

2023年02月17日

苏能股份（600925.SH）

新股覆盖研究

投资要点

◆ 下周二（2月21日）有一家主板上市公司“苏能股份”询价。

◆ **苏能股份（600925）**：公司主营业务为煤炭采掘、洗选加工、销售，以及发电等业务；涵盖原煤开采、煤炭洗选、加工、煤炭批发经营、电力生产，煤化工生产与销售等等。公司2020-2022年分别实现营业收入100.36亿元/116.78亿元/151.40亿元，YOY依次为-11.00%/16.36%/29.65%，三年营业收入的年复合增速10.32%；实现归母净利润18.13亿元/20.03亿元/27.52亿元，YOY依次为-4.36%/10.44%/37.44%，三年归母净利润的年复合增速13.23%。根据初步预测，2023年1-3月公司实现归母净利润为69,124.69万元至81,852.02万元，同比变动-7.36%至9.70%。

① **投资亮点**：1、公司是江苏省属唯一的大型“煤电一体化”生产企业。至2022年6月末，公司拥有煤炭生产矿井6对，生产能力1,830万吨/年；分别分布在江苏地区、陕甘地区、以及新疆地区。其中，郭家河煤业可采储量为38,732.20万吨，核定产能500万吨/年；天山矿业可采储量为49,194.83万吨，核定产能850万吨/年；张双楼煤矿可采储量为3,313.37万吨，核定产能180万吨/年。基于上述煤炭资源优势，公司向电力行业拓展；建设阿克苏热电、该电厂每年可向江苏输送9亿千瓦时援疆电量，建设华美热电2*35万千瓦超临界和徐矿电厂2*30万千瓦循环硫化床发电机组；截至目前，公司火力发电项目装机容量已达1,700MW。2、公司募投项目已提前建设，新增产能有望夯实公司现有的资源领先优势。截至2022年6月末，公司在建工程较2021年增加6.17亿元，主要系募投项目乌拉盖电厂项目提前建设所致。乌拉盖电厂建于内蒙古自治区锡林郭勒盟；锡林郭勒矿产资源丰富，已发现矿种80余种，探明储量的有30余种，其中煤炭资源尤为丰富，境内有百余处含煤盆地，探明及预测储量1,883亿吨；同时，褐煤总储量在全国居第一位，褐煤发热量在3,500—5,000千卡之间，属优质动力煤，适合开发大型坑口电站及相关项目。按照国家电力发展规划，锡林郭勒盟已被列为我国五大煤电基地之一。

② **同行业上市公司对比**：公司长期深耕煤炭领域；考虑主营业务的相似性，选取电投能源、上海能源、恒源煤电、兖矿能源、新集能源、以及盘江股份为苏能股份的可比上市公司。从上述可比公司来看，2021年平均收入规模为359.6亿元、可比PE-TTM（算数平均）为5.58X，销售毛利率为33.98%；相较而言，公司的营收规模与销售毛利率均处于同业的中上游水平。

◆ **风险提示**：已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

公司近3年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	10,035.5	11,677.6	15,140.2
同比增长(%)	-11.00	16.36	29.65

交易数据

总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
总股本(百万股)	6,200.00
流通股本(百万股)	
12个月价格区间	/

分析师

李蕙

SAC执业证书编号：S0910519100001
lihui1@huajinsec.cn

相关报告

联合水务-新股专题覆盖报告（联合水务）
-2023年第23期-总第220期 2023.2.16
茂莱光学-新股专题覆盖报告（茂莱光学）
-2023年第22期-总第219期 2023.2.16
绿通科技-新股专题覆盖报告（绿通科技）-
2023年第21期 - 总第218期 2023.2.15
播恩集团-新股专题覆盖报告（播恩集团）
-2023年第20期-总第217期 2023.2.14
四川黄金-新股专题覆盖报告（四川黄金）
-2023年第19期 - 总第216期 2023.2.14



营业利润(百万元)	2,288.2	2,590.1	3,924.0
同比增长(%)	-12.21	13.19	51.50
净利润(百万元)	1,813.2	2,002.5	2,752.3
同比增长(%)	-4.36	10.44	37.44
每股收益(元)	0.32	0.32	0.44

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、苏能股份	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	7
(四) 募投项目投入	8
(五) 同行业上市公司指标对比	8
(六) 风险提示	9

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 2013-2020 年中国新增查明煤炭储量规模变化 (亿吨)	5
图 6: 2010-2021 年我国原煤产量统计情况 (亿吨)	6
图 7: 2010-2021 年我国煤炭消费统计情况 (亿吨)	6
图 8: 2016-2021 年我国发电装机容量情况 (万千瓦)	7
图 9: 2016-2021 年我国分类型发电量情况 (亿千瓦时)	7
表 1: 2021 年我国大型煤炭企业原煤产量情况 (亿吨)	6
表 2: 2021 年我国主要火力发电企业生产情况	7
表 3: 公司的主要矿区及可采储量 (万吨)	8
表 4: 公司 IPO 募投项目概况	8
表 5: 同行业上市公司指标对比	9

一、苏能股份

公司主营业务为煤炭采掘、洗选加工、销售，以及发电等业务；涵盖原煤开采、煤炭洗选、加工、煤炭批发经营、电力生产，煤化工生产与销售，公路货运，能源投资，固定资产租赁，废旧物资回收、销售，化肥销售，货物仓储服务，企业重组及相关咨询服务，企业资产管理，企业资产托管，国内外贸易、技术咨询与服务。

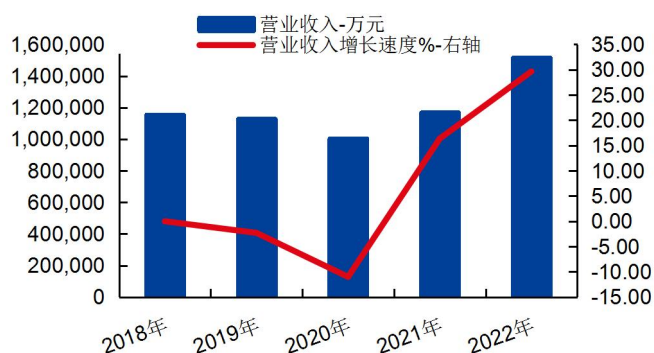
自设立以来，公司以服务江苏能源安全保障为重大使命，以推进绿色低碳发展为鲜明导向，高质量推进“新疆煤电一体化”和“蒙电送苏”、“陕电送苏”、“晋焦入苏”等煤电基地建设和煤炭贸易网络构建，积极发展太阳能光伏发电等新能源，大力推进高碳企业绿色低碳发展，能源基地建设取得重大进展，能源结构调整呈现良好态势，已实质成为江苏省际能源合作重要平台、区外煤电保供重要渠道、能源结构优化重要引擎。

（一）基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 100.36 亿元/116.78 亿元/151.40 亿元，YOY 依次为 -11.00%/16.36%/29.65%，三年营业收入的年复合增速 10.32%；实现归母净利润 18.13 亿元/20.03 亿元/27.52 亿元，YOY 依次为 -4.36%/10.44%/37.44%，三年归母净利润的年复合增速 13.23%。

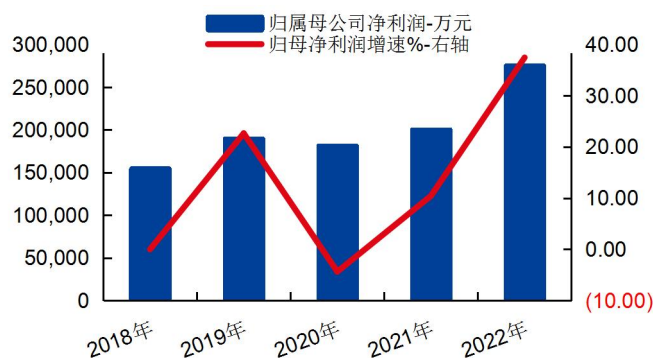
2021 年，公司主营业务收入按业务类型可分为三大板块，分别为煤炭销售（74.27 亿元，66.09%）、电力及热力（28.66 亿元，25.50%）、煤矿托管（9.45 亿元，8.41%）。2019 年至 2022 年 1-6 月报告期间，煤炭销售始终为公司的主要业务及首要收入来源，其销售收入占比基本维持在 60%以上，且呈现逐年上升的态势。

图 1：公司收入规模及增速变化



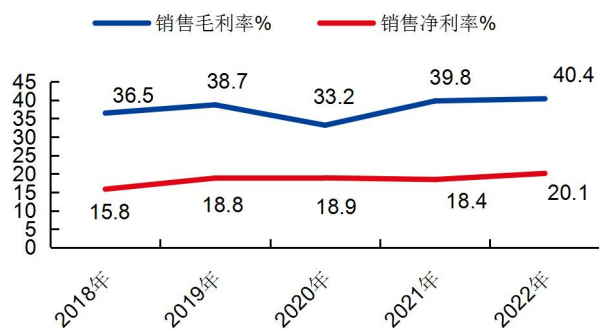
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



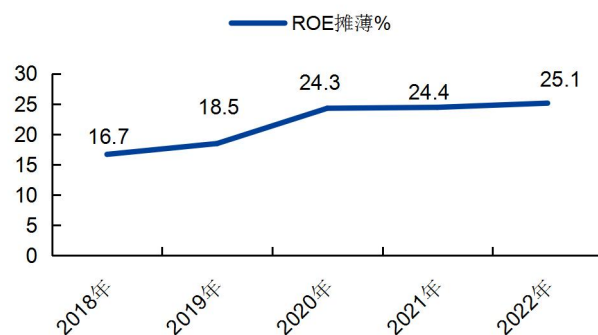
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

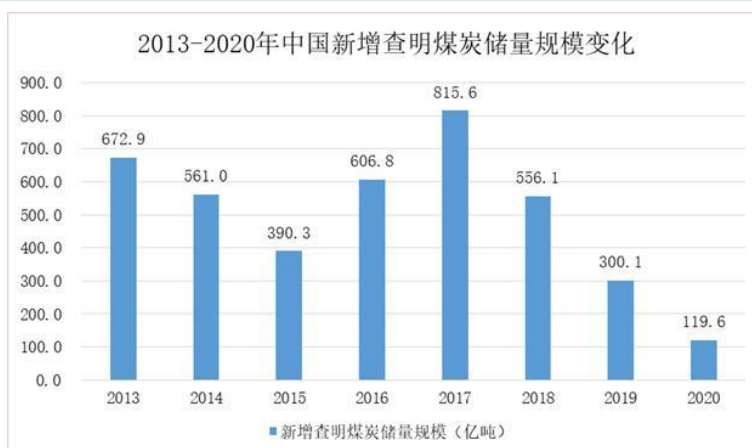
（二）行业情况

公司主营业务为煤炭采掘、洗选加工、销售以及火力、新能源发电等业务。煤炭业务方面，公司归属于煤炭行业；电力业务方面，公司归属于电力行业。

1、煤炭行业

全球煤炭储量分布不均，煤炭资源需求仍将保持增长态势。煤炭是世界上储量最多、分布最广的常规能源。尽管全球煤炭资源储量丰富，但各地区煤炭储量分布极不均衡，绝大多数已探明储量集中在亚太、欧洲及北美等地区。2020 年底，全球煤炭已探明储量 10,741.08 亿吨左右，其中，美国煤炭储量全球第一，占比达 23.20%，其次为俄罗斯，占比达 15.10%，澳大利亚占全球比重达 14.00%，我国煤炭已探明储量占比达 13.30%，排名全球第四。我国煤炭行业区域集中度较高，其中华北地区处于主导地位，其次是华东和华中地区。

图 5：2013-2020 年中国新增查明煤炭储量规模变化（亿吨）



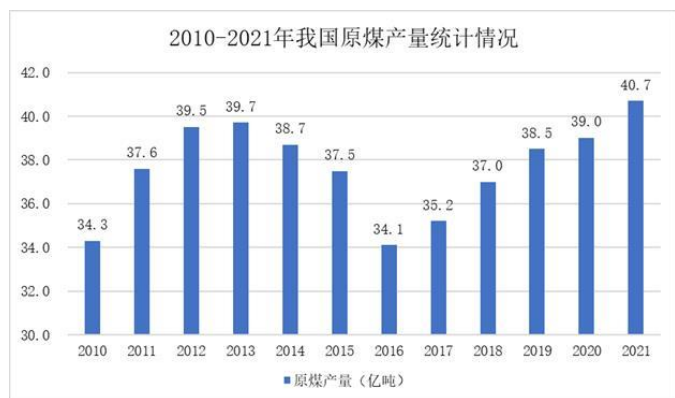
资料来源：自然资源部,华金证券研究所

随着全球电力需求的增长和工业的发展，全球煤炭资源需求，特别是亚洲煤炭资源需求仍将保持增长势头，煤炭作为一种经济性的能源资源具有较强的竞争力。2020 年，全球煤炭产量 159.61 艾焦，其中，中国是世界煤炭产量最大的国家，产量达到 80.91 艾焦，约占世界煤炭总产量的 50.70%。世界煤炭主要生产国同时也是消费国。2020 年，全球煤炭消费量约为 151.42 艾

焦，排名前三的国家分别为中国、印度、美国，其中，中国煤炭消费量 82.41 艾焦，占全球比重 54.42%左右。

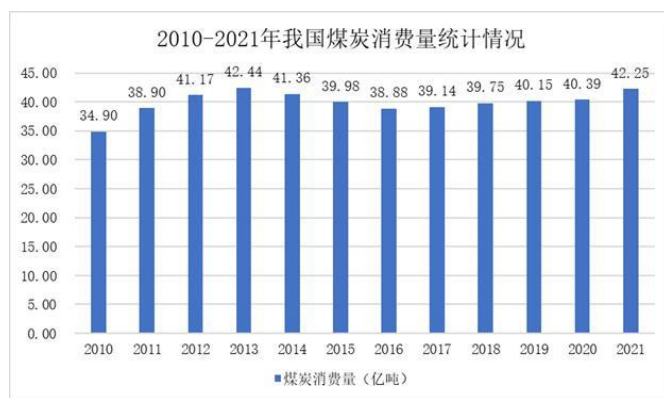
2020 年以来，面对新冠疫情严峻挑战，煤炭行业积极应对，常态化做好疫情防控工作，扎实推进煤矿复工复产，全国煤炭供应总体稳定充足。但受前期煤炭产能超前释放、后期经济逐步复苏、煤炭供需阶段性错配、国际能源价格下跌等多重因素影响，煤炭市场价格总体呈现“V”型发展态势。2021 年 9-10 月，随着煤炭存量产能产出环比下降，而新增产能释放缓慢，煤炭价格出现大幅上涨；2021 年 10 月下旬以来，为了保障用电安全，监管机构加强了煤炭价格上涨的限制性措施，同时前期核增的产能逐步释放，煤炭价格持续调整，但 2021 年煤炭价格整体水平处于近年来的高位。

图 6：2010-2021 年我国原煤产量统计情况（亿吨）



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图 7：2010-2021 年我国煤炭消费统计情况（亿吨）



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

从竞争格局上来看，我国煤炭行业长期处于“多、小、散”的局面，小型煤炭生产企业众多，具有一定规模的煤炭生产企业数量比较少；2021 年，全国煤炭总产量为 40.7 亿吨，而我国前八家煤炭生产企业的原煤产量 20.26 亿吨，总和仅占全国煤炭总产量的分别约 49.8%。

表 1：2021 年我国大型煤炭企业原煤产量情况（亿吨）

公司名称	原煤产量	市场份额
国家能源投资集团有限责任公司	5.71	14.0%
晋能控股集团有限公司	3.84	9.4%
山东能源集团有限公司	2.55	6.3%
中国中煤能源集团有限公司	2.47	6.1%
陕西煤业化工集团有限责任公司	2.10	5.2%
山西焦煤集团有限责任公司	1.74	4.3%
山西潞安矿业（集团）有限责任公司	0.98	2.4%
中国华能集团有限公司	0.87	2.1%

资料来源：中国煤炭工业协会，华金证券研究所

2、电力行业

随着能源转型步伐加快和电力体制改革的深入推进，我国电力行业结构调整步伐加快，电源结构不断优化，清洁能源发用电比例稳步提高，电网输配电能力持续增强，全社会用电结构深刻变化。截至 2021 年底，我国电网规模、发电装机容量和发电量均居世界首位；2021 年全国火电发电装机容量为 13.0 亿千瓦，同比增长 4.1%，其中煤电 11.1 亿千瓦，同比增长 2.8%，占

总发电装机容量的比重为 46.7%。2021 年 6,000 千瓦以上电厂供电标准煤耗已降至 302.5 克/千瓦时，比 2015 年下降 9.8 克/千瓦时，达到世界先进水平。作为长期以来的电源“主力军”和“压舱石”，煤电为保障我国经济社会发展做出了重要贡献。

从装机容量占比来看，煤电装机容量占比下降，风电、太阳能发电及其他清洁能源发电装机容量占比增加。煤电从主体电源转变为基础电源，规模仍然保持适度发展。根据中国电力企业联合会数据，2021 年，煤电装机容量为 11.1 亿千瓦，占全国装机比重 46.7%。未来，随着能源结构转型，煤电将逐步由主体性电源转变为基础性电源，托底电力供应安全。综合来看，未来用电仍将保持刚性增长，为保障电力供应和新能源消纳，煤电未来仍需保持适当增量和储备。

图 8：2016-2021 年我国发电装机容量情况（万千瓦）



资料来源：中国电力企业联合会，华金证券研究所

图 9：2016-2021 年我国分类型发电量情况（亿千瓦时）



资料来源：中国电力企业联合会，华金证券研究所

截至 2021 年末，我国火力发电企业主要包括华能集团、国家能源、浙能集团等。

表 2：2021 年我国主要火力发电企业生产情况

序号	公司名称	火电装机规模（截至 2021 年末）
1	国家能源投资集团有限责任公司	194.00
2	中国华能集团有限公司	140.06
3	中国华电集团有限公司	120.49
4	中国大唐集团有限公司	106.02
5	国家电力投资集团有限公司	83.34
6	广东省能源集团有限公司	32.79
7	华润电力控股有限公司	32.56
8	晋能控股电力集团	31.91
9	浙江省能源集团有限公司	26.47
10	北京能源集团有限责任公司	17.14

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（三）公司亮点

1、公司是江苏省属唯一的大型“煤电一体化”生产企业。截至 2022 年 6 月末，公司拥有煤炭生产矿井 6 对，生产能力 1,830 万吨/年；分别分布在江苏地区、陕甘地区、以及新疆地区。其中，郭家河煤业可采储量为 38,732.20 万吨，核定产能 500 万吨/年；天山矿业可采储量为 49,194.83 万吨，核定产能 850 万吨/年；张双楼煤矿可采储量为 3,313.37 万吨，核定产能 180

万吨/年。基于上述煤炭资源优势，公司向电力行业拓展；建设阿克苏热电、该电厂每年可向江苏输送 9 亿千瓦时援疆电量，建设华美热电 2*35 万千瓦超临界和徐矿电厂 2*30 万循环硫化床发电机组；截至目前，公司火力发电项目装机容量已达 1,700MW。

表 3：公司的主要矿区及可采储量（万吨）

主要矿区	煤炭产品名称	用途	预计可采储量（万吨）（截至 2022 年 6 月 30 日）
张双楼煤矿	气煤	炼焦用煤（主要用途）、动力煤（少量）	3,313.37
夏阔坦矿业	气煤、1/3 焦煤	炼焦用煤	3,054.51
天山矿业	长焰煤、不粘煤	动力煤、居民生活用煤	49,194.83
百贯沟煤业	不粘煤	动力煤、居民生活用煤	479.95
郭家河煤业	长焰煤	动力煤、可做化工用煤	38,732.20
新安煤业	不粘煤	动力煤	1,689.20

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

2、公司募投项目已提前建设，新增产能有望夯实公司现有的资源领先优势。截至 2022 年 6 月末，公司在建工程较 2021 年增加 6.17 亿元，主要系募投项目乌拉盖电厂项目提前建设所致。乌拉盖电厂建于内蒙古自治区锡林郭勒盟；锡林郭勒矿产资源丰富，已发现矿种 80 余种，探明储量的有 30 余种，其中煤炭资源尤为丰富，境内有百余个含煤盆地，探明及预测储量 1,883 亿吨；同时，褐煤总储量在全国居第一位，褐煤发热量在 3,500—5,000 千卡之间，属优质动力煤，适合开发大型坑口电站及相关项目。按照国家电力发展规划，锡林郭勒盟已被列为我国五大煤电基地之一。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 1 个项目以及补充流动资金。

1、江苏能源乌拉盖 2×1000MW 高效超超临界燃煤发电机组工程项目：本项目本期拟建设 2×1000MW 高效超超临界褐煤间冷发电机组，同步建设烟气脱硫、脱硝装置，并留有扩建条件。若按江苏标杆电价 391 元/MW.h 扣除过网费 100 元/MW.h 算，给定电价为 291 元/MW.h；项目全部投资财务税后内部收益率为 9.03%，投资回收期为 10.89 年。

表 4：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建 设期
1	江苏能源乌拉盖 2×1000MW 高效超超临界燃煤发电机组工程项目	754,659.00	300,000.00	33 个月
2	补充流动资金	100,000.00	100,000.00	-
	总计	854,659.00	400,000.00	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 151.40 亿元，同比增加 29.65%；实现归属于母公司净利润 27.52 亿元，同比增长 37.44%。根据初步预测，公司预计 2023 年 1-3 月营业收入约为 345,088.05 万元至 376,960.54 万元，同比变动-3.46%至 5.46%；预计归属于母公司股东的净利润约为 69,124.69 万元至 81,852.02 万元，同比变动-7.36%至 9.70%；预计扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润约为 66,624.69 万元至 79,352.02 万元，同比变动-7.87%至 9.72%。

公司长期深耕煤炭领域；考虑主营业务的相似性，选取电投能源、上海能源、恒源煤电、兖矿能源、新集能源、以及盘江股份为苏能股份的可比上市公司。从上述可比公司来看，2021 年平均收入规模为 359.6 亿元、可比 PE-TTM（算数平均）为 5.58X，销售毛利率为 33.98%；相较而言，公司的营收规模与销售毛利率均处于同业的中上游水平。

表 5：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年收入 (亿元)	2021 年收 入增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛利 率	2021 年 ROE 摊 薄
002128.SZ	电投能源	245.58	6.22	246.49	22.79%	35.60	71.92%	34.03%	17.46%
600508.SH	上海能源	104.07	5.56	101.56	32.69%	3.73	-44.15%	20.68%	3.56%
600971.SH	恒源煤电	97.08	4.45	67.49	29.55%	13.87	79.97%	42.13%	13.92%
600188.SH	兖矿能源	1,557.85	4.89	1,519.91	-29.30%	162.59	128.30%	29.38%	23.84%
601918.SH	新集能源	109.84	5.06	124.89	49.48%	24.34	187.32%	43.04%	25.94%
600395.SH	盘江股份	147.69	7.28	97.26	48.20%	11.72	35.29%	34.65%	16.94%
600925.SH	苏能股份	/	/	116.78	16.36%	20.03	10.44%	39.77%	24.44%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（六）风险提示

行业周期性风险、行业价格波动风险、监管政策变化风险、低碳化发展对传统能源行业带来的风险、电力体制改革风险、资源储备有限风险、采矿权证及探矿权证到期无法续办的风险、业务单一的风险、郭家河煤业缴纳采矿权价款风险、煤矿托管项目到期后人员安置的风险、控股股东不当控制的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn