

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 能源行业分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

顶级主焦叠加资产注入预期, 估值筑底修复可期

2023年4月7日

事件: 4月6日公司发布2022年报, 2022年公司实现营业收入360.44亿元, 同比上升21.37%; 实现归母净利润57.25亿元, 同比增长95.90%; 扣非后归母净利润为57.45亿元, 同比增长96.79%; 经营活动产生的现金流量为109.20亿元。ROE为26.3%, 较2021年17.4%同比提高8.9pct, ROA为7.7%, 较2021年的4.6%提高3.1pct; 基本每股收益2.47元, 同比增加1.21元/股, 分红率35.18%。

2022Q4 公司实现营业收入78.46亿元, 同比下降22.52%; 归母净利润9.97亿元, 同比下降13.57%; 扣非后归母净利润为9.79亿元, 同比下降16.31%。经营指标下降的主要原因是受到四季度商品煤销量下滑(同比-4.64%)与商品煤单位售价下降(同比-16.35%)等因素的影响。

点评:

- **量价齐升, 推动业绩增长显著。**2022年公司原煤产量3030万吨, 同比增加145万吨(5.03%); 精煤产量1187万吨, 同比基本持平; 商品煤销量3092万吨, 同比增加27万吨(0.89%); 公司商品煤单位售价1118.07元/吨, 同比增加202.05元/吨(22.06%); 商品煤单位销售成本723.67元/吨, 同比增加68.66元/吨(10.48%); 公司全年煤炭采选业务实现营业收入350.52亿元, 同比增长22.73%, 毛利率34.90%, 同比增长6.77pct。同比上年, 公司持续受益于煤炭价格整体上行带来的商品煤售价提升和盈利增厚。
- **2023年焦钢产业链或整体向好, 看好公司顶级焦煤资源价格韧性。**复苏预期下, 房地产数据总体向好, 高炉开工率稳步上升, 钢焦利润逐步改善, 黑色产业链复苏持续, 较大程度缓解了市场悲观情绪。与此同时, 2023年1-2月制造业、基建领域固定资产投资依旧维持较高水平, 叠加当前焦煤、焦炭产品的社会库存水平处于2019年来的历史低位, 我们预计随着未来下游需求持续改善, 焦煤、焦炭价格有望展现较强的价格增长弹性与高位维持的延续性。值得注意的是, 公司主焦煤具有低灰低硫低碱性金属、中高挥发分、高G值(94)、高Y值(22.8)特性, 品质可与澳洲主焦煤媲美, 焦精煤作为其炼焦配煤的骨架煤种具有不可替代性, 亦高度契合钢铁行业转型升级高质量发展方向, 以及未来高炉大型化对优质主焦煤需求增加的趋势。公司主焦煤“稀缺中的稀缺”的特点, 也使得公司具有更强的价格弹性与韧性, 盈利或将继续走强。
- **勘探开发资产注入, 焦煤增量更显弥足珍贵。**2021年8月, 公司竞得“河南省宝丰县贾寨—唐街煤勘探”探矿权, 12月份取得勘查许可证, 资源量为14.3亿吨, 煤类为焦煤、1/3焦煤、肥煤。同时, 公司加速推进资产注入。2022年10月18日, 公司控股股东中国平煤神马控股集团有限公司出具解决同业竞争承诺, 资产注入预期有望加快。**煤炭业务方面,**控股股东承诺在夏店矿(150万吨/年, 在建)及梁北二井(120万吨/年, 在建)投产后36个月内将其全部股权或相关资产转让给上市公司或其子公司。同时, 在出具承诺函的36个月内将瑞平煤电的全部股

权或张村矿（150万吨/年，在产）、庇山矿（85万吨/年，在产）相关资产转让给上市公司或其子公司。未来随着资产有望注入与已有矿井的扩建，到2025年，公司预计原煤产量增加700万吨/年，精煤产量预计达到1500万吨/年（2022年精煤产量为1187万吨），在焦煤新增产能缺乏的大背景下，公司优质焦煤增量弥足珍贵。**焦化业务方面**，控股股东承诺将在公司子公司汝丰科技120万吨焦化项目建成投产后36个月内，将首山化工、京宝化工、中鸿煤化及其他下属焦化企业的全部股权或焦化业务相关资产转让给上市公司或其子公司。随着未来集团有序注入焦化资产，有利于进一步完善煤焦产业链，推动企业稳健发展。

- **估值筑底分红兑现，焦煤龙头修复可期。**2022年6月8日，公司发布《未来三年股东分红回报规划（2022-2024年）》，公司承诺以现金方式累计分配的利润不少于实现的母公司年均可供分配利润的30%。2022年，公司每股派息0.87元，现金股利占当年归属于上市公司股东可供分配净利润的35.18%，对应4月6日收盘价，股息率为8.41%。分红率同比下降25.03pct，主要由于2022年公司大额资源价款现金支出（约58亿元）与2023年生产经营投资计划资金预留（53.61亿元，同比+8.48%）。值得关注的是，公司2020年发布股权激励计划，公司中高层管理人员均属于激励对象，展望未来，公司管理层或具备持续高比例分红动力，未来分红比例值得期待。反观估值方面，公司仍处于估值底部，截止4月6日收盘价，公司PE（TTM）仅为4.18x，处于历史10.48%分位，也远低于其他焦煤企业。未来公司的高业绩高盈利或将进一步体现为高额现金分红，凸显长期配置高性价比。
- **辅业剥离改革提效，降本增效保障行稳致远。**公司不断推进智能化新基建，截至2022年12月31日，公司累计建成1家国家级智能化示范煤矿、8家省级智能化示范煤矿、28个智能化综采工作面和57个智能化综掘工作面，14个主体矿井全部实施万兆网和智能化综合管控平台建设。根据3月14日公告披露，公司拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过29亿元，其中拟投入26亿元用于煤矿智能化建设改造项目，该项目建设3年，之后每年节省约7亿元生产成本。随着资金的落实，矿井智能化建设的持续推进，同时，公司持续深化主辅分离与“减员提效”战略，公司人均功效由2021年的454.57吨/人提升至2022年570.91吨/人，同比大幅提升，并进一步剥离生产辅助与生活辅助业务，推动公司市场化体制改革，提高生产经营效率，为公司更加长期的战略发展与转型升级筑牢基础。
- **盈利预测及评级：**我们看好焦煤行业基本面和公司开展“智能化”新基建、“减员提效”和精煤战略产品结构优化带来的效益提升，控股股东资产注入带来的煤、焦产业的延伸与增长，以及在钢铁行业转型升级进程中的业绩弹性。我们预计公司2023-2025年归母净利润为66.84亿、80.40亿、102.37亿，EPS分别2.89/3.47/4.42元/股；截止4月6日股价10.34元对应2023-2025年PE分别为3.58/2.98/2.34倍；我们看好公司的收益空间，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**国内宏观经济增长严重失速；安全生产风险；产量出现波动

的风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	29,699	36,044	38,524	42,308	49,532
增长率 YoY %	32.6%	21.4%	6.9%	9.8%	17.1%
归属母公司净利润(百万元)	2,922	5,725	6,684	8,040	10,237
增长率 YoY%	110.6%	95.9%	16.8%	20.3%	27.3%
毛利率%	27.6%	34.4%	34.3%	36.4%	38.4%
净资产收益率 ROE%	17.4%	26.3%	25.3%	26.4%	28.8%
EPS(摊薄)(元)	1.26	2.47	2.89	3.47	4.42
市盈率 P/E(倍)	6.63	4.37	3.58	2.98	2.34
市净率 P/B(倍)	1.17	1.15	0.91	0.79	0.67

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 4 月 6 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	14,145	20,147	23,149	25,602	31,358	
货币资金	8,903	14,082	15,341	17,741	22,366	
应收票据	0	475	255	326	409	
应收账款	2,028	2,530	4,222	4,057	4,750	
预付账款	409	281	304	323	366	
存货	666	429	624	633	702	
其他	2,139	2,349	2,404	2,521	2,765	
非流动资产	49,773	54,011	58,636	62,408	66,177	
长期股权投资	1,731	1,765	2,353	2,560	2,836	
固定资产(合)	32,313	34,385	36,295	37,640	38,636	
无形资产	7,199	8,791	10,782	12,590	13,347	
其他	8,529	9,069	9,206	9,619	11,358	
资产总计	63,918	74,157	81,785	88,011	97,535	
流动负债	28,809	37,942	40,341	41,892	45,464	
短期借款	4,022	7,261	7,261	7,261	7,261	
应付票据	10,901	12,966	13,869	14,744	16,719	
应付账款	4,958	5,159	5,864	6,107	6,928	
其他	8,928	12,556	13,347	13,779	14,555	
非流动负债	15,890	11,440	11,440	11,440	11,440	
长期借款	566	1,364	1,364	1,364	1,364	
其他	15,324	10,077	10,077	10,077	10,077	
负债合计	44,699	49,382	51,781	53,332	56,904	
少数股东权益	2,430	3,018	3,562	4,217	5,051	
归属母公司股东	16,789	21,757	26,442	30,461	35,580	
负债和股东权益	63,918	74,157	81,785	88,011	97,535	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	29,699	36,044	38,524	42,308	49,532	
同比(%)	32.6%	21.4%	6.9%	9.8%	17.1%	
归属母公司净利润	2,922	5,725	6,684	8,040	10,237	
同比(%)	110.6%	95.9%	16.8%	20.3%	27.3%	
毛利率(%)	27.6%	34.4%	34.3%	36.4%	38.4%	
ROE%	17.4%	26.3%	25.3%	26.4%	28.8%	
EPS(摊薄)(元)	1.26	2.47	2.89	3.47	4.42	
P/E	6.63	4.37	3.58	2.98	2.34	
P/B	1.17	1.15	0.91	0.79	0.67	
EV/EBITDA	3.06	2.39	2.14	1.66	1.11	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	29,699	36,044	38,524	42,308	49,532	
营业成本	21,507	23,653	25,311	26,908	30,513	
营业税金及附加	936	1,246	1,156	1,269	1,486	
销售费用	243	244	193	212	248	
管理费用	988	936	1,000	1,099	1,286	
研发费用	560	660	706	775	908	
财务费用	1,008	1,186	888	876	852	
减值损失合计	-20	0	-9	0	0	
投资净收益	93	139	184	202	237	
其他	-206	134	245	269	315	
营业利润	4,324	8,393	9,690	11,640	14,792	
营业外收支	-42	-91	-91	-96	-92	
利润总额	4,282	8,302	9,599	11,545	14,700	
所得税	1,011	2,120	2,370	2,850	3,629	
净利润	3,271	6,181	7,229	8,695	11,071	
少数股东损益	349	457	545	655	834	
归属母公司净利	2,922	5,725	6,684	8,040	10,237	
EBITDA	7,528	12,293	12,630	14,869	18,049	
EPS(当年)(元)	1.26	2.47	2.89	3.47	4.42	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	8,437	10,920	11,272	13,908	17,316	
净利润	3,271	6,181	7,229	8,695	11,071	
折旧摊销	2,292	2,881	2,472	2,824	2,957	
财务费用	1,074	1,244	1,029	1,029	1,029	
投资损失	-93	-139	-184	-202	-237	
营运资金变动	1,702	785	655	1,498	2,441	
其它	191	-32	72	64	56	
投资活动现金流	-4,394	-10,463	-6,984	-6,459	-6,544	
资本支出	-3,552	-8,504	-6,580	-6,454	-6,505	
长期投资	0	351	-589	-207	-276	
其他	-842	-2,311	184	202	237	
筹资活动现金流	-3,702	2,268	-3,029	-5,049	-6,148	
吸收投资	65	1,106	0	0	0	
借款	10,809	11,189	0	0	0	
支付利息或股息	-1,992	-3,088	-3,029	-5,049	-6,148	
现金流净增加额	341	2,732	1,259	2,401	4,624	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、煤化工行业的研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡浩颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfei1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。