

永泰能源 (600157.SH) 重整完成债务问题化解, 煤电主业生产经营稳定

2021年05月29日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 增持 (首次)

张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2021/05/28
当前股价(元)	1.62
一年最高最低(元)	1.92/1.28
总市值(亿元)	359.93
流通市值(亿元)	359.93
总股本(亿股)	222.18
流通股本(亿股)	222.18
近3个月换手率(%)	41.97

● 重整完成债务问题化解, 煤电主业生产经营稳定

永泰能源是 A 股最大的民营上市能源企业, 已发展形成煤电双主业的互补经营格局。2018 年发生债务问题后公司全力进行化解, 并于 2020 年末完成债务重整, 财务状况改善, 短期流动性风险得到释放, 公司得以轻装上阵步入稳定向好的发展新阶段。我们预计 2021/2022/2023 年度分别实现归母净利润 10.33/10.79/11.36 亿元, 同比增长-77.0%/4.4%/5.3%; EPS 分别为 0.05/0.05/0.05 元, 对应当前股价, PE 为 34.8/33.4/31.7 倍。考虑到公司基本面重新步入良性发展, 业绩或将站上新平台, 我们看好公司长期发展。首次覆盖, 给予“增持”评级。

● 重整计划落地, 化解债务问题轻装上阵

2018 年在公司快速扩张发展阶段, 由于融资环境收紧导致债务清偿面临困境, 公司出现债务问题。随之, 公司采取积极措施推进债务问题化解, 同时维持煤电主业生产经营稳定, 为有效解决债务问题创造良好基础。2020 年末, 公司重整计划通过并执行完毕, 对公司本部债权实施留债延期清偿、债转股, 公司的资本结构得到大幅优化, 债转股完成使得资产负债率由重整前的 73% 大幅下降至 56% 的合理水平, 有息负债规模由 2019 年末 665 亿元规模降至 2020 年末 490 亿元; 同时, 困扰公司的高额财务成本问题也得到解决, 2021Q1 公司财务费用共计 4.69 亿元, 同比大幅削减 39%, 财务费用率为 8.65%, 同比大降 8pct。重整计划的顺利执行, 使公司步入稳定向好的发展新阶段。

● 煤电双主业互补发展, 生产经营稳定

煤炭业务: 焦煤资源丰富, 盈利能力强。公司焦煤资源储备丰富, 截至 2020 年末, 公司合计在产产能 930 万吨。煤质优且价格高, 同时吨煤成本较低, 保障了较强的吨煤盈利能力, 拓展了煤炭业务的毛利空间。在山东焦煤去产能以及澳煤进口严格限制背景下, 国内焦煤供给将趋于收紧, 有望支持焦煤价格持续走强, 利好公司以焦煤为主的煤炭板块业绩表现。

电力业务: 装机快速扩张, 注重清洁发展。公司在电力板块快速扩张, 截至 2021Q1, 公司总装机容量 917 万千瓦, 已达到中等电力企业规模。机组主要分布于江苏、河南两个用电大省, 受益下游需求增长。当前公司电力机组单机容量大、技术参数高, 所有在运燃煤机组均实现超低排放, 达到目前国内发电机组先进排放指标水平, 属火电行业的清洁能源, 竞争优势明显。

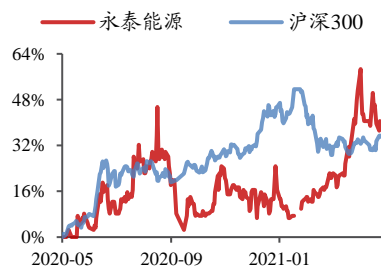
● **风险提示:** 经济增长不及预期; 煤电价格下跌超预期; 融资环境变化。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,187	22,144	22,696	23,116	23,747
YOY(%)	-5.1	4.5	2.5	1.9	2.7
归母净利润(百万元)	140	4,485	1,033	1,079	1,136
YOY(%)	112.6	3099.3	-77.0	4.4	5.3
毛利率(%)	29.6	24.2	23.5	23.6	23.6
净利率(%)	0.7	20.3	4.6	4.7	4.8
ROE(%)	1.0	10.1	2.5	2.5	2.6
EPS(摊薄/元)	0.01	0.20	0.05	0.05	0.05
P/E(倍)	256.8	8.0	34.8	33.4	31.7
P/B(倍)	1.5	0.9	0.8	0.8	0.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

目 录

1、 民营能源企业，多次转型布局煤电联营	4
1.1、 A 股最大民营能源上市公司，债务重组完成轻装上阵	4
1.2、 煤电一体经营，基本面重回正轨	4
2、 煤炭业务：焦煤资源丰富，盈利能力强	6
2.1、 焦煤资源储量较大，具备品质优势	6
2.2、 吨煤成本较低，煤炭盈利能力优于行业	8
2.3、 焦煤供给收紧，利好煤价上涨	10
3、 电力业务：装机快速扩张，注重清洁发展	12
3.1、 布局江苏、河南，机组高质量发展	12
3.2、 机组运营稳健，成本跟随煤价	14
3.3、 江苏河南电力需求增长，售电有保障	15
4、 石化业务：具备区位优势与稀缺性，拟处置用于债务清偿	15
5、 重整计划落地，化解债务问题轻装上阵	16
5.1、 融资环境收紧引发债务问题，公司多措并举解决难题	16
5.2、 重整计划落地，债务问题顺利化解	18
6、 盈利预测与投资建议	19
6.1、 关键假设	19
6.2、 投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级	20
7、 风险提示	21
附：财务预测摘要	22

图表目录

图 1： 公司股权结构属民营背景	4
图 2： 电力业务营收规模平稳增长（亿元）	5
图 3： 电力毛利平稳增长，煤炭毛利呈下降趋势（亿元）	5
图 4： 营收结构中电力业务占比逐渐增加至五成	5
图 5： 毛利结构中电力占比增大，煤炭占比减少	5
图 6： 2017 年后公司营收规模保持平稳	6
图 7： 2020 年公司归母净利润大增，扣费业绩重回正轨	6
图 8： 2020 年公司净现金流重回正值	6
图 9： 2020 年公司 ROE 实现大幅增长	6
图 10： 截至 2020 年末，公司煤炭资源储备主要分布在晋陕蒙疆及澳洲等地区	7
图 11： 2020 年公司煤炭产能利用率高达 106%	8
图 12： 2020 年公司吨煤成本为 322 元/吨（元/吨）	9
图 13： 2020 年煤炭业务成本中制造费用、人工占比最大	9
图 14： 公司吨煤售价在同行中具有相对优势（元/吨）	9
图 15： 公司吨煤成本在同行中具有相对优势（元/吨）	9
图 16： 公司吨煤毛利在同行中具有相对优势（元/吨）	10
图 17： 公司煤炭毛利率在同行中具有相对优势	10
图 18： 2021Q1 国内炼焦煤进口量同比大幅下降	11
图 19： 2021Q1 累计进口澳洲炼焦煤占比已经归零	11
图 20： 2021 年初以来，公司所在产地焦煤价格持续攀升（元/吨）	11

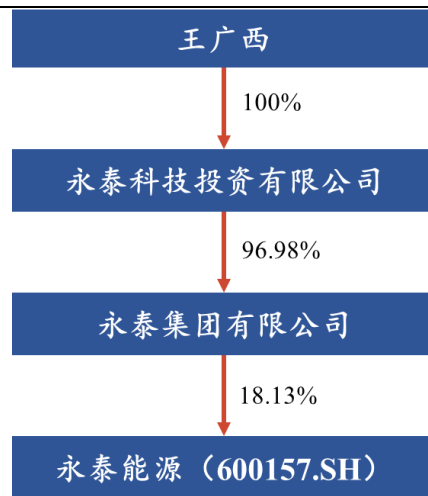
图 21: 近年来公司在运装机容量持续增长 (万千瓦)	13
图 22: 伴随电力业务发展, 公司机组供电耗煤持续下降.....	13
图 23: 2015 年以来公司发售电量稳步增长 (百万千瓦时)	14
图 24: 电力营收平稳增长, 毛利水平稳步回升 (亿元)	14
图 25: 度电成本中燃料成本占比最大, 且于动力煤市场价格走势相近 (元/兆瓦时)	14
图 26: 2019 年江苏与河南两省用电量均位于全国各省市前列 (亿千瓦时)	15
图 27: 江苏与河南两省用电量逐年平稳增长	15
图 28: 华瀛石化项目位于惠州大亚湾石化园区, 地处粤港澳大湾区核心区域.....	16
图 29: 2016 年公司资本支出大幅增长	17
图 30: 2018 年之前公司有息负债规模持续增长	17
图 31: 2020 年债务重整计划完成后资产负债率大降	19
图 32: 2020 年债务重整计划完成后财务费用大降	19
表 1: 公司煤炭资源储量丰富, 主要为优质炼焦煤种	7
表 2: 截至 2020 年末, 公司共有在产产能合计 930 万吨.....	8
表 3: 近年来澳煤进口量在煤炭进口总量及全国煤炭供给中占比较大.....	11
表 4: 截至 2021Q1, 公司总装机容量达 917 万千瓦, 在运装机容量 897 万千瓦.....	12
表 5: 2019 年以来, 公司通过资产处置共计回笼资金约 13.8 亿元.....	17
表 6: 公司重整计划主要采取留债延期清偿、以股抵债等方案.....	18
表 7: 公司盈利预测关键假设	19
表 8: 公司盈利预测及相对估值	21

1、 民营能源企业， 多次转型布局煤电联营

1.1、 A 股最大民营能源上市公司， 债务重组完成轻装上阵

永泰能源股份有限公司(以下简称“永泰能源”或“公司”)成立于1992年7月，于1998年5月在上交所上市，是目前A股最大的民营能源上市公司。公司前身是泰安鲁润股份有限公司，于2009年通过大规模资产收购开始转型进入煤炭行业，并于2011年完成主营业务向煤炭开采的转型，随后于2015年收购华晨电力进军电力行业，已发展成为以煤炭开采与电力生产为支柱产业的综合型能源企业。公司控股股东为永泰集团有限公司，持股比例为18.13%，实际控制人为王广西先生。

图1: 公司股权结构属民营背景

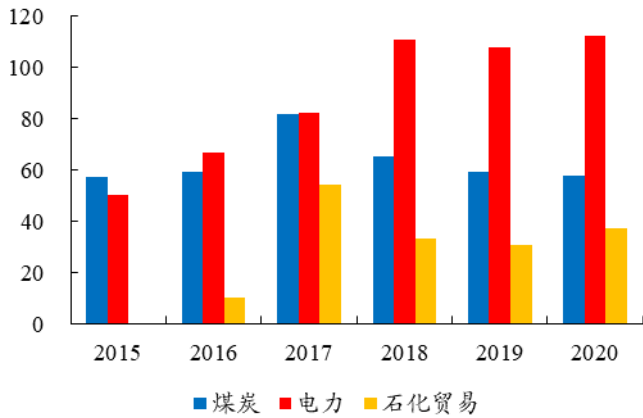


资料来源：公司公告、开源证券研究所

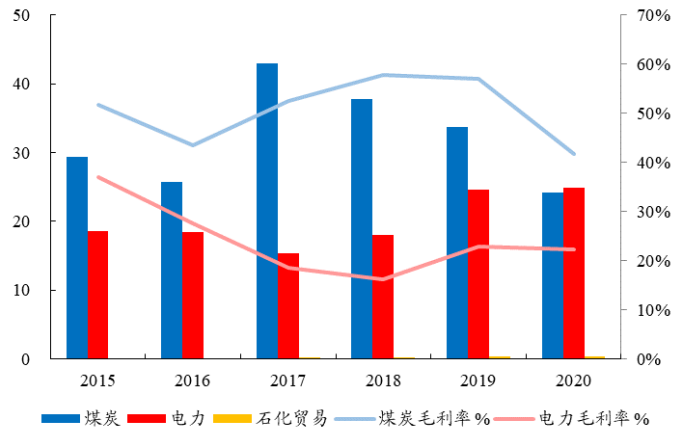
债务重组顺利完成，卸下包袱轻装上阵。公司自2018年债务问题发生以来，全力进行化解，提出并完善债务重组方案，在债委会及管理人的指导下拟定了“以股抵债+留债延期清偿”的重整方案。2020年12月30日，公司收到晋中中院送达的《民事裁定书》，裁定确认公司重整计划执行完毕，并终结公司重整程序，标志着公司推进两年多的债务问题得以解决。同时，公司基本面保持稳健，为积极推进债务重组提供了有利条件。2020年实现归母净利润44.85亿元，同比增长31倍，实现扣非后归母净利润1.95亿元，同比增长113%。在此基础上，公司也顺利实现“摘星”、“摘帽”，脱离退市风险，基本面重回正轨。

1.2、 煤电一体经营， 基本面重回正轨

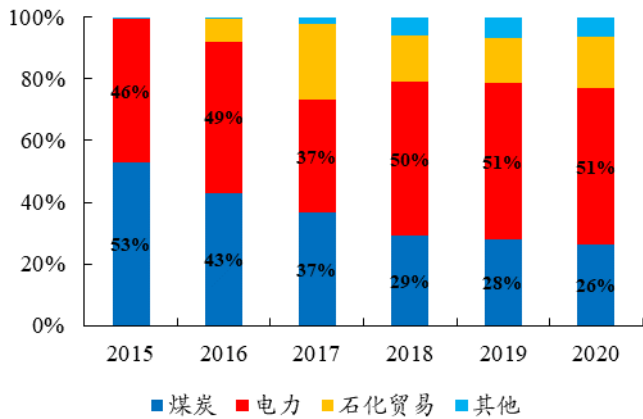
煤炭与电力是支柱业务，电力板块后来居上。2010年至2013年，公司通过对煤矿资源大规模收购进入煤炭行业，经历10年左右发展，煤炭业务仍然是公司的支柱业务之一，2020年煤炭板块毛利占比为45%。但需要注意的趋势是，在煤炭基础上，公司的业务重心逐渐向电力业务转移。2014年，公司开始进行多元化布局，向下游电力行业扩张。2015年，公司收购华晨电力实现煤电联营，带动公司总营收增长，此后2015年-2018年，公司电力业务营收实现了20%以上的年增长率。截至2020年，公司电力板块已成为核心业务，2020年电力营收占比达51%，电力板块毛利占比达47%，首次超越煤炭业务成为公司最主要的盈利驱动。随着公司在电力项目上的进一步投入及在建机组的投产，电力业务的毛利贡献有望进一步提升。

图2: 电力业务营收规模平稳增长 (亿元)


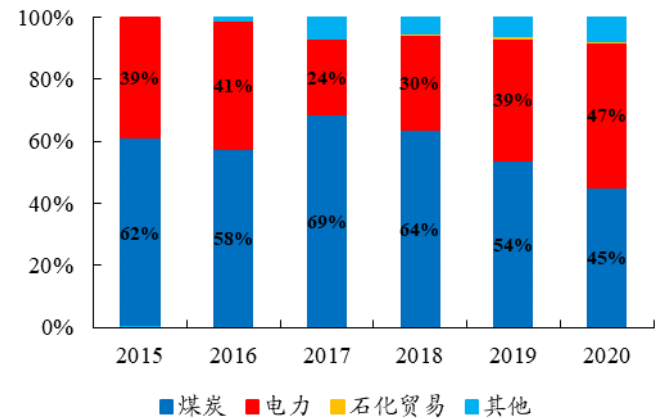
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图3: 电力毛利平稳增长, 煤炭毛利呈下降趋势 (亿元)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图4: 营收结构中电力业务占比逐渐增加至五成


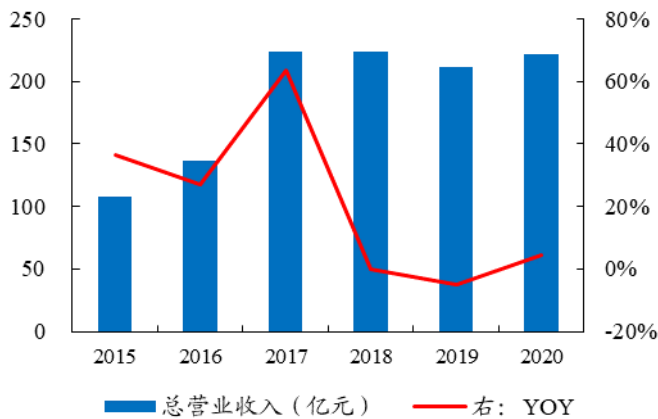
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图5: 毛利结构中电力占比增大, 煤炭占比减少


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2020年, 公司业绩已基本重回正轨。从历史趋势来看, 公司此前在2017年经历过一次业绩飞跃增长, 主要原因在于煤价上涨刺激煤炭板块业绩提升, 同时电力板块快速扩张也增加了公司的盈利增长点, 煤电两方共同贡献了新的业绩平台期。但2018-2019年公司经营面临困境, 一方面公司由于融资环境恶化导致出现债务问题, 融资链条断裂形成资金链困局, 只能承担高额的财务成本费用, 财务费用增长明显, 同时资本投入力度为保障项目可持续性而无法停止支出; 另一方面, 煤价下行压制了煤炭板块盈利, 煤炭毛利率下滑。综合来看, 2018-2019年公司业绩有所下降。但在2020年, 在公司积极努力的解决债务问题的同时, 经营基本面也体现出了充足的稳健性, 虽然煤炭业务遭受疫情下的低煤价打击, 煤炭板块毛利有所下滑, 但电力业务仍表现出了十足的韧性, 实现毛利平稳增长, 充分体现了煤电一体化平滑业绩的优势。整体来看, 公司债务问题已经得到解决, 公司基本面已经重回正轨。2020年公司实现总营业收入221亿元, 同比增长4.5%; 实现归母净利润44.85亿元, 同比增长高达31倍, 其中债务重组收益达47.73亿元; 剔除非经常性损益的影响后, 公司实现扣非后归母净利润1.95亿元, 同比增长113%。同时, 2020年公司实现净现金流5.17亿元, 结束了连续两年的净现金流负值; 盈利性方面, 2020年公司ROE达到17.4%, 同比实现大幅增长。可见2020年公司业绩实现实质性改善。

图6: 2017年后公司营收规模保持平稳



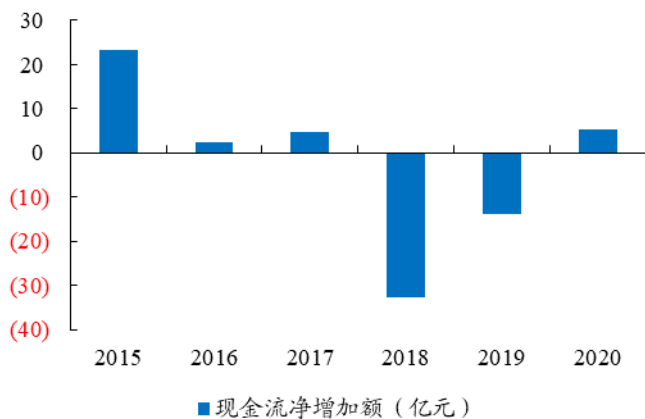
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 2020年公司归母净利润大增,扣非业绩重回正轨



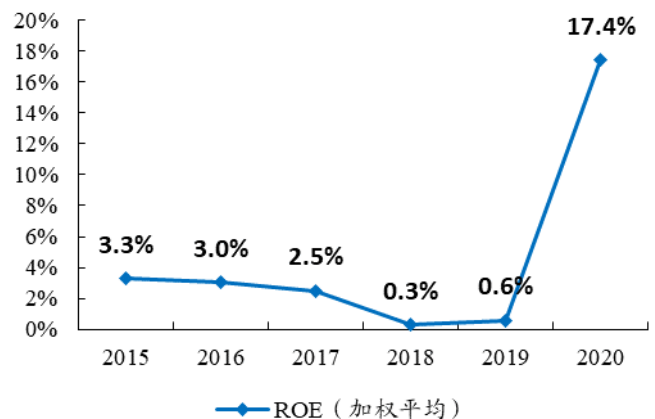
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 2020年公司净现金流重回正值



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 2020年公司ROE实现大幅增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、煤炭业务: 焦煤资源丰富, 盈利能力强

2.1、焦煤资源储量较大, 具备品质优势

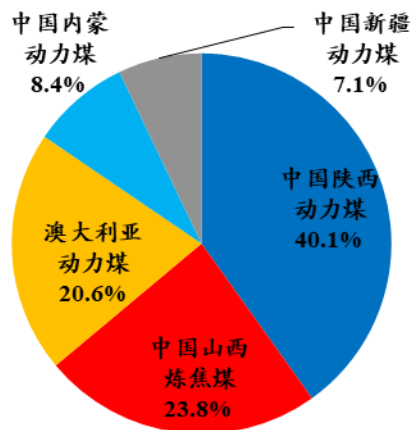
公司煤炭资源储备分布广泛且储量丰富。主要分布于山西、陕西、新疆、内蒙古等主要煤炭产区,公司按照“以山西为核心、以陕蒙为接续、以新疆为储备”的煤炭发展战略对优势产区内的煤炭资源进行储备,同时公司在澳大利亚昆士兰州也有一定的资源储备。截至2020年末,公司共拥有煤炭资源量总计38.38亿吨,其中优质焦煤共计9.14亿吨,优质动力煤资源量共计29.24亿吨,以资源储量规模来看,公司已达到大型煤炭企业规模。

公司主产优质炼焦煤。在产煤炭主要为主焦煤及配焦煤等各类优质炼焦煤种,下游作钢铁冶金用途。公司煤炭产能主要位于国内优质焦煤主产地山西省,具体来看主要分布于晋中灵石和长治沁源地区。灵石地区以中硫主焦煤和肥煤为主,主要特点是高粘结、高流动性、热稳定性好、胶质层含量高。在炼焦过程中作为基础煤使用,起到骨架作用,可有效提高炼焦煤塑性。沁源地区煤炭产品主要是低硫主焦煤和中硫瘦焦煤,低硫主焦具有低灰、特低硫优点,中硫瘦焦煤具有低灰、高强度的特点,为优质炼焦配煤。整体来看,公司炼焦煤产品均具有质优、稀缺和不可替代性等优势。

表1: 公司煤炭资源储量丰富, 主要为优质炼焦煤种

公司名称	矿区位置	煤种	资源量 (亿吨)
华熙矿业	中国山西省灵石县、临汾市、陕西省榆林市、新疆吉木萨尔县; 澳大利亚昆士兰州	焦煤、1/3 焦煤、贫瘦煤、动力煤	19.7
银源煤焦	山西省灵石县	焦煤、肥煤	2.5
康伟集团	山西省沁源县	焦煤、瘦煤	1.5
华晨电力	陕西省榆林市、内蒙古牙克石市	动力煤	14.7
合计			38.4

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图10: 截至 2020 年末, 公司煤炭资源储备主要分布在中国晋陕蒙疆及澳洲等地区


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

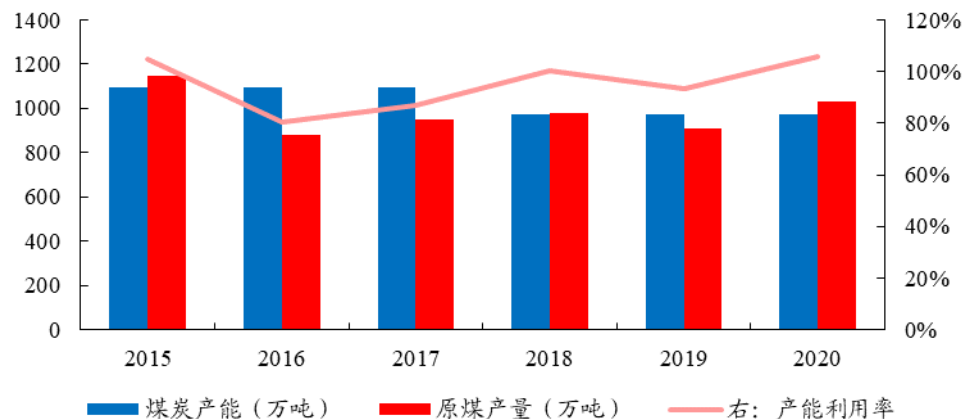
公司合计在产产能 930 万吨。截至 2020 年末, 公司共有煤矿 13 处, 分别归属于子公司华熙矿业、银源煤焦和康伟集团, 核定产能合计 930 万吨。相较于同地区的主要国有上市煤企, 公司的单矿产能规模偏小, 平均单矿产能约 70 万吨。公司产量多年保持在千万吨级水平, 在山西省焦煤行业中排在前列, 在焦煤主产地有一定区域影响力。同时, 公司产能利用率水平较高, 近年来基本可保持 100% 左右的产能利用率。2020 年公司实现原煤产量 1031 万吨, 同比增长 13.1%, 产能利用率高达 106%; 其中精煤产量为 299 万吨, 占比为 29%。

海则滩煤矿 600 万吨产能有望贡献远景增量。产能成长性方面, 公司通过全资子公司裕中能源控股陕西亿华矿业, 其所属的海则滩煤矿拥有保有储量 11.45 亿吨、发热量 6500 大卡以上的优质动力煤资源, 目前处于“探转采”阶段, 设计产能为 600 万吨动力煤产能, 有望于 2021 年内获得项目核准批复。近年来为积极处理债务问题, 公司对部分原处于规划或在建的煤炭资产进行剥离, 其中陕西亿华 70% 股权转让的议案通过了股东大会, 但截至 2020 年末, 因其股权权利受限, 尚未进行公开挂牌。考虑到债务问题已得到妥善解决, 已不存在处置资产压力, 公司有望持续推进海则滩煤矿项目, 以贡献远景产能增量。

表2: 截至 2020 年末, 公司共有在产产能合计 930 万吨

序号	煤矿名称	所属子公司	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	权益比例	煤种	状态
1	荡荡岭	华熙矿业	60	60	100%	焦煤	在产
2	金泰源	华熙矿业	90	81	90%	焦煤	在产
3	集广	华熙矿业	60	60	100%	焦煤	在产
4	柏沟	华熙矿业	60	60	100%	焦煤	在产
5	孙义	华熙矿业	60	60	100%	焦煤	在产
6	银源安苑	银源煤焦	60	60	100%	焦煤	在产
7	银源新生	银源煤焦	60	60	100%	焦煤	在产
8	银源兴庆	银源煤焦	90	90	100%	肥煤	在产
9	银源新安发	银源煤焦	60	60	100%	焦煤	在产
10	银源华强	银源煤焦	60	60	100%	焦煤	在产
11	康伟孟子峪	康伟集团	60	60	100%	焦煤	在产
12	康伟南山	康伟集团	90	90	100%	焦煤	在产
13	康伟森达源	康伟集团	120	120	100%	焦煤	在产
合计			930	921	99%		

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

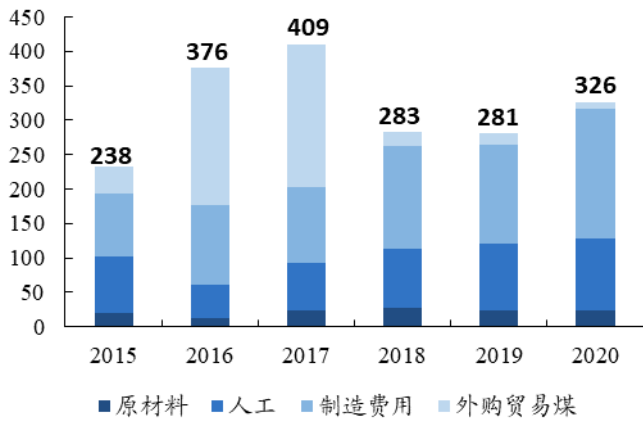
图11: 2020 年公司煤炭产能利用率高达 106%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.2、吨煤成本较低, 煤炭盈利能力优于行业

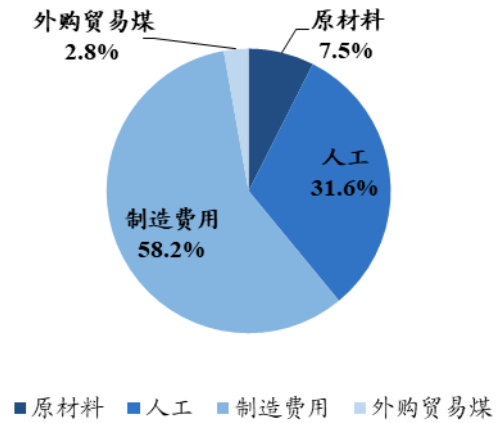
受益于山西产地煤炭易于开采的资源禀赋优势, 公司吨煤成本相较于其他产地的焦煤企业具备一定优势。从历史趋势来看, 公司吨煤成本于 2018 年及以后明显下降, 主因贸易煤规模大幅缩减。2020 年公司吨煤成本为 326 元/吨, 同比增加 16.1%, 主因计缴各项规费和井巷折旧同比增加及会计政策变更所致。成本拆分来看, 制造费用与人工成本占比较大, 2020 年吨煤制造费用为 190 元/吨, 占比 58.2%, 人工成本 103 元/吨, 占比 31.6%。

图12: 2020年公司吨煤成本为326元/吨(元/吨)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

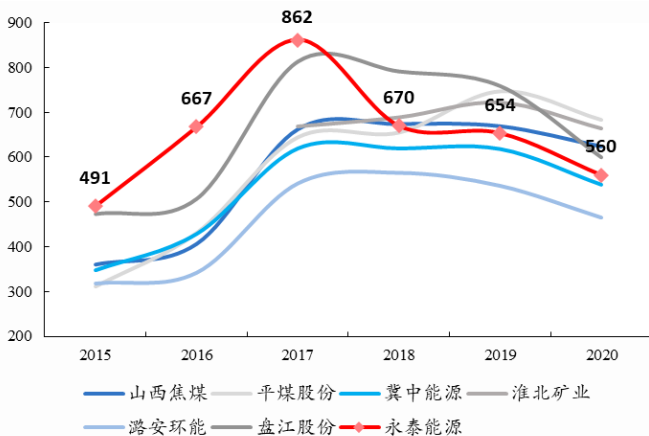
图13: 2020年煤炭业务成本中制造费用、人工占比最大



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

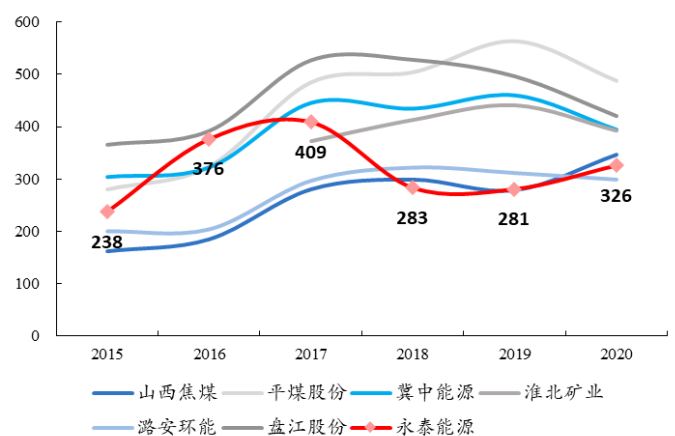
煤炭盈利能力优秀, 在行业内具备相对优势。2020年公司实现吨煤价格(不含税)560元/吨, 吨煤成本326元/吨, 吨煤毛利234元/吨, 煤炭业务毛利率达42%。纵向来看2020年受疫情冲击影响, 煤价下跌, 公司煤炭盈利性有所削弱, 但横向对比来看, 公司煤炭的高盈利性特点突出。得益于煤炭开采的低成本优势, 公司煤炭业务吨煤毛利及毛利率均优于行业平均水平。我们选取6家以炼焦煤(或冶金煤)为主业的上市公司作为比较对象(山西焦煤、平煤股份、冀中能源、淮北矿业、潞安环能、盘江股份), 经过比较可以发现, 永泰能源吨煤成本自2018年以来与同为山西煤企的山西焦煤、潞安环能相近, 明显低于其他地区的上市煤企, 从而带来高于行业平均的盈利能力, 吨煤毛利与毛利率与作为国内焦煤龙头的山西焦煤相近, 显著高于其他煤企, 在同行业中位于领先梯队。

图14: 公司吨煤售价在同行中具有相对优势(元/吨)

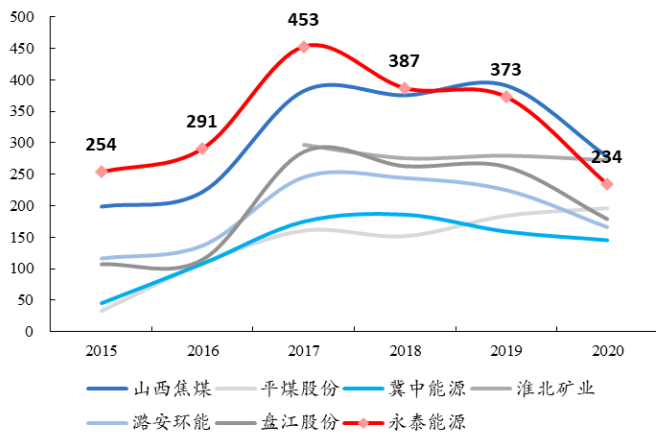


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

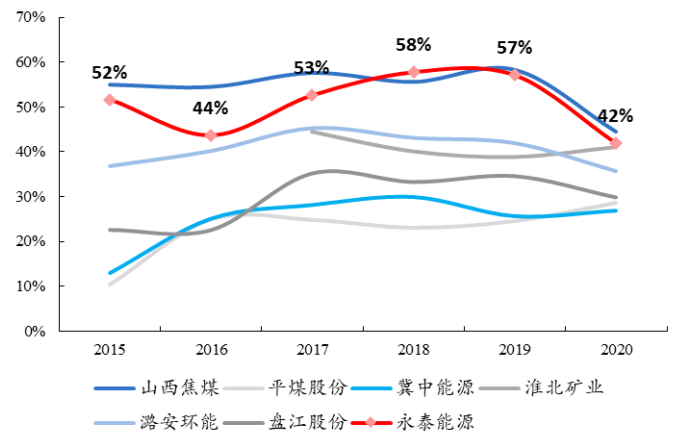
图15: 公司吨煤成本在同行中具有相对优势(元/吨)



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图16: 公司吨煤毛利在同行中具有相对优势 (元/吨)


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图17: 公司煤炭毛利率在同行中具有相对优势


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

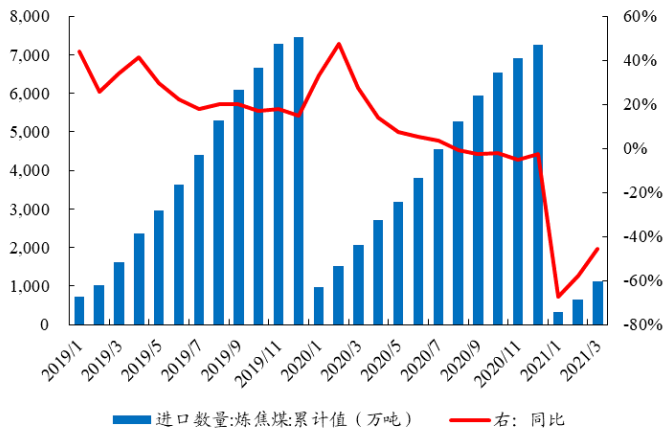
2.3、焦煤供给收紧，利好煤价上涨

炼焦煤供给趋紧因素一：山东发力焦煤去产能。山东省印发文件《全省落实“三个坚决”行动方案（2021—2022年）》。文件综合考虑煤矿资源禀赋、开采条件、灾害威胁程度等因素，要求到2021年，全省30万吨/年及以下8处煤矿全部关闭，核定产能240万吨；关闭退出19处采深超千米冲击地压煤矿，核定产能3160万吨，两项合计淘汰产能3400万吨。**淘汰产能省内占比接近三成：**根据山东省能源局数据，截至2020年底，省内在产煤矿共有96处，产能合计12656万吨。由此测算，此次淘汰产能在省内占比达26.9%，数量占比达28.1%。**淘汰矿井均为炼焦煤矿：**从煤种来看，此次退出煤矿主产煤种主要为炼焦煤品种，将进一步加剧全国炼焦煤紧供给格局。根据山东省煤监局数据，2020年全年山东省煤炭产量共计10922万吨，产能利用率为86.3%，若以此为假设，本轮产能退出或将减少炼焦煤产量2934万吨，按洗选率40%精煤口径约为2020年全国炼焦精煤产量的2.4%。**省内产能增量仅180万吨：**新建产能仅有兖州煤业的万福煤矿一处，主产1/3焦煤，产能180万吨，远低于去产能幅度，无法对去产能形成对冲。因此可以预见，本轮去产能不仅对省内煤炭供给造成较大影响，也将会带来全国范围内炼焦煤供给的大幅收紧。

炼焦煤供给趋紧因素二：进口持续偏紧，短期澳煤难放开。自2020年10月以来，由于中澳关系持续恶化，中国对澳大利亚煤炭进口的严格限制政策仍在持续。2020年5月6日，国家发改委声明宣布，将无限期暂停与澳联邦政府相关部门共同牵头的中澳战略经济对话机制下一切活动，因此来看，短期内澳煤重新开放已经基本没有可能。一直以来，澳煤进口在我国煤炭供给中扮演着重要角色，澳大利亚是我国第二大煤炭进口国，近年来澳煤进口在我国煤炭供给中占比较大，2020年在四季度限制澳煤进口的情况下，全年仍合计进口澳煤7807万吨，在煤炭进口总量中占比达25.7%，在煤炭总供给（国内产量+进口量）中占比为1.9%。澳煤进口禁令对我国炼焦煤供给格局影响较大。澳大利亚是我国炼焦煤进口第一大来源国，2020年澳煤累计进口量达3535万吨，在全年炼焦煤进口中占比达49%，明显高于进口规模第二大的蒙煤（占比33%）。从进口替代角度来看，蒙煤由于煤质及跨区域调运等问题，难以对澳煤形成有效替代，且通关频繁受到其国内疫情扰动。因此，澳煤禁令严格实施后，我国炼焦煤进口量同比大幅缩减，2021Q1国内炼焦煤累计进口1133万吨，同比大幅缩减45.5%，其中54%为蒙古国炼焦煤，澳煤进口量已经归零。在此基础上，

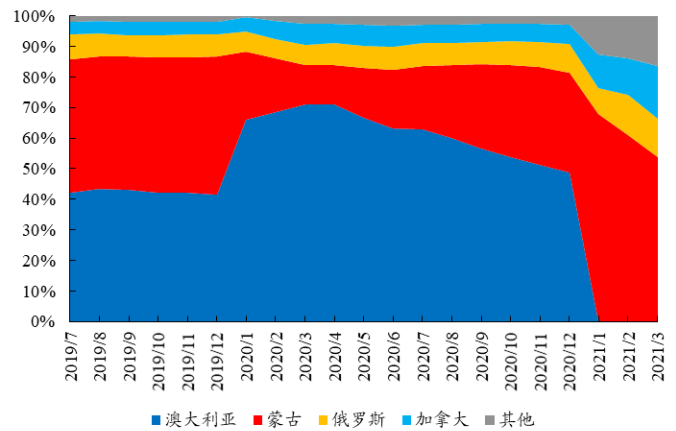
国务院发布的暂停中澳经济活动声明将进一步维持国内炼焦煤进口收紧趋势，从而加剧炼焦煤供给缺口形成，利好焦煤价格上涨。

图18: 2021Q1 国内炼焦煤进口量同比大幅下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2021Q1 累计进口澳洲炼焦煤占比已经归零



数据来源: Wind、开源证券研究所

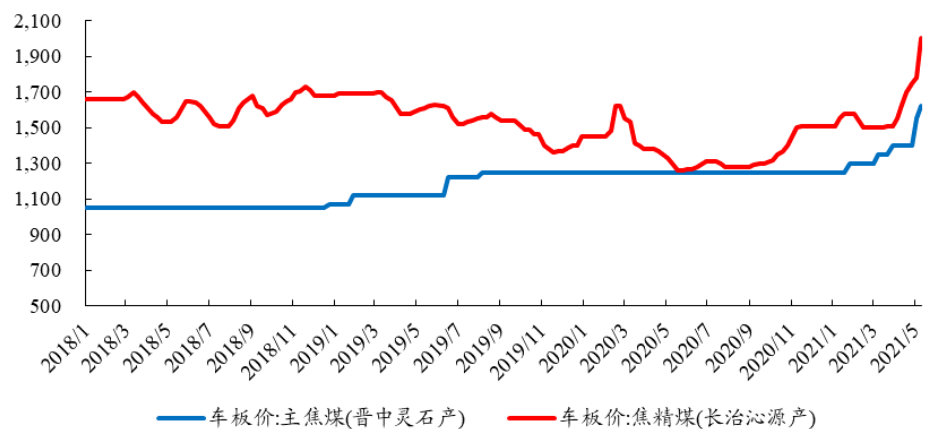
表3: 近年来澳煤进口量在煤炭进口总量及全国煤炭供给中占比较大

	2020年	2019年	2018年
全国煤炭产量 (万吨)	384,374	374,553	354,591
煤炭总进口量 (万吨)	30,399	29,967	28,123
全国煤炭总供给 (万吨)	414,773	404,520	382,714
澳煤进口量 (万吨)	7,807	7,695	8,140
澳煤进口占总进口比重	25.7%	25.7%	28.9%
澳煤进口占总供给比重	1.9%	1.9%	2.1%

数据来源: Wind、开源证券研究所

焦煤景气度提升，煤价进入上行通道。在焦煤供给收紧、基本面得以改善的支撑下，2021年初以来焦煤价格持续上涨。以公司所在产地价格来看，2021年1-5月灵石主焦煤、沁源焦精煤价格相较于2020年均价已分别上涨13.5%、15.2%，涨幅明显。伴随未来炼焦煤供给进一步收紧的预期，焦煤价格上涨有望带动公司煤炭板块业绩弹性释放。

图20: 2021年初以来，公司所在产地焦煤价格持续攀升 (元/吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、电力业务：装机快速扩张，注重清洁发展

3.1、布局江苏、河南，机组高质量发展

截至 2021 年一季度，公司总装机容量 917 万千瓦，其中在运装机容量达 897 万千瓦，在建装机容量 20 万千瓦，已达到中等电力企业规模。从区域上来看，公司所属电厂主要分布在江苏省与河南省，公司在两省在运装机容量分别为 492/405 万千瓦。公司的发电业务经营主体为华晨电力及其子公司（裕中能源、张家港沙洲电力、张家港华兴电力、周口隆达等），其中张家港沙洲电力、裕中能源、周口隆达分别拥有 326、270、132 万千瓦燃煤机组，张家港华兴电力拥有 166 万千瓦燃气机组。除燃煤、燃气等火电机组，公司也积极拓展新能源装机，分别通过汝阳三吉利新能源、江苏华晨电力布局了约 3.3 万千瓦的光伏机组。

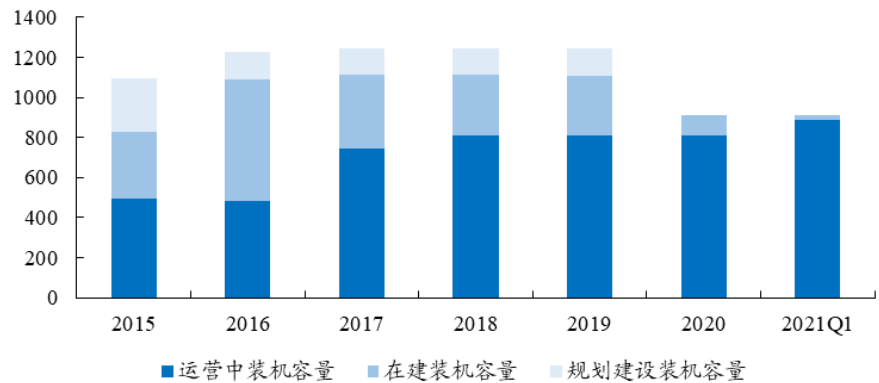
表4：截至 2021Q1，公司总装机容量达 917 万千瓦，在运装机容量 897 万千瓦

发电企业	地区	装机容量（万千瓦）	机组编号	机组类型
裕中能源	河南新密	32	1#	燃煤机组
		32	2#	
		103	3#	
		103	4#	
小计		270		
张家港沙洲电力	江苏张家港	63	1#	燃煤机组
		63	2#	
		100	3#	
		100	4#	
小计		326		
周口隆达	河南周口	66	1#	燃煤机组
		66	2#	
小计		132		
张家港华兴电力	江苏张家港	39	1#	燃气机组
		39	2#	
		44	3#	
		44	4#	
小计		166		
丹阳华海电力	江苏丹阳	10	1#（在建）	燃气机组
		10	2#（在建）	
小计		20		
汝阳三吉利	河南汝阳	3.19	-	太阳能机组
江苏华晨电力	-	0.09	-	太阳能机组
在运机组合计		897		
其中：燃煤机组合计		728		
燃气机组合计		166		
装机容量合计		917		

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

电力业务积极布局，在运装机容量持续增长。自 2015 年以来，公司在电力业务上持续进行高投入，不断带动电力总装机容量的增长。2021 年 3 月，张家港华兴电力二期项目 2×40 万千瓦级燃机热电联产项目#3/#4 机组正式投产运营，进一步扩充了总装机容量。另外，江苏丹阳华海电力所属的 2×10 万千瓦燃气机组目前正处于建设当中，预计 2022 年 6 月底前实现双投。2020 年，公司所属的部分在建或规划中机组容量同比减少，主要因国投南阳一期 2×100 万千瓦超超临界燃煤发电机组项目引入战略投资者增资扩股；同时，为化解债务问题，对外转让江苏永泰发电（徐州沛县 2×66 万千瓦超超临界燃煤发电机组项目）股权，导致两个机组项目出表。

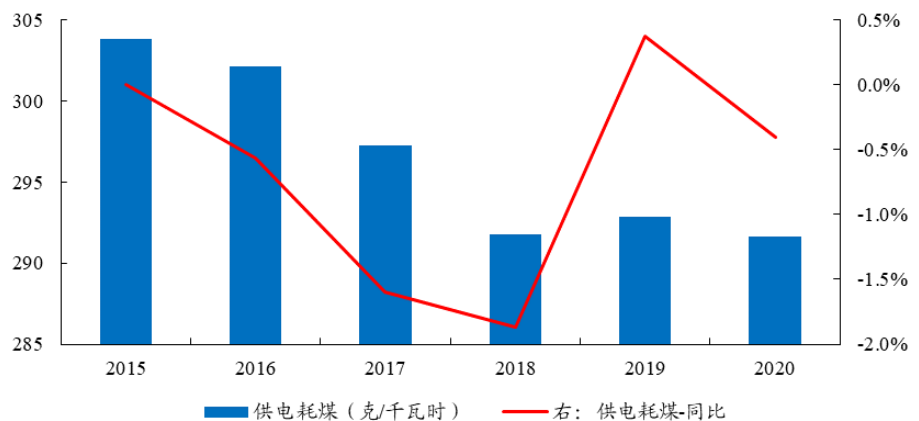
图21：近年来公司在运装机容量持续增长（万千瓦）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

火电机组高质量发展，清洁低排放。当前公司电力机组单机容量大、技术参数高，所有在运燃煤机组均实现超低排放，达到目前国内发电机组先进排放指标水平，属火电行业的清洁能源，竞争优势明显。其中，裕中能源与张家港沙洲电力在运的 4 台百万千瓦超超临界燃煤发电机组具有“低耗能、低排放、低污染、高效率”特征，是目前国内单机容量最大、运行参数最高的燃煤发电机组之一；4 台 60 万千瓦级机组也分别属于超临界和超超临界机组，另外 2 台 30 万千瓦级机组属于热电联供机组；张家港华兴 4 台 40 万千瓦级燃气机组代表国内目前最先进的燃机水平；在建的丹阳华海 2×10 万千瓦燃气机组是热电联产综合智慧能源项目，属清洁能源机组。伴随着公司在清洁能源机组的大力投入，公司机组供电耗煤持续下降，由 2015 年的 304 克/千瓦时降至 2020 年的 292 克/千瓦时水平。

图22：伴随电力业务发展，公司机组供电耗煤持续下降



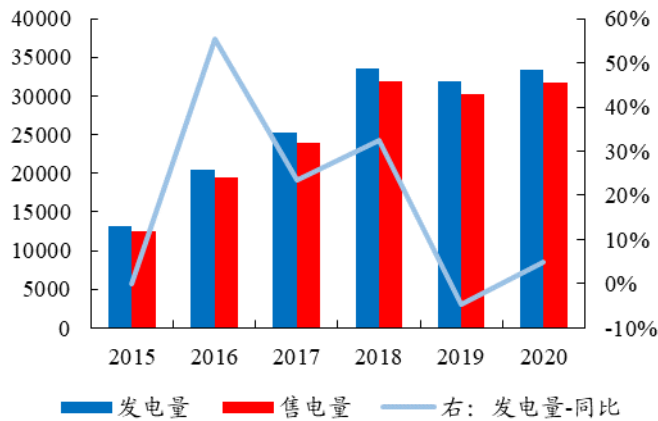
数据来源：公司公告、开源证券研究所

热电联产具备协同优势，富余码头资源综合利用。公司所属电厂充分利用电力机组热力改造，实现热电联供，不断提升供热能力，降低综合能耗，提升能源利用效率，有效增强了市场竞争力，提升了经济效益。公司已对下属电厂实施热电改造，现已形成对外工业供汽能力 828 万吨，供暖能力 1910MW，可覆盖采暖面积 4200 万平方米。公司在江苏省张家港市拥有与电厂配套的 1 座 5 万吨级和 1 座 10 万吨级的长江煤运码头，具有 1,000 万吨/年的吞吐能力。公司所属电厂充分利用富余码头资源和装备优势，优化港口功能布局，提升资产价值和利用率水平。

3.2、机组运营稳健，成本跟随煤价

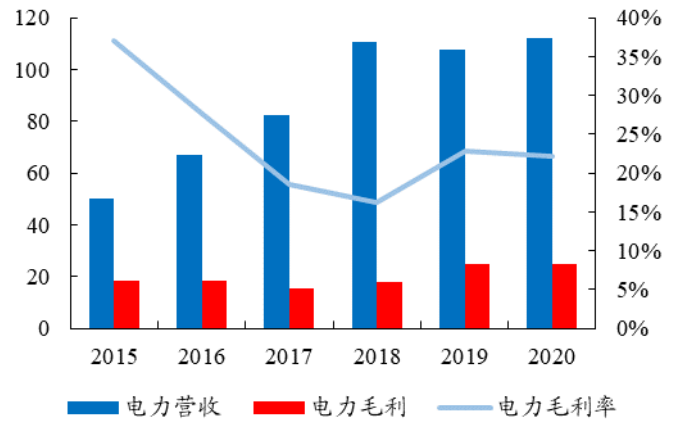
伴随公司装机容量的扩张，电力业务发售电量也实现了明显增长。2020 年公司合计实现发电量 334.5 亿千瓦时，同比增长 5%，实现售电量 317.4 亿千瓦时，同比增长 4.8%。同时，电力业务营收规模也持续平稳增长，2020 年发电板块实现营业收入 112 亿元，同比增长 4%；发电毛利稳步回升，2020 年实现毛利 24.9 亿元，同比增长 1.1%，毛利率为 22.2%，同比下降 0.7pct。总体来看，发电业务整体经营稳健。

图23：2015年以来公司发售电量稳步增长(百万千瓦时)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

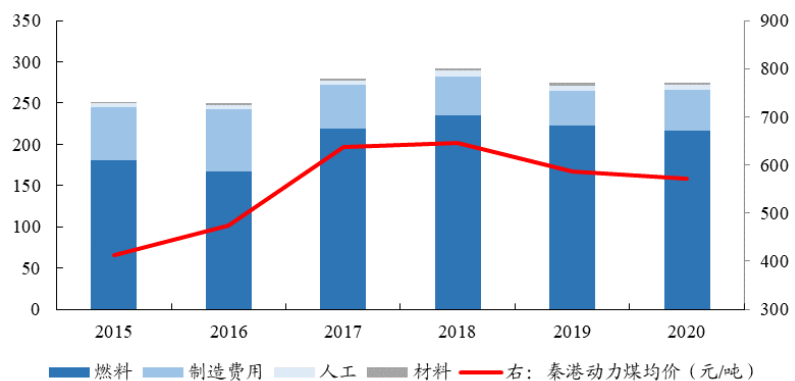
图24：电力营收平稳增长，毛利水平稳步回升(亿元)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

发电成本拆分来看，燃料成本占比最大，约占总成本八成左右。2020 年公司度电成本 275 元/兆瓦时，其中燃料成本占比 79%，其余成本中制造费用占比 18%，人工及材料分别占比 2%、1%。从历史趋势来看，公司发电成本中的燃煤成本波动与动力煤市场价格走势基本相符：2018 年往后，伴随动力煤价格中枢下移，度电燃煤成本也同步下降。

图25：度电成本中燃料成本占比最大，且与动力煤市场价格走势相近(元/兆瓦时)

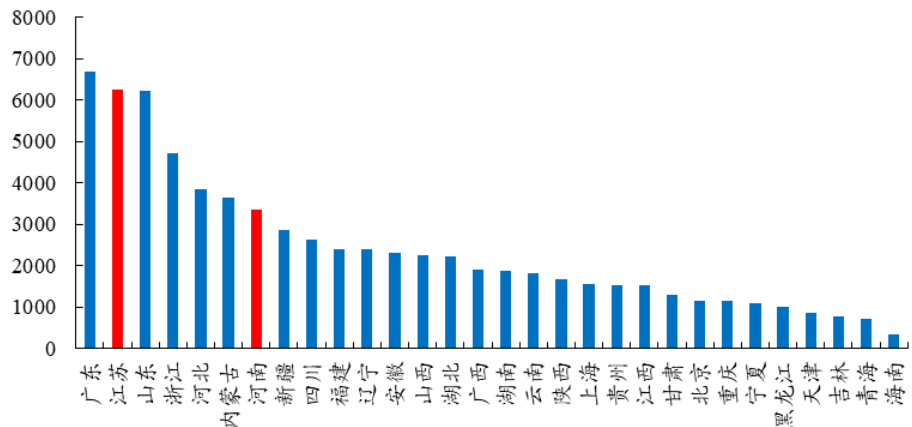


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

3.3、江苏河南电力需求增长，售电有保障

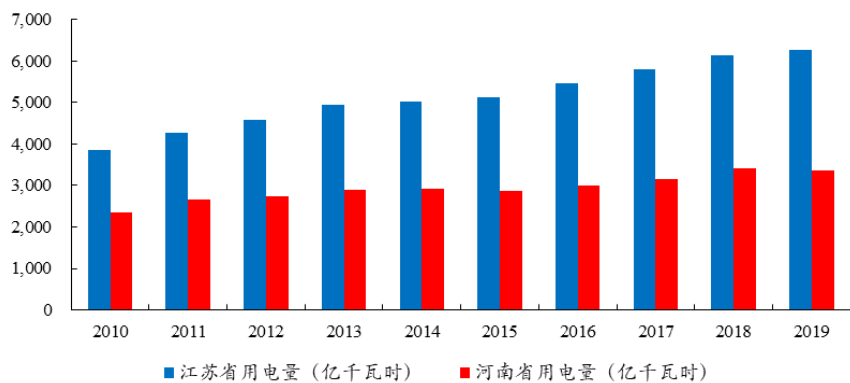
公司电力业务所布局的江苏、河南地区属于全国经济发达地区和人口密集地区，区域内用电量且用电需求稳定增长。2019年江苏与河南两省用电量均位于全国各省市前列。同时公司所属电厂为当地主力电厂，电力需求有保障：根据国家统计局数据，2019年江苏张家港市全年用电量311亿千瓦时，公司在张家港机组2019年发电量共计173亿千瓦时，在全市用电量占比达55.6%。

图26：2019年江苏与河南两省用电量均位于全国各省市前列（亿千瓦时）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：江苏与河南两省用电量逐年平稳增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、石化业务：具备区位优势与稀缺性，拟处置用于债务清偿

石化业务主要为油品接卸、仓储、中转、调和及石油化工产品贸易业务，其经营主体为全资子公司华瀛石化，公司于2015年收购该项目。公司石化项目拥有1座30万吨级和3座2万吨级油品码头，油品总仓储能力115万立方米，其中：112万立方米为保税仓，3万立方米为出口监管仓，并获得“两仓合一”运营试点，具有2150万吨/年总吞吐能力、1000万吨/年油品动态仓储能力和1000万吨/年燃料油调和加工能力，是国内最大的船用燃料油调配中心和全国最大规模的民营油品仓储及保税油库之一。2021年一季度华瀛石化项目已取得增加原油、柴油货种业务相关环评批复，正在进行原油、柴油调试运行工作，预计2021年三季度将进入正式运行。同时，华瀛石化已启动轻循油、稀释沥青、石脑油等资质申报工作，未来将争取实现重油、轻油两大类11个仓储货种目标。

区位优势明显。公司石化项目位于广东惠州大亚湾石化园区，地处粤港澳大湾区核心区，是国家重点建设的七大石化产业基地之一，根据政策规划有望形成 7500 万吨炼化能力，区域内油品物流、仓储、调和以及贸易需求旺盛，为公司石化项目发展创造了良好的外部环境。同时，公司石化码头是目前华南沿海地区规模最大的公用型石化产品码头，属于大湾区发展规划中积极推进建设的珠三角大型石油储备基地建设项目，有望充分享受粤港澳大湾区发展红利。

码头资源具有稀缺性。公司石化项目中 30 万吨级码头拥有珠三角地区唯一的 20.8 米深的深水港航道，可供超大型油轮使用，也是广东地区唯一一座 30 万吨级公用型油码头，可辐射广东、广西、福建及港澳台等周边地区，资源稀缺性凸显。

图28: 华瀛石化项目位于惠州大亚湾石化园区，地处粤港澳大湾区核心区



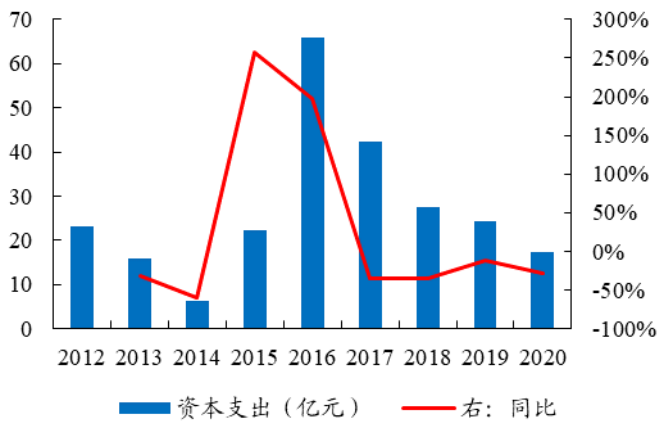
资料来源：百度地图

根据公司重整计划，为夯实资产质量，改善现有资产结构和状况，提高公司盈利能力，并为重整完成后进一步结构调整和市场化改革创造有利条件，公司拟对现有的部分资产进行处置，其中则包含华瀛石化 100% 股权（不含华瀛石化持有的华晨电力 49% 股权），回笼资金拟将用于债务清偿。

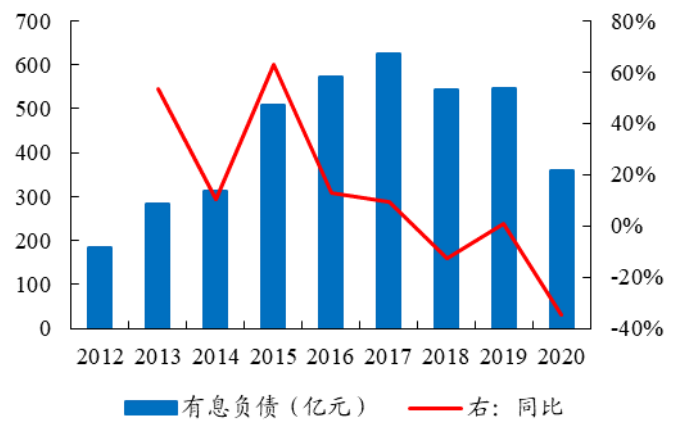
5、重整计划落地，化解债务问题轻装上阵

5.1、融资环境收紧引发债务问题，公司多措并举解决难题

快速扩张恰逢融资环境收紧，2018 年出现债务问题。公司于 2014 年前后进入快速扩张阶段，在电力、石化等板块加大了股权投资力度，期间收购了华瀛石化、华晨电力等多项资产，累计投资金额超 100 亿元。为支持投资资金需求，公司通过发行债券加大了融资力度，有息负债规模于 2018 年之前持续增长。而宏观环境方面，2016 年起，金融监管加强，金融市场去杠杆力度加大，同时货币政策边际趋紧，市场融资环境明显收紧，从而导致企业融资难度加大、融资成本增加。在此环境下，公司债务清偿面临困境，2018 年 7 月公司未能如期兑付“17 永泰能源 CP004”短期融资券，形成实质违约，引发债务问题。

图29: 2016 年公司资本支出大幅增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

图30: 2018 年之前公司有息负债规模持续增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司积极推进债务重组，多举措并施解决债务问题。债务问题发生后，公司采取积极措施全力化解包括债务展期、降财务成本、资产处置及积极推进债转股等：一方面，公司陆续与部分债权人商议并达成债权展期并下调利率，缓解集中到期所带来的偿付压力，同时债委会指引下部分存量债券票息降至基准利率水平，以降低公司财务成本负担。如2019年3月-7月期间，公司陆续与“16永泰01/02/03”债券持有人达成三年展期方案，期间利率4.75%，缓解共计40亿元债务偿付压力；另一方面，公司对非核心资产进行处置，以回笼资金用于债务偿付及补充经营流动性。2019年以来至今，公司共计完成转让十余项资产，通过出售资产共计回笼资金约15.3亿元。

表5: 2019 年以来，公司通过资产处置共计回笼资金约 15.3 亿元

时间	转让标的	交易对方	价款 (万元)
2019 年	珠海东方金桥一期股权投资基金份额	山西诚志创新投资产业基金	30,000
2019 年	珠海东方金桥二期股权投资基金份额	山西诚志创新投资产业基金	5,000
2019 年	华能延安发电有限公司 49%股权	华能陕西发电有限公司	4,526
2019 年	三峡金石 (武汉) 股权投资基金份额	渤海创富证券投资有限公司	26,000
2019 年	张家港青草巷吉君能源有限公司 65%股权	苏州市鸿人良策营销策划有限公司	450
2019 年	江苏永泰华兴新能源有限公司 100%股权	苏州市鸿人良策营销策划有限公司	820
2019 年	江苏吉意新能源有限公司 100%股权	苏州市鸿人良策营销策划有限公司	200
2019 年	山东泰达能源有限公司 100%股权	山东长尼石化有限公司	4,985
2019 年	西藏凯迪新能源开发有限公司 100%股权	西藏优普瑞实业有限公司	6,860
2019 年	江苏吉新电力有限公司 60%股权	万步新能源投资 (中国) 有限公司	2,880
2019 年	西藏华铭实业有限公司 100%股权	西藏优普瑞实业有限公司	4,945
2019 年	贵州新晋泰能源有限公司 100%股权	西藏优普瑞实业有限公司	5,005
2020 年	江苏永泰发电有限公司 100%股权	江苏省能源投资有限公司	15,740
2021 年	徐州垞城电力有限责任公司 44.75%股权	江苏省能源投资有限公司	45,848
总计			153,259

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

5.2、重整计划落地，债务问题顺利化解

2020年9月25日，晋中院裁定受理公司重整，并指定管理人。2020年12月16日，公司重整计划获得晋中院裁定批准。2020年12月30日，经晋中院裁定确认重整计划执行完毕，公司债务问题得到化解。

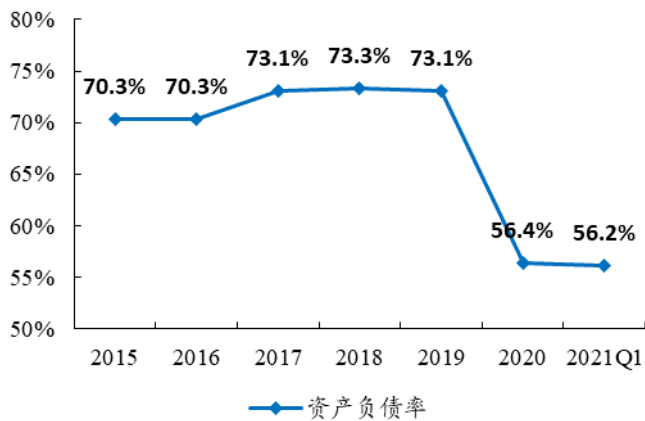
重整计划：留债延期清偿+债转股+小额现金清偿。重整计划具体来看，主要对公司本部债权采取留债延期清偿、以股抵债方案和小额现金清偿方案。**留债延期清偿：**对于有财产担保债权以及部分普通债权采用留债延期12年清偿（前四年每年清偿5%，中间四年每年清偿7%，后四年每年清偿13%），且利率下调至5年期LPR或5年期LPR的7折；**债转股：**对主要的普通债权部分采用债转股方式（按照1.94元/股价格以股抵债，即每100元普通债权将分得约51.55股，共计抵偿约189.96亿元债权）。公司按照每10股转增7.88股的比例实施资本公积金转增股本，共计转增约97.92亿股用于进行债转股，总股本由124.26亿股增加至222.18万股；**小额现金清偿：**普通债权每家债权人50万元以下（含50万元）的债权部分以现金方式全额清偿。

表6：公司重整计划主要采取留债延期清偿、以股抵债、小额现金清偿等方案

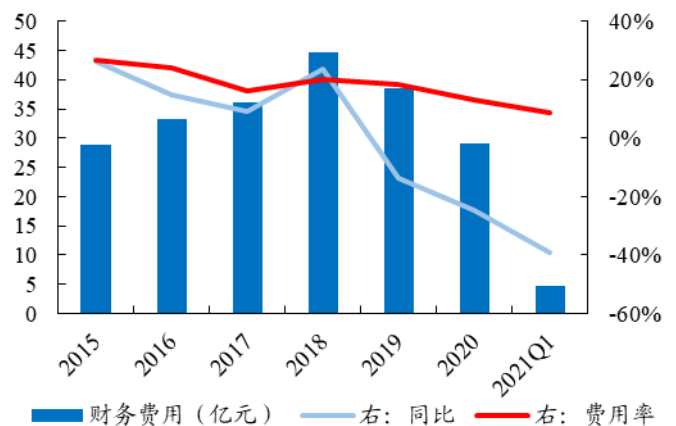
分类	债权调整及受偿具体方案
有财产担保债权组	<ul style="list-style-type: none"> ● 留债延期清偿 留债期限：12年； 清偿：前四年每年清偿5%，中间四年每年清偿7%，后四年每年清偿13%。2021年作为第一年，以此类推； 留债利率：按最近一期全国银行间同业拆借中心公布的五年期贷款市场报价利率（LPR）确定；
	<ul style="list-style-type: none"> ● 现金清偿（每家债权人50万元及以下的债权部分） 以债权人为单位，每家债权人50万元以下（含50万元）的债权部分，由永泰能源在重整计划执行期限内以现金方式全额清偿
普通债权组	<ul style="list-style-type: none"> ● 留债延期清偿（每家债权人超过50万元债权部分的20.78%） 留债期限：12年； 清偿：前四年每年清偿5%，中间四年每年清偿7%，后四年每年清偿13%。2021年作为第一年，以此类推； 留债利率：按最近一期全国银行间同业拆借中心公布的五年期贷款市场报价利率（LPR）7折确定；
	<ul style="list-style-type: none"> ● 以股抵债（每家债权人超过50万元的债权部分扣除留债延期清偿部分后） 按照1.94元/股价格以股抵债，即每100元普通债权将分得约51.55股，共计抵偿约189.96亿元债权。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司财务状况大幅改善，轻装上阵步入良性发展。公司的资本结构得到大幅优化，债转股完成使得资产负债率由重整前的73%大幅下降至56%的合理水平，有息负债规模由2019年末665亿元规模降至2020年末490亿元；同时，困扰公司的高额财务成本问题也得到解决，2021Q1公司财务费用共计4.69亿元，同比大幅削减39%，财务费用率为8.65%，同比大降8pct。同时，2020年公司实现归母净利润44.85亿元，同比增长高达31倍，其中债务重组收益达47.73亿元。重整计划的顺利执行，使公司步入稳定向好的发展新阶段，财务状况改善，短期流动性风险得到释放，存量债务展期将更加符合公司所处能源行业特点，公司盈利能力和创造经营性现金流能力得到进一步提升。基于稳健的煤电互补经营模式，公司得以轻装上阵走上良性发展道路。

图31: 2020年债务重整计划完成后资产负债率大降


数据来源: Wind、开源证券研究所

图32: 2020年债务重整计划完成后财务费用大降


数据来源: Wind、开源证券研究所

6、盈利预测与投资建议

6.1、关键假设

煤炭业务: 产量方面, 公司产能利用率水平维持较高水平 (100%左右), 且公司在经营计划中对煤矿技改核增产能有所规划, 我们假设公司煤炭产量可实现平稳增长; 价格方面, 焦煤供给收紧趋势有望支撑煤价上涨, 我们假设公司煤炭售价呈增长趋势; 成本方面, 考虑到人力成本增加, 我们假设吨煤成本小幅上涨。

电力业务: 发售电量方面, 由于疫情后期国内经济增长形势向好电力需求增长, 同时公司华兴二期、丹阳华海等机组项目投运也将贡献新增装机容量, 我们假设发售电量可保持有序增长势头; 成本方面, 动力煤价中枢上移或造成公司发电成本提升幅度较大; 电价方面, 我们假设公司售电价格保持稳定。

财务费用: 随着重整计划顺利实施, 公司财务成本得以大幅削减, 我们假设公司财务费用于 2021 年下降后维持基本稳定。

表7: 公司盈利预测关键假设

	单位	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	亿元	211.9	221.4	227.0	231.2	237.5
其中:						
煤炭	亿元	59.1	57.9	63.0	67.2	71.0
电力	亿元	107.8	112.2	115.0	115.0	117.5
石化贸易	亿元	30.6	37.1	35.0	35.0	35.0
其他	亿元	14.4	14.3	14.0	14.0	14.0
营业成本	亿元	149.2	167.9	173.7	176.7	181.4
其中:						
煤炭	亿元	25.4	33.7	33.5	35.5	37.4
电力	亿元	83.2	87.3	95.2	96.2	99.0
石化贸易	亿元	30.2	36.8	35.0	35.0	35.0
其他	亿元	10.5	10.2	10.0	10.0	10.0

	单位	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利	亿元	62.6	53.5	53.3	54.5	56.1
其中:						
煤炭	亿元	33.7	24.2	29.5	31.7	33.6
电力毛利	亿元	24.6	24.9	19.8	18.8	18.5
石化贸易	亿元	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
其他	亿元	3.9	4.1	4.0	4.0	4.0
煤炭业务明细						
原煤产量	万吨	911	1,031	1000	1050	1100
商品煤销量	万吨	904	1033	1000	1050	1100
吨煤价格	元/吨	654	560	630	640	645
吨煤成本	元/吨	281	326	335	338	340
吨煤毛利	元/吨	373	234	295	302	305
毛利率	元/吨	57.0%	41.8%	46.8%	47.2%	47.3%
吨煤成本拆分						
原材料	元/吨	24	24	25	25	25
人工	元/吨	96	103	110	113	115
制造费用	元/吨	144	190	190	190	190
外购贸易煤	元/吨	17	9	10	10	10
合计	元/吨	281	326	335	338	340
电力业务明细						
装机容量	万千瓦	809	889	897	897	917
发电量	百万千瓦时	31864	33453	34086	34086	34846
售电量	百万千瓦时	30278	31744	32382	32382	33104
单位价格	元/兆瓦时	356.1	353.4	355.0	355	355
单位成本	元/兆瓦时	274.7	274.9	294.0	297.0	299.0
单位毛利	元/兆瓦时	81.4	78.5	61.0	58.0	56.0
毛利率	%	22.9%	22.2%	17.2%	16.3%	15.8%
单位成本拆分						
燃料	元/兆瓦时	223	217	235	238	240
材料	元/兆瓦时	3	3	3	3	3
人工	元/兆瓦时	7	6	7	7	7
制造费用	元/兆瓦时	42	49	49	49	49
合计	元/兆瓦时	275	275	294	297	299

数据来源：公司公告、开源证券研究所

6.2、投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

永泰能源是 A 股最大的民营上市能源企业，已发展形成煤电双主业的互补经营格局。2018 年发生债务问题后公司全力进行化解，并于 2020 年末完成债务重整，财务状况改善，短期流动性风险得到释放，公司得以轻装上阵步入稳定向好的发展新阶段。

我们预计 2021/2022/2023 年度分别实现归母净利润 10.33/10.79/11.36 亿元，同比增长-77.0%/4.4%/5.3%；EPS 分别为 0.05/0.05/0.05 元，对应当前股价，PE 为 34.8/33.4/31.7 倍。相对估值方面，我们选取平煤股份、冀中能源、山西焦煤、盘江股份作为焦煤企业可比公司，选取华电国际、华能国际、内蒙华电、皖能电力作为火电企业可比公司。公司 2021 年预测 PE 为 34.8 倍，高于焦煤可比公司 9.5 倍平均 PE 和火电可比公司 9.1 倍平均 PE；公司 PB 为 0.86 倍，低于焦煤可比公司的 1.18 倍平均 PB，与火电可比公司平均 PB 持平。考虑到公司债务问题化解后实现轻装上阵，基本面重新步入良性发展，业绩或将站上新平台，我们看好公司长期发展。首次覆盖，给予“增持”评级。

表8: 公司盈利预测及相对估值

证券代码	证券简称	总市值	归母净利润 (亿元)			PE			PB
		(亿元)	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021/5/28
焦煤企业									
601666.SH	平煤股份	167	20.8	22.7	24.4	8.1	7.4	6.9	1.08
000937.SZ	冀中能源	141	10.5	9.7	9.0	13.5	14.6	15.6	0.71
000983.SZ	山西焦煤	274	33.0	36.8	39.3	8.3	7.5	7.0	1.38
600395.SH	盘江股份	113	13.5	14.8	16.1	8.4	7.6	7.0	1.56
平均						9.5	9.3	9.1	1.18
火电企业									
600027.SH	华电国际	341	51.8	56.3	59.8	6.6	6.1	5.7	0.71
600011.SH	华能国际	664	76.6	91.9	104.1	8.7	7.2	6.4	0.88
600863.SH	内蒙华电	142	10.4	12.3	17.5	13.6	11.5	8.1	1.21
000543.SZ	皖能电力	88	11.7	13.4	14.8	7.6	6.6	6.0	0.62
平均						9.1	7.8	6.5	0.86
600157.SH	永泰能源	360	10.3	10.8	11.4	34.8	33.4	31.7	0.86

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 表中平煤股份、山西焦煤、盘江股份、永泰能源盈利预测来自于开源证券研究所预测, 其余标的盈利预测来自于 Wind 一致预期

7、风险提示

宏观经济增长不及预期风险;

煤电价格下跌超预期风险;

融资环境变化风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8,330	8,922	7,841	7,206	8,230
现金	1,406	1,710	-0	-0	-0
应收票据及应收账款	2,884	3,222	3,270	3,190	3,482
其他应收款	1,804	2,144	1,885	2,243	1,988
预付账款	711	592	1,113	539	1,126
存货	824	511	930	548	952
其他流动资产	701	744	643	686	682
非流动资产	98,155	95,211	92,409	89,539	86,455
长期投资	2,837	3,241	3,141	3,110	3,129
固定资产	26,626	25,952	27,364	26,839	25,297
无形资产	50,804	50,107	49,749	49,391	49,033
其他非流动资产	17,887	15,911	12,154	10,199	8,995
资产总计	106,485	104,133	100,250	96,745	94,684
流动负债	46,025	25,101	38,422	38,515	40,217
短期借款	6,328	4,616	25,445	26,608	26,989
应付票据及应付账款	4,528	4,255	5,048	4,448	5,245
其他流动负债	35,168	16,231	7,929	7,459	7,984
非流动负债	31,785	33,581	15,230	10,433	5,408
长期借款	25,086	19,726	15,211	10,415	5,390
其他非流动负债	6,699	13,855	19	19	18
负债合计	77,810	58,683	53,651	48,948	45,625
少数股东权益	4,885	3,898	4,013	4,133	4,259
股本	12,426	22,218	22,218	22,218	22,218
资本公积	9,306	13,292	13,292	13,292	13,292
留存收益	2,743	7,226	8,374	9,573	10,835
归属母公司股东权益	23,790	41,552	42,586	43,664	44,800
负债和股东权益	106,485	104,133	100,250	96,745	94,684

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5,169	5,019	5,492	5,462	5,396
净利润	279	4,596	1,148	1,198	1,262
折旧摊销	1,686	2,028	1,809	1,887	1,905
财务费用	3,854	2,911	1,892	1,911	1,930
投资损失	2	-4,717	-0	-0	-0
营运资金变动	-639	-60	1,366	-435	299
其他经营现金流	-14	261	-723	-0	-0
投资活动现金流	-1,702	-1,520	994	983	1,179
资本支出	2,416	1,737	1,156	21,933	21,933
长期投资	306	-50	99	18	-19
其他投资现金流	1,020	168	2,249	22,933	23,093
筹资活动现金流	-4,848	-2,984	-29,025	-6,707	-6,955
短期借款	-3,862	-1,712	-0	-0	-0
长期借款	1,142	-5,360	-4,516	-4,796	-5,025
普通股增加	-0	9,792	-0	-0	-0
资本公积增加	29	3,986	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-2,158	-9,691	-24,510	-1,911	-1,930
现金净增加额	-1,382	517	-22,539	-1,163	-381

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21,187	22,144	22,696	23,116	23,747
营业成本	14,925	16,795	17,370	17,666	18,138
营业税金及附加	523	560	567	578	594
营业费用	179	83	113	116	119
管理费用	776	947	976	994	1,021
研发费用	168	123	136	139	142
财务费用	3,854	2,911	1,892	1,911	1,930
资产减值损失	-0	-26	-0	-0	-0
其他收益	58	14	-0	-0	-0
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	-2	4,717	-0	-0	-0
资产处置收益	-3	-5	-0	-0	-0
营业利润	870	5,174	1,640	1,712	1,803
营业外收入	7	67	-0	-0	-0
营业外支出	59	277	-0	-0	-0
利润总额	819	4,964	1,640	1,712	1,803
所得税	540	368	492	514	541
净利润	279	4,596	1,148	1,198	1,262
少数股东损益	139	112	115	120	126
归母净利润	140	4,485	1,033	1,079	1,136
EBITDA	4,355	8,410	4,644	5,391	5,458
EPS(元)	0.01	0.20	0.05	0.05	0.05

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-5.1	4.5	2.5	1.9	2.7
营业利润(%)	34.3	494.5	-68.3	4.4	5.3
归属于母公司净利润(%)	112.6	3099.3	-77.0	4.4	5.3
获利能力					
毛利率(%)	29.6	24.2	23.5	23.6	23.6
净利率(%)	0.7	20.3	4.6	4.7	4.8
ROE(%)	1.0	10.1	2.5	2.5	2.6
ROIC(%)	1.1	6.5	2.3	3.0	3.1
偿债能力					
资产负债率(%)	73.1	56.4	53.5	50.6	48.2
净负债比率(%)	207.0	103.9	91.5	81.6	70.1
流动比率	0.2	0.4	0.2	0.2	0.2
速动比率	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	7.5	7.3	7.0	7.2	7.1
应付账款周转率	3.5	3.8	3.7	3.7	3.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.20	0.05	0.05	0.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.23	0.25	0.21	0.24
每股净资产(最新摊薄)	1.07	1.87	1.92	1.97	2.02
估值比率					
P/E	256.8	8.0	34.8	33.4	31.7
P/B	1.5	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	23.0	10.4	17.8	14.7	13.7

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn