



## 买入 (首次)

所属行业: 煤炭  
当前价格(元): 3.20

### 证券分析师

翟堃

资格编号: S0120523050002  
邮箱: zhaikun@tebon.com.cn

薛磊

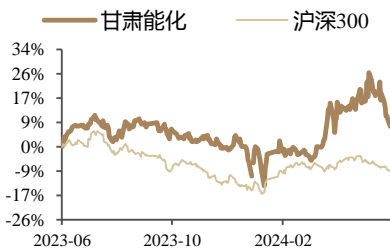
资格编号: S0120524020001  
邮箱: xuelei@tebon.com.cn

### 研究助理

谢信圆

邮箱: xiejy@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.40	-1.88	10.26
相对涨幅(%)	-3.94	-0.61	12.18

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

# 甘肃能化 (000552.SZ): 短期经营改善, 长期增量可观

### 投资要点

- 省属国企, 煤电化一体区域龙头。**公司是甘肃省国资系统唯一煤炭上市平台。2022年原靖远煤电通过增发方式收购窑煤集团100%股权, 实现优质资产注入, 截至2023年底拥有1624万吨核定产能及690万吨在建产能。煤炭销售结构方面, 根据2023年9月25日公司在互动平台披露, 约40%为长协煤, 40%为配焦煤, 20%为市场煤, “现货+长协”“焦煤+动力煤”模式下弹性和稳定性兼具。2024年一季度, 公司实现营收28.22亿元, 同比下降10.6%; 归母净利润5.36亿元, 同比下降44.01%, 较2023年2/3/4季度归母净利润分别增长66%/91%/201%。
- 短期经营改善, 基本面向上拐点确立。**1) **在建项目投产在即: 煤炭方面,**2024年白岩子&红沙梁露天矿进入联合试运转, 在建红沙梁井工矿预计25年进入试运转, 正式投产后可提供654万吨权益产能增量。**电力方面,**在建兰州新区火电机组700MW预计于2025年10月投产, 可增加机组容量约86.5%, 火电机组陆续落地, 煤电结构有望深化。**化工方面,**刘化化工一期项目2023年进入单机试车阶段, 预计2024年6月产品产出, 根据公司公告, 测算一期项目净利为4.1亿元, 投产后将增厚公司业绩。2) **负面影响改善:**2023年红沙梁露天矿处于浅层剥采和试运转阶段, 煤炭热值较低, 2024年煤质改善提振煤价, 由此带动2024Q1利润相较此前三个季度明显恢复; 热电方面, 受益于电改及容量电价制度, 公司电价有望上涨, 目前正积极和政府协商申请上调供热价格。
- 高质量发展凸显长期价值。**1) **发展规划指明成长方向:**公司规划2025年末将实现煤炭产能2314万吨、电力装机300万千瓦、化工产能140万吨; 集团层面规划“十四五”末煤炭、电力、化工产能分别3000万吨、300万千瓦、300万吨, “十五五”末煤炭产能5000万吨。根据公告披露, 如集团或其控制的其他企业获得的商业机会与现甘肃能化及其子公司业务发生同业竞争的, 集团将促成将该商业机会让予甘肃能化及其子公司, 避免与甘肃能化及其子公司形成同业竞争或潜在同业竞争。2) **多业务增量, 盈利稳定性提升。**煤炭方面, 当前集团九龙川煤矿(800万吨/年)已开工建设, 青阳煤矿正积极推进。**电力方面,**公司4月发布公告, 拟出资新设子公司筹建2X660MW庆阳电厂, 当前运行及在/待建火电合计2820MW。**化工方面,**公司拟投建刘化化工集团二期项目, 对应尿素产能49.85万吨; 集团金昌化工2024年底计划形成合成氨30万吨、尿素30万吨、尿基复合肥50万吨生产能力。若后续电力化工项目顺利投产, 可覆盖约当前煤炭销售量的58%。3) **现金流充沛, 资产结构优异。**公司2024年一季度末负债率仅45%; 货币资金81.23亿元, 同比+14.2%, 净现金19.9亿元, 现金流充沛。
- 投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级。**公司立足煤炭主业, 延伸化工下游, 在建项目陆续落地, 盈利弹性逐步释放。暂不考虑未来集团项目注入情况下, 我们预计公司2024-2025年归母净利润为22/26亿元, 按照6月24日收盘时市值计算, 对应PE为7.65/6.59倍。参考可比公司估值, 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) 全球油价下跌拖累化工品价格; 3) 新项目投产进度不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	5,351.80		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	3,725.77	营业收入(亿元)	123	113	126	150	176
52 周内股价区间(元):	2.57-3.77	(+/-)YOY(%)	22.3%	-8.2%	12.0%	18.7%	17.6%
总市值(百万元):	17,125.74	净利润(亿元)	32	17	22	26	31
总资产(百万元):	31,365.89	(+/-)YOY(%)	82.7%	-45.2%	28.7%	16.2%	20.8%
每股净资产(元):	3.14	全面摊薄 EPS(元)	0.59	0.32	0.42	0.49	0.59
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	46.9%	35.9%	37.0%	36.1%	36.9%
		净资产收益率(%)	24.6%	10.9%	12.7%	13.4%	14.5%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 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. 省属国企，煤电化一体区域龙头 .....	6
1.1. 立足甘肃，资产重组再启航 .....	6
1.2. 优质资产注入增厚业绩，煤炭主业稳中求进 .....	7
1.2.1. 收购窑街煤电，产能大幅增长 .....	7
1.2.2. 资源储量丰富，区域优势显著 .....	10
2. 短期经营改善，基本面向上拐点确立 .....	11
2.1. 在建项目投产在即，盈利弹性逐步释放 .....	11
2.1.1. 煤炭：白岩子&红沙梁进展顺利，产销稳步上行 .....	11
2.1.2. 电力：加快电力布局，促进煤电联营 .....	12
2.1.3. 化工：延伸产业下游，一期项目迎来收获期 .....	13
2.2. 负面影响改善，质效开启提升 .....	14
3. 高质量发展凸显长期价值 .....	15
3.1. 强化战略布局，多业务驱动远期成长 .....	15
3.2. 现金流充沛，分红稳健 .....	16
4. 盈利预测与估值 .....	18
4.1. 盈利预测 .....	18
4.2. 估值评级 .....	20
5. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1: 公司发展历程图 .....	6
图 2: 股权结构图 (截止 2024 年 Q1) .....	6
图 3: 公司 2023 年业务收入结构 (亿元) .....	8
图 4: 公司煤炭业务营收 (亿元) .....	8
图 5: 煤炭销售毛利 (亿元) .....	8
图 6: 煤炭销售毛利率 .....	8
图 7: 公司煤炭产销情况 (万吨) .....	9
图 8: 公司各矿井销售情况 (万吨) .....	9
图 9: 公司商品煤销售收入 (元/吨) .....	9
图 10: 公司商品煤销售成本 (元/吨) .....	9
图 11: 公司吨煤成本处于行业领先地位 (元/吨) .....	10
图 12: 2019-2022 年甘肃煤炭产量 (万吨) .....	10
图 13: 2016-2022 年甘肃省煤炭调入&调出量 (万吨) .....	10
图 14: 公司 2023 年地区销售结构 .....	11
图 15: 公司是甘肃第二大煤炭生产商 (万吨) .....	11
图 16: 2019~2023 年公司发电量情况 (亿度) .....	13
图 17: 2019~2023 年电力业务利用小时数 (小时) .....	13
图 18: 2018~2022 年公司电力板块营收&白银热电净利 (亿元) .....	14
图 19: 2019~2023 年度电利润 (元/度) .....	14
图 20: 2018-2024Q1 营业收入 (亿元) .....	17
图 21: 2018-2024Q1 归母净利润 (亿元) .....	17
图 22: 2023 年各项目营收占比 .....	17
图 23: 2018-2023 年项目毛利情况 (亿元) .....	17
图 24: 公司现金及现金等价物占总资产比重 (亿元) .....	17
图 25: 2018-2024Q1 甘肃能化与可比公司资产负债率 .....	17
表 1: 发行股份购买资产及配套融资明细 .....	7
表 2: 2023 年末公司在产及在建矿汇总 .....	8
表 3: 煤炭业务盈利预测 .....	12
表 4: 刘化化工集团一期项目汇总 .....	13
表 5: 集团 24 年工作重点计划 .....	15
表 6: 公司电力项目装机一览 .....	16

表 7: 刘化化工集团二期项目汇总.....	16
表 8: 分红率情况一览.....	18
表 9: 2024-2026 年盈利预测.....	19
表 10: 可比公司估值 (采用 2024/6/24 收盘价) .....	20
表 11: 可比公司估值 (采用 2024/6/24 收盘价) .....	20

## 1. 省属国企，煤电化一体区域龙头

### 1.1. 立足甘肃，资产重组再启航

公司前身为靖远煤电股份有限公司，是西北地区首家煤炭行业上市公司。2005年，靖远煤业集团通过将王家山煤矿资产置入长风特种，实现借壳上市，并正更名为甘肃靖远煤电股份有限公司。2012年，通过整合靖煤集团主要煤炭资源和产能，取得了靖远矿区各类生产经营要素的集约利用的同一营销，实现集团主业集团上市。2022年，公司通过发行股份购买窑煤集团100%的股权，完成重大资产重组。2023年，为准确反映控制权关系、更好体现未来发展规划，靖远煤电更名为甘肃能化股份有限公司。

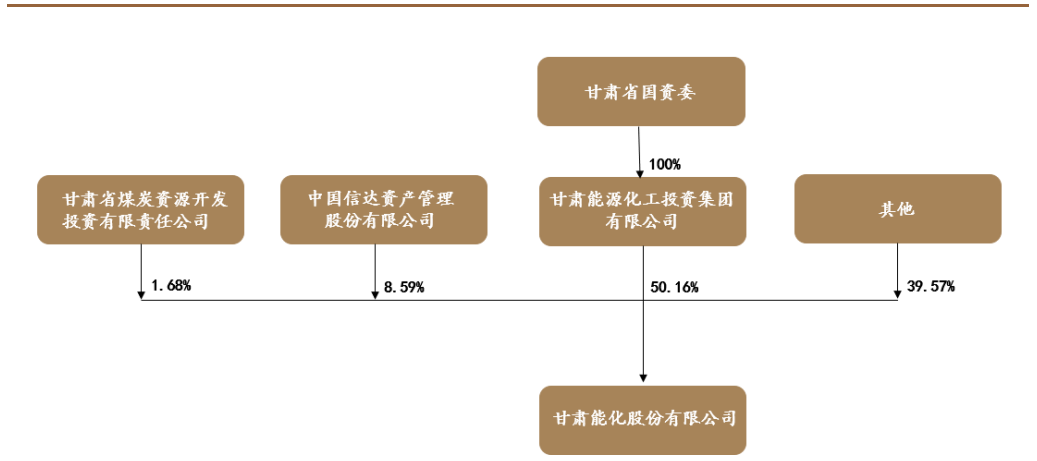
图 1：公司发展历程图



资料来源：公司官网、公司公告等、德邦研究所

背靠甘肃能化集团，实控人为甘肃省国资委。甘肃能化是目前甘肃省国资系统唯一煤炭上市平台，公司立足煤电两大主业，同时积极布局化工业务。截至 2024 年第一季度，大股东甘肃能化集团持有公司 50.16% 股份，甘肃省国资委是公司实际控制人。

图 2：股权结构图（截止 2024 年 Q1）



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

## 1.2. 优质资产注入增厚业绩，煤炭主业稳中求进

### 1.2.1. 收购窑街煤电，产能大幅增长

**收购窑煤集团 100%股权，深化焦煤布局。**2022 年 4 月公司发布公告，拟通过发行股份方式购买能化集团、中国信达、中国华融所持有的窑街煤电集团公司 100% 股权，同时拟募资配套资金总额不超过 30 亿，用于红沙梁矿井及选煤厂项目等。2023 年 2 月，公司发布新增股份上市公告书，以标的资产总对价 75.29 亿，合计向对手方发行 21.03 亿股，收购事项全面完成。2023 年 11 月，根据公司《募集配套资金向特定对象发行股份发行情况报告书》披露，公司向特定对象发行股份数量 7.4 亿股，合计发行规模 20 亿元，用于红沙梁矿井及选煤厂项目、红沙梁露天矿项目等。窑煤集团重组完成后，金河煤矿、海石湾煤矿、天祝煤矿的配焦煤资源注入上市公司，产品结构迎来优化。

表 1：发行股份购买资产及配套融资明细

发行股份购买资产明细			
序号	交易对方	支付对价 (亿元)	发行股份数 (万股)
1	能化集团	58.10	162,277
2	中国信达	16.45	45,949
3	中国华融	0.75	2,092
	合计	75.29	210,319
配套融资明细			
序号	发行对象名称	认购金额 (亿元)	认购股数 (万股)
1	诺德基金管理有限公司	4.48	16588.89
2	中国金川投资控股有限公司	2.83	10492.59
3	其他投资方	12.69	46992.59
	合计	20.00	74074.07

资料来源：甘肃能化股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之募集配套资金向特定对象发行股份之实施情况暨新增股份上市公告书、德邦研究所

**受益于优质资源注入，公司产能大幅扩张。**公司坐拥靖煤和窑煤两大矿区，地处甘肃省白银平川、景泰兰州红古、武威天祝和酒泉肃北等地。截至 23 年底，受益于窑街煤电并入，在产矿井由 4 对增加至 8 对，核定产能增加 54% 至 1624 万吨，其中靖远矿区产能 1054 万吨，窑街矿区 570 万吨；在建矿 3 对，合计产能 690 万吨。截至 24 年一季度，在建白岩子矿和红沙梁露天矿已进入联合试运转。

#### ➤ 靖煤矿区

靖煤煤矿区所属的红会一矿、大水头煤矿生产的动力煤具有低灰、低磷、高发热量等优点，由于灰分含量低，燃烧时产生的烟尘和有害质较少，是优质的环保型动力煤；魏家地煤矿煤种具有低硫、低灰、弱粘结且配焦不吃粘结等特性，富含铁、锌、钠等有益金属，可作为配焦煤使用。

#### ➤ 窑煤矿区

窑煤矿区在产的三矿、金河煤矿及海石湾煤矿具有特低灰、特低硫、低磷、低钾钠总量、高发热量等优点，可用于高炉配煤；在天祝煤矿具有特低灰、中高黏结、高焦油产率以及高氢碳原子比等优良的煤碳特质。同时，其高反应活性、高热稳定性，是比较为理想的液化用煤，可用作固定气床原料。

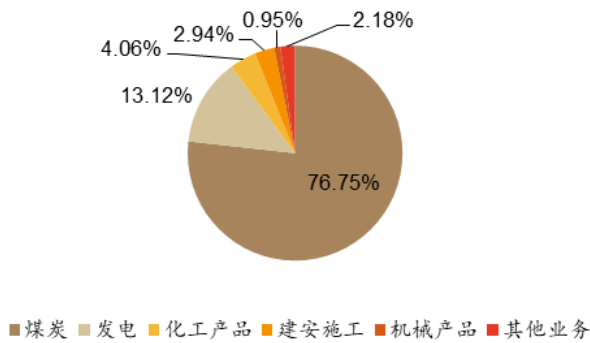
表 2: 2023 年末公司在产及在建矿汇总

所属公司	煤矿名称	股权比例	状态	核定产能 (截止 2022 年)	主要煤种
靖远能源	王家山矿	100%	在产	330	动力煤
	红会一矿	100%	在产	204	动力煤
	大水头矿	100%	在产	220	动力煤
	魏家地矿	100%	在产	300	配焦煤
窑街煤电	金河煤矿	100%	在产	120	配焦煤
	海石湾	100%	在产	180	配焦煤
	三矿	100%	在产	180	动力煤
	天祝	100%	在产	90	动力煤、配焦煤
<b>在产合计</b>				<b>1624</b>	
景泰煤业	白岩子煤矿	60%	联合试运转	90	配焦煤
窑街煤电	红沙梁露天	100%	联合试运转	300	动力煤
窑街煤电	红沙梁井工	100%	在建	300	动力煤
<b>在建合计</b>				<b>690</b>	
<b>合计</b>				<b>2314</b>	

资料来源: 公司年报、公司可转债 2023 年跟踪评级、德邦研究所  
注: 核定产能根据跟踪评级至 22 年底

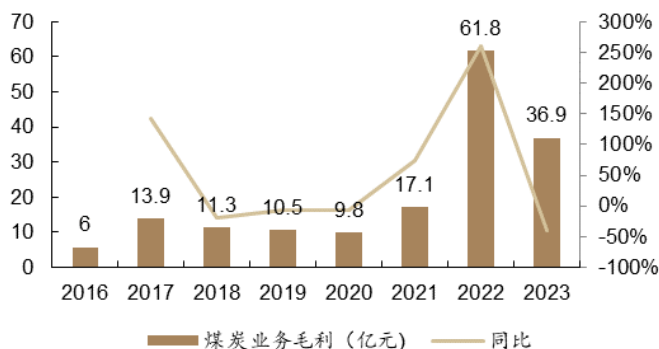
**2022 年窑街煤电并表增厚业绩, 2023 年营收随煤价回落。**煤炭开采是公司的核心业务, 2023 年在总营收占比 76.8%。2022 年窑街煤电优质资产注入, 公司煤炭营收大幅上涨至 101.8 亿元, 同比增加 174.5%; 全年实现业务毛利 61.8 亿元, 同比增加 260.4%, 毛利率上升至 60.7%。2023 煤炭业务因煤炭售价同比下降, 收入、毛利均有所下滑。2023 年公司煤炭业务营收 86.4 亿元, 同比下降 15.1%, 毛利 36.9 亿, 同比下降 40.32%。

图 3: 公司 2023 年业务收入结构 (亿元)



资料来源: 公司公告、德邦研究所

图 5: 煤炭销售毛利 (亿元)



资料来源: Wind、公司公告、德邦研究所

图 4: 公司煤炭业务营收 (亿元)



资料来源: Wind、公司公告、德邦研究所

图 6: 煤炭销售毛利率

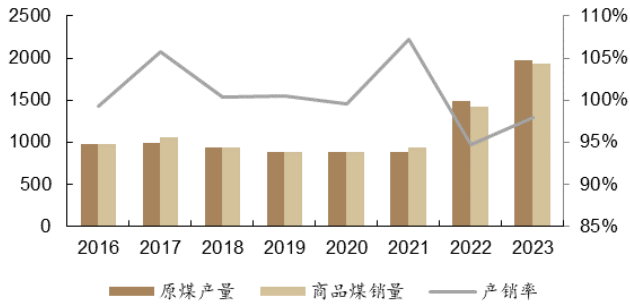


资料来源: Wind、公司公告、德邦研究所



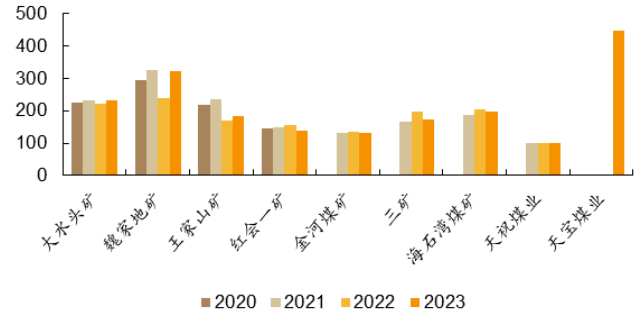
**公司煤炭产销两旺，未来仍有释放空间。**2017~2018 年受到红会四矿和宝积山矿陆续关停退出影响，公司产销出现下滑，但随着落后产能退出，供给侧改革优化整体资产质量，煤炭业务毛利率也自 2018 年以来稳定在高水平。2022 年随着窑煤集团资产注入，公司煤炭产能大幅扩张，产销大增，其中天宝煤业的红沙梁露天矿在 2023 进入试运行阶段，贡献产量 450.1 万吨销量 445.3 万吨。**未来，公司煤炭产销预计将继续上升：**1) 王家山（产能 330 万吨/年）受到深部开采面临的冲击地压、采掘接续紧张等问题，2023 年产能利用率仅有 64%，公司于 23 年底启动技改，项目改造完成后，将解决生产接续及安全问题，产量有望上行；2) 海石湾深部开采技术改造有序进行；3) 白岩子矿&红沙梁矿未来正式投建后产能有望持续释放。

图 7：公司煤炭产销情况（万吨）



资料来源：公司公告、德邦研究所

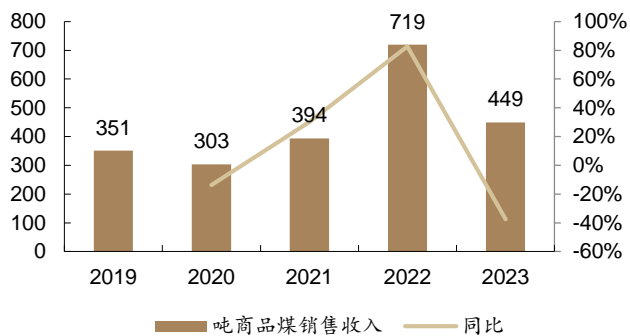
图 8：公司各矿井销售情况（万吨）



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

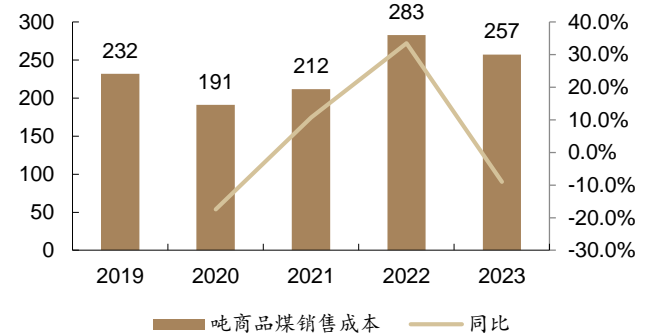
**“现货+长协”打造业绩弹性，成本领先行业。**根据公司 2023 年 9 月 25 日在投资者互动平台数据披露，煤炭销售结构中，40%为长协，40%为配焦煤，20%为市场煤。长协保供为公司提供一定抗风险波动能力，配焦煤以市场价格销售，打造业绩弹性。2023 年，公司吨煤售价 449 元/吨，高于近五年平均水平。成本方面，公司强化成本管控，23 年吨煤成本 257 元/吨，同比下降 9%，在样本公司中处于领先地位。

图 9：公司商品煤销售收入（元/吨）



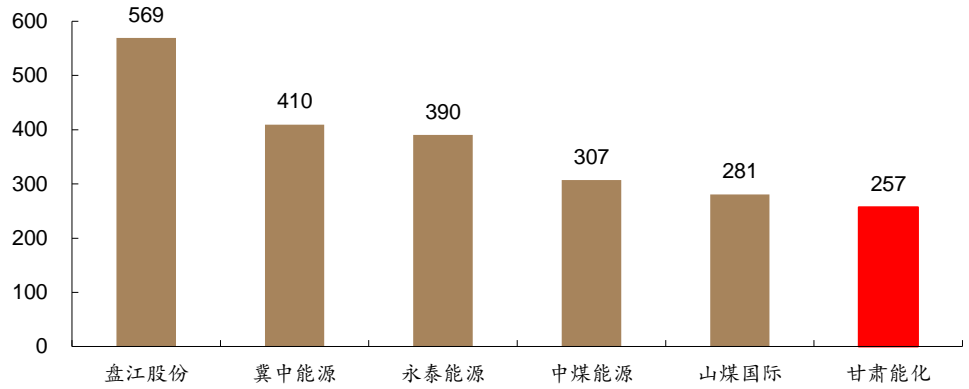
资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

图 10：公司商品煤销售成本（元/吨）



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

图 11: 公司吨煤成本处于行业领先地位 (元/吨)

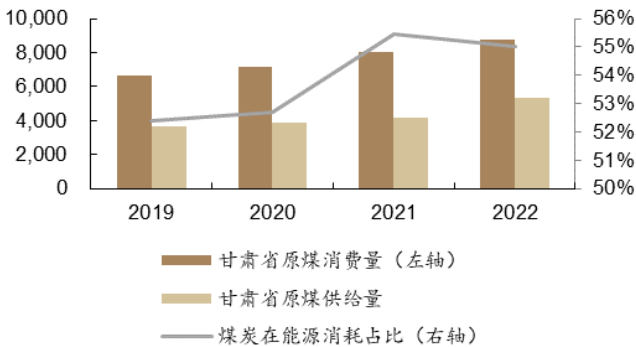


资料来源: Wind、各公司公告、德邦研究所

### 1.2.2. 资源储量丰富, 区域优势显著

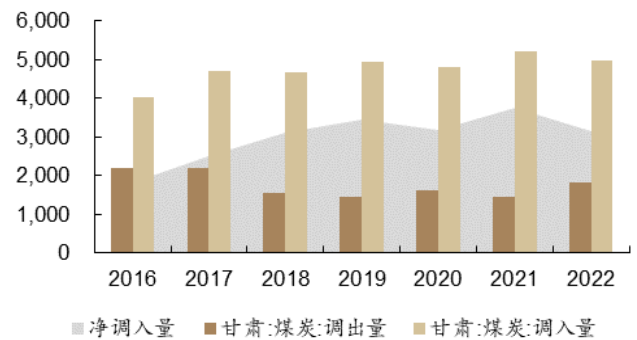
甘肃是我国煤炭产业重要省份之一, 长期存在供需缺口。甘肃煤炭资源相对丰富, 全省共查明煤炭资源储量 385.84 亿吨, 储量占全国的四分之一左右。煤炭资源 83%集中于陇东, 庆阳、平凉两地储量占全省九成以上。随着我国煤炭生产战略西移, 甘肃显著受益, 根据国家统计局数据, 2023 年甘肃省原煤总产量为 5990.2 万吨, 同比增加 11.9%。供需方面, 省煤炭产量常年低于消费量, 2022 年煤炭消费量 8732 万吨, 占能源消费的 55%, 较产量 5352 万吨存在缺口。2022 年全省煤炭调入量 4973 万吨, 调出量 1811 万吨, 全年净调入量为 3162.45 万吨。

图 12: 2019-2022 年甘肃煤炭产量 (万吨)



资料来源: Wind、煤炭资源网、德邦研究所

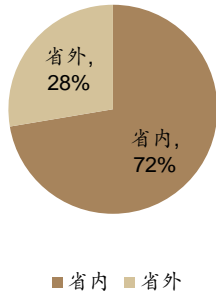
图 13: 2016-2022 年甘肃省煤炭调入&调出量 (万吨)



资料来源: Wind、煤炭资源网、德邦研究所

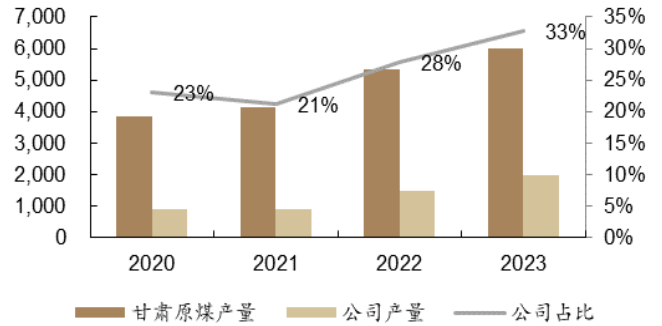
公司区位优势显著, 2023 年产量占全省 32.8%。公司生产基地位于甘肃省中部地区, 地理位置优越, 区域市场占有率较高, 拥有相对稳定的客户群和较强的主导定价能力, 区域公路、铁路运输条件便利, 煤炭销售渠道畅通。2023 年公司在产煤矿商品煤产量为 1968 万吨, 销量为 1927 万吨, 连续两年产量持续增长, 2023 年产量占甘肃省在产煤矿总产量的 32.8%。

图 14: 公司 2023 年地区销售结构



资料来源: 公司公告、德邦研究所

图 15: 公司是甘肃第二大煤炭生产商 (万吨)



资料来源: wind、公司公告、德邦研究所

## 2. 短期经营改善，基本面向上拐点确立

### 2.1. 在建项目投产在即，盈利弹性逐步释放

#### 2.1.1. 煤炭：白岩子&红沙梁进展顺利，产销稳步上行

**白岩子矿投产在即，有望提供 54 万吨权益增量。**2019 年公司收购景泰煤业 60% 股权，并开始白岩子矿项目开发建设。白岩子矿井地质储量 9075 万吨，设计可采储量 5283 万吨，主要以气煤和 1/3 焦煤为主，是甘肃省迄今为止发现的储量最大的焦煤资源项目，项目设计年产能为 90 万吨。2024 年 2 月，矿井已进入联合试运转，有望于今年正式投产贡献产量。

**红沙梁露天进入试运阶段，井工矿进展顺利。**红沙梁煤矿项目是目前甘肃河西地区在建的最大整装煤矿项目，属于甘肃省“十四五”期间重点建设项目。公司下属全资子公司天宝煤业负责项目开发建设，矿区拥有资源储量 3.3714 亿吨，以动力煤为主，现已取得 600 万吨/年产能核增核准批复。截至 23 年底，红沙梁露天矿已进入联合试运转阶段，贡献产量 450 万吨，井工矿一期井筒工程完工，二期项目正在推进中，预计 25 年进入联合试运转。

**白岩子&红沙梁矿投产后，煤炭业务盈利弹性将逐步释放，预计可带来约 4.58 亿元业绩增量。**

#### ➤ 关键假设：

1) 2024 年公司煤炭产销增量均来自于白岩子矿投产，2026 年白岩子矿实现满产，25 年起红沙梁井工矿产能逐步释放，其余煤矿产销保持平稳。

2) 白岩子矿于 2024 年 2 月进入联合试运转，假设 24 年产能利用率 40%，25 年产能利用率 80%，26 年实现满产；红沙梁井工矿预计 25 年进入联合试运转，假设 26 年红沙梁（井工+露天）实现满产。

3) 保守起见，假设煤价、成本保持稳定，但公司总销量提升后，长协占比下降&白岩子煤矿产量释放后炼焦配煤占比提升将带动公司吨煤售价小幅增长；

4) 假设煤炭分部承担全部资源税，其余税金及附加按营收占比分配，期间费用按照煤炭分部收入占比分摊计算。

**表 3：煤炭业务盈利预测**

	2023	2024E	2025E	2026E
白岩子矿产能 (万吨)	90	90	90	90
开工率%	0%	40%	80%	100%
白岩子矿产量 (万吨)	0	36	72	90
其余煤矿产量 (万吨)	1968	2004	2090	2224
总产量 (万吨)	1968	2040	2162	2314
总产能 (万吨)	1624	2014	2314	2314
总销量 (万吨)	1927	1998	2117	2266
产销率%	98%	98%	98%	98%
煤炭分部收入 (亿元)	86.42	91.49	96.97	103.78
煤炭分部成本 (亿元)	49.60	51.41	54.49	58.32
吨煤售价 (元/吨)	448.47	458.04	458.04	458.04
吨煤成本 (元/吨)	257.39	257.39	257.39	257.39
期间费用	15.23	16.13	17.09	18.29
税金及附加 (亿元)	3.83	4.06	4.30	4.56
销售费用 (亿元)	0.82	0.87	0.92	0.98
管理费用 (亿元)	6.95	7.35	7.79	8.26
研发费用 (亿元)	2.66	2.81	2.98	3.16
财务费用 (亿元)	0.97	1.03	1.09	1.16
期间费用率%	18%	18%	18%	18%
利润总额 (亿元)	21.59	23.95	25.39	27.17
所得税 (亿元)	3.24	3.59	3.81	4.08
税率%	15%	15%	15%	15%
净利润 (亿元)	18.35	20.36	21.58	23.09
少数股东权益占比	-	0.7%	0.7%	0.7%
<b>归母净利润 (亿元)</b>	<b>18.35</b>	<b>20.22</b>	<b>21.43</b>	<b>22.93</b>

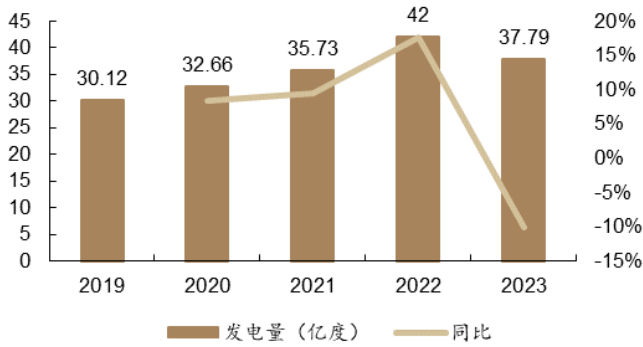
资料来源：Wind、公司公告、每日经济新闻等、德邦研究所测算

### 2.1.2. 电力：加快电力布局，促进煤电联营

公司现具备电力装机容量 809MW。公司电力业务涵盖火力发电、热力供电、供汽等业务，其中白银热电拥有 2\*350MW 超临界燃煤空冷热电联产机组，配套脱硫、脱硝等设施，属于甘肃省公网电厂；固体废物热电装机容量 4×25MW，洁能热电瓦斯发电装机容量 9MW。

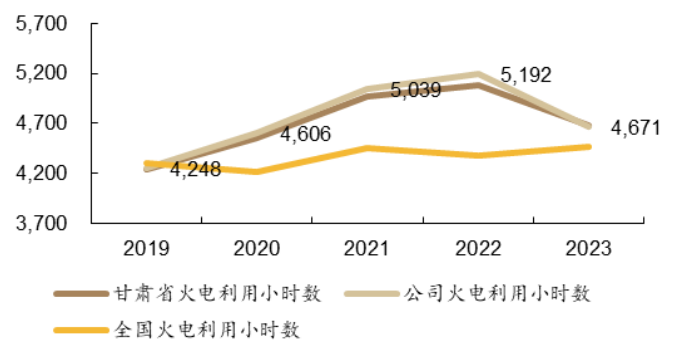
电厂运行高效，机组利用小时数处于全省前列。公司电厂运行高效，售电量稳中有升，2023 年公司火电利用小时数为 4671 小时，基本和省内火电发电小时数持平并高于全国火电平均利用小时数，处于行业内领先地位。

图 16: 2019~2023 年公司发电量情况 (亿度)



资料来源: 公司年报、德邦研究所

图 17: 2019~2023 年电力业务利用小时数 (小时)



资料来源: 公司年报、德邦研究所

**在建装机 700MW，投建后可实现 2.06 亿净现值。**2023 年 8 月，公司发布公告，拟出资建设兰州新区热电联产项目。兰州热电位于兰州新区秦川园区，规划设计 2×350MW 超临界燃煤空冷发电供热机组，设计年化发电量 33.02 亿度，供热量 1362.41 万吉焦，消耗燃煤约 205 万吨。项目预计 2025 年 10 月投产发电供热，投产后可增长装机容量 86.5%。兰州热电建成后将支撑地区中部用电负荷，进一步深化公司煤电产业结构，以煤价 892.7 元/吨，上网电价（含税）0.396 元/度测算，税后财务净现值可达 2.06 亿元。

### 2.1.3. 化工：延伸产业下游，一期项目迎来收获期

**积极布局煤化工，一期项目有望迎来收获期。**2020 年，公司发行可转债用于清洁高效气化气综合利用项目一期建设。项目以煤为原料生产合成氨、尿素、三聚氰胺等产品，规划形成合成氨 30 万吨/年；甲醇 4 万吨/年；(H<sub>2</sub>+CO) 2 万 Nm<sup>3</sup>/h；尿素 35 万吨/年；液体 CO<sub>2</sub> 5 万吨/年；三聚氰胺 6 万吨/年；尿素硝铵溶液 5 万吨/年；硫磺 1,924 吨/年；催化剂 2,500 吨/年；液氧 2.052 万吨/年、液氮 1.3464 万吨/年和液氩 1.4832 万吨/年的产能。

刘化化工一期项目 2023 年进入单机试车阶段，项目一期预计 2024 年上半年投入运行，根据公司关于向刘化化工增资并启动气化气项目二期建设公告披露，气化气项目一期可贡献年均税后利润 4.1 亿元。

表 4: 刘化化工集团一期项目汇总

项目	产能
合成氨	30 万吨/年
甲醇	4 万吨/年
(H <sub>2</sub> +CO)	2 万 Nm <sup>3</sup> /h
尿素	35 万吨/年
液体 CO <sub>2</sub>	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
液氩	1.4832 万吨/年

资料来源: 公司向刘化化工增资并启动气化气项目二期建设公告、德邦研究所

**延伸主业下游，成本&区位优势俱佳。**清洁高效气化气综合利用项目坐落于白银国家级化工工业园，位于公司所属煤矿附近，交通运输便利。从产量和煤质来看，公司自产煤炭可满足气化用煤要求。根据公司公告，项目将优先使用王家山矿精洗煤，有望有效解决该矿低热值煤销售不畅、库存高的问题。气化气综合利用项目建成后可实现公司化工板块的转型跨越发展，通过煤炭深加工，延伸产品产业链，有效提高煤炭附加值。

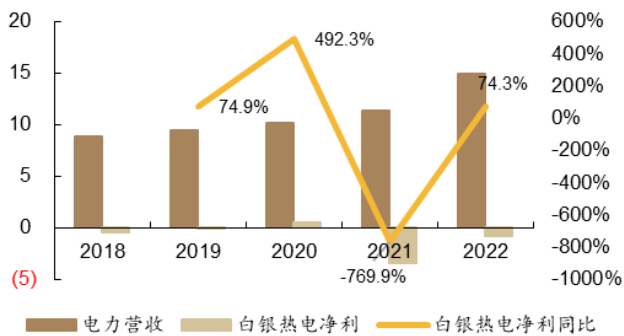
## 2.2. 负面影响改善，质效开启提升

**煤质改善，提振煤价。**根据公司公告披露，下属天宝煤业红沙梁露天煤矿2023年根据联合保供机制需要实现一定煤炭产量，但因处于浅层剥采和试运转阶段，煤炭热值较低，2024年将继续通过增量、提质、提升煤炭主业效益。我们预计24年整体煤炭热值将有所改观，煤质改善带动煤价提升。

**热电净利受煤价&保供稳价影响出现亏损，盈利能力有望迎来改善。**2017~2022年公司电力营收持续增长，23年电力营收14.77亿元，同比下降-0.6%，毛利率为17.51%，同比扭亏。从净利润看，白银热电净利在2021-2022年受到煤价波动及政府保供控价影响出现亏损。

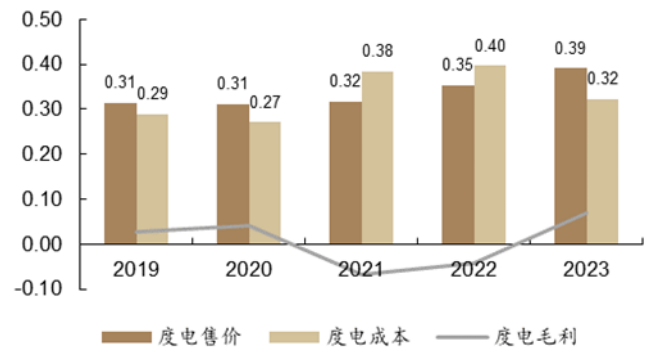
2021年10月11日，国家发改委印发《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，文件中指出：1)有序放开全部燃煤发电电量上网电价，通过市场交易在“基准价+上下浮动”范围内形成上网电价；2)将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%，扩大为上下浮动原则上均不超过20%。随着甘肃省工商业电力进入市场交易，2021-2023年公司度电价格逐年上升；2023年11月国家印发《关于建立煤电容量电价机制通知》，对2024年1月1日起，将对煤电实行两部制电价政策，容量电费由工商业用户按当月用电量比例分摊，容量电价机制的出台有望提升公司火电盈利稳定性。同时，公司在积极申请上调供热价格，未来供电（热）价格仍有上行空间。

图 18：2018~2022 公司电力板块营收&白银热电净利（亿元）



资料来源：公司年报、德邦研究所

图 19：2019~2023 年度电利润（元/度）



资料来源：公司年报、德邦研究所

### 3. 高质量发展凸显长期价值

#### 3.1. 强化战略布局，多业务驱动远期成长

2024 年 1 月，甘肃能化集团发布《甘肃能化集团甘肃能化股份关于协同推动高质量发展的实施意见》，文中提出到“十四五”末，集团力争煤炭产能达到 3000 万吨、化工产品产能达到 300 万吨、火电及新能源装机容量达到 300 万千瓦，营业收入实现 300 亿元，利润总额 30 亿元；力争到“十五五”末，煤炭产能达到 5000 万吨，盈利能力得到显著提升。

表 5：集团 24 年工作重点计划

板块	重点工作计划
煤炭	加快庆阳九龙川、青阳煤矿建设步伐 谋划启动早胜、春荣、钱阳山等煤炭资源开发前期工作 九龙川 2X1000MW 坑口电厂开工建设
电力(含新能源)	海窑、靖远矿区 4.5 万 KW 分布式光伏项目 4 月底建成投运 加快第三批大基地 1.9GW 新能源项目实施步伐，力争一期 50 万 KW 开工建设
化工	加快推进金昌低阶煤高效利用制氢及 50 万吨/年高浓度尿基复合肥项目 2024 年底形成年产合成氨 30 万吨、尿素 30 万吨、尿基复合肥 50 万吨生产能力

资料来源：公司官网、德邦研究所

根据公司 2024 年 3 月发布的《甘肃能化股份有限公司“十四五”中后期发展规划纲要》，能化股份将做强做优做大煤炭产业，加速布局发电产业，全力打造省级煤化工产业链，不断提高基建产业能力和水平，积极推进新能源产业发展。以保障国家能源安全、助力经济社会发展为己任，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。在十四五规划下，多个业务将驱动公司远期成长：

1) 集团九龙川项目投建，建设规模 800 万吨/年。2023 年 11 月所属宁正矿区九龙川项目获得国家发改委核准批复，2024 年 2 月正式开工建设，该矿区位于庆阳市宁县新宁镇、早胜镇境内，由甘肃能化集团牵头实施（股权占比 51%），矿井资源条件较好，主产高挥发、高热量不黏煤、弱粘煤，计划建设规模 800 万吨/年，总投资 165.74 亿元，项目投产后预计收入可达 47.9 亿。除九龙川项目外，青阳 180 万吨煤炭资源也具备开展前期工作条件。根据《甘肃靖远煤电股份有限公司收购报告书》中披露，如能化集团或其控制的其他企业获得的商业机会与靖远煤电（现甘肃能化）及其子公司业务发生同业竞争的，集团将促成将该商业机会让予靖远煤电（现甘肃能化）及其子公司，避免与形成同业竞争或潜在同业竞争。

2) 当前运行&在建装机仅 1.5GW，成长空间广阔。根据公司规划，到 25 年末，实现火电及新能源装机 3GW，当前公司运行机组约 0.8GW，在建兰州热电 0.7GW，未来预计仍有 1.5GW 机组待建。

2024 年 5 月，公司发布公告拟出资新设子公司并投资建设甘肃能化庆阳 2X660MW 煤电项目，该项目位于甘肃省主要煤炭生产基地之一庆阳市，具有建设煤电基地的区位优势。电厂第一台机组计划于 2027 年 2 月建成投产，第二台机组计划于 2027 年 3 月建成投产。按项目可行性研究报告，电厂设计利用小时数 5500h，设计年发电量 70 亿度，根据煤价 610 元/吨，资本金内部收益率 10%测算，反向测算电价为 0.276 元/度。

随着待建庆阳电厂和在建兰州热电投产后，公司远期电力装机容量可大幅增长 250%至 2829MW。假设：1) 按现在建/待建火电机组全部投产（2820MW）；2) 以 5500 小时利用小时数测算；3) 假设已运行火电&热电机组根据 2022 年火电行业平均耗煤量 301.5 kg/MWh 计算；3) 兰州新区耗煤量依据公告披露。我们预计公司电厂年平均耗煤量（Q4500 大卡）716 万吨，假设远期红沙梁矿投产

后，电厂及化工年耗煤量将占公司总动力煤产能约 58%。

表 6：公司电力项目装机一览

项目状态	项目名称	类别	所在省份	装机规模 (MW)	权益占比	权益装机规模 (MW)	耗煤量 (万吨)
运行	白银热电	火电	甘肃	700	100%	700	181
运行	固废物热电	火电	甘肃	100	100%	100	26
运行	洁能热电瓦斯发电	能源发电	甘肃	9	100%	9	-
在建	兰州新区	火电	甘肃	700	100%	700	206
待建	庆阳电厂	火电	甘肃	1320	100%	1320	305
合计	-	-	-	2829	100%	2829	716

资料来源：Wind、公司可转债 2023 年跟踪评级等公司公告、国家发改委等，德邦研究所测算

3) 二期项目投建，投产后利润预计可达 3.2 亿元。公司 23 年 4 月发布公告，拟向刘化化工增资并启动气化气项目二期建设，建成后产品结构为年生产液氨 19.1 万吨、甲醇 10 万吨、尿素 49.85 万吨、(CO+H<sub>2</sub>) 2.16 亿 Nm<sup>3</sup>、液体 CO<sub>2</sub> 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。

二期工程总投资 20.5 亿元，根据公司关于向刘化化工增资并启动气化气项目二期建设公告披露，年均税后利润预计可达 3.2 亿元，内部收益率 19.01% (税后)，据公司在投资者互动平台的回复，根据可研测算，刘化化工一期二期共设计耗煤 170 万吨左右。

表 7：刘化化工集团二期项目汇总

项目	产能
液氨	19.1 万吨/年
尿素	49.85 万吨/年
(H <sub>2</sub> +CO)	2.16 亿 Nm <sup>3</sup>
甲醇	10 万吨/年
液体 CO <sub>2</sub>	5 万吨/年
三聚氰胺	6 万吨/年
尿素硝铵溶液	5 万吨/年
硫磺	3848 吨/年
催化剂	2500 吨/年
液氧	4.1 万吨/年
液氮	2.7 万吨/年
液氩	2.9 万吨/年

资料来源：公司向刘化化工增资并启动气化气项目二期建设公告、德邦研究所

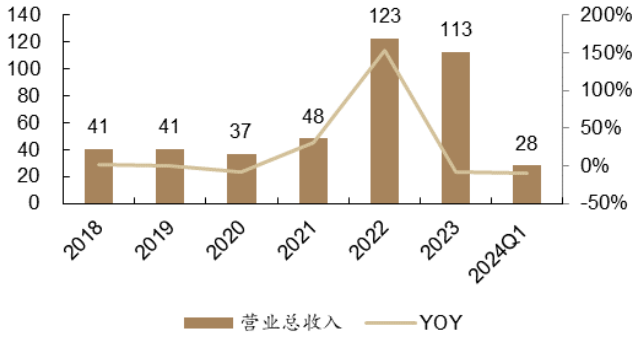
金昌能源化工负责开发的“低阶煤高效利用制氢及 50 万吨/年高浓度尿基复合肥项目”是由市政府及甘肃能化集团共同打造的煤化工循环百亿产业链上的核心链主项目，建成后预计生产氢气 2 亿 Nm<sup>3</sup>/年、合成氨 30 万吨/年 (其中 17.4 万吨生产尿素)、尿素 30 万吨/年 (中间产品)、尿基复合肥 50 万吨/年、硫磺 2.24 万吨/年，项目计划于 2024 年 9 月建成投产，预计可实现销售收入 27.13 亿元/年。根据公司在投资者平台披露，当前能化集团委托公司管理所持金昌化工股权。

### 3.2. 现金流充沛，分红稳健

2023 年，受到煤炭下游需求下降及进口对国内市场冲击影响，收入、毛利有所下降。公司全年实现营收 112.59 亿元，同比下降 8.17%；毛利 40.41 亿元，同比下降 29.8%；归母净利润 17.38 亿元，同比下降 45.2%。2024 年一季度，公司实现营收 28.22 亿元，同比下降 10.6%，公司归母净利润 5.36 亿元，同比减少 44.01%。

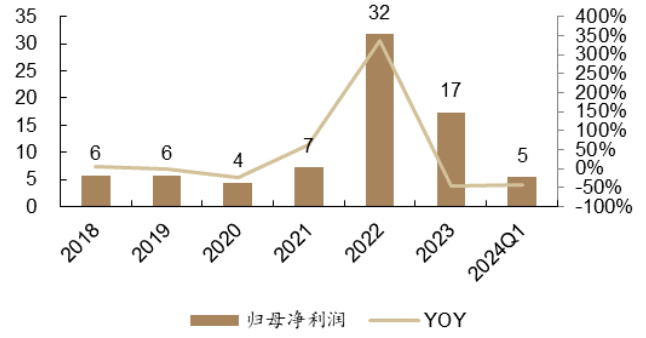


图 20: 2018-2024Q1 营业收入 (亿元)



资料来源: Wind、公司历年年报、2024 年一季报、德邦研究所

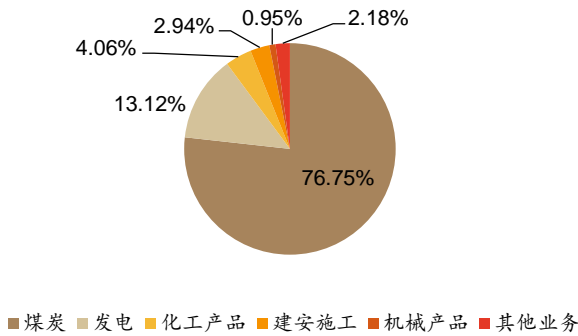
图 21: 2018-2024Q1 归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind、公司历年年报、2024 年一季报、德邦研究所

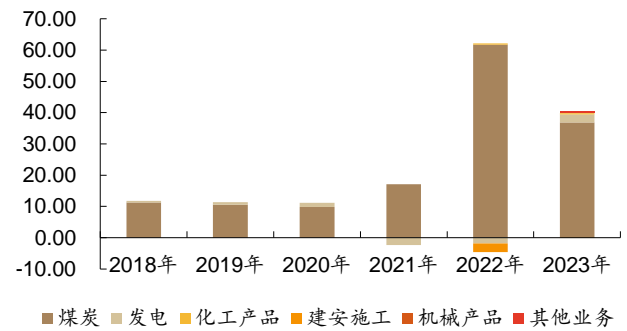
**煤炭开采和销售贡献主要营收及毛利。**2023 年公司实现营业收入 112.59 亿元，其中煤炭开采和销售收入 86.42 亿元，占比 76.75%，发电收入 14.77 亿元，占比 13.12%，同期公司实现毛利 40.41 亿元，其中煤炭开采和销售毛利为 36.86 亿元，是公司收益的主要来源，发电毛利为 2.59 亿元。

图 22: 2023 年各项目营收占比



资料来源: 公司 2023 年年报、德邦研究所

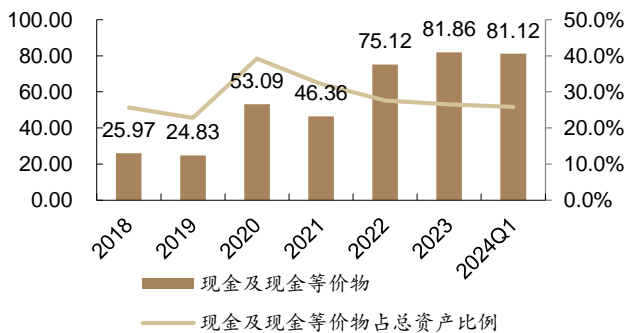
图 23: 2018-2023 年项目毛利情况 (亿元)



资料来源: Wind、公司历年年报、德邦研究所

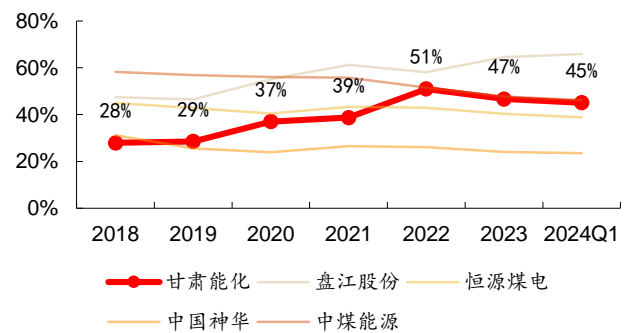
**现金储备充足，资产负债率稳中有降。**2018 年以来公司现金及现金等价物占总资产的比重均在 20% 以上，其中 2023 年为 81.86 亿元占比 26.6%。充足的现金储备为公司稳定的现金分红提供资金保障。资产负债方面，2023 年资产负债率为 46.67%，同比降低 8.5%；截至 2024 年 Q1，公司资产负债率为 45%。

图 24: 公司现金及现金等价物占总资产比重 (亿元)



资料来源: 公司历年年报、2024 年一季报、德邦研究所

图 25: 2018-2024Q1 甘肃能化与可比公司资产负债率



资料来源: Wind、各公司公告、德邦研究所

注重股东回报，2023 年拟分红率为 30.79%。2018 年以来，公司分红率持续提升，除了公司通过重大资产重组的 2022 年之外，分红率均超 25%。此外，据公司公告，公司 2023 年年度利润分配方案拟为：向全体股东每 10 股派发现金红利 1.00 元，合计派发现金红利 5.35 亿元（含税），分红率达 30.79%。

表 8：分红率情况一览

年度	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)	分红率%
2018/12/31	5.73	2.29	39.9%
2019/12/31	5.24	2.29	43.6%
2020/12/31	4.45	2.24	50.3%
2021/12/31	7.24	3.41	47.1%
2022/12/31	31.69	6.46	20.4%
2023/12/31	17.38	5.35	30.8%

资料来源：wind、公司公告、德邦研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

公司是甘肃省煤电龙头，主营煤炭开采销售及火力发电、供汽供热业务。

**煤炭业务：**公司在产矿井 8 对，核定产能 1624 万吨，在建矿井 3 对，核定产能 690 万吨。目前在建白岩子矿（90 万吨/年）&红沙梁露天矿（300 万吨/年）已进入联合试运转，红沙梁井工矿有望于 25 年进入联合试运转。

**电力业务：**公司装机容量 809MW，其中火电装机 800MW，占比 99%。除运行机组外，公司目前有在建兰州热电（700MW）及待建庆阳电厂（1320MW），其中兰州电厂预计于 2025 年 10 月投产发电供热。根据公司规划，到“十四五”末公司将实现火电及新能源装机容量 300 万千瓦。

**化工业务：**公司煤化工业务主要由刘化集团负责，项目以煤为原料生产合成氨、尿素、三聚氰胺等产品，2024 年一期项目有望迎来收获期。我们假设 26 年实现一期项目满产。

我们预计公司 2024-2026 年合计收入分别为 126/150/176 亿元，同比增长 12%/19%/18%，归母净利润分别为 22/26/31 亿元，同比增长 29%/16%/21%。

**表 9：2024-2026 年盈利预测**

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>煤炭业务</b>				
总产量 (万吨)	1968	2040	2162	2314
总销量 (万吨)	1927	1998	2117	2266
吨煤售价 (元/吨)	448	458	458	458
吨煤成本 (元/吨)	257	257	257	257
煤炭分部收入 (亿元)	86	91	97	104
煤炭分部成本 (亿元)	50	51	54	58
煤炭分部毛利 (亿元)	37	40	42	45
<b>电力业务</b>				
售电量 (万度)	377900	405000	733969	1027556
平均电价 (元/度)	0.39	0.41	0.41	0.41
装机量 (万千瓦)	80.00	80.00	150.00	210.00
利用小时数	4724	5063	4893	4893
度电成本 (元/度)	0.32	0.32	0.32	0.30
电力收入 (亿元)	15	17	30	42
电力成本 (亿元)	12	13	24	30
电力毛利 (亿元)	2.59	3.63	6.52	11.94
<b>化工业务</b>				
合成氨收入 (亿元)	-	3	5	9
产量 (万吨)	-	10	16	30
售价 (元/吨)	-	2913	2913	2913
尿素收入 (亿元)	-	3	5	8
产量 (万吨)	-	12	20	35
售价 (元/吨)	-	2275	2275	2275
其他化工收入 (亿元)	4.57	5.48	6.58	6.58
<b>化工业务总收入 (亿元)</b>	<b>4.57</b>	<b>11.13</b>	<b>15.79</b>	<b>23.28</b>
合成氨成本 (亿元)	-	1.86	2.97	5.57
成本 (元/吨)	-	1858	1858	1858
尿素成本 (亿元)	-	1.87	3.12	5.46
成本 (元/吨)	-	1561	1561	1561
其他化工成本 (亿元)	4.14	4.35	4.56	4.56
<b>化工业务总成本 (亿元)</b>	<b>4.14</b>	<b>8.08</b>	<b>10.66</b>	<b>15.60</b>
<b>化工业务总毛利 (亿元)</b>	<b>0.43</b>	<b>3.05</b>	<b>5.13</b>	<b>7.68</b>
<b>其他业务</b>				
其他业务收入 (亿元)	6.8	6.8	6.8	6.8
其他业务成本 (亿元)	6.9	6.9	6.9	6.9
<b>总收入 (亿元)</b>	<b>112.59</b>	<b>126.14</b>	<b>149.77</b>	<b>176.15</b>
<b>总成本 (亿元)</b>	<b>72.18</b>	<b>79.43</b>	<b>95.69</b>	<b>111.11</b>

资料来源：Wind、公司年报、公司可转债 2023 年跟踪评级等公司公告、甘肃省发改委、金融界等、德邦研究所测算

## 4.2. 估值评级

在相对估值法中，我们选取了行业中同样布局煤电或煤化工业务的公司。在 PE 估值法下，截至 2024 年 6 月 24 日，公司 2024-2025 预测 PE 为 7.65x、6.59x，低于可比公司平均 PE 水平 (11.01x、10.10x)。在 PB 估值法下，公司 2024-2025 预测 PB 为 0.97 x、0.88x，低于可比公司平均 PB 水平 (1.29x、1.22x)。首次覆盖，我们给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值（采用 2024/6/24 收盘价）

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)		PE (倍)	
			2024E	2025E	2024E	2025E
600395.SH	盘江股份	5.88	0.40	0.49	14.79	12.10
600971.SH	恒源煤电	11.79	1.67	1.77	7.07	6.66
601088.SH	中国神华	44.25	3.10	3.15	14.28	14.04
601898.SH	中煤能源	12.51	1.58	1.65	7.92	7.58
	平均值		1.69	1.76	11.01	10.10
000552.SZ	甘肃能化	3.20	0.42	0.49	7.65	6.59

资料来源：Wind、德邦研究所预测

注：中煤能源数据来源于德邦研究所预测，其他可比公司数据来源于 Wind 一致预期

表 11：可比公司估值（采用 2024/6/24 收盘价）

代码	简称	收盘价 (元)	BVPS (元)		PB (倍)	
			2024E	2025E	2024E	2025E
600395.SH	盘江股份	5.88	5.55	5.66	1.06	1.04
600971.SH	恒源煤电	11.79	11.50	12.49	1.03	0.94
601088.SH	中国神华	44.25	21.74	22.65	2.04	1.95
601898.SH	中煤能源	12.51	12.10	13.38	1.03	0.93
	平均值				1.29	1.22
000552.SZ	甘肃能化	3.20	3.28	3.62	0.97	0.88

资料来源：Wind、德邦研究所预测

注：中煤能源数据来源于德邦研究所预测，其他可比公司数据来源于 Wind 一致预期

## 5. 风险提示

- 1) 煤炭价格超预期下行；
- 2) 全球油价下跌拖累化工品价格；
- 3) 新项目投产进度不及预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.37	0.42	0.49	0.59
每股净资产	2.99	3.28	3.62	4.04
每股经营现金流	0.35	0.78	1.08	0.93
每股股利	0.10	0.12	0.14	0.17
价值评估(倍)				
P/E	8.24	7.65	6.59	5.45
P/B	1.02	0.97	0.88	0.79
P/S	1.52	1.36	1.14	0.97
EV/EBITDA	-0.55	0.10	0.33	0.55
股息率%	3.3%	3.9%	4.5%	5.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	35.9%	37.0%	36.1%	36.9%
净利润率	15.5%	18.1%	17.7%	18.2%
净资产收益率	10.9%	12.7%	13.4%	14.5%
资产回报率	5.6%	6.2%	6.0%	6.8%
投资回报率	8.4%	8.7%	8.6%	9.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-8.2%	12.0%	18.7%	17.6%
EBIT 增长率	-42.8%	26.0%	12.9%	21.1%
净利润增长率	-45.2%	28.7%	16.2%	20.8%
偿债能力指标				
资产负债率	46.7%	50.1%	53.7%	52.1%
流动比率	1.6	1.3	1.0	0.9
速动比率	1.3	1.1	0.8	0.8
现金比率	1.2	1.0	0.7	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	27.7	24.8	25.2	25.5
存货周转天数	32.9	26.8	28.1	28.5
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4
固定资产周转率	1.3	1.1	1.0	1.0

现金流量表(亿元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	17	22	26	31
少数股东损益	0	0	1	1
非现金支出	17	14	15	15
非经营收益	2	2	2	2
营运资金变动	-18	4	15	0
经营活动现金流	18	42	58	50
资产	-30	-59	-60	-53
投资	10	1	1	1
其他	-6	0	0	0
投资活动现金流	-26	-58	-59	-52
债权募资	2	35	22	15
股权募资	20	0	0	0
其他	-7	-9	-10	-12
融资活动现金流	15	26	12	3
现金净流量	7	10	11	1

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 24 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(亿元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	113	126	150	176
营业成本	72	79	96	111
毛利率%	35.9%	37.0%	36.1%	36.9%
营业税金及附加	4	5	6	7
营业税金率%	3.9%	3.7%	3.7%	3.8%
营业费用	1	1	1	2
营业费用率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	9	9	11	14
管理费用率%	8.0%	7.3%	7.6%	7.7%
研发费用	3	4	4	5
研发费用率%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
EBIT	23	29	32	39
财务费用	1	1	1	1
财务费用率%	1.1%	0.7%	0.4%	0.5%
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
投资收益	0	0	0	0
营业利润	22	27	31	38
营业外收支	-1	1	1	1
利润总额	21	27	32	38
EBITDA	39	41	46	53
所得税	4	4	5	6
有效所得税率%	16.8%	16.4%	16.2%	16.4%
少数股东损益	0	0	1	1
归属母公司所有者净利润	17	22	26	31

资产负债表(亿元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	82	92	103	104
应收账款及应收票据	10	7	14	11
存货	8	4	11	7
其它流动资产	15	19	17	18
流动资产合计	115	122	145	140
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	84	115	146	171
在建工程	44	49	54	59
无形资产	51	61	71	80
非流动资产合计	193	240	285	323
资产总计	308	362	430	463
短期借款	4	26	48	63
应付票据及应付账款	40	33	57	48
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	28	36	39	45
流动负债合计	71	95	145	155
长期借款	31	44	44	44
其它长期负债	42	42	42	42
非流动负债合计	73	86	86	86
负债总计	144	181	231	241
实收资本	54	54	54	54
普通股股东权益	160	176	194	216
少数股东权益	4	5	5	6
负债和所有者权益合计	308	362	430	463

# 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

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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；	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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> 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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。