

甘肃能化 (000552.SZ)
深度系列二：煤电化成长凸显，业绩收获期已至

2024年06月11日

——公司深度报告
投资评级：买入（维持）
张绪成（分析师）
汤悦（联系人）

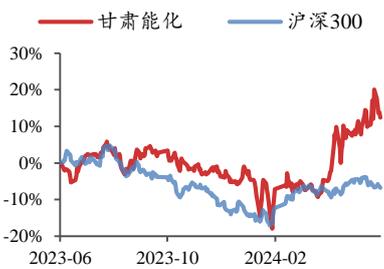
zhangxucheng@kysec.cn

tangyue@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790123030035

日期	2024/6/7
当前股价(元)	3.63
一年最高最低(元)	3.94/2.61
总市值(亿元)	194.27
流通市值(亿元)	108.36
总股本(亿股)	53.52
流通股本(亿股)	29.85
近3个月换手率(%)	81.56

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

- 《煤炭化工电力成长凸显，业绩反转节点或至——公司信息更新报告》-2024.5.30
- 《煤炭产销提升且业绩或现拐点，煤电化成长可——公司2024年一季报点评报告》-2024.4.30
- 《煤价回落致业绩下行，煤电化成长可期——公司2023年报点评报告》-2024.4.16

● 煤电化成长凸显，业绩收获期已至。维持“买入”评级

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，我们维持公司盈利预测不变，预计2024-2026年归母净利润23.6/28.0/31.4亿元，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8.2/6.9/6.2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，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。此外王家山煤矿产能核增及开工率提升（330万吨产能核增至390万吨）、海石湾煤矿技改且产能核增（180万吨产能核增至300万吨），两矿也将贡献增量。甘肃省煤炭供给有望继续释放且陇东资源丰富，集团在陇东庆阳市拥有九龙川煤矿800万吨采矿权以及两个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。

● 发电及煤化工业务：火电仍在大力布局，煤化工两期将陆续投产即将投产

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。同时公司公告在庆阳地区建设2×66万千瓦机组，预计2027年投产，届时或将贡献年化70亿度电。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。**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，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。

● 风险提示：煤价超预期下跌，电价超预期下调，煤化工产品价格超预期下跌，火电厂建设进度不及预期，宏观经济复苏不及预期。

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)	6.1	11.2	8.2	6.9	6.2
P/B(倍)	1.5	1.2	1.1	0.9	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、煤电化一体化布局，发展提速	4
1.1、甘肃省国资系统最大煤炭企业	4
1.2、发展提速，业绩或迎拐点	4
2、煤炭业务：以煤为基，成长性显著	7
3、电力业务：装机将迎高增，容量电价带来业绩改善	13
4、化工业务：延链强链，气化气项目一期即将投产	16
5、盈利预测与投资建议	18
6、风险提示	20
附：财务预测摘要	21

图表目录

图 1：公司实控人为甘肃省国资委	4
图 2：煤炭是公司主要的收入来源	5
图 3：2023 年公司发电业务毛利转正	5
图 4：2022 年以来煤炭产量持续大幅上涨	5
图 5：2022 年以来煤炭销量持续大涨	5
图 6：2022 年并购完成后收入体量大增	6
图 7：2022 年并购完成后归母净利润显著提升	6
图 8：2024Q1 归母净利润环比转正	6
图 9：2024Q1 公司毛/净利率均出现改善	6
图 10：公司资产负债率较低且处于净现金状态	7
图 11：公司分红比例整体较为稳定	7
图 12：甘肃省煤炭缺口达到 3000 万吨以上	7
图 13：2013 年甘肃发电耗煤占比为 48.8%	8
图 14：2022 年甘肃省发电耗煤占比为 59.9%	8
图 15：2018-2023 年期间王家山煤矿产能利用率不足 70%	10
图 16：技改项目合计可带来 180 万吨产能增量	11
图 17：甘肃陇东地区毗邻陕蒙，煤炭资源丰富	11
图 18：2021 年以来公司电力业务盈利改善	14
图 19：自 2016 年以来甘肃电煤价格已显著提升	15
图 20：2024 年 4 月以来尿素价格反弹	17
图 21：2022 年合成氨价格处于较高水平	17
图 22：2017 年以来甘肃农业总产值增速较快	18
表 1：公司煤、电、化潜在产能增幅均较高	5
表 2：甘肃省 2024 年 1-4 月原煤产量增速+25.6%，位居全国第一	8
表 3：公司在建产能达到 690 万吨	9
表 4：后续投产的煤矿煤质优于红沙梁露天矿	10
表 5：九龙川煤矿原煤热值或可达 5058K	12
表 6：两个新建洗煤厂内部收益率均较高	12
表 7：红沙梁煤样干选后热值提升 453K	12
表 8：公司当前在建机组 700MW	13

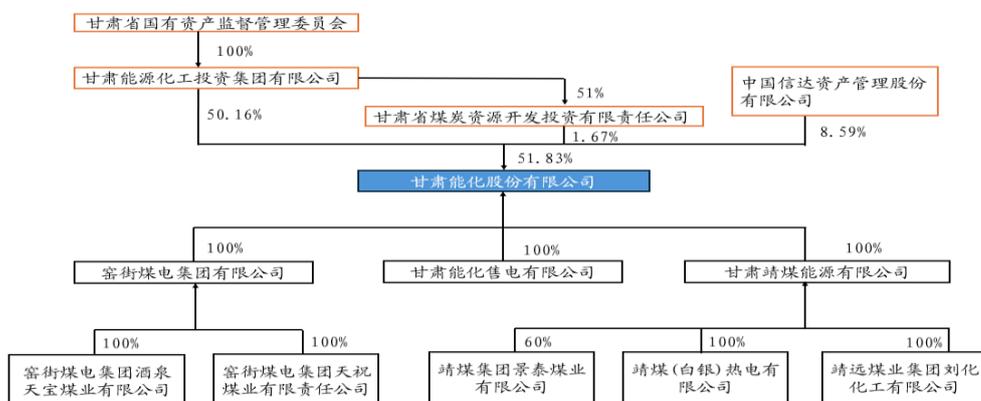
表 9: 2024-2025 年甘肃省容量电量标准为 100 元/千瓦·年 (含税)	14
表 10: 白银市供暖仍执行 2012 和 2013 年制定的标准.....	15
表 11: 2024 年以来多个领域公用事业出现涨价 (部分列举)	15
表 12: 公司高效气化气项目一二期预计贡献税后利润 7.3 亿元.....	17
表 13: 2024-2026 年期公司煤炭产销量持续提升	19
表 14: 预计 2024-2026 年公司发电业务毛利逐步增长	19
表 15: 预计 2024 年起公司化工板块逐步放量.....	19
表 16: 公司相较于同行仍具估值优势	20

1、煤电化一体化布局，发展提速

1.1、甘肃省国资系统最大煤炭企业

并购窑煤集团，成就甘肃省国资系统最大煤炭企业。2022年4月公司公告拟发行股份购买能化集团、中国信达和中国华融合计持有的窑煤集团100%股权，本次定增发行价格3.58元/股并于2023年1月30日在中国证券登记结算有限公司完成新增股份登记。自此公司完成与窑煤集团重组，成为甘肃省国资系统最大煤炭企业，甘肃能源化工投资集团有限公司（以下简称“集团”）直接及间接持有公司51.0%股份，为第一大股东，最终实控人为甘肃省国资委。

图1：公司实控人为甘肃省国资委



资料来源：Wind、开源证券研究所

1.2、发展提速，业绩或迎拐点

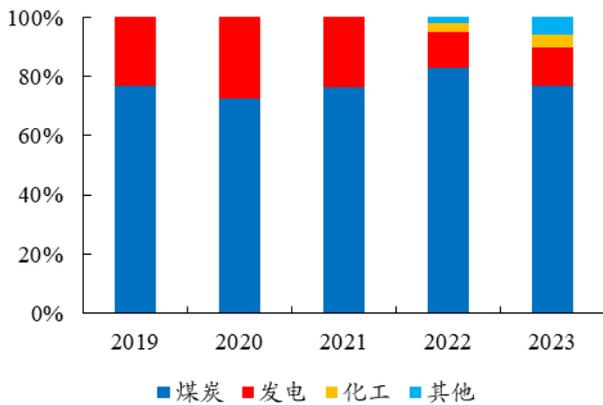
以煤为基，新建产能释放产量。公司核心业务为煤炭开采和销售，下辖靖煤公司和窑煤公司两个矿区，生产经营地分布甘肃省白银平川、景泰，兰州红古、武威天祝和酒泉肃北等地。公司煤炭销售收入占比最高，2023年收入占比达到76.8%，其次是发电业务，2023年收入占比为13.1%。毛利方面，煤炭毛利占比最高且数值上高于收入占比，是公司盈利的主要来源。电力业务2021和2022年毛利均为负值，但亏损有所收窄且2023年转为正值，主要原因是2021-2022年期间煤价较高，2023年燃料成本降低后毛利转正。公司发布的《十四五中后期发展规划纲要》指出，公司“十四五”中后期及未来一个时期将实施“以煤为基、多能互补、延链强链、耦合发展”的产业发展战略，力争“十四五”末实现煤炭产能2314万吨、化工产品产能140万吨、火电及新能源装机容量300万千瓦。公司董事长许继宗指出，力争到“十五五”末公司产能达到5000万吨。2022年完成重组后公司煤炭产销量显著提升，同比分别为+70.2%/+50.3%，达到1494/1415万吨。2023年公司产销量同比继续大增31.7%/36.1%至1968/1927万吨，其中主要增量来自天宝煤业下属红沙梁露天矿试运转阶段贡献的450万吨产量。当前公司拥有8对生产矿井，核定产能达到1624万吨，3个在建矿产能合计达到690万吨。

表1: 公司煤、电、化潜在产能增幅均较高

	2023 年底产能	十四五末规划 产能	同比
煤炭 (万吨)	1624	2314	42%
火电及新能源装机 (万千瓦)	80.9	300	271%
化工产品 (万吨)	40	140	250%

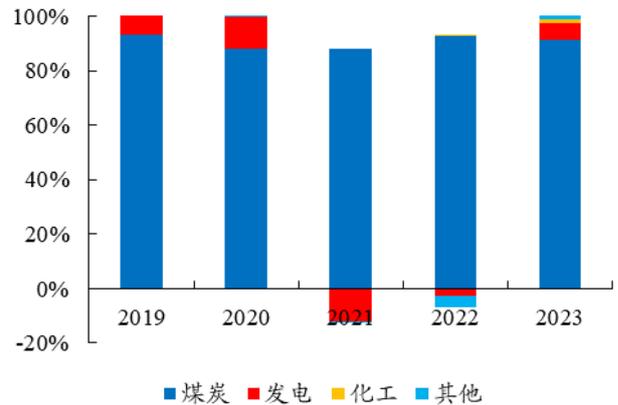
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图2: 煤炭是公司主要的收入来源



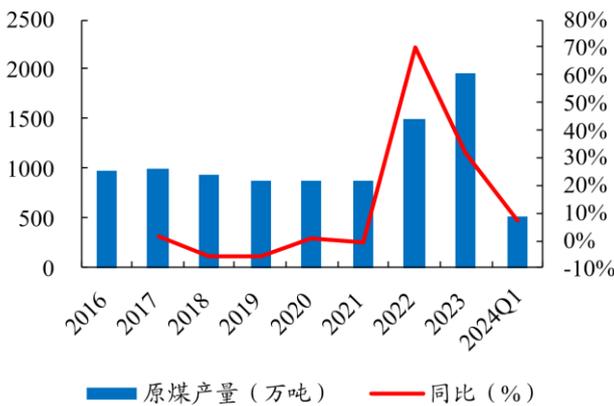
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图3: 2023 年公司发电业务毛利转正



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图4: 2022 年以来煤炭产量持续大幅上涨



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图5: 2022 年以来煤炭销量持续大涨



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

并购完成后收入与利润规模大增, 2024 年业绩或迎拐点。2022 年并购重组完成叠加市场煤价上涨, 公司收入迈入百亿级别, 归母净利润也实现较大跨越。2023 年公司实现营业收入 112.6 亿元, 同比-8.2%; 实现归母净利润 17.4 亿元, 同比-44.0%, 我们推测主要是市场煤价下行以及 2023 年度煤质较差所致。公司 2024 年一季度实现营业收入 28.2 亿元, 同比-10.6%, 环比+6.4%; 实现归母净利润 5.4 亿元, 同比-44.0%, 环比+200.9%, 自 2023Q1 以来首次环比转正。煤价方面, 2024Q1 甘肃靖远电煤 5500K

车板价均价为 760 元/吨，同比-17.5%，环比+0.9%；2024Q1 甘肃武威 1/3 焦煤出厂价均价为 1958.3 元/吨，同比-10.2%，环比-1.6%。公司 2024 年一季度业绩同比下滑主要是煤价下滑，而煤价环比变化不大的情况下业绩显著改善，结合 2024 年或将有新增煤炭及煤化工产能贡献业绩，我们认为公司业绩或已迎来拐点。

图6：2022 年并购完成后收入体量大增

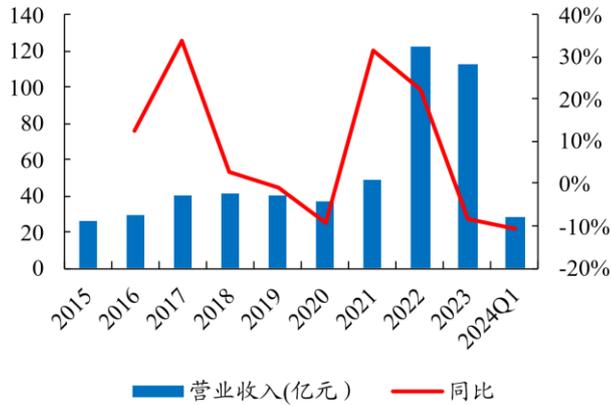
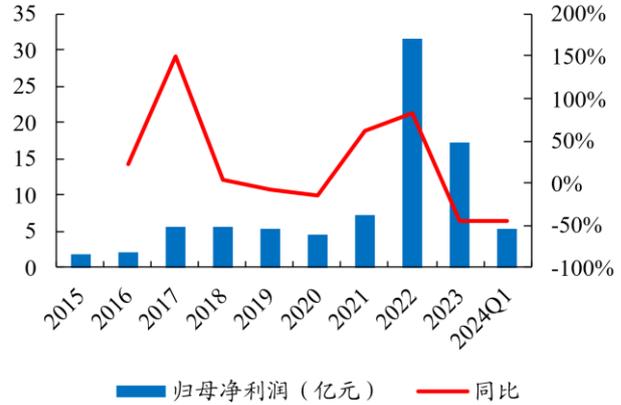


图7：2022 年并购完成后归母净利润显著提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：2022 年增速为调整后

注：2022 年增速为调整后

图8：2024Q1 归母净利润环比转正

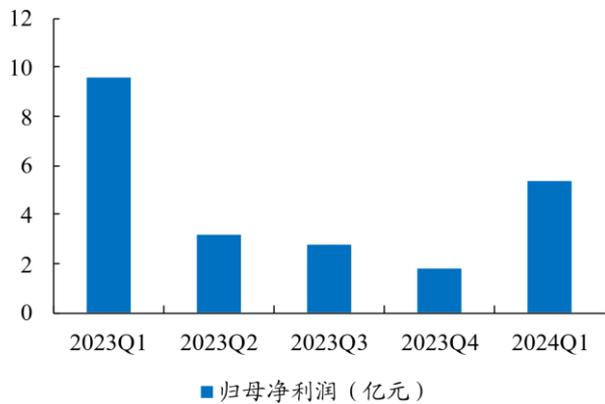
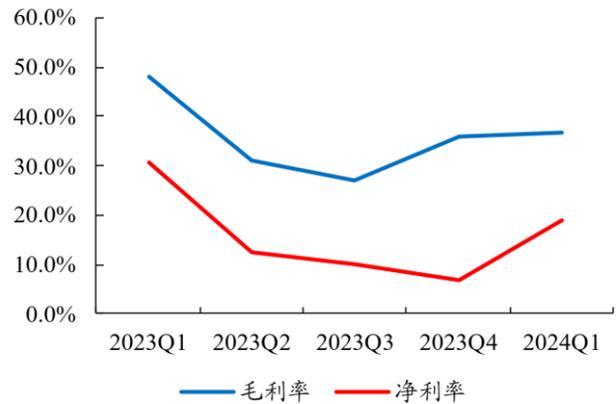


图9：2024Q1 公司毛/净利率均出现改善



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

资产负债率及现金流状况良好，分红比例稳定。2022 年前公司资产负债率不足 40%，完成并购重组后 2022 年和 2023 年资产负债率为 51%和 47%，仍处于偏低水平。现金流方面，2021 年以来经营活动现金流量净额大幅增加，2023 年虽有回落但仍维持 18.5 亿元净额。分红比例方面，2017-2021 年公司分红比例基本维持在 40% 以上，2022 年回落至 20%但 2023 年反弹至 31%，整体分红比例变化不大。

图10：公司资产负债率较低且处于净现金状态

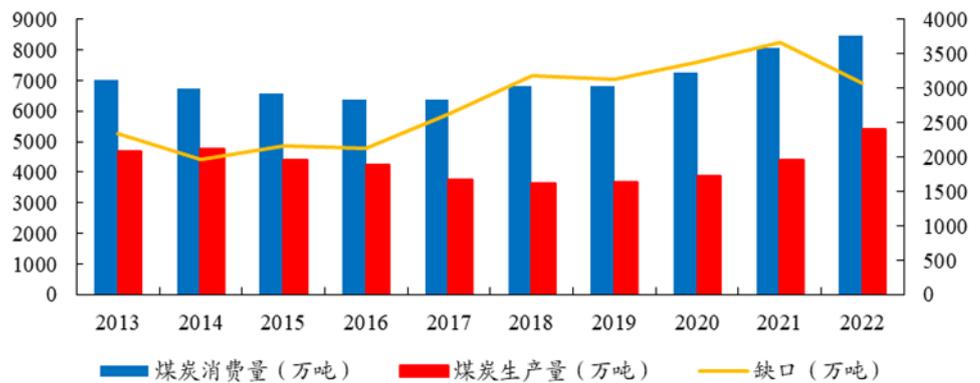

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：公司分红比例整体较为稳定

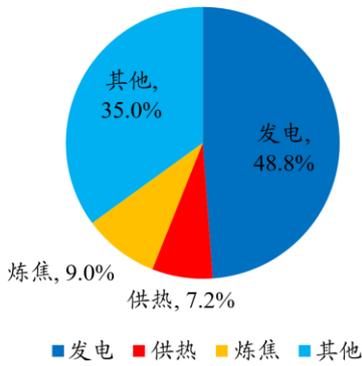

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、煤炭业务：以煤为基，成长性显著

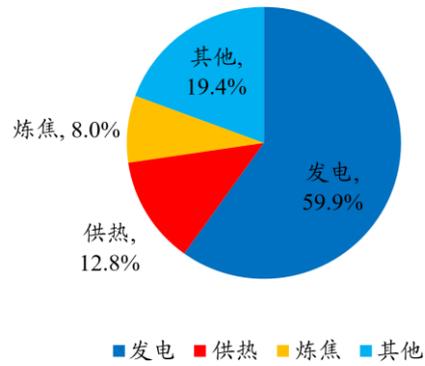
甘肃为煤炭净调入省，发力省内供给或是解决煤炭缺口重要途径。甘肃省是煤炭净调入省份，近些年随着省内煤炭消费量逐步提升，煤炭缺口也在逐步扩大，2013年缺口为2336万吨，2022年提升至3072万吨。从煤炭消费结构来看，发电和供热是主要的煤炭消费方向，且近些年来占比有所提升，2013年发电和供热占比分别为48.8%、7.2%，2022年分别达到59.9%、12.8%。根据甘肃省“十四五”能源发展规划，2025年甘肃省目标达到7000万吨煤炭产量，相较于2023年仍有14%的增量空间。2023年甘肃省煤炭产量增速为+11.9%，位居全国前列，2024年1-4月甘肃省煤炭产量增速达到+25.9%，大幅领先于其他省份。

图12：甘肃省煤炭缺口达到3000万吨以上


数据来源：甘肃省统计局、开源证券研究所

图13: 2013年甘肃发电耗煤占比为48.8%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2022年甘肃省发电耗煤占比为59.9%


数据来源: Wind、开源证券研究所

表2: 甘肃省2024年1-4月原煤产量增速+25.6%，位居全国第一

	2024年1-4月	2023年
甘肃	25.6%	11.9%
湖南	15.8%	18.1%
湖北	12.8%	5.2%
江苏	12.2%	-15.6%
贵州	7.8%	2.4%
宁夏	7.2%	5.7%
新疆	5.6%	10.6%
辽宁	4.7%	-9.4%
内蒙	4.2%	3.1%
山东	2.9%	-0.5%
吉林	1.1%	-3.8%
福建	0.8%	-9.4%
陕西	-0.1%	2.1%
河南	-2.6%	4.5%
全国	-3.3%	3.6%
河北	-3.5%	-2.0%
云南	-4.3%	11.4%
安徽	-5.0%	0.3%
广西	-6.3%	-9.0%
青海	-8.0%	-17.5%
江西	-14.0%	12.7%
四川	-15.7%	-8.6%
山西	-16.8%	3.8%
黑龙江	-34.9%	-2.0%

数据来源: Wind、开源证券研究所

公司或为煤炭资源整合平台。甘肃省十四五规划指出，2025 年全省建成千万吨煤炭企业四家，产量达 6000 万吨，占全省煤炭产量 75%以上，省内资源有望逐步集中。此外，甘肃省国资提出突出实业、聚焦主业、做精一业，推进企业整合重组、有序进退、提质增效，着力打造主责主业更加聚焦、业务结构更加清晰、核心功能更加突出的优质企业。推动省属企业全面梳理内部业务和资产资源情况，按照“一业一企、一企一业”原则，对不同子企业中的同类业务，通过股权调整、层级调整及兼并重组等方式进行整合重组。公司作为甘肃省国资最大煤炭生产企业或将充分受益于省内煤炭供给增加及煤炭集中度提升。

在建煤矿项目有望陆续释放。公司当前有 3 个在建煤矿，产能为 690 万吨，分别是天宝煤业下属红沙梁露天和井工矿各 300 万吨动力煤以及景泰煤业白岩子煤矿 90 万吨。三个矿均为甘肃省“十四五”规划建成煤矿，其中红沙梁露天矿资源储量 6390 万吨，是国家确定的应急保供煤矿，在开工建设的同时进行电煤保供，2023 年红沙梁已贡献 450 万吨产量，露天矿预计 2024 年下半年完成竣工验收。随着红沙梁井工矿逐步进入试运转（预计为 2024 年下半年，产量仍有增量空间，从资源属性来看，井工矿以长焰煤为主，煤质更为优质。景泰白岩子煤矿是甘肃省迄今为止发现的储量最大的焦煤资源项目，以气煤与 1/3 焦煤为主，煤炭资源量达到 9075.8 万吨，2024 年 2 月该矿首采工作面运煤系统设备启动联合试运转，预计 2024 年上半年试运转。

表3：公司在建产能达到 690 万吨

煤矿	所属公司	地区	煤种	可采储量	权益比例	核定产能 (万吨)	权益产量 (万吨)	状态
大水头煤矿	靖煤能源	甘肃白银	不粘煤	5531	100%	220	220	在产
魏家地煤矿	靖煤能源	甘肃白银	不粘煤	15516	100%	300	300	在产
红会第一煤矿	靖煤能源	甘肃白银	不粘煤	3201	100%	204	204	在产
王家山煤矿	靖煤能源	甘肃白银	不粘煤	14279	100%	330	330	拟核增至 390 万吨
三矿	窑街煤电	甘肃兰州	不粘煤、弱粘煤 和气煤	3177	100%	180	180	在产
金河煤矿	窑街煤电	甘肃兰州	不粘煤、弱粘煤 和气煤	5307	100%	120	120	在产
天祝煤业三号井	窑街煤电	甘肃兰州	不粘煤、弱粘煤 和气煤	4326	95%	90	85.5	在产
海石湾煤矿	窑街煤电	甘肃兰州	不粘煤、弱粘煤 和气煤	8314	100%	180	180	拟核增至 300 万吨
在产合计				59651	100%	1624	1620	
白岩子矿	窑街煤电	甘肃白银	气煤、1/3 焦煤	5098	60%	90	54	在建
红沙梁露天矿	窑街煤电	甘肃酒泉	褐煤、长焰煤	17600	100%	300	300	在建
红沙梁井工矿	窑街煤电	甘肃酒泉	褐煤、长焰煤	0	100%	300	300	在建
在建合计				22698	91%	690	654	
合计				82349	98%	2314	2274	

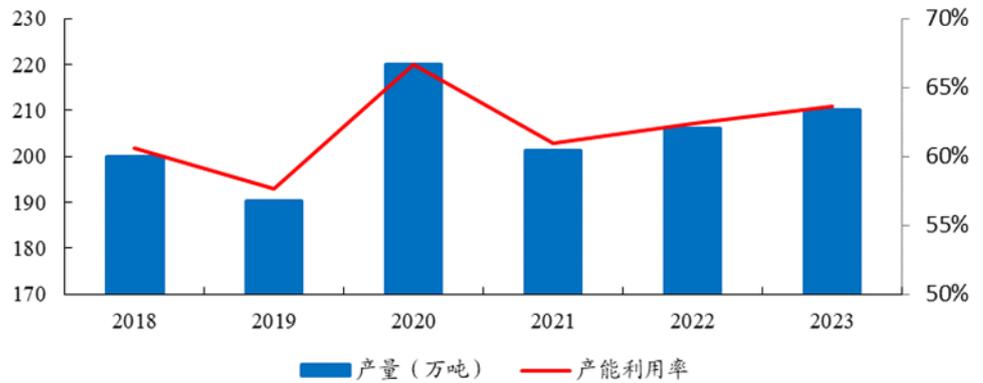
数据来源：公司公告、开源证券研究所

表4：后续投产的煤矿煤质优于红沙梁露天矿

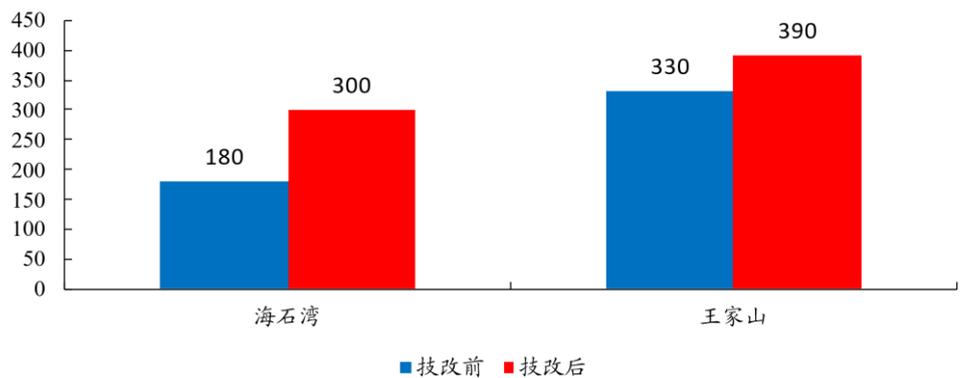
	资源储量(万吨)	煤种分布
红沙梁露天矿	6390	动力煤：长焰煤 1514 万吨、褐煤 4876 万吨
红沙梁井工矿	27324	动力煤：长焰煤 24105 万吨、褐煤 3219 万吨
白岩子煤矿	9075.8	炼焦煤：气煤 4736.3 万吨、1/3 焦煤 4339.5 万吨

数据来源：公司公告、开源证券研究所

技改项目产能核增。2023 年 9 月公司公告投资建设海石湾煤矿深部扩大区煤层气开采利用项目，以 5.2 亿元超前规划对海石湾煤矿深部扩大区煤层气进行预抽采，项目稳产期内财务内部收益率为 9.45%，每年可生产 1.21 万吨液化天然气，同时改善海石湾煤矿生产接续和安全生产，海石湾煤矿产能有望从 180 万吨核增至 300 万吨。2023 年 12 月公司公告对王家山煤矿进行技术改造，项目总投资 8.9 亿，完成后产能规模有望从 330 万吨核增至 390 万吨。王家山煤矿作为公司下属主力生产矿井，随着开采深度逐步加深，受倾斜、急倾斜煤层冲击地压、水害、自燃发火灾害影响，面临采区走向短、矿井多级提升运输系统复杂、运输能力低、采掘接续紧张、产能释放有限等问题。2018-2023 年期间王家山煤矿产能利用率不足 70%，其中 2023 年仅为 64%，欠产 120 万吨。本次技改不仅能够提升王家山煤矿产能规模，还有望提升产能利用率。

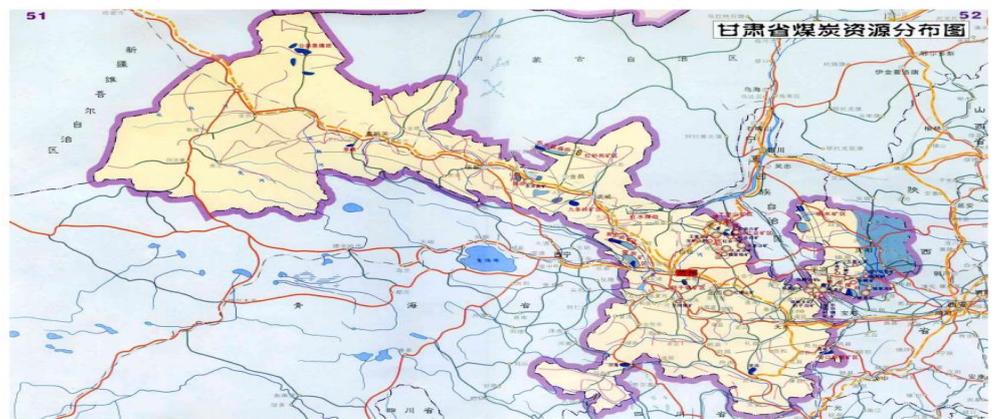
图15：2018-2023 年期间王家山煤矿产能利用率不足 70%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：技改项目合计可带来 180 万吨产能增量


数据来源：公司公告、开源证券研究所

顺应省内资源布局方向，远期或有优质资产注入。国务院办公厅《关于进一步支持甘肃经济社会发展的若干意见》中提出“加快陇东煤炭、油气资源开发步伐，积极推进煤电一体化发展，构建以庆阳、平凉为中心，辐射天水、陇南的传统能源综合利用示范区”。甘肃省十四五规划指出，到 2025 年陇东能源基地煤矿产能占省内产能 55%。庆阳市位于甘肃省东部，属于陇东地区，目前煤炭预测储量 2360 亿吨，占甘肃省 94%，煤炭资源十分丰富且以动力煤和化工用煤居多。2023 年 11 月国家发改委核准批复了甘肃宁正矿区九龙川煤矿项目，该项目位于庆阳市宁县，原煤发热量测算值达到 5038K，是优质的动力煤和化工用煤。该项目由能化集团牵头于 2024 年 2 月开工，建设规模 800 万吨/年，总投资约 165 亿元。项目建成达产后，年收入预计达到 47.9 亿元，年上缴利税约 6.3 亿元，参照公司 2023 年吨煤盈利水平，我们预计该项目可贡献净利润约 8 亿/年。此外能化集团还具备两个各 600 万吨探矿权，能化集团主要负责上市公司规范运行，股权管理、项目培育、资本运作。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。我们预计待九龙川煤矿建成投产后有望注入上市公司体内。

图17：甘肃陇东地区毗邻陕蒙，煤炭资源丰富


资料来源：陕西煤炭运销物流平台公众号

表5：九龙川煤矿原煤热值或可达 5058K

项目	内容
地址	庆阳市宁县
地质资源总量	14.0 亿吨
矿井资源总量	12.3 亿吨
可采储量	8.4 亿吨
设计规模	800 万吨/年
煤质	发热量高、结渣性较弱、热稳定性好、良好的动力用煤和民用燃煤；各煤层均为富油煤，焦油产率较高，良好的低温干馏原料用煤
发热量（测算值）	原煤为 5058K、13mm 末煤为 5829K、13mm 块煤 4304K
总投资	165 亿元
预计年收入	47.9 亿元
年利税上缴	6.3 亿元
年净利润	8 亿元

资料来源：《九龙川矿井及选煤厂可行性研究报告》、甘肃省发改委、开源证券研究所

注：年净利润为开源证券研究所估算

投资建设洗煤厂，煤质有望提升。公司主要煤炭产品为动力煤和配焦煤，主导产品以不粘煤为主，伴有少量的弱粘煤和长焰煤，具有低硫、低灰、低磷、高发热量等特点，属优质环保动力煤，广泛用于电力、化工、冶金、建材等行业。2024 年 1 月公司公告分别投资建设大水头煤矿洗煤厂和魏家地煤矿洗煤厂，大水头煤矿与魏家地煤矿均为公司主力矿井，开采过程中有大量夹矸和顶、底板岩石混入原煤中，使原煤灰分升高且不稳定。通过洗煤厂有利于保证煤炭产品质量的稳定，提升煤炭资源利用效率，提高产品煤质量和市场竞争力。根据《红沙梁选煤厂干法选煤工艺研究》指出，以公司下属红沙梁煤矿洗煤厂为例，通过洗选可提高煤炭热值 453K，产率 81.64%。此外，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，公司预计 2024 年提升动力煤 400K/300K 热值，对应吨煤售价提升约 40-50 元/吨。

表6：两个新建洗煤厂内部收益率均较高

	建设规模 (Mt/a)	项目投资(亿 元)	建设工期 (月)	内部收益率 (税前)	内部收益率 (税后)
大水头煤矿洗煤厂	2.5	2.8	18	54.16%	39.73%
魏家地煤矿洗煤厂	3.5	4.2	18	35.67%	25.67%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表7：红沙梁煤样干选后热值提升 453K

产品	产率/%	全水 Mt/%	灰分 Ad/%	硫分 Std/%	低位发热量 K
>25mm 精煤	51.66	29.28	20.53	1.22	3706
<25mm 精煤	29.98	27.38	37.58	1.32	2839

产品	产率/%	全水 Mt/%	灰分 Ad/%	硫分 Std/%	低位发热量 K
总精煤	81.64	28.58	26.79	1.26	3387
矸石	18.36	16.42	73.17	3.96	1072
原煤	100.00	26.35	35.31	1.75	2934

数据来源：《红沙梁选煤厂干法选煤工艺研究》、开源证券研究所

3、电力业务：装机将迎高增，容量电价带来业绩改善

在产装机 809MW，在建机组达 700MW。公司当前具备电力装机容量为 809MW，其中主力机组是白银热电 2×350MW 超临界燃煤空冷热电联产机组。2023 年公司售电量 37.79 亿度，供热量 509 万吉焦，供汽量 138.70 万吉焦。2023 年 8 月公司公告拟投资建设兰州新区 2×350MW 超临界空冷燃煤机组，动态投资 41.9 亿元，设计年发电量 33.02 亿度，供热量 1362.41 万吉焦，年消耗燃料约 205.51 万吨，该项目预计 2025 年 10 月投产，届时公司电力装机容量将同比+86.5%至 1509MW。

拟建项目优质，2024 年 5 月公司公告拟出资新设子公司并投资建设甘肃能化庆阳 2×660MW 煤电项目，该项目位于甘肃省庆阳市宁县早胜镇南北村，年设计发电量 70 亿度，发电标准耗煤（设计）269.73kg/MWh。动态投资 62 亿元，本次投资建设庆阳电厂 2×660MW 项目将为西北 750kV 中部电网和甘肃 330kV 电网提供电源支撑。两台机组为超超临界空冷燃煤发电机组，具备 70%调峰能力。根据北极星电力网显示，该项目计划在 2024 年 8 月开工，第一台机组计划于 2027 年 2 月建成投产，第二台机组计划于 2027 年 3 月建成投产，届时公司装机容量有望再迎高速增长。同时，公司规划到 2025 年火电及新能源装机达到 300 万千瓦，相较于当前 80.9 万千瓦有 271%增长。

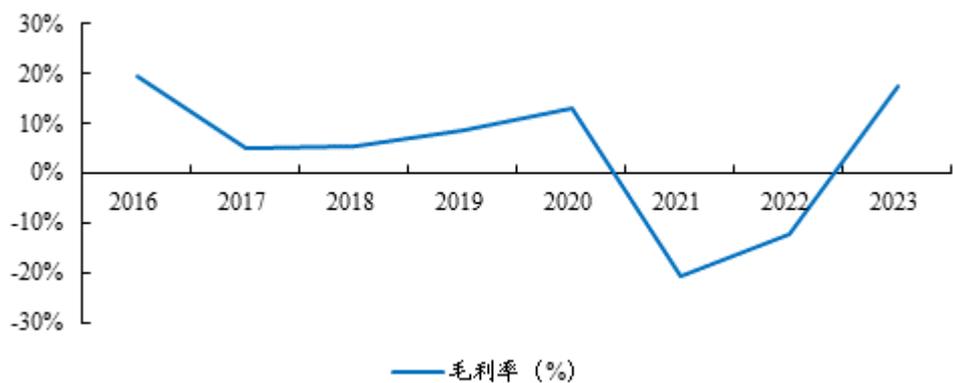
表8：公司当前在建机组 700MW

主体	装机容量 (MW)	状态
白银热电	700	在产
固废物热电	100	在产
洁能热电	9	在产
在产小计	809	
新区热电	700	在建
庆阳煤电	1320	拟建
在建小计	2020	
合计	2829	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

电力业务盈利改善，容量电价制度有望带动盈利进一步提升。2021-2022 年期间市场煤价大幅上行导致公司发电业务毛利率转负，2023 年市场煤价略有回落但仍高于 2020 年均值，但公司发电业务毛利率高于 2020 年，盈利有所改善。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)。公司白银热电生产模式为:以电煤为燃料在锅炉内燃烧,将除盐水加热生成高温高压过热蒸汽,进入汽轮机内做功,推动汽轮机转子旋转,驱动发电机发电,发出的电能向电网供电。同时,从汽轮机抽出部分做过功的中温中压蒸汽至热网加热器加热热网水实现市政供热,以及为工业用汽用户提供所需工业供汽。因此白银热电机组除供热和供汽外仍可接受国家电网发电调度,我们预估申报机组最大出力在500-600MW之间,对应公司可获得5000-6000万/年。另一方面,公司2023年公告以现金2.1亿全资成立售电子公司,2022年公司内部用电量约22.52亿千瓦时,占当年公司发电量52.5%,成立售电公司有利于整合公司发用电资源,提高发电业务收益,为今后电力装机提升打基础;同时可以精细化管理公司内部用能,降低用电成本。

图18: 2021年以来公司电力业务盈利改善


数据来源:公司公告、开源证券研究所

表9: 2024-2025年甘肃省容量电量标准为100元/千瓦·年(含税)

项目	内容
容量电价标准	纳入容量电价的煤电机组固定成本实行全国统一标准,即每年每千瓦330元。我省通过容量电价回收的固定成本比例为30%左右,2024年至2025年我省煤电容量电价标准为100元/千瓦·年(含税)。2026年以后通过煤电容量电价回收固定成本比例提升至不低于50%
容量电费测算	根据省煤电容量电价标准和机组申报的最大出力确定
容量电费核算与分摊	国网甘肃省电力公司会同甘肃电力交易中心有限公司计算煤电容量电费,每月煤电容量电费纳入系统运行费,由全体工商业用户按当月用电量比例分摊,由国网甘肃省电力公司按月发布、滚动清算
容量电费考核	煤电机组无法按照调度指令提供申报最大出力的,月内发生两次扣减当月容量电费的10%,发生三次扣减50%,发生四次及以上扣减100%。最大出力未达标情况由国网甘肃省电力公司按月统计,相应扣减容量电费。对自然年内月容量电费全部扣减累计发生三次的煤电机组,取消其获取容量电费的资格。

资料来源:甘肃省发改委、开源证券研究所

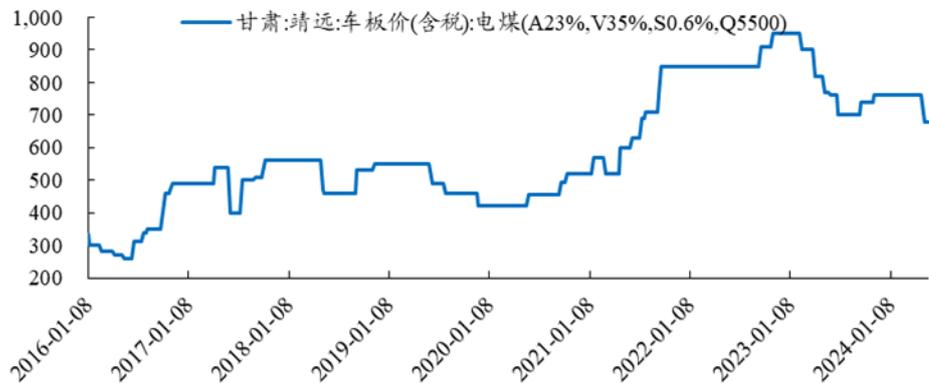
热价或有提升可能。截至2023-2024年供暖季,白银市仍旧执行白银市发展和改革委员会文件(市发改价格【2012】799号)和白银市发展和改革委员会文件(市发改价格【2013】748号)标准。然而从煤价来看,甘肃靖远5500K电煤车板价已

出现大幅上涨，尽管 2023 年开始煤价出现回调但仍高于 2016-2020 年。由于公司供热按照政府定价执行，煤价上涨带来的成本提升难以向下疏导是公司 2021-2022 年以来发电业务盈利性整体偏弱的主要原因。2005 年国家发改委发布《关于建立煤热价格联动机制的指导意见的通知》，建立煤热价格联动机制，确保热力企业正常生产经营和城乡居民冬季供热采暖，白银市热价上涨具备政策基础。另一方面，2024 年以来公用事业涨价不断，涉及水费、天然气、高铁费等方面，我们推测热价提升或将是下一个涨价领域。

表10：白银市供暖仍执行 2012 和 2013 年制定的标准

收费分类	交费主体	收费标准
按建筑面积交费标准（元/月·平方米）	居民住宅	4.4
	行政事业单位办公用房	6
	工商服务业	6.5
按热计量交费（元/吉焦）	居民住宅	33
	行政事业单位办公用房	45
	工商服务业	48.75

数据来源：白银市发改委、开源证券研究所

图19：自 2016 年以来甘肃电煤价格已显著提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

表11：2024 年以来多个领域公用事业出现涨价（部分列举）

时间	区域	类别	内容
2024 年 5 月 10 日	广州	水费	广州市中心城区平均供水价格从 2.53 元/立方米提升至 3.4 元/立方米，涨幅 34%
2024 年 5 月 4 日	部分线路	高铁费	2024 年 6 月 15 日起，武广高铁、沪杭客专、沪昆客专、杭甬客专等 4 条高铁线路的票价将迎来新一轮上调，其中武广高铁全程票价的涨幅高达 20%。
2024 年 4 月 18 日	丹阳	天然气	上调居民天然气销售价格，三档销售价格分别调整为每立方米 2.93 元、3.22 元、4.1 元，分别上调 0.24 元、0.29 元和 0.44 元
2024 年 3 月 15 日	深圳	天然气	第一档价格为 3.41（调整前为 3.1）元/立方米，第

时间	区域	类别	内容
			二档价格为 3.91（调整前为 3.6）元/立方米，第三档价格为 5.16（调整前为 4.85）元/立方米。

资料来源：各发改委、铁路局、开源证券研究所

4、化工业务：延链强链，气化气项目一期即将投产

化工业务历史悠久，产品区域知名度高。公司当前具有 15 万吨浓硝酸及 25 万吨复合肥产能，其中浓硝酸主要用于生产复合肥。该技术与产能来源于甘肃刘化集团，刘化集团前身刘家峡化工总厂 1966 年建厂，是甘肃省化肥生产骨干企业，主导产品“黄河”尿素荣获“甘肃省名牌产品”、“陇货精品”、“全国用户满意产品”等称号，尿素、复合肥等产品深受广大用户喜爱，立足甘肃市场的同时，远销四川、江苏、福建、苏皖等地区。

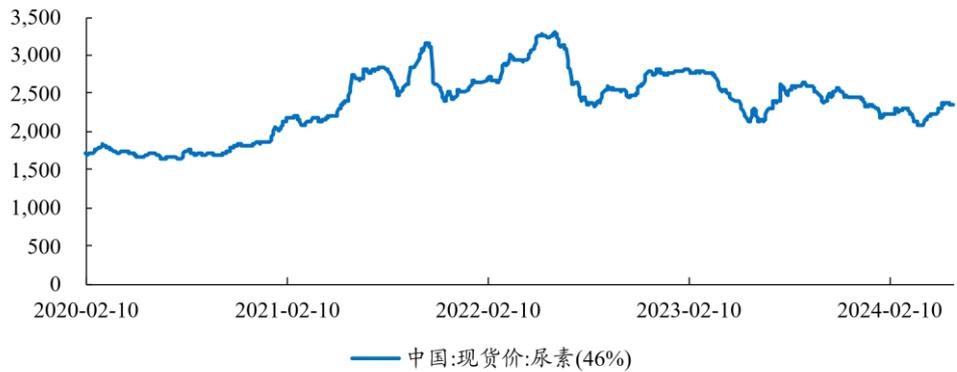
气化气项目一期即将投产，二期已开工建设。2020 年公司发行可转债 28 亿元用于投资靖远煤电清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）项目（简称“气化气项目一期”），形成装置产能为：主产品为尿素 35 万吨/年，同时伴随有中间品和其他产品，包括：合成氨 30 万吨/年；甲醇 4 万吨/年；(H₂+CO) 2 万 Nm³/h；液体 CO₂ 5 万吨/年；三聚氰胺 6 万吨/年；尿素硝铵溶液 5 万吨/年；硫磺 1924 吨/年；催化剂 2500 吨/年；液氧 2.052 万吨/年、液氮 1.3464 万吨/年和液氩 1.4832 万吨/年。气化气项目一期总投资 35.4 亿元，截至 2023 年底已进入单机试车阶段，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。预计以自有资金投资 19.0 亿元，形成装置产能为：主产品为尿素 35 万吨/年，同时伴随有中间品和其他产品，包括：合成氨 30 万吨/年，建成后产品结构为年生产液氮 19.1 万吨、甲醇 10 万吨、尿素 49.85 万吨、(CO+H₂) 2.16 亿 Nm³、液体 CO₂ 5 万吨、三聚氰胺 6 万吨、尿素硝铵溶液 5 万吨、硫磺 3848 吨、催化剂 2500 吨、液氧 4.1 万吨、液氮 2.7 万吨和液氩 2.9 万吨（实际产品结构可根据市场需求和收益状况进行产量调整）。

一二期项目合计可贡献税后利润 7.3 亿元。根据公司公告，甘肃地区尿素需求量在 85-90 万吨区间变化，而甘肃地区只有刘化集团公司一家生产尿素且受限于天然气供应年产量不足 40 万吨/年，缺口部分主要来源于新疆、宁夏、陕西、内蒙等地，运距较远。公司煤化工项目 70 万吨/年尿素产能由刘化集团置换所得，不涉及新增产能。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。2020-2022 年秦港 5500K 动力末煤（山西产）平仓价均价为 1270 元/吨，2024 年截至 5 月 31 日均价为 877 元/吨，下滑幅度为-31%。2020-2022 年中国尿素（46%）现货价均价为 2734 元/吨，2024 年截至 5 月 31 日均价为 2251 元/吨，下滑幅度为-18%，原料价格下滑幅度高于产品价格幅度有利于一二期项目盈利进一步扩张。从尿素市场价来看，2024 年 4 月以来整体呈现反弹趋势，从四月初的最低 2080 元/吨反弹至 2024 年 6 月 3 日的 2360 元/吨。

表12: 公司高效气化气项目一二期预计贡献税后利润 7.3 亿元

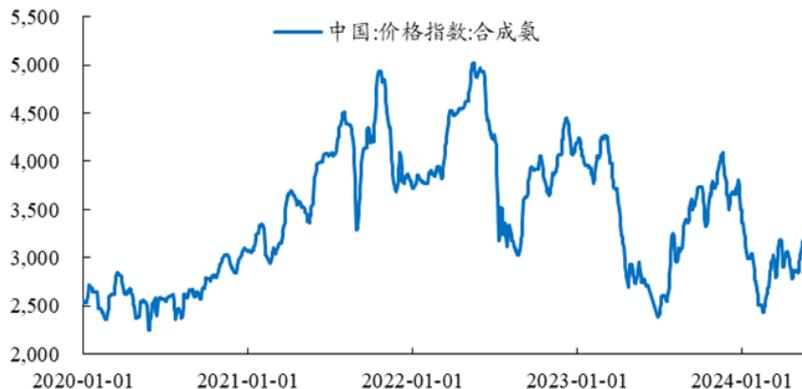
	产能	总投资(亿元)	年均税后利润(亿元)
一期	尿素 35 万吨/年,同时伴随有中间品和其他产品:合成氨 30 万吨/年;甲醇 4 万吨/年;(H ₂ +CO) 2 万 Nm ³ /h; 液体 CO ₂ 5 万吨/年; 三聚氰胺 6 万吨/年; 尿素硝铵溶液 5 万吨/年; 硫磺 1924 吨/年; 催化剂 2500 吨/年; 液氧 2.052 万吨/年、液氮 1.3464 万吨/年和液氩 1.4832 万吨/年。	35.4	4.1
二期	尿素 35 万吨/年,同时伴随有中间品和其他产品: 30 万吨合成氨。年生产液氨 19.1 万吨、甲醇 10 万吨、尿素 49.85 万吨、(CO+H ₂) 2.16 亿 Nm ³ 、液体 CO ₂ 5 万吨、三聚氰胺 6 万吨、尿素硝铵溶液 5 万吨、硫磺 3848 吨、催化剂 2500 吨、液氧 4.1 万吨、液氮 2.7 万吨和液氩 2.9 万吨 (实际产品根据市场需求调整)	19.0	3.2

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图20: 2024 年 4 月以来尿素价格反弹


数据来源: Wind、开源证券研究所

复合肥项目有望迎来改善。公司 2022 年和 2023 年复合肥产量分别为 16.7 万吨和 11.4 万吨，产能利用率分别只有 67%和 46%。主要原因在于公司复合肥原料合成氨无法自给，需要从周边省市购入，原料成本较高且供应不稳定。2022 年原材料价格较高叠加公共卫生事件管控，公司复合肥项目未能达产；2023 年公司复合肥与气化气项目系统对接导致阶段性停产，造成产销量进一步下滑。随着气化气项目一期投产，复合肥项目合成氨原料问题或将得到解决，成本更低且供应更为稳定，复合肥项目有望迎来量升本降的改善。

图21: 2022 年合成氨价格处于较高水平


数据来源: Wind、开源证券研究所

托管金昌能化，在建 50 万吨/年尿基复合肥项目。根据公司 2023 年年报显示，能化集团已与公司签署关于金昌能化、能化贸易以及兰煤设计院的《股权托管协议》，协议约定能化集团将其所持金昌能化 79.5% 股权、能化贸易的 100% 股权以及兰煤设计院的 100% 股权委托公司管理，由公司依其经营管理方式统一进行管理。当前金昌能化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氨合成塔吊装就位。与煤炭业务类似，当前金昌能化与公司现有化工业务存在竞争关系，我们推测金昌能化复合肥项目投产后或也将注入到上市公司体内。复合肥下游主要为农业，2024 年甘肃省政府工作报告提出，“锚定农业强省目标，聚焦‘两确保、三提升、两强化’，加快农业农村现代化建设。甘肃是我国“西菜东调”、“北菜南运”的五大商品蔬菜基地之一，也是被农业部列入规划的西北内陆出口蔬菜重点生产区域、西北温带干旱及青藏高寒区设施蔬菜重点区域。从农业总产值来看，2022 年甘肃农业总产值为 1806 亿元，同比+11%，2017-2022 年复合增长率为+11%。

图22：2017 年以来甘肃农业总产值增速较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

公司各业务板块主要盈利预测依据如下：

(1) 煤炭产销量方面，考虑到红沙梁井工矿、景泰白岩子即将进入试运转，海石湾煤矿技改与王家山煤矿改造进行中，公司煤炭产销量将持续增长，预计 2024-2026 年公司原煤产量分别为 2213/2428/2618 万吨，同比+12%/10%/8%。出于谨慎假设，我们预计公司 2024-2026 年产销率分别为 94%/94.7%/94.7%，对应商品煤销量分别为 2080/2300/2479 万吨，同比+8%/11%/8%。

(2) 吨煤售价方面，随着红沙梁露天矿开采深入、景泰白岩子投产（焦煤为主，售价更高）、海石湾和王家山煤矿改造带来现有矿区煤质提升，同时谨慎假设 2024 年市场煤价均价同比略有下滑，我们预计 2024-2026 年公司吨煤售价分别为 467/470/470 元/吨。吨煤成本方面，公司煤炭产销量提升或将带来单吨成本的摊薄，我们保守假设 2024 年吨煤成本与 2023 年保持不变且 2025-2026 年有所提升。预计 2024-2026 年吨煤成本为 257/259/259 元/吨。

表13：2024-2026 年期公司煤炭产销量持续提升

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
原煤产量 (万吨)	1494	1968	2213	2428	2618
商品煤销量 (万吨)	1415	1927	2080	2300	2479
产销率	94.7%	97.9%	94.0%	94.7%	94.7%
吨煤价格 (元/吨)	719	449	467	470	470
吨煤成本 (元/吨)	283	257	257	259	259
吨煤毛利 (元/吨)	436	191	209	210	210

数据来源：公司公告、开源证券研究所

(3) 发电业务方面，2023 年公司售电量相较于 2022 年出现下滑，我们推测主要是由于风光发电较高导致。我们假设 2024 年发电量与 2023 年持平，但随着兰州新区热电厂投产，公司售电、供热和供汽量均将出现提升。预计公司 2024-2026 年发电量分别为 37.8/52.9/71.4 亿度，供热量分别为 509.0/712.6/962 万吉焦，供汽量分别为 138.7/194.2/262.1 万吉焦。

表14：预计 2024-2026 年公司发电业务毛利逐步增长

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
售电量 (亿度)	42.0	37.8	37.8	52.9	71.4
供热量 (万吉焦)	608.3	509.0	509.0	712.6	962.0
供汽量 (万吉焦)	145.7	138.7	138.7	194.2	262.1
收入 (亿元)	14.9	14.8	15.2	21.3	28.2
成本 (亿元)	16.7	12.2	12.4	17.3	22.6
毛利 (亿元)	-1.8	2.6	2.8	4.0	5.6

数据来源：公司公告、开源证券研究所

(4) 煤化工方面，随着原料问题得到改善，预计 2024 年起公司复合肥项目产销量逐步恢复，我们预计 2024-2026 年复合肥产销量分别为 16/17/19 万吨，浓硝酸和页岩油产销量与 2023 年保持一致。随着气化气项目一期投产，我们预计将产出尿素同时暂不考虑气化气二期的贡献，预计 2024-2026 年尿素产销量分别为 20/35/35 万吨。

表15：预计 2024 年起公司化工板块逐步放量

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
复合肥产量 (万吨)	16.7	11.4	16.0	17.0	19.0
复合肥销量 (万吨)	16.7	11.4	16.0	17.0	19.0
浓硝酸产量 (万吨)		4.9	4.9	4.9	4.9
浓硝酸销量 (万吨)		5.1	5.1	5.1	5.1
页岩油产量 (万吨)	2.7	2.3	2.3	2.3	2.3
页岩油销量 (万吨)	2.7	2.3	2.3	2.3	2.3

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
尿素产量 (万吨)			20.0	35.0	35.0
尿素销量 (万吨)			20.0	35.0	35.0
收入 (亿元)	3.5	4.6	9.1	15.5	23.0
成本 (亿元)	3.1	4.1	7.5	11.9	17.3
毛利 (亿元)	0.4	0.4	1.7	3.6	5.7

数据来源：公司公告、开源证券研究所

盈利预测与估值：我们维持公司盈利预测不变，预计 2024-2026 年归母净利润 23.6/28.0/31.4 亿元，同比+35.5%/+18.9%/+12.3%；EPS 为 0.44/0.52/0.59 元，对应 2024 年 6 月 7 日价 PE 为 8.2/6.9/6.2。可比公司选择方面，我们选择动力煤及煤炭龙头中国神华、焦煤龙头山西焦煤、煤电一体化标的且市值大小接近的新集能源、煤与煤化工均有增量的中煤能源以及煤化工体量较多且动力煤大于炼焦煤的兖矿能源作对比，2024-2026 年可比公司 PE 均值为 9.9/9.2/8.5 倍，公司估值较低，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，维持“买入”评级。

表16：公司相较于同行仍具估值优势

证券简称	公司简称	总市值 (亿元)				归母净利润			PE		
		2024/6/7	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601918.SH	新集能源	268.6	24.4	27.1	31.9	11.0	9.9	8.4			
601088.SH	中国神华	8,504.5	615.2	630.1	646.3	13.8	13.5	13.2			
000983.SZ	山西焦煤	630.2	66.5	69.9	73.7	9.5	9.0	8.5			
601898.SH	中煤能源	1,550.5	205.5	220.1	237.7	7.5	7.0	6.5			
600188.SH	兖矿能源	1,563.7	210.6	238.7	268.0	7.4	6.6	5.8			
均值						9.9	9.2	8.5			
000552.SZ	甘肃能化	194.3	23.6	28.0	31.4	8.2	6.9	6.2			

数据来源：Wind、开源证券研究所测算

注：总市值取 2024 年 6 月 7 日收盘价

6、风险提示

煤价超预期下跌。公司当前尚未完全实现煤电一体化，过半收入仍直接来自煤炭外销，若煤价下跌，公司煤炭业务收入或受影响。

电价超预期下调。公司当前部分收入来自电力业务，电价若显著下调，将影响公司电力业务收入。

煤化工产品价格超预期下跌。随着煤化工项目投产，公司煤化工产品涉及尿素、复合肥、浓硝酸等，若产品价格超预期下跌将影响公司煤化工业务收入。

火电厂建设进度不及预期。公司煤电一体化战略推进依赖目前在建电厂顺利建成投运，若电厂建设进度不及预期，或将影响公司电力业务扩张，进而无法完成煤电一体化进程，影响公司盈利能力和盈利稳定性的提升。

宏观经济复苏不及预期。动力煤及电力需求与宏观经济复苏态势相关联，宏观经济景气度下降或将影响煤炭及电力价格水平，进而影响公司盈利能力。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11094	11501	13924	14974	16400
现金	7568	8208	10713	10632	12714
应收票据及应收账款	746	1026	743	1457	992
其他应收款	65	42	135	35	181
预付账款	89	55	137	73	178
存货	539	781	404	1156	567
其他流动资产	2089	1389	1791	1622	1768
非流动资产	16143	19332	20300	21964	23286
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	8079	8416	9519	10844	11707
无形资产	5242	5121	5685	6281	7016
其他非流动资产	2821	5795	5096	4840	4564
资产总计	27238	30833	34224	36938	39686
流动负债	8141	7117	8876	9879	10505
短期借款	2147	407	1277	912	1059
应付票据及应付账款	3188	3957	3737	5555	5173
其他流动负债	2806	2753	3863	3412	4273
非流动负债	5773	7273	6536	5810	4961
长期借款	3269	4923	4109	3422	2553
其他非流动负债	2503	2350	2427	2388	2407
负债合计	13914	14389	15412	15690	15466
少数股东权益	430	433	446	458	473
股本	4611	5352	5352	5352	5352
资本公积	2344	3571	3571	3571	3571
留存收益	5326	6419	8546	11214	14131
归属母公司股东权益	12894	16011	18366	20791	23747
负债和股东权益	27238	30833	34224	36938	39686

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5065	1850	4868	4200	6239
净利润	3195	1743	2368	2811	3159
折旧摊销	1141	1596	1210	1496	1804
财务费用	235	127	135	93	54
投资损失	-18	-19	-18	-18	-18
营运资金变动	258	-1916	1169	-142	1266
其他经营现金流	254	318	5	-41	-26
投资活动现金流	-2536	-2629	-2821	-2809	-3273
资本支出	2704	3020	2307	3095	3159
长期投资	578	1020	0	0	0
其他投资现金流	-410	-629	-514	286	-114
筹资活动现金流	-1277	1454	458	-1542	-814
短期借款	-1115	-1740	870	-364	147
长期借款	494	1653	-814	-687	-869
普通股增加	2260	741	0	0	0
资本公积增加	-1511	1226	0	0	0
其他筹资现金流	-1404	-426	402	-491	-92
现金净增加额	1252	675	2505	-152	2152

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12261	11259	12822	15166	17441
营业成本	6505	7218	7968	9512	11049
营业税金及附加	445	434	494	585	672
营业费用	96	107	122	144	166
管理费用	879	905	1031	1219	1402
研发费用	267	346	394	465	535
财务费用	235	127	135	93	54
资产减值损失	-78	-106	-137	-141	-155
其他收益	68	104	68	83	81
公允价值变动收益	-0	0	-0	-0	-1
投资净收益	18	19	18	18	18
资产处置收益	1	2	1	1	1
营业利润	3732	2151	2926	3415	3848
营业外收入	64	58	36	43	50
营业外支出	74	113	113	113	113
利润总额	3722	2096	2849	3345	3785
所得税	527	353	480	534	627
净利润	3195	1743	2368	2811	3159
少数股东损益	26	5	13	12	16
归属母公司净利润	3169	1738	2355	2799	3143
EBITDA	5037	3864	4136	4907	5630
EPS(元)	0.59	0.32	0.44	0.52	0.59

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	22.3	-8.2	13.9	18.3	15.0
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
获利能力					
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	6.1	11.2	8.2	6.9	6.2
P/B	1.5	1.2	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.6	4.9	3.9	3.2	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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