



买入（首次）

所属行业：煤炭/煤炭开采
当前价格(元)：1.33

证券分析师

翟堃

资格编号：s0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

研究助理

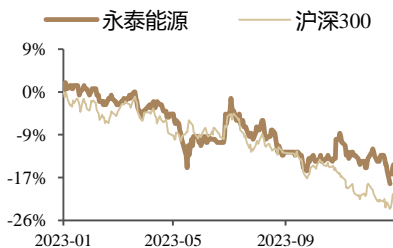
薛磊

邮箱：xuelel@tebon.com.cn

谢信圆

邮箱：xieji@tebon.com.cn

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|-------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | -0.03 | -6.32 | -1.50 |
| 相对涨幅(%) | -0.30 | -0.55 | 3.63 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

永泰能源（600157.SH）：焦煤弹性 火电稳健，储能转型助推发展

投资要点

- 大型综合能源民营上市公司。**永泰能源成立于1992年7月，1998年5月上市，是由永泰集团2007年通过股权收购控股的民营综合能源类企业。公司秉持“以煤电为基、以储能为翼”的发展战略，加快形成“传统能源+新型储能”双轮驱动新格局。2020年随着公司债务重整完成，财务费用大幅压降，负债回归合理水平，迎来新发展阶段。截至2023年前三季度，公司实现营收219.79亿元；扣非归母净利润16.18亿元，同比增长25.61%。
- 煤炭业务：资产质地优良，远期增量可观。**1) 公司所属煤矿主要分布于晋陕蒙新等地区，其中山西矿区生产优质焦煤。截至2023年上半年，公司在产焦煤规模1110万吨/年，旗下所属森达源、南山等煤矿合计150万吨/年产能核增在有序推进中。2) 2022年12月，公司所属亿华海则滩煤矿项目正式开工建设，2026年三季度将具备出煤条件，2027年实现达产。海则滩出产高热值化工煤和动力煤，投产后公司整体煤炭产能规模将得到大幅提升，产品结构将迎来进一步优化。按当前核准建设规模600万吨/年的产能测算，建成后可实现净利润约20亿。
- 电力业务：电改效果显著，煤电协同深化。**1) 公司以火电装机为主，控股总装机容量8970MW，主要分布于江苏、河南两省，均为当地主力电厂。海则滩项目投产后，部分动力煤将用于满足公司所属电厂用煤需求，有利于降低成本，实现煤电一体化发展。2) 受益于2021年电价改革，公司2022年售电价格同比上涨约20%。2023年11月10日，国家发改委、能源局联合印发《关于建立煤电容量电价机制的通知》，对煤电实行两部制电价政策。在容量电价机制下，公司电力业务的盈利稳定性将有所提升，估值体系有望重塑。
- 储能业务：布局钒电池全产业链，抢滩新型储能蓝海。**公司加速布局钒液流电池为主的储能产业，于2022年8月收购汇宏矿业获取优质钒矿资源；2023年12月与长沙理工大学及贾传坤教授合作取得钒电池核心专利技术；2023年10月收购新加坡国立大学科技初创公司Vnergy股权，获取其领先的全钒液流电池储能技术。公司所属3000吨/年高纯V₂O₅选冶生产线及300MW/年钒液流电池产线已于2023年6月开工建设，将于2024年下半年投产，预计年产值可达12亿元以上。
- 投资建议：首次覆盖，买入评级。**考虑到公司煤炭产能核增有待释放，电力业务长协兑现率仍有上升空间，公司整体盈利有望稳步向上。我们预计公司2023-2025年合计收入分别为348.2/380.1/405.3亿元，归母净利润分别为22.6/27.2/30.5亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：1) 煤炭价格超预期下行；2) 新项目投产进度不及预期；3) 上网电价波动风险。**

| 股票数据 | | 主要财务数据及预测 | | | | | |
|---------------|------------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总股本(百万股): | 22,217.76 | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流通 A 股(百万股): | 22,217.76 | 营业收入(百万元) | 27,180 | 35,556 | 34,818 | 38,013 | 40,530 |
| 52 周内股价区间(元): | 1.29-1.61 | (+/-)YOY(%) | 22.7% | 30.8% | -2.1% | 9.2% | 6.6% |
| 总市值(百万元): | 29,549.63 | 净利润(百万元) | 1,128 | 1,909 | 2,257 | 2,715 | 3,054 |
| 总资产(百万元): | 106,220.60 | (+/-)YOY(%) | -74.9% | 69.3% | 18.2% | 20.3% | 12.5% |
| 每股净资产(元): | 2.06 | 全面摊薄 EPS(元) | 0.05 | 0.09 | 0.10 | 0.12 | 0.14 |
| 资料来源: 公司公告 | | 毛利率(%) | 22.6% | 21.5% | 23.0% | 23.6% | 23.1% |
| | | 净资产收益率(%) | 2.7% | 4.3% | 5.0% | 5.7% | 6.2% |

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

| | |
|------------------------------------------|----|
| 1. 综合能源民企龙头，债务化解轻装上阵..... | 5 |
| 1.1. “煤电为基，储能为翼”的综合能源民企 | 5 |
| 1.2. 煤电主业稳定业绩，债务化解基本面回归 | 6 |
| 2. 煤炭：焦煤核心供应商，产能释放有预期 | 8 |
| 2.1. 焦煤储量丰富，产销稳中有升 | 8 |
| 2.2. 重点项目进展顺利，产能扩张稳步推进 | 10 |
| 2.3. 焦煤具有稀缺属性，优质焦煤弹性凸显 | 11 |
| 2.3.1. 冬储补库支撑，短期供需重归平衡 | 11 |
| 2.3.2. 国内产量保持稳定&进口受到约束，长期增量有限 | 12 |
| 3. 电价改革&产业协同，盈利能力增强..... | 13 |
| 3.1. 电厂运行高效，电改效果显著 | 13 |
| 3.2. 成本管控优化，电改&产业协同烫平风险周期..... | 15 |
| 4. 布局钒电池赛道，抢滩新型储能蓝海 | 17 |
| 4.1. 钒电池属性优异，适用于大规模长时储能场景 | 17 |
| 4.2. 收购汇宏矿业并与国内外具有核心技术高校合作，加速全产业布局 | 18 |
| 5. 盈利预测与估值 | 19 |
| 5.1. 盈利预测..... | 19 |
| 5.2. 估值评级..... | 20 |
| 6. 风险提示..... | 21 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: 永泰能源发展沿革 | 5 |
| 图 2: 王广西为公司实际控制人 (截至 2023Q3) | 6 |
| 图 3: 2018-2023H1 公司营业收入(亿元)及同比% | 7 |
| 图 4: 2018-2023Q3 公司扣非归母净利润 (亿元) 及同比% | 7 |
| 图 5: 2018-2023H1 公司分产品营业收入 (亿元) | 7 |
| 图 6: 2022 年公司营业收入构成 | 7 |
| 图 7: 2018-2023H1 公司分产品毛利 (亿元) | 7 |
| 图 8: 2018-2023H1 公司分产品毛利率 | 7 |
| 图 9: 2018-2022 年资产负债率 | 8 |
| 图 10: 2018-2023H1 公司各项费用 (亿元) | 8 |
| 图 11: 2018-2023H1 公司各项费率 | 8 |
| 图 12: 各公司资源量对比 (亿吨) | 9 |
| 图 13: 各公司可采储量对比 (亿吨) | 9 |
| 图 14: 2018-2023Q3 产量及同比 (万吨) | 10 |
| 图 15: 2018-2023Q3 销量及同比 (万吨) | 10 |
| 图 16: 秦皇岛港近两年价格高于中枢水平 | 10 |
| 图 17: 焦煤供给以国内生产为主, 进口补充为辅 | 11 |
| 图 18: 我国炼焦煤进口来源丰富 | 11 |
| 图 19: 我国焦煤主要来源的占比变化 | 11 |
| 图 20: 247 家钢铁企业炼焦煤库存 (万吨) | 12 |
| 图 21: 全国日均铁水产量 (万吨) | 12 |
| 图 22: 2023-2027 年全国煤炭新增产能预测 (万吨) | 12 |
| 图 23: 2020-2025 年全球冶金煤产量 (百万吨) | 13 |
| 图 24: 2020-2025 年全球冶金煤贸易发展趋势 (百万吨, %) | 13 |
| 图 25: 江苏及河南火电装机及占比 | 14 |
| 图 26: 江苏及河南光伏装机情况 (万千瓦) | 14 |
| 图 27: 公司电力业务产销率基本维持在 95% 左右 | 14 |
| 图 28: 公司电厂利用小时数基本高于省平均水平 | 14 |
| 图 29: 2018-2022 年公司上网电价变化 | 15 |
| 图 30: 第一二三产业用电量 (亿千瓦时) 及第三产业用电占比 | 15 |
| 图 31: 秦皇岛港动力煤价格变化 | 16 |
| 图 32: 2022 年公司电力成本上涨 | 16 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 33: 永泰能源&中国供电耗煤量对比 (克/千瓦时) | 16 |
| 图 34: 钒液流电池产业链 | 17 |
| 表 1: 公司主要控股子公司 | 5 |
| 表 2: 公司煤炭资源表 | 9 |
| 表 3: 主要子公司煤炭资源及 2022 年产销情况表 | 9 |
| 表 4: 公司电力机组一览 | 13 |
| 表 5: 历年电价改革 | 15 |
| 表 6: 储能系统四种主要储能电池参数对比 | 17 |
| 表 7: 锂电池与钒电池对比 | 18 |
| 表 8: 公司钒电池发展历程 | 18 |
| 表 9: 分业务盈利预测 | 19 |
| 表 10: 可比公司估值 (采用 2024/1/26 收盘价) | 20 |
| 表 11: 可比公司估值 (采用 2024/1/26 收盘价) | 20 |

1. 综合能源民企龙头，债务化解轻装上阵

1.1. “煤电为基，储能为翼”的综合能源民企

隶属永泰集团，煤炭板块民营上市公司。永泰能源成立于1992年7月，1998年5月在上交所上市，是由永泰集团2007年股权收购鲁润股份后，通过资产并购与上市转型，逐步形成的综合能源类企业。公司主要从事煤炭、电力、石化、储能等能源产业，主营业务形成了煤电互补的综合能源经营格局。

图1：永泰能源发展沿革



资料来源：公司公告、德邦研究所

以煤电为基，加快储能布局。公司深入推进能源主营业务，形成以煤电互补为基础的综合能源经营格局。煤炭板块产品主要包含优质主焦煤和配焦煤，用于钢铁冶金行业，所属煤矿及资源主要分布于山西、陕西、新疆、内蒙和澳洲境内；电力业务所属电厂分布在江苏省与河南省境内，均为当地主力电厂，为工业和民用提供能源供应。

除煤电能源主业外，公司在已形成的全钒液流电池全产业链基本架构基础上，积极推动各储能项目开工建设，全面打造和完善储能材料资源整合、提纯冶炼、储能新材料等储能全产业链。

表1：公司主要控股子公司

| 行业 | 公司名称 | 主要产品或服务 | 注册资本 (亿元) | 参控比例 (%) |
|----|------|------------------------------------|-----------|----------|
| 煤炭 | 华熙矿业 | 煤矿和矿产投资、煤炭开采 | 30 | 100 |
| | 银源煤焦 | 煤矿和矿产投资、煤炭开采 | 26 | 100 |
| | 康伟集团 | 煤矿和矿产投资、煤炭开采 | 3.08 | 100 |
| 电力 | 华晨电力 | 电力能源项目投资、电力技术开发、电力建设、生产和销售 | 100 | 100 |
| 石化 | 华瀛石化 | 调和、仓储；进出口及销售原油及其制品；国际国内货运代理、国内船舶代理 | 70 | 100 |
| 储能 | 德泰储能 | 矿物洗选加工；有色金属合金销售；储能技术服务；电池制造；电池销售等 | 10 | 51 |

资料来源：2022年年报、企查查、德邦研究所

公司控股股东为永泰集团，实际控制人为王广西。截至 2023 年三季度末，永泰集团持有公司 18.13% 的股份，王广西通过永泰集团等持有公司股份，为公司的实际控制人。

图 2：王广西为公司实际控制人（截至 2023Q3）



资料来源：公司公告、Wind、德邦研究所

1.2. 煤电主业稳定业绩，债务化解基本面回归

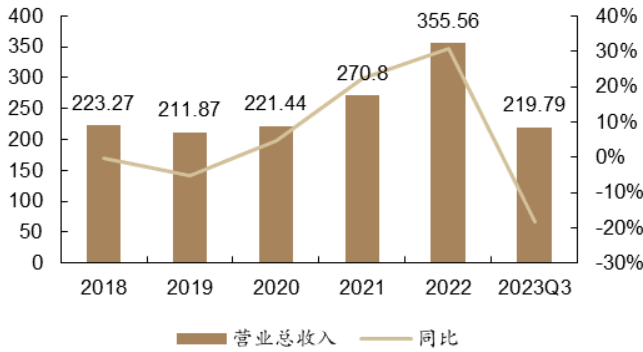
聚焦煤电主业，业绩稳中向好。公司以煤炭和电力为主营业务，其煤炭产品为优质主焦和配焦煤。2020 年公司完成司法重整，扣非归母净利润为 1.95 亿元，同比增长 112.92%。

2022 年国内煤炭供需格局偏紧，煤价保持高位运行，煤企普遍盈利状况良好，受益于 2022 年煤价中枢抬升，公司营收大幅增加至 355.56 亿元，归母净利润为 19.09 亿元，同比增加 69.30%，扣非归母净利润为 16.65 亿元，同比增长 101.13%。

2023 年上半年，伴随动力煤价格下跌及长协煤履约率的提升，公司电力业务发电成本不断降低，经营出现改善，所属燃煤电厂自 5 月已开始实现扭亏为盈，三季度电力业务实现盈利，进一步提升公司整体业绩。截至 2023Q3 公司营收 219.79 亿元，归母净利润 16.24 亿元，同比增加 5.35%，扣非归母净利润为 16.18 亿元，同比增长 25.61%。

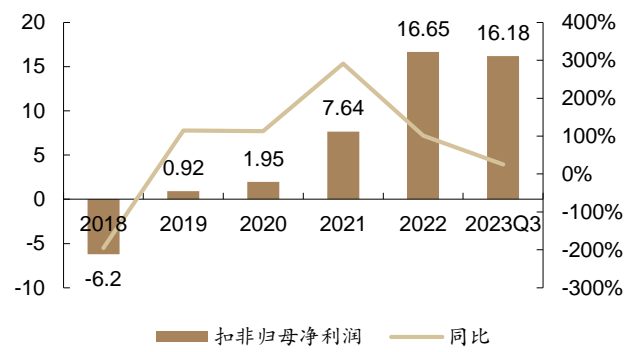
2024 年 1 月 1 号，公司发布业绩预告，预计 2023 年度实现归母净利润为 22.30 亿元~23.30 亿元，同比增长 16.80%-22.04%；预计扣非归母净利润为 22.80 亿元~23.80 亿元，同比增长 36.97%-42.97%，在经营效益持续改善下，公司业绩继续保持良好增长势头。

图 3: 2018-2023H1 公司营业收入(亿元)及同比%



资料来源: iFinD、公司公告、德邦研究所

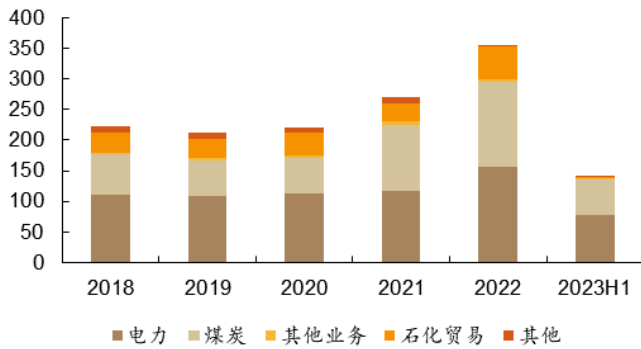
图 4: 2018-2023Q3 公司扣非归母净利润(亿元)及同比%



资料来源: iFinD、公司公告、德邦研究所

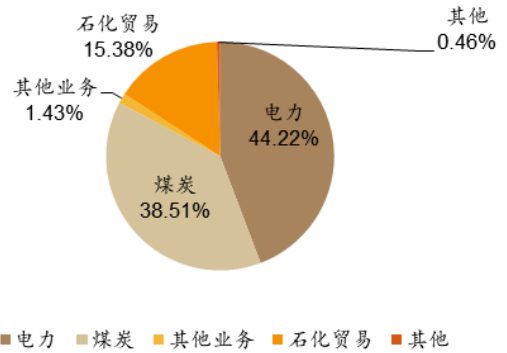
两大业务齐头并进,煤炭业务贡献主要毛利。2009 年在确定以煤炭开采业务为主的战略后,2015 年公司又大力开拓火电业务,形成煤电联营的双业务模式。截至 2023H1,公司电力业务毛利为 5.08 亿元,占总毛利的 13%;煤炭业务毛利为 32.73 亿元,占总毛利的 83.54%。

图 5: 2018-2023H1 公司分产品营业收入(亿元)



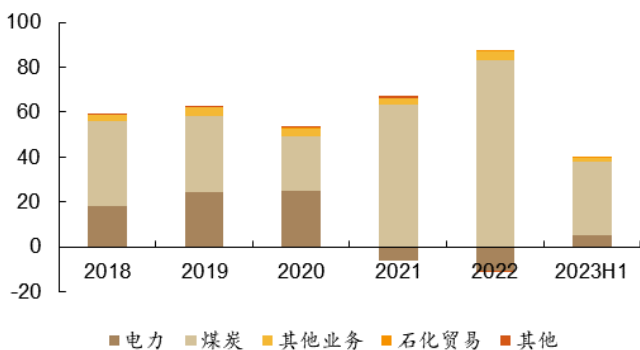
资料来源: iFinD、公司公告、德邦研究所

图 6: 2022 年公司营业收入构成



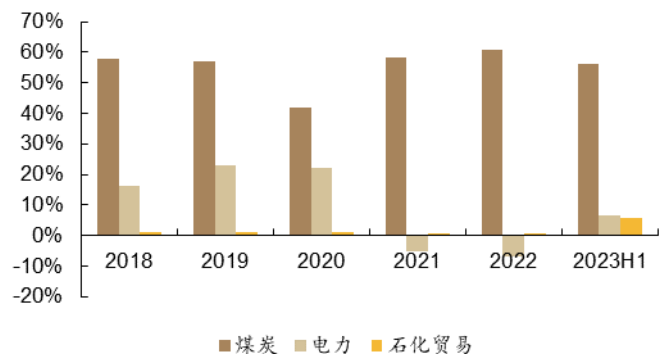
资料来源: iFinD、公司公告、德邦研究所

图 7: 2018-2023H1 公司分产品毛利(亿元)



资料来源: iFinD、公司公告、德邦研究所

图 8: 2018-2023H1 公司分产品毛利率



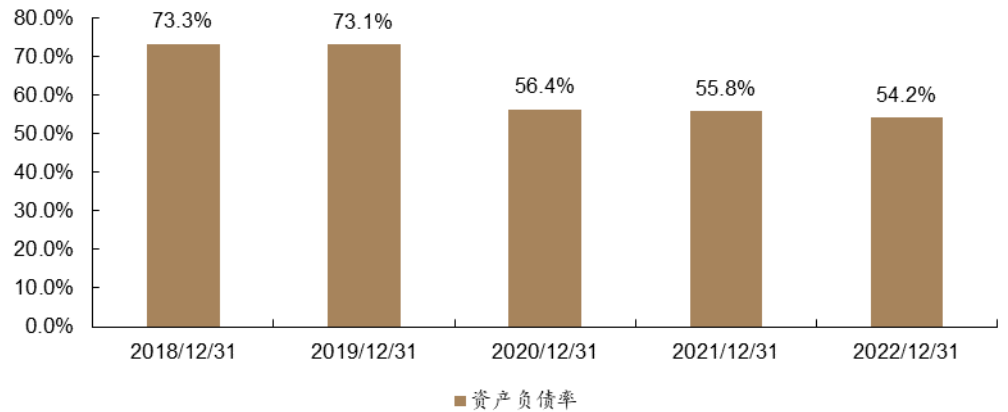
资料来源: iFinD、公司公告、德邦研究所

债务重整完成,财务费用压降显著。因受融资政策不断收紧、债务规模较大等因素影响,公司于 2018 年发生债券违约并触发交叉违约条款,形成流动性困难。2020 年在司法重整下,公司通过以债转股和留债延期相结合的方式结合出售非主业资产,将负债结构调整至合理水平,回归正常发展。

随着债务重整,公司财务费用得到改善,财务费率大幅下降,2020 年公司重

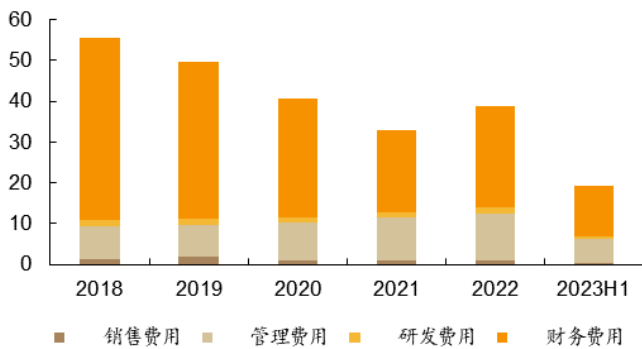
整完成后财务费率为 13.15%，同比下降 5.04PCT。截至 2023 年三季度公司财务费用 16.69 亿元，同比下降 13.52%，财务费率为 7.59%，资本结构持续优化。

图 9：2018-2022 年资产负债率



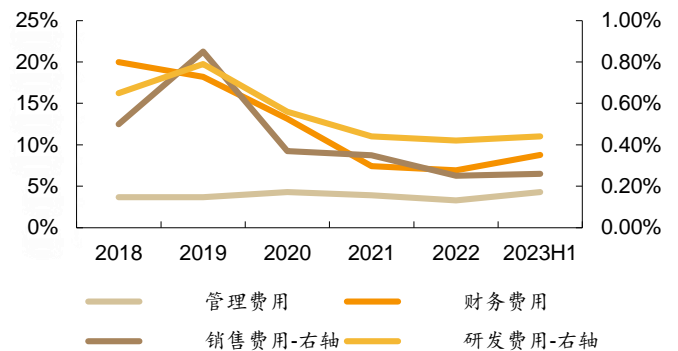
资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

图 10：2018-2023H1 公司各项费用（亿元）



资料来源：iFinD、公司公告、德邦研究所

图 11：2018-2023H1 公司各项费率



资料来源：iFinD、公司公告、德邦研究所

2. 煤炭：焦煤核心供应商，产能释放有预期

2.1. 焦煤储量丰富，产销稳中有升

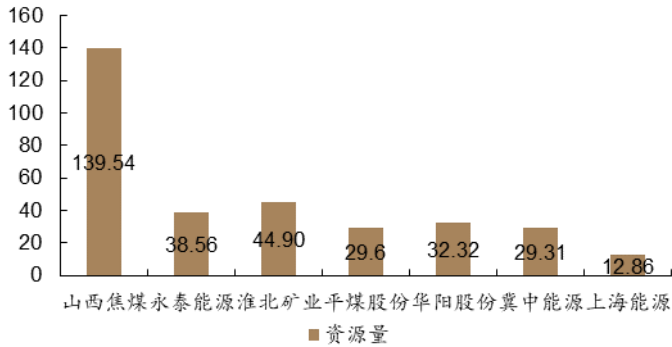
煤炭储量丰富，焦煤产区集中。从矿区来看，公司所属煤矿及煤炭资源主要分布于山西、陕西、新疆、内蒙和澳洲地区，其中山西地区以焦煤为主、陕蒙新等矿区以动力煤资源为主。截至 2023H1，公司在产焦煤规模为 1110 万吨/年，拥有煤炭资源量总计 38.57 亿吨，其中优质焦煤储量约 9.33 亿吨，处于样本公司中上游水平。

表 2: 公司煤炭资源表

| 主要矿区 | 资源量 (亿吨) | 可采储量 (亿吨) | 证实储量 (万吨) | 主要煤种 |
|------|----------|-----------|-----------|---------------------|
| 山西地区 | 9.32 | 6.22 | 3.12 | 焦煤、肥煤、1/3 焦煤、瘦煤、贫瘦煤 |
| 陕西地区 | 15.40 | 8.41 | 5.58 | 动力煤 |
| 内蒙地区 | 3.21 | 2.27 | 1.86 | 动力煤 |
| 新疆地区 | 2.74 | 1.50 | 1.49 | 动力煤 |
| 澳大利亚 | 7.90 | 7.12 | 4.58 | 动力煤 |
| 合计 | 38.57 | 25.52 | 16.63 | - |

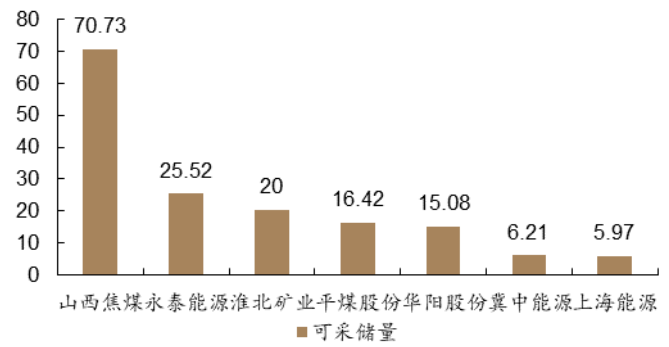
资料来源: 公司 2022 年年报、德邦研究所

图 12: 各公司资源量对比 (亿吨)



资料来源: Wind、各公司公告、德邦研究所

图 13: 各公司可采储量对比 (亿吨)



资料来源: Wind、各公司公告、德邦研究所

煤质优异，产销稳定增长。公司在产优质主焦及配焦煤属于稀缺煤种，煤质优异，其中低灰、低硫焦煤品种的市场价格较高、销售情况良好，抵御市场波动能力强。

截至 2023H1，公司在产优质主焦及配焦煤规模 1,110 万吨/年。近五年公司产销量均整体呈现稳中有升的增长趋势，并在区域市场具有较强的定价权和影响力。2022 年下半年公司收购的山西省古交地区银宇煤矿和福巨源煤矿（合计 120 万吨/年）于 2023 年上半年已全面实现复产，前三季度公司原煤产量 954.03 万吨，同比提升 15.67%，销量 959.42 万吨，同比提升 17.68%。

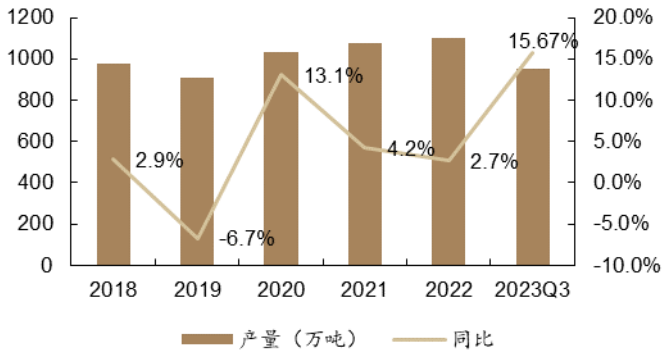
在焦煤销售上，公司兼顾市场和长协两种定价模式，其中长协占比约 50%，采用锁量不锁价方式，与下游钢厂、焦化厂等终端用户建立长期合作关系。

表 3: 主要子公司煤炭资源及 2022 年产销情况表

| 子公司名称 | 资源量 (万吨) | 产量 (万吨) | 销量 (万吨) | 主要煤种 |
|-------|-----------|---------|---------|-------------------|
| 华熙矿业 | 196720.91 | 345.99 | 478.98 | 焦煤、1/3 焦煤、贫瘦煤、动力煤 |
| 银源煤焦 | 24404.00 | 434.83 | 456.86 | 焦煤、肥煤 |
| 康伟集团 | 17964.82 | 322.41 | 327.10 | 焦煤、瘦煤 |
| 华晨电力 | 146599.00 | - | - | 动力煤 |
| 合计 | 385688.73 | 1103.23 | 1262.94 | - |

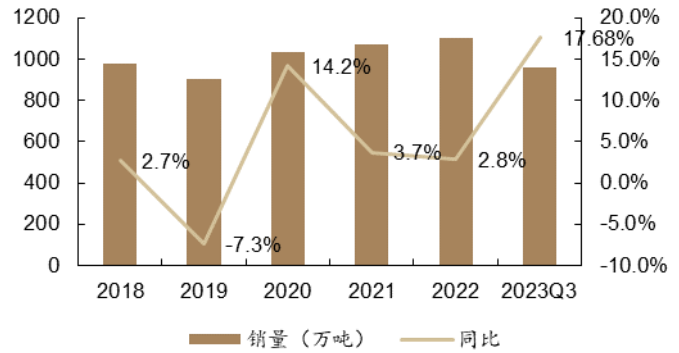
资料来源: 公司 2022 年年报、公司官网、德邦研究所

图 14: 2018-2023Q3 产量及同比 (万吨)



资料来源: 公司公告、德邦研究所

图 15: 2018-2023Q3 销量及同比 (万吨)



资料来源: 公司公告、德邦研究所

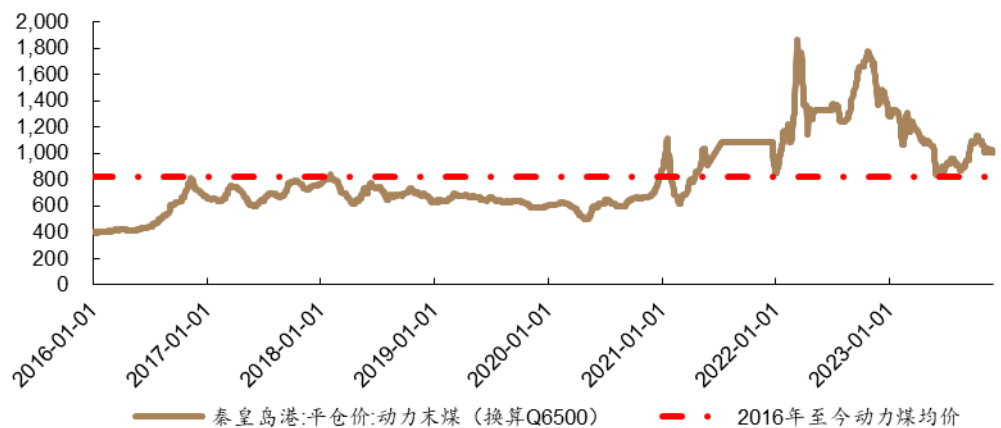
2.2. 重点项目进展顺利，产能扩张稳步推进

海则滩项目进展顺利，公司煤炭产品结构进一步优化。永泰能源所属的亿华海则滩煤矿项目于 2022 年获得陕西省自然资源厅颁发的《采矿许可证》，项目已于 2022 年 12 月底开工建设，预计 2026 年三季度具备出煤条件，2027 年达产。

公司具有大量动力煤资源储量，但目前无动力煤开采。海则滩煤矿作为主要优质动力煤及化工用煤，平均发热量 6,500 大卡以上，资源储备 11.45 亿吨，具有资源储量大、煤种煤质优等多项优势。海则滩煤矿投产后，其优质煤炭资源一方面将作为化工用煤投向陕北煤化工市场，另一方面将优化公司煤炭产品结构，满足公司所属河南、江苏地区电厂用煤需求，降低电厂发电成本，实现煤电一体化发展。

按核准建设规模为 600 万吨/年产能测算，海则滩矿建成后可实现营业收入约 50 亿，净利润约 20 亿。当前，陕西省相关部门正在积极推动对矿区所在地区规划的修编工作，预计海则滩煤矿产能规模有望进一步提升至 1,000 万吨/年。在产能充分释放后，公司五年内煤炭总产能规模有望突破 2,000 万吨/年。

图 16: 秦皇岛港近两年价格高于中枢水平



资料来源: wind、德邦研究所

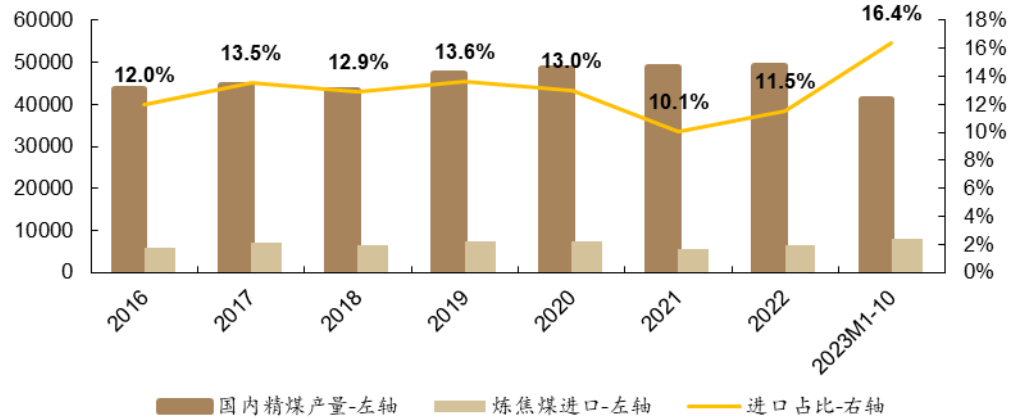
此外，公司正在积极推进旗下所属森达源煤矿（二次核增）、南山煤矿、孙义煤矿、孟子峪煤矿合计 150 万吨/年产能核增，预期公司焦煤产能规模仍有增量。

2.3. 焦煤具有稀缺属性，优质焦煤弹性凸显

2.3.1. 冬储补库支撑，短期供需重归平衡

焦煤供给以国内生产为主，进口补充为辅。我国煤炭资源相对丰富，焦煤供给以国内生产为主，进口补充为辅。2022年，国内炼焦精煤产量为4.92亿吨，炼焦煤进口量为6384万吨，进口占比为11.5%；2023年1-10月，国内产量为4.11亿吨，进口8054万吨，进口占比达到16.4%。

图 17：焦煤供给以国内生产为主，进口补充为辅（万吨）



资料来源：Wind、德邦研究所

进口来源丰富，蒙古、俄罗斯为主要进口国。我国焦煤进口数量较为稳定，2016-2022年每年进口量维持在5900-7500万吨之间。焦煤进口数量相对稳定得益于进口来源相对丰富，不依赖某个单一国家，我国焦煤主要从澳大利亚、加拿大、蒙古、俄罗斯、美国等国家进口。2020年之前，澳大利亚、蒙古是我国焦煤的主要进口来源，占比位列前二。在2021年对澳煤施行禁运之后，国际焦煤贸易流完成更迭，俄罗斯成为我国焦煤进口增量的主要补充，占比大幅提升。截至2023年11月，蒙古、俄罗斯焦煤占比分别为52.4%、26.1%。

2023年12月21日，国务院关税税则委员会发布公告，自2024年1月1日起，对商品进出口关税进行调整，按照东盟自贸协定、中澳自贸协定，东盟和澳大利亚等国进口煤继续维持零关税，来自其他国家的进口煤实行最惠国税率，各煤种税率分别为：褐煤、无烟煤、炼焦煤执行3%，其他煤和煤砖、煤球及类似用煤制固体燃料5%，其他烟煤6%。根据统计，关税政策恢复下约41.6%的煤炭进口量将受影响，其中俄罗斯和蒙古受到直接影响，两国焦煤进口成本将进一步抬升。海内外煤价差收敛后，2024年煤炭进口量或出现回落。

图 18：我国炼焦煤进口来源丰富

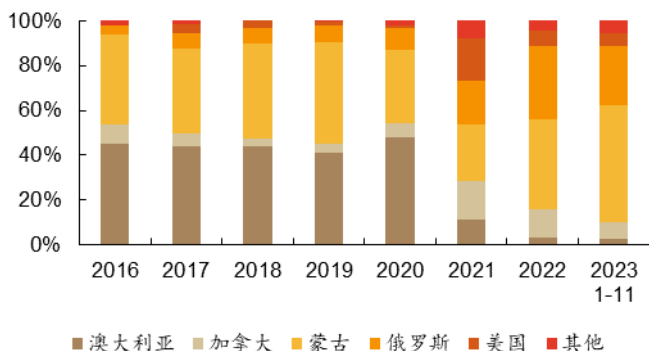
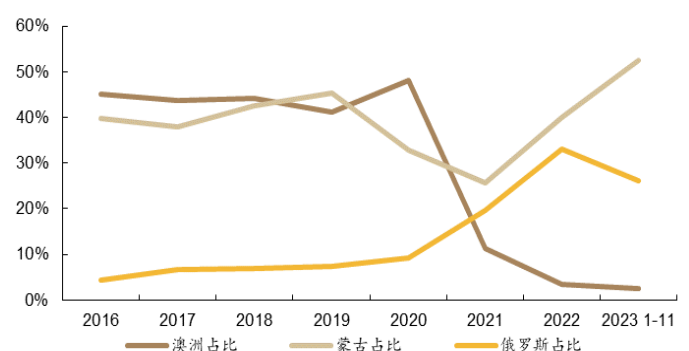


图 19：我国焦煤主要来源的占比变化



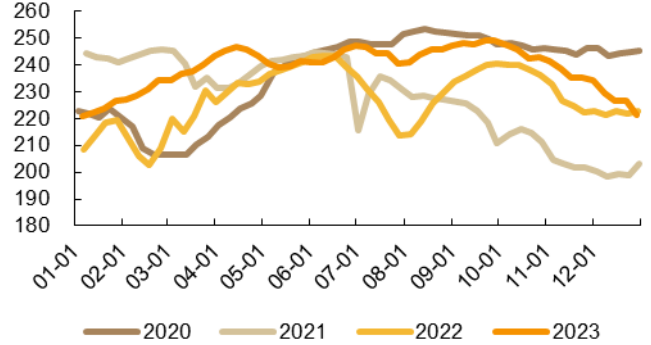
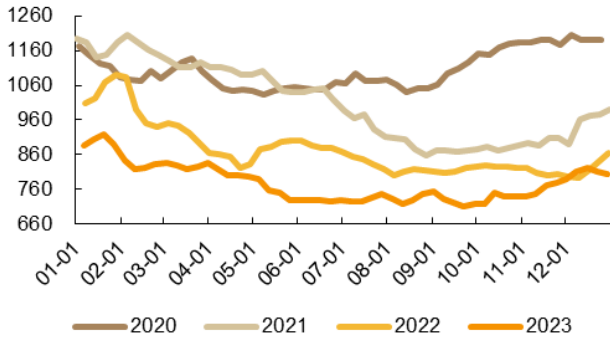
资料来源: Wind、德邦研究所

资料来源: Wind、德邦研究所

钢厂库存低位,补库需求预期支撑价格。从 247 家钢铁企业炼焦煤库存来看,2023 年钢厂焦煤平均库存 778.05 万吨,处于近几年历史低位,后期钢厂补库需求对焦煤价格将形成一定支撑。

图 20: 247 家钢铁企业炼焦煤库存 (万吨)

图 21: 全国日均铁水产量 (万吨)



资料来源: Mysteel、德邦研究所

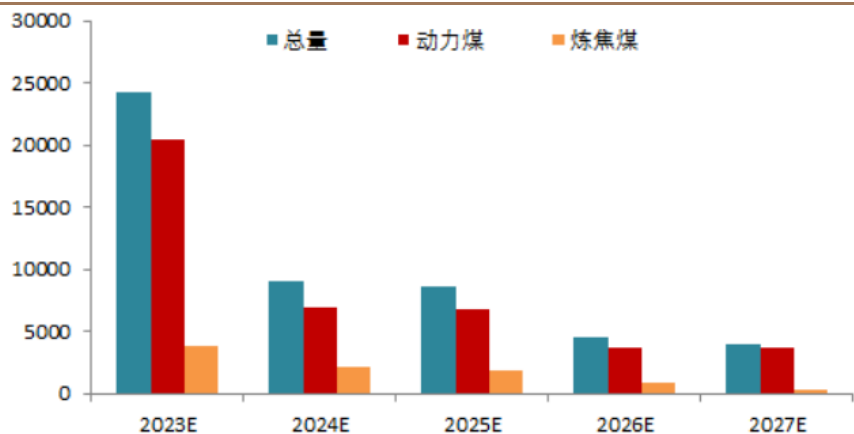
资料来源: Mysteel、德邦研究所

2.3.2. 国内产量保持稳定&进口受到约束,长期增量有限

2021 年保供取得成效,但焦煤产能未得到显著释放。2016 年以来,原煤产量大幅增长,除 2019 和 2020 年以外,原煤产量增速均高于炼焦煤、精煤。截至 2023 年 5 月底,我国实现原煤产量 19.12 亿吨,同比增长 4.8%;炼焦原煤产量 5.53 亿吨,同比增长仅 2.4%;炼焦精煤产量 2.07 亿吨,同比增长仅 1.5%。2021 年之后,原煤与炼焦煤、精煤产量增速差距拉大,主要因为保供推动产能核增,但并未释放焦煤产能。从日均产量来看,2023 年原煤日均产量为 1380 万吨,相较于 2020 全年的日均产量提升 17.7%。

双碳时代下,煤炭新增产能有限,且大部分为动力煤。“双碳”时代,煤炭企业新建煤矿的意愿较低,未来新增产能或逐年递减。根据汾渭报告,2023-2027 年全国新增煤炭产能预计 50318 万吨,其中动力煤新增 41535 万吨,占总新增产能的 82.5%;炼焦煤新增产能 8783 万吨,占总新增产能的 17.5%。由于炼焦煤一般为井工矿,建设周期较长,一般为 3-5 年。如果算上前期手续审批的时间,炼焦煤投产则需要更长的时间,因此未来国内焦煤产能释放有限。

图 22: 2023-2027 年全国煤炭新增产能预测 (万吨)

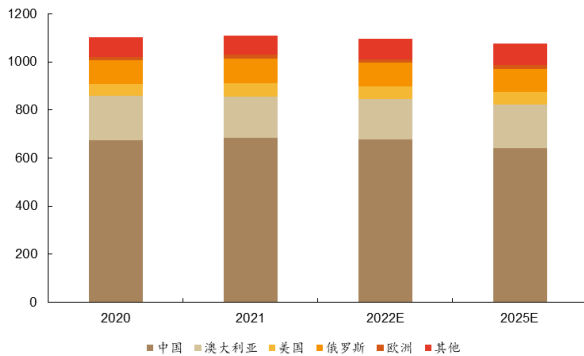


资料来源: 煤炭资源网、德邦研究所

全球冶金煤供应紧张,我国进口将受到一定程度约束。根据 IEA 数据,2022

年全球冶金煤产量为 10.96 亿吨，同比减少 1.3%；2025 年全球冶金煤产量预计为 10.78 亿吨，2022-2025 年 CAGR 为-0.6%，产量下滑导致供应紧张。贸易方面，IEA 预测到 2025 年全球冶金煤贸易量将继续增长 6%。值得注意的是，冶金煤属于稀缺资源，供需双方资源并不匹配，这是导致贸易量增长的核心因素。虽然中国是全球冶金煤需求最大的国家，但国内生产保持稳定，而作为需求较大的印度、日本等国家，自身供给能力相对匮乏，未来将是冶金煤进口的主要国家，我国冶金煤进口方面或受到挤压，增量空间有限。

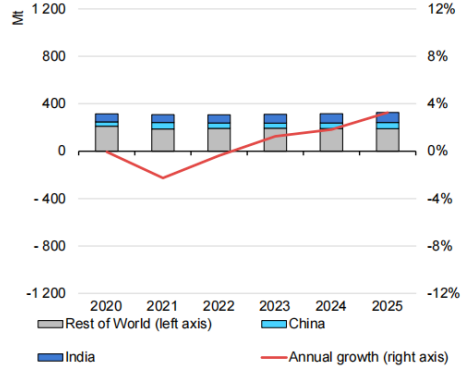
图 23：2020-2025 年全球冶金煤产量（百万吨）



资料来源：Wind、德邦研究所

注：2022 年数据为估算值，2025 年数据为预测值。

图 24：2020-2025 年全球冶金煤贸易发展趋势（百万吨，%）



资料来源：IEA、德邦研究所

3. 电价改革&产业协同，盈利能力增强

3.1. 电厂运行高效，电改效果显著

参控装机容量超千万千瓦，以火电机组为主。公司所属电力业务控股总装机容量 897 万千瓦(均为在运机组)、参股总装机容量为 420 万千瓦 (其中：在运装机容量为 200 万千瓦、在建装机容量为 220 万千瓦)。公司所属电力业务主要分布在江苏、河南两省，是所属区域电力和热源保供主力军。在原料煤供应方面，公司在江苏张家港拥有 1 座 5 万吨级和 1 座 10 万吨级的长江煤运码头，形成了 1,000 万吨/年的煤炭货运吞吐能力，为公司电厂提供有力支撑。

自 2018 年来，总装机容量整体呈现上升趋势，由 812 万千瓦上升至 897 万千瓦，火电增量主要是来源于江苏装机量增加，从 2018 年 404 万千瓦上升至 2022 年 492 万千瓦。

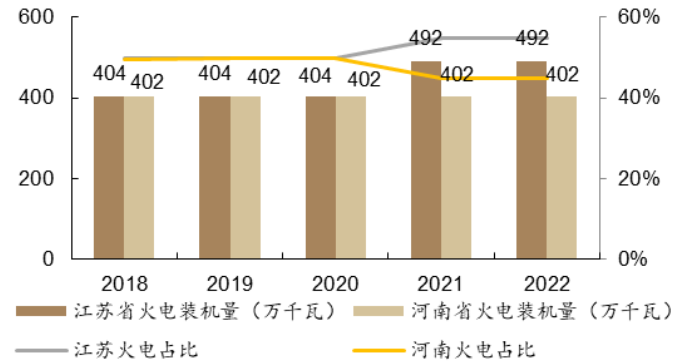
表 4：公司电力机组一览

| 发电企业 | 装机容量 (万千瓦) | 机组编号 | 机组类型 |
|--------------|------------|------|------|
| 郑州裕中能源有限责任公司 | 32 | 1# | 燃煤机组 |
| | 32 | 2# | |
| | 103 | 3# | |
| | 103 | 4# | |
| 张家港沙洲电力有限公司 | 63 | 1# | 燃煤机组 |
| | 63 | 2# | |
| | 100 | 3# | |
| | 100 | 4# | |
| 周口隆达发电有限公司 | 66 | 1# | 燃煤机组 |
| | 66 | 2# | |
| 张家港华兴电力有限公司 | 39 | 1# | 燃气机组 |
| | 39 | 2# | |
| | 43.92 | 3# | |
| | 43.92 | 4# | |

| | | |
|--------------|--------|-------|
| 汝阳三吉利新能源有限公司 | 3.19 | 太阳能机组 |
| 江苏华晨电力销售有限公司 | 0.09 | 太阳能机组 |
| 合计 | 897.13 | |

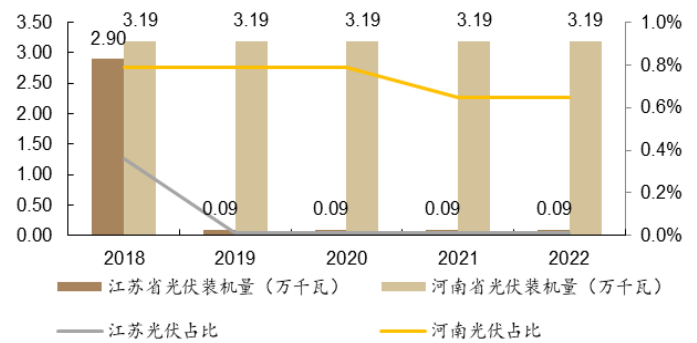
资料来源：公司官网、德邦研究所

图 25：江苏及河南火电装机及占比



资料来源：公司历年年报、德邦研究所

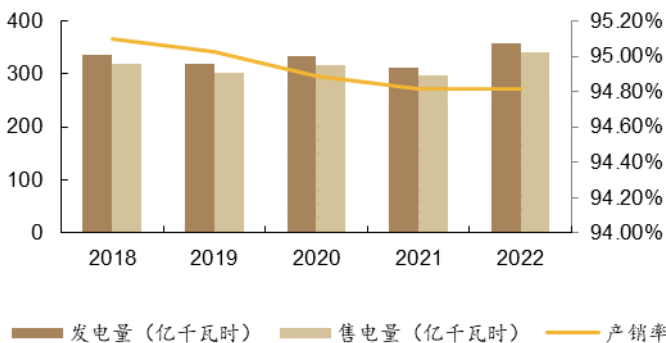
图 26：江苏及河南光伏装机情况（万千瓦）



资料来源：公司历年年报、德邦研究所

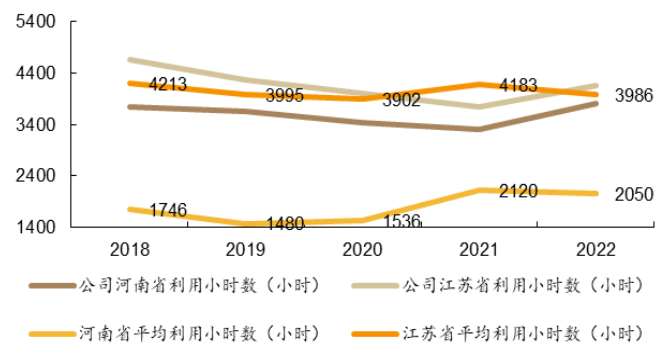
电厂运行高效，机组利用小时数基本高于省平均水平。公司 2018 年以来产销率基本保持稳定。2022 年公司发电量 358.56 亿千瓦时，同比增长 14.75%；售电量 339.97 亿千瓦时，同比增长 14.75%。2018 年以来，除 2021 年公司江苏省机组利用小时数略低于江苏省平均利用小时数，公司其他机组利用小时数均高于省平均水平。

图 27：公司电力业务产销率基本维持在 95% 左右



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

图 28：公司电厂利用小时数基本高于省平均水平



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

受益于电价市场化改革，公司电力业务盈利增强。2021 年前，国内火电企业一直采用“市场煤、计划电”的商业模式，即煤炭为市场价，电则由政府指导价，煤价越高，电力企业的利润越低。

2021 年 10 月 11 日，国家发改委印发《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，文件中指出：1) 有序放开全部燃煤发电电量上网电价，通过市场交易在“基准价+上下浮动”范围内形成上网电价；2) 将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，扩大为上下浮动原则上均不超过 20%。在供应端，2021 年下半年国家发布煤炭保供稳价政策，加强对煤炭中长期合同履行；2022 年，国家发展改革委明确煤炭价格合理区间。“市场煤、计划电”的局面就此向“计划煤、市场电”过度。受益于电价改革，公司 2022 年售电价格为 469.39 元/兆瓦时，同比上涨约 20.2%，2023 年预计将

与同期售价持平。

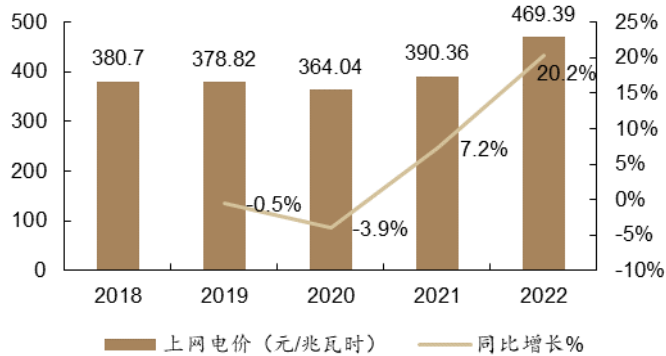
表 5: 历年电价改革

| 时间 | 政策文件 | 具体内容 |
|------------------|---------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2023 年 11 月 | 《关于建立煤电容量电价机制的通知》 | 2024 年 1 月 1 日起建立煤电容量电价机制, 对煤电实行两部制电价政策, 即容量电价和电量电价。其中容量电价的煤电机组固定成本实行全国统一标准, 为 每年每千瓦 330 元 ; 2024~2025 年, 多数地方容量电价回收固定成本比例为 30% ; 2026 年起, 该比例不低于 50% , 煤电容量电费由工商业用户按当月用电量比例分摊。 |
| 2021 年 10 月 11 日 | 《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》 | 将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过 10% 、下浮原则上不超过 15% , 扩大为上下浮动原则上不超过 20% , 高耗能企业市场交易电价不受上浮 20% 限制。 |
| 2019 年 10 月 25 日 | 《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》 | 取消煤电价格联动机制, 将现行燃煤发电标杆电价机制改为“ 基准价+上下浮动 ”的市场化价格机制。在过渡期, 基准价按当地现行燃煤发电标杆上网电价确定, 浮动幅度范围为上浮不超过 10% 、下浮原则上不超过 15% 。 |
| 2015 年 12 月 31 日 | 《关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》 | 明确煤电价格联动机制以年度为周期; 明确电煤价格按照中国电煤价格指数确定, 对煤电价格实行区间联动, 实施分档累退联动; 以及燃煤机组标杆上网电价和销售电价的测算公式严格按照煤电价格联动机制测算确定。 |
| 2004 年 12 月 25 日 | 《关于建立煤电价格联动机制的意见》 | 建立煤炭价格与电力价格的传导机制, 并提出了煤电价格联动计算方法。为促进电力企业降低成本、提高效率, 电力企业要消化 30% 的煤价上涨因素。 |
| 2004 年 4 月 16 日 | 《关于进一步疏导电价矛盾规范电价管理的通知》 | 对同一地区新投产的同类机组, 原则上按统一价格水平核定上网电价; |

资料来源: 中国政府网、国家能源局、国家发改委、德邦研究所

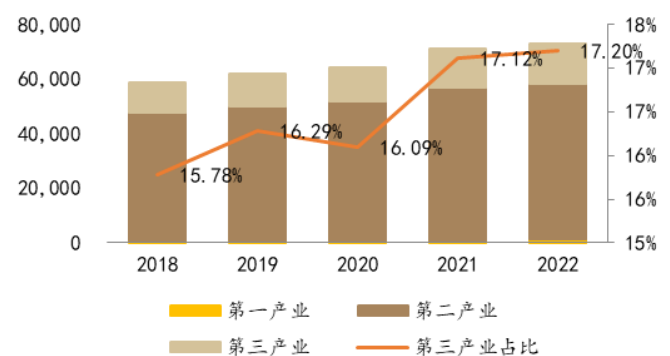
社会用电量逐年提升, 电力业务有望量价齐升。从近五年数据上看, 第二、三产业用电量在社会总用电量中均保持 **83%** 以上水平。当前, 以制造业、建筑业为代表的第二产业仍是用电主导, 但以服务业为代表的第三产业用电占比呈现稳中有升的态势。根据中电联发布的《2023 年上半年全国电力供需形势分析预测报告》预测, 2023 年全年社会用电量将达 **9.15 万亿千瓦时**, 同比增长 **6%** 左右。

图 29: 2018-2022 年公司上网电价变化



资料来源: 公司年报、德邦研究所

图 30: 第一二三产业用电量 (亿千瓦时) 及第三产业用电占比



资料来源: Wind、德邦研究所

3.2. 成本管控优化, 电改&产业协同熨平风险周期

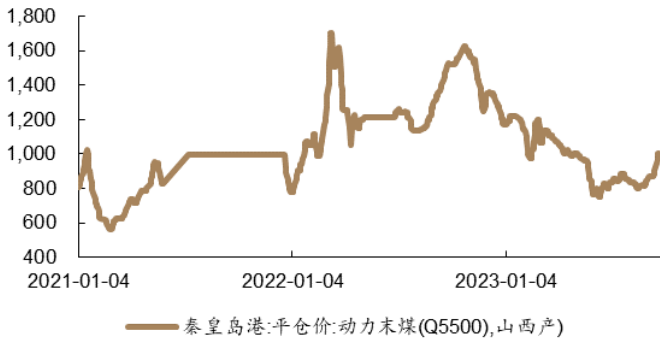
2022 年原料成本压减板块利润, 产业协同&成本优化下, 盈利能力有望增强。2022 年受到动力煤价格上升影响, 公司电力业务毛利亏损 10.8 亿, 毛利率同比下降 1.42 个百分点; 2023 年上半年, 公司电力业务毛利 5.1 亿, 毛利率同比上升 9.22 个百分点。未来, 电力板块业务盈利能力将有望持续改善:

1) 短期煤价格回落及长协比例增加。从成本结构上看, 发电成本对原料煤价格敏感性较大。2022 年度动力煤价大幅上涨至 1270 元/吨, 同比增加 43.9%。长协比例方面, 2023 年度公司所属燃煤电厂共签订长协煤总量 1728 万吨, 实现了长协签订全覆盖, 成本波动有望降低。

2) 容量电价机制下火电盈利稳定。根据国家发改委发布的《关于建立煤电容量电价机制的通知》，2024年1月1日起，将对煤电实行两部制电价政策，容量电费由工商业用户按当月用电量比例分摊，容量电价机制的出台将提升公司火电盈利稳定性，火电行业估值体系迎来重塑。

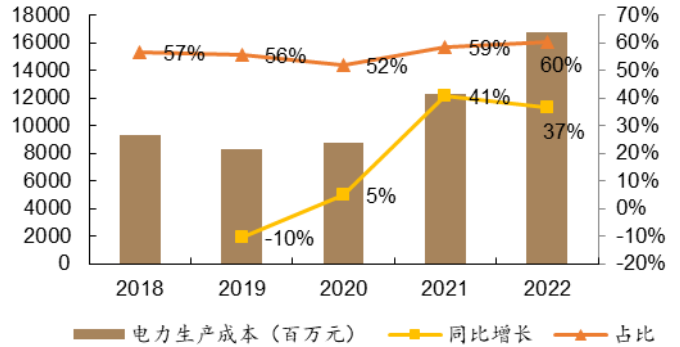
3) 海则滩煤矿未来投产，煤电联营熨平风险周期。海则滩煤矿主要为优质动力煤及化工用煤，平均发热量6,500大卡以上，资源储量11.45亿吨。预计该矿于2026年具备出煤条件，2027年投产。投产后，公司煤炭产品结构将进一步完善，可以满足部分公司所属电厂用煤需求，降低发电成本。

图 31：秦皇岛港动力煤价格变化



资料来源：Wind、德邦研究所

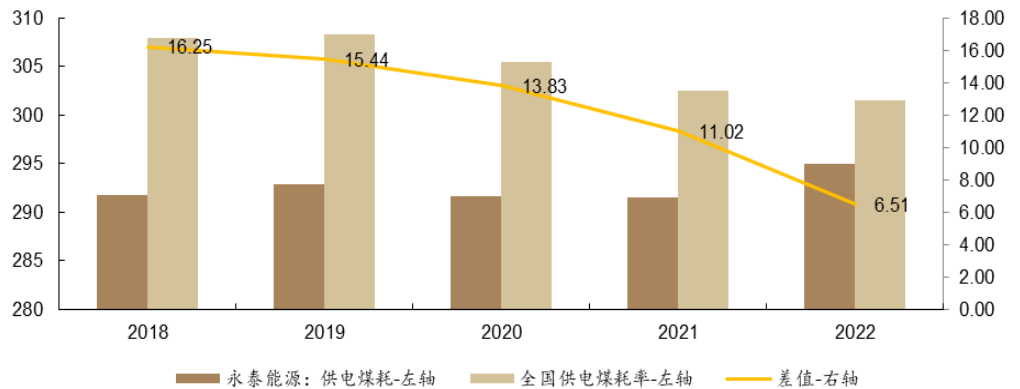
图 32：2022 年公司电力成本上涨



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

4) 电厂耗煤水平低于全国平均。公司所属火电机组均为低能耗机组，具有容量大、技术参数高的特点，目前均实现了超低排放，2022年所属燃煤机组供电煤耗完成295克/千瓦时，较全国6,000千瓦及以上电厂供电煤耗301.5克/千瓦时低6.5克/千瓦时，全年可节约标煤约20万吨，进一步降低发电成本，具有较强的市场竞争优势。

图 33：永泰能源&中国供电耗煤量对比 (克/千瓦时)



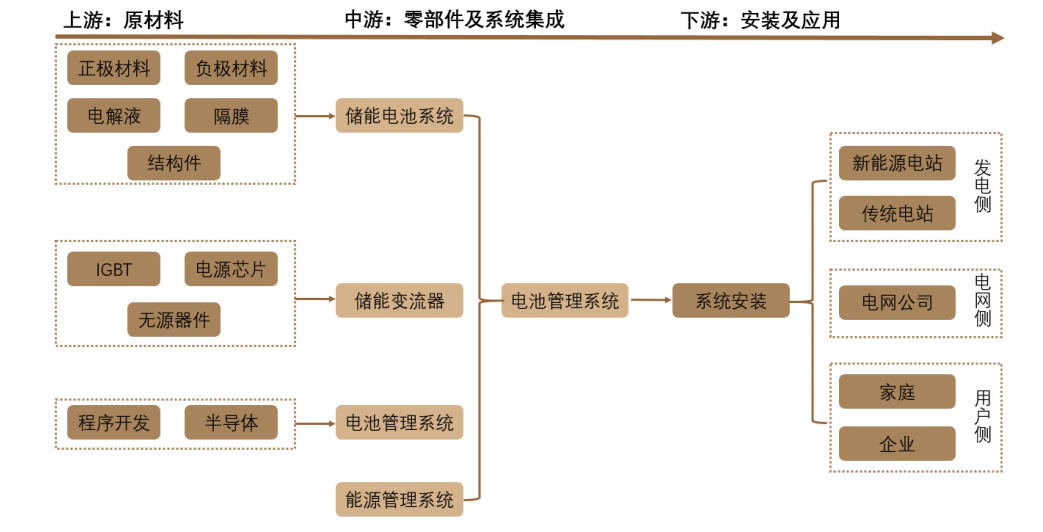
资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

4. 布局钒电池赛道，抢滩新型储能蓝海

4.1. 钒电池属性优异，适用于大规模长时储能场景

钒电池产业链复杂，上中下游涉及多个行业。产业链上游主要包括原材料供给、电解液配制，其中原材料以五氧化二钒、硫酸、碳材料等为主，钒矿及其加工业处于核心地位，是电解液原料五氧化二钒的来源。中游主要包括电堆装配、控制系统。下游为各类储能用户的终端应用市场，涵盖发电侧、电网侧、用电侧。

图 34：钒液流电池产业链



资料来源：前瞻产业研究院、德邦研究所

钒电池安全性高、循环寿命长。通过将钒电池与其他主流电池进行性能及参数对比，可以发现钒电池在安全性上较高，不易起火燃烧；在循环寿命上，钒电池可用 15-20 年且充电速率快，相较其他电池有较大优势。由于其安全性、易扩容、寿命长等特性，钒电池无论是下游发电侧、电网侧还是用户侧都有较好的应用前景。

表 6：储能系统四种主要储能电池参数对比

| 性能指标 | 铅酸电池 | 钠硫电池 | 液流（全钒）电池 | 锂电池 |
|--------------|------------------|-----------------------|------------------------|-------------------|
| 单位工作电压 | 2.0 | 2.0 | 1.4 | 3.6 |
| 工作温度 | -5-40 | 300-360 | 0-45 | -30-60 |
| 比能量 | 30-50 | 100-120 | 10-30 | 75-200 |
| 比功率 | 75-300 | 150-230 | 120-150 | 150-315 |
| 效率 | 72-78 | 约 90 | 约 85 | 接近 100 |
| 循环寿命 | 5-15 年, 500-1000 | 12-20 年, 1500-2500 | 15-20 年, 大于 10000 | 5-15 年, 约 3000 |
| 每月自放电率 | 2-5 | 2 | 1 | 1 |
| 响应时间 | ms | ms | 1ms | ms |
| 放电速率 | 1-3 | 5 | 3 | 5-10 |
| 充电速率 | 0.4 | 1 | 1 | 0.25-1 |
| 成本费用 | 300-600 | 1150-2250 | 600-1500 | 1200-4000 |
| 每个循环周期费用 | 20-100 | 8-20 | 5-80 | 15-100 |
| 安全性 | 技术相对成熟, 工作安全 | 陶瓷隔膜比较脆, 容易引起火灾或爆炸等事故 | 比较安全, 即使交换膜损坏, 电解液可以恢复 | 过充、内部短路升温严重导致爆炸起火 |
| 环保指标 | 毒性物质 | 无 | 毒性物质 | 无 |
| 应用类型 (功率、能量) | 功率应用 | 功率应用 能量应用 | 能量应用兼功率应用 | 功率应用 |

| | | | | |
|-----------------|---------------------------|----------------------------|-------------------------------|---------------------------|
| 应用等级 (功率、时间) | 几 MW-几十 MW 放电时间几 m-几 h | 几 KW-几百 MW 放电时间几 s-十几 h | 几 KW-几百 MW 放电时间几 s-几 h 或更长 | 几 KW-几十 MW 放电时间几 s-几 h |
| 制造商 | 国内外主要电池制造商 | 日本 NGK | 加拿大 VRB、日本三友电 工 | 国内外主要电池制造商 |

资料来源：《新能源分布式发电系统储能电池综述》刘胜永&张兴、德邦研究所

长期来看，钒电池在大规模长时储能场景中有望部分取代锂电池。全钒液流电池技术已基本成熟，产业尚处商业化推广早期。根据公司投资者关系活动记录，根据相关行业预测，预计 2025 年新型储能装机规模将突破 60GW，新型储能装机中钒电池渗透率将达到 10%，累计装机规模将达到 3.4GW 左右。

液流电池能量密度相对较低，相比锂电池，其使用寿命长，安全性高、适合提供连续功率，适用于各类光伏、风电等新能源领域的大规模储能场景。

表 7：锂电池与钒电池对比

| 评估方面 | 原因 |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| 安全性 | 2011 年至 2022 年 4 月全球共计发生 34 起储能电站爆炸事件，其中 32 起均为锂电池，铅酸电池、钠硫电池 1 起 |
| 循环寿命 | 锂电池循环寿命短，储能用磷酸铁锂循环次数约 5000 次，但钒电池寿命很长，循环次数可达 1-2 万次 |
| 使用成本 | 钒电池全生命周期成本在 0.3-0.4 元/Wh，已经低于锂电池(0.5 元/Wh) |
| 能源安全 | 锂矿主要分布于南美洲、澳大利亚等国家及地区，中国锂矿储量占比仅为 7%，存在能源危机。而截至 2021 年底，中国的钒资源储量是全球第一，占比约 39%，产量占全球 68% |

资料来源：观研天下、OFweek 锂电网、证券之星、德邦研究所

4.2. 收购汇宏矿业并与国内外具有核心技术高校合作，加速全产业链布局

收购汇宏矿业，获取优质钒矿资源。2022 年 8 月 30 日，公司发布公告，与海德股份拟共同出资设立德泰储能，以此收购汇宏矿业 65% 股权，获取优质钒矿资源。

通过补充勘探和对开采、冶炼设备进行更新和技术改造，汇宏矿业拥有的钒矿石资源量可达 2,490 万吨，五氧化二钒资源量可达 24.15 万吨，一期按五氧化二钒产能 3,000 吨/年设计，二期将根据公司经营及市场情况将产能翻番，扩产至 6000 吨/年。

表 8：公司钒电池发展历程

| 时间 | 主要进展 |
|---------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2023.10 | 公司控股公司新加坡德泰储能将以 700 万美元收购及认购 Vnergy 合计 70% 股权。此次收购后，公司将拥有行业领先的全钒液流电池储能技术，加速推动全产业链发展步伐。 |
| 2023.6. | 公司所属汇宏矿业一期 3000 吨/年高纯五氧化二钒选冶生产线如期开工；公司所属德泰储能装备公司一期 300MW/年新一代大容量全钒液流电池及相关产品生产线的也于 6 月份开工建设。两个项目预计均于 24 年下半年投产。 |
| 2022.12 | 公司控股公司德泰储能与长沙理工大学合作，签署相关储能技术转让合同，长沙理工大学将钒液流电池相关核心储能技术五项专利权和五项专利申请权转让给德泰储能。同时，德泰储能与长沙理工大学贾传坤教授合作设立储能装备公司，主要从事全钒氧化还原液流电池技术的产业化落地及商业化运作，进行新一代大容量全钒液流电池生产及研发。 |
| 2022.8 | 公司与海德股份拟共同出资设立德泰储能，并通过新设立平台收购新疆汇友集团持有的钒矿资源公司汇宏矿业 65% 股权。 |

资料来源：公司公告、德邦研究所

与国内外具有核心技术高校合作，打造全产业链布局。2022年12月27日公司发布公告，所属控股公司德泰储能与长沙理工大学及贾传坤教授合作，取得五项专利权和五项专利申请权，并设立德泰储能装备公司，进行新一代大容量全钒液流电池生产及研发。2023年10月19日公司发布公告，所属控股公司新加坡德泰储能以700万美元收购和认购Vnergy合计70%股权。收购完成后，公司将拥有领先的全钒液流电池储能技术，进一步推动了公司全钒液流电池产业链发展目标。

各储能项目稳步推行，预计于2024年投产。公司所属各储能项目正稳步推进，一期3000吨/年高纯五氧化二钒选冶生产线将于24年下半年投产，达产后将占据目前国内石煤提钒20%左右市场份额；一期300MW/年全钒液流电池产线也将于24年下半年投产，达产后将占据目前国内10%左右市场份额。据公司投资者关系活动记录，按行业水平估算，公司钒电池生产成本预计在3元/Wh，预计年产值可达12亿元以上，年利润预计可达1.2亿元以上。

公司储能产业规划目标。力争2025年储能产业形成规模；2027~2030年进入储能行业第一方阵，实现全钒液流电池市场占有率30%以上目标，成为储能行业全产业链发展领先企业，储能板块规模与现有煤炭及电力板块规模相当，从而形成“传统能源+新型储能”双轮驱动发展的新格局。

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

公司核心业务包括煤炭开采及电力业务。

1) 煤炭业务：截至2023H1，公司在产焦煤规模为1110万吨/年，根据公司规划，2023年煤炭产量1200万吨，销售1200万吨，维持满产满销。此外，公司所属多个煤矿产能核增工作仍在推进当中，合计150万吨/年产能增量待释放。

2) 电力业务：公司所属电力业务控股总装机容量8970MW，运行机组以火电为主。2023年计划发电量360亿千瓦时。近年公司上网电量约占95%，自用电量占5%。

表9：分业务盈利预测

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|----------|----------|----------|---------|----------|----------|
| 煤炭业务 | | | | | | |
| 原煤产量(万吨) | 1,030.61 | 1,074.28 | 1,103.24 | 1,200 | 1,241.60 | 1,285.05 |
| 原煤销量(万吨) | 1,033.80 | 1,071.27 | 1,101.38 | 1,200 | 1,241.60 | 1,285.05 |
| 煤炭营业收入(亿元) | 57.86 | 108.52 | 136.92 | 129.95 | 144.40 | 149.46 |
| 煤炭营业成本(亿元) | 33.67 | 45.10 | 53.70 | 51.79 | 57.06 | 59.06 |
| 吨煤售价(元/吨) | 560.21 | 1013.01 | 1243.13 | 1082.94 | 1163.04 | 1163.04 |
| 吨煤成本(元/吨) | 326.05 | 421.04 | 487.60 | 431.60 | 459.60 | 459.60 |
| 毛利(亿元) | 24.18 | 63.42 | 83.21 | 78.16 | 87.34 | 90.40 |
| 毛利率(%) | 41.80% | 58.44% | 60.78% | 60.15% | 60.48% | 60.48% |
| 电力业务 | | | | | | |
| 发电量(亿千瓦时) | 334.53 | 312.45 | 358.56 | 360.00 | 372.19 | 383.31 |
| 售电量(亿千瓦时) | 317.44 | 296.26 | 339.97 | 341.34 | 352.90 | 363.43 |
| 产销率(%) | 94.9% | 94.8% | 94.8% | 94.8% | 94.8% | 94.8% |
| 销售收入(亿元) | 112.18 | 116.58 | 157.24 | 157.88 | 165.51 | 170.45 |
| 销售成本(亿元) | 87.26 | 122.93 | 168.05 | 156.39 | 163.39 | 167.54 |

| | | | | | | |
|----------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 毛利 (亿元) | 24.92 | (6.35) | (10.80) | 1.49 | 2.12 | 2.91 |
| 石化及其他业务 | | | | | | |
| 石化营业收入 (亿元) | 37.13 | 29.52 | 54.68 | 58.97 | 69.05 | 84.41 |
| 石化营业成本 (亿元) | 36.81 | 29.32 | 54.24 | 58.46 | 68.44 | 83.68 |
| 其他收入 (亿元) | 9.96 | 11.22 | 1.63 | 1.38 | 1.17 | 0.99 |
| 其他成本 (亿元) | 9.66 | 10.47 | 1.66 | 1.44 | 1.54 | 1.49 |
| 总收入 (亿元) | 217.13 | 265.84 | 350.47 | 348.18 | 380.13 | 405.30 |
| 总成本 (亿元) | 167.40 | 207.83 | 277.66 | 268.08 | 290.44 | 311.77 |

资料来源: Wind、公司公告、德邦研究所

5.2. 估值评级

我们采用分部估值法, 将公司主营煤炭及电力业务分别进行 PE 及 PB 估值。

煤炭业务: 公司煤炭业务以焦煤开采及销售为主, 我们选取与公司业务重合度较高的山西焦煤、盘江股份和冀中能源三家公司作为可比公司。在 PE 估值法下, 截至 2023 年 1 月 30 日, 三家可比公司平均 PE 为 8.60X, 7.72X。考虑到宏观经济复苏及公司未来核增产能释放, 我们给予公司煤炭业务 2023 年 8.80 倍 PE。

表 10: 可比公司估值 (采用 2024/1/30 收盘价)

| 代码 | 简称 | 收盘价 (元) | EPS (元) | | PE (倍) | |
|-----------|------|---------|---------|-------|--------|-------|
| | | | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E |
| 000983.SZ | 山西焦煤 | 10.47 | 1.36 | 1.49 | 7.68 | 7.01 |
| 600395.SH | 盘江股份 | 6.06 | 0.50 | 0.64 | 12.22 | 9.51 |
| 000937.SZ | 冀中能源 | 7.54 | 1.28 | 1.13 | 5.88 | 6.65 |
| | 平均值 | | | | 8.60 | 7.72 |
| 600157.SH | 永泰能源 | 1.33 | 0.10 | 0.12 | 13.09 | 10.89 |

资料来源: Wind 一致预期、德邦研究所

电力业务: 2022 年, 受到原料煤价格上升、长协比例低等因素影响, 公司电力业务出现较大亏损。2023 年, 预计公司长协兑现率将提升至 80% 以上, 成本端将持续保持有效管控, 且受益于电价改革, 公司售电价格或将保持去年同期水平。我们选取与公司业务重合度较高的华能国际等四家公司作为可比公司。综合考虑, 我们给予公司电力业务 2023 年 1.5 倍 PB。

综上, 参考可比公司估值及公司未来发展, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 11: 可比公司估值 (采用 2024/1/30 收盘价)

| 代码 | 简称 | 收盘价 (元) | BVPS (元) | | PB (倍) | |
|-----------|------|---------|----------|-------|--------|-------|
| | | | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E |
| 600011.SH | 华能国际 | 8.75 | 7.88 | 8.96 | 1.11 | 0.98 |
| 600886.SH | 国投电力 | 13.77 | 7.80 | 8.48 | 1.76 | 1.62 |
| 600795.SH | 国电电力 | 4.38 | 3.10 | 3.50 | 1.41 | 1.25 |
| | 平均值 | | | | 1.43 | 1.29 |

资料来源: Wind 一致预期、德邦研究所

6. 风险提示

- 1) 煤炭价格超预期下行;
- 2) 新项目投产进度不及预期;
- 3) 上网电价波动风险。

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.09 | 0.10 | 0.12 | 0.14 |
| 每股净资产 | 1.98 | 2.05 | 2.13 | 2.22 |
| 每股经营现金流 | 0.29 | 0.28 | 0.30 | 0.30 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.34 | 0.41 | 0.46 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 17.81 | 13.09 | 10.89 | 9.68 |
| P/B | 0.77 | 0.65 | 0.63 | 0.60 |
| P/S | 0.83 | 0.85 | 0.78 | 0.73 |
| EV/EBITDA | 7.78 | 6.89 | 6.10 | 5.79 |
| 股息率% | 0.0% | 25.8% | 31.0% | 34.9% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 21.5% | 23.0% | 23.6% | 23.1% |
| 净利润率 | 4.6% | 5.7% | 6.1% | 6.5% |
| 净资产收益率 | 4.3% | 5.0% | 5.7% | 6.2% |
| 资产回报率 | 1.8% | 2.2% | 2.6% | 2.9% |
| 投资回报率 | 4.2% | 4.7% | 5.3% | 5.4% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 30.8% | -2.1% | 9.2% | 6.6% |
| EBIT 增长率 | 29.6% | 9.7% | 13.3% | 1.5% |
| 净利润增长率 | 69.3% | 18.2% | 20.3% | 12.5% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 54.2% | 53.1% | 51.7% | 50.1% |
| 流动比率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 速动比率 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 现金比率 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 29.1 | 28.0 | 24.0 | 24.0 |
| 存货周转天数 | 13.0 | 12.0 | 10.0 | 10.0 |
| 总资产周转率 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.4 |
| 固定资产周转率 | 1.2 | 1.1 | 1.3 | 1.4 |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 1,909 | 2,257 | 2,715 | 3,054 |
| 少数股东损益 | -280 | -288 | -380 | -419 |
| 非现金支出 | 2,582 | 1,988 | 1,857 | 1,841 |
| 非经营收益 | 2,391 | 2,178 | 2,486 | 2,203 |
| 营运资金变动 | -159 | 52 | 84 | 53 |
| 经营活动现金流 | 6,443 | 6,188 | 6,762 | 6,732 |
| 资产 | -1,910 | -1,376 | -2,137 | -2,201 |
| 投资 | 9 | 269 | 345 | 388 |
| 其他 | 11 | 187 | 149 | 179 |
| 投资活动现金流 | -1,889 | -921 | -1,642 | -1,633 |
| 债权募资 | -2,872 | -1,930 | -1,930 | -1,930 |
| 股权募资 | 75 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -1,330 | -3,041 | -3,458 | -3,304 |
| 融资活动现金流 | -4,127 | -4,971 | -5,388 | -5,234 |
| 现金净流量 | 428 | 296 | -269 | -136 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为1月30日
 资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

| 利润表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 35,556 | 34,818 | 38,013 | 40,530 |
| 营业成本 | 27,907 | 26,808 | 29,044 | 31,177 |
| 毛利率% | 21.5% | 23.0% | 23.6% | 23.1% |
| 营业税金及附加 | 1,046 | 1,205 | 1,243 | 1,329 |
| 营业税金率% | 2.9% | 3.5% | 3.3% | 3.3% |
| 营业费用 | 91 | 90 | 93 | 91 |
| 营业费用率% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.2% |
| 管理费用 | 1,165 | 1,149 | 1,235 | 1,370 |
| 管理费用率% | 3.3% | 3.3% | 3.3% | 3.4% |
| 研发费用 | 149 | 157 | 171 | 183 |
| 研发费用率% | 0.4% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| EBIT | 5,037 | 5,525 | 6,259 | 6,351 |
| 财务费用 | 2,463 | 2,208 | 2,458 | 2,191 |
| 财务费用率% | 6.9% | 6.3% | 6.5% | 5.4% |
| 资产减值损失 | -9 | 8 | 9 | 7 |
| 投资收益 | 185 | 187 | 149 | 179 |
| 营业利润 | 2,759 | 3,306 | 3,914 | 4,422 |
| 营业外收支 | -113 | -108 | -122 | -142 |
| 利润总额 | 2,646 | 3,198 | 3,792 | 4,280 |
| EBITDA | 7,430 | 7,421 | 8,105 | 8,239 |
| 所得税 | 1,017 | 1,229 | 1,457 | 1,645 |
| 有效所得税率% | 38.4% | 38.4% | 38.4% | 38.4% |
| 少数股东损益 | -280 | -288 | -380 | -419 |
| 归属母公司所有者净利润 | 1,909 | 2,257 | 2,715 | 3,054 |

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金 | 2,188 | 2,484 | 2,215 | 2,080 |
| 应收账款及应收票据 | 3,370 | 3,106 | 3,009 | 3,666 |
| 存货 | 1,198 | 589 | 1,024 | 708 |
| 其它流动资产 | 2,627 | 4,175 | 4,195 | 4,032 |
| 流动资产合计 | 9,384 | 10,354 | 10,443 | 10,486 |
| 长期股权投资 | 2,257 | 1,899 | 1,459 | 1,022 |
| 固定资产 | 29,689 | 30,419 | 30,107 | 29,754 |
| 在建工程 | 1,912 | 404 | 592 | 776 |
| 无形资产 | 50,654 | 50,881 | 51,247 | 51,666 |
| 非流动资产合计 | 94,478 | 93,584 | 93,461 | 93,247 |
| 资产总计 | 103,861 | 103,937 | 103,905 | 103,733 |
| 短期借款 | 3,215 | 2,967 | 2,720 | 2,472 |
| 应付票据及应付账款 | 5,611 | 5,765 | 5,841 | 5,764 |
| 预收账款 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| 其它流动负债 | 12,016 | 12,688 | 13,124 | 13,394 |
| 流动负债合计 | 20,843 | 21,423 | 21,688 | 21,632 |
| 长期借款 | 16,978 | 15,096 | 13,213 | 11,331 |
| 其它长期负债 | 18,456 | 18,656 | 18,856 | 19,056 |
| 非流动负债合计 | 35,435 | 33,752 | 32,070 | 30,387 |
| 负债总计 | 56,278 | 55,175 | 53,758 | 52,019 |
| 实收资本 | 22,218 | 22,218 | 22,218 | 22,218 |
| 普通股股东权益 | 44,018 | 45,485 | 47,250 | 49,235 |
| 少数股东权益 | 3,565 | 3,277 | 2,897 | 2,478 |
| 负债和所有者权益合计 | 103,861 | 103,937 | 103,905 | 103,733 |

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 类别 | 评级 | 说明 |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持 | | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性 | | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持 | | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业投资评级 | 优于大市 | | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | 中性 | | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | 弱于大市 | | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。