

**投资评级 优于大市 维持**

# 煤炭业务成本可控盈利稳健, 化工业务投产放量改善可期

**股票数据**

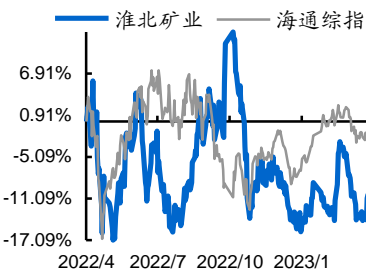
04月03日收盘价(元)	13.59
52周股价波动(元)	12.62-17.83
总股本/流通A股(百万股)	2481/2481
总市值/流通市值(百万元)	33717/33717

**相关研究**

《煤炭业务价稳量减, 可转债助推产业链延伸》2022.10.29

《煤炭业务量价齐升, 积极延伸绿色建材及煤化工产业链》2022.08.26

《精煤占比显著提升, 各板块业务稳健增长》2022.04.02

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.0	2.3	3.3
相对涨幅(%)	-5.0	3.5	-2.0

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:**

- **2022年归母净利润同比+43%, 22Q4环比+8.3%**。2022年公司实现营收/归母净利润 690.6/70.1 亿元, 同比+5.5%/42.8%, 扣非净利 69.7 亿元, 同比+47.7%。Q4 单季, 公司归母净利润 17.9 亿元, 同比+60.1%, 环比+8.3%。
- **Q4 煤炭业务环比量价齐跌, 成本管控有效盈利稳健**。1) **产销量**: 22 年公司商品煤产/外销量 2290/1882 万吨, 同比+1.5%/-4.7%, 其中焦煤产/销量 1129/1121 万吨, 同比+6.7%/2.7%。Q4 单季商品煤产量 494 万吨, 同比/环比-21.1%/-10.6%, 外销量 358 万吨, 同比/环比-27.5%/-24.9%, 我们认为产销量环比下滑或因生产接续问题。2) **售价**: 22 年商品煤综合售价 1160 元/吨, 同比+44.0%, 其中 Q4 单季售价 1034 元/吨, 环比/同比-14.1%/+3.5%。3) **成本**: 22 年单位综合成本 588 元/吨, 同比+23.4%。4) **毛利率**: 22 年煤炭业务毛利率 49.32%, 同比+8.46pct。公司陶忽图项目(产能 800 万吨, 权益比例 51%) 已获国家发改委核准, 截至 22 年末工程进度 2.92%, 有利于加大公司煤炭资源储备力度, 远期成长可期。
- **原料煤价格高居不下拖累焦化业绩, 50 万吨甲醇项目 Q4 贡献产量增量**。1) **焦炭**: 22 年公司焦炭产/销量 369/375 万吨, 同比-9.9%/-8.1%, 销售均价 2901 元/吨, 同比+9.6%, 原料煤采购均价 2151 元/吨, 同比+34.3%。Q4 单季, 焦炭销量 99 万吨, 环比+21.7%, 售价/原料煤采购均价 2587/2151 元/吨, 环比-3.9%/+0.4%, 焦化盈利进一步下滑。2) **甲醇**: 22 年甲醇产/销量 37.7/36.2 万吨, 同比+9.9%/+5.1%, 销售均价 2330 元/吨, 同比+3.1%。Q4 单季, 甲醇销量 12.5 万吨, 环比+69.7%, 售价 2308 元/吨, 环比+6.3%, 主要受益于焦炉煤气综合利用制甲醇项目投产新增甲醇产能 50 万吨/年, Q4 贡献产量 5.43 万吨。3) **煤化工分部**: 22 年公司煤化工分部实现收入/成本 130.7/92.3 亿元, 同比+3.8%/+22.1%, 实现毛利 38.4 亿元, 同比-23.7%; 毛利率水平 29.38%, 同比-10.6pct, 主要受原料煤价格持续高位拖累焦化业务。
- **积极延伸绿色建材产业链, 加快化工延链项目**。公司持续推动化工产业提档升级, 加快实施延链项目, 22 年 9 月年产 50 万吨甲醇顺利投产, 另外有在建弛放气制备车用高纯氢项目、甲醇综合利用制乙醇项目、10 万吨/年 DMC 项目, 预计分别于 23 年 7 月、23 年 12 月、24 年 10 月投产。公司聚焦煤炭主业升级改造、高端化工向新材料延伸、新能源、新型建筑、智慧物流五大方向, 有望打造成为国内一流的能源化工示范企业。
- **盈利预测与估值**。我们认为公司煤焦一体化, 盈利兼具稳定及弹性。我们预计公司 23~25 年归母净利润为 78.6/82.6/85.0 亿元, EPS 为 3.17/3.33/3.43 元, 根据可比公司估值, 给予公司 23 年 5.5~6.5 倍的 PE, 对应合理价值区间为 17.43~20.60 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)	65526	69225	71054	71521	71391
(+/-)YoY(%)	25.1%	5.6%	2.6%	0.7%	-0.2%
净利润(百万元)	4908	7010	7864	8264	8499
(+/-)YoY(%)	41.5%	42.8%	12.2%	5.1%	2.8%
全面摊薄 EPS(元)	1.98	2.83	3.17	3.33	3.43
毛利率(%)	20.0%	23.3%	24.3%	24.7%	24.9%
净资产收益率(%)	18.0%	21.0%	20.2%	18.5%	16.8%

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 分业务盈利预测表

		2022	2023E	2024E	2025E
煤炭	销量 (万吨)	1882	2000	2100	2150
	YOY	-4.73%	6.25%	5.00%	2.38%
	价格 (元/吨)	1160	1120	1060	1028
	YOY	43.95%	-3.46%	-5.35%	-3.02%
	收入 (亿元)	218.3	224.0	222.6	221.0
	YOY	37.13%	2.57%	-0.62%	-0.71%
焦化	毛利率	49.32%	46.42%	45.27%	45.52%
	焦炭销量 (万吨)	375	400	410	420
	YOY	-8.05%	6.73%	2.50%	2.44%
	价格 (元/吨)	2725	2875	2700	2550
	YOY	0.02%	5.51%	-6.09%	-5.56%
	焦化总收入 (亿元)	108.7	115.0	110.7	107.1
其他	YOY	0.82%	5.78%	-3.74%	-3.25%
	毛利率	3.59%	9.79%	8.44%	7.84%
	收入 (亿元)	365.2	371.6	381.9	385.8
总计	YOY	-4.73%	1.75%	2.79%	1.01%
	毛利率	13.62%	15.53%	17.37%	17.75%
	营业总收入 (亿元)	692.2	710.5	715.2	713.9
	YOY	6.44%	2.64%	0.66%	-0.18%
	毛利率	23.31%	24.34%	24.67%	24.86%

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	2023E	2023E
<b>焦煤公司</b>										
601699.SH	潞安环能	22.19	-	4.96	5.06	-	4.5	4.4	19.82	1.12
000983.SZ	山西焦煤	11.08	2.03	2.15	2.25	5.4	5.2	4.9	7.48	1.48
000937.SZ	冀中能源	6.94	1.30	1.67	1.52	5.3	4.2	4.6	6.96	1.00
601666.SH	平煤股份	10.40	-	2.78	2.95	-	3.7	3.5	11.12	0.94
600395.SH	盘江股份	7.23	1.02	1.18	1.34	7.1	6.1	5.4	5.36	1.35
	平均					6.0	4.7	4.6		1.18
<b>焦炭公司</b>										
600997.SH	开滦股份	7.02	-	-	-	-	-	-	9.33	0.75
600740.SH	山西焦化	5.57	1.26	1.39	1.54	4.4	4.0	3.6	6.92	0.80
601015.SH	陕西黑猫	4.80	-	-	-	-	-	-	4.54	1.06
603113.SH	金能科技	10.24	-	-	-	-	-	-	-	-
	平均					4.4	4.0	3.6		0.87

注: 收盘价为 2023 年 4 月 3 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>69225</b>	<b>71054</b>	<b>71521</b>	<b>71391</b>
每股收益	2.83	3.17	3.33	3.43	营业成本	53091	53763	53877	53642
每股净资产	13.46	15.68	18.01	20.41	毛利率%	23.3%	24.3%	24.7%	24.9%
每股经营现金流	6.72	4.36	4.83	4.92	营业税金及附加	894	782	751	714
每股股利	0.00	0.95	1.00	1.03	营业税金率%	1.3%	1.1%	1.1%	1.0%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	188	178	179	178
P/E	4.81	4.29	4.08	3.97	营业费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
P/B	1.01	0.87	0.75	0.67	管理费用	4388	4228	4148	4034
P/S	0.49	0.47	0.47	0.47	管理费用率%	6.3%	6.0%	5.8%	5.7%
EV/EBITDA	2.80	3.04	2.50	1.97	EBIT	9039	10328	10778	11039
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.4%</b>	<b>7.6%</b>	财务费用	633	639	644	644
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
毛利率	23.3%	24.3%	24.7%	24.9%	资产减值损失	-245	-200	-100	-20
净利润率	10.1%	11.1%	11.6%	11.9%	投资收益	100	200	150	100
净资产收益率	21.0%	20.2%	18.5%	16.8%	<b>营业利润</b>	<b>8633</b>	<b>9989</b>	<b>10484</b>	<b>10775</b>
资产回报率	8.3%	8.7%	8.5%	8.3%	营业外收支	-376	-250	-250	-250
投资回报率	15.0%	15.1%	14.2%	13.5%	<b>利润总额</b>	<b>8257</b>	<b>9739</b>	<b>10234</b>	<b>10525</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	13360	11898	12403	12719
营业收入增长率	5.6%	2.6%	0.7%	-0.2%	所得税	1118	1461	1535	1579
EBIT 增长率	29.5%	14.3%	4.4%	2.4%	有效所得税率%	13.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	42.8%	12.2%	5.1%	2.8%	少数股东损益	129	414	435	447
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>7010</b>	<b>7864</b>	<b>8264</b>	<b>8499</b>
资产负债率	54.8%	51.4%	48.3%	45.1%					
流动比率	0.78	0.93	1.09	1.24	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.64	0.79	0.97	1.13	货币资金	8453	11719	16932	21787
现金比率	0.31	0.45	0.63	0.80	应收账款及应收票据	2566	2823	2743	2640
<b>经营效率指标</b>					存货	2775	2946	2657	2351
应收帐款周转天数	8.27	8.50	8.00	7.50	其它流动资产	7248	6885	6943	6993
存货周转天数	19.07	20.00	18.00	16.00	流动资产合计	21041	24373	29275	33772
总资产周转率	0.82	0.79	0.74	0.69	长期股权投资	1121	1121	1121	1121
固定资产周转率	1.75	1.77	1.78	1.80	固定资产	39598	40198	40248	39748
					在建工程	2047	3547	4547	5547
					无形资产	15737	16567	17392	18212
					非流动资产合计	62995	65925	67800	69120
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>84035</b>	<b>90297</b>	<b>97075</b>	<b>102892</b>
净利润	7010	7864	8264	8499	短期借款	1960	1000	1000	1000
少数股东损益	129	414	435	447	应付票据及应付账款	12342	12815	13137	13374
非现金支出	4554	1770	1725	1700	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	779	726	787	804	其它流动负债	12589	12420	12655	12839
营运资金变动	4197	38	768	759	流动负债合计	26891	26234	26792	27213
<b>经营活动现金流</b>	<b>16669</b>	<b>10811</b>	<b>11979</b>	<b>12210</b>	长期借款	6079	7079	7079	6079
资产	-6867	-4750	-3750	-3250	其它长期负债	13063	13063	13063	13063
投资	-1068	0	0	0	非流动负债合计	19142	20142	20142	19142
其他	87	200	150	100	<b>负债总计</b>	<b>46033</b>	<b>46376</b>	<b>46934</b>	<b>46355</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-7848</b>	<b>-4550</b>	<b>-3600</b>	<b>-3150</b>	实收资本	2481	2481	2481	2481
债权募资	8073	40	0	-1000	归属于母公司所有者权益	33390	38895	44680	50629
股权募资	84	0	0	0	少数股东权益	4613	5026	5461	5909
其他	-13696	-3035	-3166	-3204	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>84035</b>	<b>90297</b>	<b>97075</b>	<b>102892</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-5539</b>	<b>-2996</b>	<b>-3166</b>	<b>-4204</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>3282</b>	<b>3266</b>	<b>5213</b>	<b>4856</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 03 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/电力设备及新能源

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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。