

煤炭主业增厚业绩，非煤业务赋能拓宽成长空间

2023年04月19日

► **河北煤炭龙头企业，业绩持续增厚。**公司是河北省优质焦煤企业，主营煤炭开采和销售、化工、电力和建材四大业务，近年煤炭基本盘稳中有升，非煤业务持续带来增量。根据公司业绩快报，公司2022年实现归母净利润44.4亿元，同比增长62.23%。

► **煤炭产能增量可观，产品售价弹性较强。**截至2023年初，公司在产矿井19对，煤炭核定产能3265万吨。**1) 新建产能：**公司本部新增邢台矿西井60万吨炼焦煤产能，公司预计23H2建成投产；**2) 在产产能核增：**公司内蒙矿区核增动力煤产能150万吨，其中盛鑫煤业30万吨2022年已核增，嘉信德90万吨与嘉东煤业30万吨正在推进。此外，公司属于中国焦煤品牌集群企业，焦煤产品定价灵活、售价稳定；动力煤长协占比约80%，业绩稳定，煤炭行业供需错配叠加公司产品结构优势，未来公司煤炭产品综合售价有望高位稳定。

► **陆续剥离低效资产，提升公司盈利能力。**公司自2015年起持续优化资源配置，先后剥离咏宁水泥、厦门航空及直东矿等亏损资产，并于2022年公司转让金牛化工股权，增厚2023年非经常性损益约15亿元，并挂牌转让长期处于亏损状态的邢北煤业，进一步增强盈利能力。

► **着力优化产品结构，非煤业务增长明确。****1) 玻纤业务：**截至2023年初，公司玻纤产能28.5万吨，另有冀中新材三期年产12万吨/年玻纤生产线在建，目前已通过环评，目标打造50万吨玻纤产业集群。当前玻纤价格低位，公司多措并举降本增厚利润，伴随建筑建材、交通运输等下游行业复苏渐起，业务盈利有望持续提升。**2) PVC业务：**截至2023年初，公司拥有63万吨PVC产能，其中40万吨PVC项目处于联合试生产阶段，公司计划于2023年5月投产。由于原有23万吨PVC产能利用率偏低且40万吨PVC项目尚未产生效益，业务盈利能力受到拖累，随着在建产能释放与乙烯专用码头建设运营，公司有望通过增产降本实现业务扭亏转盈。**3) 焦炭业务：**公司拥有焦炭产能150万吨，2022年全年焦化行业处于低利润，公司焦炭业务受环保因素影响产量下滑，但仍保持盈利。**4) 铁矿业务：**公司规划亿吨级高品位优质白涧铁矿项目，矿山建设规模为300万吨/年，最终主要产品为铁精矿和钴精矿，现已取得探矿权证。

► **集团分红诉求较强，高股息率有望延续。**2019-2021年，公司股利支付率持续提高，2021年高达128.99%，考虑到集团债务压力仍存，对股份公司分红诉求可能较强，未来公司高股息率有望延续，股息配置价值进一步增强。

► **投资建议：**公司为河北省炼焦煤优质企业，煤炭业务增量可观，非煤业务快速发展，我们预计2022-2024年公司归母净利润为44.49/61.10/54.44亿元，对应EPS分别为1.26/1.73/1.54元/股，对应2023年4月18日收盘价的PE分别为6/4/5倍。首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**煤炭价格波动风险；项目进度不及预期风险；资源接续风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	31,424	36,046	38,228	39,768
增长率(%)	52.2	14.7	6.1	4.0
归属母公司股东净利润(百万元)	2,739	4,449	6,110	5,444
增长率(%)	248.7	62.4	37.3	-10.9
每股收益(元)	0.78	1.26	1.73	1.54
PE	9	6	4	5
PB	1.2	1.1	1.1	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2023年4月18日收盘价)

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

7.32元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

目录

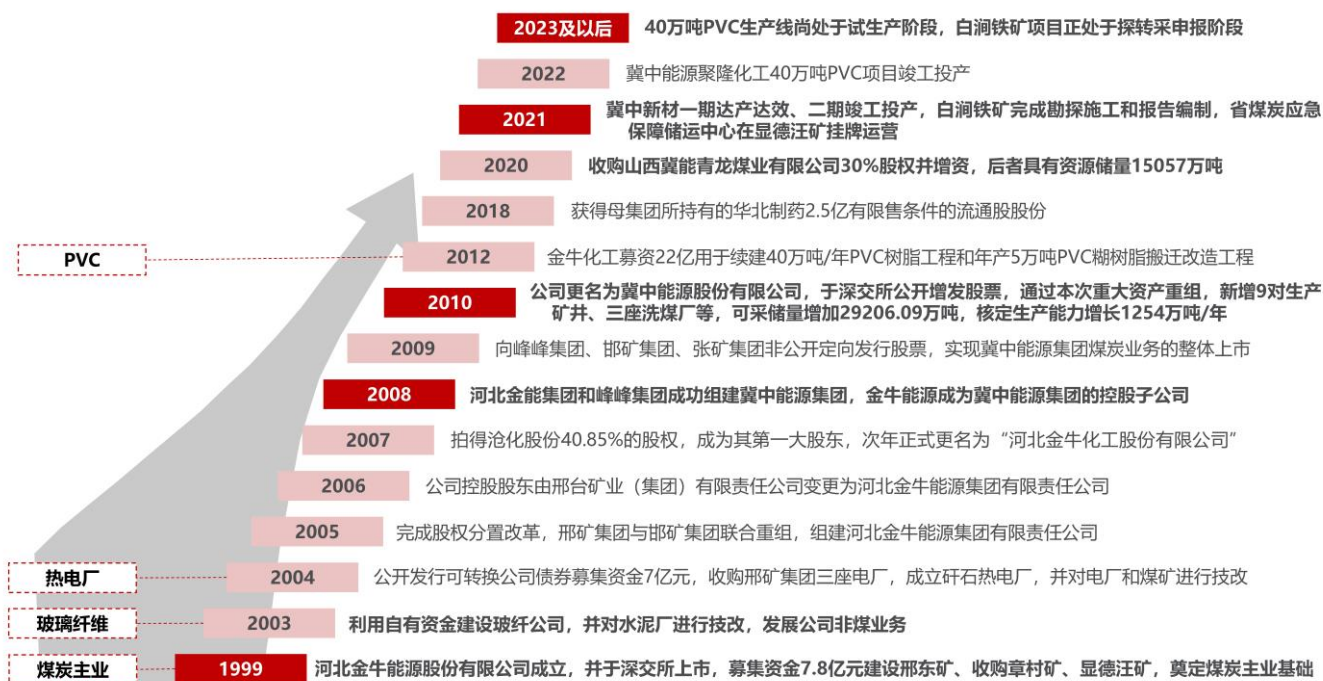
1 公司介绍：河北煤炭龙头企业，非煤业务带来增量	3
1.1 发展历程：煤炭主业发展强劲，四大板块协同共进	3
1.2 业务分析：新旧动能持续发力，建材业务占比提升	3
1.3 财务分析：主营业务业绩增厚，期间费用管控良好	4
1.4 公司治理：股权集中战略清晰，集团债务压力减轻	5
1.5 发展战略：动态优化产品结构，加强实施“精煤战略”	7
2 煤炭业务：煤炭市场高位运行，业务利润显著提升	7
2.1 在产矿井产能核增，年内释放可观增量	7
2.2 后续关注地产复苏，售价有望高位稳定	10
2.3 着力优化成本管控，吨煤成本或趋平稳	12
3 非煤业务：公司产品结构优化，非煤业务增长明确	13
3.1 玻纤业务：玻纤业务潜力十足，提供非煤利润增长点	13
3.2 PVC 业务：PVC 打开成长空间，在建产能有待释放	14
3.3 焦炭业务：需求支撑焦炭价格，焦企利润有望修复	15
3.4 铁矿业务：白洞铁矿储量丰富，需求恢复盈利可期	16
4 剥离资产：转让股权出售矿井，资源整合聚焦主业	17
5 股东回报：盈利规模再创新高，高股息率有望延续	19
6 盈利预测与投资建议	20
6.1 盈利预测假设与业务拆分	20
6.2 估值分析	22
7 风险提示	23
插图目录	25
表格目录	25

1 公司介绍: 河北煤炭龙头企业, 非煤业务带来增量

1.1 发展历程: 煤炭主业发展强劲, 四大板块协同共进

冀中能源主营煤炭开采和销售、化工、电力和建材四大业务, 煤炭基本盘稳中有升, 非煤业务持续带来增量。截至 2021 年末, 公司下属 20 座矿井, 总地质储量 30.01 亿吨, 可采储量约 6.06 亿吨。公司前身为河北金牛能源股份有限公司, 是由邢台矿业(集团)有限责任公司以其所属的东庞矿、邢台矿、葛泉矿三矿净资产, 独家发起以募集方式设立的股份有限公司, 1999 年成立并于深交所挂牌上市; 2003 年, 公司利用自有资金设立玻纤公司, 并对水泥厂进行技改, 发展公司非煤业务; 2007 年, 公司成功重组收购沧化股份, 后更名为“河北金牛化工股份有限公司”; 2009 年, 公司向峰峰集团、邯矿集团、张矿集团非公开发行股票, 实现了冀中能源集团煤炭业务的整体上市。2010-2022 年间公司通过集团资产注入、投资新建等方式获得多项优质资产, 并实现非煤业务持续增长。

图1: 公司发展历程

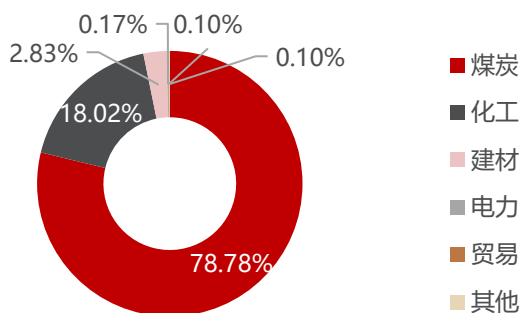


资料来源: 公司官网, 公司公告, 民生证券研究院

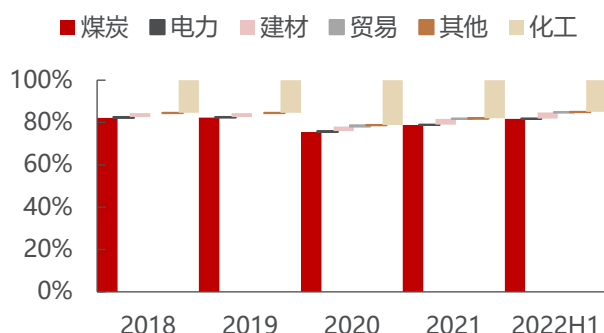
1.2 业务分析: 新旧动能持续发力, 建材业务占比提升

公司四大板块中, 煤炭业务稳健发展, 多维度拓宽收入来源。公司以煤炭为主业, 拥有 3265 万吨煤炭产能, 近年营收占比稳定在 80%左右; 非煤业务则主要包含 150 万吨焦炭、28.5 万吨玻纤产品、63 万吨 PVC 和 20 万吨烧碱。2022 年上半年, 公司实现销售收入 199.87 亿元, 煤炭业务占比 81.72%; 非煤业务方面,

由于 PVC、焦炭等产品成长迅速，化工业务持续贡献超过 15% 的收入，建材板块营收占比由 2018 年的 1.83% 逐步提升至 22H1 的 2.91%。2022 年，公司化工板块 PVC 产品实现再突破，聚隆化工年产 40 万吨 PVC 项目竣工投产，目前处于试生产阶段；建材板块冀中新材三期 12 万吨/年玻纤生产线也于 2022 年 4 月获得环评批复。根据公司公告，2022 年金牛天铁和聚隆化工受疫情和环保因素影响，预计产量会有小幅下降；冀中新材、金牛玻纤和金牛化工利润将有所上升。

图2：2021 主营业务年营业收入构成


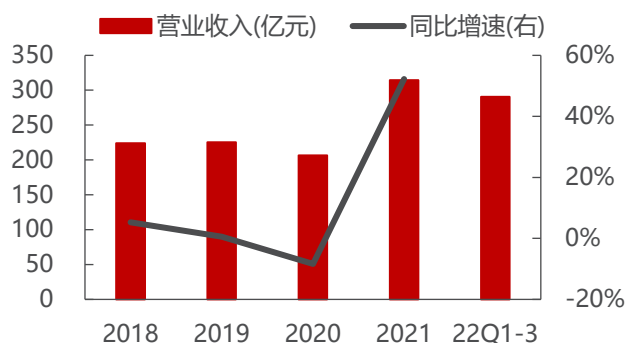
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：2018-2022H1 公司业务结构拆分


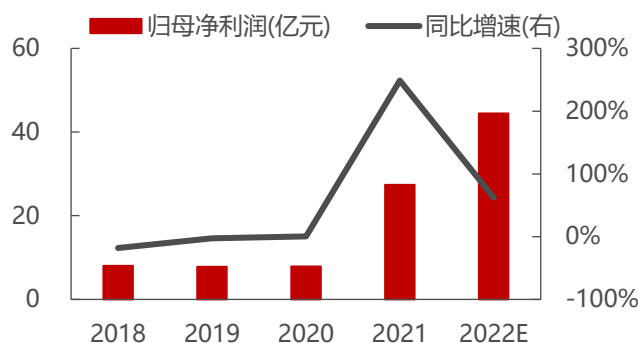
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 财务分析：主营业务业绩增厚，期间费用管控良好

受益于煤价高景气，营业收入和利润高速增长。2020-2022 年公司业绩高速增长，**营收端**：2021 年，受益于全球能源市场整体回暖和国内经济疫后复苏，煤炭需求和价格高位运行，公司实现营业收入 314.2 亿元，同比增速高达 52.25%；2022Q1-3，公司实现营业收入 219.8 亿元，相较 2021 年同期增长 32.17%，预计全年营收有望继续增长。**利润端**：公司利润表现同样亮眼，2021 年，公司抓住煤价上涨的有利时机，调整经营策略，强化精煤战略，持续提质增效，实现归母净利润 27.39 亿元，同比大增 248.73%；根据公司业绩快报，公司预计 2022 年实现归母净利润 44.4 亿元，同比增长 62.23%，2020-2022 年归母净利润 CAGR 为 137.9%。

图4：2018-22Q1-3 公司营业收入及增速


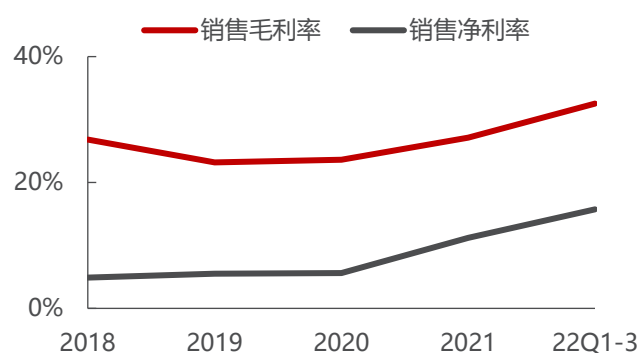
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图5：2018-2022E 年公司归母净利润及增速


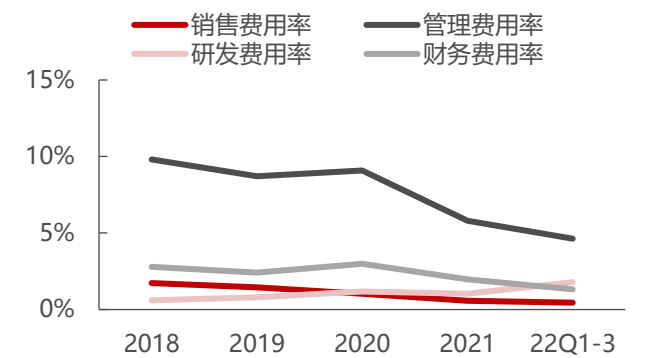
注：2022E 利润数据为业绩快报数。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

利润率持续上行，期间费用管控良好。公司近年利润率呈现上升态势，2018-22Q1-3 销售毛利率由 26.84% 上升至 32.53%，销售净利率由 4.89% 上升至 15.73%，主要原因一方面受煤炭价格上升的影响，另一方面 2020 年以来随着公司建材业务持续推进，产品比重向较高毛利产品玻璃纤维、水泥等有所倾斜，公司利润回归上行通道。公司期间费用率稳步下降，2018-22Q1-3 由 14.93% 下降至 8.19%。其中，销售费用、管理费用和财务费用管控成效显著，费率分别由 2018 年的 1.73%/9.81%/2.79% 下降至 22Q1-3 年的 0.45%/4.63%/1.32%；研发费用率逐步提升，22Q1-3 达到 1.79%。

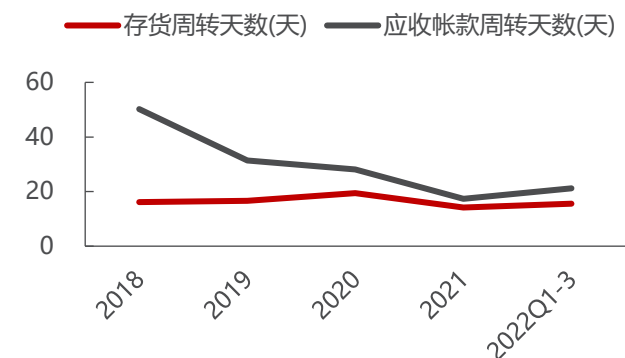
图6：2018-22Q1-3 公司利润率


资料来源：wind，民生证券研究院

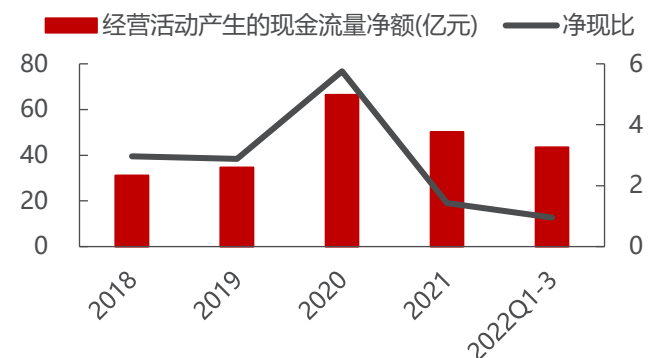
图7：2018-22Q1-3 公司期间费用率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司存货周转相对稳定，现金流表现亮丽。公司存货周转天数稳定在 14-20 天，应收帐款周转天数不断降低，2021 年达到 17.35 天，22Q3 略有回升至 21.18 天。公司现金流不断改善，2021 年经营活动现金净流量达到 50.19 亿元，净现比长期高于 1，公司营运能力良好。

图8：2018-22Q1-3 公司营运能力


资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2018-22Q1-3 公司现金流情况


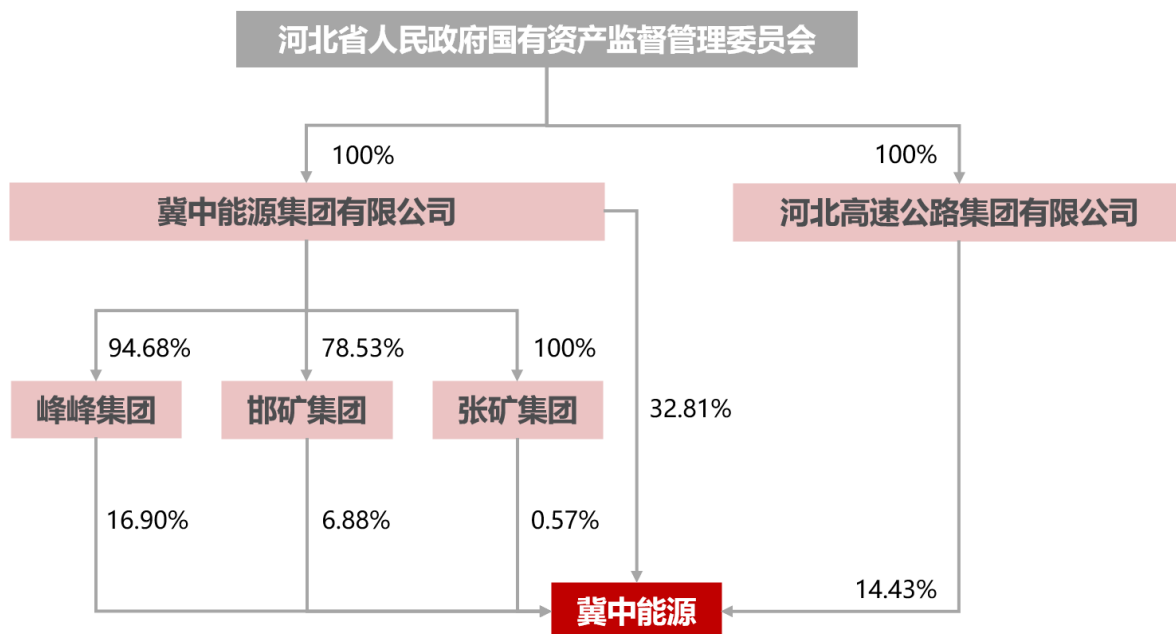
资料来源：wind，民生证券研究院

1.4 公司治理：股权集中战略清晰，集团债务压力减轻

河北省国资委控股，股权结构清晰稳定。公司实际控制人、最终受益人为河北省国资委，直接持股与间接持股共计 69.21%。公司为冀中能源集团有限公司上市平台，集团通过直接持股以及通过峰峰集团、邯矿集团、张矿集团间接持股控制公

司。集团聚焦煤炭与新能源、医药健康、化工新材和现代服务四大产业板块，与冀中能源上市平台的发展方向一致。

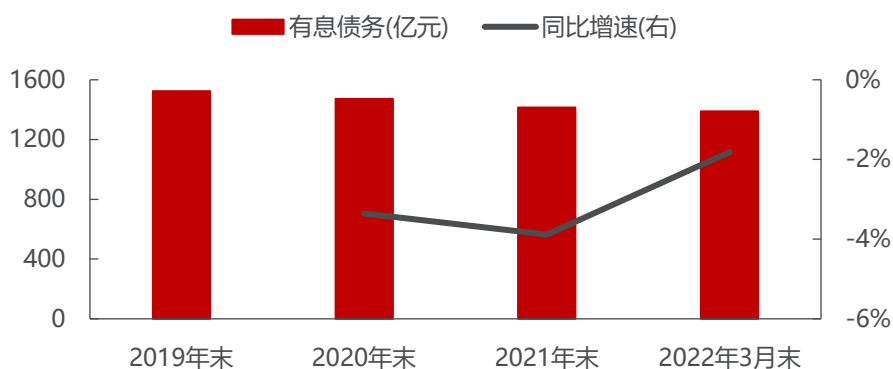
图10：公司股权结构(截至 22Q3)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

集团债务压力有所缓解。冀中能源集团是河北省国资委下属企业，集团自2020年以来出现债务集中兑付，2021年3月，河北国企改革基金同意以现金共计130亿元对公司进行增资，截至2023年3月，河北国企改革基金总体规划增至150亿元，对公司的资金支持已落实115.80亿元。根据集团公司2023年度第二期中期票据（科创票据）募集说明书，2019年末-2022年3月末，集团有息负债规模持续下降，资产负债率也由2019年末的82.43%降至2022年9月末的79.98%，未来有望继续改善。当前集团公司已度过债务压力最大的阶段，债务规模稳步下行，对公司的财务稳定和经营发展来说是一个积极信号。

图11：集团公司有息负债规模持续降低

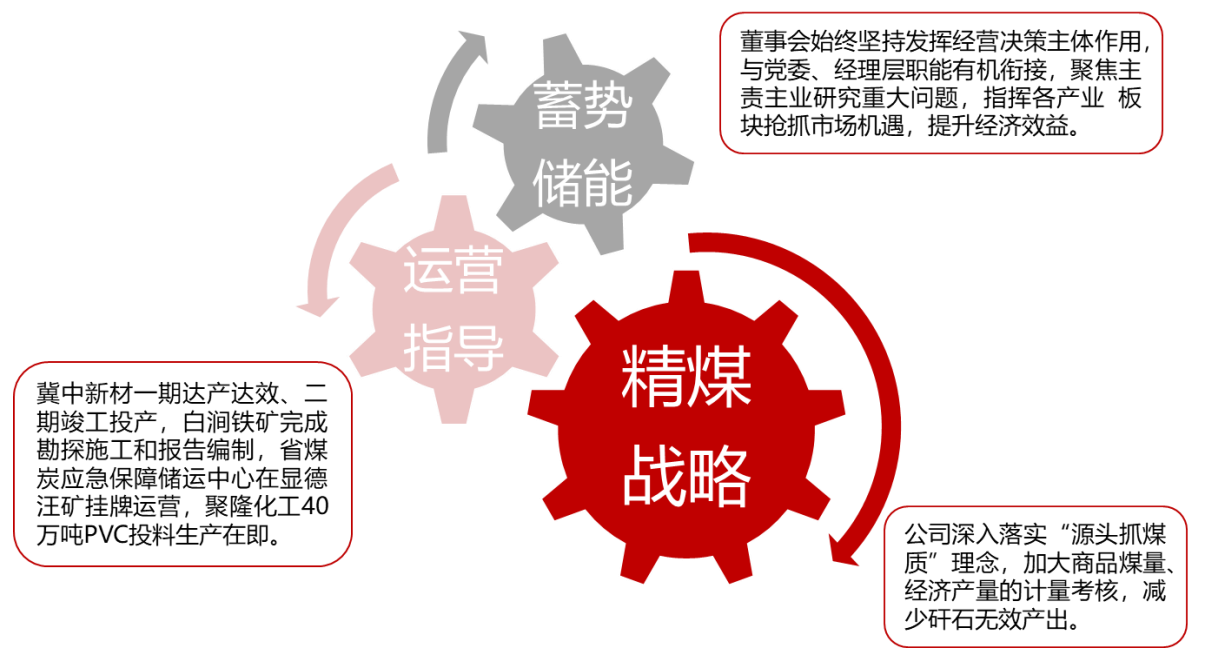


资料来源：《冀中能源集团有限责任公司2023年度第二期中期票据募集说明书》，民生证券研究院

1.5 发展战略：动态优化产品结构，加强实施“精煤战略”

优化产品结构，加强“精煤战略”。公司坚持“固基、增量、提质、育新、促效”五大发展战略，构建煤炭与新能源、化工与新材料、医药健康、现代服务四大产业板块协同发展格局，实推动转型升级高质量发展，在煤炭基本盘之外，冀中能源将加快打造河北省首个集研发与生产为一体的百亿级玻纤新材料业务集群；此外冀中能源坚持实施“精煤战略”，深入落实“源头抓煤质”理念，加大商品煤量、经济产量的计量考核，减少矸石无效产出，聚焦提效率、增产率，推动煤炭产业精致发展。

图12：公司发展战略



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 煤炭业务：煤炭市场高位运行，业务利润显著提升

2.1 在产矿井产能核增，年内释放可观增量

截至 2023 年初，公司在产矿井 19 对，煤炭核定产能 3265 万吨。公司目前拥有 19 对在产矿井，分布于河北、山西、内蒙古三地，产品以炼焦煤和动力煤为主，截至 2023 年初核定产能 3265 万吨，权益产能 2899.3 万吨。炼焦煤方面，公司于河北矿区拥有 13 座在产炼煤矿井，2022 年炼焦煤产能 2125 万吨，占比达 65.08%；权益产能 2110 万吨，占比 72.77%。动力煤方面，公司于山西和内蒙古矿区拥有 6 座在产矿井，核定产能 1140 万吨，占比 34.92%；权益产能 789.3 万吨，占比 27.23%。截至 2021 年末，公司总地质储量 30.01 亿吨，可采储量约 6.06 亿吨。

2023 年公司于河北本部和内蒙古共拥有 210 万吨在建产能，权益产能 168 万吨。新建产能方面，公司本部新增邢台矿西井 60 万吨炼焦煤产能，公司预计 23H2 建成投产；在产产能核增方面，公司内蒙矿区核增动力煤产能 150 万吨，其中盛鑫煤业 30 万吨 2022 年已核增，嘉信德 90 万吨与嘉东煤业 30 万吨正在推进，嘉东煤业资源扩界采矿证于 2023 年 3 月获批。若新建产能落地及核增计划顺利实施，公司核定产能将达到 3475 万吨/年，将进一步为公司提供煤炭产量增量。

表1：公司煤矿产能梳理(截至 2023 年 3 月)

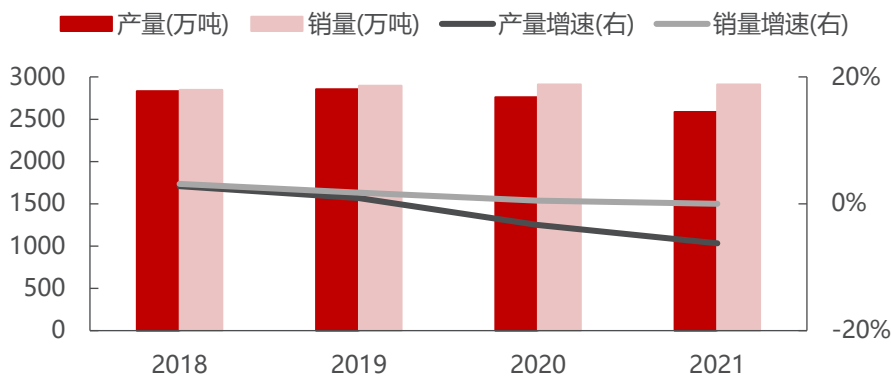
煤矿名称	矿区	状态	核定产能 (万吨)	权益占比	权益产能 (万吨)	备注
东庞矿+东庞矿北井	河北邢台	在产	480	100%	480	
东庞矿西庞井	河北邢台	在产	40	100%	40	
邢台矿	河北邢台	在产	35	100%	35	
邢东矿	河北邢台	在产	125	100%	125	
葛泉矿+葛泉矿东井	河北邢台	在产	185	100%	185	
章村矿	河北邢台	关停		100%		
峰峰大淑村矿	河北邯郸	在产	150	100%	150	
峰峰万年矿	河北邯郸	在产	300	100%	300	产品以炼焦煤为主
峰峰新三矿	河北邯郸	关停		100%	0	
邯郸云驾岭矿	河北邯郸	在产	180	100%	180	
邯郸陶二矿	河北邯郸	关停		100%		
邯郸郭二庄矿	河北邯郸	在产	180	100%	180	
梧桐庄矿	河北邯郸	在产	300	95%	285	
大社矿	河北邯郸	在产	150	100%	150	
洁源金牛	河北张家口	关停		100%		
段王煤业	山西寿阳	在产	480	72%	345.6	
平安煤业	山西寿阳	在产	90	51%	45.9	
友众煤业	山西寿阳	在产	60	51%	30.6	
嘉信德煤业煤矿	内蒙古鄂尔多斯	在产	210	72%	151.2	产品为动力煤
盛鑫煤业	内蒙古鄂尔多斯	在产	120	72%	86.4	
嘉东煤业	内蒙古鄂尔多斯	在产	180	72%	129.6	
在产合计			3265		2899.3	
邢台矿西井	河北邢台	在建	60	100%	60	23H2 投产
盛鑫煤业	内蒙古鄂尔多斯	已核增	30	72%	21.6	
嘉信德煤业煤矿	内蒙古鄂尔多斯	在建	90	72%	64.8	
嘉东煤业	内蒙古鄂尔多斯	在建	30	72%	21.6	
在建合计			210		168	
在产及在建合计			3475		3067.3	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司产量受关停产能影响略有下滑，销量持续平稳。2018-2021 年，公司煤炭产量分别达到 2829.63/2854.36/2758.38/2586.34 万吨，同比增速为 2.78%/0.87%/-3.36%/-6.24%，2021 年主要受到新三矿、陶二矿去产能以及梧桐庄矿井下条件复杂影响，产量有所下滑；煤炭销量保持平稳，分别达到 2844.77/

2894.59/2909.39/2909.31 万吨, 同比增速为 3.13%/1.75%/0.51%/-0.003%。
 未来伴随公司在产矿井核增产能释放、在建矿井投产及集团优质资产注入, 公司煤炭产品产销量有望实现增长。

图13: 公司 2018-2021 年产量下滑、销量平稳



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

集团煤炭产能有望注入, 产量或将进一步提升。截至 2021 年末, 集团公司拥有煤炭可采储量 43.92 亿吨, 现有生产矿井核定产能 5983 万吨/年, 2021 年完成原煤产量 4776.5 万吨, 除股份公司外, 峰峰集团、邯矿集团、张矿集团、邢矿集团、山西冀中等贡献产量 2190.16 万吨。截至目前, 不含股份公司集团仍有核定产能 3006 万吨, 未来公司有望通过集团内部资产注入实现煤炭板块增量。

表2: 集团煤矿产能梳理(不含股份公司)

所属集团	所属公司	权益产能(万吨)
峰峰集团	冀中能源峰峰集团有限公司羊东矿	150
峰峰集团	冀中能源峰峰集团有限公司大社矿	150
峰峰集团	冀中能源峰峰集团有限公司新屯矿	80
峰峰集团	冀中能源峰峰集团有限公司辛安矿	150
峰峰集团	冀中能源峰峰集团邯郸宝峰矿业有限公司九龙矿	168
峰峰集团	邯郸市牛儿庄采矿有限公司	23
峰峰集团	邯郸市孙庄采矿有限公司	35
峰峰集团	内蒙古油房渠矿业有限公司(含致富)	60
峰峰集团	山西大远煤业有限公司	120
邯矿集团	冀中能源邯郸矿业集团太行矿业公司	60
邯矿集团	冀中能源邯郸矿业集团阜平矿业有限公司	45
邯矿集团	山西金地煤焦有限公司赤峪煤矿	300
邯矿集团	山西兴县金地煤业有限公司	90
邯矿集团	冀中能源邯郸矿业集团聚隆矿业有限公司	45
张矿集团	内蒙古准格尔旗特弘煤炭有限公司官板乌素煤矿	240
张矿集团	鄂尔多斯市张家梁煤炭有限责任公司	60
井矿集团	山西汾西瑞泰井矿正珠煤业有限公司	90
井矿集团	山西汾西瑞泰井矿正行煤业有限公司	300
邢矿集团	山西古县老母坡煤业有限公司	90
邢矿集团	山西古县金谷煤业有限公司	90

山西冀中	山西金晖万峰煤矿有限公司	120
山西冀中	山西方山金晖瑞隆煤业有限公司	120
山西冀中	山西吕梁离石金晖荣泰煤业有限公司	120
山西冀中	山西方山金晖凯川煤业有限公司	120
山西冀中	山西金晖隆泰煤业有限公司	90
章泰矿业	章村矿	90
在产及在建合计		3006

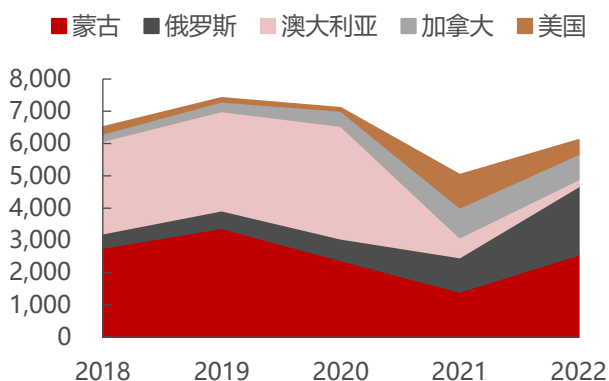
资料来源：公司公告，自然资源部，民生证券研究院

2.2 后续关注地产复苏，售价有望高位稳定

2.2.1 短期受进口煤冲击，静待地产修复

受蒙古进口煤影响，短期炼焦煤供需基本面略差。2021年，受澳煤禁运影响，中国炼焦煤进口量大幅下降 24.68%至 5469.75 万吨，导致焦煤供给持续紧张、库存持续低位，支撑 2022 年焦煤价格中枢上移。而后蒙古和俄罗斯炼焦煤成为有效替代，2022 年分别以 82.42%和 97.42%的增速达到 2560.62/2107.09 万吨，并形成较为稳定的贸易格局。2023 年，澳煤进口限制逐渐放开，2 月进口量少量恢复至 7.3 万吨；同时 2 月蒙煤进口量环比提升 33.33%至 369.05 万吨，对国内供给形成冲击。需求端，传统旺季需求释放节奏慢于预期，近期焦煤价格下行压力下，下游焦企补库仍以刚需为主，短期内炼焦煤供需基本面略差。

图14：中国进口炼焦煤分国别进口量(万吨)



资料来源：海关总署，民生证券研究院

图15：蒙古炼焦煤进口量(万吨)

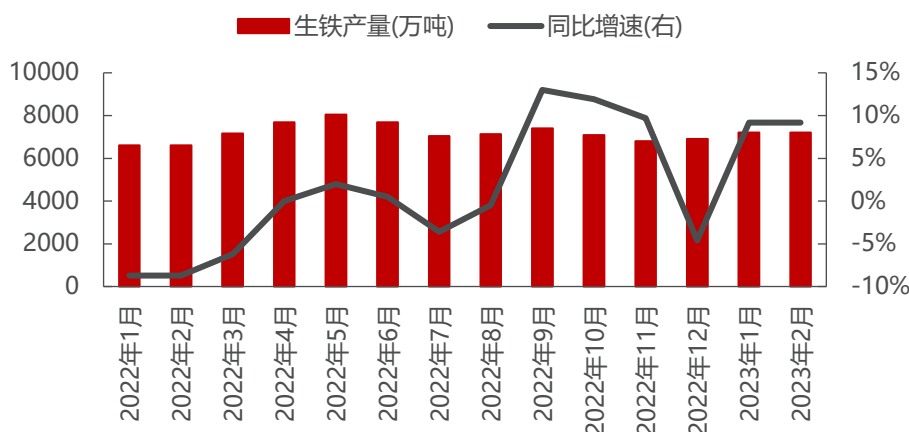


资料来源：海关总署，民生证券研究院

经济政策以稳为主，后续关注地产复苏。2022年11月，信贷、债券和股权三个融资渠道“三箭齐发”，房地产政策持续优化。2022年12月，中央经济工作会议再度强调，2023年的经济工作仍然以“稳字当头、稳中求进”以应对尚不牢固的经济恢复基础，以及需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力。长期来看，随着房地产调控政策稳步推进，未来需求复苏仍值得期待。而基建方面以稳为主，继续支撑钢材需求；制造业方面，伴随需求回暖利润改善，将进一步刺激企业补库，进而支撑钢铁需求。同时考虑到钢铁行业碳达峰时间延后，且 2023 年 1-2 月生

铁产量略超预期，我们预计 2023 年钢铁产量有望小幅回升，焦煤价格有望受益于需求增长和钢企利润修复，逐步企稳上行。

图16：2022 年至今生铁产量



注：1、2 月份数据为 1-2 月份产量均值。

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

2.2.2 公司煤炭产品价格稳定

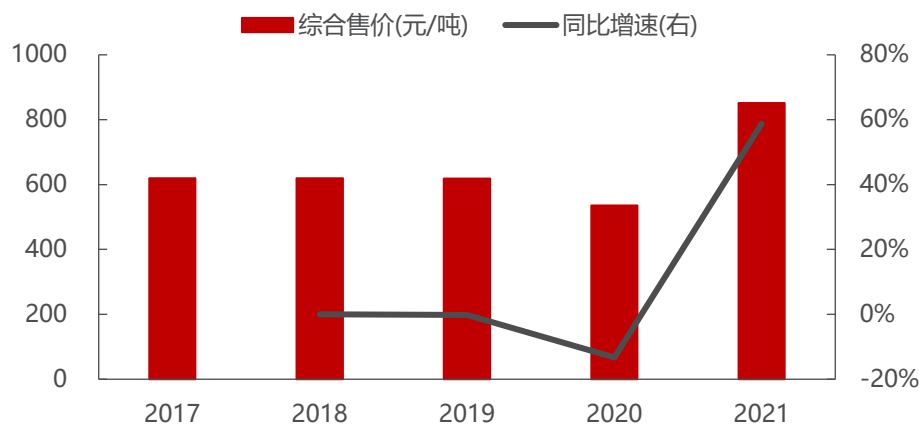
公司属于中国焦煤品牌集群企业，焦煤定价灵活、售价稳定。2018 年 9 月 20 日，在中国品牌建设促进会引领下，中国煤炭运销协会和山西省品促会积极倡导，山西焦煤、山东能源、龙煤集团、淮北矿业、沈煤集团、平煤神马集团、开滦集团、冀中能源等国内 8 家炼焦煤企业共同创立中国焦煤品牌集群。公司主要生产 1/3 焦煤和主焦煤，2021 年炼焦精煤产量 1184.47 万吨，定价模式与焦煤品牌集群企业“同频共振”。具体定价方面，公司统一与用户签订煤炭销售合同，精煤长协分季度和月度长协，基本按照贴近市场并结合其他大煤炭企业相近煤种的原则调整。钢厂长协主要为季度长协，季度调整价格；焦化类长协为主要月度长协，月度调整价格；部分精煤执行长协定量、市场定价的模式，价格随行就市；非长协和市场户价格随行就市。公司作为焦煤品牌集群企业之一，长协定价模式使焦煤售价整体稳定，保障公司盈利。

动力煤长协占比高，业绩稳定。公司生产的动力煤 80%用于长协销售，2022 年 5 月之前，公司根据河南北网电煤价格与环渤海价格指数涨跌不一致的现状，对动力煤长协定价进行了调整，按照随行就市的原则每旬与电厂协商定价；5 月之后，按照国家保供要求，动力煤价格以各省区限价上限执行，整体业绩稳定性较强。公司在完成保供任务的情况下将尽可能通过市场化销售动力煤，提升业绩弹性。

行业供需错配叠加公司产品结构优势，公司煤炭产品综合售价有望高位稳定。2017-2021 年，公司煤炭产品综合售价达到 619.33/619.35/618.07/535.96/850.95 元/吨，2020 年受疫情影响有所回落，2021 年迎来大幅反弹，我们预计 2022 年有望继续增长。我们认为，在煤炭行业需求复苏、供给短缺的背景下，公

公司产品结构及定价机制具备较强优势，未来售价有望维持高位稳定。

图17：公司煤炭产品综合售价

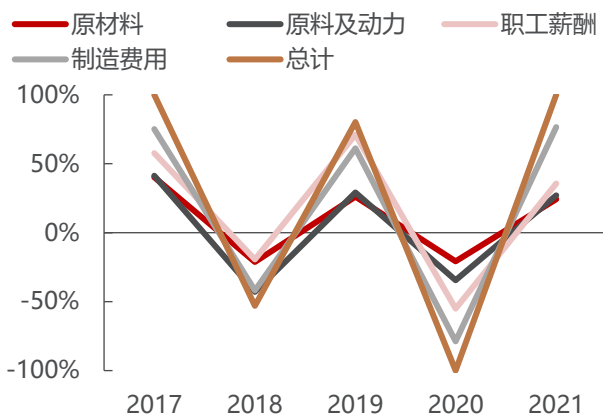


资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

2.3 着力优化成本管控，吨煤成本或趋平稳

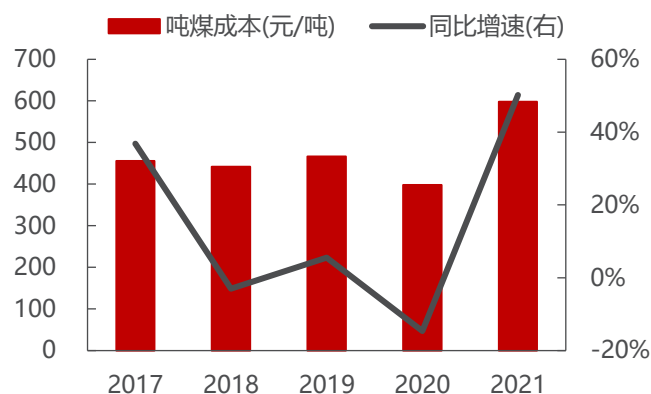
吨煤成本波幅较大，有望趋于平稳。2017年和2020年分别受供给侧结构性改革和社保减免影响，公司吨煤成本波动较大。2021年以来，大宗商品价格上涨，受原料煤价格上涨及矿产资源税等因素影响，公司吨煤成本有上升预期。近年来公司研发投入占营业收入比重不断提高，目前拥有技术研究如“复合强承压含水层水威胁下组煤安全开采防治水”等92个项目，旨在增加安全保障，降低生产成本。此外，公司培养和积累了大量经验丰富的煤炭生产经营管理人才，保障公司经营管理和业务拓展的顺利推进。未来公司有望通过研发成果增效和提升管理水平实现成本稳定。

图18：2017-2021年吨煤成本构成项目增速



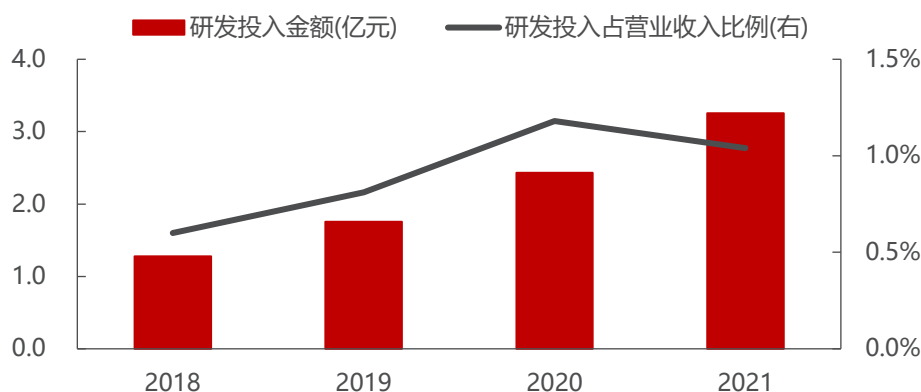
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图19：2017-2021年吨煤生产成本及同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图20: 公司研发投入情况



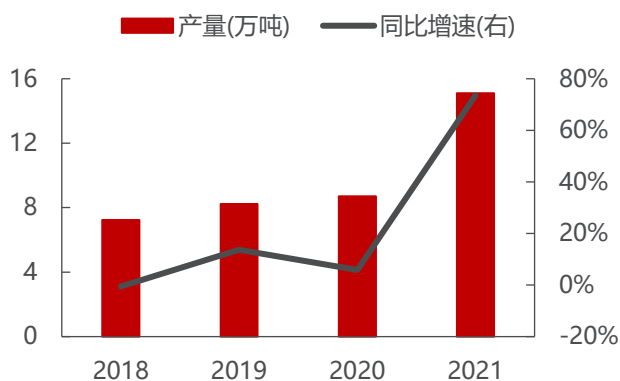
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3 非煤业务: 公司产品结构优化, 非煤业务增长明确

3.1 玻纤业务: 玻纤业务潜力十足, 提供非煤利润增长点

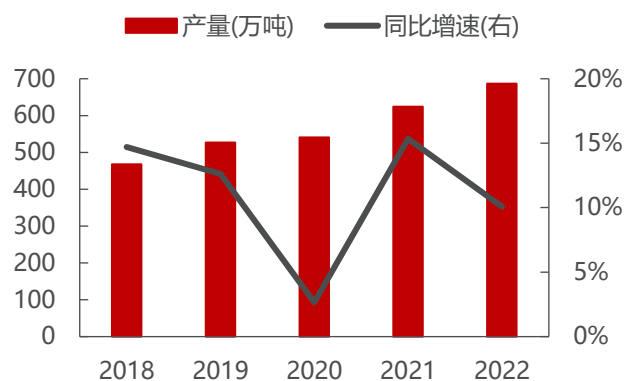
玻纤业务三期项目有序推进, 目标打造 50 万吨玻纤产业集群。公司两家全资子公司金牛玻纤和冀中新材负责玻璃纤维纤维产品的生产运营, 截至 2023 年初, 产能共计 28.5 万吨, 其中金牛玻纤产能 8.5 万吨, 冀中新材产能 20 万吨。冀中新材于 2021 年 5 月、2022 年 5 月分别投产 10 万吨/年玻纤产线, 三期年产 12 万吨/年玻纤生产线项目于 2022 年 4 月取得邢台市生态环境局的批复, 目前项目正在有序推进。2018-2021 年, 公司玻璃纤维产量整体稳步增长, 产量分别为 7.23/8.22/8.70/15.10 万吨, 同比增速为-0.55%/13.69%/5.84%/73.56%。公司玻纤产品目标是打造 50 万吨玻纤产业集群, 未来玻纤产品产能增长空间广阔。

图21: 2018-2021 年公司玻璃纤维产量稳步增长



资料来源: wind, 民生证券研究院

图22: 2018-2022 年中国玻纤总产量保持持续增长



资料来源: 中国玻璃纤维工业协会, 民生证券研究院

下游行业复苏预期渐起, 多措并举改善盈利预期。下游行业方面, 建筑建材、交通运输、电子电器、风力发电是玻纤四个最主要的应用领域。2022 年 11 月,

信贷、债券和股权三个融资渠道“三箭齐发”，房地产政策持续优化。长期来看，随着房地产调控政策稳步推进，同时保障性住房和长租房市场持续发展，房地产开发企业发展将更加稳健，房地产行业正在向着集约、高效、长期、健康、稳定的方向发展和转变。同时，伴随传统旺季到来，工业经济恢复步伐加快，建材需求持续回暖，玻纤业务有望为公司贡献较大业绩增量。公司玻纤生产业务拥有自动化生产线，可以有效降低人工成本，增厚利润；玻纤二期项目于 2022 年 5 月投产后，可分摊与一期共用部分的折旧成本，公司预计利润将有所提高。当前玻纤价格处于低位，公司玻纤业务盈利受到影响，但仍通过多项降本举措增厚业务利润。公司在做优国内市场同时，积极开拓国外市场，为盈利增长贡献增量。

表3：房地产融资“三支箭”齐发

项目	支持方向	政策	主要内容
“第一支箭”	信贷融资	关于做好当前金融支持房地产市场 平稳健康发展工作的通知（金融 16 条）	1.稳定房地产开发贷款投放；2.支持个人住房贷款合理需求；3.稳定建筑企业信贷投放；4.支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期；5.保持债券融资基本稳定；6.保持信托等资管产品融资稳定；7.支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款；8.鼓励金融机构提供配套融资支持；9.做好房地产项目并购金融支持；10.积极探索市场化支持方式；11.鼓励依法自主协商延期还本付息；12.切实保护延期贷款的个人征信权益；13.延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排；14.阶段性优化房地产项目并购融资政策；15.优化住房租赁信贷服务；16.拓宽住房租赁市场多元化融资渠道。
“第二支箭”	债券融资	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资；预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资。 恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；
“第三支箭”	股权融资	在股权融资方面调整优化 5 项措施	调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用。

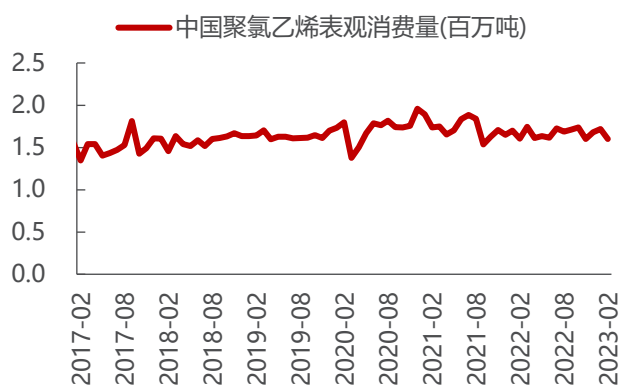
资料来源：人民银行网站，交易商协会，证监会，民生证券研究院

3.2 PVC 业务：PVC 打开成长空间，在建产能有待释放

40 万吨 PVC 项目预计 2023 年中投产，子公司亏损将迎改善。截至 2023 年初，公司全资子公司聚隆化工拥有 20 万吨烧碱产能与 63 万吨 PVC 产能，目前处于亏损状态。其中 40 万吨 PVC 项目处于联合试生产阶段，不能满负荷生产，公司计划于 2023 年 5 月投产，投产并达产后子公司亏损将得到改善。

产能释放与专用码头实现降本增效，未来有望扭亏转盈。2020 年聚隆化工 23 万吨 PVC 复产以来，产能利用率偏低，大宗商品价格高涨背景下成本端承压，而 40 万吨的 PVC 试生产效益尚未释放，一定程度拖累聚隆化工盈利水平。近年来，聚氯乙烯消费量整体呈现平稳增长的态势，开工率在 2021 年疫后需求复苏同比上

升后，2022 年略有回落，2023 年一季度小幅反弹。聚氯乙烯作为通用塑料，下游应用范围较为广泛，基建、塑料加工行业成为其主要的应用领域，下游行业需求有望随经济恢复逐步上行。生产工艺方面，公司兼具乙烯法和电石法两种工艺，以乙烯法为主，乙烯法产品价格高于电石法，有助于增强盈利水平。未来伴随公司 40 万吨 PVC 产能释放、专用乙烯码头建设运营提供原料乙烯接卸服务，公司有望通过增产降本实现业务扭亏转盈。

图23：近年中国聚氯乙烯消费量整体平稳增长


资料来源：wind，民生证券研究院

图24：2022 年中国聚氯乙烯开工率同比走弱

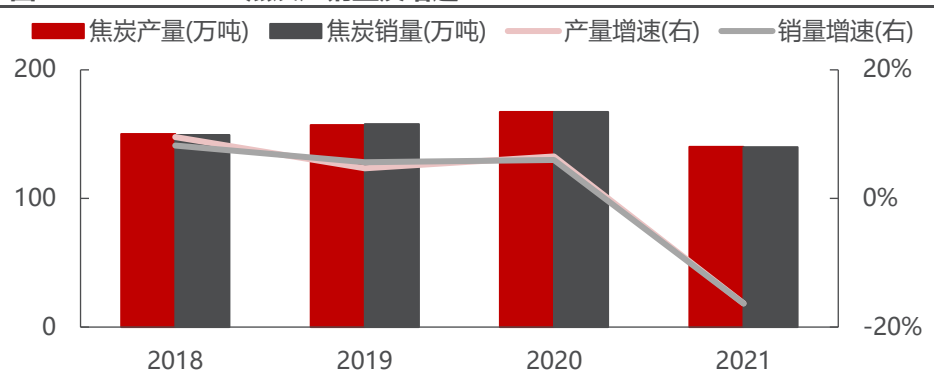

资料来源：wind，民生证券研究院

3.3 焦炭业务：需求支撑焦炭价格，焦企利润有望修复

公司拥有焦炭产能 150 万吨。公司控股子公司金牛天铁为焦炭业务经营主体，金牛天铁充分发挥顶装焦炉和干熄焦工艺优势，最大限度提升全焦率、冶金焦率和干熄焦率，2022 年初冶金焦率达到 89.6%，较 2020 年提高 1.49%。

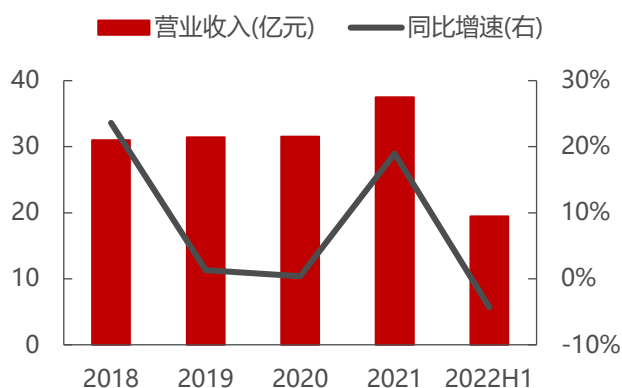
2022 年公司焦炭业务受环保因素影响产量下滑，但仍保持盈利。2018-2021 年，公司焦炭产量达到 150.05/157.07/167.33/140.05 万吨，同比增速达到 9.55%/4.68%/6.53%/-16.30%，2021 年产量下滑主要原因系受国家环保政策影响产量降低，但金牛天铁主营干熄焦，工艺先进，相对其他焦企限产幅度较小。据公司公告，2022 年受环保因素影响，结焦时间延长导致公司焦炭产量有所降低。2018-22H1，金牛天铁实现收入 31.01/31.40/31.53/37.50/19.47 亿元，同比增速 23.60%/1.28%/0.39%/18.95%/-4.32%；实现净利润 0.64/3.30/4.70/3.82/0.22 亿元，同比增速-23.67%/412.39%/42.54%/-18.68%/-93.05%。2019 年净利润同比大增的原因系 2018 年金牛天铁除公司外的另一股东天津铁厂等渤钢系债务人破产形成大量坏账导致净利润规模较小，21Q4 焦炭价格大幅回落后，22H1 受钢厂复产及利润走阔影响冲高，而后因成材需求下降钢厂亏损震荡下行。2022 年全年焦化行业处于低利润，整体限产范围在 30%-50%，相比同行业多数处于亏损状态，公司焦炭业务依然保持盈利。

图25: 2018-2021 焦炭产销量及增速



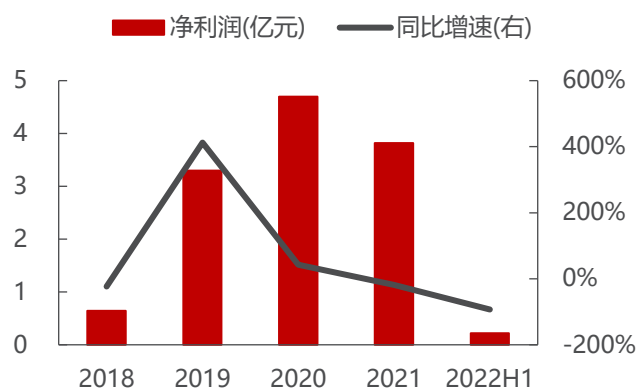
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图26: 2018-22H1 金牛天铁营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图27: 2018-22H1 年金牛天铁净利润及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

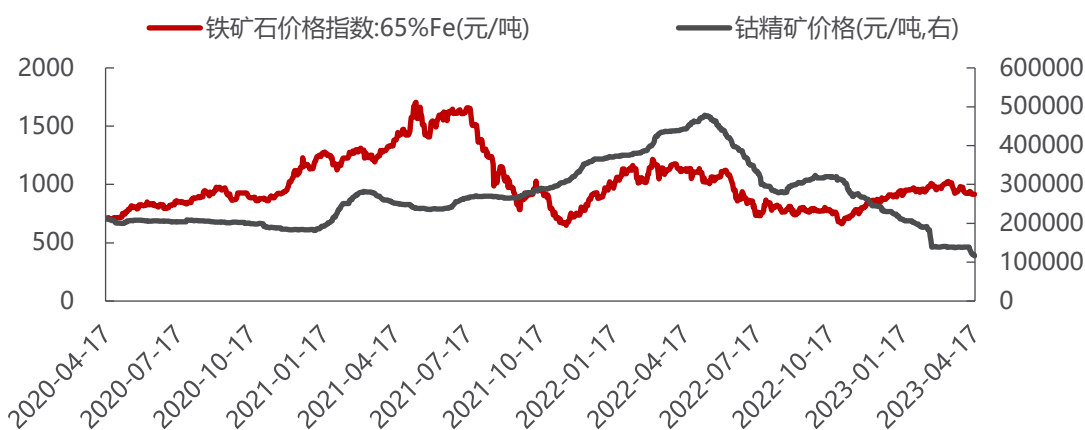
钢铁市场旺季需求兑现有望拉动焦炭价格上行。2023年3月下旬以来, 原料煤价格下调使焦企利润持续修复, 生产积极性旺盛, 供应端产量持续回升; 需求方面, 钢厂延续高开工, 整体焦炭库存偏高, 但成材价格逐步企稳有助于钢厂扩大利润空间。未来伴随建筑施工旺季到来、需求释放, 成材盈利转好, 产地去库节奏加快, 焦炭价格有望上行, 公司焦炭业务盈利有望回暖。

3.4 铁矿业务: 白涧铁矿储量丰富, 需求恢复盈利可期

规划白涧铁矿, 现已取得探矿权证。2019年2月19日, 公司与河北省自然资源厅签订《白涧铁矿探矿权出让合同》, 取得河北省沙河市白涧铁矿勘探权, 并支付首期探矿权收益款9334万元。白涧铁矿是河北省最大的矽卡岩型铁矿, 也是国内少有的优质未开发铁矿。该项目为河北省重点建设、冀中股份重点规划建设项目, 即将进入国家钢铁战略计划“基石计划”, 入选2022年度地质找矿重大成果。2023年1月16日, 公司按河北省自然资源厅要求缴纳了白涧铁矿探矿权占用费, 现已取得白涧铁矿探矿证。目前项目核准及探转采工作启动, 完成勘探报告备案(自然资源部), 正在准备编制项目申请报告、开发利用方案、环境保护与土地复垦方案、环境影响评价报告的招标文件。

白涧铁矿为亿吨级高品位优质铁矿，铁矿资源量丰富。据华经产业研究院，我国铁矿石品位较低，平均品位仅为 34.29%，而世界铁矿石平均品位为 48.42%。白涧铁矿矿床平均品位 TFe（全铁）48.02%、mFe（磁性铁）44.15%，共生硫铁矿、石膏矿、煤矿，并伴生金属钴。项目本次设计开采范围磁铁矿石资源量 8439.06 万吨，平均品位 TFe 为 48.98%、mFe 为 44.93%，为高品位优质铁矿。白涧铁矿的铁矿资源量 10442.70 万吨，探矿权面积为 2.58 平方公里，储量规模为中型，项目设计的服务年限为 35 年（含基建期），预计矿井建设期 5 年，投资 24 亿元左右，矿山建设规模为 300 万吨/年，最终主要产品为铁精矿和钴精矿，预计年产 TFe 品位 66.0%的铁精矿 172.66 万吨、Co 品位 0.23%的钴精矿 10.38 万吨。铁矿石作为高炉炼铁的主要原料，价格在需求复苏的带动下有望持续上行。白涧铁矿作为冀中股份规划建设的优质非煤矿山项目，将为企业转型升级高质量发展注入强劲动力。

图28：铁矿石价格指数和钴精矿价格



资料来源：wind，民生证券研究院

4 剥离资产：转让股权出售矿井，资源整合聚焦主业

遵循政府政策指导，积极优化配置国有资产。公司将优质资产注入上市公司，出售无法带来良好回报的非主营业务资产以及无法正常经营的矿井，即使在恶劣的市场环境下也能带来盈利，维护公司股东的利益。自 2015 年起，公司在煤炭主业业绩承压、利润贡献不足时，抓准时机出售公司非主营业务的资产以获得充足的流动性。公司于 2015 年先后剥离了咏宁水泥与厦门航空增厚业绩，并将章村矿、显德汪矿和邯郸陶一矿的整体资产及相关负债剥离给冀中能源集团，2018 年又将经营困难的宣东矿出售，优化公司资产结构，提升盈利能力以应对的当时整体恶劣的市场。

转让金牛化工股权，增厚 2023 年非经常性损益约 15 亿元。2022 年起，公司根据《河北省国资委关于开展监管能力提升三年专项行动（2022-2024 年）的工作方案》，再次将控股的金牛化工出售给河北高速公路集团有限公司，减轻整体

资本投入的负担，优化资源配置，交易预计增加公司 2023 年度非经常性损益 15 亿元。此外，受地质条件、产业政策等因素影响，邢北煤业多年处于亏损状态，并且已于 2015 年 1 月起开始停产，且至今未能复产。公司认为邢北煤业复产、邢北北井单独新建或利用邢北煤业改扩建均不可行，拟通过河北省产权交易中心将邢北煤业部分债权及全部资产和负债采取公开挂牌竞价的方式对外转让。未来公司有望聚焦煤炭主业，进一步增强盈利能力。

表4：公司资产剥离情况

转让时间	项目	业务类型	项目概况	转让原因
2015	咏宁水泥	水泥	邢台金隅咏宁水泥有限公司现拥有两条 2500t/d 新型干法水泥熟料生产线(含 9MW 纯低温余热发电)和两台Φ4×13m 水泥磨。整个生产过程均采用世界上最先进的熟料水泥生产技术，全部采用大型计算机集中控制。	通过转让咏宁水泥 60%的股权，咏宁水泥可以接受先进的生产、管理、经营理念，确保进一步提高效益，健康发展，有利于公司进一步调整优化产业结构、实现稳定运营。
2015	章村矿、显德汪矿和邯郸陶一矿的整体资产及相关负债	炼焦煤、无烟煤	章村矿三井主采 9#煤，四井主采 2#煤，煤种均为高变质程度无烟煤，主要用作动力燃料和化工用煤，显德汪矿主采煤层为 1#、2#、9#煤层，煤种以贫煤和无烟煤为主，陶一矿主采煤层为 2#、4#煤层，煤种以无烟煤为主。	随着国家经济结构的转型调整，煤炭市场持续低迷，冀中能源股份有限公司经营业绩波动较大。公司下属部分开采年限较长的矿井面临资源枯竭的境况，尚可开采年限低于 5 年。
2015	厦门航空	航空旅客运输 航空物流运输	2012 年公司从控股股东能源集团另一子公司河北航投以 19.19 亿收购厦门航空 15%股权，2015 年为以 22 亿元出售给厦门建发，增厚业绩。	公司将所持厦门航空 15%股权作价 22 亿元转让给厦门航空另一股东厦门建发。有效回笼了资金，增强了公司的资产流动性。
2018	宣东矿	弱粘煤、气煤	宣东矿共有 5 个可采煤层，即 III3、IV1、IV2、IV3、V2 煤层。其中，主采煤层为 III3、V2 煤层。III3 和 V2 煤属中灰、特低硫、低磷的弱粘煤、气煤。2009 年 9 月份，经重庆煤炭科学研究院鉴定 III3 煤层为 I 类容易自燃煤层，IV2 煤为 II 类自燃煤层，各煤层煤尘均具有爆炸危险性。矿井设计生产能力 90 万吨/年。2006 年，矿井通过扩能改造，达到了 150 万吨生产能力。截至 2017 年 12 月 31 日，宣东矿可采储量 3,244.98 万吨。	因受环保政策、外部宏观经济环境及资源赋存、开采条件等的影响，冀中能源股份有限公司宣东矿近年来经营较为困难，出现连续亏损。为了集中力量发展重点优势煤炭企业，提高上市公司的盈利能力，最大程度上维护上市公司股东的利益。
2022	金牛化工	甲醇生产与销售	金牛化工的主要业务为甲醇的生产和销售。公司的主要业务由持股 50%的控股子公司金牛旭阳经营，金牛旭阳拥有的甲醇生产能力为 20 万吨/年，生产方式为焦炉气制甲醇。甲醇用途广泛，作为重要的基础化工原料，在化工、医药、轻工、纺织等行业都有广泛的应用。	本次交易系根据《河北省国资委关于开展监管能力提升三年专项行动(2022-2024 年)的工作方案》，并基于河北省对省内资源资产整合、优化国有资本布局的统一部署目的而进行，本次交易预计增加公司 2023 年度合并财务报表税前损益约为 16 亿元。
2023	邢北煤业	炼焦煤	受地质条件、产业政策等因素影响，邢北煤业已于 2015 年 1 月起开始停产，且至今未能复产。	邢北煤业复产不可行，邢北北井单独新建或利用邢北煤业改扩建也不可行。

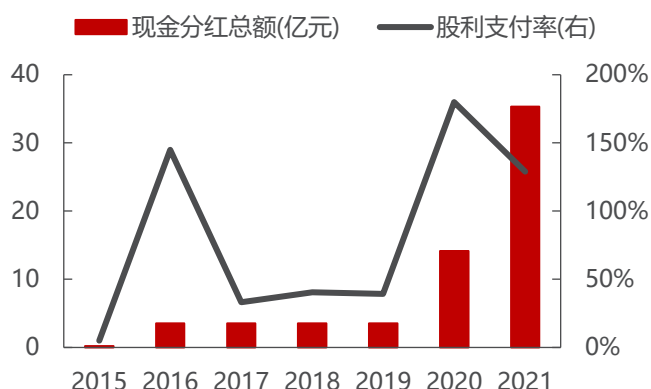
资料来源：公司公告，民生证券研究院

5 股东回报：盈利规模再创新高，高股息率有望延续

公司重视股东利益，盈利规模与现金分红总额规模创新高。自 2019 年起，公司现金分红总额逐年增长。2019-2021 年，公司现金分红总额分别达到 3.53/14.13/35.34 亿元，股利支付率达到 39.20%/179.94%/128.99%，股息率达到 2.73%/9.62%/18.15%。根据公司 2022 年业绩预增公告，公司归母净利润同比大增 54.05%-80.70%，我们预计 2022 年公司高分红政策有望延续。

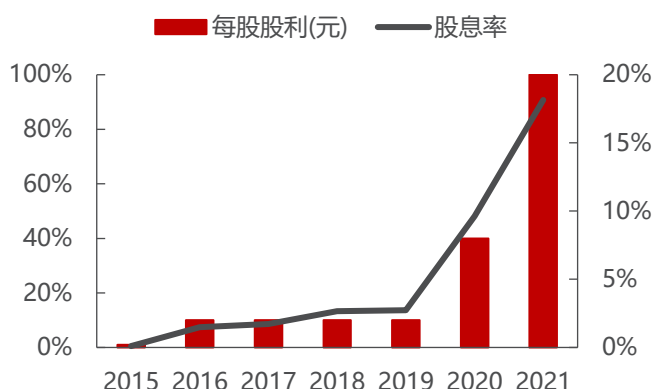
公司具备分红能力，集团分红诉求可能较强，公司股息配置价值提升。近年来公司未分配利润整体呈增长趋势，2022 年第三季度末已达到 115.03 亿元。与此同时，公司资产负债率不断降低，2021 年末下降 3.01 个百分点，2022 年前三季度再度下降 0.71 个百分点，公司现金分红能力较强。此外，集团公司由于债务压力仍存，对股份公司分红诉求可能较强，未来公司有望持续高股利支付率，股息配置价值进一步增强。

图29：2015-2021 年现金分红总额与股利支付率



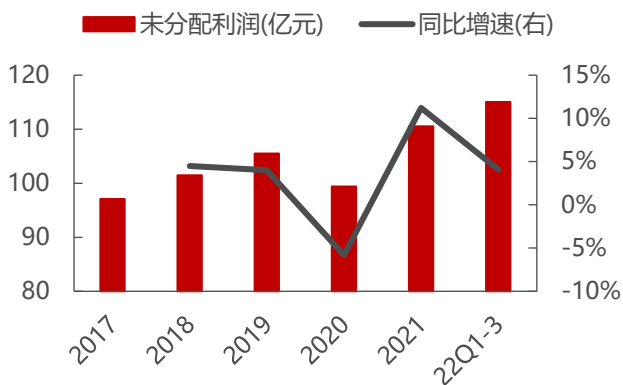
资料来源：wind，民生证券研究院

图30：2015-2021 年每股股利与股息率



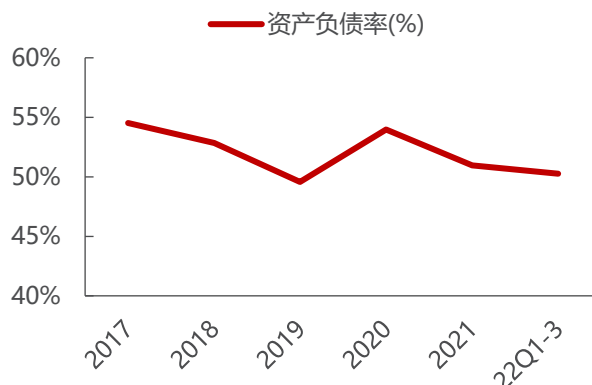
资料来源：wind，民生证券研究院

图31：2017-22Q3 公司未分配利润及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图32：2017-22Q3 公司资产负债率



资料来源：wind，民生证券研究院

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设与业务拆分

1) 煤炭业务:

产量: 公司现有煤炭核定产能 3265 万吨/年, 邢台矿西井 60 万吨炼焦煤产能预计 23H2 建成投产, 内蒙矿区核增动力煤产能 150 万吨, 其中盛鑫煤业 30 万吨 2022 年已核增, 嘉信德 90 万吨与嘉东煤业 30 万吨正在推进。随着在建拟建产能逐步投产达产并进一步核增产能, 我们预计公司煤炭产销量有望持续增长, 预计 2022-2024 年产量 2606.34/2686.34/2766.34 万吨, 销量 2931.81/3021.80/3111.79 万吨。

售价: 由于煤炭行业产能瓶颈持续, 叠加 2022 年全球能源危机助推煤价上涨, 我们预计 2022 年公司煤炭售价上涨, 2023-2024 年有望保持高位有小幅提升, 预计 2022-2024 年公司综合售价分别为 978.59/983.49/988.40 元/吨。

成本: 2022 年原料煤价格大幅上涨, 材料价格及用工成本增加, 我们预计煤炭单位成本将有所提高, 未来伴随井下智能化、机械化投入增加, 公司煤炭成本或将上升, 预计 2022-2024 年公司吨煤销售成本为 634.48/640.83/647.24 元/吨。

表5: 煤炭业务假设

煤炭业务	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
产销率	1.05	1.12	1.12	1.12	1.12
产量 (万吨)	2,758.38	2,586.34	2,606.34	2,686.34	2,766.34
YOY(%)	-3.36%	-6.24%	0.77%	3.07%	2.98%
销量 (万吨)	2,909.39	2,909.31	2,931.81	3,021.80	3,111.79
YOY(%)	0.51%	0.00%	0.77%	3.07%	2.98%
单价 (元/吨)	535.96	850.95	978.59	983.49	988.40
YOY(%)	-13.28%	58.77%	15.00%	0.50%	0.50%
单位成本 (元/吨)	391.93	587.48	634.48	640.83	647.24
YOY(%)	-16.01%	49.90%	8.00%	1.00%	1.00%

资料来源: 公司年报, 民生证券研究院预测

2) 主要非煤业务:

电力: 公司将部分长协煤供给自身电厂, 盈利能力基本稳定, 我们预计 2022-2024 年公司发电量基本持平, 受益于电价上浮政策公司电力销售均价有望提升, 发电成本基本趋于稳定, 未来伴随原料煤价格波动或有小幅上升, 预计 2022-2024 年公司发电业务营收为 0.55/0.57/0.60 亿元。

化工: 21Q4 以来焦炭价格大幅回落, 2022 年全年焦化行业处于低利润, 整体限产范围在 30%-50%, 我们预计公司焦炭销量有所下降, 未来伴随需求复苏,

下游钢厂利润走阔、需求增加,焦炭销量有望上行。公司化工板块除焦炭外,还包括 PVC 等产品,公司 40 万吨 PVC 已进入试生产阶段,公司预计于 2023 年 5 月投产,伴随原有产线产能利用率的提升以及新产线投产,我们预计板块营业收入有望持续增加,2022-2024 年分别为 59.45/68.36/71.78 亿元。

建材:公司 2021 年 5 月、2022 年 5 月分别投产 10 万吨/年玻纤产线,三期年产 12 万吨/年玻纤生产线项目于 2022 年 4 月取得邢台市生态环境局的批复,我们预计 2022-2024 年玻纤销量有望持续提升,板块营业收入 2022-2024 年分别为 12.90/15.48/17.02 亿元。

表6: 主要非煤业务营收预计(亿元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
电力	0.74	0.53	0.55	0.57	0.60
YOY(%)	-11.48%	-27.87%	4.03%	4.03%	4.03%
化工	43.80	56.61	59.45	68.36	71.78
YOY(%)	15.00%	29.26%	5.00%	15.00%	5.00%
建材	4.63	8.89	12.90	15.48	17.02
YOY(%)	23.70%	92.15%	45.00%	20.00%	10.00%

资料来源:公司年报,民生证券研究院预测

基于以上假设,我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 360.46/382.28/397.68 亿元。

表7: 营收预计(亿元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
煤炭	155.93	247.57	286.90	297.19	307.57
YOY(%)	-12.84%	58.77%	15.89%	3.58%	3.49%
毛利率(%)	26.87%	30.96%	35.16%	34.84%	34.52%
非煤	50.14	66.35	73.22	84.75	89.76
YOY(%)	8.98%	32.31%	10.35%	15.75%	5.91%
毛利率(%)	13.96%	13.24%	13.85%	23.46%	26.34%
其他	0.35	0.33	0.33	0.34	0.35
YOY(%)	-1.40%	-6.48%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率(%)	-41.66%	-55.63%	-55.63%	-55.63%	-55.63%
合计	206.43	314.24	360.46	382.28	397.68
YOY(%)	-8.37%	52.23%	14.71%	6.06%	4.03%
毛利率(%)	23.62%	27.13%	30.75%	32.24%	32.59%

资料来源:公司年报,民生证券研究院预测

6.2 估值分析

基于公司主要盈利来源为煤炭业务，焦煤占比较高，并且延伸煤炭产业链发展化工、建材、电力等业务，我们选取平煤股份、山西焦煤、淮北矿业和盘江股份为可比公司，可比公司 2022-2023 年 PE 均值为 5/5 倍。我们预计，2022-2024 年公司归母净利润为 44.49/61.10/54.44 亿元，对应 EPS 分别为 1.26/1.73/1.54 元/股，对应 2023 年 4 月 18 日收盘价的 PE 分别为 6/4/5 倍，整体略低于可比公司均值。公司为河北省优质焦煤企业，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
601666.SH	平煤股份	10.4	1.22	2.47	2.15	9	4	5
000983.SZ	山西焦煤	11.05	0.80	2.08	2.29	14	5	5
600985.SH	淮北矿业	13.78	1.97	2.83	3.24	7	5	4
600395.SH	盘江股份	7.39	0.55	1.02	1.18	13	7	6
可比公司 PE 均值						11	5	5
000937.SZ	冀中能源	7.32	0.78	1.26	1.73	9	6	4

资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：可比公司预测数据均为我们预测，股价时间为 2023 年 4 月 18 日，平煤股份、淮北矿业 2022 年为实际值

7 风险提示

1) 煤炭价格波动的风险。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。

2) 项目进度不及预期的风险。目前公司有多个煤矿、化工、建材项目在推进或规划中，若项目进度不大预期，可能影响公司业绩。

3) 资源接续风险。公司煤炭可采储量规模较小，若集团煤矿资产注入或收购矿井等增量产能规划进程不及预期，可能存在资源接续风险。

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	31,424	36,046	38,228	39,768
营业成本	22,899	24,962	25,904	26,806
营业税金及附加	1,049	1,220	1,294	1,346
销售费用	179	180	191	199
管理费用	1,828	1,983	2,103	2,187
研发费用	325	644	683	710
EBIT	5,269	7,199	8,204	8,676
财务费用	622	354	318	324
资产减值损失	-193	-72	-75	-77
投资收益	113	102	1,606	119
营业利润	4,796	6,935	9,479	8,459
营业外收支	-151	-120	-120	-120
利润总额	4,645	6,815	9,359	8,339
所得税	1,133	1,712	2,352	2,095
净利润	3,512	5,103	7,008	6,244
归属于母公司净利润	2,739	4,449	6,110	5,444
EBITDA	7,025	8,964	10,089	10,685

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	12,139	14,954	14,483	13,748
应收账款及票据	2,595	2,676	2,839	2,953
预付款项	178	250	259	268
存货	998	1,364	1,416	1,465
其他流动资产	1,168	1,213	1,257	1,288
流动资产合计	17,079	20,457	20,253	19,722
长期股权投资	5,927	5,927	5,927	5,927
固定资产	16,087	16,111	18,090	17,965
无形资产	5,985	6,102	6,202	6,202
非流动资产合计	32,858	33,072	35,153	35,027
资产合计	49,937	53,529	55,406	54,749
短期借款	11,306	11,306	11,306	11,306
应付账款及票据	4,484	5,640	5,853	6,057
其他流动负债	5,839	6,555	6,550	6,778
流动负债合计	21,628	23,501	23,709	24,141
长期借款	1,285	1,214	1,214	1,214
其他长期负债	2,538	2,553	2,553	2,553
非流动负债合计	3,823	3,767	3,767	3,767
负债合计	25,451	27,268	27,476	27,908
股本	3,534	3,534	3,534	3,534
少数股东权益	3,668	4,322	5,219	6,019
股东权益合计	24,486	26,261	27,930	26,842
负债和股东权益合计	49,937	53,529	55,406	54,749

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	52.23	14.71	6.06	4.03
EBIT 增长率	130.49	36.65	13.96	5.75
净利润增长率	248.73	62.42	37.34	-10.90
盈利能力 (%)				
毛利率	27.13	30.75	32.24	32.59
净利润率	8.72	12.34	15.98	13.69
总资产收益率 ROA	5.49	8.31	11.03	9.94
净资产收益率 ROE	13.16	20.28	26.90	26.14
偿债能力				
流动比率	0.79	0.87	0.85	0.82
速动比率	0.71	0.78	0.77	0.73
现金比率	0.56	0.64	0.61	0.57
资产负债率 (%)	50.97	50.94	49.59	50.97
经营效率				
应收账款周转天数	17.25	17.00	17.00	17.00
存货周转天数	15.91	21.00	21.00	21.00
总资产周转率	0.63	0.70	0.70	0.72
每股指标 (元)				
每股收益	0.78	1.26	1.73	1.54
每股净资产	5.89	6.21	6.43	5.89
每股经营现金流	1.42	2.78	2.28	2.52
每股股利	1.00	1.51	2.08	1.85
估值分析				
PE	9	6	4	5
PB	1.2	1.2	1.1	1.2
EV/EBITDA	4.09	2.74	2.46	2.39
股息收益率 (%)	13.66	20.64	28.35	25.26

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3,512	5,103	7,008	6,244
折旧和摊销	1,756	1,765	1,884	2,010
营运资金变动	-992	2,462	136	149
经营活动现金流	5,019	9,835	8,055	8,915
资本开支	-1,672	-1,983	-3,892	-1,809
投资	-470	0	0	0
投资活动现金流	-1,934	-1,788	-2,287	-1,690
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-2,870	-1,307	-273	0
筹资活动现金流	-5,886	-5,232	-6,240	-7,960
现金净流量	-2,801	2,815	-471	-735

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 2021 主营业务年营业收入构成.....	4
图 3: 2018-2022H1 公司业务结构拆分.....	4
图 4: 2018-22Q1-3 公司营业收入及增速.....	4
图 5: 2018-2022E 年公司归母净利润及增速.....	4
图 6: 2018-22Q1-3 公司利润率.....	5
图 7: 2018-22Q1-3 公司期间费用率.....	5
图 8: 2018-22Q1-3 公司营运能力.....	5
图 9: 2018-22Q1-3 公司现金流情况.....	5
图 10: 公司股权结构(截至 22Q3).....	6
图 11: 集团公司有息负债规模持续降低.....	6
图 12: 公司发展战略.....	7
图 13: 公司 2018-2021 年产量下滑、销量平稳.....	9
图 14: 中国进口炼焦煤分国别进口量(万吨).....	10
图 15: 蒙古炼焦煤进口量(万吨).....	10
图 16: 2022 年至今生铁产量.....	11
图 17: 公司煤炭产品综合售价.....	12
图 18: 2017-2021 年吨煤成本构成项目增速.....	12
图 19: 2017-2021 年吨煤生产成本及同比增速.....	12
图 20: 公司研发投入情况.....	13
图 21: 2018-2021 年公司玻璃纤维产量稳步增长.....	13
图 22: 2018-2022 年中国玻纤总产量保持持续增长.....	13
图 23: 近年中国聚氯乙烯消费量整体平稳增长.....	15
图 24: 2022 年中国聚氯乙烯开工率同比走弱.....	15
图 25: 2018-2021 焦炭产销量及增速.....	16
图 26: 2018-22H1 金牛天铁营业收入及增速.....	16
图 27: 2018-22H1 年金牛天铁净利润及增速.....	16
图 28: 铁矿石价格指数和钴精矿价格.....	17
图 29: 2015-2021 年现金分红总额与股利支付率.....	19
图 30: 2015-2021 年每股股利与股息率.....	19
图 31: 2017-22Q3 公司未分配利润及增速.....	19
图 32: 2017-22Q3 公司资产负债率.....	19

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司煤矿产能梳理(截至 2023 年 3 月).....	8
表 2: 集团煤矿产能梳理(不含股份公司).....	9
表 3: 房地产融资“三支箭”齐发.....	14
表 4: 公司资产剥离情况.....	18
表 5: 煤炭业务假设.....	20
表 6: 主要非煤业务营收预计(亿元).....	21
表 7: 营收预计(亿元).....	21
表 8: 可比公司 PE 数据对比.....	22
公司财务报表数据预测汇总.....	24

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
行业评级	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