

中煤能源 (601898.SH)

煤炭上市央企，业绩韧性凸显，价值重估未来可期

煤炭业务：产能增长空间广阔，长协政策平滑业绩波动。截至 2022 年底，公司拥有控股煤炭矿井 23 座，核定产能 1.65 亿吨/年；参股矿井 7 座，核定产能 0.32 亿吨/年。控股在建矿井包括大海则、里必、苇子沟煤矿，考虑到在产矿井的陆续核增及新建矿井的投产进度，公司有望在 2025 年底前陆续释放 3550 万吨/年，此外集团承诺 2028 年之前注入煤炭资源（约 2638 万吨/年）。能源转型&能源安全背景下，供给刚性叠加长协基准价上调将使得煤价在中长期保持较高中枢，公司主产动力煤，长协政策有助于平滑公司因煤价涨跌带来的业绩波动。

煤化工业务：烯烃项目丰富产品线，一体化彰显成本优势。公司以自身煤炭资源为依托，发展煤制烯烃、尿素、甲醇、硝酸等煤化工产业，截至 2022 年底，控股公司合计在产聚乙烯产能 60 万吨/年、聚丙烯 60 万吨/年、尿素 175 万吨/年、甲醇 160 万吨/年、硝酸 40 万吨/年。此外，公司在建榆林烯烃项目二期 90 万吨/年聚烯烃，将进一步丰富产品线，增厚整体收益。公司依托自身煤炭资源优势，为内部化工企业提供低于市场价格煤炭和化工原料，成本优势行业领先，同时随着大海则煤矿投产，煤化工业务原料自给率将进一步上升，届时板块毛利率有望改善。

现金流持续增厚，分红率有望提升。公司作为煤炭行业央企，长期存在估值折价，市值小于净资产，ROE 与 PB 及 PE 之差逐渐走阔。随着步入存量效率时代，公司经营效率、债务负担、盈利能力逐渐改善，有息负债率和资产负债率、资本开支完成额和在建工程逐年下降，现金流日益增厚。行业方面，煤炭行业资本开支减少，一方面提高了公司现金流水平，一方面反馈到行业供给端进一步支撑煤价，行业周期性减弱之下，公司将获得持续稳定的现金流，从而有能力在未来实现长期高分红。

投资建议：公司作为大型能源央企，以煤炭资源为基发展煤化工、电力、煤矿装备。未来在新矿井投产及资产注入加持下，公司煤炭业务将步入更高层次，长协政策及行业资本开支不足将稳定煤价较高中枢，公司盈利波动性下降。公司债务负担及资本开支逐年减小，现金流增厚，分红率存在较大提升空间，未来有望实现稳定的高股息收益。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润分别为 225.0 亿元、254.1 亿元、277.2 亿元，对应 PE 为 4.8、4.3、3.9。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：煤价大幅下跌，资产注入存在不确定性，在建矿井投产进度不及预期。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	239,828	220,577	231,184	238,727	244,446
增长率 yoy (%)	70.1	-8.0	4.8	3.3	2.4
归母净利润（百万元）	13,739	18,241	22,504	25,413	27,720
增长率 yoy (%)	132.6	32.8	23.4	12.9	9.1
EPS 最新摊薄（元/股）	1.04	1.38	1.70	1.92	2.09
净资产收益率 (%)	13.6	15.4	15.3	14.9	14.4
P/E (倍)	7.9	5.9	4.8	4.3	3.9
P/B (倍)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6

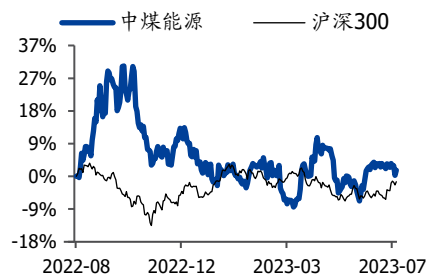
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 8 月 3 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	煤炭开采
8 月 3 日收盘价(元)	8.30
总市值(百万元)	110,046.91
总股本(百万股)	13,258.66
其中自由流通股(%)	69.03
30 日日均成交量(百万股)	16.98

股价走势



作者

分析师 张津铭

执业证书编号：S0680520070001

邮箱：zhangjinming@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	105408	123911	103650	117969	127857	营业收入	239828	220577	231184	238727	244446
现金	72925	91026	67232	85818	92723	营业成本	197232	165158	176895	181285	184076
应收票据及应收账款	7768	8747	9875	8679	9218	营业税金及附加	6435	7857	8323	8594	8800
其他应收款	3133	2590	3409	2786	3557	营业费用	818	929	925	907	856
预付账款	2291	2438	2178	2473	2212	管理费用	4462	5246	5433	5252	5011
存货	8323	9350	10593	8152	9935	研发费用	666	771	925	1074	1222
其他流动资产	10968	9760	10364	10062	10213	财务费用	3957	3728	3815	3509	3178
非流动资产	217202	216198	223534	227415	229164	资产减值损失	-3963	-8801	2000	1500	1000
长期投资	26842	29904	36846	43847	50819	其他收益	199	252	220	220	220
固定资产	109108	114960	114593	112164	108119	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	51380	48168	49111	49767	49881	投资净收益	3545	5035	4000	4000	4000
其他非流动资产	29871	23166	22984	21637	20344	资产处置收益	-14	9	0	0	0
资产总计	322610	340109	327184	345385	357021	营业利润	26008	33166	37089	40826	44523
流动负债	87940	104998	79953	84737	81292	营业外收入	237	273	250	250	250
短期借款	654	205	430	318	374	营业外支出	174	542	350	350	350
应付票据及应付账款	27264	25421	31008	26821	31898	利润总额	26071	32897	36989	40726	44423
其他流动负债	60021	79372	48515	57598	49020	所得税	6582	7519	8138	8960	9773
非流动负债	91600	70053	58797	47198	35253	净利润	19489	25378	28852	31766	34650
长期借款	74617	52484	42098	30588	18345	少数股东损益	5749	7137	6347	6353	6930
其他非流动负债	16983	17569	16699	16610	16908	归属母公司净利润	13739	18241	22504	25413	27720
负债合计	179539	175051	138750	131935	116545	EBITDA	39509	44090	45250	49222	52495
少数股东权益	28726	34294	40641	46995	53925	EPS (元/股)	1.04	1.38	1.70	1.92	2.09
股本	13259	13259	13259	13259	13259	主要财务比率					
资本公积	38661	38866	38866	38866	38866	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	57046	70776	90972	113208	137464	成长能力					
归属母公司股东权益	114346	130765	147793	166455	186551	营业收入 (%)	70.1	-8.0	4.8	3.3	2.4
负债和股东权益	322610	340109	327184	345385	357021	营业利润 (%)	110.9	27.5	11.8	10.1	9.1
						归属母公司净利润 (%)	132.6	32.8	23.4	12.9	9.1
						获利能力					
						毛利率 (%)	17.8	25.1	23.5	24.1	24.7
						净利率 (%)	5.7	8.3	9.7	10.6	11.3
						ROE (%)	13.6	15.4	15.3	14.9	14.4
						ROIC (%)	9.9	11.7	13.5	14.3	14.9
						偿债能力					
						资产负债率 (%)	55.7	51.5	42.4	38.2	32.6
						净负债比率 (%)	22.1	0.4	-3.5	-17.2	-23.2
						流动比率	1.2	1.2	1.3	1.4	1.6
						速动比率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	32.0	26.7	24.8	25.7	27.3
						应付账款周转率	7.5	6.3	6.3	6.3	6.3
						每股指标 (元)					
						每股收益 (最新摊薄)	1.04	1.38	1.70	1.92	2.09
						每股经营现金流 (最新摊薄)	3.63	3.29	2.27	3.75	2.82
						每股净资产 (最新摊薄)	8.62	9.86	11.15	12.55	14.07
						估值比率					
						P/E	7.9	5.9	4.8	4.3	3.9
						P/B	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
						EV/EBITDA	4.3	3.3	3.2	2.4	2.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 8 月 3 日收盘价

内容目录

1. 背靠能源央企，“煤、化、电”协同发展	6
1.1 中煤集团核心煤企，以煤为基产业链纵向协同发展	6
1.1.1 中煤集团发展历史悠久，资源优势突出	6
1.1.2 中煤能源：集团主要上市平台，四业协同高质量发展	7
1.2 煤价上涨助业绩腾飞，自产煤贡献主要利润	9
1.3 公司费用控制效果显著，盈利能力逐年提升	11
2. 煤炭业务：产能增长空间广阔，长协政策平滑业绩波动	13
2.1 资本开支走弱，中长期煤价中枢维持高位	13
2.2 公司煤炭产能逐步释放，资产注入未来可期	17
2.2.1 煤炭资源禀赋优异	17
2.2.2 煤炭产能成长空间仍存	18
2.3 自产煤盈利持续增长，煤炭板块业绩进入新阶段	21
2.4 业绩弹性测算：自产动力煤业绩维持稳定	25
3. 煤化工业务：烯烃项目丰富产品线，一体化彰显成本优势	27
3.1 满产满销业绩稳定，烯烃项目带来增产前景	27
3.2 能源高企推涨化工价格，煤炭资源助力成本优势	30
4. “总量”转向“效率”，中特估加持下估值亟待提升	32
4.1 公司市值破净，盈利与估值之差走阔	32
4.2 现金流持续增厚，分红率有望提升	33
5. 盈利预测与投资建议	36
5.1 核心假设	36
5.2 盈利预测	38
5.3 投资建议	39
风险提示	39

图表目录

图表 1：中煤集团发展历程	6
图表 2：中煤集团资源丰富、产业链齐全	7
图表 3：中煤能源发展历程	7
图表 4：中煤集团持股占比 57.36%	8
图表 5：公司以煤炭为基石延伸产业链形成四业协同格局	9
图表 6：2016-2022 年公司营业收入 CAGR 为 24.0%	9
图表 7：2016-2022 年公司归母净利润 CAGR 为 44.2%	9
图表 8：公司分季度营收情况（亿元）	10
图表 9：公司分季度归母净利润情况（亿元）	10
图表 10：公司主营业务营收结构（亿元）	10
图表 11：公司煤炭业务贡献主要收入（%）	10
图表 12：公司自产煤毛利占比逐年提升（%）	11
图表 13：公司主要业务毛利率（%）	11
图表 14：公司净利率逐年提升（%）	11
图表 15：公司期间费用率呈下降趋势（%）	11
图表 16：中煤相较同行期间费用率（除研发费用）有优势（2022）	12
图表 17：动力煤价 20 年历史复盘（元/吨）	14

图表 18: 十三五期间行业固定资产投资明显下滑 (亿元)	14
图表 19: 新建煤矿单吨产能投资额上升 (元/吨, 不含矿业权费用)	14
图表 20: 供给侧改革后行业批复产能明显减少 (万吨/年)	15
图表 21: 煤炭行业分红率逐渐提高 (%)	15
图表 22: 2023 年上半年火力发电量同比增长 7.5% (亿千瓦时)	15
图表 23: 水力发电具有较高不确定性 (亿千瓦时)	15
图表 24: 动力煤下水煤中长期合同定价方案	16
图表 25: 长协煤价波动较为稳定 (元/吨)	17
图表 26: 2022 年底公司煤炭资源储量情况 (亿吨)	17
图表 27: 2022 年底公司参控股矿井情况 (万吨/年、亿吨)	18
图表 28: 公司 2023-2025 年预计释放产能节奏 (万吨/年)	20
图表 29: 中煤集团主要控股涉煤企业 (除中煤能源) 矿井情况 (万吨/年、亿吨)	20
图表 30: 公司自产煤产销率保持 100% 左右 (万吨)	21
图表 31: 公司主要生产动力煤 (万吨)	22
图表 32: 公司煤炭总产销量 (万吨)	22
图表 33: 公司煤炭业务分项销量 (万吨)	22
图表 34: 煤炭业务营收毛利情况 (百万元)	23
图表 35: 自产煤营收稳步上升 (百万元)	23
图表 36: 煤炭业务毛利主要由自产煤贡献	23
图表 37: 自产煤中动力煤营收占比约 80%, 毛利占比约 70%	23
图表 38: 公司煤炭单位成本和单位毛利情况 (元/吨)	24
图表 39: 煤炭价格中枢上升 (元/吨)	24
图表 40: 自产煤单位成本较为稳定 (元/吨)	24
图表 41: 公司自产动力煤价格趋势 (元/吨)	25
图表 42: 公司自产炼焦煤价格趋势 (元/吨)	25
图表 43: 公司 2023 年动力煤销售均价弹性测算 (元/吨)	26
图表 44: 公司 2023 年自产动力煤板块业绩弹性 (元/吨、亿元)	26
图表 45: 公司主要化工产品工艺路线	27
图表 46: 公司化工产能情况 (万吨/年)	28
图表 47: 煤化工主要产品产销量 (万吨)	29
图表 48: 化工产品营收情况 (百万元)	29
图表 49: 化工产品毛利率 (%)	29
图表 50: 化工产品单位成本及单位毛利情况 (元/吨)	30
图表 51: 原油市场指导聚烯烃价格变化轨迹 (元/吨、美元/桶)	30
图表 52: 公司化工用自产煤逐年上升 (万吨)	30
图表 53: 公司烯烃用自产甲醇数量逐年上升 (万吨)	30
图表 54: 公司自用甲醇售价基本低于外售甲醇及市场价 (元/吨)	31
图表 55: 公司市值长期低于净资产	32
图表 56: 公司市盈率与 ROE 之差走阔	32
图表 57: 煤炭行业市盈率位于全行业倒数第二 (2023.07.28)	33
图表 58: 煤炭行业市净率位于全体行业尾部 (2023.07.28)	33
图表 59: 公司有息负债率和资产负债率连年下降	34
图表 60: 公司财务费用持续改善 (亿元)	34
图表 61: 公司在建工程和资本开支完成额呈下降趋势 (亿元)	34
图表 62: 收益质量和现金流量攀升	34
图表 63: 公司资产减值损失 (亿元)	35
图表 64: 公司分红率有较大提升空间	35

图表 65: 经营业绩改善推动公司股息率上升.....	35
图表 66: 公司主要业务数据假设	37
图表 67: 公司主要业务板块盈利预测.....	38
图表 68: 可比公司估值对比 (2023.07.31 收盘价)	39

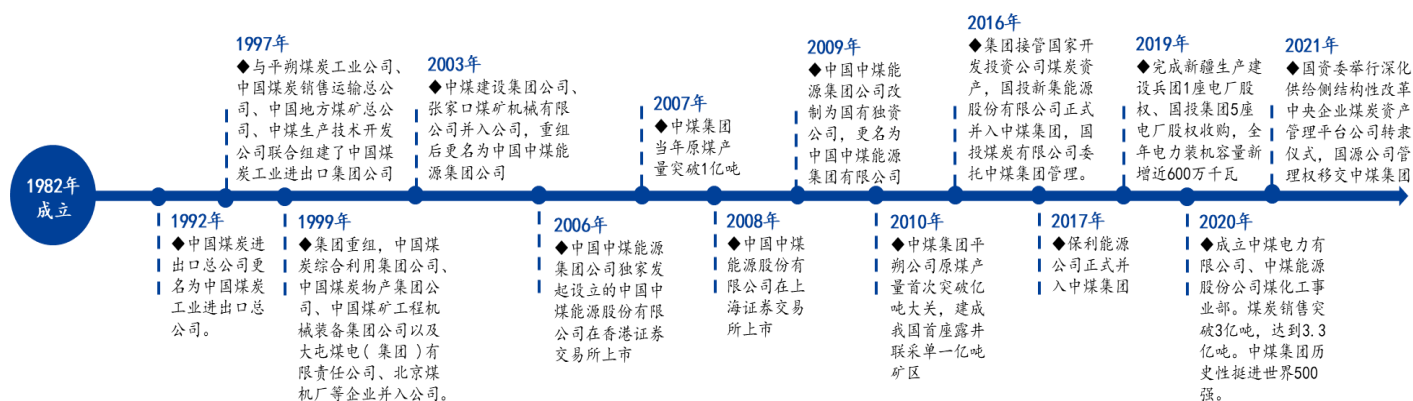
1. 背靠能源央企，“煤、化、电”协同发展

1.1 中煤集团核心煤企，以煤为基产业链纵向协同发展

1.1.1 中煤集团发展历史悠久，资源优势突出

中煤集团旗下企业，实现 **A+H 股两地上市**。中国中煤能源股份有限公司（简称“中煤能源”）是中国中煤能源集团有限公司（以下简称“中煤集团”）于 2006 年 8 月 22 日独家发起设立的股份制公司。中煤集团前身是 1982 年 7 月成立的中国煤炭进出口总公司，经过一系列重组发展成为集煤炭生产贸易、煤化工、发电、煤矿建设、煤矿装备制造以及相关工程技术服务于一体的世界一流能源企业。中煤集团旗下共拥有三家上市公司，分别为中煤能源、上海能源和新集能源，其中中煤能源于 2006 年 12 月公司在香港成功上市，2008 年 2 月发行 A 股。

图表 1：中煤集团发展历程

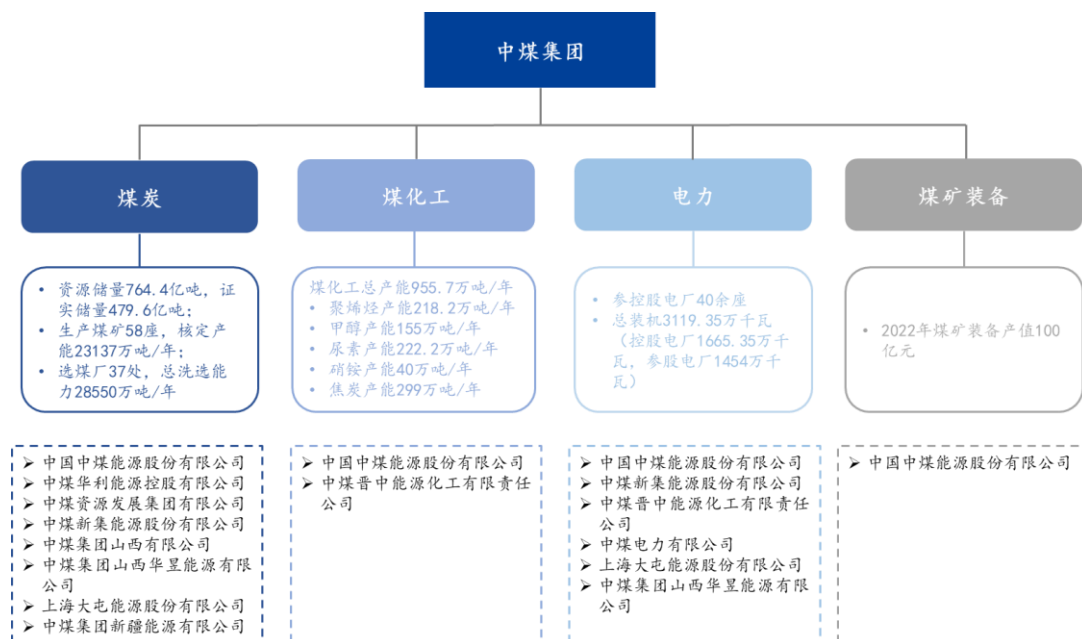


资料来源：中煤集团官网、国盛证券研究所

中煤集团煤炭资源丰富、以煤为基产业链全面发展。截至 2022 年 3 月末：

- **煤炭板块：**集团现有可控煤炭资源储量 764.4 亿吨，其中证实储量 479.6 亿吨，生产煤矿 58 对，核定产能 23137 万吨/年，选煤厂 37 处，总洗选能力 28550 万吨/年；
- **煤化工板块：**煤化工总产能 955.7 万吨/年，产品主要包括煤制烯烃、甲醇、尿素、硝酸、焦炭等，其中聚烯烃产能 218.2 万吨/年、甲醇产能 155 万吨/年、尿素产能 222.2 万吨/年、硝酸产能 40 万吨/年、焦炭产能 299 万吨/年；
- **发电板块：**现有控股和参股电厂 40 余座，总装机 3119.35 万千瓦，其中控股电厂装机规模 1665.35 万千瓦，参股电厂装机规模 1454 万千瓦；
- **煤矿装备板块：**2022 年煤矿装备产值近 100 亿元。

图表 2: 中煤集团资源丰富、产业链齐全



资料来源：公司公告、中煤集团公告、国盛证券研究所

1.1.2 中煤能源：集团主要上市平台，四业协同高质量发展

中煤能源承接集团核心业务。中煤能源 2006 年由中煤集团发起设立，主要承接集团煤炭、焦化、煤矿装备制造和煤矿设计业务，经过多年的发展，逐步延伸到产业链下游的煤化工和电力板块。公司是中煤集团主要的上市平台，截至 2022 年末，中煤集团总资产达 4863 亿元，其中中煤能源资产总额 3401 亿元，新集能源总资产 337 亿元，上海能源为中煤集团三级子公司，总资产为 193 亿元。

2021 年中煤集团商品煤产量达 21965 万吨，烯烃产量 146.4 万吨，尿素产量 228.7 万吨，甲醇产量 154.5 万吨，煤机装备产值 94.6 亿元。其中，中煤能源煤炭产量 **11420 万吨**，占比高达 **52%**，尿素产量占比 **89.6%**，烯烃、甲醇、煤机装备产值产量占比 **100%**，中煤能源承接了集团大部分煤炭、煤化工、煤矿装备生产业务。

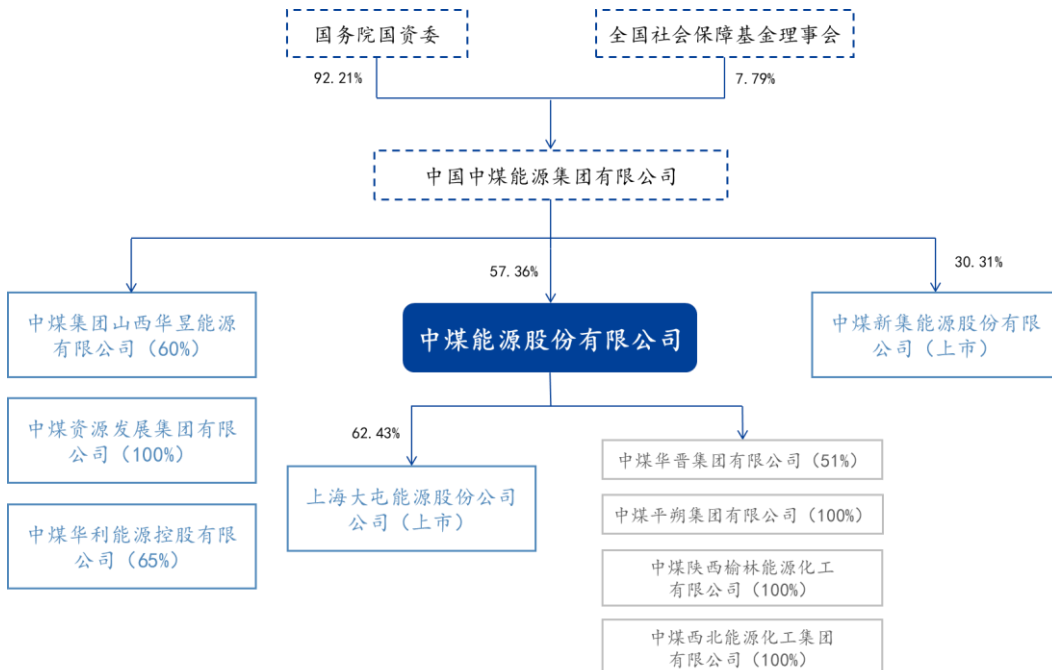
图表 3: 中煤能源发展历程



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

央企旗下上市公司。中煤能源实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，中煤集团持有公司 57.36% 的股份，为公司的控股股东。此外，中煤集团持有上市公司新集能源 30.31% 股份，上海能源为集团三级子公司，由二级子公司中煤能源持有其 62.43% 的股份。

图表 4：中煤集团持股占比 57.36%（截至 2022 年 12 月 31 日）

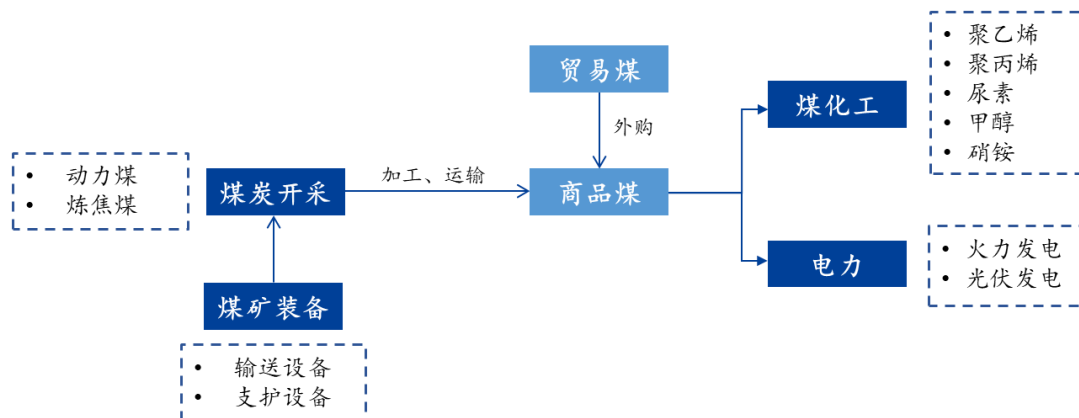


资料来源：Wind、国盛证券研究所

中煤能源是集煤炭生产和贸易、煤化工、煤矿装备制造、发电四大主业于一体大型能源企业。公司主业为煤炭开采和贸易，已实现规模化发展，同时加快推动煤炭产业向煤化工、煤电方向延伸，提升产业链价值增值能力，着力打造煤-电-化等循环经济新业态。立足当下国内及国际形势，公司贯彻“存量提效，增量转型”的发展思路，公司将构建以煤炭产业为基石、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。

- **煤炭业务：**公司拥有业内领先的煤炭资源、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。公司资源储量分布在山西、内蒙古和陕西等产煤大省，主要产地为山西，公司拥有优质的动力煤和炼焦煤，主要用作发电、化工和钢铁生产，除了自产煤外公司还通过煤炭贸易提高公司收入及市场占比。公司销售地遍布全国，其中华北、华东和华南分别占比 33.4%、32.5%和 12.9%。
- **煤化工业务：**公司化工业务主要生产烯烃、尿素、甲醇、硝酸，装置长期保持“安稳长满优”运行，拥有煤化一体带来的成本优势，是煤炭高效利用的重要环节，生产主要分布在内蒙古、陕西、山西等省区。
- **煤矿装备业务：**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。
- **电力业务：**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，公司目前顺利推进安太堡 2×350MW 低热值煤发电项目，乌审旗 2×660MW 煤电一体化项目即将开工，上海能源 263MW 光伏项目一期成功并网。

图表 5: 公司以煤炭为基石延伸产业链形成四业协同格局

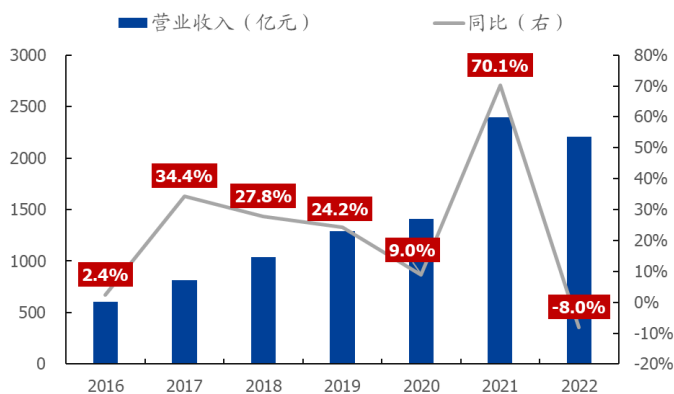


资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

1.2 煤价上涨助业绩腾飞，自产煤贡献主要利润

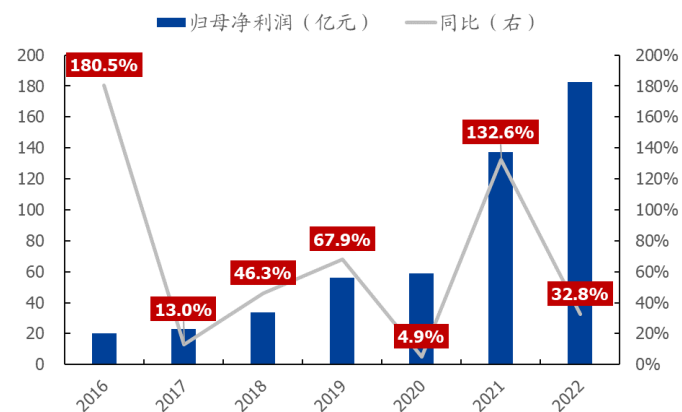
公司业绩受益于煤价中枢上移。公司业绩逐年增长，**2016-2022 年**公司营收年复合增长率为 **24.0%**，归母净利润年复合增长率为 **44.2%**。2021 年随着疫情冲击后供需紧张导致煤炭价格加速上升，公司煤炭售价大幅上升，2021 年公司业绩大增。2022 年极端天气导致能源需求旺盛，其次供给端资本开支不足带来的产能刚性问题突显，俄乌冲突成为能源供给和安全问题的导火索，能源价格持续走高。**2022 年**公司营业收入达到 **2206 亿元**，同比**-8.0%**，主因公司减少贸易煤业务销量；归母净利润为 **182 亿元**，同比**+32.8%**，大幅度上涨，主因公司自产煤价格和销量同比增长。

图表 6: 2016-2022 年公司营业收入 CAGR 为 24.0%



资料来源: Wind、国盛证券研究所

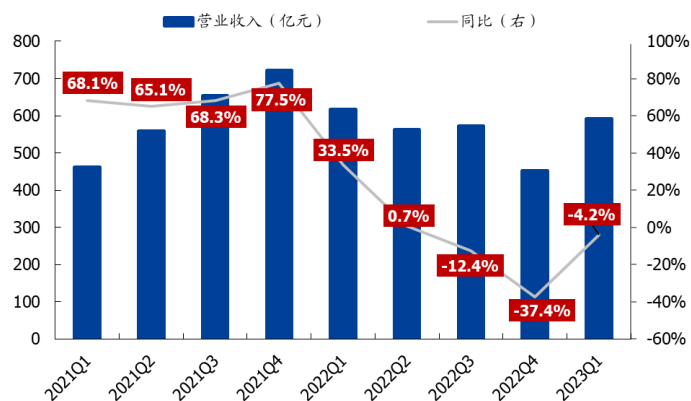
图表 7: 2016-2022 年公司归母净利润 CAGR 为 44.2%



资料来源: Wind、国盛证券研究所

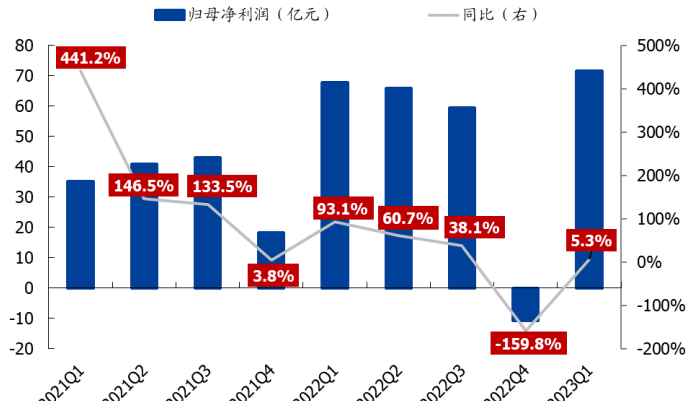
分季度看，**2023 年 Q1** 业绩延续增长。公司 2022 年第四季度归母净利润-10.9 亿元，大幅下降以致亏损，主因系计提了沙拉吉达探矿权 62.9 亿元的资产减值准备，随着后续资产减值压力的缓解，公司今年整体有望维持稳定业绩。**2023 年第一季度**实现收入 **592 亿元**，同比**-4.2%**，主因煤炭价格小幅下降；归母净利润 **72 亿元**，同比**+5.3%**。预计随着长协价稳定高位，煤炭业务的业绩维持稳定。

图表 8: 公司分季度营收情况 (亿元)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 9: 公司分季度归母净利润情况 (亿元)

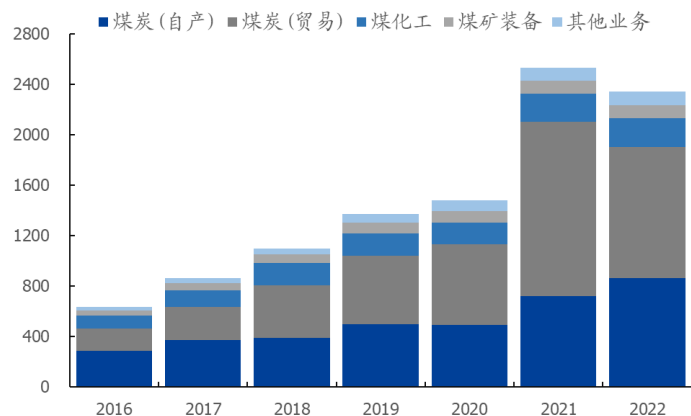


资料来源: Wind、国盛证券研究所

营业收入主要来源于煤炭业务, 自产煤业务贡献主要毛利。

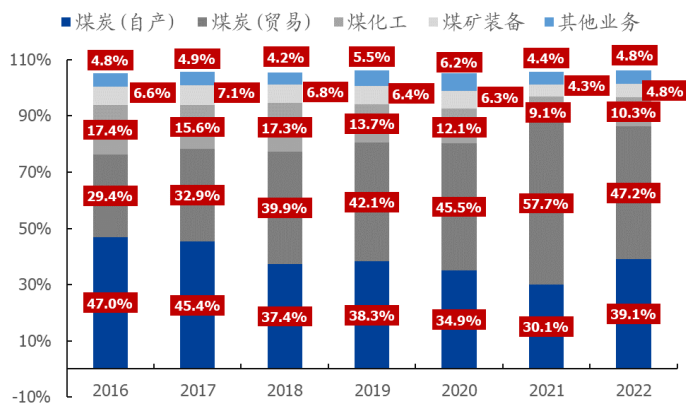
- **煤炭板块:** 2021 年公司自产煤和买断贸易煤收入分别为 721 亿元和 1384 亿元, 煤炭板块总体增量为 972 亿元, 是 2021 年公司总营收增长的主要动能, 自产煤和贸易煤收入分别占营业收入比重 30.1%和 57.7%, 煤炭板块贡献主要营收; **2022 年** 自产煤收入继续上升, 自产煤和买断贸易煤收入分别为 **861 亿元**和 **1041 亿元**, 占比分别为 **39.1%**和 **47.2%**。从毛利贡献和毛利率上看, 自产煤毛利率持续在 **50%**左右, 公司毛利主要由自产煤贡献, **2022 年达到 85.3%**。
- **煤化工板块:** 2021-2022 年公司煤化工板块收入分别为 219 亿元和 227 亿元, 占公司营业收入比重为 9.1%和 10.3%, 板块收入在持续提升。2022 年化工板块毛利为 30 亿元, 毛利占比和毛利率分别为 5.5%和 13.3%。

图表 10: 公司主营业务营收结构 (亿元)



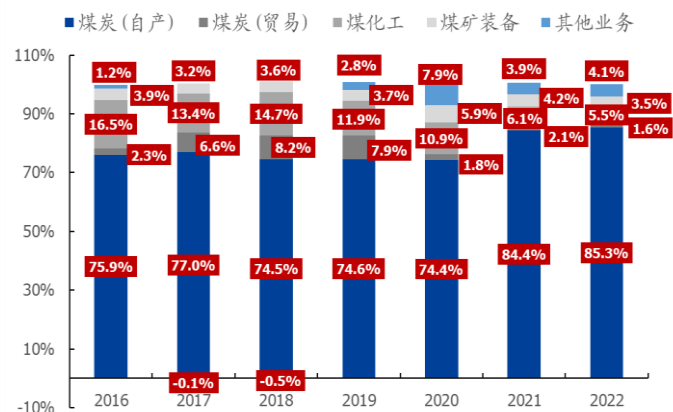
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 11: 公司煤炭业务贡献主要收入 (%)



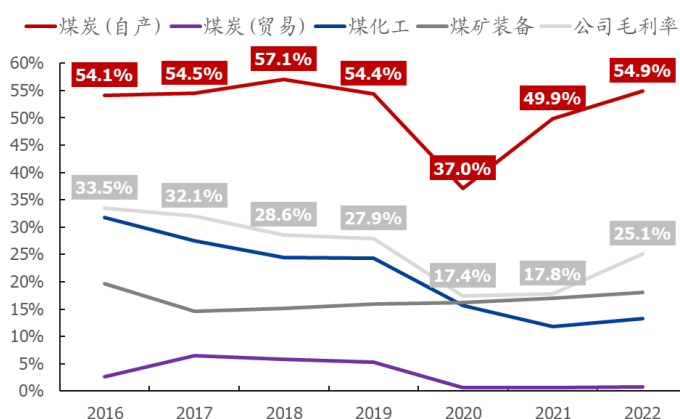
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 12: 公司自产煤毛利占比逐年提升 (%)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 13: 公司主要业务毛利率 (%)

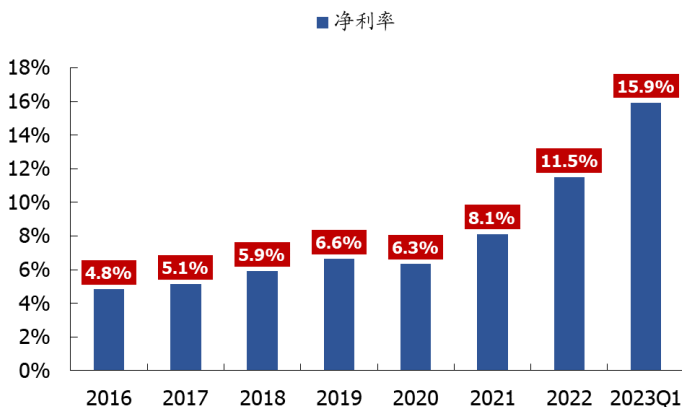


资料来源: Wind、国盛证券研究所

1.3 公司费用控制效果显著，盈利能力逐年提升

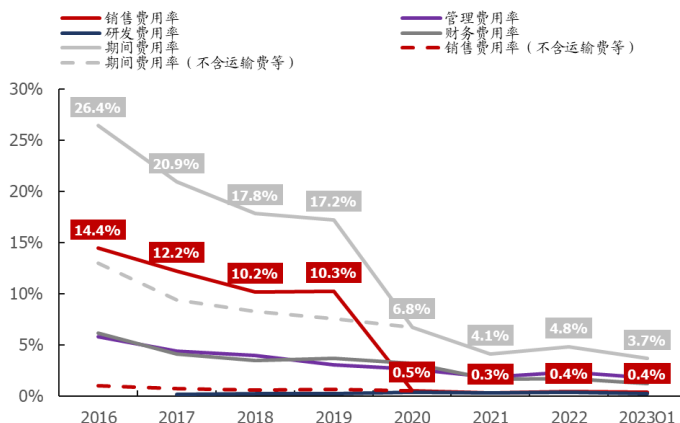
随着公司管理运营能力提升，公司净利率逐年增长，**2022 年净利率为 11.5%**，相较于 **2016 年提升 6.7 pct**，2023Q1 净利率为 15.9%，同比提升 0.7 pct。公司盈利能力提升很大程度上得益于费用控制，公司 **2022 年期间费用率为 4.8%**，相较于 **2016 年下降 21.6 pct**，即使考虑 2020 年后会计政策发生变化，销售费用中运费成本等转移至营业成本，公司总体期间费用率仍有大幅度下降，剔除运费成本后相较于 2016 年下降 8.2 pct。根据 2022 年数据，公司在同行中拥有较大的费用成本优势，行业平均水平为 8.5%，公司费用率为 4.5%。

图表 14: 公司净利率逐年提升 (%)



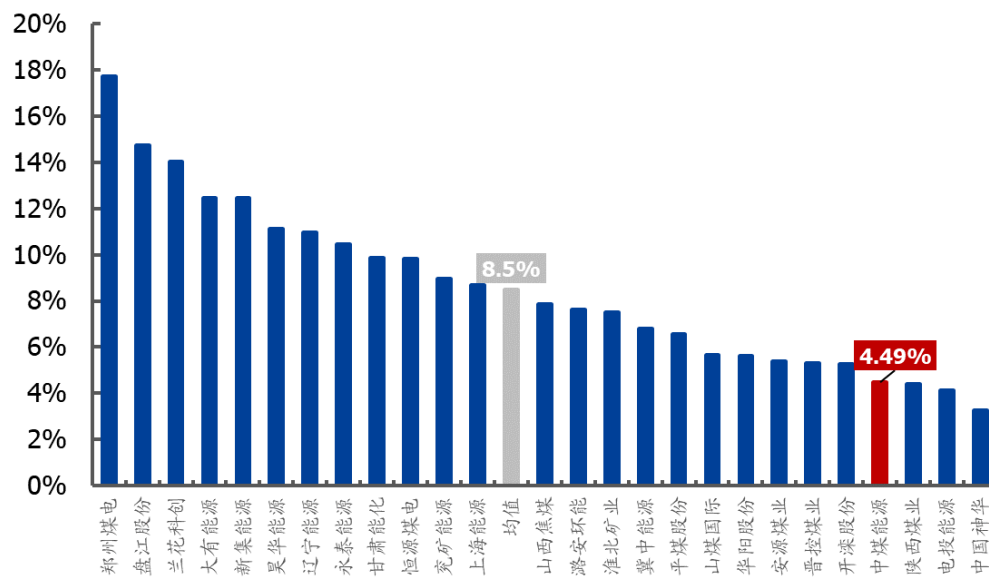
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 15: 公司期间费用率呈下降趋势 (%)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 16: 中煤相较同行期间费用率（除研发费用）有优势（2022）



资料来源: Wind、国盛证券研究所

2. 煤炭业务：产能增长空间广阔，长协政策平滑业绩波动

2.1 资本开支走弱，中长期煤价中枢维持高位

能源转型&能源安全背景下，供给刚性叠加长协基准价上调将稳定煤价较高中枢。我们将我国煤炭价格历史分为五个阶段，煤炭价格走过了完整的周期，从 2020 年之前的平稳波动，到 2021-2022 年波澜壮阔的行情，煤炭价格中枢发生上移。

- **第一阶段（2004-2008），需求带动行业量价齐升：**中国经济高速发展带动需求繁荣，政策端煤价市场化改革，推动煤炭价格产量齐增。2008 年上半年国际大宗商品价格暴涨，煤价加速上行，达到最高点 995 元/吨，在两次限价令及金融危机影响下回落。
- **第二阶段（2009-2011），四万亿刺激下供需两旺：**在政策端四万亿计划刺激下，社融扩张促进固定资产投资快速增长，基建地产成为经济增长主要抓手，需求端维持高增速，拉动煤价从上一轮下跌中走出，稳步上行，达到高点 860 元/吨，煤炭产能急速扩张。
- **第三阶段（2012-2015），需求下台阶产能过剩：**随着四万亿刺激计划退潮，社会产能过剩问题凸显，经济增速下台阶，下游需求增长缓慢。而供给端在四万亿刺激下扩张过多，造成煤炭行业供给过剩，煤价开启从 2011 年底到 2015 年底长达四年的熊市，2015 年跌到极值 351 元/吨，煤企大多处于亏损边缘。
- **第四阶段（2016-2020），供给侧改革煤价修复：**由于煤炭行业盈利恶化，2016 年开始进入供给侧改革，供给端淘汰落后产能 10 亿吨，去产能压缩煤炭产量，行业供需格局改善，引发煤价上涨。此外电煤长协机制施行，降低煤价波动幅度，供需双双下台阶之下煤价震荡运行。
- **第五阶段（2021-至今），供给缺乏弹性增大煤价波动：**供给侧改革的成果持续，叠加“双碳”带来的悲观预期，行业资本开支意愿弱，产量增长缓慢，同时疫后复苏使得 2021 年经济高增长带来用煤需求快速攀升，供给不足问题暴露，即使在保供稳价政策打压下回落，俄乌冲突、极端天气等因素又快速推动煤价重新上涨，凸显产能低弹性对放大煤价波动的作用。

纵观我国煤价二十年历史，2016 年之前煤炭价格周期是典型的需求推动型周期，传统的需求推动型周期为“需求曲线外移→价格上升→企业利润改善→宽松融资环境下投资增加→供给扩张→需求拉动型通胀下加息→去杠杆时需求收缩→供过于求→价格回落→盈利恶化→投资减少→经济预期恶化下政策转向，需求复苏开启新一轮周期”。煤炭周期性自 2016 年供给侧改革后减弱：

- 供给方面主动削减过剩产能，其次在能源转型背景下对煤炭需求和产能政策有悲观预期，供给投资意愿不足，企业转而注重股东回报，因此供给存在刚性。
- 需求方面由于新旧能源转换需要较长时间，而能源需求仍在增长，叠加能源安全问题，煤炭在未来数十年内依然充当压舱石角色。

供给刚性之下，需求无法向再通过盈利改善而引发新一轮资本开支，而供给弹性的缺乏也将放大需求上涨带来的价格波动（参考 2021 年后的煤价），供给曲线难以外扩叠加政策方面上调长协基准价，煤炭价格将在中长期维持较高中枢。

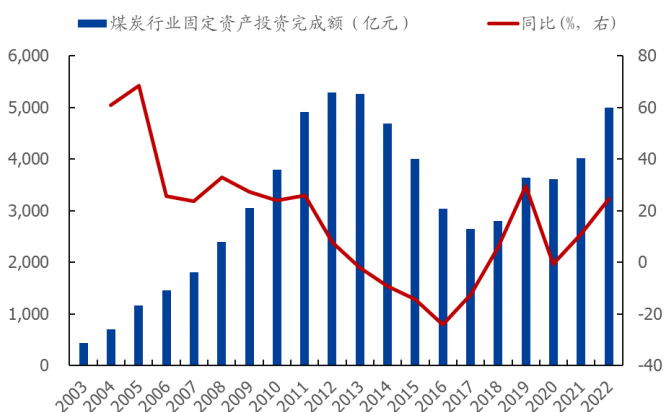
图表 17: 动力煤价 20 年历史复盘 (元/吨)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

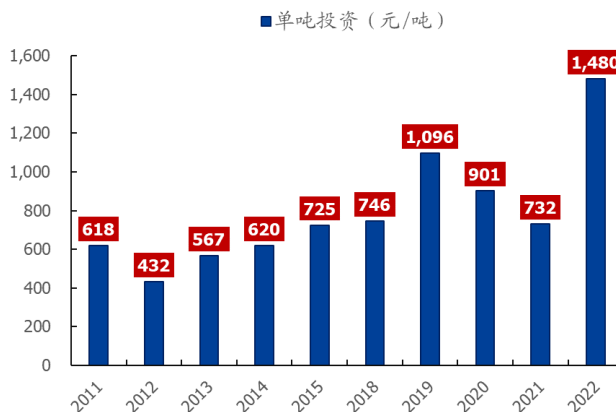
能源转型背景下煤炭行业新建产能大幅减少。在能源转型、“双碳”背景下, 煤炭消费需求预期悲观, 煤企普遍对传统主业资本再投入的意愿较弱, 而倾向于提高分红率回馈股东, 我国未来新建煤矿数量有限。“十三五”期间煤炭行业固定资产投资下滑, 虽然2021-2022有所回升, 但煤炭单吨产能平均投资额上升, 同时煤矿智能化资本开支提高, 此外近两年矿井保供核增也带来了部分资本开支。根据国家能源局披露的批复产能情况看, **2021年-2022年新批产能分别为2450万吨和1090万吨, 处于历史低点。**煤炭行业公司分红率中位数在**2020年后大幅上升, 达到40%。**

图表 18: 十三五期间行业固定资产投资明显下滑 (亿元)



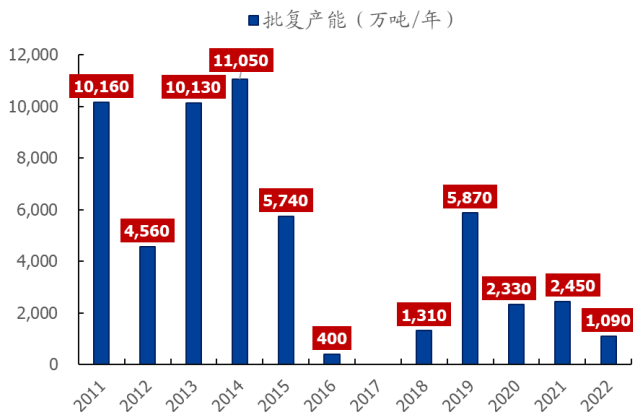
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 19: 新建煤矿单吨产能投资额上升 (元/吨, 不含矿业权费用)



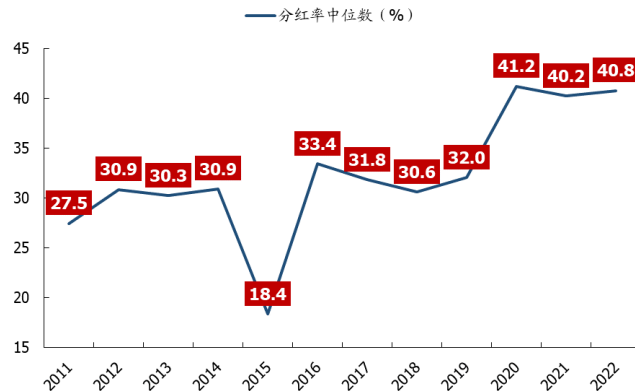
资料来源: 国家能源局、国盛证券研究所

图表 20: 供给侧改革后行业批复产能明显减少 (万吨/年)



资料来源: 国家能源局、国盛证券研究所

图表 21: 煤炭行业分红率逐渐提高 (%)

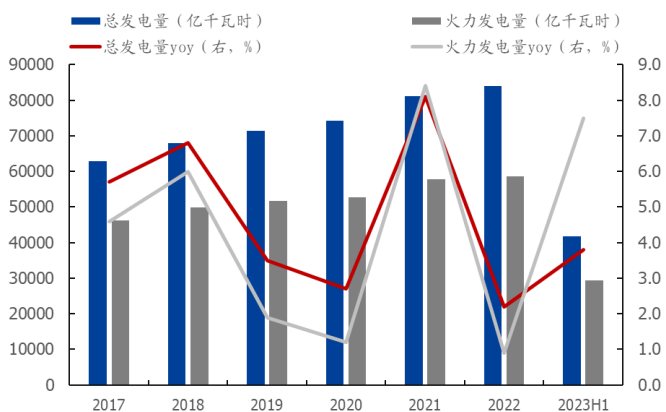


资料来源: Wind、公司公告、国盛证券研究所

新旧能源转换过程中,煤炭依旧作为压舱石。虽然我国提出“碳达峰、碳中和”的远景目标,但能源转型并非一蹴而就,在转型初期对传统行业产品的需求具备刚性。我国 2022 年总发电量为 8.4 万亿千瓦时,同比增长 2.2%,其中火力发电量 5.9 万亿千瓦时,同比增长 0.9%,占比 69.8%,是我国电力的主要来源,电力耗煤 24.2 亿吨,同比增长 5.8%。2023 年上半年火电延续增长,火电发电量 2.9 万亿千瓦时,同比增长 7.5%,我们预计 2023 年电力耗煤韧性仍存。

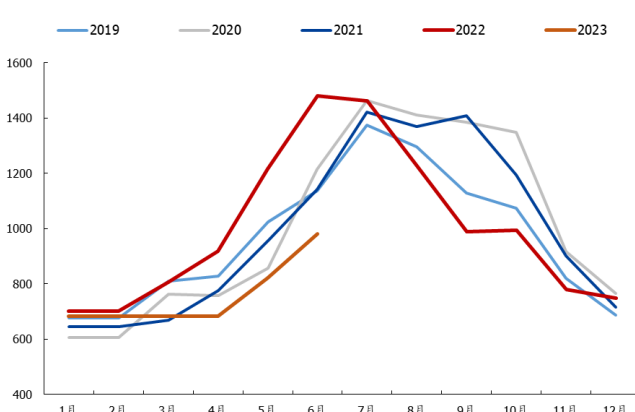
高韧性电力需求,需要充足且稳定的电力系统匹配,新能源装机比例上升但未完全稳定,而火电装机比例下滑,会提高能源供应风险。我国 2021 年开始限电和断电等事故频发,及去年下半年至今水力发电疲弱(2023 上半年水力发电量 4536 亿千瓦时,同比下降 22.1%)等现象,反映了新能源供应脆弱和火电装机不足等问题。在新能源装机以及配套储能设施尚未规模化前,煤炭总需求将保持增长且火电仍将占据绝对重要地位,我们预计 2023 年-2025 年动力煤需求仍维持持续增长的趋势。

图表 22: 2023 年上半年火力发电量同比增长 7.5% (亿千瓦时)



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

图表 23: 水力发电具有较高不确定性 (亿千瓦时)



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

“基准价+浮动价”长协定价机制稳定煤价波动，基准价上移提高煤价中枢。2016 年 11 月，国家发改委下发了《关于加强市场监管和公共服务保障煤炭中长期合同履行的意见》，年度长协价格以 535 元/吨为基准价，根据上月月底的 CCTD 和环渤海价格指数进行调整。2018 年 12 月，年度长协定价机制有所调整，基准价维持 535 元/吨不变，市场波动调整的参考指数中，加入中国电煤采购价格指数（CECI）。**2022 年长协基准价上调至 675 元/吨，基准价环比增加 140 元，并将指数调整为 CCTD、BSPI、及 NCEI，2023 年延续 2022 年价格政策。**此外在量方面规定煤企长约签订量不应低于自有资源量的 80%，不低于动力煤资源量的 75%。

- 在施行动力煤“长协煤+市场煤”双轨制后，长协煤的价格波动较为稳定。2020 年 Q4 至 2021 年 Q4，市场煤季度均价上涨幅度为 107.5%，同期年度长协价上涨幅度为 34.7%。**2022 年 Q4 至 2023 年 Q2，市场煤季度均价下跌 35.4%，同期长协煤价仅下跌 1.1%。**
- **长协煤基准价上移，高长协比例公司受益。**随着 2022 年长协基准价的提高，长协煤价也迎来一波大涨，2021 年平均长协价为 648 元/吨，2022 年平均长协价为 722 元/吨，同比上涨 11.3%。伴随长协煤价的高企，高长协比公司具有较高的盈利确定性。

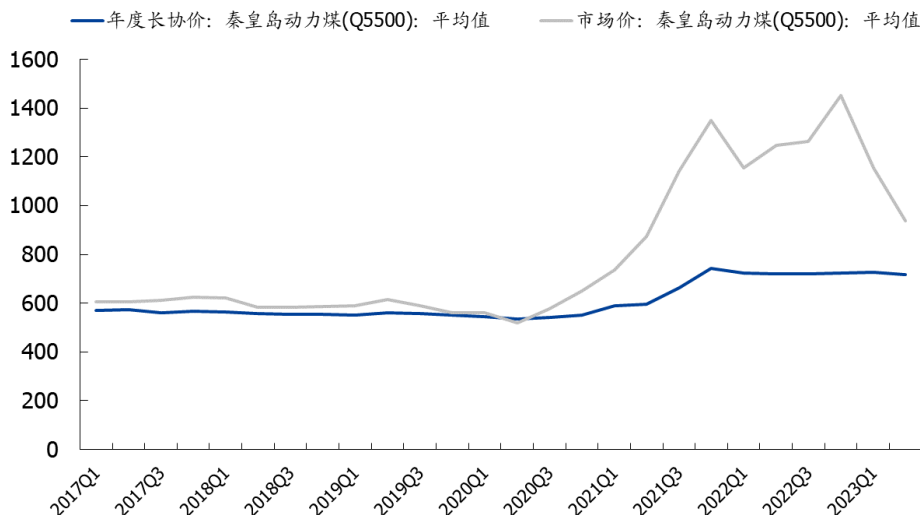
图表 24：动力煤下水煤中长期合同定价方案（元/吨）

	2017	2018	2019-2021	2022-2023
年度长协	535*50%+[(CCTD+BSPI)/2]*50%		535*50%+[(CCTD+BSPI+CEI)/3]*50%	
月度长协	合同约定: 参考 CCTD 价格确定, 实际执行		(CCTD+CCI+API8) /3	675*50%+[(CCTD+BSPI+NCEI)/3]*50%
	基本接近 CCTD、BSPI 均价, 比 CCTD 略低		2020 年 10 月起 API8 改为 CECI	
月度现货	按市场调整, 基本与汾渭能源公布的 CCI 现货指数相同			

注：公式使用价格均为每月最后一期价格

资料来源：国家发改委、煤炭信息交易网、北极星能源网、煤炭资源网、CCTD、国盛证券研究所

图表 25: 长协煤价波动较为稳定 (元/吨)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

2.2 公司煤炭产能逐步释放，资产注入未来可期

2.2.1 煤炭资源禀赋优异

公司资源禀赋优厚，煤炭储量充足。公司煤炭矿区分布范围广泛，不仅在产煤大省晋陕蒙新拥有煤炭资源，在江苏、黑龙江地区亦有所布局。截止 2022 年末，公司拥有资源储量 **268.6 亿吨**，可采储量 **140.0 亿吨**，资源可采比为 52.1%。公司资源主要分布在山西、内蒙古、陕西，可采储量占分别为 31.8%、38.0%、25.1%，煤炭资源品种主要为动力煤，可采储量占比为 89.6%。

- **煤炭品质方面：**平朔矿区所产煤炭质量稳定可靠、发热量均衡；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；内蒙古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。
- **区域优势方面：**平朔矿区位于国家指定全国 14 个大型煤炭基地之一的晋西北基地，是华北和西北省份的主要煤矿中距离主要煤炭装运港口最近的矿区之一；大屯矿区是少数临近工业中心和华东煤炭消费区的矿区之一。

图表 26: 2022 年底公司煤炭资源储量情况 (亿吨)

主要矿区	资源储量	可采储量	可采储量占比
山西	112.6	44.53	31.8%
内蒙古	88.35	53.27	38.0%
陕西	51.35	35.15	25.1%
江苏	6.73	2.18	1.6%
新疆	6.54	3.52	2.5%
黑龙江	3.03	1.36	1.0%
合计	268.6	140.01	100.0%
煤炭品种	资源储量	可采储量	可采储量占比
动力煤	238.16	125.46	89.6%
炼焦煤	22.55	11.06	7.9%
无烟煤	7.89	3.49	2.5%
合计	268.6	140.01	100.0%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

2.2.2 煤炭产能成长空间仍存

截至 2022 年底，公司共拥有控股煤炭矿井 23 对，核定产能共计 1.65 亿吨/年，参股矿井 7 对，核定产能共计 3210 万吨/年。除安太堡、安家岭、东露天煤矿为露天矿外，其余煤矿为井工矿，煤种包括长焰煤、1/3 焦煤、瘦煤、气煤、不粘煤和弱粘煤，主要为动力煤。

- 在产控股矿井核定产能合计为 1.38 亿吨/年，权益产能为 1.2 亿吨/年。其中东露天、新疆 106 矿、王家岭、大海则煤矿被纳入国家增产保供煤矿名单，核增产能共计 1210 万吨/年，东露天、王家岭、新疆 106 矿在 21-22 年陆续获得核增批复，已核增产能 710 万吨/年，大海则煤矿获得调整建设规模批复，预计在 23-24 年陆续释放产能。2022 年，东露天煤矿和安家岭矿分别核增 500 万吨/年通过了现场审查，预计 23-24 年陆续完成产能核增。此外平朔集团北岭煤矿因为安全风险相对较高，开采完现有工作面后将实施关闭。
- 在建控股矿井核定产能 0.26 亿吨/年，权益产能为 0.19 亿吨/年。大海则煤矿是公司第四座核定产能超过 2000 万吨/年的大型矿井，是榆林能化烯烃项目的配套资源矿井，资源储量 48 亿吨，主产优质化工和动力用煤，投产后将进一步提高公司化工自用煤率，预计 2023 年竣工；里必煤矿核定产能为 400 万吨/年，其所在的山西晋城矿区是我国优质无烟煤基地，预计 2025 年 3 月竣工；苇子沟煤矿一期核定产能为 240 万吨/年，是呼图壁县产能最大的煤炭生产基地，煤矿开采高发热量的不粘煤，预计 2025 年 12 月竣工。
- 参股矿井共计核定产能 3210 万吨/年。公司参股企业有中天合创、华晋焦煤和禾草沟煤业，所属矿井合计产能 3210 万吨/年，公司权益产能为 1320 万吨/年。

图表 27: 2022 年底公司参控股矿井情况 (万吨/年、亿吨)

经营主体	煤矿名称	核定产能 (万吨/年)	权益占比	权益产能 (万吨/年)	保有储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	煤种	地区	备注
在产煤矿									
平朔集团	安太堡露天矿	2000	100%	2000	9.1	4.9	动力煤	山西朔州	
	安家岭露天矿	2500	100%	2500	4.3	2.5	动力煤	山西朔州	包含核增 500 万吨/年（已通过现场核查）
	东露天煤矿	3000	100%	2500	18.2	13.9	动力煤	山西朔州	包含 2021 年保供核增 500 万吨/年及 2022 年核增 500 万吨/年（已通过现场核查）
	安家岭井工矿（一号井）	1000	100%	1000	3.7	1.2	动力煤	山西朔州	
	安太堡井工矿（三号井）	1000	100%	1000	4.8	2.2	动力煤	山西朔州	
	北岭煤矿	90	100%	90	0.8	0.4	动力煤	山西朔州	现有工作面开采完后关闭
	小回沟煤矿	300	100%	300	4.7	2.8	配焦煤	山西太原	
上海能源	东坡煤矿	270	100%	270	1.6	1.0	动力煤	山西朔州	
	姚桥煤矿	425	62.43%	265	3.3	1.6	焦煤	江苏徐州	
	徐庄煤矿	160	62.43%	100	2.4	0.6	焦煤	江苏徐州	
	孔庄煤矿	144	62.43%	90	1.6	0.7	焦煤	江苏徐州	
	新疆 106 煤矿	180	31.84%	57	2.2	1.3	动力煤	新疆呼图壁县	包含核增 60 万吨/年

唐山沟公司	唐山沟煤矿	150	80%	120	0.5	0.2	动力煤	山西大同	
华晋公司	王家岭煤矿	750	51.00%	383	14.9	10.2	焦煤	山西临汾	包含核增 150 万吨/年
	华宁煤矿	300	26.01%	78	3.3	2.0	焦煤	山西临汾	
	韩咀煤矿	120	51.00%	61	2.0	1.3	焦煤	山西临汾	
蒙大矿业	纳林河二号煤矿	800	66%	528	15.0	8.0	动力煤	内蒙古鄂尔多斯	
西北能源	南梁煤矿	300	55%	165	1.4	0.7	动力煤	陕西榆林	
伊化矿业	母杜柴登煤矿	600	51%	306	11.4	6.7	动力煤	内蒙古鄂尔多斯	
黑龙江煤化工	依兰第三煤矿	240	100%	240	3.0	1.4	动力煤	黑龙江哈尔滨	竣工验收, 已产出原煤
合计		13829		12053	108.1	63.5			
在建煤矿									
中煤陕西公司	大海则煤矿	2000	80%	1600	47.9	33.1	动力煤	陕西榆林	首采工作面成功试运转, 工程进度 84.4%, 包含核增 500 万吨/年, 预计 2023 年竣工
华晋公司	里必煤矿	400	51.00%	204	3.2	1.6	无烟煤	山西晋城	工程进度 53.9%, 预计 2025.03 竣工
上海能源公司	苇子沟煤矿	240	49.94%	120	4.9	2.8	动力煤	新疆呼图壁县	工程进度 63%, 预计 2025.12 竣工
合计		2640		1924	55.9	37.5			
控股总计		16469		13977	164	101			
参股煤矿									
中天合创	葫芦素煤矿	800	38.75%	310	23.7	16.2	动力煤	内蒙古鄂尔多斯	在产
	门克庆煤矿	800	38.75%	310	22.8	15.1	动力煤	内蒙古鄂尔多斯	在产
华晋焦煤	沙曲一号煤矿	450	49.00%	221	12.5	6.5	焦煤	山西吕梁	在产
	沙曲二号煤矿	270	49.00%	132	8.7	4.1	焦煤	山西吕梁	在产
	吉宁煤矿	300	24.99%	75	1.4	0.8	配焦煤	山西临汾	在产
	明珠煤矿	90	24.99%	22	0.4	0.3	配焦煤	山西临汾	在产
禾草沟煤业	禾草沟煤矿	500	50.00%	250	2.7	1.4	配焦煤	陕西延安	在产
参股总计		3210		1320	72.1	44.4			

资料来源: 公司官网、公司公告、债券跟踪评级报告。能源局、自然资源厅、生态环境部、资产评估报告、中国知网、国盛证券研究所

产能迎来释放期, 公司未来三年产能逐步释放共 3550 万吨/年。2022 年大海则煤矿成功试运转, 根据 wind 公司业绩说明会数据, 2022 已释放产量 840 万吨, 2023 年公司计划产量释放至 1400 万吨, 2024 年预计全部释放。里必煤矿、苇子沟煤矿 2025 年陆续竣工, 东露天和安家岭核增产能预计于 2023-2024 年陆续投产。若北岭煤矿于今年退出, 结合核增产能的释放以及在建矿井的投产, 预计 **2023-2025 年陆续释放产能 410 万吨、2500 万吨、640 万吨。**

图表 28: 公司 2023-2025 年预计释放产能节奏 (万吨/年)

年份	2023	2024	2025
产能释放情况	东露天 500 万吨/年 北岭 - 90 万吨/年	大海则 2000 万吨/年 安家岭 500 万吨/年	苇子沟 240 万吨/年 里必 400 万吨/年
合计释放产能	410 万吨/年	2500 万吨/年	640 万吨/年

资料来源: Wind、国盛证券研究所

集团煤炭资源禀赋优异，承诺注入煤炭资源产能高达 2638 万吨/年。中煤集团在行业供给侧改革期间承接了大量非煤央企划拨的煤炭资产，煤炭产能大幅上升。根据公司《关于控股股东申请变更避免同业竞争承诺的公告》，集团为避免同业竞争，鼓励优质资产证券化，计划 2028 年 5 月之前，在符合注入上市公司的法定条件下，将山西华昱能源和资源发展集团注入中煤能源，届时将大幅提高公司生产能力。**资源发展集团是中煤集团全资子公司，旗下控股矿井核定产能共计 918 万吨/年，**公司是涉煤央企‘去产能’资源受托经营的主要平台。**中煤集团持有山西华昱能源 60%股份，**公司以煤炭生产、销售为主营业务，产业涉及煤电、冶化等，**控股矿井核定产能合计为 1720 万吨/年。**

图表 29: 中煤集团主要控股涉煤企业 (除中煤能源) 矿井情况 (万吨/年、亿吨)

经营主体	煤矿名称	核定产能 (万吨/年)	经营主体 权益占比	保有储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	地区	煤种	状态
中煤新集	新集一矿	180	100%	4.4	1.4	安徽淮南	动力煤	在产
	新集二矿	270	100%	4.1	1.7	安徽淮南	动力煤	在产
	刘庄煤矿	1100	100%	14.2	6.1	安徽阜阳	动力煤	在产
	口孜东煤矿	500	100%	7.4	3.6	安徽阜阳	动力煤	在产
	板集煤矿	300	100%	5.2	2.0	安徽亳州	动力煤	在产
合计		2350		35.4	14.8			
中煤华利	铁新煤矿	120	80%	1.1	0.6	山西晋中	焦煤	在产
	平山煤矿	90	70%	0.5	0.3	山西晋城	无烟煤	在产
	裕丰煤矿	120	60%	1.0	0.9	山西临汾	焦煤	在产
	合盛煤矿	120	100%	1.7	1.1	山西晋中	焦煤	在产
	高家庄煤矿	120	51%	5.0	3.3	山西吕梁	焦煤	在产
	别斯库都克煤矿	300	70%	2.5		新疆哈密	动力煤	在产
	吉郎德露天矿	300	70%	2.3	1.5	新疆哈密	动力煤	在产
合计		1170		14.2	7.7			
资源发展 集团	担水沟煤矿	90	100%	2.6	1.5	山西朔州	动力煤	在产
	甘庄煤矿	120	60%	0.2	0.2	山西大同	配焦煤	在产
	塔山煤矿	420	95%			山西大同	动力煤	在产
	王行庄煤矿	120	20%	2.2	1.5	河南郑州	动力煤	在产
	新登煤矿	84	51%		0.1	河南郑州	动力煤	在产
	教学三矿	84	60%			河南郑州	动力煤	在产
合计		918		5.1	3.2			
山西华昱 能源	五家沟煤矿	400	100%	1.5	0.6	山西朔州	动力煤	在产
	元宝湾煤矿	90	100%	1.2	0.8	山西朔州	动力煤	在产
	南阳坡煤矿	300	100%	1.1	0.3	山西朔州	动力煤	在产
	水泉煤矿	90	100%	0.9	0.7	山西朔州	动力煤	在产
	国兴煤矿	180	80%	2.2	0.4	山西朔州	动力煤	在产
	国强煤矿	180	60%	1.5	0.4	山西朔州	动力煤	在产
	白芦煤矿	180	100%	3.8	2.0	山西朔州	动力煤	在产
	台东山煤矿	300	51%	2.0	0.8	山西朔州	动力煤	在产
合计		1720		14.1	6.1			

中煤山西	黄岩汇煤矿	90	60%	0.9	0.4	山西晋中	无烟煤	在产
公司	白羊岭煤矿	150	60%	0.7	0.4	山西晋中	无烟煤	在产
合计		240		1.6	0.8			
新疆能源	大南湖七号井一期煤矿	1200	100%	25.0	15.1	新疆哈密	动力煤	在建，一期 600 万吨/年
公司	皮里青露天矿	150	65%		0.3	新疆伊犁	动力煤	在产
合计		1350		25.0	15.3			
总计		7748		95.4	47.9			

资料来源：天眼查、公司债券募集说明书、新集能源年报、各公司官网、安监局、能源局、生态环境部、山西煤矿生产能力文件、国盛证券研究所

2.3 自产煤盈利持续增长，煤炭板块业绩进入新阶段

公司自产动力煤产销量持续增长。公司的煤炭销售分为三种形式，分别为自产煤炭销售、买断贸易煤销售、代理煤炭销售，其中买断贸易煤销售量最大，极大提高公司市场份额，自产煤炭销售是公司的利润中心，煤炭代理销售占比极小。公司多年以来保持较高的产销率，维持在 100% 左右。

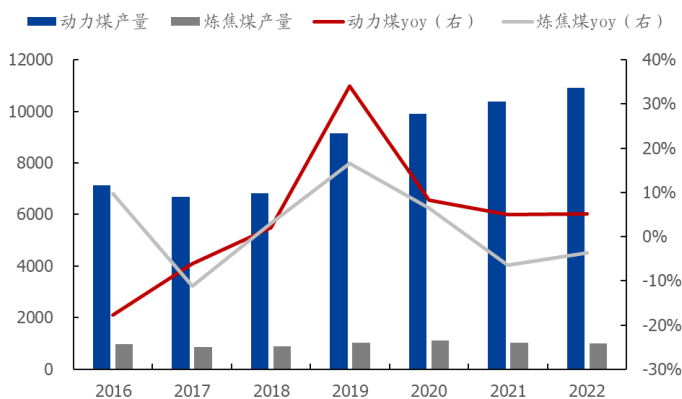
- **生产方面：**公司主要生产动力煤，**2022 年煤炭总产量 1.2 亿吨，同比增长 4.4%，其中动力煤产量 1.09 亿吨，同比增长 5.2%，炼焦煤产量 0.1 亿吨，同比减少 3.7%，动力煤占比 91.6%，煤炭产量 2016-2022 年 CAGR 为 6.65%，产量的增长主要由动力煤贡献，动力煤 CAGR 为 7.37%，炼焦煤产量维持 1000 万吨左右。**2023 年第一季度，煤炭总产量 3330 万吨，同比增长 9.2%，其中动力煤产量 3051 万吨，同比增长 12.1%，炼焦煤产量 279 万吨，同比减少 14.9%，动力煤产量的增加主要是因为大海则煤矿产能部分释放。
- **销售方面：**公司 **2016-2021 年煤炭销售 CAGR 为 18.3%，其中买断贸易煤 CAGR 为 30.4%，自产煤 CAGR 为 6.8%，增长主要由买断贸易煤贡献。**2022 年，公司商品煤总销量为 2.6 亿吨，同比减少 14.3%，其中自产煤销量 **1.2 亿吨，同比增长 7.3%**，买断贸易煤销量 1.3 亿吨，同比减少 29.6%，总销量的下降主要是因为买断贸易煤销量的下降。2023 年 Q1 公司煤炭商品煤销量为 7477 万吨，同比+7.5%，其中自产煤销量 3257 万吨，同比+5.7%，买断贸易煤销量 3931 万吨，同比+5.7%。

图表 30：公司自产煤产销率保持 100% 左右（万吨）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1
煤炭总产量	8099	7554	7713	10184	11001	11420	11917	3330
自产煤销量	8067	7500	7667	10195	11105	11218	12034	3257
自产煤产销率	99.6%	99.3%	99.4%	100.1%	100.9%	98.2%	101.0%	97.8%
动力煤产量	7127	6690	6822	9145	9894	10384	10919	3051
动力煤销量	7095	6640	6792	9162	9986	10182	11036	2981
动力煤产销率	99.6%	99.3%	99.6%	100.2%	100.9%	98.1%	101.1%	97.7%
炼焦煤产量	972	864	891	1039	1107	1036	998	279
炼焦煤销量	972	860	875	1033	1119	1036	998	276
炼焦煤产销率	100.0%	99.5%	98.2%	99.4%	101.1%	100.0%	100.0%	98.9%

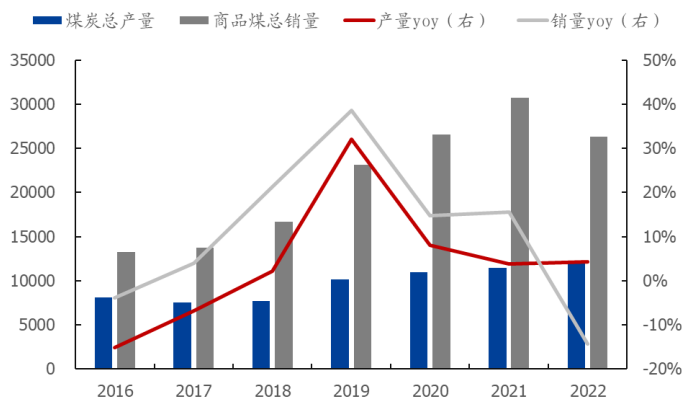
资料来源：Wind、国盛证券研究所

图表 31: 公司主要生产动力煤 (万吨)



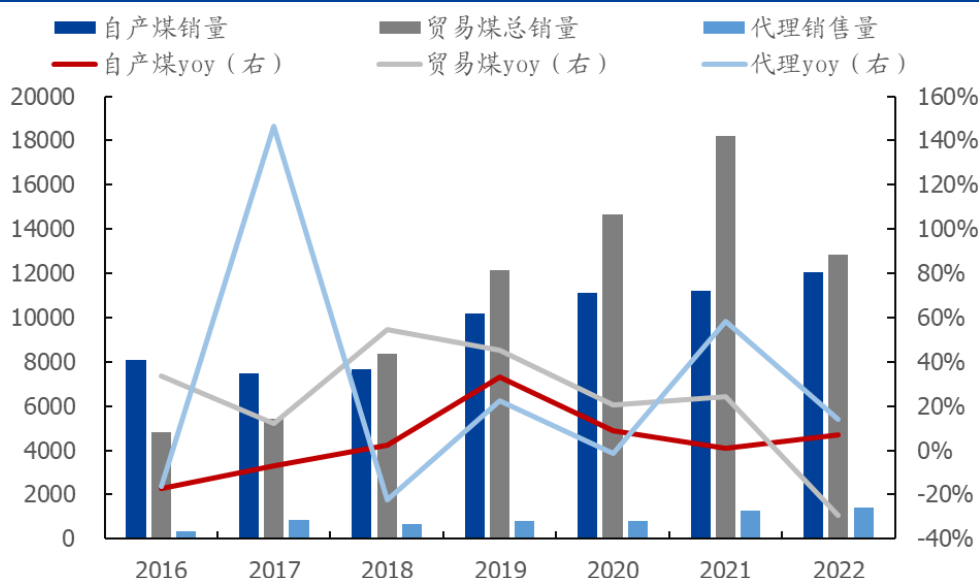
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 32: 公司煤炭总产销量 (万吨)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 33: 公司煤炭业务分项销量 (万吨)



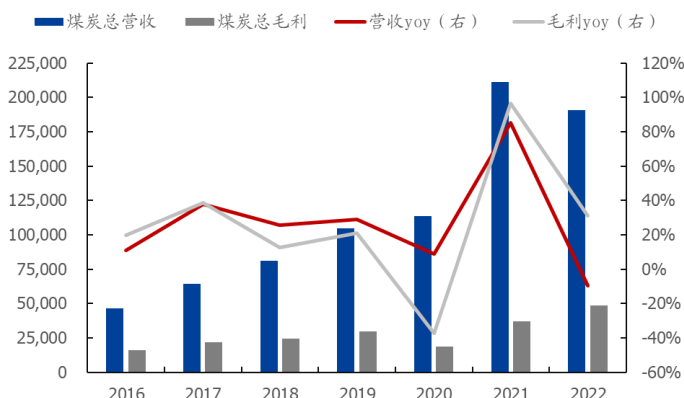
资料来源: Wind、国盛证券研究所

煤炭业绩进入新阶段，自产煤带动毛利稳步增长。

- **2021年**煤炭业务营业收入为 2111 亿元，同比增长 85.3%，营业收入的增长主要由买断贸易煤贡献，2021 年买断贸易煤营收 1384 亿元，同比增长 115.8%，自产煤营收 721 亿元，同比增长 46.4%；毛利为 369 亿元，同比增长 96.7%，毛利的增长主要由自产煤贡献，自产煤毛利占比超过 97%，**2021 年自产煤毛利为 359 亿元，同比增长 97.1%**，在成本较为固定的条件下，煤价的上涨推动毛利增长的弹性大于营收。
- **2022年**煤炭业务营业收入为 1909 亿元，同比下降 9.6%，其中买断贸易煤营收 1041 亿元，同比下降 24.8%，自产煤营收 861 亿元，同比增长 19.5%，营收的下降主要由于买断贸易煤销量下降导致；毛利为 484 亿元，同比增长 31.3%，**在营收下降的情况下毛利仍保持增长，主要是因为公司自产煤业绩稳定增长，自产煤毛利为 473 亿元，同比增长 31.6%**。自产煤中，动力煤的营业收入约占 80%，毛利约占 70%，炼焦煤毛利率相对较高。
- **2023 年 Q1**，煤炭营业收入为 507 亿元，同比下降 5.3%，其中自产煤营收为 218 亿元，同比下降 2.5%，买断贸易煤营收为 289 亿元，同比下降 7.4%。煤炭业务毛

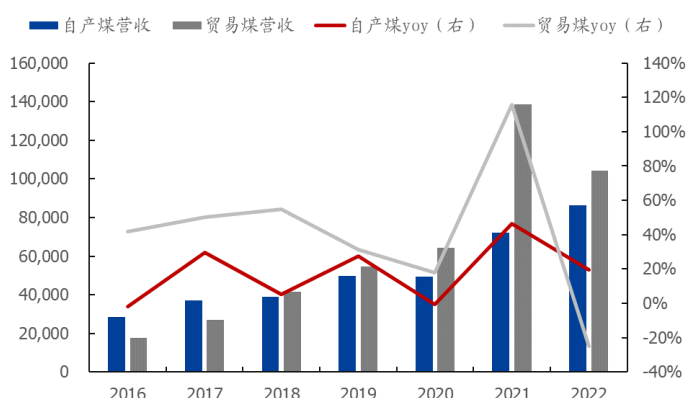
利为 132 亿元，同比增长 1.8%，其中自产煤毛利为 130 亿元，同比增长 1.6%。

图表 34: 煤炭业务营收毛利情况 (百万元)



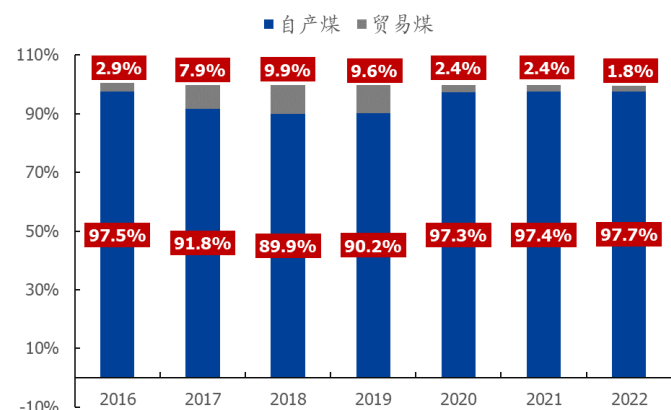
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 35: 自产煤营收稳步上升 (百万元)



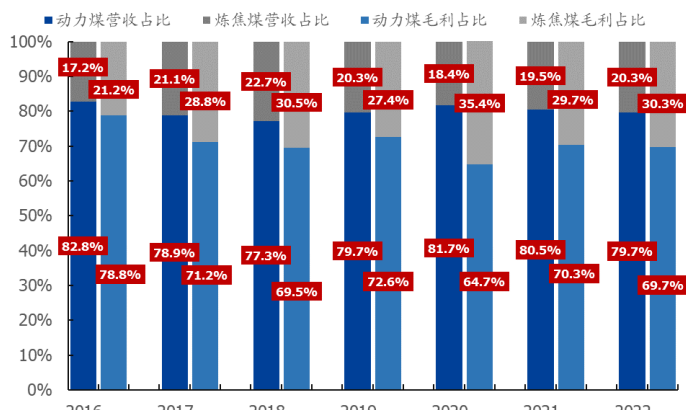
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 36: 煤炭业务毛利主要由自产煤贡献



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 37: 自产煤中动力煤营收占比约 80%，毛利占比约 70%



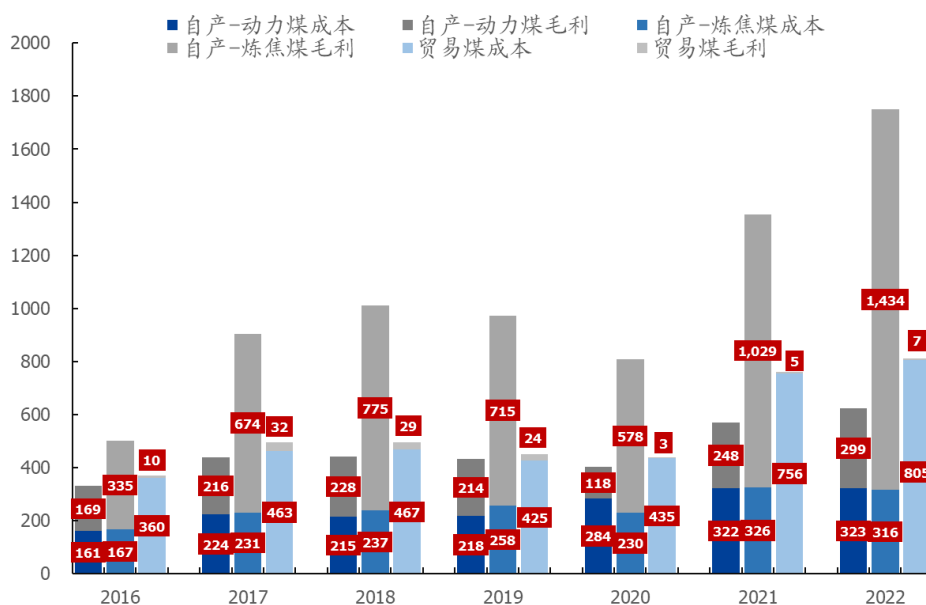
资料来源: Wind、国盛证券研究所

21-22 年价格持续高位，成本小幅上行，单吨毛利同比大增。

- **单位销售价格方面:** 公司 2021 年之前售价较为稳定，2021 年自产动力煤、炼焦煤和买断贸易煤售价同比上涨 41.8%、67.7%、73.7%，2022 年分别为 622 元/吨、1750 元/吨、812 元/吨，同比上涨 9.1%、29.2%、6.7%。发改委对电煤中长期合同应达到自有资源量 80% 以上的规定，自产动力煤上涨幅度有限，而炼焦煤由于市场定价，因此炼焦煤上涨幅度较大。买断贸易煤受市场煤价的影响较大，因此上涨幅度也较高。2023 年 Q1 自产动力煤、炼焦煤、买断贸易煤价格为 576 元/吨、1697 元/吨、735 元/吨，同比-6.3%、+1.0%、-12.4%。
- **单位销售成本方面，公司自产煤成本维持稳定:** 2022 年自产煤综合单位成本为 323 元/吨，同比上涨 0.2%，其中动力煤和炼焦煤分别为 323 元/吨和 316 元/吨，同比+0.3%、-3.1%。2023 年 Q1 自产煤综合成本为 273 元/吨，同比下降 12.9%。2020 年开始，由于会计准则变更，运输港杂费用从销售费用调整至营业成本，导致成本上升。买断贸易煤由于市场化采购，成本较高，2022 年单位成本为 805 元/吨，同比增长 6.5%。
- **单位毛利方面:** 由于自产煤成本较为稳定，因此 2021 年后随着煤价上涨，自产煤单位毛利涨幅较大，2022 年自产动力煤、炼焦煤单位毛利为 299 元/吨、1434 元/吨，同比上涨 20.6%、39.4%，买断贸易煤毛利为 7 元/吨。2023 年 Q1，自产煤综

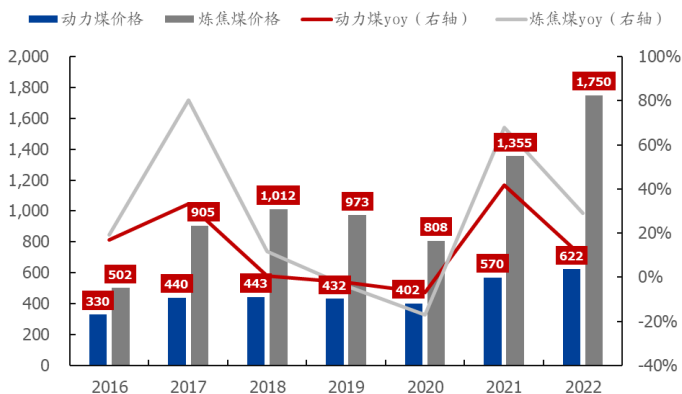
合毛利为 398 元/吨，同比下降 3.9%。

图表 38: 公司煤炭单位成本和单位毛利情况 (元/吨)



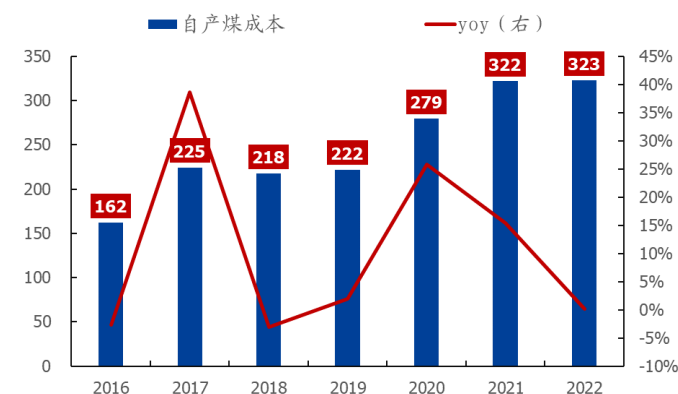
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 39: 煤炭价格中枢上升 (元/吨)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

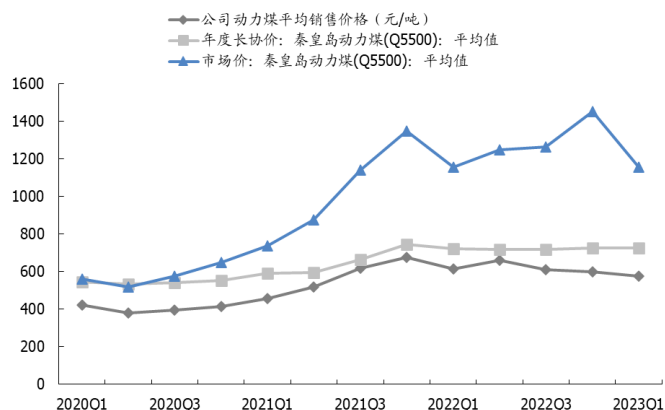
图表 40: 自产煤单位成本较为稳定 (元/吨)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

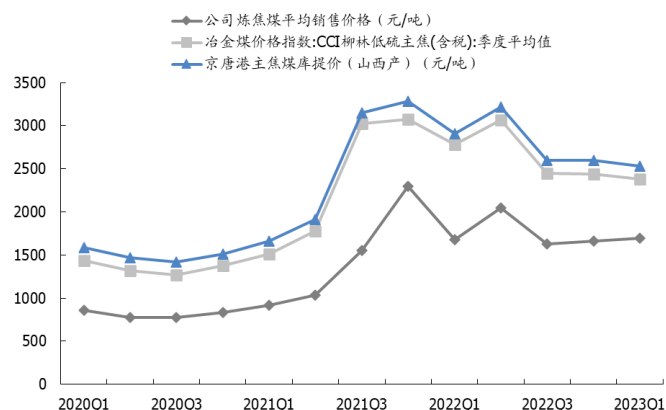
公司动力煤主要通过长协方式销售，炼焦煤售价随行就市。根据发改委等部门对中煤集团等煤企电煤中长期合同签订履约工作指导，中长期合同数量应达到自有资源量 80%以上，不低于动力煤资源量的 75%，月度履约率不低于 80%，季度和年度履约率不低于 90%。公司作为中煤集团旗下主要煤炭资源平台，承担了集团大部分的长协任务。**2020Q1-2021Q4**，秦皇岛动力煤市场价上涨 140.3%，秦皇岛港动力煤年度长协价上涨 36.9%，公司自产动力煤平均售价上涨 60.9%；**2022Q4-2023Q1**，公司自产动力煤下跌 3.6%，同期秦皇岛港市场价下跌 20.4%，长协价上涨 0.2%，公司自产动力煤涨跌幅接近于长协价涨跌幅，主因长协占比较高。炼焦煤方面，公司自产炼焦煤平均售价涨跌趋势与炼焦煤市场价格一致，涨跌幅较为接近。

图表 41: 公司自产动力煤价格趋势 (元/吨)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 42: 公司自产炼焦煤价格趋势 (元/吨)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

2.4 业绩弹性测算: 自产动力煤业绩维持稳定

公司的业绩主要来源于自产煤, 其中动力煤占主要部分。公司自产煤以长协销售为主, 因此业绩受市场煤价波动的影响相对有限。测算业绩变化区间, 从最极端的情况看, 若7月中旬以后动力煤市场价跌至600元/吨, 公司2023年归母净利润将减少28亿元, 若市场煤价涨至1100元/吨, 公司2023年归母净利润将减少12亿元。若考虑公司今年煤炭成本下降, 归母净利润变化区间为最低减少5亿元, 最高增加11亿元, 动力煤板块总体业绩将保持稳定。

- **公司2023年动煤均价区间测算:** 我们以 CCTD 长协定价模式为依据, 参考 BSPI、CCTD、NCEI 指数, 计算每月的年长协价格后, 得到年度长协均价, 其中 2023 年 7 月及以前的年度长协价采用已公布的数据。从极端情况看价格变化区间, 若现货价格在 7 月中旬后变化区间为 600-1100 元/吨, 年度长协均价区间为 698-726 元/吨。公司销售均价由于热值换算、少量市场定价等因素, 与 CCTD 长协价格有差异, 通过计算一季度公司动力煤均价与 CCTD 长协价的比例, 得到公司 2023 年动力煤均价区间为 553-576 元/吨。
- **归母净利润弹性测算:** 根据得到的 2023 公司动煤均价, 计算与 22 年的价差。由于大海则、依兰三矿、核增矿井产量的逐渐释放, 2023 年动力煤销量预计比 2022 年增加 0.13 亿吨, 综合计算 2023 年动力煤毛利相对 2022 年变化区间为 -46 亿元到 -18 亿元, 扣除税金及少数股东损益后, 归母净利润变化 -28 亿元至 -12 亿元。
- **考虑成本变化:** 公司 2023 年自产煤销售成本预计大幅下降, 2022 年自产煤平均成本为 323 元/吨, 2023 年 Q1 吨煤成本下降至 273 元/吨, 预计后三季度有所上行, 若全年动力煤吨煤成本同比下降 30 元/吨至 293 元/吨, 归母净利润变化区间为 -5 亿元至 11 亿元, 同比相对稳定。

图表 43: 公司 2023 年动力煤销售均价弹性测算 (元/吨)

现货价格 (元/吨)	基准价 (元/吨)	BSPI	CCTD	NCEI	浮动价 (元/吨)	年长协均值 (元/吨)	公司动力煤 (元/吨)
600	675	736	726	698	23	698	553
625	675	738	729	702	24	699	554
650	675	740	732	706	25	700	555
675	675	741	735	710	27	702	557
700	675	743	738	713	28	703	558
725	675	745	741	717	30	705	559
750	675	747	744	721	31	706	560
775	675	749	747	724	33	708	561
800	675	751	750	728	34	709	562
825	675	752	753	732	35	710	563
850	675	754	756	736	37	712	564
875	675	756	759	739	38	713	566
900	675	758	762	743	40	715	567
925	675	760	765	747	41	716	568
950	675	762	768	750	42	717	569
975	675	763	771	754	44	719	570
1000	675	765	773	758	45	720	571
1025	675	767	776	761	47	722	572
1050	675	769	779	765	48	723	573
1075	675	771	782	769	50	725	575
1100	675	773	785	773	51	726	576

资料来源: Wind、全国煤炭交易中心、秦皇岛煤炭网、国盛证券研究所

图表 44: 公司 2023 年自产动力煤板块业绩弹性 (元/吨、亿元)

现货价格 (元/吨)	计算年长协 (元/吨)	公司动煤价 (元/吨)	22 年均价 (元/吨)	价差 (元/吨)	毛利变化 (亿元)	税后利润 (亿元)	权益占比	归母净利 (亿元)	成本改善后 (亿元)
600	698	553	622	-69	-46	-36	78%	-28	-5
625	699	554	622	-68	-44	-35	78%	-27	-4
650	700	555	622	-67	-43	-34	78%	-26	-4
675	702	557	622	-65	-42	-33	78%	-25	-3
700	703	558	622	-64	-40	-31	78%	-25	-2
725	705	559	622	-63	-39	-30	78%	-24	-1
750	706	560	622	-62	-37	-29	78%	-23	0
775	708	561	622	-61	-36	-28	78%	-22	0
800	709	562	622	-60	-35	-27	78%	-21	1
825	710	563	622	-59	-33	-26	78%	-20	2
850	712	564	622	-58	-32	-25	78%	-20	3
875	713	566	622	-56	-31	-24	78%	-19	4
900	715	567	622	-55	-29	-23	78%	-18	5

925	716	568	622	-54	-28	-22	78%	-17	5
950	717	569	622	-53	-26	-21	78%	-16	6
975	719	570	622	-52	-25	-20	78%	-16	7
1000	720	571	622	-51	-24	-19	78%	-15	8
1025	722	572	622	-50	-22	-18	78%	-14	9
1050	723	573	622	-49	-21	-17	78%	-13	9
1075	725	575	622	-47	-19	-16	78%	-12	10
1100	726	576	622	-46	-18	-15	78%	-12	11

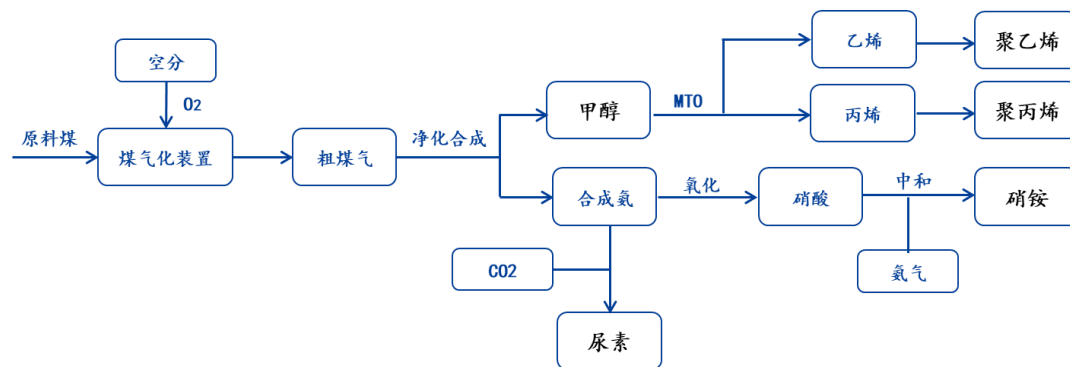
资料来源: Wind、国盛证券研究所

3. 煤化工业务: 烯烃项目丰富产品线, 一体化彰显成本优势

3.1 满产满销业绩稳定, 烯烃项目带来增产前景

公司聚焦煤炭清洁高效转化利用, 依托矿区自身优势, 推动煤炭和煤化工深度融合, 公司在榆林和鄂尔多斯重点发展煤制烯烃、煤制尿素、煤制甲醇等煤化工产业。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。

图表 45: 公司主要化工产品工艺路线



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

目前公司控股子公司合计在产聚乙烯产能 **60 万吨/年**、聚丙烯 **60 万吨/年**、尿素 **175 万吨/年**、甲醇 **160 万吨/年**、硝酸铵 **40 万吨/年**。其中图克化肥项目为亚洲最大的单体尿素生产工厂之一, 充分利用产能优势, 显著降低单耗。蒙大甲醇项目、鄂尔多斯能化甲醇项目主要为蒙大工程塑料项目提供原料甲醇, 上下游一体化运营优势进一步发挥, 抗风险能力进一步增强。此外, 公司参股中天合创、延长榆能、中煤旭阳, 合计产能聚烯烃 **327 万吨/年**、焦炭 **252 万吨/年**。

在建项目方面, 公司陕西榆林煤化工二期年产 **90 万吨聚烯烃项目**完成全部外部手续审批, 项目建设规模为 **35 万吨/年聚乙烯**和 **55 万吨/年聚丙烯**, 该项目产品将以进口替代为方向, 具有市场定位更高、供需缺口较大以及产品价格较高等特点, 将在一期和二期之间形成产品品种差异和规模效益, 进一步丰富由低到高的产品线。

图表 46: 公司化工产能情况 (万吨/年)

经营主体	权益占比	地区	项目名称	产品	产能(万吨/年)	状态
控股公司						
中煤陕西榆林能源化工有限公司	100%	陕西榆林	榆林烯烃项目一期	聚乙烯	30	在产
				聚丙烯	30	
			榆林烯烃项目二期	聚乙烯	35	在建, 工期 30 个月, 预计 2026 年 6 月投料试车
				聚丙烯	55	
内蒙古中煤蒙大新能源化工有限公司	100%	内蒙古鄂尔多斯	蒙大工程塑料项目	聚乙烯	30	在产
				聚丙烯	30	
中煤鄂尔多斯能源化工有限公司	100%	内蒙古鄂尔多斯	图克化肥项目	尿素	175	在产
			合成气制甲醇项目	甲醇	100	在产
内蒙古中煤远兴能源化工有限公司	75%	内蒙古鄂尔多斯	蒙大甲醇项目	甲醇	60	在产
中煤平朔集团有限公司	100%	山西朔州	劣质煤综合利用示范项目	硝酸	40	在产
参股公司						
中天合创能源有限责任公司	38.75%	内蒙古鄂尔多斯	煤炭深加工项目	聚烯烃	137	在产
陕西延长中煤榆林能源化工有限公司	15.83%	陕西榆林	煤油气资源综合利用项目	聚烯烃	190	在产
河北中煤旭阳能源有限公司	45%	河北邢台	焦化项目	焦炭	252	在产

资料来源: 邢台工信、天眼查、公司官网、公司公告、生态环境部、跟踪评级报告、国盛证券研究所

主要化工产品产销量保持稳定。公司近年来聚乙烯、聚丙烯、尿素、硝酸产量较为稳定, 产销率达到 **100%左右**。公司通过加强对煤化工企业生产管控, 优化装置运行参数提高生产灵活性, 实现长周期满负荷稳定运行, 实际有效生产时间超过设计有效生产时间, 实际产量高于设计产能, **主要化工品产能利用率均超过 100%**, 2021 年 4 月鄂尔多斯合成气制 100 万吨/年甲醇技术改造项目投产, 带动甲醇产量大幅提高, 但因年中投产, 销量未达设计产能。**2022 年公司聚乙烯、聚丙烯、尿素、甲醇、硝酸产量为 73.9、74.1、183.4、187.9 和 47.4 万吨, 销量分别为 74、72.9、179.2、185.5、46.9 万吨。**其中尿素销量包含买断中煤集团所属灵石中煤化工有限责任公司尿素产品, 甲醇销量包括公司内部自用量。

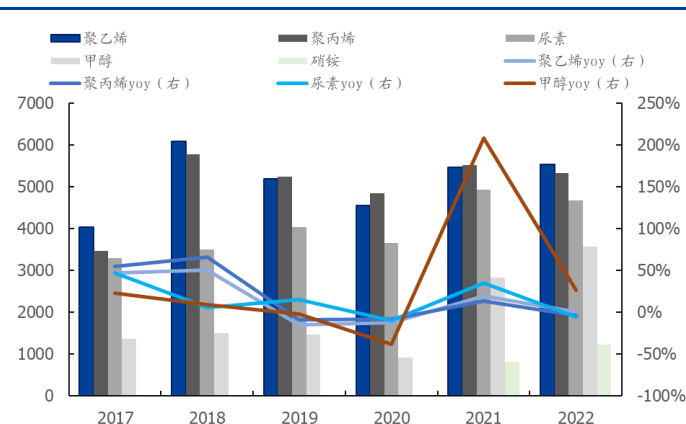
图表 47: 煤化工主要产品产销量 (万吨)

		2017	2018	2019	2020	2021	2022
聚乙烯	产量	49.8	74.1	74.5	74.3	74	73.9
	销量	50	74.4	75.2	74.5	73.4	74
	产销率	100.4%	100.4%	100.9%	100.3%	99.2%	100.1%
聚丙烯	产量	47.8	71.9	70.8	72.1	72.4	74.1
	销量	47.7	72.3	69.8	72.9	72.8	72.9
	产销率	99.8%	100.6%	98.6%	101.1%	100.6%	98.4%
尿素	产量	199.6	185.6	199.1	188.6	204.9	183.4
	销量	229	192.9	229.1	224.8	221.3	179.2
	产销率	114.7%	103.9%	115.1%	119.2%	108.0%	97.7%
甲醇	产量	62.5	72.2	94.6	69	154.5	187.9
	销量	71.9	71.9	95.8	68.8	153.3	185.5
	产销率	115.0%	99.6%	101.3%	99.7%	99.2%	98.7%
硝铵	产量					42.5	47.4
	销量					42.8	46.9
	产销率					100.7%	98.9%

资料来源: Wind、国盛证券研究所

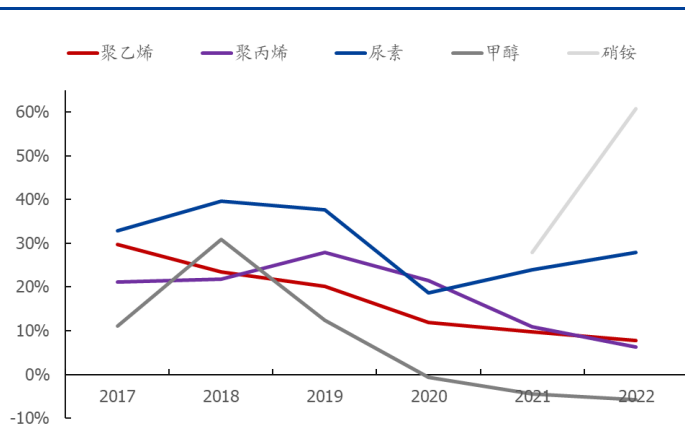
尿素业绩维持稳定, 硝铵带来新增量。营业收入方面, 公司聚烯烃和尿素营收较为稳定且占比较大, 甲醇 2021 年由于新装置投产, 新增 100 万吨/年产能, 因此营收增长幅度大, 硝铵 2022 年营收增长较快。**毛利方面**, 聚烯烃和甲醇近年来在售价大幅提高之下毛利率仍然有所下滑, 主因是外购煤炭成本价格增长较快, 随着大海则煤矿投产等利好因素, 公司自用煤的比例将会上升, 届时聚烯烃毛利率将会有所改善; 尿素近两年毛利率有所上升, 硝铵毛利率于 2022 年大增, 尿素和硝铵贡献了 2022 年化工业务主要毛利, 占比高达 68%。**2022 年公司聚乙烯、聚丙烯、尿素、甲醇、硝铵营业收入分别为 55.3、53.4、46.8、35.8、12.3 亿元, 同比分别为 1.1%、-3.3%、-5.1%、26.7%、50.5%, 对应毛利率为 7.7%、6.3%、28%、-5.8%、60.8%。**

图表 48: 化工产品营收情况 (百万元)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 49: 化工产品毛利率 (%)



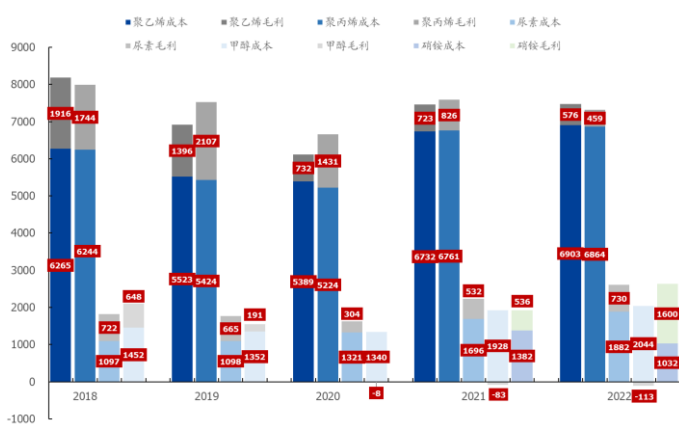
资料来源: Wind、国盛证券研究所

3.2 能源高企推涨化工价格，煤炭资源助力成本优势

国际能源价格高位运行推动化工产品成本及价格的上涨。

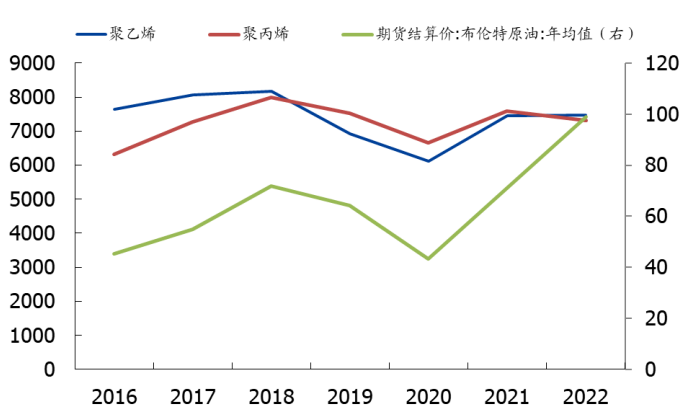
- **单位成本方面：**公司化工产品成本主要受煤炭价格影响，2021-2022 年煤炭采购成本上升，公司主要化工品成本呈上涨趋势，**2022 年聚乙烯、聚丙烯、尿素、甲醇、硝铵单位成本分别为 6903、6864、1882、2044、1032 元/吨，同比 2.5%、1.5%、11%、6%、-25.3%。**
- **价格方面：**受国际能源价格高位运行的影响，2021-2022 年化工产品价格普遍上涨。其中聚烯烃主流工艺是油制，2022 年油制聚乙烯和聚丙烯约占 56%和 68%，聚烯烃的价格在原油价格推动下上涨，**2022 年公司聚乙烯和聚丙烯价格分别为 7479 元/吨和 7323 元/吨**，但公司由于成本端煤炭和甲醇成本上涨幅度更大，导致毛利率下行。2021-2022 年尿素在通胀、供需变化、成本、疫情等因素共同影响下价格大涨，**2022 年尿素单位价格为 2612 元/吨**，毛利率在价格带动下有所提高。

图表 50：化工产品单位成本及单位毛利情况（元/吨）



资料来源：Wind、国盛证券研究所

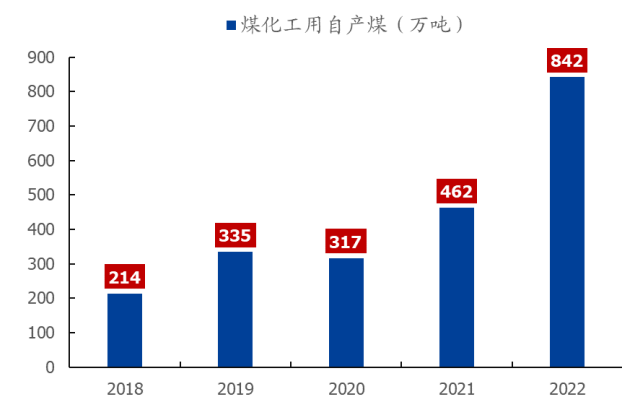
图表 51：原油市场指导聚烯烃价格变化轨迹（元/吨、美元/桶）



资料来源：Wind、国盛证券研究所

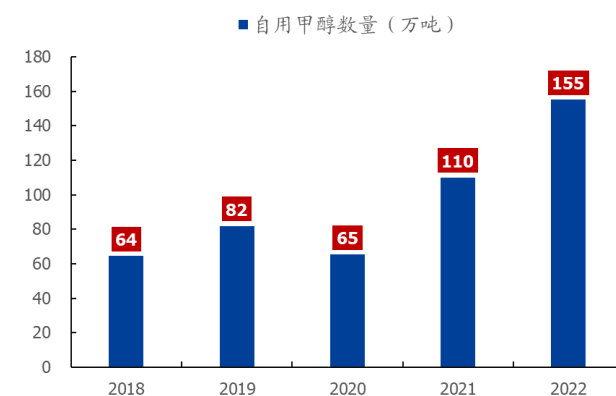
化工用自产煤比例上升将带动成本下行，助推板块毛利率提升。公司依靠自身煤炭资源优势发展煤化工，为内部化工企业提供低价煤炭及化工产品原料，有利于降低煤化工成本端风险。公司化工用自产煤逐年上升，**2022 年达到 842 万吨，同比提高 82.3%。**公司蒙大工程塑料项目所用甲醇部分来自于蒙大甲醇项目、合成气制甲醇项目及榆林烯烃项目，2021 年随着合成气制甲醇项目投产，公司自用甲醇数量快速上升，缓解聚烯烃成本端压力，2022 年自用甲醇数量达 155 万吨，基本可覆盖蒙大工程塑料项目的聚烯烃生产需求。随着大海则煤矿投产，公司内部化工项目用煤自给率将进一步提升。

图表 52：公司化工用自产煤逐年上升（万吨）



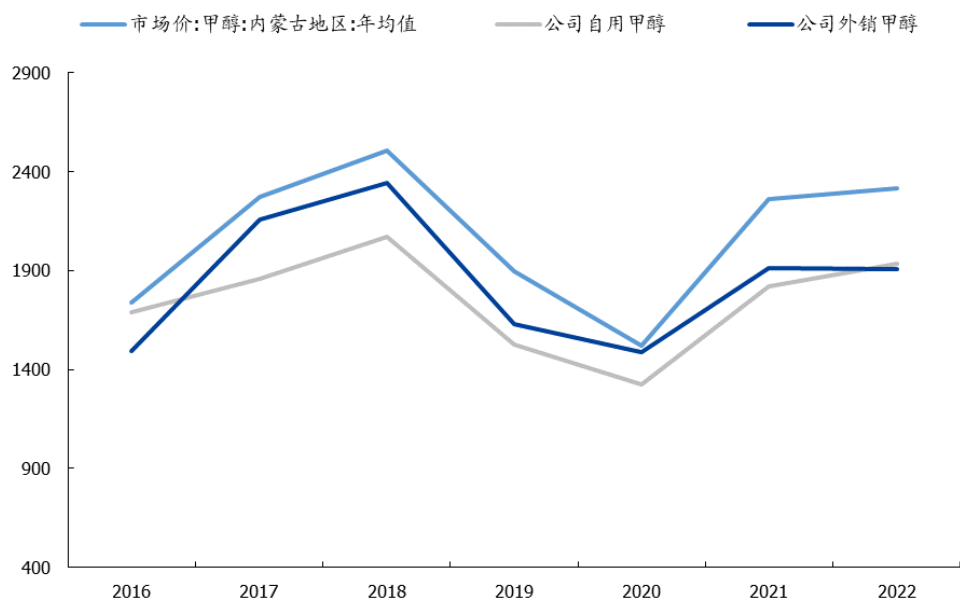
资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 53：公司烯烃用自产甲醇数量逐年上升（万吨）



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 54: 公司自用甲醇售价基本低于外售甲醇及市场价 (元/吨)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

4. “总量”转向“效率”，中特估加持下估值亟待提升

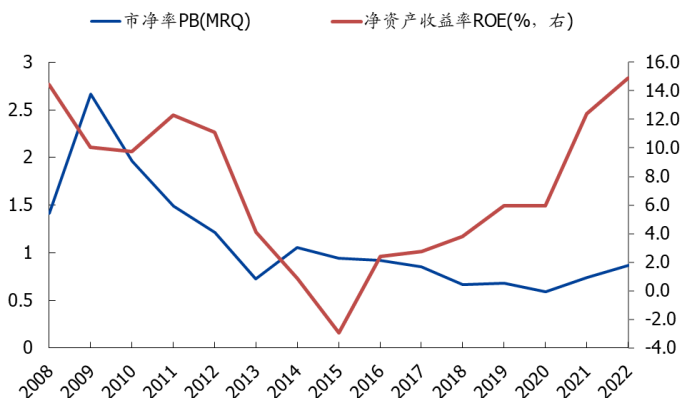
2022年11月21日，证监会主席易会满在2022金融街论坛年会上对如何建设“中国特色现代资本市场”进行了详细阐述。提出“探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”，并认为国有上市公司一方面要“练好内功”，提升核心竞争力，另一方面要主动加强投资者关系管理。中特估所指企业包含央企、国企以及一些特殊行业的上市公司，涉及行业主要集中在建筑、能源、银行等传统领域，大多具有强现金流、高分红、低估值等蓝筹股特征。相比非国企，国企产能更具备正外部性、托底经济且增加供给稳定性的作用，以自身部分效率换取社会效益，在当下具备稀缺的确定性，应当具备估值溢价。

4.1 公司市值破净，盈利与估值之差走阔

国央企大多分布在传统行业，市场对业绩增速、经营效率、市场化程度等存在顾虑，使得这些板块内国企估值折价度偏高。

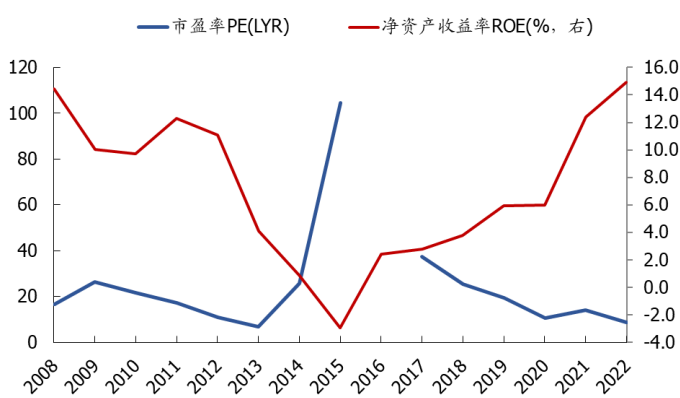
- **煤炭行业估值存在折价。**大多数企业为央国企背景，在过去面临的业绩考核主要是总量而不是效率，对于市值管理要求较低。同时“双碳”压力下，煤企需要投入大量资金减少碳排放，另一方面清洁能源的发展将冲击煤炭的市场地位，未来需求增速放缓甚至下滑，在经营效率低于新兴产业且缺乏增长速度下，煤企市值大多面临折价。截至7月28日，煤炭行业整体市盈率为6.06，位于行业倒数第二；整体市净率为1.16，位于全行业尾部，许多公司面临市值低于净资产的情况。
- **公司市值破净，盈利能力与估值不匹配。**公司2020-2022年归母净利润增长208.8%，股价同比增长103.5%（2020年末收盘价4.04元/股，2022年末收盘价8.22元/股），股价增长速度小于业绩增长速度，且股价主要由业绩推动，估值却有所下滑。公司经营效率逐年提升，ROE在行业供给侧改革后一路上行，由2015年-2.96%增长至2022年14.92%，而市净率几乎保持平稳，2022年市净率为0.87，市值小于净资产；市盈率方面，随着ROE上升，公司市盈率却一直下滑，2022年公司市盈率为8.6。无论是市盈率还是市净率，公司估值与盈利能力的改善都不匹配，存在较大提升空间。

图表 55: 公司市值长期低于净资产



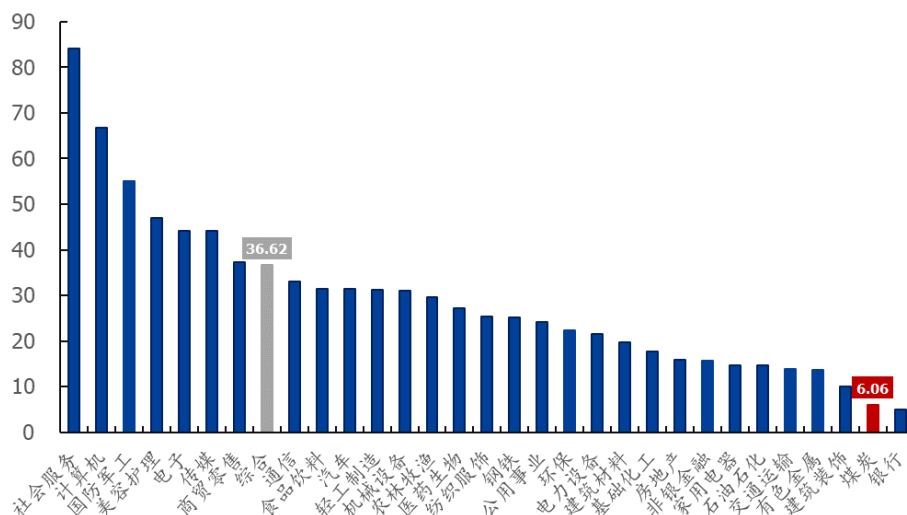
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 56: 公司市盈率与 ROE 之差走阔



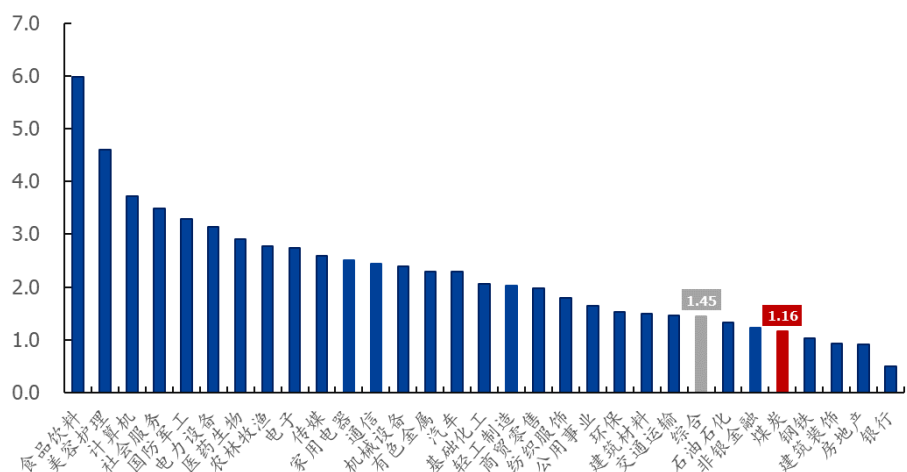
资料来源: Wind、国盛证券研究所 (注: PE 数据剔除负值)

图表 57: 煤炭行业市盈率位于全行业倒数第二 (2023.07.28)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 58: 煤炭行业市净率位于全体行业尾部 (2023.07.28)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

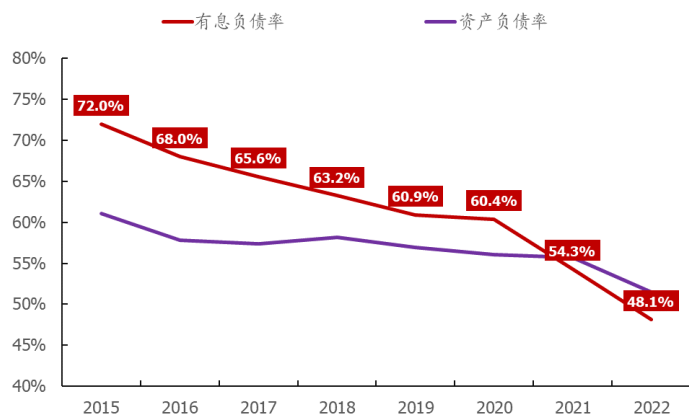
4.2 现金流持续增厚，分红率有望提升

从增量时代步入存量时代，国企更多承担起提高效率的角色，改善资产运用效率、债务水平、盈利能力，并提高股东回报率，从而得到估值的提升。国企业绩考核量化体系也日臻完善，考核导向从“总量”向“效率”倾斜。

- **公司有息负债率和资产负债率连年下降，偿债压力日趋减弱**，2022 年资产负债率为 51.5%，其中有息负债率为 48.1%，有息负债率的下降改善了公司的财务费用状况，财务费用率一路下行，2022 年财务费用 37.3 亿，仅占营收 1.69%。
- **在供给侧改革及双碳背景下，公司资本开支呈下降趋势，收益质量和现金流量攀升**。2022 年公司资本开支完成额为 92.7 亿元，公司资本开支在经历了 18-19 年小高峰后重新回落，2022 年在建工程 110.5 亿元，相比 2014 年下降 415.2 亿元。随着公司偿债压力减小、资本开支下降，公司现金流状况不断向好，公司营业现金比率在上升后维持 20%左右的比例，货币资金占资产比例不断提升至 2022 年 26.8%。

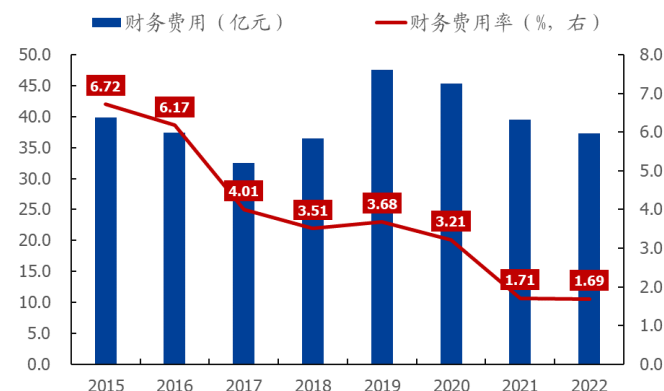
- **近两年计提大额资产减值，未来减值包袱小，轻装上阵。**公司在近两年盈利能力较好的条件下，计提了大量资产减值，2021年资产减值损失为39.6亿元，主要为北岭煤矿即将关闭、孔庄煤矿资源条件改变、缓建项目减值、电厂经营亏损减值等原因；2022年资产减值损失为88亿元，主要系沙拉吉达短期无法开采、东坡煤矿和唐山沟煤矿地质条件变化、部分公司经营亏损减值等原因。公司两年共计提**127.6**亿元，缓解了未来资产减值压力，即使煤价短期走高回落，总体业绩仍有望保持稳定乃至增长。

图表 59: 公司有息负债率和资产负债率连年下降



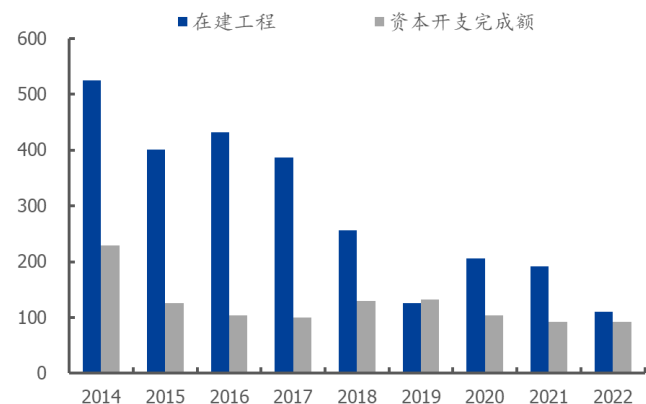
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 60: 公司财务费用持续改善 (亿元)



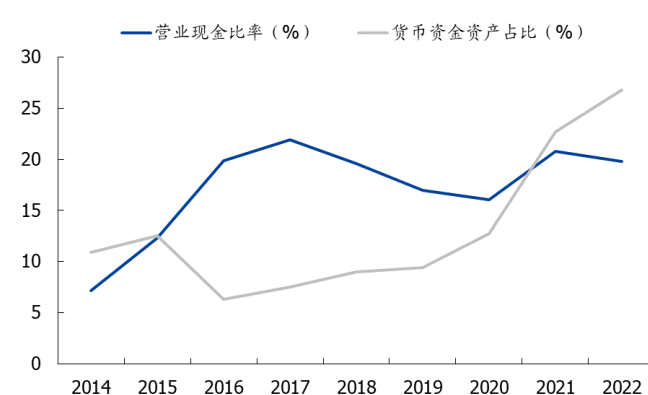
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 61: 公司在建工程和资本开支完成额呈下降趋势 (亿元)



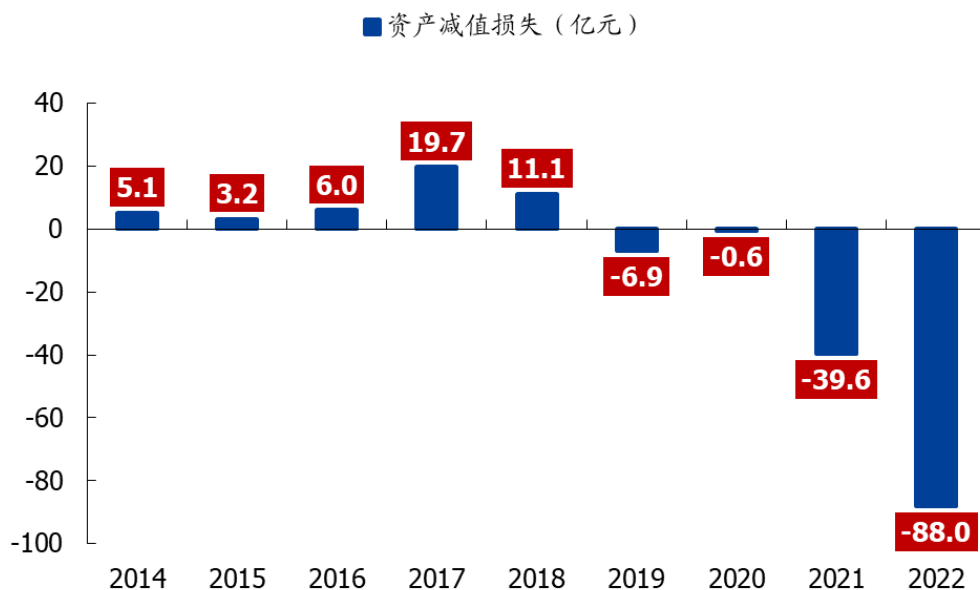
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 62: 收益质量和现金流量攀升



资料来源: Wind、国盛证券研究所

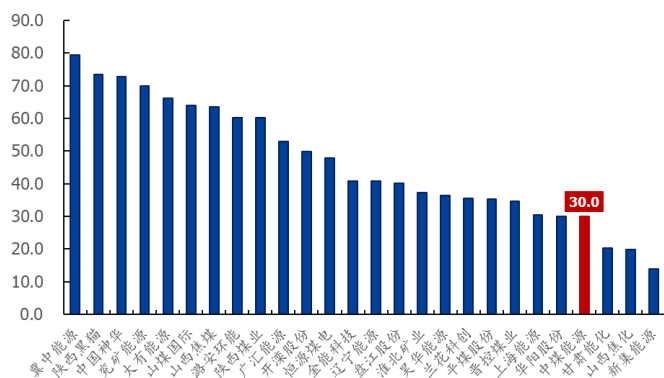
图表 63: 公司资产减值损失 (亿元)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

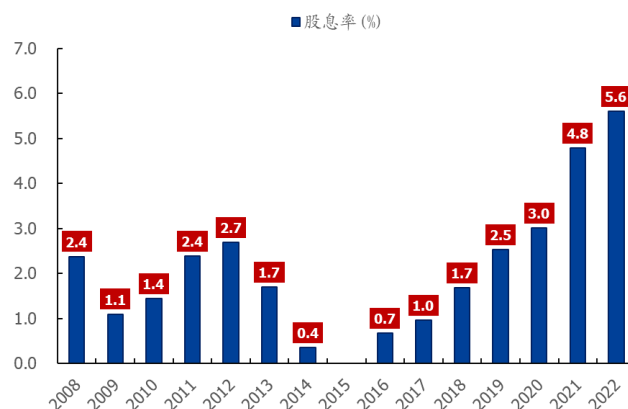
资本支出和债务偿还压力减小下, 公司分红率有望提升。2023年3月9日, 经济日报《构建中国特色估值体系》中提出了“探索建立中国特色估值体系, 是当前及今后一段时间资本市场的重要任务。对于财务估值因素来说, 要强化分红因子的权重。对于非财务估值因素来说, 估值要突出企业的协调可持续等因素, 促其发挥社会价值”。目前煤炭行业较多企业分红率超**50%**, 股息率超**10%**, **2022**年公司分红率为**30%**, 未来在资本开支和债务压力减小的趋势下, 现金流将持续增厚, 分红率有较大的提升空间。公司股息率自**2016**年后处于上升通道, **2022**年为**5.6%**, 未来随着煤价中枢上升, 行业整体资本开支的减少, 公司的盈利确定性将大大提高, 而资本开支的减少一方面提高了公司现金流水平, 一方面反馈到行业供给端进一步支撑煤价, 行业周期性减弱之下, 公司将获得持续稳定的现金流, 从而有能力在未来实现长期高分红, 而估值方面应当从关注公司盈利的周期性波动转而侧重公司稳定的股息收益。

图表 64: 公司分红率有较大提升空间 (%)



资料来源: Wind、公司公告、国盛证券研究所

图表 65: 经营业绩改善推动公司股息率上升 (%)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1 核心假设

生产经营假设：动力煤规划新矿井、核增产能顺利投产、销售。

费用假设：1) 考虑到公司经营效率提高和成本费用的控制，预计 2023-2025 年公司销售费用率为 0.4%、0.38%、0.35%，管理费用率为 2.35%、2.20%、2.05%；2) 考虑到国企考核对于研发投入的要求，预计 2023-2025 年公司研发费用率为 0.4%、0.45%、0.5%；3) 考虑公司有息负债率和资产负债率不断下降，预计 2023-2025 年公司财务费用率为 1.65%、1.47%、1.30%。

自产动力煤假设：随着新建设煤矿的投产和原有矿井产能核增，预计公司产量进一步上升，预计 2023-2025 年产量 12350 万吨 (+13.1%)、13100 万吨 (+6.1%)、13700 万吨 (+4.6%)；公司产销率一直维持在 100% 左右，对近几年产销率做平均，预计 2023-2025 年销量为 12345 万吨 (+11.9%)、13105 万吨 (+6.2%)、13702 万吨 (+4.5%)。随着保供稳价、进口改善等因素的影响，预计动力煤市场价稳中有降，考虑到公司以长协煤为主，价格波动幅度较市场煤小，预计 2023-2025 年公司自产动力煤售价为 562 元/吨、570 元/吨、570 元/吨。随着大海则煤矿投产，公司规模效应显现，成本进一步下降，预计 2023-2025 年吨煤成本为 293 元/吨、300 元/吨、300 元/吨。

自产炼焦煤假设：公司炼焦煤预计维持稳定生产，2023-2025 年预计产量为 1050 万吨 (+5.2%)、1100 万吨 (+4.8%)、1150 万吨 (+4.5%)；公司产销率维持在 100% 左右，对近几年产销率做平均，预计 2023-2025 年销量为 1047 万吨 (+4.9%)、1100 万吨 (+5.1%)、1152 万吨 (+4.7%)。预计焦煤供需矛盾缓和，价格高位回落，预计 2023-2025 年单位售价均为 1600 元/吨。焦煤和动煤生产成本相近，预计 2023-2025 年焦煤单位成本为 293 元/吨、300 元/吨、300 元/吨。

买断贸易煤假设：预计买断贸易煤销量恢复正常并维持稳定，2023-2025 年销量均为 15000 万吨，煤炭市场价格稳中有降，假设 2023-2025 年单位售价均为 750 元/吨，单位成本均为 743 元/吨。

聚烯烃假设：随着新装置投产，预计聚烯烃产量将逐渐上升，预计 2023-2025 年产量均为 150 万吨；公司聚烯烃产销率常年维持 100% 左右，对产销率进行平均，预计 2023-2025 年销量均为 150 万吨。随着原油价格震荡下行，聚烯烃价格将有所回落，预计 2023-2025 年单位售价均为 7031 元/吨。煤炭市场价格的下滑使得聚烯烃成本有所改善，预计 2023-2025 年单位成本均为 6333 元/吨。

尿素假设：公司尿素现有产能将维持稳定运行，预计 2023-2025 年产量均为 200 万吨，公司尿素销量中部分为买断集团内部尿素后代销，预计 2023-2025 年销量均为 230 万吨。尿素价格预计稳中回落，2023-2025 年单位售价为 2450 元/吨、2401 元/吨、2401 元/吨。随着煤炭价格下滑，预计 2023-2025 年单位成本均为 1800 元/吨。

甲醇假设：预计 2023-2025 年产量维持稳定，为 190 万吨、200 万吨、200 万吨，若产销率维持稳定，预计 2023-2025 年销量为 189 万吨、199 万吨、199 万吨。预计 2023-2025 年单位售价均为 1834 元/吨，单位成本为 2003 元/吨、1963 元/吨、1924 元/吨。

硝酸铵假设：预计 2023-2025 年产销量均为 55 万吨，单位售价均为 2421 元/吨，单位成本均为 1011 元/吨、991 元/吨、971 元/吨。

煤矿装备业务假设：预计板块收入稳定增长，2023-2025 年销售收入分别为 116.7 亿元

(+10%)、128.4 亿元 (+10%)、141.2 亿元 (+10%)，毛利率维持稳定，预计均为 18%。

图表 66: 公司主要业务数据假设

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
自产煤—动力煤					
自产动力煤销量 (万吨)	10182	11036	12345	13105	13702
吨煤售价 (元/吨)	570	622	562	570	570
吨煤成本 (元/吨)	322	323	293	300	300
吨煤毛利 (元/吨)	248	299	269	270	270
自产煤—炼焦煤					
自产炼焦煤销量 (万吨)	1036	998	1047	1100	1152
吨煤售价 (元/吨)	1355	1750	1600	1600	1600
吨煤成本 (元/吨)	326	316	293	300	300
吨煤毛利 (元/吨)	1029	1434	1307	1300	1300
买断贸易煤					
买断贸易煤销量 (万吨)	18202	12822	15000	15000	15000
吨煤售价 (元/吨)	761	812	750	750	750
吨煤成本 (元/吨)	756	805	743	743	743
吨煤毛利 (元/吨)	5	7	7	7	7
聚烯烃					
聚烯烃销量 (万吨)	146	147	150	150	150
单位售价 (元/吨)	7521	7401	7031	7031	7031
单位成本 (元/吨)	6746	6884	6333	6333	6333
单位毛利 (元/吨)	775	517	698	698	698
尿素					
尿素销量 (万吨)	221	179	230	230	230
单位售价 (元/吨)	2228	2612	2450	2401	2401
单位成本 (元/吨)	1696	1882	1800	1800	1800
单位毛利 (元/吨)	532	730	650	601	601
甲醇					
甲醇销量 (万吨)	153	186	189	199	199
单位售价 (元/吨)	1845	1931	1834	1834	1834
单位成本 (元/吨)	1928	2044	2003	1963	1924
单位毛利 (元/吨)	-83	-113	-169	-129	-89
硝酸铵					
硝酸铵销量 (万吨)	43	47	55	55	55
单位售价 (元/吨)	1918	2632	2421	2421	2421
单位成本 (元/吨)	1382	1032	1011	991	971
单位毛利 (元/吨)	536	1600	1410	1430	1450
煤矿装备					
煤矿装备销售收入 (亿元)	104	106	117	128	141
煤矿装备销售成本 (亿元)	86	87	96	105	116
煤矿装备销售毛利 (亿元)	18	19	21	23	25

资料来源: Wind、国盛证券研究所

5.2 盈利预测

基于以上假设，预计 2023-2025 年公司营业收入为 2312 亿元、2387 亿元、2444 亿元，同比增长 4.8%、3.3%、2.4%，毛利率分别为 23.5%、24.1%、24.7%。

图表 67: 公司主要业务板块盈利预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
自产商品煤					
营业收入（亿元）	721	861	861	923	965
yoy	46.4%	19.5%	0.0%	7.2%	4.6%
营业成本（亿元）	361	389	392	426	446
yoy	16.7%	7.5%	1.0%	8.6%	4.6%
毛利率	49.9%	54.9%	54.4%	53.8%	53.8%
买断贸易煤					
营业收入（亿元）	1384	1041	1125	1125	1125
yoy	115.8%	-24.8%	8.1%	0.0%	0.0%
营业成本（亿元）	1376	1032	1115	1115	1115
yoy	116.0%	-25.0%	8.0%	0.0%	0.0%
毛利率	0.6%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
煤化工					
营业收入（亿元）	219	227	234	234	234
yoy	28.1%	3.9%	2.9%	0.3%	-0.1%
营业成本（亿元）	193	197	199	200	199
yoy	34.0%	2.1%	1.4%	0.5%	-0.6%
毛利率	11.8%	13.3%	14.7%	14.4%	14.9%
煤矿装备					
营业收入（亿元）	104	106	117	128	141
yoy	16.0%	2.3%	10.0%	10.0%	10.0%
营业成本（亿元）	86	87	96	105	116
yoy	14.8%	1.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	17.1%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
公司合计					
营业收入（亿元）	2398	2206	2312	2387	2444
yoy	70.1%	-8.0%	4.8%	3.3%	2.4%
营业成本（亿元）	1972	1652	1769	1813	1841
yoy	69.4%	-16.3%	7.1%	2.5%	1.5%
毛利率	17.8%	25.1%	23.5%	24.1%	24.7%

资料来源: Wind、国盛证券研究所

5.3 投资建议

公司作为大型能源央企，以煤炭资源为基础发展煤化工、电力、煤矿装备。未来在新矿井投产及资产注入加持下，公司煤炭业务将步入更高层次，长协政策及行业供给长期不足将稳定煤价高中枢，公司盈利确定性得到加强。公司债务负担及资本开支逐年减小，分红率存在较大提升空间，未来有望成为高股息率的“现金牛”公司，估值将得到支撑。中国神华、兖矿能源、陕西煤业与公司作为“中特估”标的，为煤炭行业市值最大四家企业，根据 wind 一致性预期，其余三家公司预期平均估值高于公司，公司未来估值将处于较低水平。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润分别为 225.0 亿元、254.1 亿元、277.2 亿元，对应 PE 为 4.9、4.4、4.0。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 68: 可比公司估值对比 (2023.07.31 收盘价)

证券代码	证券简称	股价 (元)	P/E				EPS			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601088.SH	中国神华	28.38	7.88	8.37	8.21	8.06	3.50	3.39	3.46	3.52
600188.SH	兖矿能源	17.74	5.40	4.47	4.26	4.11	6.22	3.97	4.17	4.31
601225.SH	陕西煤业	16.24	5.13	5.63	5.40	5.24	3.62	2.89	3.01	3.10
	平均		6.14	6.16	5.96	5.80	4.45	3.42	3.55	3.64

资料来源: Wind、国盛证券研究所 (盈利预测来自 Wind 一致性预期)

风险提示

煤价大幅下跌。

若宏观经济下滑影响，煤炭将需求下滑，煤炭市场出现供过于求现象，造成煤价大幅下跌。公司煤炭板块毛利占比接近九成，若煤价大幅下跌，将对业绩产生较大负面影响。

资产注入存在不确定性。

关于公司资产注入的可行性，仅是根据公开信息、政策及历史情况等合理推测分析。该项工作受多方因素影响，存在重大不确定性。

在建矿井投产进度不及预期。

在建矿井投产进度受手续办理、疫情、天气等因素影响，存在不确定性，若公司在建矿井未来投产进度延后，将影响公司煤炭产销量增速。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com