

中煤能源 (601898.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 能源行业分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

资产减值拖累业绩 夯实资产行稳致远

2023年3月24日

事件: 3月23日中煤能源发布2022年度业绩报告。2022年中煤能源全年实现营业收入2205.77亿元,同比下降8%;实现归母净利润182.4亿元,同比增长32.8%;扣除非经常损益后的净利润181.12亿元,同比增长34.1%;经营活动产生的现金流量为436.34亿元。基本每股收益1.38元/股,同比增加32.7%。

点评:

- **煤炭主业内生增长动力强劲。**2022年全年商品煤产量1.19亿吨,同比增长4.4%,自产商品煤销量1.2亿吨,同比增长7.3%。其中动力煤销量1.1亿吨,同比增长8.4%,炼焦煤销量998万吨,同比下降3.7%。自产煤产量增加主要来自新建大海则煤矿释放产量约600万吨。贸易煤销量1.28亿吨,同比下降29.6%。公司自产商品煤单位销售成本322.84元/吨,自产煤产量增加的摊薄效应使2022年与2021年成本基本持平。煤炭业务实现营业收入1909.18亿元,毛利率25.4%。“十四五”期间,新投产矿井已经成为行业内稀缺资源,公司“十二五”期间积极布局煤炭资源,新投产大海则煤矿于2021年底进入联合试运转,公司预计今年产量将达到1500万吨,2024年达产2000万吨/年,未来有望成为业绩增长的最大动力。同时公司预计苇子沟煤矿(240万吨/年)、里必煤矿(400万吨/年)于2025年投产。公司中短期业绩增长值得期待。
- **公司短期资产减值拖累业绩,但有利于公司长期稳健发展。**为进一步夯实资产质量,公司对短期内无法开采的沙拉吉达井田探矿权、因建设周期延长导致投资成本增加的工程、因井下地质条件变化导致可采储量减少的煤矿,以及受市场形势影响经营亏损的企业进行计提资产减值准备,共计88.01亿元,对当期业绩产生较大影响。同时我们看到2022年公司财务费用同比降低5.71%、短期借款同比减少64.67%、长期借款同比下降34.64%、资产负债率由55.74%下降到51.47%。我们认为计提减值相当于卸下包袱,历史负担已经得到一定程度缓解,未来减值规模或将趋小,公司发展质量有望得到提升。
- **公司当前市值尚未合理反映其内在价值,估值修复空间大。**截至2021年底,公司煤炭资源储量270.19亿吨,位列行业第二;核定产能1.32亿吨/年,位列行业第四;煤炭产量1.13亿吨,位列行业第三,其中90%为动力煤。我们认为,公司在煤炭资源储备上具有较强竞争优势,随着采矿权价格大幅提升,从重置成本角度看公司真实价值被低估。若按山西地区采矿权出让基准价计算,中煤能源仅采矿权资产重置成本就为2165亿元,明显高于当前市值1039亿元(截止3.23),溢价率为108.37%。而陕西省近期拍卖的7宗煤炭矿业权中,部分探矿权溢价率更是达到了521.67%,若按此进行测算,中煤能源资源的重置价值会大幅提升,当前市场转让价值更高。截止3.23日,公司PE(TTM)为5.63,小于行业平均估值6.19,同时也是公司近五年来的低位,PB为

0.89，港股 PB 仅为 0.58。公司长期以来股价滞后业绩增长。据我们测算，2017 年至今中煤能源 EPS 增长 9.24 倍，增速高于中国神华（202.58%）与陕西煤业（563.09%），但 PE 估值下降更快，五年间 PE 降低 85.92%，PB 降低 5.81%，大幅低于可比公司。我们认为未来伴随行业整体估值修复和公司产能释放，公司估值也有望恢复到合理水平。

- **“中特估”推动央企上市公司深刻变革，看好央企煤炭龙头长期投资价值。**2022 年 5 月国资委《提高央企控股上市公司质量工作方案》提出，央企公司要增进上市公司市场认同与价值实现，推动市场对低估值优质资产价值重估；同时重点提升企业内在质量，以“一利五率”为考核指标提升企业经营能力，夯实资产质量。中煤能源是煤炭行业唯二央企上市公司，正在积极落实改革方案，我们认为公司作为中煤集团最大的盈利主体，国资委对央企集团的指标考核将传导至上市公司，有利于促进公司经营优化与内生增长；其次，改革将推动专业化整合节奏加快，中煤集团的资源发展集团（948 万吨/年）、中煤华昱（1360 万吨/年）有望逐步注入上市公司。同时，伴随中国特色估值体系的构建，被低估的优质国有上市资产或将进行价值重估。
- **盈利预测与投资评级：**中煤能源高比例长协及内生增长带来业绩的确定性预期。展望今年，国内短期性产能核增、产能利用率挖潜等政策手段已经几乎用尽，叠加全国矿山尤其露天矿安全监管趋严，煤炭供给的核心矛盾转移至新增产能接续不足。在煤炭持续高强度保供背景下，随着需求回暖，动力煤价格中枢有望保持高位，同时伴随煤炭产量有序释放，公司业绩有望稳中有增。反观当前公司估值处于历史低位，未来有望受益“中特估”改革而迎来一轮估值修复；我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润分别为 246.29/271.06/286.33 亿元，每股收益分别为 1.86/2.04/2.16 元。维持“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济形势受疫情影响存在不确定性；地缘政治因素影响全球经济；煤炭、电力相关行业政策的不确定性；煤矿出现安全生产事故等。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	239,828	220,577	240,152	247,213	255,713
同比(%)	70.1%	-8.0%	8.9%	2.9%	3.4%
归属母公司净利润	13,739	18,241	24,629	27,106	28,633
同比(%)	132.6%	32.8%	35.0%	10.1%	5.6%
毛利率(%)	17.8%	25.1%	27.6%	27.3%	27.3%
ROE(%)	12.0%	13.9%	16.6%	16.7%	16.8%
EPS（摊薄）(元)	1.04	1.38	1.86	2.04	2.16
P/E	8.50	6.40	4.74	4.31	4.08
P/B	1.02	0.89	0.79	0.70	0.62

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 3 月 23 日收盘价

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	105,408	123,911	144,839	150,762	174,435
货币资金	72,925	91,026	114,792	115,411	141,747
应收票据	0	508	-232	659	-290
应收账款	7,768	8,239	5,103	8,632	5,575
预付账款	2,291	2,438	2,292	2,512	2,525
存货	8,323	9,350	9,243	9,992	9,900
其他	14,102	12,350	13,642	13,557	14,980
非流动资产	217,202	216,198	223,797	231,383	239,181
长期股权投资	26,842	29,904	31,761	32,761	33,761
固定资产	109,108	114,960	117,707	120,762	124,162
无形资产	51,380	48,168	49,665	51,680	53,929
其他	29,871	23,166	24,664	26,180	27,330
资产总计	322,610	340,109	368,636	382,145	413,617
流动负债	87,940	104,998	108,655	96,582	100,811
短期借款	654	205	105	55	25
应付票据	2,991	2,101	3,256	2,286	3,445
应付账款	24,273	23,320	26,751	25,049	28,521
其他	60,021	79,372	78,543	69,192	68,819
非流动负债	91,600	70,053	68,044	64,045	60,041
长期借款	60,443	39,507	38,507	35,507	32,507
其他	31,157	30,546	29,538	28,539	27,535
负债合计	179,539	175,051	176,700	160,627	160,852
少数股东权益	28,726	34,294	43,931	54,538	65,742
归属母公司	114,346	130,765	148,005	166,980	187,023
负债和股东权益	322,610	340,109	368,636	382,145	413,617

主要财务指标	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	239,828	220,577	240,152	247,213	255,713
同比(%)	70.1%	-8.0%	8.9%	2.9%	3.4%
归属母公司净利润	13,739	18,241	24,629	27,106	28,633
同比(%)	132.6%	32.8%	35.0%	10.1%	5.6%
毛利率(%)	17.8%	25.1%	27.6%	27.3%	27.3%
ROE(%)	12.0%	13.9%	16.6%	16.7%	16.8%
EPS(摊薄)(元)	1.04	1.38	1.86	2.04	2.16
P/E	8.50	6.40	4.74	4.31	4.08
P/B	1.02	0.89	0.79	0.70	0.62
EV/EBITDA	2.63	2.08	1.79	1.34	0.67

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	239,828	220,577	240,152	247,213	255,713
营业成本	197,232	165,158	173,756	179,755	185,897
营业税金及附加	6,435	7,857	9,606	8,652	8,950
销售费用	818	929	961	964	921
管理费用	4,462	5,246	6,004	5,933	5,881
研发费用	666	771	817	841	869
财务费用	3,957	3,728	1,629	1,387	1,222
减值损失	-3,963	-8,801	-4,000	-2,000	-1,500
投资净收	3,545	5,035	2,161	2,472	2,557
其他	167	45	216	222	230
营业利润	26,008	33,166	45,758	50,375	53,259
营业外收	63	-268	-69	-92	-143
利润总额	26,071	32,897	45,689	50,284	53,116
所得税	6,582	7,519	11,422	12,571	13,279
净利润	19,489	25,378	34,267	37,713	39,837
少数股东	5,749	7,137	9,637	10,607	11,204
归属母公司净利润	13,739	18,241	24,629	27,106	28,633
EBITDA	40,973	51,612	47,115	51,056	53,690
EPS(当	1.04	1.38	1.86	2.04	2.16

会计	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	48,097	43,634	54,289	43,126	60,199
净利润	19,489	25,378	34,267	37,713	39,837
折旧摊销	10,740	10,528	9,435	9,991	10,556
财务费用	3,991	3,695	2,084	1,961	1,799
投资损失	-3,545	-5,035	-2,161	-2,472	-2,557
营运资金	13,700	1,843	6,595	-6,159	8,921
其它	3,722	7,226	4,069	2,092	1,643
投资活动现金流	-25,382	-22,046	-18,941	-17,197	-17,440
资本支出	-10,312	-9,637	-18,987	-18,583	-18,918
长期投资	-257	135	-2,091	-1,093	-1,069
其他	-14,813	-12,543	2,136	2,478	2,547
筹资活动	-6,687	-22,687	-11,581	-25,310	-16,423
吸收投资	585	110	0	0	0
借款	25,095	12,420	-1,100	-3,050	-3,030
支付利息或股息	-7,233	-8,255	-9,472	-10,093	-10,389
现金净增加额	16,054	-1,097	23,766	619	26,336

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业的研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡浩颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。