

► **公司先进产能占比行业领先，产销稳步增长。**截至 2022 年末，公司合计产能 5030 万吨/年，公司现有生产矿井中除新良友煤业外均为标准化矿井，合计先进产能 4730 万吨/年，占公司总产能的 94%，先进产能比例和规模均属于行业前列。公司产量呈现持续增长的态势，2023 年公司实现原煤产量 6040 万吨 (+6.15%)，销量 5500 万吨/年 (+3.89%)，另外公司在建工程中处于技改状态的产能规模达到 390 万吨/年，但以 90、60 万吨/年的产能为主，整体规模不大，因此预计未来公司产量有望稳步增长，但增速或放缓。

► **公司整体长协比例较低，为公司带来较高业绩弹性。**据公告，公司 20% 成混煤按照电煤保供的长协价格进行销售，其余的动力煤销售按照市场价格进行。喷吹煤中长协占比 40%，市场煤市场化调价。即便在 2023Q2，煤价出现较大幅度下滑，公司依旧实现归母净利润 19.15 亿元，即我们认为 2023Q2 的煤价行情为公司业绩做了相关压力测试，后期行业有望好转，公司盈利弹性有望显现。

► **认定高新技术企业，享受 15% 的企业所得税优惠税率。**2022 年 12 月 12 日，本公司取得山西省科学技术厅、山西省财政厅、国家税务总局山西省税务局联合颁发的《高新技术企业证书》，有效期 3 年。公司是全国煤炭行业唯一国家级高新技术企业，享受 15% 的企业所得税优惠税率，2022 年公司通过高新技术企业所得税优惠、研发投入加计扣除等税收优惠政策减免 13.12 亿元。

► **负债大幅降低，净现金持续累积。**公司有息负债从 2021 年的 232 亿元降至 2023 年 9 月末的 51 亿元，资产负债率下降至 44%，从而 23Q3 财务费用仅 766.71 万元，同比下降 99%，同时公司净现金持续累积，截至 23Q3，公司净现金达到 232 亿元，净现金/市值比为 33% (以 2024 年 1 月 30 日市值测算)。

► **公司资本开支下滑，现金累积，具备高分红基础。**2022 年公司资本性开支同比下降 65% 至 7.5 亿元，考虑到公司在建工程规模呈现持续下降的趋势，预计未来公司资本性支出将持续收敛。而公司现金流充沛，负债下降，净现金不断积累，具备高分红的基础。2022 年公司现金分红比例 60.17%，假设 2023 年分红保持 60% 的分红比例，以我们预测的 2023 年度净利润 95.25 亿元测算，公司股息率 8.17% (基于 2024 年 1 月 30 日收盘价)，股息配置价值凸显。

► **投资建议：**公司作为喷吹煤龙头公司，现货占比高，业绩弹性强，同时高现金，低负债，具备维持高分红的基础。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 95.25/109.78/112.70 亿元，对应 EPS 分别为 3.18/3.67/3.77 元/股，对应 2024 年 1 月 30 日收盘价的 PE 分别均为 7/6/6 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**1) 煤价大幅下跌风险；2) 成本超预期上涨风险；3) 安全生产风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	54,297	46,183	50,092	51,286
增长率 (%)	19.8	-14.9	8.5	2.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	14,168	9,525	10,978	11,270
增长率 (%)	110.5	-32.8	15.2	2.7
每股收益 (元)	4.74	3.18	3.67	3.77
PE	5	7	6	6
PB	1.4	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 1 月 30 日收盘价)

## 推荐

首次评级

当前价格：

23.37 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

### 研究助理 王姗姗

执业证书：S0100122070013

邮箱：wangshanshan\_yj@mszq.com

# 目录

<b>1 山西国有喷吹煤龙头，业绩表现稳健</b>	<b>3</b>
1.1 背靠潞安化工集团	3
1.2 煤炭业务贡献主要盈利，23Q3 业绩环比增长	3
<b>2 现货占比高，业绩弹性足</b>	<b>5</b>
2.1 先进产能占比高，产量持续增长	5
2.2 长协占比低，盈利弹性强	7
2.3 成本管控得力，盈利空间稳定	9
<b>3 资产优，分红高</b>	<b>11</b>
3.1 现金流改善，负债大幅降低	11
3.2 具备高分红基础	12
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>13</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分	13
4.2 估值分析	14
4.3 投资建议	14
<b>5 风险提示</b>	<b>15</b>
<b>插图目录</b>	<b>17</b>
<b>表格目录</b>	<b>17</b>

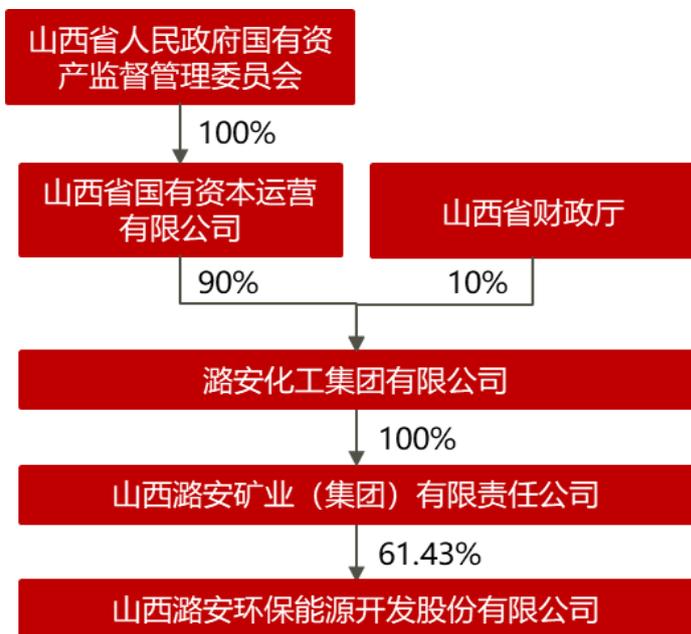
# 1 山西国有喷吹煤龙头，业绩表现稳健

## 1.1 背靠潞安化工集团

公司是山西重点国有控股煤炭类上市公司。公司成立于 2001 年 7 月 19 日，是由山西潞安矿业（集团）有限责任公司作为主发起人，将其所属王庄煤矿、漳村煤矿、常村煤矿、五阳煤矿、石圪节矿洗煤厂以及与之相关的经营性资产出资发起设立，并于 2006 年 9 月在 A 股上市。公司具有山西省国资背景，实际控制人为山西省人民政府国有资产监督管理委员会。公司控股股东为山西潞安矿业（集团）有限责任公司，持有公司 61.43% 的股份，其在煤炭领域深耕细作六十年，积累了丰富的经验。此外，为了明确潞安矿业集团和潞安化工集团的产权关系，2020 年省国资运营公司确定将潞安矿业集团 100% 股权划转至潞安化工集团。

公司以原煤生产销售和煤化工为两大主业。公司主要业务为煤炭和煤化工产品的生产和销售，其中煤炭以动力煤和喷吹煤为主，煤化工产品以焦炭为主。公司实控股东潞安化工集团是全省煤化工唯一重组整合平台，产业规模和产业链完善优势突出，为公司拓展产业空间提供了条件。

图1：公司股权结构图

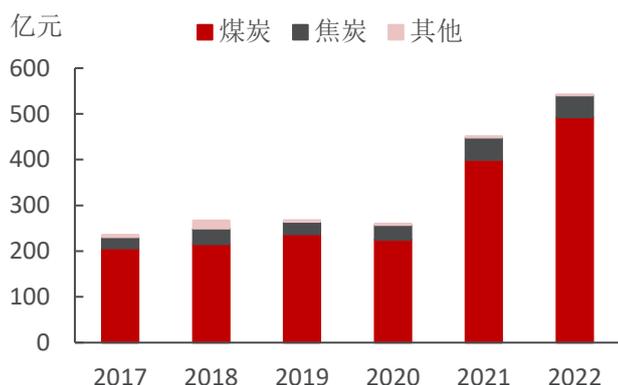


资料来源：iFind，民生证券研究院

## 1.2 煤炭业务贡献主要盈利，23Q3 业绩环比增长

公司煤炭业务为主要收入和盈利来源。2019-2022 年，公司煤炭业务营收占

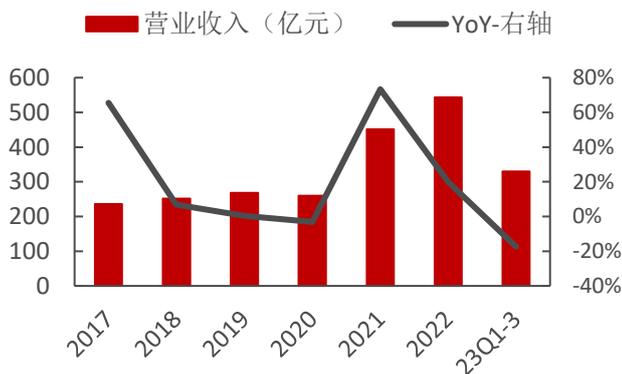
比保持在 85%以上, 毛利占比保持在 95%左右。2022 年, 公司营收和归母净利润大幅增长, 分别为 543 亿元 (+19.80%) 和 141.7 亿元 (+110.49%), 主要受煤价高涨所致。23Q1-3, 公司实现营业收入 330.13 亿元, 同比减少 17.41%; 归母净利润 72.69 亿元, 同比减少 21.57%, 业绩表现符合预期。23Q3, 公司实现营业收入 111.30 亿元, 同比减少 4.75%, 环比增长 11.41%; 归母净利润 19.74 亿元, 同比减少 42.28%, 环比增长 3.04%。

**图2: 煤炭业务为公司主要收入来源**


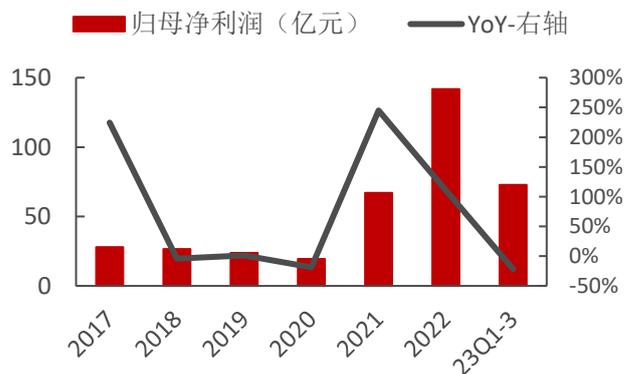
资料来源: iFind, 民生证券研究院

**图3: 煤炭业务为公司主要毛利来源**


资料来源: iFind, 民生证券研究院

**图4: 公司营业收入及增速**


资料来源: iFind, 民生证券研究院

**图5: 公司归母净利润及增速**


资料来源: iFind, 民生证券研究院

## 2 现货占比高，业绩弹性足

### 2.1 先进产能占比高，产量持续增长

**先进产能占比达到 94%。**截至 2022 年末，公司合计产能 5030 万吨/年，其中非整合矿产能 4040 万吨/年，整合矿产能 990 万吨/年。公司现有生产矿井中除新良友煤业外均为标准化矿井，合计先进产能 4730 万吨/年，占公司总产能的 94% (含 9 座国家一级和 8 座二级标准化矿井)，先进产能比例和规模均属于行业前列，单井规模均提升至 60 万吨/年以上，平均单井产量约 300 万吨/年，具备持续享受供给侧改革政策红利优势。

**表1：公司非整合矿产能 4040 万吨/年**

非整合矿井	主要煤种	资源量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨/年)	持股比例	权益产能 (万吨/年)
王庄煤矿	贫煤	49,344	19,190	710	100%	710
五阳煤矿	贫瘦煤	26,083	9,239	360	100%	360
漳村煤矿	贫煤	21,837	3,837	400	100%	400
常村煤矿	贫煤	59,190	12,990	800	100%	800
余吾煤业	贫煤	12,032	25,505	750	100%	750
潞宁煤业-潞宁	气煤、焦煤	37,455	6,599	180	57.81%	104.06
潞宁煤业-孟家窑				300	57.81%	173.43
慈林山煤业-慈林山	贫煤、无烟煤			60	100%	60
慈林山煤业-夏店煤矿	贫煤	27,152	12,985	180	100%	180
慈林山煤业-李村矿井	贫煤			300	100%	300
合计	-	233,093	90,345	4,040	-	3,837

资料来源：潞安化工集团 2022 年债券评级报告，民生证券研究院

**表2：公司整合矿产能合计 990 万吨/年**

整合矿井	主要煤种	核定产能 (万吨/年)	持股比例	权益产能 (万吨/年)	矿井状态
上庄矿	-	90	60%	54	在产
温庄煤矿	贫煤	120	71.59%	85.9	在产
伊田煤业	肥煤	180	60%	108	在产
黑龙煤矿	强肥煤、肥煤	150	60%	90	在产
黑龙关煤业	肥煤	90	55%	49.5	在产
开拓煤业	1/3 焦煤	90	60%	54	在产
后堡煤矿	1/3 焦煤	60	60%	36	在产
隰东煤业	1/3 焦煤	60	80%	48	在产
常兴煤矿	1/3 焦煤	90	82.87%	74.6	在产
新良友煤矿	1/3 焦煤	60	80%	48	在产
合计		990		648	-

资料来源：公司公告，山西省能源局，潞安化工集团官方网站等，民生证券研究院

**喷吹煤和混煤是公司的主要产品。**公司主要煤种是瘦煤、贫瘦煤和贫煤，煤炭产品属优质动力煤和炼焦配煤，主要有混煤、洗精煤、喷吹煤、洗混块等 4 大类煤炭产品以及焦炭产品。其中，喷吹煤和混煤是公司主要产品，两者占公司产销量的 90%以上。

**公司煤炭产销稳步提高。**2022 年，产销稳步提高至 5690 万吨和 5294 万吨，其中，混煤和喷吹煤为主要销售煤种，2022 年的销量分别为 2990 万吨和 2042 万吨。2023 年公司实现原煤产量 6040 万吨，同比增长 6.15%；商品煤销量 5500 万吨，同比增长 3.89%。

**图6：公司原煤产量持续增长**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图7：公司销售以混煤、喷吹煤为主**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**未来公司产量有望稳步增长，但增速或将放缓。**目前公司上庄矿（90万吨/年）已正式转为生产矿井，公司在建工程中处于技改状态的产能规模达到 390 万吨/年，未来可带来产量提升。2022 年，公司孟家窑煤矿成功核增产能至 300 万吨/年，伊田、黑龙关、黑龙 3 座矿井产能核增取得实质进展，元丰矿产正在积极筹建，五阳煤矿、后堡煤业等扩区资源申办有序推进，公司未来仍有增量释放，但考虑到在建工程中的矿井产能规模以 90 万吨/年和 60 万吨/年为主，因此预计未来产量增速或将放缓。

**表3：公司在建工程中煤矿项目列表**

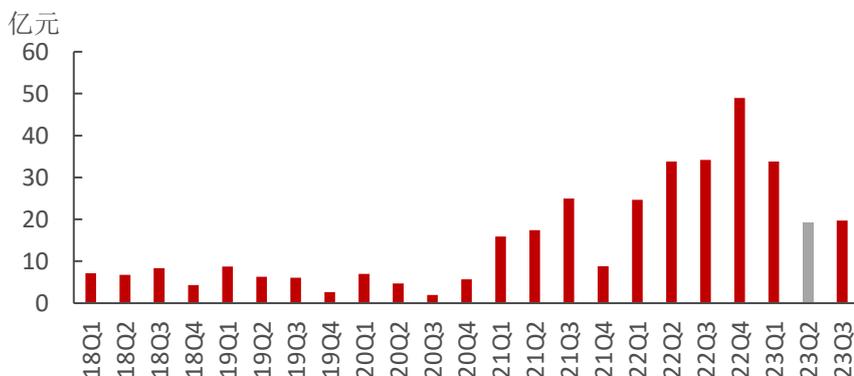
项目名称	预算数 (亿元)	期初余额 (亿元)	本期增加金额 (亿元)	工程进度 (%)
李村煤矿基建一期工程配套工程	14.74	3.28	0.05	77.26
忻峪 60 万吨矿井技改工程	6.05	2.17	0.1	37.68
孟家窑 21 采区开拓延深工程	4.8	1.3		27.14
元丰吕梁临县姚家山矿探矿支出	27.01	1.27	0	12.14
静安 90 万吨矿井技改工程	7.82	1.09		17.1
大木厂 90 万吨矿井技改工程		0.93		
忻岭 60 万吨矿井技改工程		0.91		
前文明 90 万吨矿井开拓延深工程		0.75		
合计	60.43	9.11	0.15	

资料来源：公司公告（截至 2023 年中报），民生证券研究院

## 2.2 长协占比低，盈利弹性强

公司整体长协比例较低，为公司带来较高业绩弹性。公司 20% 成混煤按照电煤保供的长协价格进行销售，其余的动力煤销售按照市场价格进行。公司的喷吹煤中长协占比 40%，市场煤市场化调价。混煤与喷吹煤销量及营收占比均超过 90%，整体长协比例较低且定价较为灵活，为公司带来较高业绩弹性。即便在 2023Q2，煤价出现较大幅度的下滑，在此背景下公司依旧实现归母净利润 19.15 亿元，我们认为 2023Q2 的煤价行情为公司业绩做了相关压力测试，后期行业有望好转，公司盈利弹性有望显现。

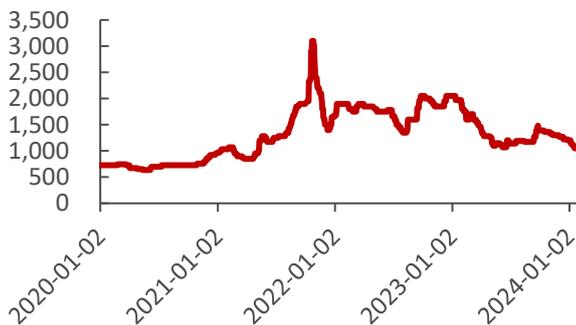
图8：23Q2 公司单季度实现归母净利润 19.15 亿元



资料来源：iFind，民生证券研究院

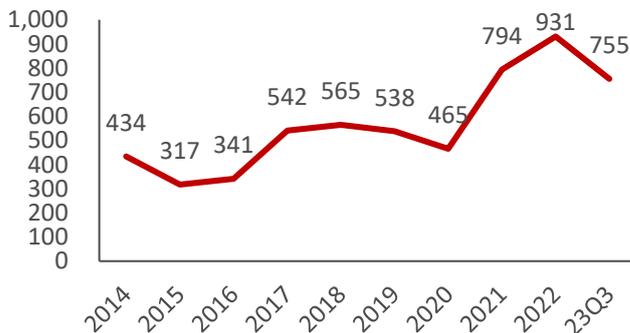
2020 年以来公司吨煤售价整体维持高位。2022 年，公司商品煤销售单价上涨至 931 元/吨，同比增长 17.22%。2023 年前三季度，受煤炭市场价格下降以及销售结构变化的影响，公司商品煤销售单价降至 755 元/吨，同比下降 19.11%。

图9：长治喷吹煤价格 (元/吨)



资料来源：iFind，民生证券研究院

图10：公司综合售价 (元/吨)

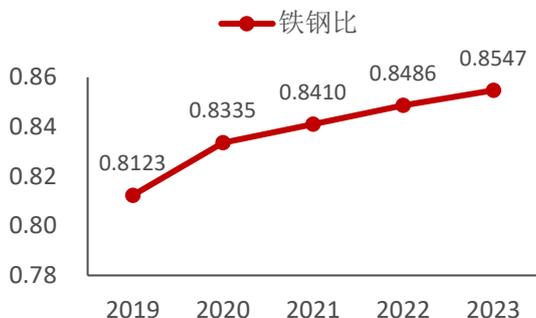


资料来源：wind，民生证券研究院

**平控预期下，铁钢比提升保障焦煤需求。**2022 年 4 月 19 日国家发改委、工信部等部门就 2022 年粗钢产量压减工作进行研究部署，强调继续开展全国粗钢产量压减工作，确保实现 2022 年全国粗钢产量同比下降。同时，强调要避免“一刀切”。2022 年粗钢产量 10.18 亿吨，同比下降 1.7%。2023 年粗钢产量调控政策定调为平控，即在 2022 年产量基础上不增不减。由于我国废钢资源相对缺乏，且

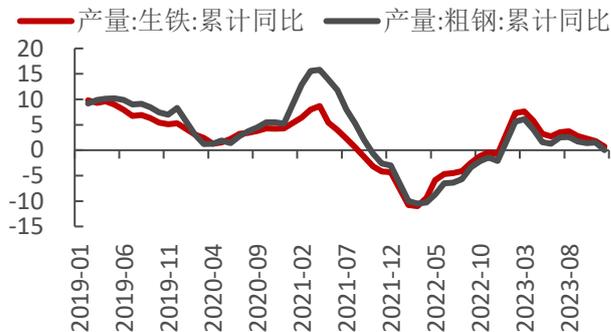
废钢价格高企,在产量“平控”预期下,铁钢比出现上升的趋势,2019年为0.812,2022年升为0.849,2023年铁钢比为0.855。因此,铁水对废钢的替代带来了稳健的炼焦煤需求。

图11: 2019年以来铁钢比持续提升



资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 生铁产量增速超过粗钢 (%)

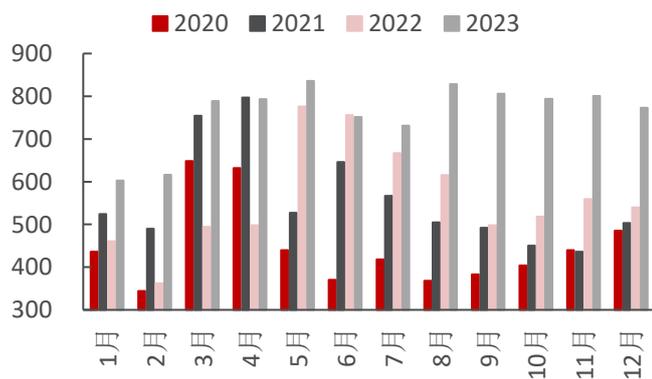


资料来源: wind, 民生证券研究院

**钢材出口带动边际变化。**2023年我国累计出口钢材9026万吨,同比增长36.2%。从出口国来看,东南亚七国占比稳定在50%左右,中东份额提升至20%以上,随着中国“一带一路”战略实施,中国钢材出口逐步由欧美等地区转移到新兴市场国家,为“一带一路”沿线国家基础设施建设等提供支撑,这些新兴市场基建等工程方面有较强的增涨空间,可以提供稳定的需求增量。

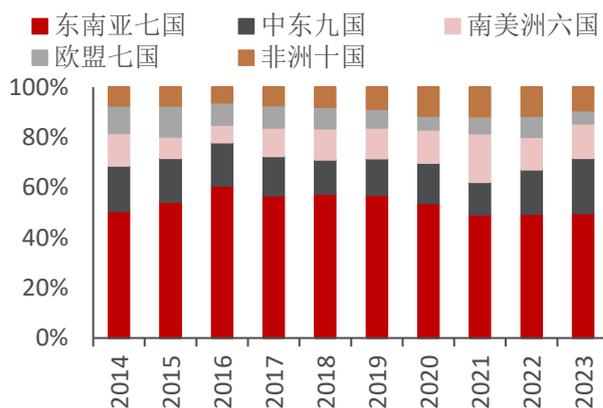
展望2024年,钢材出口或贡献需求边际增量,但考虑到钢铁“平控”预期仍存,我们认为钢铁产量仍将保持平稳。但仍需关注2024年地产变化,若地产施工仍处于低迷状态且海外需求不及预期,钢铁或面临减产的风险。

图13: 2023年钢材出口量大幅增加(万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

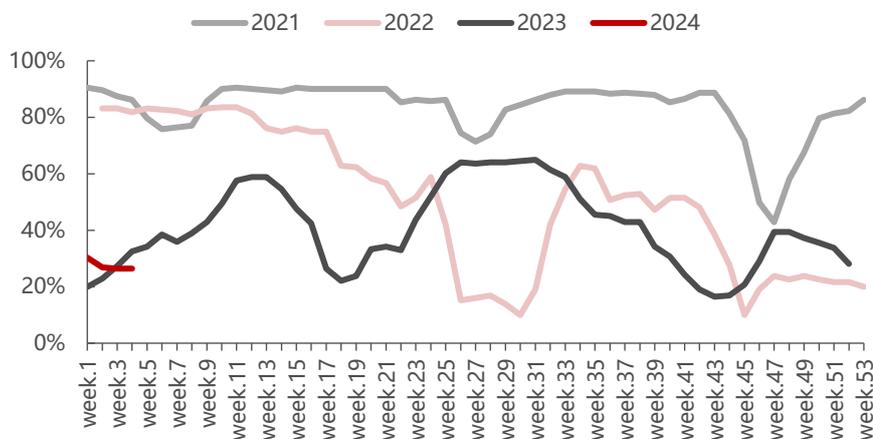
图14: 我国钢材出口目的地占比情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

**焦煤短期走势偏弱,预计春节后旺季有望上涨。**短期来看,焦钢企业盈利欠佳,大规模补库可能性较小,煤价上行动力不足,因此我们认为春节前或将延续偏稳震荡走势。春节后复产复工以及三月的传统开工旺季均有望带动下游需求边际改善,我们认为届时煤价有望上涨。

图15: 全国 247 家钢铁企业盈利率 (%)



资料来源: 钢联数据, 民生证券研究院

## 2.3 成本管控得力, 盈利空间稳定

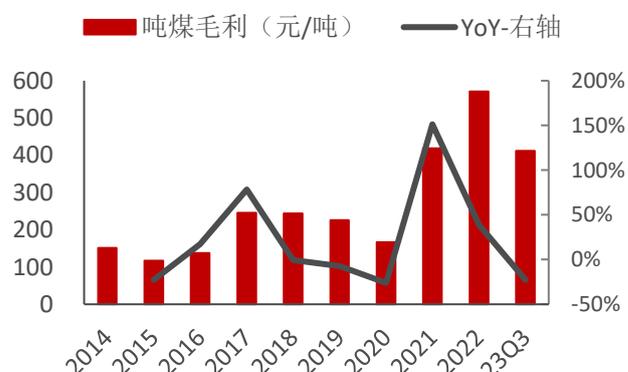
2021 年以来, 公司吨煤成本呈下降态势, 优秀的成本控制能力保障了公司较大的盈利空间。2022 年公司吨煤销售成本为 359 元/吨, 同比下降 3.92%。2023 年前三季度, 公司吨煤成本持续下降, 吨煤销售成本为 343 元/吨, 同比下降 14.45%。2021 年以来, 受益于售价抬升以及成本下降, 公司吨煤毛利有所提升。2022 年公司吨煤毛利为 571 元/吨, 同比上涨 38.7%。2023 年以来受煤价下滑影响, 公司吨煤毛利有所下滑, 2023 年前三季度公司吨煤毛利为 412 元/吨, 同比下降 22.6%。

图16: 2023 年公司吨煤销售成本下降 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图17: 受价格影响, 公司吨煤毛利下滑 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**推进“算账”文化, 成本管控加码。**公司强势推进精益思想指导下的“算账”文化, 创新实施“全面预算—绩效考核—薪酬分配”一体化融合, 实现全员绩效分

级分类精准考核和差异化薪酬分配,力推动成本管控措施,不断夯实企业资产质量。从 2023 年前三季度成本来看,公司成本实现同比下降,“算账”文化以及薪酬考核的推进有助于公司降低成本,对保障公司利润空间起到促进作用。

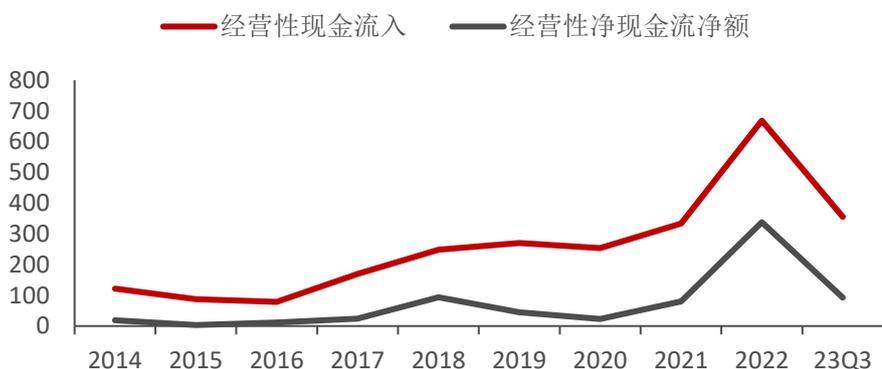
**认定高新技术企业,享受 15%的企业所得税优惠税率。**2022 年 12 月 12 日,本公司取得山西省科学技术厅、山西省财政厅、国家税务总局山西省税务局联合颁发的《高新技术企业证书》,有效期 3 年。公司是全国煤炭行业唯一国家级高新技术企业,享受 15%的企业所得税优惠税率,2022 年公司通过高新技术企业所得税优惠、研发投入加计扣除等税收优惠政策减免 13.12 亿元。

### 3 资产优，分红高

#### 3.1 现金流改善，负债大幅降低

**现金流维持高水平。**2022 年公司经营活动现金流入 668.47 亿元；经营活动现金流量净额高达 337.69 亿元，同比增长 319.52%。2023 年前三季度，公司经营活动现金流入为 355.8 亿元，维持较高水平。

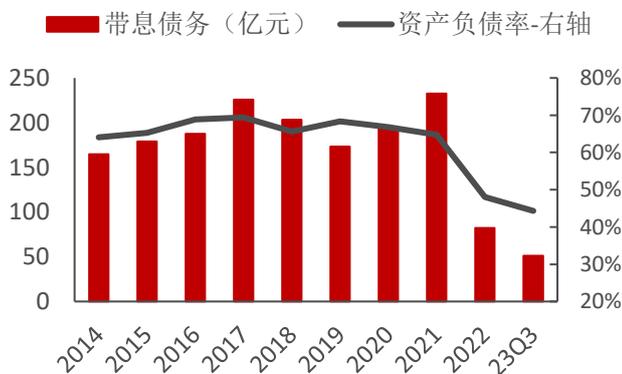
图18：公司经营性现金流改善（亿元）



资料来源：iFind，民生证券研究院

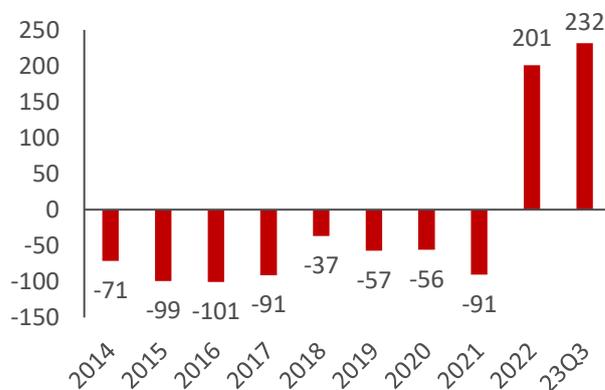
**负债水平持续下降，财务费用同比大减。**2021 年以来，公司负债水平持续降低，有息负债规模从 2021 年末的 232 亿元降至 2022 年末的 82 亿元。2023 年 9 月末，公司有息负债再度降低至 51 亿元，资产负债率下降至 44%，从而 23Q3 财务费用仅 766.71 万元，同比大幅下降 99%，同时公司净现金（净现金=货币资金-受限资金-有息负债）持续累积，2023 年三季度末，公司净现金达到 232 亿元，净现金/市值比为 33%（以 2024 年 1 月 30 日市值测算）。

图19：公司带息债务持续下降



资料来源：iFind，民生证券研究院

图20：公司净现金大幅提升（亿元）

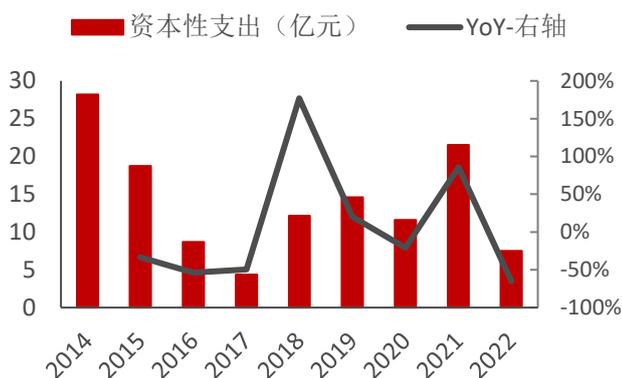


资料来源：iFind，民生证券研究院

## 3.2 具备高分红基础

公司资本开支下滑，现金累积，具备高分红基础。2022 年公司资本性开支同比下降 65%至 7.5 亿元，同时近几年公司在建工程规模呈现持续下降的趋势，公司资本性支出规模整体较小。而公司现金流充沛，负债下降，净现金不断积累，具备高分红的基础。

图21：公司资本性支出下滑



资料来源：iFind，民生证券研究院

图22：公司在建工程规模下降



资料来源：iFind，民生证券研究院

若维持 60%的现金分红比例，公司股息率 8%。2016 年以来，公司坚持分红，2022 年每股派发现金红利 2.85 元（含税），现金分红比例 60.17%，假设 2023 年分红保持 60%的分红比例，以我们预测的 2023 年度净利润 95.25 亿元测算，公司股息率 8.17%（基于 2024 年 1 月 30 日收盘价），股息配置价值凸显。

表4：公司 2014 年以来分红情况

年度	已现金分红总额 (亿元)	归母净利润 (亿元)	期末未分配利润 (亿元)	股利支付率	每股股利(元)	股息率
2022	85.26	141.68	335.87	60.17%	2.85	16.91%
2021	20.13	67.31	214.21	29.91%	0.67	5.95%
2020	5.80	19.46	152.70	29.83%	0.19	2.98%
2019	7.15	23.79	140.18	30.06%	0.24	3.29%
2018	8.02	23.46	126.87	34.17%	0.27	4.02%
2017	8.59	27.82	115.61	30.86%	0.29	2.52%
2016	2.69	8.57	92.45	31.41%	0.09	1.12%
2015	0.00	1.03	85.47	0.00%	--	--
2014	0.81	9.82	92.34	8.20%	0.04	0.30%

资料来源：iFind，民生证券研究院

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要业务为煤炭业务，2022 年煤炭业务毛利占比在 99%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：**近年来公司原煤产量呈现持续提升的趋势，考虑到公司投产新产能规模较小，2024 年起公司产量增速或将放缓，预计 2023-2025 年公司产量分别为 6040/6100/6131 万吨/年。

**销量：**公司煤炭经过洗选之后进行销售，因此产量与销量之间存在一定差额，考虑 91%的商品煤回收率(产销比)，预计 2023-2025 年公司销量分别为 5500/5576/5604 万吨。

**成本：**公司推进“算账”文化，开启薪酬考核等一系列控制成本的方法，因此预计成本端整体保持稳定，预计 2023-2025 年吨煤成本分别为 356/367/374 元/吨。

**售价：**公司长协占比低，现货占比较高，因此公司综合售价的弹性相对较大，我们预计煤炭行业仍将保持供给相对偏紧的趋势，焦煤价格有望在春节后进入上涨通道，预计 2023-2025 年公司综合售价分别为 775/819/836 元/吨。

**表5：公司相关假设**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
产销率	93%	93%	91%	91%	91%
产量(万吨)	5436	5690	6040	6100	6131
销量(万吨)	5035	5294	5500	5576	5604
综合售价(元/吨)	794	931	775	819	836
单位成本(元/吨)	374.10	359.45	356	367	374

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

基于以上假设，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 95.25/109.77/112.69 亿元，对应 EPS 分别为 3.18/3.67/3.77 元/股，对应 2024 年 1 月 30 日收盘价的 PE 分别均为 7/6/6 倍。

## 4.2 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与喷吹煤，我们选取焦煤相关公司山西焦煤、平煤股份、淮北矿业、盘江股份以及同样有喷吹煤的华阳股份、兰花科创作为可比公司，经对比后可见，公司 2023-2024 年 PE 低于可比公司。

表6: 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
000983	山西焦煤	10.47	2.09	1.24	1.65	5	8	6
601666	平煤股份	11.51	2.47	1.75	2.20	5	7	5
600985	淮北矿业	17.37	2.83	2.65	2.72	6	7	6
600348	华阳股份	9.72	2.92	1.55	1.63	3	6	6
600395	盘江股份	6.06	1.11	0.43	0.65	5	14	9
600123	兰花科创	11.35	2.82	1.63	1.91	4	7	6
<b>可比公司均值</b>						5	8	7
601699	潞安环能	23.37	4.74	3.18	3.67	5	7	6

资料来源：公司公告，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 2024 年 1 月 30 日

## 4.3 投资建议

公司作为喷吹煤龙头公司，现货占比高，业绩弹性强，同时高现金，低负债，具备维持高分红的基础。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 95.25/109.78/112.70 亿元，对应 EPS 分别为 3.18/3.67/3.77 元/股，对应 2024 年 1 月 30 日收盘价的 PE 分别均为 7/6/6 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 煤价大幅下跌风险。**考虑到公司煤炭业务毛利占比超过 95%，为公司绝对的利润来源，因此若煤价大幅下滑，将导致公司盈利受到较大影响。

**2) 成本超预期上涨风险。**公司虽然在推行“算账”文化以对成本进行管控，但若因替换外委队伍，提升职工薪酬等原因导致成本超预期上涨，也将影响公司盈利。

**3) 安全生产风险。**近期国内煤矿生产安全事故频发，安全监管愈加趋严，产能不断受限。若煤炭生产过程中出现事故风险，公司煤矿或停产整顿，进而影响公司产销量不及预期。

## 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	54,297	46,183	50,092	51,286
营业成本	23,956	24,138	25,415	25,996
营业税金及附加	4,216	3,805	4,007	4,103
销售费用	182	185	200	205
管理费用	3,235	2,974	3,226	3,303
研发费用	1,590	1,385	1,503	1,539
EBIT	21,240	13,801	15,856	16,258
财务费用	727	7	-15	-35
资产减值损失	1	-10	-10	-10
投资收益	-57	-69	-75	-77
营业利润	20,457	13,714	15,786	16,205
营业外收支	-546	-60	-50	-50
利润总额	19,911	13,654	15,736	16,155
所得税	4,267	2,927	3,374	3,464
净利润	15,644	10,727	12,362	12,691
归属于母公司净利润	14,168	9,525	10,978	11,270
EBITDA	25,009	17,623	19,943	20,615

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	31,091	32,974	42,428	51,836
应收账款及票据	3,693	3,387	3,674	3,761
预付款项	341	724	762	780
存货	1,204	1,313	1,382	1,414
其他流动资产	10,461	9,440	10,270	10,532
流动资产合计	46,790	47,838	58,517	68,324
长期股权投资	1,725	1,656	1,580	1,503
固定资产	30,783	29,093	27,327	24,472
无形资产	11,750	11,728	11,676	11,620
非流动资产合计	47,999	45,164	42,088	38,928
资产合计	94,789	93,002	100,605	107,252
短期借款	1,760	1,660	1,660	1,660
应付账款及票据	19,511	20,886	21,990	22,493
其他流动负债	16,978	11,269	11,272	11,502
流动负债合计	38,249	33,815	34,922	35,655
长期借款	98	23	23	23
其他长期负债	7,231	6,893	6,758	6,586
非流动负债合计	7,329	6,916	6,781	6,608
负债合计	45,578	40,731	41,703	42,264
股本	2,991	2,991	2,991	2,991
少数股东权益	476	1,677	3,062	4,483
股东权益合计	49,211	52,271	58,902	64,988
负债和股东权益合计	94,789	93,002	100,605	107,252

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	19.80	-14.94	8.47	2.38
EBIT 增长率	50.97	-35.03	14.89	2.53
净利润增长率	110.49	-32.77	15.24	2.66
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	55.88	47.73	49.26	49.31
净利润率	26.09	20.63	21.91	21.97
总资产收益率 ROA	14.95	10.24	10.91	10.51
净资产收益率 ROE	29.07	18.83	19.66	18.63
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.22	1.41	1.68	1.92
速动比率	1.18	1.35	1.61	1.85
现金比率	0.81	0.98	1.21	1.45
资产负债率 (%)	48.08	43.80	41.45	39.41
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	24.31	26.00	26.00	26.00
存货周转天数	18.34	20.00	20.00	20.00
总资产周转率	0.57	0.49	0.52	0.49
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	4.74	3.18	3.67	3.77
每股净资产	16.29	16.91	18.67	20.23
每股经营现金流	11.29	4.71	5.75	5.90
每股股利	2.85	1.92	2.21	2.27
<b>估值分析</b>				
PE	5	7	6	6
PB	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	1.79	2.54	2.24	2.17
股息收益率 (%)	12.20	8.20	9.45	9.70

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	15,644	10,727	12,362	12,691
折旧和摊销	3,769	3,823	4,087	4,357
营运资金变动	12,871	-748	486	360
经营活动现金流	33,769	14,075	17,200	17,664
资本开支	-745	-675	-687	-739
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-668	-736	-683	-739
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-14,609	-3,103	-582	0
筹资活动现金流	-18,997	-11,456	-7,064	-7,516
现金净流量	14,103	1,883	9,454	9,408

## 插图目录

图 1: 公司股权结构图.....	3
图 2: 煤炭业务为公司主要收入来源.....	4
图 3: 煤炭业务为公司主要毛利来源.....	4
图 4: 公司营业收入及增速.....	4
图 5: 公司归母净利润及增速.....	4
图 6: 公司原煤产量持续增长.....	6
图 7: 公司销售以混煤、喷吹煤为主.....	6
图 8: 23Q2 公司单季度实现归母净利润 19.15 亿元.....	7
图 9: 长治喷吹煤价格 (元/吨).....	7
图 10: 公司综合售价 (元/吨).....	7
图 11: 2019 年以来铁钢比持续提升.....	8
图 12: 生铁产量增速超过粗钢 (%).....	8
图 13: 2023 年钢材出口量大幅增加 (万吨).....	8
图 14: 我国钢材出口目的地占比情况.....	8
图 15: 全国 247 家钢铁企业盈利率 (%).....	9
图 16: 2023 年公司吨煤销售成本下降 (元/吨).....	9
图 17: 受价格影响, 公司吨煤毛利下滑 (元/吨).....	9
图 18: 公司经营性现金流改善 (亿元).....	11
图 19: 公司带息债务持续下降.....	11
图 20: 公司净现金大幅提升 (亿元).....	11
图 21: 公司资本性支出下滑.....	12
图 22: 公司在建工程规模下降.....	12

## 表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司非整合矿产能 4040 万吨/年.....	5
表 2: 公司整合矿产能合计 990 万吨/年.....	5
表 3: 公司在建工程中煤矿项目列表.....	6
表 4: 公司 2014 年以来分红情况.....	12
表 5: 公司相关假设.....	13
表 6: 可比公司 PE 数据对比.....	14
公司财务报表数据预测汇总.....	16

## 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。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	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