

投资评级 优于大市 首次覆盖

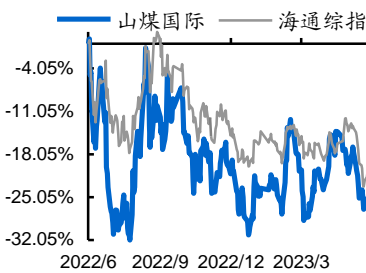
低成本煤炭国企，高分红优质标的

股票数据

06月12日收盘价(元)	13.96
52周股价波动(元)	13.09-21.60
总股本/流通A股(百万股)	1982/1982
总市值/流通市值(百万元)	27675/27675

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.0	0.1	-2.5
相对涨幅(%)	0.3	6.2	0.6

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:

- 位处山西省煤炭主产区，煤种优质弹性突出。**公司所属煤矿分布于山西省大同、忻州、临汾等煤炭主产区，煤种多以贫煤为主，具有低硫、低灰分、高发热量等特点，属于优质的配焦用煤和动力用煤，主要销售给大型炼钢企业和大型发电厂。目前公司已形成动力煤、焦煤、无烟煤三大煤炭生产基地，截至2022年末拥有煤炭资源量/可采储量21.58/8.26亿吨，在产煤矿12座，在建煤矿3座（鑫顺、庄子河、镇里）。
- 积极释放先进产能，持续推进精煤制胜。**公司深入实施“先进产能”“精煤制胜”战略，不断优化生产布局。**1) 产销量:**2022年实现自产煤产/销量4057/3696万吨，同比+0.4%/-1.1%，其中动力煤产/销量2811/2583万吨，同比+3.0%/+1.6%，冶金煤产/销量1247/1113万吨，同比-5%/-7%。**2) 售价和成本:**2022年公司自产煤平均售价738元/吨，同比+16.2%，其中动力煤/冶金煤平均售价566/1136元/吨，同比+11.2%/+26.0%；自产煤平均成本196元/吨，同比+8.1%，其中动力煤/冶金煤平均成本148/305元/吨，同比+13.6%/+6.1%。**3) 降本增效战略:**一方面，公司大力推进矿井数字化、智能化、信息化、自动化建设，推广矿井无人值守、远程遥感技术，以技术进步推动降本增效；另一方面，全面实施财务成本管理，将成本控制量化到每个岗位每位员工，切实做到成本领先。
- 背靠山西煤炭进出口集团，构建产运销贸一体化经营模式。**公司依托三十多年贸易业务的积累，在全国主要煤炭产地都建立煤炭贸易公司及发运站点，在主要出海通道设立了港口公司，形成独立完善的货源组织体系和煤炭销售运输体系，与众多优质用户建立了长期稳定的合作关系。公司控股股东山西煤炭进出口集团有限公司（持股比例57.91%）是山西省唯一一家拥有煤炭出口专营权的煤炭企业，拥有出口内销两个通道，可配置国际国内两个市场资源。公司以自有煤矿为基础，以货源组织、运输仓储服务为保障，以产稳销、以销促贸，贸服结合，积极构建产运销贸协同发展、联动发力的经营模式。我们认为公司背靠股东资源的市场和渠道优势，有望进一步巩固煤炭主业。
- 2022年分红比率高达64%，未来高分红有望延续。**2022年公司累计派发现金红利每股2.25元，分红比率高达63.89%，创下历史最高水平。2023年3月28日公司发布《2024年-2026年股东回报规划》，拟规划以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的60%，未来高分红有望延续。
- 盈利预测与估值。**我们认为，公司生产煤种优质弹性突出，背靠山西煤炭进出口集团实现产运销贸一体化，盈利和分红水平均有望维持在高位。我们预计公司23-25年归母净利润为69.0/65.9/64.5亿元，对应EPS为3.48/3.32/3.25元，参考可比公司，给予2023年6~7倍PE，对应合理价值区间20.88~24.36元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**下游需求大幅下滑。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	48054	46391	46005	46879	48747
(+/-)YoY(%)	35.7%	-3.5%	-0.8%	1.9%	4.0%
净利润(百万元)	4938	6981	6900	6590	6446
(+/-)YoY(%)	497.4%	41.4%	-1.2%	-4.5%	-2.2%
全面摊薄EPS(元)	2.49	3.52	3.48	3.32	3.25
毛利率(%)	37.9%	44.8%	43.4%	41.4%	39.6%
净资产收益率(%)	41.7%	46.5%	38.8%	32.3%	28.0%

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

我们对公司各业务板块进行分别预测，预计公司 23-25 年自产煤销量为 3917/4008/4099 万吨，销售均价 675/641/620 元/吨，对应毛利率 71.9%/71.2%/71.0%；贸易煤销量 2000/2400/2800 万吨，销售均价 945/855/810 元/吨，对应毛利率 4.2%/4.7%/4.9%；其他业务收入 6.5 亿元，对应毛利率 23%。

表 1 分业务盈利预测

		2022	2023E	2024E	2025E
煤炭生产	销量 (万吨)	3696	3917	4008	4099
	YOY	-1.13%	5.98%	2.33%	2.27%
	平均售价 (元/吨)	738	675	641	620
	YOY	16.24%	-8.42%	-5.03%	-3.34%
	收入 (亿元)	272.6	264.6	257.1	254.2
	YOY	14.92%	-2.94%	-2.82%	-1.14%
	毛利率	73.48%	71.87%	71.16%	70.97%
煤炭贸易	销量 (万吨)	1692	2000	2400	2800
	YOY	-45.08%	18.20%	20.00%	16.67%
	平均售价 (元/吨)	1101	945	855	810
	YOY	43.91%	-14.17%	-9.52%	-5.26%
	收入 (亿元)	186.3	189.0	205.2	226.8
	YOY	-20.97%	1.45%	8.57%	10.53%
	毛利率	3.97%	4.23%	4.68%	4.94%
其他	收入 (亿元)	5.0	6.5	6.5	6.5
	YOY	-34.16%	29.28%	0.00%	0.00%
	毛利率	6.33%	23.08%	23.08%	23.08%
总计	营业总收入 (亿元)	463.9	460.1	468.8	487.5
	YOY	-3.46%	-0.83%	1.90%	3.98%
	毛利率	44.84%	43.39%	41.39%	39.61%

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)	
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2023E	2023E		
601088.SH	中国神华	29.83	3.65	3.76	3.85	8.2	7.9	7.7	20.89		1.43	
601898.SH	中煤能源	8.53	1.76	1.85	1.96	4.9	4.6	4.4	11.09		0.77	
601225.SH	陕西煤业	17.95	3.14	3.19	3.31	5.7	5.6	5.4	11.60		1.55	
002128.SZ	电投能源	13.45	1.96	2.12	2.25	6.9	6.3	6.0	13.55		0.99	
601001.SH	晋控煤业	9.24	2.04	2.16	2.15	4.5	4.3	4.3	10.07		0.92	
600546.SH	山煤国际	13.96	3.69	3.81	3.91	3.8	3.7	3.6	9.58		1.46	
000552.SZ	甘肃能化	3.33	0.75	0.80	0.85	4.4	4.2	3.9	3.43		0.97	
600971.SH	恒源煤电	8.06	2.25	2.36	2.32	3.6	3.4	3.5	10.81		0.75	
	平均					5.2	5.0	4.8			1.10	

注: 收盘价为 2023 年 6 月 12 日价格, 可比公司 EPS、BPS 为 wind 一致预期。

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	46391	46005	46879	48747
每股收益	3.52	3.48	3.32	3.25	营业成本	25591	26042	27474	29438
每股净资产	7.57	8.97	10.29	11.60	毛利率%	44.8%	43.4%	41.4%	39.6%
每股经营现金流	6.81	6.86	7.15	7.31	营业税金及附加	2242	2208	2250	2340
每股股利	0.00	2.09	1.99	1.95	营业税金率%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
价值评估 (倍)					营业费用	558	552	563	585
P/E	3.86	3.91	4.09	4.18	营业费用率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
P/B	1.80	1.52	1.32	1.17	管理费用	1601	1564	1594	1657
P/S	0.58	0.59	0.58	0.55	管理费用率%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%
EV/EBITDA	1.44	0.97	0.43	-0.19	EBIT	16063	15317	14670	14385
股息率%	0.0%	15.4%	14.7%	14.3%	财务费用	468	414	423	442
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
毛利率	44.8%	43.4%	41.4%	39.6%	资产减值损失	-31	-100	-100	-100
净利润率	15.0%	15.0%	14.1%	13.2%	投资收益	-112	0	0	0
净资产收益率	46.5%	38.8%	32.3%	28.0%	营业利润	15554	14828	14172	13868
资产回报率	15.4%	13.2%	11.0%	9.4%	营业外收支	-434	-225	-225	-225
投资回报率	45.1%	35.8%	28.9%	24.5%	利润总额	15121	14603	13947	13643
盈利增长 (%)					EBITDA	17850	16512	15913	15663
营业收入增长率	-3.5%	-0.8%	1.9%	4.0%	所得税	4126	3651	3487	3411
EBIT 增长率	17.0%	-4.6%	-4.2%	-1.9%	有效所得税率%	27.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	41.4%	-1.2%	-4.5%	-2.2%	少数股东损益	4014	4052	3870	3786
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	6981	6900	6590	6446
资产负债率	58.7%	51.1%	46.7%	43.9%					
流动比率	0.70	1.01	1.30	1.54	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.63	0.95	1.25	1.49	货币资金	10255	17529	26219	35545
现金比率	0.50	0.83	1.15	1.40	应收账款及应收票据	1795	1765	1670	1603
经营效率指标					存货	1016	856	828	807
应收账款周转天数	11.09	11.00	10.00	9.00	其它流动资产	1137	1133	1150	1176
存货周转天数	14.49	12.00	11.00	10.00	流动资产合计	14203	21282	29867	39129
总资产周转率	1.02	0.88	0.78	0.71	长期股权投资	635	635	635	635
固定资产周转率	3.11	2.97	3.01	3.17	固定资产	14906	15510	15572	15401
					在建工程	4964	4464	3964	3464
					无形资产	5987	5737	5483	5225
					非流动资产合计	31074	30928	30235	29307
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	45276	52211	60102	68437
净利润	6981	6900	6590	6446	短期借款	1639	1500	1500	1500
少数股东损益	4014	4052	3870	3786	应付票据及应付账款	4227	4352	4817	5484
非现金支出	1752	1295	1343	1378	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	840	448	424	404	其它流动负债	14520	15156	16576	18379
营运资金变动	-91	904	1941	2483	流动负债合计	20386	21009	22894	25364
经营活动现金流	13496	13600	14168	14497	长期借款	3468	2968	2468	1968
资产	-1635	-1325	-825	-625	其它长期负债	2703	2703	2703	2703
投资	-1900	0	0	0	非流动负债合计	6172	5672	5172	4672
其他	0	0	0	0	负债总计	26558	26680	28065	30035
投资活动现金流	-3535	-1325	-825	-625	实收资本	1982	1982	1982	1982
债权募资	2598	-639	-500	-500	归属于母公司所有者权益	15013	17773	20409	22988
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	3705	7757	11627	15414
其他	-14325	-4363	-4153	-4047	负债和所有者权益合计	45276	52211	60102	68437
融资活动现金流	-11727	-5001	-4653	-4547					
现金净流量	-1766	7273	8691	9325					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 12 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/电新行业

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,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,海大集团,山西焦煤,潞安环能,平煤股份,中国神华,陕西煤业,淮北矿业,温氏股份,圣农发展,禾丰股份,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。