

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

2023年4月20日

事件: 4月19日公司发布2022年报, 2022年公司实现营业收入118.43亿元, 同比上升21.77%; 其中主营煤炭采选业务收入115.59亿元, 同比增长23.02%。实现归母净利润21.94亿元, 同比增长87.14%。经营活动产生的现金流量为35.35亿元。毛利率为40.67%, 较2021年提高6.27pct; 加权平均净资产收益率为22.22%, 较2021年同比提高5.69pct; 基本每股收益1.107元, 同比增加56.35%。分红率40.11%, 对应4月19日收盘价的股息率5.56%。

4月19日公司发布2023年一季报, 一季度营业收入为28.62亿, 同比下降0.18%; 归母净利润3.50亿元, 同比降低26.89%; 扣非后归母净利润为3.24亿元, 同比降低34.14%。利润下降的主要原因是公司吨煤平均售价降低, 2023Q1吨煤平均售价为797.92元/吨, 较2022Q1吨煤平均售价942.01元/吨降低144.08元/吨(-15.30%)。

点评:

- **2022年量价齐升, 推动业绩增长显著。**2022年公司原煤产量1507.91万吨, 同比增加7.14%; 精煤产量429.75万吨, 同比降低4.15%(由于保供电煤, 公司调整商品结构); 混煤产量693.75万吨, 同比增加16.97%; 公司自产精煤单位售价1995.06元/吨, 同比增加16.97%; 自产混煤单位售价264.35元/吨, 同比增加19.41%; 公司全年煤炭采选业务实现营业收入115.52亿元, 同比增长23.02%; 公司全年营业成本70.39亿元, 同比增长10.76%, 主要增加项为材料费(进尺增加和智能化机械化改造配件投入加大, +25.34%)、职工薪酬(+15.77%)、外购煤成本(+43.27%); 公司管理费用15.68亿元, 同比增加7.25亿元(+86.01%), 主要由于马依公司、恒普公司进入联合试运转, 确认在建工程费用化支出5.28亿元; 毛利率40.07%, 同比增加6.35pct。同比去年, 公司受益于煤炭价格整体上行带来的商品煤售价提升和盈利增厚。
- **2023Q1公司产量同比增加, 吨煤售价降低, 毛利率降低。**2023年一季度, 公司自产精煤108.03万吨, 同比增加4.20万吨(4.04%); 自产混煤181.36万吨, 同比增加23.27万吨(14.72%)。公司吨煤平均售价797.92元/吨, 同比减少144.08元/吨(-15.30%); 吨煤销售成本570.37元/吨, 同比降低16.84元/吨(-2.87%); 吨煤销售毛利227.55元/吨, 同比降低127.23元/吨; 毛利率28.52%, 同比降低9.15pct。
- **西南区域焦煤供给多方面受限, 公司充分享受区域市场红利。**公司作为西南地区焦煤龙头, 盘江矿区焦煤储量占贵州总储量的47%以上, 同时具有低灰分、低硫分、高粘结性的品质优势; 同时随着两广与北方地区钢铁产能向西南地区转移, 区域粗钢产量持续提升, 而受到长距离运输限制, 外地焦煤难以运入形成补充, 造成了西南地区焦煤持续景气, 公司焦煤订单情况较好。经济回暖复苏趋势下, 2023年一季度制造业、

基建领域固定资产投资依旧维持较高水平，叠加当前焦煤、焦炭产品社会库存水平处于 2019 年来的历史低位，下游钢材需求释放，我们预计未来焦煤需求持续稳定，焦煤价格仍将高位运行，公司商品煤销量和综合售价或将持续受益，支撑公司营收与利润水平相对高位。

- **煤炭产能内生外延，公司具有较大成长空间。**2022 年，马依西一井一采区（120 万吨/年）顺利通过联合试运转验收并转为正常生产矿井，公司煤炭产能规模达到 2,220 万吨/年（含代管松河矿），且公司积极开展“一优三减”工作，保障采掘抽生产接续平衡，再度挖潜矿井产能利用率。同时，在建矿井建设稳步推进，发耳二矿西井一期（90 万吨/年）于 2022 年底已进入联合试运转，公司预计马依二采区（120 万吨/年，24 年投产）和杨山煤矿（90 万吨/年，25 年投产）将逐步建成投产，2025 年公司产能将达到 2520 万吨/年。此外，公司控股股东贵州能源集团拥有其他非上市煤炭产能约 2000 万吨/年，按照 2021 年 6 月公司公告的解决同业竞争承诺，这些煤炭产能有望在 2026 年之前有序注入公司体内，不断支撑公司煤炭产能扩大，同时，伴随贵州能源集团的改革重组，资产注入节奏或将加快。
- **贵州能源集团改革重组，公司有望享受政策支持。**贵州作为西南地区唯一煤炭净调入省，承担着西南地区能源保供重任。2022 年 1 月，国务院出台《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》（国发〔2022〕2 号）文件，支持贵州在毕节、六盘水、黔西南布局大型煤炭储备基地，打造西南地区煤炭保供中心。2023 年 3 月，贵州省将盘江煤电集团更名为贵州能源集团，吸收合并贵州乌江能源集团有限责任公司（以下简称“乌江能源集团”）后，注销乌江能源集团。贵州能源集团组建完成后，将围绕建设新型综合能源基地和打造西南地区煤炭保供中心战略定位，打造成为千亿级全国清洁能源供应商和全国一流能源企业。公司作为西南地区最大的煤炭生产企业，承担着西南地区煤炭供应任务，有望获得更大政策支持，同时也作为西南煤、电一体的能源龙头贵州能源集团旗下的核心上市公司，公司在资源、技术、人才等方面也将得到大力支持。
- **煤电一体协同发展，能源转型发展或更可期。**为保障能源供应安全，规避水电大幅下滑风险，贵州省加大煤电和新能源装机建设，并优先向具有煤炭资源优势的能源企业配置指标。公司立足煤炭主业，积极向风光火储一体化综合能源企业转型发展，为企业发展注入新动能。煤电方面，盘江新光 2×66 万千瓦燃煤发电项目有序推进，公司预计于 2024 年上半年建成投产；盘江普定 2×66 万千瓦燃煤发电项目于今年 2 月份完成第一罐混凝土浇注正式进入施工建设期，公司预计 2025 年建成投产。该项目的建成可以有效解决公司动力煤由于发热量波动造成的售价波动，煤电一体化协同发展有望为公司增厚利润、平顺业绩带来显著成效。新能源方面，公司设立五家新能源子公司开展项目前期工作，截至 2022 年底，公司累计获得新能源建设指标 375 万千瓦，在确保手续完备、经济可行的前提下，稳妥推进项目建设。2022 年，公司全资子公司盘江新能源发电（盘州）有限公司启动 3 个光伏项目建设，项目装机容量达 11.85 万千瓦。截至今年 3 月底，已建成并网发电达 2.82 万千瓦，实

现了公司在新能源发电领域的零突破。

- **盈利预测及评级:** 公司作为西南地区焦煤龙头,我们看好焦煤行业基本面和能源改革转型发展下公司未来持续发展潜力。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 24.27 亿、31.24 亿、35.18 亿, EPS 分别 1.13/1.46/1.64 元/股;截止 4 月 19 日股价 7.37 元对应 2023-2025 年 PE 分别为 6.52/5.06/4.50 倍;我们看好公司的收益空间,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)	9,726	11,843	12,959	14,331	15,604
增长率 YoY %	48.2%	21.8%	9.4%	10.6%	8.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,172	2,194	2,427	3,124	3,518
增长率 YoY%	35.3%	87.1%	10.6%	28.7%	12.6%
毛利率%	34.6%	40.6%	40.3%	40.1%	43.1%
净资产收益率 ROE%	16.9%	19.1%	14.0%	15.5%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	0.55	1.02	1.13	1.46	1.64
市盈率 P/E(倍)	13.31	6.57	6.52	5.06	4.50
市净率 P/B(倍)	2.25	1.25	0.91	0.79	0.68

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测;股价为 2023 年 4 月 19 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	5,998	8,394	11,777	12,121	12,067	
货币资金	1,785	4,571	6,815	6,812	6,770	
应收票据	2,941	2,896	3,195	3,919	3,816	
应收账款	341	346	533	517	571	
预付账款	191	18	696	258	266	
存货	280	376	380	427	445	
其他	460	187	158	188	199	
非流动资产	14,504	21,651	24,952	28,340	32,030	
长期股权投资	572	708	708	708	708	
固定资产(合计)	5,748	6,920	7,620	8,623	9,857	
无形资产	1,150	4,535	5,636	6,520	7,477	
其他	7,035	9,488	10,988	12,488	13,988	
资产总计	20,502	30,045	36,729	40,462	44,098	
流动负债	6,600	8,391	9,035	9,708	9,894	
短期借款	2,724	1,616	1,816	2,016	1,955	
应付票据	424	600	637	692	727	
应付账款	2,062	2,707	2,695	3,060	3,182	
其他	1,389	3,469	3,888	3,939	4,030	
非流动负债	5,952	9,070	9,270	9,470	9,670	
长期借款	1,757	3,309	3,509	3,709	3,909	
其他	4,195	5,761	5,761	5,761	5,761	
负债合计	12,552	17,461	18,305	19,178	19,564	
少数股东权益	1,027	1,066	1,117	1,182	1,255	
归属母公司股东权益	6,922	11,517	17,307	20,102	23,279	
负债和股东权益	20,502	30,045	36,729	40,462	44,098	

重要财务指标		单位:百万				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	9,726	11,843	12,959	14,331	15,604	
同比(%)	48.2%	21.8%	9.4%	10.6%	8.9%	
归属母公司净利润	1,172	2,194	2,427	3,124	3,518	
同比(%)	35.3%	87.1%	10.6%	28.7%	12.6%	
毛利率(%)	34.6%	40.6%	40.3%	40.1%	43.1%	
ROE%	16.9%	19.1%	14.0%	15.5%	15.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.55	1.02	1.13	1.46	1.64	
P/E	13.31	6.57	6.52	5.06	4.50	
P/B	2.25	1.25	0.91	0.79	0.68	
EV/EBITDA	6.49	5.91	4.87	4.17	3.85	

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 4 月 19 日收盘价

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	9,726	11,843	12,959	14,331	15,604	
营业成本	6,356	7,040	7,738	8,586	8,878	
营业税金及附加	472	554	648	717	780	
销售费用	19	18	24	25	27	
管理费用	843	1,568	1,361	1,003	1,437	
研发费用	122	185	162	179	211	
财务费用	196	157	165	168	178	
减值损失合计	0	-1	-120	-41	-36	
投资净收益	-195	214	0	0	0	
其他	20	190	173	171	202	
营业利润	1,543	2,723	2,915	3,783	4,259	
营业外收支	-1	-25	0	0	0	
利润总额	1,541	2,699	2,915	3,783	4,259	
所得税	233	459	437	594	668	
净利润	1,308	2,240	2,478	3,189	3,591	
少数股东损益	135	46	50	65	73	
归属母公司净利	1,172	2,194	2,427	3,124	3,518	
EBITDA	2,286	2,862	4,126	4,915	5,366	
EPS(当年)(元)	0.55	1.02	1.13	1.46	1.64	

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	1,679	3,535	3,210	4,678	5,222	
净利润	1,308	2,240	2,478	3,189	3,591	
折旧摊销	372	385	1,100	1,094	1,096	
财务费用	157	177	188	202	212	
投资损失	195	-214	0	0	0	
营运资金变动	-316	904	-696	126	259	
其它	-38	44	141	67	64	
投资活动现金	-1,633	-4,961	-3,222	-3,004	-3,081	
资本支出	-1,522	-3,911	-3,222	-3,004	-3,081	
长期投资	-147	-1,100	0	0	0	
其他	37	50	0	0	0	
筹资活动现金	330	3,098	2,256	-1,676	-2,184	
吸收投资	0	3,500	492	0	0	
借款	1,136	690	400	400	139	
支付利息或股	-599	-1,078	-1,644	-2,076	-2,323	
现金净增加额	376	1,671	2,244	-2	-43	

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	hanqiyue@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	王爽	18217448943	wangshuang3@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	胡洁颖	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	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@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。