

煤炭行业

报告日期: 2023年11月20日

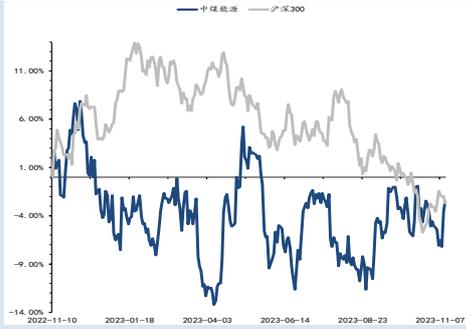
具备产能与资产价值优势的央企煤炭龙头

——中煤能源（601898）深度研究报告

华龙证券研究所

投资评级: 增持（首次覆盖）

一年内公司相对大盘走势



公司基本情况

当前价: 8.66 元

总股本: 132.59 亿股

流通股本: 91.5 亿股

总市值: 1013.07 亿

52周最高: 9.43 元

52周最低: 7.36 元

研究员: 孙伯文

执业证书编号: S0230523080004

邮箱: sunbw@hlzqgs.com

请认真阅读文后免责条款

核心观点:

- **新增产能提升公司利润，带动业绩增长。**截至2023年三季度，公司煤炭与煤化工产能位居行业前列。煤炭方面，共有在产煤矿26座，权益产能1.36亿吨。2020-2023年上半年，公司大量矿井列入国家保供煤矿名单，同时公司大力投资新建，未来3年煤炭产能增量达2880万吨，其中大海则与依兰煤矿2023年上半年已经投产，累计核增产能1740万吨。公司产能持续增加，是行业稀缺的产能增长龙头企业。
- **行业政策有利，生产降本增效。**受益于长协政策持续性，电力、冶炼等行业扩张趋势，公司煤炭生产稳定性得到大幅加强，产品销售有保障。2023年1-9月自产商品煤单位销售成本同比下降3.7%，生产、运输与港杂费用均下降；2022年，公司自产商品煤产量11917吨，同比提升5.70%；产能利用率达到87.70%，达到历史高点。
- **煤化协同布局，成本优势凸现。**公司聚焦煤炭清洁高效转化利用，着力打造煤-化循环经济新业态，大量使用自产煤与自产甲醇生产煤化工产品，形成成本优势。截至2022年，公司共有煤化工潜在产能1647万吨，当前产量560万吨，部分产品产能利用率仍有30%以上空间，有巨大增长潜力。2022年，公司煤化工业务营业收入227.01亿元，毛利30.28亿元，较上一年实现较大增长。

➤ **盈利预测和投资评级。**受煤炭价格的影响，公司盈利有望维持高位。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 202.54 亿元/215.15 亿元/225.93 亿元，对应 EPS 分别为 1.53 元/1.62 元/1.70 元，按 11 月 17 日股价 8.66 计算，对应 PE 分别为 5.67X/5.34X/5.08X。公司系大型煤炭央企，经营稳健且各财务指标逐步恢复，新产能释放带来成长空间，应给予一定的估值溢价。首次覆盖，给予“增持”评级。

➤ **盈利预测简表**

预测指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	231,127.30	220,576.86	211,137.61	212,553.26	217,996.98
增长率(%)	63.96	-8.03	-4.28	0.67	2.56
归母净利润(百万元)	13,281.91	18,240.54	20,254.31	21,514.65	22,592.78
增长率(%)	124.85	32.76	11.04	6.22	5.01
摊薄每股收益(元)	1.00	1.38	1.53	1.62	1.70
ROE(%)	11.67	13.95	14.26	13.75	13.02
P/E	8.66	6.28	5.67	5.34	5.08
P/B	1.01	0.88	0.81	0.73	0.66
P/S	0.50	0.52	0.54	0.54	0.53
EV/EBITDA	3.40	2.72	2.38	1.89	1.61

数据来源：公司年报，华龙证券研究所

➤ **风险提示：**宏观经济波动风险；煤炭价格波动风险；项目投资进度存在不确定性；生产成本大幅上升；项目投资周期长；环境保护政策风险。

内容目录

1. 煤电化一体，存量增效、增量转型	6
1.1 安全绿色、清洁高效的大型能源央企.....	6
1.2 煤炭为支柱业务，多产业一体化协同.....	8
1.3 坚持高质量发展，经营业绩持续稳定.....	8
2. 煤炭业务：公司核心利润来源，产能持续扩张	9
2.1 行业供需基本平衡.....	9
2.2 煤价走势小幅波动.....	11
2.3 公司煤炭产能持续释放，产销同增.....	12
2.4 产能利用率和产销率维持高位.....	16
2.5 煤价走势仍保持平稳，公司作为龙头拥有优势.....	17
3. 煤化工业务：保持安全稳定高效运行	21
3.1 煤化工产品实现全产全销，未来产能利用率提升空间大.....	22
3.2 煤化工产品业绩稳健.....	23
4. 公司分红情况	23
4.1 煤炭板块整体派息较高.....	23
4.2 公司分红水平行业领先.....	23
5. 盈利预测与投资建议	24
6. 风险提示	25

图 目 录

图 1: 公司股权结构 (截至 2023 年三季度末).....	6
图 2: 公司历史沿革.....	7
图 3: 公司 2023 年前三季度主营业务营收占比情况.....	8
图 4: 公司 2023 年前三季度业务毛利占比情况.....	8
图 5: 公司 2016-2023 年前三季度营业收入及增速.....	8
图 6: 公司 2016-2023 前三季度归母净利润及增速.....	8
图 7: 公司 2016-2023 前三季度净资产收益率.....	9
图 8: 公司 2016-2023 前三季度经营性现金流 (亿元)	9
图 9: 公司 2016-2023 年前三季度资产负债率(%).....	9
图 10: 公司 2016-2023 年前三季度期间费用率(%)	9
图 11: 2016-2023H1 全国煤炭产量	10
图 12: “十四五”期间煤炭产量及净进口量(亿吨)	10
图 13: 2022 年各行业耗煤占比	10
图 14: 2019-2022 全国煤炭库存(万吨).....	10
图 15: 2021-2025 全国电力及煤电装机情况.....	11
图 16: 2021-2025 全国电力及煤电发电情况.....	11
图 17: CCTD 秦皇岛动力煤(Q5500)年度长协价(元/吨).....	12
图 18: 公司 2016-2023 年前三季度商品煤产量及增速.....	15
图 19: 公司 2016-2023 年前三季度动力煤、炼焦煤产量.....	15
图 20: 公司 2016-2023 年前三季度商品煤销量及增速.....	15
图 21: 公司 2016-2023 年前三季度销售量分类.....	15
图 22: 公司 2016-2023 年前三季度自产商品煤销量分类.....	16
图 23: 公司 2016-2023 年前三季度出口量及占动力煤比例.....	16
图 24: 公司 2016-2023 年前三季度煤炭产销情况.....	16
图 25: 2022 年自产商品煤分项成本占比 (%)	18
图 26: 2021、2022 年自产商品煤成本对比 (元/吨)	18
图 27: 近十年公司自产煤销售成本分析.....	19
图 28: 煤炭行业 2018-2022 年分红情况(万元)	23
图 29: 2018-2022 年公司派息情况.....	23

表 目 录

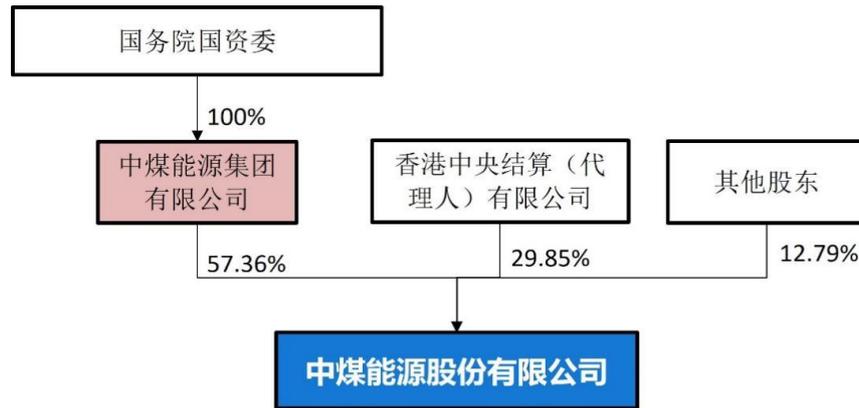
表 1: 公司煤炭产能 (截至 2022 年底)	13
表 2: 公司 2023-2026 年预计煤炭新增产能.....	14
表 3: 公司 2023-2026 年预计煤炭产能及产销情况(万吨).....	17
表 4: 公司煤炭业务主要经营指标.....	20
表 5: 公司煤化工企业产能 (万吨)	21
表 6: 公司 2022 年煤化工产品产销及库存(万吨).....	22
附表: 公司财务数据预测表.....	26

1. 煤电化一体，存量增效、增量转型

1.1 安全绿色、清洁高效的大型能源央企

央企控股，A+H 两地上市。中煤能源股份有限公司是中煤能源集团有限公司于 2006 年独家发起设立的股份制公司，同年在香港成功上市，2008 年 2 月发行 A 股。截至 2023 年三季度末，中煤能源集团有限公司持有公司 57.36% 的股份，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

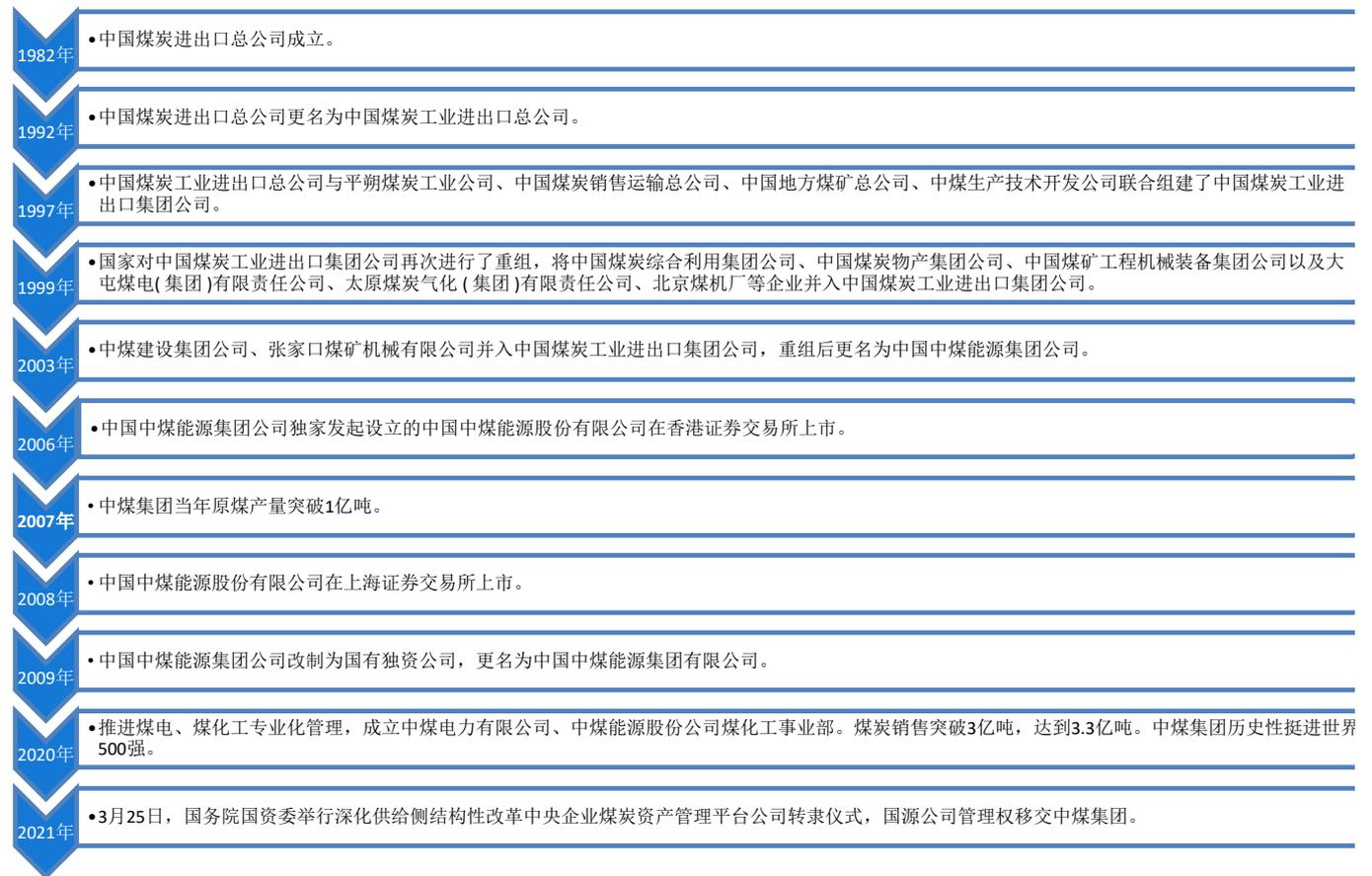
图 1：公司股权结构（截至 2023 年三季度末）



资料来源：Wind，华龙证券研究所

控股公司为世界 500 强企业。控股公司中国中煤能源集团有限公司 1982 年成立，2007 年原煤产量突破 1 亿吨；2020 年，集团煤炭销售突破 3 亿吨，达到 3.3 亿吨，挺进世界 500 强。截至 2022 年末，集团总资产为 6000 亿元，拥有职工 13 万人，连续三年位列《财富》世界企业 500 强。其中中煤能源股份有限公司总资产为 3402 亿元，占集团资产总额的 56.7%，净资产为 1309 亿元，占集团总资产的 21.82%。

图 2：公司历史沿革



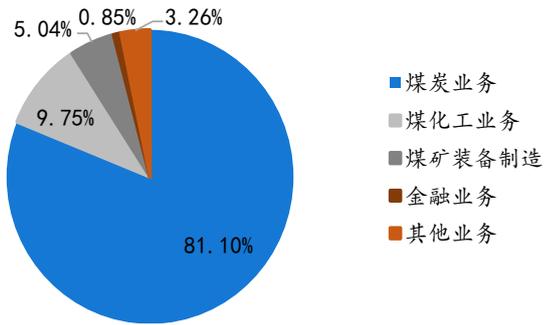
资料来源：中煤集团官网，华龙证券研究所

1.2 煤炭为支柱业务，多产业一体化协同

一体化产业链优化发展。公司业务主要有煤炭、煤化工、煤矿装备、金融等其它业务。2022年，公司实现营收2205亿元，比上一年下降8.03%；公司实现毛利554.19亿元，同比增加30.10%，毛利率为25.1%，同比增加7.3个百分点。2023年1-9月，公司实现营收1562.09亿元，同比下降10.9%。主要由于煤炭价格下降，公司业绩同比下降。

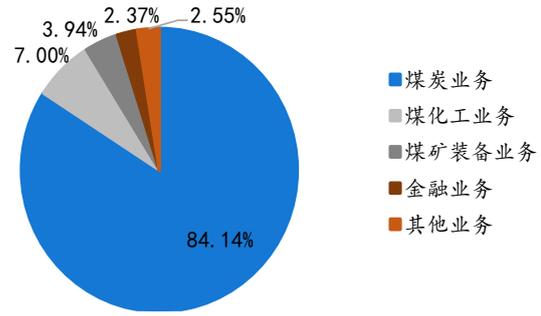
煤炭是公司核心业务。2022年，公司煤炭业务实现营收1909.18亿元，同比下降9.6%，占公司总营收81.52%，煤炭业务实现毛利484.30亿元，同比上升32.4%，占公司总毛利的87.4%。2023年1-9月，公司煤炭业务实现营收1323.7亿元，同比下降12.4%，占公司主营业务营收89.64%，煤炭业务实现毛利314.56亿元，同比下降20.9%，占公司主营业务毛利的92.64%。

图 3：公司 2023 年前三季度主营业务营收占比情况



资料来源：公司报告，华龙证券研究所

图 4：公司 2023 年前三季度业务毛利占比情况

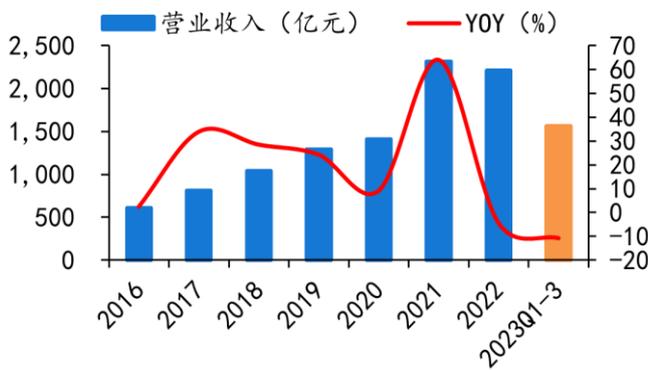


资料来源：公司报告，华龙证券研究所

1.3 坚持高质量发展，经营业绩持续稳定

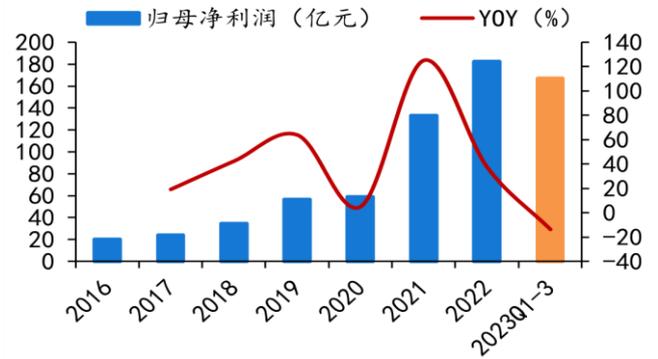
公司坚持高质量发展，净利维持高位。2022 年，公司共实现营收 2205 亿元，同比下降 8.03%，归属于母公司股东的净利润为 182.41 亿元，同比增长 32.8%。2023 年 1-9 月公司实现营收 1562.09 亿元，同比下降 10.9%，归属于母公司股东的净利润为 166.88 亿元，同比下降 13.7%。公司坚持高质量发展，净利润虽然有小幅下滑，但整体仍维持高位。

图 5：公司 2016-2023 年前三季度营业收入及增速



资料来源：Wind，华龙证券研究所

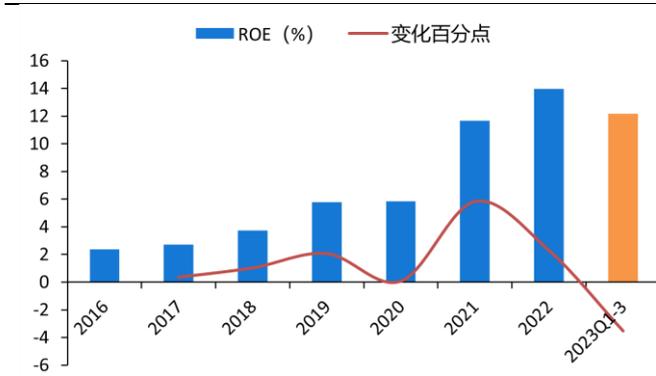
图 6：公司 2016-2023 年前三季度归母净利润及增速



资料来源：Wind，华龙证券研究所

公司具备持续盈利能力，现金流充足。2022 年，公司 ROE 达到 13.95%，较上一年增长 2.28 个百分点；公司经营现金流 2022 年为 436.34 亿元，较上一年减少了 9.3%。2023 年 1-9 月，公司 ROE 达到 12.17%，同比降低了 3.54 个百分点；经营活动净现金流达 283.55 亿元，同比降低了 25.02%，现金流仍充足。

图 7：公司 2016-2023 年前三季度净资产收益率



资料来源：Wind，华龙证券研究所

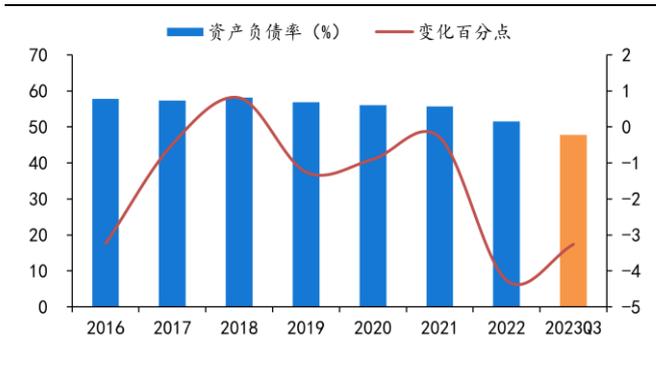
图 8：公司 2016-2023 年前三季度经营性现金流（亿元）



资料来源：Wind，华龙证券研究所

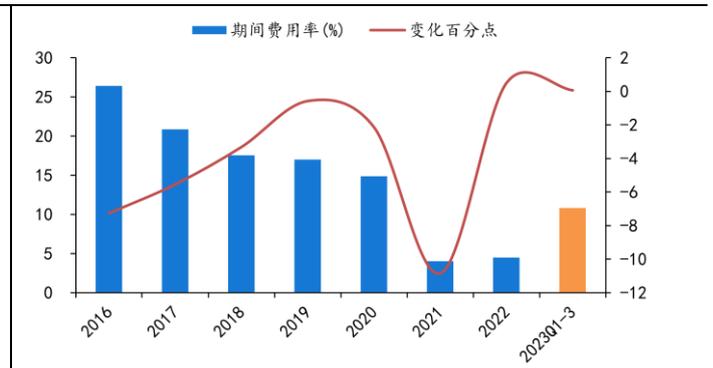
公司管理架构合理高效，费用管控能力强。2022 年，公司资产负债率为 51.48%，近年来持续下降；期间费用率为 4.49%，费用管控效果明显。2023Q3 资产负债率 47.78%，同比下降 3.26 个百分点，1-9 月期间费用率 10.84%，小幅回升但继续保持较低水平。

图 9：公司 2016-2023Q3 资产负债率 (%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

图 10：公司 2016-2023 年前三季度期间费用率 (%)



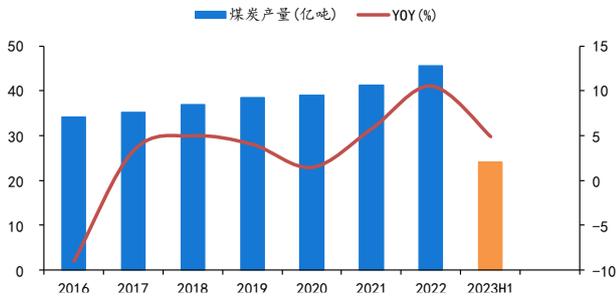
资料来源：Wind，华龙证券研究所

2. 煤炭业务：公司核心利润来源，产能持续扩张

2.1 行业供需基本平衡

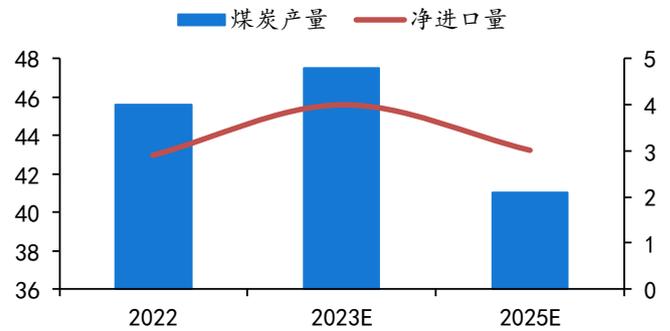
煤炭生产持续增长，进口煤有所放缓。2016-2022 年全国煤炭产量 CAGR2.84%；2022 年全国煤炭产量达 45.59 亿吨，YOY10.49%，创 2015 年以来新高；2022 年全国煤炭进口量 2.93 亿吨，YOY-9.2%，为近年来首次下降，主要是因为海外煤价高位、国内新增供应放量。2022 年出口煤炭 400 万吨，YOY53.7%，煤炭净进口 2.89 亿吨，YOY-9.8%。在煤炭系列保供稳价政策下，近年来我国煤炭产量显著增加，市场供应持续充足，预计 2023 年国内煤炭产量将达到 47.5 亿吨。进口方面，2023 年至今，我国每月进口煤基本维持在 4000 万吨左右的水平。

图 11: 2016-2023H1 全国煤炭产量



资料来源: Wind, 国家统计局官网, 华龙证券研究所

图 12 “十四五”期间煤炭产量及净进口量 (亿吨)

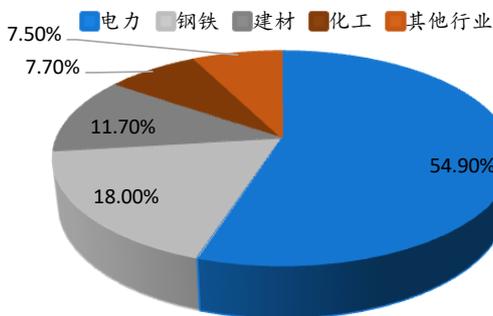


资料来源: 中国煤电碳市场报告, 华龙证券研究所

全国煤炭消费增长。 2022 年全年原煤消耗量 42.8 亿吨, 比 2021 年增长 0.1 亿吨; 电力、化工、钢铁、建材及其他行业耗煤分别为 23.5/3.3/7.7/5.0/3.2 亿吨, 行业耗煤占比 54.9%/7.7%/18%/ 11.7%/7.5%。

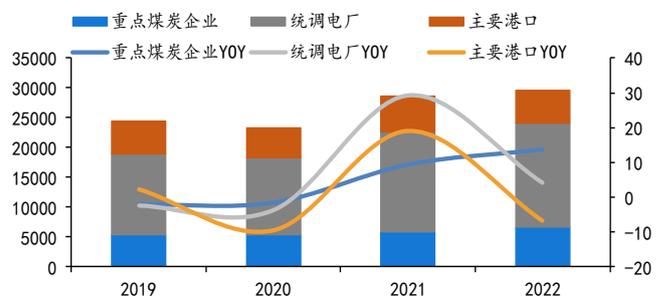
煤炭库存继续升高。 截至 2022 年年末, 全国重点煤炭企业存煤 6600 万吨, 同比增长 13.79%, 全国电厂存煤 1.75 亿吨, 同比增长 4.17%, 主要港口库存 5530 万吨, 较上一年下降 6.76%, 库存整体呈现累库趋势。截至 6 月 29 日, 中电联燃料统计口径内燃煤电厂煤炭库存 1.2 亿吨, 同比增长 2444 万吨, 为近 4 年以来最高, 平均可用天数 24.6 天。2023 年上半年电厂整体库存水平偏高; 港口交投氛围冷清, 出货不畅, 库存难有释放, 全国各港库存均有累库现象。

图 13: 2022 年各行业耗煤占比



资料来源: 中国煤电碳市场报告, 华龙证券研究所

图 14: 2019-2022 全国煤炭库存 (万吨)

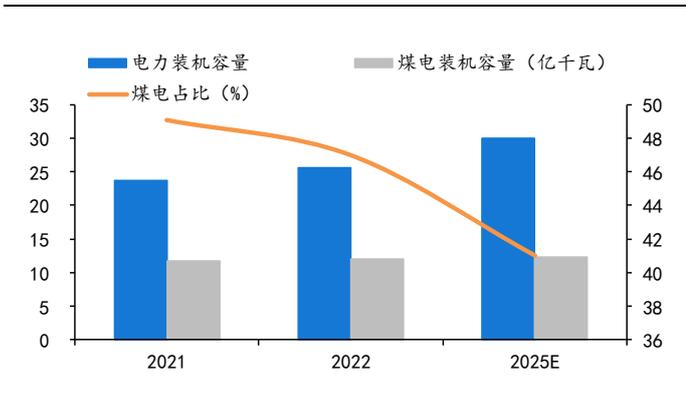


资料来源: Wind, 国家统计局官网, 华龙证券研究所

2022年全国电力装机容量25.64亿千瓦，YOY 7.87%，其中，煤电装机占比46%，为11.79亿千瓦，2022年，全国发电量8.85万亿kw.h，YOY3.75%。其中煤电装机发电量占比约60%，约为5.31万亿kw.h，预计“十四五”期间，全国煤电装机新增1.5亿千瓦，2025年全国煤电装机达到12.3亿千瓦，发电装机总容量达到约30亿千瓦，煤电装机占比约为41%。

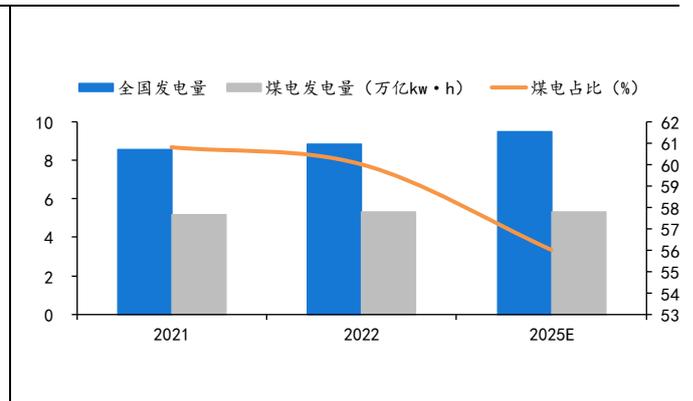
预计2023年全年，全社会用电量增长6%左右，未来一段时期，煤电仍将是提供可用容量的主要电源，发挥兜底保供作用。

图 15: 2021-2025 全国电力及煤电装机情况



资料来源：统计局官网，华龙证券研究所

图 16: 2021-2025 全国电力及煤电发电情况



资料来源：统计局/发改委官网，华龙证券研究所

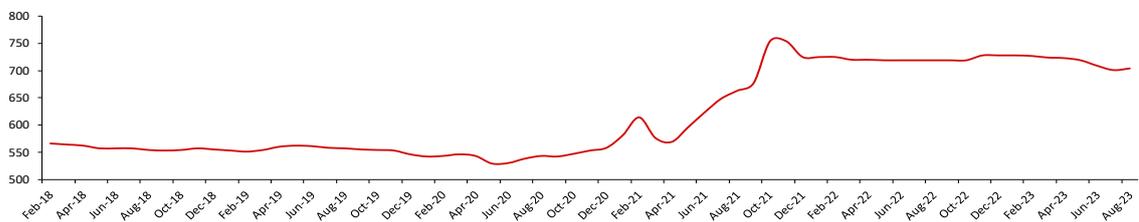
煤炭供需基本平衡。预计2023年全年我国煤炭市场供需将保持基本平衡态势，煤炭需求将保持适度增加，煤炭产量将保持增长、增幅回落，进口煤进一步发挥调节补充国内煤炭市场的积极作用。炼焦煤市场供需面从紧平衡向趋宽松过渡。

2.2 煤价走势小幅波动

2023上半年煤炭价格保持高位，下半年价格小幅弱势运行。2023年煤炭作为我国能源供应的压舱石地位依然稳固，在系列保供稳价政策下，市场供应

充足，国家发改委全力推动 2023 年电煤中长期合同签约全覆盖，煤炭价格 2023 年 1-5 月波动幅度较小，虽有小幅波动但持续保持高位。2023 年 6 月以来，煤炭进口量增长迅速，随着疫情防控政策解除，澳煤进口全面放开，俄煤、蒙煤供应也明显增加，煤炭供给迅速增加。加之社会整体库存已累至高位，供需过剩问题凸现，煤价出现短暂波动。预计下半年经济对煤炭需求仍有支撑，在极端天气下，煤炭有需求释放，煤价恢复上涨可能，但用电需求在迎峰度夏结束后回落，动力煤重回供需偏宽格局，在整体经济状况不改善的情况下，预计煤价运行区间仍然弱势运行为主。

图 17: CQTD 秦皇岛动力煤(Q5500) 年度长协价 (元/吨)



资料来源: Wind, 华龙证券研究所

2.3 公司煤炭产能持续释放，产销同增

公司在产在建煤矿 30 座，核定产能 2.02 亿吨、权益产能 1.61 亿吨。截至 2022 年底，公司共计拥有煤矿 30 座，其中在产煤矿 26 座，在建煤矿 4 座。在产煤矿中，有 19 座煤矿隶属于控股子公司，核定 1.4 亿吨、权益产能 1.23 亿吨，有 7 座煤矿隶属于参股子公司，核定产能 0.32 亿吨、权益产能 0.13 亿吨。在建煤矿核定产能 0.29 亿吨、权益产能 0.26 亿吨，全部为控股子公司煤矿。

表 1: 公司煤炭产能 (截至 2022 年底)

煤矿状态	股权性质	所属子公司	煤矿	位置	持股比例	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)		
在产煤矿	控股子公司	平朔集团	安太堡露天矿	山西朔州	100%	2000	2000		
			安家岭露天矿	山西朔州	100%	2500	2500		
			东露天矿	山西朔州	100%	2500	2500		
			安家岭井工矿(一号井)	山西朔州	100%	1000	1000		
			安太堡井工矿(三号井)	山西朔州	100%	1000	1000		
			东坡煤矿	山西朔州	100%	270	270		
			北岭煤矿	山西朔州	100%	90	90		
			小回沟煤矿	山西太原	100%	300	300		
		中新唐山沟	唐山沟	山西大同	80%	150	120		
		中煤华晋公司	王家岭矿	山西临汾	51%	750	383		
			华宁煤矿	山西临汾	26.01%	300	78		
			韩咀煤矿	山西临汾	51%	120	61		
		上海能源公司	姚桥煤矿	江苏徐州	62.43%	425	265		
			徐庄煤矿	江苏徐州	62.43%	160	100		
			孔庄煤矿	江苏徐州	62.43%	144	90		
			新疆 106 煤矿	新疆呼图壁县	31.84%	180	57		
		蒙大矿业	纳林河二号	内蒙古鄂尔多斯	66%	800	528		
		中煤陕西公司	大海则煤矿	陕西榆林	100.00%	500	500		
		伊化矿业	母杜柴登	内蒙古鄂尔多斯	51%	600	306		
		西北能源	南梁煤矿	陕西榆林	55.00%	300	165		
		小计						14089	12313
		参股子公司	中天合创公司	葫芦素煤矿	内蒙古鄂尔多斯	38.75%	800	310	
				门克庆煤矿	内蒙古鄂尔多斯	38.75%	800	310	
			华晋焦煤	沙曲一号煤矿	山西吕梁	49%	450	221	
				沙曲二号煤矿	山西吕梁	49%	270	132	
				吉宁煤矿	山西临汾	24.99%	300	75	
明珠煤矿	山西临汾			24.99%	90	22			
禾草沟煤业	禾草沟煤矿		陕西延安	50%	500	250			
小计						3210	1320		
总计						17299	13633		
在建煤矿	控股子公司	中煤陕西公司	大海则煤矿	陕西榆林	100%	2000	2000		
		黑龙江煤化工	依兰第三煤矿	黑龙江哈尔滨	100%	240	240		
		上海能源公司	苇子沟煤矿	新疆呼图壁县	49.94%	240	120		
		中煤华晋	里必煤矿	山西晋城	51%	400	204		
		总计						2880	2564
共计						20179	16197		

资料来源: 公司年报, 子公司年报, 华龙证券研究所

在建煤矿陆续投产。大海则煤矿建设规模 1500 万吨/年，2022 年底已进入联合试运转阶段，2022 年生产商品煤 500 万吨，2022 年底获得增产 500 万吨的批复，预计 2023 年产能 2000 万吨。里必煤矿及选煤厂项目总投资 57.46 亿元，建设规模为 400 万吨/年，2022 年完成投资 7.27 亿元，累计完成投资 31.50 亿元，项目已核准并取得采矿许可证，目前正在建设中，由于该矿属于高瓦斯矿井，建设周期较长，预计 2025 年进入联合试运转，苇子沟煤矿于 2019 年 9 月取得采矿许可证，预计 2024 年建成。依兰第三煤矿已经完成了基本建设，预计 2023 年年底投产。

根据产能核增情况及在建煤矿投产进度，2023-2026 年公司控股子公司预计新增产能为 1740/0/340/300 万吨每年；权益产能新增 1740/0/171/153 万吨/年。

表 2：公司 2023-2026 年预计煤炭新增产能

年度	增量煤矿	核定产能 (万吨/年)		持股比例	权益产能 (万吨/年)		备注
		新增	预计产能		新增	预计产能	
2023	大海则煤矿	1500		100%	1500		投产
	依兰第三煤矿	240		100%	240		投产
	小计	1740	1740		1740	1740	
2024		0	1740		0	1740	核增产能
2025	苇子沟煤矿	240		49.94%	120		投产
	里必煤矿	100		51%	51		产能 400 万吨/年，联合试运转按生产 100 万吨预计。
	小计	340	2080		171	1911	
2026	里必煤矿	300	2380	51%	153	2064	联合试运转变为投产

资料来源：公司年报，子公司年报，华龙证券研究所

大力增加优质煤炭产量。2022 年，公司全年完成商品煤产量 11,917 万吨，

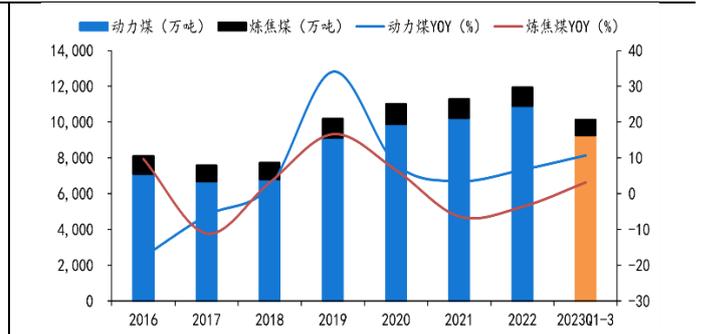
比上年11,274万吨增加643万吨,增长5.70%,其中动力煤10.919万吨,同比增长6.65%,炼焦煤998万吨,同比下降3.67%。2023年1-9月,公司加大产能释放力度,完成商品煤产量10,117万吨,同比增长9.97%,其中动力煤9258万吨,同比增长10.65%,炼焦煤858万吨,同比上升3.13%。公司煤炭产量稳定增长。

图 18: 公司 2016-2023 年前三季度商品煤产量及增速



资料来源: 公司年报, 华龙证券研究所

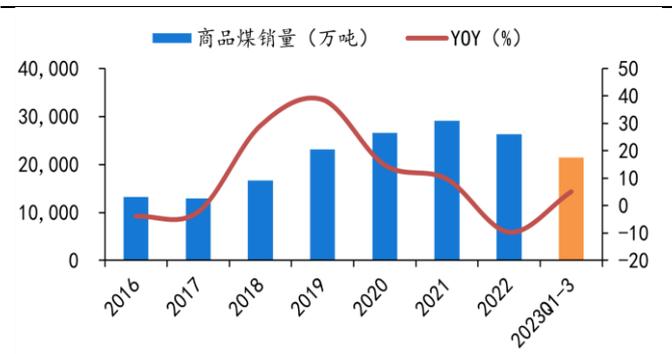
图 19: 公司 2016-2023 年前三季度动力煤、炼焦煤产量



资料来源: 公司年报, 华龙证券研究所

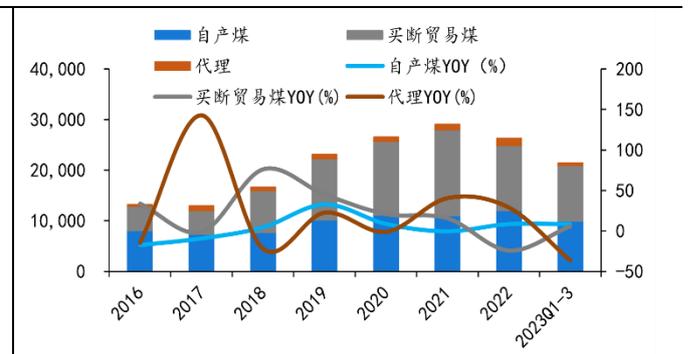
积极落实增产增销保供稳价措施, 商品煤销售保持稳定。2022 年全年累计完成商品煤销量 26,295 万吨, 同比下降 9.69%。公司认真贯彻落实国家能源保供要求, 严格执行煤炭中长期合同机制。2023 年 1-9 月, 公司累计完成商品煤销量 21,480 万吨, 同比上升 5.08%。其中自产商品煤销量 9,967 万吨, 买断贸易煤销售 10,940 万吨, 代理销售 573 万吨。2022 年全年累计完成商品煤销量 26,295 万吨, 同比下降 9.69%。出口方向来看, 2023-2026 年增加煤炭出口增量的可能性不大。

图 20: 公司 2016-2023 年前三季度商品煤销量及增速



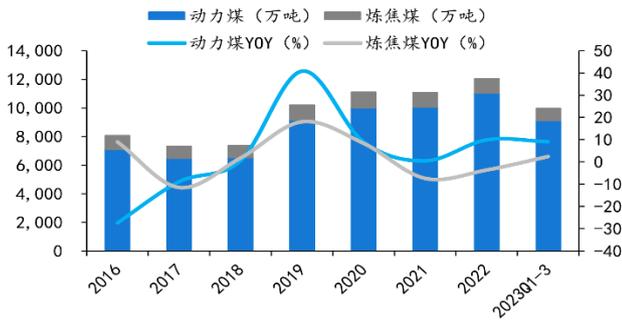
资料来源: 公司年报, 华龙证券研究所

图 21: 公司 2016-2023 年前三季度销售量分类



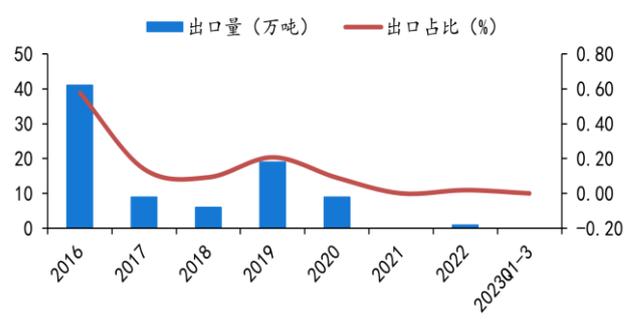
资料来源: 公司年报, 华龙证券研究所

图 22：公司 2016-2023 年前三季度自产商品煤销量分类



资料来源：公司年报，华龙证券研究所

图 23：公司 2016-2023 年前三季度出口量及占动力煤比例

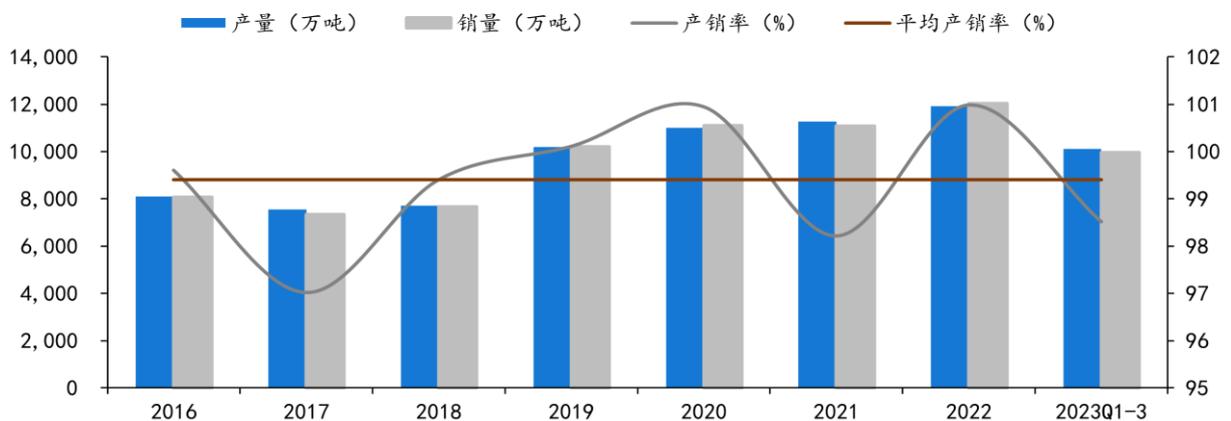


资料来源：公司年报，华龙证券研究所

2.4 产能利用率和产销率维持高位

公司产能利用率和产销率处于行业较高水平，预计未来仍能维持。2022 年，公司控股煤矿煤炭产能为 13,589 万吨，商品煤产量为 11,917 万吨，产能利用率为 87.70%，自产煤销售量为 12,034 万吨，产销率为 100.98%；2023 年 1-9 月，公司控股矿井商品煤产量为 10,117 万吨，自产煤销量为 9,967 万吨，折合至全年分别为 13489/13289 万吨，产能为 15329 万吨，产能利用率为 88.00%，产销率为 98.52%。2016-2023Q3 加权平均产销率为 99.41%；受益于供给侧改革下煤炭优质产能的有序释放，以及进口煤政策调整，煤炭市场供需紧平衡的基本格局有望持续，2023-2026 年产能利用率按 2022 年的 87.70% 预计，产销率按 2016-2023Q3 的平均值 99.41% 预计。预计 2023-2026 年煤炭产量依次为 13443/13443/13741/14004 万吨，煤炭销量依次为 13364/13364/13660/13921 万吨。

图 24：公司 2016-2023 年前三季度煤炭产销情况



资料来源：公司年报，华龙证券研究所

表 3: 公司 2023-2026 年预计煤炭产能及产销情况 (万吨)

	煤种	2023E	2024E	2025E	2026E
产能	动力煤	12659	12659	12999	13299
	炼焦煤	2670	2670	2670	2670
	小计	15329	15329	15669	15969
产量	动力煤	11101	11101	11400	11663
	炼焦煤	2341	2341	2341	2341
	小计	13443	13443	13741	14004
销量	动力煤	11002	11002	11297	11558
	炼焦煤	2320	2320	2320	2320
	小计	13322	13322	13617	13878

资料来源: 公司年报, 子公司年报, 华龙证券研究所

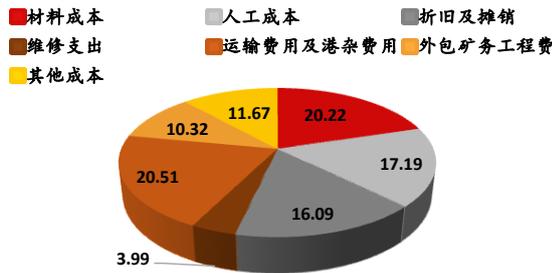
贸易煤方面, 2023 年贸易煤销量按 2023Q1-3 同比增幅 5.70% 预计, 即为 13553 万吨, 2024-2026 年按 2023 年等量预计, 为 13553 万吨。代理销售方面, 公司 2018-2022 年代理销售 CAGR 为 21.60%; 假设 2023-2026 年维持此增幅, 则为 1750/2128/2587/3146 万吨。

2.5 煤价走势仍保持平稳, 公司作为龙头拥有优势

从煤炭行业看, 根据政府工作报告, 2023 年我国 GDP 预期目标增长 5% 左右, 有效推动能源消费加速回暖。同时, 增产保供将是 2023 年煤炭行业政策端的主旋律, 预计 2023 年我国煤炭产量仍有一定增量空间。综上, 考虑到未来供需恢复以及国家政策对煤炭价格的有力调控等因素, 2023-2026 年煤炭价格预计相对平稳中适度波动。公司 2023-2026 年的自产商品煤售价参考 2023Q1-3 自产商品煤 603 元/吨预计。炼焦煤售价趋于稳定, 可按照 8 月份价格 1582 元/吨预计; 吨煤的代理服务费预计保持稳定, 之后为 6 元/吨。买断贸易煤方面, 该产品一年为一个结算周期, 因此 2023-2026 的买断贸易煤销售价格可参考 2022 年售价 812 元/吨。

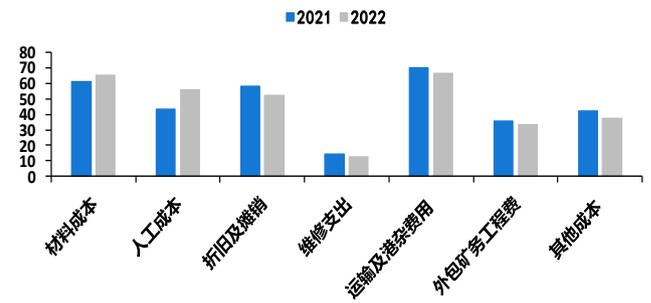
公司自产煤成本优势明显, 自产商品煤单位销售成本持续降低。2023Q1-3, 自产商品煤单位销售成本 294.79 元/吨, 同比减少 11.39 元/吨, 下降 3.7%。2022 年, 公司自产商品煤单位销售成本 322.84 元/吨, 同比减少 2.35 元/吨, 下滑 0.72%。

图 25： 2022 年自产商品煤分项成本占比 (%)



资料来源：公司年报，华龙证券研究所

图 26： 2021、2022 年自产商品煤成本 (元/吨)

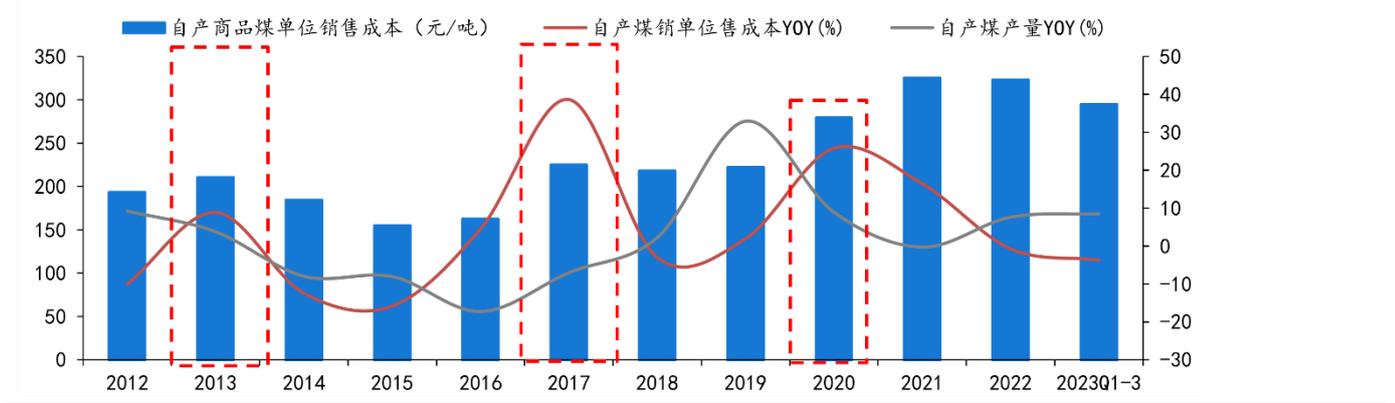


资料来源：Wind，华龙证券研究所

公司自产煤具有成本优势，未来计划成本进一步降低。公司与其他大型上市煤企对比，自产煤成本较低。2022 年，国内大型上市煤企中国神华、兖矿能源、陕西煤业自产煤销售分别为 316.20/91.17/155.48 万吨，吨煤成本分别为 458.51/345.86/252.59 元/吨。对比之下，公司 2022 年自产煤销售 262.95 万吨，吨煤成本 322.84 元/吨，低于中国神华和兖矿能源，高于陕西煤业，较低的成本使得公司得以获取更高的毛利。

公司煤炭成本呈周期性变化。公司近十年（2014-2023 年）自产商品煤单位销售成本整体呈周期性、规律性波动变化，其中 2013 年、2017 年、2020、2021 年增幅较大，YOY 分别为 8.86%/38.63%/25.79%/16.46%。2022 年公司自产商品煤销售成本 YOY 为-0.72%，较上一年 YOY16.46%波动率大幅下降，2023Q1-3 自产商品煤单位销售成本为 294.79 元/吨，YOY 为-3.7%。自产煤销售成本完成一个周期基本需要四年时间，假设 2023 年进入煤炭销售价格下行周期，YOY 为-7.6%，2024/2025/2026 年 YOY 为 3.3%/-3.3%/7.6%。2023-2026 年成本依次为 298.30/288.46/297.98/320.63 元/吨。

图 27： 近十年公司自产煤销售成本分析



资料来源：公司年报，华龙证券研究所

2022 买断贸易煤成本为 791.06 元/吨，买断贸易煤的成本主要是购煤价和运输费用，因此 2023-2026 年买断贸易煤仍保持毛利率微正的情况，成本和售价类似保持相对稳定，预计 2023-2026 年贸易煤单位成本为 791.06 元/吨。

公司煤炭业务营收有望持续增长，毛利稳定。综合煤炭业务产销量和单位成本、售价的假设，预计煤炭业务 2023-2026 年收入为 2195/2195/2214/2230 亿元，毛利率为 31%/32%/31%/30%。

表 4： 公司煤炭业务主要经营指标

指标	2023E	2024E	2025E	2026E
产量 (万吨)	13,443	13,443	13,741	14,004
动力煤	11101	11101	11400	11663
炼焦煤	2341	2341	2341	2341

销量 (万吨)	29,111	29,489	30,244	31,064
自产动力煤	11,001	11,001	11,297	11,558
自产炼焦煤	2,320	2,320	2,320	2,320
买断贸易煤	14,040	14,040	14,040	14,040
代理销售	1,750	2,128	2,587	3,146
吨煤售价 (元/吨)				
自产动力煤	624	624	624	624
自产炼焦煤	1,582	1,582	1,582	1,582
买断贸易煤	812	812	812	812
代理销售	6	6	6	6
单位成本 (元/吨)				
自产动力煤	298	288	298	320
自产炼焦煤	298	288	298	320
买断贸易煤	791	791	791	791
营业收入 (万元)	21,945,792	21,948,060	22,135,710	22,301,699
自产动力煤	6,864,681	6,864,681	7,049,578	7,212,213
自产炼焦煤	3,670,131	3,670,131	3,670,131	3,670,131
买断贸易煤	11,400,480	11,400,480	11,400,480	11,400,480
代理销售	10,500	12,768	15,522	18,876
营业成本 (万元)	15,075,305	14,942,094	15,163,605	15,546,588
自产动力煤	3,278,325	3,168,314	3,366,625	3,698,571
自产炼焦煤	691,339	668,140	691,339	742,378
买断贸易煤	11,105,640	11,105,640	11,105,640	11,105,640
代理销售				
毛利 (万元)	6,870,487	7,005,965	6,972,106	6,755,111
自产动力煤	3,586,356	3,696,367	3,682,952	3,513,642
自产炼焦煤	2,978,791	3,001,991	2,978,791	2,927,753
买断贸易煤	294,840	294,840	294,840	294,840
代理销售	10,500	12,768	15,522	18,876
毛利率 (%)	31	32	31	30
自产动力煤	52	54	52	49
自产炼焦煤	81	82	81	80
买断贸易煤	3	3	3	3
代理销售	100	100	100	100

资料来源：公司年报，子公司年报，华龙证券研究所

3. 煤化工业务：保持安全稳定高效运行

3.1 煤化工产品实现全产全销，未来产能利用率提升空间大

煤化工企业产能潜力足。煤化工业务方面，重点发展煤制烯烃、煤制尿素等现代煤化工产业，装置长期保持“安稳长满优”运行。公司控股、参股子公司在产、在建项目煤化工产品产能1647万吨，在产控股子公司产能560万吨，包括甲醇205万吨，尿素175万吨，聚烯烃180万吨。

表 5：公司煤化工企业产能（万吨）

状态	股权性质	所属子公司	持股比例		甲醇	烯烃			尿素	合计
						聚乙烯	聚丙烯	小计		
在产	控股子公司	中煤陕西公司	核定/权益	100%		30	30	60		60
		鄂能化工公司	核定/权益	100%	100			60	175	335
		蒙大化工公司	核定/权益	100%	60	30	30	60		120
		中煤远兴公司	核定		60			0		60
			权益	75%	45					45
		合计	核定		220	60	60	180	175	575
	权益			205	60	60	180	175	560	
	参股子公司	中天合创公司	核定		360	137		137		497
			权益	38.75%	140	53		53		193
		延长中煤榆林能 化公司	核定		205	30	30	60		265
			权益	15.83%	32	5	5	9		42
		合计	核定		565	167	30	197	0	762
			权益		172	58	5	63	0	235
	总计	核定		785	227	90	377	175	1337	
权益			377	118	65	243	175	795		
在建		中煤陕西公司	核定/权益	100%	220	45	45	90		310
共计			核定		1005	272	135	467	175	1647
			权益		597	163	110	333	175	1105

资料来源：公司年报，子公司年报，华龙证券研究所

2022年，公司持续强化煤化工业务精细化管理，大力推进节能降耗和降本增效，煤化工装置运行稳定高效，全年主要煤化工产量566.7万吨，同比增长3.4%。产能利用率尿素104.6%，聚烯烃60.91%，甲醇49.60%。公司克服能源化工市场剧烈震荡，部分时段运输紧张等不利因素，灵活调整营销策略，优化客户结构，完善销售渠道，全年主要煤化工产品销量558.5万吨，同比基本持平。产销率为98.55%。总体上看公司基本实现全产全销，且产能仍有巨大利用空间，未来增长潜力足。

表 6: 公司 2022 年煤化工产品产销及库存 (万吨)

化工产品		万吨
聚烯烃	产量	148
	销量	146.9
	库存	3.9
尿素	产量	183.4
	销量	179.2
	库存	22.1
甲醇	产量	187.9
	销量	185.5
	库存	4.3
硝酸铵	产量	47.4
	销量	46.9
	库存	0.6
合计	产量	566.7
	销量	558.5
	库存	30.9

资料来源: 公司年报, 华龙证券研究所

3.2 煤化工产品业绩稳健

煤化工产品营业收入稳定上涨。2022 年, 公司煤化工业务营业收入 227.01 亿元, 比 2021 年的 218.51 亿元增加 8.50 亿元, 增长 3.9%; 扣除分部间交易后的营业收入 218.64 亿元, 比 2021 年的 214.86 亿元增加 3.78 亿元, 增长 1.8%。

产量上升抹平原料采购价格上涨。2022 年, 公司煤化工业务营业成本 196.73 亿元, 比 2021 年的 192.66 亿元增加 4.07 亿元, 增长 2.1%, 主要是原料煤及燃料煤采购价格上涨、化工装置检修维修支出增加等综合影响。考虑到煤化工产量从 477.2 万吨提升到 566.7 万吨, 抹平了原料采购价格上涨, 单位营业成本有所下降。

毛利随产量进一步上升。2022 年, 公司煤化工业务实现毛利 30.28 亿元, 比 2021 年的 25.85 亿元增加了 4.43 亿元, 增长 17.1%; 毛利率 13.3%, 比 2021 年的 11.8% 提升 1.5 个百分点, 主要原因是产量上升。

4. 公司分红情况

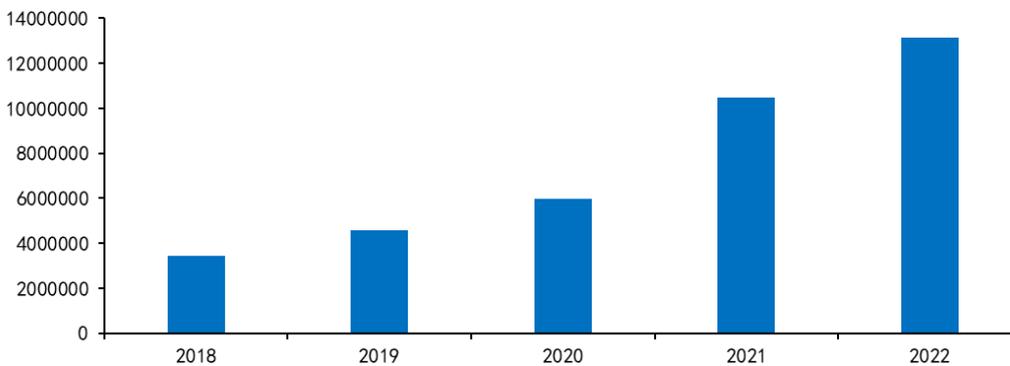
4.1 煤炭板块整体派息较高

2018-2022 年，煤炭行业分红金额逐年上升。2022 年，煤炭行业整体分红 1316 亿元，同比增长 25.66%，自 2018 年以来保持持续增长。最新 12 个月派息率为 8.2607%，为十年期国债的 2.98 倍，与国债相比派息率优势自 2021 年以来逐渐扩大。整体来看，煤炭板块下行风险较小，当前配置煤炭板块具有较高的性价比。

资本开支下降为未来高分红创造条件。2016 年供给侧改革后的新一轮周期内，行业固定资产增速明显低于 2016 年前的高增速，煤炭行业在建工程较少，未来有望保持高分红。

4.2 公司分红水平行业领先

图 28：煤炭行业 2018-2022 年分红情况（万元）

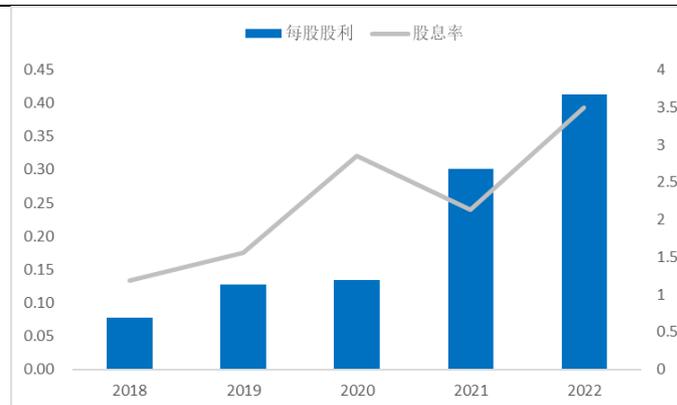


资料来源：公司年报，华龙证券研究所

公司作为行业内专营煤炭的大型央企，主要业务游煤炭开采，煤化工，煤炭装备制造等，盈利有望稳步提升，分红指标位居行业前列。

分红稳定上升。与行业整体相似，公司分红情况较好，2022 年公司每股分红为 0.4130 元，同比增加 37.20%。股息率达到 3.49%，较上一年增长 1.36 个百分点，2018 至 2022 年，公司分红与股息率持续增加。

图 29：2018-2022 年公司派息情况（元，%）



资料来源：Wind，华龙证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

公司系大型煤炭央企，经营稳健。未来仍有在建产能不断投产，同时煤炭价格预计保持稳定，公司盈利有望增长。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 202.54 亿元/215.15 亿元/225.93 亿元，对应 EPS 分别为 1.53 元/1.62 元/1.70 元，按 11 月 17 日股价 8.66 计算，对应 PE 分别为 5.67X/5.34X/5.08X。首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测简表

预测指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	231,127.30	220,576.86	211,137.61	212,553.26	217,996.98
增长率(%)	63.96	-8.03	-4.28	0.67	2.56
归母净利润（百万元）	13,281.91	18,240.54	20,254.31	21,514.65	22,592.78
增长率(%)	124.85	32.76	11.04	6.22	5.01
摊薄每股收益（元）	1.00	1.38	1.53	1.62	1.70
ROE(%)	11.67	13.95	14.26	13.75	13.02
P/E	8.66	6.28	5.67	5.34	5.08
P/B	1.01	0.88	0.81	0.73	0.66
P/S	0.50	0.52	0.54	0.54	0.53
EV/EBITDA	3.40	2.72	2.38	1.89	1.61

数据来源：公司年报、华龙证券研究所

6. 风险提示

宏观经济波动风险。煤炭行业是国民经济重要的基础性行业，受电力、冶金、建材、化工等相关行业影响较大，与宏观经济密切相关。

煤炭价格波动风险。煤炭产品价格受供需关系、产品特点、运力、天气等多重因素影响，走势往往难以准确判断。

项目投资进度存在不确定性。项目审批时间存在不确定性，项目所处行业及相关行业随时变化，项目建成时间及投产后实际收益率会与预期存在一定差异。

生产成本大幅上升。近年来，受煤炭开采条件复杂、大型设备检修、安全和环保投入不断加大、个别矿井产量下降、大宗商品价格大幅上涨等因素影响，煤炭成本控制压力较大。

项目投资周期长。新投资项目从可行性研究到投产见效往往需要较长建设周期，由于项目立项审批时间存在不确定性，项目建成投产后的实际收益率与预期可能会存在一定差异。

环境保护风险。在国家“双碳”目标战略背景下，公司所属的煤炭、煤化工和火电板块企业将面临水资源管理、节能减排、环境监管政策等挑战。

附表：盈利预测表（暂不考虑本次发行股价摊薄因素及收购影响）

证券代码:	601898					股价:	8.66					投资评级:	增持					日期:	2023-11-17				
财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
盈利能力						每股指标																	
ROE	11.67%	13.95%	14.26%	13.75%	11.67%	EPS	1.00	1.38	1.53	1.62	1.70												
毛利率	18.19%	25.12%	21.85%	22.50%	18.19%	BVPS	8.58	9.86	10.71	11.80	13.09												
期间费率	4.00%	4.49%	2.49%	2.52%	4.00%	估值																	
销售净利率	5.75%	8.27%	9.59%	10.12%	5.75%	P/E	8.66	6.28	5.67	5.34	5.08												
成长能力						P/B	1.01	0.88	0.81	0.73	0.66												
收入增长率	63.96%	-8.03%	-4.28%	0.67%	63.96%	P/S	0.50	0.52	0.54	0.54	0.53												
利润增长率	124.85%	32.76%	11.04%	6.22%	124.85%																		
营运能力						利润表 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E												
总资产周转率	0.72	0.65	0.58	0.54	0.72	营业收入	231127.30	220576.86	211137.61	212553.26	217996.98												
应收账款周转率	30.63	26.77	22.62	24.39	30.63	营业成本	189084.71	165158.44	164996.67	164731.96	166613.33												
存货周转率	28.21	23.59	29.09	26.01	28.21	营业税金及附加	6371.95	7856.73	5894.56	5946.45	5946.45												
偿债能力						销售费用	837.43	928.77	835.19	852.56	852.56												
资产负债率	55.74%	51.47%	49.71%	47.63%	55.74%	管理费用	4455.11	5246.41	4412.10	4499.12	4499.12												
流动比	1.20	1.18	1.50	1.60	1.20	财务费用	3953.91	3728.01	0.00	0.00	0.00												
速动比	1.02	1.00	1.35	1.46	1.02	其他费用/(-收入)	665.66	771.49	647.15	658.04	658.04												
						营业利润	25514.08	33165.75	38076.84	39869.40	39869.40												
资产负债表 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	营业外净收支	63.10	-268.49	0.00	0.00	0.00												
现金及现金等价物	72924.64	91025.52	106938.01	125281.78	72924.64	利润总额	25577.18	32897.26	38076.84	39869.40	39869.40												
应收款项	7545.91	8239.27	9335.50	8713.78	7545.91	所得税费用	6574.91	7519.33	9945.86	10441.62	10441.62												
存货净额	8192.30	9350.03	7257.41	8170.52	8192.30	净利润	19002.28	25377.93	28130.98	29427.78	29427.78												
其他流动资产	16322.30	15296.23	10789.47	10830.84	16322.30	少数股东损益	5720.37	7137.40	7876.68	7913.13	7913.13												
流动资产合计	104985.15	123911.04	134320.40	152996.91	104985.15	归属于母公司净利润	13281.91	18240.54	20254.31	21514.65	21514.65												
固定资产	109142.05	114960.25	115000.00	115398.25	109142.05																		
在建工程	19117.60	0.00	14487.52	23642.24	19117.60	现金流量表 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E												
无形资产及其他	61651.21	71334.41	70173.21	70181.31	61651.21	经营活动现金流	48106.34	43634.06	39281.61	45724.28	37462.82												
长期股权投资	26842.48	29903.56	32205.18	32205.18	26842.48	净利润	13281.91	18240.54	20254.31	21514.65	22592.78												
资产总计	321738.50	340109.26	366186.30	394423.89	321738.50	少数股东权益	5720.37	7137.40	7876.68	7913.13	9228.04												
短期借款	581.55	205.45	205.45	205.45	581.55	折旧摊销	10735.85	10444.95	13451.87	14512.11	15613.44												
应付款项	27198.78	25420.85	22057.81	27844.25	27198.78	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00												
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营运资金变动	14182.93	8170.65	1233.64	5512.35	-6236.20												
其他流动负债	59964.77	79371.89	67528.95	67587.60	59964.77	投资活动现金流	-25382.16	-22045.93	-26350.86	-27380.51	-30137.49												
流动负债合计	87745.10	104998.19	89792.20	95637.30	87745.10	资本支出	-10312.34	-9637.49	-30561.37	-33218.22	-35012.17												
长期借款及应付债券	74616.58	52483.76	74616.58	74616.58	74616.58	长期投资	-256.74	134.58	-1279.06	-7.51	-902.24												
其他长期负债	16974.05	17568.79	17615.78	17615.78	16974.05	其他	-14813.09	-12543.02	5489.58	5845.21	5776.92												
长期负债合计	91590.63	70052.55	92232.36	92232.36	91590.63	筹资活动现金流	-6697.02	-22687.00	22179.81	0.00	0.00												
负债合计	179335.73	175050.74	182024.56	187869.65	179335.73	债务融资	1561.97	-14272.71	22179.81	0.00	0.00												
股本	13258.66	13258.66	13258.66	13258.66	13258.66	权益融资	585.11	110.00	0.00	0.00	0.00												
股东权益	142402.77	165058.52	184161.74	206554.23	142402.77	其它	-8844.10	-8524.29	0.00	0.00	0.00												
负债和股东权益总计	321738.50	340109.26	366186.30	394423.89	321738.50	现金净增加额	16053.47	-1097.35	35110.56	18343.77	7325.33												

资料来源：公司年报，公司财务报表，Wind, 华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人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。据此入市，风险自担。

公司声明：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。我公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号甘

肃文化大厦21楼

邮编：730030

电话：0931-4635761

邮箱：hlzqys2021@163.com

北京

地址：北京市东城区安定门外大街

189号天鸿宝景大厦F1层华龙证券

邮编：100033

上海

地址：上海市浦东新区浦东大道

720号11楼

邮编：200000