



Research and  
Development Center

# 既有资产优质，重点关注公司长期战略规划

——晋控煤业（601001）深度报告

2023年7月27日

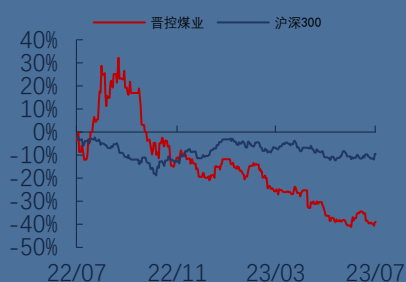
## 证券研究报告

### 首次覆盖

### 深度报告

## 晋控煤业 (601001. SH)

### 投资评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

### 公司主要数据

|              |            |
|--------------|------------|
| 收盘价 (元)      | 9.10       |
| 52 周内股价      | 8.78-19.74 |
| 波动区间 (元)     |            |
| 最近一月涨跌幅 (%)  | 3.64%      |
| 总股本 (亿股)     | 16.74      |
| 流通 A 股比例 (%) | 100%       |
| 总市值 (亿元)     | 152        |

资料来源：聚源，信达证券研发中心

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 电力公用联席首席分析师

执业编号：S1500522070001

联系电话：010-83326723

邮箱：lichunchi@cindasc.com

# 晋控煤业：既有资产优质，重点关注公司长期战略规划

2023 年 7 月 27 日

### 本期内容提要：

- ◆ 晋控煤业作为山西省最大煤炭企业晋控集团旗下上市平台，自身煤炭资产优质，拥有世界第二大井工矿塔山矿，2020 年收购特大型高产高效千万吨煤矿同忻矿股权，2023 年关停亏损煤矿忻州窑矿，公司资产质量不断提高。需要注意的是，2022 年以来，受到晋控集团管理思路变动影响，公司由晋控集团提级管理，原有资产注入预期有所改变，需关注公司内部的治理及集团战略变动。
- ◆ 公司控股股东所属集团晋控集团是全国第二大、山西第一大煤企。截止 2022 年底，晋控集团拥有煤炭产能近 4.8 亿吨，为全国第二大、山西第一大煤企。晋控集团资产证券化率处于主要动力煤上市公司集团中最低水平。截止 2022 年末，主要动力煤上市公司所属集团中，晋控集团资产证券化率仅为 11.5%，远远低于同行业主流水平。
- ◆ 公司聚焦主业，不断优化资产质量。2013 年开始，公司相继出售同家梁矿、四老沟矿、煤峪口矿等低效煤炭资产，收购塔山矿、同忻矿等优质煤矿股权，经过多次交易，公司资产质量大幅改善。2023 年，由于矿井资源枯竭，公司关停亏损矿井忻州窑矿（2020-2022 年净利润分别为 -4.65、-3.33、-2.65 亿元），有望进一步提高公司的经营运行效率与盈利能力。目前公司已有资产质量较优。除了已关停的忻州窑矿外，公司共拥有两座控股矿井塔山矿、色连矿，核定产能分别为 2650 万吨、800 万吨。一座参股矿井同忻矿，核定产能为 1600 万吨。三座矿井均为特大型矿井，整体盈利能力较好。
- ◆ 晋能控股集团组织管理思路有所调整，需关注对上市公司的影响。2021 年 3 月-2022 年 7 月，板块化运营、专业化发展是晋能控股集团的主要组织管理思路。在此期间，晋控煤业集团对煤炭涉改标的统一经营，但涉改标的股权均未变更。2022 年 8 月，晋能控股集团内部煤炭、电力资产不再进行划转，经营管理权、收益权和债权仍回归产权主体。晋能控股集团以产权为纽带，以战略决策和重要资源集约化管控为手段，对煤炭、电力产业的重大事项实施提级管理。提醒关注的是，晋能控股集团内部仍在企业管理团队和内部治理调整阶段，需关注人员变动对上市公司战略规划、管理体系的影响。
- ◆ 投资建议：晋控煤业作为山西最大煤企旗下煤炭资产上市平台，自身煤炭资产优质。截止 7 月 26 日收盘价，我们预测公司 2023-2025 年归属于母公司的净利润分别为 25.43、26.74、29.06 亿元；EPS 为 1.52、1.60、1.74 元/股；对应 PE 为 5.99x、5.69x、5.24x；PB 为 0.97x、0.91x、0.87x。
- ◆ 风险因素：国内外能源政策变化带来短期影响；发生重大煤炭安全事故风险；公司发展规划出现重大变动；公司经营管理受到反腐调查的

重大影响；宏观经济大幅下行。

| 主要财务指标 (百万)  | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入        | 18,265 | 16,082 | 16,446 | 17,207 | 17,719 |
| 同比(%)        | 67.5%  | -12.0% | 2.3%   | 4.6%   | 3.0%   |
| 归属母公司净利润     | 4,658  | 3,044  | 2,543  | 2,674  | 2,906  |
| 同比(%)        | 431.9% | -34.7% | -16.5% | 5.2%   | 8.7%   |
| 毛利率(%)       | 54.4%  | 50.0%  | 46.4%  | 46.4%  | 47.6%  |
| ROE(%)       | 39.1%  | 20.9%  | 16.2%  | 15.9%  | 16.6%  |
| EPS (摊薄) (元) | 2.78   | 1.82   | 1.52   | 1.60   | 1.74   |
| P/E          | 3.27   | 5.00   | 5.99   | 5.69   | 5.24   |
| P/B          | 1.28   | 1.05   | 0.97   | 0.91   | 0.87   |
| EV/EBITDA    | 1.10   | 1.52   | 0.56   | 0.24   | 0.13   |

资料来源：wind，信达证券研发中心预测注：截至 2023 年 7 月 26 日收盘价

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 投资聚焦                               | 6  |
| 一、 动力煤是公司主业，营收占比超 95%              | 7  |
| 二、 背靠山西最大煤企，协同发展未来可期               | 11 |
| 1. 专业化发展引领山西新一轮煤企重组，晋控集团定位为动力煤产业集群 | 11 |
| 2. 晋控集团拥有煤炭产能近 4.8 亿吨，成为山西省最大煤企    | 13 |
| 3. 晋控集团资产证券率处于主要可比煤炭集团中的最低水平       | 14 |
| 4. 晋控集团组织管理思路有所调整，需关注对上市公司的影响      | 15 |
| 三、 聚焦动力煤主业，不断优化资产质量                | 17 |
| 1. 动力煤行业：中长期看，煤价中枢或仍会维持在相对中高位      | 17 |
| 2. 公司：煤炭资产较为优质，长期发展潜力较大            | 19 |
| 四、 盈利预测                            | 23 |
| 五、 投资建议                            | 24 |
| 风险因素                               | 26 |

## 表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 表 1: 晋控集团提级管理名单                   | 15 |
| 表 2: 公司煤炭产能情况                     | 19 |
| 表 3: 晋控煤业与主要动力煤企业下属矿区煤质情况         | 20 |
| 表 4: 公司旗下煤矿净利润（亿元）                | 21 |
| 表 5: 晋控煤业可比公司盈利预测与估值（截至 7 月 26 日） | 23 |

## 图目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: 晋能控股山西煤业历史沿革                     | 7  |
| 图 2: 晋控煤业股权结构                         | 7  |
| 图 3: 2018-2022 分板块收入占比 (%)            | 8  |
| 图 4: 2018-2022 分板块毛利占比 (%)            | 8  |
| 图 5: 2016-2022 公司营业收入及增速              | 8  |
| 图 6: 2020-2023Q1 公司季度营业收入（亿元）         | 8  |
| 图 7: 2016-2022 公司归母净利润及增速             | 8  |
| 图 8: 2020-2023Q1 公司季度归母净利润（亿元）        | 8  |
| 图 9: 2018-2022 公司原煤产量                 | 9  |
| 图 10: 2018-2022 公司商品煤销量               | 9  |
| 图 11: 2017-2022 公司吨煤售价（元/吨）           | 9  |
| 图 12: 2018-2022 公司商品煤吨煤成本（元/吨）        | 10 |
| 图 13: 2018-2022 公司吨煤毛利（元/吨）           | 10 |
| 图 14: 2020-2022 公司季度管理费用（亿元）          | 10 |
| 图 15: 建国初山西煤炭八大矿务局                    | 11 |
| 图 16: 改制重组后的山西五大煤企                    | 12 |
| 图 17: 煤企大重组后的山西七大煤企                   | 12 |
| 图 18: 新一轮重组后晋控集团是山西省规划的动力煤产业集群        | 13 |
| 图 19: 晋控集团股权结构                        | 13 |
| 图 20: 晋控煤业集团与可比公司产能对比（2022 年底，亿吨）     | 14 |
| 图 21: 晋控集团及晋控煤业集团证券化率（截止 2022 年末）     | 14 |
| 图 22: 晋控集团与可比煤炭集团资产证券化情况（截止 2022 年末）  | 15 |
| 图 23: 2020-2023 年 6 月晋陕蒙三省煤矿产能利用率 (%) | 17 |
| 图 24: 2022 年多地煤矿有效产能利用率已超 100%（万吨）    | 17 |
| 图 25: 2016-2022 年煤炭产量衰减地区原煤产量情况       | 17 |
| 图 26: 2017-2022 年煤炭产量衰减地区年衰竭量（万吨）     | 17 |
| 图 27: 山西吨煤完全成本曲线                      | 18 |
| 图 28: 蒙东吨煤完全成本曲线                      | 18 |
| 图 29: 吐哈矿区-川渝疆煤外运竞争力测算                | 19 |
| 图 30: 准东矿区-川渝疆煤外运竞争力测算                | 19 |
| 图 31: 2017-2022 公司核定产能增长情况（万吨）        | 21 |
| 图 32: 2017-2022 公司权益产能增长情况（万吨）        | 21 |

|  |    |
|--|----|
| 图 33: 公司旗下煤矿 ROE (%) .....             | 22 |
| 图 34: 公司旗下煤矿 ROE (%) .....             | 22 |
| 图 35: 2017-2022 公司与可比公司资产负债率 (%) ..... | 22 |
| 图 36: 2017-2022 公司与可比公司流动比率 .....      | 22 |

## 投资聚焦

### 1) 公司既有资产优质，均为特大型矿井

公司下属 3 座在产矿井，其中 2 座控股矿井，1 座参股矿井。2 座控股矿井分别为塔山煤矿及色连煤矿，核定产能分别为 2650 万吨/年、800 万吨/年，其中塔山矿井是世界第二大井工矿。1 座参股矿井为持有 32% 股权的同忻煤矿，核定产能为 1600 万吨/年。三座矿井均为 500 万吨/年以上的特大型矿井，资产质量优质，2022 年塔山矿、色连矿、同忻矿单矿 ROE 分别为 21.3%、16%、17.8%。

### 2) 公司背靠山西最大煤企集团晋控集团，协同发展未来可期

截止 2022 年底，重组后的晋控集团自有煤炭产能近 4.8 亿吨，仅次于国家能源集团的 6.2 亿吨煤炭产能，位列全国第二。在山西省内，晋控集团产能远远大于山西焦煤集团 2.1 亿吨、潞安化工集团 0.91 亿吨的产能，位列山西省第一名。晋控煤业作为晋控集团旗下煤炭资产上市平台，有望受益于与集团的协同发展。

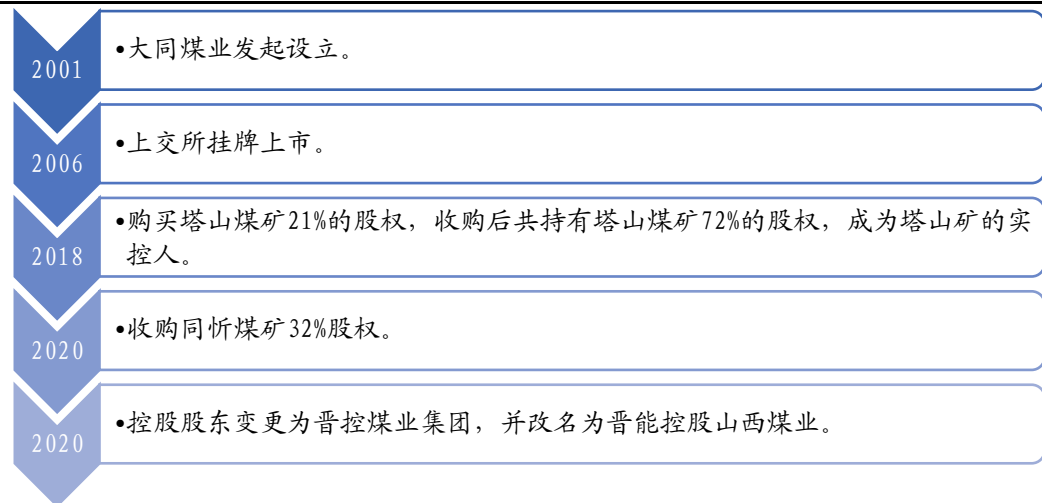
### 3) 受晋控集团管理思路变动影响，需要关注公司未来战略规划

近年来，晋控集团的管理思路整体分为两个阶段。2021 年 3 月-2022 年 7 月为第一阶段，该阶段以板块化运营、专业化发展为组织管理思路。晋控集团将旗下煤炭资产委托公司控股股东晋控煤业集团管理。2022 年 8 月之后为第二阶段，该阶段以提级管理为组织管理思路，这一阶段晋控集团内部煤炭、电力资产不再进行划转，经营管理权、收益权和债权仍回归产权主体，晋控集团对包括公司在内的煤炭、电力产业的重大事项实施提级管理。综合来看，受到晋控集团管理思路的变动，公司发展规划变动较大，需要关注公司未来的战略规划变动。

## 一、动力煤是公司主业，营收占比超 95%

晋能控股山西煤业股份有限公司，原名大同煤业股份有限公司，由大同煤矿集团有限责任公司为主发起人，联合其他七家发起人共同发起设立的股份有限公司于 2001 年发起设立。其中晋控煤业集团持股 90.89%；其他七家发起人分别以现金出资，持股并按相同比例折股。2006 年公司在上交所挂牌实现 A 股上市。2018 年，公司向原同煤集团购买塔山煤矿 21% 的股权，收购后公司持有塔山煤矿 72% 的股权。2020 年，公司收购同煤国电同忻煤矿有限公司 32% 股权，并在当年完成资产交割。2020 年，公司控股股东名称由“大同煤矿集团有限责任公司”变更为“晋能控股煤业集团有限公司”。

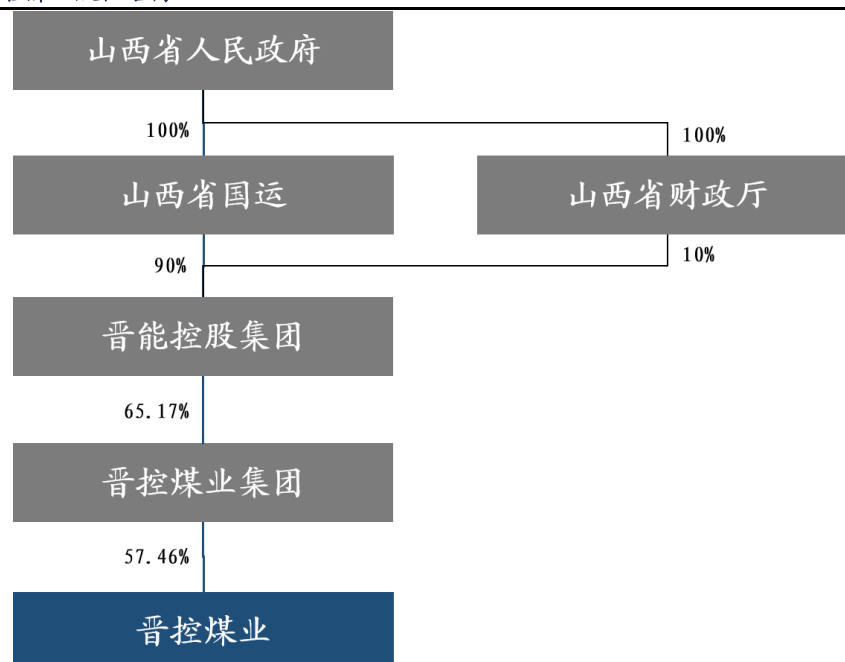
图 1：晋能控股山西煤业历史沿革



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

山西省国资委是公司实控人。2020 年，控股股东同煤集团更名为晋能控股煤业集团有限公司，晋控集团通过晋控煤业集团持有公司股份，晋控煤业集团持股比例为 57.46%，晋控集团持有晋控煤业集团 65.17% 股权。同年，为充分反映上市公司战略定位，公司随之也更名为晋控煤业，实控人未发生本质变化。

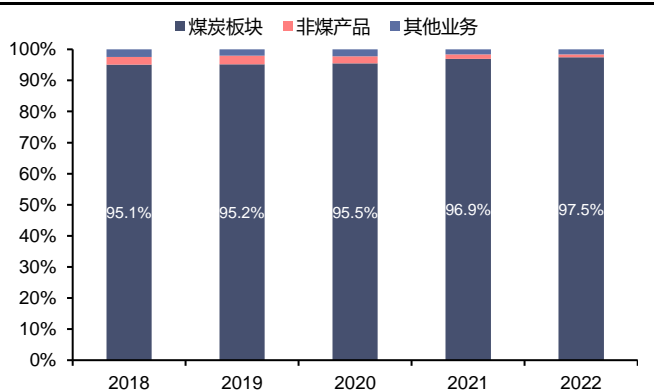
图 2：晋控煤业股权结构



资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心 注：截止 2023 年一季报。

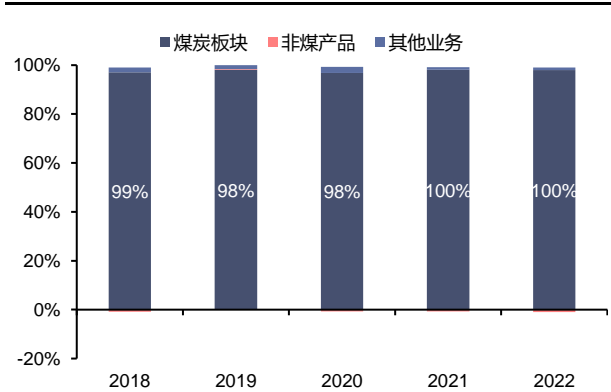
煤炭业务是公司主要营收和利润来源，营收占比超过 95%。长期以来，煤炭产品贡献了绝大部分营业收入和利润，是公司最主要产品。2022 年，公司煤炭板块营收 156.80 亿元，占总营收的 97.5%；煤炭板块实现毛利 80.27 亿元，占总毛利的 99.8%。

图 3: 2018-2022 分板块收入占比 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

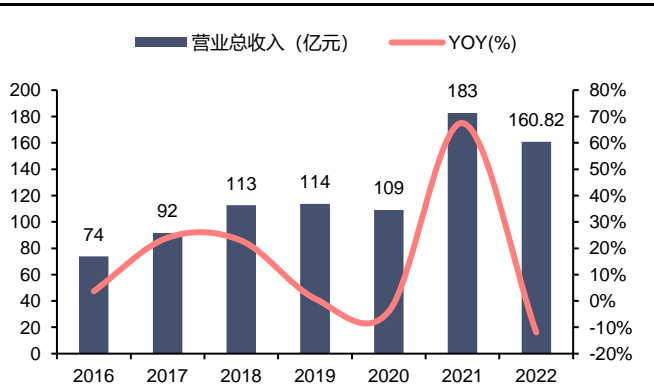
图 4: 2018-2022 分板块毛利占比 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

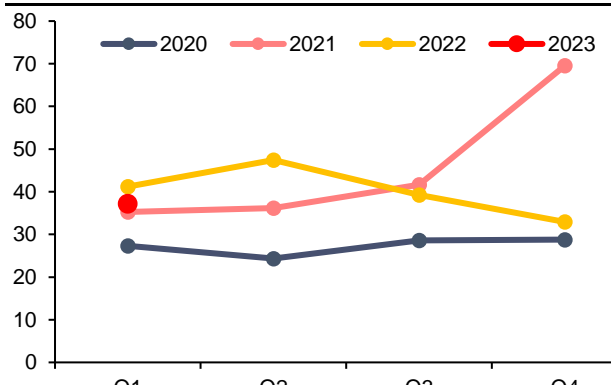
主要受四季度营收大幅下降影响，公司全年营收下滑。2022 年，公司实现营业收入 160.82 亿元，同比-11.95%，公司四季度受矿井地质条件、疫情因素以及计提减值的影响，四季度的营收大幅下降 (-52.65%)。2023 年一季度公司营业收入为 37.15 亿元，同比-9.9%。

图 5: 2016-2022 公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

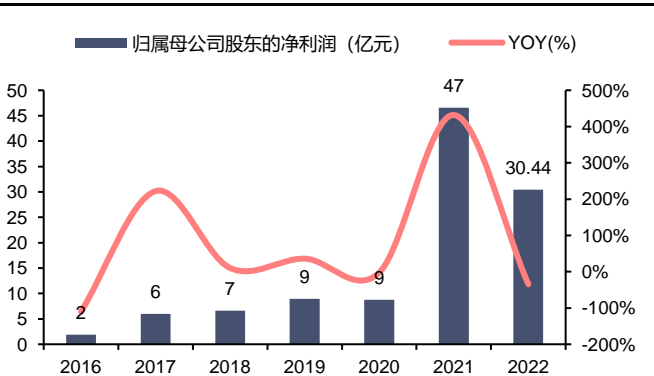
图 6: 2020-2023Q1 公司季度营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

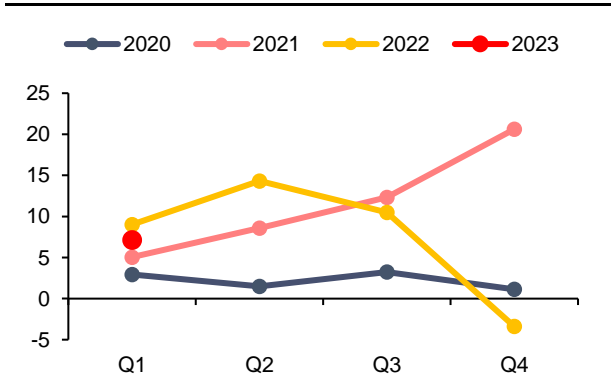
主要受四季度亏损影响，2022 全年净利润大幅下滑。2022 年，公司实现归母净利润 30.44 亿元，同比下降 34.7%。四季度亏损 3.39 亿元是造成全年净利润大幅下滑的主要原因。

图 7: 2016-2022 公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 2020-2023Q1 公司季度归母净利润 (亿元)



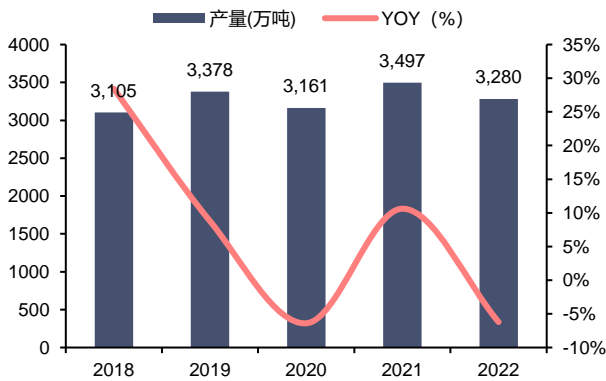
资料来源: Wind, 信达证券研发中心



**2022 年公司煤炭产销下滑。**2022 年全年原煤产量 3,280 万吨，同比下降 217 万吨（-6.2%），减量主要来自于塔山矿，该矿 2022 年产量同比下降 277 万吨。商品煤销量方面，2022 年，商品煤销量达 2731 万吨，同比下降 10.1%。

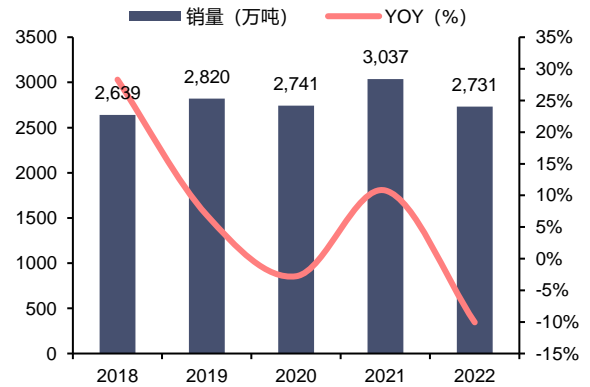
**2023 年一季度，公司产销基本同比持平。**一季度公司完成原煤产量 853 万吨，同比-1.22%；完成商品煤销量 700 万吨，同比+0.01%。值得注意的是，2023 年，公司计划完成原煤产量 3450 万吨，计划完成商品煤销量 2986 万吨，高于 2022 年实际完成量，略低于 2021 年实际完成量。

图 9: 2018-2022 公司原煤产量



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

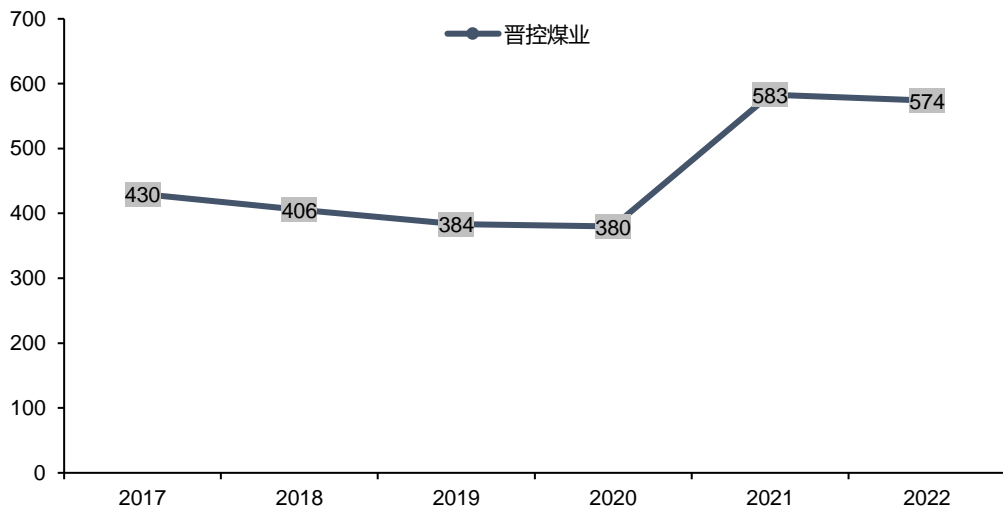
图 10: 2018-2022 公司商品煤销量



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**受到塔山矿产销量下降影响，2022 年公司吨煤售价有所下降。**2022 年，公司商品煤销售单价下滑至 574 元/吨，同比下降 1.5%。需要注意的是，具体到各矿井煤价均同比上涨，2022 年塔山矿、色连矿、忻州窑矿煤炭售价分别为 657（同比+2.05%）、297（同比+3.06%）、453 元/吨（同比+2.54%）。平均售价的降低主要由于高价煤（塔山矿）产销下降及低价煤（色连矿、忻州窑）产销上升，2022 年塔山矿煤炭销量同比下降 386 万吨（-15.74%），色连矿、忻州窑煤炭销量分别同比增长 76 万吨（+15.18%）、10 万吨（+12.14%）。

图 11: 2017-2022 公司吨煤售价（元/吨）

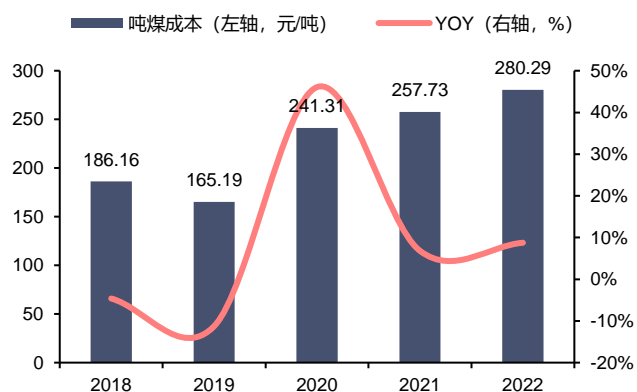


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**受员工人数增长等因素的影响，公司吨煤成本有所提高。**受到公司员工人数（+32.33%）增长等因素的影响，2022 年公司商品煤销售成本 76.54 亿元，吨煤销售成本为 280.29 元/吨，同比提高 8.8%。吨煤毛利为 293.91 元/吨，同比下降 9.7%。根据投资者问答平台，2022 年公司员工人数增长是按照国家应急管理部下发的《煤矿重大事故隐患判定标

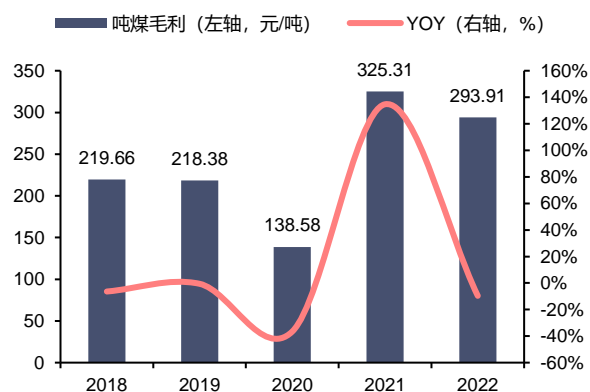
准》(第4号)规定,进行井下劳务外包用工清退整顿,对用工缺口进行了补充,使员工人数有所增加。

图 12: 2018-2022 公司商品煤吨煤成本 (元/吨)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

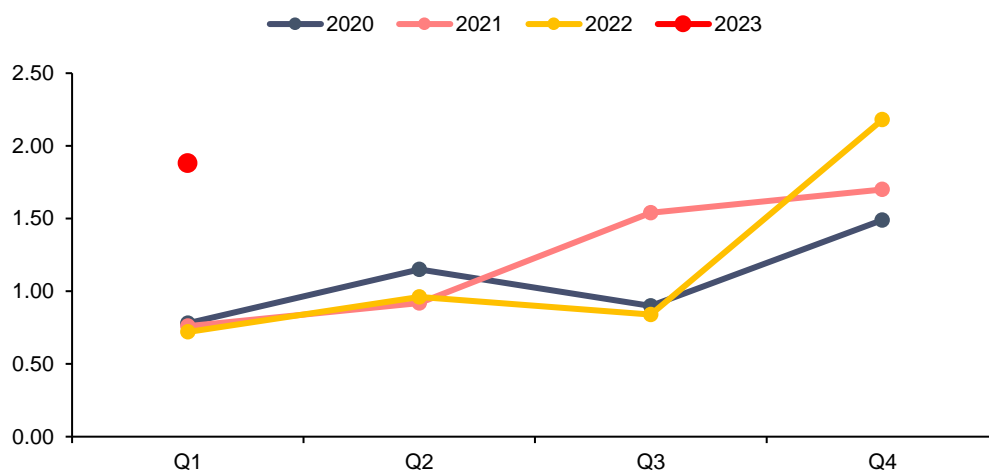
图 13: 2018-2022 公司吨煤毛利 (元/吨)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

**2022 年四季度以来管理费用维持高位。**2022 年四季度公司管理费用为 2.18 亿元, 同比+28.24%。2023 年一季度, 公司管理费用为 1.88 亿元, 同比+161.11%。受到员工人数大幅增长等因素影响, 去年四季度以来管理费用整体维持高位。

图 14: 2020-2022 公司季度管理费用 (亿元)



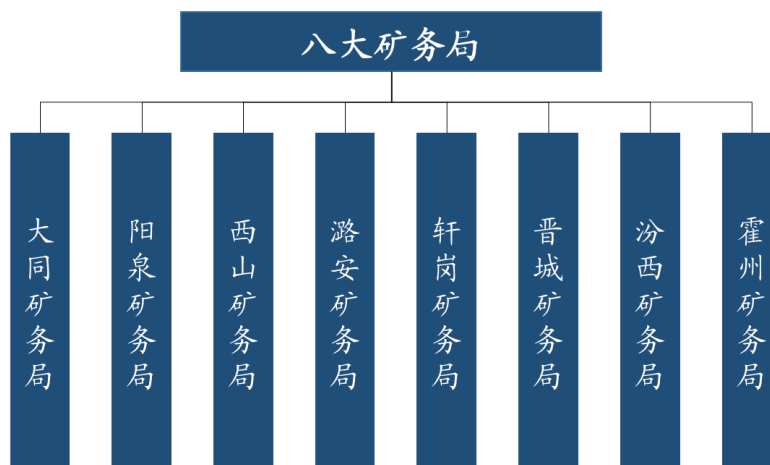
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、背靠山西最大煤企，协同发展未来可期

### 1. 专业化发展引领山西新一轮煤企重组，晋控集团定位为动力煤产业集群

建国后至 20 世纪末，八大矿务局分区域经营主导山西煤炭产业。1949 年新中国成立后，山西煤炭业的发展主要围绕着八大矿务局建立、形成来展开，依次是大同、阳泉、西山、潞安、轩岗、晋城、汾西及霍县矿务局。这八大矿务局是山西煤炭业的支柱，也是煤炭部重点管理企业<sup>1</sup>。

图 15：建国初山西煤炭八大矿务局

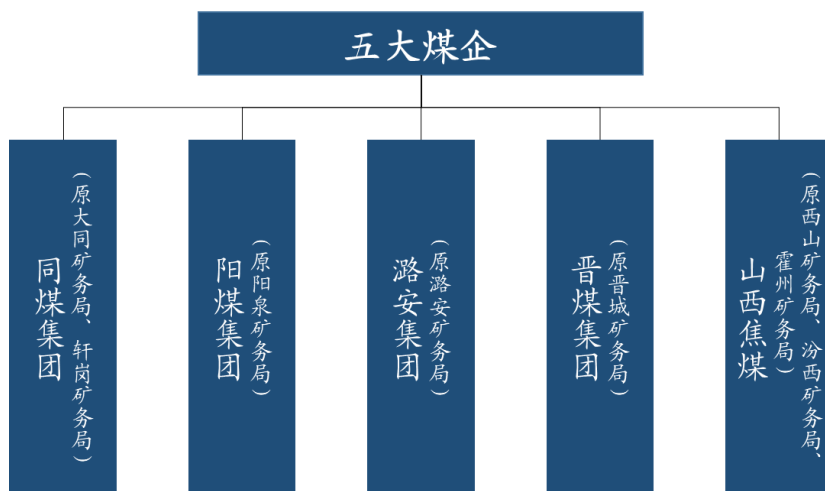


资料来源：《改革开放以来山西大型煤炭企业发展模式研究》，信达证券研发中心整理

21 世纪初公司制改革是主要方向，改制重组后形成五大煤企。1998 年开始，受亚洲金融危机的影响，全国煤炭产量严重供大于求，山西煤炭“多、小、散、乱”的弊端集中显现，山西煤炭进入了脱困、调整、改革、整治和提升水平的时期。在这一时期，积极推进公司制改革和企业集团化经营。轩岗矿务局实施破产，由同煤重组，形成了北部由同煤为主体的动力煤集团。西山、汾西、霍州三大公司共同组建了山西焦煤集团。阳泉矿务局、潞安矿务局、晋城矿务局分别改制为阳泉煤业集团、潞安集团、晋城无烟煤矿业集团。自此，形成了山西本轮重组之初五大煤企并立的格局<sup>2</sup>。

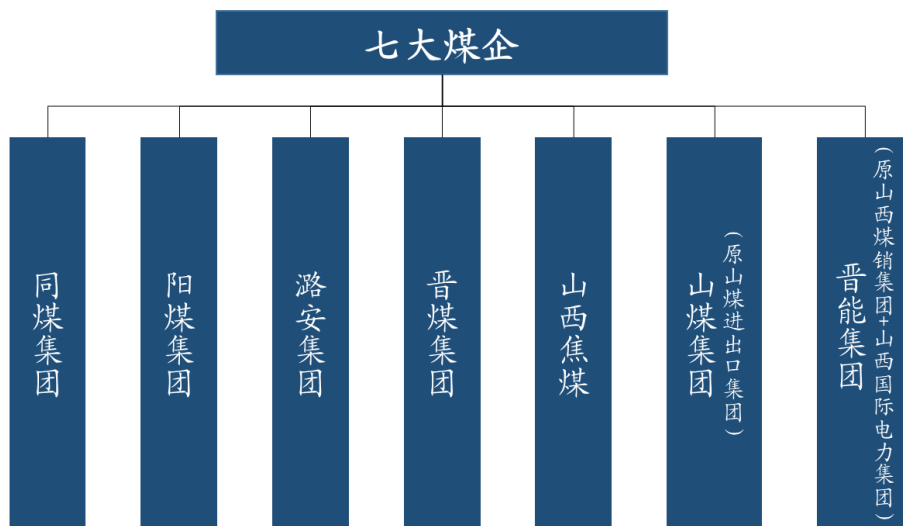
<sup>1</sup> 部分内容引自《改革开放以来山西大型煤炭企业发展模式研究》

<sup>2</sup> 部分内容引自《山西煤炭工业 70 年回顾与展望》

**图 16: 改制重组后的山西五大煤企**


资料来源:《山西煤炭工业 70 年回顾与展望》, 阳泉市人民政府, 潞安集团官网, 红星新闻, 信达证券研发中心整理

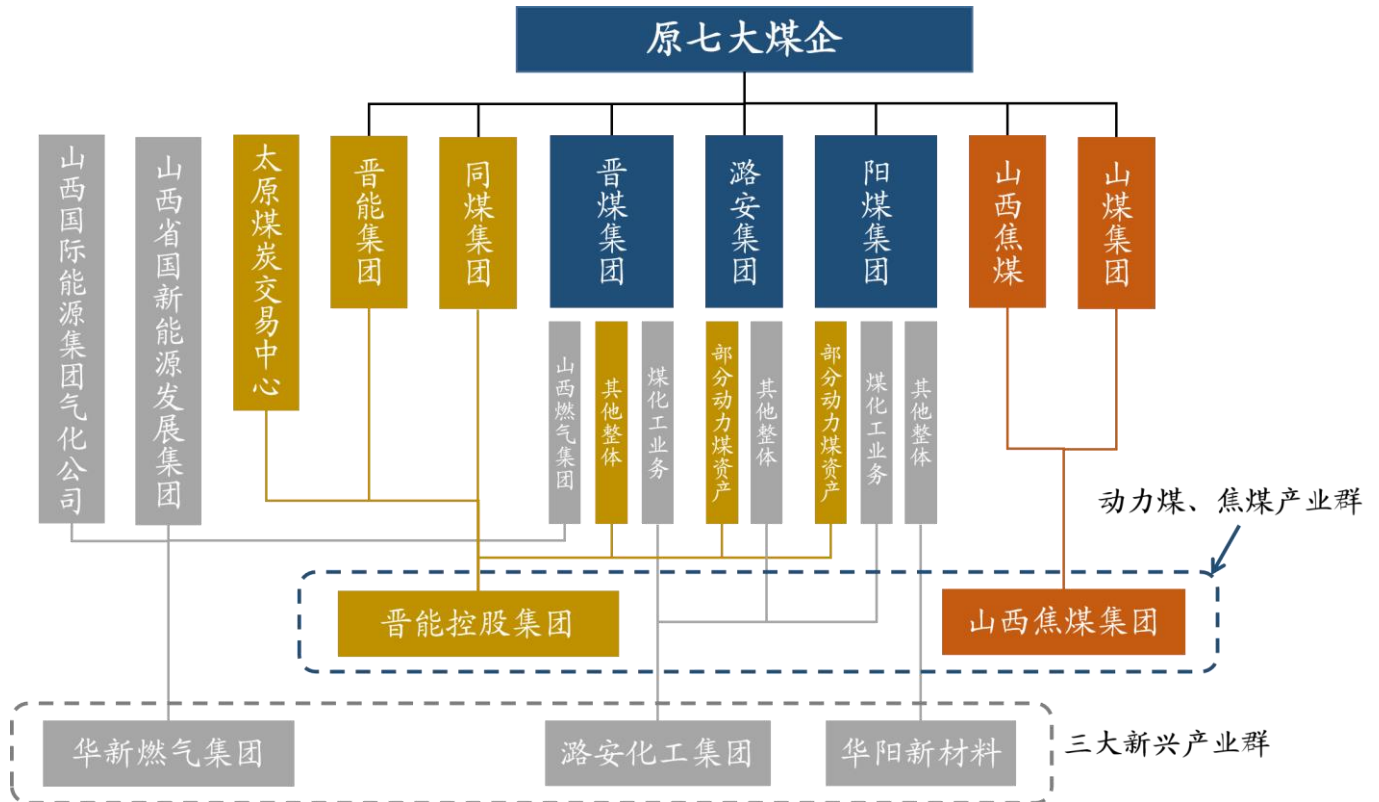
**2008 年开始煤炭资源整合, 五大煤企过渡为七大煤企。**在 2008 年开始的山西煤炭资源整合和煤炭企业兼并重组中, 山西煤炭进出口集团和原山西煤炭运销集团(后为“晋能集团”)也成为整合主体。至此, 山西省属国有煤炭集团由 5 家变为 7 家。

**图 17: 煤企大重组后的山西七大煤企**


资料来源: 新浪财经, 经济日报, 信达证券研发中心整理

**专业化引领新一轮战略重组, 形成 2+3 格局。**2020 年, 山西新一轮战略重组拉开序幕, 4 月, 全国最大焦煤生产加工企业焦煤集团宣布, 对山煤集团进行重组, 煤炭产能 2 亿吨。7 月, 潞安集团、阳煤集团、晋煤集团三家的煤化工业务宣布整合为潞安化工集团。9 月, 山西省联合重组省属五大煤企——同煤集团、晋煤集团、晋能集团、潞安集团、阳煤集团相关资产, 以及转制改企的中国(太原)煤炭交易中心, 新设成立晋控集团。10 月, 阳煤集团整体更名设立华阳新材料集团。同月, 国新能源集团、晋煤集团旗下的山西燃气集团有限公司, 以及山西国际能源集团气化投资管理有限公司实施重组, 组建华新燃气集团有限公司, 以整合省内企业燃气资产。至此, 山西原有七大煤企与国新能源集团共八家企业, **重组为焦煤集团、晋控集团、华阳新材料、潞安化工、华新燃气五家大型企业, 形成焦煤、动力煤两大产业集群, 以及新材料、燃气、煤化工三大新兴产业集群。其中, 晋控集团是山西省规划的动力煤产业集群。**

图 18：新一轮重组后晋控集团是山西省规划的动力煤产业集群

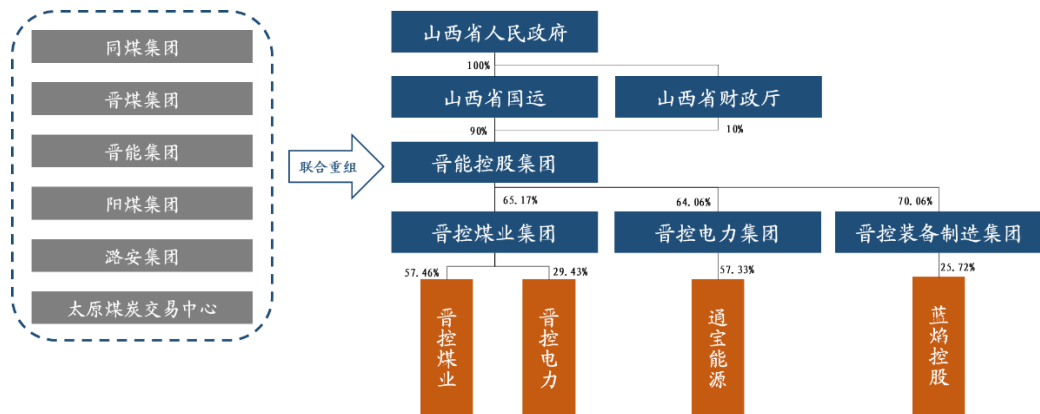


资料来源：公司公告，华夏能源网，全国能源信息平台，信达证券研发中心整理 注：晋控集团与新山西焦煤集团存在动力煤、焦煤煤矿互换，图中未标出。

## 2. 晋控集团拥有煤炭产能近 4.8 亿吨，成为山西省最大煤企

晋控集团实控人仍为山西省人民政府。2022 年上半年，晋控集团有限公司股权结构由山西省国有资本运营有限公司持股 100%，变更为山西省国有资本运营有限公司持股 90%，山西省财政厅持股 10%，公司实际控制人未发生变化。晋控集团旗下包括煤业、电力、装备制造三大核心子集团公司。拥有晋控煤业（原大同煤业）、晋控电力（原漳泽电力）、通宝能源、蓝焰控股四家上市公司。

图 19：晋控集团股权结构

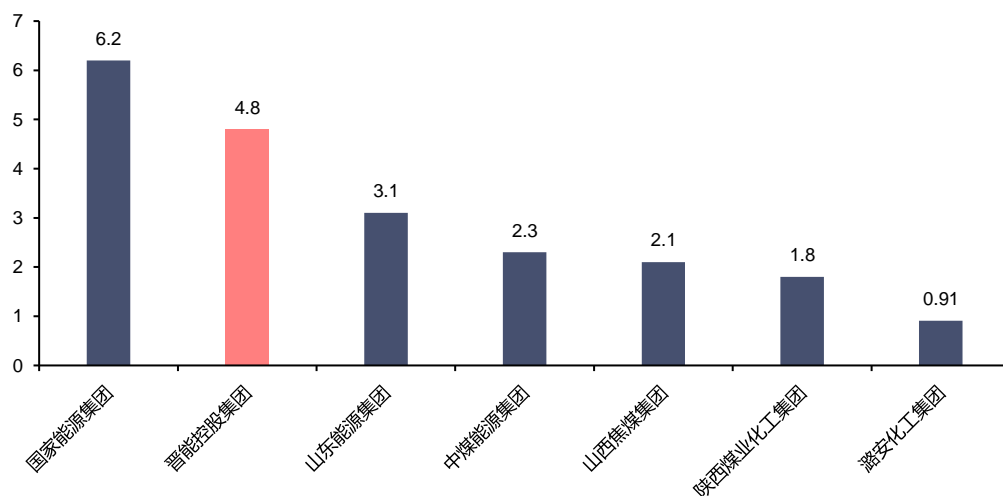


资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：截止 2023 年一季度

重组后的晋控集团自有煤炭产能近 4.8 亿吨。截止 2022 年底，晋控煤业集团拥有煤矿 88 座，煤炭产能 2.42 亿吨。晋控电力集团拥有煤矿 145 座，煤炭产能 1.37 亿吨。晋控装备制造集团拥有煤矿 53 座，煤炭产能 1.01 亿吨。

重组后的晋控集团是全国第二大、山西第一大煤炭企业。截止 2022 年底，晋控集团以 4.8 亿吨的产能仅次于国家能源集团 6.2 亿吨，位列全国第二。在山西省内，晋控集团产能远远大于山西焦煤集团 2.1 亿吨、潞安化工集团 0.91 亿吨的产能，位列山西省第一名。

图 20: 晋控煤业集团与可比公司产能对比 (2022 年底, 亿吨)

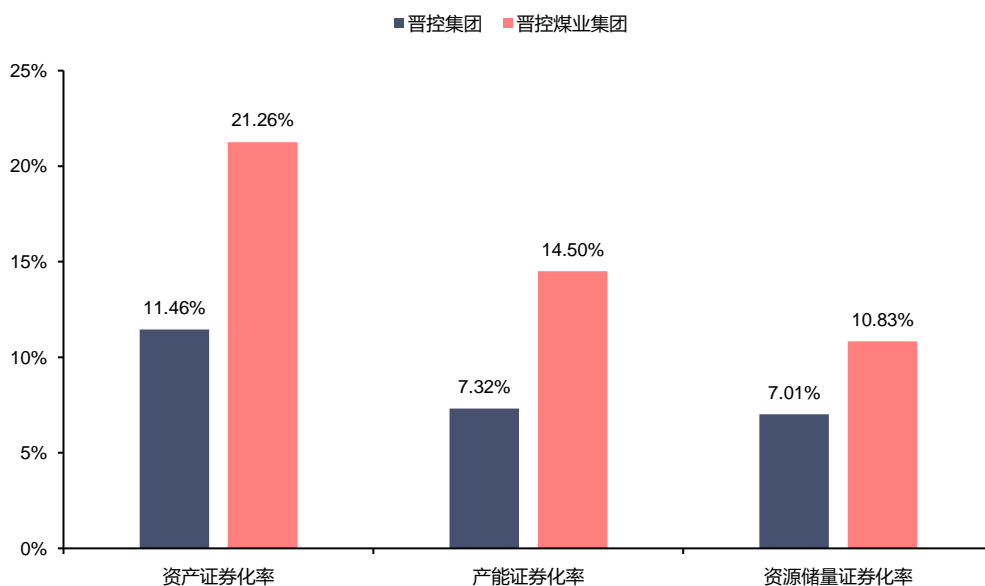


资料来源: 晋能控股煤业集团债券募集说明书, 晋能控股电力集团票据募集说明书, 晋能控股装备制造集团票据募集说明书, 国家能源投资集团有跟踪评级报告, 山东能源集团票据募集说明书, 中国中煤能源集团票据募集说明书, 山西焦煤集团债券募集说明书, 陕西煤业化工集团票据募集说明书, 山西潞安矿业(集团)跟踪评级报告, 信达证券研发中心

### 3. 晋控集团资产证券化率处于主要可比煤炭集团中的最低水平

晋控集团、晋控煤业集团证券化率较低。晋控集团重组后，证券化率进一步降低，资产注入空间较大。截止 2022 年底，在不考虑与外部集团资产划转情况下，晋控集团、晋控煤业集团资产证券化率分别为 11.46%、21.26%。产能证券化率分别为 7.32%、14.50%。晋控集团、晋控煤业集团资源储量证券化率分别为 7.01%、10.83%，均处于较低水平。

图 21: 晋控集团及晋控煤业集团证券化率 (截止 2022 年末)

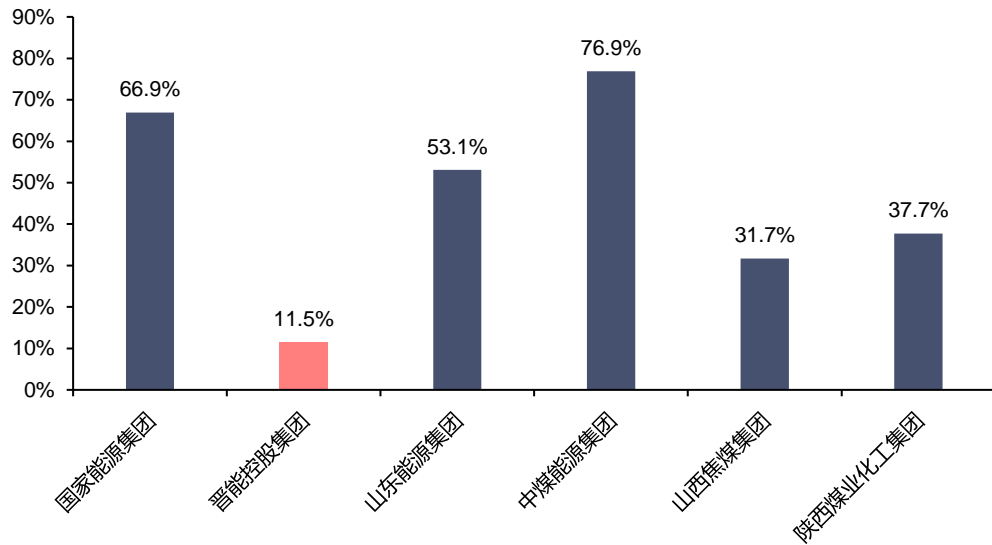


资料来源: 集团官网, IFind, 债券募集说明书, 跟踪评级报告, 信达证券研发中心整理 注: 数据截止 2022 年末; 晋控集团产能仅为自有煤矿, 未考虑外部集团间煤炭资产划转。

晋控集团资产证券化率处于主要可比煤炭集团中最低水平。截止 2022 年末，主要动力煤

上市公司所属集团中，晋控集团资产证券化率仅为 11.5%，远远低于同行业主流水平，未来上升空间较大。

图 22: 晋控集团与可比煤炭集团资产证券化情况 (截止 2022 年末)



资料来源: 各集团债券募集说明书, 各集团跟踪评级报告, IFind, 信达证券研发中心 注: 数据截止 2022 年末; 各煤炭集团旗下上市公司数据统计不完全。

#### 4. 晋控集团组织管理思路有所调整，需关注对上市公司的影响

**2021 年 3 月-2022 年 7 月，板块化运营、专业化发展是主要组织管理思路。**晋控集团按照板块进行管理，煤矿的生产、经营、安全等方面委托晋能控股煤业集团有限公司、焦煤集团进行统一管理，即煤矿的管理权移交，实现煤炭板块管理专业化、精细化。晋控煤业集团对煤炭涉改标的统一经营，但涉改标的股权均未变更。

**2022 年 8 月，组织架构调整，提级管理。**自 2022 年 8 月 1 日起，为符合现代化企业产权管理的核心要求，进一步压缩管理层级，提高管理效率和水平，晋控集团内部煤炭、电力资产不再进行划转，经营管理权、收益权和债权仍回归产权主体。晋控集团以产权为纽带，以战略决策和重要资源集约化管控为手段，对煤炭、电力产业的重大事项实施提级管理。

表 1: 晋控集团提级管理名单

| 所属集团     | 公司名称             |
|----------|------------------|
| 晋能控股煤业集团 | 晋能控股山西煤业股份公司     |
| 晋能控股煤业集团 | 晋能控股煤业集团轩岗煤电有限公司 |
| 晋能控股煤业集团 | 晋能控股煤业集团地煤大同有限公司 |
| 晋能控股煤业集团 | 晋能控股煤业集团朔州煤电有限公司 |
| 晋能控股煤业集团 | 晋能控股山西电力股份公司     |
| 晋能控股煤业集团 | 大同煤矿集团电力能源有限公司   |
| 晋能控股煤业集团 | 大同机电装备制造有限公司     |
| 晋能控股电力集团 | 晋控电力山西新能源有限公司    |
| 晋能控股电力集团 | 山西煤炭运销集团大同有限公司   |
| 晋能控股电力集团 | 山西煤炭运销集团朔州有限公司   |
| 晋能控股电力集团 | 山西煤炭运销集团忻州有限公司   |
| 晋能控股电力集团 | 山西煤炭运销集团阳泉有限公司   |
| 晋能控股电力集团 | 山西煤炭运销集团晋中有限公司   |
| 晋能控股电力集团 | 山西煤炭运销集团长治有限公司   |

|            |                  |
|------------|------------------|
| 晋能控股电力集团   | 山西煤炭运销集团晋城有限公司   |
| 晋能控股电力集团   | 山西省晋神能源有限公司      |
| 晋能控股电力集团   | 山西通宝能源股份公司       |
| 晋能控股电力集团   | 晋能清洁能源有限公司       |
| 晋能控股电力集团   | 晋能清洁能源科技股份有限公司   |
| 晋能控股电力集团   | 晋能集团信息服务有限公司     |
| 晋能控股电力集团   | 晋能快成物流科技有限公司     |
| 晋能控股装备制造集团 | 山西晋煤集团晋圣矿业投资有限公司 |
| 晋能控股装备制造集团 | 山西晋煤集团泽州天安煤业有限公司 |
| 晋能控股装备制造集团 | 山西晋煤集团沁秀煤业有限公司   |
| 晋能控股装备制造集团 | 金鼎山西煤机有限责任公司     |
| 潞安矿业集团     | 新疆煤化工(集团)有限公司    |
| 潞安矿业集团     | 山西潞阳煤炭投资经营管理公司   |
| 潞安矿业集团     | 山西潞安太阳能科技有限公司    |
| 潞安矿业集团     | 山西潞安煤炭技术装备有限责任公司 |
| 华阳新材料集团    | 阳泉南庄煤炭集团有限责任公司   |
| 华阳新材料集团    | 阳煤忻州通用机械有限责任公司   |
| 华阳新材料集团    | 阳泉煤业集团华越机械有限公司   |

资料来源：国际煤炭网，信达证券研发中心

**集团层面统一设立煤炭销售公司，目前上市公司仍独立销售煤炭。**煤炭销售方面，晋控集团新设煤炭销售分公司，晋控煤业集团所属煤矿的煤炭由晋控集团销售分公司进行统一销售。2022年8月，晋控集团煤炭销售公司正式启动运行，对煤炭销售实施“八统一”管理。需要注意的是，截止2023年6月，上市公司不通过集团销售公司进行煤炭销售，仍维持独立销售。

**关注晋控集团高压反腐对上市公司管理可能产生的影响。**去年以来，公司已有原同煤集团党委书记、董事长张有喜和原晋控集团党委书记、董事长郭金刚等多位同煤系、晋能系高管密集落马，且多有交集。2023年以来，山西煤炭领域反腐力度和节奏不减，仍有多位晋能控股煤业集团领导陆续接受调查。在高压反腐下，需要关注人员变动对上市公司战略规划、管理体系的影响。

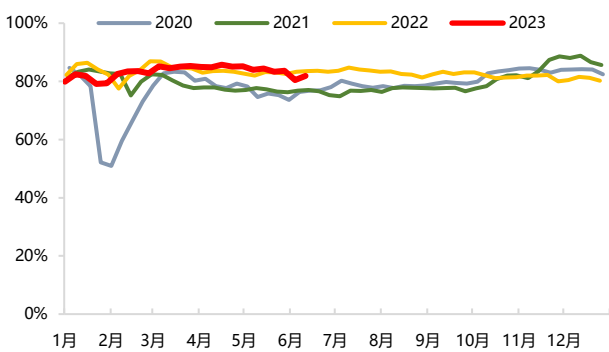


### 三、聚焦动力煤主业，不断优化资产质量

#### 1. 动力煤行业：中长期看，煤价中枢或仍会维持在相对中高位

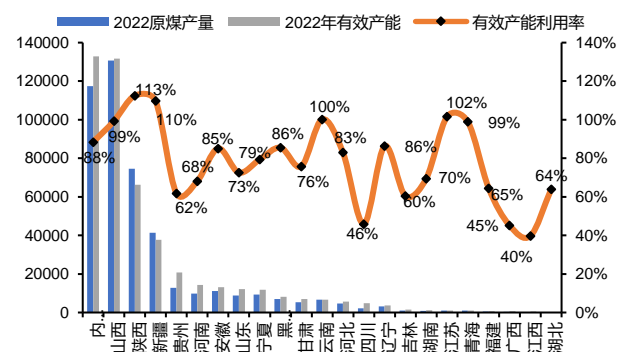
中短期煤炭有效供给增长仍较困难。经过近两年的强保供，多地煤矿有效产能利用率已超100%，进一步产能核增挖潜空间有限。2021年四季度强力实施煤矿增产保供以来，煤矿开采条件相对较好的晋陕蒙三省煤矿产能利用率持续保持高位，2022年晋陕蒙煤矿产能利用率平均维持在83%，远高于2020-2021年同期水平（78%、80%），2023年一季度整体保持在82.7%，较2022年基本持平，也表明煤矿产能挖潜已基本达到极限。值得关注的是，随着近几年落后产能的关闭退出，实际有效产能或小于统计口径产能，实际产能利用率可能更高。根据煤炭资源网统计数据，2022年全国煤矿有效产能利用率整体达到93%，创近七年最高水平，其中陕西、新疆有效产能利用率超过110%，山西、青海、江苏和云南等地将近100%，客观反映了存量煤矿产能进一步挖潜空间有限。

图 23：2020-2023 年 6 月晋陕蒙三省煤矿产能利用率（%）



资料来源：煤炭市场网，信达证券研发中心

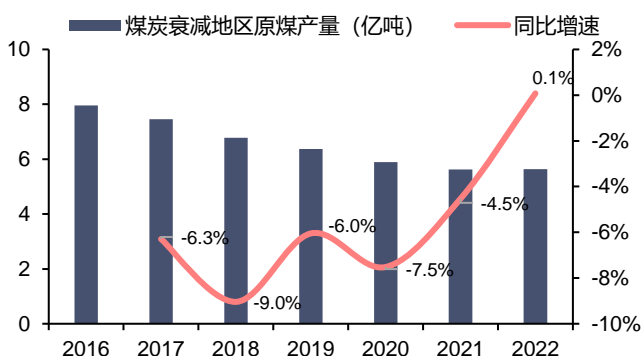
图 24：2022 年多地煤矿有效产能利用率已超 100%（万吨）



资料来源：煤炭市场网，信达证券研发中心

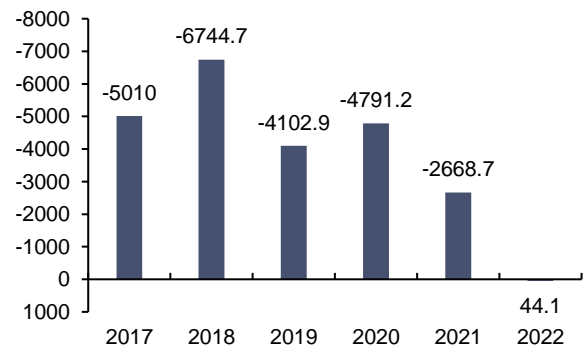
东部区域煤矿产能退出和原煤产量衰减制约着主消费产地煤炭供给，区域性结构性缺煤矛盾或将持续存在。2016-2022年，全国23个产煤省份中仅晋陕蒙新等9个省份原煤产量实现增长，由25.41亿吨增长至39.33亿吨，增加13.9亿吨，年复合增长速度7.6%。其余14个省份原煤产量均出现下滑，由7.96亿吨下滑至5.63亿吨，原煤产量下降2.33亿吨，年复合下降速度5.6%。2022年增产保供政策下，多数省份实现煤炭产量增加，但仍有山东、安徽和贵州等6个省份煤炭产量降低。

图 25：2016-2022 年煤炭产量衰减地区原煤产量情况



资料来源：煤炭资源网，信达证券研发中心。注：煤炭产量衰减地区指 2016-2022 年 14 个原煤产量下滑的省份，主要有河南、河北、贵州、山东、安徽等地。

图 26：2017-2022 年煤炭产量衰减地区年衰竭量（万吨）

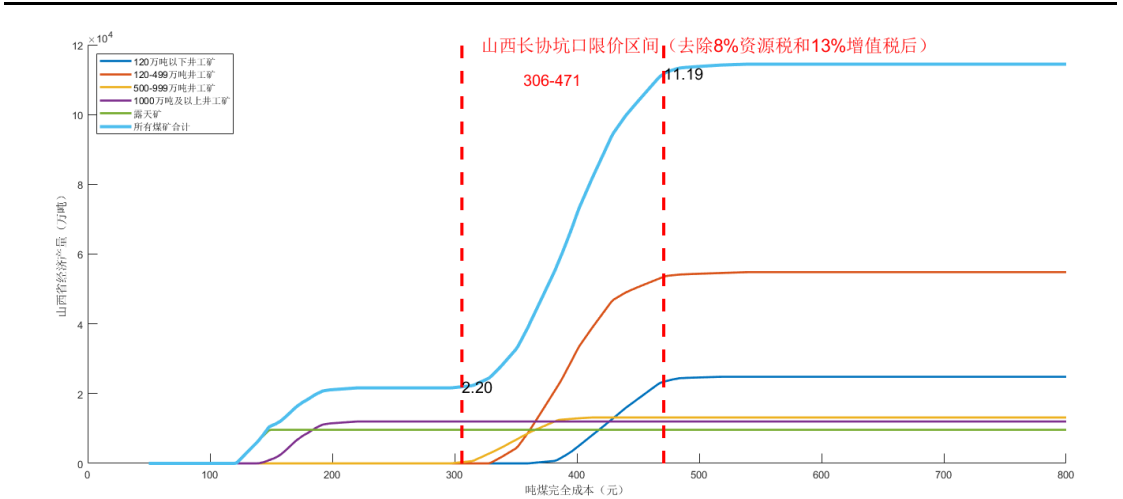


资料来源：煤炭资源网，信达证券研发中心。注：煤炭产量衰减地区指 2016-2022 年 14 个原煤产量下滑的省份，主要有河南、河北、贵州、山东、安徽等地。

山西和蒙东地区的煤炭开采成本对当前长协上限价格具有较强的成本支撑作用。山西省在长协限价 306-471 元/吨之间，经济产能为 2.2-11.2 亿吨/年，蒙东地区在长协限价 163-244 元/吨之间，经济产能为 1.4-1.8 亿吨/年，山西和蒙东地区的经济产能随着上限价格下

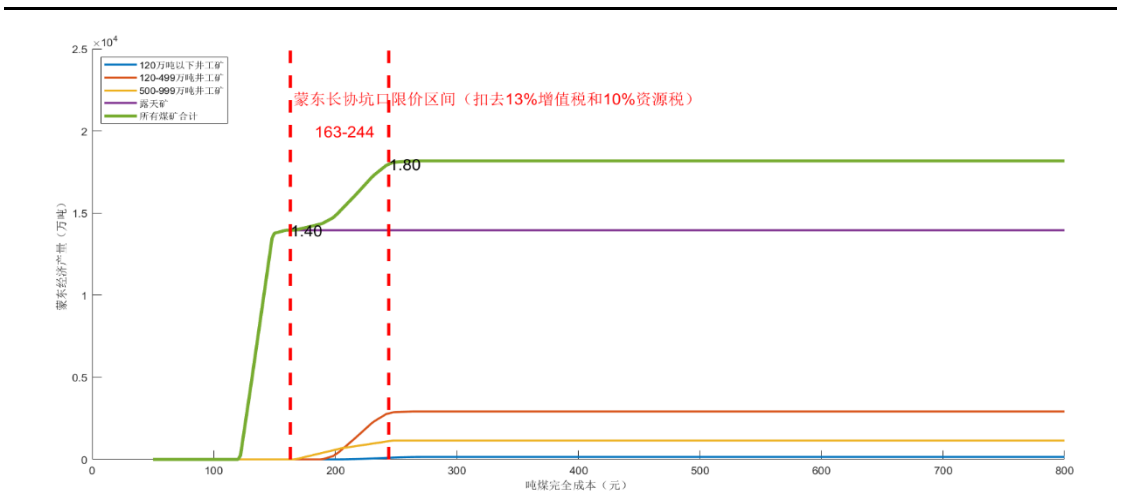
压而迅速下降，再叠加煤炭企业需要赚取合理利润，山西和蒙东地区煤炭生产成本有力的支撑着长协上限价格。总体讲，晋陕蒙三省煤矿的煤价和成本参差不齐，再放大至全国煤矿更是如此。相比之下，我们认为当前山西和蒙东煤炭管控价格上限具有较强的成本支撑。需关注的是，部分煤矿的煤质较差，发热量难以达到 5500 大卡（蒙东 3500 大卡），再考虑到煤企合理的利润水平，或将进一步拉低晋陕蒙三省的经济有效产能。

图 27：山西吨煤完全成本曲线



资料来源：信达证券研发中心。注：受研究方法和手段的限制，未能充分考虑其他因素对煤矿成本和不同煤种煤质的价格影响。

图 28：蒙东吨煤完全成本曲线



资料来源：信达证券研发中心。注：受研究方法和手段的限制，未能充分考虑其他因素对煤矿成本和不同煤种煤质的价格影响。

**疆煤外运盈亏线对动力煤价格具有支撑作用。当秦港(5500k)价格低于 650 元/吨时，疆煤或不具备外运条件。**

①至川渝地区：当秦港(5500k)价格低于 940 元/吨时，吐哈矿区煤炭外运相比产地坑口直接售出所获利润减少，影响外运量；当港口价格低于 650 元/吨时，吐哈矿区外运亏本，不具备外运条件。

②至甘肃兰州：当秦港(5500k)价格低于 950 元/吨时，吐哈矿区煤炭外运相比产地坑口直接售出所获利润减少，影响外运量；当港口价格低于 650 元/吨时，吐哈矿区外运亏本，不具备外运条件。

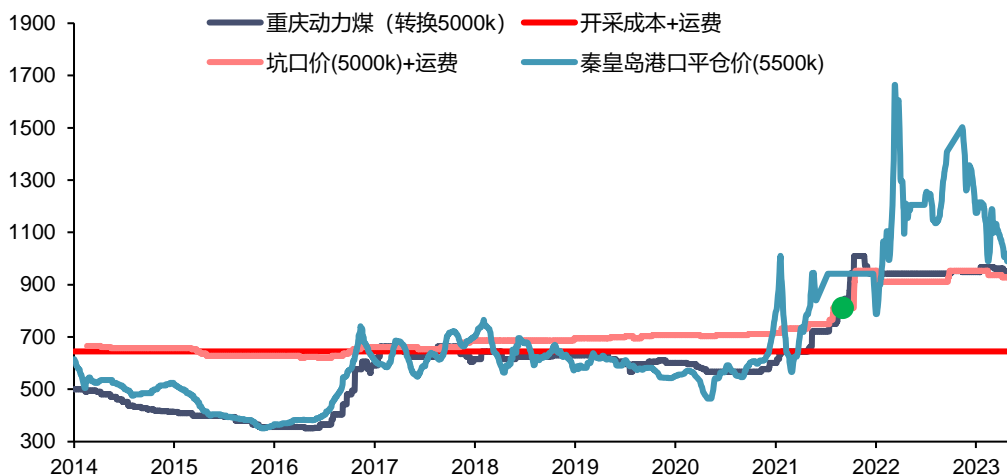
③至宁夏银川：当秦港(5500k)价格低于 850 元/吨时，吐哈矿区煤炭外运相比产地坑口直接售出所获利润减少，影响外运量；当港口价格低于 700 元/吨时，吐哈矿区外运亏本，不具备外运条件。

④至青海格尔木：青海当地煤价比较稳定且较低，吐哈矿区煤炭基本不具备外运条件。

⑤至秦皇岛：当秦港

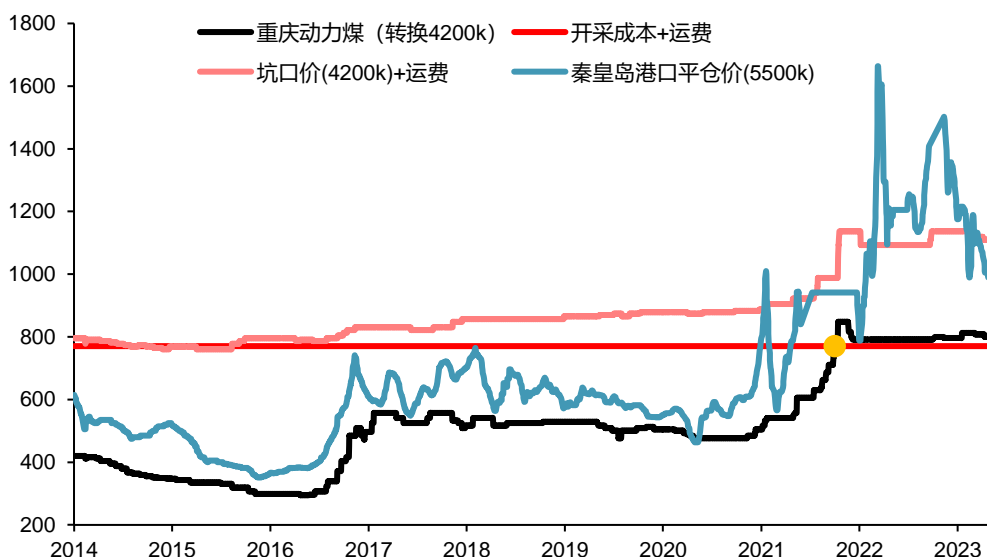
(5500k)价格低于 1300 元/吨时，吐哈矿区煤炭外运相比产地坑口直接售出所获利润减少，影响外运量；当港口价格低于 950 元/吨时，吐哈矿区外运亏本，不具备外运条件。

图 29: 吐哈矿区-川渝疆煤外运竞争力测算



资料来源: 煤炭资源网, wind, 信达证券研发中心 注: 绿色点为吐哈地区坑口价+运费与重庆动力煤坑口价的交点。

图 30: 准东矿区-川渝疆煤外运竞争力测算



资料来源: 煤炭资源网, wind, 信达证券研发中心 注: 黄色点为准东地区开采成本+运费与重庆动力煤坑口价的交点。

## 2. 公司: 煤炭资产较为优质, 长期发展潜力较大

公司下属 3 座在产煤矿, 核定产能 5050 万吨, 权益产能 2828 万吨。公司下属 3 座在产矿井, 其中 2 座控股矿井, 1 座参股矿井。2 座控股矿井分别为塔山煤矿及色连煤矿。1 座参股矿井为 2020 年 10 月以现金方式购买晋控煤业集团所持有的同忻煤矿 32% 股权。截止 2022 年底, 考虑到忻州窑矿井资源枯竭而关停, 公司拥有煤炭核定产能 5050 万吨, 权益产能 2828 万吨。

表 2: 公司煤炭产能情况

| 矿区           | 产能(万吨/年) | 持股比例 | 权益产能(万吨/年) | 煤种       |
|--------------|----------|------|------------|----------|
| 塔山矿 (含塔山白洞井) | 2,650    | 72%  | 1,908      | 气煤、1/3 焦 |
| 色连煤矿         | 800      | 51%  | 408        | 不黏煤、长焰煤  |
| 同忻矿          | 1,600    | 32%  | 512        | 气煤、1/3 焦 |

总计

5,050

2,828

资料来源：晋能控股山西煤业股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）募集说明书，晋能控股山西煤业股份有限公司主体与相关债项 2023 年度跟踪评级报告，信达证券研发中心 注：因忻州窑矿井资源枯竭而关停，故未列示。

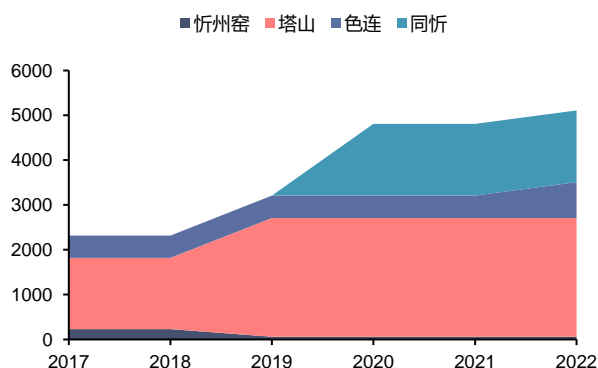
公司旗下先进产能煤质可达到陕煤、神华的优质煤矿水平。公司以开采优质动力煤炭闻名，拥有不粘煤、弱粘煤、长焰煤、气煤等煤种。塔山、同忻煤矿煤质较好，具备低硫、低水分、高发热量的特点。旗下色连煤矿受地质条件影响，热值较低（3,585K-4,302K）。

**表 3：晋控煤业与主要动力煤企业下属矿区煤质情况**

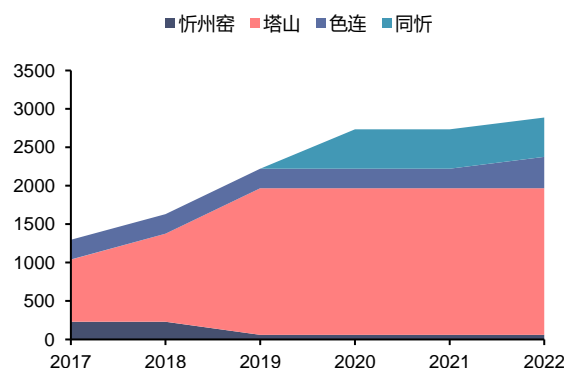
| 企业   | 主力矿区    | 煤种        | 发热值(大卡)     | 灰分(%)     | 全水分(%)    | 挥发分(%)    | 硫分(%)   |
|------|---------|-----------|-------------|-----------|-----------|-----------|---------|
| 晋控煤业 | 塔山      | 气煤        | 5,442       | 21        | 5         | 37        | 0.6     |
|      | 色连      | 不粘煤、长焰煤   | 3,585-4,302 | 29        | 22        | 30.3-50.4 | 0.8     |
|      | 同忻      | 气煤、1/3 焦煤 | 5,433       | 21        | 6         | 24        |         |
| 中煤能源 | 山西平朔矿区  |           | 4,000-5,800 | 17.0-36.0 | 9.0 为主    | 24.0-30.5 | 1.0-1.3 |
|      | 江苏大屯矿区  |           | 5,000       | 21.5      | 8         | 38        | 1       |
|      | 陕蒙南梁矿区  |           | 6,000       | 10        | 12.5      | 33        | 0.4     |
| 陕西煤业 | 陕北、彬黄矿区 | 长焰煤       | 5,858-6,337 | 14.0-20.0 | 9.0-10.0  | 35.0-37.0 | 0.5-1.0 |
|      |         | 弱粘煤       | 5,978-6,456 | 13.0-19.0 | 9.0-10.1  | 35.0-37.0 | 0.5-1.0 |
|      |         |           | 5,141-6,456 | 13.0-22.0 | 9.0-11.0  | 35.0-37.0 | 0.5-1.5 |
|      |         | 不粘煤       | 5,858-6,576 | 11.0-18.0 | 10.0-11.0 | 35.0-37.0 | 0.4-1.0 |
|      |         |           | 6,098-6,456 | 12.0-16.0 | 9.0-10.0  | 35.0-37.0 | 0.4-1.0 |
|      | 气煤      |           | 8.0-10.0    | 9.0-11.0  | 33.0-35.0 | 0.4-0.8   |         |
| 中国神华 | 神东矿区    | 长焰煤/不粘煤   | 4,800-6,000 | 5-25      |           |           | 0.2-1.0 |
|      | 准格尔矿区   | 长焰煤       | 4,300-5,200 | 10-25     |           |           | 0.3-0.8 |
|      | 胜利矿区    | 褐煤        | 约 3,200     | 约 19.0    |           |           | <0.75%  |
|      | 宝日希勒矿区  | 褐煤        | 约 3,600     | 约 15.3    |           |           | <0.30%  |
|      | 包头矿区    | 长焰煤/不粘煤   | 约 4,350     | 约 19.5    |           |           | <0.65%  |
| 兖矿能源 | 金鸡滩     |           | 5,980-6,539 |           |           |           |         |
|      | 石拉乌素    | 不粘煤       | 5,571-6,320 |           |           |           |         |
|      | 营盘壕     | 不粘煤       | 4,668-5,784 |           |           |           |         |
|      | 转龙湾     | 长焰煤、不粘煤   | 4,040-5,526 |           |           |           |         |

资料来源：晋控煤业集团票据募集说明书，信达证券研发中心

**收购+核增双驱动，煤炭产能持续上升。**2018 年，公司收购大唐塔山煤矿 21%的股权，收购完成后公司持有塔山煤矿 72%股权，该矿产能为 1500 万吨/年。2019 年，公司忻州窑矿完成生产能力变更，产能由 230 万吨核减至 60 万吨。同年，塔山煤矿生产能力由 1,500 万吨/年核增为 2,500 万吨/年。塔山白洞井生产能力由 90 万吨/年核增为 150 万吨/年。2020 年，公司收购同忻煤矿 32%股权，该矿产能为 1,600 万吨/年。2023 年 4 月，公司公告，忻州窑煤矿由于资源枯竭而关停。

**图 31: 2017-2022 公司核定产能增长情况 (万吨)**


资料来源: 公司跟踪评级报告, 信达证券研发中心 注: 产能数据中塔山矿包括白洞井; 统计数据包括参股煤矿(同忻矿); 未考虑于 2023 年 4 月公告忻州窑煤矿的关停。

**图 32: 2017-2022 公司权益产能增长情况 (万吨)**


资料来源: 公司跟踪评级报告, 信达证券研发中心 注: 产能数据中塔山矿包括白洞井; 统计数据包括参股煤矿(同忻矿); 未考虑于 2023 年 4 月公告忻州窑煤矿的关停。

十三五期间, 公司陆续收购优质资产、出售低效矿井, 公司吨煤成本不断下降。2014 年开始, 为保持公司良好经营业绩和融资能力, 公司向同煤集团转让其持有的同家梁矿、四老沟矿两矿整体资产。2016 年, 公司将直属矿煤峪口矿的整体资产及相关负债出售给朔州煤电, 用于减少公司亏损, 改善公司的财务状况和经营成果。2018 年, 为提升公司核心竞争力, 推动公司的可持续发展, 公司以现金收购同煤集团持有的塔山煤矿 21% 股权。经过多次交易, 公司资产质量大幅改善, 吨煤成本从 2013 年的 251 元/吨降至 2019 年的 165 元/吨。

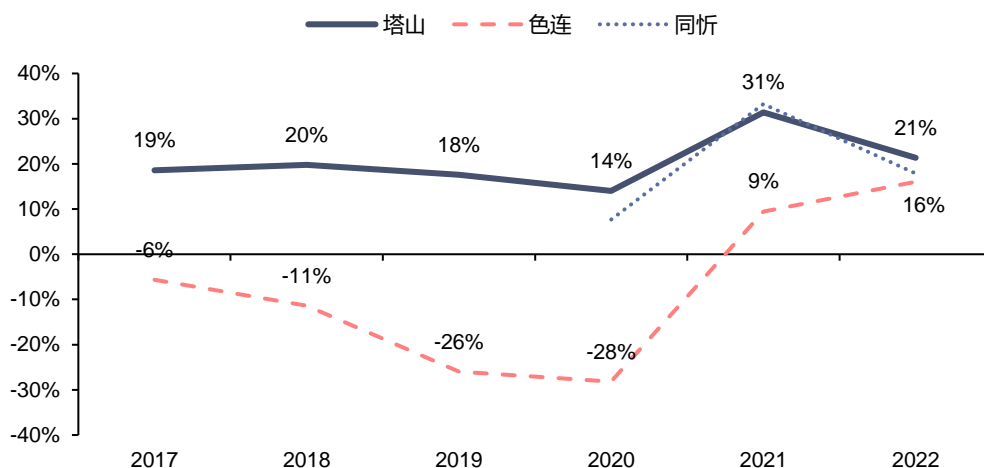
忻州窑矿井因资源枯竭退出, 公司资产质量进一步改善。2019 年忻州窑矿因承担化解过剩产能任务, 生产能力由 230 万吨/年核减至 60 万吨/年。截止 2022 年 12 月, 忻州窑矿已无可布工作面。由于矿井资源枯竭, 公司拟对忻州窑矿实施关闭退出。近年来忻州窑矿保持持续亏损状态, 2020-2022 年净利润分别为 -4.65、-3.33、-2.65 亿元。需要注意的是, 2021 年公司对忻州窑矿使用的固定资产计提了 6054 万元减值准备。未来, 公司预计忻州窑矿关停将使公司在资产处置及人员安置方面产生一定的损失, 但无形资产、固定资产等相关资产处置将产生一定的收益, 需要关注公司后续资产减值计划。

公司控股、参股矿井资产优质。从分矿拆解后的净利润来看, 2022 年塔山矿净利润达 43.09 亿元 (股比 72%), 公司煤矿板块的盈利绝大部分来自于塔山矿。从分矿拆解后的 ROE 来看, 塔山矿、同忻矿是公司的优质资产, 2022 年塔山矿 ROE 为 21.3%, 高于色连矿的 16% 与同忻矿的 17.8%。

**表 4: 公司旗下煤矿净利润 (亿元)**

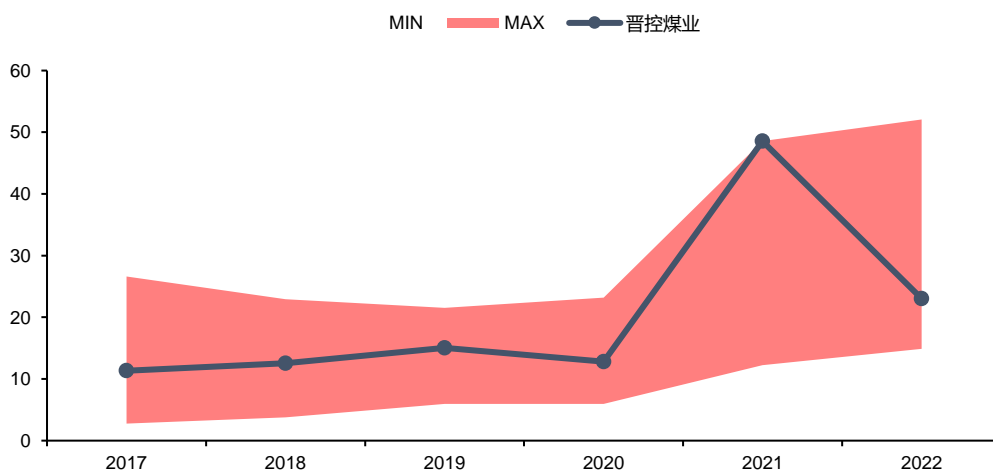
|    | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|
| 塔山 | 23.05 | 25.01 | 23.2  | 57.24 | 43.09 |
| 色连 | -2.6  | -4.69 | -3.97 | 1.56  | 3.27  |
| 同忻 |       |       | 5.86  | 22.73 | 14.97 |

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 33: 公司旗下煤矿 ROE (%)**


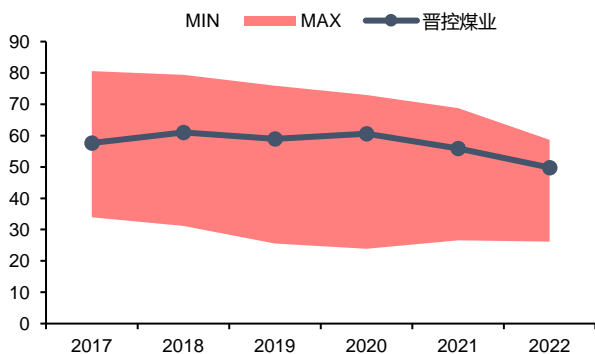
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司 2022 年 ROE 位居行业较高水平。2022 年末, 公司 ROE 为 23.03%, 公司处于可比公司中的较高水平。

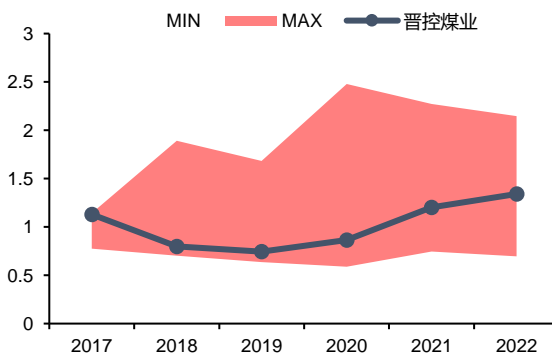
**图 34: 公司旗下煤矿 ROE (%)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 样本包括中煤能源、晋控煤业、山煤国际、中国神华、陕西煤业

公司偿债能力较好。2022 年, 公司资产负债率为 49.81%, 处于可比公司中的较低水平, 位列申万煤炭开采行业 (28 家) 第 10。从流动比率来看, 公司也基本处于可比公司中的较高水平, 2022 年, 公司流动比率为 1.34, 位列申万煤炭开采行业 (28 家) 第 8。

**图 35: 2017-2022 公司与可比公司资产负债率 (%)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 样本包括中煤能源、晋控煤业、山煤国际、中国神华、陕西煤业

**图 36: 2017-2022 公司与可比公司流动比率**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 样本包括中煤能源、晋控煤业、山煤国际、中国神华、陕西煤业

## 四、盈利预测

**产销量：**考虑到 2022 年 9 月色连一号煤矿生产能力由 500 万吨/年核增至 800 万吨/年，在煤炭供给持续紧张的大背景下，我们预计将快速释放产能。叠加 2023 年塔山矿井产量有所恢复，以及忻州窑矿井的退出。综上，我们预计晋控煤业 2023-2025 年原煤产量分别为 3500 万吨（+6.7%）、3550 万吨（+1.4%）、3550 万吨（+0%）。

**煤价：**我们认为，煤炭行业仍将处于景气上行的周期，国内煤炭价格中长期或仍将维持高位运行。我们预计 2023-2025 年商品煤综合售价分别为 535 元/吨（-6.9%）、552 元/吨（+3.2%）、568 元/吨（+3.0%）。

**成本：**考虑到未来职工薪酬及材料等成本的不断上升，及忻州窑煤矿退出带来的成本改善。我们预计晋控煤业 2023-2025 年吨煤综合成本为 282 元/吨（0.5%）、291 元/吨（+3.4%）、293 元/吨（+0.6%）。

表 5：晋控煤业可比公司盈利预测与估值（截至 7 月 26 日）

| 证券代码      | 证券简称 | 收盘价  | 归母净利润(亿元) |       |       |       | PE   |       |       |       |
|-----------|------|------|-----------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
|           |      |      | 2022      | 2023E | 2024E | 2025E | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 601898.SH | 中煤能源 | 8.4  | 182       | 246   | 271   | 286   | 6.13 | 4.54  | 4.12  | 3.90  |
| 601088.SH | 中国神华 | 28.5 | 696       | 728   | 749   | 765   | 8.12 | 7.76  | 7.55  | 7.39  |
| 601225.SH | 陕西煤业 | 16.6 | 351       | 328   | 349   | 383   | 4.57 | 4.90  | 4.60  | 4.19  |
| 600546.SH | 山煤国际 | 15.2 | 69.8      | 61.3  | 65.5  | 69.9  | 4.49 | 5.11  | 4.79  | 4.48  |
| 601001.SH | 晋控煤业 | 9.1  | 30.4      | 25.4  | 26.7  | 29.1  | 5.00 | 5.99  | 5.69  | 5.24  |

资料来源：wind，信达证券研究开发中心

## 五、投资建议

结合能源产能周期的研判，我们认为在全国煤炭增产保供的形势下，煤炭供给偏紧、趋紧形势或将持续整个“十四五”乃至“十五五”，或需新规划建设一批优质产能以保障我国中长期能源煤炭需求。在煤炭布局加速西移、资源费与吨煤投资大幅提升背景下，经济开发刚性成本的抬升有望支撑煤炭价格中枢保持高位，叠加煤炭央企资产注入工作已然开启，愈加凸显优质煤炭公司盈利与成长的高确定性。当前，煤炭板块具有高业绩、高现金、高分红属性，叠加行业高景气、长周期、高壁垒特征，以及低估值水平和一二级估值倒挂，煤炭板块投资攻守兼备。

我们认为，能源大通胀背景下，叠加下游需求的复苏回暖，优质煤炭企业依然具有高壁垒、高现金、高分红的属性，我们认为煤炭板块彰显出配置高性价比，煤炭板块更具备长期投资价值，亦有望迎来一轮业绩与估值双升的历史性行情。**晋控煤业作为山西最大煤企旗下煤炭资产上市平台，自身煤炭资产优质，ROE 位居行业前列。同时，公司控股股东未上市煤炭资产庞大，有望受益于煤炭价格高位运行及集团资产证券化率的不断提升。**

截止 7 月 26 日收盘价，我们预测公司 2023-2025 年归属于母公司的净利润分别为 25.43、26.74、29.06 亿元；EPS 为 1.52、1.60、1.74 元/股；对应 PE 为 5.99x、5.69x、5.24x；PB 为 0.97x、0.91x、0.87x。



| 资产负债表          |               | 单位:百万元        |               |               |               |  |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 会计年度           | 2021A         | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |  |
| 流动资产           | 19,547        | 22,063        | 24,930        | 26,943        | 27,939        |  |
| 货币资金           | 16,386        | 18,816        | 21,242        | 23,245        | 23,877        |  |
| 应收票据           | 0             | 0             | 46            | 50            | 49            |  |
| 应收账款           | 1,092         | 1,190         | 1,185         | 1,109         | 1,450         |  |
| 预付账款           | 86            | 71            | 88            | 92            | 93            |  |
| 存货             | 357           | 329           | 650           | 632           | 658           |  |
| 其他             | 1,626         | 1,658         | 1,719         | 1,814         | 1,813         |  |
| <b>非流动资产</b>   | <b>20,798</b> | <b>20,153</b> | <b>19,471</b> | <b>18,757</b> | <b>18,236</b> |  |
| 长期股权投资         | 4,899         | 5,424         | 5,424         | 5,424         | 5,424         |  |
| 固定资产(合计)       | 10,518        | 9,659         | 9,404         | 9,052         | 8,630         |  |
| 无形资产           | 3,672         | 3,452         | 3,233         | 3,014         | 3,019         |  |
| 其他             | 1,709         | 1,618         | 1,411         | 1,268         | 1,164         |  |
| <b>资产总计</b>    | <b>40,345</b> | <b>42,216</b> | <b>44,401</b> | <b>45,700</b> | <b>46,176</b> |  |
| <b>流动负债</b>    | <b>16,257</b> | <b>16,458</b> | <b>16,590</b> | <b>15,956</b> | <b>14,682</b> |  |
| 短期借款           | 3,773         | 1,542         | 1,542         | 1,542         | 1,542         |  |
| 应付票据           | 698           | 0             | 489           | 485           | 392           |  |
| 应付账款           | 5,116         | 5,636         | 5,617         | 5,150         | 4,395         |  |
| 其他             | 6,671         | 9,280         | 8,942         | 8,779         | 8,353         |  |
| <b>非流动负债</b>   | <b>6,273</b>  | <b>4,568</b>  | <b>4,382</b>  | <b>4,205</b>  | <b>4,036</b>  |  |
| 长期借款           | 2,670         | 2,374         | 2,374         | 2,374         | 2,374         |  |
| 其他             | 3,603         | 2,194         | 2,008         | 1,831         | 1,662         |  |
| <b>负债合计</b>    | <b>22,530</b> | <b>21,026</b> | <b>20,972</b> | <b>20,162</b> | <b>18,718</b> |  |
| 少数股东权益         | 5,913         | 6,661         | 7,686         | 8,765         | 9,937         |  |
| 归属母公司股东权益      | 11,902        | 14,529        | 15,742        | 16,774        | 17,521        |  |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>40,345</b> | <b>42,216</b> | <b>44,401</b> | <b>45,700</b> | <b>46,176</b> |  |

| 重要财务指标     |        | 单位:百万元 |        |        |        |  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度       | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |  |
| 营业总收入      | 18,265 | 16,082 | 16,446 | 17,207 | 17,719 |  |
| 同比(%)      | 67.5%  | -12.0% | 2.3%   | 4.6%   | 3.0%   |  |
| 归属母公司净利润   | 4,658  | 3,044  | 2,543  | 2,674  | 2,906  |  |
| 同比(%)      | 431.9% | -34.7% | -16.5% | 5.2%   | 8.7%   |  |
| 毛利率(%)     | 54.4%  | 50.0%  | 46.4%  | 46.4%  | 47.6%  |  |
| ROE%       | 39.1%  | 20.9%  | 16.2%  | 15.9%  | 16.6%  |  |
| EPS(摊薄)(元) | 2.78   | 1.82   | 1.52   | 1.60   | 1.74   |  |
| P/E        | 3.27   | 5.00   | 5.99   | 5.69   | 5.24   |  |
| P/B        | 1.28   | 1.05   | 0.97   | 0.91   | 0.87   |  |
| EV/EBITDA  | 1.10   | 1.52   | 0.56   | 0.24   | 0.13   |  |

| 利润表             |              | 单位:百万元       |              |              |              |  |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| 会计年度            | 2021A        | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |  |
| 营业总收入           | 18,265       | 16,082       | 16,446       | 17,207       | 17,719       |  |
| 营业成本            | 8,335        | 8,037        | 8,807        | 9,229        | 9,288        |  |
| 营业税金及附加         | 1,377        | 1,293        | 1,322        | 1,384        | 1,425        |  |
| 销售费用            | 148          | 145          | 186          | 195          | 201          |  |
| 管理费用            | 492          | 470          | 652          | 682          | 703          |  |
| 研发费用            | 216          | 63           | 197          | 206          | 213          |  |
| 财务费用            | 326          | 241          | 110          | 64           | 24           |  |
| 减值损失合计          | -158         | -215         | -316         | -330         | -323         |  |
| 投资净收益           | 963          | 586          | 164          | 172          | 177          |  |
| 其他              | 126          | -156         | -136         | -155         | -145         |  |
| <b>营业利润</b>     | <b>8,302</b> | <b>6,047</b> | <b>4,883</b> | <b>5,134</b> | <b>5,576</b> |  |
| 营业外收支           | -27          | -46          | -28          | -28          | -28          |  |
| <b>利润总额</b>     | <b>8,275</b> | <b>6,000</b> | <b>4,855</b> | <b>5,106</b> | <b>5,548</b> |  |
| 所得税             | 1,938        | 1,590        | 1,286        | 1,353        | 1,470        |  |
| <b>净利润</b>      | <b>6,337</b> | <b>4,410</b> | <b>3,569</b> | <b>3,753</b> | <b>4,078</b> |  |
| 少数股东损益          | 1,679        | 1,367        | 1,026        | 1,079        | 1,172        |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>4,658</b> | <b>3,044</b> | <b>2,543</b> | <b>2,674</b> | <b>2,906</b> |  |
| EBITDA          | 8,825        | 7,273        | 6,654        | 6,935        | 7,113        |  |
| EPS(当年)(元)      | 2.78         | 1.82         | 1.52         | 1.60         | 1.74         |  |

| 现金流量表          |              | 单位:百万元        |               |               |               |  |
|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 会计年度           | 2021A        | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |  |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>7,820</b> | <b>5,638</b>  | <b>5,198</b>  | <b>5,096</b>  | <b>4,201</b>  |  |
| 净利润            | 6,337        | 4,410         | 3,569         | 3,753         | 4,078         |  |
| 折旧摊销           | 1,139        | 1,272         | 1,234         | 1,267         | 1,074         |  |
| 财务费用           | 626          | 578           | 392           | 382           | 372           |  |
| 投资损失           | -963         | -586          | -164          | -172          | -177          |  |
| 营运资金变动         | 615          | -435          | -308          | -643          | -1,639        |  |
| 其它             | 66           | 398           | 476           | 509           | 493           |  |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-397</b>  | <b>-518</b>   | <b>-546</b>   | <b>-538</b>   | <b>-533</b>   |  |
| 资本支出           | -481         | -594          | -710          | -710          | -710          |  |
| 长期投资           | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             |  |
| 其他             | 85           | 76            | 164           | 172           | 177           |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-435</b>  | <b>-2,522</b> | <b>-2,209</b> | <b>-2,554</b> | <b>-3,037</b> |  |
| 吸收投资           | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             |  |
| 借款             | 4,635        | 4,769         | 0             | 0             | 0             |  |
| 支付利息或股息        | -445         | -1,047        | -1,892        | -2,382        | -2,872        |  |
| <b>现金流净增加额</b> | <b>6,989</b> | <b>2,598</b>  | <b>2,443</b>  | <b>2,004</b>  | <b>631</b>    |  |

## 风险因素

---

1. **国内外能源政策变化带来短期影响：**若国内外能源政策出现重大变动，则会对煤炭的供给、需求产生较大的影响，或将直接影响公司的营收及利润表现。
2. **发生重大煤炭安全事故风险：**煤炭生产过程发生安全事故致使产量不及预期。
3. **公司战略规划出现重大变动：**公司战略规划的变动，或将直接影响公司业务稳定性及业绩弹性。
4. **公司经营管理受到反腐调查的重大影响：**反腐调查或引发公司变动，进而影响公司业务的稳定性。
5. **宏观经济大幅下行：**若国内经济增速放缓，复苏不及预期，或煤炭供给超预期，或将会使煤价下行。

## 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工作。

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、煤化工行业的研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

## 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    | 赵岚琦  | 15690170171 | zhaolanqi@cindasc.com     |
| 华北区销售    | 张斓夕  | 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    | 王爽   | 18217448943 | wangshuang3@cindasc.com   |
| 华东区销售    | 石明杰  | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com    |
| 华东区销售    | 粟琳   | 18810582709 | sulin@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    | 胡洁颖  | 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    | 张佳琳  | 13923488778 | zhangjialin@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）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；  | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出</b> ：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。