

投资评级 优于大市 维持

成本管控有效，产业链延链强链稳步推进

股票数据

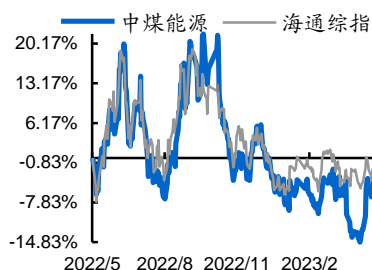
04月28日收盘价(元)	9.01
52周股价波动(元)	7.72-11.69
总股本/流通A股(百万股)	13259/9152
总市值/流通市值(百万元)	119461/119461

相关研究

《22年归母净利润同增33%，大额减值致Q4亏损》2023.03.24

《煤炭业务量效齐增，化工板块盈利下滑》2022.10.27

《大额减值致Q2业绩环比微降，下半年有望价稳量增》2022.08.26

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.7	2.7	2.0
相对涨幅(%)	10.0	3.7	5.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:李淼

Tel:(010)58067998

Email:lm10779@haitong.com

证书:S0850517120001

分析师:王涛

Tel:(021)23219760

Email:wt12363@haitong.com

证书:S0850520090001

分析师:吴杰

Tel:(021)23154113

Email:wj10521@haitong.com

证书:S0850515120001

联系人:朱彤

Tel:(021)23212208

Email:zt14684@haitong.com

投资要点:

- **23Q1 营收/归母净利润同比-4%/+5%**。23Q1 公司实现营收/归母净利润 591.6/71.6 亿元，同比-4.2%/+5.3%。
- **煤炭业务：23Q1 以量补价，成本管控有效。** 1) **产销量**：23Q1 公司商品煤产量/自产煤销量 3330/3257 万吨，同比+9.2%/5.7%，其中动力煤/焦煤销量 2981/276 万吨，同比+8.2%/-15.1%，产量增量或来自 22 年进入试运转的大海则煤矿。2) **售价**：23Q1 自产煤综合售价 671 元/吨，同比-7.7%，其中动力煤/焦煤售价 576/1697 元/吨，同比-6.3%/+1%，煤炭售价同比下滑主要由于公司进一步落实国家保供稳价政策以及受销售结构和品种影响。3) **成本**：23Q1 自产煤单位成本 273 元/吨，同比-12.9%，其中运输费用及港杂费用/材料成本/人工成本/其他成本同比-10.2/-8.9/-6.8/-9.5 元/吨，运输费用及港杂费用下降主要因煤炭产品销售流向变化、承担铁路运输及港杂费用的煤炭销量占比下降，材料和人工成本下降主要因露天矿剥离量和井工矿掘进进尺同比减少，其他成本下降主因新的安全生产费用使用管理办法变化导致专项基金费用化使用同比增加、结余成本减少所致所致。4) **营收和毛利**：23Q1 煤炭业务实现营收/毛利 507.4/132.3 亿元，同比-5.3%/+1.9%，煤炭业务毛利率 26.1%，同比+1.8pct。公司产量进一步释放，成本管控水平领先，实现煤炭业务盈利同比提升。
- **煤化工业务：23Q1 盈利同比下滑，较 22 年下半年好转。** 23Q1 公司聚烯烃/尿素/甲醇销量 36.5/64.5/50.7 万吨，同比+10.9%/+7.9%/+2.8%；销售均价 7056/2718/1832 元/吨，同比-8.4%/+4.7%/-1.4%，单位销售成本 6262/1837/2130 元/吨，同比-5.6%/+7.2%/+21.6%；毛利率水平 11.3%/32.4%/-16.3%，同比-2.6/-1.6/-22.0pct，较 22H2 +9.7/26.2/2.3pct。
- **拟投资 239 亿建设中煤榆林煤炭深加工基地项目，有利于煤炭产业链延链升级，对标世界一流能源企业有望实现提质增效。** 公司全资子公司中煤陕西公司拟投资建设中煤榆林煤炭深加工基地项目，投资金额 238.9 亿元，其中自有资本金投入 30%，计划建设 1 套 EVA 和 3 套聚烯烃装置生产系列高端聚烯烃产品，实现甲醇产能 220 万吨/年、聚烯烃 90 万吨/年。我们认为该项目有利于推动煤炭清洁高效转化利用和煤化工产品高端化、差异化结构调整，充分发挥区域化一体化协同优势，不断提升煤炭产业链价值创造水平。
- **盈利预测与估值。** 我们认为，公司煤炭主业有望价稳量增，煤化工业务有望好转，且对标世界一流能源企业煤炭产业链延链强链稳步推进。我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 233/245/261 亿元，对应 EPS 为 1.75/1.85/1.97 元，参考可比公司，给予 2023 年 7-9 倍 PE，对应合理价值区间 12.28~15.79 元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示。** 下游需求大幅下滑、在建矿井未能顺利投产。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	239828	220577	226832	222524	224418
(+/-)YoY(%)	70.1%	-8.0%	2.8%	-1.9%	0.9%
净利润(百万元)	13739	18241	23269	24515	26090
(+/-)YoY(%)	132.6%	32.8%	27.6%	5.4%	6.4%
全面摊薄 EPS(元)	1.04	1.38	1.75	1.85	1.97
毛利率(%)	17.8%	25.1%	26.6%	27.2%	28.2%
净资产收益率(%)	12.0%	13.9%	15.8%	14.9%	14.3%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 分业务盈利预测

		2022	2023E	2024E	2025E
煤炭	自产煤销量 (万吨)	12034	13234	13976	14994
	YOY	7.27%	9.97%	5.60%	7.29%
	自产煤售价 (元/吨)	716	703	686	681
	YOY	11.40%	-1.78%	-2.46%	-0.75%
	自产煤毛利率	54.90%	54.77%	53.78%	53.43%
	总收入 (亿元)	1903	1952	1916	1940
	YOY	-9.62%	2.60%	-1.85%	1.27%
	毛利率	26.27%	27.52%	28.29%	29.33%
煤化工	聚烯烃销量 (万吨)	147	150	150	150
	单位价格 (元/吨)	7402	7174	7065	6956
	毛利率	7.00%	6.93%	7.39%	7.81%
	尿素销量 (万吨)	179	220	220	220
	单位价格 (元/吨)	2612	2624	2475	2376
	毛利率	27.95%	30.42%	29.19%	29.19%
	总收入 (亿元)	227.01	236.19	229.18	223.73
	YOY	3.89%	4.04%	-2.96%	-2.38%
	毛利率	13.34%	15.13%	14.79%	14.95%
其他	总收入 (亿元)	76	80	80	80
	YOY	2.04%	5.10%	0.00%	0.00%
	毛利率	31.62%	37.50%	37.50%	37.50%
总计	总收入 (亿元)	2206	2268	2225	2244
	YOY	-8.03%	2.84%	-1.90%	0.85%
	毛利率	25.12%	26.58%	27.23%	28.19%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			BPS (元)	PB (倍)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2023E
601225.SH	陕西煤业	19.57	3.19	3.28	3.35	6.1	6.0	5.8	11.67	1.68
601088.SH	中国神华	29.08	3.66	3.77	3.91	7.9	7.7	7.4	20.95	1.39
002128.SZ	电投能源	13.47	1.98	2.15	2.33	6.8	6.3	5.8	12.93	1.04
600403.SH	晋控煤业	11.17	2.45	2.38	-	4.6	4.7	-	11.44	0.98
601918.SH	山煤国际	17.30	3.69	3.81	3.91	4.7	4.5	4.4	9.58	1.81
601001.SH	甘肃能化	3.37	0.55	0.62	-	6.1	5.4	-	3.43	0.98
600546.SH	恒源煤电	9.31	2.25	2.36	2.32	4.1	3.9	4.0	10.81	0.86
	平均					5.8	5.5	5.5		1.25

 注: 收盘价为 2023 年 4 月 28 日价格, 可比公司 EPS、BPS 为 wind 一致预期; 因大有能源、新集能源、郑州煤电无 wind 一致预测数据, 故从可比表删除。
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	220577	226832	222524	224418
每股收益	1.38	1.75	1.85	1.97	营业成本	165158	166529	161933	161161
每股净资产	9.86	11.09	12.39	13.76	毛利率%	25.1%	26.6%	27.2%	28.2%
每股经营现金流	3.29	3.39	3.57	3.73	营业税金及附加	7857	7032	6676	6508
每股股利	0.00	0.53	0.55	0.59	营业税金率%	3.6%	3.1%	3.0%	2.9%
价值评估 (倍)					营业费用	929	907	890	898
P/E	6.01	4.71	4.47	4.20	营业费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
P/B	0.84	0.75	0.67	0.60	管理费用	5246	4537	4450	4488
P/S	0.50	0.48	0.49	0.49	管理费用率%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%
EV/EBITDA	2.10	1.42	0.82	0.16	EBIT	40615	46919	47462	50016
股息率%	0.0%	6.4%	6.7%	7.1%	财务费用	3728	3629	3565	3601
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
毛利率	25.1%	26.6%	27.2%	28.2%	资产减值损失	-8801	-4000	-2000	-1500
净利润率	8.3%	10.3%	11.0%	11.6%	投资收益	5035	3600	3300	3200
净资产收益率	13.9%	15.8%	14.9%	14.3%	营业利润	33166	43190	45497	48414
资产回报率	5.4%	6.5%	6.5%	6.5%	营业外收支	-268	-100	-100	-100
投资回报率	12.6%	13.1%	12.2%	12.0%	利润总额	32897	43090	45397	48314
盈利增长 (%)					EBITDA	51143	56786	57728	60553
营业收入增长率	-8.0%	2.8%	-1.9%	0.9%	所得税	7519	10773	11349	12079
EBIT 增长率	34.4%	15.5%	1.2%	5.4%	有效所得税率%	22.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	32.8%	27.6%	5.4%	6.4%	少数股东损益	7137	9049	9533	10146
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	18241	23269	24515	26090
资产负债率	51.5%	46.5%	42.4%	38.8%					
流动比率	1.18	1.36	1.62	1.90	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.05	1.25	1.52	1.80	货币资金	91026	108214	136047	167744
现金比率	0.87	1.07	1.35	1.64	应收账款及应收票据	8747	6836	6401	6148
经营效率指标					存货	9350	6844	6211	5740
应收帐款周转天数	13.63	11.00	10.50	10.00	其它流动资产	14788	14995	14559	14472
存货周转天数	20.66	15.00	14.00	13.00	流动资产合计	123911	136888	163218	194104
总资产周转率	0.65	0.64	0.59	0.56	长期股权投资	29904	29904	29904	29904
固定资产周转率	1.92	1.99	2.02	2.14	固定资产	114960	114091	110368	104896
					在建工程	11045	13045	11045	10045
					无形资产	48168	49671	50528	50363
					非流动资产合计	216198	218831	213966	207328
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	340109	355720	377184	401432
净利润	18241	23269	24515	26090	短期借款	205	600	500	400
少数股东损益	7137	9049	9533	10146	应付票据及应付账款	25421	24637	25066	26051
非现金支出	19546	13867	12265	12037	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-3132	-376	-413	-661	其它流动负债	79372	75534	75476	75931
营运资金变动	1843	-911	1474	1851	流动负债合计	104998	100772	101042	102382
经营活动现金流	43634	44899	47374	49463	长期借款	39507	34007	28507	23007
资产	-9637	-16100	-7100	-5100	其它长期负债	30546	30546	30546	30546
投资	135	0	0	0	非流动负债合计	70053	64553	59053	53553
其他	-12543	3600	3300	3200	负债总计	175051	165324	160095	155934
投资活动现金流	-22046	-12500	-3800	-1900	实收资本	13259	13259	13259	13259
债权募资	12420	-5105	-5600	-5600	归属于母公司所有者权益	130765	147053	164213	182476
股权募资	110	0	0	0	少数股东权益	34294	43343	52876	63022
其他	-35217	-10105	-10141	-10266	负债和所有者权益合计	340109	355720	377184	401432
融资活动现金流	-22687	-15211	-15741	-15866					
现金净流量	-1097	17188	27833	31697					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

李淼 煤炭/农业行业
王涛 煤炭行业
吴杰 公用事业/煤炭行业/电力设备与新能源

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中煤能源,甘肃能化,神火股份,华阳股份,郑煤机,云鼎科技,兖矿能源,电投能源,天地科技,山西焦煤,潞安环能,平煤股份,中国神华,陕西煤业,淮北矿业,美锦能源

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。