

低成本成就核心优势，高现金奠定未来成长

➤ **23Q3 业绩表现大超预期。** 2023年上半年，公司以长协销售为主，业绩同比下滑，但环比看由于长协相对稳定，23Q2 现货价格下滑下，公司净利润基本稳定，底部业绩探明；23Q3以来，伴随煤价反弹以及公司现货比例有所提升，公司盈利环比修复明显，环比增幅 15.41%，表现大超预期；23Q4 公司有望在煤价中枢高位和现货比例提升下实现盈利环比继续提升，业绩值得期待。

➤ **综合售价或将受益现货比例提升和煤价中枢上移，低成本成就核心优势。** 公司色连矿全部为电煤长协，塔山矿和参股的同忻矿除长协外，兼有部分动力煤现货。由于内蒙矿井开采成本偏低，且色连矿均为电煤长协，矿井盈利确定性强，未来量增有望带来业绩增量。保供开启后，公司塔山矿现货比例有所下降，伴随长协覆盖及履约水平逐步提升，公司保供压力或有所降低，23Q3 现货比例或有所提升从而售价水平抬升使盈利实现环比增长。我们预计 23Q4 和 2024 年塔山矿现货比例也有望维持较高水平，叠加基本面驱动煤价中枢上移，23Q4 盈利有望延续环比增长态势，2024 年综合售价也有望实现同比提升。同时，公司成本优势行业领先，23H1 煤价下行，多数动力煤公司因长协占比高盈利受限或略有受损，而公司凭借低成本优势实现吨煤毛利行业第二。此外，公司期间费率在动力煤公司中处于较低水平，未来伴随关停资产影响解除有望进一步降低，而公司吨煤生产人员数量在经过 2022 年员工数量大增后依旧为动力煤公司中第二低。现货比例提升下综合售价提升叠加低成本优势，公司业绩弹性有望充分释放。

➤ **净现金水平行业领先，资产负债表持续修复。** 经历连续两年的高煤价和历史包袱的逐步清除，公司现金水平不断提升、资产负债表逐步修复。截至 23Q3 末，公司资产负债率 37.48%，较 2022 年年末下降 12.33 个百分点；带息债务 54.47 亿元，较 2022 年末下降 44.7%。公司净现金 115.16 亿元，净现金/市值比高达 58.56%，同行业领先，流动比率和现金流量利息保障倍数也位于行业前列。

➤ **存量产能产量稳定释放，外延成长空间广阔。** 近年来公司产量保持在 3100 万吨以上的高位，2023 年前三季度，主因色连矿于 2022 年成功核增 300 万吨/年，公司实现煤炭产量 2542 万吨，同比增长 5.79%，我们预计 2023 年全年产量将有所增加。此外，公司控股股东为晋能控股煤业集团，拥有煤炭总产能约 3.58 亿吨/年，是省内第一、全国第二大煤炭企业。目前集团资产证券化率低，截至 2023 年三季度末仍有约 4627 亿元非上市资产，意味着未来公司可能会有更多的优质资产注入上市公司，进一步加强上市公司盈利水平。

➤ **投资建议：** 公司为山西省动力煤龙头，煤炭资源储量丰富，资源禀赋优异，未来有望受益自身现货比例提升和煤价中枢上移实现盈利增长。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 32.01/40.34/ 45.51 亿元，对应 EPS 分别为 1.91/2.41/2.72 元/股，对应 2023 年 11 月 3 日收盘价的 PE 分别均为 6/5/4 倍。

➤ **风险提示：** 煤价大幅下跌风险；山西国企改革进展不及预期；控股股东资产注入不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	16,082	16,686	18,683	20,171
增长率（%）	-12.0	3.8	12.0	8.0
归属母公司股东净利润（百万元）	3,044	3,201	4,034	4,551
增长率（%）	-34.7	5.1	26.0	12.8
每股收益（元）	1.82	1.91	2.41	2.72
PE	6	6	5	4
PB	1.3	1.1	1.0	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 11 月 3 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

11.55 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

相关研究

1. 晋控煤业 (601001.SH) 2023 年三季报点评：业绩环比增长，净现金与市值比值行业领先-2023/10/29

2. 晋控煤业 (601001.SH) 2023 年半年报点评：业绩同比下滑，期待主业修复及产能外延增长-2023/08/29

3. 晋控煤业 (601001.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：产销下滑拖累业绩，静待煤炭主业恢复-2023/04/30

4. 晋控煤业 (601001.SH) 2022 年三季报点评：产销下滑引发利润环比下降，期待未来产销恢复-2022/10/29

5. 晋控煤业 (601001.SH) 2022 年半年报点评：煤炭主业发力，期待产能外延增长-2022/08/30

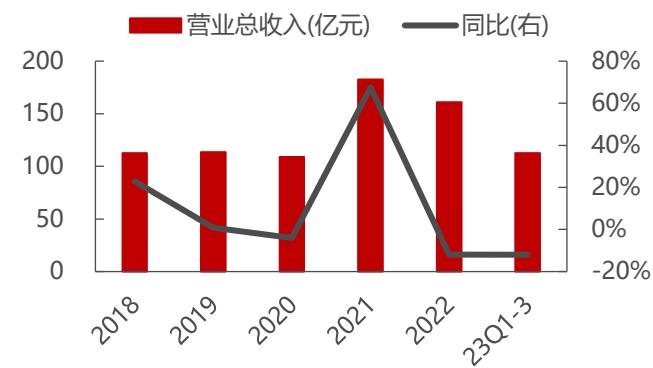
目录

1 山西优质煤企，23Q3 业绩表现大超预期	3
2 综合售价或将受益现货比例提升和煤价中枢上移，低成本成就核心优势	4
2.1 供需分析：供给弹性低+需求稳增长，基本面长期向好	4
2.2 价格展望：四季度平稳运行，中长期价格中枢上移	8
2.3 综合售价：现货比例提升，公司综合售价有望上升	9
2.4 吨煤成本：低成本成就核心优势	10
3 净现金水平行业领先，资产负债表持续修复	12
4 存量产能产量稳定释放，外延成长空间广阔	13
4.1 产销情况：产销高位稳定，2023 有望增长	13
4.2 资产注入：控股股东优质资产丰富，未来有注入可能	14
5 盈利预测与投资建议	16
5.1 盈利预测假设与业务拆分	16
5.2 估值分析	16
6 风险提示	18
插图目录	20
表格目录	20

1 山西优质煤企，23Q3 业绩表现大超预期

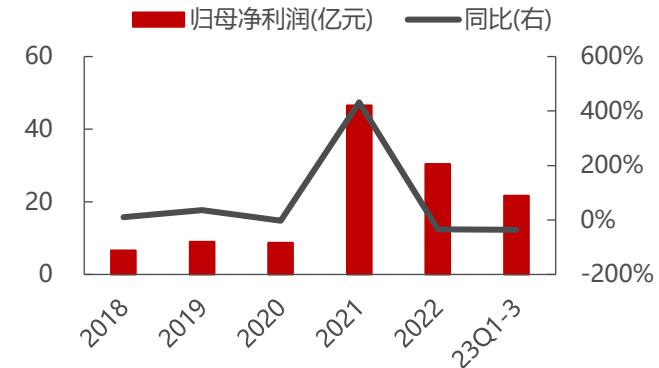
业绩表现：近年业绩整体改善，23Q3 业绩表现大超预期。公司是晋能控股集团下属核心上市平台，截至 23Q3 末实控人为山西省国资委，控股股东晋能控股煤业集团持股比例为 57.46%。2016 年供给侧改革以来，公司业绩整体呈现改善趋势。据 Wind 和煤炭资源网数据，2021 年秦港 Q5500 动力煤均价 1016 元/吨，同比大增 78.2%，受益于 2021 年煤炭价格的大幅增长，公司 2021 年实现归属于母公司股东的净利润 46.58 亿元，同比增长 431.88%；2022 年秦港 Q5500 动力煤均价 1268 元/吨，延续 2021 年涨势，增幅 24.8%，但公司业绩同比下降 34.65%，主要原因为：1) 塔山矿发生事故造成煤炭产销同比明显下滑；2) 22Q4 受疫情影响公司煤炭销售收入下降；3) 活性炭公司计提资产减值准备影响利润总额 1.29 亿元。**进入 2023 年，上半年公司以长协销售为主，同时管理费用因忻州窑矿经营调整和活性炭公司阶段性停产同比大幅增长 1.91 亿元，增幅 113.57%，共同拖累盈利水平，但环比看由于长协相对稳定，23Q2 现货价格下滑下，公司净利润基本稳定，底部业绩探明；23Q3 以来，伴随煤价反弹以及公司现货比例有所提升，公司盈利环比修复明显，环比增幅 15.41%，表现大超预期；23Q4 公司有望在煤价中枢高位和现货比例提升下实现盈利环比继续提升，业绩值得期待。**

图1：2018-2023Q1-3 营业收入及增速



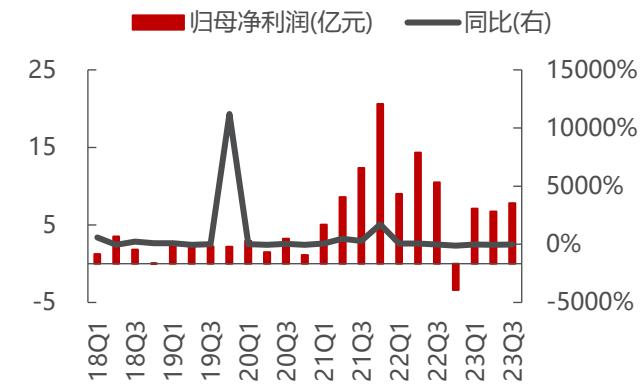
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2018-2023Q1-3 归母净利润及增速



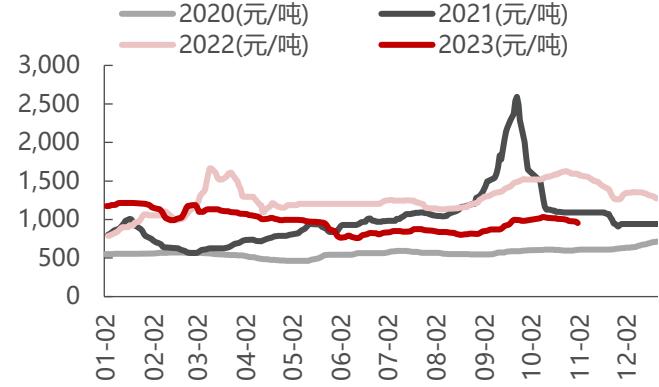
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2018-2023Q1-3 单季归母净利润及增速



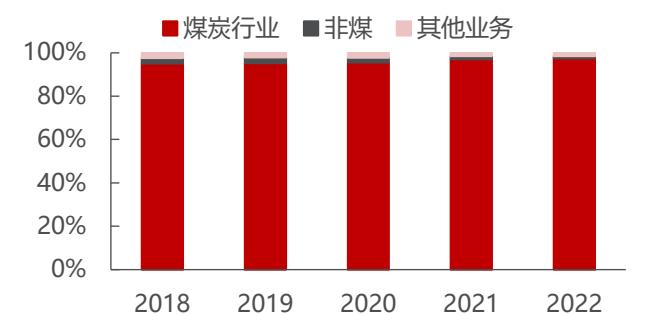
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2020-2023 年秦港 Q5500 动力煤价格

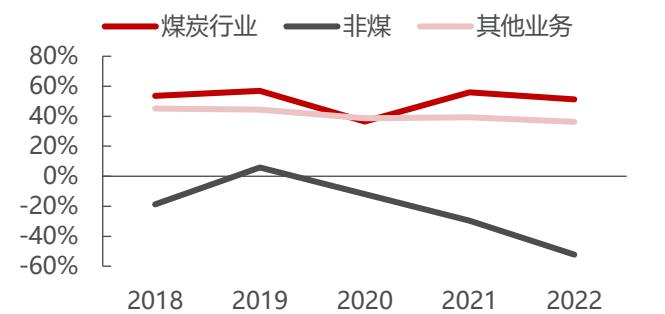


资料来源：煤炭资源网，wind，民生证券研究院

业务分析：主营煤炭业务，非煤业务拖累盈利。公司主营煤炭开采和销售业务，2018-2022年煤炭业务营收占比始终在95%以上，除2020年煤炭消费受疫情影响大幅降低外，毛利率高位稳定在50%以上；非煤业务主要包括高岭土、活性炭等，营收占比较低且盈利能力较差，除2019年毛利为正，2020年起亏损逐年扩大，因而公司2022年开始阶段性关停活性炭公司，未来或有剥离可能。

图5：2018-2022年业务营收占比


资料来源：wind, 民生证券研究院

图6：2018-2022年业务毛利率


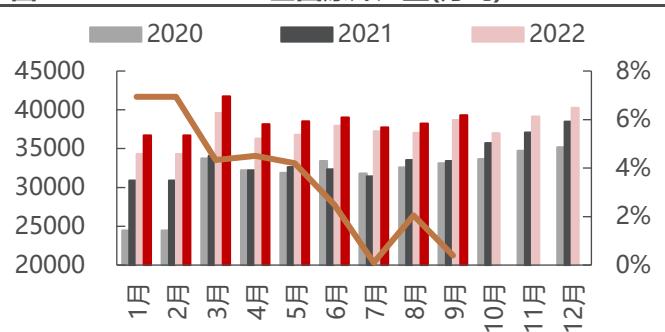
资料来源：wind, 民生证券研究院

2 综合售价或将受益现货比例提升和煤价中枢上移，低成本成就核心优势

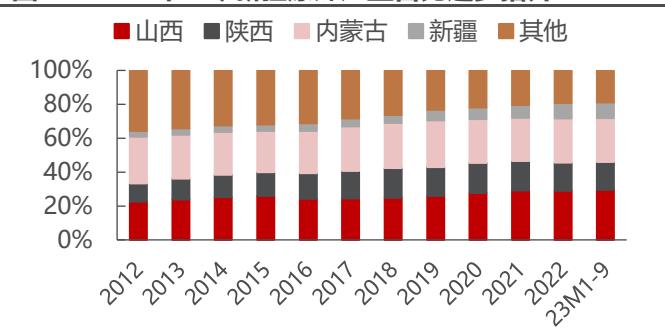
2.1 供需分析：供给弹性低+需求稳增长，基本面长期向好

2.1.1 供给：国内增量有限，对价格敏感性强，进口趋稳

23H1产量上升来自新疆和山西，当前产量已基本见顶。2023年1-9月实现原煤产量同比增速3.0%，其中1-2月产量累计同比增速高达5.8%，主要受春节低基数影响；前5月累计同比增速4.8%，而后在进口煤冲击致国内煤价大幅下跌作用下，单月同比增速6月回落至2.5%，7月降至0.1%，8月短暂回升至2.1%后9月再度降至0.4%。从国内边际增量新疆煤的产量来看，2023年前9月新疆实现煤炭产量3.16亿吨，同比增长8.4%，绝对量同比增长2576万吨。其中前5月产量累计同比增速24%，但6-9月单月同比增速分别为-12.4%、-11.0%、-1.3%、-3.2%，煤价和疆煤进而国内产量之间的负反馈作用证实当前供给的边际成本较高。

图7：2020-23M1-9全国原煤产量(万吨)


资料来源：wind, 民生证券研究院

图8：2012年至今新疆原煤产量占比逐步抬升


资料来源：wind, 民生证券研究院

国内供给弹性降低，未来增产空间有限。煤炭产量的增量主要来自：1) 现有矿井产能释放；2) 产能核增；3) 新建产能的投产；4) 进口量的增加。

1) 现有产能释放：主产地产能利用率达到饱和。从主产地产能利用率来看，剔除春节影响，2023 年年初至今，晋陕蒙 100 家动力煤煤矿平均产能利用率为 88.46%，已处于较饱和状态，预计后期难有突破。

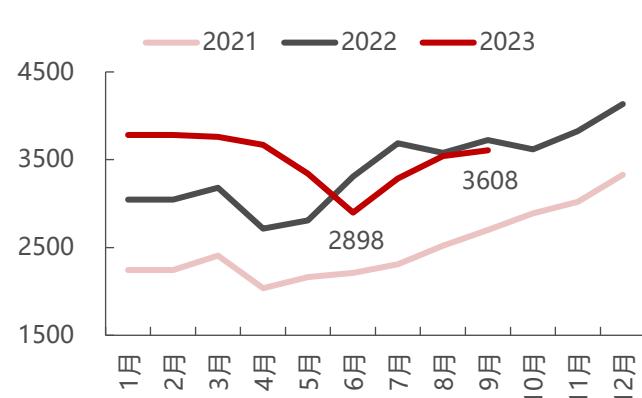
2) 产能核增：露天矿核增相对容易，但产能有限，且增产前提为煤价足够高。由于井工矿产能核增不易且容易发生事故，近年产能核增主要依靠露天矿。我国的露天矿主要集中在内蒙古和新疆，两地的露天煤矿数量和产能占比分别达到全国的 75% 和 85% 左右。截至 2022 年底，全国共有露天煤矿 357 处，产能 11.62 亿吨，2022 年产量 10.57 亿吨，仅占全国产量 23.51%。2021 年保供以来，我国露天煤矿增产较多，前期受煤炭市场持续偏紧等因素影响，煤矿企业生产积极性强烈，人为造成采掘接续紧张，同时由于露天矿采出的原煤热值偏低，在煤价走低时经济性会有所下降。2023 年 5 月中旬受进口煤冲击影响煤价下行，内蒙动力煤矿产能利用率出现明显下滑，而新疆煤受制于高昂的外运成本，5、6 月产量环比大幅减少 9.0% 和 13.2%，7 月同比下降 11.0%。因此，受自身接续问题和低煤价下低热值产品盈利能力双重限制，若未来煤价足够高，露天矿或有部分增产可能，否则将维持当前水平。

图9：低煤价下内蒙古动力煤企业产能利用率降低



资料来源：CCTD，民生证券研究院

图10：低煤价下新疆原煤产量快速回落(万吨)



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

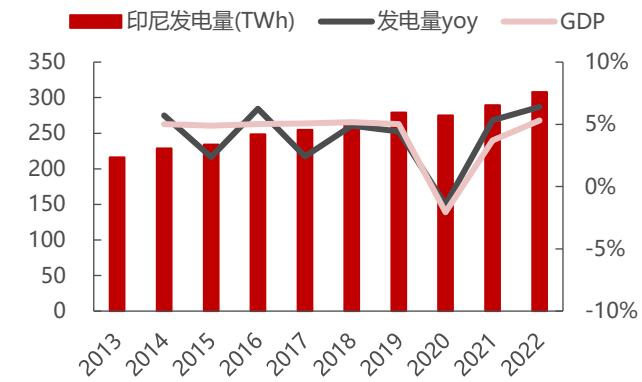
3) 新建产能：资本开支集中于智能化建设，未来投产有限。一方面，受限于过去三到五年严重低迷的资本开支与新建煤矿行动，可投产的新建产能有限；另一方面，新建矿井的产能投产高峰基本集中在 2018-2020 年（对应上一轮资本开支高峰），2021 年起，新建矿井投产有限。2022 年行业固定资产投资同比增长 24.4%，但固定资产投资的回升并不意味着新建产能增长，主要投资集中在智能化矿山的建设上，2023 年 9 月 18 日国家矿山安全监察局表示，全国煤矿智能化采掘工作面已经达到 1400 余个，有智能化工作面的煤矿达到 730 处，产能占比达到 59.5%。

图11：上一轮资本开支高峰对应投产高峰为 2018-2020 年

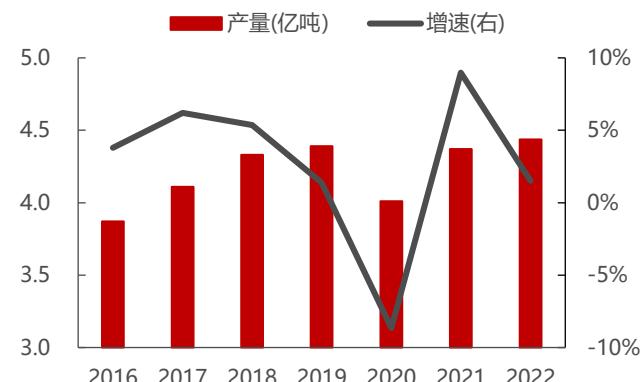


资料来源：wind，民生证券研究院

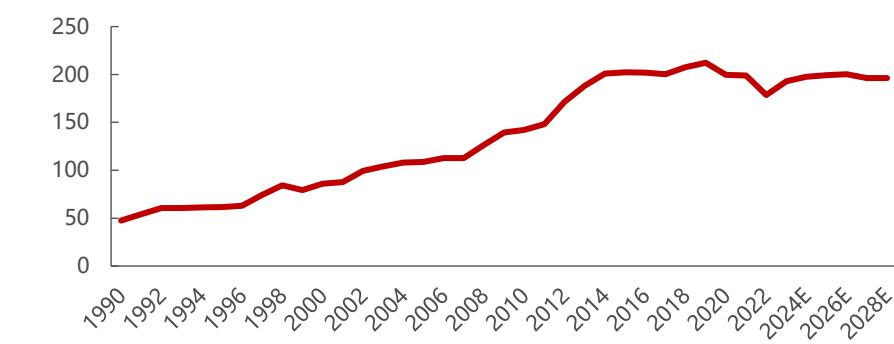
4) 进口增量：海外增产有限，欧洲需求恢复中国进口量趋稳。 国内的动力煤进口主要来自印度尼西亚、澳大利亚和俄罗斯。印尼方面，2023年印尼计划煤炭产量增幅仅为1.10%，相比往年大幅降低。而与之相对的是印尼高涨的电力需求，印尼2022年发电量达到308TWh，同比增速6.4%，未来印尼电力需求也有望伴随经济增长延续高增速。同时，为保障印尼电力供应，2018年政府出台DMO政策，规定该国煤矿企业必须将不低于25%的年产量供应给国内市场。供给增幅有限叠加内需强劲，若没有煤价大幅上涨的前提，未来印尼对中国的出口增量难再提升。澳大利亚方面，澳大利亚政府预测，2022-2028年澳大利亚动力煤产量CAGR为0.3%，未来增产空间较小。2020年10月开始，中国限制澳洲煤进口，但澳洲出口量并没有因此大幅下降，2021年仅小幅下滑1.5%，2022年主因拉尼娜天气影响生产下降7.3%，因此放开进口也没有带来澳洲对全球总供应的明显增加。由于限制进口期间新加坡、日本、韩国对原中国进口澳煤的需求形成替代，且贸易格局基本稳定，后续澳煤进口继续冲击国内市场的可能性较低。俄罗斯方面，俄罗斯能源部预测，2023年的煤炭产量将与去年持平，2022年俄罗斯煤炭产量4.436亿吨；2030年负面情况下煤炭产量可能下降12.5%，出口量下降30%，积极情况下煤炭产量下降3%，出口量下降1.8%。长期来看，俄罗斯有完善基础设施、提高开采量的计划，但受俄罗斯国内运力不足、地缘政治冲突和全球“去煤化”趋势影响，煤炭未来产量和出口量持续增加的可能性较小。俄乌冲突后，俄罗斯出口重心由欧洲逐渐向亚太地区转移，2022年俄罗斯对中国出口煤炭6806万吨，同比增长19.4%。由于地理距离、经济互补性和地缘政治等原因，俄煤出口中国有一定优势，但因俄罗斯未来产量增长可能性小，且受高昂海运煤价和极端恶劣天气影响，印度加大了购进俄罗斯低价煤炭的力度，有较大的分流作用，以及因俄煤较印尼煤热值更高、较澳煤价格更低，未来俄罗斯对东南亚国家也具有煤炭出口前景，未来俄罗斯对中国的出口将趋于稳定。综上，中长期视角下中国煤炭进口量已经见顶，后续若欧洲煤炭需求逐步恢复，将有效缓解中国的进口压力。

图12：2013-2022年印尼国内发电量及增速


资料来源：CEIC, 民生证券研究院

图13：2016-2022年俄罗斯煤炭产量及增速


资料来源：俄罗斯联邦能源部, 民生证券研究院

图14：澳大利亚动力煤出口预测(百万吨)


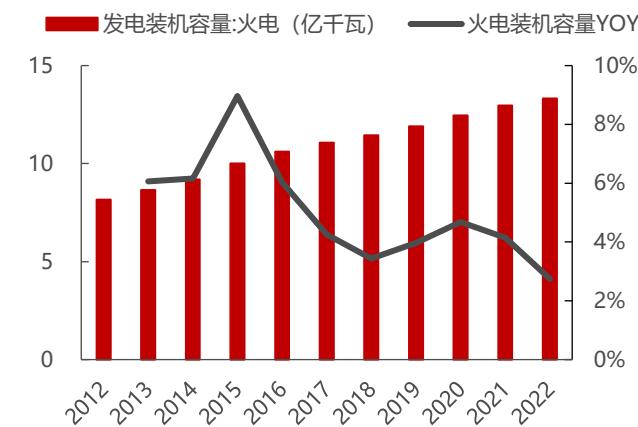
资料来源：澳大利亚政府, 民生证券研究院

2.1.2 需求：火电需求稳健增长，煤化工发展潜力大

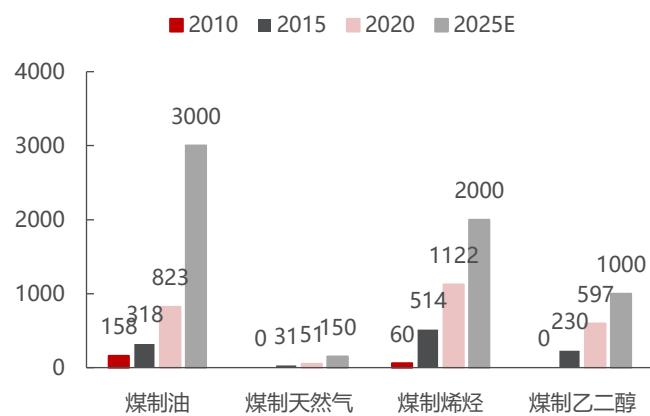
需求稳健增长。动力煤下游需求主要包括电煤需求和非电需求的化工和水泥。

1) 电力：煤炭能源主体地位中长期不变。2022年，国内火电装机容量为13.3亿千瓦，同比增长2.75%。长期来看，火电装机将呈下降趋势，但在近年缺电背景下，火电“压舱石”的地位依然不可撼动，未来火电需求将维持稳健增长。

2) 化工：煤化工潜力较大，未来有望保持增长。2022年，《关于进一步做好原料用能不纳入能源消费总量控制有关工作的通知》对原料用能的基本定义和具体范畴进行了界定，从而煤化工用煤不再纳入能源消费总量控制，煤化工行业迎来利好。此外，为延长煤炭转化产业链，提高本地能源的产业附加值，地方政府要求新配煤矿具有基本50%以上的煤炭就地转换率，并叠加中长协保供政策下企业投建煤化工项目消纳自有煤炭资源，通过化工产品提升效益，煤化工的建设规模快速扩张。结合化化网煤化工相关数据，我们预计目前在建煤化工项目能够带来的煤炭需求增量约2.95亿吨，考虑到以新疆为主的增量煤炭供应平均热值为4500千卡，因此预计潜在需求量为3.61亿吨，化工用煤需求前景广阔。

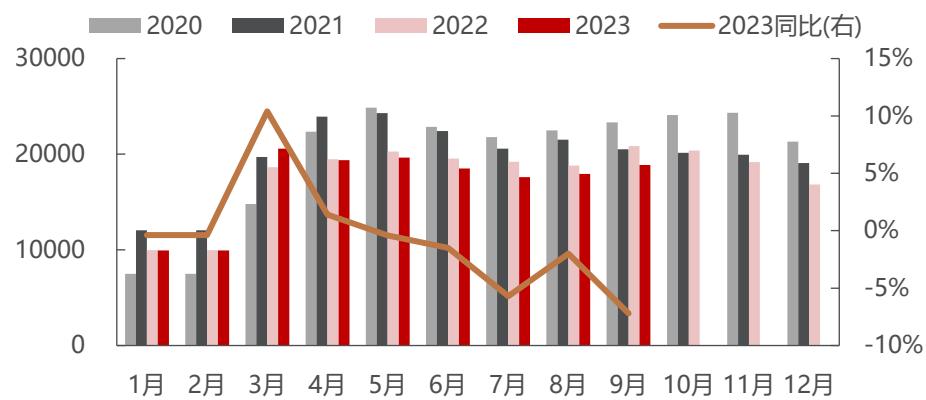
图15：2012-2022年火电装机容量变化


资料来源：wind, 民生证券研究院

图16：煤化工“十四五”发展目标(万吨)


资料来源：《现代煤化工“十四五”发展指南》，民生证券研究院

3) 水泥：建材行业即将面临碳达峰节点，后续水泥产量或下行。2023年上半年，房地产新开工不足限制水泥需求高度，从而水泥需求旺季不旺，导致4月出现煤价下跌现象；二季度以来，由于局部电力供应不足及旺季不旺部分企业主动停窑减产，水泥产量于二季度和7月再度下滑，7月产量降幅达到5.7%，8月略有收窄后9月继续扩大至7.2%。中长期来看，中国建筑材料联合会发布的《建材工业“十四五”发展实施意见》中则明确，建材工业需在2025年全面实现碳达峰，而水泥等行业应在2023年前率先达峰。因此，后续来看，水泥需求或将逐步下滑。

图17：水泥产量2023年二季度以来降幅扩大，8月有所收窄(万吨)


资料来源：wind, 民生证券研究院

2.2 价格展望：四季度平稳运行，中长期价格中枢上移

长协煤价：基准价有望高位保持。《2022年煤炭中长期合同监管工作的通知》中以五年以上的中长期合同代替年度长协，我们预计未来五年定价公式、合同数量不会明显变化。而据贵州能源局消息，10月24日下午贵州省组织召开了2024年电煤中长期合同签订履约工作部署会，基本确定2024年电煤长协价按照“基准价+浮动价”价格机制签订和执行，基准价5500大卡动力煤维持675元/吨，我们预计全国其他省份长协基准价也有望高位保持。

现货煤价：四季度平稳运行，中长期价格中枢上移。短期视角下，供给端疆煤价格敏感性强将会支撑煤价底部；进口端，据海关总署，2023年9月，中国煤炭进口量4214万吨，环比下降4.9%，当前我国煤炭进口已趋于稳定；需求端11-12月为电厂耗煤高峰，但在长协煤保障作用下，煤价或难以出现更高涨幅，我们预计后续煤价中枢将在900元/吨以上的高位维稳。**中长期视角下，供给端，**由于2023年上半年新疆煤基本满负荷生产，在高基数下，2024年上半年国内煤炭供给增速或是同比负增长；而2023年大幅冲击国内煤价的核心因素——欧洲需求低迷致低价煤转口中国，其影响具备偶发性，且在印度需求分流国际贸易煤的作用下，当前或已是我国煤炭进口量最高时期。需求端，我们预计在稳增长政策下下游需求将维持正增长。因此，我们看好进入2024年3月非电需求旺季后的煤价反弹。

综上，国内产量及进口的增量弹性降低叠加需求稳健增长，同时边际增量对价格的敏感度高，中长期煤价中枢上移确定性较强。

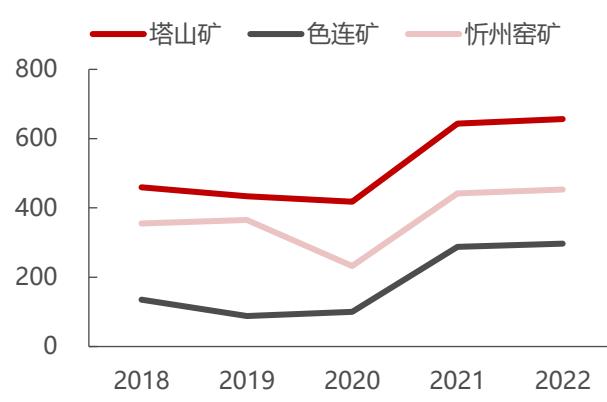
2.3 综合售价：现货比例提升，公司综合售价有望上升

23H2 公司或提升现货比例，综合售价有望走高。公司色连矿全部为电煤长协，执行蒙西长协价格；塔山矿和参股的同忻矿除长协外，兼有部分动力煤现货。色连矿2020年由于地质条件及煤炭热值影响，吨煤售价仅100元/吨，但伴随着后续开采条件的好转以及保供开启后长协基准价上调，2021年色连矿吨煤售价实现大幅增长，由于内蒙矿井开采成本偏低，且色连均为电煤长协，矿井盈利确定性强，未来量增有望带来业绩增量。忻州窑矿吨煤售价持续不及成本，关停后公司盈利能力将有所增强。保供开启后，公司塔山矿现货比例有所下降，伴随长协覆盖及履约水平逐步提升，公司保供压力或有所降低，我们认为23Q3公司现货比例或有所提升，从而售价水平抬升使23Q3盈利实现环比增长。我们预计23Q4和2024年塔山矿现货比例也有望维持较高水平，叠加基本面驱动煤价中枢上移，23Q4盈利有望延续环比增长态势，2024年公司综合售价也有望实现同比提升。

图18：2018-23Q1-3 吨煤售价



图19：2018-23Q1-3 各矿井吨煤售价(元/吨)



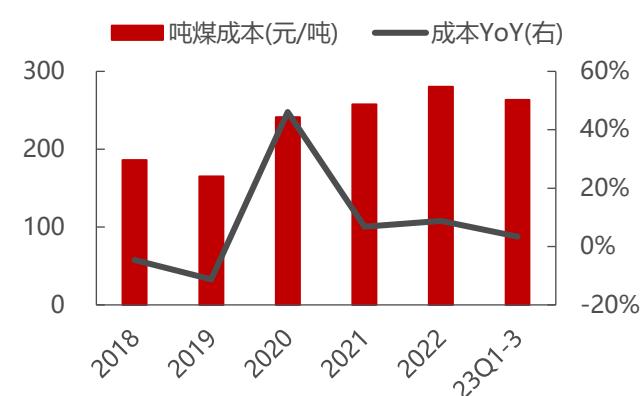
资料来源：公司公告，民生证券研究院

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.4 吨煤成本：低成本成就核心优势

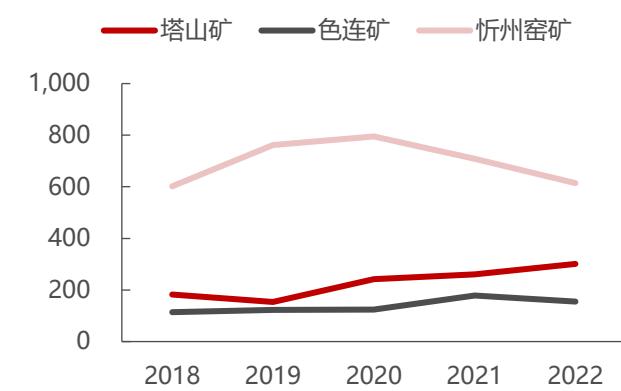
成本优势打造高毛利，23Q2 底部业绩探明。公司吨煤成本近年小幅抬升，2022 年达到 280 元/吨，但同动力煤子板块公司相比处于较低水平，优势显著。各矿井中，色连矿成本最低为 155 元/吨，塔山矿因产量下降成本增长 15.8%至 301 元/吨，伴随 2023 年产量恢复预计有所降低，而忻州窑矿成本相对较高，在 600 元/吨以上。23Q1-3 公司吨煤成本 264 元/吨，同比微增 3.39%，基本保持稳定。2023 年上半年，由于煤价下行且动力煤公司大多长协比例较高，在多数动力煤公司盈利受限或略有受损的情况下，公司凭借低成本优势实现吨煤毛利 504 元/吨，仅次于兖矿能源，较动力煤公司平均水平 287 元/吨高出 76%。考虑到公司 23H1 长协比例高且 Q2 盈利下滑受忻州窑矿和活性炭公司关停影响，23Q2 或已是公司业绩底，后续有望持续改善。

图20：2018-23Q1-3 公司吨煤成本(元/吨)



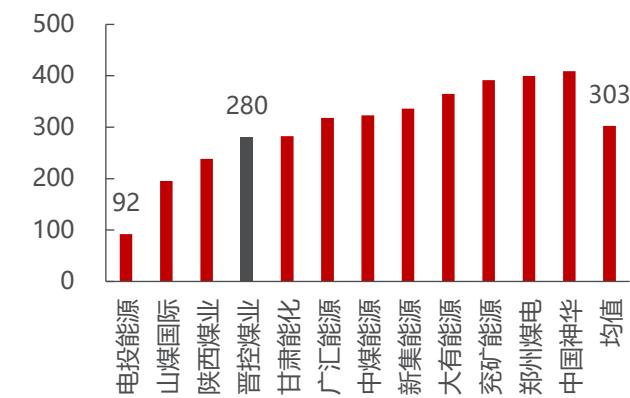
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图22：2018-23Q1-3 各矿井吨煤成本(元/吨)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

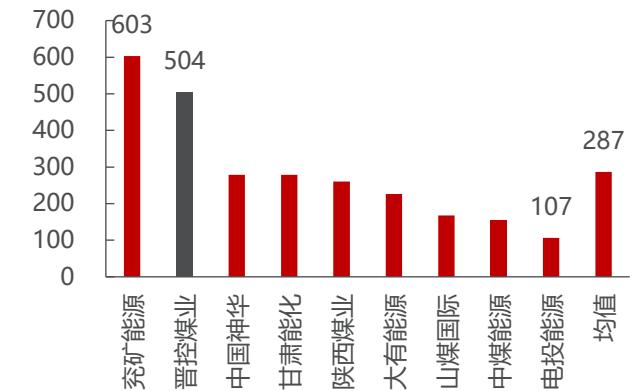
图21：2022 年动力煤公司吨煤成本(元/吨)



注：由于 2023 年各公司成本披露不充分，对比 2022 年情况。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图23：23H1 动力煤子板块中公司吨煤毛利高(元/吨)

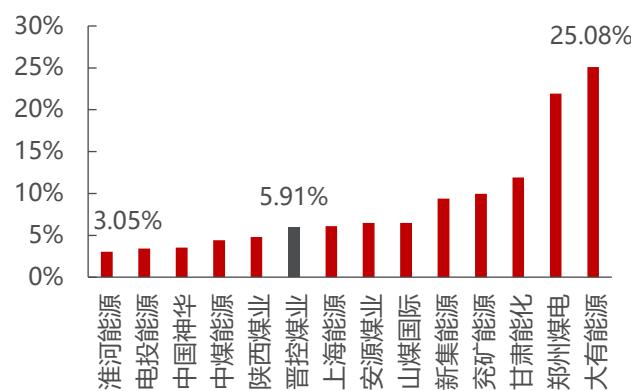


资料来源：公司公告，民生证券研究院

期间费率行业中较低，吨煤用人员数量少。2023 年前三季度，公司期间费用率 5.91%，在动力煤公司中处于较低水平，考虑到 23H1 公司管理费用因关停低效资产大幅提升，未来费率有望进一步降低。此外，2021 年公司吨煤生产人员数量为

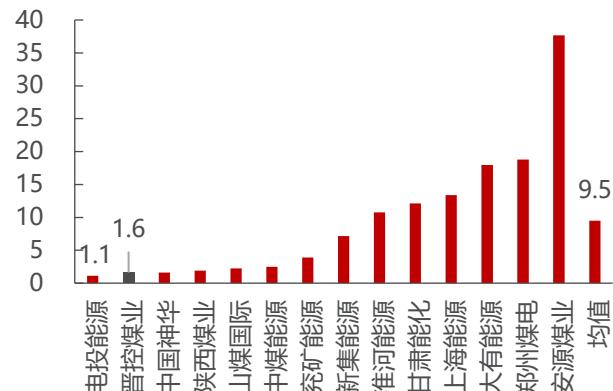
动力煤公司中最低，而 2022 年，由于集团矿井关停导致员工分流至上市公司，公司生产人员人数由 3584 人大幅增长至 5284 人，但即使员工数量激增，公司吨煤用人数量仅 1.6 人，动力煤公司中排名第二，仅次于电投能源。

图24：2023 年前三季度动力煤公司期间费用率



资料来源：wind，民生证券研究院

图25：2022 年动力煤公司吨煤生产人员数量(人/吨)



资料来源：wind，民生证券研究院

陆续剥离无效资产，有望提升公司盈利。1) **直属矿：**2000 年左右，公司原控股股东同煤集团将部分矿井作价入股或转让股权给公司，包括四老沟矿、同家梁矿、煤峪口矿、燕子山矿和忻州窑矿。而后，由于矿井可采储量不足，持续亏损拖累公司业绩，公司从 2012 年开始陆续将上述除忻州窑矿以外的矿井股权再次转让给同煤集团。2023 年 4 月公司公告，由于矿井资源枯竭，拟对忻州窑矿实施关闭退出，并对忻州窑矿使用的固定资产计提了 6054 万元减值准备。近年公司产能结构变动较大，无效煤炭资产的剥离使公司减少 770 万吨产能，但色连煤矿的建设投产有弥补了产量损失，且伴随色连矿开采条件逐步提升，未来矿井盈利能力有望增强。
2) **非煤资产：**公司全资子公司金鼎活性炭公司于 2022 年 8 月阶段性停产，经评估公司在 2022 年度计提固定资产减值准备 1.29 亿元，停产也造成 23H1 公司管理费用大幅提升，未来或有资产剥离可能。

在产矿井资产质量高，看好未来盈利能力。1) **塔山矿：**塔山矿 2004 年由大同煤业（公司原称）、大唐发电和同煤集团分别以 51%、28% 和 21% 的比例出资建设，于 2003 年 2 月开工建设，2006 年 7 月试产出煤，2008 年 12 月 18 日年产 1500 万吨煤炭的同煤大唐塔山煤矿及年入洗煤炭 1500 万吨的选煤厂项目通过国家验收，2009 年达产，2019 年 8 月获批核增产能至 2500 万吨/年。此外，公司于 2018 年现金收购同煤集团持有的塔山矿 21% 的股权，当前持股比例 72%。
2) **色连矿：**公司于 2008 年 8 月 1 日注册成立内蒙古同煤鄂尔多斯矿业投资有限公司（色连煤矿），配套建设相同规模选煤厂，2009 年 10 月开工建设，2014 年 7 月建设项目联合试运转，2019 年 9 月 7 日取得竣工验收批复，2020 年 3 月完成生产要素公示，2022 年 9 月获得内蒙古自治区能源局《关于色连一号煤矿核定生产能力的复函》，同意色连一号煤矿生产能力由 500 万吨/年核增至 800 万吨/年。剥离无效资产有助于公司化解业绩亏损点，进一步扩大成本优势，考虑到公司现有资产质量均较高，未来盈利能力有望进一步增强。

表1：公司已剥离矿井（截至 23Q3 末）

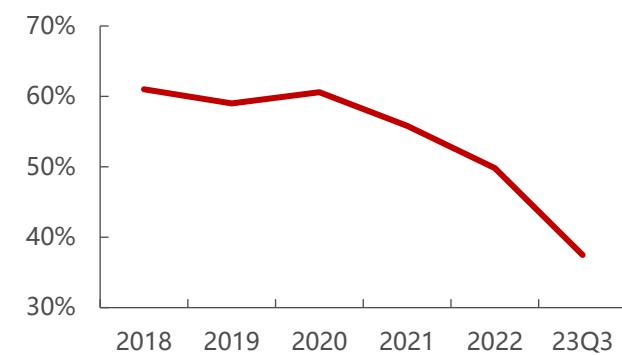
矿井名称	地区	地质储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	生产规模 (万吨/年)	净利润 (亿元)	剥离时间
四老沟矿	山西大同	1.36	0.40	150	-	
同家梁矿	山西大同	1.48	0.55	70	-7.58	2012 年
煤峪口矿	山西大同	1.33	0.92	90	-5.80	2016 年
燕子山矿	山西大同	3.12	0.99	400	-5.58	2016 年
忻州窑矿	山西大同	0.85	0.11	60	-2.65	2023 年

注：储量为公司公告相关事项进行资产评估时确认的储量，净利润为公告日上一年度数据。

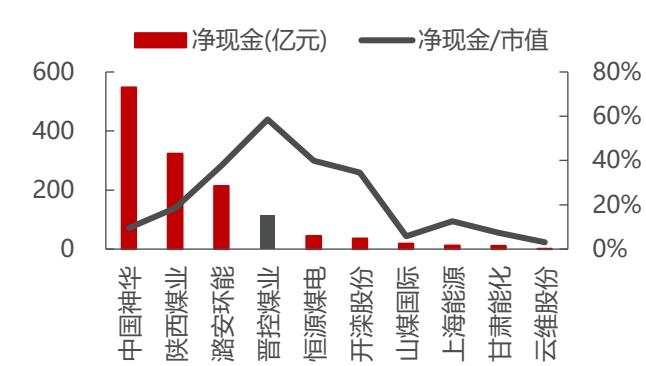
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 净现金水平行业领先，资产负债表持续修复

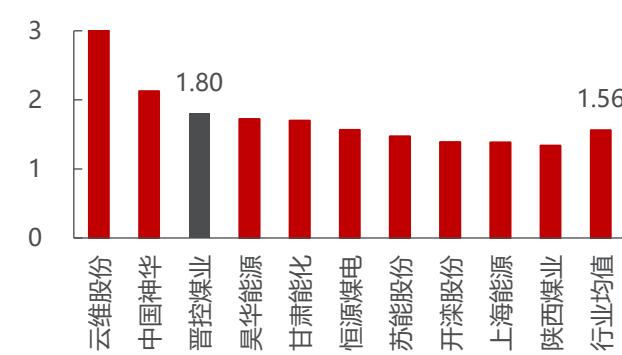
净现金水平行业领先，资产负债表持续修复。经历连续两年的高煤价和历史包袱的逐步清除，公司现金水平不断提升、资产负债表逐步修复。截至 23Q3 末，公司资产负债率下降至 37.48%，较 2022 年年末下降 12.33 个百分点；带息债务 54.47 亿元，较 2022 年末下降 44.7%。公司净现金 115.16 亿元，净现金/市值比高达 58.56%，同行业领先。截至 23Q3 末，公司流动比率为 1.8，位列行业第三；截至 23H1，公司现金流量利息保障倍数 16.85，显著高于行业 1.24 的平均水平。

图26：2018-23Q3 公司资产负债率大幅降低


资料来源：wind，民生证券研究院

图27：净现金水平行业领先(23Q3 末)


资料来源：wind，民生证券研究院

图28：流动比率行业第三(23Q3 末)


注：云维股份流动比率为 21.39，为不影响显示效果未予完全显示。

资料来源：wind，民生证券研究院

图29：现金流量利息保障倍数显著高于行业(23H1)


资料来源：wind，民生证券研究院

4 存量产能产量稳定释放，外延成长空间广阔

4.1 产销情况：产销高位稳定，2023 有望增长

截至 23Q3 末，公司权益产能 2828 万吨/年。公司现拥有 3 座矿井，分别为塔山煤矿、色连煤矿和忻州窑煤矿，其中塔山矿和色连矿为在产矿井，在产矿井合计年产能 3450 万吨，全部为优质动力煤。2020 年，公司以现金方式收购同忻煤矿 32% 股权（控股股东晋控煤业集团仍持股 40%），同忻矿核增后的产能为 1600 万吨/年，公司权益产能增加 512 万吨/年，当前公司合计权益产能 2828 万吨/年。

表2：公司产能情况（截至 23Q3 末）

矿井名称	煤种	地区	地质储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	持股比例	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	状态
塔山煤矿	气煤、1/3 焦煤	山西大同	33.61	15.91	72%	2650	1908	在产
色连煤矿	长焰煤、不粘煤	鄂尔多斯	7.28	3.22	51%	800	408	在产
小计			40.89	19.13		3450	2316	
同忻煤矿	气煤、1/3 焦煤	山西大同	13.95	5.88	32%	1600	512	在产
合计			67.99	34.85		5050	2828	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

塔山矿贡献主要盈利，色连矿增量可期。1) 塔山矿：地处山西大同，公司持股比例 72%，核定产能 2650 万吨/年。2) 色连矿：地处内蒙古鄂尔多斯，2022 年 9 月产能核增至 800 万吨/年，2023 年有望释放产量增量。由于色连矿全部为电煤长协，塔山矿有部分现货销售且大同地区长协售价也高于蒙西，塔山矿盈利能力相对较强，23H1 为公司贡献权益净利润 13.05 亿元，占比参控股矿井权益净利润的约 81%，是公司利润的主要来源。色连矿 2020 年受地质条件及煤炭热值影响售价较低，亏损近 4 亿元，造成公司净利润损失 2 亿元。2021 年起，色连矿已经实现扭亏为盈，由业绩拖累转为盈利增长点，2022 年 ROE 达到 16%。

表3：公司分矿井利润情况

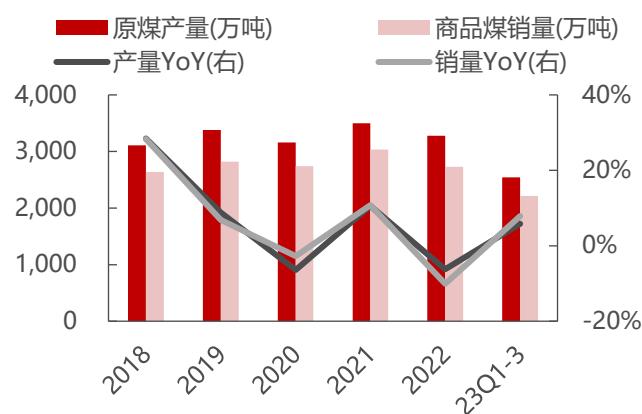
权益净利润	单位	2019	2020	2021	2022	23H1
塔山矿	万元	180,038	167,048	412,140	310,281	130,500
色连矿	万元	-23,941	-20,245	7,937	16,688	11,331
同忻矿	万元		18,736	72,735	47,919	19,579
ROE						
塔山矿	%	18%	14%	31%	21%	8%
色连矿	%	-26%	-28%	9%	16%	10%
同忻矿	%		8%	33%	18%	8%

注：根据各矿井净利润和公司持股比例计算。

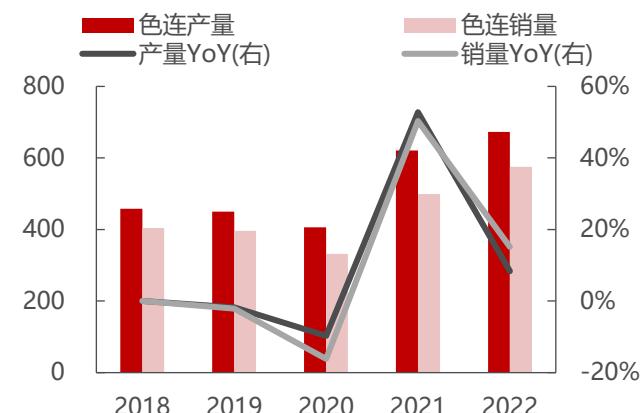
资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司产销量高位稳定，2023 年产量有望增加。近年来公司产量保持在 3100 万吨以上的高位，2020 年疫情导致煤炭消费大幅下降，公司产量同比减少 6.40% 至 3161 万吨；而 2021 年在行业保供的背景下，公司产能利用率进一步提升，产量同比大幅增长 10.62% 至 3497 万吨；2022 年则主要由于四季度疫情影响铁路

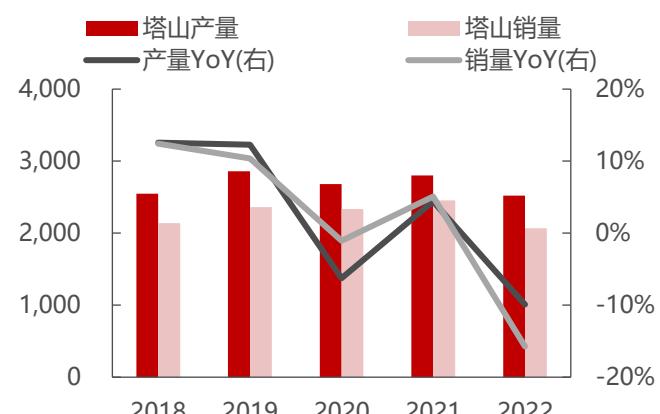
运量以及塔山矿三季度事故停产造成约 33 万吨产量损失，全年产量同比下滑 6.21%；2023 年前三季度，主因色连矿于 2022 年成功核增 300 万吨/年，公司实现煤炭产量 22542 万吨，同比增长 5.79%，我们预计 2023 年全年产量将有所增加。但考虑到公司下属产能均为在产产能，且并无在建矿井，公司自有产能的增产空间有限，在不考虑资产注入的背景下，预计 2024 年产量增量有限。

图30：2018-23Q1-3 原煤产量和商品煤销量


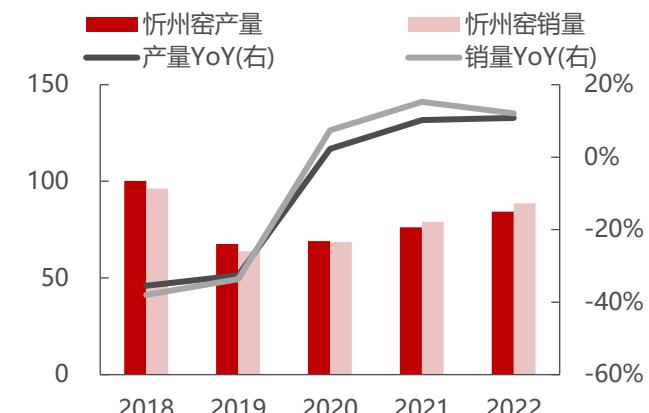
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图32：2018-23Q1-3 色连矿产销量


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图31：2018-23Q1-3 塔山矿产销量


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图33：2018-23Q1-3 忻州窑矿产销量


资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 资产注入：控股股东优质资产丰富，未来有注入可能

公司控股股东为晋能控股煤业集团，持有公司 57.46% 股权。晋能控股集团组建于 2020 年 10 月，通过联合重组同煤集团、晋煤集团、晋能集团三户省属煤炭企业的方式，同步整合潞安集团、华阳新材料科技集团相关资产和改革后的中国（太原）煤炭交易中心组建而成。下设晋能控股煤业集团公司（负责煤炭板块）、晋能控股电力集团公司（负责电力板块）、晋能控股装备制造集团公司（负责装备制造板块）、中国（太原）煤炭交易中心有限公司、晋能控股研究院公司、晋能控股财务公司 6 个一级子公司。

控股股东拥有煤炭总产能约 3.58 亿吨/年，是省内第一、全国第二大煤炭企业。公司控股股东截至 2022 年末，晋能控股煤业集团（原同煤集团）拥有 69 座矿井，年生产能力 1.545 亿吨。晋能控股装备制造集团（原晋煤集团）所处晋东矿区是全国无烟煤储量最集中的地区，占山西省无烟煤储量的 65%、占全国无烟煤储量的 26%，截至 2022 年末，拥有 53 座矿井，设计生产能力 1.01 亿吨/年。截至 2021 年 3 月，晋能控股集团（原晋能集团）共有矿井 101 座（不含已关闭退出矿井），设计总产能达 1.03 亿吨。

集团资产证券化率低，优质煤炭资产注入空间较大。2021 年 2 月 23 日，山西省国资运营公司召开的省属企业“一企一策”考核签约大会明确了“十四五”省属企业目标。其中要求，“省属企业资产证券化率达到 80%以上。组织有上市平台的 9 户省属企业摸清资产底数，能够注入或通过培育后可注入现有上市公司的，全部注入上市公司。”截至 2023 年三季度末，晋能控股煤业集团拥有资产 5008.04 亿元，上市公司拥有资产 380.99 亿元，仍有约 4627 亿元非上市资产，意味着未来公司可能会有更多的优质资产注入上市公司，进一步加强上市公司盈利水平。从产能角度来看，上市公司以外仍有 1.20 亿吨/年煤炭产能，在控股股东提升资产证券化率的背景下，公司资产注入有望开启。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要业务为煤炭业务，毛利占比在 98%以上，因此我们主要对煤炭业务进行拆分。根据上文我们对公司的煤炭业务产销量、单位售价及单位成本做出如下假设：

产量：公司色连矿尚未满产，较核定产能 800 万吨仍有提产空间，塔山矿产销相对稳定，但产能利用率有望提升，预计 2023-2025 年产量分别为 3389/3491/3595 万吨。

售价：短期公司提高现货比例将抬升综合售价，中长期煤炭行业供给增量空间有限，下游火电化工需求长期向好，煤价中枢有望上移，进而带动公司综合售价走高，预计 2023-2025 年公司综合售价分别为 545/595/624 元/吨。

成本：公司近年人员数量有所增长，但目前规模已基本稳定，公司成本控制良好，预计 2023-2025 年公司吨煤销售成本为 284/290/296 元/吨。

表4：公司相关假设

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
产销率	0.87	0.83	0.88	0.88	0.88
产量(万吨)	3,497.27	3,280.00	3,389.00	3,490.67	3,595.39
销量(万吨)	3,036.51	2,731.00	2,986.00	3,075.58	3,167.85
单价(元/吨)	583.05	574.16	545.46	594.55	624.27
单位成本(元/吨)	257.14	280.25	284.46	290.15	295.95
煤炭业务收入(百万元)	17,704.41	15,680.42	16,287.31	18,285.76	19,776.05
营业总收入(百万元)	18,265.13	16,081.69	16,686.34	18,682.71	20,171.08

资料来源：公司公告，民生证券研究院

基于以上假设，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 32.01/40.34/45.51 亿元，对应 EPS 分别为 1.91/2.41/2.72 元/股，对应 2023 年 11 月 3 日收盘价的 PE 分别均为 6/5/4 倍。

5.2 估值分析

基于公司主要盈利来源为煤炭业务，且主要煤种为动力煤，我们选取动力煤头部公司中国神华、陕西煤业、中煤能源以及电投能源为可比公司，经对比后可见，公司 2022-2024 年 PE 仅 6 倍左右，估值低于其他动力煤头部公司。公司为山西省动力煤优质企业，煤炭资源储量丰富，资源禀赋优异，且地处大秦线起点、运输便利。同时，山西省国企改革持续推进，控股股东有提升资产证券化率的可能，资产注入有望拉开序幕。行业中估值较低，维持“推荐”评级。

表5：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
601225.SH	陕西煤业	17.98	3.62	2.34	2.80	5	8	6
601088.SH	中国神华	30.37	3.50	3.18	3.38	9	10	9
601898.SH	中煤能源	8.52	1.38	1.65	1.74	6	5	5
002128.SZ	电投能源	13.48	1.78	2.06	2.20	8	7	6
可比公司均值						7	7	7
601001.SH	晋控煤业	11.55	1.82	1.91	2.41	6	6	5

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用我们预测数据，股价时间为 2023 年 11 月 3 日

6 风险提示

1) 煤价大幅下跌风险。煤炭为公司主要利润来源，煤炭价格下跌将对公司盈利造成直接影响。

2) 山西国企改革进展不及预期。若山西对省属企业“十四五”期间资产化率达到 80%以上的目标发生变化或省内工作重点发生偏移，或导致集团资产注入动力不足。

3) 控股股东资产注入不及预期。控股股东完成省内资产重组后，资产众多，审计评估工作繁重，或导致资产注入慢于预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16,082	16,686	18,683	20,171
营业成本	8,037	8,872	9,296	9,743
营业税金及附加	1,293	1,294	1,449	1,564
销售费用	145	117	131	141
管理费用	470	584	542	585
研发费用	63	0	0	0
EBIT	6,001	5,706	7,138	8,001
财务费用	241	211	180	143
资产减值损失	-215	-122	-125	-129
投资收益	586	577	646	698
营业利润	6,047	5,950	7,479	8,427
营业外收支	-46	-78	-78	-78
利润总额	6,000	5,872	7,401	8,349
所得税	1,590	1,367	1,723	1,944
净利润	4,410	4,505	5,678	6,405
归属于母公司净利润	3,044	3,201	4,034	4,551
EBITDA	7,273	6,982	8,449	9,348

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	18,816	19,885	24,136	28,899
应收账款及票据	1,190	1,105	1,238	1,336
预付款项	71	78	82	86
存货	329	268	281	295
其他流动资产	1,658	1,713	1,894	2,029
流动资产合计	22,063	23,049	27,631	32,645
长期股权投资	5,424	6,001	6,647	7,345
固定资产	9,659	9,165	8,647	8,105
无形资产	3,452	3,310	3,158	2,997
非流动资产合计	20,153	20,020	19,991	19,980
资产合计	42,216	43,069	47,622	52,625
短期借款	1,542	1,342	1,142	942
应付账款及票据	5,636	6,221	6,519	6,832
其他流动负债	9,280	6,323	6,610	6,892
流动负债合计	16,458	13,886	14,271	14,666
长期借款	2,374	1,974	1,574	1,174
其他长期负债	2,194	2,179	2,179	2,179
非流动负债合计	4,568	4,153	3,753	3,353
负债合计	21,026	18,039	18,024	18,019
股本	1,674	1,674	1,674	1,674
少数股东权益	6,661	7,965	9,609	11,463
股东权益合计	21,190	25,029	29,599	34,607
负债和股东权益合计	42,216	43,069	47,622	52,625

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-11.95	3.76	11.96	7.97
EBIT 增长率	-21.92	-4.92	25.09	12.09
净利润增长率	-34.65	5.15	26.04	12.81
盈利能力 (%)				
毛利率	50.02	46.83	50.24	51.70
净利润率	18.93	19.18	21.59	22.56
总资产收益率 ROA	7.21	7.43	8.47	8.65
净资产收益率 ROE	20.95	18.76	20.18	19.66
偿债能力				
流动比率	1.34	1.66	1.94	2.23
速动比率	1.30	1.62	1.90	2.19
现金比率	1.14	1.43	1.69	1.97
资产负债率 (%)	49.81	41.89	37.85	34.24
经营效率				
应收账款周转天数	27.02	27.02	27.02	27.02
存货周转天数	14.94	14.94	14.94	14.94
总资产周转率	0.39	0.39	0.41	0.40
每股指标 (元)				
每股收益	1.82	1.91	2.41	2.72
每股净资产	8.68	10.20	11.94	13.83
每股经营现金流	3.37	4.00	4.15	4.61
每股股利	0.63	0.66	0.83	0.94
估值分析				
PE	6	6	5	4
PB	1.3	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	1.28	1.33	1.10	1.00
股息收益率 (%)	5.45	5.74	7.23	8.15
现金流量表 (百万元)				
净利润	4,410	4,505	5,678	6,405
折旧和摊销	1,272	1,276	1,312	1,347
营运资金变动	-435	886	9	83
经营活动现金流	5,638	6,696	6,951	7,715
资本开支	-594	-683	-678	-678
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-518	-605	-678	-678
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-489	-3,998	-600	-600
筹资活动现金流	-2,522	-5,021	-2,021	-2,274
现金净流量	2,598	1,069	4,252	4,763

插图目录

图 1: 2018-2023Q1-3 营业收入及增速	3
图 2: 2018-2023Q1-3 归母净利润及增速	3
图 3: 2018-2023Q1-3 单季归母净利润及增速	3
图 4: 2020-2023 年秦港 Q5500 动力煤价格	3
图 5: 2018-2022 年业务营收占比	4
图 6: 2018-2022 年业务毛利率	4
图 7: 2020-23M1-9 全国原煤产量(万吨)	4
图 8: 2012 年至今新疆原煤产量占比逐步抬升	4
图 9: 低煤价下内蒙古动力煤企业产能利用率降低	5
图 10: 低煤价下新疆原煤产量快速回落(万吨)	5
图 11: 上一轮资本开支高峰对应投产高峰为 2018-2020 年	6
图 12: 2013-2022 年印尼国内发电量及增速	7
图 13: 2016-2022 年俄罗斯煤炭产量及增速	7
图 14: 澳大利亚动力煤出口预测(百万吨)	7
图 15: 2012-2022 年火电装机容量变化	8
图 16: 煤化工“十四五”发展目标(万吨)	8
图 17: 水泥产量 2023 年二季度以来降幅扩大，8 月有所收窄(万吨)	8
图 18: 2018-23Q1-3 吨煤售价	9
图 19: 2018-23Q1-3 各矿井吨煤售价(元/吨)	9
图 20: 2018-23Q1-3 公司吨煤成本(元/吨)	10
图 21: 2022 年动力煤公司吨煤成本(元/吨)	10
图 22: 2018-23Q1-3 各矿井吨煤成本(元/吨)	10
图 23: 23H1 动力煤子板块中公司吨煤毛利高(元/吨)	10
图 24: 2023 年前三季度动力煤公司期间费用率	11
图 25: 2022 年动力煤公司吨煤生产人员数量(人/吨)	11
图 26: 2018-23Q3 公司资产负债率大幅降低	12
图 27: 净现金水平行业领先(23Q3 末)	12
图 28: 流动比率行业第三(23Q3 末)	12
图 29: 现金流量利息保障倍数显著高于行业(23H1)	12
图 30: 2018-23Q1-3 原煤产量和商品煤销量	14
图 31: 2018-23Q1-3 塔山矿产销量	14
图 32: 2018-23Q1-3 色连矿产销量	14
图 33: 2018-23Q1-3 忻州窑矿产销量	14

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司已剥离矿井 (截至 23Q3 末)	12
表 2: 公司产能情况 (截至 23Q3 末)	13
表 3: 公司分矿井利润情况	13
表 4: 公司相关假设	16
表 5: 可比公司 PE 数据对比	17
公司财务报表数据预测汇总	19

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员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、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受到任何形式的补偿。

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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026