

成本侵蚀利润空间，投资收益支撑业绩

- **事件：**2022年4月25日，公司发布2021年年报及2022年一季报，2021年公司归母净利润12.60亿元，同比增长14.86%；2022年一季度公司实现公司实现归母净利润5.4亿元，同比增长19.68%。
- **减值影响21Q4业绩释放。**根据公告测算，2021Q4公司归母净利润为-5.86亿元，盈利由正转负主要由于控股子公司飞虹化工(权益75.03%)计提约8.5亿元减值。资产减值的计提影响公司业绩释放。
- **中煤华晋贡献可观投资收益。**2021年公司确认中煤华晋的投资收益18.62亿元，较2020年的15.8亿元增加2.82亿元，增幅17.85%。2022年一季度公司投资净收益为6.2亿元，同比增长99.3%。
- **成本抬升明显，焦炭毛利率下滑。**2021年全年焦炭产量为346.44万吨，同比增长3.87%；销量为346.32万吨，同比增长3.43%。全年焦炭销售均价为2524.57元/吨，同比增长48.13%；吨焦炭成本为2394.91元/吨，同比增长58.8%，综合来看，焦炭业务毛利率为5.14%，较2020年下降6.38个百分点。2022年一季度，公司生产焦炭88.47万吨，同比增长3.3%，销售焦炭88.73万吨，同比增长9.3%，吨焦炭售价为2611.54元/吨，同比增长24.8%。成本方面，2022年一季度公司洗精煤采购单价为1954.79元/吨，同比增长65.68%。成本端的大幅抬升，压缩了公司焦炭业务的盈利空间。
- **拟现金分红30.49%，股息率2.45%。**拟每10股派发现金红利1.5元人民币(含税)，累计派发现金股利3.84亿元，占归属于母公司净利润的30.49%，以2022年4月25日股价测算，股息率2.45%。
- **投资收益有望增厚，支撑公司盈利。**当前受到疫情影响，物流受限，焦炭呈现供需双弱局面，后期若疫情得到有效控制，在基建、地产政策的刺激下，需求有望回升。但上游焦煤走势更加强劲，利润被成本端侵蚀，焦化主业盈利空间有限。但公司持有中煤华晋49%股权，主要煤炭产品为国家稀缺优质瘦煤，具备稳定的、较强的持续盈利能力，将成为公司盈利的有利支撑。
- **投资建议：**我们预计2022-2024年公司归母净利为17.29/18.36/19.93亿元，对应EPS分别为0.67/0.72/0.78，对应2022年4月25日的PE分别为9倍、9倍、8倍。首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济增速不及预期，中煤华晋投资收益不及预期，焦炭价格大幅下跌。

谨慎推荐
首次评级
当前价格：
6.11元

分析师：周泰

执业证号：S0100521110009
邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师：李航

执业证号：S0100521110011
邮箱：lihang@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11227	12349	13090	14006
增长率(%)	58.1	10.0	6.0	7.0
归属母公司股东净利润(百万元)	1260	1729	1836	1993
增长率(%)	14.9	37.2	6.2	8.5
每股收益(元)	0.49	0.67	0.72	0.78
PE	12	9	9	8
PB	1.3	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年4月25日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11227	12349	13090	14006
营业成本	10484	12056	12767	13661
营业税金及附加	54	79	85	90
销售费用	58	79	79	87
管理费用	315	399	419	451
研发费用	75	49	70	65
EBIT	240	-313	-330	-347
财务费用	203	187	161	145
资产减值损失	-885	-300	-300	-300
投资收益	1863	2519	2618	2773
营业利润	1030	1726	1833	1989
营业外收支	-3	-4	-4	-4
利润总额	1027	1723	1829	1985
所得税	-5	2	2	2
净利润	1032	1721	1827	1983
归属于母公司净利润	1260	1729	1836	1993
EBITDA	590	61	45	40

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2385	3426	4580	5813
应收账款及票据	53	53	57	61
预付款项	28	33	35	37
存货	600	490	531	582
其他流动资产	299	323	341	362
流动资产合计	3366	4325	5543	6855
长期股权投资	11908	12608	13108	13708
固定资产	3993	3826	3659	3479
无形资产	291	284	277	270
非流动资产合计	17220	17847	18273	18786
资产合计	20586	22172	23815	25641
短期借款	2910	2500	2500	2500
应付账款及票据	3627	4172	4418	4727
其他流动负债	1054	1144	1185	1237
流动负债合计	7591	7815	8103	8464
长期借款	428	488	468	448
其他长期负债	169	169	169	169
非流动负债合计	597	657	637	617
负债合计	8188	8472	8740	9081
股本	2562	2562	2562	2562
少数股东权益	227	219	209	199
股东权益合计	12398	13699	15076	16561
负债和股东权益合计	20586	22172	23815	25641

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	58.10	10.00	6.00	7.00
EBIT 增长率	867.22	-230.39	-5.45	-5.32
净利润增长率	14.86	37.22	6.17	8.53
盈利能力 (%)				
毛利率	6.62	2.37	2.47	2.47
净利润率	9.19	13.93	13.96	14.16
总资产收益率 ROA	6.12	7.80	7.71	7.77
净资产收益率 ROE	10.36	12.83	12.35	12.18
偿债能力				
流动比率	0.44	0.55	0.68	0.81
速动比率	0.36	0.49	0.61	0.74
现金比率	0.31	0.44	0.57	0.69
资产负债率 (%)	39.78	38.21	36.70	35.41
经营效率				
应收账款周转天数	1.69	1.69	1.69	1.69
存货周转天数	20.88	20.88	20.88	20.88
总资产周转率	0.55	0.56	0.55	0.55
每股指标 (元)				
每股收益	0.49	0.67	0.72	0.78
每股净资产	4.84	5.35	5.88	6.46
每股经营现金流	0.29	0.24	0.04	0.07
每股股利	0.15	0.20	0.21	0.23
估值分析				
PE	12	9	9	8
PB	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	28.79	254.19	321.30	330.53
股息收益率 (%)	2.45	3.31	3.52	3.82
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1032	1721	1827	1983
折旧和摊销	350	374	375	387
营运资金变动	102	509	17	75
经营活动现金流	743	611	114	184
资本开支	-169	-304	-304	-304
投资	0	-700	-500	-600
投资活动现金流	52	1515	1814	1870
股权募资	0	0	0	0
债务募资	812	-350	-20	-20
筹资活动现金流	-1117	-1086	-775	-820
现金净流量	-323	1041	1154	1233

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001