	8.5%	24.6%	23.5%	20.3%	18.4%
股息收益率	2.2%	0.0%	8.0%	8.2%	9.8%
ROIC	14.0%	86.8%	46.4%	26.2%	38.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,841.2	12,261.3	13,624.4	14,617.2	15,317.9	成长性					
减:营业成本	3,364.4	6,505.5	7,275.6	7,844.0	8,205.5	营业收入增长率	31.3%	153.3%	11.1%	7.3%	4.8%
营业税费	207.6	445.0	494.6	529.1	554.5	营业利润增长率	75.1%	301.1%	13.9%	0.0%	6.2%
销售费用	32.2	95.7	104.9	111.1	116.4	净利润增长率	62.7%	337.7%	11.9%	2.7%	4.8%
管理费用	212.7	878.6	976.9	1,045.1	1,095.2	EBITDA 增长率	65.0%	205.7%	15.0%	0.4%	8.4%
研发费用	81.7	267.2	295.6	315.7	330.9	EBIT 增长率	55.3%	329.0%	20.1%	-4.1%	5.0%
财务费用	40.7	234.8	749.2	544.2	518.1	NOPLAT 增长率	67.2%	343.0%	23.4%	-1.8%	3.7%
资产减值损失	-9.1	-78.0	-	-	-	投资资本增长率	-28.6%	130.6%	73.7%	-28.8%	26.6%
加:公允价值变动收益	-0.9	-0.2	509.1	-	-	净资产增长率	3.4%	50.9%	16.5%	18.5%	15.2%
投资和汇兑收益	20.0	18.0	15.0	25.0	20.0						
营业利润	930.4	3,732.1	4,251.7	4,252.9	4,517.4	利润率					
加:营业外净收支	-14.4	-10.3	-19.0	-6.0	-13.0	毛利率	30.5%	46.9%	46.6%	46.3%	46.4%
利润总额	916.0	3,721.8	4,232.7	4,246.9	4,504.4	营业利润率	19.2%	30.4%	31.2%	29.1%	29.5%
减:所得税	190.9	526.8	677.2	594.6	675.7	净利润率	15.0%	25.8%	26.0%	24.9%	24.9%
净利润	723.9	3,169.0	3,544.8	3,641.4	3,817.2	EBITDA/营业收入	35.8%	43.2%	44.8%	41.9%	43.3%
						EBIT/营业收入	20.1%	34.0%	36.7%	32.8%	32.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	240	165	226	225	220
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-15	-68	-31	-21	-33
货币资金	4,636.2	7,567.8	5,449.8	6,467.7	6,235.4	流动资产周转天数	577	279	295	276	269
交易性金融资产	1,815.8	1,290.9	1,900.0	2,000.0	2,000.0	应收帐款周转天数	33	17	33	33	33
应收帐款	353.8	807.9	1,689.9	989.9	1,818.4	存货周转天数	16	10	12	12	12
应收票据	0.9	2.5	678.7	136.4	215.6	总资产周转天数	1,039	611	726	684	659
预付帐款	107.6	88.8	110.5	124.7	114.8	投资资本周转天数	350	191	327	332	298
存货	149.0	538.8	350.4	608.3	394.6						
其他流动资产	815.6	797.8	1,032.5	882.0	904.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.5%	24.6%	23.5%	20.3%	18.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.0%	11.8%	12.8%	13.2%	13.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	14.0%	86.8%	46.4%	26.2%	38.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	3,176.6	8,076.9	9,012.2	9,231.6	9,462.4	销售费用率	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
在建工程	751.9	1,758.6	1,860.7	1,751.6	1,854.0	管理费用率	4.4%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
无形资产	2,017.8	5,242.5	5,008.8	4,775.0	4,541.3	研发费用率	1.7%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
其他非流动资产	587.2	1,007.6	667.2	780.7	804.8	财务费用率	0.8%	1.9%	5.5%	3.7%	3.4%
资产总额	14,412.4	27,180.1	27,760.6	27,747.7	28,345.2	四费/营业收入	7.6%	12.0%	15.6%	13.8%	13.5%
短期债务	-	2,146.7	4,346.2	-	-	偿债能力					
应付帐款	1,098.0	3,521.5	998.8	3,943.7	1,421.2	资产负债率	38.7%	51.0%	44.1%	33.7%	25.2%
应付票据	-	96.7	32.6	29.7	57.2	负债权益比	63.3%	104.0%	78.8%	50.8%	33.7%
其他流动负债	1,414.3	2,375.9	1,649.3	1,809.4	1,936.9	流动比率	3.14	1.36	1.60	1.94	3.42
长期借款	-	1,526.2	1,785.4	-	-	速动比率	3.08	1.30	1.55	1.83	3.31
其他非流动负债	3,071.7	4,188.8	3,422.0	3,560.9	3,723.9	利息保障倍数	23.83	17.74	6.68	8.82	9.72
负债总额	5,584.1	13,855.8	12,234.3	9,343.6	7,139.3	分红指标					
少数股东权益	305.0	430.1	440.7	451.7	463.2	DPS(元)	0.07	-	0.27	0.28	0.33
股本	2,350.9	4,611.0	4,611.0	4,611.0	4,611.0	分红比率	47.1%	0.0%	35.0%	35.0%	40.0%
留存收益	5,510.4	7,670.4	10,474.5	13,341.4	16,131.8	股息收益率	2.2%	0.0%	8.0%	8.2%	9.8%
股东权益	8,828.4	13,324.3	15,526.3	18,404.1	21,206.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
净利润	723.9	3,169.0	3,544.8	3,641.4	3,817.2	EPS(元)	0.16	0.69	0.77	0.79	0.83
加:折旧和摊销	763.7	1,141.1	1,096.4	1,323.4	1,600.5	BVPS(元)	1.85	2.80	3.27	3.89	4.50
资产减值准备	9.1	78.0	-	-	-	PE(X)	21.5	4.9	4.4	4.3	4.1
公允价值变动损失	0.9	0.2	509.1	-	-	PB(X)	1.8	1.2	1.0	0.9	0.7
财务费用	80.6	312.1	749.2	544.2	518.1	P/FCF	7.9	10.4	-30.7	7.8	19.2
投资收益	-20.0	-18.0	-15.0	-25.0	-20.0	P/S	3.2	1.3	1.1	1.1	1.0
少数股东损益	1.2	26.0	10.7	11.0	11.5	EV/EBITDA	2.0	2.0	2.7	1.4	1.4
营运资金的变动	2,101.2	2,260.7	-5,528.5	4,285.0	-2,905.0	GAGR(%)	71.4%	6.2%	99.8%	71.4%	6.2%
经营活动产生现金流量	2,391.6	5,065.0	366.7	9,779.9	3,022.3	PEG	0.3	0.8	-	0.1	0.7
投资活动产生现金流量	-2,457.5	-2,536.2	-3,003.2	-1,275.0	-1,680.0	ROIC/WACC	1.2	7.3	3.9	2.2	3.2
融资活动产生现金流量	-607.3	-1,276.7	518.4	-7,487.0	-1,574.6	REP	0.8	0.2	0.3	0.4	0.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034