

上海能源 (600508.SH) 煤电铝运一体化，关注 PB 破净修复与分红潜力

2024 年 11 月 12 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2024/11/11
当前股价(元)	14.07
一年最高最低(元)	16.44/10.60
总市值(亿元)	101.69
流通市值(亿元)	101.69
总股本(亿股)	7.23
流通股本(亿股)	7.23
近 3 个月换手率(%)	52.02

● 煤电铝运一体化，关注 PB 破净修复与分红潜力，给予“买入”评级

上海能源作为五大上市煤炭央企之一，近年来分红比例稳步提升，并积极开展中报分红。公司以煤炭开采为主业，同时打通煤电铝运一体化布局，其中煤炭和电力业务皆具成长性。我们预计上海能源 2024-2026 年实现归母净利润 8.1/9.7/12 亿元，同比-16.3%/+19.6%/+23.2%，折合 EPS 分别为 1.12/1.34/1.65 元/股，当前股价对应 PE 分别为 12.5/10.5/8.5 倍。与可比公司相比，淮北矿业、平煤股份、盘江股份、冀中能源、山西焦煤、恒源煤电 6 家公司 2024E-2026E 平均 PE 为 24.1/12.1/9.9 倍，而上海能源为 12.5/10.5/8.5 倍；且公司 PB 估值长期处于破净状态（PB 为 0.79）并低于煤炭板块整体水平（PB 为 1.39），以 PB-ROE 衡量，公司 PB 亦存在明显折价，公司后续或进一步出台相应市值管理方案，估值修复未来可期。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 中报分红加大回馈投资者，“中特估”高分红潜力股

今年以来，鼓励高分红政策频出，推动央企市值管理，2024 年 8 月公司发布年度中期利润分配方案公告，本次公司现金分红比例为 30.65%，假设 2024 年中报分红作为全年的额外分红计算，并假设 2024 年底分红与 2023 年底分红比例相同，则 2024 年实际分红比例有望提升至 46.8%。近年来，公司资产负债率稳中有降，货币资金、未分配利润储备高于行业平均水平，2023 年公司资本支出规模为 11.3 亿元，而 2023 年公司货币资金为 31.6 亿元，足够覆盖公司资本支出，公司分红水平仍有提升空间。

● 煤炭业务：煤矿成长性可期，吨煤盈利具备可比优势

公司目前 4 座在产矿井核定产能 909 万吨/年，同时拥有 1 座年设计生产能力为 240 万吨/年的在建矿井（预计 2025 年底建成投产），建成后公司核定产能将达到 1149 万吨/年（提升 26.4%），权益产能将达到 1013 万吨（提升 23.4%）。近年来公司商品煤洗出率基本维持在 80% 以上水平，其中洗精煤洗出率在 50% 左右，2023 年公司洗精煤产量占商品煤产量比重达 64.4%。2023 年公司吨煤售价为 1167.1 元/吨，高于可比公司水平，同时公司严格成本控制，2023 年公司吨煤毛利为 406.9 元/吨，吨煤毛利在可比公司中具备可比优势，展现出较强的盈利能力。

● 其他业务：煤电铝运一体化经营，产业协同效应明显

公司拥有“发供电、售配电、供暖供热、电力运维”全产业链，发电总装机容量为 1083 兆瓦，其中火电总装机容量 820MW，新能源装机 263MW，同时在建新能源光伏项目 205MW，在建项目预计 2024 年底并网发电，届时公司发电装机容量将达到 1288MW，近年来公司发电量稳步提升，叠加燃料煤成本下降，板块盈利持续改善。同时公司铝加工年生产能力为 10 万吨，拥有自营铁路 181.9 公里，年运输能力为 1300 万吨，此外公司所属拓特机械制造厂从事煤矿机械设备制造和修理，年设备制修能力 1.8 万吨，产业协同效应明显。

● **风险提示：**煤价超预期下跌；国内安监形势趋严；在建项目不及预期等。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,634	10,978	9,433	9,827	11,193
YOY(%)	24.4	-13.1	-14.1	4.2	13.9
归母净利润(百万元)	1,740	969	811	971	1,196
YOY(%)	365.5	-44.3	-16.3	19.6	23.2
毛利率(%)	34.5	22.6	20.4	21.6	22.9
净利率(%)	13.8	8.8	8.6	9.9	10.7
ROE(%)	14.2	7.8	6.1	7.2	8.1
EPS(摊薄/元)	2.41	1.34	1.12	1.34	1.65
P/E(倍)	5.8	10.5	12.5	10.5	8.5
P/B(倍)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 低估值煤炭央企，“煤电铝运”一体化经营	4
2、 中报分红加大回馈投资者，“中特估”高分红潜力股	7
3、 煤炭业务：煤矿成长性可期，吨煤盈利具备可比优势	11
3.1、 新疆矿区产能增量可期，精煤占商品煤产量比重进一步提升	11
3.2、 公司吨煤售价高于可比公司，吨煤毛利具备可比优势	14
4、 其他业务：煤电铝运一体化经营，产业协同效应明显	15
4.1、 电力业务：火电&绿电融合发展，板块盈利逐步改善	16
4.2、 其他业务：完善铝加工布局，自营铁路及设备制修协同效应明显	18
5、 盈利预测：新项目投产及煤价趋势回升，业绩持续增长	19
6、 估值分析：四维度论述估值，当前仍被明显低估	21
7、 风险提示	22
附：财务预测摘要	23

图表目录

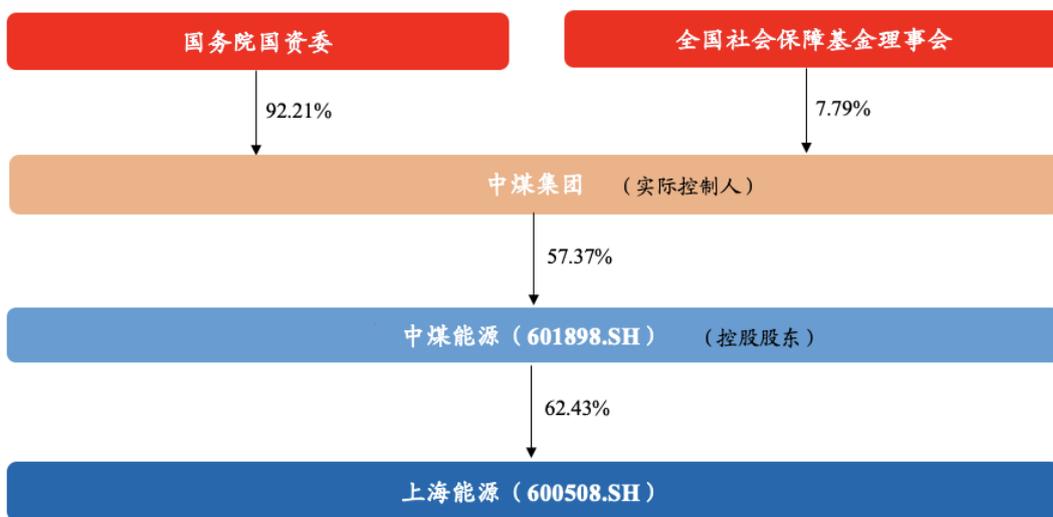
图 1： 公司控股股东为中煤能源，持股比例为 62.43%	4
图 2： 2023 年公司营业收入回落但仍处于相对高位	5
图 3： 2023 年公司毛利回落但仍处于相对高位	5
图 4： 2023 年公司归母净利润回落但仍维持高位	5
图 5： 2024 年前三季度公司毛利率 22.9%，净利率 8.7%，ROE（年化）为 6.5%	5
图 6： 2021 年以来公司煤炭业务营收增速相对较高	6
图 7： 近年来公司煤炭业务营业收入占比有所下滑	6
图 8： 公司毛利主要由煤炭业务贡献	6
图 9： 公司煤炭业务毛利率较高且相对稳定	6
图 10： 2023 年公司期间费用率 7.1%，较 2018 年-6.7pct	7
图 11： 近年来公司经营性净现金持续为正	7
图 12： 2017 年以来公司分红比例稳步提升	9
图 13： 2021 年以来公司每股股利、股息率提升明显	9
图 14： 公司资产负债率低于煤炭行业整体水平	9
图 15： 2022 年公司现金到期债务比大幅提升	9
图 16： 公司资产负债率处于行业中低水平（截至 2024 年 9 月 30 日）	10
图 17： 公司货币资金、货币资金/归母净利润倍数较高	10
图 18： 公司未分配利润、未分配利润/归母净利润倍数较高	10
图 19： 公司货币资金预计可以覆盖未来资本开支	11
图 20： 2023 年公司商品煤洗选率为 80.5%	12
图 21： 2023 年公司精煤洗选率为 51.8%	12
图 22： 2023 年公司精煤占商品煤产量比重为 64.4%	13
图 23： 公司煤炭主要销往江苏、湖南、上海、安徽等地区	13
图 24： 2023 年吨煤售价虽有回落但仍处于较高水平	14
图 25： 上海能源吨煤售价在可比公司中较高（元/吨）	14
图 26： 2020 年以来公司吨煤成本有所上行	15
图 27： 吨煤职工工资及其他支出涨幅较大（元/吨）	15

图 28: 公司吨煤成本相对较高 (元/吨)	15
图 29: 公司吨煤毛利具有可比优势 (元/吨)	15
图 30: 公司电力装机容量不断提升	17
图 31: 2023 年公司发电量达 37 亿度, 同比+24.5%.....	17
图 32: 2023 年电力业务营收 19.5 亿元, 同比+15.5%.....	17
图 33: 2023 年电力业务成本为 17.7 亿元, 同比+7.3%.....	17
图 34: 2023 年公司电力业务毛利率为 9.5%, 同比+6.9pct.....	17
图 35: 2023 年公司铝材加工量 9.78 万吨, 同比+7.1%.....	18
图 36: 2023 年铝加工营业收入 16.86 亿元, 同比-6.7%.....	18
图 37: 2023 年铝加工营业成本 17.12 亿元, 同比-7.4%.....	18
图 38: 2023 年铝加工毛利为-0.26 亿元, 毛利率为-1.5%.....	18
图 39: 2023 年公司铁路货运量 1209.9 万吨, 同比-8.3%.....	19
图 40: 2023 年公司设备制修量为 1.93 万吨, 同比+3.8%.....	19
图 41: 上海能源 PB 长期低于煤炭板块.....	22
图 42: 上海能源 PB 为 0.79, 在煤企中处于较低水平.....	22
图 43: 公司处于 PB-ROE 回归线下方, 表明公司被低估	22
表 1: 政策鼓励和引导上市企业分红	7
表 2: 公司具备提高分红的潜力, 即高分红可持续性较强.....	10
表 3: 截至 2023 年末, 公司在产煤炭产能 909 万吨/年, 权益产能 821 万吨/年.....	12
表 4: 2018-2022 年上海/江苏/安徽/山东煤炭供需缺口复合增长率分别达 1.9%/1.4%/8.3%/1.6%.....	14
表 5: 截至 2023 年末, 公司发电总装机容量为 1083 兆瓦, 其中火电总装机容量 820MW, 新能源装机 263MW.....	16
表 6: 2024-2026 年公司煤炭业务盈利预测	20
表 7: 2024-2026 年公司电力业务盈利预测	20
表 8: 2024-2026 年公司铝加工业务盈利预测	20
表 9: 与可比公司相比, 上海能源估值相对较低.....	21

1、 低估值煤炭央企，“煤电铝运”一体化经营

央企旗下上市平台，实际控制人为中煤集团。上海大屯能源股份有限公司（简称：上海能源）由大屯煤电集团（中煤集团控股子公司）作为主发起人，联合中国煤炭进出口公司（中煤集团全资子公司）等四家单位发起设立，2001年于上交所发行上市。2006年中煤集团独家发起设立中煤能源股份有限公司（简称：中煤能源），并将大屯煤电集团和中国煤炭进出口公司持有的上海能源合计62.43%的股权投入到中煤能源中，中煤能源成为上海能源的控股股东，中煤集团仍为上海能源实际控制人。截至2023年末，公司控股股东为中煤能源，持股比例为62.43%，实际控制人为中煤集团。

图1：公司控股股东为中煤能源，持股比例为62.43%

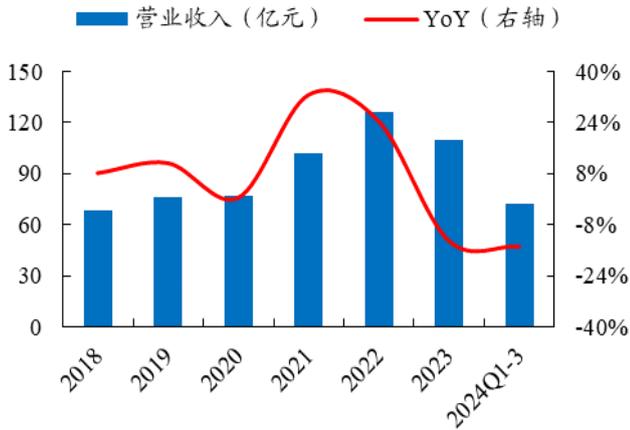


资料来源：公司公告、开源证券研究所

备注：数据取自2023年年报

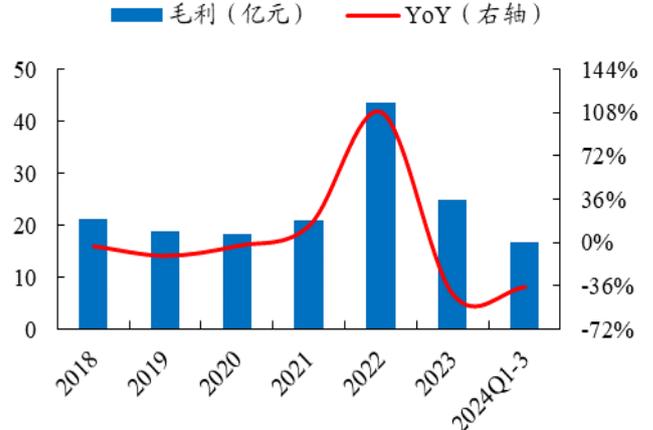
受益于煤炭价格中枢上行，2022年以来公司盈利维持高位。2021年以来受煤炭价格上涨影响，公司盈利实现大幅增长，2021年公司实现营业收入101.6亿元，同比+32.7%，但同时由于公司2021年铝加工、发电业务销售规模扩大导致公司营业成本亦同比+35.4%，2021年公司仅实现毛利21亿元，同比+14.1%，叠加公司所属孔庄煤矿计提资产减值准备影响，公司2021年实现归母净利润3.7亿元，同比-44.1%。2022年国内煤价继续上行，2022年公司实现营业收入126.3亿元，同比+24.4%，实现毛利43.6亿元，同比+107.8%，实现归母净利润17.4亿元，同比+366%。2023年国内煤价有所回落，公司实现营业收入109.8亿元，同比-13.1%，实现毛利24.8亿元，同比-43.2%，实现归母净利润9.7亿元，同比-44.3%。2024年国内煤价延续回落态势，2024年前三季度公司实现营业收入72.3亿元，同比-14.9%，实现毛利16.6亿元，同比-36.8%，实现归母净利润6.3亿元，同比-52.9%。总体来看，2022年以来公司盈利能力有所回升，2022年公司毛利率为34.5%，同比+13.9pct，净利率为13.8%，同比+10.1pct，ROE为14.3%，同比+10.8pct；2023年以来公司盈利能力虽有下降，但公司毛利率/净利率/ROE仍高于2021年水平，2024年前三季度公司毛利率为22.9%，较2021年提升2.3pct，净利率为8.7%，较2021年提升5pct，ROE（年化）为6.5%，较2021年提升2.9pct。

图2：2023 年公司营业收入回落但仍处于相对高位



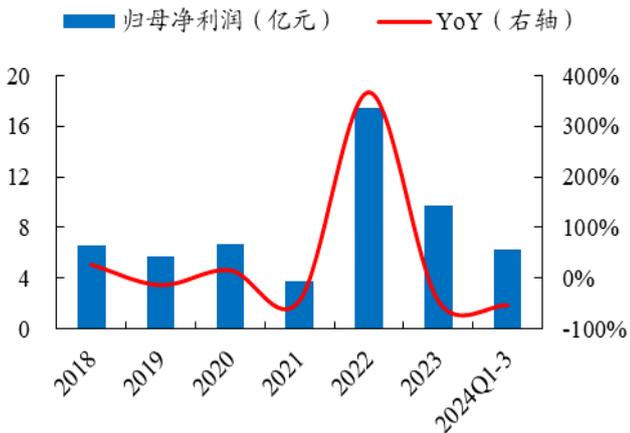
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023 年公司毛利回落但仍处于相对高位



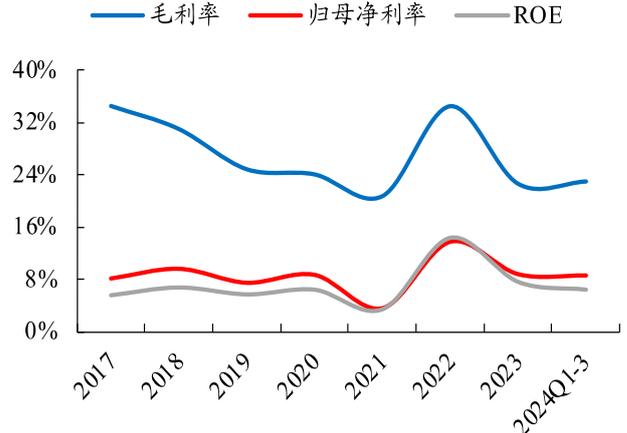
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023 年公司归母净利润回落但仍维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024 年前三季度公司毛利率 22.9%，净利率 8.7%，ROE（年化）为 6.5%

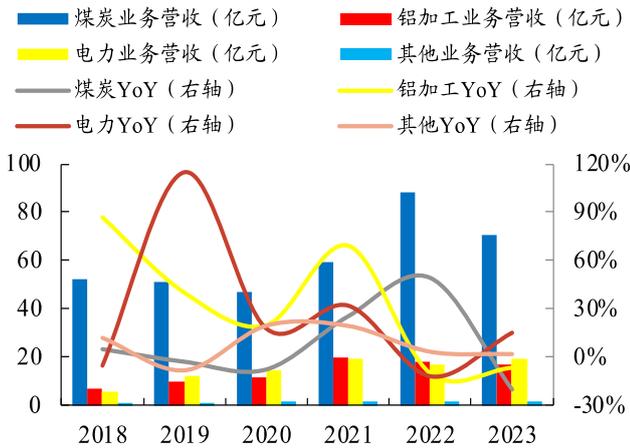


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：其中 2024 年 ROE 按照前三季度年化处理

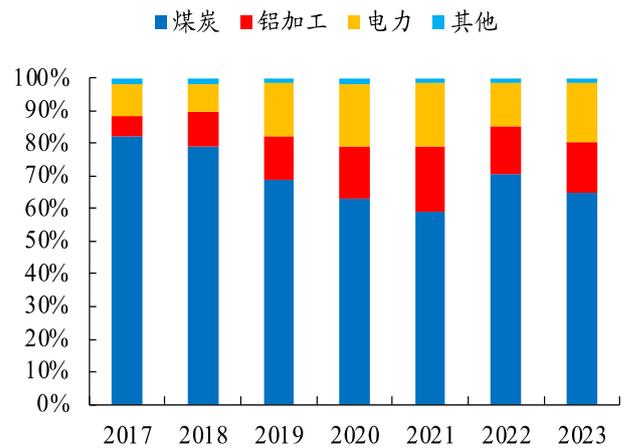
煤炭业务贡献公司主要盈利，近年来公司煤炭业务毛利率处于相对高位且较为稳定。2020 年以来，受益于国内煤价上涨，公司煤炭业务营业收入快速增长，2020-2023 年间煤炭业务营业收入 CAGR 为 14.4%，高于同期铝加工/电力/其他业务 12.4%/10.6%/7.8%水平。从营收占比来看，近年来公司煤炭业务营收占比整体呈下滑趋势，2023 年公司煤炭营收占比为 64.9%，较 2017 年下滑 17.1pct，与之相对应的是 2023 年公司铝加工/电力业务营收占比达到 15.5%/18%，较 2017 年提升 9.3pct/8.1pct。但从各业务对公司盈利贡献来看，煤炭仍为公司最主要的盈利贡献来源，2023 年公司煤炭业务毛利率为 34.9%，明显高于铝加工/电力/其他业务-1.5%/9.5%/-23.8%水平。2023 年公司煤炭业务毛利占比达 95.4%，仍为公司最重要的盈利来源。

图6：2021年以来公司煤炭业务营收增速相对较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：近年来公司煤炭业务营业收入占比有所下滑



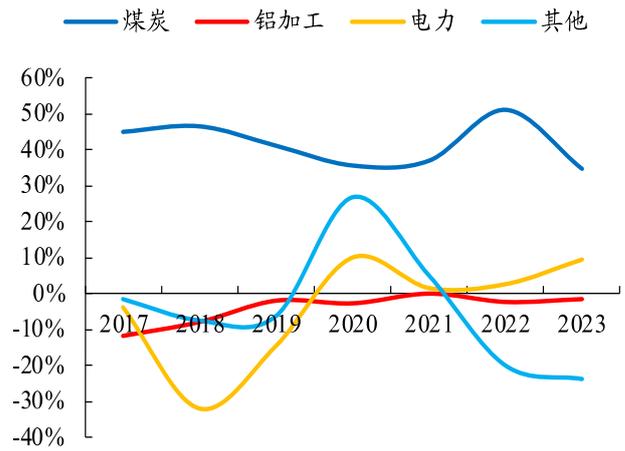
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司毛利主要由煤炭业务贡献



数据来源：Wind、开源证券研究所

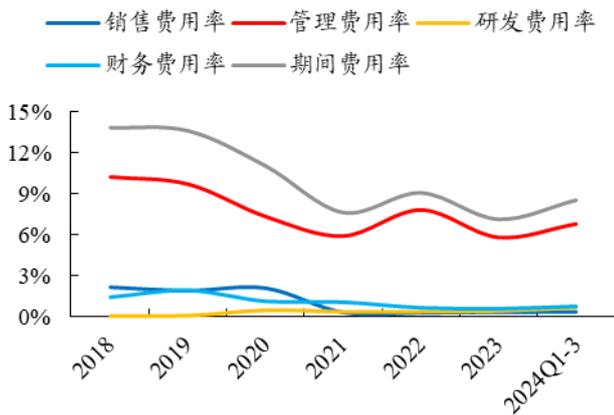
图9：公司煤炭业务毛利率较高且相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

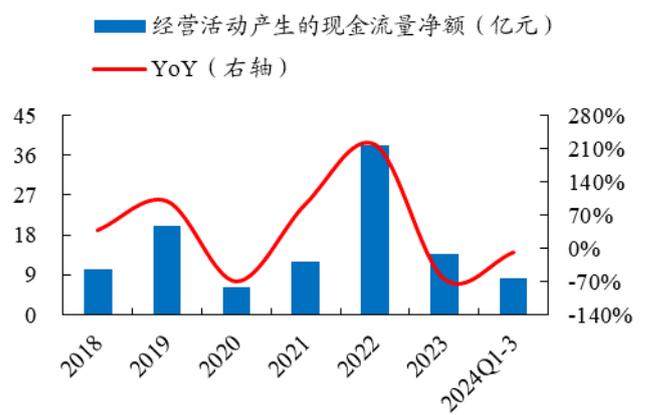
期间费用率整体呈下降趋势，经营活动产生的现金流量净额持续增长。期间费用方面，近年来公司在管理、销售和财务等方面的成本控制取得了显著成效，2018年来公司期间费用率整体呈下降趋势，2023年公司期间费用率（包含销售费用、管理费用、研发费用、财务费用）为7.1%，较2018年减少6.7pct，其中2023年公司销售费用率为0.3%，较2018年减少1.9pct，管理费用率为5.8%，较2018年减少4.4pct，研发费用率为0.4%，较2018年增加0.4pct，财务费用率为0.6%，较2018年减少0.9pct。现金流方面，2021年以来公司业务经营较为稳健，叠加2021-2023年煤价维持相对高位，公司经营现金流持续为正，2021-2023年公司经营活动产生的现金流量净额为12.0/38.2/13.8亿元，同比+93.1%/+217.7%/-63.8%，公司持续成长和扩张潜力稳定提升。

图10: 2023年公司期间费用率7.1%, 较2018年-6.7pct



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 近年来公司经营净现金持续为正



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、中报分红加大回馈投资者, “中特估”高分红潜力股

政策鼓励高分红, 推动央企市值管理。2024年1月国资委宣布“进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核”, 一周内国资委再次表态“在前期试点探索、积累经验的基础上, 全面推开上市公司市值管理考核”、“量化评价中央企业控股上市公司市场表现”。2024年4月国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》, 强调“上市时要披露分红政策”, “强化上市公司现金分红监管”“制定上市公司市值管理指引”“推动上市公司提升投资价值”。2024年9月证监会发布《上市公司监管指引第10号——市值管理(征求意见稿)》, 要求上市公司以提高上市公司质量为基础, 提升经营效率和盈利能力, 并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式, 推动上市公司投资价值提升。同时, 2024年10月央行创设股票回购增持再贷款工具, 鼓励上市公司回购或股东增持, 持股比例增加有望提升股东分红积极性; 2024年10月央行创设金融机构互换便利, 为金融机构增持上市公司提供低成本资金, 由于资金成本与股息率之间存在“套息”空间, 金融机构亦或将更加青睐高股息标的。

表1: 政策鼓励和引导上市企业分红

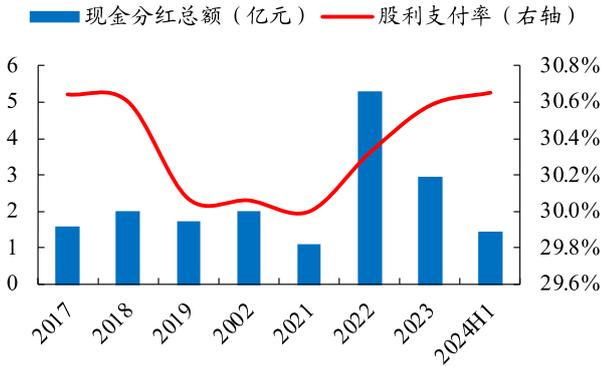
发布时间	部门	政策	内容
2020.1	国务院	《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》	上市公司要诚实守信、规范运作, 专注主业、稳健经营, 不断提高经营水平和发展质量。上市公司控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员要各尽其责, 公平对待所有股东。鼓励上市公司通过现金分红、股份回购等方式回报投资者, 切实履行社会责任。
2021.12	国务院	《国务院办公厅关于印发要素市场化配置综合改革试点总体方案的通知》	探索增加居民财产性收入, 鼓励和引导上市公司现金分红, 完善投资者权益保护制度。
2023.12	证监会	《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红(2023年修订)》	一是进一步明确鼓励现金分红导向, 推动提高分红水平。对不分红的公司加强披露要求等制度约束督促分红。对财务投资较多但分红水平偏低的公司进行重点监管关注, 督促提高分红水平, 专注主业。二是简化中期分红程序, 推动进一步优化分红方式和节奏。三是加强对异常高比例分红企业的约束, 引导合理分红。
2024.1	国资委	全面推开上市公司市值管理考核	国资委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关注、更加重视所控股上市公司的市场表现, 及时通过运用市场化的增持、回购等手

发布时间	部门	政策	内容
			段来传递信心、稳定预期，加大现金分红力度来更好地回报投资者。
2024.4	国务院	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展若干意见》	强化上市公司现金分红监管。对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率。增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红。
2024.9	证监会	《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》	《指引》要求上市公司以提高上市公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值提升。
2024.10	中国人民银行	创设股票回购增持再贷款	建立增强资本市场内在稳定性长效机制，进一步维护资本市场稳定运行，提振市场信心，中国人民银行设立股票回购增持再贷款，引导金融机构向上市公司和主要股东提供贷款，贷款资金坚持“专款专用，封闭运行”，分别支持其回购和增持上市公司股票，推动上市公司积极运用回购、股东增持等工具进行市值管理，再贷款首期额度3000亿元，年利率1.75%，期限1年，可视情况展期。
2024.10	中国人民银行	创设证券、基金、保险公司互换便利	为落实党的二十届三中全会关于“建立增强资本市场内在稳定性长效机制”要求，促进资本市场健康稳定发展，中国人民银行决定创设“证券、基金、保险公司互换便利”，支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票ETF、沪深300成份股等资产为抵押，从人民银行换入国债、央行票据等高等级流动性资产。首期操作规模5000亿元，视情可进一步扩大操作规模。

数据来源：国务院、证监会、国资委、中国人民银行、新浪财经、开源证券研究所

公司分红比例持续提升，2024年中报分红加大回馈投资者。近年来公司分红水平整体呈上升趋势，2023年公司现金分红2.96亿元，分红比例达30.58%，同比+0.26pct，较2019年分红比例提升0.51pct；2024年8月公司发布年度中期利润分配方案公告，公司拟向公司全体股东每10股派发现金红利2元（含税），截至2024年6月30日，公司总股本72,271.8万股，以此计算合计拟派发现金红利1.45亿元（含税），本次公司现金分红比例为30.65%，假设2024年中报分红作为全年的额外分红计算，并假设2024年底分红与2023年底分红比例相同，则2024年实际分红比例有望提升至46.8%。从股息率的角度来看，2022年公司股息率大幅提升，2022年公司每股股利为0.73元，以2022年12月31日收盘价计算，公司股息率为5.1%；2023年每股股利下滑至0.41元，以2023年12月31日收盘价计算，公司股息率为2.96%；若以2024年盈利预测及2024年11月11日收盘价计算，同时假设共公司2024年分红比例达46.8%，则当前公司股息率为3.7%。

图12：2017年以来公司分红比例稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2021年以来公司每股股利、股息率提升明显

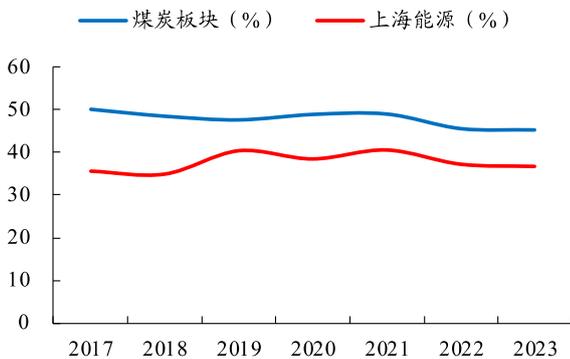


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：其中股息率以当年最后一个交易日收盘价计算

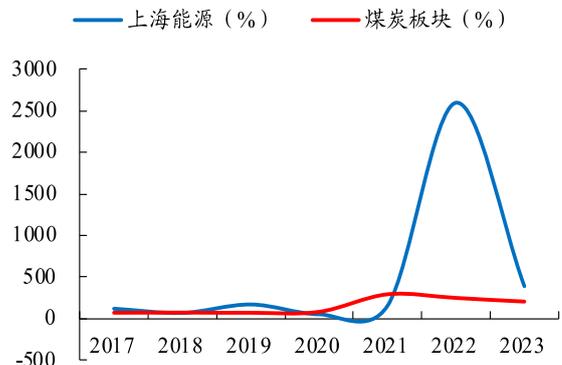
资产负债率稳中有降，货币资金、未分配利润储备高于行业平均水平。从资本结构来看，近年来公司资产负债率整体呈下降趋势，资本结构明显改善，截至2023年末，公司资产负债率为36.7%，较2021年下降3.8pct；横向对比来看，公司资产负债率亦低于煤炭行业45.3%的整体水平。**从偿债能力来看**，2020-2021年公司现金到期债务比低于煤炭板块整体水平，但2022年公司受益于公司经营活动产生的现金净流量大幅提升，公司现金到期债务比明显改善并远高于煤炭板块整体水平，2023年公司现金到期债务比为391.1%，较2021年+233.4pct，与之相对应的是2023年煤炭板块的现金到期债务比为203.3%，公司现金到期债务比较煤炭板块整体水平高187.7pct。**从分红能力来看**，2023年公司货币资金31.6亿元，未分配利润102.8亿元，货币资金/归母净利润为3.3倍，未分配利润/归母净利润为10.6倍；从横向对比来看，主要煤炭上市公司货币资金/归母净利润平均为2.8倍，上海能源货币资金/归母净利润水平高于行业主要煤炭上市公司平均水平，而主要煤炭上市公司未分配利润/归母净利润为4.1倍，公司10.6倍水平远高于主要煤炭上市公司平均水平，表明公司拥有较强的潜在提分红能力。**从资本开支来看**，近年来公司资本开支规模整体呈增长趋势，2024年公司各项资本支出计划初步共安排17.8亿元，而截至2023年末公司货币资金为31.6亿元，截至2024年三季度公司货币资金为27.2亿元，足够覆盖公司资本支出，公司分红水平仍有提升空间。

图14：公司资产负债率低于煤炭行业整体水平

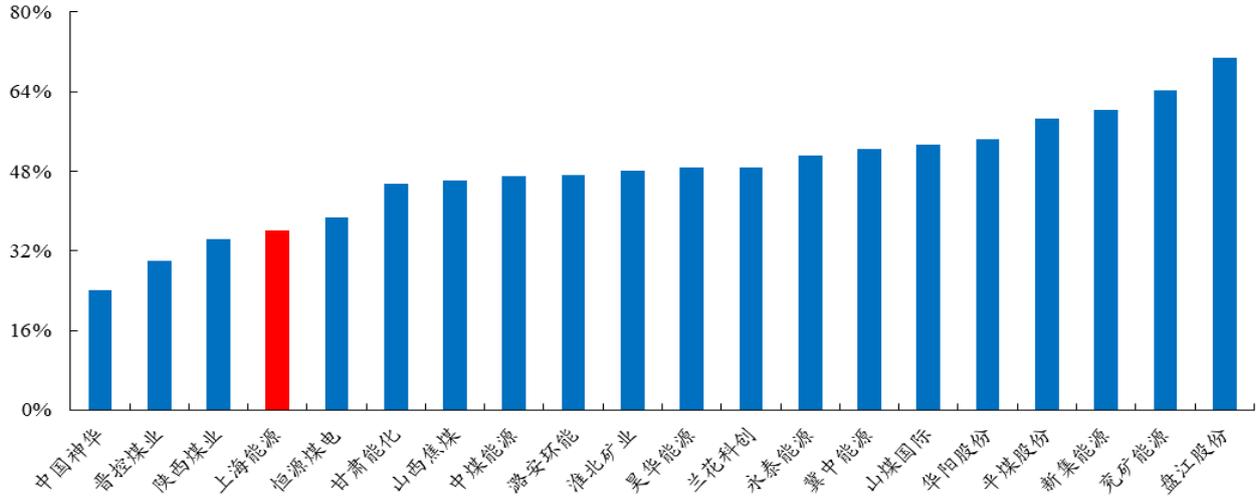


数据来源：Wind、开源证券研究所

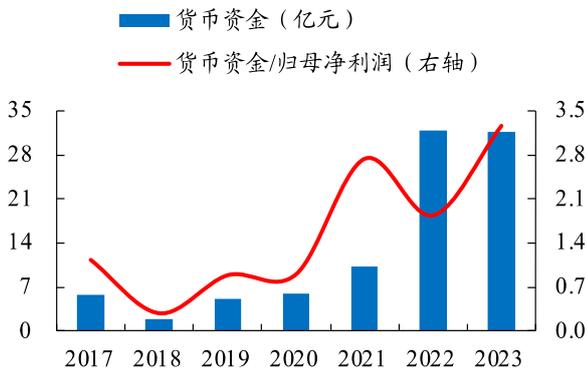
图15：2022年公司现金到期债务比大幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16: 公司资产负债率处于行业中低水平 (截至 2024 年 9 月 30 日)


数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 公司货币资金、货币资金/归母净利润倍数较高


数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 公司未分配利润、未分配利润/归母净利润倍数较高


数据来源: Wind、开源证券研究所

表2: 公司具备提高分红的潜力, 即高分红可持续性较强

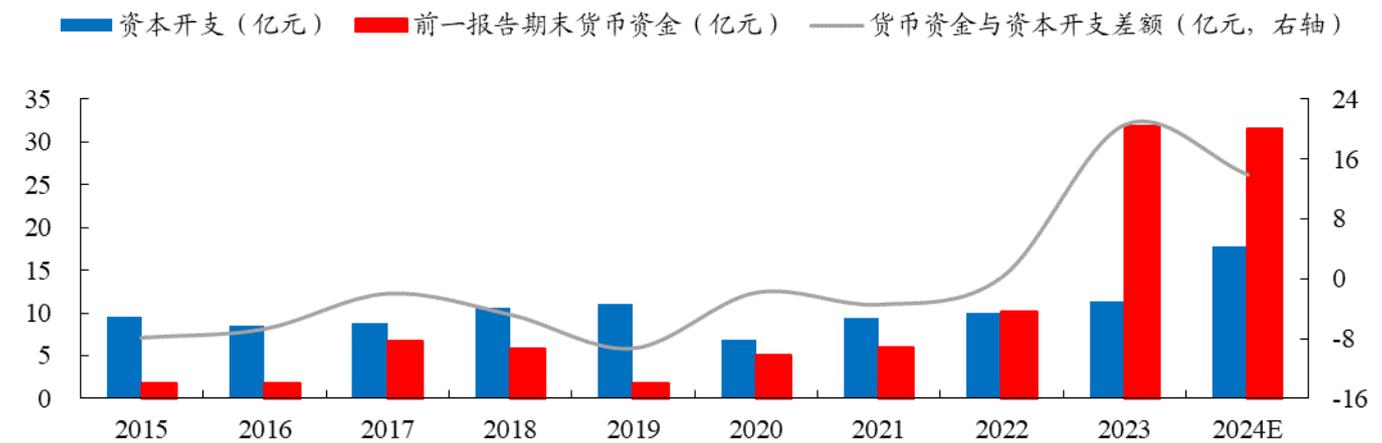
证券代码	证券简称	货币资金/归母净利润	未分配利润/归母净利润
601101.SH	昊华能源	5.0	4.9
000552.SZ	甘肃能化	4.7	3.1
601898.SH	中煤能源	4.7	4.0
601001.SH	晋控煤业	4.6	3.8
601666.SH	平煤股份	3.6	3.6
601699.SH	潞安环能	3.4	4.2
600971.SH	恒源煤电	3.4	4.1
600508.SH	上海能源	3.3	10.6
600395.SH	盘江股份	3.2	5.0
000983.SZ	山西焦煤	3.0	3.3

证券代码	证券简称	货币资金/归母净利润	未分配利润/归母净利润
600348.SH	华阳股份	2.8	3.9
600123.SH	兰花科创	2.6	5.5
601088.SH	中国神华	2.5	4.8
000937.SZ	冀中能源	2.4	2.6
600188.SH	兖矿能源	1.9	2.5
600546.SH	山煤国际	1.5	2.0
601225.SH	陕西煤业	1.0	3.2
600985.SH	淮北矿业	0.9	3.7
600157.SH	永泰能源	0.8	4.8
601918.SH	新集能源	0.8	3.1
平均		2.8	4.1

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：数据截至 2023 年 12 月 31 日

图19：公司货币资金预计可以覆盖未来资本开支



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

备注：其中 2024 年资本开支按照公司 2023 年年度股东大会材料中的 2024 年资本支出计划计算

3、煤炭业务：煤矿成长性可期，吨煤盈利具备可比优势

3.1、新疆矿区产能增量可期，精煤占商品煤产量比重进一步提升

公司在产矿井核定产能 909 万吨/年，新疆矿区产能增量释放可期。公司拥有江苏徐州和新疆两大煤炭生产基地，两大生产基地包括 4 座在产煤矿以及 1 座在建煤矿，主要品种为 1/3 焦煤、气煤、肥煤和不粘煤，是优质炼焦煤和动力煤，目前 4 座在产矿井核定产能 909 万吨/年。其中，江苏徐州基地位于苏鲁交界的江苏省徐州市沛县境内的大屯矿区，包括姚桥煤矿、徐庄煤矿和孔庄煤矿 3 对生产矿井，核定产能 729 万吨/年，煤炭品种为 1/3 焦煤、气煤和肥煤，所生产原煤经洗选加工为精煤（配焦用煤）后对外销售，其中冶炼用六级、九级精煤分别获得国家优质产品银质奖和部优产品称号；新疆基地位于新疆淮南煤田呼图壁白杨河矿区，包括 1 座年

核定生产能力为 180 万吨/年的在产矿井及 1 座年设计生产能力为 240 万吨/年的在建矿井（预计 2025 年底建成投产），主要煤种为不粘煤，为优质的动力煤，其中苇子沟煤矿建成后公司核定产能将达到 1149 万吨/年，核定产能将提升 26.4%，权益产能将达到 1013 万吨，权益产能将提升 23.4%。同时，公司本部拥有 1 个选煤中心 3 座选煤厂，洗选能力 820 万吨/年，江苏本部原煤全部入洗。

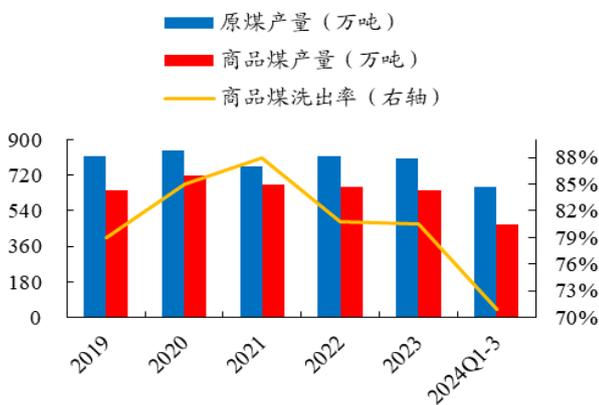
表3：截至 2023 年末，公司在产煤炭产能 909 万吨/年，权益产能 821 万吨/年

主要矿区	地区	主要煤种	资源量 (万吨)	可采储量 (万吨)	证实储量 (万吨)	产能 (万吨/年)	可采年限 (年)	权益占比 (%)	权益产能 (万吨/年)	状态
姚桥煤矿						425		100%	425	在产
徐庄煤矿	大屯矿区	气煤、1/3 焦煤	62,651	21,268	14,690	160	29.2	100%	160	在产
孔庄煤矿						144		100%	144	在产
106 煤矿	新疆矿区	不粘煤	65,075	37,999	27,536	180	90.5	51%	92	在产
苇子沟煤矿						240		80%	192	在建
在产合计	-	-	-	-	-	909	-	-	821	-
在建合计	-	-	-	-	-	240	-	-	192	-
总计			127,725	59,266	42,225	1149	51.6	-	1,013	-

资料来源：公司公告、公司官网、Wind、东方财富网、开源证券研究所

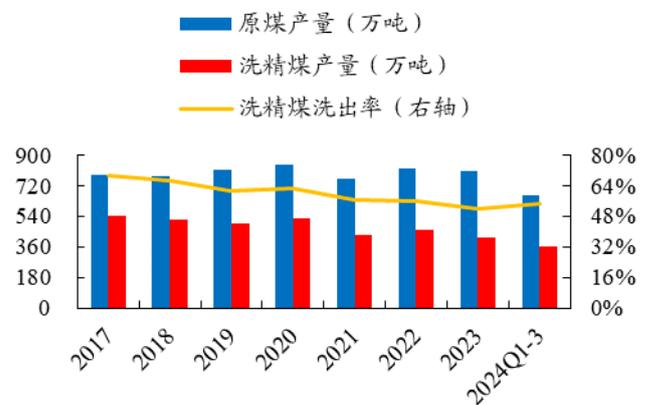
公司商品煤洗选率维持相对稳定，2023 年洗精煤产量占商品煤产量比重达 64.4%。近年来公司商品煤洗出率基本维持在 80% 以上水平，2023 年公司原煤产量为 802.6 万吨，同比-2%，商品煤产量为 646.1 万吨，同比-2.4%，2023 年公司商品煤洗出率为 80.5%，同比-0.3pct。公司煤炭生产以精煤为主，2023 年公司精煤产量为 416.1 万吨，同比-9.3%，精煤洗选率为 51.8%，同比-4.2pct，2023 年公司精煤占商品煤产量比重达 64.4%，同比-4.9pct。2024 年前三季度，公司原煤产量为 662.7 万吨，同比+6.1%，商品煤产量为 470 万吨，同比-3.8%，商品煤洗出率为 70.9%，同比-7.3pct，2024 年商品煤产量下滑是受到地方关系协调、安全监管等因素影响，控股子公司新疆天山煤电（即 106 煤矿）商品煤产销量同比下降较多影响，目前该煤矿生产、销售已趋向正常；2024 年前三季度公司精煤产量 361.4 万吨，同比+12.3%，精煤产量占商品煤产量比重为 76.9%，同比+11pct，公司精煤产量比重同比提升。

图20：2023 年公司商品煤洗选率为 80.5%

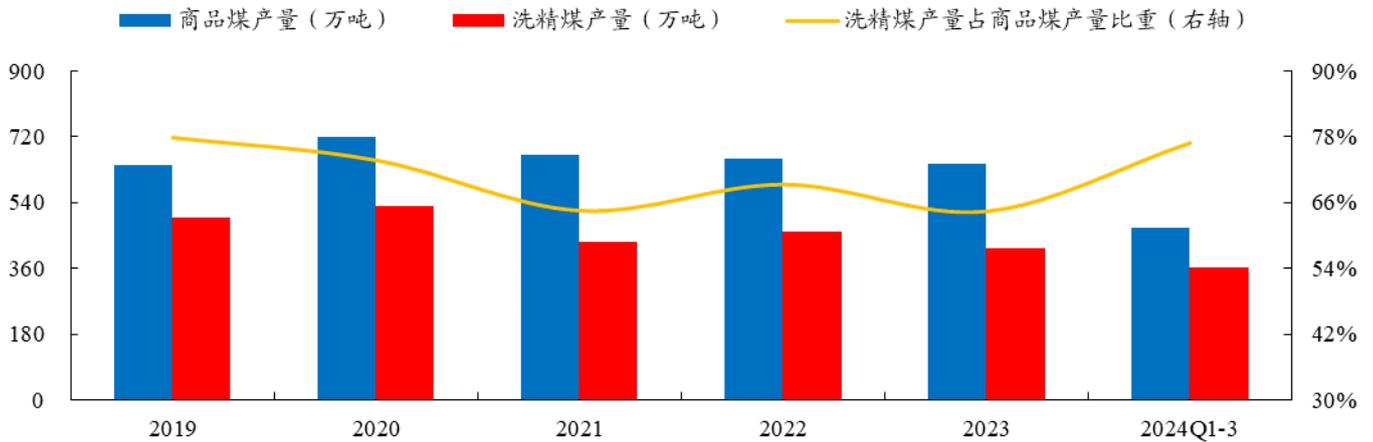


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：2023 年公司精煤洗选率为 51.8%

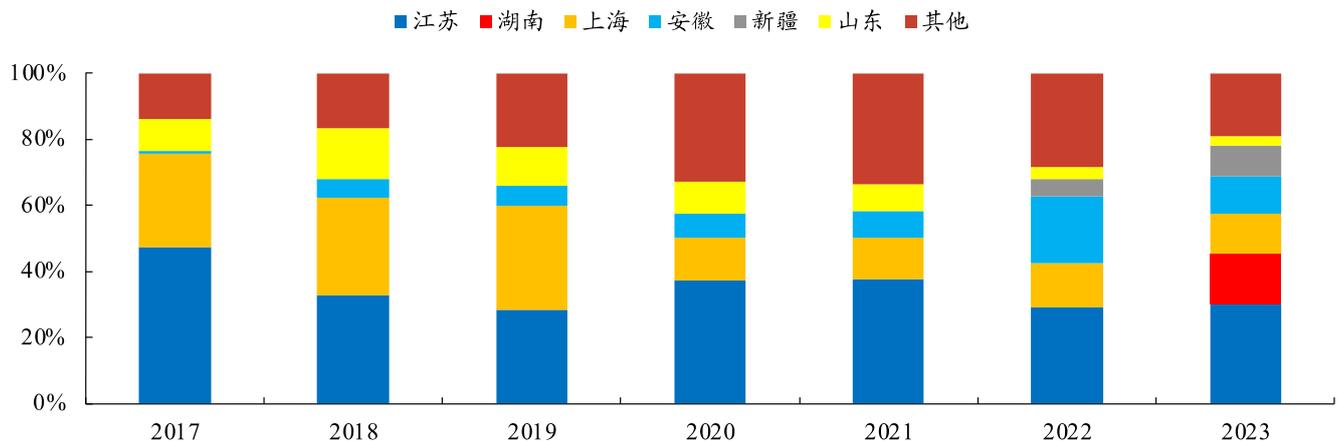


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：2023年公司精煤占商品煤产量比重为64.4%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司煤炭主要销往江苏、湖南、上海、安徽等地区，下游地区煤炭供需缺口呈扩大趋势。公司本部江苏基地地处华东苏鲁豫皖四省交接处，位于淮海和“长三角”徐州工业基地，交通条件和地理位置十分优越，有利于公司综合协调资金、技术、人才、信息等重要资源配置，为公司煤炭及延伸产品提供主要消费市场，运输成本低，具有独特的区位优势。从销售区域来看，公司煤炭主要销往江苏、湖南、上海、安徽等地区，2023年江苏/湖南/上海/安徽/新疆/山东/其他地区煤炭销售收入占比分别为30.2%/15.2%/12.1%/11.2%/9.3%/3.0%/19.0%。以各省市年度原煤消费量-产量来衡量各省市年度煤炭供需缺口，近年来，上海、江苏、安徽、山东等地煤炭供需缺口整体呈扩大趋势，2018-2022年上海/江苏/安徽/山东煤炭供需缺口复合增长率分别达1.9%/1.4%/8.3%/1.6%，公司下游主要销售区域煤炭供需缺口持续扩大，公司煤炭销量有望伴随公司产能稳定释放而提升。

图23：公司煤炭主要销往江苏、湖南、上海、安徽等地区


数据来源：公司公告、开源证券研究所

表4：2018-2022年上海/江苏/安徽/山东煤炭供需缺口复合增长率分别达1.9%/1.4%/8.3%/1.6%

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	CAGR (2018-2022)	变化趋势
北京	45.41	110.93	106.70	116.49	79.29	15.0%	
天津	3547.32	3426.55	3390.25	3428.78	3314.72	-1.7%	
河北	21332.93	20519.55	20334.27	19945.58	20109.62	-1.5%	
山西	-3273.69	-6765.60	-3716.03	-6797.55	-10383.80	-	
内蒙古	-49705.31	-54956.40	-44494.46	-49510.01	-62562.26	-	
辽宁	11995.32	12840.25	13363.78	13315.61	12574.10	1.2%	
吉林	6907.06	7166.92	7088.17	7378.22	6838.49	-0.2%	
黑龙江	8984.99	9784.00	9117.62	9735.09	8638.94	-1.0%	
上海	3577.08	3404.87	3340.26	4003.15	3856.82	1.9%	
江苏	22520.41	21769.03	21613.89	23612.87	23840.19	1.4%	
浙江	13960.44	13441.20	12758.21	15429.95	16145.79	3.7%	
安徽	6349.31	7340.72	7397.96	7623.60	8734.15	8.3%	
福建	7398.05	7707.67	8111.35	9398.80	9093.23	5.3%	
江西	6405.29	6518.08	6670.13	6780.59	7229.80	3.1%	
山东	29394.20	29917.42	29838.60	30685.18	31261.07	1.6%	
河南	12685.47	11293.48	11642.88	13049.37	14412.03	3.2%	
湖北	9623.07	10498.73	9112.23	10594.13	11575.76	4.7%	
湖南	7776.83	7856.70	7665.77	7564.65	7458.34	-1.0%	
广东	16096.33	15842.59	15496.27	18962.99	18628.88	3.7%	
广西	6222.68	7035.07	7366.41	7505.70	7699.97	5.5%	
海南	1162.65	1130.39	1023.84	1133.02	1138.74	-0.5%	
重庆	3753.86	3778.92	3984.33	4503.11	4789.38	6.3%	
四川	4459.25	4923.40	5554.03	5723.16	5353.79	4.7%	
贵州	-205.44	1107.93	1059.84	1140.30	990.60	-	
云南	3066.98	2204.16	2212.43	1827.58	1119.89	-22.3%	
陕西	-35608.77	-34482.85	-38151.94	-42714.63	-45808.37	-	
甘肃	3076.75	2982.68	3286.37	3615.69	3317.39	1.9%	
青海	922.58	236.97	242.04	558.53	787.37	-3.9%	
宁夏	4830.80	5934.42	5904.64	6510.90	6828.15	9.0%	
新疆	292.71	-773.76	-1495.64	-2987.73	-11362.26	-	

数据来源：Wind、同花顺 iFinD、开源证券研究所

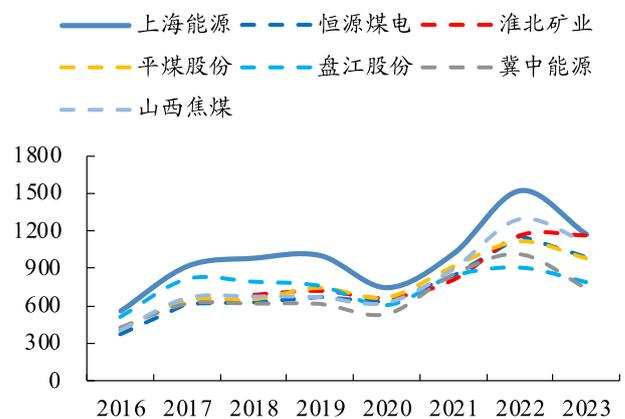
备注：各省市、自治区煤炭供需缺口=各年度原煤消费量-原煤产量来衡量，单位：万吨

3.2、公司吨煤售价高于可比公司，吨煤毛利具备可比优势

公司吨煤综合售价高于可比公司。2021-2022年公司煤炭售价在国内煤价上行的趋势下出现大幅抬升，期间吨煤综合售价为1014.9/1518.8元/吨，同比+36.8%/+49.6%，2023年公司吨煤综合售价跟随市场煤价下降趋势同比-23.2%至1167.1元/吨。横向对比来看，公司吨煤售价在可比公司中相对较高，2023年淮北矿业/山西焦煤/恒源煤电/平煤股份/盘江股份/冀中能源吨煤综合售价为1159.8/1106.8/991.8/983.2/787.7/743.2元/吨。

图24：2023年吨煤售价虽有回落但仍处于较高水平

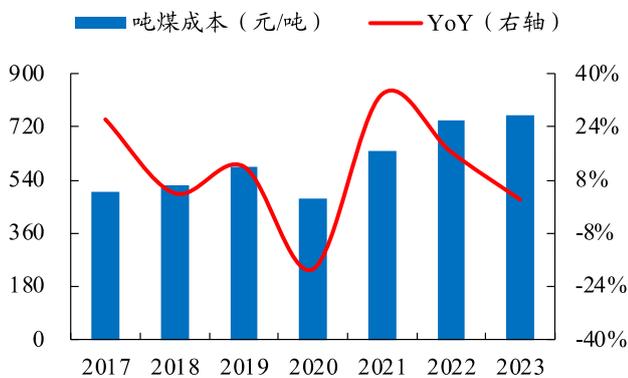

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图25：上海能源吨煤售价在可比公司中较高（元/吨）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

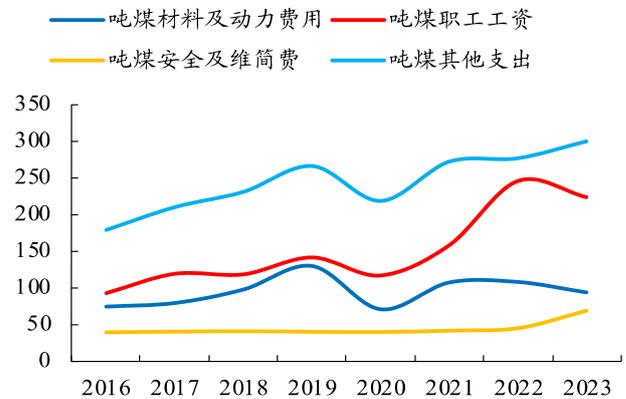
公司吨煤成本有所提升，吨煤毛利较可比公司仍具优势。近年来，公司吨煤成本整体呈上行趋势，2021-2023 年公司吨煤成本连续 3 年上涨，2023 年公司吨煤综合成本为 760.2 元/吨，同比+2.2%。从分拆成本来看，近年来公司职工工资上升明显，2016-2023 年公司吨煤职工工资复合增长率达 13.3%，此外 2016-2023 年公司吨煤安全及维简费/吨煤材料及动力费用/吨煤其他支出分别为 8.4%/3.4%/7.7%。尽管近年来公司吨煤成本整体上行，且公司吨煤成本在可比公司中亦处于较高水平，但公司吨煤毛利仍具备比较优势。2016-2022 年间公司吨煤毛利同山西焦煤水平相近，在可比公司中优势明显，但由于公司 2023 年吨煤价格下滑明显，公司 2023 年吨煤毛利同比-47.5%至 406.9 元/吨，低于山西焦煤 654.6 元/吨、淮北矿业 567.4 元/吨，恒源煤炭 462.9 元/吨水平，但高于冀中能源 333.6 元/吨、平煤股份 315.2 元/吨、盘江股份 218.6 元/吨水平，公司吨煤毛利仍具优势。

图26：2020 年以来公司吨煤成本有所上行



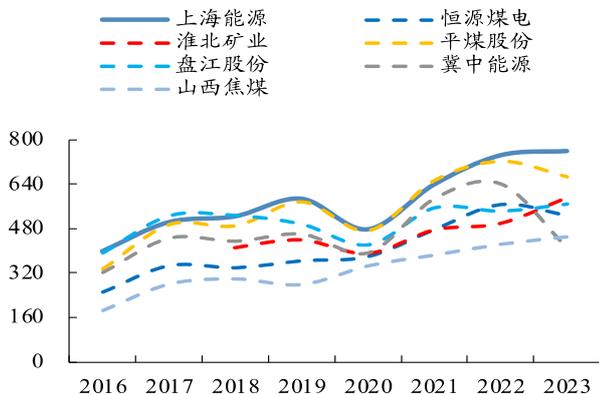
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27：吨煤职工工资及其他支出涨幅较大（元/吨）



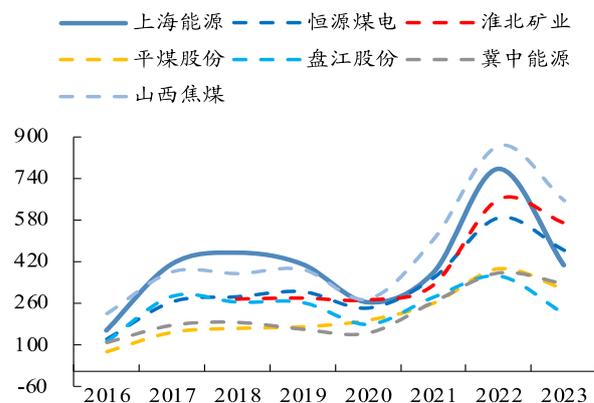
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28：公司吨煤成本相对较高（元/吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图29：公司吨煤毛利具有可比优势（元/吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、其他业务：煤电铝运一体化经营，产业协同效应明显

4.1、电力业务：火电&绿电融合发展，板块盈利逐步改善

公司拥有“发供电、售配电、供暖供热、电力运维”全产业链，发电总装机容量为 1083 兆瓦，其中火电总装机容量 820MW，新能源装机 263MW。公司实现精煤外运、劣煤转化、发电、售电、售热产业链经营模式，煤电一体化的协同优势得到充分发挥，进一步提高公司的盈利能力和抗风险能力，当前公司火电总装机容量 820MW，其中 2×350 兆瓦热电联产网上机组为沛县地区唯一供汽供热源。同时，公司大力发展新能源作为转型升级的重要方向和通道，按照“因地制宜、多能联营、多能互补、多措并举”的发展方向，结合国家产业政策和大型能源基地布局，加强资源储备，目前重点依托江苏本部煤炭采煤塌陷地资源，正在积极推进“源网荷储一体化”示范基地、国家百万千瓦级采煤沉陷区生态治理清洁能源基地、江苏省综合能源示范基地建设，同时加强外省域的新能源资源获取工作。目前公司新能源装机规模达 263MW，在建新能源光伏项目 205MW，在建项目预计 2024 年底并网发电，届时公司发电装机容量将达到 1288MW。

表5：截至 2023 年末，公司发电总装机容量为 1083 兆瓦，其中火电总装机容量 820MW，新能源装机 263MW

类型	项目名称	所属公司	装机规模 (MW)	权益占比	权益规模 (MW)	状态	备注
火电	2*350MW 火电项目	江苏大屯电热有限公司	2*350	100%	2*350	在产	-
火电	2*60MW 火电项目	公司本部	2*60	100%	2*60	在产	-
光伏	新能源示范基地一期项目	公司本部	263	100%	263	在产	-
在运合计	-	-	1083	-	1083	-	-
光伏	新能源示范基地一期优化项目	公司本部	40	100%	40	在建	预计 2024 年底并网发电
光伏	龙东采煤沉陷区光伏项目	中煤江苏新能源有限公司	165	100%	165	在建	预计 2024 年底并网发电
在建合计	-	-	205	-	205	-	-
总计	-	-	1288	-	1288	-	-

资料来源：公司公告、公司官网、Wind、开源证券研究所

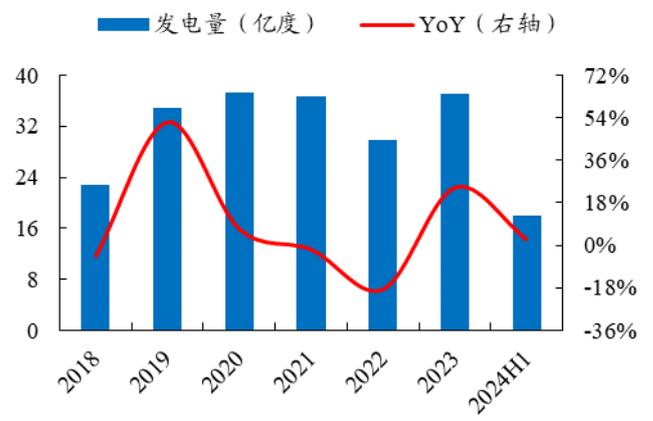
公司发电量稳步提升，板块盈利持续改善。近年来，公司发电量稳步提升，2023 年公司发电量达 37.03 亿度，同比+24.5%，发电利用小时数为 3419 小时，2024 年上半年公司发电量维持增长趋势，2024H1 公司发电量达 17.96 亿度，同比+2.5%。伴随公司装机容量及发电量提升，公司电力板块营业收入亦整体呈增长趋势，2023 年公司电力业务营业收入为 19.5 亿元，同比+15.5%，电力业务营业成本为 17.7 亿元，同比+7.3%，电力业务毛利为 1.8 亿元，同比+326.2%。按照 1 度电消耗 310 克煤计算，2023 年公司电力业务耗煤量约为 115 万吨，2023 年公司自用商品煤量为 44 万吨，按此计算，公司火电业务自用煤占比为 38%，外购煤占比为 62%，随着煤炭价格逐步向合理水平回归，公司电力业务耗煤成本有望下降，电力业务盈利或有望改善。

图30：公司电力装机容量不断提升



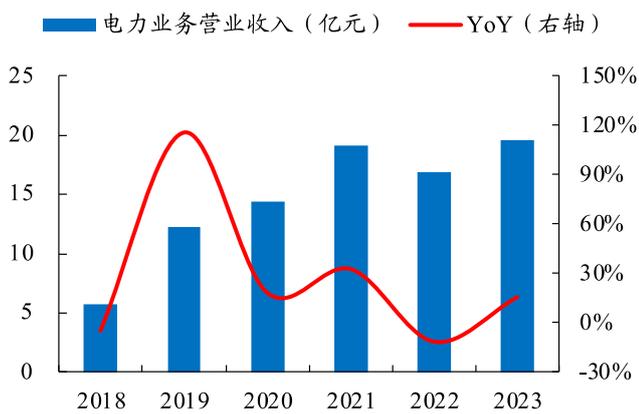
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：2023年公司发电量达37亿度，同比+24.5%



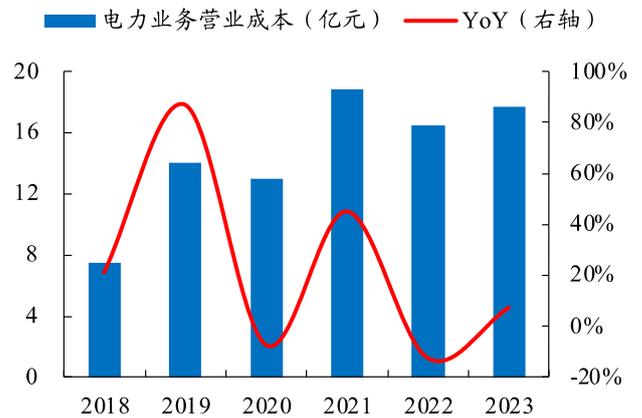
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图32：2023年电力业务营收19.5亿元，同比+15.5%



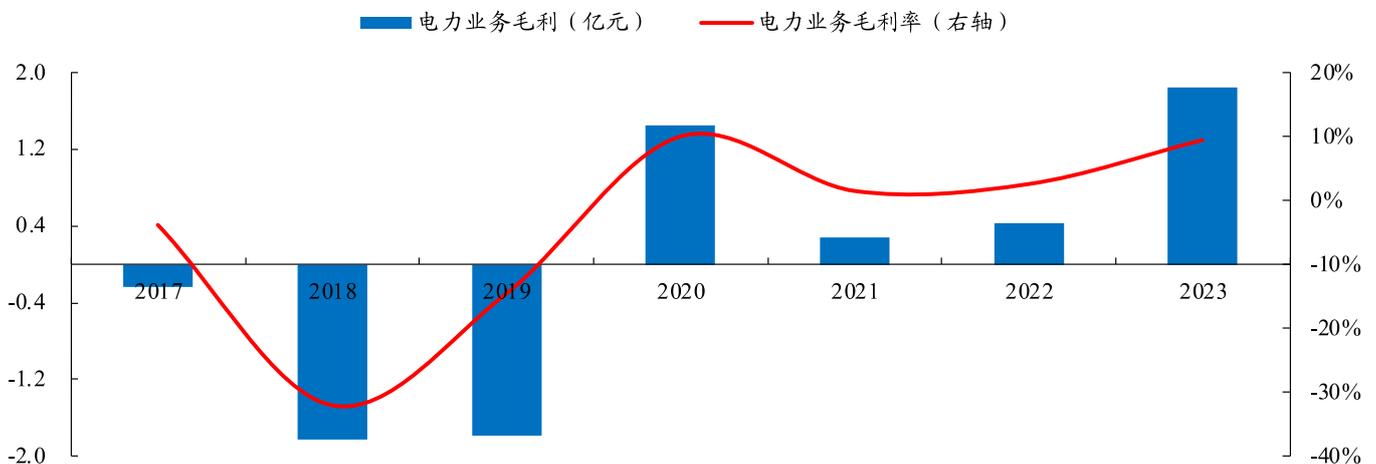
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图33：2023年电力业务成本为17.7亿元，同比+7.3%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图34：2023年公司电力业务毛利率为9.5%，同比+6.9pct

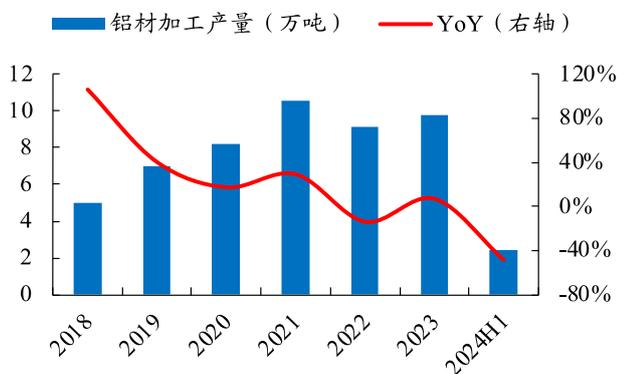


数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、其他业务：完善铝加工布局，自营铁路及设备制修协同效应明显

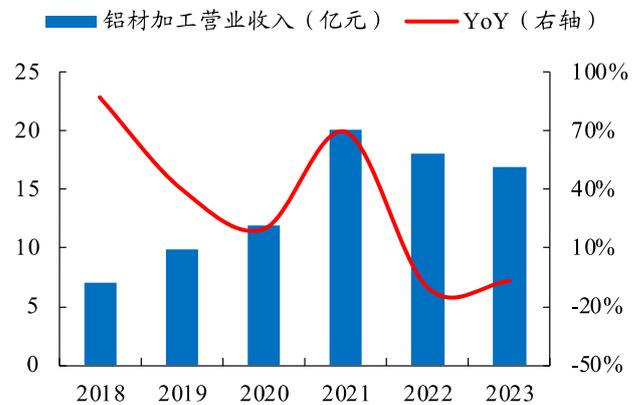
公司完善铝加工布局，自营铁路及设备制修协同效应明显。公司铝加工年生产能力为 10 万吨，2023 年公司铝材加工量 9.78 万吨，同比+7.1%，2024H1 公司铝材加工量 2.44 万吨，同比-48.3%。2023 年公司铝加工业务实现营业收入 16.86 亿元，同比-6.7%，铝加工业务营业成本 17.12 亿元，同比-7.4%，铝加工业务毛利为-0.26 亿元。同时，公司拥有自营铁路 181.9 公里，年运输能力为 1300 万吨，2023 年公司铁路货运量为 1209.9 万吨，同比-8.3%，2024H1 公司铁路货运量为 697 万吨，同比+13.4%。此外，公司所属拓特机械制造有限公司从事煤矿机械设备制造和修理，年设备制修能力 1.8 万吨，2023 年公司设备制修量为 1.93 万吨，同比+3.8%，2024H1 公司设备制修量为 0.92 万吨，同比-1.1%。公司自营铁路及拓特机械制造有限公司在为公司内部服务的同时，同样亦实现向外发展，公司内部业务间协作优势明显。

图35：2023 年公司铝材加工量 9.78 万吨，同比+7.1%



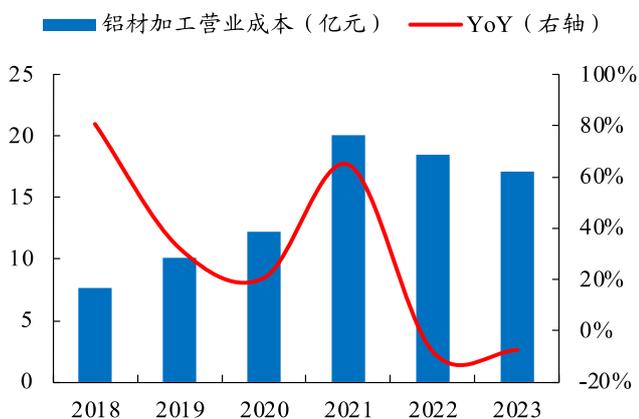
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36：2023 年铝加工营业收入 16.86 亿元，同比-6.7%



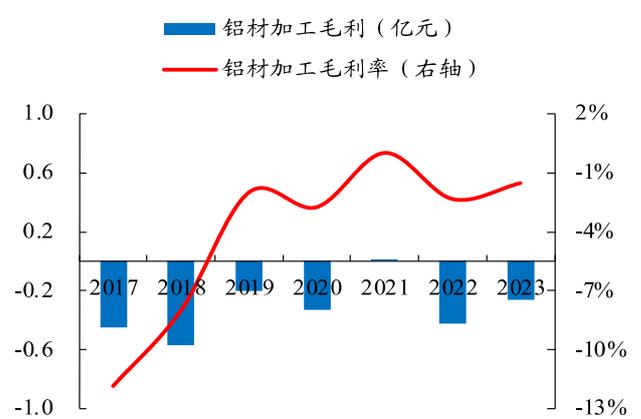
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图37：2023 年铝加工营业成本 17.12 亿元，同比-7.4%

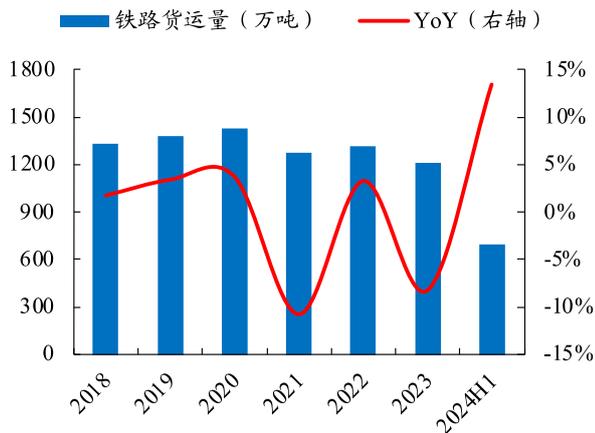


数据来源：公司公告、开源证券研究所

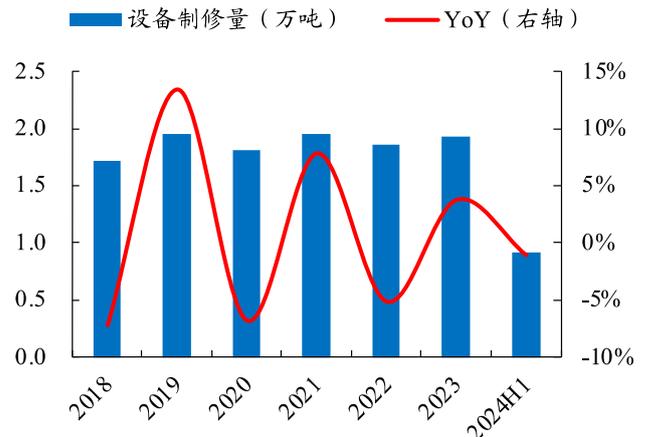
图38：2023 年铝加工毛利为-0.26 亿元，毛利率为-1.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图39：2023 年公司铁路货运量 1209.9 万吨，同比-8.3%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图40：2023 年公司设备制修量为 1.93 万吨，同比+3.8%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测：新项目投产及煤价趋势回升，业绩持续增长

公司煤炭、电力、铝加工及其他业务拆分的主要预测依据：

(1) 煤炭业务：2024 年受安监等因素影响，公司煤炭销量有所下滑，预计 2025 年煤炭销量相对平稳，且由于苇子沟煤矿预计于 2025 年底建成投产，假设 2026 年该煤矿按照约 80% 的洗选率以及 60% 的产能利用率计算，则 2024-2026 年公司商品煤（原煤+精煤）销量预计为 533/538/646 万吨，同比-12%/+1%/+20%。同时伴随“一揽子”增量政策推出，2025 年煤炭需求或有所改善，煤炭价格或有所提升，而 2025 年底伴随苇子沟煤矿投产，由于该矿主要生产动力煤，将拉低公司平均售价，但考虑到国内经济修复、煤价中枢进一步抬升，2026 年公司吨煤售价预计和 2025 年保持相同水平，故假设公司 2024-2026 年吨煤售价为 1100/1130/1130 元/吨，吨煤成本为 760/770/770 元/吨。

(2) 电力业务：虽然 2024 年公司电力业务营收有小幅回落，但成本端原料煤价格亦或有明显下降，2025-2026 年伴随“一揽子”财政政策效果初显，国内经济有望加快复苏，并带动用电需求和原料煤价格提升，假设 2024-2026 年公司电力业务营业收入增速为-0.3%/+5%/+3%，电力业务营业成本增速为-1%/+3%/+2%。

(3) 铝加工业务：2024 年国内铝价同比下滑，公司铝加工业务营收有所下降，且 2024 年成本端氧化铝价格持续走高，铝加工业务毛利率或有所下降，2025-2026 年伴随经济增长对铝需求增加，铝价格有望抬升，同时铝土矿生产安监或有所放松，铝加工业务毛利率或有所改善，假设 2024-2026 年公司铝加工业务营业收入增速为-20%/+5%/+5%，铝加工业务营业成本增速为-18%/+3%/+3%。

公司业绩有望释放。我们预计上海能源 2024-2026 年实现归母净利润 8.1/9.7/12 亿元，同比-16.3%/+19.6%/+23.2%，折合 EPS 分别为 1.12/1.34/1.65 元/股，当前股价对应 PE 分别为 12.5/10.5/8.5 倍。未来公司业绩有望释放：一是公司目前 4 座在产矿井核定产能 909 万吨/年，此外还有一座年设计产能为 240 万吨/年的在建矿井（苇子沟煤矿预计 2025 年底建成投产），建成后公司核定产能将达到 1149 万吨/年（提升 26.4%），权益产能将达到 1013 万吨（提升

23.4%); 二是公司商品煤洗选率维持相对稳定, 2023 年公司洗精煤产量占商品煤产量比重达 64.4%, 且公司吨煤毛利具备可比优势, 伴随国内“一揽子”增量政策发力, 煤炭价格有望企稳回升; 三是公司实现煤电铝运产业链一体化, 产业协同效应明显, 当前公司火电总装机容量 820MW, 新能源装机规模达 263MW, 同时公司在建新能源光伏项目 205MW (在建项目预计 2024 年底并网发电), 届时公司发电装机容量将达到 1288MW。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表6: 2024-2026 年公司煤炭业务盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
核定产能 (万吨)	909.0	909.0	909.0	909.0	1149.0
原煤+精煤销量 (万吨)	579	605	533	538	646
YoY	-0.5%	4.5%	-12.0%	1.0%	20.0%
煤炭业务营业收入 (万元)	879913.5	706627.0	586056.2	608060.0	729672.0
煤炭业务营业成本 (万元)	431095.8	460259.9	404911.6	414341.8	497210.1
煤炭业务毛利 (万元)	448817.7	246367.1	181144.7	193718.2	232461.9
煤炭业务毛利率	51.0%	34.9%	30.9%	31.9%	31.9%
吨煤综合售价 (元/吨)	1518.8	1167.1	1100.0	1130.0	1130.0
吨煤综合成本 (元/吨)	744.1	760.2	760.0	770.0	770.0
吨煤综合毛利 (元/吨)	774.7	406.9	340.0	360.0	360.0

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表7: 2024-2026 年公司电力业务盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (万元)	169212.4	195409.7	194823.5	204564.6	210701.6
YoY	-11.5%	15.5%	-0.3%	5.0%	3.0%
营业成本 (万元)	164872.8	176915.3	175146.2	180400.5	184008.5
YoY	-12.5%	7.3%	-1.0%	3.0%	2.0%
毛利 (万元)	4339.6	18494.4	19677.3	24164.1	26693.0
毛利率	2.6%	9.5%	10.1%	11.8%	12.7%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表8: 2024-2026 年公司铝加工业务盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (万元)	180670.1	168635.0	134908.0	141653.4	148736.1
YoY	-10.2%	-6.7%	-20.0%	5.0%	5.0%
营业成本 (万元)	184877.4	171203.2	140386.6	144598.2	148936.2
YoY	-8.1%	-7.4%	-18.0%	3.0%	3.0%
毛利 (万元)	-4207.3	-2568.2	-5478.7	-2944.9	-200.1
毛利率	-2.3%	-1.5%	-4.1%	-2.1%	-0.1%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

6、估值分析：四维度论述估值，当前仍被明显低估

从四个维度来看，公司当前估值处于较低水平，估值修复未来可期：

维度一：PE 估值低于可比公司。与可比公司相比，淮北矿业、平煤股份、盘江股份、冀中能源、山西焦煤、恒源煤电 6 家公司 2024E-2026E 平均 PE 为 24.1/12.1/9.9 倍，而上海能源为 12.5/10.5/8.5 倍，上海能源估值相对更低。

表9：与可比公司相比，上海能源估值相对较低

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024/11/8
600985.SH	淮北矿业	415	54.3	63.0	66.4	7.6	6.6	6.2	1.0
601666.SH	平煤股份	252	26.3	32.5	35.8	9.6	7.8	7.0	1.0
600395.SH	盘江股份	121	1.2	3.7	5.5	99.4	32.5	22.1	1.1
000937.SZ	冀中能源	218	27.8	28.8	30.8	7.9	7.6	7.1	1.0
000983.SZ	山西焦煤	484	38.7	42.1	48.8	12.5	11.5	9.9	1.3
600971.SH	恒源煤电	117	15.9	16.8	17.2	7.3	6.9	6.8	0.9
	均值					24.1	12.1	9.9	1.1
600508.SH	上海能源	102	8.1	9.7	12.0	12.5	10.5	8.5	0.8

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：总市值为 2024 年 11 月 11 日数据；除冀中能源盈利预测取自 Wind 一致预期外，其他公司盈利预测均为开源证券研究所预测

维度二：高分红兼具成长性，理应享受更高 PE 估值溢价。考虑到公司在央企市值管理背景下积极响应相关政策，实施特别分红和中期分红，且具有进行持续高分红的潜力，同时公司煤炭板块和电力板块未来皆具备成长性，公司盈利有望进一步释放，公司理应享受更高 PE 估值溢价。

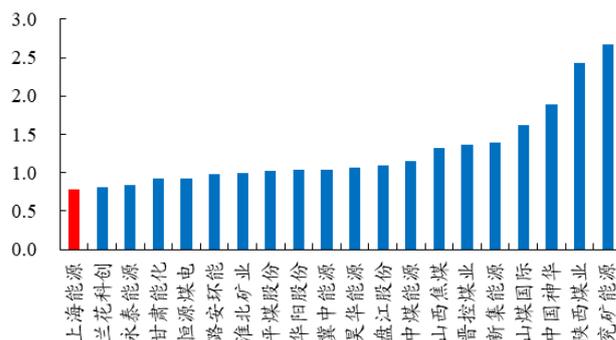
维度三：煤企为数不多破净股，PB 估值有望修复。从横向来看，截至 2024 年 11 月 11 日，上海能源 PB (LF) 为 0.79 倍，而煤炭板块 PB (LF) 为 1.39 倍，上海能源 PB 长期低于板块整体水平，且当前公司 PB (LF) 低于其他主要上市煤企水平，是上市煤企中为数不多的破净股，在市场反攻过程中有望成为优先修复的价值洼地；从纵向来看，公司长期处于破净状态，2024 年 9 月 24 日证监会发布的《上市公司监管指引第 10 号——市值管理（征求意见稿）》，长期破净公司应当制定并经董事会审议后披露上市公司估值提升计划，包括目标、期限及具体措施，相关内容和措施应当明确、具体、可执行，不得使用容易引起歧义或者误导投资者的表述，长期破净公司应当至少每年对估值提升计划的实施效果进行评估，并根据需要及时完善，经董事会审议后披露，且长期破净公司应当就估值提升计划执行情况在年度业绩说明会中进行专项说明，公司后续或进一步出台相应市值管理方案，估值修复未来可期。

图41：上海能源 PB 长期低于煤炭板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：上海能源 PB 为 0.79，在煤企中处于较低水平

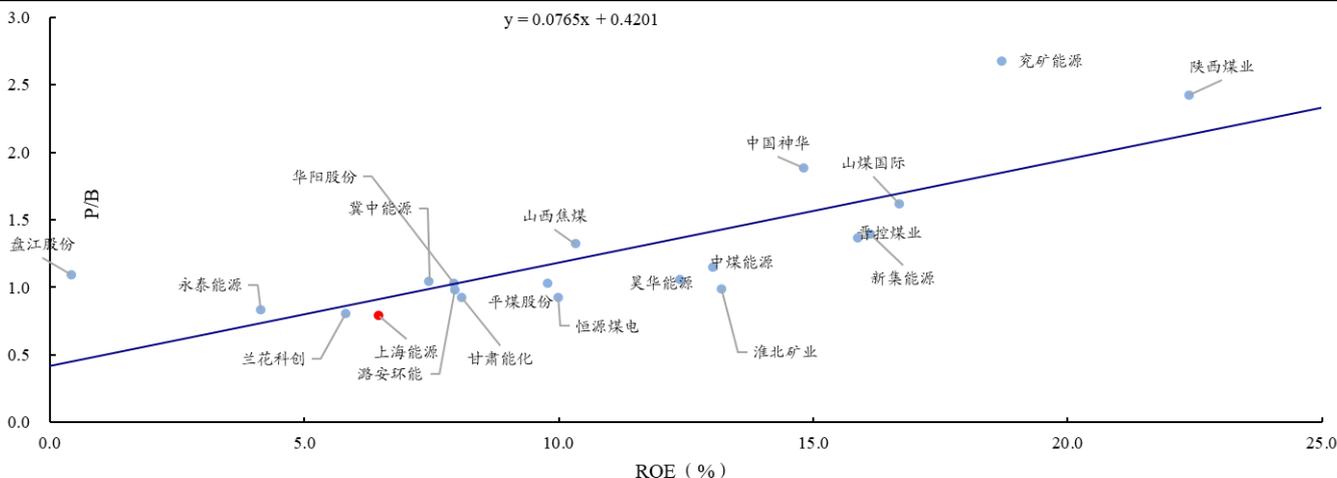


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：PB 数据取自 2024 年 11 月 11 日

维度四：以 PB-ROE 衡量，公司 PB 存在明显折价。通过对主要煤炭上市公司的 PB 和 ROE 进行回归分析，得出煤炭公司 PE 与 ROE 之间存在 $y=0.0765x+0.4201$ 的线性关系，按上海能源 2024 年前三季度 ROE 年化处理计算，当前 PB 估值为 0.79 倍，公司理应享受更高的估值定价。

图43：公司处于 PB-ROE 回归线下方，表明公司被低估



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：PB 数据取自 2024 年 11 月 11 日，其中 ROE 数据为 2024 年前三季度作年化处理

7、风险提示

- (1) **煤价超预期下跌风险**：若煤价大幅下跌，可能会明显影响公司业绩。
- (2) **在建项目进展不及预期风险**：公司拥有一座在建煤矿，若建设进展不及预期，或导致公司业绩释放不及预期。
- (3) **安监形势趋严或影响煤炭生产**：若国内安监形势趋严，则可能影响公司煤炭产能释放，进一步影响公司业绩。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4933	4432	7154	7748	7667
现金	3186	3162	5842	6424	6261
应收票据及应收账款	356	289	313	319	307
其他应收款	10	10	7	10	10
预付账款	48	84	30	89	46
存货	450	290	364	307	444
其他流动资产	882	599	599	599	599
非流动资产	14407	15505	12882	12761	13643
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	10337	11182	8931	8843	9650
无形资产	1321	1307	1441	1562	1648
其他非流动资产	2750	3016	2509	2355	2345
资产总计	19340	19938	20036	20509	21310
流动负债	4255	3599	3566	3571	3658
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1345	1353	1419	1372	1382
其他流动负债	2910	2246	2146	2198	2277
非流动负债	2948	3727	3349	3111	2930
长期借款	999	1153	775	537	356
其他非流动负债	1949	2574	2574	2574	2574
负债合计	7203	7326	6915	6682	6589
少数股东权益	-19	0	-5	15	18
股本	723	723	723	723	723
资本公积	917	917	917	917	917
留存收益	10202	10644	11206	11897	12732
归属母公司股东权益	12157	12612	13127	13813	14704
负债和股东权益	19340	19938	20036	20509	21310

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3817	1383	1445	1564	1835
净利润	1722	978	806	990	1199
折旧摊销	896	861	749	772	850
财务费用	79	62	-37	-105	-104
投资损失	-251	0	-62	-78	-98
营运资金变动	701	-691	-2	-6	-6
其他经营现金流	671	174	-9	-10	-5
投资活动现金流	-613	-1108	1945	-564	-1630
资本支出	1001	1133	-1875	652	1732
长期投资	-86	0	0	0	0
其他投资现金流	474	25	70	88	102
筹资活动现金流	-1016	-332	-710	-418	-369
短期借款	-600	0	0	0	0
长期借款	-84	154	-378	-238	-181
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-331	-486	-332	-180	-188
现金净增加额	2189	-57	2680	583	-164

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12634	10978	9433	9827	11193
营业成本	8271	8499	7508	7706	8629
营业税金及附加	423	349	278	302	351
营业费用	32	34	28	28	32
管理费用	987	640	635	646	754
研发费用	48	48	40	40	46
财务费用	79	62	-37	-105	-104
资产减值损失	-785	-5	0	0	0
其他收益	5	6	17	21	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	251	0	62	78	98
资产处置收益	0	0	8	10	4
营业利润	2262	1346	1070	1319	1600
营业外收入	59	18	37	32	37
营业外支出	-33	12	20	15	4
利润总额	2355	1352	1087	1336	1633
所得税	633	375	281	346	434
净利润	1722	978	806	990	1199
少数股东损益	-18	9	-5	20	4
归属母公司净利润	1740	969	811	971	1196
EBITDA	3221	2194	1734	1947	2308
EPS(元)	2.41	1.34	1.12	1.34	1.65

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	24.4	-13.1	-14.1	4.2	13.9
营业利润(%)	291.0	-40.5	-20.6	23.3	21.3
归属于母公司净利润(%)	365.5	-44.3	-16.3	19.6	23.2
获利能力					
毛利率(%)	34.5	22.6	20.4	21.6	22.9
净利率(%)	13.8	8.8	8.6	9.9	10.7
ROE(%)	14.2	7.8	6.1	7.2	8.1
ROIC(%)	12.2	6.6	4.9	5.7	6.7
偿债能力					
资产负债率(%)	37.2	36.7	34.5	32.6	30.9
净负债比率(%)	-11.8	-8.4	-32.0	-36.3	-34.1
流动比率	1.2	1.2	2.0	2.2	2.1
速动比率	1.0	1.0	1.8	2.0	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	38.9	34.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.9	6.6	5.6	5.7	6.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.41	1.34	1.12	1.34	1.65
每股经营现金流(最新摊薄)	5.28	1.91	2.00	2.16	2.54
每股净资产(最新摊薄)	16.82	17.45	18.16	19.11	20.34
估值比率					
P/E	5.8	10.5	12.5	10.5	8.5
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	2.7	4.1	3.4	2.7	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn