

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

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

以量补价平抑业绩波动，核增释放增强内生动力

2023 年 8 月 24 日

事件: 2023 年 8 月 24 日，中煤能源发布半年度报告。2023 年上半年，公司实现营业收入 1093.57 亿元，同比下降 7.4%，实现归母净利润 118.35 亿元，同比下降 11.5%；扣非后净利润 117.51 亿元，同比下降 11.7%。经营活动现金流量净额 170.35 亿元，同比下降 15.3%；基本每股收益 0.89 元/股，同比下降 11.9%。资产负债率为 49.9%，比上年度末下降 1.6pct。

2023 年第二季度，公司单季度营业收入 501.98 亿元，同比下降 10.85%，环比一季度下降 15.15%；单季度归母净利润 46.8 亿元，同比下降 28.92%，环比一季度下降 34.6%；单季度扣非后净利润 46.18 亿元，同比下降 29.37%，环比一季度下降 35.26%。

点评:

➤ **煤炭主业产量大幅增长缓解煤价波动对业绩影响。**2023 年上半年公司煤炭产销量稳定增加，实现商品煤产量 6712 万吨，同比增长 13.3%，自产商品煤销量 6485 万吨，同比增长 10.6%。其中动力煤销量 5913 万吨，同比增长 11.5%，炼焦煤销量 572 万吨，同比增长 1.4%。自产煤产量增加主要来自新建大海则煤矿与核增产能的持续释放。买断贸易煤销量 7620 万吨，同比增加 10.5%。动力煤价格受到了市场价格下行的一定影响，上半年动力煤售价 548 元/吨，同比下降 13.8%；公司销售结构以长协煤为主，煤价稳定性强，公司动力煤售价跌幅低于港口市场价格 19%的跌幅；炼焦煤售价 692 元/吨，同比下降 16.9%，商品煤综合售价 624 元/吨，同比降低 128 元/吨，降幅 17%。公司上半年成本控制较好，一定程度上缓解煤价下跌对业绩影响。公司自产煤单位成本 285.17 元/吨，同比下降 7.6%，主要由于公司露天矿剥离量同比减少，吨煤材料成本同比减少 20.9%。同时，产量增加产生摊薄效应，使吨人工成本同比下降 5.6%、吨煤维修支出下降 12.6%。总体看，公司煤炭板块以量补价，煤炭业务实现营业收入 935.23 亿元，同比下降 8.2%，实现毛利 225.19 亿元，同比下降 15.4%，毛利率维持在 24.1%。产量增长及销售结构优势保障公司在市场下行阶段，业绩仍然有较强确定性与稳定性。

➤ **煤化工产量保持增长，价格下降导致利润空间收窄。**上半年公司聚烯烃产品实现销量 74.9 万吨，同比增长 3%；尿素实现销量 119.9 万吨，同比增长 5%；甲醇实现销量 97.1 万吨，同比增长 7.1%；硝酸铵实现销量 29.2 万吨，同比增长 33.3%。价格方面，化工品销售价格下跌。上半年聚烯烃综合售价 6903 元/吨，同比下降 10.5%；尿素综合售价 2484 元/吨，同比下降 8.8%；甲醇价格 1770 元/吨，同比下降 7.8%。价格下跌影响下，公司煤化工板块实现毛利 18.73 亿元，同比下降 24.3%，利

润空间有所收敛。

- **核增与在建产能有望陆续释放产量，公司业绩内生增长动力较强。**公司上半年商品煤产量增量 800 万吨，约一半增长来自大海则煤矿。公司预计今年大海则煤矿产量将达到 1500 万吨，2024 年达产 2000 万吨，有望成为公司煤炭板块业绩增长的重要驱动力。此外，今年上半年东露天煤矿、安家岭煤矿批复核增产能 500 万吨/年，目前正在推进完善产能置换、矿区总体规划修编等相关手续，产量有望逐步释放。远期看，公司苇子沟煤矿（240 万吨）、里必煤矿（400 万吨）预计于 2025 年左右投产，公司中短期业绩增长值得期待。
- **盈利预测与投资评级：**回顾上半年煤炭市场，我们认为动力煤价格调整是淡旺季切换的正常现象，当前终端电厂库存仍然维持较高日耗水平，库存持续去化，叠加化工用煤持续增长，高于过去三年水平。我们认为下半年煤炭需求对于长协价格仍有较强支撑，市场价格也不具备单边下行的条件。中煤能源高比例长协特点及内生增长动力有望带来业绩稳健向上的确定性预期，同时伴随煤炭产量有序释放，公司业绩有望稳中有增，且未来有望伴随板块估值而提升迎来公司估值修复；我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润分别为 219.54/259.77/277.65 亿元，每股收益分别为 1.66/1.96/2.09 元。维持“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济形势存在不确定性；地缘政治因素影响全球经济；煤炭、电力相关行业政策的不确定性；煤矿出现安全生产事故等。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	239,828	220,577	208,322	216,454	223,414
同比(%)	70.1%	-8.0%	-5.6%	3.9%	3.2%
归属母公司净利润（百万元）	13,739	18,241	21,954	25,976	27,765
同比(%)	132.6%	32.8%	20.4%	18.3%	6.9%
毛利率(%)	17.8%	25.1%	29.1%	29.5%	29.8%
ROE(%)	12.0%	13.9%	15.0%	15.8%	15.1%
EPS（摊薄）（元）	1.04	1.38	1.66	1.96	2.09
P/E	7.90	5.95	4.95	4.18	3.91
P/B	0.95	0.83	0.74	0.66	0.59

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 24 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	105,408	123,911	131,169	143,652	157,531
货币资金	72,925	91,026	107,853	110,173	131,882
应收票据	0	508	71	479	115
应收账款	7,768	8,239	3,134	8,491	3,521
预付账款	2,291	2,438	1,948	2,132	2,129
存货	8,323	9,350	6,452	9,873	6,898
其他	14,102	12,350	11,712	12,503	12,986
非流动资产	217,202	216,198	222,797	230,389	238,196
长期股权投资	26,842	29,904	31,761	32,761	33,761
固定资产	109,108	114,960	117,707	120,643	123,957
无形资产	51,380	48,168	49,165	51,180	53,429
其他	29,871	23,166	24,164	25,805	27,049
资产总计	322,610	340,109	353,966	374,041	395,727
流动负债	87,940	104,998	96,904	92,632	88,022
短期借款	654	205	105	55	25
应付票据	2,991	2,101	2,452	2,252	2,580
应付账款	24,273	23,320	19,236	24,728	20,437
其他	60,021	79,372	75,111	65,597	64,979
非流动负债	91,600	70,053	68,044	64,045	60,041
长期借款	60,443	39,507	38,507	35,507	32,507
其他	31,157	30,546	29,538	28,539	27,535
负债合计	179,539	175,051	164,949	156,677	148,063
少数股东权益	28,726	34,294	42,885	53,049	63,913
归属母公司	114,346	130,765	146,133	164,316	183,751
负债和股东权益	322,610	340,109	353,966	374,041	395,727
重要财务指标					
单位:百万元					
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	239,828	220,577	208,322	216,454	223,414
同比(%)	70.1%	-8.0%	-5.6%	3.9%	3.2%
归属母公司净利润	13,739	18,241	21,954	25,976	27,765
同比(%)	132.6%	32.8%	20.4%	18.3%	6.9%
毛利率(%)	17.8%	25.1%	29.1%	29.5%	29.8%
ROE(%)	12.0%	13.9%	15.0%	15.8%	15.1%
EPS (摊薄) (元)	1.04	1.38	1.66	1.96	2.09
P/E	7.90	5.95	4.95	4.18	3.91
P/B	0.95	0.83	0.74	0.66	0.59
EV/EBITDA	2.64	2.10	1.92	1.32	0.72

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	239,828	220,577	208,322	216,454	223,414
营业成本	197,232	165,158	147,678	152,563	156,731
营业税金及附加	6,435	7,857	8,333	7,576	7,820
销售费用	818	929	833	844	804
管理费用	4,462	5,246	5,208	5,195	5,139
研发费用	666	771	708	736	760
财务费用	3,957	3,728	1,629	1,421	1,249
减值损失	-3,963	-8,801	-5,000	-2,000	-1,500
投资净收	3,545	5,035	1,875	2,165	2,234
其他	167	45	-13	-5	1
营业利润	26,008	33,166	40,796	48,278	51,648
营业外收支	63	-268	-69	-92	-143
利润总额	26,071	32,897	40,727	48,186	51,505
所得税	6,582	7,519	10,182	12,047	12,876
净利润	19,489	25,378	30,545	36,140	38,629
少数股东损益	5,749	7,137	8,591	10,164	10,864
归属母公司净利润	13,739	18,241	21,954	25,976	27,765
EBITDA	40,792	51,147	43,200	49,429	52,436
EPS (当年) (元)	1.04	1.38	1.66	1.96	2.09

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	48,097	43,634	46,833	44,796	55,634
净利润	19,489	25,378	30,545	36,140	38,629
折旧摊销	10,740	10,528	9,435	9,986	10,547
财务费用	3,991	3,695	2,084	1,961	1,799
投资损失	-3,545	-5,035	-1,875	-2,165	-2,234
营运资金	13,700	1,843	1,375	-3,417	5,050
其它	3,722	7,226	5,269	2,292	1,843
投资活动现金流	-25,382	-22,046	-19,228	-17,505	-17,763
资本支出	-10,312	-9,637	-18,987	-18,583	-18,918
长期投资	-257	135	-2,091	-1,093	-1,069
其他	-14,813	-12,543	1,850	2,170	2,224
筹资活动	-6,687	-22,687	-10,778	-24,971	-16,162
吸收投资	585	110	0	0	0
借款	25,095	12,420	-1,100	-3,050	-3,030
支付利息或股息	-7,233	-8,255	-8,670	-9,753	-10,129
现金净增加额	16,054	-1,097	16,827	2,321	21,709

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，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，中国价格协会煤炭价格专委会委员，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，CPA，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，从事煤矿生产生产管理、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，从事煤炭行业研究。

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

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

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

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。