

中煤能源 (601898.SH) 低估值煤炭巨擘，具备稀缺的增长能力

2022 年 04 月 28 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

张绪成（分析师）

陈晨（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

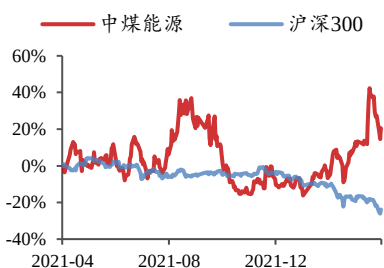
chenchen1@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790522040001

日期	2022/4/27
当前股价(元)	8.60
一年最高最低(元)	10.67/5.89
总市值(亿元)	1,140.25
流通市值(亿元)	787.07
总股本(亿股)	132.59
流通股本(亿股)	91.52
近 3 个月换手率(%)	42.08

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

● **低估值煤炭巨擘，且具备稀缺的产能增长逻辑，首次覆盖，给予“买入”评级**
公司是超大型煤炭央企，“A+H”两地上市，煤炭、煤化工、电力、煤矿装备等四大业务产业链一体化发展，收入及毛利主要来源于煤炭业务，其次为煤化工。我们预测公司 2022-2024 年归属于母公司的净利润分别为 234.07 /275.04/ 302.76 亿元，同比增长 76%、18%、10%，折合 EPS 分别是 1.77/2.07/2.28 元/股，当前股价对应 PE 分别为 4.6/3.9/3.6 倍，考虑动力煤长协价格中枢上移，公司焦煤定价偏市场化，公司具备稀缺的产能内生增长，煤化工业务有望贡献一定的业绩弹性，近些年来资产质量持续优化，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

● 煤炭业务：资源储量丰富，仍具有稀缺的产能增长

2021 年末证实储量高达 142.55 亿吨，显著高于同产能体量的同行。公司并表矿井加上联营矿井，合计权益在产产能为 1.26 亿吨，其中动力煤权益在产产能为 1.07 亿吨，占比为 85%，焦煤权益在产产能为 0.19 亿吨，占比为 15%，公司合计权益在建产能为 2564 万吨，新增权益产能比例 20.3%，是行业稀缺的具有产能增长龙头企业。

● 煤化工业务：拓展了产业链下游，新型煤化工产能优势突出

公司煤化工主要位于内蒙和陕西，其中甲醇权益在产产能 145 万吨/年，聚烯烃 205 万吨/年，尿素为 175 万吨/年。中煤陕西榆林二期已通过环评，建成后将增加公司聚烯烃权益产能 90 万吨/年。

● 煤矿装备业务：煤矿装备产值逐年提升，毛利率相对稳定

公司研发生产的中高端电机、中高端刮板输送机、中高端采煤机市场占有率居国内领先。近五年业务持续增长，且毛利率维持在 15%-17% 区间，具有较强盈利能力。预计国内煤矿智能化改造将继续促进该项业务稳步增长。

● **风险提示：**（1）煤价超预期下跌风险（2）安全生产风险（3）新建产能不及预期风险（4）研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	140,961	231,127	242,172	263,763	278,951
YOY(%)	9.0	64.0	4.8	8.9	5.8
归母净利润(百万元)	5,904	13,282	23,407	27,504	30,276
YOY(%)	4.9	125.0	76.2	17.5	10.1
毛利率(%)	25.9	18.2	23.2	24.3	24.8
净利率(%)	4.2	5.7	9.7	10.4	10.9
ROE(%)	7.2	13.3	19.5	19.2	18.1
EPS(摊薄/元)	0.45	1.00	1.77	2.07	2.28
P/E(倍)	18.4	8.2	4.6	3.9	3.6
P/B(倍)	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、公司概况：煤炭行业巨擘，上下游产业链一体化发展.....	4
2、煤炭业务：资源储量丰富，仍具有稀缺的产能增长.....	6
2.1、资源储量：2021 年末证实储量高达 142.55 亿吨，位居行业前列.....	6
2.2、产能：核定在产产能 1.24 亿吨/年，未来增量 2380 万吨/年.....	7
2.3、长协煤比例高，2022 基准价提升助力盈利攀升.....	11
3、煤化工业务：拓展了产业链下游，新型煤化工产能优势突出.....	14
3.1、煤化工项目产能优势突出，且有产能扩张预期.....	14
3.2、2021 年成本上涨一定程度上影响煤化工项目盈利.....	16
4、煤矿装备业务及其他业务.....	17
4.1、煤矿装备产值逐年提升，毛利率相对稳定.....	17
4.2、其他业务（主要是电力）：火电项目拓宽产业链.....	19
5、盈利预测与投资建议.....	21
6、风险提示.....	24
附：财务预测摘要.....	25

图表目录

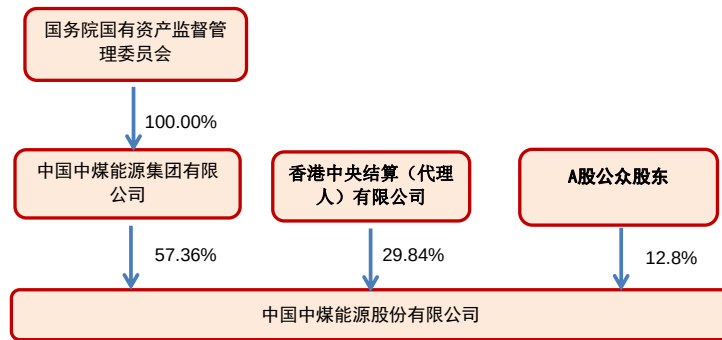
图 1：中国中煤能源集团持股 57.36%（2021 年末）.....	4
图 2：公司具备完善的产业链布局.....	4
图 3：公司上市以来持续发展壮大.....	5
图 4：2021 年中煤营收创历史新高（万元，%）.....	5
图 5：2021 年中煤权益利润创历史新高（万元，%）.....	5
图 6：中煤能源收入主要来源于煤炭业务（%）.....	6
图 7：中煤能源毛利主要来源于煤炭业务（%）.....	6
图 8：中煤能源煤炭资源储量颇为丰富（亿吨）.....	7
图 9：中煤能源煤炭可采资源储量颇为丰富（亿吨）.....	7
图 10：供给侧改革以来自产商品煤产销量持续攀升（万吨）.....	11
图 11：近 10 来公司贸易煤销量持续增长（万吨 %）.....	11
图 12：2021 年公司自产商品煤营业收入中动力煤占 8 成（%）.....	11
图 13：2021 年公司自产商品煤毛利中动力煤占 7 成（%）.....	11
图 14：新动力煤长协基准价上调.....	12
图 15：2021 年自产动力煤销量超 1 亿吨（万吨）.....	12
图 16：2021 年自产动力煤价格为 572 元/吨（元/吨）.....	12
图 17：2021 年自产商品煤单位成本略有上升（元/吨）.....	13
图 18：2021 年自产商品煤单位毛利有上升（元/吨）.....	13
图 19：公司聚烯烃、尿素等产品产量较为稳定（万吨）.....	16
图 20：公司聚烯烃、尿素等产品销量较为稳定（万吨）.....	16
图 21：2021 年公司化工产品价格同比涨幅较大（元/吨）.....	17
图 22：2021 年公司煤化工产品单位成本有所上升（元/吨）.....	17
图 23：2021 年公司煤化工产品单位毛利有所收缩（元/吨）.....	17
图 24：2021 年公司煤化工产品毛利率有所下降（%）.....	17
图 25：公司煤化工产品收入主要来自尿素和聚烯烃.....	17

图 26: 公司煤化工产品毛利主要来自尿素和聚烯烃	17
图 27: 近 5 年公司煤矿装备产值持续增长 (亿元)	18
图 28: 近年来公司煤矿装备销售收入稳步上升	18
图 29: 近年来公司煤矿装备销售毛利持续上升	18
图 30: 公司输送设备示意图	18
图 31: 公司支压设备示意图	19
图 32: 公司采煤机设备示意图	19
图 33: 近 5 年公司其他业务收入持续增长 (百万元 %)	20
图 34: 近 5 年公司其他业务毛利稳中上升 (百万元 %)	20
表 1: 中煤能源公司拥有丰富的煤炭储量 (单位: 亿吨)	7
表 2: 中煤能源目前核定在产产能 1.24 亿吨/年	9
表 3: 中煤能源股份有限公司自产商品煤单位销售成本主要由 7 个方面构成	13
表 4: 中煤能源煤化工项目产能优势突出且有扩张预期 (万吨/年)	15
表 5: 中煤能源目前主要有 4 个主力在产电厂	20
表 6: 自产商品煤业务拆分及预测	22
表 7: 煤化工业务拆分及预测	23
表 8: 中煤在主要煤炭公司中估值偏低	24

1、公司概况：煤炭行业巨擘，上下游产业链一体化发展

超大型煤炭央企，“A+H”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于 2006 年 8 月 22 日独家发起设立的股份制公司，总部设在北京，是超大型煤炭央企上市公司。2006 年 12 月公司在香港成功上市，2008 年 2 月发行 A 股。截至 2021 年末，集团持有公司 57.36% 的股份，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

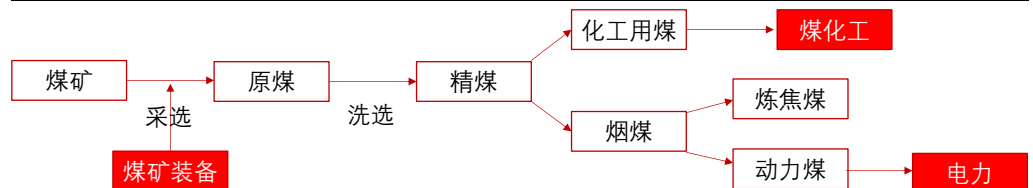
图1：中国中煤能源集团持股 57.36%（2021 年末）



资料来源：Wind、开源证券研究所

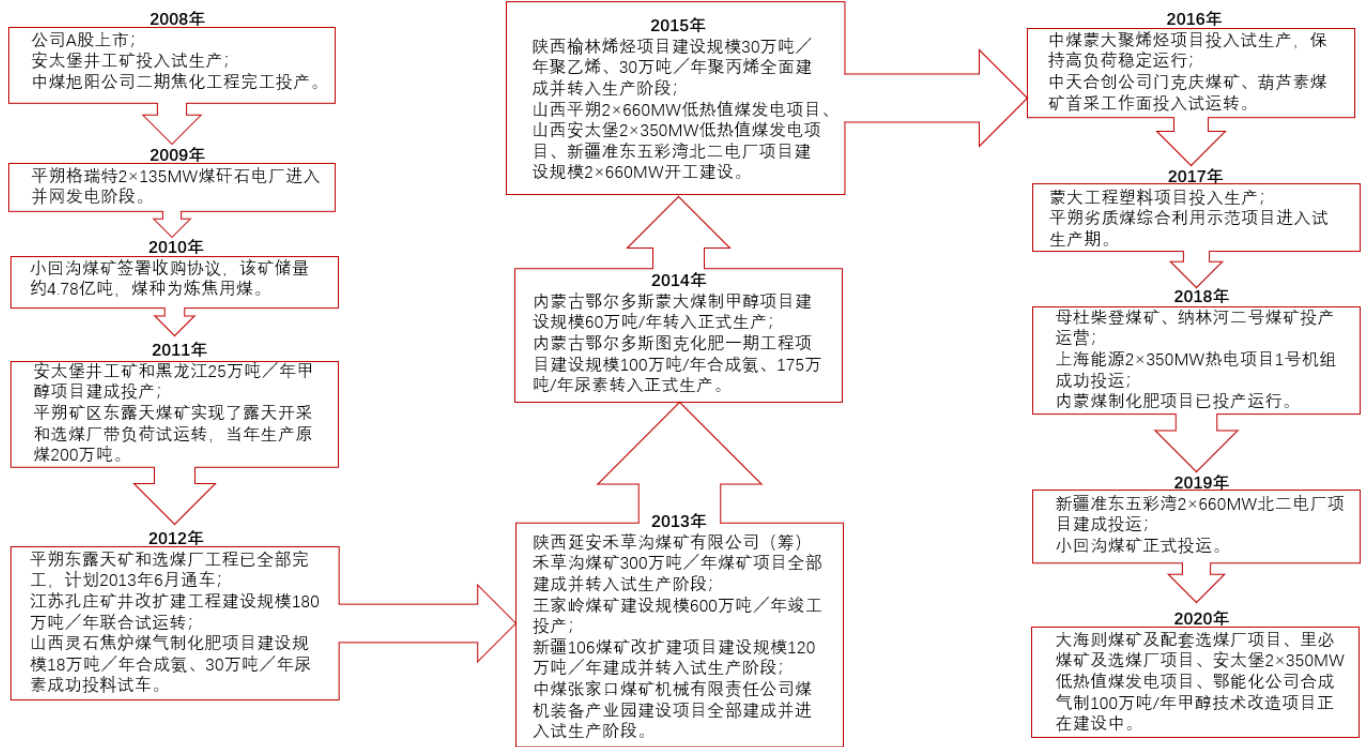
煤炭、煤化工、电力、煤矿装备等四大业务产业链一体化发展。公司拥有丰富的煤炭资源储量、先进的开采和洗煤技术及设施，并不断扩展煤炭生产业务。实力雄厚的上游煤矿装备业务夯实了公司煤炭采选的能力。产业链的延伸提高了煤炭生产销售及贸易能力，有效地拓宽了公司所提供产品和服务的范围，增强了核心竞争力。公司围绕煤化和煤电持续推进产业结构优化，着力打造煤-电-化等循环经济新业态。在稳固传统主营业务的基础上，优化产业结构布局，推进企业转型升级，不断加强业务板块间协同发展。

图2：公司具备完善的产业链布局



资料来源：公司公告、开源证券研究所

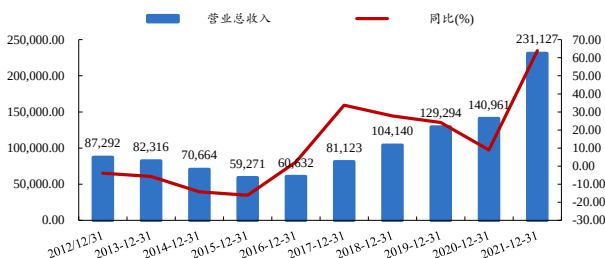
图3：公司上市以来持续发展壮大



资料来源：公司年报等、开源证券研究所

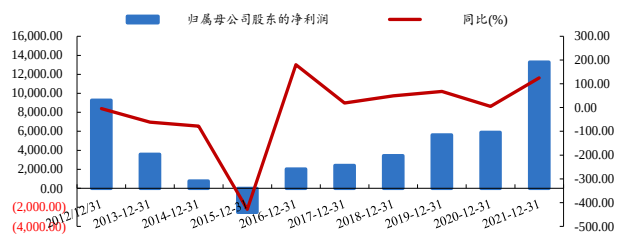
2022 年 Q1 业绩表现亮眼。2021 年，公司实现营业收入突破 2311.2 亿元，同比增长 64%，创历史新高，主要由于公司商品煤量、价齐升所致，同期公司实现归母净利润 132.8 亿元，同比增长 125%。在公司近期公布的 2022 年 Q1 业绩公告中，2022 年 Q1 实现归属于上市公司股东的净利润为 67.9 亿元，同比增长 93%，再创历史新高。

图4：2021 年中煤营收创历史新高（万元，%）



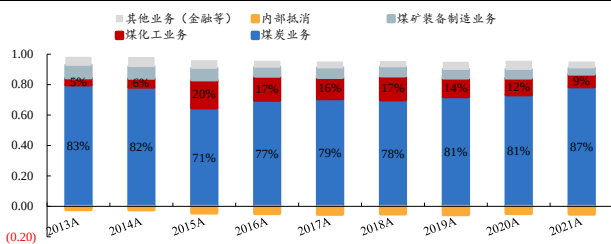
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：2021 年中煤权益利润创历史新高（万元，%）

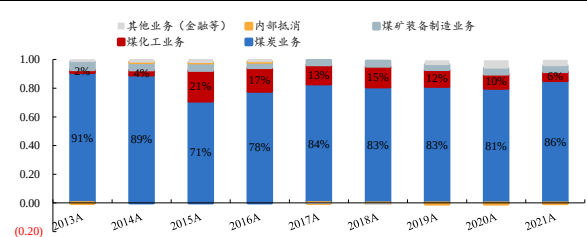


数据来源：公司公告、开源证券研究所

中煤能源收入及毛利主要来源于煤炭业务，其次为煤化工。公司立足于煤炭主业，主要销售优质动力煤和炼焦煤。公司主营业务包括煤炭的生产销售及贸易，聚烯烃、尿素等煤化工产品的生产销售、煤矿装备制造等业务。其中，煤炭业务占公司的营业收入和毛利的比例最近5年平均为81%和83%，2021年占比分别为87%和86%，是公司的最主要业务。2021年煤化工业务占公司的营业收入和毛利的比例分别为9%和6%；煤矿装备制造占公司的营业收入和毛利的比例分别为4%和4%；金融业务和其他业务（主要为电力业务）的营业收入和毛利的比例分别为4%和4%。

图6：中煤能源收入主要来源于煤炭业务（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：中煤能源毛利主要来源于煤炭业务（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、煤炭业务：资源储量丰富，仍具有稀缺的产能增长

2.1、资源储量：2021年末证实储量高达142.55亿吨，位居行业前列

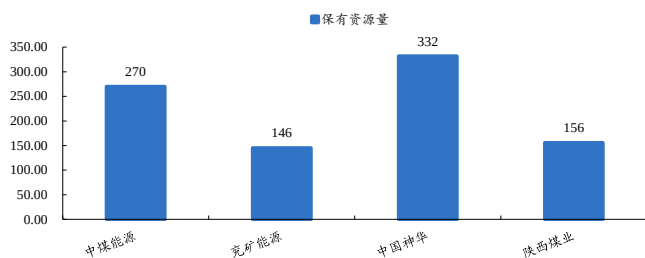
公司煤炭储量颇为丰富。公司煤炭资源分布在山西、内蒙古、黑龙江、江苏、陕西、新疆等六大地区，截至2021年末合计资源储量270.2亿吨，证实储量142.55亿吨（商品煤产量在1.0-1.5亿吨级别的公司比较来看：2021年6月末陕西煤业合计资源储量156亿吨，可采储量89亿吨；2021年末JORC标准下兖矿能源合计资源储量146亿吨，可采储量45亿吨），公司资源储量在A股上市公司中仅次于中国神华（商品煤产量在3亿吨级别，2021年末合计保有资源储量332.1亿吨，可采储量141.5亿吨）。按矿区来看，山西、内蒙古、陕西、江苏、新疆、黑龙江资源储量占比分别为42%、33%、19%、2%、2%和1%，主要分布在晋陕蒙三个主产区；按煤种来看，动力煤的资源储量占比最高，达到88.9%，炼焦煤为7.7%，无烟煤为3.4%，公司商品煤以动力煤为主。

表1：中煤能源公司拥有丰富的煤炭储量（单位：亿吨）

主要地区	主要煤种	资源量	证实储量
山西	动力煤	85.08	31.4
	炼焦煤	19.77	9.89
	无烟煤	9.13	3.78
内蒙古	动力煤	87.83	54.86
黑龙江	动力煤	3.09	1.36
江苏	动力煤	5.94	2.18
	炼焦煤	1.16	0.35
陕西	动力煤	51.64	35.2
新疆	动力煤	6.55	3.53
合计	-	270.19	142.55

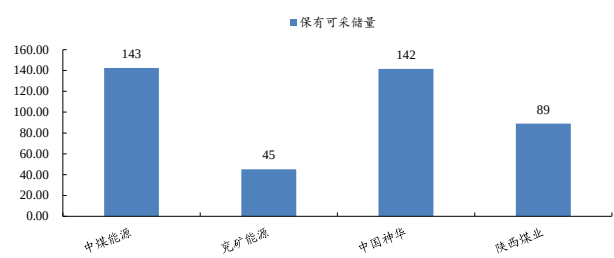
数据来源：公司公告、开源证券研究所

备注：储量数据日期为截至 2021 年底

图8：中煤能源煤炭资源储量颇为丰富（亿吨）


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：兖矿能源是国际 JORC 标准，陕煤是 2021 年 6 月末数据

图9：中煤能源煤炭可采资源储量颇为丰富（亿吨）


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：兖矿能源是国际 JORC 标准，陕煤是 2021 年 6 月末数据

2.2、产能：核定在产产能 1.24 亿吨/年，未来增量 2380 万吨/年

并表主力在产矿井 19 座，合计在产产能 1.24 亿吨/年，权益为 1.1 亿吨。公司最大的矿区平朔矿区位于国家指定全国 14 个大型煤炭基地之一的晋北基地，其中，安太堡露天矿、安家岭露天矿、东露天矿均是中国最大的露天矿之一，产能均为 2000 万吨/年，平朔集团合计产能 8660 万吨/年。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，中煤华晋是开发主体，包括王家岭矿等产能合计为 1020 万吨/年。大屯矿区位于东部沿海地区的江苏徐州，是少数邻近工业中心和华东煤炭消费区的矿区之一，合计产能为 889 万吨/年。内蒙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，目前包括纳林河二号和母杜柴登煤矿合计产能 1400 万吨/年。公司目前在产矿井 19 座，合计在产产能 1.24 亿吨/年，权益为 1.1 亿吨。

在建矿井 4 座，合计产能 2880 万吨/年，未来产能累计可以增长 23%。截至 2021

年底，公司在建矿井项目 4 个。其中，规模最大的在建矿井为大海则煤矿，位于陕西省榆林市，项目实施单位为中煤陕西榆林能源化工有限公司，建设规模为 1500 万吨/年（保供期间已核增到 2000 万吨），预计总投资额为 129.79 亿元，预计 2022 年联合试生产。规模次之的在建矿井为里必煤矿，位于山西省晋城市，项目实施单位为中煤华晋集团有限公司，为无烟煤，建设规模为 400 万吨/年，预计总投资额为 57.46 亿元，预计 2024 年竣工。黑龙江的依兰三矿（240 万吨/年）仍处在建状态，新疆的苇子沟矿（240 万吨/年）预计 2023 年投产。未来四年，随着公司在建矿井项目不断竣工投产，公司自产商品煤产量有望稳步提升，新建产能合计 2880 万吨，相较于在产产能增长 23%，新建权益产能 2564 万吨，同比增长 24%，是行业内稀缺的有产能增长的标的。

联营在产矿井 7 座，合计产能 4190 万吨/年，权益产能 1802 万吨。截至 2021 年底，公司联营在产矿井 7 座。其中，中天合创（38.75%）两个矿井合计产能 2500 万吨/年，位于内蒙古鄂尔多斯市，华晋焦煤（49%）4 个矿井合计产能 1190 万吨，位于山西省柳林市，禾草沟煤业（50%）产能为 500 万吨，位于陕西省延安市。联营在产矿井 7 座，合计产能 4190 万吨/年，权益产能 1802 万吨，皆为大型规模化矿井。

综上，公司并表矿井加上联营矿井，公司合计权益在产产能为 1.26 亿吨，其中动力煤权益在产产能为 1.07 亿吨，占比为 85%，焦煤权益在产产能为 0.19 亿吨，占比为 15%，公司合计权益在建产能为 2564 万吨，新增权益产能比例 20.3%。

表2：中煤能源目前核定在产产能 1.24 亿吨/年

煤矿名称	所属单位	地区	煤种	股权占比	核定产能（万吨）	权益产能（万吨）	井工/露天
安太堡露天矿	平朔集团公司	山西朔州	动力煤	100%	2000	2000	露天
安家岭露天矿	平朔集团公司	山西朔州	动力煤	100%	2000	2000	露天
东露天	平朔集团公司	山西朔州	动力煤	100%	2000	2000	露天
安家岭井工矿 （一号井）	平朔集团公司	山西朔州	动力煤	100%	1000	1000	井工
安太堡井工矿 （三号井）	平朔集团公司	山西朔州	动力煤	100%	1000	1000	井工
北岭	平朔集团公司	山西朔州	动力煤	100%	90	90	井工
小回沟	平朔集团公司	山西太原清徐县	炼焦配煤	100%	300	300	井工
东坡矿	平朔集团公司	山西朔州	动力煤	100%	270	270	井工
姚桥煤矿	上海能源公司	江苏徐州沛县	1/3 焦煤	62.43%	445	278	井工
徐庄煤矿	上海能源公司	江苏徐州沛县	1/3 焦煤	62.43%	180	112	井工
孔庄煤矿	上海能源公司	江苏徐州沛县	1/3 焦煤	62.43%	144	90	井工
新疆 106 矿	上海能源公司 （新疆）	新疆	动力煤	32%	120	38	井工
苇子沟煤矿	上海能源公司 （新疆）	新疆	动力煤	50%	240	120	井工
王家岭煤矿	华晋公司	山西临汾	配焦煤	51%	600	306	井工
华宁公司崖坪矿	华晋公司	山西临汾	焦煤	51%	300	153	井工
韩咀煤矿	华晋公司	山西临汾	焦煤	51%	120	61.2	井工
里必煤矿	中煤华晋集团 晋城能源有限公司	山西晋城	无烟煤	51%	400	204	井工
纳林河二号(蒙大矿业)	西北能源公司	内蒙古鄂尔多斯市乌审旗	动力煤	66%	800	528	井工
母杜柴登煤矿 (伊化矿业)	西北能源公司	内蒙古鄂尔多斯市乌审旗	不粘煤、长焰煤及弱粘煤	51%	600	306	井工
南梁煤矿	西北能源公司	陕西榆林市	动力煤	55%	300	165	井工
唐山沟煤矿	唐山沟公司	山西大同	动力煤	80%	150	120	井工
大海则煤矿	中煤陕西榆林能源化工公司	陕西榆横矿区	动力煤	100%	2000	2000	井工
依兰三矿	黑龙化公司	黑龙江依兰矿	长焰煤	100%	240	240	井工

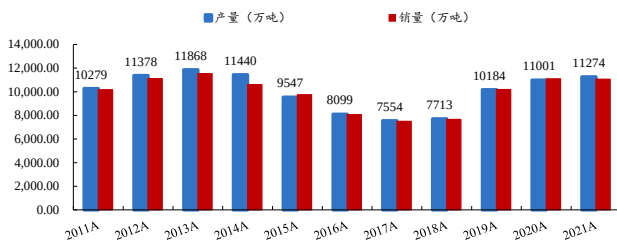
煤矿名称	所属单位	地区	煤种	股权占比	核定产能(万吨)	权益产能(万吨)	井工/露天
区							
在产合计				87.1%	12419	10818	
在建合计				89.0%	2880	2564	
联营公司							
煤矿名称	所属单位	地区	煤种	股权占比	核定产能(万吨)	权益产能(万吨)	井工/露天
葫芦素	中天合创能源有限责任公司	内蒙鄂尔多斯	动力煤	39%	1300	504	井工
门克庆	中天合创能源有限责任公司	内蒙鄂尔多斯	动力煤	39%	1200	465	井工
沙曲一矿	华晋焦煤有限责任公司	山西柳林	炼焦配煤	49%	500	245	井工
沙曲二矿	华晋焦煤有限责任公司	山西柳林	炼焦配煤	49%	300	147	井工
吉宁煤业	华晋焦煤有限责任公司	山西柳林	炼焦配煤	49%	300	147	井工
明珠煤业	华晋焦煤有限责任公司	山西柳林	炼焦配煤	49%	90	44	井工
禾草沟煤业	延安市禾草沟煤业有限公司	陕西延安子长市	动力煤	50%	500	250	井工
联营在产合计				43.0%	4190	1802	

数据来源：公司公告、安监局、开源证券研究所

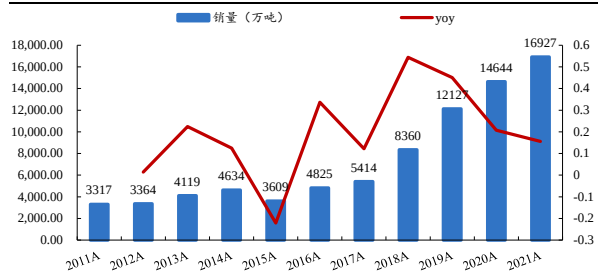
备注：大海则、苇子沟、里必、依兰三矿为在建矿井

2021 年自产商品煤产量 1.13 亿吨、销量 1.11 亿吨，买断贸易煤销量 1.69 亿吨，煤炭总销售量创历史新高。2021 年，公司完成自产商品煤产量 1.13 亿吨，同比增 2.5%，自产煤销量 1.11 亿吨，同比下降 0.3%。其中，动力煤产量 1.02 亿吨，同比增长 3%，动力煤销量 1.0 亿吨，同比增长 1%；炼焦煤产量 1036 万吨，比 2020 年下降 6%(预计主要系中煤华晋停产一个月所致)，炼焦煤销量 1036 万吨，同比下降 7%。买断贸易煤销量 1.69 亿吨，同比增 16%，进出口煤炭代理 1117 万吨，同比增 41%，2021 年自产煤加上贸易煤公司煤炭总销售量 2.91 亿吨，同比增销 10%。

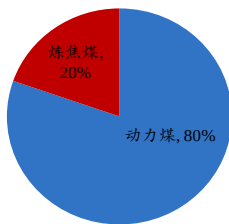
公司自产商品煤是主要利润来源。在 2021 年公司煤炭业务营业收入构成中，64% 的收入来源于买断商品煤，35% 的收入来源于自产商品煤，其中动力煤占自产商品煤的营业收入比重为 80%，炼焦煤为 20%。虽然买断商品煤是最大的煤炭业务营收来源，但对于煤炭业务的毛利贡献却远不及自产商品煤。在 2021 年公司煤炭业务毛利构成中，98% 的毛利来源于自产商品煤，其中动力煤的毛利占自产商品煤毛利比重为 70%，炼焦煤占比为 30%。

图10：供给侧改革以来自产商品煤产销量持续攀升（万吨）


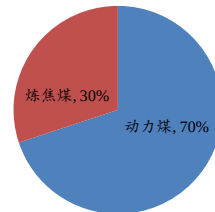
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：近 10 来公司贸易煤销量持续增长（万吨 %）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2021 年公司自产商品煤营业收入中动力煤占 8 成（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2021 年公司自产商品煤毛利中动力煤占 7 成(%)


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、长协煤比例高，2022 基准价提升助力盈利攀升

煤炭长协占比高，长协用户占比在 80%以上。公司严格按照国家发展改革委办公厅关于煤炭中长期合同签订履行工作的要求，与重点用户签订了年度煤炭购销合同，按照“基准价+浮动价”确定长协定价机制。公司根据国家发改委等有关部门指导意见，自产煤长协合同按照签订占比不低于 80%的要求执行。

2021 年公司煤炭售价大幅上涨，2022 年有望进一步抬升。2021 年公司自产商品煤销售价格大幅上涨，自产煤综合售价为 645 元/吨，同比增加 202 元/吨，增长 45%；其中，自产动力煤价格为 572 元/吨，同比增加 169 元/吨，增长 42%，自产炼焦煤价格为 1355 元/吨，同比增加 548 元/吨，增长 68%；买断贸易煤价格为 769 元/吨，同比增加 331 元/吨，增长 76%。

长协基准价上调，公司盈利能力得到提升。根据《2022 年煤炭中长期合同签订履约的工作方案（征求意见稿）》，煤炭中长期合同要求覆盖 30 万吨/年及以上的煤炭生产企业，合同总量达到自有资源量的 80%以上；价格方面，仍采用“基准价+浮动价”的价格机制，实行月度定价，在 570-770 元/吨合理区间内上下浮动，具体来说，基准价由 535 元/吨上调至 675 元/吨（+140 元/吨），浮动价由全国煤炭交易中心

综合价格指数（NCEI）、环渤海动力煤综合价格指数（BSPI）、秦皇岛动力煤综合交易价格指数（CCTD）共同决定，选取每月最后一期价格的平均，基准价和浮动价各占 50%权重。该定价机制最终落地，抬升动力煤长协价格中枢，尤其提升长协居多的煤企盈利。

图14：新动力煤长协基准价上调

旧公式（2019年起）：

$$\text{年度长协价} = 535 * 50\% + (\text{上月末CECI综合} + \text{上月末BSPI} + \text{上月末CCTD5500}) / 3 * 50\%$$

新公式（2022年起）：

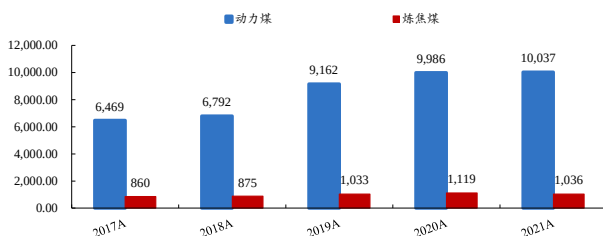
$$\text{年度长协价} = 675 * 50\% + (\text{上月末BSPI} + \text{上月末CCTD5500} + \text{上月末NCEI综合指数}) / 3 * 50\%$$

备注：

- （1）BSPI：环渤海动力煤指数，周度数据。
- （2）CCTD：中国煤炭市场综合价格，周度数据。
- （3）CECI综合：中国沿海电煤采购价格指数，周度数据。
- （4）NCEI综合指数：全国煤炭交易中心5500大卡综合价格，周度数据。

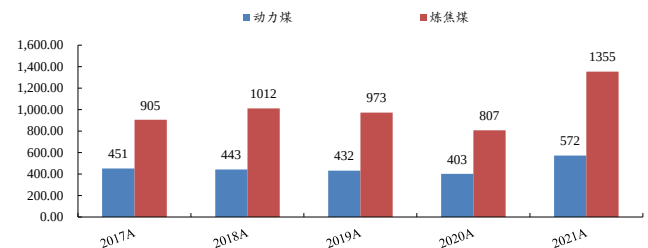
资料来源：国家发改委、开源证券研究所

图15：2021 年自产动力煤销量超 1 亿吨（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

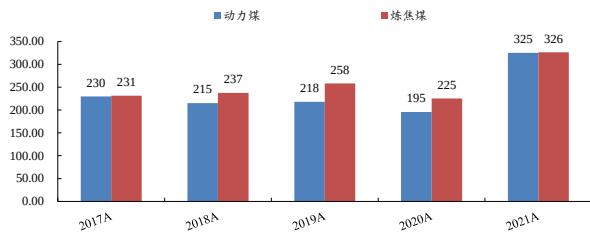
图16：2021 年自产动力煤价格为 572 元/吨（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2021 年公司自产动力煤毛利率为 43%，自产炼焦煤毛利率为 76%。2021 年公司自产动力煤单位成本为 325 元/吨（2021 年营业成本中包括原先销售费用中的运费成本，单位运费成本大约 70-80 元/吨，下同），自产炼焦煤单位生产成本为 326 元/吨，自产动力煤单位毛利为 247 元/吨，毛利率为 43%，自产炼焦煤单位毛利为 1029 元/吨，毛利率为 76%。

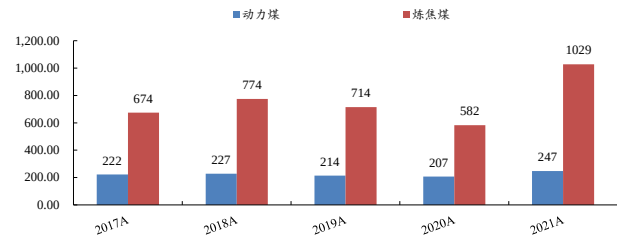
图17：2021 年自产商品煤单位成本略有上升（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：2021 年营业成本中包括原先销售费用中的运费成本

图18：2021 年自产商品煤单位毛利有上升（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：2021 年营业成本中包括原先销售费用中的运费成本

近年来，公司自产商品煤成本控制良好。公司煤炭主业规模优势突出，煤炭开采、洗选和混配技术行业领先，公司自产商品煤成本控制良好，基本维持在 200-250 元/吨（不考虑运费）。2021 年公司煤炭生产成本同比略增，自产商品煤单位销售成本 254 元/吨（不考虑运费），同比增长 28%。2021 年效益向好，人工成本及其他成本有所增加，材料、折旧摊销、维修支出、外包矿务工程等相对稳定。

表3：中煤能源股份有限公司自产商品煤单位销售成本主要由 7 个方面构成

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年		2021 年	
单位：元/吨	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
材料成本	62.96	28.0	55.87	25.7	60.67	27.3	56.55	20.3%	61.12	18.9%
人工成本	35.86	16.0	35.77	16.4	33.96	15.3	30.13	10.8%	43.33	13.4%
折旧及摊销	47.07	21.0	47.27	21.7	52.81	23.8	53.01	19.0%	58.27	18.0%
维修支出	13.58	6.0	12.73	5.9	12.38	5.6	12.11	4.3%	14.67	4.5%
运输费用及港杂费用							80.35	28.8%	69.93	21.6%
外包矿务工程	18.36	8.2	23.57	10.8	33.84	15.2	30.83	11.0%	35.64	11.0%
其他成本	46.67	20.8	42.52	19.5	28.33	12.8	16.26	5.8%	41.11	12.7%
自产商品煤单位销售成本	224.5	100	217.73	100	221.99	100.0	279.24	100.0%	324.07	100.0%

数据来源：公司年报、开源证券研究所

备注：其他成本中包括煤炭开采发生的有关环境恢复治理费用，与煤炭生产直接相关的零星工程等支出，以及当期计提未用的安全费、维简费等。

3、煤化工业务：拓展了产业链下游，新型煤化工产能优势突出

3.1、煤化工项目产能优势突出，且有产能扩张预期

公司新型煤化工业务，主要分布在内蒙古、陕西省。煤化工企业有利于推进煤炭清洁利用和转化，公司新型煤化工业务涉及烯烃、尿素、甲醇等煤化工产业，公司近年来重点发展大型煤制烯烃、煤制尿素、煤制甲醇产业。公司目前控股企业的在产煤化工项目中，甲醇产能 160 万吨/年；聚烯烃产能 120 万吨/年，其中聚乙烯、聚丙烯产能均为 60 万吨/年；尿素产能 175 万吨/年，来源于图克化肥项目，该项目是亚洲最大单体尿素工厂之一。此外，公司目前参股企业在产煤化工项目，聚烯烃的权益产能 85 万吨/年。综合来看，在产产能中，公司甲醇权益产能 145 万吨/年，聚烯烃 205 万吨/年，尿素为 175 万吨/年。

公司新型煤化工有产能扩张预期。公司煤化工业务装置保持“安稳长满优”运行，产品单耗等多项指标处于行业前列。当前公司在建煤化工项目主要为，中煤陕西榆林能源化工有限公司二期，年产 35 万吨聚乙烯和 55 万吨聚丙烯，建成后将增加公司聚烯烃权益产能 90 万吨/年。随着在建项目的投产，公司煤化工产能规模进一步扩大，产能优势更加凸显。

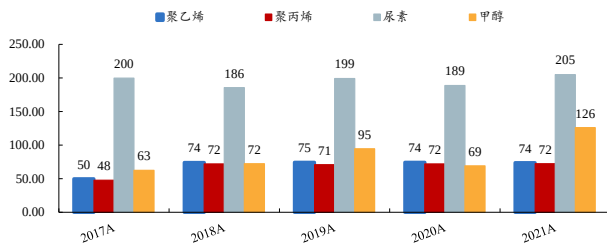
表4：中煤能源煤化工项目产能优势突出且有扩张预期（万吨/年）

控股子公司	持股比例	甲醇	聚乙烯	聚丙烯	合成氨	尿素
在产项目						
内蒙古中煤蒙大 新能源化工有限 公司	100%		30	30		
内蒙古中煤远兴 能源化工有限公 司	75%	60				
中煤鄂尔多斯能 源化工有限公司 一期	100%					175
中煤陕西榆林能 源化工有限公司 一期	100%		30	30		
中煤鄂尔多斯能 源化工有限公司 二期	100%	100				
在建项目						
中煤陕西榆林能 源化工有限公司- 二期	100%		35	55		
参股子公司	持股比例	甲醇	聚乙烯	聚丙烯	合成氨	尿素
在产项目						
中天合创能源有 限责任公司	39%	360	137			
陕西延长中煤榆 林能源化工有限 公司	17%	360	190			
合计	持股比例	甲醇	聚烯烃		合成氨	尿素
在产产能统计		160	120			175
权益在产产能合 计		145	205			175
在建产能统计			90			
权益在建产能合 计			90			

资料来源：公司公告、开源证券研究所

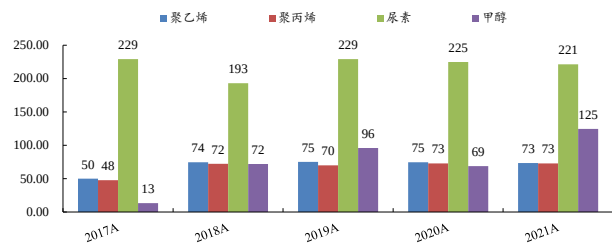
公司聚烯烃、尿素等煤化工产品产销量较为稳定。2021 年，公司聚烯烃产量 146 万吨，同比持平；销量 147 万吨，同比略降 1 万吨，近四年来公司聚烯烃产销量较为稳定，基本维持在 140-150 万吨/年的水平。2021 年尿素产量 205 万吨，同比增加 16 万吨；销量 221 万吨（有部分外购尿素），同比减少 4 万吨，近四年来公司尿素产量较为稳定，基本维持在 200 万吨/年附近水平。2021 年甲醇产量 126 万吨，同比增加 57 万吨；销量 125 万吨，同比增加 56 万吨，2021 年甲醇产销量上升主要因为鄂能化二期 100 万吨甲醇项目投产所致。

图19：公司聚烯烃、尿素等产品产量较为稳定（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：公司聚烯烃、尿素等产品销量较为稳定（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

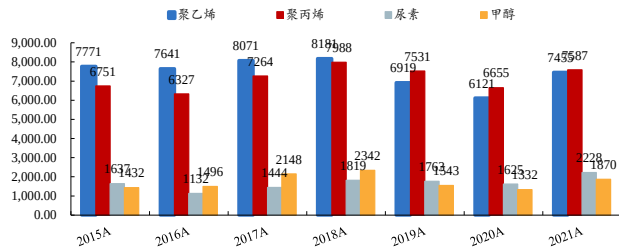
3.2、2021 年成本上涨一定程度上影响煤化工项目盈利

2021 年，受国际油价上涨影响，公司煤化工产品价格同比涨幅较大。2021 年，公司聚烯烃平均售价 7455 元/吨，同比增加 1334 元/吨，增长 22%；聚丙烯平均售价 7587 元/吨，同比增加 932 元/吨，增长 14%。尿素平均售价 2228 元/吨，同比增加 603 元/吨，增长 37%；甲醇平均售价 1870 元/吨，同比增加 538 元/吨，增长 40.4%。

公司自产煤化工产品成本主要来自煤炭，2021 年成本上升较快。2021 年，公司煤化工业务原料成本（主要为煤炭）占比 62%，是最主要的成本来源。2021 年，由于煤炭价格上涨较多，公司聚乙烯单位销售成本 6732 元/吨，同比增长 1674 元/吨，增长 33%；聚丙烯单位销售成本 6761 元/吨，同比增长 1852 元/吨，增长 38%。尿素单位销售成本 1696 元/吨，同比增长 612 元/吨，增长 57%。甲醇单位销售成本 1922 元/吨，同比增长 570 元/吨，增长 42%。

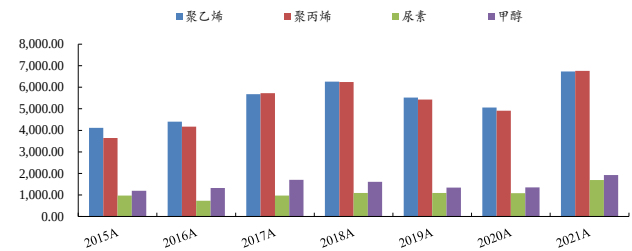
公司煤化工业务业绩主要来源于自产聚烯烃和尿素。2021 年，由于煤炭成本上升较快，从而影响毛利，公司聚乙烯、聚丙烯、尿素、甲醇分别实现单位毛利为 723 元/吨、826 元/吨、532 元/吨、-52 元/吨，毛利率分别为 9.7%、10.9%、23.9%、-2.8%，实现毛利 5.3、6.0、11.8、-0.65 亿元，占比分别为 20%、23%、44%和-2%。从过去五年来看，公司煤化工业务业绩主要来源于自产聚烯烃和尿素，尤其是烯烃居多。

图21：2021 年公司化工产品价格同比涨幅较大（元/吨）



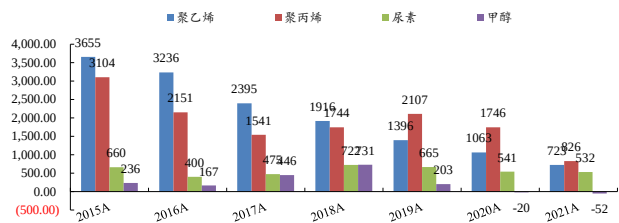
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2021 年公司煤化工产品单位成本有所上升（元/吨）



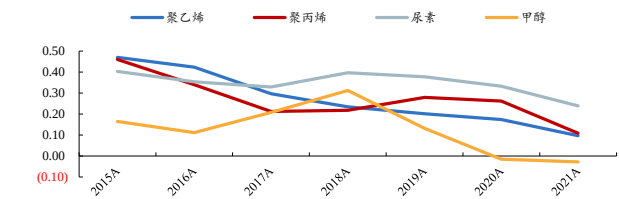
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2021 年公司煤化工产品单位毛利有所收缩（元/吨）



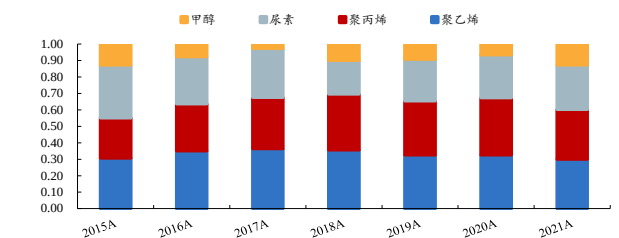
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2021 年公司煤化工产品毛利率有所下降(%)



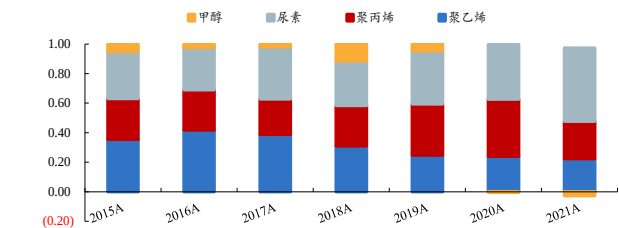
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：公司煤化工产品收入主要来自尿素和聚烯烃



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：公司煤化工产品毛利主要来自尿素和聚烯烃



数据来源：Wind、开源证券研究所

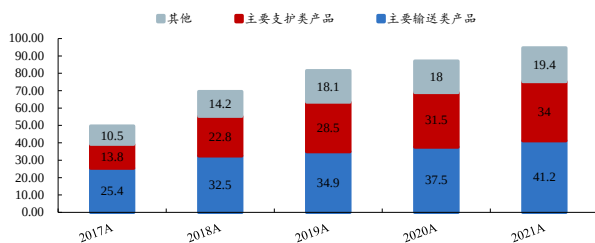
4、煤矿装备业务及其他业务

4.1、煤矿装备产值逐年提升，毛利率相对稳定

近年来公司煤矿装备产能逐年提升。公司不断优化生产组织，实现了技术、采购、生产、外协紧密衔接、上下联动，生产效率大幅提升，近年来公司煤矿装备产能逐年提升。2021 全年累计完成煤矿装备产值 94.6 亿元，同比增长 8.7%。其中，主要输送类产品产值为 41.2 亿元，同比增长 9.9%；主要支护类产品产值为 34 亿元，同比增长 7.9%；其他类产品产值为 19.4 亿元，同比增长 7.8%。

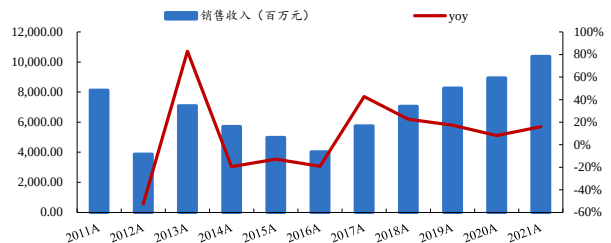
近年来公司煤矿装备产品毛利率相对稳定。2021 年，公司煤矿装备制造业务实现收入 103.7 亿元，同比增长 16%，毛利率为 17%，近五年毛利率维持在 15%-17% 区间，2021 年实现毛利为 17.7 亿元，同比增长 14%，供给侧结构性改革以来毛利稳步增长。

图27：近 5 年公司煤矿装备产值持续增长（亿元）



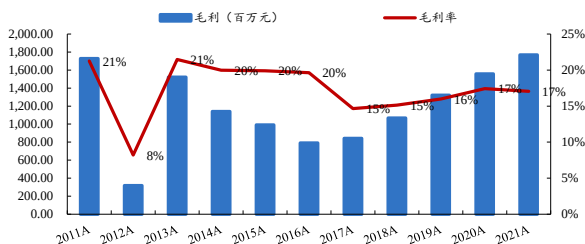
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28：近年来公司煤矿装备销售收入稳步上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图29：近年来公司煤矿装备销售毛利持续上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：公司输送设备示意图



资料来源：公司官网

图31：公司支护设备示意图



资料来源：公司官网

图32：公司采煤机设备示意图



资料来源：公司官网

公司研发生产的中高端电机、中高端刮板输送机、中高端采煤机市场占有率居国内领先。集团旗下的中国煤矿机械装备有限责任公司是专业从事煤矿工程机械装备“成套化”研制、供给、维修、租赁、服务五位一体的企业。成套化、智能化煤矿工作面输送、支护、采掘设备的技术水平及市场占有率居国内领先。公司深耕煤机市场，煤机产品销售市场基本覆盖了国内大型煤炭生产企业，研发生产的中高端电机、中高端刮板输送机、中高端采煤机市场占有率较高。煤矿装备制造行业主要成本是钢材，全国煤矿智能化改造大幅提速则提供了新机遇，煤矿装备制造领军企业订单有望稳步增长。

4.2、其他业务（主要是电力）：火电项目拓宽产业链

充分发挥煤电一体化产业链优势。公司其他业务包括火电和金融业务（财务公司），主要是火电。公司围绕煤电一体化发展，大力发展以坑口电厂为主的发电业务，煤电联营优势持续扩大。围绕鄂尔多斯、晋北、陕北、准东等九个千万千瓦级大型煤电基地，结合矿区资源条件、环境容量和外送通道，采用先进的节能节水环保发电技术，重点建设山西、新疆、江苏等大型坑口燃煤电厂和低热值煤电厂，提升煤电产业链价值，实现煤电一体化协同发展。2021年，公司所属电厂及煤化工企业共同，推进煤炭清洁利用和转化，共消化自产低热值或高硫煤炭 741 万吨。

中煤能源目前主要是 4 个主力在产电厂。分别布局在山西、新疆、江苏，项目分别是新疆准东五彩湾 2×660MW 北二电厂、上海能源公司 2×350MW 热电项目、平朔第一煤矸石 2×660MW、中煤华晋晋城热电公司 2×300MW，目前在产规模为 3.82GW，权益为 2.74GW。在建一个项目为安太堡 2×350MW 低热值煤发电项目，新建规模为 0.7GW，权益为 0.7GW。

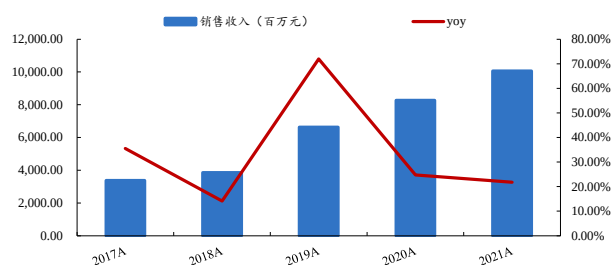
表5：中煤能源目前主要有 4 个主力在产电厂

项目名称	持股比例	规模 (MW/年)	权益规模 (MW/年)	状态
平朔集团 2*600MW 低热值煤发电新建项目 (中煤平朔第一煤矸石发电有限公司)	100%	2*600	1200	在产
新疆煤电化五彩湾准东北二电厂 2*660MW 电厂 3、4 号机组项目	60%	2*660	792	在产
上海能源公司 2×350MW “上大压小” 新建热电厂项目	62%	2*350	437	在产
中煤华晋晋城热电公司	51%	2×300	306	在产
安太堡 2×350MW 低热值煤发电项目	100%	2*350	700	在建
在产合计 (MW)		3820	2735	
在建合计 (MW)		700	700	

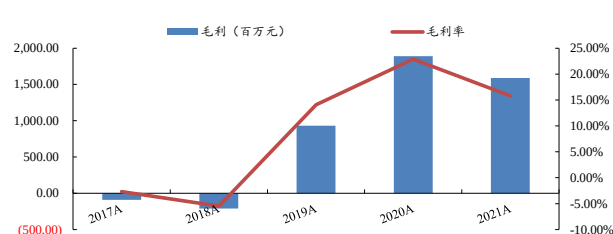
资料来源：公司公告、开源证券研究所

备注：平朔集团于 2019 年 8 月 20 日以其所持中煤平朔第一煤矸石发电有限公司 51% 股权出资参股苏晋能源控股有限公司，第一煤矸石发电不再纳入合并报表。

2021 年，其他业务收入增长 22%，毛利率为 15.8%。2021 年，公司其他业务实现营业收入 100.6 亿元，同比增长 22%；营业成本 84.7 亿元，同比增长 33%；毛利 15.9 亿元，同比下降 16%；毛利率 15.78%，比 2020 年下降 7 个百分点（预计与煤价上涨，火电成本上升有关系）。随着安太堡 2×350MW 低热值煤发电项目开工建设，未来公司电力业务业绩增长可期。

图33：近 5 年公司其他业务收入持续增长（百万元 %）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图34：近 5 年公司其他业务毛利稳中上升（百万元 %）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

公司自产商品煤和煤化工等核心业务拆分的主要预测依据：

(1) 考虑 2022 年大海则煤矿开始试生产以及后续苇子沟煤矿、里必煤矿投产预期，我们预测 2022/2023/2024 年商品煤产量分别为 12074/13274/13674 万吨，假设产销率皆为 100%，自产煤销量分别为 12074/13274/13674 万吨。

(2) 考虑 2022 年长协基准价上调，我们预测 2022/2023/2024 年年公司自产煤单位售价分别为 748/786/825 元/吨。自产煤成本涨幅预期低于价格涨幅，2022/2023/2024 年年分别预测+5%/+5%/+5%。

(3) 考虑内蒙鄂能化二期 100 万吨/年甲醇产能释放，我们预测 2022/2023/2024 年聚乙烯、聚丙烯、尿素、甲醇产量分别为 74/74/74 万吨、72/72/72 万吨、205/205/205 万吨、160/160/160 万吨，销量分别是 74/74/74 万吨、73/73/73 万吨、221/221/221 万吨、160/160/160 万吨。

(4) 考虑原油价格及原料煤价格上涨，我们预测 2022/2023/2024 年年聚乙烯、聚丙烯、尿素、甲醇销售价格分别为 8201/8611/9041 元/吨、8346/8763/9201 元/吨、2562/2690/2825 元/吨、2057/2160/2268 元/吨，单位成本分别是 7540/7917/8313 元/吨、7572/7951/8348 元/吨、1900/1994/2094 元/吨、2153/2260/2373 元/吨。

盈利预测与估值：我们预测公司 2022-2024 年归属于母公司的净利润分别为 234.07/275.04/302.76 亿元，同比增长 76%、18%、10%，折合 EPS 分别是 1.77/2.07/2.28 元/股，当前股价对应 PE 分别为 4.6/3.9/3.6 倍，我们选取业务与公司相近的 7 家公司，中国神华、兖矿能源、陕西煤业、晋控煤业、山煤国际、潞安环能、电投能源，2022-2023 年 PE 分别为 5.9/5.4，中煤估值在同行中明显偏低，考虑动力煤长协价格中枢上移，公司焦煤定价偏市场化，公司具备稀缺的产能内生增长，煤化工业务有望贡献一定的业绩弹性，近些年来资产质量持续优化，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表6：自产商品煤业务拆分及预测

自产煤	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
产量（万吨）	7554	7713	10184	11001	11274	12074	13274	13674
yoy	-6.7%	2.1%	32.0%	8.0%	2.5%	7.1%	9.9%	3.0%
其中 动力煤	6,690	6,822	9,145	9,894	10238			
炼焦煤	864	891	1,039	1,107	1,036			
销量（万吨）	7500	7667	10195	11105	11073	12074	13274	13674
yoy	-7.0%	2.2%	33.0%	8.9%	-0.3%	9.0%	9.9%	3.0%
产销率	99.3%	99.4%	100.1%	100.9%	98.2%	100.0%	100.0%	100.0%
其中 动力煤	6,469	6,792	9,162	9,986	10,037			
炼焦煤	860	875	1,033	1,119	1,036			
销售收入（百万元）	36,977	38,914	49,596	49,227	71,416	90,332	104,275	112,788
yoy	29.8%	5.2%	27.5%	-0.7%	45.1%	26.5%	15.4%	8.2%
其中 动力煤	29191	30062	39550	40194	57378			
炼焦煤	7786	8852	10046	9033	14038			
单位价格（元/吨）	493	508	486	443	645	748	786	825
yoy	39.6%	2.9%	-4.2%	-8.9%	45.5%	16%	5%	5%
其中 动力煤	451	443	432	403	572	657		
炼焦煤	905	1012	973	807	1355	1626		
销售成本（百万元）	16,838	16,694	22,632	22,029	36,009	41,227	47,591	51,477
yoy	28.9%	-0.9%	35.6%	-2.7%	63.5%	14.5%	15.4%	8.2%
其中 动力煤	14849	14617	19966	19511	32628			
炼焦煤	1989	2077	2666	2518	3381			
单位成本（元/吨）	225	218	222	198	325	341	359	376
yoy	38.6%	-3.0%	2.0%	-10.6%	63.9%	5%	5%	5%
其中 动力煤	230	215	218	195	325			
炼焦煤	231	237	258	225	326			
单位毛利（元/吨）	269	290	264	245	320	407	427	448

自产煤	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
其中 动力煤	222	227	214	207	247			
炼焦煤	674	774	714	582	1029			
毛利（百万元）	20139	22220	26964	27198	35407	49104	56684	61311
其中 动力煤	14342	15445	19584	20683	24750			
炼焦煤	5797	6775	7380	6515	10657			
毛利率	54.5%	57.1%	54.4%	55.3%	49.6%	54%	54%	54%
其中 动力煤	49%	51%	50%	51%	43%			
炼焦煤	74%	77%	73%	72%	76%			

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表7：煤化工业务拆分及预测

煤化工业务	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销量（万吨）	340	412	470	441	492	528	528	528
yoy	10.0%	21.0%	14.2%	-6.2%	11.6%	7.3%	0.0%	0.0%
单位价格（元/吨）	3,748	4,376	3,782	3,867	4,404	4,643	4,843	5,053
yoy	9.8%	16.7%	-13.6%	2.2%	13.9%	5.4%	4.3%	4.3%
销售收入（百万元）	12,744	18,006	17,772	17,054	21,670	24,519	25,575	26,683
单位成本（元/吨）	2,716	3,308	2,863	3,035	3,865	4,118	4,296	4,482
yoy	16.5%	21.8%	-13.4%	6.0%	27.4%	6.6%	4.3%	4.3%
销售成本（百万元）	9233	13613	13455	13383	19021	21750	22687	23670
毛利率	27.55%	24.40%	24.29%	21.53%	12.22%	11.30%	11.29%	11.29%
毛利（百万元）	3,511	4,393	4,317	3,671	2,649	2,770	2,888	3,012

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表8：中煤在主要煤炭公司中估值偏低

名称	总市值（亿元）	预期归属上市公司股东净利润（亿元）			PE		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
中国神华	5,702	503	594	613	11.3	9.6	9.3
兖矿能源	1,618	163	251	272	10.0	6.4	6.0
陕西煤业	1,542	209	228	244	7.4	6.8	6.3
晋控煤业	196	47	47	65	4.2	4.2	3.0
山煤国际	239	49	50	51	4.8	4.7	4.7
潞安环能	483	67	98	104	7.2	4.9	4.7
电投能源	259	36	60	63	7.3	4.3	4.1
均值					7.5	5.9	5.4
中煤能源	1,122	133	234	275	8.4	4.8	4.1

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：2022-2023 年归母净利润预测，除了陕西煤业为 Wind 一致预期，其余皆为开源证券预测；股价日期为 2022 年 4 月 26 日

6、风险提示

- （1）煤价超预期下跌风险。若煤价大幅下跌，可能会明显影响公司业绩。
- （2）安全生产风险，公司所处的煤炭开采行业属于高风险行业，存在安全生产方面风险
- （3）新建产能不及预期风险，公司在建工程中包括煤矿和煤化工项目，如果因为手续、政策等方面因素制约，可能存在新建产能不及预期风险
- （4）研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	62225	104985	120511	137460	154364
现金	35949	72925	89615	103922	123672
应收票据及应收账款	7241	7546	7948	8284	7656
其他应收款	3062	3120	3358	3405	3357
预付账款	1662	2271	1850	2370	1762
存货	7050	8192	6809	8547	6985
其他流动资产	7260	10931	10931	10931	10931
非流动资产	219462	216753	224263	238928	247556
长期投资	24019	26842	35166	43489	51812
固定资产	112525	109142	109547	113632	113303
无形资产	49662	51380	52937	56759	59101
其他非流动资产	33255	29389	26613	25049	23340
资产总计	281686	321738	344774	376389	401920
流动负债	69150	87745	96581	108829	114702
短期借款	1409	582	1445	1151	1154
应付票据及应付账款	25142	27199	37866	50857	53985
其他流动负债	42599	59965	57270	56822	59563
非流动负债	88683	91591	76341	63450	48116
长期借款	72209	74617	59367	46476	31142
其他非流动负债	16474	16974	16974	16974	16974
负债合计	157833	179336	172923	172280	162818
少数股东权益	22996	28617	38648	50435	63411
股本	13259	13259	13259	13259	13259
资本公积	38694	38605	38605	38605	38605
留存收益	45221	56543	79935	107428	137681
归属母公司股东权益	100857	113786	133203	153674	175691
负债和股东权益	281686	321738	344774	376389	401920

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	22632	48106	57287	56526	59645
净利润	8926	19002	33439	39291	43252
折旧摊销	9862	10657	9803	10751	11719
财务费用	4529	3954	3621	2598	1487
投资损失	-1313	-3545	-5506	-5506	-5505
营运资金变动	1122	12190	15930	9392	8691
其他经营现金流	-494	5848	0	0	0
投资活动现金流	-14243	-25382	-11807	-19911	-14842
资本支出	10307	10427	-814	6343	305
长期投资	-39	-257	-8323	-7834	-8323
其他投资现金流	-3975	-15212	-20944	-21402	-22861
筹资活动现金流	-5475	-6697	-28790	-22308	-25052
短期借款	-2698	-827	863	-294	3
长期借款	16032	2408	-15249	-12891	-15334
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-155	-89	0	0	0
其他筹资现金流	-18654	-8189	-14404	-9123	-9722
现金净增加额	2904	16053	16691	14307	19750

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	140961	231127	242172	263763	278951
营业成本	104506	189085	186092	199627	209682
营业税金及附加	4107	6372	6781	7385	7811
营业费用	12655	837	848	923	976
管理费用	3742	4455	4843	5275	5579
研发费用	523	666	661	762	852
财务费用	4529	3954	3621	2598	1487
资产减值损失	-56	-3957	-121	-132	-139
其他收益	168	199	200	200	200
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1313	3545	5506	5506	5505
资产处置收益	0	-14	0	0	0
营业利润	12326	25514	45154	53029	58408
营业外收入	118	230	206	214	192
营业外支出	120	166	172	148	151
利润总额	12325	25577	45188	53096	58448
所得税	3399	6575	11749	13805	15197
净利润	8926	19002	33439	39291	43252
少数股东损益	3022	5720	10032	11787	12975
归母净利润	5904	13282	23407	27504	30276
EBITDA	26311	39732	57401	65126	70260
EPS(元)	0.45	1.00	1.77	2.07	2.28

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	9.0	64.0	4.8	8.9	5.8
营业利润(%)	2.9	107.0	77.0	17.4	10.1
归属于母公司净利润(%)	4.9	125.0	76.2	17.5	10.1
获利能力					
毛利率(%)	25.9	18.2	23.2	24.3	24.8
净利率(%)	4.2	5.7	9.7	10.4	10.9
ROE(%)	7.2	13.3	19.5	19.2	18.1
ROIC(%)	5.9	9.9	16.3	17.9	18.8
偿债能力					
资产负债率(%)	56.0	55.7	50.2	45.8	40.5
净负债比率(%)	53.7	22.1	-3.7	-16.3	-28.6
流动比率	0.9	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.7	1.0	1.0	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	19.4	31.3	31.3	32.5	35.0
应付账款周转率	4.3	7.2	5.7	4.5	4.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	1.00	1.77	2.07	2.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.71	3.63	4.32	4.26	4.50
每股净资产(最新摊薄)	7.61	8.58	10.05	11.59	13.25
估值比率					
P/E	18.4	8.2	4.6	3.9	3.6
P/B	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.5	4.2	2.5	1.9	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

25 / 27

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn