

# 成本上行和销量下降驱动利润下行

华泰研究

2023年4月29日 | 中国内地

年报点评

煤炭

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

14.20

研究员

王帅

SAC No. S0570520110001

bruce.wang@htsc.com

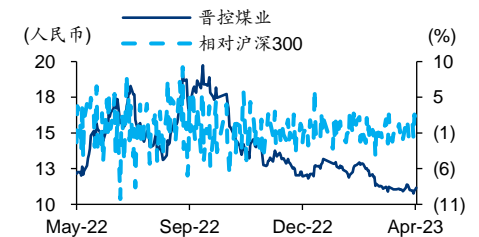
SFC No. AOH868

+(86) 21 2897 2099

## 基本数据

目标价(人民币)	14.20
收盘价(人民币 截至4月28日)	11.17
市值(人民币百万)	18,695
6个月平均日成交额(人民币百万)	279.42
52周价格范围(人民币)	10.76-19.74
BVPS(人民币)	9.22

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 4Q22&1Q23 盈利同比下滑, 但估值具吸引力, 维持“买入”

晋控煤业 2022 年煤炭产量和销量分别下降 6.2%和 10.1%至 3,280 万吨和 2,731 万吨, 主因塔山矿产量下行约 280 万吨。扣非净利润下降 33.3%至 29.8 亿元, 主要由于成本上升和价格下行。4Q22 和 1Q23 净利润分别为亏损 3.4 元和盈利 7.1 亿元, 1Q23 利润同比下滑 21.1%。色连一号矿 2022 年产能从 500 万吨/年核增到 800 万吨/年, 将贡献公司 2023 年的产量提升。基于提升的成本假设和下调的销价预测, 我们下调公司 2023/2024 年盈利预测至 34.1/30.6 亿元 (前值 47.8/53.8 亿元), 并相应下调目标价至 14.2 元 (前值 20.0 元), 基于 7.0x 23E PE, 与 Wind 可比公司平均估值一致。我们认为股价反映了潜在的中枢价格下移和公司低于预期的盈利表现, 目前估值具吸引力, 维持买入评级。

## 2023 年煤炭行业季节性驱动, 供需宽松化, 价格中枢下移

我们预计 2023 年中国煤炭价格中枢下移, 北港 5,500 卡均价由 2022 年的 1,264 元/吨下移至 2023 年的 950 元/吨。今年以来在供应持续高位释放以及进口涌入的双重影响下, 需求的弱改善难以抵消供应较强的增量, 煤炭行业上下游各环节库存累计至历史高位水平。3 月份煤炭日产量创历史新高且进口量达到历史次高水平。CCTD 和金正能源数据显示目前主要的库存指标都处于相对的高位。电力需求虽保持中个位数增长, 但非电用煤需求异常疲弱。除非迎峰度夏/度冬需求旺季期间出现极端高温/寒潮和来水偏少, 在高库存压制下, 我们预计今年旺季的价格反弹幅度将相对有限。

## 集团煤炭资产规模庞大, 未来资产注入可期

晋控煤业的控股股东晋能控股在山西省 2020 年煤炭资源整合中成为山西动力煤的运营平台, 2022 年煤炭产量 41,297 万吨, 为中国第二大煤炭生产企业集团, 显著大于晋控煤业 2022 年 3,280 万吨的产量规模。作为山西省动力煤龙头上市公司, 依托集团公司丰富的资源储量和优质煤炭资产, 解决同业竞争的角度下, 未来体量扩张潜力较大。2021 年 2 月山西省政府提出了省属企业“十四五”期间资产证券化率需达到 80%以上的要求, 而目前煤业集团的资产化率显著低于该目标, 晋控煤业作为晋能控股旗下唯一煤炭上市平台, 我们预计后续资产注入可期。

风险提示: 供需格局弱于预期, 煤炭价格下行; 政府强制性价格干预。

## 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)	18,265	16,082	16,053	15,408	14,719
+/-%	67.49	(11.95)	(0.18)	(4.02)	(4.47)
归属母公司净利润 (人民币百万)	4,658	3,044	3,405	3,061	2,715
+/-%	431.88	(34.65)	11.87	(10.12)	(11.30)
EPS (人民币, 最新摊薄)	2.78	1.82	2.03	1.83	1.62
ROE (%)	48.55	23.03	21.68	17.18	13.86
PE (倍)	4.01	6.14	5.49	6.11	6.89
PB (倍)	1.57	1.29	1.11	1.00	0.92
EV EBITDA (倍)	1.72	1.17	1.59	1.35	1.06

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 主要调整

	前值	现值	变化幅度(%)			
目标价(RMB)	20	14.2	(29.0)			
	2023E			2024E		
	前值	现值	调整幅度(%)	前值	现值	调整幅度(%)
煤炭基准价格 (元/吨)	950	950	0.0	950	850	(10.5)
<b>经营数据</b>						
原煤产量 (万吨)	3,497	3,300	(5.6)	3,497	3,300	(5.6)
商品煤销量 (万吨)	3,031	2,880	(5.0)	3,031	2,880	(5.0)
平均售价 (元/吨)	616	550	(10.6)	643	528	(17.9)
单位成本 (元/吨)	280	271	(3.4)	280	276	(1.5)
单位毛利 (元/吨)	336	280	(16.6)	363	252	(30.6)
<b>财务数据 (百万元)</b>						
总收入	19,226	16,053	(16.5)	20,065	15,408	(23.2)
总成本	9,016	8,012	(11.1)	9,016	8,168	(9.4)
毛利	10,209	8,041	(21.2)	11,049	7,240	(34.5)
归母净利润	4,776	3,405	(28.7)	5,384	3,061	(43.2)

资料来源: 华泰研究预测

图表2: 主要经营及财务数据

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营数据</b>						
原煤产量 (万吨)	3,157	3,497	3,280	3,300	3,300	3,300
商品煤销量 (万吨)	2,736	3,031	2,731	2,880	2,880	2,880
平均售价 (元/吨)	380	583	574	550	528	504
单位成本 (元/吨)	241	258	280	272	277	283
单位毛利 (元/吨)	139	325	294	279	251	221
<b>财务数据 (百万元)</b>						
营业收入	10,905	18,265	16,082	16,053	15,408	14,719
营业成本	(7,040)	(8,335)	(8,037)	(8,052)	(8,209)	(8,369)
毛利润	3,865	9,930	8,044	8,001	7,199	6,350
毛利率	35.4%	54.4%	50.0%	49.8%	46.7%	43.1%
销售费用	(123)	(148)	(145)	(161)	(154)	(147)
管理费用	(432)	(492)	(470)	(469)	(450)	(430)
研发费用	(133)	(216)	(63)	(63)	(61)	(58)
财务费用	(386)	(326)	(241)	(162)	(74)	3
税前利润	2,102	8,275	6,000	6,355	5,621	4,834
所得税	(771)	(1,938)	(1,590)	(1,589)	(1,405)	(1,209)
少数股东损益	(455)	(1,679)	(1,367)	(1,477)	(1,306)	(1,124)
归母净利润	876	4,658	3,044	3,290	2,909	2,502
归母净利率(%)	8.0%	25.5%	18.9%	20.5%	18.9%	17.0%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

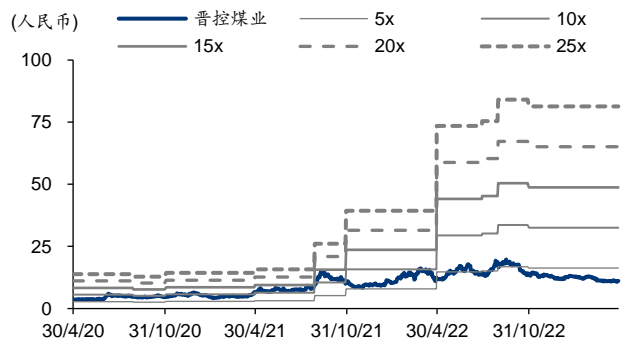
图表3: 可比公司估值

公司	代码	市值(亿元)	PE (2023E)
中国神华	601088 CH	5,476	7.83
中煤能源	601898 CH	1,019	5.03
兖矿能源	600188 CH	1,473	5.26
陕西煤业	601225 CH	1,897	6.26
<b>加权平均</b>			<b>7.00</b>

注: 数据截至 2023/4/28

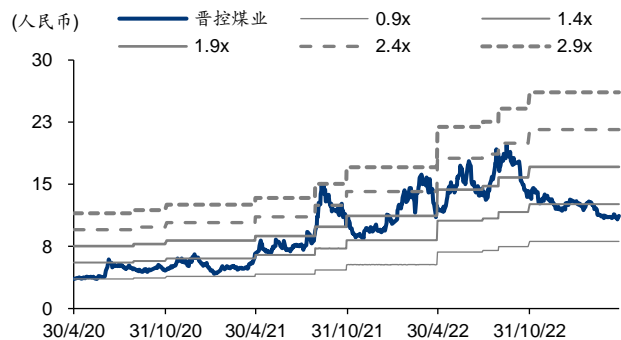
资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 晋控煤业 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 晋控煤业 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>	19,547	22,063	27,045	31,353	35,356
现金	16,386	18,816	23,874	28,184	32,269
应收账款	1,092	1,190	1,088	1,099	990.30
其他应收账款	1,367	1,441	1,441	1,441	1,441
预付账款	86.29	70.72	70.72	70.72	70.72
存货	356.73	328.87	354.56	342.16	368.12
其他流动资产	258.95	216.94	216.94	216.93	216.93
<b>非流动资产</b>	20,798	20,153	19,192	18,220	17,236
长期投资	4,899	5,424	5,424	5,424	5,424
固定投资	10,518	9,659	8,917	8,165	7,401
无形资产	3,672	3,452	3,233	3,014	2,794
其他非流动资产	1,709	1,618	1,618	1,618	1,618
<b>资产总计</b>	40,345	42,216	46,237	49,573	52,592
<b>流动负债</b>	16,257	16,458	16,599	16,680	16,826
短期借款	3,773	1,542	1,542	1,542	1,542
应付账款	5,116	5,636	5,082	5,845	5,294
其他流动负债	7,369	9,280	9,976	9,294	9,990
<b>非流动负债</b>	6,273	4,568	4,568	4,568	4,568
长期借款	2,670	2,374	2,374	2,374	2,374
其他非流动负债	3,603	2,194	2,194	2,194	2,194
<b>负债合计</b>	22,530	21,026	21,167	21,248	21,394
少数股东权益	5,913	6,661	8,190	9,564	10,783
股本	1,674	1,674	1,674	1,674	1,674
资本公积	132.48	150.90	150.90	150.90	150.90
留存公积	0.00	122,947	13,685	15,566	17,220
归属母公司股东权益	11,902	14,529	16,880	18,761	20,416
<b>负债和股东权益</b>	40,345	42,216	46,237	49,573	52,592

### 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>	7,820	5,638	36,392	55,989	45,476
净利润	6,337	4,410	4,934	4,435	3,934
折旧摊销	624.97	12,952	1,214	1,225	1,237
财务费用	326.29	241.14	160.83	69.85	(11.68)
投资损失	(962.83)	(585.82)	(600.00)	(600.00)	(600.00)
营运资金变动	614.98	(434.71)	218.01	82.33	228.32
其他经营现金	879.93	(10,945)	30,465	50,776	40,689
<b>投资活动现金</b>	(396.54)	(518.46)	58,638	(29,247)	(29,794)
资本支出	(481.44)	(594.06)	(253.00)	(253.00)	(253.00)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	84.90	75.61	58,891	(28,994)	(29,541)
<b>筹资活动现金</b>	(434.62)	(2,522)	(14,924)	(1,248)	(1,048)
短期借款	(636.83)	(2,231)	(0.00)	0.00	0.00
长期借款	(588.50)	(295.80)	0.00	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	(115.41)	18.43	(0.00)	0.00	0.00
其他筹资现金	906.11	(13.14)	(14,924)	(1,248)	(1,048)
现金净增加额	6,989	2,598	80,106	25,494	14,634

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>	18,265	16,082	16,053	15,408	14,719
营业成本	8,335	8,037	8,012	8,168	8,327
营业税金及附加	1,377	1,293	1,250	1,219	1,156
营业费用	148.30	144.68	137.38	135.24	127.58
管理费用	492.15	470.04	450.88	441.55	417.61
财务费用	326.29	241.14	160.83	69.85	(11.68)
资产减值损失	(158.02)	(215.29)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	962.83	585.82	600.00	600.00	600.00
<b>营业利润</b>	8,302	6,047	6,579	5,913	5,245
营业外收入	2.87	3.28	0.00	0.00	0.00
营业外支出	30.31	49.55	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	8,275	6,000	6,579	5,913	5,245
所得税	1,938	1,590	1,645	1,478	1,311
<b>净利润</b>	6,337	4,410	4,934	4,435	3,934
少数股东损益	1,679	1,367	1,529	1,374	1,219
归属母公司净利润	4,658	3,044	3,405	3,061	2,715
EBITDA	9,212	19,188	7,954	7,209	6,470
EPS (人民币, 基本)	2.78	1.82	2.03	1.83	1.62

### 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	67.49	(11.95)	(0.18)	(4.02)	(4.47)
营业利润	292.87	(27.17)	8.80	(10.12)	(11.30)
归属母公司净利润	431.88	(34.65)	11.87	(10.12)	(11.30)
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	54.37	50.02	50.09	46.99	43.43
净利率	34.69	27.43	30.74	28.78	26.73
ROE	48.55	23.03	21.68	17.18	13.86
ROIC	0.00	(87.81)	(542.46)	(295.91)	(203.38)
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	55.84	49.81	45.78	42.86	40.68
净负债比率 (%)	(49.25)	(13.32)	(56.75)	(65.44)	(72.51)
流动比率	1.20	1.34	1.63	1.88	2.10
速动比率	1.18	(1.40)	1.59	1.84	2.06
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.50	0.39	0.36	0.32	0.29
应收账款周转率	20.33	14.09	14.09	14.09	14.09
应付账款周转率	1.68	1.50	1.50	1.50	1.50
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.78	1.82	2.03	1.83	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	4.67	3.37	21.74	33.45	27.17
每股净资产(最新摊薄)	7.11	8.68	10.09	11.21	12.20
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	4.01	6.14	5.49	6.11	6.89
PB (倍)	1.57	1.29	1.11	1.00	0.92
EV EBITDA (倍)	1.72	1.17	1.59	1.35	1.06

## 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