

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 能源行业分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

纵向延伸打造强韧业绩, 稳健经营助力穿越周期

2023年3月29日

事件: 3月28日公司发布2022年报, 2022年公司实现营业收入690.62亿元, 同比上升5.52%; 实现归母净利润70.10亿元, 同比增长42.83%; 扣非后归母净利润为69.71亿元, 同比增长47.68%; 经营活动产生的现金流量为166.70亿元。ROE为21.0%, 较2021年18.0%同比提高3.0pct, ROA为8.3%, 较2021年的6.7%提高2.4pct; 基本每股收益2.83元, 同比增加0.79元/股, 分红率37.16%。

2022Q4公司实现营业收入117.48亿元, 同比下降28.55%, 主要是四季度商品煤销量下滑(同比-27.5%); 归母净利润17.92亿元, 同比增长57.53%; 扣非后归母净利润为16.19亿元, 同比增长52.59%, 主要受到四季度管理费用大幅下降(同比-36.95%)等因素的影响。

点评:

- **内生成长驱动业绩双提升。煤炭采选业务方面,** 2022年公司商品煤产量2290.28万吨, 同比增长32.73万吨(1.45%); 产量的增加主要来自新建信湖煤矿的产能释放。此外, 部分矿井三季度受到地质问题影响造成的下半年产量收缩, 随着未来生产逐步恢复正常, 商品煤产量有望进一步增加。公司商品煤销量1882.36万吨(不含自用), 同比下降93.52万吨(-4.73%), 主要是公司内部自用量增加。其中, 动力煤销量657.05万吨, 同比增长1.43%, 炼焦煤销量(含自用)1121.19万吨, 同比增长2.72%。公司煤炭产品单位销售成本754.11元/吨, 同比增长23.62%, 主要原因是大宗商品价格上涨导致生产成本有所增加, 以及商品煤销量下降。公司全年煤炭采选业务实现营业收入218.34亿元, 同比增长33.06%; 毛利率49.32%, 同比增长8.32pct。**煤化工业务方面,** 2022年公司焦炭产量368.92万吨, 同比下降40.72万吨(-9.94%); 焦炭销量374.78万吨, 同比下降32.8万吨(-8.05%), 主要原因是三季度两台湿熄焦炉改造为干熄焦, 甲醇产量37.65万吨, 同比增长3.38万吨(9.86%); 甲醇销量36.18万吨, 同比增长1.74万吨(5.05%), 增量为新投产50万吨甲醇项目增产5万吨。全年公司煤化工业务实现营业收入130.72亿元, 同比增长3.78%; 毛利率29.38%, 同比下降10.6pct, 主要是采购外部炼焦焦煤价格增长所致。
- **2023年焦钢产业链或整体向优, 看好公司优质焦煤资源价格韧性与弹性。** 复苏预期下, 房地产数据总体向好, 高炉开工率稳步上升, 钢焦利润逐步改善, 黑色产业链复苏持续, 较大程度缓解了市场悲观情绪。与此同时, 2023年1-2月制造业、基建领域固定资产投资依旧维持较高水平, 叠加当前焦煤、焦炭产品的社会库存水平处于2019年来的历史低位, 我们预计随着未来下游需求持续改善, 焦煤、焦炭价格有望展现较强的价格增长弹性与高位维持的延续性。值得注意的是, 淮北矿区所产焦煤具备高粘结指数、低硫、中高挥发分的特点, 含硫量低, 磷、砷、氯等有害元素含量极少, 更加契合未来高炉大型化和钢铁工业转型发展新趋势, 公司焦煤产品将具有更强的价格弹性与韧性。

- **持续推进强链延链补链战略，打造强韧业绩增长体系。**公司已经形成从煤炭开采、洗选、加工到焦炭冶炼、甲醇生产及煤化工产品加工、煤泥矸石发电为一体的煤炭综合利用产业链条。2019年，公司成立全资子公司碳鑫科技，并以碳基新材料为其核心业务，规划在安徽（淮北）新型煤化工合成材料基地建设百万吨碳基新材料项目；2022年，公司绿色化工新材料研究院揭牌，推动化工产业发展向更高层次迈进。截止2022年底，公司拥有焦炭产能440万吨/年，甲醇产能90万吨/年。煤化工板块营收占比达18.93%。公司正在全面建设的甲醇综合利用制无水乙醇项目，产能为60万吨/年，预计于2023年底建成。2022年年度报告经营计划中，公司再次强调聚力项目建设，力推化工产业延链，深耕“绿色矿山”“绿色建材”产业，未来公司将持续推动煤炭清洁高效利用以及化工板块的“延链强链补链”战略，延长公司产品链条，煤化工营收占比逐步提高，增强公司盈利的稳定性与对抗周期性风险的能力。
- **不断强化内生成长属性，释放区域龙头发展势能。**公司地处华东腹地，靠近经济发达的长三角地区，区域内焦化、钢铁等煤炭下游产业发达，经济发展速度和煤炭需求量、调入量均居全国前列。公司作为华东煤炭龙头，内生成长带来的煤炭与煤化工产能增量可观。**煤炭方面**，公司信湖煤矿产能爬坡，陶忽图800万吨/年6000大卡优质动力煤矿井建设推进顺利，有望于2025年投产。**煤化工方面**，60万吨无水乙醇项目已开工建设，有望于2023年底投产。2022年12月，10万吨/年DMC项目（预计2024年10月完工）与弛放气制备车用高纯氢项目（预计2023年7月完工）开工建设，为公司转型注入强劲动能。此外，旗下全资子公司雷鸣科化年内竞拍获得湖南靖州近9000万吨石灰石资源，进一步增加了砂石骨料储量，加速推进新型建筑及绿色建材项目。总体看，基于焦煤和化工产能稳定增长、焦煤价格中枢有望抬升、煤化工业务随着煤炭清洁高效利用前景可期等因素，公司整体经营业绩和盈利能力有望再上新台阶。
- **深度去化煤炭落后产能，凸显资产质量稳健优异。**公司在供给侧改革期间大力去化落后产能，运营矿井基本为安全生产条件好、盈利水平高的优质煤炭产能。新建矿井中，信湖煤矿主要煤种为焦煤和1/3焦煤。精煤洗出率50%以上，焦煤品质优良，以及待建的陶胡图煤矿为6000大卡的优质动力煤。随着部分煤矿开采条件改善、信湖煤矿稳产达产及陶忽图矿低成本动力煤矿井的投产（预计成本不到现有矿井的一半），将有力降低煤炭开采成本。**精益经营增强动能，提质增效行稳致远。**公司大力实施提质扩量增效行动计划，持续推动矿井智能化改造与减人提效工作，取得显著成效。2022年公司ROA和ROE水平持续提高，人均工效亦不断提升，2022年员工人数同比下降4152人（-8.62%），人均工效由2021年的468.63吨/人提升至2022年520.27吨/人。值得关注的是，公司分红率37.16%，超过公司承诺的30%分红率，体现了高度重视对投资者的合理投资回报，实施积极的利润分配政策，并保持利润分配的连续性和稳定性。
- **盈利预测及评级：**我们看好焦煤行业基本面和公司持续推进煤炭产业强

链、化工产业延链、战新产业补链战略带来的业绩韧性，在钢铁行业转型升级进程中的业绩弹性，以及精益经营带来的强劲动能。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 76.79 亿、86.58 亿、106.39 亿，EPS 分别 3.10/3.49/4.29 元/股；截止 3 月 28 日股价 13.04 元对应 2023-2025 年 PE 分别为 4.21/3.74/3.04 倍；我们看好公司的收益空间和盈利确定性，维持公司“买入”评级。

➤ **风险因素：**国内宏观经济增长严重失速；安全生产风险；产量出现波动的风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	65,526	69,225	73,502	76,727	82,095
增长率 YoY %	25.1%	5.6%	6.2%	4.4%	7.0%
归属母公司净利润(百万元)	4,908	7,010	7,679	8,658	10,639
增长率 YoY%	41.5%	42.8%	9.6%	12.8%	22.9%
毛利率%	20.0%	23.1%	23.5%	24.5%	26.3%
净资产收益率ROE%	18.0%	21.0%	18.7%	18.2%	19.2%
EPS(摊薄)(元)	1.98	2.83	3.10	3.49	4.29
市盈率 P/E(倍)	6.59	4.62	4.21	3.74	3.04
市净率 P/B(倍)	1.19	0.97	0.79	0.68	0.58

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 3 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	16,518	21,041	27,396	35,567	40,063	
货币资金	5,189	8,453	13,515	21,513	24,774	
应收票据	1,028	997	1,449	1,403	1,649	
应收账款	1,762	1,569	2,223	2,033	2,522	
预付账款	489	628	664	684	715	
存货	2,532	2,775	2,680	2,941	3,101	
其他	5,517	6,620	6,865	6,993	7,304	
非流动资产	56,946	62,995	66,911	69,598	72,159	
长期股权投资	1,084	1,121	1,221	1,321	1,421	
固定资产(合计)	36,920	39,598	42,665	45,502	48,113	
无形资产	12,925	15,737	15,837	15,937	16,037	
其他	6,017	6,539	7,188	6,838	6,588	
资产总计	73,464	84,035	94,307	105,165	112,222	
流动负债	28,439	26,891	27,345	31,219	29,831	
短期借款	5,298	1,960	1,460	1,460	1,460	
应付票据	1,684	1,715	1,869	1,985	2,043	
应付账款	9,738	10,627	9,634	12,852	11,316	
其他	11,719	12,589	14,381	14,922	15,012	
非流动负债	13,230	19,142	20,842	20,842	20,842	
长期借款	7,099	6,079	5,779	5,779	5,779	
其他	6,131	13,063	15,063	15,063	15,063	
负债合计	41,668	46,033	48,187	52,061	50,673	
少数股东权益	4,528	4,613	5,051	5,541	6,007	
归属母公司股东权	27,267	33,390	41,069	47,563	55,542	
负债和股东权益	73,464	84,035	94,307	105,165	112,222	

重要财务指标		单位:百万元				
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	65,526	69,225	73,502	76,727	82,095	
同比(%)	25.1%	5.6%	6.2%	4.4%	7.0%	
归属母公司净利润	4,908	7,010	7,679	8,658	10,639	
同比(%)	41.5%	42.8%	9.6%	12.8%	22.9%	
毛利率(%)	20.0%	23.1%	23.5%	24.5%	26.3%	
ROE(%)	18.0%	21.0%	18.7%	18.2%	19.2%	
EPS(摊薄) (元)	1.98	2.83	3.10	3.49	4.29	
P/E	6.59	4.62	4.21	3.74	3.04	
P/B	1.19	0.97	0.79	0.68	0.58	
EV/EBITDA	3.94	2.76	3.10	2.12	1.55	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	65,526	69,225	73,502	76,727	82,095	
营业成本	52,417	53,091	56,135	57,847	60,446	
营业税金及附加	696	894	829	843	902	
销售费用	184	188	220	230	246	
管理费用	3,589	4,388	4,663	4,868	5,209	
研发费用	1,660	1,624	1,835	1,915	2,050	
财务费用	724	633	526	497	449	
减值损失合计	-21	-245	-100	-100	-100	
投资净收益	40	100	73	77	82	
其他	163	372	367	383	410	
营业利润	6,436	8,633	9,634	10,886	13,185	
营业外收支	-171	-376	-196	-248	-273	
利润总额	6,266	8,257	9,439	10,639	12,912	
所得税	879	1,118	1,321	1,489	1,808	
净利润	5,386	7,139	8,117	9,149	11,104	
少数股东损益	479	129	438	491	465	
归属母公司净利	4,908	7,010	7,679	8,658	10,639	
EBITDA	10,054	13,574	11,020	12,370	14,742	
EPS(当年)	2.09	2.83	3.10	3.49	4.29	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	11,053	16,669	9,410	14,662	10,440	
净利润	5,386	7,139	8,117	9,149	11,104	
折旧摊销	2,908	4,321	833	963	1,090	
财务费用	706	641	577	579	579	
投资损失	-40	-100	-73	-77	-82	
营运资金变动	1,991	4,197	-339	3,701	-2,624	
其它	101	472	296	348	373	
投资活动现金流	-5,974	-7,848	-4,972	-3,921	-3,941	
资本支出	-5,369	-6,867	-4,846	-3,898	-3,923	
长期投资	-670	-1,068	-200	-100	-100	
其他	65	87	74	77	82	
筹资活动现金流	-3,119	-5,539	623	-2,743	-3,238	
吸收投资	50	84	0	0	0	
借款	10,346	8,073	-800	0	0	
支付利息或股息	-2,525	-2,507	-577	-2,743	-3,238	
现金净增加额	1,960	3,282	5,062	7,998	3,261	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、煤化工行业的研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡浩颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfei1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。