

甘肃能化 (000552.SZ) 煤炭化工电力成长凸显，业绩反转节点或至

2024年05月30日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）

汤悦（联系人）

zhangxucheng@kysec.cn

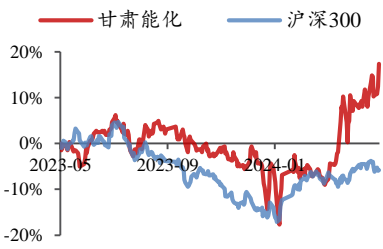
tangyue@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790123030035

日期	2024/5/30
当前股价(元)	3.62
一年最高最低(元)	3.83/2.61
总市值(亿元)	193.73
流通市值(亿元)	108.06
总股本(亿股)	53.52
流通股本(亿股)	29.85
近3个月换手率(%)	76.94

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《煤炭产销提升且业绩或现拐点，煤电成长可—公司2024年一季报点评报告》-2024.4.30

《煤价回落致业绩下行，煤电成长可期—公司2023年报点评报告》-2024.4.16

《煤价回落致业绩下行，业务多点开花成长可—公司信息更新报告》-2023.10.25

● 煤炭化工电力成长凸显，业绩反转节点或至，维持“买入”评级

根据化化网煤化工，甘肃能化托管的金昌能源化工开发有限公司低阶煤高效利用制氢及50万吨/年高浓度尿基复合肥项目装置氮合成塔吊装就位。考虑到公司煤炭、化工、电力等主业的在建产能均进展顺利，且在近年有望陆续投产，业绩成长拐点或已出现，叠加市场煤价二季度以来有所反弹，我们上调公司盈利预测，预计2024-2026年归母净利润23.6/28.0/31.4（前值为21.4/23.8/27.8）亿元，同比+35.5%/+18.9%/+12.3%；EPS为0.44/0.52/0.59元，对应当前股价PE为8.6/7.2/6.4倍。维持“买入”评级。

● 煤炭：煤矿新产能陆续投产具备成长，煤炭热值提升提高售价

公司拥有8对矿井，煤炭产品包括动力煤及焦煤，当前核定产能1624万吨。在建产能690万吨（红沙梁露天及井工矿各300万吨及白岩子矿90万吨），其中红沙梁露天矿已经进入试运转，下半年完成竣工验收；白岩子矿预计2024年上半年试运转，红沙梁井工矿预计2024年下半年进入试运转贡献产量。此外王家山煤矿（330万吨产能，2023年产量210万吨）产量恢复以及海石湾系统提升技改（产能从180万吨提升至300万吨）逐步落地或也将贡献增量，公司一季度实现煤炭产量526万吨，同比+6.5%。此外集团拥有九龙川煤矿800万吨/年采矿权以及两个600万吨探矿权，集团承诺不开展与公司存在同业竞争的业务，如涉及有些矿权须由能化集团出面争取的，先由其争取，后续将同公司协商解决，我们预计后续仍存资产注入可能性。另一方面，2023年靖远矿区由于地质条件和工作面变化影响热值较低，红沙梁露天矿2023年处于基建和试运行阶段煤炭热值也较低，目标计划提升动力煤400K/300K热值，对应吨煤售价提升约40-50元/吨。

● 煤化工及发电业务：容量电价改善盈利，煤化工一期即将投产

煤化工：公司煤化工项目（可转债募投项目）“气化气项目一期”正在建设，产能为尿素35万吨/年；一期总投资35.4亿元，截至2023年底已进入单机试车阶段，预计2024年6月可有产品产出。2023年4月公司公告启动气化气项目二期，预计投资19.0亿元，产能为尿素35万吨/年，预计2025年四季度投产。公司2023年可研显示，以最近三年（2020-2023年）燃料煤、原料煤及产品价格测算气化气项目一二期分别可贡献年均税后利润4.1亿元和3.2亿元。此外由公司托管的金昌化工50万吨尿基复合肥项目正在建设当中，考虑到同业竞争，我们预计该项目投产后存在注入上市公司的可能性。**电力：**兰州新区2×35万千瓦热电联产项目目前正处于建设中，预计2025年10月投产，届时公司电力装机容量将大增87%，从80.9万千瓦至150.9万千瓦。此外2024年起甘肃省执行容量电价制度，其中2024-2025年容量电价标准为100元/千瓦·年（含税），公司兼带供热供汽，我们预计可申报最大出力在500-600MW之间，对应可获得5000-6000万元，增厚公司利润。

● **风险提示：**煤价下跌超预期、新建产能不及预期、煤炭产量释放不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,261	11,259	12,822	15,166	17,441
YOY(%)	22.3	-8.2	13.9	18.3	15.0
归母净利润(百万元)	3,169	1,738	2,355	2,799	3,143
YOY(%)	82.7	-45.2	35.5	18.9	12.3
毛利率(%)	46.9	35.9	37.9	37.3	36.6
净利率(%)	25.8	15.4	18.4	18.5	18.0
ROE(%)	24.0	10.6	12.6	13.2	13.0
EPS(摊薄/元)	0.59	0.32	0.44	0.52	0.59
P/E(倍)	6.4	11.6	8.6	7.2	6.4
P/B(倍)	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11094	11501	13924	14974	16400	营业收入	12261	11259	12822	15166	17441
现金	7568	8208	10713	10632	12714	营业成本	6505	7218	7968	9512	11049
应收票据及应收账款	746	1026	743	1457	992	营业税金及附加	445	434	494	585	672
其他应收款	65	42	135	35	181	营业费用	96	107	122	144	166
预付账款	89	55	137	73	178	管理费用	879	905	1031	1219	1402
存货	539	781	404	1156	567	研发费用	267	346	394	465	535
其他流动资产	2089	1389	1791	1622	1768	财务费用	235	127	135	93	54
非流动资产	16143	19332	20300	21964	23287	资产减值损失	-78	-106	-137	-141	-155
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	68	104	68	83	81
固定资产	8079	8416	9519	10844	11707	公允价值变动收益	-0	0	-0	-0	-1
无形资产	5242	5121	5685	6281	7016	投资净收益	18	19	18	18	18
其他非流动资产	2821	5795	5096	4840	4564	资产处置收益	1	2	1	1	1
资产总计	27238	30833	34224	36938	39687	营业利润	3732	2151	2926	3415	3848
流动负债	8141	7117	8876	9879	10506	营业外收入	64	58	36	43	50
短期借款	2147	407	1277	912	1059	营业外支出	74	113	113	113	113
应付票据及应付账款	3188	3957	3737	5555	5173	利润总额	3722	2096	2849	3345	3785
其他流动负债	2806	2753	3863	3412	4274	所得税	527	353	480	534	627
非流动负债	5773	7273	6536	5810	4961	净利润	3195	1743	2368	2811	3159
长期借款	3269	4923	4109	3422	2553	少数股东损益	26	5	13	12	16
其他非流动负债	2503	2350	2427	2388	2407	归属母公司净利润	3169	1738	2355	2799	3143
负债合计	13914	14389	15412	15690	15467	EBITDA	5037	3864	4136	4907	5630
少数股东权益	430	433	446	458	473	EPS(元)	0.59	0.32	0.44	0.52	0.59
股本	4611	5352	5352	5352	5352						
资本公积	2344	3571	3571	3571	3571	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	5326	6419	8546	11214	14131	成长能力					
归属母公司股东权益	12894	16011	18366	20791	23747	营业收入(%)	22.3	-8.2	13.9	18.3	15.0
负债和股东权益	27238	30833	34224	36938	39687	营业利润(%)	42.5	-42.4	36.0	16.7	12.7
						归属于母公司净利润(%)	82.7	-45.2	35.5	18.9	12.3
						毛利率(%)	46.9	35.9	37.9	37.3	36.6
						净利率(%)	25.8	15.4	18.4	18.5	18.0
						ROE(%)	24.0	10.6	12.6	13.2	13.0
						ROIC(%)	16.8	8.1	9.3	10.4	10.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	51.1	46.7	45.0	42.5	39.0
						净负债比率(%)	-3.8	-6.1	-15.5	-18.1	-27.1
						流动比率	1.4	1.6	1.6	1.5	1.6
						速动比率	1.2	1.4	1.4	1.3	1.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
						应收账款周转率	16.6	13.0	14.8	13.9	14.3
						应付账款周转率	2.2	2.1	2.2	2.1	2.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.59	0.32	0.44	0.52	0.59
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	0.35	0.91	0.78	1.17
						每股净资产(最新摊薄)	2.35	2.93	3.37	3.83	4.38
						估值比率					
						P/E	6.4	11.6	8.6	7.2	6.4
						P/B	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9
						EV/EBITDA	3.7	5.1	4.1	3.4	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn