

煤炭产量释放驱动业绩增长，新项目赋能长期发展

2024 年 03 月 21 日



分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师：李航

执业证号：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

研究助理：王姗姗

执业证号：S0100122070013

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

➤ **事件：**2024 年 3 月 20 日，公司发布了 2023 年年度报告。2023 年，公司实现营业收入 1929.7 亿元，同比-12.5%；归母净利润为 195.3 亿元，同比+7.0%；扣非归母净利润 193.6 亿元，同比+6.8%。

➤ **23Q4 业绩环比下滑。**23Q4，公司实现营业收入 367.6 亿元，同比-18.7%，环比-21.5%；实现归母净利润 28.5 亿元，同比扭亏，环比-41.4%；实现扣非归母净利润 27.9 亿元，同比扭亏，环比-42.0%。

➤ **2023 年综合毛利率稳定，期间费用率同比提升 0.6pct。**2023 年，公司实现综合毛利率 25.1%，同比持平；期间费用率为 5.4%，同比+0.6pct，其中，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 0.5%/2.8%/0.5%/1.6%，同比+0.1/+0.4/+0.1/-0.1pct。

➤ **2023 全年煤炭产销量同比高增，价格成本同比下降。**1) **储量：**截至 2023 年末，公司拥有矿业权的煤炭资源量 266.5 亿吨，可采储量 138.7 亿吨，证实储量 49.6 亿吨，2023 年度动用资源量 2.1 亿吨。2) **产销量：**2023 年，公司持续释放先进产能，年产 2000 万吨优质动力煤的国家重点保供煤矿大海则煤矿顺利通过竣工验收，东露天煤矿和安家岭煤矿核增产能 1000 万吨/年取得批复，年内公司实现商品煤产/销量 13422/28494 万吨，同比+12.6%/+8.4%。其中，自产动力煤/炼焦煤销量分别为 12298/1093 万吨，同比+11.4%/+9.5%；买断贸易煤销量 12649 万吨，同比-1.3%。3) **价格和成本：**2023 年，公司自产商品煤单位价格 602 元/吨，同比-15.9%。其中，动力煤/炼焦煤单位价格分别为 532/1386 元/吨，同比-14.5%/-20.8%；自产商品煤销售成本为 307 元/吨，同比-4.9%；自产煤单吨毛利为 295 元/吨，同比-25.0%，单吨毛利率为 49.0%。

➤ **23Q4 煤炭价格环比提高，成本环比增长。**23Q4，公司动力煤/炼焦煤产量为 3071/234 万吨，环比-1.6%/-17.3%。自产煤单位售价 597 元/吨，环比+5.9%，其中，动力煤/炼焦煤单位售价 532/1464 元/吨，环比+5.9%/+15.6%；自产商品煤单位销售成本为 343 元/吨，环比+9.6%。

➤ **尿素产量大幅增长，盈利能力表现突出。**2023 年聚烯烃/尿素/甲醇/硝酸铵产量为 148.7/206.6/190.1/58.2 万吨，同比+0.5%/+12.6%/+1.2%/+22.8%；价格分别为 6907/2423/1748/2341 元/吨，同比-6.7%/-7.2%/-9.5%/-11.1%；成本为 6375/1619/1889/1477 元/吨，同比-7.4%/-14.0%/-7.6%/+43.1%。煤化工业务实现综合毛利率 15.4%，同比+2.1pct，其中，聚烯烃/尿素/甲醇/硝酸铵毛利率分别为 7.7%/33.2%/-8.1%/36.9%，同比+0.7/+5.2/-2.2/-23.9pct。

➤ **分红率达 30%，A/H 股股息率 3.74%/5.98%。**公司拟派发现金红利 58.6 亿元，即每股含税分红 0.442 元，分红比率 30%，以 3 月 20 日 A/H 股收盘价

推荐

维持评级

当前价格：

11.81 元

相关研究

1.中煤能源 (601898.SH) 2023 年三季度报点评：业绩符合预期，控股股东增持彰显发展信心-2023/10/26

2.中煤能源 (601898.SH) 2023 年半年报点评：煤炭产销高增，煤、化价格同降-2023/08/26

3.中煤能源 (601898.SH) 2023 年一季度报告点评：23Q1 业绩超预期，成本端表现亮眼-2023/04/28

4.中煤能源 (601898.SH) 2022 年年报点评：量价共振，2023 产量增长成长可期-2023/03/24

5.中煤能源 (601898.SH) 2022 年三季度报点评：煤化工盈利下滑，期待公司成长性释放-2022/10/27

计算，股息率分别为 3.74%/5.98%。

➤ **2024 年计划资本开支 160 亿元，重点项目建设持续推进。**2023 年公司实际完成资本开支 157.6 亿元，完成了 2023 年计划的 87.4%。2024 年，公司计划资本开支为 160.1 亿元，较 2023 年实际完成额增长 1.6%，其中，煤炭和煤化工板块分别计划投资 75.6、48.8 亿元，占比 47.2%、30.5%。重点项目方面，**1) 煤炭：**公司 400 万吨/年的里必煤矿和 240 万吨/年的苇子沟煤矿稳步推进，两个项目计划投资分别为 95.0、39.9 亿元，目前累计投资分别为 40.5、24.1 亿元；**2) 煤化工：**榆林煤炭深加工基地项目规划建设聚烯烃规模 90 万吨/年，已核准并完成投资决策，项目总投资 238.9 亿元，计划 2024 年开工建设；**3) 电力：**安太堡 2×350MW 低热值煤电项目总投资 31.97 亿元，建设规模 2×350MW，累计完成投资 26.74 亿元，2024 年两台机组将建成投产；乌审旗电厂项目总投资 57.62 亿元，建设规模 2×660MW，已核准并完成投资决策，计划 2024 年开工建设；**4) 新能源：**“液态阳光”项目总投资 44.74 亿元，新建 625MW 风光发电、2.1 万吨/年电解水制氢、10 万吨/年 CO₂ 加氢制甲醇（含 15 万吨/年 CO₂ 捕集及精制）和配套公辅设施已核准并完成投资决策。

➤ **投资建议：**公司煤、化项目稳步发力，有望贡献未来成长点。我们预计，2024-2026 年公司归母净利润为 214.52/226.10/239.84 亿元，对应 EPS 分别为 1.62/1.71/1.81 元/股，对应 2024 年 3 月 20 日的 PE 均为 7 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**煤价大幅下跌；煤化工产品价格大幅下滑；在建产能建设不及预期；计提大额减值。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	192,969	198,845	204,423	210,811
增长率 (%)	-12.5	3.0	2.8	3.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	19,534	21,452	22,610	23,984
增长率 (%)	7.0	9.8	5.4	6.1
每股收益 (元)	1.47	1.62	1.71	1.81
PE	8	7	7	7
PB	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 20 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	192,969	198,845	204,423	210,811
营业成本	144,595	148,381	151,886	155,817
营业税金及附加	7,816	7,277	7,481	7,715
销售费用	1,050	933	959	989
管理费用	5,452	5,002	5,143	5,303
研发费用	916	796	818	844
EBIT	33,298	36,649	38,334	40,348
财务费用	2,995	2,768	2,538	2,302
资产减值损失	-285	-262	-269	-276
投资收益	3,005	3,551	3,651	3,765
营业利润	33,099	37,160	39,169	41,526
营业外收支	-51	-85	-93	-77
利润总额	33,049	37,075	39,075	41,449
所得税	7,300	8,472	8,929	9,471
净利润	25,749	28,603	30,147	31,978
归属于母公司净利润	19,534	21,452	22,610	23,984
EBITDA	44,465	47,928	49,813	52,015

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	91,543	103,122	117,272	132,937
应收账款及票据	7,493	7,490	7,700	7,941
预付款项	2,471	2,285	2,339	2,400
存货	8,735	8,076	8,267	8,480
其他流动资产	9,426	10,289	10,531	10,808
流动资产合计	119,668	131,263	146,109	162,566
长期股权投资	30,958	30,978	30,998	31,018
固定资产	116,048	120,893	125,768	130,668
无形资产	55,638	55,638	55,638	55,638
非流动资产合计	229,692	234,695	239,708	244,735
资产合计	349,360	365,958	385,818	407,301
短期借款	123	173	223	273
应付账款及票据	26,738	24,750	25,335	25,991
其他流动负债	71,298	71,090	70,604	70,187
流动负债合计	98,158	96,013	96,162	96,450
长期借款	42,369	39,369	36,369	33,369
其他长期负债	26,051	25,051	24,051	23,051
非流动负债合计	68,420	64,420	60,420	56,420
负债合计	166,578	160,433	156,582	152,870
股本	13,259	13,259	13,259	13,259
少数股东权益	38,661	45,812	53,349	61,343
股东权益合计	182,782	205,525	229,236	254,431
负债和股东权益合计	349,360	365,958	385,818	407,301

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-12.52	3.04	2.81	3.13
EBIT 增长率	-18.02	10.06	4.60	5.26
净利润增长率	6.98	9.82	5.40	6.07
盈利能力 (%)				
毛利率	25.07	25.38	25.70	26.09
净利润率	10.12	10.79	11.06	11.38
总资产收益率 ROA	5.59	5.86	5.86	5.89
净资产收益率 ROE	13.55	13.43	12.85	12.42
偿债能力				
流动比率	1.22	1.37	1.52	1.69
速动比率	1.03	1.18	1.32	1.49
现金比率	0.93	1.07	1.22	1.38
资产负债率 (%)	47.68	43.84	40.58	37.53
经营效率				
应收账款周转天数	14.32	12.91	12.76	12.74
存货周转天数	22.51	20.39	19.37	19.35
总资产周转率	0.56	0.56	0.54	0.53
每股指标 (元)				
每股收益	1.47	1.62	1.71	1.81
每股净资产	10.87	12.05	13.27	14.56
每股经营现金流	3.24	2.88	3.11	3.24
每股股利	0.00	0.49	0.51	0.54
估值分析				
PE	8	7	7	7
PB	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.10	2.88	2.77	2.65
股息收益率 (%)	0.00	4.11	4.33	4.59

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	25,749	28,603	30,147	31,978
折旧和摊销	11,167	11,280	11,479	11,667
营运资金变动	5,888	-1,532	72	108
经营活动现金流	42,965	38,180	41,237	42,963
资本开支	-17,518	-16,258	-16,477	-16,661
投资	22	-20	-20	-20
投资活动现金流	-15,057	-12,727	-12,846	-12,917
股权募资	244	0	0	0
债务募资	-13,223	-4,950	-4,950	-4,950
筹资活动现金流	-26,298	-13,873	-14,241	-14,381
现金净流量	1,585	11,580	14,150	15,665

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