

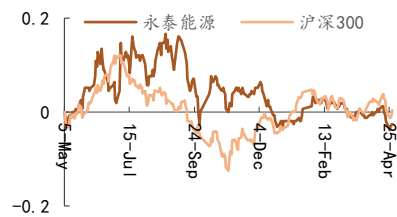
评级： 增持

核心观点

翟绪丽  
首席分析师  
SAC 执证编号：S0110522010001  
zhaixuli@sczq.com.cn  
电话：010-81152683

张飞  
研究助理  
SAC 执证编号：  
zhangfei@sczq.com.cn  
电话：010-81152685

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	1.52
一年内最高/最低价(元)	1.86/1.49
市盈率(当前)	16.87
市净率(当前)	0.76
总股本(亿股)	222.18
总市值(亿元)	337.71

资料来源：聚源数据

相关研究

- 年度业绩预增，高盈利有望保持
- 布局储能技术和研发，产业化更进一步
- 三季报环比大幅增长，产能增长和储能转型稳步推进

- **事件：**公司发布 2022 年年度业绩报告，2022 年实现营业收入 355.56 亿元 (+30.81%)；实现归属于上市公司股东的净利润 19.09 亿元 (+69.30%)，扣非净利润 16.65 亿元 (101.13%)；实现基本每股收益为 0.09 元 (69.09%)。2023 年 Q1 业绩，实现营收 70.68 亿元 (-8.67%)，归母净利润 4.19 亿元 (28.44%)，扣非净利润 4.20 亿元 (33.61%)。
- **煤炭板块 2022 年保持高盈利，23Q1 盈利同比增长。**煤炭板块 2022 年实现营业收入 136.92 亿元 (+26.17%)，占公司收入比例为 38.51%，实现营业利润 83.21 亿元 (31.22%)。产量方面，实现原煤产量 1103.24 万吨 (+2.70%)，精煤产量 336.72 万吨 (1.72%)；销量方面，2022 年公司销售原煤 1101.38 万吨 (+2.81%)，实现销售精煤 338.68 万吨 (+2.14%)。2022 年煤炭销售价格大幅上涨，公司商品煤综合售价为 933 元/吨 (+21.78%)，自产商品煤成本为 346 元/吨 (+11.83%)，自产商品煤实现吨煤毛利 578 元/吨 (+27.71%)，创历史新高，毛利率达到 62.56% (+3.16pct)。23 年 Q1 公司实现原煤产销量为 238.36/241.75 万吨，同比增长 8.86%/9.61%。自 2021 年以来，煤炭价格保持高位水平，未来将继续成为公司业绩的重要支撑点。
- **电力板块亏损扩大，电煤保供政策有望助力电力板块大幅减亏。**2022 年公司电力板块营业收入 157.24 亿元 (+34.88%)，占总营业收入比重为 44.22%。营业亏损 10.80 亿元，同比扩大 4.45 亿元。实现发电量 358.56 亿千瓦时 (+14.75%)；销量方面，销售电量 339.97 亿千瓦时 (+14.75%)。电力销售单价为 0.46 元/千瓦时 (+17.54%)，生产电力成本为 0.41 元/千瓦时 (+19.12%)，公司生产电力单位亏损为 0.03 元/千瓦时。2022 年受电煤供应紧张影响，电力成本中原材料动力煤价格整体大幅上涨导致电力板块出现亏损，是板块亏损加大的主要原因，随着保供电煤履约率不断落实，成本有望下降，价格端，下游电价市场化改革推进，预计电力板块 23 年有望大幅减少亏损。
- **煤炭产能稳步增长，立足主业发力新能源储能。**截至 2022 年末，公司拥有炼焦煤产能合计 1100 万吨/年，公司在建的 600 万吨/年动力煤项目，预计 2026 年三季度具备出煤条件，2027 年实现达产。2022 年公司完成古交地区银字煤矿和福巨源煤矿收购，增加产能 120 万吨/年，已于 2023 年一季度恢复生产。在稳定基本盘增长的同时积极向新能源方向探索，公司聚焦全钒液流电池全产业链，2022 年收购上游优质钒矿资源并设立储能产业发展平台，布局完善相关全钒液流电池专利技术，通过与长沙理工大学储能研究所贾传坤教授合作实现产学研结合，推动全钒液流电池技术产业化落地和商业化运作以及后续相关技术的更新迭代。公司不断加快推进向储能领域转型的发展，有望增强公司核心竞争力，提升公司长期盈利能力。

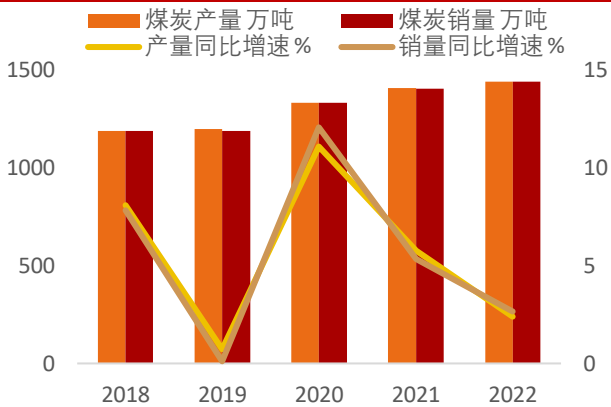
- **盈利预测以及投资评级：**预计公司 2023 年-2025 年归母净利润分别为 23.1/23.3/23.7 亿元，当前股价对应 PE 为 14.6/14.5/14.2 倍。考虑公司煤电一体，经营较为稳定，煤炭产能增长还有较大空间，继续给予公司**增持**评级。
- **风险提示：**经济下行风险，煤炭产销量下滑以及价格超预期下跌，电力业务恢复不及预期、新能源发展不及预期等。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收（亿元）	355.6	362.5	375.1	393.4
营收增速（%）	31.3	1.9	3.5	4.9
净利润（亿元）	19.1	23.1	23.3	23.7
净利润增速（%）	79.4	20.9	1.1	1.6
EPS(元/股)	0.09	0.10	0.11	0.11
PE	17.7	14.6	14.5	14.2

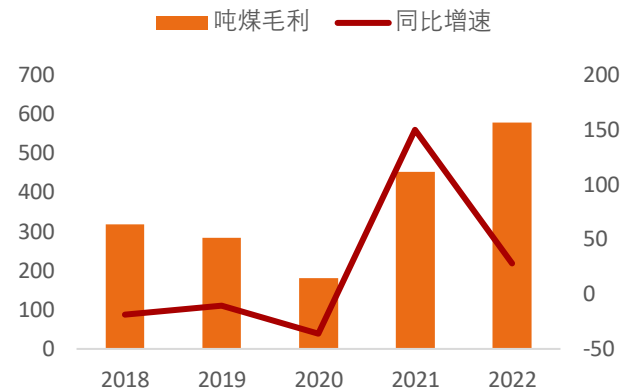
资料来源：Wind，首创证券

图 1 2018-2022 年公司煤炭产销量（万吨，%）



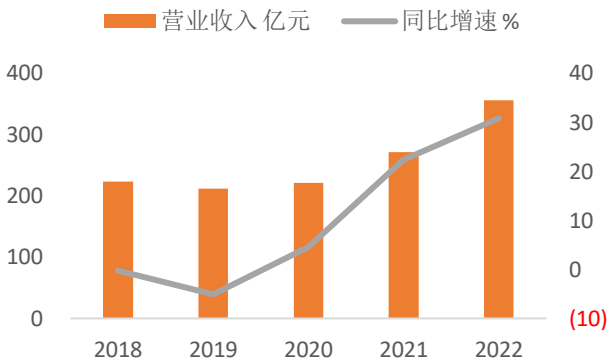
资料来源: Wind, 首创证券

图 2 2018-2022 年公司吨煤毛利润及增速（元/吨，%）



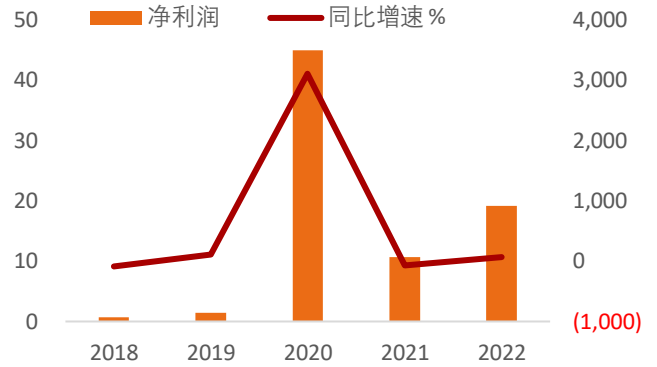
资料来源: Wind, 首创证券

图 3 2018-2022 年营业收入及增速（亿元，%）



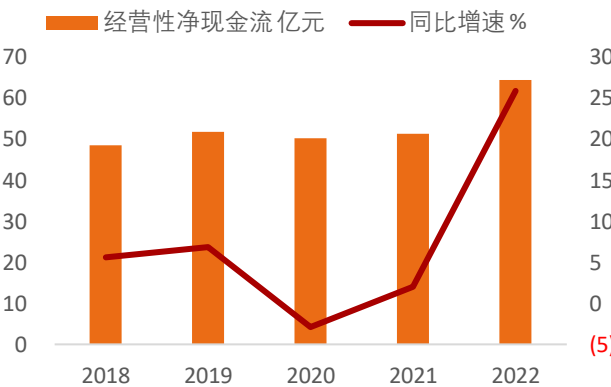
资料来源: Wind, 首创证券

图 4 2018-2022 年净利润及增速（亿元，%）



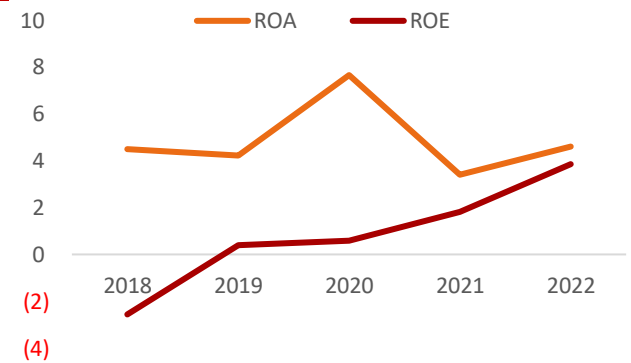
资料来源: Wind, 首创证券

图 5 2022 年经营性净现金流及增速增长（亿元，%）



资料来源: Wind, 首创证券

图 6 2018-2022 年 ROE、ROA 走势（%）



资料来源: Wind, 首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	9384	11661	20352	29446	经营活动现金流	6443	11317	10739	10434
现金	2188	4377	12798	21525	净利润	1909	2308	2334	2371
应收账款	2844	2879	2979	3124	折旧摊销	2382	7162	6616	6127
其它应收款	1815	1850	1915	2008	财务费用	2479	2156	2021	2201
预付账款	426	428	447	469	投资损失	-185	0	0	0
存货	1198	1196	1250	1309	营运资金变动	138	-57	21	-43
其他	386	394	408	428	其它	-281	-252	-252	-222
非流动资产	94478	89321	84710	80588	投资活动现金流	-1889	-2006	-2006	-2006
长期投资	2257	2257	2257	2257	资本支出	-1920	-2005	-2005	-2005
固定资产	29689	30140	30568	30974	长期投资	945	0	0	0
无形资产	55234	49716	44749	40279	其他	-913	-1	-1	-1
其他	1637	1637	1637	1637	筹资活动现金流	-4127	-7122	-313	299
资产总计	103861	100981	105062	110034	短期借款	-815	3200	3200	0
流动负债	20843	13508	13001	13325	长期借款	-1752	2400	3200	-800
短期借款	3215	0	0	0	其他	-1560	-12722	-6713	1099
应付账款	5447	5473	5720	5994	现金净增加额	427	2189	8421	8727
其他	188	189	197	207					
非流动负债	35435	37835	41035	44235	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	16978	19378	22578	25778	成长能力				
其他	52	52	52	52	营业收入	31.3%	1.9%	3.5%	4.9%
负债合计	56278	51343	54035	57560	营业利润	75.2%	20.4%	1.2%	3.0%
少数股东权益	3565	3313	3060	2836	归属母公司净利润	79.4%	20.9%	1.1%	1.6%
归属母公司股东权益	44018	46326	47967	49638	获利能力				
负债和股东权益	103861	100981	105062	110034	毛利率	21.5%	22.6%	21.9%	21.9%
					净利率	5.4%	6.4%	6.2%	6.0%
					ROE	4.3%	5.0%	4.9%	4.8%
					ROIC	4.1%	5.0%	4.7%	4.7%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	偿债能力				
营业收入	35556	36246	37512	39336	资产负债率	54.2%	50.8%	51.4%	52.3%
营业成本	27907	28043	29309	30714	净负债比率	25.0%	20.8%	22.3%	24.2%
营业税金及附加	1046	1160	1200	1259	流动比率	0.45	0.86	1.57	2.21
营业费用	91	127	131	138	速动比率	0.39	0.77	1.47	2.11
研发费用	149	152	158	165	营运能力				
管理费用	1165	1269	1313	1377	总资产周转率	0.34	0.36	0.36	0.36
财务费用	2463	2156	2021	2201	应收账款周转率	10.08	10.68	10.79	10.86
资产减值损失	-189	-18	-19	-20	应付账款周转率	5.60	4.99	5.08	5.09
公允价值变动收益	0	0	0	0	每股指标(元)				
投资净收益	213	0	0	0	每股收益	0.09	0.10	0.11	0.11
营业利润	2759	3322	3361	3463	每股经营现金	0.29	0.51	0.48	0.47
营业外收入	20	40	40	40	每股净资产	1.98	2.09	2.16	2.23
营业外支出	133	200	200	200	估值比率				
利润总额	2646	3162	3201	3303	P/E	17.7	14.6	14.5	14.2
所得税	1017	1107	1120	1156	P/B	0.77	0.73	0.70	0.68
净利润	1629	2055	2081	2147					
少数股东损益	-280	-252	-253	-224					
归属母公司净利润	1909	2308	2334	2371					
EBITDA	6697	12640	11998	11792					
EPS (元)	0.09	0.10	0.11	0.11					

## 分析师简介

翟绪丽，化工行业首席分析师，清华大学化工专业博士，有6年实业工作经验和4年金融从业经验，曾就职于太平洋证券，2022年1月加入首创证券。

张飞，研究助理，中国矿业大学（北京）理学学士、经济学硕士，2年股权投资经验，2021年加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b>		
投资评级分为股票评级和行业评级		
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上 增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间 中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间 减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b>		
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现 中性 行业与整体市场表现基本持平 看淡 行业弱于整体市场表现