

甘肃能化 (000552.SZ) 煤价下滑拖累业绩，煤电化在建项目有序推进

2024年08月23日

——2024年中报点评报告

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2024/8/22
当前股价(元)	2.48
一年最高最低(元)	3.94/2.46
总市值(亿元)	132.72
流通市值(亿元)	92.40
总股本(亿股)	53.52
流通股本(亿股)	37.26
近3个月换手率(%)	98.88

●煤价下滑拖累业绩，煤电化在建项目有序推进，维持“买入”评级

公司发布2024年中报，2024H1公司实现营业收入56.2亿元，同比-2.3%；实现归母净利润9.0亿元，同比-29.9%；实现扣非后归母净利润8.5亿元，同比-33.9%。单Q2来看，公司实现营业收入28.0亿元，环比-0.7%；实现归母净利润3.6亿元，环比-32.8%，实现扣非后归母净利润3.2亿元，环比-39.7%。考虑到2024年煤价中枢回落叠加公司吨煤成本提升，我们下调2024-2026年盈利预测，预计2024-2026年归母净利润20.7/24.7/27.8亿元（前值为23.6/28.0/31.4亿元），同比+18.8%/+19.7%/+12.3%；EPS为0.39/0.46/0.52元，对应当前股价PE为6.4/5.4/4.8倍。考虑到公司煤炭业务仍有增量，煤化工新产能即将释放，新建电厂项目稳步推进，公司未来成长可期。维持“买入”评级。

●煤价下行叠加成本提升拖累业绩增长，电力业务能力有所改善

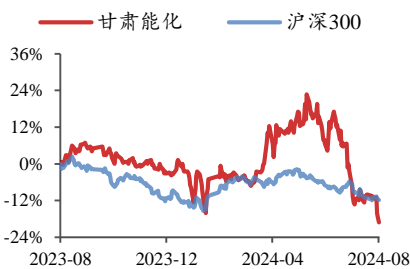
(1) 煤炭业务：公司拥有9对煤炭生产矿井，核定年产能1624万吨。2024H1公司煤炭产销量1032.1/857.2万吨，同比+7.7%/+6.3%；受国内煤价下行影响，2024H1公司吨煤售价为500.6元/吨，同比-9.1%，吨煤成本为294元/吨，同比+8.2%，吨煤毛利为206.6元/吨，同比-25.9%，煤炭业务毛利率为41.3%，同比-9.4pct。(2) 非煤业务：公司具备电力装机容量为809MW，其中主力机组是白银热电2×350MW超临界燃煤空冷热电联产机组，2024H1公司火电发电量18.05亿度，同比-10.7%，电力业务营业收入7.4亿元，同比-2.4%，毛利率6%，同比+4.5pct；2024H1公司浓硝酸产销量2.8/2.7万吨，复合肥产销量6.1/5.9万吨。

●煤电化在建项目有序推进，公司未来成长可期

(1) 煤炭业务：公司拥有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300万吨以及景泰煤业白岩子煤矿90万吨，其中红沙梁煤炭露天矿力争抓紧竣工验收和审计相关工作，预计年内完成验收；红沙梁井工矿正在建设中，生产系统矿井一期工程已全部落地，二期工程和相关辅助工程正在建设中；同时，公司加快推进景泰白岩子项目，正在进行内部试运转，待获得核准后进行联合试运转。(2) 电力业务：公司拥有2个在建电厂，在建规模达2020MW，其中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，设计年发电量33.02亿度，预计2025年10月投产；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，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。(3) 化工业务：公司全力推进落实清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）项目建设，确保一期工程11月底之前产出合格尿素产品。公司力争“十四五”末煤炭产能达2314万吨，化工产品产能达140万吨，电力装机容量达300万千瓦，未来公司业绩有望随产能释放而持续增长。

●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。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《深度系列二：煤电化成长凸显，业绩收获期已至—公司深度报告》

-2024.6.11

《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

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	2,065	2,471	2,776
YOY(%)	82.7	-45.2	18.8	19.7	12.3
毛利率(%)	46.9	35.9	35.1	34.9	34.4
净利率(%)	25.8	15.4	16.1	16.3	15.9
ROE(%)	24.0	10.6	11.5	12.5	12.7
EPS(摊薄/元)	0.59	0.32	0.39	0.46	0.52
P/E(倍)	4.2	7.6	6.4	5.4	4.8
P/B(倍)	1.1	0.8	0.8	0.7	0.6

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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11094	11501	13473	14982	15723
现金	7568	8208	10211	10632	11983
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	456	1163	620
其他流动资产	2089	1389	1791	1622	1768
非流动资产	16143	19332	20318	21974	23300
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	8079	8416	9526	10855	11722
无形资产	5242	5121	5685	6281	7016
其他非流动资产	2821	5795	5107	4838	4563
资产总计	27238	30833	33791	36956	39023
流动负债	8141	7117	9267	11320	12036
短期借款	2147	407	1277	2341	2165
应付票据及应付账款	3188	3957	4074	5573	5536
其他流动负债	2806	2753	3916	3406	4335
非流动负债	5773	7273	6539	5811	4962
长期借款	3269	4923	4112	3423	2554
其他非流动负债	2503	2350	2427	2388	2407
负债合计	13914	14389	15806	17131	16998
少数股东权益	430	433	444	455	469
股本	4611	5352	5352	5352	5352
资本公积	2344	3571	3571	3571	3571
留存收益	5326	6419	7964	9746	11786
归属母公司股东权益	12894	16011	17541	19370	21557
负债和股东权益	27238	30833	33791	36956	39023

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5065	1850	4917	3565	6288
净利润	3195	1743	2076	2482	2790
折旧摊销	1141	1596	1210	1497	1806
财务费用	235	127	136	122	105
投资损失	-18	-19	-18	-18	-18
营运资金变动	258	-1916	1508	-477	1632
其他经营现金流	254	318	5	-41	-26
投资活动现金流	-2536	-2629	-2839	-2802	-3279
资本支出	2704	3020	2308	3097	3161
长期投资	578	1020	0	0	0
其他投资现金流	-410	-629	-531	294	-118
筹资活动现金流	-1277	1454	-74	-1841	-1265
短期借款	-1115	-1740	870	1065	-176
长期借款	494	1653	-811	-689	-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	-134	-2216	-220
现金净增加额	1252	675	2003	-1079	1745

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	8318	9876	11441
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	136	122	105
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	2575	3023	3406
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	2498	2953	3343
所得税	527	353	421	471	553
净利润	3195	1743	2076	2482	2790
少数股东损益	26	5	12	11	14
归属母公司净利润	3169	1738	2065	2471	2776
EBITDA	5037	3864	3786	4544	5240
EPS(元)	0.59	0.32	0.39	0.46	0.52

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	19.7	17.4	12.7
归属于母公司净利润(%)	82.7	-45.2	18.8	19.7	12.3
获利能力					
毛利率(%)	46.9	35.9	35.1	34.9	34.4
净利率(%)	25.8	15.4	16.1	16.3	15.9
ROE(%)	24.0	10.6	11.5	12.5	12.7
ROIC(%)	16.8	8.1	8.5	9.3	9.9
偿债能力					
资产负债率(%)	51.1	46.7	46.8	46.4	43.6
净负债比率(%)	-3.8	-6.1	-13.4	-12.1	-21.4
流动比率	1.4	1.6	1.5	1.3	1.3
速动比率	1.2	1.4	1.3	1.1	1.2
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	0.39	0.46	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	0.35	0.92	0.67	1.17
每股净资产(最新摊薄)	2.35	2.93	3.22	3.56	3.97
估值比率					
P/E	4.2	7.6	6.4	5.4	4.8
P/B	1.1	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	2.4	3.3	2.8	2.4	1.6

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3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