

中煤能源 (601898.SH)

商品煤产量持续增长，产业链布局持续推进

买入

核心观点

煤价中枢下行致营收下降，利润正增长因资产减值大幅减少。2023年公司实现营收1929.7亿元，同比-12.5%，归母净利润195.3亿元，同比+7.0%，扣非归母净利润193.6亿元，同比+6.8%。其中2023Q4公司实现营收367.6亿元，同比-18.7%，归母净利润28.5亿元，同比+366.3%。营收下降主因2023年煤价下行，归母净利润增长主因资产减值大幅减少85.2亿元。

煤炭业务：产/销量继续增长，严控成本费用抵补煤价下行冲击。2023年公司商品煤产量13422万吨，同比+12.6%；商品煤销量28494万吨，同比+8.4%，其中自产商品煤销量13391万吨，同比+11.3%。2023年公司自产动力煤、炼焦煤销售均价分别为532元/吨、1386元/吨，分别同比下降90元/吨、364元/吨。但公司提升成本费用精细化管控水平，自产商品煤单位销售成本307.01元/吨，同比下降4.9%，有效抵补煤价下行冲击。自产商品煤业务实现毛利率49.0%，同比-5.9pct。

煤化工业务：煤化一体化发展，煤化工毛利率改善。2023年公司主要煤化工产品产量603.6万吨，同比+6.5%；销量612.6万吨，同比+9.7%。在聚烯烃、尿素销售价格同比下跌的情况下，公司有效降低成本，煤化工业务实现毛利率15.4%，同比+2.1pct，煤化一体化发展的协同效应显现。

煤矿装备业务：坚持高端智能发展，继续保持较好增长态势。持续优化产品结构，抢抓优质订单，实现营业收入121.83亿元、利润总额7.88亿元。

在建项目进展顺利，产业链布局持续推进。2023年公司完成资本支出157.57亿元，2024年公司资本支出计划安排约160亿元，煤炭、煤化工业务投资占比接近80%。截止2023年底，里必煤矿、苇子沟煤矿项目建设分别投资累计完成约42%、60%。2024年预计安太堡2×350MW低热值煤电项目将建成投产；乌审旗电厂项目、榆林煤炭深加工基地项目计划开工建设。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。由于煤炭售价、自产商品煤毛利率及买断贸易煤销量低于预期，下调盈利预测，预计2024-2026年归母净利润为215/219/222亿元（2024-2025年前值为218/226亿元），每股收益1.62/1.65/1.67元。考虑公司2023年取得1000万吨/年产能核增批复，未来产能增加确定性较强，且预计煤价维持相对高位，维持“买入”评级。

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司核增产能释放不及预期、公司分红率不及预期。

公司研究·财报点评

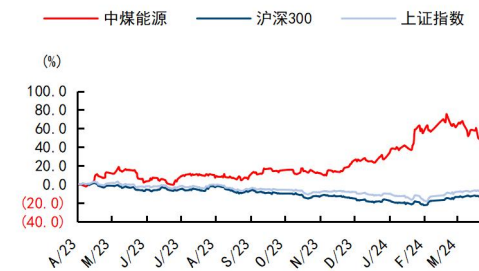
煤炭·煤炭开采

证券分析师：樊金璐 010-88005330 fanjinlu@guosen.com.cn S0980522070002
 证券分析师：胡瑞阳 0755-81982908 huruiyang@guosen.com.cn S0980523060002

基础数据

投资评级 买入(维持)
 合理估值
 收盘价 11.32元
 总市值/流通市值 150088/150088 百万元
 52周最高价/最低价 13.39/7.72元
 近3个月日均成交额 520.05 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中煤能源(601898.SH)-价稳量增经营向上，内增外延潜力可期》——2024-03-03

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	220,577	192,969	200,538	201,778	202,356
(+/-%)	-4.6%	-12.5%	3.9%	0.6%	0.3%
净利润(百万元)	18241	19534	21463	21863	22152
(+/-%)	37.3%	7.1%	9.9%	1.9%	1.3%
每股收益(元)	1.38	1.47	1.62	1.65	1.67
EBIT Margin	18.4%	17.2%	17.8%	17.7%	17.9%
净资产收益率(ROE)	13.9%	13.6%	13.5%	12.5%	11.7%
市盈率(PE)	8.6	8.0	7.3	7.2	7.1
EV/EBITDA	6.5	7.3	7.4	7.3	7.2
市净率(PB)	1.20	1.09	0.98	0.90	0.82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

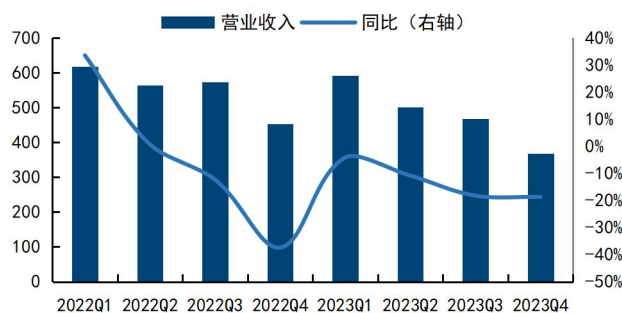
煤价中枢下行致营收下降，利润正增长因资产减值大幅减少。2023 年公司实现营收 1929.7 亿元，同比-12.5%，归母净利润 195.3 亿元，同比+7.0%，扣非归母净利润 193.6 亿元，同比+6.8%。其中 2023Q4 公司实现营收 367.6 亿元，同比-18.7%，归母净利润 28.5 亿元，同比+366.3%。营收下降主因 2023 年煤价下行，归母净利润增长主因资产减值大幅减少 85.2 亿元。分板块看，煤炭、煤化工、煤矿装备业务分别实现营收 1626.8 亿元、213.9 亿元、121.8 亿元，分别同比-14.8%、-5.8%、+14.8%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元）



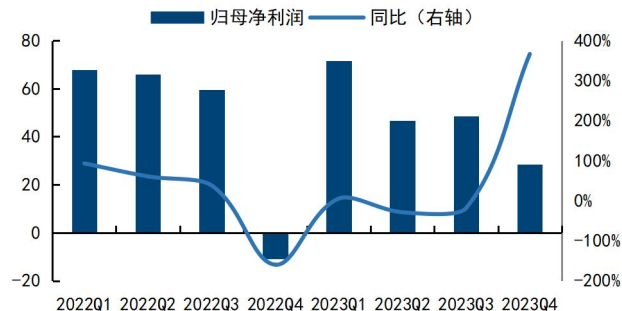
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



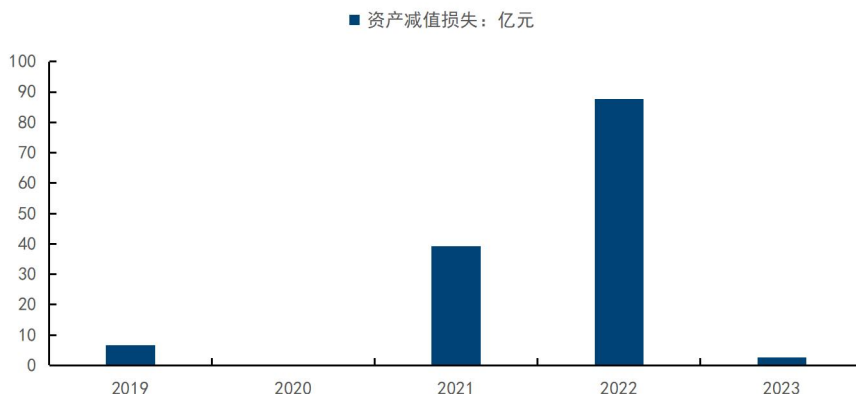
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

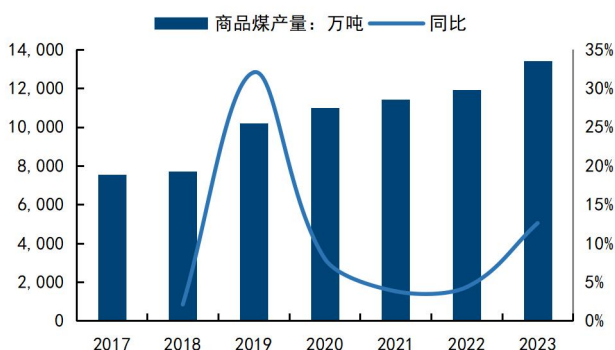
图5：2023 年公司资产减值损失大幅下降



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

煤炭业务：产/销量继续增长，严控成本费用抵补煤价下行冲击。2023 年公司商品煤产量 13422 万吨，同比+12.6%；商品煤销量 28494 万吨，同比+8.4%，其中自产商品煤销量 13391 万吨，同比+11.3%。2023 年公司自产动力煤、炼焦煤销售均价分别为 532 元/吨、1386 元/吨，分别同比下降 90 元/吨、364 元/吨。但公司提升成本费用精细化管理水平，自产商品煤单位销售成本 307.01 元/吨，同比下降 4.9%，有效抵补煤价下行冲击。自产商品煤业务实现毛利率 49.0%，同比降低 5.9pct。2024 年公司计划自产商品煤产销量 12900 万吨以上。

图6：公司商品煤产量持续增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司煤炭销售情况



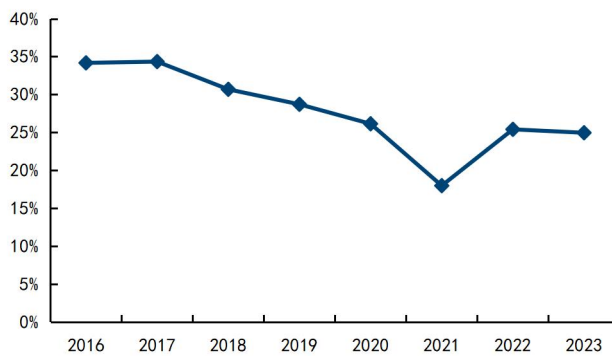
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司自产煤成本边际改善



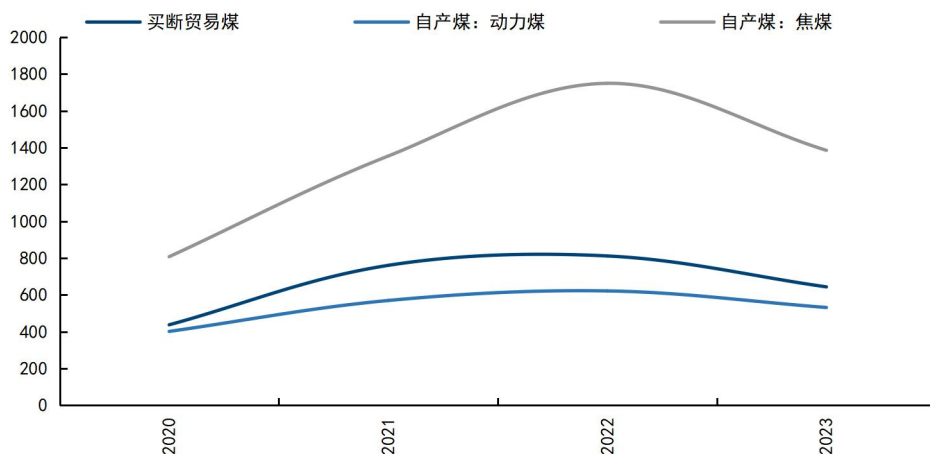
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：煤炭业务毛利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

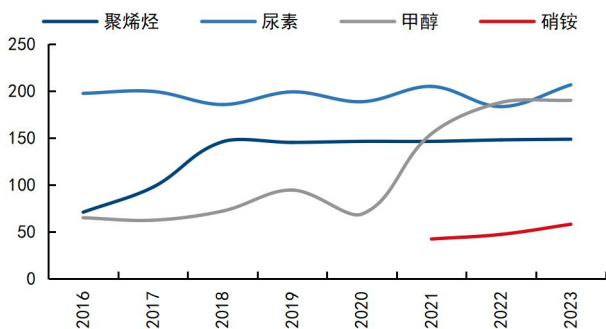
图10: 公司煤炭售价下降 (元/吨)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

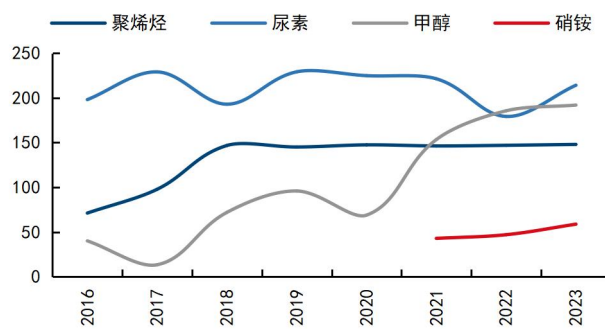
煤化工业务: 煤化一体化发展, 煤化工毛利率改善。2023 年公司主要煤化工产品产量 603.6 万吨, 同比+6.5%; 销量 612.6 万吨, 同比+9.7%。在聚烯烃、尿素销售价格同比下跌的情况下, 公司有效降低成本, 煤化工业务实现毛利率 15.4%, 同比+2.1pct, 煤化一体化发展的协同效应显现。2024 年公司计划聚烯烃产品产销量 145 万吨以上, 尿素产销量 185 万吨以上。

图11: 公司主要煤化工产品产量 (万吨)



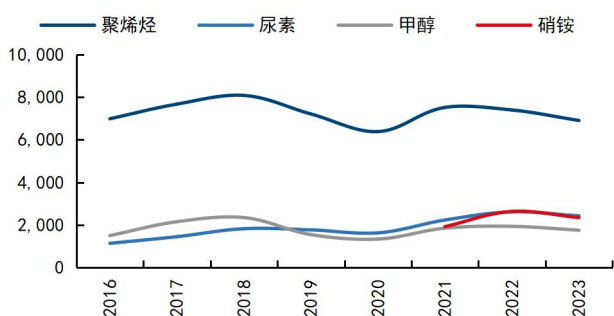
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 公司主要煤化工产品销量 (万吨)



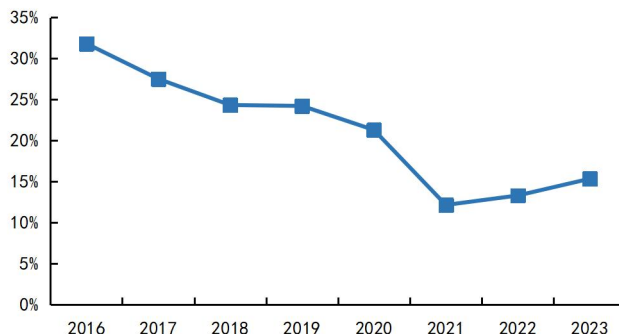
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 公司主要煤化工产品售价 (元/吨)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 公司煤化工板块毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

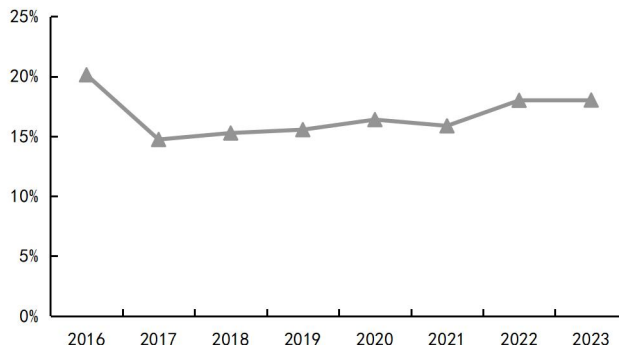
煤矿装备业务: 坚持高端智能发展, 继续保持较好增长态势。2023 年公司煤矿装备业务坚持高端化智能化绿色化发展方向, 持续优化产品结构, 抢抓优质订单, 实现营业收入 121.83 亿元、利润总额 7.88 亿元; 产值 114.3 亿元, 同比增长 14.8%; 累计签订合同额同比增长 12.8%, 主导产品中高端订单保持在 85%左右。

图15: 公司煤矿装备产值及变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 公司煤矿装备板块毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

在建项目进展顺利, 产业链布局持续推进。2023 年公司完成资本支出 157.57 亿元, 2024 年公司资本支出计划安排约 160 亿元, 煤炭、煤化工业务投资占比接近 80%。截止 2023 年底, 里必煤矿、苇子沟煤矿项目建设分别投资累计完成约 42%、60%。2024 年预计安太堡 2×350MW 低热值煤电项目将建成投产; 乌审旗电厂项目、榆林煤炭深加工基地项目计划开工建设。

表1: 重要在建工程项目 2023 年变动情况 (亿元)

项目名称	预算数	2022 年 12 月 31 日	2023 年增加金额	2023 年转入固定资产金额	2023 年 12 月 31 日	工程进度
里必矿井项目	94.95	25.07	8.22	-	33.29	42%
大海则煤矿项目	170.66	14.52	5.86	18.52	1.86	99%
苇子沟煤矿 2.4Mt/a 改扩建工程	39.85	11.59	2.12	0.70	13.01	60%
安太堡 2×350MW 低热值煤项目	31.97	10.87	10.38	-	21.25	80%

表1: 重要在建工程项目 2023 年变动情况 (亿元)

项目名称	预算数	2022 年 12 月 31 日	2023 年增加金额	2023 年转入固定资产金额	2023 年 12 月 31 日	工程进度
合计	337.43	62.05	26.58	19.22	69.40	/

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 下调盈利预测, 维持“买入”评级。

由于公司煤炭销售单价、自产商品煤毛利率以及买断贸易煤销量低于此前预期, 下调盈利预测, 预计 2024-2026 年公司煤炭销售均价为 619.1/608.3/597.7 元/吨 (2024-2025 年前值为 636.6/636.0 元/吨), 自产商品煤毛利率为 48.4%/47.9%/47.8% (2024-2025 年前值为 52.0%/51.9%), 自产煤销量为 142/145/147 百万吨 (2024-2025 年维持不变), 买断贸易煤销量为 126/126/126 百万吨 (2024-2025 年前值为 154/157 百万吨), 煤炭总销量为 268/271/273 百万吨 (2024-2025 年前值为 285/296 百万吨), 营收为 2005.4/2017.8/2023.6 亿元 (2024-2025 年前值为 2201.5/2259.3 亿元), 资产减值损失为 3.0/0.0/0.0 亿元 (2024-2025 年前值为 20/15 亿元), 归母净利润为 214.6/218.6/221.5 亿元 (2024-2025 年前值为 217.7/225.5 亿元), 每股收益 1.62/1.65/1.67 元。考虑公司 2023 年取得 1000 万吨/年产能核增批复, 未来产能增加确定性较强, 且预计煤价维持相对高位, 维持“买入”评级。

表2: 中煤能源业务拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计:					
总营收: 亿元	2205.77	1929.69	2005.38	2017.79	2023.56
增速: %	-4.56%	-12.52%	3.92%	0.62%	0.29%
总成本: 亿元	1651.58	1445.95	1505.82	1517.74	1522.78
毛利率: %	25.12%	25.07%	24.91%	24.78%	24.75%
煤炭业务					
收入: 亿元	1909.18	1622.53	1662.34	1651.39	1634.64
销售单价: 元/吨	768.10	623.09	619.14	608.27	597.70
-自产煤	577.21	602.87	600.56	589.31	578.50
-买断贸易煤	812	644	640	630	620
销售量: 万吨	24,856	26,040	26,849	27,149	27,349
-自产煤	12,034	13,391	14,200	14,500	14,700
-买断贸易煤	12,822	12,649	12,649	12,649	12,649
成本: 亿元	1424.88	1217.77	1241.40	1234.49	1219.95
毛利: 亿元	484.3	404.76	420.94	416.90	414.69
毛利率: %	25.4	24.95	25.32	25.25	25.37
-自产煤	48.00	42.2	42.5	42	42
-买断贸易煤	0.8	1	1	1	1
业务收入比例: %	86.55	84.08	82.89	81.84	80.78
煤化工行业					
收入: 亿元	227.01	213.37	221.90	228.56	235.42
同比: %	4.99	-6.01	4.00	3.00	3.00
成本: 亿元	196.73	180.64	187.51	193.13	198.93
毛利: 亿元	30.28	32.73	34.40	35.43	36.49
毛利率: %	13.30	15.34	15.50	15.50	15.50
业务收入比例: %	10.29	11.06	11.07	11.33	11.63
煤矿装备制造					
收入: 亿元	106.09	118.5	130.35	140.78	153.45
同比: %	9.71	11.70	10.00	8.00	9.00
成本: 亿元	86.96	97.15	108.19	116.85	127.36
毛利: 亿元	19.13	21.36	22.16	23.93	26.09

毛利率：%	18.00	18.02	17.00	17.00	17.00
业务收入比例：%	4.81	6.14	6.50	6.98	7.58
金融业务					
收入：亿元	23.86	24.42	24.42	24.42	24.42
同比：%	41.10	2.35	0.00	0.00	0.00
成本：亿元	9.88	10.44	10.50	10.50	10.50
毛利：亿元	13.98	13.98	13.92	13.92	13.92
毛利率：%	58.6	57.23	57.00	57.00	57.00
业务收入比例：%	1.08	1.27	1.22	1.21	1.21
其他业务					
收入：亿元	75.83	79.3	83.27	87.43	91.80
同比：%	-8.75	4.58	5.00	5.00	5.00
成本：亿元	69.1	67.2	75.11	77.56	82.21
毛利：亿元	6.73	12.1	8.15	9.87	9.59
毛利率：%	8.9	15.26	9.79	11.29	10.45
业务收入比例：%	3.44	4.11	4.15	4.33	4.54
行业板块间抵销数					
收入：亿元	-133.06	-132.06	-116.89	-114.79	-116.16
成本：亿元	0	-135.44	-116.89	-114.79	-116.16
毛利：亿元	0	-0.37	0	0	1
毛利率：%	0	0.27	0	0	1
业务收入比例：%	-6.03	-6.84	-5.83	-5.69	-5.74

资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理和预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	91026	91543	118921	145200	162779	营业收入	220577	192969	200538	201778	202356
应收款项	11233	9325	9460	9848	9734	营业成本	165158	144595	150582	151774	152278
存货净额	9350	8735	8194	8743	8764	营业税金及附加	7857	7816	6818	6659	6475
其他流动资产	12302	10066	10027	10089	10118	销售费用	929	1050	802	807	607
流动资产合计	123911	119668	146601	173880	191395	管理费用	5246	5452	6036	6059	6070
固定资产	126006	127271	121127	114983	118502	研发费用	771	916	702	706	708
无形资产及其他	48168	55638	53413	51189	48964	财务费用	3728	2995	2240	2339	2295
投资性房地产	12121	15825	15825	15825	15825	投资收益	5035	3005	3200	3500	3500
长期股权投资	29904	30958	32012	33066	34120	资产减值及公允价值变动	(8801)	(285)	(300)	0	0
资产总计	340109	349360	368978	388943	408806	其他收入	(727)	(682)	(702)	(706)	(708)
短期借款及交易性金融负债	31374	21866	32000	32000	32000	营业利润	33166	33099	36258	36934	37422
应付款项	25421	26738	22815	22932	22945	营业外净收支	(268)	(51)	0	0	0
其他流动负债	48204	49554	43687	43911	43883	利润总额	32897	33049	36258	36934	37422
流动负债合计	104998	98158	98502	98843	98829	所得税费用	7519	7300	7977	8126	8233
长期借款及应付债券	52484	50362	50362	50362	50362	少数股东损益	7137	6215	6818	6945	7037
其他长期负债	17569	18058	18558	19058	19558	归属于母公司净利润	18241	19534	21463	21863	22152
长期负债合计	70053	68420	68920	69420	69920	现金流量表 (百万元)					
负债合计	175051	166578	167422	168263	168748	净利润	18241	19534	21463	21863	22152
少数股东权益	34294	38661	42411	46231	50102	资产减值准备	4845	(8517)	6	(5)	2
股东权益	130765	144121	159145	174449	189956	折旧摊销	10376	10992	8214	8474	8705
负债和股东权益总计	340109	349360	368978	388943	408806	公允价值变动损失	8801	285	300	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	3728	2995	2240	2339	2295
每股收益	1.38	1.47	1.62	1.65	1.67	营运资本变动	10942	(4304)	(8839)	(164)	552
每股红利	0.62	0.99	0.49	0.49	0.50	其它	(937)	10551	3744	3825	3869
每股净资产	9.86	10.87	12.00	13.16	14.33	经营活动现金流	52267	28541	24888	33993	35280
ROIC	13.55%	11.14%	12%	11%	11%	资本开支	0	(1925)	(151)	(101)	(10001)
ROE	13.95%	13.55%	13%	13%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	25%	25%	25%	25%	25%	投资活动现金流	(3061)	(2979)	(1205)	(1155)	(11055)
EBIT Margin	18%	17%	18%	18%	18%	权益性融资	2	244	0	0	0
EBITDA Margin	23%	23%	22%	22%	22%	负债净变化	(20936)	2863	0	0	0
收入增长	-5%	-13%	4%	1%	0%	支付股利、利息	(8255)	(13141)	(6439)	(6559)	(6646)
净利润增长率	37%	7%	10%	2%	1%	其它融资现金流	27275	(4732)	10134	0	0
资产负债率	62%	59%	57%	55%	54%	融资活动现金流	(31105)	(25045)	3695	(6559)	(6646)
股息率	5.3%	8.4%	4.1%	4.2%	4.2%	现金净变动	18101	517	27378	26279	17579
P/E	8.6	8.0	7.3	7.2	7.1	货币资金的期初余额	72925	91026	91543	118921	145200
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	货币资金的期末余额	91026	91543	118921	145200	162779
EV/EBITDA	6.5	7.3	7.4	7.3	7.2	企业自由现金流	0	30583	26990	36112	27506
						权益自由现金流	0	28714	35377	34288	25716

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032