



Research and
Development Center

中煤能源：低估的央企煤炭巨头

煤炭开采

2022年11月2日

证券研究报告

公司研究

公司深度报告

中煤能源 (601898. SH)

投资评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 能源行业分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

中煤能源：低估的央企煤炭巨头

2022年11月2日

本期内容提要：

- **中煤能源作为唯一专营煤炭的大型央企上市公司，煤炭主业体量大，长协比例高，盈利确定性强。**公司煤炭资源丰富，截至2021年底，公司煤炭资源储量270.19亿吨，位列行业第二；核定产能1.32亿吨/年，位列行业第四；煤炭产量1.13亿吨，位列行业第三，其中90%为动力煤。公司在煤炭资源储备上具有较强竞争优势，有望充分受益煤炭景气上行周期。
- **公司煤炭产能有一定内生外延增长潜力。**目前公司在建矿井四座，核定产能2380万吨/年，其中大海则煤矿产能2000万吨/年（核增后），目前已经进入整体试运转，今年预计贡献产量500万吨左右，计划2024年达产；苇子沟煤矿（240万吨/年）预计2025年竣工验收；里必煤矿（400万吨/年）预计2025年竣工验收。公司同时核增矿井四座，共核增产能1210万吨，其中东露天煤矿与王家岭煤矿共核增产能650万吨/年，今年将带来产量增加。此外，公司母公司中煤集团在行业供给侧结构改革期间承接大量非煤炭央企划拨的煤炭资产，产能实现由1.31亿吨至2.31亿吨的近翻倍增长，未证券化的资产有望逐步注入上市公司。
- **煤炭+煤化工板块协同发展，在油价中枢抬升趋势下，煤化工板块有较高的盈利弹性。**公司形成了“煤炭-甲醇-烯烃”和“煤炭-合成氨-尿素”两大煤化工产业链。公司目前有160万吨/年甲醇产能、120万吨/年煤制聚烯烃产能、175万吨/年尿素产能；同时在建榆林二期项目，预计新增75万吨聚烯烃产能。公司甲醇生产主要用于满足生产烯烃需求，内部售价比对外销售价格略低。此外，根据我们测算，煤化工用煤50%左右来自公司自产煤，大海则产能释放后，自用比例将进一步提高。我们认为，当前仍处在产能周期驱动的能源大通胀初期，全球原油长期资本开支不足导致供给弹性下降，而原油需求仍在增长，全球或将持续多年面临原油紧缺问题，油价中枢有望上行，甲醇、烯烃等化工品价格有望随油价迎来上行周期，公司煤化工板块盈利弹性值得期待。
- **低估值是公司重要的投资属性，未来修复空间较大。**截至11月1日，公司收盘价为8.86元，PE（TTM）为5.66x，已经处于近五年来的最低位；PB为0.89x，低于行业同水平公司平均水平。同时在过去五年间，公司相较行业可比公司，业绩涨幅更大，但估值下降更多。当前煤炭行业仍处在低估状态，我们认为未来伴随行业整体估值修复和公司产能释放，公司估值也有望恢复到合理水平。我们通过自由现金流折现法发现，公司合理股价为18.74-21.16元/股（2060年经营假设）。
- **盈利预测与投资评级：**公司在“十四五”期间有望迎来煤炭产能的内生及外延增长。考虑到煤炭在建及核增产能逐步释放，煤炭价格保

持高位运行，我们预测公司 2022-2024 年归属于母公司的净利润分别为 247.11、323.93、370.17 亿元，同比增长 86.05%、31.08%、14.28%；EPS 为 1.86、2.44、2.79 元/股；对应 PE 为 4.75x、3.63x、3.17x；PB 为 0.87x、0.72x、0.61x。我们看好公司煤炭及煤化工产业的发展 and 估值修复的空间，给予公司“买入”评级。

- **风险因素：**经济严重下行导致煤价大幅下跌；发生重大煤炭安全事故；俄乌冲突的不确定性；国内外能源政策变化带来短期影响。

重要财务指标	单位：百万元				
主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	140,965	231,127	269,260	299,345	310,737
同比(%)	9.0%	64.0%	16.5%	11.2%	3.8%
归属母公司净利润	5,907	13,282	24,711	32,393	37,017
同比(%)	4.9%	124.8%	86.1%	31.1%	14.3%
毛利率(%)	17.4%	18.2%	22.1%	24.9%	26.8%
ROE(%)	5.8%	11.7%	18.4%	20.0%	19.1%
EPS (摊薄)(元)	0.45	1.00	1.86	2.44	2.79
P/E	19.89	8.84	4.75	3.63	3.17
P/B	1.15	1.03	0.87	0.72	0.61
EV/EBITDA	4.63	2.63	2.33	1.41	0.74

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：截至 2022 年 11 月 1 日收盘价

	目录
投资聚焦.....	6
行业唯一专营煤炭的大型央企上市公司.....	7
背靠中煤集团，煤炭+煤化工协同发展.....	7
煤炭板块稳健发展，内生外延增长带来发展潜力.....	8
煤炭板块经营情况.....	8
受益内生外延扩张，主业增长有一定空间.....	14
煤化工板块规模化生产，新增产能有望增厚业绩.....	18
在油价中枢抬升趋势下，煤化工板块有较高的盈利弹性.....	18
煤炭+煤化工板块发挥协同优势.....	21
盈利预测与估值.....	24
预测假设.....	24
相对估值.....	26
绝对估值法（FCFF）.....	30
风险因素.....	31

	表目录
表 1: 中煤能源资源储量.....	8
表 2: 中煤能源下属生产煤矿（万吨/年）.....	9
表 3: 中煤能源下属参股煤矿（万吨/年）.....	10
表 4: 中煤能源与可比公司下属矿区煤质情况.....	13
表 5: 中煤能源在建煤矿（万吨/年）.....	14
表 6: 中煤能源核增产能（万吨/年）.....	15
表 7: 2017-2021 年 3 月中煤集团接收无偿划转的公司.....	15
表 8: 2017-2021 年 3 月集团收购兼并的公司.....	16
表 9: 中煤集团承接煤炭资产.....	16
表 10: 中煤集团煤炭资产（万吨/年）.....	17
表 11: 中煤能源待注入资产.....	17
表 12: 中煤能源煤化工项目梳理（万吨/年）.....	23
表 13: 煤炭板块核心盈利假设.....	24
表 14: 煤化工板块核心盈利假设.....	25
表 15: 中煤能源分板块盈利预测（亿元）.....	26
表 16: 中煤能源可比公司盈利预测与估值（截至 10.27）.....	27
表 17: 中煤能源 DCF 主要参数假设及估值结果.....	30
表 18: 中煤能源未来自由现金流现金流预测（百万元）.....	30
表 19: 绝对估值法敏感性测算（永续经营假设）（元/股）.....	31
表 20: 绝对估值法敏感性测算（2060 年经营假设）（元/股）.....	31

	图目录
图 1: 公司股权结构（截至 2022H）.....	7
图 2: 2018-2022H 中煤能源营收情况（亿元；%）.....	8
图 3: 2018-2022H 中煤能源利润情况（亿元；%）.....	8
图 4: 2021 年中煤能源营收结构.....	8
图 5: 2021 年中煤能源毛利结构.....	8
图 6: 行业主要公司煤炭储量（亿吨）.....	9
图 7: 主要动力煤企业产能（万吨/年）.....	10
图 8: 公司自产煤产量变化情况（万吨）.....	11
图 9: 2021 年公司煤炭产量与行业可比公司比较（万吨）.....	11
图 10: 公司自产煤销量变化情况（万吨）.....	12
图 11: 公司煤炭销售价格（元/吨）.....	12
图 12: 2021 年主要煤企煤炭销售价格（元/吨）.....	12
图 13: 煤炭企业自产煤生产成本比较（元/吨）.....	12
图 14: 煤炭企业动力煤吨煤毛利比较（元/吨）.....	13
图 15: 2021 年公司煤炭销售区域.....	13
图 16: 中煤集团产能增长情况（万吨/年）.....	16
图 17: 布伦特油价与烯烃价格走势.....	18
图 18: 布伦特油价与尿素价格走势.....	18

图 19: 俄罗斯原油上游资本开支 (10 亿美元)	19
图 20: 俄罗斯原油产量与产能 (万桶/天)	19
图 21: 全球上游油气投资与油价关系 (十亿美元, 美元/桶)	19
图 22: 全球主要原油公司上游资本开支 (十亿美元, 十亿美元)	19
图 23: 壳牌原油产量计划 (千桶/天)	20
图 24: 埃克森美孚历年资本开支 (十亿美元)	20
图 25: 2010-2060 年全球原油需求量和需求变化测算 (万桶/日, 万桶/日)	21
图 26: 中煤能源煤化工板块营收与毛利 (亿元; %)	22
图 27: 聚烯烃与甲醇销量、价格情况 (万吨; 元/吨)	22
图 28: 2021 年中煤能源煤化工产品成本增速快于价格增速	22
图 29: 近期原油与煤炭价格走势 (美元/桶; 元/吨)	22
图 30: 内部甲醇满足率 (万吨)	23
图 31: 内部甲醇耗用量与价格 (万吨; 元/吨)	23
图 32: 内部煤炭耗用量 (万吨)	24
图 33: 自产煤占煤化工耗煤量比重上升 (万吨)	24
图 34: 中煤能源 PE-Band	27
图 35: 中煤能源 PB-Band	27
图 36: 2017 年至今四家动力煤公司业绩与估值指标变化幅度 (%)	28
图 37: 2017 年至今四家主要煤炭公司股价变化 (截至 10.27)	28
图 38: 中煤能源财务费用和资产减值损失高于行业 (2022H) (亿元)	28
图 39: 2022H 公司带息债务下降 (亿元; %)	28
图 40: 从 PE-G 的角度看, 煤炭板块处于被低估状态	29
图 41: 从 PB-ROE 的角度看, 煤炭板块处于被低估状态	29

投资聚焦

中煤能源作为四家产量超亿吨的煤炭上市公司之一，其长协比例高，盈利确定性强，且当前估值仍然较低，公司有望伴随煤炭板块整体估值修复和新增产能释放，迎来估值恢复与业绩提升。

我们认为当前仍处在产能周期驱动的能源大通胀初期，煤炭长期资本开支不足导致供给短缺，而伴随新兴产业快速发展、居民生活用电水平提升，对能源的需求仍在持续增长，供给无弹性而需求有弹性将会使煤炭供应持续趋紧，煤炭价格有望维持高位。公司将充分受益本轮煤炭上行周期，高比例的长协有望增强盈利的确定性与稳定性。此外，公司煤炭产能仍有增量，2024年2000万吨/年产能的大海则煤矿将实现达产，增厚公司业绩；与煤炭基本面逻辑相似，全球原油同样由于资本开支不足导致供给弹性下降，全球或将持续多年面临原油紧缺问题。相关煤化工品价格有望伴随油价中枢抬升而上涨，公司煤化工板块盈利弹性值得期待。

当前煤炭板块依旧处于低估状态，高利润增速与高ROE对应低PE与PB，煤炭板块长期看将获得估值修复。中煤能源相较其他三家产能超亿吨的煤炭企业估值最低，公司估值有望伴随煤炭行业整体估值修复而恢复到合理水平。

我们预测公司2022-2024年归属于母公司的净利润分别为247.11、323.93、370.17亿元，同比增长86.05%、31.08%、14.28%；EPS为1.86、2.44、2.79元/股；对应PE为4.75x、3.63x、3.17x；PB为0.87x、0.72x、0.61x。

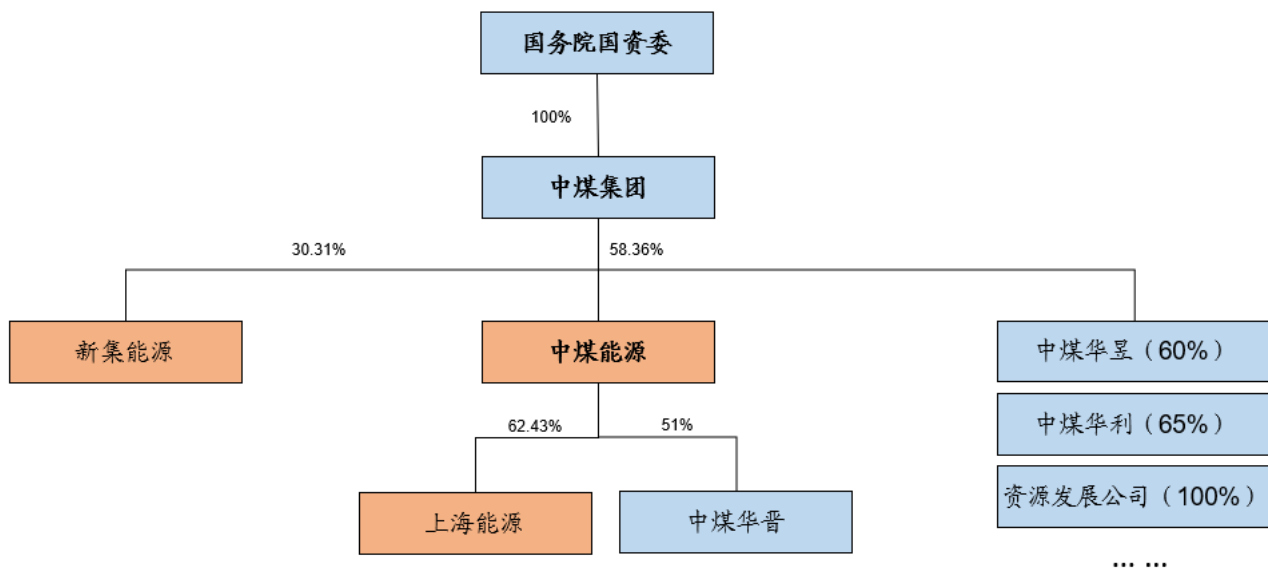
行业唯一专营煤炭的大型央企上市公司

背靠中煤集团，煤炭+煤化工协同发展

公司是中煤集团下属核心上市公司。中煤能源集煤炭生产和贸易、煤化工、发电、煤矿装备制造四大主业于一体，在 2006 年由中煤集团重组改制，独家发起设立，并于 H 股上市，2008 年 A 股上市。中煤集团控股 57.36%（2022H），公司实际控制人为国务院国资委，公司也是全国除中国神华外唯一的央企煤炭上市公司，相较于神华煤电路港航一体化布局，中煤更加注重煤炭及煤化工，有望更加充分受益煤炭上行周期。

中煤集团下属三家上市公司，分别为中煤能源、新集能源与上海能源。其中中煤能源是集团核心煤炭上市公司。截至 2021 年，中煤集团总资产 4533.43 亿元，其中中煤能源总资产 3380 亿元，占比 74.6%；新集能源资产 312.35 亿元，占比 6.89%；上海能源资产 177.04 亿元，占比 3.9%，为中煤能源控股子公司。伴随国资委推动央企上市公司管理改革，中煤集团有望推动上市公司整合，协调上市企业间关系。对于非上市煤炭子公司，公司也做出在 2028 年 5 月中之前将中煤华昱和资源发展公司注入中煤能源的承诺，来解决同业竞争问题。

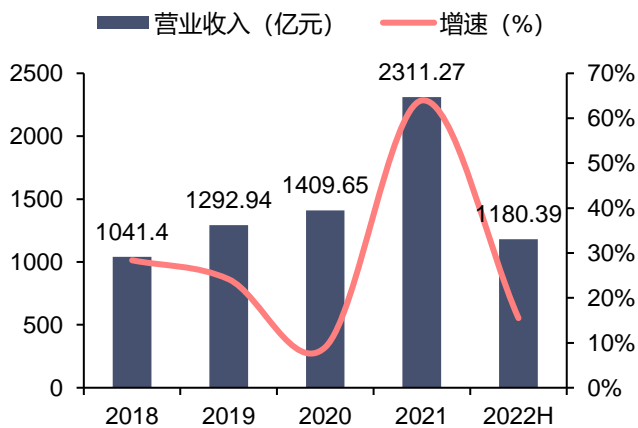
图 1：公司股权结构（截至 2022H）



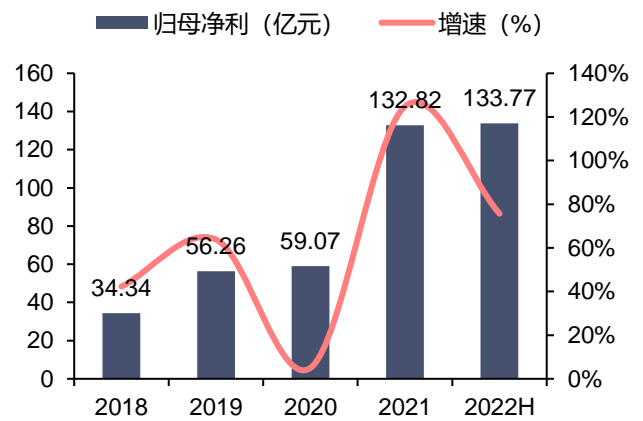
资料来源：wind，信达证券研发中心

经营情况持续向好，2022 年上半年业绩再创历史新高。2021 年受到煤炭短缺、煤价大幅上涨的影响，公司盈利水平迅速提高。2021 年总营收 2311 亿元，同比增长 63.96%；归母净利润 132.82 亿元，同比增长 124.85%。2022 年上半年，公司实现归母净利润 133.77 亿元，同比增长 75.7%，已经超过去年全年盈利水平。

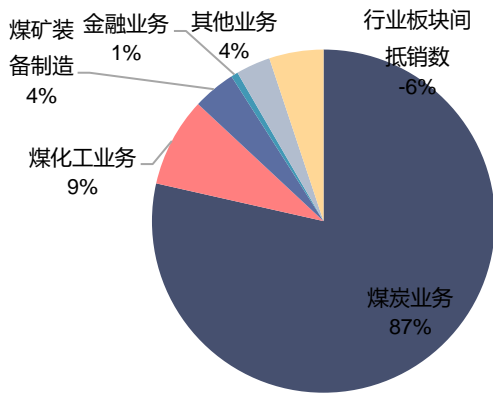
公司四个产业协同发展，煤炭业务是公司主要营收和利润来源。公司 2021 年煤炭板块实现营收 2016.57 亿元，占总收入比重 87%；实现毛利 362.3 亿元，占总毛利比重 86%。煤化工业务是营业收入的重要补充，2021 年煤化工实现收入 216.7 亿元，占总营收 9%；实现毛利 26.49 亿元，占总毛利比重为 6.3%。此外，公司煤矿装备制造与金融业务也同步发展。

图 2：2018-2022H 中煤能源营收情况（亿元；%）


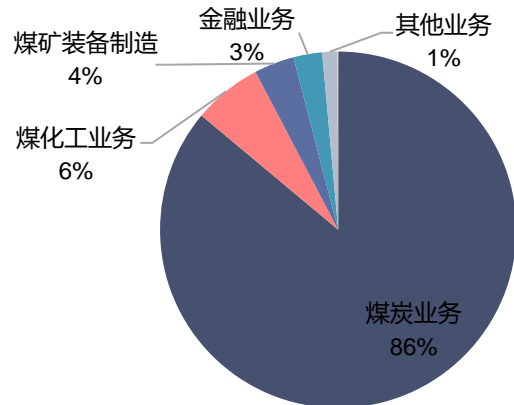
资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图 3：2018-2022H 中煤能源利润情况（亿元；%）


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图 4：2021 年中煤能源营收结构


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图 5：2021 年中煤能源毛利结构


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

煤炭板块稳健发展，内生外延增长带来发展潜力

煤炭板块经营情况

公司煤炭资源储量丰富，资源储量位列行业第二。截至 2021 年中煤能源煤炭资源储量 270.19 亿吨，证实储量 142.55 亿吨，仅次于中国神华 332.1 亿吨储量，远超行业其他公司。公司煤炭资源主要分布在晋陕蒙地区，三地煤炭储量分别占比 42.19%、19.11%、32.51%，且以动力煤为主，占总储量的 88.9%。

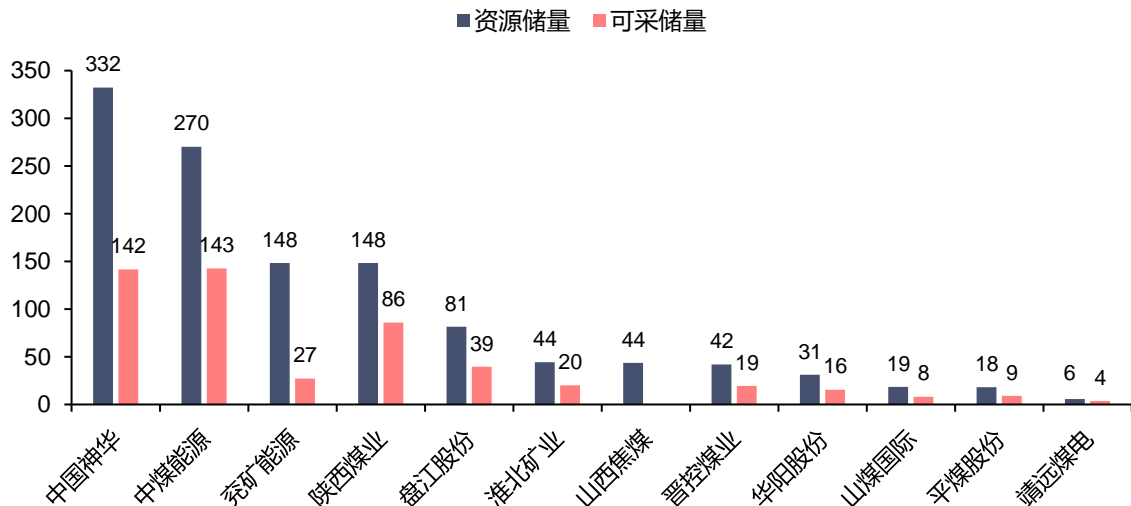
表 1：中煤能源资源储量

主要地区	主要煤种	资源量 (亿吨)	证实储量 (亿吨)
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

资料来源：公司公告，信达证券研发中心 注：截至2021年末

图 6：行业主要公司煤炭储量（亿吨）



资料来源：wind，信达证券研发中心 注：截至2021年末

公司产能规模位于行业前列。中煤能源现有在产煤矿 19 座，核定产能 1.32 亿吨，权益产能 1.14 亿吨。公司产能最大的平朔矿区位于国家指定的 14 个大型煤炭基地之一的晋北基地，平朔地区产能占公司总产能近 70%；山西乡宁矿区、江苏大屯矿区、内蒙古吉尔特矿区约占总产能 8.9%、5.5%、10.6%。

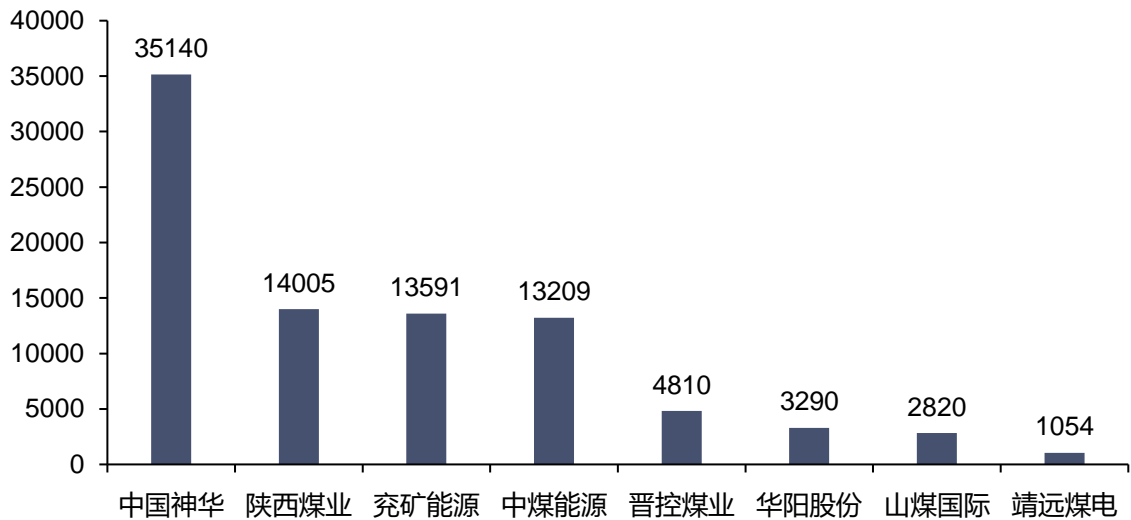
表 2：中煤能源下属生产煤矿（万吨/年）

所属公司	矿井名称	所在位置	煤种	矿井类型	核定产能	权益占比	权益产能
平朔集团	安太堡露天矿	山西朔州	动力煤	露天矿	2000	100%	2000
	安家岭露天矿	山西朔州	动力煤	露天矿	2000	100%	2000
	东露天煤矿	山西朔州	动力煤	露天矿	2500	100%	2500
	安家岭井工矿（一号井）	山西朔州	动力煤	井工矿	1000	100%	1000
	安太堡井工矿（三号井）	山西朔州	动力煤	井工矿	1000	100%	1000
	北岭煤矿	山西朔州	动力煤	井工矿	90	100%	90
	小回沟煤矿	山西朔州	动力煤	井工矿	300	100%	300
	东坡煤矿	山西朔州	动力煤	井工矿	270	100%	270
	合计					9160	
上海能源	姚桥煤矿	江苏徐州	1/3 焦煤、气煤和肥煤	井工矿	425	62.43%	265
	徐庄煤矿	江苏徐州	1/3 焦煤、气煤和肥煤	井工矿	160	62.43%	100
	孔庄煤矿	江苏徐州	1/3 焦煤、气煤和肥煤	井工矿	144	62.43%	90
	106 矿	新疆	动力煤	井工矿	180	31.84%	57

	玉泉煤矿	山西阳泉	贫煤	井工矿	120	43.70%	52
	合计				969		558
唐山沟公司	唐山沟煤矿	山西大同	动力煤	井工矿	150	80%	120
华晋公司	王家岭煤矿	山西临汾	焦煤	井工矿	750	51%	383
	华宁煤矿	山西临汾	焦煤	井工矿	300	26%	78
	韩咀煤矿	山西临汾	焦煤	井工矿	120	51%	61
	合计				1170		522
西北能源公司	纳林河二号煤矿	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	井工矿	800	66%	528
	母杜柴登煤矿	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	井工矿	600	51%	306
	南梁煤矿	陕西榆林	动力煤	井工矿	300	55%	165
	合计				1700		999
总计					13209		11366

资料来源：2021年度第一期中期票据募集说明书（2021.4.20）等，信达证券研究开发中心整理

图 7：主要动力煤企业产能（万吨/年）



资料来源：wind，信达证券研发中心 注：截至 2021 年末

参股公司煤矿权益产能 1320 万吨。公司参股中天合创（38.75%）、华晋焦煤（49%）及禾草沟煤业（50%），参股 3 家公司的权益产能合计 1320.26 万吨。截至 2021 年，公司合计拥有的权益产能 12686 万吨，其中动力煤产能 1.13 亿吨，占比 88.8%；炼焦煤产能 1427 万吨，占比 11.25%。

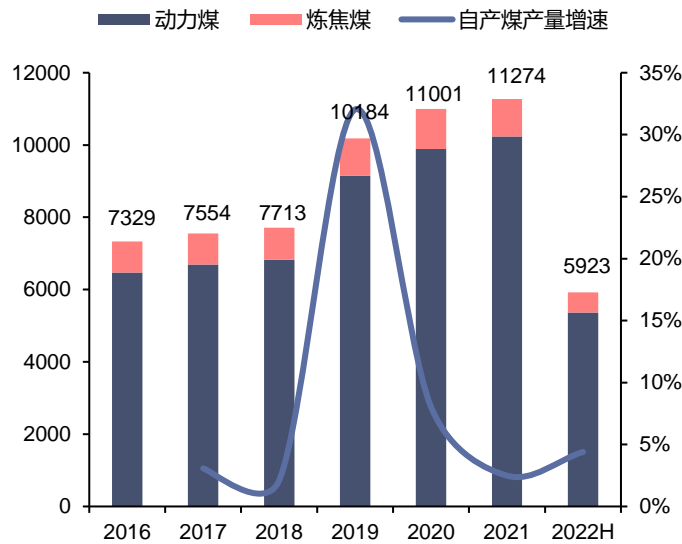
表 3：中煤能源下属参股煤矿（万吨/年）

所属公司	矿井名称	所在位置	煤种	矿井类型	核定产能	权益占比	权益产能
中天合创	葫芦素煤矿	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	井工	800	38.75%	310
	门克庆煤矿	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	井工	800	38.75%	310
华晋焦煤	沙曲一矿	山西吕梁	炼焦煤	井工	450	49%	220.5
	沙曲二矿	山西吕梁	炼焦煤	井工	270	49%	132.3
吉宁煤业	吉宁煤业	山西临汾	炼焦煤	井工	300	25%	74.97
	明珠煤业	山西临汾	炼焦煤	井工	90	25%	22.491
禾草沟煤业	禾草沟煤业	陕西延安	动力煤	井工	500	50%	250
总计					3210		1320.26

资料来源：公司公告，各省能源局公告，信达证券研究开发中心

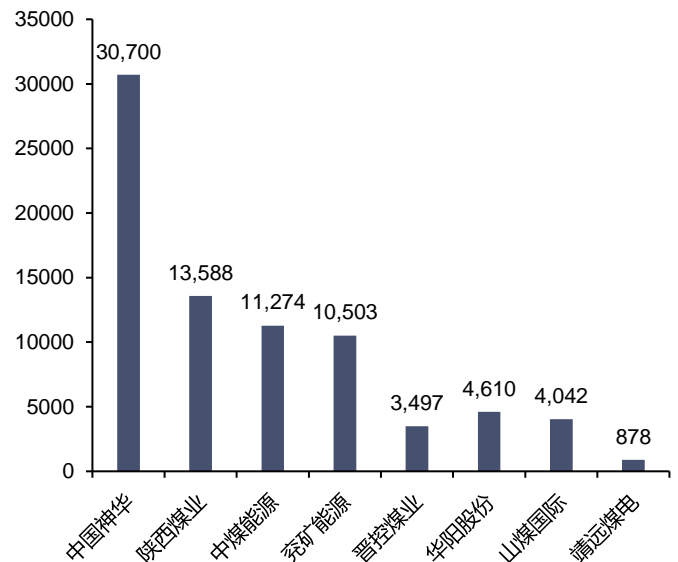
公司煤炭产量规模大，动力煤产量占比 90%。2021 年公司自产煤产量 1.13 亿吨，同比增长 2.48%，排名行业前三。其中动力煤产量 1.02 亿吨，同比增长 3.48%，炼焦煤产量 1036 万吨，同比下降-6.41%。2022 年上半年公司自产煤产量 5923 万吨，同比增长 4.4%，其中动力煤产量 5361 万吨，同比增长 6%。

图 8：公司自产煤产量变化情况（万吨）



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

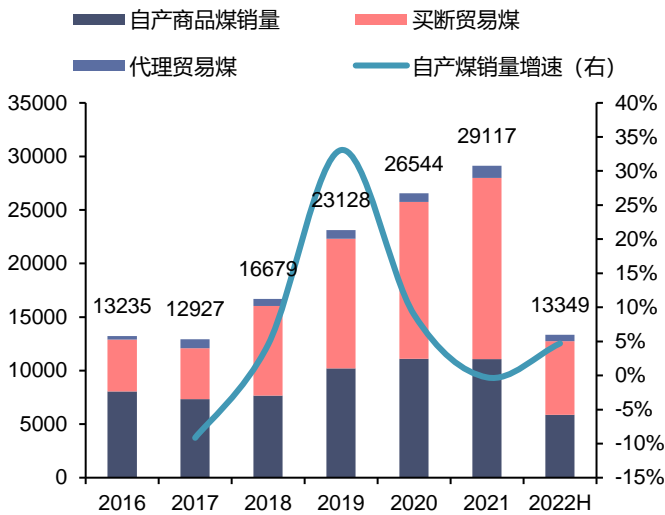
图 9：2021 年公司煤炭产量与行业可比公司比较（万吨）



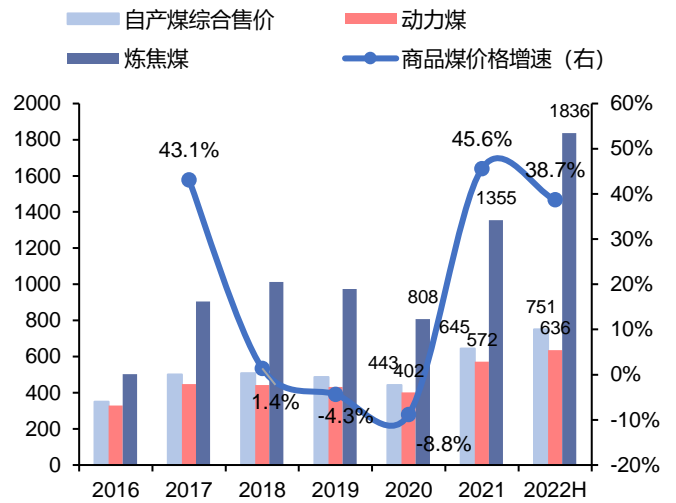
资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

销量微增，销售价格大涨。2021 年公司煤炭销量约 2.91 亿吨，同比增长 9.69%。其中自产商品煤销量 1.1 亿吨，占比 38%；买断贸易煤销量 1.69 亿吨，占比 58.1%；代理贸易煤销量 1117 万吨，占比 3.8%。2021 年煤炭供需形势紧张，带动煤价上涨。公司自产商品煤综合售价 645 元/吨，同比上涨 42.3%，为近五年来涨幅最高值。2022 年上半年延续价格上涨趋势，商品煤销售价格 751.4 元/吨，同比涨幅 38.7%。

煤炭价格决定营业收入，高比例长协增强业绩的稳定性。2021 年公司煤炭销量同比持平，而受益煤炭价格上涨，公司自产商品煤收入达 714 亿元，同比增加 221.89 亿元，其中自产煤价格上涨带来收入增加 223.29 亿元，业绩增量完全来源煤价上涨。而作为煤炭央企，中煤集团积极落实保供任务，补签约 1300 万吨长协订单弥补进口煤减量，上市公司承担约 700 万吨长协量。截至 2022 年 7 月，公司煤炭长协销售比重达到 90%。煤炭中长期合同价格的中枢保持中高位将提高未来盈利的确定性与稳定性。

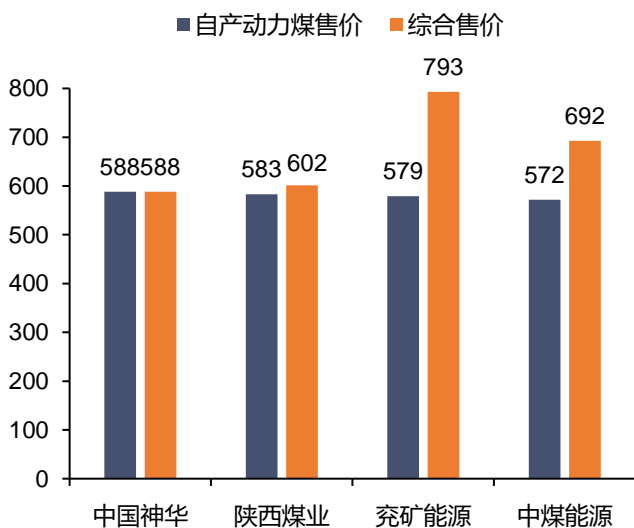
图 10: 公司自产煤销量变化情况 (万吨)


资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

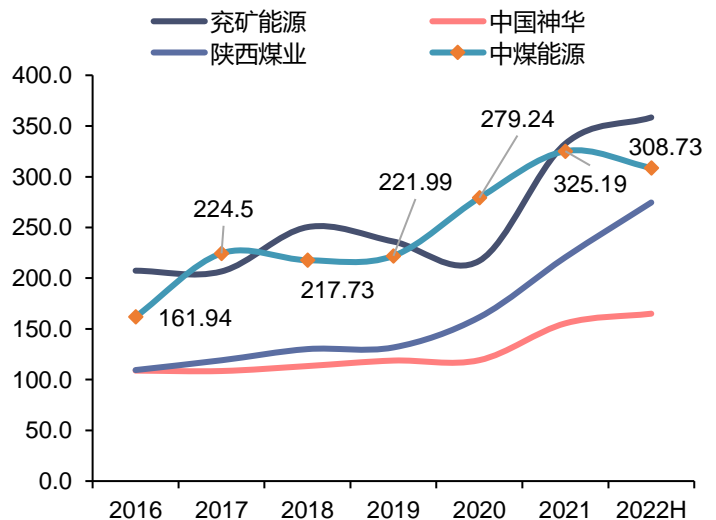
图 11: 公司煤炭销售价格 (元/吨)


资料来源: wind, 信达证券研究开发中心

煤炭生产成本上升, 价格带动吨煤毛利同比翻番。2021 年公司自产商品煤单位销售成本 325.19 元/吨, 同比上涨 16.5%, 主要由于煤炭开采所用的原材料价格上涨; 且 2020 年享受的阶段性减半缴纳社保费用政策 2021 年不再执行, 导致人工成本同比增加。吨煤毛利同比增长 101%, 达到 246.8 元/吨。2021 年行业各主要公司煤炭售价和生产成本都同步上升。2022 年上半年中煤能源吨煤成本下降至 308.73 元/吨。

图 12: 2021 年主要煤企煤炭销售价格 (元/吨)


资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心 注: 兖矿能源动力煤售价为动力煤自产煤销售收入与销量核算价格; 综合售价包括动力煤、炼焦煤、贸易煤

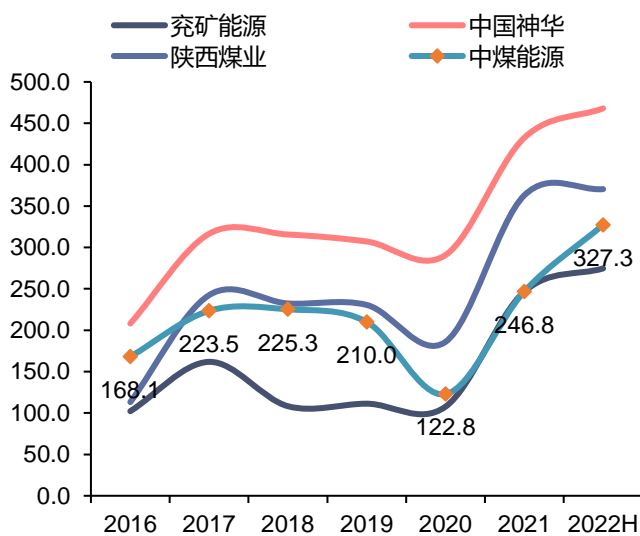
图 13: 煤炭企业自产煤生产成本比较 (元/吨)


资料来源: wind, 信达证券研究开发中心 注: 兖矿能源 2022H 选用自产煤吨煤销售成本; 神华为单位生产成本; 陕煤为完全成本; 中煤为自产煤销售成本 (兖矿和中煤包括部分焦煤销售成本, 可能存在高估)

公司持续优化市场布局和客户结构，深耕传统东南沿海市场。公司煤炭约 70%来自山西、20%来自陕蒙，平朔矿区是华北和西北煤炭生产省份的主要煤矿中距离主要煤炭装运港口最近的矿区之一；大屯矿区位于东部沿海地区，是少数邻近快速增长的工业中心和华东煤炭消费区的矿区之一。2021 年公司煤炭销售主要流向华北、华东、华南地区，三地销售分别占比达到 34.37%、33.79%、14.66%。同时公司积极拓展中西部等内陆地区市场空间，华中与其他区域的销量同比提高 34.5%与 34.1%。

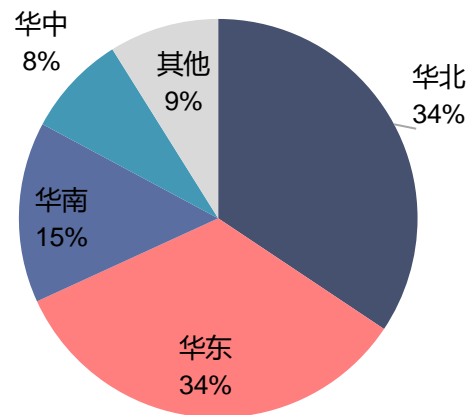
公司主要通过铁路运输方式将煤炭销售予客户。平朔矿区位于的晋北基地直接连接我国最大的煤炭运输铁路专用线-大秦铁路线，并通过其它主要地区性和全国性铁路，与秦皇岛港、天津港等主要煤炭装运港口及若干主要客户建立直接运输连接。

图 14: 煤炭企业动力煤吨煤毛利比较 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心 注: 通过自产动力煤价格 (图 12) 与自产煤单位成本 (图 13) 相减得到

图 15: 2021 年公司煤炭销售区域



资料来源: wind, 信达证券研究开发中心

原煤高灰高硫特点对售价产生一定折减。2021 年公司动力煤销售价格 572 元/吨，同比上涨 42.3%，但与同类公司煤炭售价比较发现，公司煤价相对较低，价格低主要受到煤质影响。公司动力煤具有灰熔点高、不易结渣、质量稳定可靠、发热量均衡等优点，但同时平朔矿区煤炭硫份偏高（国标分类将硫份 < 1.0% 认定为低硫煤）、灰分高（< 16% 为低灰煤）、发热量低，因此对公司商品煤售价产生一定程度折减。

表 4: 中煤能源与可比公司下属矿区煤质情况

企业	主力矿区	煤种	加工方式及品种	发热值 (大卡)	灰分 (%)	全水分 (%)	挥发分 (%)	硫分 (%)
中煤能源	山西平朔矿区	—	—	4000-5800	17.0-36.0	9.0 为主	24.0-30.5	1.0-1.3
	江苏大屯矿区	—	—	5000	21.5	8	38	1
	陕蒙南梁矿区	—	—	6000	10	12.5	33	0.4

陕西煤业	陕北、彬 黄矿区	长焰煤	筛中块	5858-6337	14.0-20.0	9.0-10.0	35.0-37.0	0.5-1.0
		弱粘煤	筛混中块	5978-6456	13.0-19.0	9.0-10.1	35.0-37.0	0.5-1.0
			筛混块	5141-6456	13.0-22.0	9.0-11.0	35.0-37.0	0.5-1.5
		不粘煤	洗混煤	5858-6576	11.0-18.0	10.0-11.0	35.0-37.0	0.4-1.0
			洗混中块	6098-6456	12.0-16.0	9.0-10.0	35.0-37.0	0.4-1.0
气煤	洗精混煤	—	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	—	4800-6000	5-25	—	—	0.2-1.0
	准格尔矿区	长焰煤	—	4300-5200	10-25	—	—	0.3-0.8
	胜利矿区	褐煤	—	约 3200	约 19.0	—	—	≤0.75
	宝日希勒矿区	褐煤	—	约 3600	约 15.3	—	—	≤0.30
	包头矿区	长焰煤/不粘煤	—	约 4350	约 19.5	—	—	≤0.65

资料来源: wind, 信达证券研究开发中心

受益内生外延扩张, 主业增长有一定空间

在建矿井中短期释放产能

在建煤矿陆续投产, “十四五”期间新增产能有望释放。公司目前四座在建矿井, 合计核定产能 2380 万吨/年。其中公司所属的大海则煤矿产能 2000 万吨/年(核增后), 资源总储量 47.86 亿吨, 设计可采储量 33.09 亿吨, 具有特低灰(平均 7.12%)、中低硫(平均 1.5%)、特高发热量(7400 大卡)等特点, 是优质的化工和动力用煤。公司披露大海则已进入整体试运转, 今年有望贡献 500 万吨产量。投产后将为中煤集团陕北能源化工基地建设及中煤陕西公司煤电一体化发展提供战略保障。此外, 黑龙江煤化所属依兰三矿建设规模 240 万吨/年, 已经于近期完成竣工验收。此外, 里必煤矿产能 400 万吨/年, 预计 2025 年 3 月竣工, 所在矿区为国内优质无烟煤基地。苇子沟煤矿产能 240 万吨/年, 预计 2025 年 12 月竣工。

表 5: 中煤能源在建煤矿(万吨/年)

在建煤矿	所属公司	所在位置	煤种	权益占比	产能	工程进度	预计投产
大海则煤矿	陕西榆林能化	陕西榆林	动力煤	80%	1500	95%	目前已经进入整体试运转阶段, 预计 2023 年竣工验收
里必煤矿	中煤华晋	山西晋城	无烟煤	51%	400	44%	预计 2025 年 3 月竣工
依兰三矿	黑龙江煤化	黑龙江依兰	动力煤	100%	240	100%	近期完成竣工验收
苇子沟煤矿	上海能源	新疆昌吉	动力煤	49.94%	240	59%	预计 2025 年 12 月竣工
总计					2380		

资料来源: 公司公告等, 信达证券研发中心整理 注: 截至 2022H

公司核增产能有望贡献产量。2021 年, 公司四座煤矿被纳入国家增产保供煤矿名单, 可增加产能 1210 万吨/年。其中, 东露天煤矿和王家岭煤矿已取得产能核增批复文件, 共核增产能 650 万吨/年。2022 年上半年, 新疆 106 煤矿产能核增 60 万吨/年; 大海则煤矿核增至 2000 万吨/年正在办理相关手续, 公司预计 2024 年有望实现满产。

表 6: 中煤能源核增产能 (万吨/年)

煤矿	原产能	核增产能	核增后产能
东露天	2000	500	2500
王家岭	600	150	750
大海则煤矿	1500	500	2000
新疆 106 煤矿	120	60	180
总计	4220	1210	5430

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

中长期有望迎来中煤集团资产注入

煤炭行业落实供给侧结构性改革, 中煤集团承接大量煤炭资产。2016 年开始, 国务院国资委开始进行中央企业化解煤炭过剩产能工作, 由国新公司、中煤集团牵头, 诚通集团、神华集团参与, 共同建立中央企业煤炭资产管理平台公司(国源公司)。同时将涉煤央企划分为三类: 第一类为专业煤炭企业, 包括神华集团、中煤集团, 目标实现专业煤炭企业做大做强。第二类电煤一体化企业, 包括中国华能、中国大唐、中国华电等 8 家公司。以及其他涉煤央企: 包括保利集团、中铁工、中煤科工等 12 家公司, 原则上退出煤炭业务。通过资源重组, 实现煤炭过剩产能的退出与现有产能的优化整合。

表 7: 2017-2021 年 3 月中煤集团接收无偿划转的公司

2017	
中煤大同能源有限责任公司	保利能源物流有限公司
中煤新登郑州煤业有限公司	保利江山资源有限公司
国投煤炭郑州能源开发有限公司	新疆保利深蓝矿业有限公司
中煤昔阳能源有限责任公司	山西灵保兴旺煤矿有限公司
中煤华利能源控股有限公司	山西保利铁新煤业有限公司
山西中煤华利通达煤炭运销有限公司	新疆保利德翔煤炭运销有限公司
山西荣欣统配煤炭销售有限公司	山西保利金庄煤业有限公司
保利(北京)能源电子商务发展有限公司	灵石县亿源煤化有限公司
山西保利平山煤业股份有限公司	灵石灵保房地产开发有限公司
山西保利星晨煤焦化有限公司	山西省中阳荣欣焦化有限公司
新疆中煤华利宝翔能源有限公司	巴里坤同和矿业有限公司
国投晋城能源投资有限公司	山西保利长虹新建煤业有限公司
国投晋城能源有限公司	山西中煤华利裕丰煤业有限公司
国投晋城热电有限公司	哈密市和翔工贸有限责任公司
国投京闽(福建)工贸有限公司	山西保利合盛煤业有限公司
国投京闽(莆田)工贸有限公司	
2018	
国投哈密能源开发有限责任公司及其下属公司(2 户)	国投哈密发电有限公司
山西中煤平朔东日升煤业有限公司	
2019	
新疆伊犁犁能煤炭有限公司	
2020	
甘肃灵南煤业有限公司	

资料来源: 2021 年度第二期中期票据募集说明书, 信达证券研发中心

表 8: 2017-2021 年 3 月集团收购兼并的公司

2019	
新疆生产建设兵团红星发电有限公司	
2020	
国投宣城发电有限责任公司	靖远第二发电有限公司
安徽国宣能源销售有限公司	国投伊犁能源开发有限公司

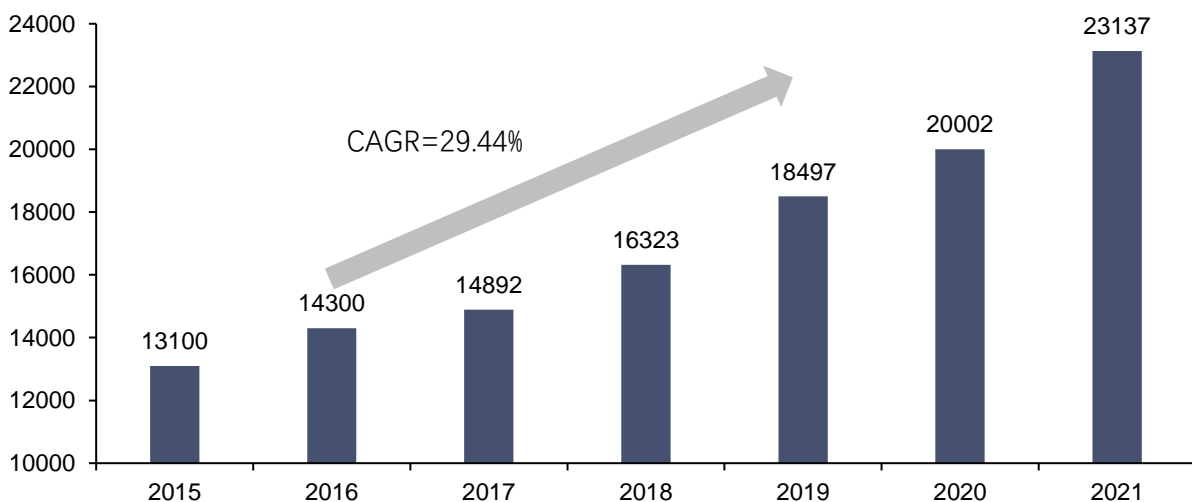
资料来源: 2021 年度第二期中期票据募集说明书, 信达证券研发中心

中煤集团先后接收国投、保利等煤炭资源, 煤炭产能实现近翻倍增长。中煤集团 2016-2019 年间先后无偿接收中煤新集能源 30.31% 股权、国投煤炭下属三家子公司股权、保利能源 65% 股权、取得中煤华昱控制权等等。煤炭产能从 2015 年 1.31 亿吨/年增长至 2022 年 3 月末 2.31 亿吨/年, 总洗选能力 28550 万吨/年。截至 2022 年 3 月末, 中煤集团拥有煤炭资源储量 764.4 亿吨, 其中证实储量 479.6 亿吨。2021 年煤炭产量 2.2 亿吨, 行业排名第四。2021 年 3 月, 中央企业煤炭资源整合平台的国源时代煤炭资产管理有限公司的管理权移交至公司。未来随着相关资源整合程度的推进, 将进一步提升公司煤炭资源及产能规模。

表 9: 中煤集团承接煤炭资产

时间	事件
2016	无偿接收国投所持国投新集能源股份有限公司 30.31% 股权 (现更名为中煤新集能源股份有限公司)
	接收国投煤炭所持国投昔阳 60% 股权 (现更名为中煤昔阳能源有限责任公司), 国投晋城能源 100% 股权, 国投京闽 56% 股权
2017	无偿接收国投煤炭郑州能源开发有限公司 60% 股份
	无偿接收保利能源 65% 股权 (现更名为中煤华利能源控股有限公司)
2018	公司无偿接收国投哈密能源 100% 股权、国投哈密发电 100% 股权
	取得中煤山西华昱能源及下属公司控制权
2019	公司无偿接收山西朔州平鲁区国兴煤业有限公司 79% 股权、山西朔州平鲁区国强煤业有限公司 60% 股权。

资料来源: 2021 年度第二期中期票据募集说明书, 信达证券研发中心

图 16: 中煤集团产能增长情况 (万吨/年)


资料来源: 中煤集团 2018、2021、2022 年中期票据募集说明书, 信达证券研发中心

集团下属三家煤炭上市公司，煤炭资源集中在中煤能源。中煤集团下属上市公司为中煤能源、上海能源、中煤新集，其中上海能源为中煤能源控股子公司。中煤能源煤炭产能占集团总产能 57%，资产占集团总资产 70%左右，是集团的核心上市公司。

集团避免同业竞争使得公司有一定外延增长潜力。2021 年 3 月中煤集团申请签署避免同业竞争协议，承诺 2028 年 5 月中之前将资源发展公司（集团持股 100%）和华昱公司（集团持股 60%）的股权注入中煤能源。中煤华昱为集团直接控股 60%的子公司，2018 年取得控制权。根据中煤华昱公司官网披露，中煤华昱截至 2021 年煤炭产能 1360 万吨/年，可采储量 5 亿吨，资产总额 188 亿元。资源发展公司为集团全资控股子公司，截至 2021 年 3 月末，资源发展公司资产 95.87 亿元，总负债 65.39 亿元，拥有煤炭产能 948 万吨/年，2020 年全年实现净利 1.5 亿元，2021Q1 实现净利 1.73 亿元。长期看，中煤能源煤炭产能的外延式增长将有望带来主营业务的增量业绩。

表 10: 中煤集团煤炭资产 (万吨/年)

公司	平朔集团	上海能源	中煤新集	中煤华利	资源发展集团	华晋公司	中煤华昱
煤矿	安太堡露天矿	姚桥	新集一矿	铁新	担水沟	王家岭	五家沟
	安家岭露天矿	徐庄	新集二矿	平山	中新唐山沟	华宁	元宝湾
	东露天	孔庄	刘庄	裕丰	中新甘庄	韩咀	南阳坡
	安家岭（一号）	106	口孜东	合盛	塔山	里必	水泉
	安家岭（二号）	苇子沟	板集	高家庄	王行庄		国兴
	北岭	玉泉		别斯库都克	新登		国强
	小回沟			吉郎德	教学三矿		白芦
	东坡						
产能小计	9160	1249	2050	570	948	1570	1360
备注	归属中煤能源	归属中煤能源	与中煤能源平行的集团上市公司	未上市	未上市	归属中煤能源	未上市

资料来源：中煤集团 2021 年中期票据募集说明书、各省能源局公告，信达证券研发中心 注：产能数据截至 2021 年

表 11: 中煤能源待注入资产

公司名称	所属矿井	产能(万吨/年)	煤种	煤质
中煤华昱	五家沟煤矿	400	动力煤	4200 大卡，13%灰分，9%水分，1.2%硫份,25%挥发分
	元宝湾煤矿	90	动力煤	4200 大卡，34%灰分，7.5%水分，1%硫份
	南阳坡煤矿	300	动力煤	4200 大卡，34%灰分，6.7%水分，0.8%硫份
	水泉煤业	90	动力煤	3800 大卡，24%灰分，3.6%水分，1.4%硫份，28%挥发分
	国兴煤业	180		
	国强煤业	120	动力煤	4300 大卡，32%灰分，9%水分，0.5%硫份，26%挥发分
	白芦煤业	180	长焰煤	3900 大卡，40%灰分，9%水分，0.5%硫份，29%挥发分
	总计	1360		
资源发展公司	担水沟	90	炼焦配煤	
	中新唐山沟	150		
	中新甘庄	120	无烟煤	6700 大卡，15%灰分，6%水分，1%硫份，31%挥发分
	塔山	300		
	王行庄	120		

新登	84
教学三矿	84
总计	948

资料来源：找煤云，各省能源局网站，信达证券研发中心 注：产能数据截至 2021 年

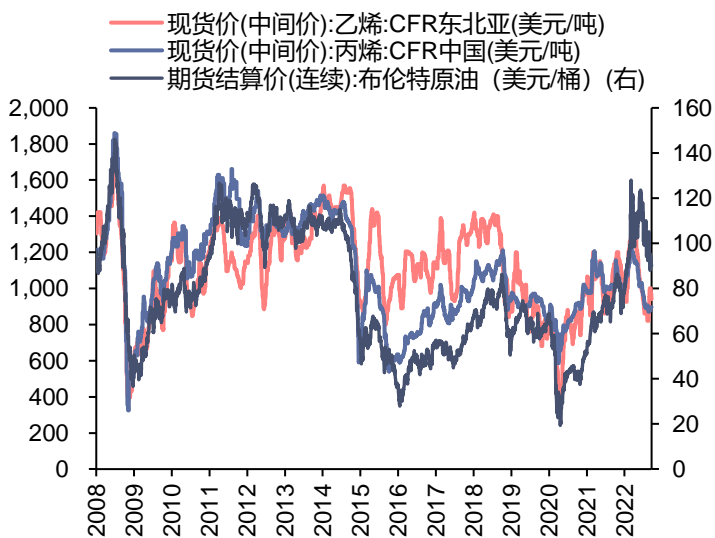
煤化工板块规模化生产，新增产能有望增厚业绩

煤化工是公司第二大营收板块，2021 年煤化工实现收入 216.7 亿元，占总营收 8%；实现毛利 26.49 亿元，占总毛利比重为 6.3%。公司形成“煤炭-甲醇-烯烃”和“煤炭-合成氨-尿素”产业链。公司目前通过控股子公司拥有 160 万吨/年甲醇产能、120 万吨/年煤制聚烯烃产能、175 万吨/年尿素产能。

在油价中枢抬升趋势下，煤化工板块有较高的盈利弹性

公司煤化工品价格与油价关联密切。烯烃是重要的石油化工品之一，烯烃的制取主要有三种工艺路线：一是石脑油制烯烃，二是煤（甲醇）制烯烃，三是丙烷脱氢制烯烃(PDH)，其中以石脑油为原料生产为主。根据百川盈孚数据，2021 年聚乙烯产能 2246 万吨，煤头占比 21%，石脑油裂解占比 78.45%，油制烯烃在上游具有较大优势，布伦特油价与烯烃价格呈现高度一致性。同时烯烃也会对上游甲醇价格产生反向传导。因此，原油价格上涨会带动相关化工品价格上涨。

图 17：布伦特油价与烯烃价格走势



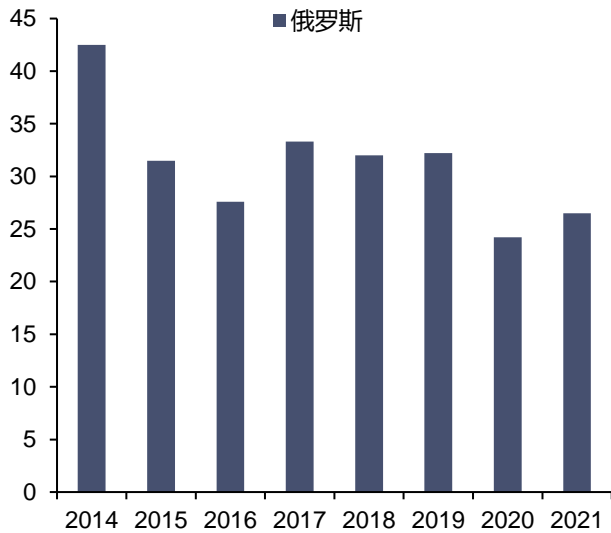
资料来源：wind，信达证券研究开发中心

图 18：布伦特油价与尿素价格走势

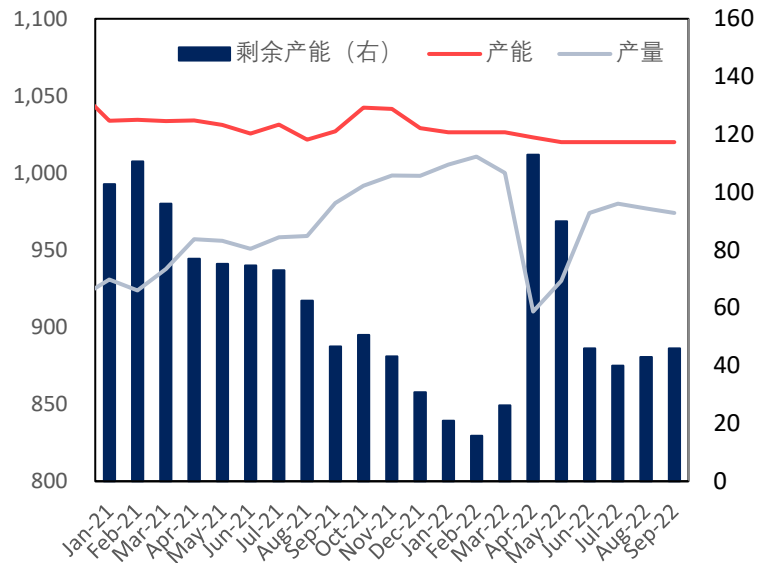


资料来源：wind，信达证券研究开发中心

全球原油历史投资不足导致当前原油供应紧张。2015 年以来资本开支不足限制了全球原油产能增加，而老井伴随开采年限增加存在产能衰减情况，原油供给弹性下降。以全球第二大原油出口国俄罗斯为例，根据国际能源信息署 IEA 披露的 2022 年 10 月报数据，俄罗斯原油产能已从 2021 年 10 月的 1042 万桶/日下降至 2022 年 9 月的 1020 万桶/日。加之俄乌冲突和西方制裁影响，2022 年 9 月俄罗斯原油产量较 2022 年 1-2 月下降了 34 万桶/日，现有产能也已基本耗尽，剩余产能非常有限。此外，传统原油开发生产周期为 3-5 年，因此即使现在增加资本开支，短期内也难见产能增长，供应紧张局面或将延续。

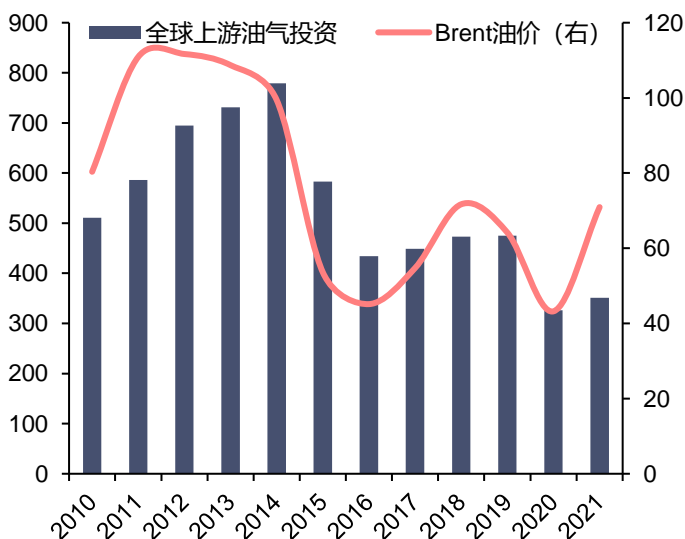
图 19: 俄罗斯原油上游资本开支 (10 亿美元)


资料来源: IEA, 信达证券研发中心

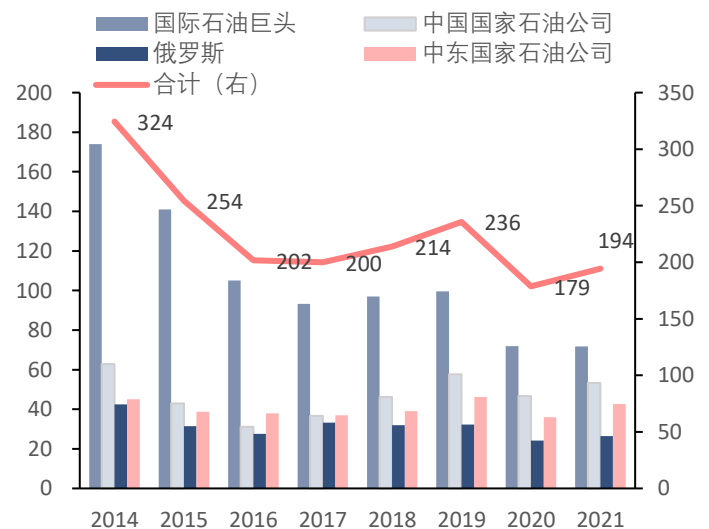
图 20: 俄罗斯原油产量与产能 (万桶/天)


资料来源: IEA, 信达证券研发中心

2021 年油价回暖并未带动上游资本开支积极性。2020 年, 新冠疫情冲击国际油价, 全球上游资本支出较 2019 年收缩 1490 亿美元, 同比减少 31%。2021 年, 全球经济复苏叠加 OPEC+ 联盟减产, Brent 油价均值达到 70.94 美元/桶, 相比 2020 年涨幅为 64%, 但全球上游计划资本开支较 2020 年增加 250 亿美元, 仅同比上涨 7.7%, 仍明显低于 2019 年水平。

图 21: 全球上游油气投资与油价关系 (十亿美元, 美元/桶)


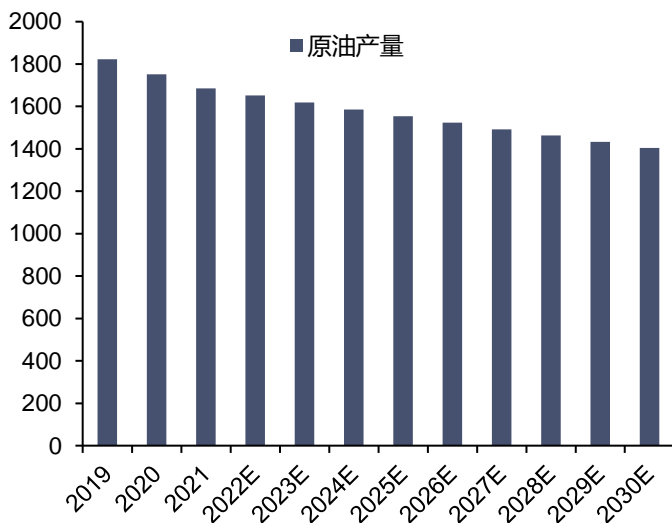
资料来源: IEA, 万得, 信达证券研究开发中心

图 22: 全球主要原油公司上游资本开支 (十亿美元, 十亿美元)


资料来源: IEA, 信达证券研究开发中心

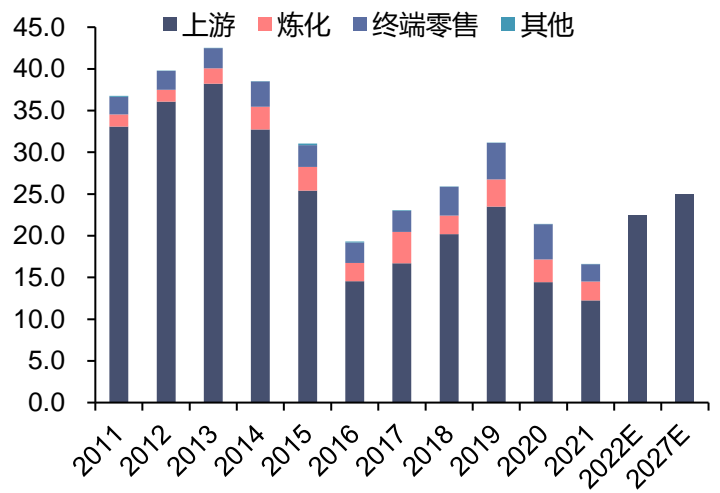
2022 年油价进一步上涨，但受到低碳政策影响，主要原油公司扩产乏力。2022 年初至今，Brent 均价在 104.9 美元/桶，相比 2021 年中枢涨幅 47.66%。我们统计的 6 家国际石油巨头和 5 家美国大型页岩油公司大多都增加了资本开支，但是 2022 年资本开支计划较 2021 年平均仅增长了约 24%，仍明显低于 2019 年疫情前水平。对应到 2022 年产量计划有增长，但是产量增幅有限，且低于资本开支增幅。我们认为原油需求仍将继续增长，而由于传统油田开发生产周期需 3-5 年，传统原油项目长期回报率存在不确定性。面对这一问题，欧洲系石油巨头公司转向在可再生能源等新能源领域加大投资，向综合型能源公司转型，甚至像 BP 和壳牌计划未来 10 年将持续降低原油产量。美国系公司聚焦油气生产，但受低碳、政策因素影响，资本支出和产量增长有限。

图 23: 壳牌原油产量计划 (千桶/天)



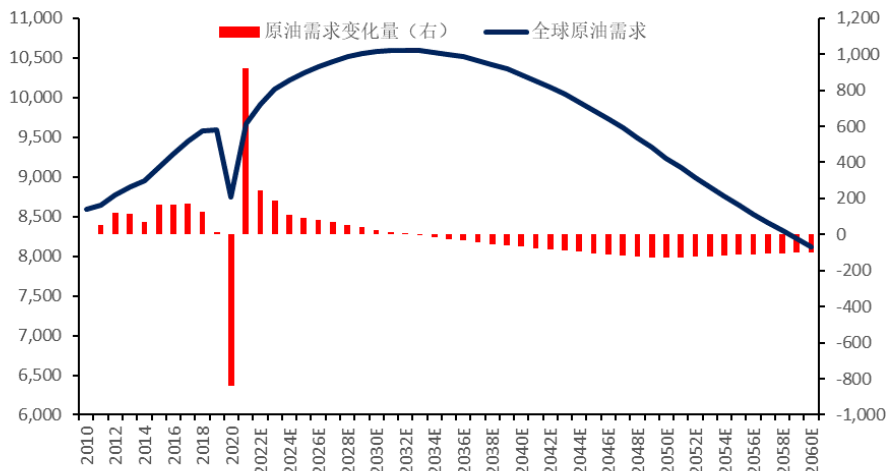
资料来源: 壳牌业绩展示资料, 信达证券研发中心

图 24: 埃克森美孚历年资本开支 (十亿美元)



资料来源: 埃克森美孚业绩展示资料, 信达证券研究开发中心

高油价下全球原油需求增速放缓，但仍将继续增长。2020 年由于新冠疫情的爆发，全球原油需求相比 2019 年大幅下降约 900 万桶/日，2021 年原油需求快速恢复 550 万桶/日左右，根据 IEA 2022 年 10 月报预计，2022 年原油需求恢复速度将从 2 月预测的 320 万桶/日降至 190 万桶/日左右，2023 年降至 170 万桶/日，但仍将继续增长。IMF 对全球 2022 年经济增速预测从 4.4% 降至 3.6%，2023 年经济增速预测从 3.8% 降至 3.6%，我们预计 2022 年全球原油需求增速将从 2.64% 下滑至 2.16%，对应 2022 年原油需求增量为 200 万桶/日左右，2023-2025 年每年原油需求增量约 100-150 万桶/日左右。我们认为全球原油需求在 2032 年以前，或将保持增加状态。

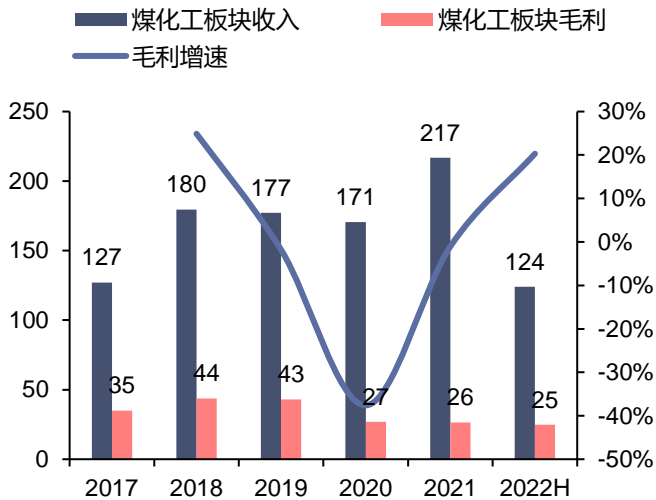
图 25: 2010-2060 年全球原油需求量和需求变化测算 (万桶/日, 万桶/日)


资料来源: BP, IEA, 信达证券研发中心

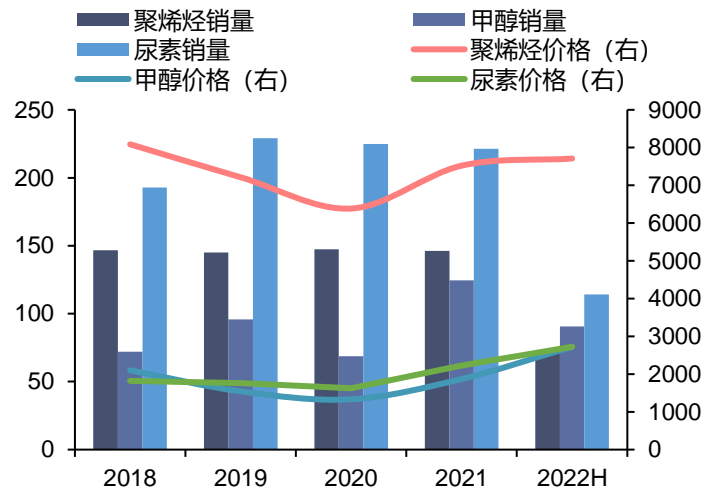
我们认为当前仍处在产能周期引发能源大通胀初期，石油价格中枢上涨将提升煤化工板块景气度。无论是传统油气资源还是美国页岩油，资本开支是限制原油生产的主要原因。考虑全球原油长期资本开支不足，全球原油供给弹性将下降，而在新旧能源转型中，原油需求仍在增长，全球或将持续多年面临原油紧缺问题，2022 年国际油价迎来上行拐点，中长期来看油价中枢有望继续抬升，未来 3-5 年能源资源有望处在景气上行的周期，相关化工品价格有望随油价迎来上涨。而煤化工受益于国内相对低价的煤炭，其对石油化工的比较优势增强，国内煤化工企业盈利空间有望扩大。

煤炭+煤化工板块发挥协同优势

受益于主要化工品价格上涨，公司 2021 年煤化工板块营收大幅增长。2021 年公司聚烯烃销量 146.2 万吨，基本与去年持平；价格提高至 7521 元/吨，同比增长 17.79%；甲醇销量 124.6 万吨，同比增长 81.1%，主要由于鄂能化合成气制 100 万吨/年甲醇技术改造项目于 2021 年 4 月投料试车；甲醇售价为 1870 元/吨，同比增长 40.4%。尿素销量 221.3 万吨，保持去年水平；同时受到需求带动，价格同比上涨 37.11%。量价双升带动公司煤化工板块实现营业收入 216.7 亿元，同比增长 27.47%；实现毛利 26.49 亿元，毛利率 12.22%。

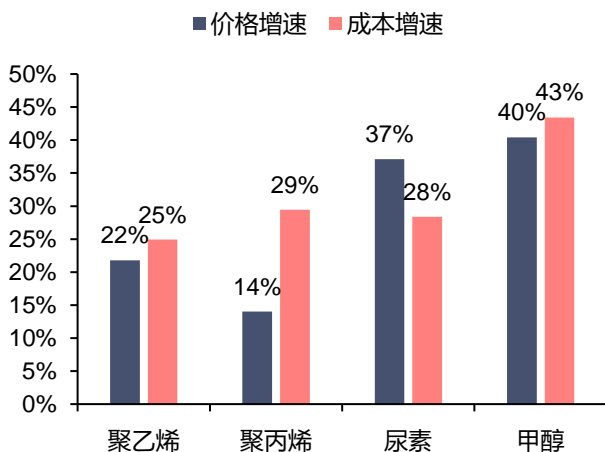
图 26: 中煤能源煤化工板块营收与毛利 (亿元; %)


资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

图 27: 聚烯烃与甲醇销量、价格情况 (万吨; 元/吨)


资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

国际油价未来中枢有望上涨, 煤化工产品盈利弹性增强。2021 年公司煤化工产品价格普遍上涨, 但毛利却同比下降, 煤化工业务实现毛利 26.49 亿元, 比 2020 年减少 0.28 亿元, 下降 1.0%, 主要由于煤炭价格上升带动的煤化工成本增幅快于油价上涨带来的化工品价格增幅。2021 年公司四个主要经营产品中, 尿素下游需求旺盛带来价格快速上涨, 毛利同比增加 72.28%; 聚乙烯、聚丙烯、甲醇均表现出成本增速大于价格增速情况, 毛利出现不同程度下滑, 对煤化工板块盈利形成拖累。煤化工产品成本高度依赖煤价, 价格与油价关联性强。目前国内煤价趋稳, 国际油价有所回落, 对化工品利润产生一定程度压缩。但我们认为全球仍处在新一轮能源大通胀的早期阶段, 油价未来上行的确定性较强, 为煤化工产品带来盈利空间。

图 28: 2021 年中煤能源煤化工产品价格增速快于成本增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

图 29: 近期原油与煤炭价格走势 (美元/桶; 元/吨)


资料来源: wind, 信达证券研究开发中心

煤化工产业仍有增量空间。公司主要煤化工产品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。公司通过控股子公司拥有 160 万吨/年甲醇产能、

120 万吨/年煤制聚烯烃产能、175 万吨/年尿素产能；通过参股陕西延长中煤榆林能化（15.83%）与中天合创（38.75%）拥有权益产能约 64 万吨/年。公司在建榆林二期项目，预计新增 45 万吨聚丙烯、30 万吨高密度聚乙烯产能。

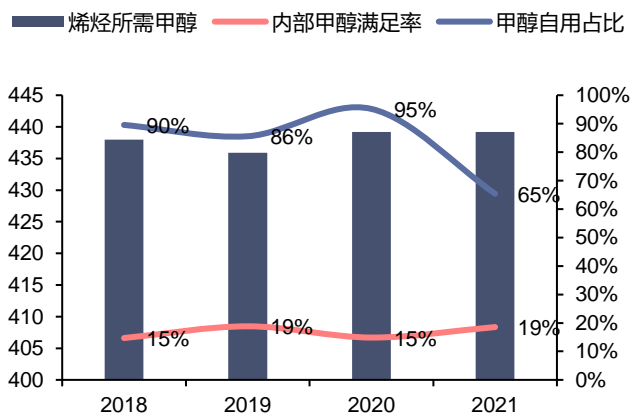
表 12: 中煤能源煤化工项目梳理 (万吨/年)

所属公司	持有权益	产能
在产		
中煤陕西榆林能化	100%	60 万吨/年聚烯烃
中煤鄂尔多斯蒙大	100%	60 万吨/年聚烯烃
中煤鄂尔多斯能化	100%	175 万吨/年尿素, 100 万吨/年合成气制甲醇
内蒙古中煤远兴	75%	60 万吨/年煤制甲醇
陕西延长中煤榆林能化	15.83%	180 万吨/年甲醇、60 万吨/年甲醇制烯烃、40 万吨/年聚丙烯和 30 万吨/年低密度聚乙烯/乙烯-醋酸乙烯聚脂 (LDPE/EVA) 一体化装置
中天合创	38.75%	360 万吨甲醇 (中间产品), 137 万吨/年聚烯烃
在建		
中煤陕西榆林能化 (榆林煤炭深加工项目)	100%	45 万吨聚丙烯、30 万吨高密度聚乙烯

资料来源: 公司公告等, 信达证券研究开发中心整理

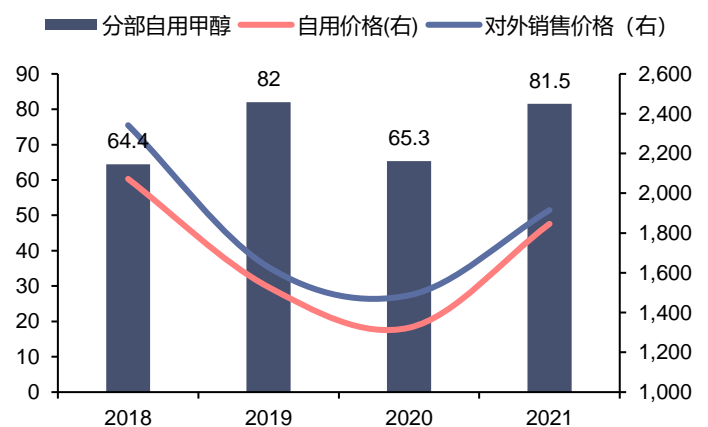
发挥一体化优势, 煤炭+煤化工协同发展。公司形成“煤-甲醇-烯烃”的煤化工发展路径。分部间用煤及甲醇中间品的数量呈现增加趋势。甲醇生产主要用于满足自身产业链需求, 2021 年甲醇自用量 81.5 万吨, 占其销量的 65%, 主要是中煤远兴公司、中煤陕西公司、鄂能化公司供应蒙大化工公司用于生产烯烃的甲醇。生产一吨烯烃约需要三吨甲醇, 近年来公司烯烃对甲醇需求保持在 435-440 万吨/年, 其中内部供应可以满足 15% 左右的需求。甲醇内部销售价格较公司对外销售价格低约 69 元/吨, 节省成本约 5624 万元, 充分发挥协同优势。

图 30: 内部甲醇满足率 (万吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心 注: 内部甲醇满足率为甲醇自用量/烯烃所需甲醇

图 31: 内部甲醇耗用量与价格 (万吨; 元/吨)

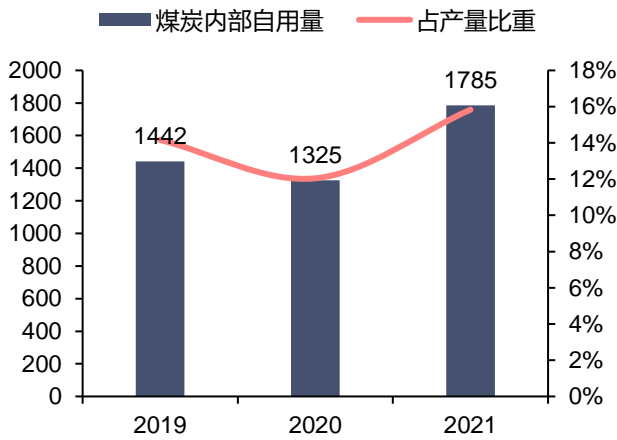


资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

煤化工所需煤炭一半为公司自产煤。2021 年公司内部用煤 (煤化工+电厂) 1785 万吨, 占总自产煤比重的 15.83%; 根据我们的测算, 2021 年公司生产煤化工产品对煤炭的需求约为 1459.6 万吨, 内部的煤炭供给占比 50%, 且呈现不断上升趋势。大海则煤矿生产煤炭可

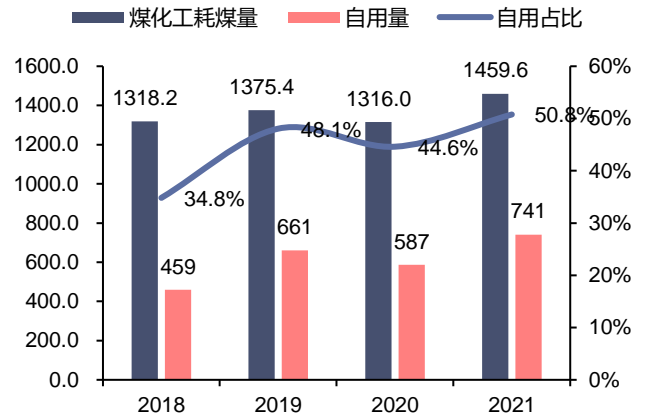
直接供应中煤陕西公司，公司煤炭与煤化工板块协同有望进一步加强。

图 32: 内部煤炭耗用量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

图 33: 自产煤占煤化工耗煤量比重上升 (万吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

盈利预测与估值

预测假设

煤炭板块

- 1、产量: 考虑到新建的大海则煤矿今年进入整体试运转, 公司预计今年贡献 500 万吨产量, 2023 年产量大约可以达到 1500 万吨, 2024 年有望实现达产 2000 万吨; 苇子沟煤矿预计 2025 年 12 月竣工验收, 里必煤矿 2025 年 3 月竣工验收; 东露天、王家岭等核增煤矿陆续释放产能。我们预计 2022-2024 年产量为 12174、13484、13984 万吨, 增速为 7.98%/10.76%/3.71%。销量与产量增速保持同步。
- 2、价格: 考虑到煤炭限价政策, 我们预计动力煤长协价格中短期内不会大幅上涨, 或将保持高位运行的态势。炼焦煤受到下游需求支撑, 我们预计价格将处于上行区间。预计 2022-2024 年公司动力煤价格为 652.08-694.47-723.64 元/吨, 增速为 14%-6.5%-4.2%; 炼焦煤价格为 1861、2224、2547 元/吨, 增速为 37.38%-19.5%-14.5%。
- 3、成本: 假设自产煤单位成本为 333.8、342.6、351.6 元/吨, 增速为 2.63%-2.64%-2.64%;

表 13: 煤炭板块核心盈利假设

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
商品煤产量 (万吨)	11274	12174	13484	13984	14239.96
yoy	2.48%	7.98%	10.76%	3.71%	1.83%
动力煤	10238	11098	12298	12798	13053.96
yoy	3.48%	8.40%	10.81%	4.07%	2.00%
炼焦煤	1036	1076	1186	1186	1186
yoy	-6.41%	3.86%	10.22%	0.00%	0.00%

单位售价 (元/吨)	645.26	761.00	831.61	881.35	912.32
动力煤	572.00	652.08	694.47	723.64	730.87
yoy	42.29%	14.00%	6.50%	4.20%	1.00%
炼焦煤	1355.00	1861.48	2224.47	2547.02	2674.37
yoy	67.70%	37.38%	19.50%	14.50%	5.00%
自产煤单位成本 (元/吨)	325.19	333.76	342.56	351.62	360.94
yoy	16.46%	2.63%	2.64%	2.64%	2.65%
材料成本	61.12	62.95	64.84	66.79	68.79
yoy	8.08%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
人工成本	43.44	45.18	46.98	48.86	50.82
yoy	44.18%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
折旧摊销	58.27	60.02	61.82	63.67	65.58
yoy	9.92%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
其他	162.36	165.61	168.92	172.30	175.74
yoy	16.35%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%

资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

煤化工板块

- 1、产量: 烯烃、尿素产销量保持平稳, 考虑到合成气制 100 万吨甲醇项目产能逐渐释放, 2022-2024 年甲醇销量为 160-160-160 万吨。
- 2、价格: 考虑到化工品价格与石油价格相关性较强, 我们预计油价未来将处在上行区间, 2022-2024 年公司聚乙烯、聚丙烯、尿素、甲醇价格增速为 3%-3%-3%、1%-3%-3%、20%-5%-5%、10%-5%-3%。
- 3、成本: 煤化工产品成本随煤价变动, 预计未来三年煤化工产品成本增速为 5.3%-2%-2%。

表 14: 煤化工板块核心盈利假设

	2021	2022E	2023E	2024E
聚乙烯				
销量 (万吨)	73.4	74	74	74
价格 (元/吨)	7455	7678.7	7909.0	8146.3
yoy	21.79%	3.00%	3.00%	3.00%
聚丙烯				
销量 (万吨)	73	73	73	73
价格 (元/吨)	7587	7662.9	7892.8	8129.5
yoy	14.00%	1.00%	3.00%	3.00%
尿素				
销量 (万吨)	221.3	221	221	221
价格 (元/吨)	2228.0	2673.6	2807.3	2947.6
yoy	37.11%	20.00%	5.00%	5.00%
甲醇				
销量 (万吨)	124.6	160	160	160
价格 (元/吨)	1870.0	2057.0	2159.9	2224.6
yoy	40.39%	10.00%	5.00%	3.00%

资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

我们预测公司 2022-2024 年归属于母公司的净利润分别为 247.11、323.93、370.17 亿元，同比增长 86.05%、31.08%、14.28%；EPS 为 1.86、2.44、2.79 元/股；对应 PE 为 4.75x、3.63x、3.17x；PB 为 0.87x、0.72x、0.61x。

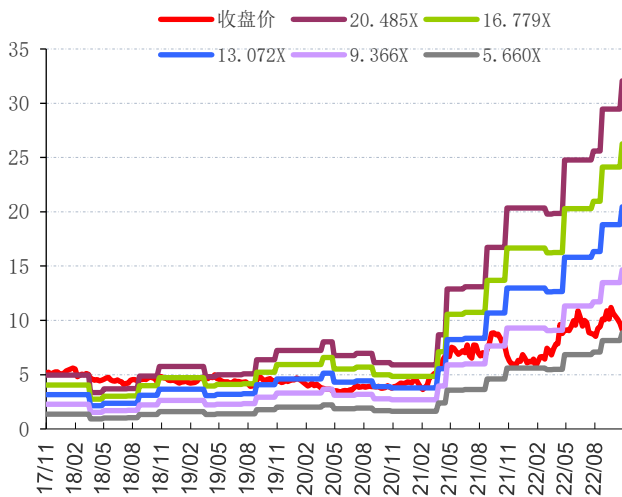
表 15: 中煤能源分板块盈利预测 (亿元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
煤炭业务营业收入	1138.97	2021.93	2413.71	2727.66	2869.50
yoy	8.98%	77.52%	19.38%	13.01%	5.20%
煤炭业务营业成本	951.48	1659.34	1893.85	2070.28	2132.04
yoy	27.51%	74.40%	14.13%	9.32%	2.98%
煤炭业务毛利	187.49	362.59	519.86	657.38	737.46
yoy	-37.27%	93.39%	43.37%	26.45%	12.18%
煤化工业务营业收入	170.54	216.70	240.61	250.38	259.89
yoy	-4.04%	27.07%	11.03%	4.06%	3.80%
煤化工业务营业成本	143.77	190.21	200.20	205.15	210.25
yoy	6.85%	32.30%	5.25%	2.47%	2.49%
煤化工业务毛利	26.77	26.49	40.41	45.23	49.63
yoy	-37.99%	-1.05%	52.53%	11.94%	9.74%
煤矿装备业务收入	89.45	103.73	119.29	137.18	157.76
yoy	8.16%	15.96%	15.00%	15.00%	15.00%
煤矿装备业务成本	74.95	86.04	98.95	113.79	130.86
yoy	7.86%	14.80%	15.00%	15.00%	15.00%
煤矿装备业务毛利	14.50	17.69	20.34	23.40	26.90
yoy	9.77%	22.00%	15.00%	15.00%	15.00%
销售收入合计	1409.65	2311.27	2692.60	2993.45	3107.37
yoy	9.03%	63.96%	16.50%	11.17%	3.81%
销售成本合计	1164.36	1890.85	2096.53	2249.51	2274.18
yoy	24.96%	62.39%	10.88%	7.30%	1.10%
毛利合计	245.29	420.42	596.07	743.94	833.19
yoy	-32.09%	71.40%	41.78%	24.81%	12.00%
归母净利润	59.07	132.82	247.11	323.93	370.17
yoy	4.95%	124.85%	86.05%	31.08%	14.28%

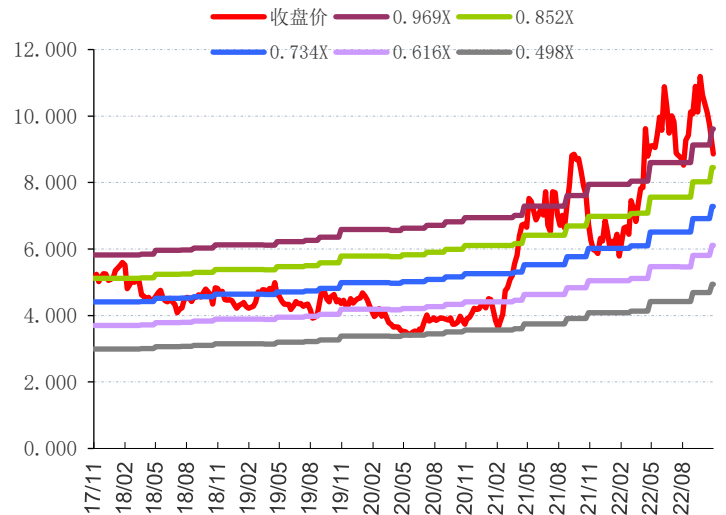
资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

相对估值

对比公司历史数据，当前估值处在低位。截至 11 月 1 日，公司收盘价为 8.86 元，PE (TTM) 为 5.66x，为近五年来最低值；PB 为 0.893x，虽然纵向来看 PB 值已经处于公司历史估值高位，但仍低于我们关注的八家煤炭公司 PB 1.5x 的估值，以及可比三家动力煤公司 1.95x 的估值。因此，总体看，公司当前估值依旧较低，伴随煤炭行业整体估值修复，公司估值有望回归均值并获得进一步提升。

图 34: 中煤能源 PE-Band (截至 11.1)


资料来源: wind, 信达证券研究开发中心

图 35: 中煤能源 PB-Band (截至 11.1)


资料来源: wind, 信达证券研究开发中心

横向来看, 公司估值与动力煤主要公司估值大致相当, 但公司相较同规模公司具有明显低估值属性。我们选取行业市值排名前 12 家公司做业绩与估值对比。中煤能源 2022 年 PE 为 4.75x (截至 11.1), 低于行业平均 PE (6.99x)。中煤能源 2022 年 PB 为 0.9x, 低于头部可比三家公司均值 (1.91x) 及行业整体均值 (1.44x)。中煤 H 股 2022 年 PE 仅为 2.89x, H 股 PB 仅为 0.56x, 处于可比公司中较低的水平。总体看, 中煤能源 (A+H) 估值折让较多, 未来估值修复空间较大。

表 16: 中煤能源可比公司盈利预测与估值 (截至 11.1)

证券代码	证券简称	收盘价(元/股)	归母净利润(亿元)				PE				PB	分红率(%)	股息率
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E			
601088.SH	中国神华	28.42	502.69	780.48	926.06	1049.48	11.23	7.23	6.10	5.38	1.37	100.4	13.88%
601225.SH	陕西煤业	19.35	211.40	357.74	333.39	355.8	8.87	5.24	5.63	5.27	2.10	61.9	11.81%
600188.SH	兖矿能源	40.23	162.59	369.34	501.71	597.16	12.24	5.39	3.97	3.33	2.26	60.9	11.29%
601898.SH	中煤能源	8.86	132.82	247.11	323.93	370.17	8.84	4.75	3.63	3.17	0.90	30.0	6.32%
1088.HK	中国神华(H股)	21.15	516.07	863.05	1024.04	1160.51	8.14	4.87	4.10	3.62	0.95	100.4	20.62%
1171.HK	兖矿能源(H股)	22.55	169.41	408.42	554.79	660.34	6.59	2.73	2.01	1.69	1.28	60.9	22.28%
1898.HK	中煤能源(H股)	5.96	147.15	273.25	358.20	409.33	5.37	2.89	2.21	1.93	0.56	30.0	10.39%
	3家A股公司均值						10.78	5.96	5.23	4.66	1.91	74.4	10.48%
	行业A股公司均值						11.22	6.99	6.42	5.95	1.44	50.0	6.56%

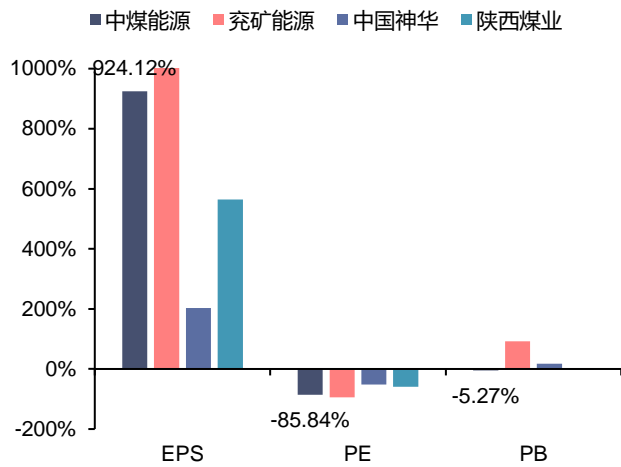
资料来源: wind, 信达证券研究开发中心 注: (1) 截止 11.1 日; (2) 3 家公司指神华、陕煤、兖矿, 使用信达能源的盈利预测。其余采用 wind 一致预测, 其他公司包括山西焦煤、潞安环能、华阳股份、美锦能源、淮北矿业、山煤国际、平煤股份、晋控煤业

近五年, 股价滞后业绩增长, 公司估值亟待修复。2017 年至今煤炭行业主要公司业绩大幅增长, 而股价增长相对缓慢。从业绩来看, 近五年中煤能源 EPS 增速 924.12%, 高于中国神华的 188.2% 与陕煤的 606.53%; 2017-2022 年上半年, 公司 ROE 增长 9.86pct, 增幅高于中国神华增幅 7.19pct。而估值方面, 中煤能源 PE 近五年下降 85.84%, 降幅超过中国神华与陕西煤业; PB 不增反降, 降低 5.27%, 大幅低于可比三家公司。因此公司近年来

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 27

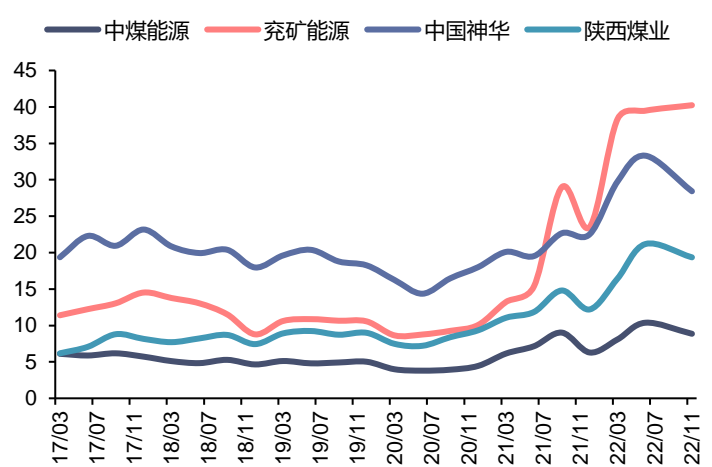
表现出业绩涨幅更大但估值下降更多的现象，导致公司股价上涨乏力。我们认为，未来伴随行业整体估值修复和公司产能释放，公司估值也有望恢复到合理水平。

图 36：2017 年至今四家动力煤公司业绩与估值指标变化幅度（%）



资料来源：wind，信达证券研究开发中心 注：兖矿 EPS 增速为 5546%。（EPS、PE、PB 截至 11.1）

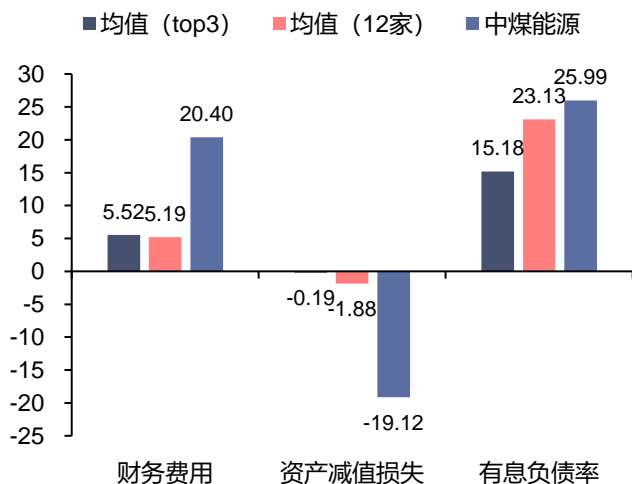
图 37：2017 年至今四家主要煤炭公司股价变化（截至 10.27）



资料来源：wind，信达证券研究开发中心（截至 11 月 1 日）

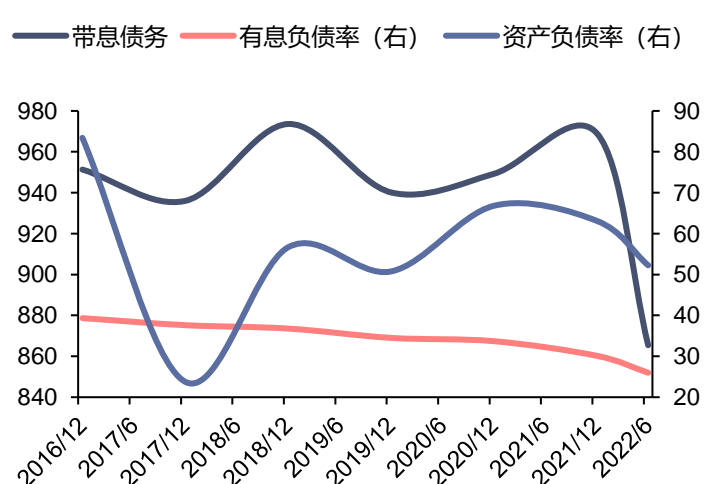
高额有息负债和资产减值损失影响公司利润与估值提升，2022H 带息债务已现下降趋势。公司 2022 年上半年带息负债 865 亿元，财务费用 20.4 亿元，资产减值损失 19.12 亿元，对公司利润影响较大。但目前我们看到公司上半年带息债务已处下降通道，较 2021 年上半年 969.1 亿元同比下降近 12%。由于过去几年减值已较为充分地计提，因此我们预期公司财务费用及减值对利润的影响有望减小。

图 38：中煤能源财务费用和资产减值损失高于行业（2022H）（亿元）



资料来源：wind，信达证券研究开发中心

图 39：2022H 公司带息债务下降（亿元；%）

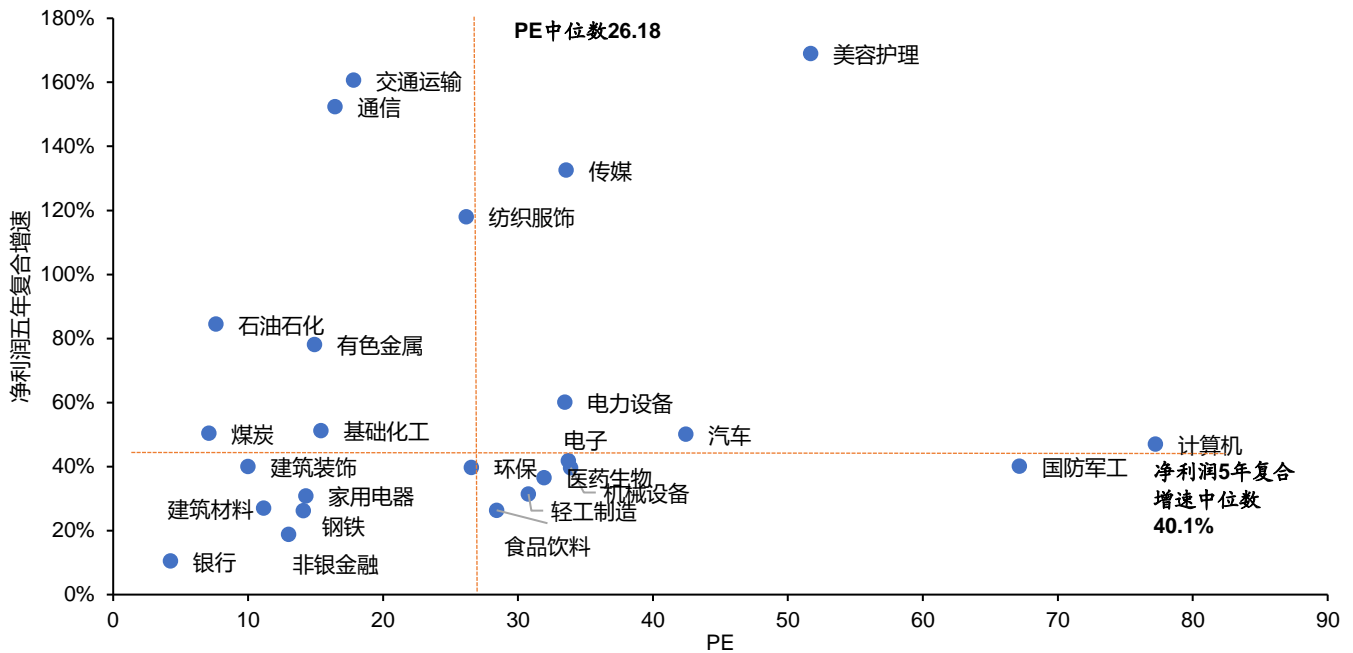


资料来源：wind，信达证券研究开发中心（截至 2022H）

煤炭行业整体依然低估，公司估值有望修复。煤炭行业“十三五”期间资本开支不足，未来 3-5 年新增产能释放有限，供给端短期看难以改善。而我国正处在人均用能提升阶段，新经济逐步取代传统高耗能行业成为全社会用电拉动主力，且燃煤发电的稳定性支撑电源

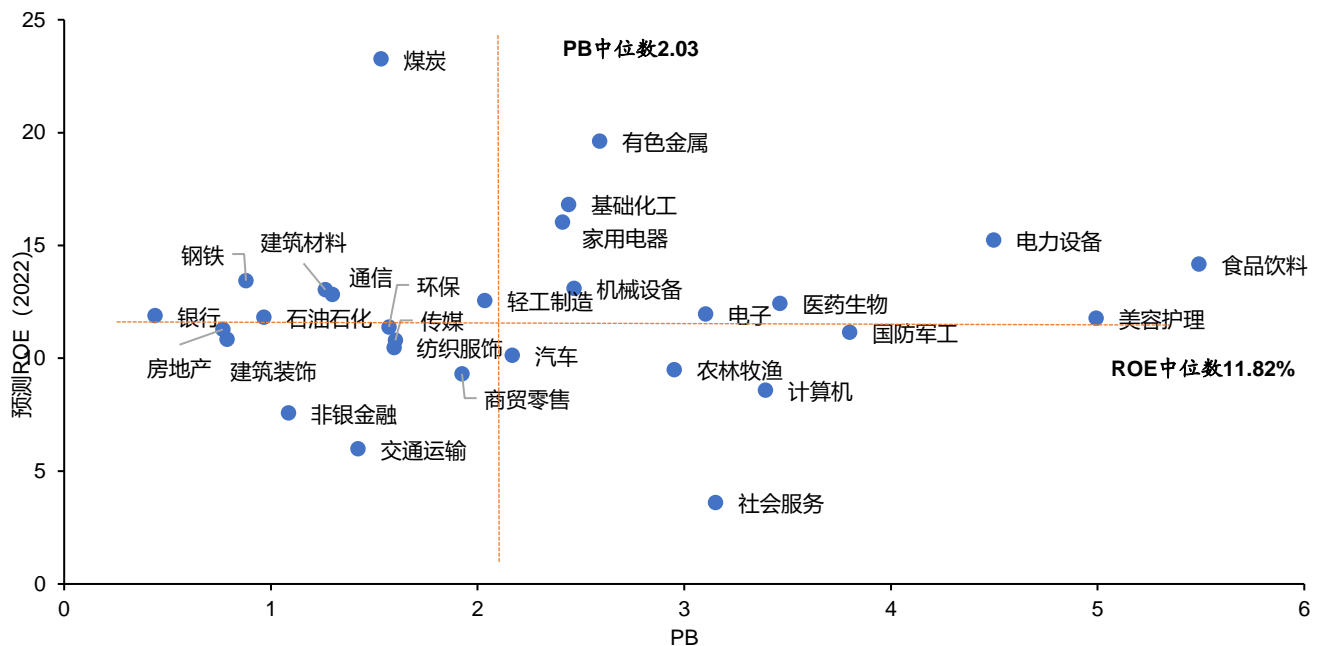
加速建设，煤炭电力消费仍将保持增长态势。需求有弹性而供给无弹性，将使煤炭行业保持高盈利业绩状态，但目前估值依旧低估。截至 2022 年 11 月 1 日，从 PE-G 角度看，煤炭行业近五年净利润复合增长率为 50.4%，而 PE 仅为 7.09x，低于行业中位数。煤炭、化工、交运、有色、石化、通信等为被低估行业；从 PB-ROE 角度看，煤炭行业 2022 年预测 ROE 为 23.27%，大幅高于行业中位数 11.82%，而 PB 仅为 1.53x，煤炭、钢铁、建材为被低估行业。

图 40：从 PE-G 的角度看，煤炭板块处于被低估状态



资料来源：wind，信达证券研发中心 注：选取样本为申万一级行业指数；五年复合增速为 2020-2024 年复合增速；截至 11.1 日

图 41：从 PB-ROE 的角度看，煤炭板块处于被低估状态



资料来源：wind，信达证券研发中心 注：选取样本为申万一级行业指数；截至 11.1 日

绝对估值法 (FCFF)

我们以绝对估值 FCFF 方法来反映公司的长期价值，首先，对估值的核心参数进行假设：

- 1、无风险利率 (Rf)：选取 2022 年 10 月 27 日，中债十年期到期国债收益率 2.7%。
- 2、债务利率：综合目前 5 年贷款市场报价利率与公司借款利率，选取债务利率为 6%。
- 3、增长率：由于煤炭公司受到自身资源开采年限的限制，因此我们假设公司经营至 2060 年及永续经营两种情况，对公司现金流量进行预测。假设 2032 年后进入稳定发展阶段，每一年自由现金流增长率为 1%。
- 4、Beta 值：用于衡量公司相对于市场的股价波动情况。Beta>1 说明公司股价波动大于市场，反之则是小于市场。wind 中计算出的公司近 100 周的 Beta 值为 1.0524。
- 5、风险溢价：风险溢价为市场预期收益率超过无风险收益率部分。市场预期收益率选用近十年上证 50 指数年复合增长率 11.92%。得到风险溢价为 9.22%。

综上，测算公司折现率为 7.6%。

表 17：中煤能源 DCF 主要参数假设及估值结果

指标	数值	指标	数值
永续增长率	1.00%	无风险利率	2.7%
WACC	7.6%	Beta 值	1.052
债务/债务价值/净债务(百万元)	92,225	股票贴现率 Ke	12.4%
少数股东权益 (百万元)	39,259	风险溢价	9.22%
总股本 (百万股)	13,259	股票价值 (百万元)	311,882
每股价值 (元)		23.52	

资料来源：wind，信达证券研究开发中心

表 18：中煤能源未来自由现金流预测 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	30,232.10	39,477.91	50,674.71	57,309.95	60,338.67	62,092.51	62,507.08
所得税税率	25.71%	25.71%	25.71%	25.71%	25.71%	25.71%	25.71%
息前税后利润(NOPAT)	22,460.59	29,329.66	37,648.20	42,577.78	44,827.93	46,130.93	46,438.92
折旧与摊销	10,735.85	10,325.81	11,143.77	12,120.95	13,108.53	14,129.76	14,732.20
营运资金的增加	-13,511.76	-6,873.38	2,680.87	-76.28	3,722.28	5,544.51	7,244.45
资本性投资	-10,312.34	-22,544.87	-22,956.19	-25,685.01	-27,727.49	-27,789.48	-12,734.53
公司自由现金流量 FCFF	36395.87	23983.99	23154.91	29090.01	26486.69	26926.70	41192.14

资料来源：wind，信达证券研究开发中心

敏感性分析：绝对估值法下股价受到折现率和永续增长率影响较大。因此，根据预测模型对估值进行敏感性分析，考察在不同折现和增长率下的股价变化。我们认为永续增长率在 0.5-1% 区间、WACC 在 7.5%-8% 之间变动较为合理，估算出在永续经营假设下，公司合理股价为 20.53-24.04 元/股；在 2060 年经营假设下，公司合理股价为 18.74-21.16 元/股。

表 19: 绝对估值法敏感性测算（永续经营假设）（元/股）

永续经营		WACC						
		6.00%	6.50%	7.00%	7.50%	8.00%	8.50%	9.00%
增长率	0.0%	29.47	26.43	23.82	21.55	19.56	17.80	16.24
	0.5%	31.55	28.12	25.21	22.70	20.53	18.62	16.94
	1.0%	34.06	30.12	26.83	24.04	21.64	19.55	17.72
	1.5%	37.12	32.52	28.75	25.59	22.92	20.62	18.62
	2.0%	40.94	35.45	31.05	27.43	24.41	21.84	19.64
	2.5%	45.86	39.12	33.86	29.64	26.17	23.27	20.81
	3.0%	52.42	43.83	37.37	32.33	28.29	24.97	22.19

资料来源: wind, 信达证券研究开发中心

表 20: 绝对估值法敏感性测算（2060 年经营假设）（元/股）

2060 年经营		WACC						
		6.00%	6.50%	7.00%	7.50%	8.00%	8.50%	9.00%
增长率	0.0%	25.47	23.36	21.44	19.70	18.11	16.67	15.34
	0.5%	26.49	24.26	22.24	20.40	18.74	17.22	15.83
	1.0%	27.60	25.23	23.10	21.16	19.41	17.82	16.36
	1.5%	28.79	26.28	24.02	21.98	20.14	18.46	16.93
	2.0%	30.09	27.42	25.03	22.87	20.92	19.15	17.55
	2.5%	31.49	28.66	26.11	23.82	21.76	19.90	18.21
	3.0%	33.02	29.99	27.29	24.86	22.67	20.70	18.92

资料来源: wind, 信达证券研究开发中心

风险因素

经济严重下行导致煤价大幅下跌；发生重大煤炭安全事故；俄乌冲突的不确定性；国内外能源政策变化带来短期影响。

资产负债表		单位: 百万元					利润表					单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	62,260	104,985	128,622	155,712	184,535	营业总收入	140,965	231,127	269,260	299,345	310,737					
货币资金	35,994	72,925	93,796	117,005	146,510	营业成本	116,436	189,085	209,653	224,951	227,418					
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	4,108	6,372	7,423	8,253	8,567					
应收账款	7,222	7,546	7,413	9,217	8,046	销售费用	722	837	976	1,085	1,126					
预付账款	1,662	2,271	2,756	2,829	2,925	管理费用	3,746	4,455	4,446	4,943	5,131					
存货	7,059	8,192	8,718	9,426	8,917	研发费用	523	666	581	646	671					
其他	10,323	14,051	15,940	17,235	18,137	财务费用	4,529	3,954	2,534	2,247	1,969					
非流动资产	220,684	216,753	229,017	240,513	254,387	减值损失合计	-56	-3,957	-2,594	-2,066	-2,085					
长期股权投资	24,019	26,842	29,129	30,728	32,965	投资净收益	1,313	3,545	6,229	6,925	7,189					
固定资产(合计)	112,529	109,142	114,962	121,056	129,634	其他	172	168	227	252	262					
无形资产	50,558	51,380	53,058	55,108	56,841	营业利润	12,329	25,514	47,510	62,333	71,222					
其他	33,578	29,389	31,868	33,621	34,948	营业外收支	-2	63	78	46	62					
资产总计	282,945	321,738	357,639	396,225	438,922	利润总额	12,327	25,577	47,587	62,379	71,284					
流动负债	69,266	87,745	97,284	98,384	97,678	所得税	3,399	6,575	12,233	16,035	18,324					
短期借款	1,409	582	482	382	282	净利润	8,929	19,002	35,354	46,344	52,960					
应付票据	4,522	2,991	5,339	3,599	5,437	少数股东损益	3,022	5,720	10,643	13,951	15,943					
应付账款	20,675	24,208	25,558	27,839	26,143	归属母公司净利润	5,907	13,282	24,711	32,393	37,017					
其他	42,660	59,965	65,906	66,565	65,816	EBITDA	25,576	40,968	49,804	61,818	69,431					
非流动负债	88,683	91,591	86,582	82,583	78,580	EPS(当年)(元)	0.45	1.00	1.86	2.44	2.79					
长期借款	50,995	60,443	57,443	54,443	51,443	现金流量表										
其他	37,688	31,148	29,140	28,141	27,137	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E					
负债合计	157,949	179,336	183,867	180,968	176,257	经营活动现金流	22,632	48,106	51,724	54,315	64,526					
少数股东权益	22,996	28,617	39,259	53,211	69,153	净利润	8,929	19,002	35,354	46,344	52,960					
归属母公司股东权益	101,999	113,786	134,513	162,047	193,511	折旧摊销	9,948	10,736	10,326	11,144	12,121					
负债和股东权益	282,945	321,738	357,639	396,225	438,922	财务费用	4,591	3,987	2,898	2,716	2,554					
重要财务指标						投资损失	-1,313	-3,545	-6,229	-6,925	-7,189					
主要财务指标						单位: 百万元										
营业总收入	140,965	231,127	269,260	299,345	310,737	营运资金变动	-37	14,183	6,873	-965	2,076					
同比(%)	9.0%	64.0%	16.5%	11.2%	3.8%	其它	516	3,742	2,501	2,002	2,005					
归属母公司净利润	5,907	13,282	24,711	32,393	37,017	投资活动现金流	-14,244	-25,382	-18,861	-17,717	-20,811					
同比(%)	4.9%	124.8%	86.1%	31.1%	14.3%	资本支出	-10,197	-10,312	-22,545	-22,956	-25,685					
毛利率(%)	17.4%	18.2%	22.1%	24.9%	26.8%	长期投资	-39	-257	-2,520	-1,692	-2,305					
ROE(%)	5.8%	11.7%	18.4%	20.0%	19.1%	其他	-4,007	-14,813	6,204	6,931	7,179					
EPS(摊薄)(元)	0.45	1.00	1.86	2.44	2.79	筹资活动现金流	-5,475	-6,697	-11,991	-13,390	-14,210					
P/E	19.89	8.84	4.75	3.63	3.17	吸收投资	436	585	0	0	0					
P/B	1.15	1.03	0.87	0.72	0.61	借款	36,479	24,219	-3,100	-3,100	-3,100					
EV/EBITDA	4.63	2.63	2.33	1.41	0.74	支付利息或股息	-7,139	-7,230	-6,883	-7,575	-8,106					
						现金净增加额	2,903	16,053	20,871	23,209	29,506					

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	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	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

分析师声明

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

评级说明

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

风险提示

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

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