

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 能源行业分析师

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

中煤能源：量增价稳彰显业绩韧性，产业布局仍具成长空间

2024年3月21日

事件：2024年3月20日，中煤能源发布年度报告，2023年公司实现营业收入1929.69亿元，同比下降12.52%，实现归母净利润195.34亿元，同比上涨7%；扣非后净利润193.64亿元，同比上涨6.8%。经营活动现金流量净额429.65亿元，同比下降1.5%；基本每股收益1.47元/股，同比上涨6.5%。资产负债率为47.7%，同比下降3.8pct。

2023年第四季度，公司单季度营业收入367.60亿元，同比下降18.73%，环比下降21.54%；单季度归母净利润28.46亿元，环比下降41.36%；单季度扣非后净利润27.95亿元，环比下降41.99%。

点评：

- **煤炭主业以量补价，成本端管控较为出色。**2023年全年完成商品煤产量13422万吨，比2023年11917万吨增加1,505万吨，同比增长12.6%。2023年自产商品煤销量13391万吨，同比增长11.3%；其中动力煤销量1.2亿吨，同比增长12.92%，单位售价532元/吨，同比下降14.5%；炼焦煤销量1093万吨，同比增长9.42%，单位售价1386元/吨，同比下降20.8%。销售价格受到了市场价格下行的一定影响，全年自产商品煤售价同比下降113.84元/吨，下降15.91%。公司成本管控措施较为出色，自产煤单位成本307元/吨，同比下降4.91%，主要是由于自产商品煤产量增加的摊薄效应等使吨煤材料成本同比减少与吨煤运输费用及港杂费用同比减少。总体看，由于煤价波动的影响，煤炭业务实现营业收入1626.81亿元，同比下降14.97%，实现毛利405.37亿元，同比下降16.3%。产销量增长及销售结构优势保障公司在煤价波动阶段，业绩仍然有较强确定性与稳定性。
- **2023年四季度营业收入及归母净利润环比下降较明显。**公司四季度营业收入367.60亿元，环比下降21.54%。下降原因主要是在于贸易煤业务收入的下跌，23年四季度贸易煤收入为92.56亿元，而前三季度贸易煤收入为814.59亿元。公司四季度归母净利润28.46亿元，环比下降41.36%，下降原因主要在于自产煤单位成本上升，尤其是人工成本、运输费用及港杂费用的增加：23年四季度公司吨煤人工成本为83.66元/吨，较前三季度上升38.41元/吨，或是由于人员绩效于四季度发放；而吨煤运输费用及港杂费用为159.61元/吨，较前三季度上升131.45元/吨，或是由于相关费用于四季度集中支付。两项自产煤吨煤成本的抬升使得公司四季度自产商品煤单位销售成本为342.58元/吨，较前三季度上升47.79元/吨。
- **煤化工产销量保持增长，展望未来或有提升空间。**从煤化工行业来看，随着国内宏观经济企稳回升和下游行业的稳步发展，2023年国内化工产品需求明显恢复，产量和消费量稳步增长，但由于国际原油、天然气等石化产品价格下跌造成“增产增销不增利”的情况。2023年公司聚乙

烯实现销量 76.3 万吨，同比增长 3.2%，销售价格 7145 元/吨，单位毛利 781 元/吨；尿素实现销量 214.1 万吨，同比增长 19.5%，销售价格 2423 元/吨，单位毛利 804 元/吨；甲醇实现销量 191.9 万吨，同比增长 3.5%，销售价格 1748 元/吨，单位亏损 141 元/吨；硝酸铵实现销量 58.7 万吨，同比增长 25.2%，销售价格 2341 元/吨，单位毛利 864 元/吨。煤化工行业在 2023 年四季度有所回暖，随宏观经济回暖，油价上涨，公司煤化工业务或有一定业绩增长空间。

- **持续优化产业布局，各板块业务内生增长空间较大。**公司深入推进中煤特色“两个联营”建设，推动产业深度融合发展。煤炭主业方面，公司重点保供大海则煤矿有望于 2024 年达产 2000 万吨/年，仍有 500 万吨/年增长空间。远期看，安家岭煤矿 500 万吨核增有望于 2025 年落实，同时苇子沟煤矿（240 万吨）、里必煤矿（400 万吨）也预计于 2025 年左右投产，此外，积极推进坑口煤电建设，平朔安太堡 2×350MW 低热值煤发电项目建设进入收尾阶段，乌审旗 2×660MW 煤电一体化项目取得核准并完成投资决策，平朔矿区 100MW 光伏+储能项目即将建成投产。煤化工方面，陕西榆林煤化工二期年产 90 万吨聚烯烃项目即将开工建设，“液态阳光”项目完成投资决策并纳入国家能源局《“十四五”能源领域科技创新规划》示范项目。
- **历史包袱逐步减轻，资产质量进一步提升。**2023 年，公司对出现减值迹象的在建工程、存货和固定资产等依据减值测试结果计提减值准备 2.85 亿元，上年对沙拉吉达井田探矿权等资产计提减值准备 88.01 亿元，同比减少 85.16 亿元。2023 年公司资产负债率为 47.7%，较 2022 年下降 3.8pct；公司付息债务为 726.98 亿元，较 2022 年下降 15.5%，公司通过持续优化债务结构进一步降低财务费用。此外，受煤价下行影响，公司生产销售活动现金流为 354.4 亿元，较 2022 年同比下降 11.5%，整体波动较小。
- **国资委全面推开上市公司市值管理考核，公司有望进一步加强市值管理。**1 月 24 日，国资委提出将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，加大现金分红力度，更好地回报投资者。中煤能源作为煤炭专营的央企上市公司，有望经营优化与内生增长，同时进一步加强市值管理，加大股东回报，更好回报投资者。
- **盈利预测与投资评级：**回顾市场，我们认为动力煤价格调整是淡旺季切换的正常现象，而全年看 2024 年煤炭需求对于长协价格仍有较强支撑，市场价格也暂时不具备单边下行的条件，随宏观经济回暖或支撑煤价上行。中煤能源高比例长协的稳定性及内生业务增长的成长性依旧具有投资价值，伴随煤炭产量有序释放，电力及煤化工业务进一步扩张，公司业绩有望稳中有增。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润分别为 218.17/240.94/253.28 亿元，每股收益分别为 1.65/1.82/1.91 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；煤电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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	220,577	192,969	205,435	212,976	218,296
同比(%)	-8.0%	-12.5%	6.5%	3.7%	2.5%
归属母公司净利润	18,241	19,534	21,817	24,094	25,328
同比(%)	32.8%	7.1%	11.7%	10.4%	5.1%
毛利率(%)	25.1%	25.1%	27.4%	27.2%	27.1%
ROE(%)	13.9%	13.6%	13.7%	13.7%	13.1%
EPS (摊薄) (元)	1.38	1.47	1.65	1.82	1.91
P/E	8.58	8.02	7.18	6.50	6.18
P/B	1.20	1.09	0.98	0.89	0.81
EV/EBITDA	2.10	2.46	2.84	2.20	1.46

资料来源: IFIND, 信达证券研发中心预测, 股价为 2024 年 3 月 20 日收盘价

资产负债表						利润表					
		单位: 百万元						单位: 百万元			
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	123,911	119,668	137,375	158,740	181,348	营业总收入	220,577	192,969	205,435	212,976	218,296
货币资金	91,026	91,543	107,200	127,805	149,359	营业成本	165,158	144,595	149,102	155,031	159,079
应收票据	508	376	195	589	116	营业税金及附加	7,857	7,816	8,217	7,454	7,640
应收账款	8,239	7,117	6,379	7,420	6,733	销售费用	929	1,050	822	831	786
预付账款	2,438	2,471	2,375	2,560	2,580	管理费用	5,246	5,452	5,136	5,111	5,021
存货	9,350	8,735	9,914	9,477	10,420	研发费用	771	916	698	724	742
其他	12,350	9,426	11,313	10,890	12,140	财务费用	3,728	2,995	1,563	1,365	1,103
非流动资产	216,312	229,692	235,597	236,159	234,333	减值损失合计	-8,801	-285	-3,300	-2,100	-1,500
长期股权投资	29,904	30,958	41,277	42,277	43,277	投资净收益	5,035	3,005	1,849	2,130	2,183
固定资产(合计)	114,960	116,048	122,981	128,651	132,327	其他	45	234	-15	-8	-4
无形资产	48,168	55,638	45,638	40,338	34,238	营业利润	33,166	33,099	38,430	42,481	44,604
其他	23,280	27,048	25,701	24,894	24,491	营业外收支	-268	-51	-85	-135	-90
资产总计	340,223	349,360	372,972	394,899	415,681	利润总额	32,897	33,049	38,344	42,346	44,514
流动负债	104,998	98,158	101,565	102,960	101,959	所得税	7,519	7,300	9,586	10,586	11,128
短期借款	205	123	73	93	108	净利润	25,378	25,749	28,758	31,759	33,385
应付票据	2,101	2,845	2,255	3,048	2,394	少数股东损益	7,137	6,215	6,941	7,665	8,058
应付账款	23,320	23,892	24,791	25,828	26,113	归属母公司净利润	18,241	19,534	21,817	24,094	25,328
其他	79,372	71,298	74,446	73,991	73,345	EBITDA	51,147	44,683	42,340	42,779	45,563
非流动负债	70,057	68,420	66,411	62,412	58,409	EPS(当年)(元)	1.38	1.47	1.65	1.82	1.91
长期借款	39,507	42,369	41,369	38,369	35,369						
其他	30,550	26,051	25,042	24,043	23,040	现金流量表					
负债合计	175,055	166,578	167,977	165,373	160,368	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	34,303	38,661	45,602	53,268	61,326	经营活动现金流	43,634	42,965	43,096	42,859	42,469
归属母公司股东权益	130,865	144,121	159,393	176,259	193,988	净利润	25,378	25,749	28,758	31,759	33,385
负债和股东权益	340,223	349,360	372,972	394,899	415,681	折旧摊销	10,528	11,167	9,373	6,734	8,005
						财务费用	3,695	3,009	2,021	1,901	1,742
重要财务指标						投资损失	-5,035	-3,005	-1,849	-2,130	-2,183
						营运资金变动	1,843	5,888	1,207	2,159	-271
主要财务指标						其它	7,226	158	3,585	2,435	1,790
营业总收入	220,577	192,969	205,435	212,976	218,296	投资活动现金流	-22,046	-15,057	-16,815	-7,402	-5,586
同比(%)	-8.0%	-12.5%	6.5%	3.7%	2.5%	资本支出	-9,637	-17,518	-8,085	-8,445	-6,690
归属母公司净利润	18,241	19,534	21,817	24,094	25,328	长期投资	135	22	-10,553	-1,093	-1,069
同比(%)	32.8%	7.1%	11.7%	10.4%	5.1%	其他	-12,543	2,439	1,824	2,136	2,173
毛利率(%)	25.1%	25.1%	27.4%	27.2%	27.1%	筹资活动现金流	-22,687	-26,298	-10,625	-14,851	-15,329
ROE(%)	13.9%	13.6%	13.7%	13.7%	13.1%	吸收投资	110	244	0	0	0
EPS(摊薄)(元)	1.38	1.47	1.65	1.82	1.91	借款	12,420	21,639	-1,050	-2,980	-2,985
P/E	8.58	8.02	7.18	6.50	6.18	支付利息或股息	-8,255	-13,141	-8,566	-9,129	-9,340
P/B	1.20	1.09	0.98	0.89	0.81	现金净增加额	-1,097	1,585	15,657	20,605	21,554
EV/EBITDA	2.10	2.46	2.84	2.20	1.46						

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，中国注册会计师协会会员，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，从事煤矿生产技术管理、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。

李栋，南加州大学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。