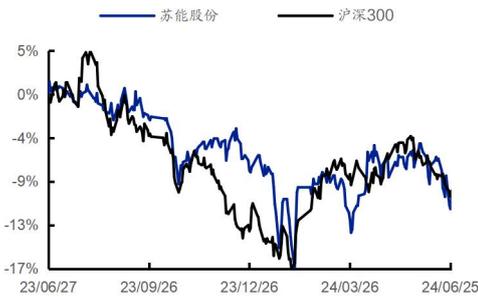


研究所：
 证券分析师：陈晨 S0350522110007
 chenc09@ghzq.com.cn
 证券分析师：王璇 S0350523080001
 wangx15@ghzq.com.cn
 联系人：林国松 S0350123070007
 lings@ghzq.com.cn

业绩短期承压，煤&电战略版图不断扩张

——苏能股份（600925）公司动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/06/26		
表现	1M	3M	12M	
苏能股份	-3.9%	2.4%	-9.8%	
沪深 300	-3.4%	-1.8%	-8.6%	

市场数据		2024/06/26
当前价格(元)		5.11
52 周价格区间(元)		4.72-6.25
总市值(百万)		35,202.22
流通市值(百万)		8,206.91
总股本(万股)		688,888.89
流通股本(万股)		160,604.86
日均成交额(百万)		46.95
近一月换手(%)		0.82

事件：

6月21日，苏能股份发布官方新闻表示公司重大项目建设进展顺利，成功上市一年来，苏能股份以强劲势头抢开局、拼进度、促发展，重大项目建设“拔节生长”，不断刷新“进度条”，积蓄高质量发展新动能。

投资要点：

- 6月21日**，苏能股份发布官方新闻表示重大项目建设进展顺利。电厂方面，截至6月21日，公司锡盟乌拉盖2×100万千瓦电厂项目已完成总工程量70%，苏能白音华2×66万千瓦电厂完成了主厂房第一罐混凝土浇筑；煤矿方面，截至2023年末，苏能股份已建成3座智能化示范煤矿、10个智能采煤工作面，1座国家级绿色矿山；新能源方面，截至6月21日，公司已完成新能源项目立项55个、建成24个。其中，苏能陕西麟游100MW光伏项目已开工建设，计划将光伏电站与种植业相结合，形成“上可发电，下可种植”新模式，力争年底并网；苏能正镶400MW新能源项目6月12日开工建设。
- 公司煤电多地布局，规模持续扩张。**苏能股份在2014年由徐矿集团及全资子公司以所属煤电相关资产共同出资设立，经过连续资产注入，形成了“煤炭+煤电+新能源发电”的主体业务格局。2023年3月，公司在上交所发行上市，募集40亿元资金，主要投向江苏能源乌拉盖燃煤机组项目，进一步扩大煤电业务规模。
- 短期煤价下跌拖累盈利。**2023年以来随国内煤价回落，公司盈利有所回调，2023年实现营业收入为120.3亿元，同比-20.6%，归母净利润为24.0亿元，同比-11.8%。2024年一季度受煤炭量价齐跌影响业绩承压，营业收入为32.8亿元，同比-2.4%，归母净利润为4.5亿元，同比-48.2%。
- 煤炭业务：量价齐跌盈利承压，长期看仍有成长。**公司煤炭业务多地分布，主要为炼焦配煤和动力煤。据公司年报，截至2023年底，公司共有6座在产矿井，核定产能1830万吨，煤矿分布于江苏徐州、

新疆、甘肃、陕西等地。张双楼煤矿和夏阔坦煤业主产炼焦配煤，其他煤矿主产动力煤。2023年以来公司煤炭主业量价齐跌，2023年实现商品煤产量1,365万吨，同比-12.5%，商品煤销量1,369万吨，同比-12.1%，吨煤售价532元/吨，同比-5.9%，吨煤成本220元/吨，同比+4.6%，吨煤毛利312元/吨，同比-12.1%。2024年一季度，公司实现商品煤产量363万吨，环比+111.0%，同比-5.1%，商品煤销量332万吨，环比-9.9%，同比-13.7%，吨煤售价483元/吨，环比-4.2%，同比-19.5%，吨煤成本228元/吨，环比+20.7%，同比-3.6%，吨煤毛利256元/吨，环比-19.0%，同比-29.8%。煤炭主业盈利短期承压，未来公司仍有秦源煤业下属的麟游东矿区探矿权未开发，煤炭主业或仍具备一定成长空间。

- **电力业务：发电量同比提升，未来装机有望达到820万千瓦。**截至2023年底，公司拥有多处燃煤发电及光伏发电项目，火电机组总装机容量达到6020MW，其中在役装机容量2,700MW，分别为沿海发电1,000MW、徐矿发电2×300MW、华美热电2×350MW、阿克苏热电2×200MW煤电机组。公司在建火电机组装机容量为3,320MW，分别为苏能锡电2×1,000MW、苏能白音华2×660MW发电机组。2023年，公司发电量实现93.6亿千瓦时，同比+5.2%，售电量实现87.4亿千瓦时，同比+5.4%，度电收入实现0.386元/千瓦时，同比-1.2%，度电成本实现0.330元/千瓦时，同比-12.5%，度电毛利实现0.057元/千瓦时，同比+297.7%。
- 值得注意的是，公司沿海发电1,000MW煤电机组于2023年12月24日投入商业运营，预计在2024年贡献发电增量。截至2023年末，公司已立项新能源项目55个，建成并网22个。“十四五”末，公司电力装机容量预计将达到8,200MW，其中光伏等新能源装机规模约2,000MW，新型储能发电装机规模达到200MW。
- **高分红高股息。**根据公司分红政策，在满足分红的条件下，公司最近三年以现金方式累计分配的利润原则上不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%。2023年公司实施两次现金分红，合计28.2亿元（含税），分红比率117.9%，折合每股0.41元（含税），股息率为8.1%（6月25日收盘价）。其中，2023年一季度公司每10股派发现金红利人民币2元（含税），共计派发现金红利13.8亿元（含税），2023年底公司每10股派发现金红利人民币2.1元（含税），共计派发现金红利14.5亿元（含税）。
- **盈利预测和投资评级：**我们预测公司2024-2026年营业收入分别为135.1/143.3/179.7亿元，同比+12%/+6%/+25%，归属于母公司的净利润分别为21.8/23.9/26.9亿元，同比-9%/+10%/+12%，折合EPS分别是0.32/0.35/0.39元/股，当前股价对应PE分别为16/15/13倍。考虑到公司未来电力资产规模增长可观，“十四五”末预计达到8,200MW，煤电一体化程度进一步加深。首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示:** 1) 煤价大幅波动风险; 2) 电力业务持续亏损风险; 3) 在建工程进度不及预期风险; 4) 生产安全事故风险; 5) 研究报告使用的数据或资料更新不及时风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12029	13508	14328	17970
增长率(%)	-21	12	6	25
归母净利润(百万元)	2396	2180	2391	2688
增长率(%)	-12	-9	10	12
摊薄每股收益(元)	0.35	0.32	0.35	0.39
ROE(%)	15	13	13	14
P/E	15.31	16.15	14.72	13.10
P/B	2.38	2.06	1.93	1.80
P/S	3.16	2.61	2.46	1.96
EV/EBITDA	7.77	7.47	6.68	5.70

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：苏能股份盈利预测表

证券代码:	600925		股价:	5.11	投资评级:	增持	日期:	2024.06.26	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	15%	13%	13%	14%	EPS	0.36	0.32	0.35	0.39
毛利率	43%	38%	39%	36%	BVPS	2.31	2.47	2.65	2.84
期间费率	9%	8%	9%	8%	估值				
销售净利率	20%	16%	17%	15%	P/E	15.31	16.15	14.72	13.10
成长能力					P/B	2.38	2.06	1.93	1.80
收入增长率	-21%	12%	6%	25%	P/S	3.16	2.61	2.46	1.96
利润增长率	-12%	-9%	10%	12%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.35	0.36	0.36	0.43	营业收入	12029	13508	14328	17970
应收账款周转率	18.60	21.89	28.22	30.50	营业成本	6859	8373	8797	11513
存货周转率	9.51	12.06	12.56	13.90	营业税金及附加	572	635	673	845
偿债能力					销售费用	92	95	100	126
资产负债率	53%	50%	49%	50%	管理费用	832	812	861	1080
流动比	1.27	1.45	1.57	1.61	财务费用	138	231	258	254
速动比	1.08	1.22	1.35	1.40	其他费用/(-收入)	323	338	358	449
					营业利润	3287	3016	3272	3680
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	12	12	12	12
现金及现金等价物	7876	7991	9800	12391	利润总额	3299	3028	3284	3693
应收款项	1673	1115	1183	1483	所得税费用	674	606	657	739
存货净额	705	683	718	939	净利润	2625	2422	2628	2954
其他流动资产	2632	2911	3128	3677	少数股东损益	229	242	236	266
流动资产合计	12887	12700	14828	18490	归属于母公司净利润	2396	2180	2391	2688
固定资产	13004	13569	14000	14307					
在建工程	3340	3169	3041	2945	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	8251	8326	8240	8043	经营活动现金流	3284	2835	4570	5577
长期股权投资	411	373	336	299	净利润	2396	2180	2391	2688
资产总计	37892	38138	40445	44084	少数股东损益	229	242	236	266
短期借款	2081	2481	2881	3281	折旧摊销	1429	1470	1563	1654
应付款项	4600	2886	3032	3968	公允价值变动	0	0	0	0
合同负债	458	584	619	777	营运资金变动	-923	-1453	-44	558
其他流动负债	3004	2836	2929	3465	投资活动现金流	-4056	-1939	-1788	-1641
流动负债合计	10143	8787	9462	11490	资本支出	-4057	-1896	-1784	-1678
长期借款及应付债券	4792	4992	5192	5192	长期投资	0	37	37	37
其他长期负债	5218	5257	5257	5257	其他	0	-80	-41	0
长期负债合计	10010	10249	10449	10449	筹资活动现金流	2361	-781	-973	-1345
负债合计	20154	19036	19911	21940	债务融资	48	618	600	400
股本	6889	6889	6889	6889	权益融资	4161	0	0	0
股东权益	17738	19103	20535	22145	其它	-1849	-1399	-1573	-1745
负债和股东权益总计	37892	38138	40445	44084	现金净增加额	1588	115	1809	2591

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【能源开采小组介绍】

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，7年以上行业经验

王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

林国松，能源开采行业研究助理，厦门大学经济学硕士，1年行业研究经验

【分析师承诺】

陈晨，王璇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与

本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。