

► **22Q2 各煤种价格表现强劲。环比角度来看**，2022Q2 除个别煤种价格环比微幅下滑以外，大部分煤种价格延续了上一季度的高景气。动力煤方面，产地表现整体好于港口，且中高发热量煤种价格表现好于低热值煤种。二季度焦煤价格相对强势，2022Q2 京唐港 1/3 焦煤环比上涨 14.7%，产地方面除长治喷吹煤均价微幅下降以外，河北、山西、安徽焦煤价格均上涨，环比涨幅不低于 8%。无烟煤方面，2022Q2 无烟煤均价环比消费下滑，环比降幅 4% 左右。**同比角度来看**，2022Q2 港口动力煤同比涨幅 40% 以上，产地煤价涨幅 20% 以上，其中陕西省涨幅居前。炼焦煤方面，2022Q2 涨幅均在 60% 以上，其中河北地区炼焦煤均价涨幅居前，同比涨幅达到 90% 以上。无烟煤 2022Q2 同比涨幅在 70% 左右。

► **重点跟踪公司 22Q2 业绩预计同比增长 86%**。由于 22Q2 动力煤现货价格整体呈现环比上升趋势，因此现货销售占比高的公司 22Q2 业绩仍有望继续上涨。长协方面，22Q2 长协价环比微降，因此长协占比高的公司 22Q2 业绩环比或小幅下滑。焦煤方面，22Q2 焦煤价格整体抬升，因此以焦煤为主的公司有望在 22Q1 高增长的基础上再创佳绩。我们重点跟踪的 10 家上市公司 2022 年预计实现归母净利润 601.4 亿元，较 2022 年一季度上涨 26%，较去年同时期增长 86%。2022 年上半年，重点上市公司合计实现净利润 1080.3 亿元，同比增长 88%。2022 年二季度业绩同比增速超过 200% 的公司有陕西煤业、山煤国际、平煤股份。

► **动力煤高景气有望持续**。进入 6 月后，随着天气逐渐炎热，民用电需求回升确定性较强，据 CCTD 的全国电厂日耗来看，电厂日耗回升趋势明显。此外，国务院总理李克强作政府工作报告中指出，今年发展主要预期目标是：国内生产总值增长 5.5% 左右。同时当前疫情的影响也在减弱，动力煤需求改善的确定性较强。综上，动力煤供给增长乏力背景下，需求改善确定性较强，动力煤价格存在向上动能，行业高景气有望持续。

► **投资建议**：动力煤需求反弹确定性较强，基本面改善，向上动能较足，我们推荐以动力煤为主线的投资逻辑，标的方面，我们重点推荐山煤国际、陕西煤业、晋控煤业。同时，我们建议关注动力煤板块的投资机会，建议关注中煤能源、中国神华、兖矿能源、露天煤业。

► **风险提示**：1) 经济增速放缓风险；2) 煤价大幅下跌风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600546	山煤国际	17.39	2.49	4.06	4.55	7	4	4	推荐
601225	陕西煤业	19.38	2.18	3.74	3.37	9	5	6	推荐
601001	晋控煤业	15.69	2.78	3.61	3.82	6	4	4	推荐
601898	中煤能源	9.73	1.00	1.89	2.11	10	5	5	推荐
601088	中国神华	31.04	2.53	3.51	3.69	12	9	8	推荐
600188	兖矿能源	35.74	3.29	5.25	5.50	11	7	6	推荐
002128	电投能源	14.35	1.85	2.92	3.14	8	5	5	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022-06-20 收盘价）

推荐

维持评级



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.煤炭周报：火力发电降幅收窄，需求支撑下动力煤价存向上动能
- 2.煤炭周报：电煤需求边际改善，非电用煤支撑现价走强
- 3.煤炭周报：复工复产提速，市场将迎来供需两旺
- 4.煤炭周报：疫情得到有效控制，稳增长刺激需求反弹
- 5.煤炭周报：弱需求的压力测试基本完成，板块行情有望启动

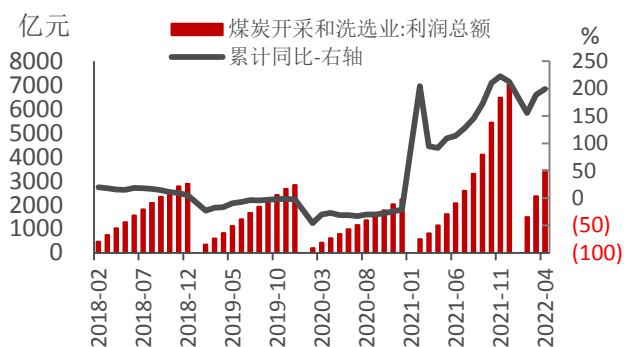
目 录

1 22Q2 行业利润持续释放	3
2 22Q2 价格持续强势	4
3 重点跟踪公司 22Q2 业绩预计同比增长 85%	5
4 动力煤高景气有望持续	6
4.1 动力煤供给端增量有限	6
4.2 动力煤需求边际改善	7
5 投资建议	8
5.1 行业投资建议	8
5.2 重点公司	8
6 风险提示	12
插图目录	13
表格目录	13

1 22Q2 行业利润持续释放

煤价高位，行业利润持续爆发。据 Wind 数据，2022 年 1-4 月，煤炭开采洗选业实现利润总额 3442.8 亿元，同比增长 199.3%，利润总额呈现高速增长趋势。煤炭开采洗选业亏损企业比例为 29%，较去年同时期降低 5.5 个百分点，亏损总额 204.4 亿元，较去年同时期下降 1.7%。

图 1：煤炭行业利润持续释放



资料来源：wind，民生证券研究院

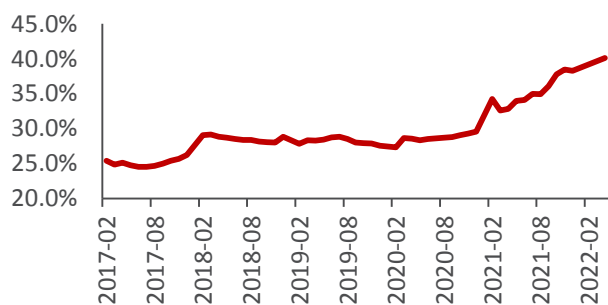
图 2：煤炭行业亏损面减少



资料来源：wind，民生证券研究院

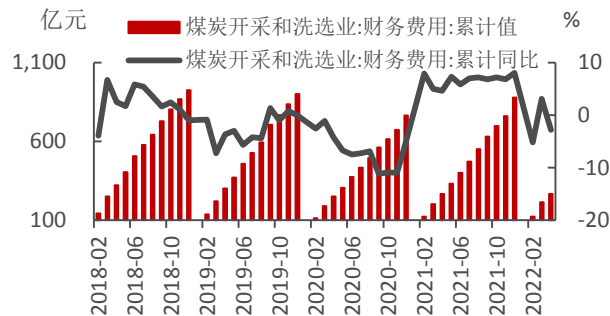
2022 年以来，在行业保持高景气的背景下，煤炭开采洗选业毛利率持续提升，截至 2022 年 4 月行业毛利率为 40.1%，较去年同时期升高 7.3 个百分点。利润持续改善的同时，资产负债表也在修复，2022 年 4 月煤炭开采洗选业资产负债率为 62.48%，同比下降 3.97 个百分点，较 2021 年末下降 2.4 个百分点。财务负担减轻导致财务费用也在下降，2022 年前 4 月行业财务费用 267 亿元，同比下降 3.2%。

图 3：煤炭开采洗选业毛利率提升



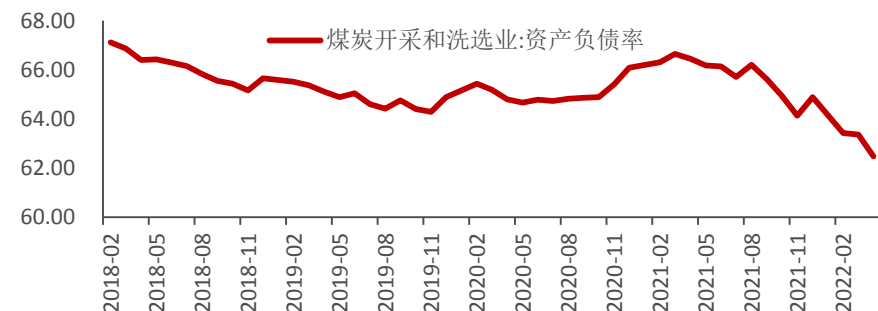
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：煤炭开采洗选业财务费用同比下降



资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：行业资产负债率下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

2 22Q2 价格持续强势

价格表现来看，各煤种表现均较为强势：

环比角度来看，2022Q2 除个别煤种价格环比微幅下滑以外，大部分煤种价格延续了上一季度的高景气。动力煤方面，产地表现整体好于港口，且中高发热量煤种价格表现好于低热值煤种，2022Q2（截至 2022 年 6 月 16 日，下同）秦皇岛港 Q5800 动力煤均价环比上涨 2.3%，山西长治 Q5800 均价环比上涨 5.3%，陕西榆林 Q5800 环比增长 5.3%。长协方面，22Q2 长协价环比下降 0.6%。二季度焦煤价格相对强势，2022Q2 京唐港 1/3 焦煤环比上涨 14.7%，产地方面除长治喷吹煤均价微幅下降以外，河北、山西、安徽焦煤价格均上涨，环比涨幅不低于 8%。无烟煤方面，2022Q2 无烟煤均价环比消费下滑，环比降幅 4%左右。

同比角度来看，2022Q2 各煤种同比涨幅仍然较大。22Q2 港口动力煤同比涨幅 40%以上，产地煤价涨幅 20%以上，其中陕西省涨幅居前。炼焦煤方面，22Q2 涨幅均在 60%以上，其中河北地区炼焦煤均价涨幅居前，同比涨幅达到 90%以上。无烟煤 2022Q2 同比涨幅在 70%左右。

表 1：2022 年二季度各煤种价格保持强势（截至 2022 年 6 月 16 日）

单位：元/吨		22Q2	22Q1	21Q2	环比	同比	22H	21H	同比
秦港煤价	Q4500	909	904	661	0.6%	37.7%	907	716	26.7%
	Q5000	1,032	1039	734	-0.7%	40.6%	1036	795	30.3%
	Q5500	1,201	1173	807	2.3%	48.7%	1186	875	35.6%
	Q5800	1,263	1235	851	2.3%	48.4%	1248	922	35.3%
	山西长治 5800	1,431	1,359	876	5.3%	63.3%	1,392	790	76.1%
产地煤价	山西大同 5500	929	905	702	2.6%	32.3%	916	622	47.2%
	山西朔州 5000	766	764	605	0.2%	26.5%	765	529	44.5%
	内蒙古鄂尔多斯 4500	551	548	447	0.7%	23.2%	549	387	41.9%
	内蒙古鄂尔多斯 5000	691	695	564	-0.6%	22.5%	693	486	42.5%
	内蒙古鄂尔多斯 5500	805	800	659	0.7%	22.3%	802	565	42.1%
	内蒙古海拉尔褐煤	600	600	369	0.0%	62.6%	600	363	65.2%
	陕西彬县 Q5500	843	827	592	2.0%	42.3%	834	565	47.6%
	陕西榆林 Q5800	971	922	729	5.3%	33.1%	945	627	50.6%
	陕西榆林 Q6200	1,104	1,080	729	2.2%	51.4%	1,091	640	70.5%
	长协价 港口年度长协 Q5500	719	723	596	-0.6%	20.6%	721	593	21.6%
港口焦煤	京唐港主焦煤	3,218	2,931	1,926	9.8%	67.1%	3064	1796	70.6%
	京唐港 1/3 焦煤	2,653	2,314	1,531	14.7%	73.3%	2472	1428	73.1%
	古交 2 号焦煤	3171	2815	1907	12.6%	66.3%	1907	1726	10.5%
	长治喷吹煤	1797	1858	1034	-3.3%	73.8%	1830	1029	77.8%
	开滦焦精煤	3247	2801	1672	15.9%	94.2%	3015	1674	80.2%
产地焦煤价格	开滦 1/3 焦煤	2905	2494	1409	16.5%	106.1%	2692	1418	89.8%
	唐山肥精煤	3237	2791	1662	16.0%	94.7%	3005	1664	80.6%
	唐山焦精煤	3257	2811	1682	15.9%	93.6%	3025	1684	79.7%
	邢台焦精煤	2912	2660	1750	9.5%	66.4%	2779	1723	61.3%
	淮北焦精煤	2391	2200	1508	8.7%	58.6%	2291	1487	54.0%
	淮北肥精煤	2351	2170	1468	8.4%	60.2%	2251	1447	55.5%

产地无烟煤	晋城无烟煤小块	1736	1803	1052	-3.7%	65.1%	1772	1010	75.5%
	晋城无烟煤中块	1786	1853	1057	-3.6%	68.9%	1820	1020	78.4%
	阳泉无烟煤洗小块	1686	1753	1002	-3.8%	68.3%	1720	960	79.3%
	阳泉无烟末	1756	1823	1027	-3.7%	70.9%	1790	990	80.8%

资料来源：wind，煤炭资源网，民生证券研究院

3 重点跟踪公司 22Q2 业绩预计同比增长 85%

我们根据 2022 年二季度以来不同煤种的价格走势，公司销售结构、历史的期间费用、成本变化以及近期披露的产销量情况，对重点跟踪公司 2022 年二季度的盈利做出如下预测：

22Q2 业绩同环比持续增长：我们重点跟踪的 10 家上市公司 2022 年预计实现归母净利润 598.1 亿元，较 2022 年一季度上涨 25%，较去年同时期增长 85%。2022 年上半年，重点上市公司合计实现净利润 1077 亿元，同比增长 87%。其中，由于 22Q2 动力煤现货价格整体呈现环比上升趋势，因此现货销售占比高的公司 22Q2 业绩仍有望继续上涨。长协方面，22Q2 长协价环比微降，因此长协占比高的公司 22Q2 业绩环比或小幅下滑。焦煤方面，22Q2 焦煤价格整体抬升，因此以焦煤为主的公司有望在 22Q1 高增长的基础上再创佳绩。

二季度业绩同比增速超过 200% 的公司有陕西煤业、山煤国际、平煤股份。陕西煤业公告二季度对隆基绿能的核算方式由长期股权投资变更为金融资产核算，截至 2022 年 5 月 20 日归属于母公司净利润的影响为人民币 65.26 亿元，另外公司减持了 1.46 亿股隆基绿能股份，预计获得浮盈（税前）约为 29.88 亿元，使得公司 2022 年二季度业绩大幅增长。山煤国际、平煤股份业绩增长主要来自于价格弹性释放，其中山煤国际受益于多元化的客户结构，价格传导通畅。平煤股份坚持精煤战略，在降本增效的同时利润也将持续释放。

表 2：重点公司 2022Q2 盈利预测（单位：亿元）

证券简称	单季度业绩					上半年业绩			全年业绩			PE-22E
	22Q2	22Q1	21Q2	环比	同比	22H	21H	同比	2022E	2021A	同比	
电投能源	13.6	15.1	8.2	-10%	66%	28.8	18.3	57%	56.1	35.6	58%	5
兖矿能源	75.7	66.8	37.9	13%	100%	142.5	60.4	136%	259.7	162.6	60%	7
中国神华	184.1	189.6	144.2	-3%	28%	373.7	260.3	44%	697.0	502.7	39%	9
陕西煤业	166.0	56.9	49.1	192%	238%	223.0	82.9	169%	362.8	211.4	72%	5
中煤能源	62.8	67.9	40.8	-7%	54%	130.8	75.9	72%	250.4	132.8	89%	5
晋控煤业	14.7	9.0	8.6	63%	71%	23.7	13.6	74%	60.5	46.6	30%	4
山煤国际	19.6	16.5	5.3	18%	271%	36.1	8.5	326%	80.6	49.4	63%	4
淮北矿业	18.7	16.2	13.2	15%	41%	34.9	25.2	38%	70.0	47.8	46%	5
山西焦煤	25.7	24.6	10.3	5%	149%	50.3	19.4	159%	88.8	41.7	113%	6
平煤股份	17.1	16.3	5.1	5%	234%	33.4	10.6	216%	63.2	29.2	116%	5
重点公司合计	598.1	478.9	322.7	25%	85%	1077.0	575.0	87%	1989.0	1259.7	58%	7

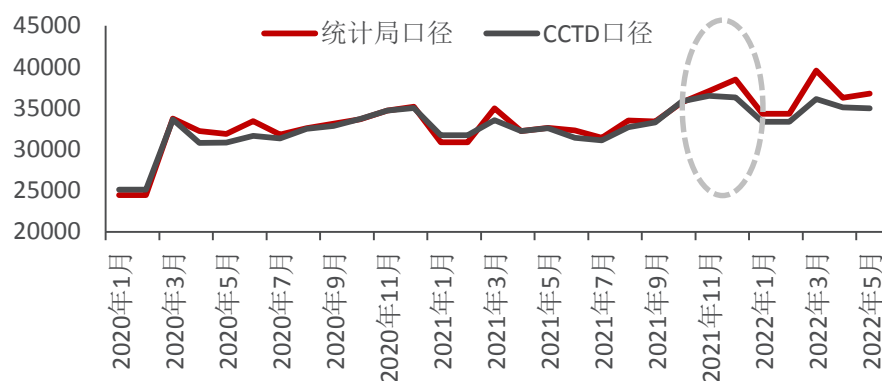
资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（PE 基数取 2022 年 6 月 20 日收盘价）

4 动力煤高景气有望持续

4.1 动力煤供给端增量有限

2021 年 11 月后，CCTD 口径与统计局原煤产量数据统计出现明显分化。以 CCTD 口径来看，原煤产量增幅并不明显。我们认为产量增加主要来自内蒙、新疆露天矿放量，但由于露天开采煤种发热量大多较低，因此产量虽然增加，但高热值煤占比下滑，导致产量虽增，但整体热值下滑。同时，我们认为 2021 年四季度的高产量是以煤炭生产企业延后检修为代价的，处于安全角度考虑，2021 年四季度的高产量难以持续。

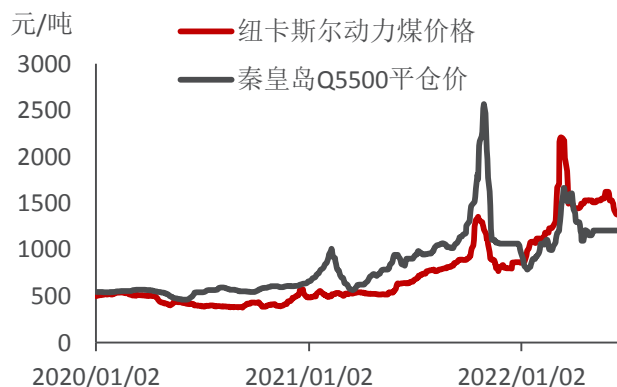
图 6：2021Q4 的高原煤产量难以持续（单位：万吨）



资料来源：wind，CCTD，民生证券研究院

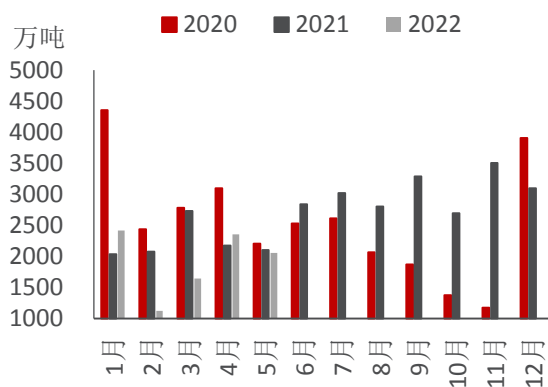
2022 年以来，随着国际局势的变化，海外动力煤价格持续走高。以纽卡斯尔动力煤价格为例，2022 年纽卡斯尔动力煤价格已经超过秦港动力煤价格，海内外煤价倒挂，进口积极性减弱。部分低卡煤经济性仍存，所以低卡仍然保持进口。整体来看，进口煤向低热值倾斜，价差因素导致高热值煤经济性下滑，因此进口数量降幅或不明显，但“质量”或下滑。

图 7：进口煤价格倒挂



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：煤炭进口量下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

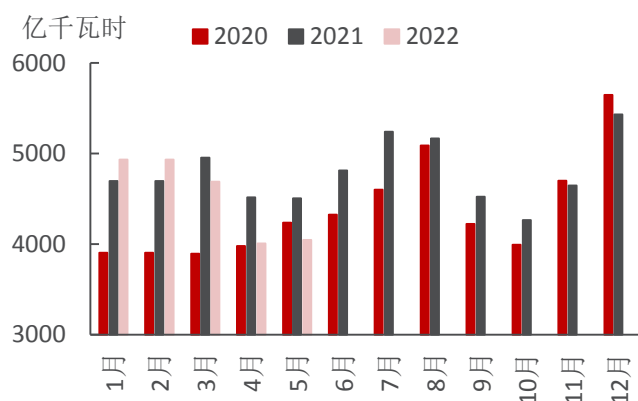
4.2 动力煤需求边际改善

需求淡季叠加疫情影响，二季度需求下滑幅度高于往年。受气温影响，每年的4月-5月民用用电需求下滑，为传统需求淡季。2022年的4-5月由于受到疫情影响，在民用电需求环比下降的基础上，工业用电进一步受到干扰，需求下滑。同样，生铁、水泥受到疫情影响，预计4月-5月产量均受到影响。

旺季到来叠加经济稳增长，需求环比改善确定性较强。进入6月后，随着天气逐渐炎热，民用用电需求回升确定性较强，据 CCTD 的全国电厂日耗来看，电厂日耗回升趋势明显。此外，国务院总理李克强作政府工作报告中指出，今年发展主要预期目标是：国内生产总值增长 5.5% 左右。同时当前疫情的影响也在减弱，动力煤需求改善的确定性较强。

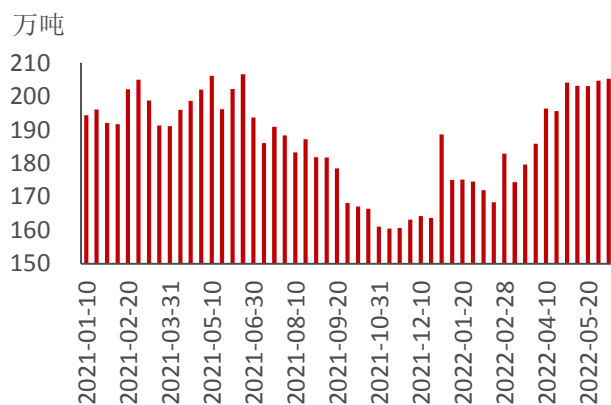
综上，动力煤供给增长乏力背景下，需求改善确定性较强，动力煤价格存在向上动能，行业高景气有望持续。

图 9：每年 4~5 月为火电传统淡季



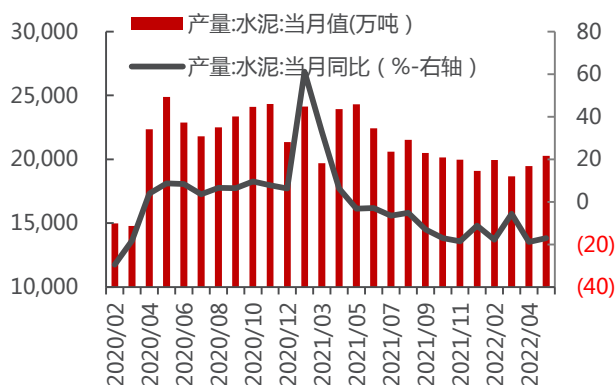
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：旬度生铁产量回升



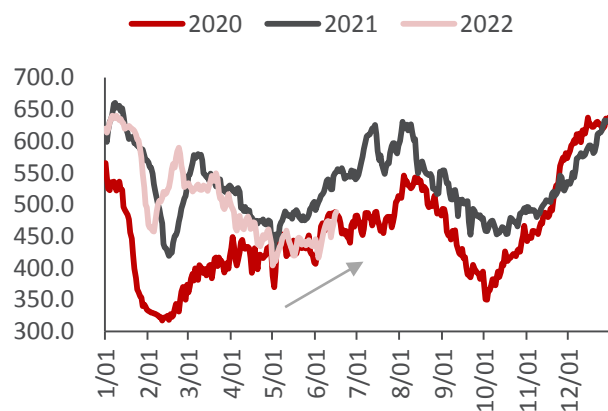
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：水泥产量受疫情影响下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：全国电厂日耗回升



资料来源：CCTD，民生证券研究院

5 投资建议

5.1 行业投资建议

据上文分析，动力煤需求反弹确定性较强，基本面改善，向上动能较足，我们推荐以动力煤为主线的投资逻辑，标的方面，我们重点推荐山煤国际、陕西煤业、晋控煤业。同时，我们建议关注动力煤板块的投资机会，建议关注中煤能源、中国神华、兖矿能源、露天煤业。

表 3：推荐标的列表

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600546.SH	山煤国际	17.39	2.49	4.06	4.55	7	4	4	推荐
601225.SH	陕西煤业	19.38	2.18	3.74	3.37	9	5	6	推荐
601001.SH	晋控煤业	15.69	2.78	3.61	3.82	6	4	4	推荐
601898.SH	中煤能源	9.73	1.00	1.89	2.11	10	5	5	推荐
601088.SH	中国神华	31.04	2.53	3.51	3.69	12	9	8	推荐
600188.SH	兖矿能源	35.74	3.29	5.25	5.50	11	7	6	推荐
002128.SZ	电投能源	14.35	1.85	2.92	3.14	8	5	5	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 6 月 20 日收盘价）

5.2 重点公司

山煤国际：深耕矿贸一体化经营模式，业绩弹性强

深耕矿贸一体化经营模式，保供下产量有增长。截至 2021 年底，公司拥有矿井 14 座，核定产能 3120 万吨/年，权益产能 1871 万吨/年。在这 14 座矿井之中，12 座在产，2 座在建。在产产能合计 2820 万吨/年（权益产能 1692 万吨/年）。在建矿井 2 座，合计产能 300 万吨/年（权益产能 178 万吨/年）。据公司 2021 年年报披露，鑫顺（煤矿整合系统工程）工程进度已经达到 97.58%，庄子河矿工程进度达到 88%，两矿井预计将在年内进入联合试运转，综合考虑投产时间以及新矿井投产的产能利用率偏低的情况，我们预计 2022 年新建产能贡献产量约 50 万吨左右，同时，保供背景下，在产产能也有望放量。

销售灵活，充分受益煤价上涨。公司矿区地处山西省长治市、大同市、晋城市、临汾市等地，与省内选煤厂、发电厂等主要用户毗邻，大部分煤矿自备铁路专用线与大秦铁路、南北同蒲铁路接轨，同时公司还有船运业务，产业链优势显著。公司自产煤多采取铁路直达港口或下游客户销售的方式，因此在煤价上行周期中，公司的价格弹性有望充分释放。

低成本铸就超高毛利空间。截至 2021 年末，公司员工人数 1.46 万人，人均原煤产量 2579 吨/人，在上市公司中处于前列。人员负担轻，人均效率高，造就公司的低成本优势，2021 年公

司自产煤成本仅 181 元/吨，成本控制水平与中国神华基本相当，处于上市公司前列。低成本优势打开了公司盈利空间，2021 年公司自产煤毛利率为 71%，中信煤炭板块上市公司中，公司自产煤业务毛利率仅略低于中国神华的 73%，处于行业第二位。

严控贸易风险，追求高质量发展。公司做贸易起家，具备丰富的煤炭贸易经验以及货源组织渠道以及运输渠道。经历过前期的经营困难，公司采取剥离不良资产等措施消化业绩包袱，公司应收账款规模大幅下降，预计未来公司业绩拖累有望减轻。当前公司贸易业务已经由从追求规模向追求质量转变，近年来公司煤炭贸易量下滑，贸易风险被严控，预计 2022 年公司贸易煤销量有望继续下滑，一方面行业供给持续偏紧，货源组织困难，另一方面公司持续整合贸易业务，严控贸易风险，我们预计 2022 年公司煤炭贸易量或下降至 2800 万吨左右。

投资建议：我们预计 2022~2024 年公司归母净利润为 80.56/90.28/93.80 亿元，对应 EPS 分别为 4.06/4.55/4.73 元/股，对应 2022 年 6 月 20 日股价的 PE 分别为 4 倍、4 倍、4 倍。公司销售灵活，业绩弹性强，煤价上涨周期中有望充分享受价格红利，在新建产能投产的背景下，公司有望量价齐升，维持“推荐”评级。

风险提示：1) 煤炭价格下行风险；2) 下游需求边际改善不及预期。3) 成本超预期上升。4) 产业政策风险。

表 4：山煤国际盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	48,054	56,007	57,306	59,713
增长率（%）	35.7	16.6	2.3	4.2
归属母公司股东净利润（百万元）	4,938	8,056	9,028	9,380
增长率（%）	497.4	63.2	12.1	3.9
每股收益（元）	2.49	4.06	4.55	4.73
PE	7	4	4	4
PB	2.4	1.5	1.0	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 6 月 20 日收盘价）

陕西煤业：高股息动力煤龙头，估值有望提升

公司先进产能占比高，规模优势突出。据公告，公司下属矿井 19 对，合计产能 14005 万吨/年，其中控股矿井 16 对，合计产能 11905 万吨/年（权益产能 7552 万吨/年），参股矿井 2100 万吨/年（权益产能 704 万吨/年）。控股矿井中千万吨级以上矿井 5 对，合计产能 7600 万吨/年，占控股总产能的 64%，矿井规模优势突出。2021Q4 在煤炭行业保供的背景下，公司也承担了一定的保供任务，部分产能获得产能核增，公司控股矿井产能核增 500 万吨/年（权益产能增加 259 万吨/年），参股矿井产能核增 300 万吨/年（权益产能增加 94 万吨/年）。核增后，公司权益产能合计 8265 万吨/年，2022 年在获取产能核增的背景下，公司产量有望继续小幅上移。

供应链公司出表，贸易煤销量预计下滑。销量方面，2021 年公司完成煤炭销量 26424 万吨，同比增长 9.37%，其中自产煤销量为 13428.91 万吨，同比增长 8.41%，贸易煤销量 12995.16 万吨，同比增长 10.38%，其中有部分为代销大股东陕煤化集团下属矿井的煤（为避免同业竞争），其余部分为公司与瑞茂通成立的合资公司进行的贸易煤。2021 年，陕西陕煤供应链管理有限公

司因陕西煤业化工集团有限责任公司对其增资并实际控制,不再纳入陕西煤业股份有限公司报表合并范围,公司贸易模式将恢复为代销集团煤,因此销量或将下滑。但由于贸易煤毛利较薄,贸易量的下降反而有助于毛利率的提升。

地销煤有望贡献价格弹性。由于公司铁路运力难以匹配公司煤炭销量,公司除铁运煤以外的部分以地销为主,长协占比相对较低。在“西电东送”等政策的驱动下,近年来动力煤需求逐步由沿海向内陆迁移,陕西地区动力煤价格走势强劲,公司地销煤价格弹性较强,在煤价上行周期中有望充分享受价格上涨红利。

资本开支持续下行,现金奶牛特性明显。据公告显示,截至 2022 年一季度,公司资产负债率仅为 33%,财务费用为-1.31 元,有息负债总额为 78 亿元,同时期账面货币资金为 555 亿元,货币资金可完全覆盖有息负债。根据公司 2022 年资本开支计划,公司 2022 年计划资本开支 41.5 亿元,其中——是小保当二号矿井及选煤厂项目计划 7.89 亿元,下半年项目建设全部完成;二是神渭管道输煤项目富余煤浆应用工程计划投资 2.87 亿元,下半年建成投运;三是神渭管道输煤项目计划投资 27.50 亿元,年底完成部分工程验收;四是榆阳煤炭物流园区项目计划投资 3.22 亿元,预计下半年建成投运。后续资本资金投入或将持续下降,现金奶牛的特性明显。

股息率处于较高水平,投资价值高。据公告,公司拟向公司股东每 10 股分派现金股利 13.50 元(含税),共计 130.88 亿元,占当年归属于公司股东净利润的 61.91%,以 2022 年 4 月 28 日股价测算,股息率 8.5%,股息率为较高水平,投资价值较高。考虑公司现金流充裕,资本开支逐年降低,未来具备进一步提升分红比率的潜力和空间。

盈利预测:预计 2022-2024 年公司归母净利为 362.77 亿元、326.54 亿元、333.42 亿元,对应 EPS 分别为 3.74/3.37/3.44 元/股,对应 2022 年 6 月 20 日收盘价的 PE 分别为 5 倍、6 倍、6 倍,行业中估值较低。维持“推荐”评级。

风险提示:煤价大幅下行,下游需求边际改善不及预期、成本超预期上升

表 5: 陕西煤业盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	152,266	157,710	167,135	170,953
增长率(%)	60.2	3.6	6.0	2.3
归属母公司股东净利润(百万元)	21,140	36,277	32,654	33,342
增长率(%)	42.3	71.6	-10.0	2.1
每股收益(元)	2.18	3.74	3.37	3.44
PE	9	5	6	6
PB	1.6	1.2	1.0	0.8

资料来源:Wind,民生证券研究院预测;(注:股价为 2022 年 6 月 20 日收盘价)

晋控煤业:业绩弹性强,资产注入可期

公司产销量高位稳定,预计保供政策下产量有望增加。近年来公司产量高位稳定,产量基本在 3100-3500 万吨之间波动,2021 年公司实现煤炭产量 3497 万吨,同比增长 10.6%。2022 年以来,行业持续保供,在保供的背景下,公司产能利用率有望进一步提升,预计 2022 年产量有所增加。但考虑到公司下属产能均为在产产能,且并无在建矿井,因此预计公司自有产能的增

产空间有限，在不考虑资产注入的背景下，预计 2022 年产量增量有限。

分矿井来看，公司主要利润来源为塔山矿，色连利润有望增厚。2020 年由于地质条件及煤炭热值影响，色连矿吨煤售价仅 100 元/吨，亏损近 4 亿元。2021 年起，色连矿已经实现扭亏为赢，由业绩拖累转为盈利增长点。

公司控股股东晋能控股煤业集团整体资源储备实力雄厚，有资产注入可能。公司控股股东晋能控股集团是山西省动力煤整合主体，由大同煤矿集团公司、山西晋城无烟煤矿业集团公司和晋能集团公司联合重组而成，同步整合山西潞安矿业（集团）公司、华阳新材料科技集团公司相关资产，煤矿数量 228 座，煤炭产能 4 亿吨，2021 年煤炭产量 3.8 亿吨，无论是产能还是产量均数倍于上市公司。在大股东提升资产证券化率的背景下，公司资产注入空间广阔。

长协占比低，盈利弹性足。公司地处大秦铁路起点，煤炭运输具备便利的条件，因此公司所产煤炭产品基本运往港口销售，地销占比少。从客户结构来看，下游客户中大部分是水泥以及化工用户，受政策的干扰较小，接受涨价的能力强。在煤价上行周期中，公司盈利弹性较强。

投资建议：我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 60.47 亿元、63.93 亿元、64.68 亿元，对应 EPS 分别为 3.61/3.82/3.86 元/股，对应 2022 年 6 月 20 日股价的 PE 分别为 4 倍、4 倍、4 倍，行业中估值较低。维持“推荐”评级。

风险提示：煤价大幅下行，集团资产注入不及预期。

表 6：晋控煤业盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	18,265	21,298	22,625	23,504
增长率（%）	67.5	16.6	6.2	3.9
归属母公司股东净利润（百万元）	4,658	6,047	6,393	6,468
增长率（%）	431.9	29.8	5.7	1.2
每股收益（元）	2.78	3.61	3.82	3.86
PE	6	4	4	4
PB	1.5	1.1	0.8	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 6 月 20 日收盘价）

6 风险提示

1) 经济增速放缓风险：

煤炭行业为周期性行业，其主要下游火电、钢铁、建材等行业均与宏观经济密切相关，经济增速放缓将直接影响煤炭需求。焦炭行业属于“煤焦钢”产业链中游，行业景气度受钢铁行业下游的房地产以及基建行业影响较大。若后续房地产与基建投资增速下行，则将对需求端产生较大的压力。

2) 煤价大幅下跌风险：

板块上市公司主营业务多为煤炭开采以及煤炭销售，煤价大幅下跌将直接影响上市公司利润以及经营情况。

插图目录

图 1：煤炭行业利润持续释放	3
图 2：煤炭行业亏损面减少	3
图 3：煤炭开采洗选业毛利率提升	3
图 4：煤炭开采洗选业财务费用同比下降	3
图 5：行业资产负债率下滑	3
图 6：2021Q4 的高原煤产量难以持续（单位：万吨）	6
图 7：进口煤价格倒挂	6
图 8：煤炭进口量下滑	6
图 9：每年 4~5 月为火电传统淡季	7
图 10：旬度生铁产量回升	7
图 11：水泥产量受疫情影响下滑	7
图 12：全国电厂日耗回升	7

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1：2022 年二季度各煤种价格保持强势（截至 2022 年 6 月 16 日）	4
表 2：重点公司 2022Q2 盈利预测（单位：亿元）	5
表 3：推荐标的列表	8
表 4：山煤国际盈利预测与财务指标	9
表 5：陕西煤业盈利预测与财务指标	10
表 6：晋控煤业盈利预测与财务指标	11

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。	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
	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