

无意苦争春，煤化一体群芳妒

2024年08月20日

► **煤炭内生外延成长不停，高比例长协保障盈利稳定。** 1) **内生：**公司资源量 266.48 亿吨、可采储量 138.71 亿吨，平均可采年限 57 年以上，储量非常丰富，且储产规模均位居上市公司前三。截至 2023 年末，公司拥有在产和在在建煤矿 23 对，核定和权益产能分别为 16969 和 14877 万吨/年，其中，在建矿井 2 座，分别是新疆的苇子沟煤矿和山西的里必煤矿，将于 2025 年竣工，涉及核定和权益产能为 640 和 324 万吨/年。此外，公司参股煤矿涉及权益产能 1359 万吨/年，2023 年相关子公司的投资收益合计 25.27 亿元，占利润总额的比重为 7.65%。2) **外延：**背靠中煤集团，其 2023 年产量 2.69 亿吨，位列国内第四。2021 年 3 月，集团承诺，在 2028 年 5 月 11 日前，将存在同业竞争的资源发展公司（中煤集团持股 100%）和华昱公司（中煤集团持股 60%）的股权注入中煤能源，即可注入煤矿数量共 14 对，中煤集团持有其权益产能 1831 万吨/年。3) **盈利：**公司动力煤长协占比 80% 以上，稳定性十足。焦煤毛利率高达 78.16%，是 A 股毛利率最高的焦煤公司。

► **煤化工在产规模高，在建潜力足，自有煤源保障下盈利稳定性优异。** 能源安全战略下，政府扶持行业有序扩张，现代煤化工得到高速发展，2014~2023 年，煤制烯烃产能的 CAGR 高达 12.6%，该路线产能比重提升了 10pct 以上。公司拥有焦炭/聚烯烃/尿素/甲醇/硝酸铵权益产能 176/274/175/145/40 万吨/年，同时，在建的榆林煤炭深加工项目拥有高密度聚乙烯和聚丙烯产能 35 和 55 万吨/年，预计 2026 年中交及试车投产；另外，公司和控股股东中煤集团均在大力投资煤化工项目，公司煤化工潜力空间巨大。盈利能力上，一方面，我们测算得到，独立煤矿保供电厂的模式吨煤毛利约 130 元/吨、投资毛利回报率约 50.1%，而煤化一体的模式吨煤毛利约 868 元/吨、投资毛利回报率约 50.8%，相比保供电厂，煤化一体投资毛利回报率（ROE 的替代指标）基本相等的同时，吨毛利大幅增厚；另一方面，公司自产煤地区分布广泛、产量规模高，可保障自有煤化工的发展运营，盈利稳定性显著优于独立煤化工。

► **在建煤化工全面升级，投产效益有望大幅提高，估值存在提升空间。** 公司新建项目单吨投资和单吨煤耗相比榆林烯烃一期项目大幅下降 24.8% 和 46.8%，项目投产后聚烯烃单吨毛利和毛利率或将达到 1854 元/吨和 26.8%，远高于原来 532 元/吨的单吨毛利和 7.7% 的毛利率，项目投产后增量毛利或达到近 17 亿元，是原来公司合计 120 万吨/年聚烯烃产能的盈利情况的 2 倍以上。过去公司的煤化工盈利较弱主因过去的投资水平较高，但随着公司新项目单位投资额的下降，其盈利能力并不弱于独立煤化工，无论是对标可比公司还是从盈利能力上看，我们认为，煤化一体的优势都有望提高公司估值。

► **投资建议：**公司煤炭主业具备内部和外部的延展性，叠加高长协特点保障盈利稳步提升；且煤化一体的协同模式有助于提高估值。我们预计 2024~2026 年公司实现归母净利润 190.71/200.91/214.98 亿元，对应 EPS 分别为 1.44/1.52/1.62 元/股，对应 2024 年 8 月 19 日收盘价的 PE 分别为 9/9/8 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**煤炭、煤化工产品价格大幅下滑；煤矿投产进度不及预期；计提大额减值。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	192,969	183,421	189,080	194,805
增长率 (%)	-12.5	-4.9	3.1	3.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	19,534	19,071	20,091	21,498
增长率 (%)	7.0	-2.4	5.4	7.0
每股收益 (元)	1.47	1.44	1.52	1.62
PE	9	9	9	8
PB	1.2	1.1	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 19 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

13.52 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

研究助理 卢佳琪

执业证书：S0100123070003

邮箱：lujiaqi@mszq.com

相关研究

1. 中煤能源 (601898.SH) 事件点评：增加特别派息和中期分红，24H1 股息率或达 2.72% -2024/05/30
2. 中煤能源 (601898.SH) 2024 年一季报点评：24Q1 业绩下滑，在建项目贡献未来成长 -2024/04/25
3. 中煤能源 (601898.SH) 2023 年年报点评：煤炭产量释放驱动业绩增长，新项目赋能长期发展 -2024/03/21
4. 中煤能源 (601898.SH) 2023 年三季报点评：业绩符合预期，控股股东增持彰显发展信心 -2023/10/26
5. 中煤能源 (601898.SH) 2023 年半年报点评：煤炭产销高增，煤、化价格同降 -2023/08/26

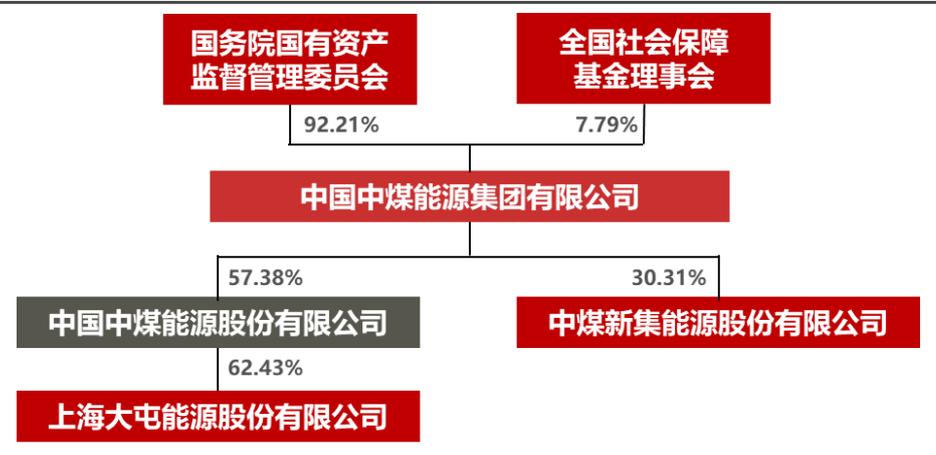
目录

1 中煤能源：背靠第四大煤炭集团，煤炭煤化工并行	3
2 煤炭：内生外延成长不停，高比例长协保障盈利	6
3 煤化工：资源协同优势显著，新项目潜力可期	12
3.1 能源安全战略下，现代煤化工快速发展	12
3.2 煤化一体协同性强，在建项目有望贡献增量	14
3.3 新项目全面升级，投产效益有望大幅提高	19
4 盈利预测与投资建议	24
4.1 盈利预测假设与业务拆分	24
4.2 估值分析和投资建议	26
5 风险提示	28
插图目录	30
表格目录	30

1 中煤能源：背靠第四大煤炭集团，煤炭煤化工并行

公司是国务院国资委管理的中央企业，是国内第四大煤炭集团的核心上市公司。中煤能源由中煤能源集团于 2006 年独家发起设立，并于同年在港交所成功上市，2008 年在上交所上市。公司控股股东是中煤集团，2023 年和 2024 年前 5 月分别实现煤炭产量 2.69 和 1.10 亿吨，在国内煤炭集团中位列第四。截至 2024 年一季度末，中煤集团持有公司股权比例为 57.38%，实际控制人国务院国资委间接持股 52.90%。中煤集团拥有中煤能源、上海能源、新集能源 3 家上市公司，截至 2024 年一季度末，中煤能源归属于控股股东的资产总额占集团资产总额的 37.98%，归母净利润占集团的 88.66%，是中煤集团的核心上市公司。

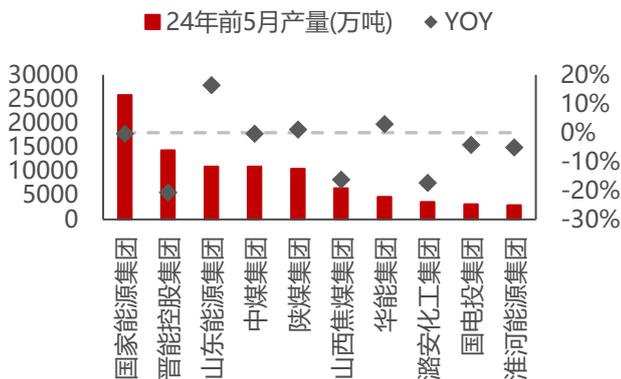
图1：公司控股股东为大型能源央企中煤集团



资料来源：公司公告，民生证券研究院

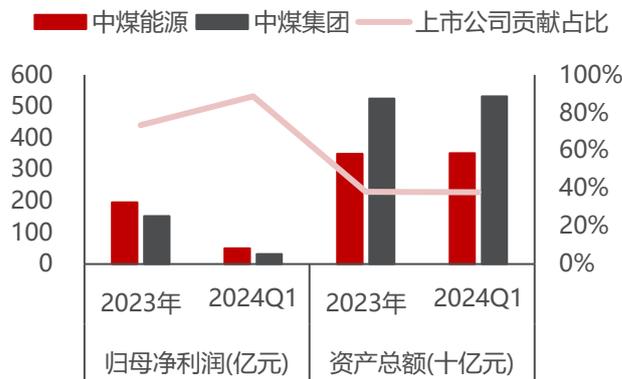
注：截至时间为 2024 年一季度末

图2：2024 年前 5 月国内原煤产量前十名企业中中煤集团位列第四



资料来源：中国煤炭工业协会，民生证券研究院

图3：24Q1 中煤能源归属于控股股东的利润占比为 88.66%



资料来源：wind，民生证券研究院

因煤价下滑 24Q1 公司收入和利润同降，毛利率保持稳定。 24Q1，公司实现营业收入 453.95 亿元，同比下降 23.27%；归母净利润实现 49.70 亿元，同比下降 30.55%。然而，从盈利能力上来看，公司 24Q1 毛利率 27.05% 相比上年同期增长 1.22pct，归母净利率为 10.95%，同比下滑 1.15%，主要是期间费用率同比上升了 1.20pct 至 4.87%。

图4: 24Q1 营业收入同比下降 23.27%



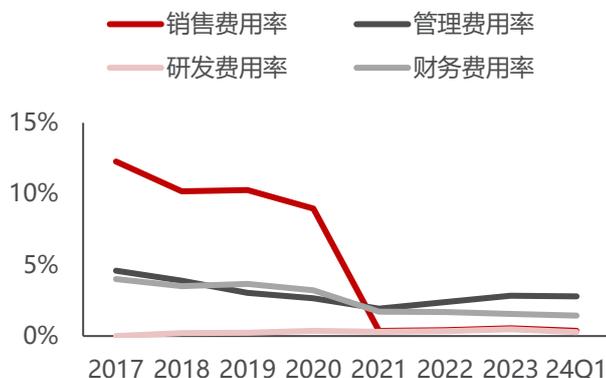
资料来源: wind, 民生证券研究院

图5: 24Q1 归母净利润同比下降 30.55%



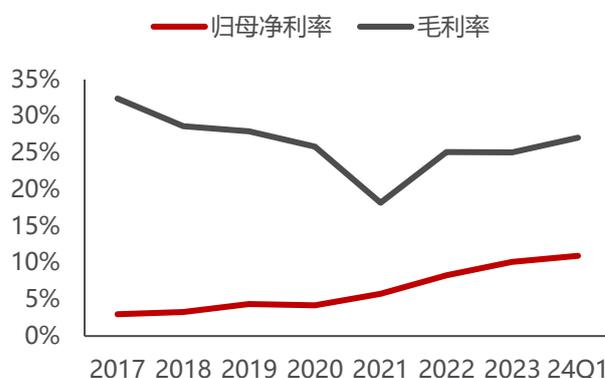
资料来源: wind, 民生证券研究院

图6: 期间费用率显著下滑



资料来源: wind, 民生证券研究院

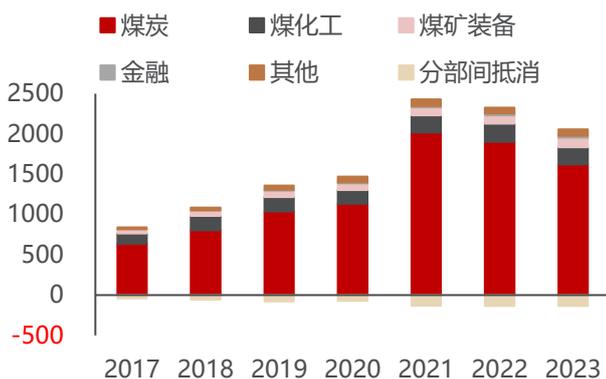
图7: 毛利率和归母净利率稳健



资料来源: wind, 民生证券研究院

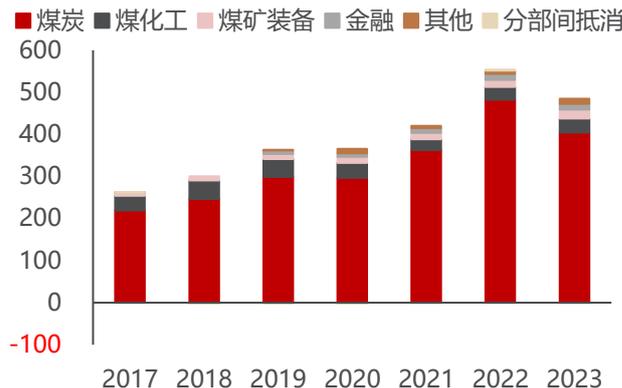
煤炭贡献主要收入和利润。公司业务包含煤炭、煤化工、煤矿装备、金融等，其中，煤炭业务 2023 年实现收入和毛利 1622.53 和 404.76 亿元，占主营业务收入和毛利的比重分别为 84.41%和 83.53%，贡献了公司主要的收入和利润来源；同年，煤化工的收入和毛利分别实现 213.37 和 32.73 亿元，占主营业务的比重分别为 11.10%和 6.75%。此外，煤炭业务盈利能力相对较强，2023 年煤炭、煤化工的毛利率分别为 24.95%和 15.34%，金融业务毛利率虽达到 57.23%，但收入和毛利规模较小。

图8: 2017~2023 年分业务收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

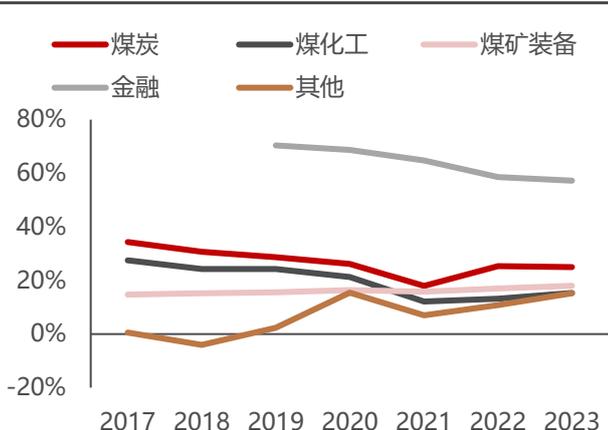
图9: 2017~2023 年分业务毛利 (亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

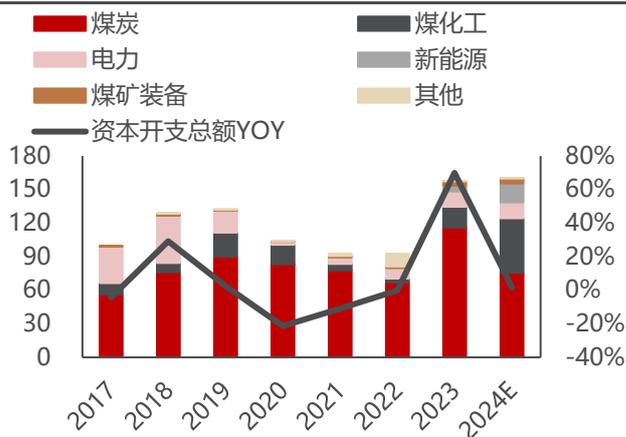
2024 年煤炭资本支出放缓，化工开支大幅增加。2024 年之前，公司资本开支主要流向煤炭板块，在 2023 年 157.57 亿元的资本支出中，煤炭、煤化工、电力分别占比 73.69%、11.78%、8.64%。2024 年，公司计划资本支出 160.09 亿元，同比 23 年实际完成支出增长 1.60%，其中，煤炭计划支出 75.56 亿元，同比下滑 34.93%，**煤化工计划支出 48.76 亿元，同比大增 162.72%**，两者占总资本支出的比重分别为 47.20%和 30.46%。

图10: 2017~2023 年分业务毛利率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

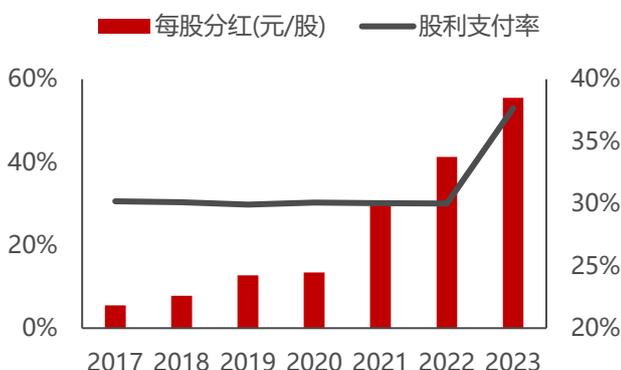
图11: 2024 年计划资本支出主要用于煤炭和煤化工 (亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

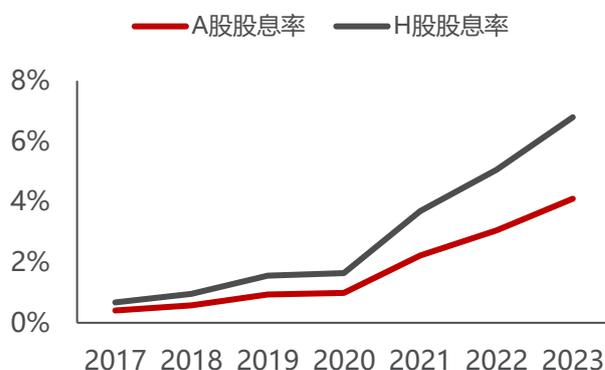
2023 年提高分红，H 股股息率高达 6.80%。2017~2022 年公司分红比率持续维持在 30%左右，2023 年是 17 年以来首次大幅提高分红比例的一年，在实施 2023 年特别分红后，公司股利支付率从 2022 年的 30.02%提高至 2023 年的 37.67%，以 2024 年 8 月 19 日的收盘价计算，公司 A 股股息率为 4.10%，H 股股息率则高达 6.81%。此外，2024 年 5 月，公司收到控股股东提议，在符合利润分配的条件下制定并实施 2024 年中期分红方案，建议分红金额不低于 2024 年上半年归母净利润的 30%，可见公司分红意愿有所提升。

图12: 2023 年公司分红比率从 30%提高至 38%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图13: H 股股息率高达 6.81%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 历史股息率均以 2024 年 8 月 19 日收盘价计算, 汇率采用 2024 年 8 月 19 日数据 1 港元=0.9162 人民币

2 煤炭：内生外延成长不停，高比例长协保障盈利

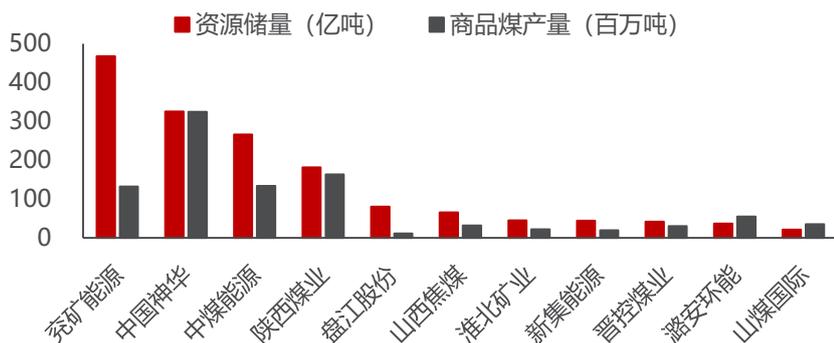
资源储量丰富，储产规模均位居上市公司前三。公司煤炭资源非常丰富，截至2023年末，资源量有266.48亿吨，可采储量有138.71亿吨，考虑可采部分的有效储量，按照实际可采系数为0.7计算，公司储量的平均可采年限将达到57年以上。分地区来看，公司资源主要集中在山西、内蒙古和陕西，另外少部分资源分部在新疆、江苏和黑龙江地区；分煤种来看，公司资源以动力煤为主，可采量占比89.73%，炼焦煤和无烟煤资源占比7.88%和2.39%。对比同行来看，公司储量和产量规模在上市公司中均排名第三，规模优势和长期价值突出。

表1：公司储量资源以动力煤为主，主要在晋陕蒙（亿吨）

分地区	资源量	可采储量	证实储量	可采储量占比
山西	111.58	43.76	15.02	31.55%
内蒙古	87.98	52.95	19.94	38.17%
陕西	51.11	34.95	10.46	25.20%
新疆	6.52	3.52	2.18	2.54%
江苏	6.27	2.12	1.47	1.53%
黑龙江	3.02	1.41	0.53	1.02%
合计	266.48	138.71	49.60	100.00%
分煤种	资源量	可采储量	证实储量	可采储量占比
动力煤	236.27	124.46	42.87	89.73%
炼焦煤	22.33	10.93	4.91	7.88%
无烟煤	7.88	3.32	1.82	2.39%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图14：公司储产规模在上市公司中位列前三



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：山西焦煤、晋控煤业、山煤国际披露产量仅为原煤产量，因此上表统计三家公司的数据为商品煤销量

核定和权益产能分别为16969和14877万吨/年，其中，在建核定和权益产能640和324万吨/年。公司目前拥有在产和在建煤矿23个，总核定产能16969万吨/年，权益总产能为14877万吨/年。其在产煤矿有21个，核定和权益产能分别为16329和14553万吨/年。其中，公司目前控股66%的蒙大矿业于2009年12月由远兴能源、上海证大转让其51%的股权给中煤能源，2023年蒙大矿业因探矿权转让合同纠纷被判向乌审旗国资公司支付探矿权转让价款差额22.24亿元，2024年2月，远兴能源收到仲裁通知称，中煤能源认为该笔款项应由远兴能源及

上海证大承担,目前,该仲裁事项尚未裁决,如果公司获胜,公司所有者权益可能增加。公司的在建煤矿有 2 个,核定和权益产能分别为 640 和 324 万吨/年,分别是苇子沟煤矿权和里必煤矿,预计两矿井将于 2025 年底试运转。

此外,公司拥有沙拉吉达井田探矿权,井田面积 92.83 平方千米,资源储量 16.6 亿吨,评估利用可采储量 9.59 亿吨,矿井服务年限 86 年,拟建设产能规模 800 万吨/年,然由于其与水源保护区存在重叠,短期无法开采,从而 2022 年计提减值准备 62.85 亿元。未来该矿业权处置可能使公司获得一定非经常性收益。

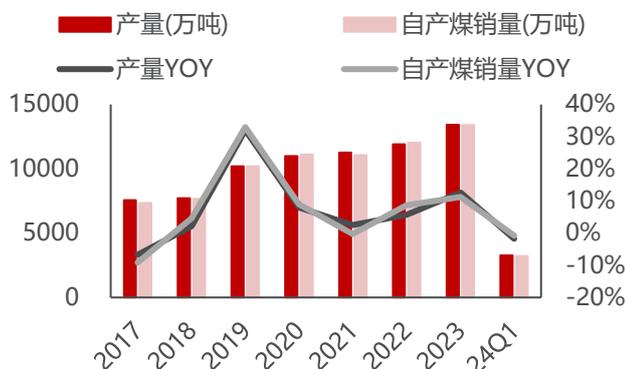
表2: 公司控股的在产和在建煤矿的权益产能为 14877 万吨/年

所属子公司	控股煤矿	位置	煤种	煤矿持股比例	核定产能(万吨/年)	权益产能(万吨/年)	状态
平朔集团	安太堡露天矿	山西朔州	动力煤	100%	2000	2000	在产
	安家岭露天矿	山西朔州	动力煤	100%	2500	2500	在产
	东露天煤矿	山西朔州	动力煤	100%	3000	3000	在产
	安家岭井工矿(一号井)	山西朔州	动力煤	100%	1000	1000	在产
	安太堡井工矿(三号井)	山西朔州	动力煤	100%	1000	1000	在产
	东坡煤矿	山西朔州	动力煤	100%	270	270	在产
	北岭煤矿	山西朔州	动力煤	100%	90	90	在产
	小回沟煤矿	山西太原	焦煤	100%	300	300	在产
中新唐山沟	唐山沟	山西大同	动力煤	80%	150	120	在产
中煤华晋	王家岭矿	山西临汾	焦煤	51%	750	383	在产
	华宁煤矿	山西临汾	焦煤	26.01%	300	78	在产
	韩咀煤矿	山西临汾	焦煤	51%	120	61	在产
上海能源	姚桥煤矿	江苏徐州	1/3 焦煤、 气煤、肥煤	62.43%	425	265	在产
	徐庄煤矿	江苏徐州	1/3 焦煤、 气煤、肥煤	62.43%	160	100	在产
	孔庄煤矿	江苏徐州	1/3 焦煤、 气煤、肥煤	62.43%	144	90	在产
	新疆 106 煤矿	新疆呼图壁县	动力煤	31.84%	180	57	在产
蒙大矿业	纳林河二号	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	66%	800	528	在产
伊化矿业	母杜柴登	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	51%	600	306	在产
西北能源	南梁煤矿	陕西榆林	动力煤	55%	300	165	在产
黑龙江煤化工	依兰第三煤矿	黑龙江哈尔滨	动力煤	100%	240	240	在产
陕西榆林	大海则煤矿	陕西榆林	动力煤	100%	2000	2000	在产
在产煤矿				89.12%	16329	14553	-
上海能源	苇子沟煤矿	新疆呼图壁县	动力煤	49.94%	240	120	预计 2025 年底试运转
中煤华晋	里必煤矿	山西晋城	无烟煤	51%	400	204	预计 2025 年底试生产
在建煤矿				50.60%	640	324	-
银河鸿泰公司	沙拉吉达井田	内蒙古鄂尔多斯呼 吉尔特矿区	-	78.84%	800	631	未开启建设
非正常运营煤矿				78.84%	800	631	
在产+在建合计				87.67%	16969	14877	
动力煤合计				92.08%	14770	13600	
焦煤合计				58.06%	2199	1277	

资料来源: 国家安监局, 山西省能源局, 乌审旗人民政府网, 公司公告, 上海能源公司公告, 民生证券研究院

自产煤销量稳步上升，在建矿井贡献成长。随着 2019 年内蒙古的母杜柴登煤矿、纳林河二号煤矿投产运营，2021 年以来多个矿井产能核增，以及 2022 年陕西的大海则煤矿投产，公司自产煤产量呈现稳步上升趋势，2023 年达到 13422 万吨，其中，动力煤产量 12330 万吨、占比 91.86%，炼焦煤产量 1092 万吨、占比 8.14%；24Q1，在国内原煤产量同比下滑 4.10%的背景下，公司煤炭产量仅下滑 1.71%，整体产销波动较小。后续随着在建煤矿今明两年陆续投产，煤炭产量有望延续稳步上升趋势。贸易煤方面，近两年销量下滑速度较快，2023 年公司贸易煤销量 12649 万吨，同比下滑 1.35%；24Q1 销量 2973 万吨，同比下滑 24.37%。

图15：自产煤产销量稳步上升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图16：2022年~24Q1贸易煤销量下滑



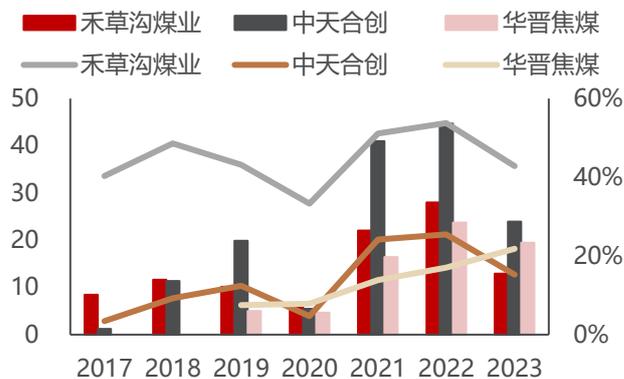
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图17：公司产煤以动力煤为主（万吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图18：2023年参股煤矿净利率均位于高位（左/柱状图：归母净利润；右/折线图：归母净利率）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

参股煤矿权益产能 1359 万吨/年，2023 年贡献利润近 8%。公司拥有参股煤矿 7 个，核定产能合计 3290 万吨/年，权益产能 1359 万吨/年，且盈利能力均位于高位。2023 年，参股煤矿主要所属公司禾草沟煤业、中天合创、华晋焦煤实现净利润分别为 12.91、23.95、19.45 亿元，净利率分别为 42.81%、15.28%、21.83%，按中煤能源持股权益计算的重要合联营煤矿的投资收益合计为 25.27 亿元，占投资收益的比重为 84.09%，占利润总额的比重为 7.65%。

表3：参股煤矿权益产能 1359 万吨/年

所属子公司	控股煤矿	位置	煤矿持股比例	核定产能(万吨/年)	权益产能(万吨/年)	状态
中天合创	葫芦素煤矿	内蒙古鄂尔多斯	38.75%	800	310	在产
	门克庆煤矿	内蒙古鄂尔多斯	38.75%	800	310	在产
华晋焦煤	沙曲一号煤矿	山西吕梁	49%	500	245	在产
	沙曲二号煤矿	山西吕梁	49%	300	147	在产
	吉宁煤矿	山西临汾	24.99%	300	75	在产
	明珠煤矿	山西临汾	24.99%	90	22	在产
禾草沟煤业	禾草沟煤矿	陕西延安	50%	500	250	在产
在产煤矿				3290	1359	

资料来源：中天合创官网，山西焦煤公司公告，公司官网，公司公告，民生证券研究院

动力煤长协比例高，价格波动小；炼焦煤盈利能力业内第一。 1) **动力煤**：公司长协占比在 80%以上，因此价格波动弱于市价变化，2023 年和 24Q1 秦皇岛 5500 大卡动力煤价格同比下滑 23.85%和 20.09%，但公司动力煤均价分别实现 532 和 514 元/吨，仅下滑 14.49%和 10.76%，从而价格稳定性更强；盈利情况来看，动力煤单吨毛利为 224.59 元/吨，毛利率 42.22%。 2) **炼焦煤**：2023 年和 24Q1 均价分别为 1386 和 1515 元/吨，同比下滑 20.80%和 10.72%，然而，其盈利能力依然强劲，2023 年炼焦煤单吨毛利为 1083.35 元/吨，毛利率高达 78.16%。在焦煤上市公司中，中煤能源的炼焦煤销量规模和价格水平位居中间，而吨毛利和毛利率水平位列第一，规模具有相对优势、盈利能力则保持绝对优势。

图19：公司各煤种售价(元/吨)



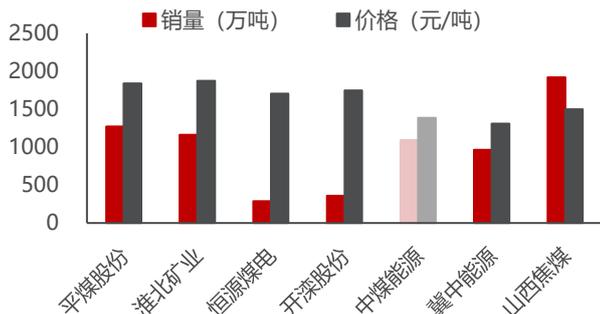
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图20：公司各煤种单位毛利(元/吨)



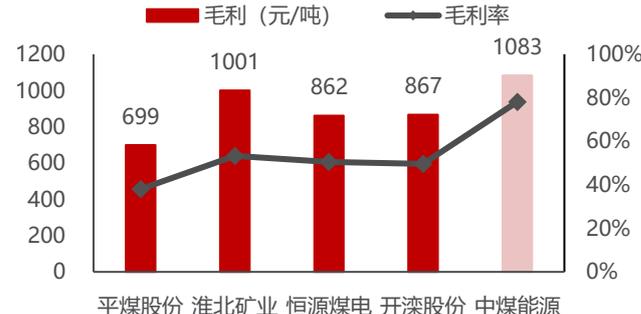
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图21：公司炼焦煤销量规模和价格水平在焦煤上市公司里居中



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图22：公司焦煤吨毛利和毛利率在焦煤上市公司中位居第一

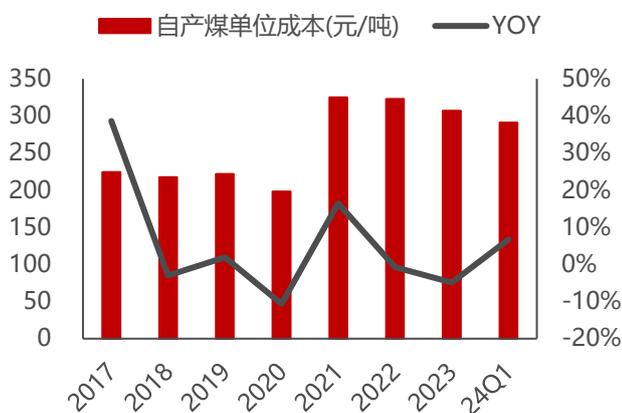


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：山西焦煤和冀中能源未拆分炼焦煤煤种的单独成本

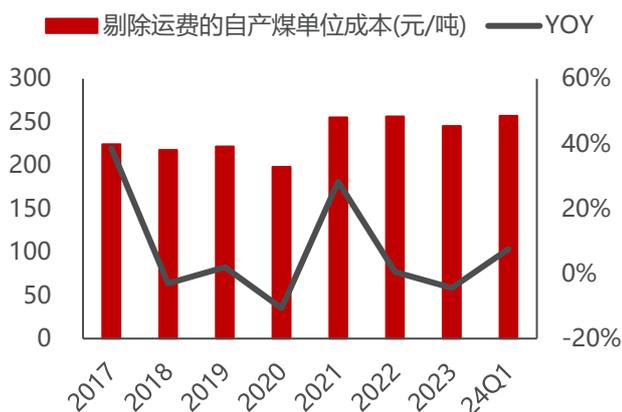
近几年自产煤成本稳中向下。考虑到 2021 年开始会计核算方式发生改变,为了履行客户合同而发生的运输费用、港杂费用等合同履约成本从“销售费用”调整至“营业成本”项目中,因此,同口径下对比成本来看,2021 年之后自产煤单位成本整体高于 2021 年之前,主要是人工成本和环境恢复治理费、安全费、维简费等其他成本明显上升,且在 2021 年之后该部分成本依然维持高位。然而,公司不断优化生产组织,承担铁路运输及港杂费用的自产煤销量比重有所变化,并大力推动系统降本和科技降本,从而 2023 年材料成本、运输及港杂费用均有明显下降。2023 年公司自产煤单位成本为 307.01 元/吨,同比下降 4.90%; 24Q1 为 290.97 元/吨,同比增长 6.76%,主要是因为煤矿自营剥离量和掘进进尺同比增加、生产一线队伍薪酬水平提高以及本期专项基金费用化使用同比减少。

图23: 自产煤单位成本 2021~24Q1 呈下降趋势



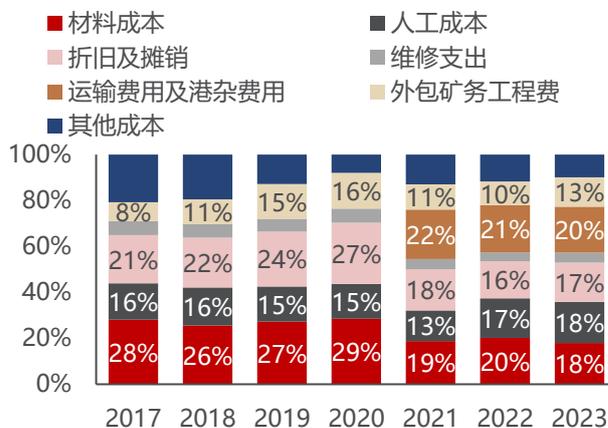
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图25: 剔除运输及港杂费的自产煤单位成本 2021 年~24Q1 整体平稳



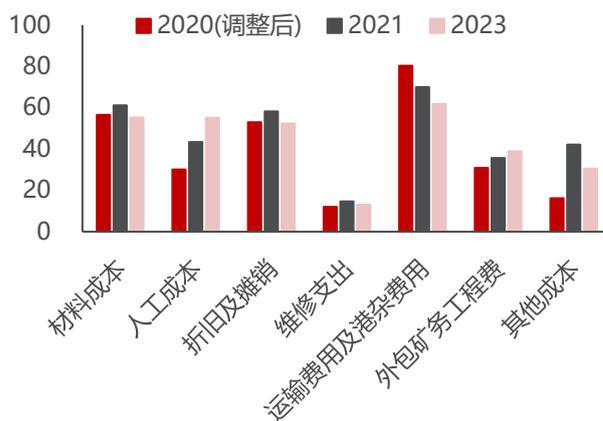
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图24: 2023 年自产煤单位成本中人工成本占 18%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图26: 2023 年单位材料成本和运输费相比 2021 年明显下降 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

集团可注入权益产能 1831 万吨/年, 长期成长潜力巨大。2014 年 5 月 12 日, 中煤集团出具避免同业竞争承诺函, 承诺七年内将与中煤能源存在同业竞争的进出口公司(现变更为“资源发展公司”)、华昱公司和龙化集团的股权注入中煤能源。由于相关资产和股权暂时并不符合注入公司的条件或已不可能注入公司, 2021 年 3 月集团变更承诺为, 在 2028 年 5 月 11 日前, 将存在同业竞争的资源发展公司

和华昱公司的股权注入中煤能源。据统计，资源发展集团拥有 7 座煤矿，核定产能和权益产能分别为 1008 和 742 万吨/年；山西华昱能源拥有 7 座煤矿，核定产能和权益产能分别为 1900 和 1816 万吨/年；若按照中煤集团分别持股权益 100% 和 60% 计算，则中煤集团承诺注入到上市公司的权益产能有 1831 万吨/年。

表4：集团承诺注入矿井

所属公司	控股煤矿	位置	子公司 持股比例	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	状态
资源发展集团 (中煤集团持 股 100%)	担水沟煤矿	山西朔州	100%	90	90	在产
	东易煤矿	山西朔州	70%	90	63	在产
	甘庄煤矿	山西大同	60%	120	72	在产
	塔山煤矿	山西大同	95%	420	399	在产
	王行庄煤矿	河南郑州	20%	120	24	在产
	新登煤矿	河南郑州	51%	84	43	在产
	教学三矿	河南郑州	60%	84	50	在产
	小计		74%	1008	742	-
山西华昱能源 (中煤集团持 股 60%)	五家沟煤矿	山西朔州	100%	400	400	在产
	元宝湾煤矿	山西朔州	100%	300	300	在产
	南阳坡煤矿	山西朔州	100%	300	300	在产
	水泉煤矿	山西朔州	100%	300	300	在产
	国兴煤矿	山西朔州	80%	180	144	在产
	国强煤矿	山西朔州	60%	120	72	在产
	白芦煤矿	山西朔州	100%	300	300	在产
	小计		96%	1900	1816	-
	合计		88%	2908	2557	-

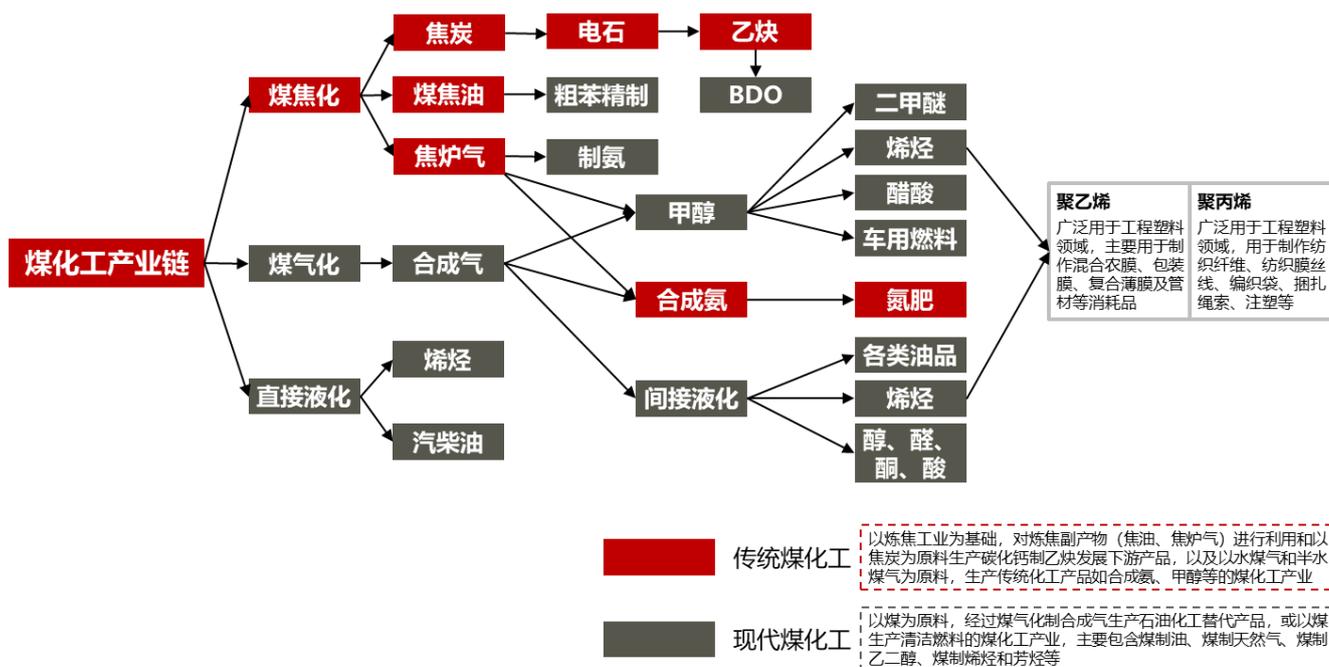
资料来源：公司公告，公司官网，山西省能源局，民生证券研究院

3 煤化工：资源协同优势显著，新项目潜力可期

3.1 能源安全战略下，现代煤化工快速发展

现代煤化工是我国未来能源自主发展的主要方向。煤化工行业根据产业成熟度可分为传统煤化工和现代煤化工。我国传统煤化工发展较早，上世纪 60、70 年代已形成化肥工业为主的煤化工产业；伴随着石油化工技术的发展，全球性石油短缺出现，煤炭作为我国的优势能源被赋予了新的使命，即以其为原料借助先进技术生产烯烃、芳烃、乙二醇等化工产品，现代煤化工由此进入大众视野。进入 21 世纪，伴随着我国原油对外依存度的提高，煤化工加速发展，我国多个现代煤化工示范项目陆续运营，“十二五”期间，我国现代煤化工进入大规模商业开发和规范化运营阶段。

图27：煤化工产业链



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

新时代能源安全观确立，政策扶持煤化工产业进入有序扩张阶段。

1) “十三五”期间中央和地方陆续发布行业细则：①中央：2017 年有关部门提出布局四个现代煤化工产业示范区，一方面，提高煤炭作为化工原料的综合利用效能，积极发展煤基特种燃料、煤基生物可降解材料等；另一方面，推动煤化一体发展，通过大基地建设，推进现代煤化工补链延链强链，提高能源转化效率；②地方：2019 年陕西榆林市政府规定已出让矿业权的煤矿，煤炭就地转化率应达到 60%~80%，未配置煤矿应达到 80%以上；其他示范地区也基本在 50%以上。

2) 2020 年首次提出将“能源安全”纳入国家安全战略：2015 年 7 月开始实施的《国家安全法》将资源安全列入总体国家安全观，能源安全则是资源安全的重要

要内容；2020年4月，中共中央政治局召开会议，在宏观政策“六稳”的基础上首次提出了“六保”，其中能源安全与粮食安全并列，在“六保”中居于基础性地位；同年，《能源法》以法律的形式确定了能源安全战略在国家安全战略中的地位，且十九届五中全会再次强调“保障能源和战略性矿产资源安全”；2021年10月，习近平总书记提出“能源的饭碗必须端在自己手里”。能源安全的地位转变加速了煤化工行业的发展。

3) “十四五”期间政策引导行业进入有序扩张阶段：2021年12月，中央经济工作会议明确提出“原料用能不纳入能源消费总量控制”；同年，《现代煤化工“十四五”发展指南》提出2025年煤制气、煤制油、煤制烯烃、煤制乙二醇的目标产能为150亿立方米、3000、2000、1000万吨/年，相比2020年分别增长1.9、2.2、0.3、1.0倍；2022年出台的《关于进一步做好原料用能不纳入能源消费总量控制有关工作的通知》对原料用能的基本定义和具体范畴进行了界定，从而煤化工用煤不再纳入能源消费总量控制；2023年8月，发改委等部门联合发布《关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》，一方面规范煤炭市场优先保供电煤、减弱了化工煤市场的供给弹性，另一方面加强规划布局引导，引导项目向煤炭、水资源丰富的地区集中，促进产业集聚化、园区化发展。

图28：煤化工发展历程

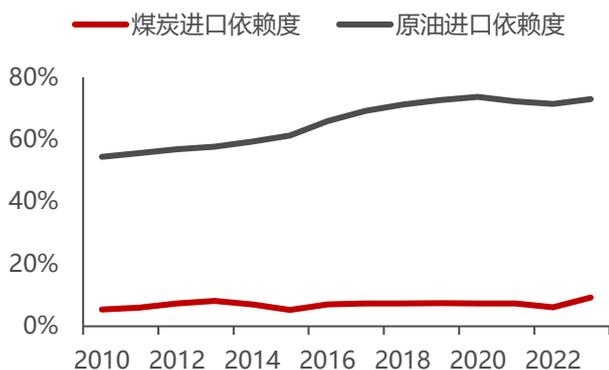


资料来源：智研咨询，北极星火力发电网，煤化工专委会，中国政府网，民生证券研究院

我国“富煤贫油少气”的国情背景下，煤制烯烃占比逐步提升。我国当前制作烯烃的路线以油头为主，即通过原油催化裂化或直接通过石脑油裂解，该路线制聚乙烯的产能比重为76%、制聚丙烯的占比为59%。然而，我国资源呈现“富煤贫油少气”的特征，2023年原油进口依赖度高达73.0%，煤炭进口依赖度则只有9.3%，在资源结构、政策支持以及国内需求高增的驱动下，煤制烯烃产能快速增长，2023年达到1865万吨/年，同比22年增速5.3%，近十年CAGR高达21.5%。同时，煤头路线制烯烃产能比重也在逐步抬升，据百川盈孚数据，2014年我国乙烯和丙烯的产能合计为4524万吨，其中，煤制烯烃产能613万吨，煤制路线占

比 14%；然而，观研天下 2022 年的统计数据显示，聚乙烯和聚丙烯的煤制路线产能占比已达到 20%和 25%，由于国内甲醇的主要成熟制作工艺为煤制法，因此，若考虑外购甲醇制烯烃这种间接耗煤的产能，CTO/MTO 路线制作乙烯和丙烯的产能比重分别可达到 24%和 29%，相比 2014 年提升了 10pct 以上。

图29：2023 年我国原油进口依赖度高达 73%



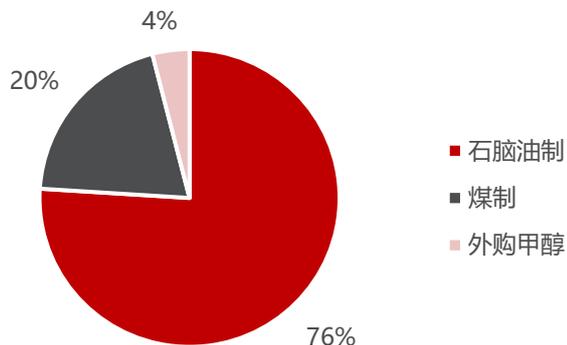
资料来源：wind，民生证券研究院

图30：近十年煤制烯烃产能 CAGR 为 21.5%



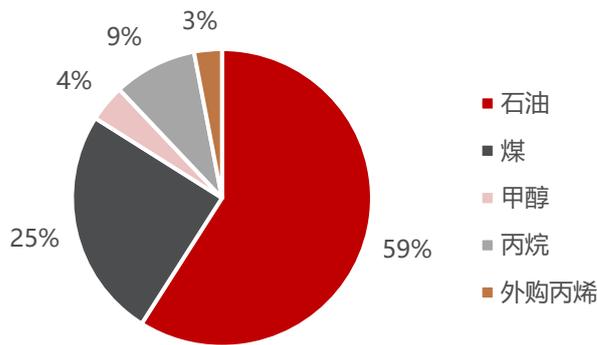
资料来源：智研咨询，现代煤化工公众号，民生证券研究院

图31：石脑油裂解制聚乙烯的产能占比 76%



资料来源：观研天下，民生证券研究院

图32：石脑油裂解制聚丙烯的产能占比 59%



资料来源：观研天下，民生证券研究院

3.2 煤化一体协同性强，在建项目有望贡献增量

煤化工权益产能 810 万吨/年，包含控股、参股权益产能 570、240 万吨/年，其中，在建项目 100%权益、聚烯烃产能 90 万吨/年。公司目前拥有煤化工项目 9 个，其中控股项目 6 个，包含 5 个在产项目和 1 个在建项目。在产项目中，最终产品聚乙烯/聚丙烯/尿素/甲醇/硝铵核定产能分别为 60/60/175/160/40 万吨/年；在建的榆林煤炭深加工项目由公司全资子公司中煤陕西榆林能源化工有限公司承建，中间产品甲醇产能 220 万吨/年，最终产品为高密度聚乙烯和聚丙烯，产能分别为 35 和 55 万吨/年，并副产混合 C4 和硫磺等，项目计划投资 238.88 亿元，计划 2024 年开工建设，预计 2026 年中交及试车投产。

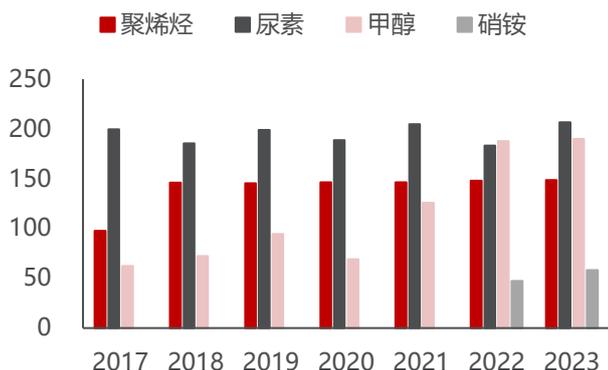
表5：公司参控股煤化工项目

所属子公司	持有权益	项目名称	主要产品	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	状态
中煤陕西榆林能源化工有限公司	100%	榆林煤制烯烃一期项目	甲醇(中间产品)/聚乙烯/ 聚丙烯	205/30/30	205/30/30	在产
中煤鄂尔多斯能源化工有限公司	100%	图克化肥项目	大颗粒尿素	175	175	在产
		合成气制年产 100 万吨甲醇技术改造项目	主产 MTO 级甲醇	100	100	在产
内蒙古中煤远兴能源化工有限公司	75%	蒙大甲醇项目	煤制甲醇	60	45	在产
内蒙古中煤蒙大新能源化工有限公司	100%	蒙大工程塑料项目	聚乙烯/聚丙烯	30/30	30/30	在产
中煤平朔集团有限公司	100%	劣质煤综合利用示范项目	硝酸	40	40	在产
控股在产项目最终产能统计				495	480	-
聚烯烃				120	120	-
尿素				175	175	-
甲醇				160	145	-
硝酸				40	40	-
中煤陕西榆林能源化工有限公司	100%	榆林煤炭深加工项目	甲醇(中间产品)/高密度 聚乙烯/聚丙烯	220/35/55	220/35/55	预计 2026 年试车投产
控股在建项目最终产品产能统计：聚烯烃				90	90	-
控股项目最终产品产能统计				585	570	-
聚烯烃				210	210	-
尿素				175	175	-
甲醇				160	145	-
硝酸				40	40	-
河北中煤旭阳焦化有限公司	45%	焦化项目	焦炭	392	176	在产
中天合创能源有限责任公司	38.75%	中天合创鄂尔多斯煤炭深加工示范项目	甲醇/烯烃	360/137	140/53	在产
陕西延长中煤榆林能源化工有限公司	15.83%	靖边能化园区煤油气资源综合利用一期启动项目	甲醇/聚乙烯/聚丙烯	180/30/40	28/5/6	在产
参股项目最终产品产能合计				599	240	-
焦炭				392	176	-
聚烯烃				207	64	-
参股+控股项目最终产品产能统计				1184	810	-
焦炭				392	176	-
聚烯烃				417	274	-
尿素				175	175	-
甲醇				160	145	-
硝酸				40	40	-

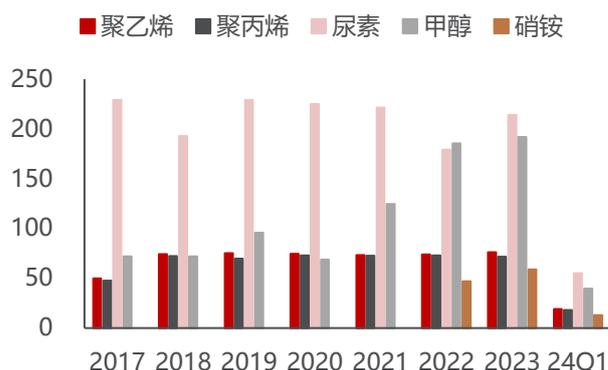
资料来源：能化动态公众号，中国旭阳招股书，公司官网，公司公告，民生证券研究院

煤化工产销稳定，聚烯烃吨毛利逐步修复。公司合成气制年产 100 万吨甲醇技术改造项于 2021 年投运，从而甲醇产销量从 2021 年开始提升，其他煤化工产品产销量则整体平稳。由于煤炭价格 2021 年以来大幅提升，叠加 2022~2023

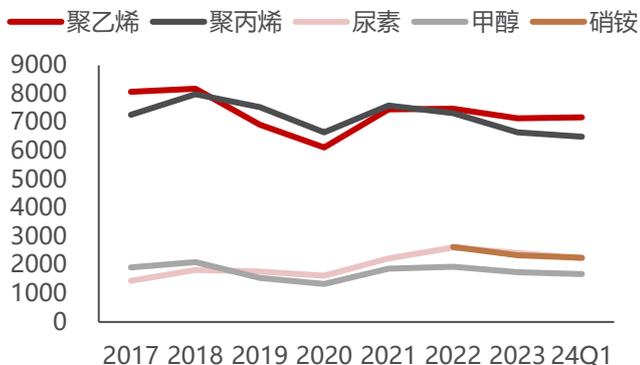
年国内聚烯烃产能大量投放，聚烯烃产品的价格和吨毛利均有下滑。2023年，公司聚乙烯/聚丙烯价格为7145/6652元/吨，同比-4.47%/-9.16%，吨毛利分别为781/266元/吨，相比2020年之前明显下降；24Q1，价格延续下滑态势，同比-1.01%/-5.21%至7182/6498元/吨，但在成本降低的驱动下，吨毛利上升至1299/583元/吨。此外，尿素/硝铵24Q1吨毛利为676/736元/吨，同比-23.27%/-38.92%，甲醇吨毛利-66元/吨，同比大幅减亏。

图33：煤化工产品产量（万吨）


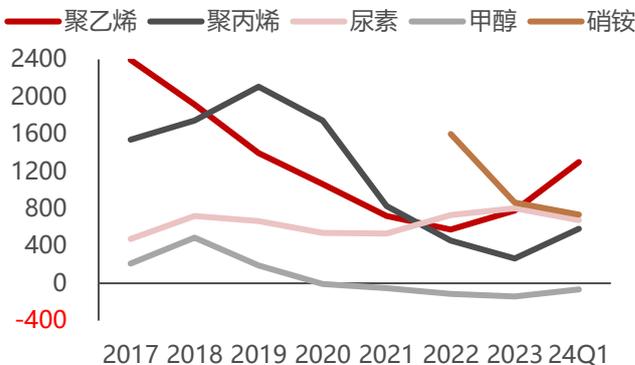
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图34：煤化工产品销量（万吨）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图35：煤化工产品单位价格（元/吨）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

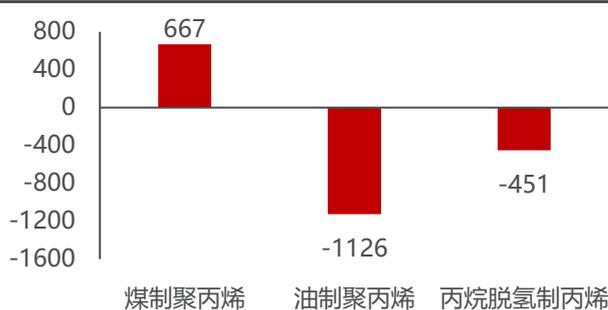
图36：煤化工产品单位毛利（元/吨）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

煤、化协同发展，一体化优势明显。一方面，当前油价位于高位，2023年布伦特原油期货结算价均价为82.17美元/桶，在此背景下，金联创数据显示，2023年1~10月煤制烯烃行业利润667元/吨，油制聚丙烯行业利润-1126元/吨，煤化工项目经济性明显；另一方面，公司大海则煤矿位于陕西榆林地区，2022年联合试运转、2023年正式投产，和公司榆林煤制烯烃项目形成了良好的产业协同效应，2022年公司蒙陕地区煤化工采购内部煤炭量为842万吨，相比上年增加了380万吨，而公司自产聚烯烃的单位成本在自产动力煤价格同比上升8.77%的情况下同比仅增长2.04%。

图37：2022 年蒙陕煤化工煤炭自用量上升（万吨）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图38：2023 年仅煤制烯烃存在利润（元/吨）


资料来源：金联创，民生证券研究院

一体化产业保障 ROE 稳定的同时有利于增厚业绩。在煤炭企业要保障长协比例的背景下，煤炭产业链的延伸有助于其利润的增厚，以宁夏地区 2023 年的煤炭价格进行测算，独立煤炭企业销售 Q5000 大卡的煤至外部电厂和外部煤化工的吨煤毛利分别是 130 和 309 元/吨；然而若是拥有非坑口或坑口电厂的煤电一体企业以及煤化一体企业，产业链的延伸则可以使得吨煤毛利达到 301、365 和 868 元/吨，明显高于保供电厂的吨煤盈利。从 ROE 角度来看，我们以“吨煤毛利/吨煤资本金投资”代替 ROE 作为回报率指标，可见，**若企业建设独立煤矿，保供带来的投资毛利回报率约 50.1%；若配套煤化工项目建设煤矿，投资毛利回报率约 50.8%；若配套项目为坑口电厂，则回报率高达 65.3%；**因此，煤电或煤化一体化建设的回报率水平将保持稳定甚至更高，同时吨煤利润也将进一步增厚。

表6：一体化产业链和煤炭独立产业的回报率测算对比

煤炭单位盈利情况 (元/吨)	卖给外部电厂	卖给外部煤化工	卖给自有非坑口电厂	卖给自有坑口电厂	卖给自有煤化工	备注
销售价格-含税	494		494	494		
销售价格-不含税	438	617	438	438	617	为便于比较，采用宁夏长协煤价和宝丰能源采购价格，煤炭热值基准是 Q5000
单位成本	307	307	307	307	307	采用中煤能源吨煤成本
单位毛利	130	309	130	130	309	
自有下游盈利情况 (元/度, 元/吨)	无	无	电厂-电价	电厂-电价	煤化工-烯烃	备注
销售价格-不含税	-	-	0.4384	0.4098	6929	采用浙能电力、新集能源、宝丰能源的售价，其中，宝丰能源的售价为聚乙烯和聚丙烯的均价
单位成本	-	-	0.3664	0.3172	4483	采用浙能电力、新集能源、宝丰能源的单位成本
单位毛利	-	-	0.0719	0.0926	2446	
单位耗煤量 (吨/度, 吨/吨)	-	-	0.000420	0.000395	4.4	采用浙能电力、新集能源、宝丰能源的耗煤情况
折合吨煤产生效益	-	-	171	235	559	
一体化吨煤利润	独立煤炭外售电厂	独立煤炭外售煤化工	煤+非坑口电厂	煤+坑口电厂	煤+化	备注
吨煤毛利(元/吨)	130	309	301	365	868	采用大海则煤矿、板集电厂一期、榆林二期项目的产能、耗煤量规模、投资额和资本金比例
毛利/资本金投资	50.1%	119.0%	54.0%	65.3%	50.8%	
吨煤投资额(元/吨)	260	260	559	559	1708	

资料来源：宁夏发改委，淮南市人民政府网，各公司公告，民生证券研究院测算

公司和股东齐发力，加大煤化工项目投资，通过延伸煤炭产业链增强盈利能力和抗风险性。一方面，公司全资子公司中煤平朔集团于6月为中煤平朔煤基烯烃新材料及下游深加工一体化项目招标场平设计，该项目目前规划投资297.8亿元，建设周期3年，每年可生产220万吨甲醇并转制100万吨煤基烯烃新材料，用煤为东露天矿高硫煤。另一方面，中煤集团启动多个煤化工项目，2024年1月，中煤集团新疆能源有限公司条湖煤炭清洁高效转化多能融合综合示范项目启动40亿方/年煤制天然气产品路线社会稳定风险分析和评估采购，计划投资额320亿元；2024年6月，中煤集团控股子公司中煤华利新疆炭素科技有限公司的15万吨/年煤基环保炭材料项目一期开工仪式在新疆巴里坤举行，建设周期21个月，计划投资额12.66亿元；2024年7月，中煤图克绿色低碳产业示范园区重点项目举行集中开工仪式，总投资超过185亿元，此外，该产业示范园区未来建设目标分近期、中期及远期，**规划至2027年，园区新增总投资约1400亿元、其中中煤集团新增投资约600亿元，至2030年，世界级现代煤化工产业示范区关键核心区建设取得重大进展，在2027年基础上新增投资约1500亿元、其中中煤集团新增投资约800亿元。**

表7：中煤集团规划的煤化工项目

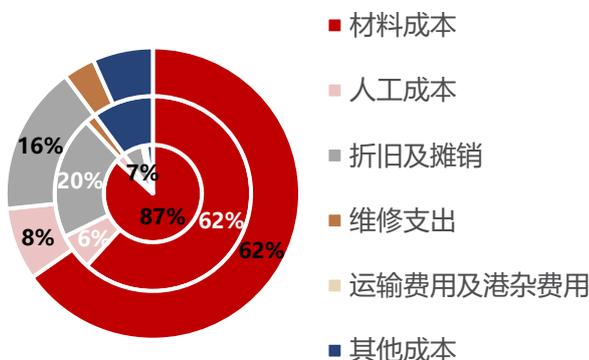
项目	建设公司	产品和产能规模	投资额 (亿元)	建设周期
中煤平朔煤基烯烃新材料及下游深加工一体化项目	中煤平朔集团有限公司	甲醇220万吨/年，并转制煤基烯烃新材料100万吨/年	297.8	3年
条湖煤炭清洁高效转化多能融合综合示范项目	中煤集团新疆能源有限公司	煤制天然气40亿方/年	320	-
中煤华利15万吨/年煤基环保炭材料项目	中煤华利新疆炭素科技有限公司	煤基环保炭材料15万吨/年	12.66	21个月
		2×66万kW煤电一体化项目	58	-
		10万t“液态阳光”示范项目	45	-
		煤矿水深度处理项目	13	-
		图克区域煤储运项目	20	-
		乌审旗“驭风行动”5万kW风电、乌审旗煤电及自发自用42万kW风电光伏等项目	21	-
中煤图克绿色低碳产业示范园区重点项目	中煤集团	化工延链补链项目	20	-
		战略性新兴产业布局	8	-
				规划至2027年，园区新增总投资约1400亿元，其中中煤集团新增投资约600亿元
				规划至2030年，世界级现代煤化工产业示范区关键核心区建设取得重大进展，在2027年基础上新增投资约1500亿元，其中中煤集团新增投资约800亿元

资料来源：化化网煤化工，民生证券研究院

3.3 新项目全面升级，投产效益有望大幅提高

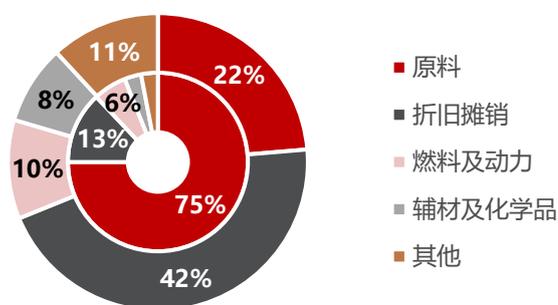
榆林煤制烯烃一期项目的折旧摊销占比较高。公司烯烃项目于 2014 年 8 月建成投运，而后煤化工业务的折旧摊销占比大幅提升，从 2014 年占比 6.58% 提高到 2015 年的 20.43%，2023 年则仍然维持在 15.81% 的高位上，从成本增量上来看，2015 年相比 2014 年的增量成本中，材料成本和折旧摊销分别占比 41.57% 和 31.57%，若考虑到材料成本占比较高的图克化肥项目于 2015 年投产，我们推算，公司榆林煤制烯烃一期项目的折旧摊销占比或高达 40% 以上，和煤制烯烃行业的平均水平——成本结构中折旧摊销占比 42% 相一致。

图39：煤工业务折旧摊销 23 年占比 16%



资料来源：公司公告，民生证券研究院
注：内圈、中圈、外圈分别是 2014、2015、2023 年的数据

图40：油制烯烃和煤制烯烃行业的成本结构对比

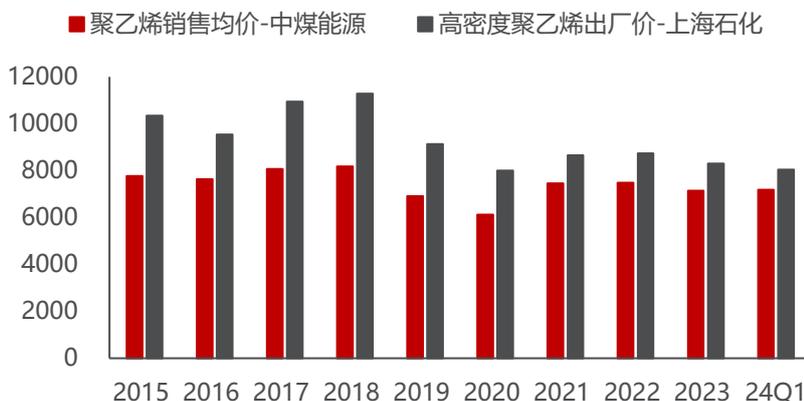


资料来源：卓创资讯，民生证券研究院
注：内圈是油制路线，外圈是煤制路线

煤化工精细升级提高产业附加值，新项目有望推动毛利率大幅上升。榆林煤炭深加工项目以进口替代为方向，具有市场定位更高、盈利能力更强的特点：

1) 产品定位高端：产出品包含高密度聚乙烯等高端产品，售价更高，对比上海石化的高密度聚乙烯出厂价和公司的聚乙烯销售单价可见，2015 年~24Q1 高密度聚乙烯均价相比公司产品的溢价率达到 25.73%；

图41：高密度聚乙烯均价比公司产品溢价近 26% (元/吨)



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

2) 内部结算的成本优势: 项目建设地点在陕西榆林, 建设主体为中煤陕西榆林能源化工有限公司, 和大海则煤矿在同一区域、属于同一法人主体下的资产, 具有采购和运输上的成本优势;

3) 投资和煤耗大幅下降: 公司榆林煤制烯烃一期项目的单位成本较高主要是因为项目投资时间早、投资额高, 相比于行业部分煤制烯烃项目的单吨投资来看, 中煤能源榆林煤制烯烃一期项目的单吨投资额在行业中处于较高水平。然而, 公司的深加工项目在单吨投资和单吨原料煤消耗上相比一期大幅下降 24.8% 和 46.8%, 目前单吨投资额已经降到行业的平均水平。实际上, 对比中煤能源、中国神华、宝丰能源新项目的细节情况来看, 尽管其单吨投资额 2.7 万元略高于后两者的 2.3、1.6 万元, 但其主要产品定位、单吨产品的原料煤消耗量、单吨产品综合能耗以及能源转化效率方面都具有较强的优势。

表8: 煤制烯烃项目单吨投资额对比

建设公司	项目名称	聚烯烃产能 (万吨)	总投资额 (亿元)	单吨投资额 (万元/吨)	投产时间	备注
中安联合煤化工有限责任公司	中安联合煤化工 70 万吨煤制烯烃	70	267	3.81	2021 年 6 月成功试产	
中煤能源	榆林煤制烯烃一期项目	60	211.85	3.53	2014 年	
中天合创能源有限责任公司	中天合创煤炭深加工示范项目一二期	137	478.56	3.49	2017 年 7 月投产	
青海矿业集团股份有限公司	青海矿业 60 万吨/年煤制烯烃项目	67.54	211.44	3.13	未投产	2022 年 4 月开工
中国神华	神华包头 60 万吨煤制烯烃	60	170	2.83	2010 年 5 月建成	
中煤能源	榆林煤炭深加工项目	90	238.88	2.65	未投产	2024 年 6 月开工
新疆山能化工有限公司	准东五彩湾 80 万吨/年煤制烯烃项目	80	208.58	2.61	未投产	2023 年 12 月通过环评
宝丰能源	宁东二期项目	60	152.8	2.55	2020 年	
新疆东明塑胶有限公司	新疆东明塑胶 80 万吨煤制烯烃	80	191.17	2.39	未投产	2023 年 12 月通过环评
宝丰能源	宁东一期项目	60	141.5	2.36	2014 年	
中国神华	神华包头煤制烯烃升级示范项目	75	171.5	2.29	未投产	2023 年 9 月开工
宝丰能源	宁东三期项目	100	197.2	1.97	2023 年	
宝丰能源	内蒙一期 260 万吨/年煤制烯烃和配套 40 万吨/年绿氢耦合制烯烃	300	478.1	1.59	未投产	

资料来源: 国家发改委, 煤化工信息网, 化工在线, 流程工业公众号, 煤炭深加工现代煤化工公众号, 现代煤化工公众号, 民生证券研究院

表9：中煤能源、中国神华、宝丰能源新煤制烯烃项目细节对比

指标	中煤榆林煤炭深加工项目	神华包头煤制烯烃升级示范项目	宝丰内蒙古 260+40 万吨/年“绿氢+煤”制烯烃
主产品和规模	聚烯烃 90 万吨：聚乙烯 35 万吨、聚丙烯 55 万吨	聚烯烃 75 万吨：聚乙烯 35 万吨、聚丙烯 40 万吨	聚烯烃 297.63 万吨：聚乙烯 160.51 万吨、聚丙烯 137.12 万吨
主产品规格	聚乙烯：可用于生产吹塑、薄膜、拉丝、管材、注塑、电线和电缆料等用途的 HDPE 聚丙烯：无规、均聚	聚乙烯：用于混合农膜、衬垫等的 LLD 薄膜；用于板条箱、容器、箱柜等的 HD 注塑 聚丙烯：无规、均聚	聚乙烯：LLD 吹塑膜，LLD 注塑，HD 注塑，HD 大件吹塑，HD 管 聚丙烯：均聚、无规共聚、抗冲共聚
副产品	混合 C4、硫磺、氯化钠、硫酸钠、混合 C5 等	MTBE、丁烯-1、2-PH、抽余碳四、C5+、硫磺等	硫磺、重碳四、C5+、乙烯焦油、MTBE 等
投资(亿元)	238.88	171.5	478.11
单吨投资(万元/吨)	2.65	2.29	1.59
建设期	2 年	4 年	18 个月
原料煤消耗(万吨)	263.9	344	829.22
单吨产品原料煤消耗(吨)	2.93	4.59	2.76
单吨产品综合能耗(吨标煤)	1.74	2.22	1.85
单吨烯烃水耗(吨)	10.99	9.47	10.37
能源转化效率(%)	52.66	45.06	45.71

资料来源：各项目环评报告，民生证券研究院

表10：中煤能源和中国神华的新煤制烯烃项目单吨投资和技术路线近似，和宝丰能源差异较大

公司	中煤能源		中国神华		宝丰能源
	榆林煤制烯烃一期项目	榆林煤炭深加工项目	神华包头 60 万吨煤制烯烃	神华包头煤制烯烃升级示范项目	内蒙一期 260 万吨/年煤制烯烃和配套 40 万吨/年绿氢耦合制烯烃
单吨投资(万元)	3.53	2.65	2.83	2.29	1.59
气化装置	水煤浆加压气化工艺技术	水煤浆加压气化工艺技术	GE 工艺	粉煤加压工艺	多喷嘴对置式水煤浆加压气化技术
净化装置	林德低温甲醇洗工艺	林德低温甲醇洗工艺	林德低温甲醇洗工艺	林德低温甲醇洗工艺	拟采用德国 Linde 公司低温甲醇洗工艺
甲醇合成	英国 DAVY 公司技术	英国 DAVY 公司低压甲醇合成技术	英国 DAVY 公司 SRC 工艺	英国 DAVY 公司 SRC 工艺	拟采用英国 DAVY 公司低压甲醇合成技术
MTO	DMTO 技术	大连化物所的 DMTOII 技术	DMTO 一代技术	SHMTO 流化床反应器	拟采用大连化物所甲醇高温催化脱水制烯烃工艺(DMTOIII 技术)
烯烃分离	Lummus 公司烯烃分离技术	美国 CBI Lummus 公司烯烃分离技术	Lummus 公司烯烃分离技术	Lummus 公司烯烃分离技术	拟采用 KBR 公司前脱丙烷流程的烯烃分离技术
烯烃转化	包头采用 2-PH、丁烯-1, MTBE 工艺路线	美国 UOP 公司 OCP 技术	包头采用 2-PH、丁烯-1, MTBE 工艺路线	美国 UOP 公司的 OCP 技术	-
蒸汽裂解	-	-	-	-	拟采用 KBR 公司蒸汽裂解工艺 (SCORE TM 技术)
PE	Univation 公司的 UNIPOL PE 工艺	利安德巴塞尔 Hostalen 工艺	Univation 的 HDPE	Univation 的 HDPE	拟采用 Univation 公司气相聚合工艺(Unipol 气相流化床工艺)
PP	DOW 化学公司的 UNIPOL PP 工艺	格雷斯公司气相气流床聚丙烯工艺技术	DOW 化学	DOW 化学	拟采用 Basell 公司液相气相组合式工艺(Spheripol 工艺)

资料来源：生态环境部，民生证券研究院测算

 我们测算，公司的深加工项目即使在产品价格和一期项目相同的假设下，**聚烯**

烃单吨毛利相比其原来烯烃的平均水平也将提高 248.5%至 1854 元/吨，毛利率提高 19.1pct 至 26.8%，我们预计，榆林煤炭深加工项目投产后毛利润或将达到近 17 亿元，是原来榆林煤制烯烃一期项目以及蒙大工程塑料项目合计 120 万吨/年聚烯烃产能的盈利情况（7.87 亿元）的 2 倍以上。

表11：新老煤化工项目效益对比

	煤制烯烃一期	煤炭深加工项目	新项目变化	备注
主产品	全密度聚乙烯/聚丙烯	高密度聚乙烯/聚丙烯	—	—
主产品规模 (万吨)	30/30	30/60	+50.0%	—
副产品	MTBE、丁烯-1、硫磺、C5+、燃料 C4	硫磺、混合碳五、混合 C4、氯化钠、硫酸钠	—	—
投资规模 (亿元)	211.85	238.88	+12.8%	—
单吨主产品投资额 (万元/吨)	3.53	2.65	-24.8%	—
原料煤消耗 (万吨)	331	263.9	-20.3%	—
单吨主产品消耗原料煤 (吨/吨)	5.52	2.93	-46.8%	—
	原烯烃项目综合盈利情况	煤炭深加工项目盈利测算	变化	备注
聚烯烃单吨价格 (元/吨)	6907	6907	—	假设新老项目价格保持不变，但实际新项目产品定位高端、价格可能更高
聚烯烃单吨成本 (元/吨)	6375	5053	-20.7%	原烯烃项目单吨成本为 2023 年公司烯烃的平均成本；测算成本参考行业水平假设原料占比 22%、折旧摊销占比 42%
聚烯烃单吨毛利 (元/吨)	532	1854	+248.5%	—
聚烯烃毛利率	7.7%	26.8%	+19.1%	—
项目毛利 (亿元)	7.87	16.68	+111.9%	原烯烃项目聚烯烃产能合计 120 万吨/年，但 23 年实际产量为 148 万吨；新项目销量按照核定产能 90 万吨/年计算

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

表12：中煤能源和宝丰能源烯烃项目对比 (2023 年数据)

在产权益产能(万吨/年)	中煤能源	宝丰能源	烯烃对比(不含副产品)	中煤能源	宝丰能源
煤炭	14877	1102	烯烃产量(万吨)	148.7	158.8
在产	14553	916	烯烃单位价格(元/吨)	6907	6929
在建	324	186	烯烃单位成本(元/吨)	6375	4483
焦炭	113	700	烯烃单位毛利(元/吨)	532	2446
聚烯烃	210	520	烯烃单位毛利率	7.70%	35.31%
在产	120	220	气化原料煤采购价格(元/吨)	532	617
在建	90	300			
煤化工/烯烃业务成本结构(含副产品)	中煤能源	宝丰能源	烯烃单位综合成本估算(含副产品) (元/吨)	中煤能源	宝丰能源
原材料及辅料	62.45%	54.45%	原材料及辅料	3981	3363
职工薪酬	7.71%	4.23%	职工薪酬	491	261
折旧摊销	15.81%	9.89%	折旧摊销	1008	611
其他	14.03%	31.43%	其他	894	1941
PE 估值对比-2024E (wind 一致预期)	8.9	13.6	PB 估值对比-2024E (wind 一致预期)	1.1	2.5

资料来源：各公司公告，wind，民生证券研究院测算

- 注：①中煤能源未披露化工原料煤的采购价格，上表数据采用公司动力煤平均售价；
 ②中煤能源未单独披露烯烃的成本结构，因此上表中煤能源的成本结构采用煤化工整体的成本结构；
 ③宝丰能源的成本结构为烯烃业务综合的成本结构，即包含了副产品的成本；
 ④为便于和中煤能源同口径对比单位成本，计算宝丰能源的烯烃单位综合成本时，将副产品成本囊括在内；
 ⑤涉及股价为 2024 年 8 月 19 日收盘价。

对比宝丰能源，公司煤化工业务未来空间较大。我们用中煤能源煤化工成本结构中原料成本和折旧摊销占比 62.45%和 15.81%粗算，其烯烃原料成本约为 3981 元/吨、折旧摊销约为 1008 元/吨，由于前文推算中煤能源烯烃项目折旧摊销占比或高达 40%以上，因此，其实际单吨原料成本或低于此值、单吨折旧摊销也或高于此值。相比宝丰能源来看，公司的原材料成本或具有相对优势，成本管控能力表现较强、且煤化一体带来优势；但折旧摊销则远高于宝丰能源，然而，考虑到公司新项目投资额大幅下降，对标宝丰能源来看，公司煤化工业务未来空间较大。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

1) 煤炭业务相关假设:

产量: 公司自产煤品种包含动力煤和炼焦煤。

①动力煤: 考虑大海则煤矿目前仍处于产能爬坡阶段, 安家岭煤矿产能核增持续推进, 苇子沟煤矿和里必煤矿将于 2025 年末投产, 我们预计 2024~2026 年产量稳步增长, 分别为 12453/13253/13573 万吨。

②炼焦煤: 无新增煤矿, 预计产量稳定。

销量: 公司煤炭销售包含自产煤销售、买断贸易煤和代理销售。

①自产煤: 公司自产煤历史产销率在 100%左右, 则 2024~2026 年销量为 13545/14345/14665 万吨。

②贸易煤: 2023 下半年以来煤价波动性相比前三年大幅减弱, 预计煤炭贸易盈利难度加大, 从而公司减少贸易煤销量, 我们预计 2024~2026 年贸易煤销量分别为 12270/12024/11904 万吨。

③代理销售: 成本费用较少, 假设公司稳步提高代理销售煤炭量, 2024~2026 年代理销售销量分别为 2577/2706/2841 万吨。

表13: 煤炭业务经营数据预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
产量 (万吨)	13422	13545	14345	14665
动力煤	12330	12453	13253	13573
炼焦煤	1092	1092	1092	1092
销量 (万吨)	28494	28392	29075	29410
自产煤	13391	13545	14345	14665
买断贸易煤	12649	12270	12024	11904
代理销售	2454	2577	2706	2841
单位售价 (元/吨)				
自产动力煤	532	523	525	527
自产炼焦煤	1386	1360	1360	1360
买断贸易煤	645	581	592	604
代理销售	6	6	6	6
单位成本 (元/吨)	307	313	313	313

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

注: 代理销售的单位售价是每吨的代理服务费

单位售价: 公司动力煤、炼焦煤和贸易煤的价格中枢均不相同。

①动力煤: 预计未来三年在行业供给紧张的背景下, 长协价中枢上移, 假设 2024~2026 年自产动力煤价格分别为 523/525/527 元/吨。

②炼焦煤：焦煤下游钢铁和地产需求增速放缓，我们预计炼焦煤价格基本持稳，2024~2026 年为 1360/1360/1360 元/吨。

③贸易煤：假设贸易煤售价增速和市场价同步波动，2024~2026 年贸易煤单位售价 581/592/604 元/吨。

④代理销售：假设吨煤代理服务费保持稳定，2024~2026 年为 6/6/6 元/吨。

单位成本：预计人工等费用上涨使成本 2024 年上升而后保持平稳，假设 2024~2026 年自产煤单位成本分别为 313/313/313 元/吨。

2) 煤化工业务相关假设：

产量：公司烯烃在建项目将于 2026 年投产，假设 2026 年当年开工负荷率为 20%，其他产品无新建项目，因此，我们预计 2024~2026 年聚烯烃产量为 148/148/166 万吨，尿素为 205/205/205 万吨，甲醇为 200/200/200 万吨，硝铵为 58/58/58 万吨。

销量：参考历史产销率，假设化工品产销率均为 100%。

表14：煤化工业务经营数据预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
产量 (万吨)				
聚烯烃	148.70	148.00	148.00	166.00
尿素	206.60	205.00	205.00	205.00
甲醇	190.10	200.00	200.00	200.00
硝铵	58.20	58.20	58.20	58.20
销量 (万吨)				
聚烯烃	147.90	148.00	148.00	166.00
尿素	214.10	205.00	205.00	205.00
甲醇	191.90	200.00	200.00	200.00
硝铵	58.70	58.70	58.70	58.70
单位售价 (元/吨)				
聚烯烃	6906	7036	7107	7447
尿素	2423	2229	2251	2274
甲醇	1748	1800	1818	1836
硝铵	2341	2060	2081	2101

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

价格：假设聚烯烃、尿素和甲醇的销售价格增速不相同。

①聚烯烃：考虑到油价高位使煤化工产品价格较高，以及 2026 年新项目投资高端产品拉高平均价格，我们预计 2024~2026 年聚烯烃单位售价分别为 7036/7107/7447 元/吨。

②尿素：由于尿素产能较为充足，国内供给基本能满足需求，预计价格增长动力较小，假设 2024~2026 年尿素单位售价为 2229/2251/2274 元/吨。

③甲醇：作为聚烯烃上游原材料，假设甲醇价格增速与之保持同步，我们预计 2024~2026 年甲醇单位售价分别为 1800/1818/1836 元/吨。

④硝酸铵：行业竞争充分，产能局部过剩，我们预计 2024~2026 年硝酸铵单位售价分别为 2060/2081/2101 元/吨。

3) 主营业务收入预测：我们预计，公司 2024~2026 年主营业务收入为 1834/1891/1948 亿元，同比增长分别为-4.9%/3.1%/3.0%。

表15：主营业务收入预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
煤炭 (亿元)	1626.81	1518.55	1562.83	1589.40
YOY	-14.8%	-6.7%	2.9%	1.7%
毛利率	24.9%	25.5%	26.0%	26.2%
煤化工 (亿元)	213.94	214.93	216.91	236.30
YOY	-5.8%	0.5%	0.9%	8.9%
毛利率	15.4%	18.2%	18.4%	24.1%
煤矿装备 (亿元)	121.83	131.58	142.10	153.47
YOY	14.8%	8.0%	8.0%	8.0%
毛利率	17.9%	17.9%	17.9%	17.9%
金融 (亿元)	24.42	26.86	29.55	32.50
YOY	2.3%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	57.2%	57.2%	57.2%	57.2%
其他 (亿元)	82.34	88.93	93.37	98.04
YOY	8.6%	8.0%	5.0%	5.0%
毛利率	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
分部间抵消 (亿元)	-139.65	-146.63	-153.96	-161.66
合计 (亿元)	1929.69	1834.21	1890.80	1948.05
YOY	-12.5%	-4.9%	3.1%	3.0%
毛利率	25.07%	25.71%	25.98%	26.55%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

4.2 估值分析和投资建议

公司以煤炭开采和销售为主业，产销量均位居行业前列，同时公司经营煤化工业务，因此，我们选取煤炭产销量同样超亿吨的中国神华、陕西煤业、兖矿能源，以及煤化工为主业的宝丰能源作为可比公司。2023 年公司 EPS 为 1.47 元/股，我们预计 2024~2026 年归母净利润分别为 190.71/200.91/214.98 亿元，EPS 为 1.44/1.52/1.62 元/股，对应 8 月 19 日股价，公司 A 股 PE 分别为 9/9/8 倍，H 股 PE 分别为 6/5/5 倍，对比 A 股和 H 股可比公司的 PE 均值，公司估值具备提升空间。

公司煤炭主业具备内部和外部的延展性，叠加高长协特点保障盈利稳步提升；且煤化一体的协同模式有助于提高估值，我们维持“推荐”评级。

表16: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601088.SH	中国神华	40.35	3.00	3.18	3.40	3.56	13	13	12	11
601225.SH	陕西煤业	24.30	2.19	2.37	2.45	2.53	11	10	10	10
600188.SH	兖矿能源	14.70	2.74	1.81	2.00	2.12	5	8	7	7
A 股煤炭可比公司均值							10	10	10	9
600989.SH	宝丰能源	15.32	0.77	1.12	1.83	2.00	20	14	8	8
A 股煤化工可比公司均值							20	14	8	8
601898.SH	中煤能源	13.52	1.47	1.44	1.52	1.62	9	9	9	8
1088.HK	中国神华	30.69	3.00	3.18	3.40	3.56	10	10	9	9
H 股煤炭可比公司均值							10	10	9	9
1898.HK	中煤能源	8.15	1.47	1.44	1.52	1.62	6	6	5	5

资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 宝丰能源数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2024 年 8 月 19 日, 汇率采用 2024 年 8 月 19 日数据 1 港元=0.9162 人民币

5 风险提示

1) 煤炭、煤化工产品价格大幅下滑。公司主业为煤炭的生产和销售，若煤价超预期下跌，公司业绩将会受到较大影响。此外，煤化工产品的生产和销售是公司的第二盈利来源，目前已形成一定规模，因此煤化工产品价格的大幅下滑也将会对公司的盈利能力造成影响。

2) 煤矿投产进度不及预期。公司业绩增量部分来源于在建煤矿投产带来的产量增量，若煤矿投产进度未达到预期，产量或将不能达到我们的预期水平，从而对业绩释放造成影响。

3) 计提大额减值。公司固定资产、无形资产和在建工程在总资产中的比重较高，若对资产计提大额减值，公司的利润释放将小于预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	192,969	183,421	189,080	194,805
营业成本	144,595	136,267	139,961	143,091
营业税金及附加	7,816	7,337	7,563	7,792
销售费用	1,050	861	887	914
管理费用	5,452	5,183	5,342	5,504
研发费用	916	871	898	925
EBIT	33,298	33,203	34,738	36,897
财务费用	2,995	2,045	1,866	1,670
资产减值损失	-285	-242	-249	-255
投资收益	3,005	2,201	2,269	2,338
营业利润	33,099	33,109	34,884	37,302
营业外收支	-51	-85	-93	-77
利润总额	33,049	33,023	34,790	37,226
所得税	7,300	7,595	8,002	8,562
净利润	25,749	25,428	26,789	28,664
归属于母公司净利润	19,534	19,071	20,091	21,498
EBITDA	44,465	44,483	46,218	48,564

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	91,543	95,776	105,786	116,771
应收账款及票据	7,493	6,909	7,122	7,338
预付款项	2,471	2,099	2,156	2,204
存货	8,735	7,416	7,617	7,788
其他流动资产	9,426	9,867	10,112	10,361
流动资产合计	119,668	122,068	132,794	144,461
长期股权投资	30,958	30,978	30,998	31,018
固定资产	116,048	120,893	125,768	130,668
无形资产	55,638	55,638	55,638	55,638
非流动资产合计	229,692	234,380	239,394	244,421
资产合计	349,360	356,448	372,188	388,882
短期借款	123	173	223	273
应付账款及票据	26,738	22,730	23,346	23,868
其他流动负债	71,298	67,901	67,433	66,928
流动负债合计	98,158	90,803	91,001	91,068
长期借款	42,369	39,369	36,369	33,369
其他长期负债	26,051	24,966	23,966	22,966
非流动负债合计	68,420	64,336	60,336	56,336
负债合计	166,578	155,139	151,337	147,404
股本	13,259	13,259	13,259	13,259
少数股东权益	38,661	45,018	51,715	58,881
股东权益合计	182,782	201,309	220,851	241,478
负债和股东权益合计	349,360	356,448	372,188	388,882

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-12.52	-4.95	3.09	3.03
EBIT 增长率	-18.02	-0.28	4.62	6.22
净利润增长率	6.98	-2.37	5.35	7.00
盈利能力 (%)				
毛利率	25.07	25.71	25.98	26.55
净利润率	10.12	10.40	10.63	11.04
总资产收益率 ROA	5.59	5.35	5.40	5.53
净资产收益率 ROE	13.55	12.20	11.88	11.77
偿债能力				
流动比率	1.22	1.34	1.46	1.59
速动比率	1.03	1.15	1.26	1.39
现金比率	0.93	1.05	1.16	1.28
资产负债率 (%)	47.68	43.52	40.66	37.90
经营效率				
应收账款周转天数	14.32	13.45	12.74	12.74
存货周转天数	22.51	21.33	19.33	19.38
总资产周转率	0.56	0.52	0.52	0.51
每股指标 (元)				
每股收益	1.47	1.44	1.52	1.62
每股净资产	10.87	11.79	12.76	13.77
每股经营现金流	3.24	2.44	2.92	3.05
每股股利	0.56	0.55	0.61	0.65
估值分析				
PE	9	9	9	8
PB	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	3.60	3.60	3.47	3.30
股息收益率 (%)	4.11	4.04	4.48	4.80

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	25,749	25,428	26,789	28,664
折旧和摊销	11,167	11,280	11,479	11,667
营运资金变动	5,888	-4,867	128	23
经营活动现金流	42,965	32,326	38,699	40,413
资本开支	-17,518	-16,257	-16,476	-16,661
投资	22	-56	-20	-20
投资活动现金流	-15,057	-13,756	-14,227	-14,343
股权募资	244	0	0	0
债务募资	-13,223	-5,069	-4,950	-4,950
筹资活动现金流	-26,298	-14,337	-14,462	-15,085
现金净流量	1,585	4,233	10,010	10,985

插图目录

图 1: 公司控股股东为大型能源央企中煤集团	3
图 2: 2024 年前 5 月国内原煤产量前十名企业中中煤集团位列第四	3
图 3: 24Q1 中煤能源归属于控股股东的利润占比为 88.66%	3
图 4: 24Q1 营业收入同比下降 23.27%	4
图 5: 24Q1 归母净利润同比下降 30.55%	4
图 6: 期间费用率显著下滑	4
图 7: 毛利率和归母净利率稳健	4
图 8: 2017~2023 年分业务收入 (亿元)	4
图 9: 2017~2023 年分业务毛利 (亿元)	4
图 10: 2017~2023 年分业务毛利率	5
图 11: 2024 年计划资本支出主要用于煤炭和煤化工 (亿元)	5
图 12: 2023 年公司分红比率从 30%提高至 38%	5
图 13: H 股股息率高达 6.81%	5
图 14: 公司储产规模在上市公司中位列前三	6
图 15: 自产煤产销量稳步上升	8
图 16: 2022 年~24Q1 贸易煤销量下滑	8
图 17: 公司产煤以动力煤为主 (万吨)	8
图 18: 2023 年参股煤矿净利率均位于高位 (左/柱状图: 归母净利润; 右/折线图: 归母净利率)	8
图 19: 公司各煤种售价 (元/吨)	9
图 20: 公司各煤种单位毛利 (元/吨)	9
图 21: 公司炼焦煤销量规模和价格水平在焦煤上市公司里居中	9
图 22: 公司焦煤吨毛利和毛利率在焦煤上市公司中位居第一	9
图 23: 自产煤单位成本 2021~24Q1 呈下降趋势	10
图 24: 2023 年自产煤单位成本中人工成本占 18%	10
图 25: 剔除运输及港杂费的自产煤单位成本 2021 年~24Q1 整体平稳	10
图 26: 2023 年单位材料成本和运输费相比 2021 年明显下降 (元/吨)	10
图 27: 煤化工产业链	12
图 28: 煤化工发展历程	13
图 29: 2023 年我国原油进口依赖度高达 73%	14
图 30: 近十年煤制烯烃产能 CAGR 为 21.5%	14
图 31: 石脑油裂解制聚乙烯的产能占比 76%	14
图 32: 石脑油裂解制聚丙烯的产能占比 59%	14
图 33: 煤化工产品产量 (万吨)	16
图 34: 煤化工产品销量 (万吨)	16
图 35: 煤化工产品单位价格 (元/吨)	16
图 36: 煤化工产品单位毛利 (元/吨)	16
图 37: 2022 年蒙陕煤化工煤炭自用量上升 (万吨)	17
图 38: 2023 年仅煤制烯烃存在利润 (元/吨)	17
图 39: 煤工业务折旧摊销 23 年占比 16%	19
图 40: 油制烯烃和煤制烯烃行业的成本结构对比	19
图 41: 高密度聚乙烯均价比公司产品溢价近 26% (元/吨)	19

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司储量资源以动力煤为主, 主要在晋陕蒙 (亿吨)	6
表 2: 公司控股的在产和在建煤矿的权益产能为 14877 万吨/年	7
表 3: 参股煤矿权益产能 1359 万吨/年	9
表 4: 集团承诺注入矿井	11
表 5: 公司参控股煤化工项目	15

表 6: 一体化产业链和煤炭独立产业的回报率测算对比	17
表 7: 中煤集团规划的煤化工项目	18
表 8: 煤制烯烃项目单吨投资额对比.....	20
表 9: 中煤能源、中国神华、宝丰能源新煤制烯烃项目细节对比.....	21
表 10: 中煤能源和中国神华的新煤制烯烃项目单吨投资和技术路线近似, 和宝丰能源差异较大	21
表 11: 新老煤化工项目效益对比.....	22
表 12: 中煤能源和宝丰能源烯烃项目对比 (2023 年数据)	22
表 13: 煤炭业务经营数据预测	24
表 14: 煤化工业务经营数据预测.....	25
表 15: 主营业务收入预测	26
表 16: 可比公司 PE 数据对比	27
公司财务报表数据预测汇总.....	29

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026