

中煤能源 (601898.SH)

价稳量增经营向上，内增外延潜力可期

买入

核心观点

公司是央企旗下大型能源公司。公司是集煤炭生产和贸易、煤化工、发电、煤矿装备制造四大主业于一体大型能源企业。控股股东中国中煤是国务院国资委管理的国有骨干企业，持有公司57.37%的股份。受益于煤价上行和产量增量，公司业绩自2021年以来显著改善。

煤炭业务：长协占比高，核增新建增产可期。煤炭是公司的最主要业务，2023H1 营收占比约81.1%，毛利占比约84.0%。2022年，公司煤炭资源储量（268.6亿吨）、可开采年限（117年）均居板块第二；产能达1.66亿吨/年，煤炭产量居板块第三。价格方面，公司长协煤占比超80%，煤价较为稳定；产量方面，公司持续推进产能核增，2021年以来共核增产能2210万吨/年，积极推进大海则等新矿建设，产量增长可期；成本端，合理管控成本，自产煤成本呈边际改善趋势。

煤化工业务：产能稳健增长，产业协同效应渐显。从营收看，煤化工是公司第二大业务，2023H1 营收占比约9.8%，毛利占比约6.9%。公司煤化工主要产品有烯烃、甲醇、尿素，截至2023H1，产能分别为180、160、175万吨/年；在建90万吨/年聚烯烃和220万吨/年甲醇项目，预计投产后产业协同效应、生产规模效应凸显。

投资价值分析：价稳量增经营向上，分红率提升潜力较大。公司产量仍有增长空间，短期看预计1000多万吨/年核增产能在未来1-2年释放，2025年后里必、苇子沟等新矿投产可提升产量，且中煤集团旗下资产有望注入。高长协比例下，公司业绩稳定性较强。当前公司低分红率下股息率接近4%，随着经营稳定向上，预计现金流更加充沛，分红率提升潜力较大。

盈利预测与估值：预计公司2023-2025年收入分别为2117.1/2201.5/2259.3亿元，归属母公司净利润分别为208.1/217.7/225.5亿元，每股收益分别为1.57/1.64/1.70元。我们认为公司合理估值区间在14.8-16.4元之间，相对于公司3月1日收盘价有20.3%-33.3%溢价空间。考虑公司是板块煤炭储量第二大的公司，长协煤占比高、产量增长确定性高；中长期看新矿投产提升产量、集团相关资产有望注入。随着经营稳定向上，现金流更加充沛，分红率有望提升。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司核增产能释放不及预期、公司分红率不及预期。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	231,127	220,577	211,707	220,151	225,930
(+/-%)	64.0%	-4.6%	-4.0%	4.0%	2.6%
净利润(百万元)	13282	18241	20813	21769	22554
(+/-%)	125.0%	37.3%	14.1%	4.6%	3.6%
每股收益(元)	1.00	1.38	1.57	1.64	1.70
EBIT Margin	12.9%	18.4%	17.6%	17.7%	17.9%
净资产收益率(ROE)	11.7%	13.9%	14.3%	13.6%	12.8%
市盈率(PE)	12.4	9.0	7.9	7.6	7.3
EV/EBITDA	8.6	6.7	7.4	7.1	6.9
市净率(PB)	1.45	1.26	1.13	1.03	0.94

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

煤炭·煤炭开采

证券分析师：樊金璐

010-88005330

fanjinlu@guosen.com.cn

S0980522070002

证券分析师：胡瑞阳

0755-81982908

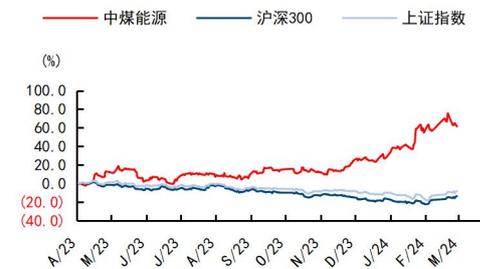
huruiyang@guosen.com.cn

S0980523060002

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	14.80 - 16.40元
收盘价	12.30元
总市值/流通市值	163082/163082百万元
52周最高价/最低价	13.39/7.72元
近3个月日均成交额	434.80百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况：以煤为基，四业协同，打造世界一流能源企业	5
背靠央企的大型能源公司	5
量价齐升推动业绩增长	6
煤炭业务：长协占比高，核增新建增产可期	8
煤炭储量丰富，新建煤矿煤质好	8
核增新建齐推进，未来产量增长可期	10
成本管控合理，呈现边际改善趋势	13
高比例长协稳定煤价，业绩稳定性较强	14
煤化工业务：产能增长可期，产业协同效应渐显	16
煤矿装备业务：向高端化、智能化发展	18
“煤-电-化-新”联营，优化产业结构	18
投资价值分析：内增外延助量涨，高长协占比助价稳	19
产量仍有增长空间	19
煤炭以长协为主	20
低分红率下股息率接近 4%，分红率提升潜力较大	21
盈利预测	22
假设前提	22
盈利预测的敏感性分析	25
估值与投资建议	25
相对估值	25
投资建议	27
风险提示	28
附表：财务预测与估值	29

图表目录

图 1: 公司股权结构图	6
图 2: 公司营业收入及构成 (亿元)	6
图 3: 2023H1 公司各业务板块毛利占比	6
图 4: 2023H1 公司各业务板块扣除分部间交易后营收占比	6
图 5: 2020 年以来煤价中枢上移 (元/吨)	7
图 6: 2020 年以来海外煤价冲高回落 (美元/吨)	7
图 7: 公司营业收入及归母净利润变化 (亿元; %)	7
图 8: 公司毛利及构成 (亿元)	8
图 9: 公司分板块毛利率情况 (%)	8
图 10: 2022 年以来中煤能源显著跑赢沪深 300	8
图 11: 公司煤矿分布示意图	11
图 12: 2017 年以来公司商品煤产量及同比	12
图 13: 公司煤炭产量居板块前列	12
图 14: 公司煤炭产量主要出自晋蒙陕区域	12
图 15: 公司动力煤产量占比约 91%	12
图 16: 公司煤炭分业务销售占比情况	13
图 17: 华北、华东、华南是主要销售区域	13
图 18: 2017 年以来公司煤炭销量及同比	13
图 19: 公司自产煤及买断贸易煤销量变化 (万吨)	13
图 20: 公司自产煤单位生产成本 (元/吨)	14
图 21: 公司自产煤单位生产成本与行业接近 (元/吨)	14
图 22: 公司原煤工效保持行业领先水平 (吨/工)	14
图 23: 2021 年以来, 长协煤炭价格整体处于上涨趋势中 (元/吨)	15
图 24: 公司主要煤化工产品销售额变化 (亿元)	16
图 25: 公司主要煤化工产品销售额占比 (%)	16
图 26: 公司主要煤化工产品产量变化情况梳理	17
图 27: 公司甲醇自用比例较高	17
图 28: 公司煤化工自用煤快速增长 (万吨)	17
图 29: 公司煤矿装备业务产值变化	18
图 30: 公司煤矿装备业务产品占比	18
图 31: 公司煤价与港口煤价相关性分析图 (元/吨)	20
图 32: 2020 年-2022 年煤炭公司平均股息率比较	21
图 33: 公司 PB 与板块其他公司对比	21
图 34: 公司货币现金变化 (亿元)	22
图 35: 公司经营活动产生的现金流量净额变化 (亿元)	22
图 36: 公司资本开支变化 (亿元)	22
图 37: 中国定期存款利率趋势	22

图 38: 可比公司营收对比 (亿元)	26
图 39: 可比公司归母净利润对比 (亿元)	26
图 40: 可比公司货币资金在总资产中占比对比	26
图 41: 可比公司资产负债率对比 (%)	26
图 42: 可比公司现金分红比例对比 (%)	27
图 43: 可比公司 ROE 对比 (%)	27
表 1: 截至 2022 年底公司资源储量、证实储量、可采年限均居煤炭板块第二	9
表 2: 截至 2022 年公司煤炭储量情况 (亿吨)	9
表 3: 大海则矿区主要可采煤层——2 号煤层煤质参数	10
表 4: 中煤能源旗下煤矿明细	10
表 5: 中煤能源参股煤矿明细	11
表 6: 2021 年以来公司产能核增明细	12
表 7: 公司在建煤矿明细	12
表 8: 主要港口和地区煤炭长协价格 (元/吨)	15
表 9: 公司煤化工产能明细 (万吨/年)	16
表 10: 煤矿装备产值和销售收入情况表	18
表 11: 公司分区域证实储量、产能、产量、可采年限对比表	19
表 12: 公司煤价与港口煤价相关性分析数据 (元/吨)	20
表 13: 公司煤价和港口煤价的波动性比较	20
表 14: 中煤能源业务拆分	23
表 15: 公司历史资产减值情况	24
表 16: 公司历史投资收益情况	24
表 17: 未来 3 年盈利预测表	24
表 18: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	25
表 19: 可比公司对比	26
表 20: 同类公司估值比较	27

公司概况：以煤为基，四业协同，打造世界一流能源企业

背靠央企的大型能源公司

公司是央企旗下大型能源公司。公司是集煤炭生产和贸易、煤化工、发电、煤矿装备制造四大主业于一体的大型能源企业。控股股东中国中煤是国务院国资委管理的国有重点骨干企业，持有公司57.37%的股份。受益于煤价上行和产量增量，公司业绩自2021年以来显著改善。

中煤能源（以下简称“公司”）是中国中煤能源集团有限公司（以下简称“集团”）于2006年8月22日独家发起设立的股份制公司，分别于2006年12月、2008年2月在香港联交所、上海证交所上市。公司是集煤炭生产和贸易、煤化工、发电、煤矿装备制造四大主业于一体的大型能源企业。截至2023年三季度，控股股东中国中煤持有公司57.37%的股份。中国中煤是国务院国资委管理的国有重点骨干企业，拥有中煤能源、上海能源、新集能源3家上市公司；其中，上海能源是中煤能源的控股子公司。

公司发展战略：深刻把握全球能源革命趋势和中央能源企业高质量发展内在要求，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，全面推进碳达峰、碳中和行动，深入贯彻“四个革命、一个合作”能源安全新战略，全面贯彻落实“2035世界一流”战略和“存量提效、增量转型”发展思路，构建完善以煤炭产业为基石、以煤基清洁高效转化利用产业和能源综合服务产业为两翼、以新能源等战略性新兴产业为重要增长极的高质量发展四业协同产业格局，积极打造煤炭现代产业链链长企业，建设多能互补、绿色低碳、创新示范、治理现代的世界一流能源企业。具体来看，一是稳健发展煤炭生产与贸易产业；二是优化发展煤炭清洁低碳转化产业；三是大力发展多能互补清洁能源产业；四是转型升级能源综合服务产业。

（1）煤炭业务

2023H1 煤炭业务在公司营收占比约81.1%，毛利占比约84.0%。公司按照规模集约、安全高效的原则，着力推动煤炭清洁高效开发，依据煤炭资源禀赋、市场区位等要素，差异化发展山西、内蒙古、陕西、新疆等大型煤炭基地。公司有多年煤炭、焦炭进出口贸易历史，拥有完善的物流配送中心和分销网络，连续多年煤炭贸易量超亿吨。公司拥有丰富的煤炭资源、多样化的煤炭产品以及现代化煤炭开采、洗选和混配生产技术工艺；以公司为主体开发的山西平朔矿区、内蒙古鄂尔多斯呼吉尔特矿区是国内重要的动力煤生产基地，王家岭煤矿所在的山西乡宁矿区是国内低硫、特低磷优质炼焦煤基地，里必煤矿所在的山西晋城矿区是国内优质无烟煤基地；主要煤炭生产基地均配备畅通的运煤通道，并与煤炭港口连接。

（2）煤化工业务

2023H1 煤化工业务在公司营收占比约9.8%，毛利占比约6.9%。公司重点发展煤制烯烃、煤制尿素等现代煤化工产业，优化发展煤焦化产业，产品主要包括烯烃、甲醇、尿素、硝铵等。公司采用先进的煤气化技术和节能环保标准，重点建设内蒙古、陕西、山西等大型煤化工基地。装置长期保持“安稳长满优”运行，主要生产运营指标保持行业领先。

（3）煤矿装备业务

2023H1 煤矿装备业务在公司营收占比约5.0%，毛利占比约3.6%。公司装备制造板块致力于打造煤矿工程机械装备“研制、供给、维修、租赁、服务”五位一体的能源综合服务体系，产业规模实力、技术装备水平、产品成套服务能力、综合竞争实力位居行业前列，在国内率先形成煤矿综采综掘装备高端化、成套化、智

能研发制造服务能力，技术水平和市场占有率国内领先，产品远销美国、俄罗斯、澳大利亚、印度、越南、土耳其等国家和地区。

(4) 发电业务

公司以优化产业结构、消纳自产煤为目标，积极发展环保型坑口电厂和劣质煤综合利用电厂，参股建设下游电厂项目，推进煤电联营和煤电一体化，积极打造低成本、高效率、资源综合利用的特色优势，年利用煤矸石、煤泥等洗精煤副产品超过千万吨，有效推动了节能减排和资源综合利用。产业主要分布在山西、江苏、新疆等省区。

图1：公司股权结构图



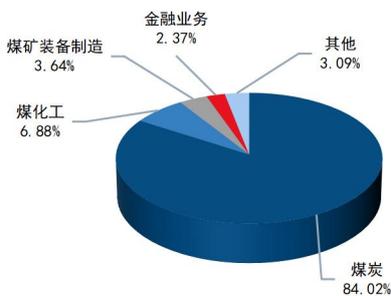
资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理；截止 2023 年 9 月 30 日

图2：公司营业收入及构成（亿元）



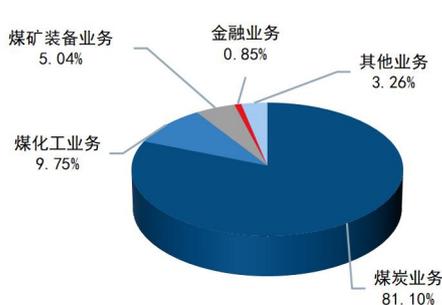
资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

图3：2023H1 公司各业务板块毛利占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：2023H1 公司各业务板块扣除分部间交易后营收占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

量价齐升推动业绩增长

煤价中枢显著上移，预计未来维持高位。2020 年疫情暴发，上半年需求低迷，5 月秦皇岛港口 5500K 煤价最低至 464 元/吨。随着国内疫情逐步控制，国内外需求好转拉动能源价格上涨，而产能释放相对滞后，煤炭供需紧张。2021 年，动力煤价格最高上涨至 2000 元/吨左右。2022 年，受俄乌冲突、海外能源危机等影响，港口煤炭价格维持 1200 元/吨以上。2023 年，随着能源危机缓解，海外进口煤增长，国内煤炭增产保供逐步落地，煤价有所回落，但安全生产形势依然严峻，煤炭价格仍维持高位。预计 2024 年，在供应收缩的预期下，煤炭价格有望维持在长

协价格之上。

图5: 2020年以来煤价中枢上移(元/吨)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图6: 2020年以来海外煤价冲高回落(美元/吨)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

供给侧结构性改革以来, 公司营收稳步增长。自 2016 年供给侧结构性改革以来, 我国煤炭淘汰落后产能使得供给减少, 先进产能供给扩张, 产能向晋陕蒙新集中。从 2016 年开始, 公司营业收入稳步上升, 从 2016 年的 606.32 亿元上升至 2022 年 2205.77 亿元。2022 年公司实现营业收入 2205.77 亿元, 同比下降 8.03%, 主要是买断贸易煤受限价政策影响销量同比大幅减少。**2023 年前三季度**, 公司实现营业收入 1562.09 亿元, 同比下降 10.91%; 归母净利润 166.88 亿元, 同比下降 13.66%, 主要系煤炭价格回落。

毛利方面, 2021-2022 年, 受益于煤价上涨, 叠加自产煤销量增加, 公司毛利快速增长, 分别达 420 亿元、554.19 亿元, 分别同比增长 71.4%、30.1%; 2023 年前三季度, 受煤价下跌的影响, 公司毛利同比下降 16%。毛利率方面, 2016 年供给侧结构性改革以来, 公司整体毛利率水平维持在 25%-30%左右, 保持平稳。从公司各板块毛利率水平来看, 在公司营收占比 5%以上的板块中, 煤炭板块毛利率最高, 近 3 年保持在 25%左右的水平, 2021-2022 年, 受益于煤价上涨, 毛利率实现反弹, 但 2023 年上半年受煤价下行影响有所回落; 煤化工板块近几年受到煤炭价格上行、煤化工品价格波动等的影响, 毛利率低位震荡; 煤矿装备制造受益于业务规模逐渐扩大以及产品结构的持续优化, 毛利率呈增长态势。

图7: 公司营业收入及归母净利润变化(亿元; %)



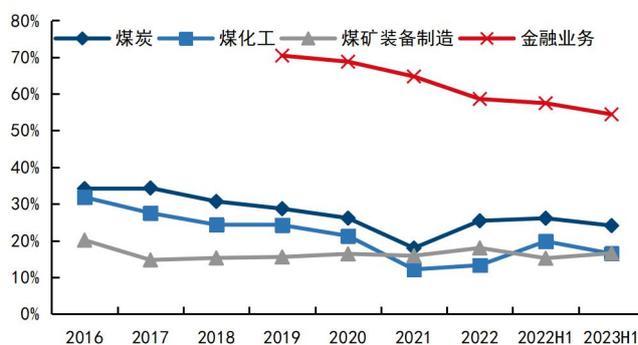
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司毛利及构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司分板块毛利率情况 (%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图10: 2022 年以来中煤能源显著跑赢沪深 300



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

控股股东增持增强市场信心。2023 年 10 月 16 日, 公司发布《关于控股股东增持公司股份计划的公告》。根据该公告, 公司控股股东中国中煤能源集团有限公司计划在未来 12 个月内, 以自有资金及自筹资金, 通过上海证券交易所采用集中竞价、大宗交易等方式增持公司 A 股股份; 累计增持数量不超过 5000 万股; 本次增持不设定价格区间。截至 10 月 27 日, 中煤集团已增持公司 1,536,100 股 A 股股份, 占公司总股本比例约为 0.01%。

煤炭业务: 长协占比高, 核增新建增产可期

煤炭储量丰富, 新建煤矿煤质好

公司煤炭储量丰富。公司煤炭资源主要分布在晋蒙陕区域, 煤炭生产开布局向国家规划的能源基地和中西部资源富集省区集中。截至 2022 年, 公司资源储量 (268.6 亿吨)、证实储量 (140.0 亿吨)、可采年限 (117 年) 均居板块第二。

煤炭业务：长协占比高，核增新建增产可期。煤炭是公司的最主要业务，2023H1 营收占比约 81.1%，毛利占比约 84.0%。2022 年，公司煤炭资源储量（268.6 亿吨）、可开采年限（117 年）均居板块第二；产能达 1.66 亿吨/年，煤炭产量居板块第三。价格方面，公司长协煤占比超 80%，煤价较为稳定；产量方面，公司持续推进产能核增，2021 年以来共核增产能 2210 万吨/年，积极推进大海则等新矿建设，产量增长可期；成本端，合理管控成本，自产煤成本呈边际改善趋势。

煤炭优质产能占比行业领先。公司最大的矿区平朔矿区位于全国 14 个大型煤炭基地之一的晋北基地，是全国重点矿区中距离主要煤炭装运港口最近的矿区之一。山西乡宁矿区的焦煤资源是国内低硫、特低磷的优质炼焦煤资源。大屯矿区位于东部沿海地区，是少数邻近快速增长的工业中心和华东（包括上海）煤炭消费区的矿区之一。以公司为主体开发的开发的内蒙鄂尔多斯呼吉尔特矿区是中国最重要的优质动力煤基地之一。里必煤矿（在建）所在的山西晋城矿区是国内优质无烟煤基地。

新建煤矿煤质较好。公司 2023 年投产的大海则煤矿核定产能达 2000 万吨/年，是千万吨级特大型煤矿。矿井位于陕西省榆林市榆阳区西部，行政区划隶属榆阳区管辖，西部靠近内蒙古自治区，距榆林市中心约 70 公里，资源总储量 47.86 亿吨，设计可采储量 33.12 亿吨，服务年限 114.6 年；井田地质构造简单，顶底板稳定，瓦斯含量低，开采条件优越，煤层赋存稳定，主要可采煤层为 2 号、3 号、4-2 号煤层，其中 2 号煤层平均厚度为 6.19m；3 号煤层平均厚度 3.89m，4-2 煤层平均厚度 2.15m；井田煤质优良，具有特低灰、中低硫、特高发热量等特点，是优质的化工和动力用煤。大海则煤矿还是中煤陕西榆林能源化工有限公司煤化工（360 万吨/年甲醇、135 万吨/年烯烃）项目的配套资源矿井，是中煤集团打造蒙陕亿吨级煤炭基地的重要支撑。

表1：截至 2022 年底公司资源储量、证实储量、可采年限均居煤炭板块第二

序号	名称	资源储量（亿吨）	可采储量（亿吨）	证实储量（亿吨）	2022 年产量：百万吨	可采年限：年
1	中国神华	329.0	138.9	31.8	313	44
2	中煤能源	268.6	-	140.0	119	117
3	陕西煤业	183.7	106.1	183.7	157	68
4	兖矿能源	142.0	43.3	29.0	100	44
5	新集能源	44.2	18.6	8.9	18	101
6	晋控煤业	41.7	19.2	3.5	33	59
7	永泰能源	38.6	25.5	16.6	14	177
8	华阳股份	32.3	15.1	7.0	45	33
9	平煤股份	29.6	16.4	5.1	42	39
10	冀中能源	29.3	6.2	-	26	24
11	潞安环能	23.3	9.0	9.0	57	16
12	山煤国际	21.6	8.3	7.3	41	20
13	兰花科创	17.3	7.7	4.1	11	67
14	甘肃能化	12.5	7.9	-	15	53

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：各公司统计口径可能有差异

表2：截至 2022 年公司煤炭储量情况（亿吨）

主要地区	主要煤种	资源量	证实储量
山西	动力煤	84.76	31.05
	炼焦煤	19.95	9.99
	无烟煤	7.89	3.49
	小计	112.60	44.53
内蒙古	动力煤	88.35	53.27
	小计	88.35	53.27
黑龙江	动力煤	3.03	1.36
	小计	3.03	1.36
江苏	动力煤	4.13	1.11
	炼焦煤	2.60	1.07
	小计	6.73	2.18
陕西	动力煤	51.35	35.15
	小计	51.35	35.15
新疆	动力煤	6.54	3.52

小计	6.54	3.52
合计	268.60	140.01

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表3：大海则矿区主要可采煤层——2号煤层煤质参数

指标	单位	数据	等级
灰分 Ad	%	7.12	特低灰煤
发热量 Qnet, ar	kcal/kg	7400	特高热值煤
全硫 St, d	%	1.56	中低硫煤

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

核增新建齐推进，未来产量增长可期

截至 2023H1，公司煤炭产能 1.66 亿吨/年，居板块前列。截至 2023 年上半年，公司在产煤矿 23 个，在建煤矿 2 个，产能达 1.66 亿吨/年，权益产能为 1.44 亿吨/年；公司还拥有参股煤矿权益产能 1360 万吨/年。

持续推进产能核增。公司所属东露天煤矿、王家岭煤矿、大海则煤矿以及新疆 106 煤矿被国家列入增产保供煤矿名单。2021 年，东露天煤矿批复核增产能 500 万吨/年，王家岭煤矿核增 150 万吨/年。2022 年，新疆 106 煤矿批复核增产能 60 万吨/年，大海则煤矿取得调整建设规模的批复，核增产能 500 万吨/年。2023 年上半年，东露天煤矿批复再核增产能 500 万吨/年，安家岭煤矿核增 500 万吨/年；完善产能置换、矿区总体规划修编等相关手续逐步推进。上述 5 处煤矿产能共核增产能 2,210 万吨/年，其中：东露天煤矿产能由 2,000 万吨/年增至 3,000 万吨/年，王家岭煤矿由 600 万吨/年增至 750 万吨/年，106 煤矿由 120 万吨/年增至 180 万吨/年，大海则煤矿建设规模由 1,500 万吨/年调整至 2,000 万吨/年，安家岭煤矿产能由 2,000 万吨/年增至 2,500 万吨/年。

公司煤炭重点建设项目进展顺利。年产 2,000 万吨优质动力煤的大海则煤矿已于 2023 年 10 月完成 1500 万吨/年产能的竣工验收。年产 400 万吨无烟煤的里必煤矿和年产 240 万吨苇子沟煤矿建设顺利推进。

2023 年 11 月，公司大屯公司唐家河煤矿项目获国家发展改革委核准批复，项目建设将进一步提升中国中煤在西部和西南地区的能源保供能力。唐家河煤矿项目位于黄陇大型煤炭基地甘肃灵台矿区，建设规模 500 万吨/年，资源储量 8.75 亿吨，配套建设相同规模的选煤厂。

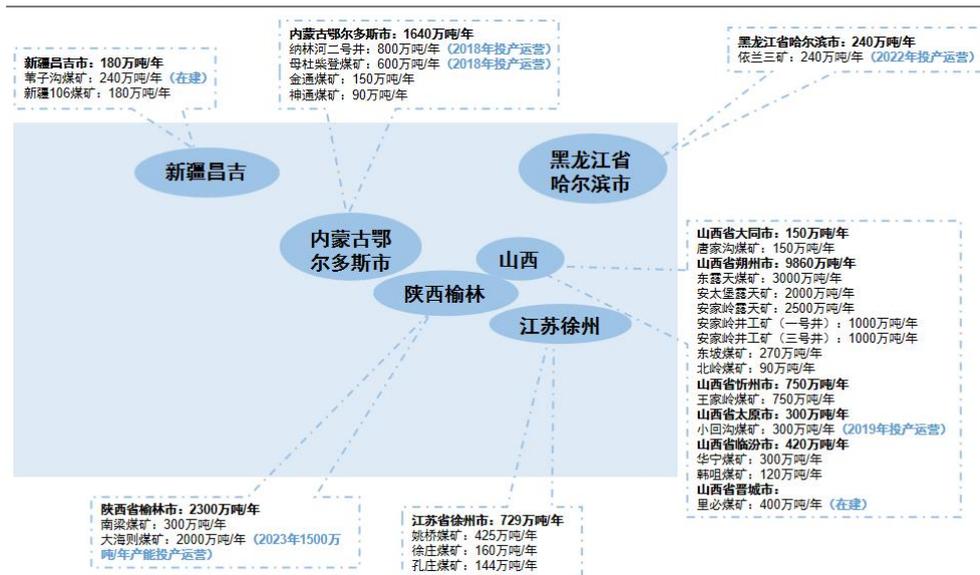
表4：中煤能源旗下煤矿明细

所属公司	矿名	煤种	核定产能：万吨/年	权益占比	权益产能	状态
	安太堡露天矿	动力煤	2000	100%	2000	在产
	安家岭露天矿	动力煤	2500	100%	2500	在产
	东露天矿	动力煤	3000	100%	3000	在产
平朔集团公司	安家岭井工矿（一号井）	动力煤	1000	100%	1000	在产
	安太堡井工矿（三号井）	动力煤	1000	100%	1000	在产
	北岭煤矿	动力煤	90	100%	90	在产
	小回沟煤矿	动力煤	300	100%	300	在产
	东坡煤矿	动力煤	270	100%	270	在产
	姚桥煤矿	1/3 焦煤	425	62.43%	265	在产
上海能源公司	徐庄煤矿	1/3 焦煤	160	62.43%	100	在产
	孔庄煤矿	1/3 焦煤	144	62.43%	90	在产

	苇子沟煤矿	动力煤	240	49.94%	120	在建
	新疆 106 煤矿	动力煤	180	31.84%	57	在产
唐山沟公司	唐山沟煤矿	动力煤	150	80%	120	在产
	王家岭煤矿	焦煤	750	51%	383	在产
中煤华晋公司	华宁煤矿	焦煤	300	26.01%	78	在产
	韩咀煤矿	焦煤	120	51%	61	在产
	里必煤矿	无烟煤	400	51%	204	在建
	纳林河二号井	动力煤	800	66%	528	在产
中煤西北公司	母杜柴登煤矿	动力煤	600	51%	306	在产
	南梁煤矿	动力煤	300	55%	165	在产
	金通煤矿	动力煤	150	100%	150	在产
	神通煤矿	动力煤	90	100%	90	在产
中煤陕西公司	大海则	动力煤	2000	80%	1600	在产
中煤黑龙江公司	依兰三矿	动力煤	240	100%	240	在产
	在产小计		16569		14393	
	在建小计		640		324	
	合计		17209		14717	

资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：公司煤矿分布示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表5：中煤能源参股煤矿明细

		核定产能：万吨/年	权益占比	权益产能：万吨/年
中天合创	葫芦素煤矿	800	38.75%	310
	门克庆煤矿	800	38.75%	310
华晋焦煤	沙曲一矿	500	49%	245
	沙曲二矿	300	49%	147
	吉宁煤业	300	25%	75
	明珠煤业	90	25%	22.5
禾草沟煤业	禾草沟煤矿	500	50%	250
合计		3290		1360

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表6: 2021 年以来公司产能核增明细

年份	煤矿	核增情况: 万吨/年	共计核增: 万吨/年
2021	东露天煤矿	500	650
	王家岭煤矿	150	
2022	新疆 106 煤矿	60	560
	大海则煤矿	500	
2023H1	东露天煤矿	500	1000
	安家岭煤矿	500	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

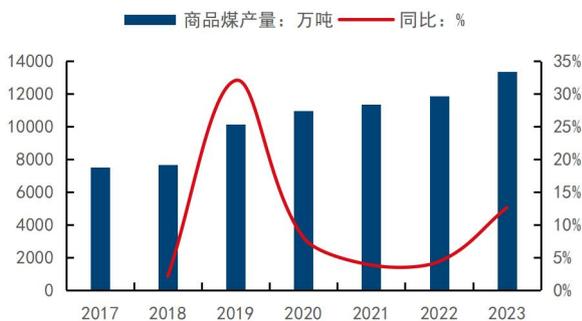
表7: 公司在建煤矿明细

	持股比例	核定产能: 万吨/年	预计投产时间
里必煤矿	51%	400	预计 2025 年竣工
苇子沟煤矿	49.94%	240	预计 2025 年竣工

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

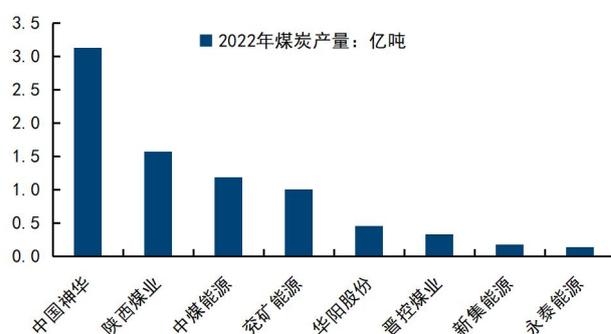
近年来公司煤炭产量居板块前列, 近年来稳健增长。2017-2022 年, 随着小回沟煤矿、106 煤矿、母杜柴登煤矿、纳林河二号煤矿等煤矿的投产, 公司商品煤产量逐渐由 7554 万吨增长至 11917 万吨。2022 年, 公司完成商品煤产量 11917 万吨, 同比增长 4.4%, 板块中仅次于中国神华、陕西煤业。2023 年, 公司商品煤产量 13,422 万吨, 同比增长 12.6%。2023H1, 公司煤炭产量主要来自晋陕蒙地区, 合计占比约 94%; 其中动力煤产量占比约 91%。

图12: 2017 年以来公司商品煤产量及同比



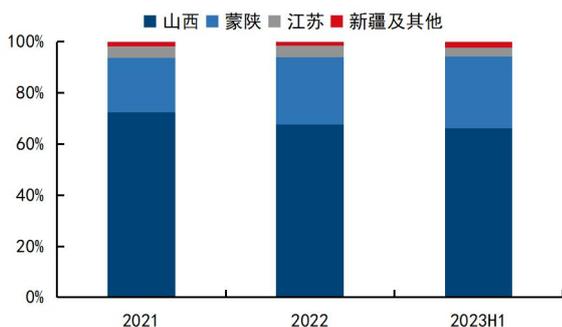
资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司煤炭产量居板块前列



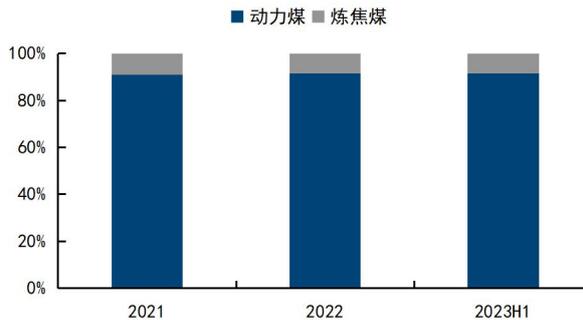
资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司煤炭产量主要出自晋蒙陕区域



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图15: 公司动力煤产量占比约 91%



资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

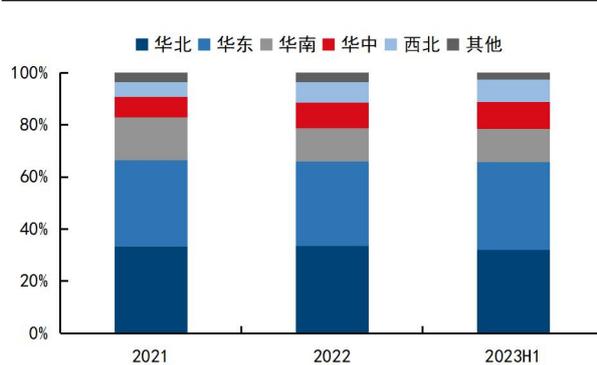
公司自产煤销量呈增长趋势，买断贸易煤销量有所波动。公司煤炭销售业务包括自产煤销售、买断贸易煤销售和进出口及国内代理，2023年上半年，销量占比分别为44%、52%、4%。2022年全年累计完成商品煤销售量26,295万吨，其中自产商品煤销售量12,034万吨，同比增长7.3%，买断贸易煤销售量受限价政策影响下滑约30%。2023年，公司商品煤销量28,493万吨，同比增长8.4%；其中自产商品煤销量13,391万吨，同比增长11.3%，买断贸易煤销量15,102万吨，相比2022年有所恢复。2024年1月，公司生产商品煤1,148万吨，同比增长4.5%。

图16: 公司煤炭分业务销售占比情况



资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

图17: 华北、华东、华南是主要销售区域



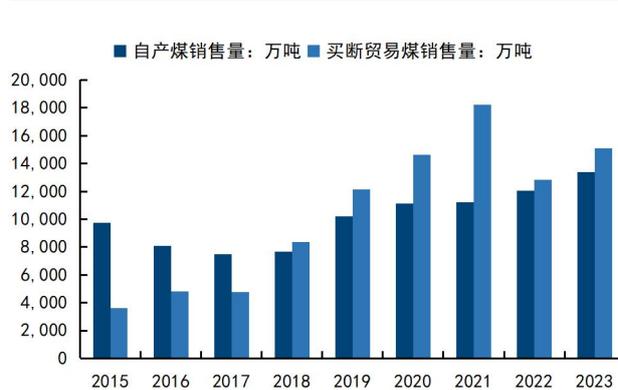
资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

图18: 2017年以来公司煤炭销量及同比



资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

图19: 公司自产煤及买断贸易煤销量变化 (万吨)



资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

成本管控合理，呈现边际改善趋势

公司原煤工效保持行业领先；与板块产能相近的上市公司对比，公司自产煤单位生产成本处于行业（井工开采）平均水平。公司合理管控成本，近期成本边际有所改善。2022年公司原煤工效31.5吨/工，保持行业领先水平（2022年全国原煤平均功效为16.8吨/工）。对比煤炭年产量和公司相近的陕西煤业和兖矿能源，可以看出公司自产煤成本接近，公司成本2023年呈现改善趋势。2022年公司自

产商品煤单位销售成本 322.84 元/吨，同比增加 0.60 元/吨，增长 0.2%。主要是电力、柴油和火工等采购价格上涨使吨煤材料成本同比增加；公司根据经营绩效情况合理调控工资水平、兑现奖金，以及根据政策要求各矿区加强组建煤炭生产自有队伍逐步减少外包用工，使吨煤人工成本同比增加。

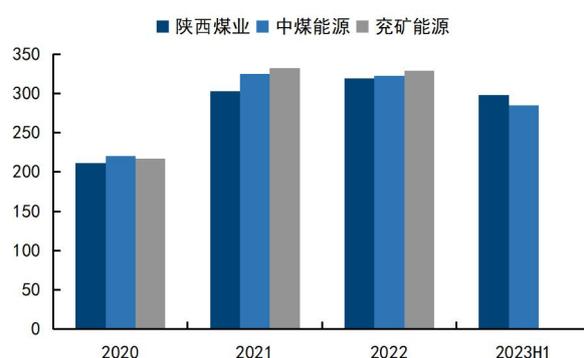
2023 年 1-9 月，公司自产商品煤单位销售成本 294.79 元/吨，同比减少 11.39 元/吨，下降 3.7%。主要原因是公司根据生产组织安排和地方监管要求，露天矿剥离量同比减少，材料消耗量降低，使吨煤材料成本同比减少；承担铁路运输及港杂费用的自产商品煤销量占公司自产商品煤总销量的比重下降，使吨煤运输费用及港杂费用同比减少。

图20: 公司自产煤单位生产成本（元/吨）



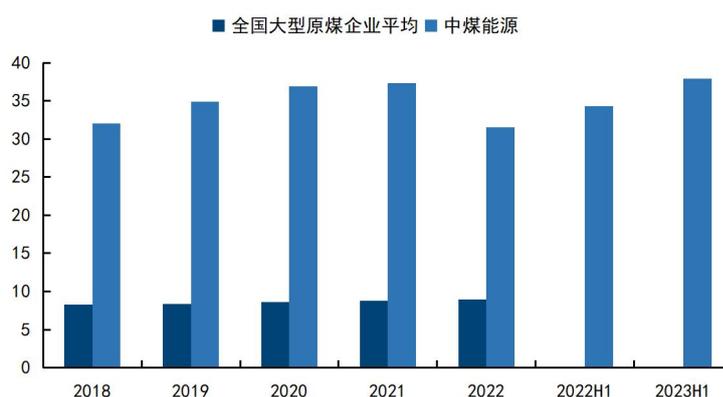
资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理 注：2021 年起公司将商品或服务的控制权转移给客户之前、为了履行客户合同而发生的运输费用、港杂费用等合同履约成本，从“销售费用”调整至“营业成本”，2020 年数据同步调整。

图21: 公司自产煤单位生产成本与行业接近（元/吨）



资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

图22: 公司原煤工效保持行业领先水平（吨/工）



资料来源：中国煤炭工业协会，WIND，国信证券经济研究所整理

高比例长协稳定煤价，业绩稳定性较强

2022 年 2 月，国家发展改革委印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303 号，简称 303 号文），明确了煤炭中长期交易价格

合理区间；4月，印发2022年第4号公告（简称4号公告），明确了煤炭领域经营者哄抬价格的具体行为表现，实质上明确了煤炭现货价格合理区间。截至2022年5月底，国家和地方已明确的煤炭中长期交易价格合理区间。

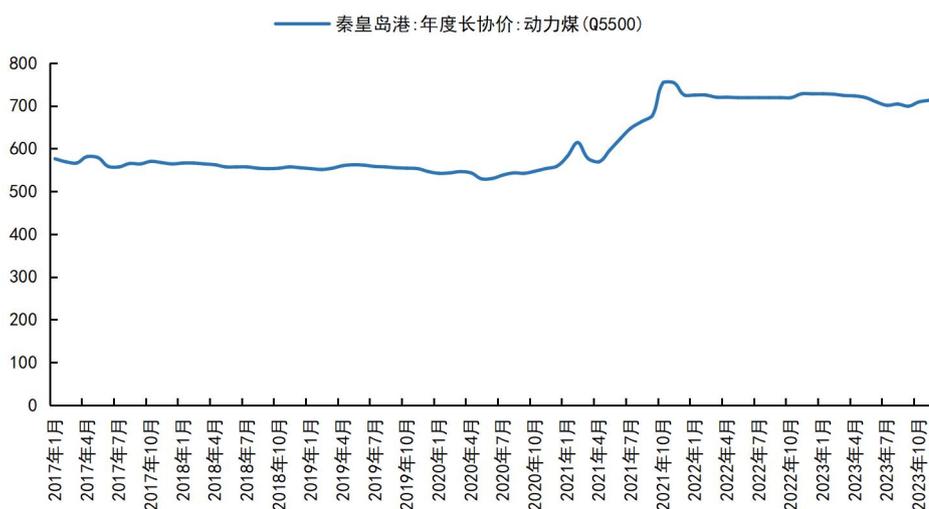
公司承担保供任务，动力煤长协煤占比超80%，增强业绩稳定性。公司2021年、2022年动力煤平均售价分别为570、622元/吨，远低于市场煤价格。根据政府相关部门要求，山西、陕西、蒙西中长期煤炭价格（Q5500）分别执行570、520、460元/吨。根据公司公告，公司动力煤长协煤占比超过80%，占比较高，业绩稳定性较强。

表8: 主要港口和地区煤炭长协价格（元/吨）

环节	地区	热值	中长期交易价格合理区间
港口	秦皇岛港	5500 千卡	570-770
	山西	5500 千卡	370-570
	陕西	5500 千卡	320-520
	蒙西	5500 千卡	260-460
	蒙东	3500 千卡	200-300
	河北	5500 千卡	480-680
坑口	辽宁	5500 千卡	590-790
	山东	5500 千卡	555-755
	安徽	5000 千卡	545-745
	贵州	5000 千卡	350-500
	山西	5500 千卡	370-570
	陕西	5500 千卡	320-520

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图23: 2021年以来, 长协煤炭价格整体处于上涨趋势中（元/吨）



资料来源:中国煤炭工业协会, 国信证券经济研究所整理

煤化工业务：产能稳健增长，产业协同效应渐显。
从营收看，煤化工是公司第二大业务，2023H1 营收占比约 9.8%，毛利占比约 6.9%。公司煤化工主要产品有烯烃、甲醇、尿素，截至 2023H1，产能分别为 180、160、175 万吨/年；在建 90 万吨/年聚烯烃和 220 万吨/年甲醇项目，预计投产后产业协同效应、生产规模效应凸显。

煤化工业务：产能增长可期，产业协同效应渐显

公司煤化工产品主要包括甲醇、聚烯烃、尿素等，截至 2023 年上半年，产能分别为 160、180、175 万吨/年。其中甲醇生产涉及鄂尔多斯能化图克厂区 100 万吨/年项目和中煤远兴公司 60 万吨/年项目；聚烯烃生产涉及陕西榆林能化 60 万吨/年项目、蒙大新能化 60 万吨/年项目、鄂尔多斯能化乌审召厂区 60 万吨/年项目；尿素生产涉及鄂尔多斯能化图克厂区 175 万吨/年项目。此外，公司参股中天合创和榆林能化，拥有 196 万吨/年甲醇和 83 万吨/年聚烯烃权益产能。

表9：公司煤化工产能明细（万吨/年）

子公司	持有股权	甲醇	聚烯烃	尿素
中煤陕西榆林能源化工有限公司	100%	205（中间产品）	60	
内蒙古中煤蒙大新能源化工有限公司	100%		60	
图克厂区	100%	100		175
中煤鄂尔多斯能源化工有限公司	100%		60	
乌审召厂区	100%			
中煤远兴公司	75%	60		
合计		160	180	175
参股公司	持有股权	甲醇	聚烯烃	尿素
中天合创能源有限责任公司	38.75%	360	137	
陕西延长中煤榆林能源化工有限公司	15.83%	360	190	
合计		196	83	0

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

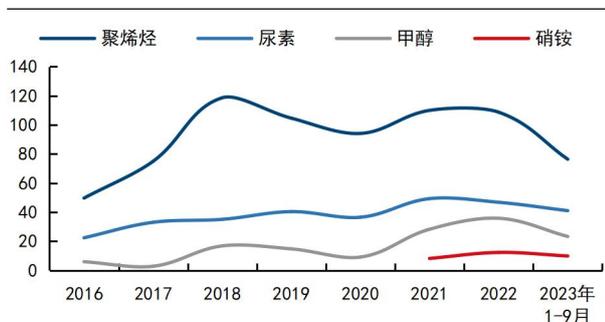
近年来，随着建设项目的投产，公司主要煤化工产品产量逐渐增加：

①**聚烯烃（2023H1 在煤化工板块中营收占比 46.1%）**：2017 年 8 月蒙大工程塑料项目正式投入生产，聚烯烃产量在 2017、2018 年实现快速增长，此后维持 150 万吨左右的年产量；2023 年，聚烯烃产量 148.7 万吨，同比增长 0.5%。

②**甲醇（2023H1 在煤化工板块中营收占比 15.3%）**：2021 年下半年合成气制 100 万吨/年甲醇技术改造项目投入生产，甲醇产量在 2021、2022 年快速增长；2023 年公司甲醇产量 190.1 万吨，同比增长 1.2%；公司甲醇产品大多自用，2023 年前三季度公司自用比例超 97%。

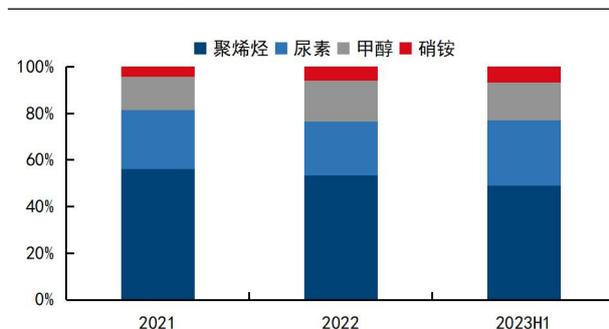
③**尿素（2023H1 在煤化工板块中营收占比 26.5%）**：2018 年，公司启动聚谷氨酸尿素生产，产品种类进一步丰富；2023 年尿素产量 206.6 万吨，同比增长 12.6%。

图24：公司主要煤化工产品销售额变化（亿元）



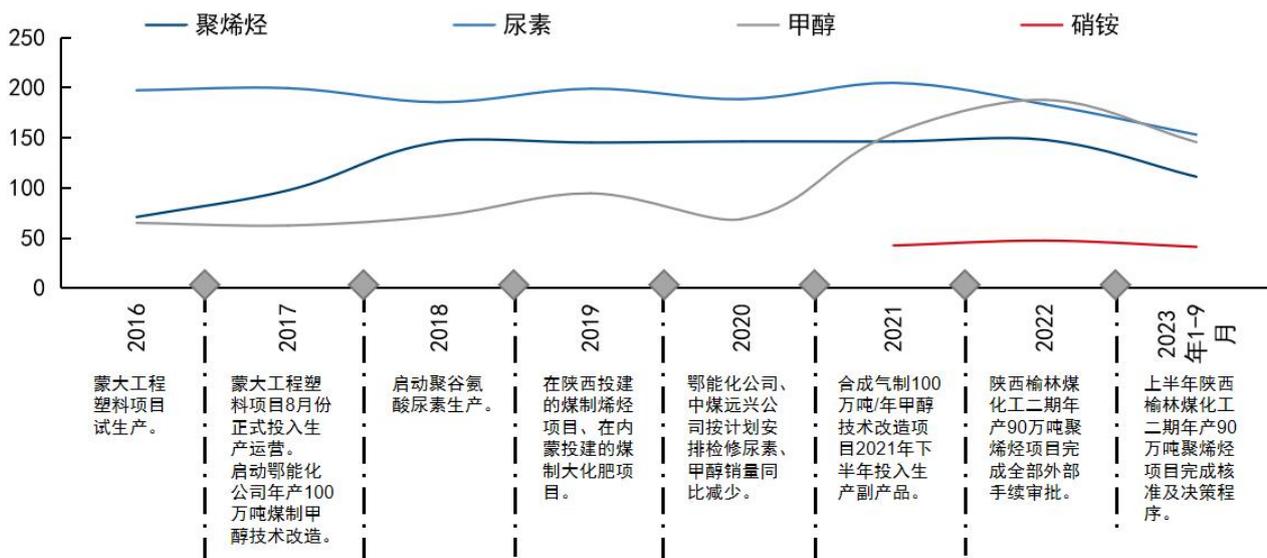
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图25：公司主要煤化工产品销售额占比（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图26: 公司主要煤化工产品产量变化情况梳理



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

甲醇、聚烯烃产量仍有增长空间。2023年4月27日, 公司发布公告, 称下属全资子公司中煤陕西公司拟投资建设中煤榆林煤炭深加工基地项目, 投资金额约238.88亿元。项目设计规模220万吨甲醇/年、90万吨聚烯烃/年, 建设1套EVA和3套聚烯烃装置, 生产系列高端聚烯烃产品; 预计总工期为30个月; 项目资本金由公司注入, 共计约71.66亿元, 占项目估算总投资的30%。2023年陕西榆林煤化工二期年产90万吨聚烯烃项目完成核准和决策程序, 以及设计优化、长周期设备订购等前期准备工作。项目建成后公司聚烯烃、甲醇产量有望大幅增加。

随着中煤榆林煤炭深加工基地项目建成, 公司煤炭加工产业链的产业协同效应、生产规模效应将更加凸显。公司主要煤化工产品工艺路线是由煤炭作为原料经气化转换为粗煤气, 净化后生产合成氨或甲醇, 合成氨与二氧化碳生产尿素; 合成氨氧化成硝酸, 再与氨中和生产硝酸铵; 甲醇经MTO反应生成乙烯、丙烯单体, 聚合为聚乙烯和聚丙烯。2022年公司煤化工自用煤842万吨, 生产的甲醇也大多自用, 预计未来随着中煤榆林煤炭深加工基地项目的投产, 公司煤炭加工产业链的协同效应、生产规模效应将更加凸显。

图27: 公司甲醇自用比例较高



图28: 公司煤化工自用煤快速增长 (万吨)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

煤矿装备业务：向高端化、智能化发展

公司装备制造产业在国内率先形成了煤矿综采综掘装备成套研发、制造和供应能力，成套化智能化煤矿工作面输送、支护、采掘设备的技术水平和市场占有率居国内领先。根据公司公告，预计 2022 年居于前五位的天地科技、山能重装、中煤装备、郑煤机和晋能装备等 5 家企业的整体市场占有率约为 50%，高端装备和煤矿智能化设备等细分市场占有率为 80%。

公司以市场为中心，紧盯用户需求，把握煤矿智能化建设契机，促进“智能化、信息化、数字化”转型升级，不断提高高端产品比重和优质市场占有率。2022 年，公司完成煤矿装备产值 99.6 亿元，同比增长 5.3%；新签合同额同比增长 25.7%。2023 年，公司完成煤矿装备产值 114.3 亿元，同比增长 14.8%。

表10: 煤矿装备产值和销售收入情况表

	2023 年 1-6 月				2022 年				2021 年			
	产值		收入		产值		收入		产值		收入	
	金额: 亿元	变化率: %	金额: 亿元	占煤矿装备收入比重: %	金额: 亿元	变化率: %	金额: 亿元	占煤矿装备收入比重: %	金额: 亿元	变化率: %	金额: 亿元	占煤矿装备收入比重: %
主要输送类产品	26.9	19.6	24.83	40.4	45.2	9.7	42.6	40.2	41.2	9.9	40.3	38.9
主要支护类产品	20.3	17.3	20.63	33.6	32.5	-4.4	33.5	31.6	34	7.9	33.4	32.2
其他	11.9	1.7	15.93	26	21.9	12.9	30	28.2	19.4	7.8	30	28.9
合计	59.1	14.8	61.39	100	99.6	5.3	106.1	100	94.6	8.7	103.7	100

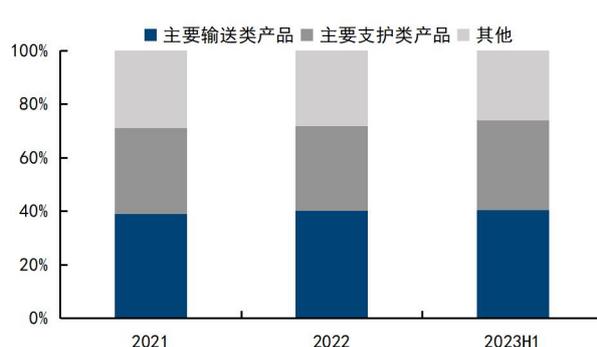
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图29: 公司煤矿装备业务产值变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图30: 公司煤矿装备业务产品占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

“煤-电-化-新”联营，优化产业结构

公司依托矿区优势，推动煤炭、煤电、煤化工与新能源深度融合。公司露天煤矿、井工煤矿数量众多，矿井类型齐全，分布地域广泛，拥有丰富的采煤沉陷区、工业场地、排土场、地下巷道、矿坑等地上土地资源和地下空间资源及煤电产业和

煤化工产业支撑能源消纳的条件，具备发展多能互补能源基地和“源网荷储一体化”的优势。

公司聚焦煤炭清洁高效转化利用，着力打造煤-电-化等循环经济新业态。煤化工业务方面，重点发展煤制烯烃、煤制尿素等现代煤化工产业，装置长期保持“安稳长满优”运行，主要生产运营指标保持行业领先。煤电业务方面，公司有序发展环保型坑口电厂和劣质煤综合利用电厂，推进煤电联营和煤电一体化，积极打造低成本、高效率、资源综合利用的特色优势。

截至 2023 年上半年，公司上海能源新能源示范基地一期工程并网后运行良好，平朔矿区 100MW 光伏+储能项目年内即将建成投产，10 万吨级“液态阳光”示范项目取得内蒙古自治区风光制氢一体化项目指标。安太堡 2×350MW 低热值煤发电项目在 2023 年上半年完成投资 4.08 亿元，预计 2024 年建成投运。

投资价值分析：内增外延助量涨，高长协占比助价稳

投资价值分析：价稳量增经营向上，分红率提升潜力较大。公司产量仍有增长空间，短期看预计 1000 多万吨/年核增产能在未来 1-2 年释放，2025 年后里必、苇子沟等新矿投产可提升产量，且中煤集团旗下资产有望注入。高长协比例下，公司业绩稳定性较强。当前公司低分红率下股息率接近 4%，随着经营稳定向上，预计现金流更加充沛，分红率提升潜力较大。

产量仍有增长空间

1、新建煤矿投产进展顺利，期待投产

综合考虑当前公司在产煤矿的核增情况及在建煤矿的预计投产时间，预计公司 2023-2025 年煤炭产量分别增加 1505 万吨（已公告）、800 万吨、300 万吨。对比公司 2022 年分地区煤炭产量和截至 2023 年上半年分地区产能情况，可以发现，一方面公司产量释放还有空间，另一方面陕蒙和新疆及其他地区可采资源储备充裕。综合来看，预计随着核增产能释放和煤矿项目的推进，未来公司煤炭产量增长的确性较强。

表11：公司分区域证实储量、产能、产量、可采年限对比表

	2022 年资源量：亿吨	2022 年证实储量：亿吨	2023H1 产能：万吨/年	2022 年产量：万吨	可采年限：年
山西	112.6	44.53	11480	8064	55
蒙陕	139.7	88.42	3940	3133	282
江苏	6.73	2.18	729	533	41
新疆及其他	9.57	4.88	420	187	261
合计	268.6	140.01	16569	11917	117

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：2023H1 产能包括核增产能，但不包括在建产能

2、集团资产注入可期

集团资产的注入将增强公司煤炭资源接续能力。2021 年 3 月 25 日，公司发布关于控股股东申请变更避免同业竞争承诺的公告，公告称控股股东中煤集团承诺在 2028 年 5 月 11 日前，在符合注入上市公司的法定条件下，将旗下的资源发展公司和华昱公司的股权注入中煤能源。

- ◆ 中煤资源发展集团主营业务包括煤炭生产与销售，煤炭及相关项目开发建设、管理运营，地方煤炭资源整合与海外煤炭资源开发。现有在产煤矿 8 座，去产能煤 5 座，电厂 2 座，洗煤厂 5 座。煤炭总产能 1428 万吨/年，入洗选能力 3360 万吨/年，总装机容量 540 MW。
- ◆ 华昱公司以煤炭生产、销售为主营业务，产业涉及煤电、冶化、建材、房地产、酒店服务及现代农业等多个领域。公司现有 7 座生产煤矿（分别为五家

沟、南阳坡、元宝湾、水泉、国兴、国强、白芦），设计生产能力 1360 万吨/年，可采储量 5 亿吨；同时建成年输煤能力 2000 万吨的带式输煤专线和年入洗能力 1500 万吨的煤炭洗运中心；与格盟国际能源有限公司合作建成昱光煤矸石电厂，参股 40%，装机容量 1300MW。

煤炭以长协为主

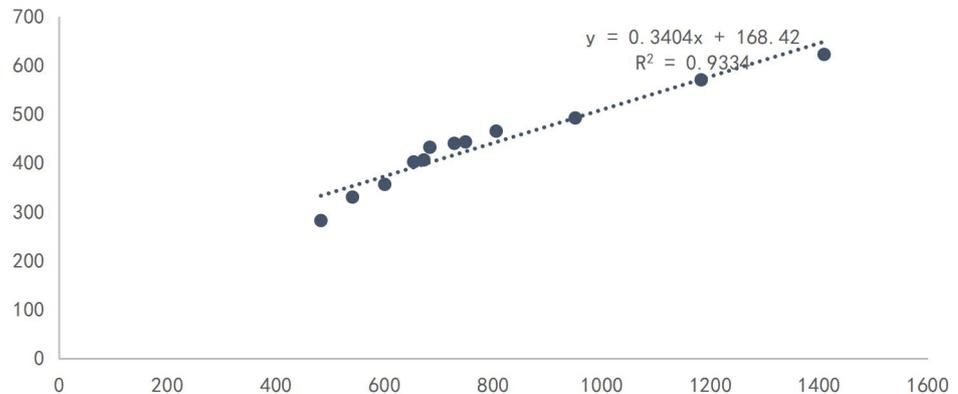
将公司煤价与港口煤价拟合，可以得到公司煤价与港口价格的相互关系。中煤能源自产动力煤销售均价=0.3404*港口价格（广州港山西优混 5500 大卡煤）+168.42， $R^2=0.9334$ 。 R^2 指的是相关系数， R^2 值越接近 1，吻合程度越高。

表12: 公司煤价与港口煤价相关性分析数据（元/吨）

时间	库提价(含税):动力煤:山西优混(5500):广州港	中煤能源:煤销售均价:自产动力煤	公式计算
2022	1409.12	622.0	648.08
2021	1182.74	570.0	571.02
2020	653.39	402.0	390.84
2019	683.13	432.0	400.96
2018	748.76	443.0	423.30
2017	728.17	440.0	416.29
2016	540.73	330.0	352.48
2015	482.61	282.0	332.70
2014	600.12	356.0	372.70
2013	672.12	406.0	397.21
2012	805.27	465.0	442.54
2011	950.92	492.0	492.11

资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

图31: 公司煤价与港口煤价相关性分析图（元/吨）



资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

公司煤价波动性更小。我们采用标准差和离散系数两种方法比较公司煤价和港口煤价的波动性。从标准差和离散系数均可以看出，公司自产动力煤售价的波动性明显小于港口煤价，表明公司煤价更加稳定。

表13: 公司煤价和港口煤价的波动性比较

	库提价(含税):动力煤:山西优混(5500):广州港	中煤能源:销售均价:自产动力煤
平均值	788.09	436.67
标准差	270.66	95.35
离散系数	0.34	0.22

资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

低分红率下股息率接近 4%，分红率提升潜力较大

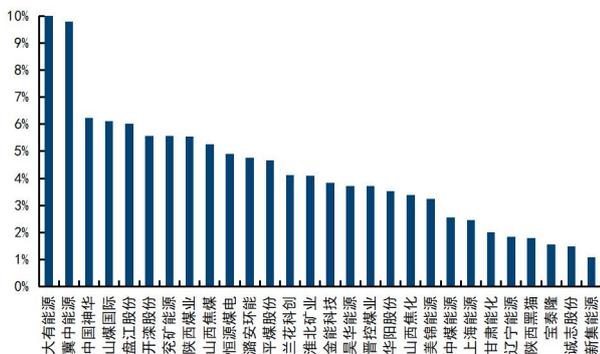
公司历史分红率低于行业平均水平。公司章程规定：“除特殊情况外，公司在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，采用现金方式分配股利，每年以现金方式分配的利润不少于合并报表口径归属母公司股东的当年可分配利润（以中国企业会计准则和国际财务报告准则下的金额孰低者为准）的 20%。2020-2022 年公司现金分红（含税）均占公司当年归母净利润的 30%。对比行业其他公司，公司分红率处于行业较低水平。

当前公司 30%的较低分红率对应 3.75%的股息率，未来分红率预计有较大提升潜力：

- ◆ **依据一：公司现金流充裕，货币资金逐年增加；随着在建项目的完成，中长期看资本支出有望降低。**2016 年供给侧结构性改革以来，伴随经营净现金流逐年增加，公司货币资金逐年增加，并在 2021 年煤价上行阶段快速增长，2022 年公司货币资金达到 910 亿元。资本支出方面，当前公司资本支出围绕煤炭、煤化工、电力、煤矿装备四大主业板块展开，2016-2022 年公司每年资本性支出在 100 亿左右，预计短期内维持稳定，中长期看随着建设项目的完成，资本支出有望降低。
- ◆ **依据二：公司 PB 在同行中处于较低位置，在国资委相关政策要求下，预计公司对市值管理更加重视，有提升分红率的外部推动力。**2022 年 2 月，国务院国资委公布了《关于中央企业加快建设世界一流财务管理体系的指导意见》。《指导意见》提出要强化上市公司管理，提升上市公司市值和价值创造能力。2023 年 1 月 5 日，中央企业负责人会议召开，将中央企业经营考核指标由此前的“两利四率”优化为“一利五率”。相比于“两利四率”，“一利五率”将净利润改为 ROE，营业收入利润率改为营业现金比率，进一步加强了对国企的盈利能力和变现能力的考核。考虑公司所在行业特性及公司的经营情况，公司分红率有提升的外在推动力。

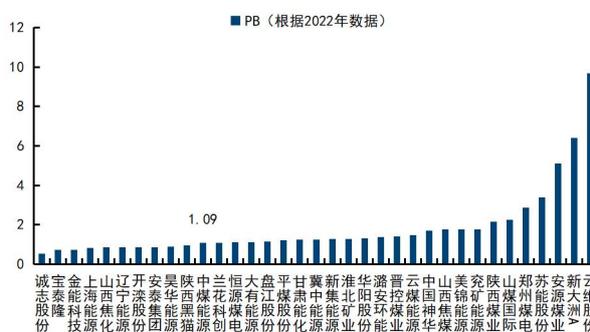
综上，预计在未来煤价保持相对稳定、经营稳定向上的情况下，公司现金流更加充沛，货币资金逐年增加，分红率有望提升。

图32：2020 年-2022 年煤炭公司平均股息率比较



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理，收盘价取 2 月 28 日

图33：公司 PB 与板块其他公司对比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图34: 公司货币现金变化 (亿元)



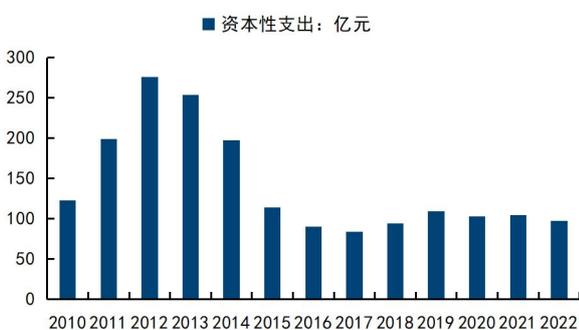
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理、

图35: 公司经营活动产生的现金流量净额变化 (亿元)



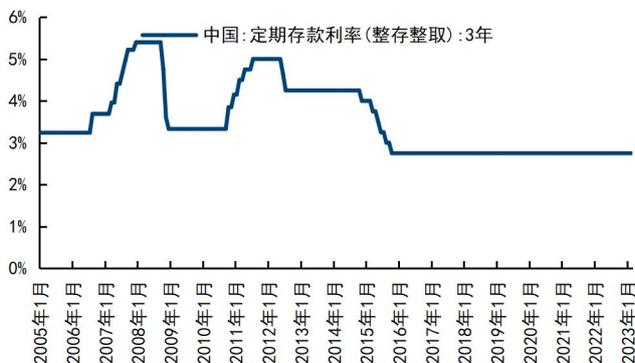
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图36: 公司资本开支变化 (亿元)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图37: 中国定期存款利率趋势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

➤ 业务假设:

公司是集煤炭生产和贸易、煤化工、发电、煤矿装备制造四大主业于一体的大型能源企业,各分部之间存在业务往来,分版块来看:

煤炭业务: 根据公司 2023 年 1-12 月的煤炭生产及销售数据,考虑煤炭价格中枢略有下移,预计 2023-2025 年,煤炭销售均价为 639 元/吨、637 元/吨、636 元/吨,销量为 285 百万吨、296 百万吨、302 百万吨。由此,给予 2023-2025 年 24.2%、24.5%、24.4%的毛利率,预计 2023-2025 年公司煤炭分部的营收为 1820.2 亿元、1884.7 亿元、1921.5 亿元。

煤化工业务: 考虑公司煤化工新项目建设周期较长,预计短期内煤化工产能维持现状。给予 2023-2025 年 16.5%、16.5%、16.5%的毛利率,预计 2023-2025 年公司煤化工业务营收为 199.8 亿元、207.8 亿元、214.0 亿元。

煤矿装备制造业务：公司顺应装备智能化趋势，持续提升高端产品占比，近年来煤矿装备制造业务营收逐年提升。给予 2023-2025 年 17%、17%、17%的毛利率，预计煤矿装备制造业务营收为 120.9 亿元、133.0 亿元、143.7 亿元。

金融业务：给予 2023-2025 年 54.5%、55%、55.0%的毛利率，预计金融业务营收为 23.9 亿元、23.9 亿元、23.9 亿元。

其他业务：在公司营收中占比较少，预计 2023-2025 年的营收为 75.8 亿元、79.6 亿元、83.6 亿元。

表14：中煤能源业务拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
合计：					
总营收：亿元	2311.27	2205.77	2117.08	2201.51	2259.30
增速：%	63.97%	-4.56%	-4.02%	3.99%	2.63%
总成本：亿元	1890.85	1651.58	1597.19	1662.06	1707.42
毛利率：%	18.19%	25.12%	24.56%	24.50%	24.43%
煤炭业务					
收入：亿元	2016.57	1909.18	1820.24	1884.67	1921.50
销售单价：元/吨	685.44	768.10	638.84	636.62	636.00
销售量：万吨	29,420	24,856	28,493	29,604	30,212
成本：亿元	1654.27	1424.88	1379.77	1423.31	1452.27
毛利：亿元	362.3	484.3	440.47	461.36	469.23
毛利率：%	17.97	25.4	24.20	24.48	24.42
业务收入比例：%	87.25	86.55	85.98	85.61	85.05
煤化工行业					
收入：亿元	216.22	227.01	199.77	207.76	213.99
同比：%	27.47	4.99	-12	4	3
成本：亿元	189.96	196.73	166.81	173.48	178.68
毛利：亿元	26.27	30.28	32.96	34.28	35.31
毛利率：%	12.15	13.30	16.5	16.5	16.5
业务收入比例：%	9.36	10.29	9.94	10.05	10.03
煤矿装备制造					
收入：亿元	96.7	106.09	120.94	133.04	143.68
同比：%	13.26	9.71	14	10	8
成本：亿元	81.36	86.96	100.38	110.42	119.25
毛利：亿元	15.34	19.13	20.56	22.62	24.43
毛利率：%	15.87	18.00	17	17	17
业务收入比例：%	4.18	4.81	6.02	6.43	6.74
金融业务					
收入：亿元	16.91	23.86	23.86	23.86	23.86
同比：%	36.15	41.10	0.00	0.00	0.00
成本：亿元	5.96	9.88	10.86	10.74	10.74
毛利：亿元	10.95	13.98	13.00	13.12	13.12
毛利率：%	64.73	58.60	54.5	55	55
业务收入比例：%	0.73	1.08	1.19	1.15	1.12
其他业务					
收入：亿元	83.1	75.83	75.83	79.62	83.60
同比：%	20.09	-8.75	0.00	5.00	5.00
成本：亿元	77.27	69.1	62.94	71.55	73.82
毛利：亿元	5.83	6.73	12.89	8.07	9.78
毛利率：%	7.02	8.9	17.00	10.14	11.70
业务收入比例：%	3.6	3.44	3.77	3.85	3.92
行业板块间抵销数					
收入：亿元	-129.86	-133.06	-115.71	-117.75	-118.38
成本：亿元	-129.62	0	-115.71	-117.75	-118.38
毛利：亿元	-0.24	0	0	0	0
毛利率：%	0.19	0	0	0	0

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2023-2025 年营业总收入分别为 2117.1/2201.5/2259.3 亿元，归属母公司净利润 208.1/217.7/225.5 亿元，同比 +14.1%/+4.6%/+3.6%。每股收益 2023-2025 年分别为 1.57/1.64/1.70 元。

盈利预测的敏感性分析

宏观经济环境、海外能源价格、上游原材料价格、下游产品价格及供求关系都将影响公司未来营收和净利润的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测，在中性预测的条件下，公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.57/1.64/1.70 元。

表18：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	231,127	220,577	210,820	220,069	226,424
(+/-%)	64.0%	-4.6%	-4.4%	4.4%	2.9%
净利润(百万元)	13282	18241	31576	33098	34273
(+/-%)	125.0%	37.3%	73.1%	4.8%	3.6%
摊薄 EPS	1.00	1.38	2.38	2.50	2.58
中性预测					
营业收入(百万元)	231,127	220,577	211,707	220,151	225,930
(+/-%)	64.0%	-4.6%	-4.0%	4.0%	2.6%
净利润(百万元)	13282	18241	20813	21769	22554
(+/-%)	125.0%	37.3%	14.1%	4.6%	3.6%
摊薄 EPS(元)	1.00	1.38	1.57	1.64	1.70
悲观的预测					
营业收入(百万元)	231,127	220,577	212,594	220,225	225,428
(+/-%)	64.0%	-4.6%	-3.6%	3.6%	2.4%
净利润(百万元)	13282	18241	10720	11198	11581
(+/-%)	125.0%	37.3%	-41.2%	4.5%	3.4%
摊薄 EPS	1.00	1.38	0.81	0.84	0.87
总股本(百万股)	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，考虑公司属于周期行业，我们采用相对估值来估算公司合理价值区间。

相对估值

我们预计中煤能源 2023-2025 年 EPS 分别为 1.57/1.64/1.70 元，我们重点选取与公司同行业的大型煤炭公司进行比较，分别为中国神华、陕西煤业。

1) **中国神华**：公司是全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司，资源丰富、产能先进，且业绩稳定性强。公司煤电路港航一体化运营，长协煤占比高，业绩稳定性较强，2017-2022 年，公司营业收入和归母净利润年复合增速分别为 6.7%、9.1%；公司货币资金在总资产中占比高、资产负债率低、ROE 稳定在 10%以上，现金分红比例高。

2) **陕西煤业**：公司作为西部煤炭龙头，先天优势明显，享有优质的动力煤资源，

资产注入以及未来产能释放带来增量。公司业务以煤为主，长协煤占比较低，受益于煤价上行，业绩实现快速增长，2017-2022年，公司营业收入和归母净利润年复合增速分别为22.2%、49.9%；公司货币资金在总资产中占比较高、资产负债率较低、ROE波动较大且煤价行情较好时多在20%以上，现金分红比例较高。

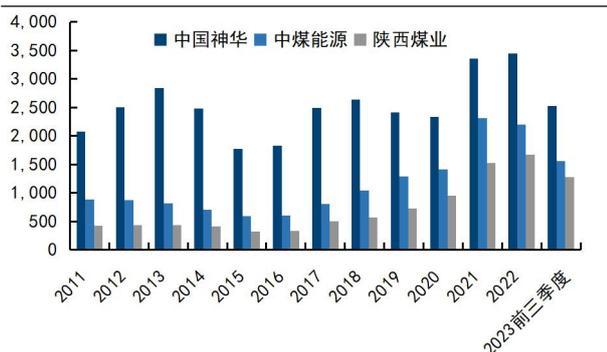
3) **中煤能源**：公司煤炭资源储备丰富，产量增长可期。公司业务以煤为主，长协煤占比较高，业绩相对稳健，2017-2022年，公司营业收入和归母净利润年复合增速分别为26.8%、27.4%；公司货币资金在总资产中占比逐渐增长至较高位置、资产负债率较高但呈现下降趋势，ROE近年来提升至10%以上，现金分红比例较低。

表19：可比公司对比

对比项	中国神华	陕西煤业	中煤能源
业务特点	煤电陆港航一体	以煤为主	以煤为主
煤价机制	长协为主	长协为主	长协和市场煤占比接近
营业收入 2017-2022 年复合增速	6.7%	22.2%	26.8%
归母净利润 2017-2022 年复合增速	9.1%	49.9%	27.4%
2022 年货币资金在总资产中占比	23.64%	15.88%	25.93%
2022 年资产负债率	26.13%	35.93%	51.47%
2022 年现金分红比例	72.77%	60.17%	30.02%
2022 年 ROE	18.07%	35.28%	14.88%

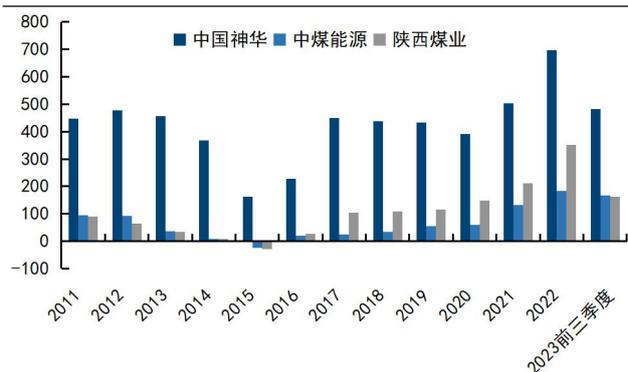
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图38：可比公司营收对比（亿元）



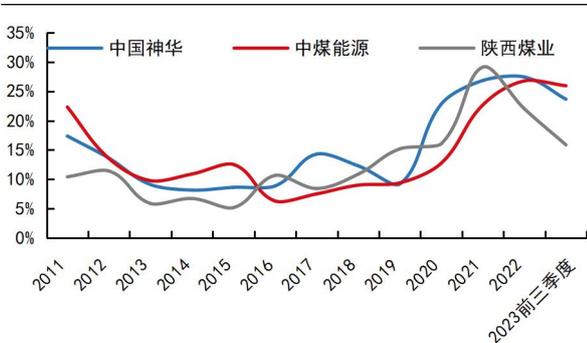
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理、

图39：可比公司归母净利润对比（亿元）



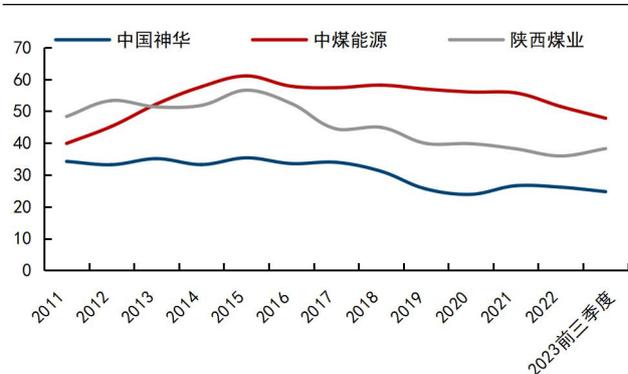
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图40：可比公司货币资金在总资产中占比对比

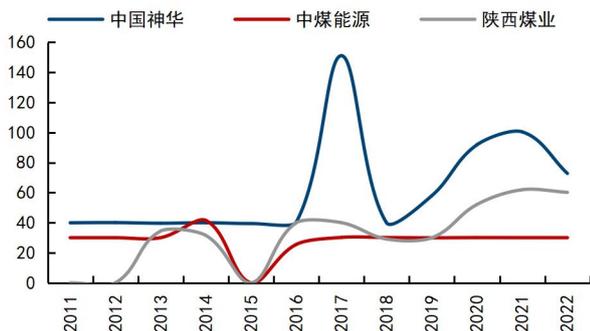


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理、

图41：可比公司资产负债率对比（%）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图42: 可比公司现金分红比例对比 (%)


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理、

图43: 可比公司 ROE 对比 (%)


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

表20: 同类公司估值比较

公司代码	公司名称	投资评级	收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601088.SH	中国神华	增持	38.38	7625.54	3.04	3.14	3.21	12.63	12.22	11.96
601225.SH	陕西煤业	增持	25.83	2504.22	2.33	2.40	2.44	11.09	10.76	10.59
		平均值						11.86	11.49	11.27
601898.SH	中煤能源	增持	12.30	1630.82	1.57	1.64	1.70	7.84	7.49	7.23

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及预测, 股价按照3月1日收盘价

根据 Wind 一致性预期, 上述可比公司 2024 年 PE 平均值为 11.5。我们认为中煤能源作为板块煤炭储量第二大的公司, 短期看长协煤占比高、产量增长可期, 中长期看有望迎来集团煤炭相关资产的注入; 同时, 相比同行, 公司股息率处于较低水平, 未来提升空间大。参考业内平均估值水平, 预计公司 2024 年合理 PE 水平为 9.0-10.0, 对应公司股票合理估值区间为 14.8-16.4 元。

投资建议

预计公司 2023-2025 年收入分别为 2117.1/2201.5/2259.3 亿元, 归属母公司净利润 208.1/217.7/225.5 亿元, 每股收益 23-25 年分别为 1.57/1.64/1.70 元。我们认为公司股票合理估值区间在 14.8-16.4 元之间, 相对于公司 3 月 1 日收盘价有 20.3%-33.3%溢价空间, 首次覆盖给予“买入”评级。

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

风险提示

估值的风险

我们采取了相对估值方法,得出公司的合理估值在 14.8-16.4 元之间,我们选取了与公司业务相同或相近的中国神华、陕西煤业等的相对估值指标进行比较,选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考,同时考虑公司的成长性,在行业平均动态 PE 的基础上相对于公司 3 月 1 日收盘价给予 20.3%-33.3%的溢价,可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长-4.0%/+4.0%/+2.6%,可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 24.6%/24.5%/24.4%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经济放缓导致煤炭需求下降

受宏观形势因素影响,可能出现经济放缓,煤炭消费端电力、钢铁、建材、化工等用煤需求下降,公司煤炭销量或价格受到影响。

水电、风电等新能源快速发展替代煤电需求

我国水电资源丰富,水电、风电等新能源发电量增加替代部分煤炭需求,导致煤炭产能过剩。

安全生产事故的影响

煤矿生产过程中有发生安全生产事故的概率,如果发生安全事故,可能会对产生较大影响。

公司产能释放不及预期

公司核增产能可能会出现产能释放不及预期的情况,影响公司业绩。

公司分红率不及预期

公司分红率可能会出现不及预期的情况,影响公司投资价值。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	72925	91026	107752	128680	147666	营业收入	231127	220577	211707	220151	225930
应收款项	9769	11233	11015	10657	11399	营业成本	189085	165158	159719	166206	170742
存货净额	8192	9350	9202	8802	9513	营业税金及附加	6372	7857	7198	7265	7230
其他流动资产	14099	12302	10585	11008	11296	销售费用	837	929	847	881	678
流动资产合计	104985	123911	138554	159146	179875	管理费用	4455	5246	5949	6110	6219
固定资产	128260	126006	127179	128461	129378	研发费用	666	771	635	660	678
无形资产及其他	51380	48168	46242	44317	42391	财务费用	3954	3728	2394	2366	2326
投资性房地产	10271	12121	12121	12121	12121	投资收益	3545	5035	4000	3500	3500
长期股权投资	26842	29904	32965	36026	39087	资产减值及公允价值变动	(3957)	(8801)	(2000)	(1500)	(1500)
资产总计	321738	340109	357061	380070	402851	其他收入	(498)	(727)	(635)	(660)	(678)
短期借款及交易性金融负债	22297	31374	32000	32000	32000	营业利润	25514	33166	36965	38663	40057
应付款项	27199	25421	24178	25089	25698	营业外净收支	63	(268)	0	0	0
其他流动负债	38249	48204	46291	48038	49143	利润总额	25577	32897	36965	38663	40057
流动负债合计	87745	104998	102470	105127	106841	所得税费用	6575	7519	8132	8506	8812
长期借款及应付债券	74617	52484	52484	52484	52484	少数股东损益	5720	7137	8020	8388	8691
其他长期负债	16974	17569	18069	18569	19069	归属于母公司净利润	13282	18241	20813	21769	22554
长期负债合计	91591	70053	70553	71053	71553	现金流量表（百万元）					
负债合计	179336	175051	173022	176179	178394	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
少数股东权益	28617	34294	38705	43319	48099	净利润	13282	18241	20813	21769	22554
股东权益	113786	130765	145333	160572	176359	资产减值准备	3900	4845	367	246	151
负债和股东权益总计	321738	340109	357061	380070	402851	折旧摊销	10543	10376	8387	8898	9358
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	3957	8801	2000	1500	1500
每股收益	1.00	1.38	1.57	1.64	1.70	财务费用	3954	3728	2394	2366	2326
每股红利	0.55	0.62	0.47	0.49	0.51	营运资本变动	20037	10942	(205)	3739	623
每股净资产	8.58	9.86	10.96	12.11	13.30	其它	(1294)	(937)	4044	4367	4629
ROIC	9.71%	13.55%	13%	13%	12%	经营活动现金流	50426	52267	35406	40520	38814
ROE	11.67%	13.95%	14%	14%	13%	资本开支	0	(3170)	(10001)	(10001)	(10001)
毛利率	18%	25%	25%	25%	24%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	18%	18%	18%	18%	投资活动现金流	(2823)	(6231)	(13062)	(13062)	(13062)
EBITDA Margin	17%	23%	22%	22%	22%	权益性融资	26	110	0	0	0
收入增长	64%	-5%	-4%	4%	3%	负债净变化	9448	(20936)	0	0	0
净利润增长率	125%	37%	14%	5%	4%	支付股利、利息	(7230)	(8255)	(6244)	(6531)	(6766)
资产负债率	65%	62%	59%	58%	56%	其它融资现金流	(15089)	30336	626	0	0
股息率	4.4%	5.0%	3.8%	4.0%	4.1%	融资活动现金流	(10627)	(27936)	(5617)	(6531)	(6766)
P/E	12.4	9.0	7.9	7.6	7.3	现金净变动	36976	18101	16727	20927	18986
P/B	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9	货币资金的期初余额	35949	72925	91026	107752	128680
EV/EBITDA	8.6	6.7	7.4	7.1	6.9	货币资金的期末余额	72925	91026	107752	128680	147666
						企业自由现金流	0	49480	27321	33079	31478
						权益自由现金流	0	58880	26080	31234	29664

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032