

► **煤炭资源储量丰富，产量进入成长期。**公司以煤炭为主业，2021 年收入和毛利贡献均在 85% 以上。截至 2021 年末，公司煤炭资源量为 270.19 亿吨，证实储量为 142.55 亿吨，其中动力煤证实储量占比 90.16%，存量资源丰富。同年，公司煤炭产量为 11274 万吨，在 A 股上市公司中仅次于中国神华（31270 万吨）和陕西煤业（13588 万吨）。2022 年开始，公司新建产能将陆续投产，产能 2000 万吨/年的大海则煤矿首采工作面已启动试运转，预计 2022 年将贡献 600 万吨产量增量；2023 年，黑龙江依兰第三煤矿和苇子沟煤矿有望投产，权益产能分别为 240 和 120 万吨/年；2024 年，预计里必煤矿将竣工，增量权益产能 204 万吨/年。公司的内生增长性较强。此外，公司参股中天合创、华晋焦煤、禾草沟煤业，参股煤矿权益产能 1414 万吨。截至 2021 年末，公司在产、在建以及参股煤矿核定总产能合计为 19179 万吨/年，权益总产能 15291 万吨/年。我们预计，2022-2024 年，公司产量增速分别为 9.25%、6.43%、4.97%。

► **煤炭综合售价中枢上移确定性较强。**动力煤方面，公司长协占比高于 80%，由于政策引导动力煤长协价上调，基准价由 535 元/吨上调至 675 元/吨，因此动力煤售价中枢或将上移，且公司动力煤产销量规模较大，业绩有望确定性增厚。炼焦煤方面，受益于政府投资导致的基建需求上涨以及澳煤禁令带来的供给缺口，炼焦煤价格有望进一步上涨。综合来看，公司两个自产煤种的价格有望全面提升，综合售价中枢上移的确定性较强。

► **高油价下煤化工景气度向好，甲醇产能落地将带来规模协同效应。**截至 2021 年末，公司参控股煤化工在产在建项目合计权益产能为 811 万吨/年，包含聚烯烃权益产能 274 万吨/年、甲醇 173 万吨/年、尿素 175 万吨/年、稀硝酸和硝酸铵分别为 36 和 40 万吨/年、以及焦炭 113 万吨/年，具有规模优势。其中，公司合成气制年产 100 万吨甲醇技术改造项目于 2021 年建成投运，主要为蒙大化工生产烯烃提供甲醇原料，在甲醇价格上涨的背景下，新项目有望为聚烯烃的生产带来成本优势。此外，2021 年布伦特原油现货价的平均水平为 70 美元/桶左右，据 EIA 预测，2022 和 2023 年均价将达到 103 和 93 美元/桶，油价不断上涨且有望高位企稳，煤化工景气度持续向好，公司化工品价格或将再次抬升。

► **投资建议：**公司煤炭主业有望实现量价齐升，开启内生增长阶段，成长性较好，业绩释放可期。我们预计 2022-2024 年公司将实现归母净利润 250.42/279.58/310.46 亿元，对应 EPS 分别为 1.89/2.11/2.34 元/股，对应 2022 年 4 月 27 日收盘价的 PE 分别为 5/4/4 倍，维持“推荐”评级。

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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	231,127	264,447	288,512	305,604
增长率（%）	64.0	14.4	9.1	5.9
归属母公司股东净利润（百万元）	13,282	25,042	27,958	31,046
增长率（%）	124.8	88.5	11.6	11.0
每股收益（元）	1.00	1.89	2.11	2.34
PE	9	5	4	4
PB	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

8.60 元



分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师：李航

执业证号：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

相关研究

1. 中煤能源(601898.SH) 22Q1 业绩预告点评：长协提价，产能增加，22Q1 业绩大超预期
2. 中煤能源(601898) 2021 年年报点评：量价齐升，公司未来发展前景广阔
3. 中煤能源公司点评：Q4 业绩环比下滑，未来有望量价齐升
4. 中煤能源(601898)：长协基准上调，公司有望量价齐升

目录

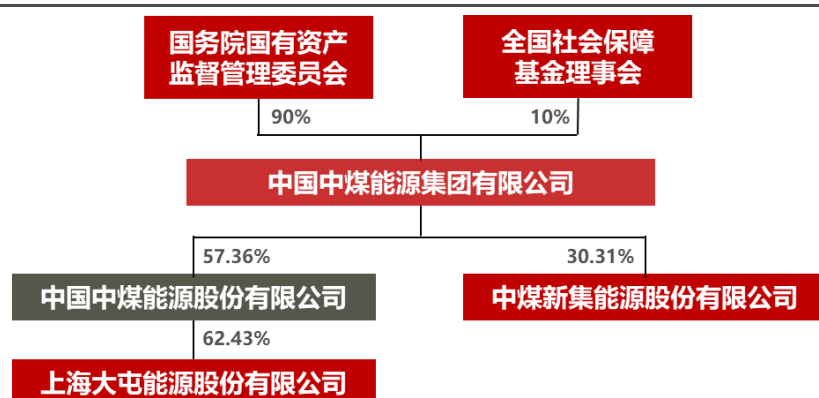
1 中煤能源：煤炭为主业，煤化电和新能源协同发展	3
1.1 背靠大型能源央企，掌握中煤集团近四成资产	3
1.2 煤炭业务贡献主要营收和利润，投资持续培育公司成长性	3
2 煤炭业务：自产煤量价齐升驱动内生增长	5
2.1 资源储量丰富，产量再迎成长期	5
2.2 成本优势显著，业绩有望受益于价格中枢上移	8
3 煤化工业务：油价持续上行，盈利能力或将持续	12
3.1 规模优势突出，主产品实现满产满销	12
3.2 甲醇新产能落地有望推动聚烯烃毛利率回升	15
3.3 尿素有望维持当前价格水平	16
4 盈利预测与投资建议	17
4.1 盈利预测假设与业务拆分	17
4.2 投资建议	21
5 风险提示	22
插图目录	24
表格目录	24

1 中煤能源：煤炭为主业，煤化电和新能源协同发展

1.1 背靠大型能源央企，掌握中煤集团近四成资产

公司背靠中煤集团，发行 A+H 股于两地上市。2006 年，中国中煤能源集团有限公司重组改制，独家发起设立中国中煤能源股份有限公司，并于港交所上市；2008 年，公司公开发行 A 股股票于上交所上市。截至 2021 年末，公司年报显示，控股股东中煤集团持有公司股份 57.36%，实控人国务院国资委间接持有股份 51.62%。

图 1：公司控股股东为大型能源央企中煤集团



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

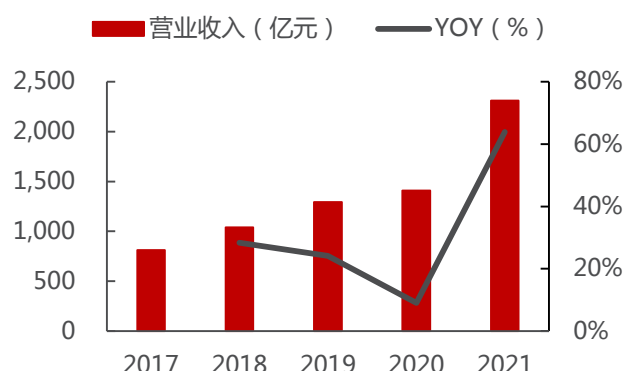
注：截至时间为 2021 年 12 月 31 日

公司是中煤集团核心上市公司，掌握集团资产近 40%。中煤集团官网显示，2021 年末集团资产总额 5023 亿元。煤炭方面，集团可控煤炭资源储量超过 760 亿吨，生产及在建煤矿 70 余座，煤炭总产能达到 3 亿吨级规模；煤化工方面，总产能达到 1800 万吨，产品主要包括煤制烯烃、甲醇、尿素、硝酸、焦炭等；此外，集团控股和参股电厂 50 余座，总装机超过 2850 万千瓦，煤机装备制造技术水平、市场占有率居行业前列。集团旗下拥有中煤能源、上海能源和新集能源 3 家 A 股上市公司，其中，中煤能源 2021 年末资产合计 3217 亿元，归属于控股股东的资产总额占集团资产总额的 36.74%，是中煤集团的核心上市公司。

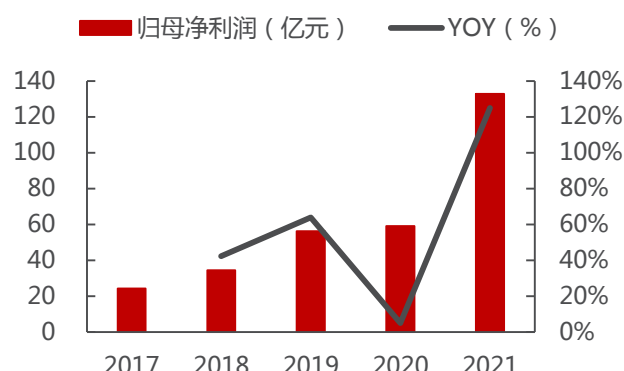
公司以煤炭主业为基石，构建煤化电和新能源四业协同格局。公司的主要业务是煤炭的生产和销售，煤矿开发地集中于国内重要的动力煤生产基地——山西平朔矿区和内蒙鄂尔多斯呼吉尔特矿区，以及炼焦煤资源优质的山西乡宁矿区；围绕煤炭主业，公司不断推进煤电和煤化工业务，打造煤-电-化循环的经济新业态，生产聚烯烃、甲醇、尿素等煤制化工品，新疆准东五彩湾 2×660MW 北二电厂项目和上海能源 2×350MW 热电项目等重点电力项目稳定运转；此外，公司控股的上市公司上海能源开展的新能源示范基地一期工程 263MW 光伏项目先期 30MW 成功并网发电，新能源业务得以稳步发展。

1.2 煤炭业务贡献主要营收和利润，投资持续培育公司成长性

2021 年公司营收和利润实现高增长。2021 年，受益于煤炭行业景气度上升，公司煤炭销售规模和价格均实现大幅增长，驱动公司的经营业绩创下新高。2021 年，公司实现营业收入 2311.27 亿元，同比增长 63.96%；归母净利润实现 132.82 亿元，同比增长 124.97%，净利率提升 1.56pct 至 5.75%。

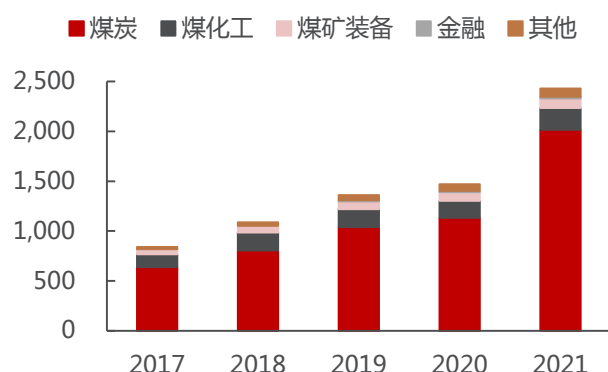
图 2：2017-2021 年营业收入及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

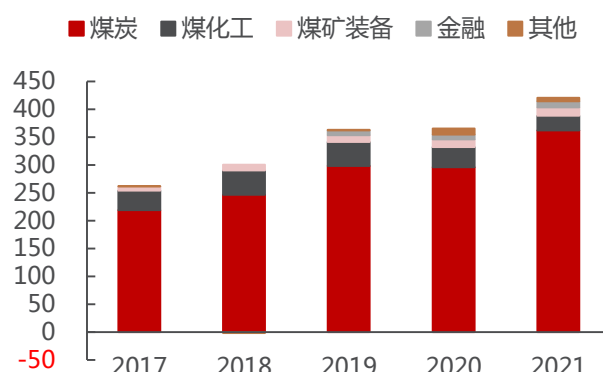
图 3：2017-2021 年净利润及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

煤炭业务是主要的收入和盈利来源。公司煤炭业务收入占公司主营业务收入的比重维持在 80%左右。2021 年，公司煤炭业务扣除分部间交易前的收入为 2016.57 亿元，相比去年同期增长 77.85%，是收入增长的主要驱动力，抵消分部交易后的煤炭业务收入为 1924.09 亿元。从毛利结构来看，煤炭业务贡献主要业绩弹性，2021 年，煤炭业务毛利占公司毛利的比重为 86.17%，煤化工毛利占比 6.25%。

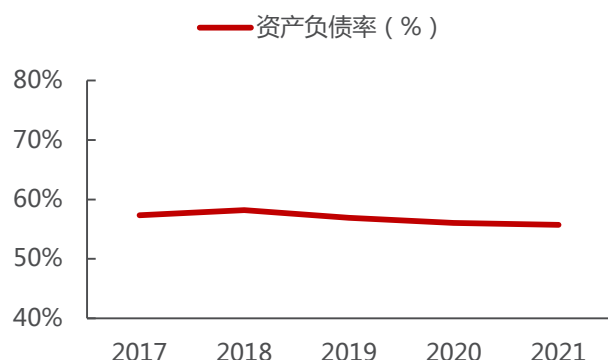
图 4：2017-2021 年分业务收入（亿元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

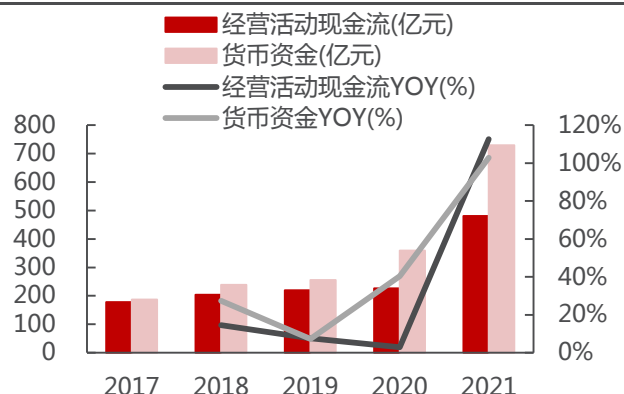
图 5：2017-2021 年分业务毛利（亿元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

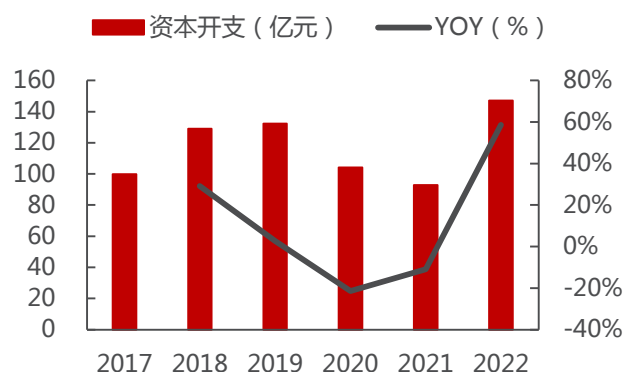
公司资产负债率维持在 55%左右，经营状况良好、现金流充裕支持公司不断进行资本开支。公司的资本结构合理稳定，资产负债率基本维持在 55%左右的水平。同时，公司的经营活动现金流净额和货币资金于 2017-2020 年稳定增长，2021 年因收入大幅提升两项指标均实现翻倍，现金流充裕为公司每年不低于 90 亿元的资本开支提供了保障。2022 年，公司计划投入资本支出 147.08 亿元，相比 2021 年实际完成的资本开支增长 58.59%，其中，近 70%的投入流向煤炭板块、10%投入电力板块。公司储备项目充足，投资确定新增长点的积极性较高。

图 6：资产负债率保持平稳


资料来源：公司公告，民生证券研究院

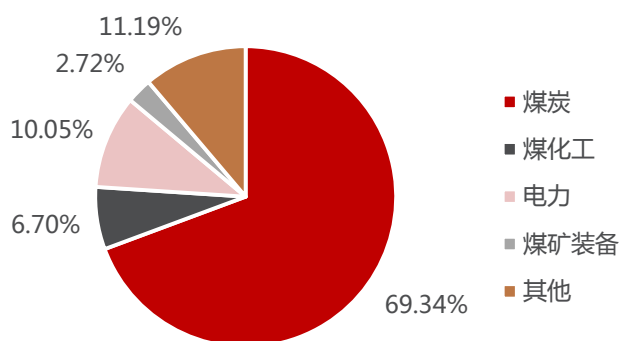
图 7：公司现金流充裕


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 8：公司近 5 年资本开支均在 90 亿元以上


资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2022 年资本支出为计划额

图 9：2022 年资本支出主要流向煤炭板块


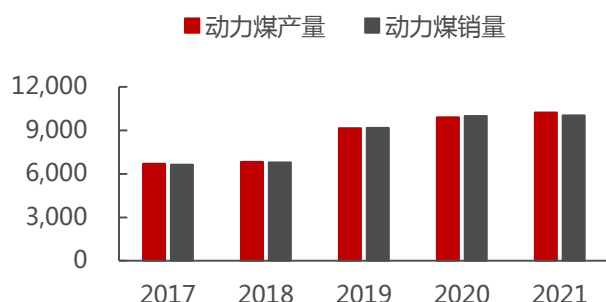
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2022 年资本支出为计划额

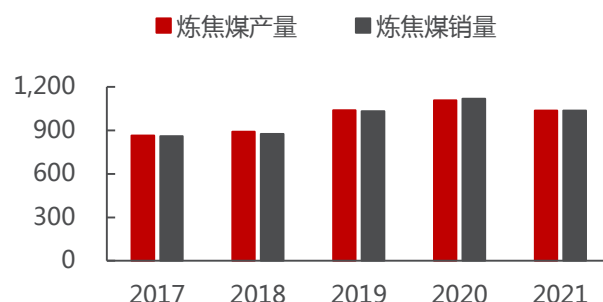
2 煤炭业务：自产煤量价齐升驱动内生增长

2.1 资源储量丰富，产量再迎成长期

自产煤产销量平稳增长，已突破亿吨级。公司的自产煤品种包含动力煤和炼焦煤。由于 2019 年以来，小回沟煤矿、母杜柴登煤矿、纳林河二号煤矿陆续竣工投产，公司动力煤和炼焦煤的产量得以稳步提升。2021 年，公司动力煤产销量分别达到 1.02 亿吨和 1.00 亿吨，炼焦煤产销量均为 1036 万吨。据年报显示，2021 年煤炭产量超亿吨的企业有 6 家，公司煤炭总产量 1.13 亿吨，在市场中排名第三。

图 10：动力煤产销量破亿吨（万吨）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 11：炼焦煤产销平衡（万吨）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司开发矿区主要分布于晋陕蒙，煤炭资源储量丰富。公司的生产和在建矿井分布于山西、内蒙古、黑龙江、江苏、陕西、新疆多个地区，截至 2021 年末，公司矿井资源中证实的证实储量为 142.55 亿吨，资源储量丰富，可开采时间长达数十年。分煤种来看，动力煤储量最高，证实储量比重占 90.16%。

表 1：截至 2021 年末公司的煤炭储量情况

主要矿区	资源量（亿吨）	证实储量（亿吨）	证实储量占比
山西	113.98	45.07	31.62%
内蒙古	87.83	54.86	38.48%
黑龙江	3.09	1.36	0.95%
江苏	7.10	2.53	1.77%
陕西	51.64	35.20	24.69%
新疆	6.55	3.53	2.48%
合计	270.19	142.55	100.00%
煤炭品种	资源量（亿吨）	证实储量（亿吨）	证实储量占比
动力煤	240.13	128.53	90.16%
炼焦煤	20.93	10.24	7.18%
无烟煤	9.13	3.78	2.65%
合计	270.19	142.55	100.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：资源储量含有关联企业的煤炭资源相关储量

在产权益产能合计 1.13 亿吨/年，其中包含 4 处保供煤矿核增年产能 1210 万吨。2021 年第四季度，公司所属 4 处煤矿被纳入国家增产保供煤矿名单，可增加核定产能 1210 万吨/年，增加权益产能 1096 万吨/年。截至 2021 年末，在产煤矿中包含保供核增产能在内的核定产能为 1.31 亿吨/年，权益产能为 1.13 亿吨/年，其中包含 5 对年产千万吨级煤矿，分别是安太堡露天矿、安家岭露天矿、东露天煤矿、安家岭井工矿（一号井）和安太堡井工矿（三号井），均位于山西朔州矿区且都是公司全资持有。此外，大海则煤矿年产能也超千万吨，于 2021 年建成投入试运行。在产煤矿中，仅北岭煤矿（90 万吨/年）当前的安全风险较高，2021 年计提减值损失 7.80 亿元后的账面净值为 1.92 亿元，公司规划开采完现有工作面后将实施关闭。**我们预计，2022 年东露天煤矿、王家岭煤矿和新疆 106 煤矿将带来新增产量 530 万吨，剔除北岭煤矿退出产量，预计 2022 年在产煤矿贡献新增产量 440 万吨左右。**

2880 万吨/年的在建产能贡献业务成长性，2022 年大海则煤矿将释放 600 万吨产量。公司在建煤矿有 4 对，核定产能 2880 万吨/年，权益产能为 2564 万吨/年。其中，大海则煤矿首采工作面已启动试运转，保供核增后年产能为 2000 万吨，预计 2022 年将释放 600 万吨产量；黑龙江依兰第三煤矿已取得核准、采矿许可证等批复手续，工程进度 71.27%，预计 2023 年可

以正式投产；苇子沟煤矿设计产能 300 万吨/年，一期工程规模为 240 万吨/年，主产不粘煤，2021 年末工程进度 53.84%，预计 2023 年竣工；里必矿井及选煤厂项目已取得采矿许可证，煤种主要为无烟煤，预计 2024 年竣工。据此，我们预计 2022-2024 年，公司在建煤矿将逐步贡献产量 600 万吨、1392 万吨、2044 万吨。

表 2：截至 2021 年末公司控股子公司的煤矿产能情况

所属子公司	主要煤矿	位置	煤矿持股比例	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	状态
在产煤矿						
平朔集团	安太堡露天矿	山西朔州	100%	2000	2000	在产
	安家岭露天矿	山西朔州	100%	2000	2000	在产
	东露天煤矿	山西朔州	100%	2500	2500	在产，包含保供核增产能 500 万吨/年
	安家岭井工矿(一号井)	山西朔州	100%	1000	1000	在产
	安太堡井工矿(三号井)	山西朔州	100%	1000	1000	在产
	东坡煤矿	山西朔州	100%	270	270	在产
	北岭煤矿	山西朔州	100%	90	90	在产，将在现有工作面开采完毕后实施关闭
	小回沟煤矿	山西太原	100%	300	300	在产
中新唐山沟	唐山沟	山西大同	80%	150	120	在产
中煤华晋	王家岭矿	山西临汾	51%	750	383	在产，包含保供核增产能 150 万吨/年
	华宁煤矿	山西临汾	26.01%	300	78	在产
	韩咀煤矿	山西临汾	51%	120	61	在产
上海能源	姚桥煤矿	江苏徐州	62.43%	425	265	在产
	徐庄煤矿	江苏徐州	62.43%	160	100	在产
	孔庄煤矿	江苏徐州	62.43%	144	90	在产
	新疆 106 煤矿	新疆呼图壁县	31.84%	180	57	在产，包含保供核增产能 60 万吨/年
蒙大矿业	纳林河二号	内蒙古鄂尔多斯	66%	800	528	在产
伊化矿业	母杜柴登	内蒙古鄂尔多斯	51%	600	306	在产
西北能源	南梁煤矿	陕西榆林	55%	300	165	在产
在产煤矿合计			-	13089	11313	-
在建煤矿						
陕西榆林	大海则煤矿	陕西榆林	100%	2000	2000	已取得采矿许可证，首采工作面启动试运转，工程进度 92.43%，产能包含保供核增 500 万吨/年
黑龙江煤化工	依兰第三煤矿	黑龙江哈尔滨	100%	240	240	在建，已取得核准、采矿许可证等批复手续，工程进度 71.27%
上海能源	苇子沟煤矿	新疆呼图壁县	49.94%	240	120	在建，工程进度 53.84%
中煤华晋	里必煤矿	山西晋城	51%	400	204	在建，已取得采矿许可证，工程进度 40.25%
在建煤矿合计			-	2880	2564	-
合计			-	15969	13877	-

资料来源：公司公告，公司官网，山西省、内蒙古、新疆能源局，民生证券研究院

参股子公司煤矿的权益产能为 1414 万吨/年。公司参股子公司中天合创、华晋焦煤和禾草沟煤业均持有煤矿采矿权，参股的煤矿核定年产能合计为 3210 万吨，权益产能合计为 1414 万吨/年。

截至 2021 年末，公司参控股煤矿中在产煤矿有 26 对、在建煤矿有 4 对，参控股在产在建煤矿的权益产能合计为 1.53 亿吨。

表 3：截至 2021 年末公司参股子公司的煤矿产能情况

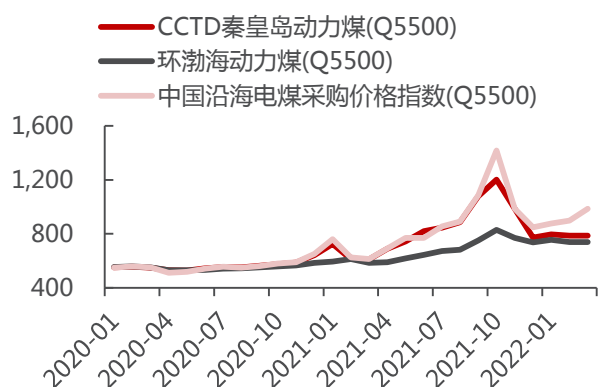
所属子公司	主要煤矿	位置	煤矿持股比例	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	状态
中天合创	葫芦素煤矿	内蒙古鄂尔多斯	38.75%	800	310	在产
	门克庆煤矿	内蒙古鄂尔多斯	38.75%	800	310	在产
华晋焦煤	沙曲一号煤矿	山西吕梁	49%	450	221	在产
	沙曲二号煤矿	山西吕梁	49%	270	132	在产
	吉宁煤矿	山西临汾	24.99%	300	147	在产
	明珠煤矿	山西临汾	24.99%	90	44	在产
禾草沟煤业	禾草沟煤矿	陕西延安	50%	500	250	在产
合计			-	3210	1414	-

资料来源：山西焦煤公司公告，山西省能源局，内蒙古能源局，民生证券研究院

2.2 成本优势显著，业绩有望受益于价格中枢上移

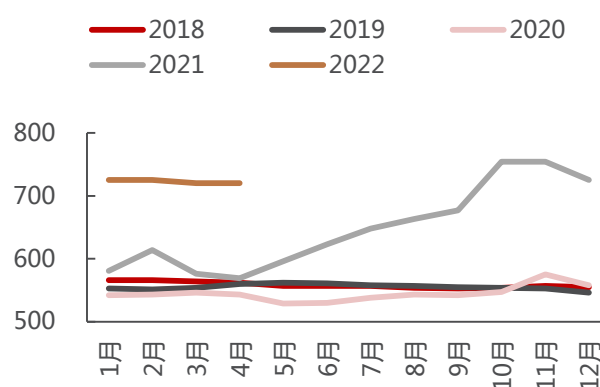
政策引导动力煤基准价上调有望延续长协价高位。公司长协煤占比不低于 80%，2021 年年报显示，公司长协煤定价方式为“基准价+浮动价”，结合 BSPI 环渤海动力煤 5500 大卡综合价格、CCTD 秦皇岛动力煤 5500 大卡综合交易价格和中国沿海电煤采购价格指数 CECI 综合价确定。2021 年，三指数同步上涨，于 10 月达到顶峰，其中，CECI 最高突破 1400 元/吨。尽管后续价格有所回落，但 2022 年行业新建产能不足、供需仍偏紧，且发改委将动力煤中长期合同基准价定为 675 元/吨，相比此前的 535 元/吨提升了 26.17%。从 5500 大卡的秦皇岛动力煤年度长协价水平来看，2022 年 1-3 月，长协价分别为 725、725、720 元，和 2021 年 12 月的价格相近。因此，我们预计 2022 年长协价高位有望延续。

图 12：长协相关指数上涨（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：2022 年长协价仍处高位（元/吨）

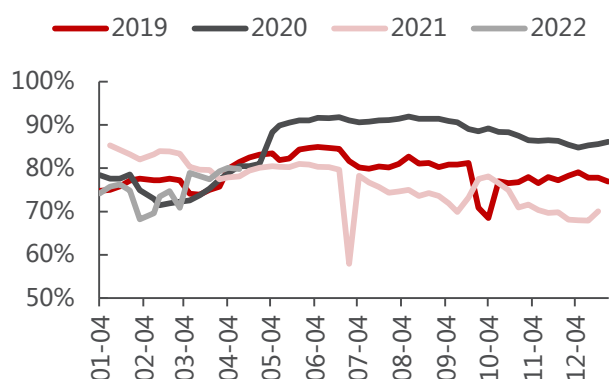


资料来源：wind，民生证券研究院

基建和房地产政策落地有望推动焦煤新一轮价格上涨。2 月以来，焦煤下游需求持续恢复，开工率和铁水日产量均实现提升，目前受部分地区疫情封控和物流停运影响，下游开工保持平稳，

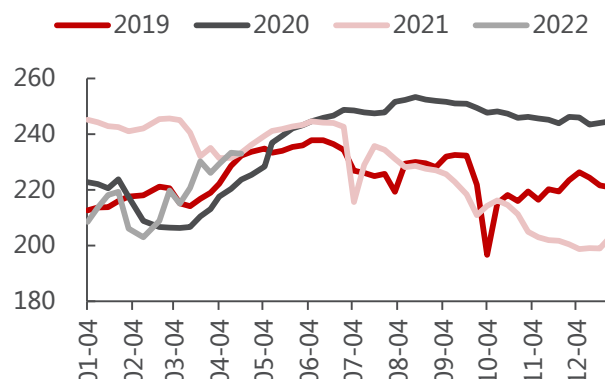
4 月份高炉开工率维稳在 80%左右。从炼焦煤库存来看，钢厂和港口库存同步下行，其中，港口库存突破近三年低点，截至 4 月 22 日，六港口合计库存量为 167 万吨，供给偏弱，刺激炼焦煤价格持续上涨。据国家统计局数据显示，2022 年第一季度 GDP 不变价当季同比为 4.80%，相比 2022 年 GDP 增速 5.5% 的目标有一定差距，且 4 月份疫情影响强于第一季度，后续基建和房地产政策有望加速落地，推动下游对焦煤的需求，同时考虑到国内现阶段无充足的焦煤产能弥补澳洲煤炭缺口，疫后焦煤价格有望开启新一轮上涨。

图 14：4 月高炉开工率维稳在 80%左右（%）



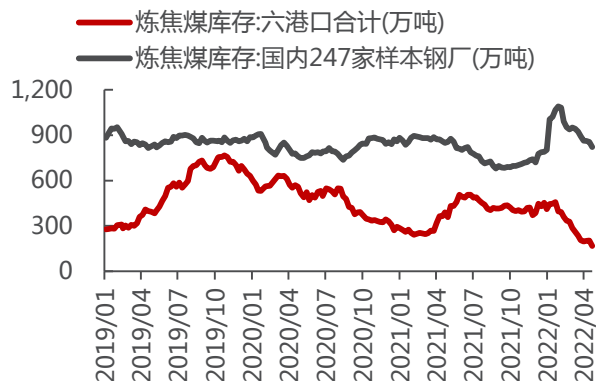
资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：2 月以来铁水日产量逐渐提升（万吨/天）



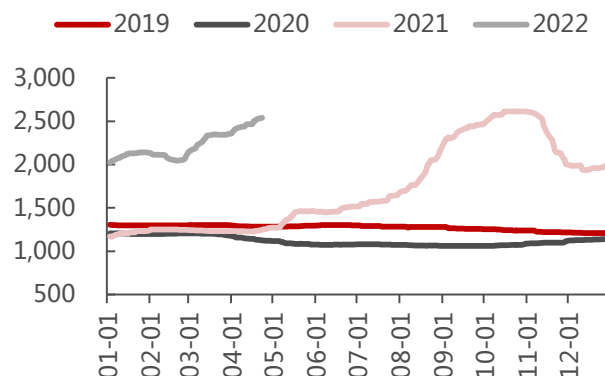
资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：2022 年以来炼焦煤库存不断下滑



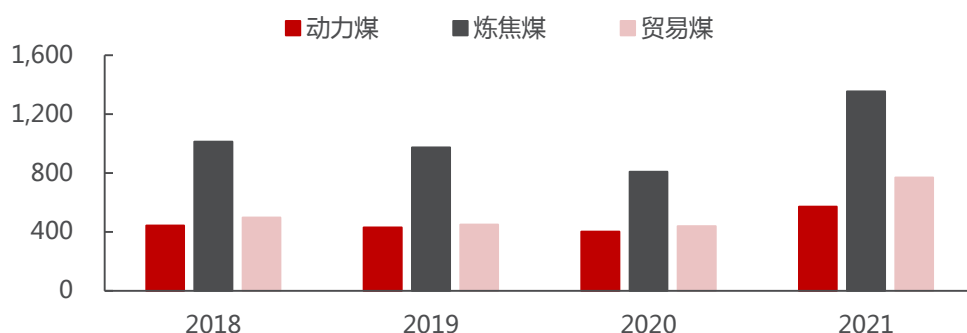
资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：2022 年炼焦煤价格持续上涨（元/吨）



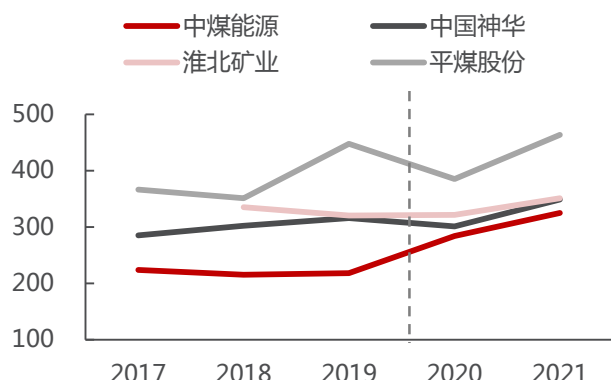
资料来源：wind，民生证券研究院

公司煤炭销售价格全面提高，2022 年有望维持高景气。2021 年，公司动力煤、炼焦煤、贸易煤的销售价格分别为 572、1355、769 元，同比增长 42.29%、67.70%、76.20%，各煤种价格全面上涨。2022Q1，公司相关公告表示，1-4 月的中长期合同 5500 大卡的下水煤月度价格分别为 725、725、720、720 元/吨，价格高位运行，煤炭业务利润和参股企业投资收益增加，从而 2022 年一季度公司归母净利润 64.5-71.3 亿元，同比增长 83.8%-103.2%。

图 18：公司各煤种销售均价均上涨（元/吨）


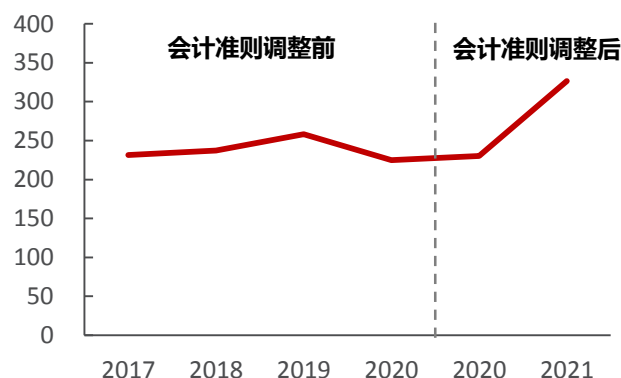
资料来源：公司公告，民生证券研究院

自产煤成本控制能力良好。2020-2021 年部分煤炭上市企业陆续将运输费等合同履约成本从“销售费用”调转至“营业成本”，在可比口径下，公司自产动力煤的单位销售成本仍处于相对较低的水平，2021 年为 325 元/吨。此外，公司的炼焦煤单位成本于 2021 年显著提升 41.82% 至 326 元/吨，然而，炼焦煤毛利率仍有所上涨，2021 年为 75.92%，上涨了 4.39pct。公司自产煤的成本控制能力较好。

图 19：公司动力煤单位销售成本较低（元/吨）


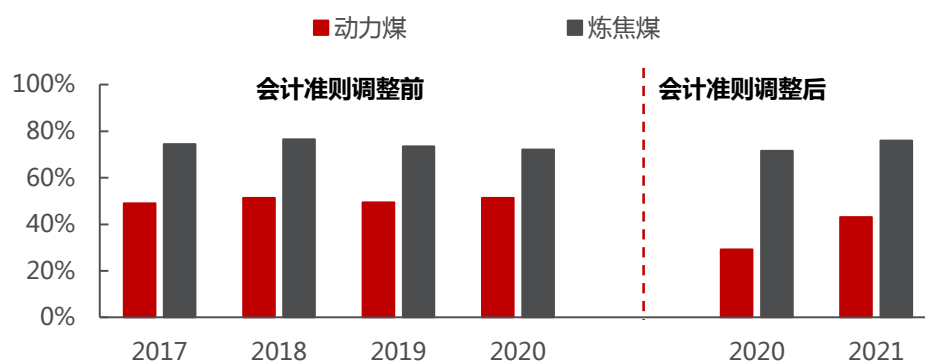
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：中国神华 2017-2021 年的单位销售成本中均包含运输费等合同履约成本；中煤能源、淮北矿业和平煤股份 2020-2021 年的单位销售成本中包含了合同履约成本

图 20：炼焦煤单位成本显著提升（元/吨）


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

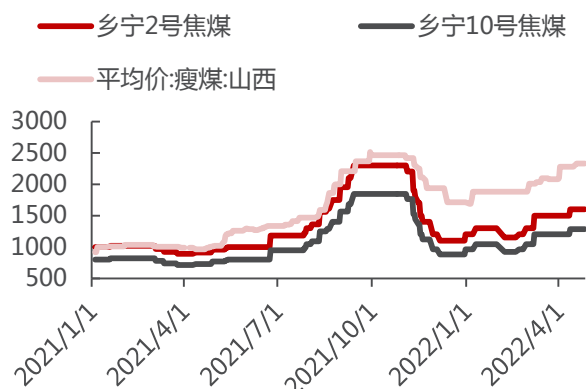
注：2021 年起公司将运输费、港杂费等合同履约成本从“销售费用”转移到“营业成本”，2020 年口径同步调整

图 21：公司自产煤的毛利率水平（%）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

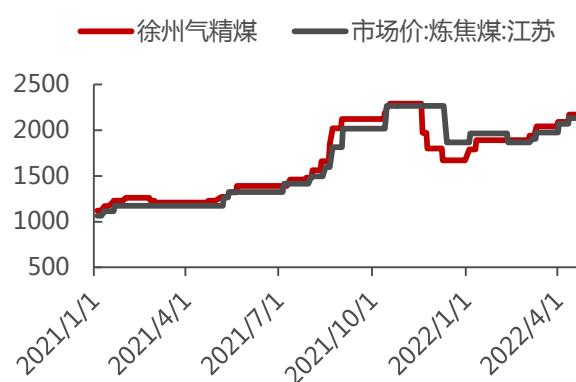
公司炼焦煤品质优良，随市价上涨空间大。公司焦煤煤矿主要包含王家岭煤矿和上海能源旗下的姚桥煤矿、徐庄煤矿和孔庄煤矿。王家岭煤矿所在的山西乡宁矿区是国内低硫、特低磷优质炼焦煤基地，主要开采 2 号煤、10 号煤；上海能源的三个焦煤煤矿所在的江苏大屯矿区主要煤炭品种为 1/3 焦煤、气煤和肥煤，其中，冶炼用六级、九级精煤分别获得国家优质产品银质奖和部优产品称号。价格上，公司主要炼焦煤煤种以现价出售，和当地市场均价同步性较高，考虑到公司炼焦煤的成本优势，预期焦煤市价上涨将为公司带来更高的业绩弹性。

图 22：王家岭煤矿的焦煤价格（元/吨）



资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院

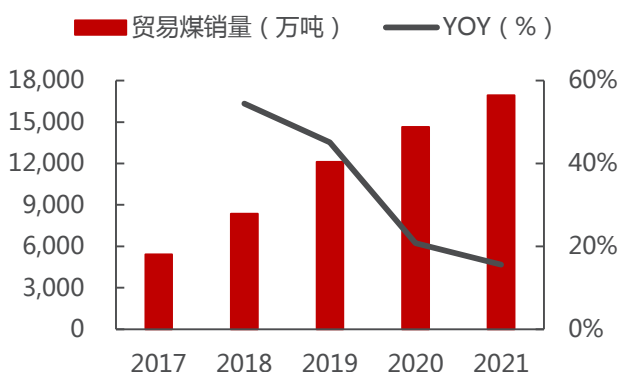
图 23：上海能源焦煤主产地的焦煤价格（元/吨）



资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院

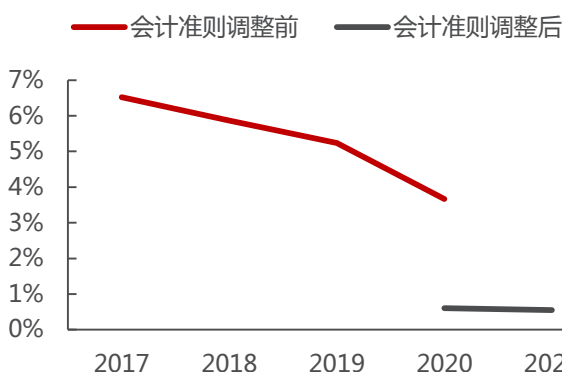
公司贸易煤 2021 年毛利率微正未形成拖累，政府管控背景下 2022 年销量或将下调。公司近几年不断推进贸易煤业务，2021 年销量达到 1.69 亿吨，2017-2021 年的 CAGR 为 32.97%，推动着公司收入快速提升。此外，贸易煤业务的快速发展使得公司获取了更高的市场份额，拥有更广泛稳定的客户资源。截至 2021 年末，公司的煤炭销量在上市煤企中位居前列，且受益于贸易煤的规模扩张，市场份额有所提升。从贸易煤业务的毛利率来看，2021 年其扣除外购贸易煤成本和运输等费用后的毛利率为 0.55%，毛利率微正，主要是 2021 年 11 月之前业务仍保持盈利状态。自 2021 年 11 月国家对煤炭进行价格调控之后，公司贸易煤销量显著下滑，2021 年 10-12 月，公司非自产煤销量分别为 1667、1189、1155 万吨，同比增速分别为 2.52%、-22.69%、-27.13%；据 2022Q1 经营数据，公司非自产煤销量同比下降 19.25%。因此，2022 年全年公司贸易煤销量或将下调，煤炭综合毛利率有望提升。

图 24：贸易煤销量快速增长

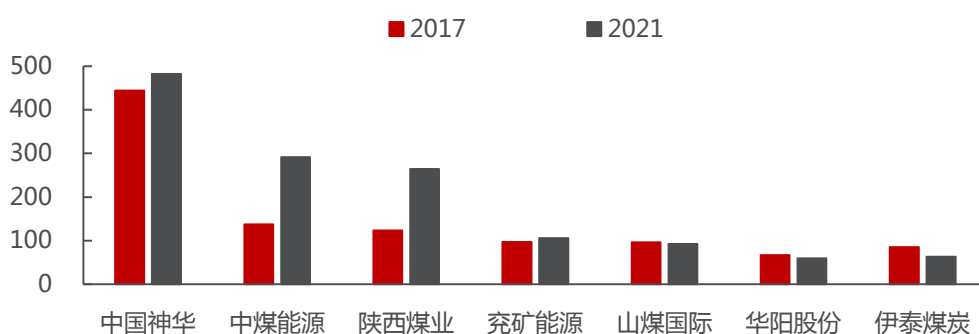


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 25：贸易煤毛利率微正（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 26：2021 年公司煤炭销量在上市煤企中位居前列（百万吨）


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：山煤国际暂未披露 2021 年年报或煤炭销量数据，因此采用了 2020 年的煤炭销量

3 煤化工业务：油价持续上行，盈利能力或将持续

3.1 规模优势突出，主产品实现满产满销

参控股煤化工在产在建项目合计权益产能 811 万吨/年。截至 2021 年末，公司参控股煤化工在产在建项目所生产的最终产品中，包含聚烯烃权益产能 274 万吨/年、甲醇 173 万吨/年、尿素 175 万吨/年、稀硝酸和硝铵分别为 36 和 40 万吨/年、以及焦炭 113 万吨/年。

控股煤化工项目在产权益产能 516 万吨，规模优势显著。公司位于鄂尔多斯的合成气制年产 100 万吨甲醇技术改造项目于 2021 年建成投运，2021 年已贡献部分甲醇产量。截至 2021 年末，在公司并表项目的最终产品产能中，聚乙烯权益产能为 60 万吨/年、聚丙烯 60 万吨/年、甲醇 145 万吨/年、尿素 175 万吨/年、稀硝酸和硝铵分别为 36 和 40 万吨/年，其中，鄂尔多斯图克大颗粒尿素项目单厂规模全国最大、且是亚洲最大的单体尿素生产工厂之一。公司煤化工业务规模经济优势显著。此外，榆林煤炭深加工项目于 2022 年 4 月获得生态环境部批复，目前处于在建状态，项目投产后将生产的最终产品为高密度聚乙烯和聚丙烯，核定产能为 35 和 55 万吨/年。

此外，公司参股中煤旭阳、中天合创和延长榆能，涉及煤化工最终产出品权益产能包括焦炭 113 万吨/年、烯烃 64 万吨/年、甲醇 28 万吨/年，项目均处于在产状态。

表 4：截至 2021 年末公司控股子公司的煤化工项目情况

所属子公司	持有权益	项目名称	主要产品	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	状态
在产项目						
中煤陕西榆林能源化工有限公司	100%	榆林煤制烯烃一期项目	甲醇(中间产品)/聚乙烯/聚丙烯	180/30/30	180/30/30	在产
中煤鄂尔多斯能源化工有限公司	100%	图克化肥项目	大颗粒尿素	175	175	在产
		合成气制年产 100 万吨甲醇技术改造项目	主产 MTO 级甲醇；副产 LNG、混合芳烃、硫磺等	100	100	2021 年建成投运
内蒙古中煤远兴能源化工有限公司	75%	蒙大甲醇项目	煤制甲醇	60	45	在产
内蒙古中煤蒙大新能源化工有限公司	100%	蒙大工程塑料项目	聚乙烯/聚丙烯	30/30	30/30	在产
中煤平朔集团有限公司	100%	劣质煤综合利用示范项目	稀硝酸/硝铵	36/40	36/40	在产
在建项目						
中煤陕西榆林能源化工有限公司	100%	榆林煤炭深加工项目	主产甲醇(中间产品)、高密度聚乙烯和聚丙烯，副产混合 C4 和硫磺等	200/35/55	200/35/55	2022 年 4 月获生态环境部批复
在产最终产品产能合计				531	516	-
最终产品产能合计				621	606	-

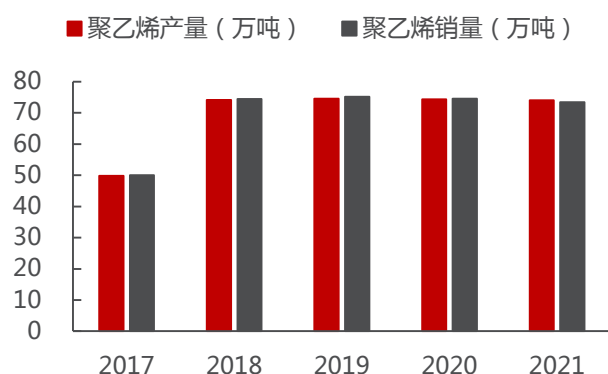
资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

表 5：截至 2021 年末公司参股子公司的煤化工项目情况

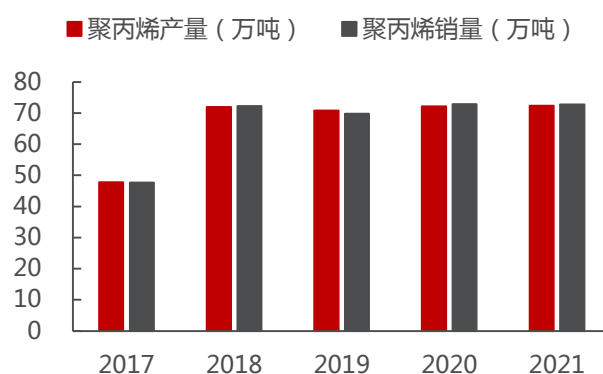
所属子公司	持有权益	项目名称	主要产品	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	状态
河北中煤旭阳焦化有限公司	45%	焦化项目	焦炭	252	113	在产
中天合创能源有限责任公司	38.75%	中天合创鄂尔多斯煤炭深加工示范项目	甲醇(中间产品)/烯烃	360/137	140/53	在产
陕西延长中煤榆林能源化工有限公司	15.83%	靖边能化园区煤油气资源综合利用一期启动项目	甲醇/聚乙烯/聚丙烯	180/30/40	28/5/6	在产
最终产品产能合计				639	205	-

资料来源：各公司公告，公司官网，民生证券研究院

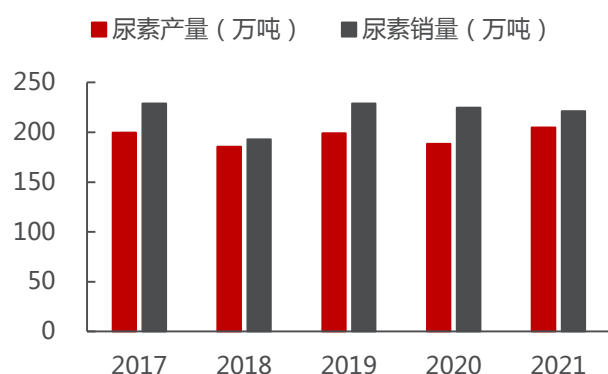
满产满销，差异化产品提高产业竞争力。2017 年蒙大工程塑料项目试生产；自 2018 年以来，公司聚乙烯、聚丙烯和尿素的产销量均保持平稳，且实现满产满销。由于公司不断加强对煤化工企业的生产管控，优化装置运行参数，因此化工项目装置稳定、可实现长周期满负荷稳定运行，从而实际有效生产时间超过设计有效生产时间、实际产量高于设计产能，2021 年，公司聚乙烯、聚丙烯和尿素产量分别为 74、72、205 万吨，产能利用率均超过 100%。甲醇产品于 2021 年前也处于满产状态，2021 年由于合成气制甲醇技术改造项目落地投产，产能未完全实现，从而 2021 年甲醇产量 126 万吨，产能利用率 78.69%，2022 年项目将完全达产，甲醇将至少实现 160 万吨的产销量。此外，公司还设立了 3 个专业煤化工研究所，围绕现有工艺方案开发差异化产品和延伸产品链。2021 年，公司生产含聚谷氨酸大颗粒尿素差异化产品 9.3 万吨、生产聚烯烃差异化牌号产品 13.7 万吨，产业竞争力进一步提升。

图 27：聚乙烯产销量自 2018 年起保持稳定


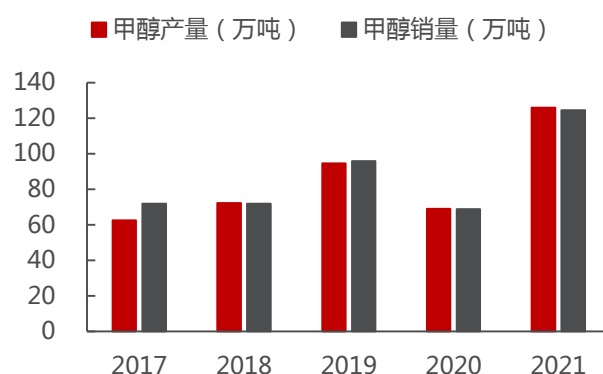
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 28：聚丙烯产销量自 2018 年起保持稳定


资料来源：公司公告，民生证券研究院

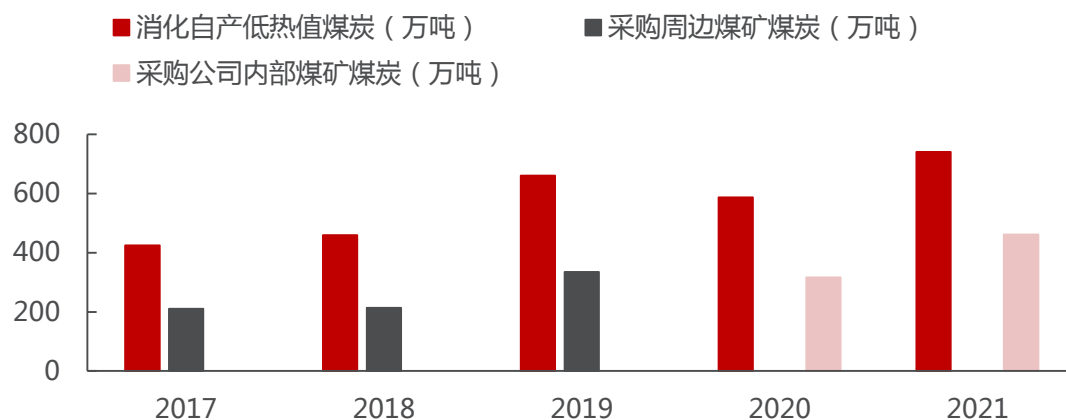
图 29：尿素产销量平稳


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 30：甲醇产销量于 2021 年上升


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司加大煤化工企业自产煤的转化力度，低价采购可形成成本优势。此外，公司煤化工项目不断推进煤炭清洁利用和转化，蒙陕地区加大自产煤炭就地转化力度，2021 年，公司消化自产低热值或高硫煤炭 741 万吨，采购公司内部煤矿煤炭 462 万吨。考虑到公司煤炭销售以长协煤为主，长协价格低于采购市价，形成一定成本优势。

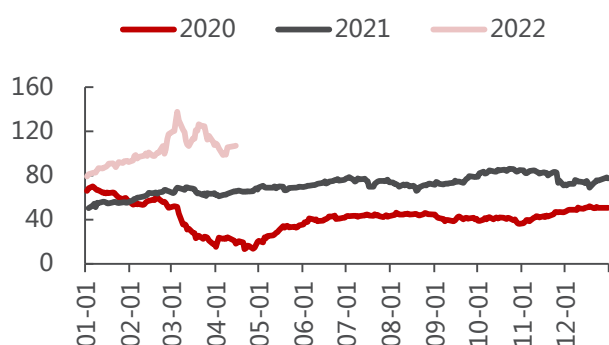
图 31：煤化工项目使用公司内部煤的数量逐年提升


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 甲醇新产能落地有望推动聚烯烃毛利率回升

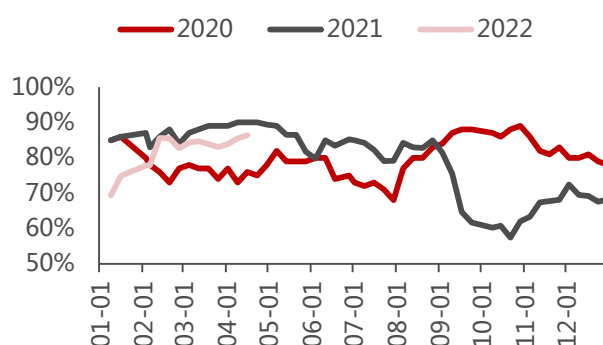
油价上涨+原料用能不受限，煤化工景气度有望维持高位。随着海外经济复苏和俄乌冲突激化，全球石油供应紧张，国际油价持续升高，2022年3月布伦特原油价格一度突破120美元/桶，截至目前，价格仍高于100美元/桶。据EIA预测，2022和2023年布伦特原油现货平均价分别为103和93美元/桶，油价高位持续将加速煤头化工对油头化工的替代。从烯烃开工率来看，2022年初油价快速上涨，烯烃开工率不降反增，3-4月保持在85%左右的开工率水平上，考虑到限电放松和原料用能将不纳入全国及地方能耗双控考核，预计煤制烯烃或成为刺激烯烃开工率回升的重要因素，行业景气度有望延续。

图 32：2022 年布伦特原油价格持续上升（美元/桶）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 33：烯烃开工率 2022 年仍在上升（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

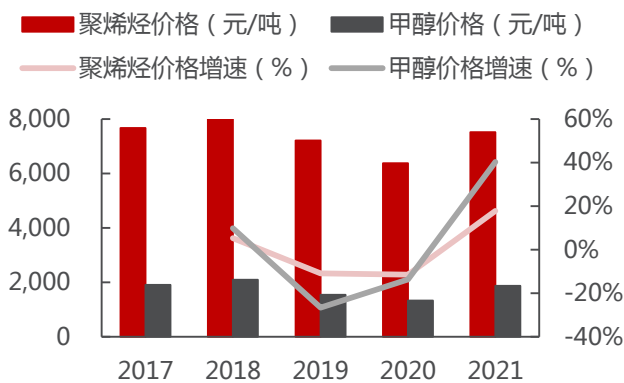
公司聚烯烃价格同步上涨，毛利率受累于原料成本上升而出现下滑。油价上涨带动聚烯烃价格持续走高，2021年公司聚烯烃平均销售单价上涨17.79%至7521元/吨，其中，聚乙烯销售均价为7455元/吨、聚丙烯销售均价为7587元/吨。公司聚烯烃的原料为煤和甲醇，工艺路线是由煤炭作为原料经气化转换为粗煤气，净化后生产合成氨或甲醇，合成氨与二氧化碳生产尿素；甲醇经MTO反应生成乙烯、丙烯单体，聚合为聚乙烯和聚丙烯。2021年公司以可比口径计算的聚烯烃毛利率出现一定程度的下滑，主要是原料煤、燃料煤和中间产品甲醇的采购价格均大幅上涨。

图 34：2021 年以来聚烯烃价格震荡上行

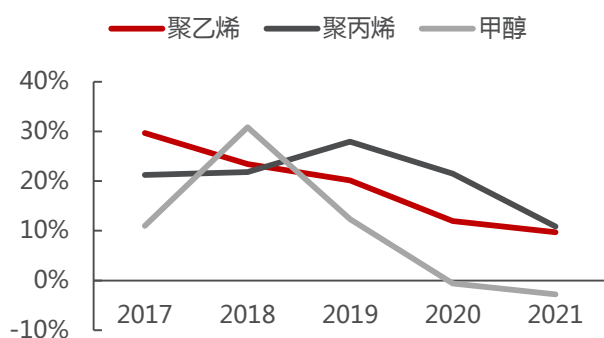


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图 35：2021 年煤化工产品价格大幅上涨

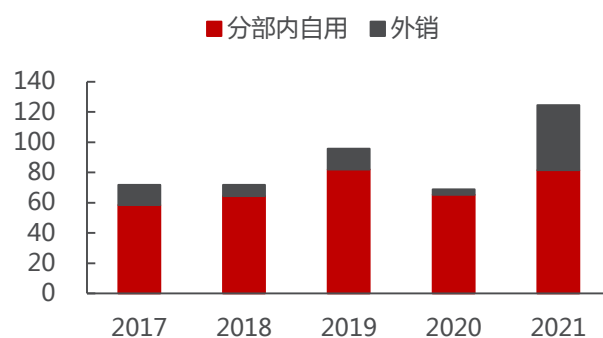


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 36：化工产品 2021 年毛利率有所下滑（%）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：公司 2020 年煤化工产品毛利率大幅下滑是因为会计准则调整，将运费、港杂费等履约成本从“销售费用”转入至“营业成本”

图 37：甲醇以内部自用为主（万吨）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

鄂尔多斯甲醇项目投产可为蒙大新能源提供原料，预计 2022 年聚烯烃毛利率将有所回升。

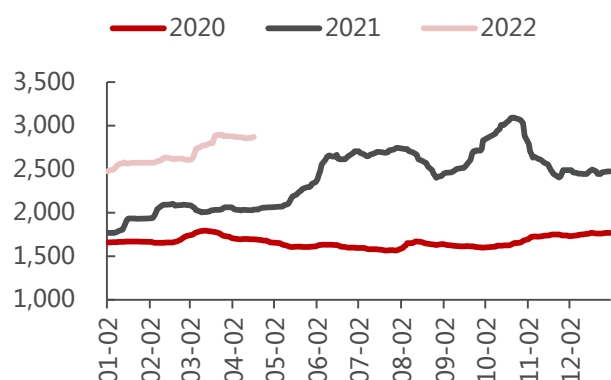
公司甲醇产品以内部自用为主，主要由内蒙古中煤远兴能源化工有限公司、中煤陕西榆林能源化工有限公司、中煤鄂尔多斯能源化工有限公司供给，其中，中煤远兴、鄂能化和蒙大化工均地处内蒙古鄂尔多斯，中煤陕西子公司地处陕西榆林，原料提供将承担一定的运输费用。据公司债券募集说明书显示，合成气制年产 100 万吨甲醇技术改造项目建成后主要为蒙大化工公司供应甲醇原料，区域和产业协同效应提升，聚烯烃成本端将更具优势，毛利率有望回升。

3.3 尿素有望维持当前价格水平

2021 年尿素价格震荡上行。尿素 70%以上的下游需求来源于农用化肥，而化肥需求具有显著的季节性特征，用肥主要集中在 4-7 月，且 2021 年 4 月国内尿素装置故障短停较多，日均产量下滑，部分地区尿素市场货紧价扬。2021 年第三季度以来，一方面国内能耗双控趋严导致产量再度下调，另一方面国际天然气价格大涨导致欧洲尿素减产，市场迅速反弹，叠加原料煤和燃料煤价格大幅上升，尿素价格于 10 月末达到顶点突破 3000 元/吨。为保障市场稳定，发改委对煤价实行干预，同时海关总署将尿素化肥品种纳入《必须实施检验的出口商品目录》，限制化肥出口，此后，尿素价格迅速回落，但上行趋势不改。截至 2022 年 4 月中旬，尿素依然以不低于 2500 元/吨的价格处于较高位。

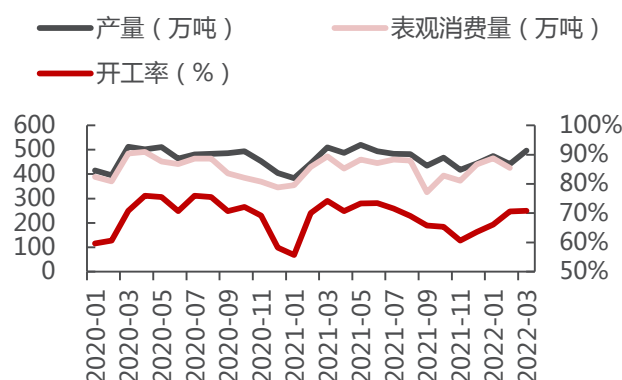
我们预计 2022 年尿素均价或将保持现行水平，约 2600 元/吨。由于尿素即将面临需求的季节性上涨，第二季度价格有望维持高位。从行业整体来看，尿素需求保持稳定，产量和需求基本匹配，且尿素装置开工率不超过 80%，供给仍有弹性，产能相对充足。考虑到我国粮食基本实现自给自足，且尿素、化肥出口受限，2022 年下半年尿素供需基本面或偏宽松，三四季度价格难以再度上涨，由于 2022Q1 尿素市场均价为 2657 元/吨，我们预计 2022 全年均价维持现行水平，约 2600 元/吨左右。

图 38：2022 年尿素价格高于 2500 元/吨



资料来源：wind，民生证券研究院

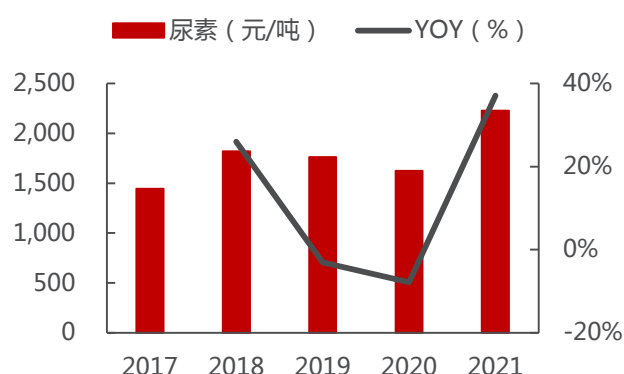
图 39：尿素开工率不到 80%



资料来源：wind，民生证券研究院

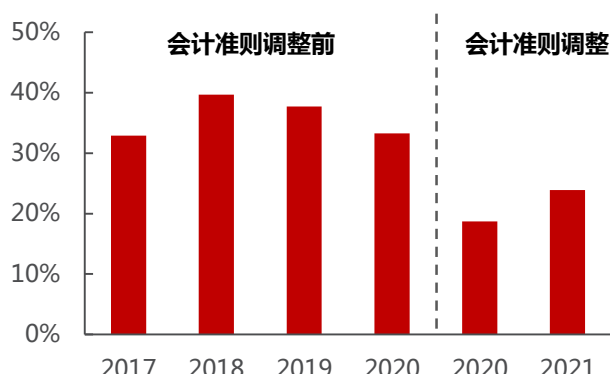
公司尿素产品的销售均价和毛利率大幅提升，短期盈利能力有望维持。得益于 2021 年尿素市场景气度上升，公司 2021 年尿素产品的销售均价为 2228 元/吨，同比增长 37.11%，扣除运输费等履约成本的毛利率为 23.88%，同比增长 5.17pct，收入和毛利均实现大幅提升。考虑到尿素价格虽然有望提高，但成本端煤炭、电价等材料成本同步上涨，因此，我们预计 2022 年公司尿素产品的毛利率有望维持 2021 年的水平。

图 40：2021 年尿素价格同比增长 37.11%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 41：2021 年尿素毛利率大幅回升 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

1) 煤炭业务相关假设：

产量：公司自产煤分为动力煤和炼焦煤，预计2022-2024年总产量相比2021年增加1043/1835/2487万吨。

①动力煤：在产煤矿中，东露天煤矿、新疆106煤矿主产动力煤，2021年因保供影响产能核增，预计两个矿2022年相比2021年将增加产量420万吨；北岭煤矿2021年计提大额减值、现有工作面开采完将面临退出，预计将减少产量90万吨。新建煤矿中，大海则煤矿2022年将正式投产，2022-2024年将带来产量600/1200/1500万吨；黑龙江依兰第三煤矿和苇子沟煤矿预计

2023年竣工，2023-2024年将带来增量产量192/384万吨；里必矿井预计2024年竣工，2024年将贡献增量产量160万吨。综合来看，我们认为2022-2024年公司动力煤产量分别为11168/11960/12612万吨。

②炼焦煤：炼焦煤无新增煤矿。在产煤矿中，王家岭煤矿2021年产能核增150万吨，2021年保供产能只释放了一个季度，预计2022年将带来新增产量113万吨。因此，我们认为2022-2024年公司炼焦煤产量分别为1149/1149/1149万吨。

表 6：2022-2024 年产量增减预测表（相比 2021 年增减情况）

主要煤矿	核定产能（万吨/年）	权益比重	2022E	2023E	2024E
安太堡露天矿	2000	100%	-	-	-
安家岭露天矿	2000	100%	-	-	-
东露天煤矿	2500	100%	375	375	375
安家岭井工矿（一号井）	1000	100%	-	-	-
安太堡井工矿（三号井）	1000	100%	-	-	-
东坡煤矿	270	100%	-	-	-
北岭煤矿	90	100%	-90	-90	-90
小回沟煤矿	300	100%	-	-	-
唐山沟	150	80%	-	-	-
王家岭矿	750	51%	113	113	113
华宁煤矿	300	26.01%	-	-	-
韩咀煤矿	120	51%	-	-	-
姚桥煤矿	425	62.43%	-	-	-
徐庄煤矿	160	62.43%	-	-	-
孔庄煤矿	144	62.43%	-	-	-
新疆 106 煤矿	180	31.84%	45	45	45
纳林河二号	800	66%	-	-	-
母杜柴登	600	51%	-	-	-
南梁	300	55%	-	-	-
大海则煤矿	2000	100%	600	1200	1500
苇子沟煤矿	240	100%	-	96	192
里必煤矿	240	49.94%	-	-	160
依兰第三煤矿	400	51%	-	96	192
合计	15969	-	1043	1835	2487

资料来源：公司公告，公司官网，山西省、内蒙古、新疆能源局，民生证券研究院

销量：公司煤炭销售包含自产煤销售、买断贸易煤和代理销售。

①自产煤：假设自产煤产销率为100%，我们预计2022-2024年公司自产煤销量分别为12317/13109/13761万吨。

②贸易煤：考虑到保供政策下国家对煤价进行一定干预，贸易煤毛利率很低，预计未来贸易煤销量将面临下调，据2022Q1经营数据，公司非自产煤销量同比下降19.25%，据此我们判断，2022-2024年贸易煤销量分别为13542/12187/11578万吨。

③代理销售：成本费用较少，假设公司稳步提高代理销售煤炭量，2022-2024年代理销售销量分别为1285/1413/1484万吨。

单位售价：公司动力煤、炼焦煤和贸易煤的价格中枢均不相同。

①动力煤：预计未来三年长协价中枢上移，2022-2024年分别为725/735/745元/吨，公司动力煤将保持同步变动，假设2022-2024年动力煤平均销售单价分别为653/662/671元/吨。

②炼焦煤：考虑到国内焦煤产量增幅有限，澳洲进口焦煤缺口短期难以弥补，市场供给偏弱，同时，疫情结束后基建和房地产相关政策将加速落地，导致需求快速提升，刺激价格再度上涨，因此，我们认为2022年炼焦煤价格涨幅较大，2022-2024年销售单价分别为1717/2030/2301元/吨。

③贸易煤：假设贸易煤售价增速和市场价同步波动，且价格略低于动力煤市场价，预计2022-2024年贸易煤单位售价为1018/1222/1344元/吨。

④代理销售：假设吨煤的代理服务费保持稳定，2022-2024年分别为3/3/3元/吨。

单位成本：假设动力煤、炼焦煤和贸易煤的成本增速不同。

①动力煤：预计燃料煤、电价、人工等费用上涨使原料成本上升，参考中国神华2022年成本增幅不超过10%左右的目标，假设公司2022-2024年动力煤单位成本分别为351/365/372元/吨。

②炼焦煤：由于公司炼焦煤规模优势没有动力煤突出，假设成本上升幅度略高于动力煤成本上升幅度，我们认为2022-2024年炼焦煤单位成本分别为359/381/396元/吨。

③贸易煤：预计2022-2024年贸易煤仍保持毛利率微正的情况，因此成本上升幅度和售价类似，假设2022-2024年贸易煤单位成本分别为1015/1218/1340元/吨。

综合煤炭业务产销量和单位售价的假设，我们预计煤炭业务2022-2024年的收入分别为2305/2514/2666亿元，同比增速分别为14.3%/9.1%/6.1%。

表 7：煤炭业务经营数据预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
产量（万吨）	11,274	12,317	13,109	13,761
动力煤	10,238	11,168	11,960	12,612
炼焦煤	1,036	1,149	1,149	1,149
销量（万吨）	29,117	27,143	26,709	26,823
自产动力煤	10,037	11,168	11,960	12,612
自产炼焦煤	1,036	1,149	1,149	1,149
买断贸易煤	16,927	13,542	12,187	11,578
代理销售	1,117	1,285	1,413	1,484
单位售价（元/吨）				
自产动力煤	572	653	662	671
自产炼焦煤	1,355	1,717	2,030	2,301
买断贸易煤	769	1,018	1,222	1,344
代理销售	3	3	3	3
单位成本（元/吨）				
自产动力煤	325	351	365	372
自产炼焦煤	326	359	381	396
买断贸易煤	765	1,015	1,218	1,340

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

注：代理销售的单位售价是每吨的代理服务费

2）煤化工业务相关假设：

产量：由于尿素无新增和在建产能，预计未来三年产量保持不变，生产聚烯烃的榆林煤炭深

加工项目于2022年4月刚拿到生态环境部的批复，2024年之前正式投产的不确定性较高，因此，我们预计2022-2024年聚乙烯和聚丙烯产量均为74/74/74万吨，尿素为205/205/205万吨；2021年合成气制年产100万吨甲醇技术改造项目投产，2022年产量仍将提升，且考虑到公司煤化工装置稳定、可实现长周期满负荷稳定运行，假设未来甲醇也可以实现超产，2022-2024年产量分别为140/160/173万吨。

销量：假设产销率为100%，则2022-2024年预计聚乙烯和聚丙烯销量均为74/74/74万吨，尿素为205/205/205万吨，甲醇为140/160/173万吨。

价格：假设聚烯烃、尿素和甲醇的销售价格增速不相同。

①聚烯烃：考虑到油价高位使煤化工景气度较高，且2022年以来聚乙烯和聚丙烯价格呈现上涨趋势，我们预计未来3年价格仍保持上涨，2022-2024年公司聚乙烯平均单位售价分别为8747/9622/10103元/吨，聚丙烯为8471/9149/9515元/吨。

②尿素：由于尿素产能较为充足，国内供给基本能满足需求，预计价格增长动力较小，2022-2024年尿素单位售价为2545/2596/2648元/吨。

③甲醇：作为聚烯烃上游原材料，假设甲醇价格增速保持同步变化，考虑到公司大部分甲醇产能都用于内部生产聚烯烃，因此假设价格上涨幅度略小于聚烯烃，2022-2024年甲醇销售价格为2163/2350/2456元/吨。

综合煤化工业务产销量和单位售价的假设，我们预计煤化工业务2022-2024年的收入分别为251/276/292亿元，同比增速分别为16.0%/10.0%/5.7%。

表 8：煤化工业务经营数据预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
产量（万吨）				
聚乙烯	74	74	74	74
聚丙烯	72	74	74	74
尿素	205	205	205	205
甲醇	126	140	160	173
销量（万吨）				
聚乙烯	73	74	74	74
聚丙烯	73	74	74	74
尿素	221	205	205	205
甲醇	125	140	160	173
单位售价（元/吨）				
聚乙烯	7,455	8,747	9,622	10,103
聚丙烯	7,587	8,471	9,149	9,515
尿素	2,228	2,545	2,596	2,648
甲醇	1,870	2,163	2,350	2,456

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

3）主营业务收入预测：我们预计，公司2022-2024年主营业务收入为2645/2885/3056亿元，同比增长分别为14.4%/9.1%/5.9%。

表 9：主营业务收入预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
煤炭（亿元）	2,016.2	2,305.1	2,513.8	2,666.5
YOY（%）	78.0%	14.3%	9.1%	6.1%
煤化工（亿元）	216.2	250.8	275.8	291.6
YOY（%）	27.5%	16.0%	10.0%	5.7%
煤矿装备（亿元）	96.7	116.0	133.5	146.8
YOY（%）	13.3%	20.0%	15.0%	10.0%
金融（亿元）	16.9	19.5	21.4	22.5
YOY（%）	36.2%	15.0%	10.0%	5.0%
其他（亿元）	83.1	95.6	105.1	110.4
YOY（%）	20.1%	15.0%	10.0%	5.0%
分部间抵消（亿元）	-129.9	-155.8	-179.2	-197.1
YOY（%）	85.5%	20.0%	15.0%	10.0%
合计（亿元）	2,310.9	2,644.5	2,885.1	3,056.0
YOY（%）	64.0%	14.4%	9.1%	5.9%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

4.2 投资建议

公司以煤炭开采和销售为主业，销售煤种包括动力煤和炼焦煤两种自产煤，同时经营贸易煤业务，煤炭产销量均位居行业前列。因此，我们选取产销量同样超亿吨、且贸易煤业务体量较大的中国神华和陕西煤业，以及焦煤资源丰富的兖矿能源作为可比公司。2021年公司EPS为1.00元/股，我们预计2022-2023年归母净利润分别为250.42/279.58亿元，EPS分别为1.89/2.11元/股，对应4月27日股价，公司A股PE分别为5/4倍，港股PE均为3倍，对比A股和H股可比公司的PE均值，公司估值仍有上调空间。

由于在长协基准上调的背景下，公司综合售价中枢上移的确定性较强，同时公司成本规模优势显著，未来三年新建产能不断落地，我们认为，公司成长空间充足，给予“推荐”评级。

表 10：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
601088.SH	中国神华	28.97	2.53	3.18	3.39	11	9	9
601225.SH	陕西煤业	15.88	2.18	3.09	3.18	7	5	5
600188.SH	兖矿能源	31.89	3.34	5.25	5.50	10	6	6
A 股可比公司均值						9	7	6
1088.HK	中国神华	24.00	2.53	3.18	3.39	9	8	7
1171.HK	兖矿能源	21.30	3.34	5.25	5.50	6	4	4
H 股可比公司均值						8	6	5
601898.SH	中煤能源	8.60	1.00	1.89	2.11	9	5	4
1898.HK	中煤能源	6.25	1.00	1.89	2.11	6	3	3

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：股价时间为 2022 年 4 月 27 日收盘价

5 风险提示

1) 煤炭、煤化工产品价格大幅下滑。煤价上涨过快会导致政府出手干预煤价，以保障电厂的平稳运行，由于公司主业为煤炭的生产和销售，若煤价超预期下跌，公司业绩将会受到较大影响。此外，煤化工产品的生产和销售是公司的第二盈利来源，目前已形成一定规模，因此煤化工产品价格的大幅下滑也将会对公司的盈利能力造成影响。

2) 煤矿投产进度不及预期。公司近三年新煤矿项目较多，业绩增量部分来源于煤矿投产带来的产量增量，若煤矿投产进度未达到预期，产量或将不能达到我们的预期水平，从而对业绩释放造成影响。

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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	231,127	264,447	288,512	305,604
营业成本	189,085	206,944	224,030	234,587
营业税金及附加	6,372	7,540	8,166	8,634
销售费用	837	1,156	2,704	4,392
管理费用	4,455	5,740	6,029	6,469
研发费用	666	777	917	916
EBIT	30,232	42,290	46,667	50,607
财务费用	3,954	1,269	636	-89
资产减值损失	-3,957	-709	-109	-59
投资收益	3,545	5,629	6,417	7,883
营业利润	25,514	46,245	52,648	58,834
营业外收支	63	78	46	62
利润总额	25,577	46,322	52,694	58,896
所得税	6,575	11,908	13,873	15,262
净利润	19,002	34,415	38,821	43,634
归属于母公司净利润	13,282	25,042	27,958	31,046
EBITDA	40,968	53,964	58,798	63,282

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	72,925	52,946	63,850	93,512
应收账款及票据	7,546	10,272	10,611	11,450
预付款项	2,271	2,642	2,804	2,955
存货	8,192	10,159	10,567	11,216
其他流动资产	14,051	17,168	18,523	19,567
流动资产合计	104,985	93,187	106,355	138,701
长期股权投资	26,842	27,342	27,842	28,342
固定资产	109,142	120,389	121,361	119,878
无形资产	51,380	53,793	54,591	54,584
非流动资产合计	216,753	222,987	223,667	221,890
资产合计	321,738	316,174	330,022	360,590
短期借款	582	282	141	70
应付账款及票据	27,199	26,933	27,315	27,317
其他流动负债	59,965	52,080	46,525	46,397
流动负债合计	87,745	79,294	73,981	73,785
长期借款	60,443	37,439	27,533	24,913
其他长期负债	31,148	29,631	27,753	26,153
非流动负债合计	91,591	67,069	55,286	51,066
负债合计	179,336	146,364	129,267	124,850
股本	13,259	13,259	13,259	13,259
少数股东权益	28,617	37,990	48,853	61,441
股东权益合计	142,403	169,810	200,755	235,740
负债和股东权益合计	321,738	316,174	330,022	360,590

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	63.96	14.42	9.10	5.92
EBIT 增长率	93.44	39.88	10.35	8.44
净利润增长率	124.85	88.54	11.64	11.05
盈利能力 (%)				
毛利率	18.19	21.74	22.35	23.24
净利润率	8.22	13.01	13.46	14.28
总资产收益率 ROA	4.13	7.92	8.47	8.61
净资产收益率 ROE	11.67	19.00	18.40	17.81
偿债能力				
流动比率	1.20	1.18	1.44	1.88
速动比率	1.06	0.99	1.22	1.65
现金比率	0.83	0.67	0.86	1.27
资产负债率 (%)	55.74	46.29	39.17	34.62
经营效率				
应收账款周转天数	11.92	14.18	13.42	13.68
存货周转天数	15.81	17.92	17.22	17.45
总资产周转率	0.72	0.84	0.87	0.85
每股指标 (元)				
每股收益	1.00	1.89	2.11	2.34
每股净资产	8.58	9.94	11.46	13.15
每股经营现金流	3.63	2.59	3.09	3.36
每股股利	0.30	0.57	0.63	0.69
估值分析				
PE	9	5	4	4
PB	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.38	2.35	1.73	1.11
股息收益率 (%)	3.50	6.58	7.37	8.07

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	19,002	34,415	38,821	43,634
折旧和摊销	10,736	11,675	12,130	12,674
营运资金变动	14,183	-9,268	-5,437	-5,310
经营活动现金流	48,106	34,352	40,964	44,598
资本开支	-10,312	-16,842	-12,176	-8,277
投资	-257	-672	-673	-663
投资活动现金流	-25,382	-12,911	-6,458	-3,010
股权募资	585	0	0	0
债务募资	1,562	-31,784	-13,824	-1,690
筹资活动现金流	-6,697	-41,420	-23,603	-11,925
现金净流量	16,053	-19,978	10,903	29,663

插图目录

图 1：公司控股股东为大型能源央企中煤集团	3
图 2：2017-2021 年营业收入及增速	4
图 3：2017-2021 年净利润及增速	4
图 4：2017-2021 年分业务收入（亿元）	4
图 5：2017-2021 年分业务毛利（亿元）	4
图 6：资产负债率保持平稳	5
图 7：公司现金流充裕	5
图 8：公司近 5 年资本开支均在 90 亿元以上	5
图 9：2022 年资本支出主要流向煤炭板块	5
图 10：动力煤产销量破亿吨（万吨）	6
图 11：炼焦煤产销平衡（万吨）	6
图 12：长协相关指数上涨（元/吨）	8
图 13：2022 年长协价仍处高位（元/吨）	8
图 14：4 月高炉开工率维稳在 80%左右（%）	9
图 15：2 月以来铁水日产量逐渐提升（万吨/天）	9
图 16：2022 年以来炼焦煤库存不断下滑	9
图 17：2022 年炼焦煤价格持续上涨（元/吨）	9
图 18：公司各煤种销售均价均上涨（元/吨）	10
图 19：公司动力煤单位销售成本较低（元/吨）	10
图 20：炼焦煤单位成本显著提升（元/吨）	10
图 21：公司自产煤的毛利率水平（%）	10
图 22：王家岭煤矿的焦煤价格（元/吨）	11
图 23：上海能源焦煤主产地的焦煤价格（元/吨）	11
图 24：贸易煤销量快速增长	11
图 25：贸易煤毛利率微正（%）	11
图 26：2021 年公司煤炭销量在上市煤企中位居前列（百万吨）	12
图 27：聚乙烯产销量自 2018 年起保持稳定	14
图 28：聚丙烯产销量自 2018 年起保持稳定	14
图 29：尿素产销量平稳	14
图 30：甲醇产销量于 2021 年上升	14
图 31：煤化工项目使用公司内部煤的数量逐年提升	14
图 32：2022 年布伦特原油价格持续上升（美元/桶）	15
图 33：烯烃开工率 2022 年仍在上升（%）	15
图 34：2021 年以来聚烯烃价格震荡上行	15
图 35：2021 年煤化工产品价格大幅上涨	15
图 36：化工产品 2021 年毛利率有所下滑（%）	16
图 37：甲醇以内部自用为主（万吨）	16
图 38：2022 年尿素价格高于 2500 元/吨	17
图 39：尿素开工率不到 80%	17
图 40：2021 年尿素价格同比增长 37.11%	17
图 41：2021 年尿素毛利率大幅回升（%）	17

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：截至 2021 年末公司的煤炭储量情况	6
表 2：截至 2021 年末公司控股子公司的煤矿产能情况	7
表 3：截至 2021 年末公司参股子公司的煤矿产能情况	8
表 4：截至 2021 年末公司控股子公司的煤化工项目情况	13
表 5：截至 2021 年末公司参股子公司的煤化工项目情况	13

表 7：煤炭业务经营数据预测	19
表 8：煤化工业务经营数据预测	20
表 9：主营业务收入预测.....	21
表 10：可比公司 PE 数据对比	21
公司财务报表数据预测汇总.....	23

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

民生证券研究院：

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

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

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001