

# 产量提升&成本下移, 季度业绩创新高

华泰研究

季报点评

2023年4月28日 | 中国内地/中国香港

煤炭

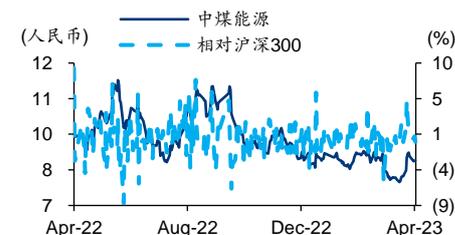
	1898 HK	601898 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 8.50	人民币: 13.80

研究员	王帅
SAC No. S0570520110001	bruce.wang@htsc.com
SFC No. AOH868	+(86) 21 2897 2099

## 基本数据

(港币/人民币)	1898 HK	601898 CH
目标价	8.50	13.80
收盘价(截至4月27日)	6.57	8.58
市值(百万)	87,109	113,759
6个月平均日成交额(百万)	97.14	261.74
52周价格范围	5.70-8.13	7.82-11.40
BVPS	9.84	10.43

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 1Q23 创季度盈利新高, 产量提升且成本下降; 维持“买入”

中煤能源 1Q23 实现归母净利润 71.6 亿元, 同比增幅 5.3%, 季度业绩创上市以来的新高。业绩同比增长主要来自煤炭产量的提升以及成本的下移, 抵消了煤价下行的不利影响。2023 年煤价整体趋势中枢下移, 但迎峰度夏和迎峰度冬旺季煤炭价格反弹幅度或更受气温和来水影响或产生超预期幅度但不持续的旺季煤价反弹。公司的大海则逐步达产、平朔井工三矿复产以及里必煤矿投产将带动 2023-24 年产量进一步提升。维持 A/H 股的“买入”评级, A 股目标价 13.8 人民币(较 H 股溢价 85%, 与公司 A/H 股自 2017 年以来平均溢价一致)/8.5 港币(5.9x 23/24 平均 EPS, 与自 2017 年以来平均 PE 一致)。2023-25E EPS 为 1.35/1.16/1.04 元。

## 煤炭: 产量提升成本下移, 板块毛利改善

受益于大海则煤矿逐步达产以及 2022 年核增产能带来的产量提升, 公司 1Q23 煤炭产量同比提升 9.2% 至 3,330 万吨。1Q23 自产煤平均售价同环比分别下降 7.7% 以及 23.9% 至 671 元/吨, 主要因为销售结构和销售运距的变化。1Q23 煤炭生产成本有明显下移, 同环比分别下降 12.9% 以及 27.6%; 主要来自维修支出、运输港杂费以及材料成本的缩减。销量提升和成本下降抵消了价格下行的不利影响, 单吨煤炭毛利提升至 398.5 元每吨, 毛利率同/环比提升 2.4/2.1 个百分点至 59.4%。1Q23 公司煤炭板块共实现毛利 132.3 亿元, 同/环比增长 1.9%/52.6%。

## 煤化工: 尿素销量恢复, 甲醇聚烯烃规模扩张

公司 1Q23 化工品销量同环比均有明显提升, 增幅将主要来自尿素项目于 4Q22 检修结束后产销量的恢复。1Q23 尿素销量同比提升 7.9%, 环比提升 69.3%。尿素平均价格及单位成本同环比均有上涨, 价格同环比涨幅分别为 4.7%/9.2%, 成本同环比上涨 7.2%/6.2%, 单位毛利同比基本持平, 环比上涨 16.0%。聚烯烃及甲醇产销量基本稳定, 但价格及成本均有下滑; 其中成本环比下行幅度较价格更大, 推动聚烯烃/甲醇毛利率环比提升 4.4/1.2 个百分点至 11.3%/16.3%。此外公司公告将投资 238.9 亿元建设中煤榆林煤炭深加工基地项目, 未来将增添 220 吨/年甲醇、90 万吨/年聚烯烃产能。

风险提示: 煤炭价格超预期下行; 生产成本超预期上涨。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	239,828	220,577	197,201	180,668	166,507
+/-%	70.14	(8.03)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润 (人民币百万)	13,739	18,241	17,836	15,435	13,728
+/-%	132.70	32.76	(2.22)	(13.46)	(11.06)
EPS (人民币, 最新摊薄)	1.04	1.38	1.35	1.16	1.04
ROE (%)	12.80	14.92	13.02	10.42	8.70
PE (倍)	7.86	5.92	6.05	6.99	7.86
PB (倍)	0.95	0.83	0.75	0.70	0.66
EV EBITDA (倍)	5.72	4.05	3.12	3.92	3.39

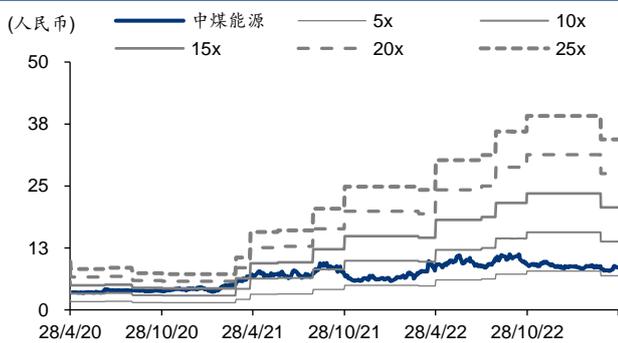
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 主要季度经营及财务数据

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
<b>自产煤板块</b>									
销量 (万吨)	2,871	2,732	2,696	2,774	3,081	2,784	3,322	2,847	3,257
平均售价 (元/吨)	509	577	687	813	727	510	510	882	671
单位成本 (元/吨)	(283)	(289)	(322)	(412)	(313)	(304)	(302)	(377)	(273)
单位毛利 (元/吨)	226	287	365	401	414	206	208	506	398
<b>主要财务数据 (百万元)</b>									
营业收入	44,443	54,277	63,019	69,388	61,730	56,309	57,306	45,232	59,158
营业成本	(34,150)	(43,396)	(50,638)	(67,272)	(48,740)	(42,190)	(45,120)	(36,964)	(45,994)
毛利润	10,292	10,881	12,381	2,116	12,989	14,119	12,186	8,268	13,164
毛利率%	23.2	20.0	19.6	3.0	21.0	25.1	21.3	18.3	22.3
销售及管理费用	(4,005)	(3,532)	(3,869)	6,115	(1,286)	(1,035)	(1,408)	(2,446)	(1,298)
其他营业费用净额	(81)	(134)	(135)	(315)	(133)	(183)	(158)	(297)	(127)
营业利润	6,206	7,215	8,377	7,916	11,570	12,901	10,620	5,524	11,739
营业利率%	14.0	13.3	13.3	11.4	18.7	22.9	18.5	12.2	19.8
财务费用净额	(996)	(1,000)	(977)	(981)	(981)	(1,055)	(887)	(805)	(743)
投资净收益	828	923	966	828	1,265	1,776	886	1,107	984
其他收益净值	31	10	(698)	(3,131)	63	(1,864)	39	(6,995)	64
营业外收入	14	18	43	154	15	21	67	170	15
营业外支出	(11)	(23)	(108)	(24)	(35)	(21)	(39)	(447)	(23)
税前利润	6,071	7,142	7,602	4,762	11,898	11,759	10,687	(1,446)	12,037
税费开支	(1,371)	(1,577)	(1,566)	(2,061)	(2,487)	(2,708)	(2,358)	34	(2,615)
少数股东权益	(1,191)	(1,488)	(1,766)	(1,275)	(2,618)	(2,467)	(2,377)	325	(2,267)
归母净利润	3,509	4,077	4,270	1,426	6,793	6,584	5,951	(1,088)	7,155

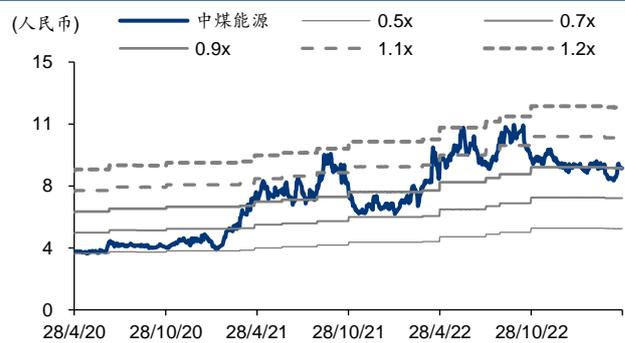
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 中煤能源 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 中煤能源 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	104,985	123,911	102,568	113,974	122,761
现金	72,925	91,026	75,109	63,773	98,860
应收账款	7,546	8,239	6,072	7,039	5,044
其他应收账款	3,120	2,590	2,590	2,590	2,590
预付账款	2,271	2,438	2,438	2,438	2,438
存货	8,192	9,350	6,653	27,904	4,155
其他流动资产	10,931	10,268	9,706	10,230	9,673
<b>非流动资产</b>	216,753	216,198	223,750	227,988	230,962
长期投资	26,842	29,904	29,904	29,904	29,904
固定投资	109,142	114,960	120,105	124,775	128,969
无形资产	51,380	48,168	51,082	53,996	56,910
其他非流动资产	29,389	23,166	22,660	19,314	15,179
<b>资产总计</b>	321,738	340,109	326,318	341,962	353,723
<b>流动负债</b>	87,745	104,998	86,864	86,385	83,676
短期借款	581.55	205.44	205.44	205.44	205.44
应付账款	24,208	23,320	19,777	20,056	16,897
其他流动负债	62,956	81,473	66,882	66,124	66,574
<b>非流动负债</b>	91,591	70,053	55,053	55,053	55,053
长期借款	60,443	39,507	24,507	24,507	24,507
其他非流动负债	31,148	30,546	30,546	30,546	30,546
<b>负债合计</b>	179,336	175,051	141,916	141,437	138,729
少数股东权益	28,617	34,294	41,273	47,313	52,684
股本	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259
资本公积	38,605	38,866	38,866	38,866	38,866
留存公积	56,543	70,776	83,140	93,224	102,321
归属母公司股东权益	113,786	130,765	143,128	153,212	162,310
<b>负债和股东权益</b>	321,739	340,109	326,318	341,962	353,723

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	48,106	43,634	34,766	6,269	51,163
净利润	19,489	25,378	24,815	21,474	19,099
折旧摊销	10,548	10,376	8,858	9,333	9,809
财务费用	3,957	3,728	2,800	2,183	2,163
投资损失	(3,545)	(5,035)	(4,000)	(3,500)	(3,500)
营运资金变动	12,190	2,348	2,292	(23,221)	23,592
其他经营现金	5,467	6,839	(0.01)	0.00	0.00
<b>投资活动现金</b>	(25,382)	(22,046)	(12,410)	(10,071)	(9,282)
资本支出	(10,427)	(9,756)	(20,351)	(15,930)	(13,895)
长期投资	(256.74)	(22.43)	4,000	3,500	3,500
其他投资现金	(14,698)	(12,267)	3,941	2,358	1,113
<b>筹资活动现金</b>	(6,697)	(22,687)	(38,272)	(7,534)	(6,794)
短期借款	41,101	60,580	0.00	0.00	0.00
长期借款	(1,422)	(14,273)	(30,000)	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(33.31)	204.91	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(46,343)	(69,200)	(8,272)	(7,534)	(6,794)
现金净增加额	16,053	(1,097)	(15,917)	(11,336)	35,087

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	239,828	220,577	197,201	180,668	166,507
营业成本	197,232	165,158	149,554	138,227	128,235
营业税金及附加	6,435	7,857	7,024	6,435	5,931
营业费用	818.49	928.77	986.01	903.34	832.54
管理费用	4,462	5,246	5,522	5,420	4,995
财务费用	3,957	3,728	2,800	2,183	2,163
资产减值损失	(3,963)	(8,801)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3,545	5,035	4,000	3,500	3,500
<b>营业利润</b>	26,008	33,166	32,436	28,105	25,027
营业外收入	237.06	273.11	273.11	273.11	273.11
营业外支出	(174.12)	(541.60)	(541.60)	(541.60)	(541.60)
<b>利润总额</b>	26,071	32,897	32,168	27,837	24,758
所得税	6,582	7,519	7,353	6,363	5,659
<b>净利润</b>	19,489	25,378	24,815	21,474	19,099
少数股东损益	5,749	7,137	6,979	6,039	5,372
归属母公司净利润	13,739	18,241	17,836	15,435	13,728
EBITDA	30,042	36,617	43,826	39,353	36,730
EPS (人民币, 基本)	1.04	1.38	1.35	1.16	1.04

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	70.14	(8.03)	0.00	0.00	0.00
营业利润	111.00	27.52	(2.20)	(13.35)	(10.95)
归属母公司净利润	132.70	32.76	(2.22)	(13.46)	(11.06)
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	17.76	25.12	24.16	23.49	22.99
净利率	8.13	11.51	12.58	11.89	11.47
ROE	12.80	14.92	13.02	10.42	8.70
ROIC	18.98	26.74	27.04	19.10	21.82
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	55.74	51.47	43.49	41.36	39.22
净负债比率 (%)	27.64	6.05	(4.52)	1.50	(14.92)
流动比率	1.20	1.18	1.18	1.32	1.47
速动比率	1.02	1.03	1.03	0.92	1.34
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.79	0.67	0.59	0.54	0.48
应收账款周转率	32.44	27.95	27.56	27.56	27.56
应付账款周转率	8.80	6.95	6.94	6.94	6.94
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.38	1.35	1.16	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	3.63	3.29	2.62	0.47	3.86
每股净资产(最新摊薄)	8.58	9.86	10.80	11.56	12.24
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	7.86	5.92	6.05	6.99	7.86
PB (倍)	0.95	0.83	0.75	0.70	0.66
EV EBITDA (倍)	5.72	4.05	3.12	3.92	3.39

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 王帅, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师王帅本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司