

业绩符合预期，在建新建项目助力未来成长

2023 年 10 月 25 日

► **事件：**2023 年 10 月 24 日，公司发布 2023 年三季度报。2023 年前三季度，公司实现营业收入 86.06 亿元，调整后（下同）同比下降 8.80%；归母净利润 15.60 亿元，同比下降 42.83%。2023 年三季度，公司实现营业收入 28.51 亿元，同比下降 12.27%，环比增长 9.75%；归母净利润 2.80 亿元，同比下降 57.96%，环比下降 13.25%。

► **红沙梁露天矿和井工矿建设规模均调增至 300 万吨/年，热电联产项目获批。**据公司公告，公司天宝煤业所属红沙梁露天矿和井工矿已取得相关部门调整建设规模的复函，两个矿井建设规模均调整至 300 万吨/年，公司产能规模进一步扩大至 2314 万吨/年（含在建）。此外，公司于 2023 年 8 月 23 日公告拟出资建设兰州新区热电联产项目，设计年发电量 33.02 亿度，供热量 1362.41 万吉焦，投产后年耗煤量 205.51 万吨，截止 23Q3 末项目已取得兰州新区经济发展局关于项目核准的批复文件，该项目有助于公司夯实煤电主业，促进煤炭资源转化消纳和保价增值。

► **投资建设海石湾煤矿深部扩大区煤层气开采利用项目及煤层气氮气分离中试项目。**据公司 2023 年 9 月 11 日公告，按照海石湾煤矿生产接续需要和煤层气抽采长远规划，公司拟投资 5.19 亿元由全资子公司窑煤公司对海石湾煤矿深部扩大区煤层气进行预抽采，项目稳产期内煤层气处理厂每年可生产 1.21 万吨液化天然气，财务内部收益率为 9.45%。此外，公司拟对窑煤公司全资子公司科贝德增资 1730 万元用于建设窑煤公司海石湾煤矿地面抽采煤层气氮气分离中试项目，该项目以海石湾煤矿地面抽采氮气浓度为 0.3% 的煤层气为原料制备高纯氮产品，项目全部投资内部收益率为 29.45%，盈利能力较好，建设完成后将成为国内首套煤层气分离制备氮气的中试工程。

► **煤化工、光伏多点布局，成长空间广阔。**公司 2020 年发行可转债投资建设清洁高效气化气综合利用项目，预计 2023 年投产，助力完善公司煤化工下游产业链，据公司公告气化气项目二期建设也已启动，公司布局煤化工业务将消纳部分长协动力煤，所生产的高附加值化工品有助于保障公司未来盈利。公司 28MW 光伏自发自用工程项目，已完成平川区发改局备案，取得拟选场址涉河道、河流情况的复函、纳入平川区国土空间规划、完成项目建设环境影响登记备案，完成 EPC 总承包招标，目前正在建设中。靖远矿区 1GW 农光互补智慧能源工程项目目前已上报国家发改委，等待批复。公司煤电化协同发展，未来成长可期。

► **投资建议：**考虑到公司前三季度业绩实现受煤价下滑拖累较大，我们预计 2023-2025 年公司归母净利为 22.09/27.04/32.95 亿元，对应 EPS 分别为 0.48/0.59/0.71 元/股，对应 2023 年 10 月 24 日收盘价的 PE 分别均为 7/6/5 倍，维持“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**煤炭价格大幅下跌；在建矿井投产不及预期。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 12,261 | 12,028 | 13,304 | 15,328 |
| 增长率 (%) | 22.3 | -1.9 | 10.6 | 15.2 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 3,169 | 2,209 | 2,704 | 3,295 |
| 增长率 (%) | 82.7 | -30.3 | 22.4 | 21.9 |
| 每股收益 (元) | 0.69 | 0.48 | 0.59 | 0.71 |
| PE | 5 | 7 | 6 | 5 |
| PB | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 24 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

3.25 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

相关研究

1. 甘肃能化 (000552.SZ) 2023 年半年报点评：业绩基本符合预期，期待后续产量释放-2023/08/17
2. 甘肃能化 (000552.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：22 业绩大幅增长，未来煤炭产能持续扩张-2023/04/28
3. 靖远煤电 (000552.SZ) 事件点评：2023 年计划产量提升，更名“甘肃能化”再启航-2023/03/22
4. 靖远煤电 (000552.SZ) 首次覆盖报告：业绩高增，产能翻倍叠加多渠道布局成长可期-2023/03/21

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 12,261 | 12,028 | 13,304 | 15,328 |
| 营业成本 | 6,505 | 7,588 | 8,052 | 9,050 |
| 营业税金及附加 | 445 | 409 | 453 | 522 |
| 销售费用 | 96 | 110 | 121 | 140 |
| 管理费用 | 879 | 812 | 898 | 1,035 |
| 研发费用 | 267 | 289 | 320 | 368 |
| EBIT | 3,961 | 2,823 | 3,464 | 4,217 |
| 财务费用 | 235 | 130 | 175 | 218 |
| 资产减值损失 | -78 | 5 | -2 | -7 |
| 投资收益 | 18 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 3,732 | 2,698 | 3,287 | 3,992 |
| 营业外收支 | -10 | -67 | -67 | -67 |
| 利润总额 | 3,722 | 2,631 | 3,220 | 3,925 |
| 所得税 | 527 | 414 | 506 | 617 |
| 净利润 | 3,195 | 2,217 | 2,714 | 3,308 |
| 归属于母公司净利润 | 3,169 | 2,209 | 2,704 | 3,295 |
| EBITDA | 5,109 | 4,068 | 4,847 | 5,758 |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 7,568 | 8,097 | 9,139 | 10,934 |
| 应收账款及票据 | 746 | 655 | 725 | 835 |
| 预付款项 | 89 | 104 | 110 | 123 |
| 存货 | 539 | 1,195 | 1,268 | 1,426 |
| 其他流动资产 | 2,153 | 2,658 | 2,696 | 2,763 |
| 流动资产合计 | 11,094 | 12,709 | 13,937 | 16,082 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 8,077 | 9,069 | 10,524 | 11,956 |
| 无形资产 | 5,242 | 5,488 | 5,769 | 6,048 |
| 非流动资产合计 | 16,086 | 17,691 | 20,319 | 22,414 |
| 资产合计 | 27,180 | 30,400 | 34,256 | 38,495 |
| 短期借款 | 2,147 | 1,047 | 847 | 647 |
| 应付账款及票据 | 3,188 | 3,752 | 3,981 | 4,475 |
| 其他流动负债 | 2,806 | 3,044 | 3,107 | 3,495 |
| 流动负债合计 | 8,141 | 7,842 | 7,935 | 8,617 |
| 长期借款 | 1,526 | 3,026 | 4,526 | 5,326 |
| 其他长期负债 | 4,189 | 4,184 | 4,184 | 4,184 |
| 非流动负债合计 | 5,715 | 7,210 | 8,710 | 9,510 |
| 负债合计 | 13,856 | 15,053 | 16,645 | 18,127 |
| 股本 | 4,611 | 4,611 | 4,611 | 4,611 |
| 少数股东权益 | 430 | 438 | 448 | 461 |
| 股东权益合计 | 13,324 | 15,348 | 17,612 | 20,368 |
| 负债和股东权益合计 | 27,180 | 30,400 | 34,256 | 38,495 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 22.34 | -1.90 | 10.61 | 15.21 |
| EBIT 增长率 | 32.50 | -28.73 | 22.69 | 21.75 |
| 净利润增长率 | 82.72 | -30.29 | 22.39 | 21.88 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 46.94 | 36.91 | 39.48 | 40.96 |
| 净利润率 | 25.85 | 18.37 | 20.32 | 21.50 |
| 总资产收益率 ROA | 11.66 | 7.27 | 7.89 | 8.56 |
| 净资产收益率 ROE | 24.58 | 14.82 | 15.75 | 16.55 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.36 | 1.62 | 1.76 | 1.87 |
| 速动比率 | 1.23 | 1.31 | 1.44 | 1.55 |
| 现金比率 | 0.93 | 1.03 | 1.15 | 1.27 |
| 资产负债率 (%) | 50.98 | 49.51 | 48.59 | 47.09 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 22.13 | 22.13 | 22.13 | 22.13 |
| 存货周转天数 | 30.23 | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 总资产周转率 | 0.46 | 0.42 | 0.41 | 0.42 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.69 | 0.48 | 0.59 | 0.71 |
| 每股净资产 | 2.80 | 3.23 | 3.72 | 4.32 |
| 每股经营现金流 | 1.10 | 0.79 | 1.05 | 1.29 |
| 每股股利 | 0.14 | 0.10 | 0.12 | 0.15 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 5 | 7 | 6 | 5 |
| PB | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| EV/EBITDA | 2.87 | 3.60 | 3.03 | 2.55 |
| 股息收益率 (%) | 4.31 | 3.00 | 3.67 | 4.48 |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 3,195 | 2,217 | 2,714 | 3,308 |
| 折旧和摊销 | 1,148 | 1,246 | 1,384 | 1,541 |
| 营运资金变动 | 299 | -152 | 313 | 622 |
| 经营活动现金流 | 5,065 | 3,653 | 4,819 | 5,952 |
| 资本开支 | -2,640 | -3,090 | -4,238 | -3,889 |
| 投资 | 159 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -2,536 | -3,021 | -4,233 | -3,889 |
| 股权募资 | 43 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | -823 | 332 | 1,169 | 600 |
| 筹资活动现金流 | -1,277 | -103 | 456 | -267 |
| 现金净流量 | 1,252 | 529 | 1,042 | 1,796 |

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收到任何形式的补偿。

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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026