

动力煤

甘肃能化（000552.SZ）

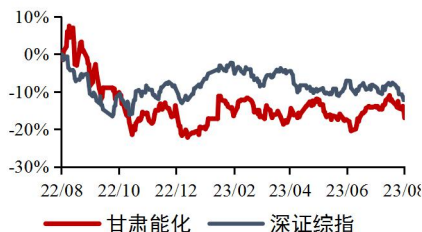
增持-A(首次)

价减量增业绩符合预期，煤、化基建推进成长依然可期

2023年8月17日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年8月17日

收盘价（元）：	3.19
年内最高/最低（元）：	4.37/3.10
流通A股/总股本（亿）：	25.05/46.11
流通A股市值（亿）：	79.90
总市值（亿）：	147.09

基础数据：2023年6月30日

基本每股收益：	0.28
摊薄每股收益：	0.28
每股净资产（元）：	3.09
净资产收益率：	9.01

资料来源：最闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2023年半年度报告：2023年1-6月，公司实现营业总收入57.55亿元，同比-6.97%；实现归母净利润12.80亿元，同比变化-37.96%；基本每股收益0.2776元/股，同比-37.97%。加权平均净资产收益率为9.38%，同比增加6.39个百分点。

事件点评

➢ **煤炭仍是影响业绩主要因素。**公司2022年煤炭板块营收占比83%，毛利占比107.31%；2023H1煤炭板块营收占比77%，毛利占比仍高达97%，即煤炭板块是影响公司业绩主要因素。另外，电力板块随着动力煤原料成本下滑实现扭亏为盈，2023H1电力板块营收占比13.19%，毛利占比0.52%。公司业绩整体符合预期，销售、管理及研发费用分别增长7.62%，3.61%和7.91%，与行业整体表现相符。资产负债率48.39%，比2022年底降低2.59个百分点，利息费用1.35亿元，同比-17.17%，财务负担进一步减轻。

➢ **煤炭板块量增价减，吨煤毛利减少。**2023年尤其Q2以来动力煤及配焦煤价格持续回调，2023Q2秦皇岛港动力煤长协均价717元/吨，同比-0.32%；武威1/3焦煤均价1608元/吨，同比-38.79%。公司动力煤与配焦煤销售占比各40%左右，煤价下跌影响盈利表现。但随着公司对窑煤集团收购完成，公司煤炭产能增加，目前公司生产矿井9座，核定产能合计1624万吨，在建产能合计690万吨（红沙梁露天+井工600万吨，白岩子煤矿90万吨）。2023年H1实现煤炭产量958.50万吨，同比+119.69%；销量806.41万吨，同比+126.76%；折吨煤售价550.59元/吨，同比+14.17%，主要是因为收购了窑街煤电后增加1/3焦煤销售，拉高了整体均价，但吨煤毛利278.76元/吨，受煤价下跌影响，同比-0.23%，煤炭板块毛利率50.63%，同比下跌10.05pct。

➢ **非煤炭板块盈利有所恢复。**2023H1公司实现火力发电量20.22亿度，同比+14.69%；供热364.88万吉焦，同比+10.49%；供汽量53.30万吉焦，同比-28.69%；页岩油实现产量1.14万吨，销量0.87万吨。其中火电收益煤炭原料成本下降，度电成本0.369元/千瓦时，同比-7.11%，电力板块毛利率1.60%，同比扭亏为盈，增长4.68个百分点。

➢ **公司未来看点主要在煤矿投产和刘化化工投产。**1) 窑街煤电基建矿区600万吨/年产能（红沙梁露天+井工各300万吨）建设稳步推进，其中露天煤矿已进入联合试运转，后期产能或继续释放；井工矿也于2022年底开工建设；另外，公司在建矿井还有白岩子煤矿，产能90万吨/年，主要煤种为



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





气煤和 1/3 焦煤,吨煤毛利较高,预计于 2024 年投产后为公司利润贡献增量。  
2) 公司煤化工项目即将投产。全资子公司刘化化工在建的靖远煤电清洁高效气化气综合利用(搬迁改造)项目设计生产规模为年产 2×30 万吨合成氨、2×35 万吨尿素、10 万吨甲醇、2.16 亿 m<sup>3</sup> (H<sub>2</sub>+CO)、6 万吨三聚氰胺、5 万吨尿素硝铵溶液、5 万吨液体 CO<sub>2</sub>、2500 吨催化剂。项目分两期实施,4 月 14 日董事会议案公告二期工程拟启动。根据可研报告,项目建成后预计可实现销售收入 32 亿元,利润 8.5 亿元。该项目是甘肃省内少有的综合类煤化工项目,具有一定的后发优势。

➤ **背靠甘肃能化集团,具备多元化发展潜力。**公司大股东甘肃能化集团是甘肃省省属大型综合能源集团,也是相关类资产的整合平台。集团致力于加快推动产业重组优化,构建“煤电、化工、投融资、勘察设计、非煤矿业”五大产业板块。背靠大股东,公司未来多元化发展或将取得突破,2022 年底公司开工建设 28MW 光伏自发自用工程项目,中报公告 1GW 农光互补智慧能源工程项目已上报国家发改委,等待批复。公司未来逐步向煤、电、化、建、新能源一体化新型能源企业迈进。

#### 投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.53\0.54\0.57 元,对应公司 8 月 16 日收盘价 3.28 元/股,2023-2025 年 PE 分别为 6.2\6.1\5.7 倍,首次覆盖,给予“增持-A”投资评级。

#### 风险提示

➤ 1) **宏观经济增速不及预期风险;**煤炭行业与宏观经济发展密切相关,目前国际环境复杂严峻,国内经济修复面临挑战;2023 年 GDP 不变价累计同比 5.5%,仍低于疫情前水平。国内固定资产投资累计增速 3.8%,其中房地产开发投资累计增速-7.9%,对煤炭需求有所压制;2) **煤炭价格超预期下行风险;**二季度以后国内煤炭均价继续下行,截止 8 月 16 日,甘肃靖远电煤车板价 Q3 均价 710 元/吨,同比-15.2%,环比-13.7%;动力煤长协 Q3 均价 702.5 元/吨,同比-2.3%,环比-2.0%,若后期需求不及预期,则煤价有进一步下行风险;3) **安全生产风险;**煤炭行业为高危行业,甘肃地区地质条件相对较差、煤矿生产系统复杂、各类自然灾害加剧、安全生产基础薄弱,未来或面临一定安全生产风险。同时,电力、化工、基建等产业点多线长面广,安全、环保工作任务也较重。4) **电力价格风险;**公司 2023H1 电力度电均价 0.375 元/千瓦时,同比-13%,随着市场电价改革推荐你,若后期经济需求不及预期,电力售价仍有下行风险。

#### 财务数据与估值:

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,841	12,261	11,304	12,423	13,149
YoY(%)	31.3	153.3	-7.8	9.9	5.8

净利润(百万元)	724	3,169	2,449	2,495	2,638
YoY(%)	62.7	337.7	-22.7	1.9	5.7
毛利率(%)	30.5	46.9	41.2	39.2	38.7
EPS(摊薄/元)	0.16	0.69	0.53	0.54	0.57
ROE(%)	8.2	24.0	16.2	14.6	13.7
P/E(倍)	20.9	4.8	6.2	6.1	5.7
P/B(倍)	1.9	1.2	1.1	0.9	0.8
净利率(%)	15.0	25.8	21.7	20.1	20.1

资料来源：最闻，山西证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**
**资产负债表(百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7879	11094	11606	16332	13917
现金	4636	7568	7412	12428	9619
应收票据及应收账款	293	746	526	674	693
预付账款	108	89	92	107	104
存货	149	539	937	742	1050
其他流动资产	2693	2153	2638	2380	2451
<b>非流动资产</b>	6534	16086	15993	16266	16862
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3177	8077	7924	7751	7991
无形资产	2018	5242	5306	5149	5109
其他非流动资产	1339	2766	2763	3366	3762
<b>资产总计</b>	14412	27180	27599	32598	30779
<b>流动负债</b>	2512	8141	7012	10319	6756
短期借款	0	2147	3122	2870	2236
应付票据及应付账款	925	3188	1011	3765	1332
其他流动负债	1587	2806	2879	3683	3189
<b>非流动负债</b>	3072	5715	5452	5091	4632
长期借款	2094	3269	3006	2645	2186
其他非流动负债	978	2446	2446	2446	2446
<b>负债合计</b>	5584	13856	12464	15409	11388
少数股东权益	305	430	437	446	457
股本	2351	4611	4611	4611	4611
资本公积	2052	2344	2344	2344	2344
留存收益	3458	5326	7333	9353	11503
归属母公司股东权益	8523	12894	14697	16743	18934
<b>负债和股东权益</b>	14412	27180	27599	32598	30779

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2392	5065	837	7695	983
净利润	725	3195	2456	2504	2649
折旧摊销	764	1141	1257	1396	1581
财务费用	41	235	216	187	124
投资损失	-20	-18	-12	-12	-15
营运资金变动	1230	250	-3082	3620	-3355
其他经营现金流	-348	262	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-2457	-2536	-1416	-1526	-2227
<b>筹资活动现金流</b>	-607	-1277	423	-1152	-1565
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.69	0.53	0.54	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	1.10	0.18	1.67	0.21
每股净资产(最新摊薄)	1.76	2.73	3.12	3.56	4.04

**利润表(百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	4841	12261	11304	12423	13149
营业成本	3364	6505	6642	7555	8062
营业税金及附加	208	445	442	490	518
营业费用	32	96	82	93	97
管理费用	213	879	810	890	942
研发费用	82	267	246	271	287
财务费用	41	235	216	187	124
资产减值损失	-11	-189	0	0	0
公允价值变动收益	-1	-0	-0	-0	-0
投资净收益	20	18	12	12	15
<b>营业利润</b>	930	3732	2945	3017	3203
营业外收入	1	64	20	23	27
营业外支出	15	74	26	31	36
<b>利润总额</b>	916	3722	2939	3009	3193
所得税	191	527	483	505	545
<b>税后利润</b>	725	3195	2456	2504	2649
少数股东损益	1	26	7	9	11
<b>归属母公司净利润</b>	724	3169	2449	2495	2638
EBITDA	1755	5105	4419	4599	4906

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	31.3	153.3	-7.8	9.9	5.8
营业利润(%)	75.1	301.1	-21.1	2.4	6.2
归属于母公司净利润(%)	62.7	337.7	-22.7	1.9	5.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	30.5	46.9	41.2	39.2	38.7
净利率(%)	15.0	25.8	21.7	20.1	20.1
ROE(%)	8.2	24.0	16.2	14.6	13.7
ROIC(%)	7.2	17.3	11.6	11.0	10.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	38.7	51.0	45.2	47.3	37.0
流动比率	3.1	1.4	1.7	1.6	2.1
速动比率	2.7	1.2	1.4	1.4	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.6	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	11.9	23.6	17.8	20.7	19.2
应付账款周转率	4.3	3.2	3.2	3.2	3.2
<b>估值比率</b>					
P/E	20.9	4.8	6.2	6.1	5.7
P/B	1.9	1.2	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.5	2.6	3.3	2.0	2.2

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

