

## 煤炭市场高位运行，产能释放推动业绩大幅增长

2023年03月15日

► **煤炭产能扩张，发展动能进一步增强。**截至 2022 年年底，公司共有矿井 13 座，核定产能 1990 万吨/年，权益产能 1387 万吨/年。其中 8 座在产矿井，5 座在建矿井。在产矿井合计产能 1420 万吨，在产权权益产能 947 万吨；在建矿井合计产能 570 万吨，在建权益产能 440 万吨。公司 90 万吨/年沁裕煤矿兼并重组整合项目和 90 万吨/年百盛煤业兼并重组整合项目进展顺利，预计 2023 年可以进入联合试运转。未来伴随新增产能陆续投产，到 2026 年公司在产权权益产能有望增加至 1387 万吨/年，发展动能进一步增强。

► **行业景气向上，供需缺口有望扩大。**公司煤炭产品销售以无烟块煤为主，其余为混煤。无烟块煤全部内部消纳，同时混煤以长协为主，公司业绩稳定。当前煤炭下游行业景气向上，疫情“放开”趋势明确、消费复苏预期强烈有望助力火电需求增长；原料用煤从能源消费总量控制中解放，并结合煤化工“十四五”规划，煤化工或迎产能高潮，有望带动无烟煤需求进一步提升。随着煤化工相关政策逐步落地，无烟煤供需缺口预计扩大，公司整体售价有望进一步提升。对比山西省其他煤炭行业上市公司，公司自产煤毛利率处于行业内较高水平，随着产能扩张与预期价格提升，公司盈利空间或将进一步扩大。

► **公司业绩与尿素价格联动性较强，近期尿素价格上涨成为看点。**公司无烟块煤全部由公司尿素厂内部消化，业绩表现与尿素价格波动关联性较强。公司现有尿素生产企业 3 个，产能约 100 万吨/年，2022 年前三季度公司尿素产品产销量同比小幅增长；公司尿素销售价格自 2021 年起也有较为明显的上涨趋势。2023 年 2 月中旬以来尿素价格略有上涨，公司尿素板块业绩仍需观察后续尿素价格走势，有望为公司贡献业绩增量。

► **二甲醚对公司整体盈利影响有限，己内酰胺盈利能力有所下降。**1) 受市场低迷、成本价格倒挂等因素影响，2019 年以来公司二甲醚业务毛利率为负值，但由于业务在公司整体营收中占比较小，对公司整体盈利影响有限。2) 受纯苯、液氨等主要原料价格上涨的影响，己内酰胺成本增加，2022 年前三季度毛利与 2021 年同期相比大幅下降，公司己内酰胺业务盈利能力有所下降。公司目前已形成独特经营模式，优质无烟煤为煤化工业务提供原料支持，具备一体化经营优势，未来煤化工板块有望企稳上行。

► **投资建议：**公司为山西省煤炭头部企业，煤炭资源储量丰富，无烟煤煤质优越，自产煤毛利率处于行业内较优水平。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 31.42/38.38/40.48 亿元，对应 EPS 分别为 2.75/3.36/3.54 元/股，对应 2023 年 3 月 15 日收盘价的 PE 分别均为 5/4/4 倍，行业中估值较低，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

**风险提示：**经济增速放缓；煤炭价格下跌；在建矿井投产不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	12,860	17,118	18,419	19,113
增长率 (%)	94.1	33.1	7.6	3.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,353	3,142	3,838	4,048
增长率 (%)	527.8	33.5	22.2	5.5
每股收益 (元)	2.06	2.75	3.36	3.54
PE	6	5	4	4
PB	1.2	1.0	0.8	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 3 月 15 日收盘价)

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

13.26 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

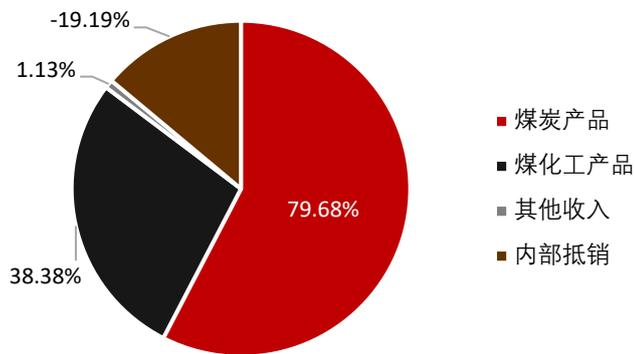
# 目录

<b>1 量价齐升，业绩大幅增长</b>	<b>3</b>
<b>2 产能扩张伴随下游需求修复，盈利空间增加</b>	<b>4</b>
2.1 公司煤炭产能规模处于扩张期	4
2.2 行业景气向上，公司综合售价有望上涨	6
2.3 吨煤成本或将提升，毛利率保持行业内较高水平	7
<b>3 借助原料优势，实现一体化经营</b>	<b>9</b>
3.1 尿素相对保持高景气，近期价格上涨成为看点	9
3.2 二甲醚、己内酰胺业务对公司整体盈利贡献较小	10
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>11</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分	11
4.2 估值分析和投资建议	12
<b>5 风险提示</b>	<b>13</b>
<b>插图目录</b>	<b>15</b>
<b>表格目录</b>	<b>15</b>

## 1 量价齐升，业绩大幅增长

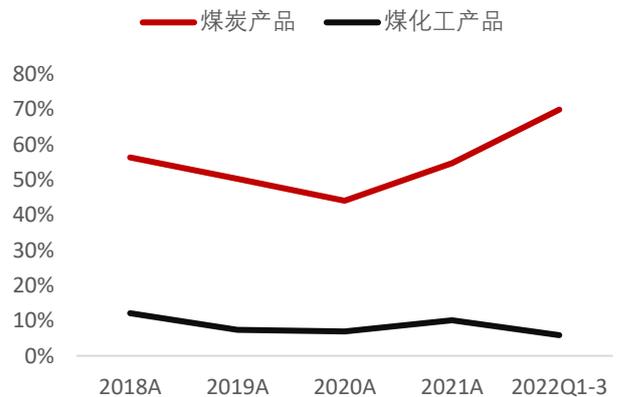
公司主营煤炭业务，煤炭板块毛利率稳步提升。公司主营煤炭、煤化工业务，其中煤炭板块 2021 年营收占比为 79.68%，煤化工板块 2021 年营收占比为 38.38%。2021 年来，煤炭市场处于高位运行，煤炭板块毛利率稳步上升，2022 年前三季度达到 69.93%；煤化工板块 2022 年毛利率预计有所下行，主要受结构性供需错配影响，销售成本抬升，2022 年前三季度毛利率降至 5.86%。

图1：2021 年公司主营业务构成



资料来源：wind，民生证券研究院

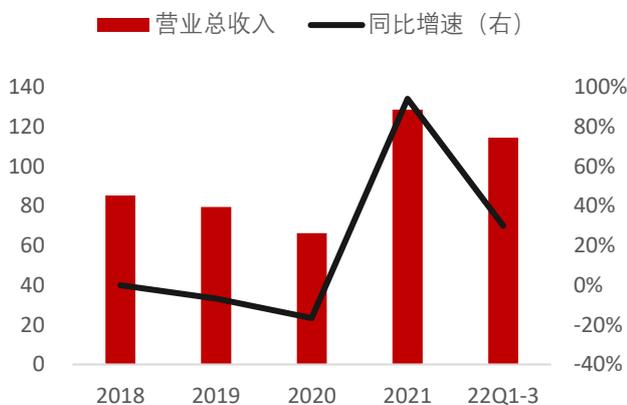
图2：2018-2022Q1-3 公司业务毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

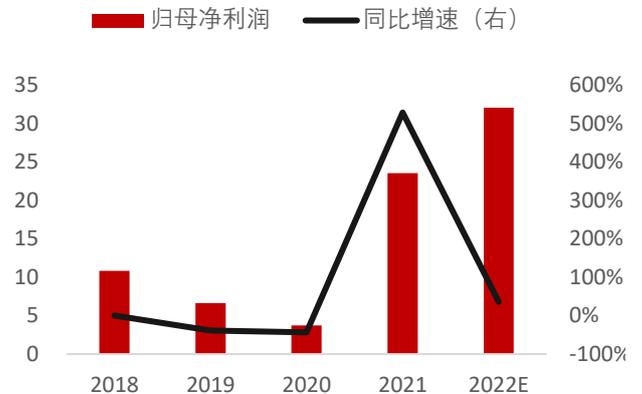
营收与利润同比上涨，2022 年业绩预计大幅增长。2022 年煤价高位运行，公司新增产能稳步释放，盈利空间扩张。公司煤炭销售以长协为主，业绩稳定。根据公司业绩预告及测算，2022 年实现归母净利润 30 到 34 亿元，与上年同期 23.52 亿元相比，同比增加 27.55%到 44.56%。根据公告，公司业绩预增的主要原因是煤炭价格上涨与商品煤产销量的增加。

图3：2018-2022Q1-3 营业收入(亿元)及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2018-2022E 归母净利润(亿元)及增速



注：2022E 数据为业绩预告公告归母净利润区间中位数。

资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 产能扩张伴随下游需求修复，盈利空间增加

### 2.1 公司煤炭产能规模处于扩张期

截至 2022 年年末，公司核定产能 1990 万吨/年，权益产能 1387 万吨/年。公司现拥有 13 座矿井，其中 8 座在产矿井，合计年产能为 1420 万吨，在产权益产能 948 万吨。90 万吨/年的百盛煤矿和 90 万吨/年的沁裕煤矿即将完工转运营，届时公司在产核定产能将达到 1600 万吨/年，在产权益产能达到 1041 万吨/年。到 2026 年，公司在建产能主要包括大阳煤矿水平延深项目（180 万吨/年）、永胜煤业下组煤水平延深项目（120 万吨/年）、百盛煤业兼并重组整合项目（90 万吨/年）、沁裕煤矿兼并重组整合项目（90 万吨/年）、芦河煤业兼并重组整合项目（90 万吨/年），该部分产能释放后，公司在产核定产能将增加至 1990 万吨/年，在产权益产能增加至 1387 万吨/年，发展动能进一步增强。

表1：公司产能情况（截至 2022 年末）

矿井名称	煤种	地质储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	持股比例	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)
唐安煤矿	无烟煤	2.48	0.91	100.00%	180	180
伯方煤矿	无烟煤	2.61	1.50	100.00%	210	180
望云煤矿	无烟煤	1.34	0.46	100.00%	120	120
大阳煤矿	无烟煤	1.46	0.67	100.00%	180	180
玉溪煤矿	无烟煤	2.15	1.34	53.34%	240	128
沁裕煤矿	无烟煤	0.44	0.27	53.00%	90	48
同宝煤矿	无烟煤	0.64	0.30	51.00%	90	46
百盛煤矿	无烟煤	0.60	0.24	51.00%	90	46
芦河煤业	无烟煤	0.72	0.31	51.00%	90	46
亚美大宁	无烟煤	2.46	1.71	41.00%	400	164
宝欣煤业	焦煤	0.47	0.25	44.00%	90	40
口前煤业	动力煤	0.74	0.32	100.00%	90	90
永胜煤矿	动力煤	1.64	0.56	100.00%	120	120
<b>合计</b>		<b>17.75</b>	<b>8.84</b>	<b>9.44</b>	<b>1990</b>	<b>1387</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**公司在建项目进展顺利。**1) 沁裕煤矿兼并重组整合项目进展顺利，预计 2023 年 3 月可以进行联合试运转。2) 百盛煤业兼并重组整合项目进展顺利，预计 2023 年 6 月可以进行联合试运转。3) 永胜煤业下组煤水平延深项目于 2022 年 9 月进行项目施工，预计 2025 年 4 月进行联合试运转。4) 芦河煤业兼并重组整合项目于 2022 年 5 月进行项目施工，预计 2025 年 8 月进行联合试运转。5) 大阳煤矿水平延深项目于 2022 年 7 月进行项目施工，预计 2026 年 10 月进行联合试运转。

表2：公司技改扩建及在建矿井产能情况

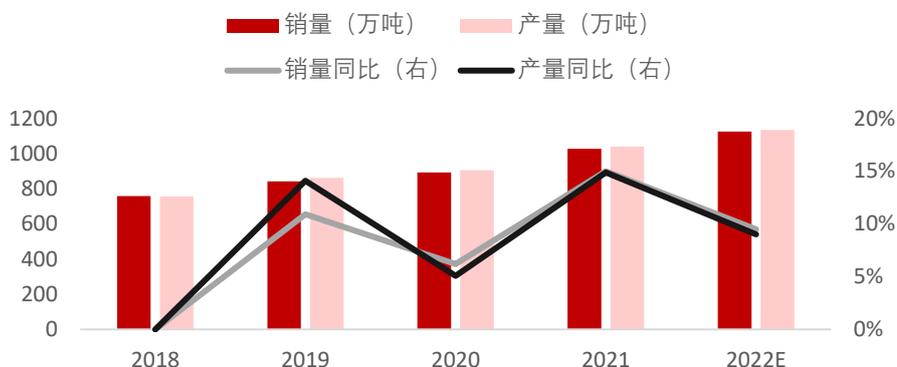
矿井名称	现有产能	规划产能	投产时间
百盛煤矿	90 万吨/年	百盛煤矿现有产能 90 万吨/年，兼并重组整合项目于 2021 年开工建设，建设完成后年产能规模为 90 万吨/年	预计 2023 年 6 月进行联合试运转

大阳煤矿	180万吨/年	大阳煤矿现有产能180万吨/年,水平延伸项目于2021年开工建设,建设完成后年产规模为180万吨/年	预计2026年10月进行联合试运转
永胜煤业	120万吨/年	永胜煤业现有产能120万吨/年,兼并重组整合项目于2021年开工建设,建设完成后年产规模为120万吨/年	预计2025年4月进行联合试运转
沁裕煤矿	90万吨/年	沁裕煤矿现有产能90万吨/年,兼并重组整合项目于2021年开工建设,建设完成后年产规模为90万吨/年	预计2023年3月进行联合试运转
芦河煤业	90万吨/年	芦河煤业现有产能90万吨/年,兼并重组整合项目于2021年开工建设,建设完成后年产规模为90万吨/年	预计2025年8月进行联合试运转

资料来源:公司公告,民生证券研究院

**公司产品销售以无烟块煤为主,产销量持续增长。**近年来公司产销量持续增长,2019-2021年产量达到861.89/905.58/1040.27万吨,同比增速为14.09%/5.07%/14.87%,我们预计2022年达到1134万吨;2019-2021年销量达到840.85/892.97/1026.85万吨,同比增速为10.92%/6.20%/14.99%,我们预计2022年达到1124万吨。产品结构方面,无烟煤占据公司煤炭销售主体地位,其余部分为混煤。近三年无烟煤、动力煤和焦煤产销占比相对稳定。考虑到后续公司投产煤矿大多为无烟煤,预计伴随新建矿井的不断投产,公司无烟煤产量未来有望持续增长。

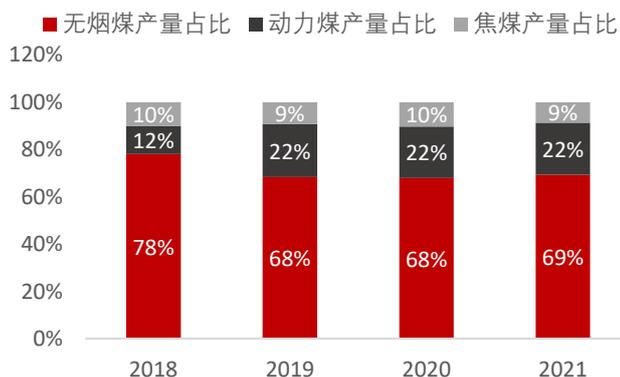
图5:公司2018-2022E产销量持续增长



注:2022E为根据公司2022年前三季度生产经营数据计算预估值。

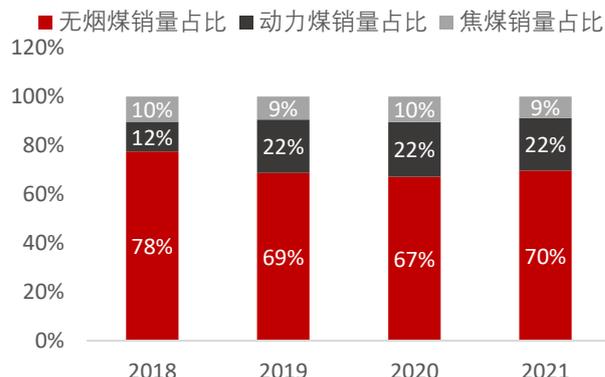
资料来源:wind,民生证券研究院

图6:2018-2021年公司煤炭产量结构



资料来源:wind,民生证券研究院

图7:2018-2021年公司煤炭销量结构



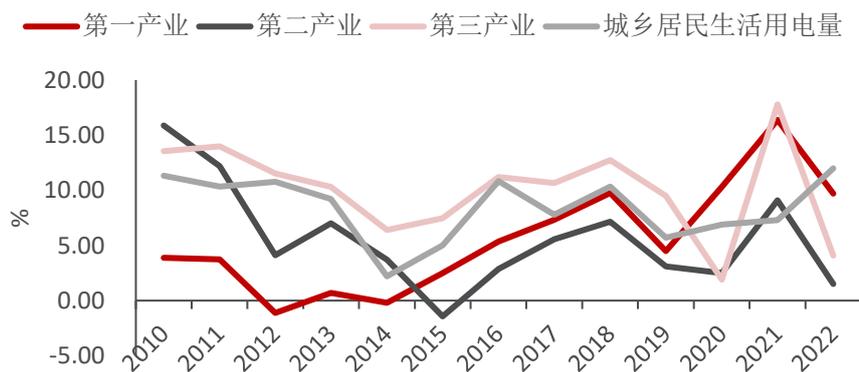
资料来源:wind,民生证券研究院

## 2.2 行业景气向上，公司综合售价有望上涨

### 2.2.1 火电需求韧性充足

**消费复苏有望助力火电需求。**当前疫情“放开”趋势明确，在此背景下，消费复苏预期强烈，中长期来看是拉动经济增长的重要因素。远期看，火电需求韧性强大，只要不出现大的突发事件，保持轻微正增长或将是常态。

**图8：受疫情影响，除居民用电量外，第一、二、三产业用电量增速全面下滑**



资料来源：wind，民生证券研究院；备注：2022年为1-11月数据

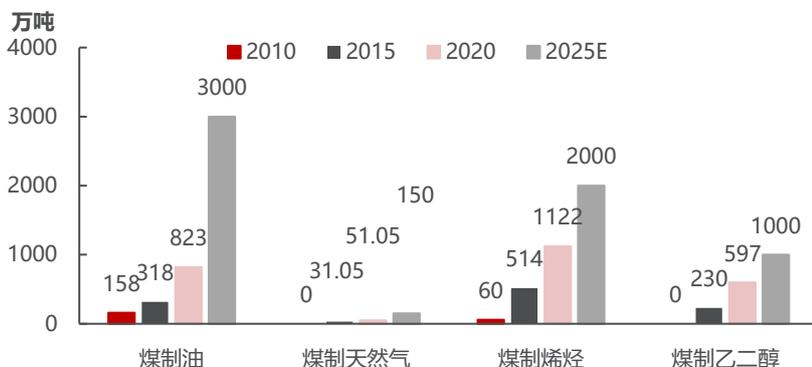
### 2.2.2 化工产能有望持续扩张，带动无烟煤需求提升

**原料用煤从能源消费总量控制中解放，煤化工或迎产能高潮。**据国家发改委网站消息，国家发展改革委、国家统计局发布关于进一步做好原料用能不纳入能源消费总量控制有关工作的通知（下文简称《通知》）。通知明确，在国家开展“十四五”省级人民政府节能目标责任评价考核中，将原料用能消费量从各地区能源消费总量中扣除，据此核算各地区能耗强度降低指标。据通知，原料用能指用作原材料的能源消费，即能源产品不作为燃料、动力使用，而作为生产非能源产品的原料、材料使用。具体范畴是：用于生产非能源用途的烯烃、芳烃、炔烃、醇类、合成氨等产品的煤炭、石油、天然气及其制品等，属于原料用能范畴；若用作燃料、动力使用，不属于原料用能范畴。整体来看，煤化工产业原料用煤不再纳入能源消费总量控制。据煤炭资源网，2021年煤化工行业（甲醇、合成氨、煤制油、煤制气耗煤）耗煤量为22053万吨，占2021年煤炭表观消费量43.92亿吨的5%。2022年前三季度，煤化工行业耗煤量为16916万吨，同比增长1.9%，占2022年前三季度煤炭表观消费量的4.8%。因此综合来看，若《通知》落地，预计约有5%左右的煤炭消费量不再纳入能源消费总量控制。

**煤化工“十四五”规划发展空间仍然较大。**截至2020年煤制油、气、烯烃、乙二醇等四大类投产项目生产主要产品2647万吨，年转化煤炭约9380万吨(标煤)。据《现代煤化工“十四五”发展指南》，“十四五”的发展目标是形成3000万吨/年煤制油、150亿立方米/年煤制气、1000万吨/年煤制乙二醇、100万吨/年煤制芳烃、2000万吨/年煤(甲醇)制烯烃的产业规模，据此判断，煤化工仍有较大

发展空间。

图9：煤化工“十四五”发展目标



资料来源：王强，徐向阳，《“双碳”背景下现代煤化工发展路径研究》；《现代化工》，民生证券研究院

### 2.2.3 供需缺口有望扩大，公司综合售价有望提升

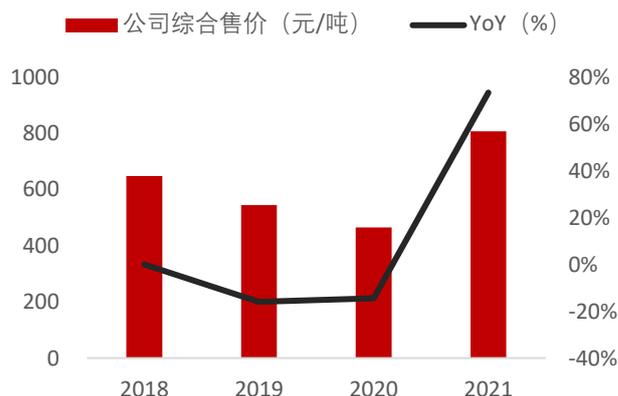
下游供需缺口或将扩大，公司综合售价有望提升。随着煤化工相关政策逐步落地，2023年无烟煤用煤量供需缺口有望扩大。从2018年至2021年，公司综合售价先跌后涨，2021年迎来了大幅反弹，综合售价为806.54元/吨，同比增长约73%，其主要原因是动力煤平均售价增长约332元/吨，同比增长约139%，无烟煤和焦煤平均售价分别增长64%和68%。随着下游供需缺口扩大，公司整体售价有望进一步提升。

图10：公司无烟煤售价迎来反弹



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图11：公司综合售价大幅增长



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.3 吨煤成本或将提升，毛利率保持行业内较高水平

吨煤成本逐年上升，职工薪酬占比增长较快。公司主营煤炭行业，从2018年至2021年，吨煤成本逐年上涨。2021年，公司煤炭营业成本为46.45亿元，同比上涨约69%；吨煤成本257.34元/吨，同比上涨约20%。从吨煤细分成本构成

来看, 职工薪酬和原材料、燃料、动力成本占比近年上升, 摊提折旧和其他成本占比小幅下降。2021年原材料、燃料、动力吨煤成本为45.37元/吨, 同比上涨23.76%, 占比上升至17.63%; 职工薪酬吨煤成本为113.14元/吨, 同比上涨30.19%, 占比上升至43.97%; 摊提折旧吨煤成本为77.38元/吨, 同比上涨约9.15%, 占比降至30.07%。随着未来公司商品煤产量逐步增加以及原材料成本上涨, 公司吨煤成本或将进一步提升。

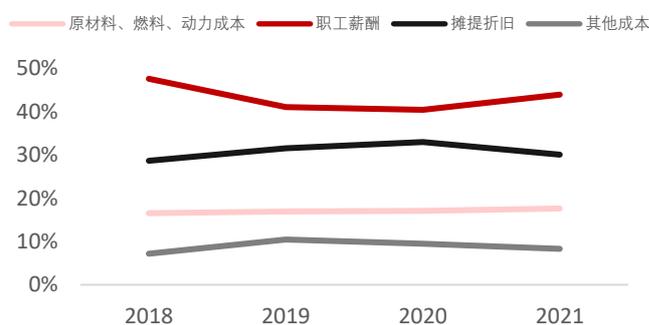
**表3: 吨煤成本拆分 (元/吨)**

行业	成本构成项目	2018	2019	2020	2021
煤炭	原材料、燃料、动力成本	39.05	38.75	36.66	45.37
	职工薪酬	112.39	93.86	86.91	113.14
	摊提折旧	67.64	72.05	70.89	77.38
	其他成本	16.94	23.90	20.43	21.44
	总计	236.02	228.57	214.89	257.34

资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

**图12: 分行业营业成本 (百万元)**


资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

**图13: 吨煤成本构成 (%)**


资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

**公司自产煤毛利率处于行业内较高水平, 未来有望继续维持。**对比山西其他煤炭行业上市公司, 公司自产煤毛利率表现好于山西煤企平均值, 盈利能力位于前列。

**表4: 与山西其他煤炭上市公司自产煤毛利率对比**

上市公司	2018	2019	2020	2021
兰花科创	61.09%	55.80%	50.33%	67.62%
山煤国际	66.33%	62.66%	52.31%	71.48%
晋控煤业	53.57%	56.93%	36.48%	55.90%
华阳股份	19.20%	18.41%	16.79%	37.31%
潞安环能	43.11%	41.95%	35.77%	52.88%
平均毛利率	48.66%	47.15%	38.33%	57.03%

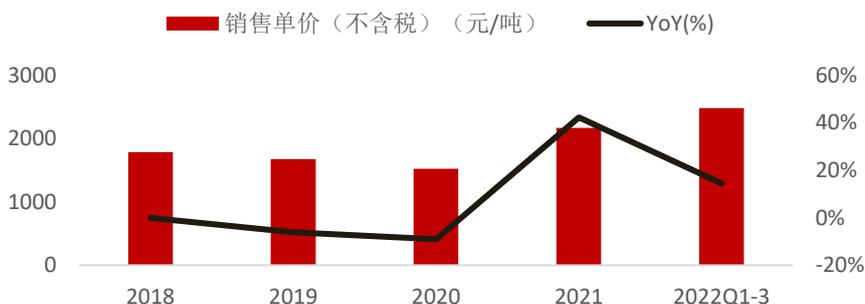
资料来源: wind, 民生证券研究院

### 3 借助原料优势，实现一体化经营

#### 3.1 尿素相对保持高景气，近期价格上涨成为看点

2021 年以来尿素价格重心上移，近期价格上涨成为业绩看点。公司无烟块煤全部销售至公司内部尿素厂，形成煤炭-合成氨-尿素一体化产业链，业绩波动与尿素价格波动相关性较强。销售价格方面，受农产品价格上涨提振化肥需求、国际能源供应紧张、原材料价格上涨和国际化肥价格上升等多方面因素影响，自 2021 年起，公司尿素销售价格有较为明显的上涨趋势。2019 年至 2022 年前三季度，公司尿素销售价格分别为 1675.25 元/吨、1523.79 元/吨、2161.71 元/吨、2481.63 元/吨。2023 年 2 月中旬以来尿素价格略微上涨，是公司近期业绩发展的看点。

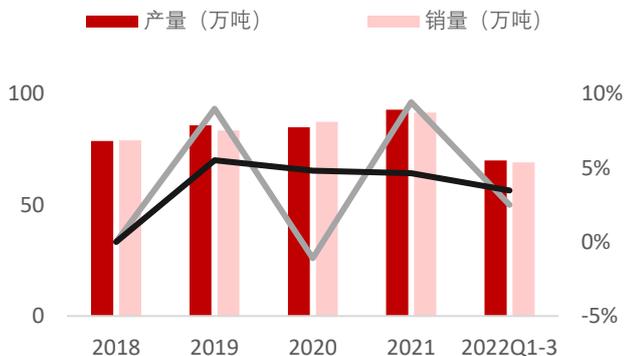
图14：2022 年前三季度公司尿素销售单价创近年新高



资料来源：公司年报，民生证券研究院

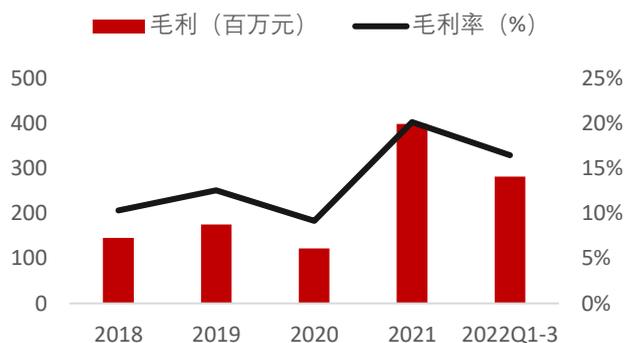
公司现有尿素生产企业 3 个，年尿素产能约 100 万吨。2022 年前三季度尿素产品产量小幅增长，达到 69.89 万吨，同比增长 2.49%；销量小幅增长，2022 年前三季度实现 69.03 万吨，同比增长 3.46%；2022 年前三季度，公司尿素产品保持较高的毛利率水平，为 16.43%。未来尿素行业有望继续保持相对高景气水平，尿素产品继续为公司利润形成贡献。

图15：2022Q1-3 尿素产品产销同比增长



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图16：2022Q1-3 尿素毛利率维持较高水平

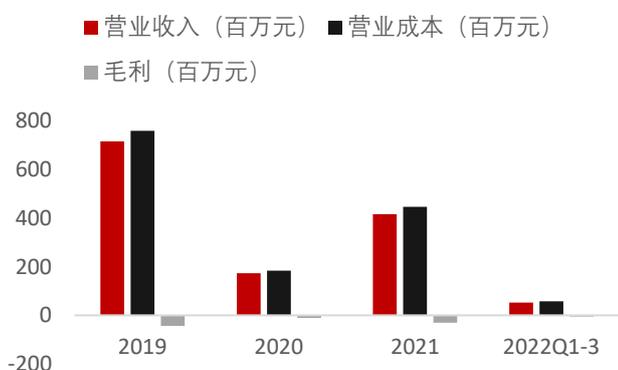


资料来源：公司年报，民生证券研究院

### 3.2 二甲醚、己内酰胺业务对公司整体盈利贡献较小

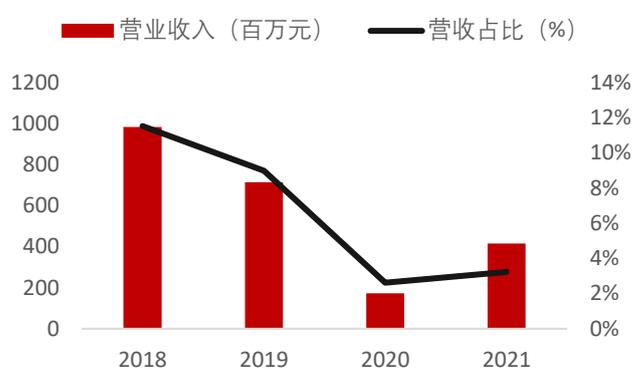
**成本价格倒挂，二甲醚业务 2022 年前三季度利润贡献负值。**公司初步形成了煤炭-甲醇-二甲醚的上下游生产关系。2022 年前三季度，受二甲醚市场持续低迷，成本价格倒挂，以及秋冬季错峰生产等因素影响，除丹峰化工自 5 月下旬至 6 月末通过外购甲醇方式短暂恢复二甲醚系统生产外，公司下属丹峰化工和清洁能源公司两家二甲醚生产企业处于停产状态。2022 年前三季度，公司二甲醚产量 1.49 万吨，同比下降 87.52%；销量 1.54 万吨，同比下降 86.14%；毛利-475 万元，对比 2021 年同期，缺口有所收窄。二甲醚业务占公司整体营收较小，对公司整体盈利影响有限。

图17：二甲醚成本价格倒挂



资料来源：公司年报，民生证券研究院

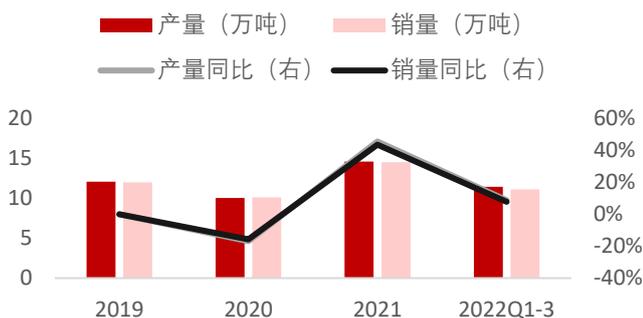
图18：二甲醚占公司总体营收较小



资料来源：公司年报，民生证券研究院

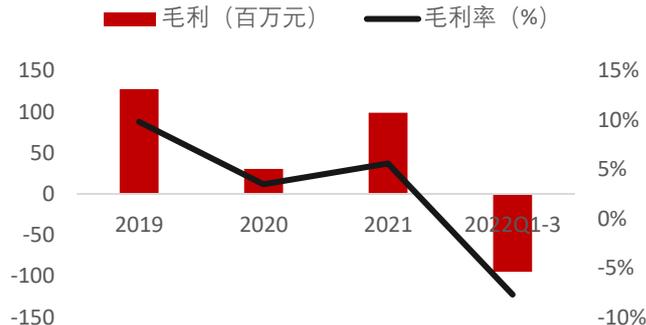
**上游原料价格上涨，己内酰胺盈利能力有所下降。**公司初步形成煤炭-合成气-合成氨-己内酰胺一体化产业链。2019 至 2022 前三季度，公司己内酰胺产量分别为 12.07 万吨、10.03 万吨、14.59 万吨和 11.41 万吨，销量分别为 11.99 万吨、10.10 万吨、14.49 万吨和 11.11 万吨。2022 年上半年受纯苯、液氨等己内酰胺的主要原料价格上涨影响，己内酰胺成本增加，2022 年前三季度己内酰胺毛利为-9477 万元，对比 2021 年同期 8103 万元有大幅下降，公司己内酰胺业务盈利能力有所下降。

图19：2022Q1-3 己内酰胺产销同比增长



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图20：2022Q1-3 己内酰胺盈利同比下降



资料来源：公司年报，民生证券研究院

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主营业务为煤炭业务，包括无烟煤、动力煤和焦煤业务；其他业务包括煤化工业务。煤炭业务为公司主要利润来源，毛利占比达 91%以上，因此我们主要立足煤炭业务进行相关假设。根据上文，我们做出如下假设：

#### 1) 煤炭业务

**产量：**由于公司近期新建矿井投产，预计产销量整体保持稳定发展，产能利用率有望提升，预计 2022-2024 年产量分别为 1134/1203/1227 万吨。

**售价：**由于煤炭行业产能瓶颈持续，预计煤价将保持高位并持续上涨，进而带动公司综合售价走高，预计 2022-2024 年公司综合售价分别为 1119/1167/1222 元/吨。

**成本：**公司成本控制良好，2021 年由于原材料价格原因成本有所增加，预计 2022-2024 年公司煤炭单位成本为 309/340/357 元/吨。

表5：煤炭业务假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
产销率	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99
商品煤产量 (万吨)	905.58	1040.27	1133.89	1202.89	1226.95
商品煤销量 (万吨)	892.97	1026.85	1124.40	1190.86	1214.68
无烟煤	600.49	715.09	783.02	822.17	838.62
动力煤	199.20	221.50	242.54	261.95	267.18
焦煤	93.28	90.26	98.83	106.74	108.88
单价 (元/吨)	465.36	806.54	1119.19	1167.56	1222.44
单位成本 (元/吨)	214.89	257.34	308.81	339.69	356.67

资料来源：公司年报，民生证券研究院

#### 2) 煤化工业务

**销量：**公司年尿素产能约 100 万吨，产量较为稳定；二甲醚生产企业 2022 年受市场低迷影响年内长期停产，我们预计后续产销可以逐渐恢复；公司已内酰胺年产能 14 万吨，产销接近。我们预计，2022-2024 年尿素销量为 92.00/92.00/92.00 万吨，二甲醚销量为 4.50/9.00/13.00 万吨，己内酰胺销量为 14.00/14.00/14.00 万吨。

表6：煤化工业务销量假设 (万吨)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
尿素	87.38	91.42	92.00	92.00	92.00
二甲醚	7.62	13.65	4.50	9.00	13.00
己内酰胺	10.1	14.49	14.00	14.00	14.00
合计	105.1	119.56	110.5	115	119

资料来源：公司年报，民生证券研究院

根据相关假设，我们预 2022-2024 年公司营业收入将分别实现 171.18/184.19/191.13 亿元。

表7：营收预计（亿元）

业务板块	项目	2021A	2022E	2023E	2024E
煤炭	营业收入	102.47	145.84	159.04	168.49
	YOY	109.05%	42.33%	9.05%	5.94%
	毛利率	54.67%	54.80%	54.86%	55.33%
煤化工	营业收入	49.35	40.24	41.31	40.73
	YOY	78.78%	-18.47%	2.66%	-1.39%
	毛利率	10.14%	2.72%	6.68%	6.03%
内部抵销	营业收入	-24.67	-16.22	-17.42	-19.44
	YOY	117.00%	-34.24%	7.38%	11.58%
	毛利率	1.03%	2.97%	3.32%	2.25%
其他主营业务	营业收入	1.45	1.33	1.26	1.35
	YOY	44.86%	-8.21%	-4.94%	6.60%
	毛利率	17.91%	20.38%	20.36%	19.49%
合计	营业收入	128.60	171.18	184.19	191.13
	YOY	94.07%	33.12%	7.60%	3.77%
	毛利率	47.47%	47.17%	48.66%	50.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

## 4.2 估值分析和投资建议

基于公司主要盈利来源为煤炭业务，且主要煤种为无烟煤、动力煤和焦煤，且延伸煤炭产业链发展煤化工业务，我们选取中国神华、陕西煤业、山西焦煤、华阳股份、以及中煤能源为可比公司，可比公司 2022-2023 年 PE 均值为 6/5。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 31.42 亿元、38.38 亿元、40.48 亿元，折合 EPS 分别为 2.75/3.36/3.54 元/股，对应 PE 分别为 5/4/4 倍，估值低于可比公司均值（基于 2023 年 3 月 15 日股价）。

公司为山西省煤炭头部企业，煤炭资源储量丰富，资源禀赋优异，行业中估值较低，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

表8：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
601088.SH	中国神华	28.84	2.53	3.53	3.78	11	8	8
601225.SH	陕西煤业	19.44	2.18	3.62	3.59	9	5	5
000983.SZ	山西焦煤	11.64	0.80	2.08	2.29	15	6	5
600348.SH	华阳股份	14.28	1.47	2.91	3.14	10	5	5
601898.SH	中煤能源	8.88	1.00	1.85	1.92	9	5	5
	均值	16.62	1.60	2.80	2.94	11	6	5
600123.SH	兰花科创	13.26	2.06	2.75	3.36	6	5	4

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用民生证券研究院预测，股价时间为 2023 年 3 月 15 日

## 5 风险提示

**1) 经济增速放缓风险。**公司煤炭产品受下游冶金、化工、建材等行业影响较大，与宏观经济密切相关，若后续相关行业增速下行，对需求侧产生较大压力。

**2) 煤炭价格下跌风险。**目前煤炭持续高位运行，若煤价开启下行趋势，可能影响公司业绩。

**3) 在建矿井投产不及预期的风险。**目前公司有多个矿井在推进或规划中，若项目进度不及预期，可能影响公司后续产能释放速度。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12,860	17,118	18,419	19,113
营业成本	6,755	9,044	9,456	9,556
营业税金及附加	777	1,027	1,105	1,147
销售费用	136	171	184	191
管理费用	1,285	1,712	1,842	1,911
研发费用	24	51	55	57
EBIT	3,870	5,178	5,894	6,329
财务费用	523	313	280	251
资产减值损失	-615	-95	-122	-150
投资收益	280	599	645	669
营业利润	3,051	5,369	6,137	6,597
营业外收支	-99	-595	-242	-312
利润总额	2,952	4,774	5,895	6,285
所得税	948	1,432	1,768	1,886
净利润	2,003	3,342	4,126	4,400
归属于母公司净利润	2,353	3,142	3,838	4,048
EBITDA	5,029	6,373	7,188	7,703

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,700	6,449	8,818	12,080
应收账款及票据	550	766	822	854
预付款项	122	163	161	153
存货	607	794	830	839
其他流动资产	2,967	3,645	3,915	4,060
流动资产合计	6,947	11,817	14,546	17,986
长期股权投资	1,404	1,933	2,481	3,026
固定资产	11,085	11,214	11,259	11,220
无形资产	5,670	5,832	5,826	5,823
非流动资产合计	21,779	21,936	22,084	22,164
资产合计	28,726	33,753	36,631	40,151
短期借款	5,395	5,395	5,395	5,395
应付账款及票据	2,688	3,915	4,404	4,765
其他流动负债	3,600	4,475	3,882	4,039
流动负债合计	11,683	13,786	13,681	14,199
长期借款	1,100	1,616	1,616	1,616
其他长期负债	3,044	2,810	2,810	2,810
非流动负债合计	4,145	4,426	4,426	4,426
负债合计	15,828	18,212	18,107	18,625
股本	1,142	1,142	1,142	1,142
少数股东权益	-166	34	323	675
股东权益合计	12,898	15,541	18,523	21,525
负债和股东权益合计	28,726	33,753	36,631	40,151

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	94.07	33.12	7.60	3.77
EBIT 增长率	473.32	33.80	13.83	7.38
净利润增长率	527.84	33.54	22.16	5.47
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	47.47	47.17	48.66	50.00
净利润率	18.29	18.35	20.84	21.18
总资产收益率 ROA	8.19	9.31	10.48	10.08
净资产收益率 ROE	18.01	20.26	21.09	19.41
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.59	0.86	1.06	1.27
速动比率	0.51	0.78	0.98	1.19
现金比率	0.23	0.47	0.64	0.85
资产负债率 (%)	55.10	53.96	49.43	46.39
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	2.83	3.00	3.00	3.00
存货周转天数	32.81	33.00	33.00	33.00
总资产周转率	0.47	0.55	0.52	0.50
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.06	2.75	3.36	3.54
每股净资产	11.44	13.57	15.93	18.25
每股经营现金流	2.88	5.23	5.14	5.46
每股股利	0.75	1.00	1.22	1.29
<b>估值分析</b>				
PE	6	5	4	4
PB	1.2	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.34	2.92	2.14	1.57
股息收益率 (%)	5.66	7.55	9.23	9.73

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2,003	3,342	4,126	4,400
折旧和摊销	1,159	1,195	1,294	1,374
营运资金变动	-885	986	385	332
经营活动现金流	3,287	5,977	5,867	6,239
资本开支	-790	-1,648	-1,137	-1,222
投资	-1	5	0	0
投资活动现金流	-815	-1,441	-1,137	-1,222
股权募资	65	0	0	0
债务募资	-609	258	-861	0
筹资活动现金流	-1,642	-787	-2,362	-1,755
现金净流量	829	3,749	2,368	3,263

## 插图目录

图 1: 2021 年公司主营业务构成.....	3
图 2: 2018-2022Q1-3 公司业务毛利率.....	3
图 3: 2018-2022Q1-3 营业收入(亿元)及增速.....	3
图 4: 2018-2022E 归母净利润(亿元)及增速.....	3
图 5: 公司 2018-2022E 产销量持续增长.....	5
图 6: 2018-2021 年公司煤炭产量结构.....	5
图 7: 2018-2021 年公司煤炭销量结构.....	5
图 8: 受疫情影响, 除居民用电量外, 第一、二、三产业用电量增速全面下滑.....	6
图 9: 煤化工“十四五”发展目标.....	7
图 10: 公司无烟煤售价迎来反弹.....	7
图 11: 公司综合售价大幅增长.....	7
图 12: 分行业营业成本 (百万元) .....	8
图 13: 吨煤成本构成 (%) .....	8
图 14: 2022 年前三季度公司尿素销售单价创近年新高.....	9
图 15: 2022Q1-3 尿素产品产销同比增长.....	9
图 16: 2022Q1-3 尿素毛利率维持较高水平.....	9
图 17: 二甲醚成本价格倒挂 .....	10
图 18: 二甲醚占公司总体营收较小 .....	10
图 19: 2022Q1-3 己内酰胺产销同比增长.....	10
图 20: 2022Q1-3 己内酰胺盈利同比下降.....	10

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司产能情况 (截至 2022 年末) .....	4
表 2: 公司技改扩建及在建矿井产能情况 .....	4
表 3: 吨煤成本拆分 (元/吨) .....	8
表 4: 与山西其他煤炭上市公司自产煤毛利率对比.....	8
表 5: 煤炭业务假设.....	11
表 6: 煤化工业务销量假设 (万吨) .....	11
表 7: 营收预计 (亿元) .....	12
表 8: 可比公司 PE 数据对比.....	12
公司财务报表数据预测汇总.....	14

## 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
	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