

投资评级 优于大市 首次覆盖

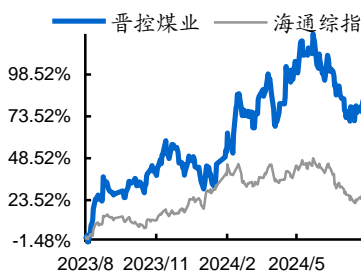
山西动力煤龙头，未来仍极具潜力

股票数据

08月19日收盘价(元)	15.58
52周股价波动(元)	8.61-19.87
总股本/流通A股(百万股)	1674/1674
总市值/流通市值(百万元)	26076/26076

相关研究

市场表现



指标	1M	2M	3M
沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.0	-8.0	-4.9
相对涨幅(%)	6.1	-3.1	3.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 李焱

Tel: (010) 58067998

Email: lm10779@haitong.com

证书: S0850517120001

分析师: 王涛

Tel: (021) 23185633

Email: wt12363@haitong.com

证书: S0850520090001

分析师: 吴杰

Tel: (021) 23183818

Email: wj10521@haitong.com

证书: S0850515120001

分析师: 朱彤

Tel: (021) 23185628

Email: zt14684@haitong.com

证书: S0850524070001

投资要点:

- 山西动力煤龙头，背靠晋能控股集团。**公司目前拥有塔山和色连两座在产矿井，分别位于山西大同和内蒙古鄂尔多斯，所产煤种主要为不粘煤、气煤等优质动力煤，合计核定产能3450万吨/年，权益产能2376万吨/年。公司前身为大同煤业股份有限公司，于2001年成立，2006年在上交所上市，原控股股东为同煤集团。2020年，原同煤集团、晋煤集团和晋能集团联合重组，同步整合山西焦煤、潞安化工、华阳新材料等相关资产组建晋能控股集团，一跃成为山西省最大企业以及中国第二大、全球第三大煤炭企业。其下设核心子集团之一的晋能控股煤业集团是公司的控股股东，持股比例57.46%。
- 市场化定价，经营效率高，盈利能力强。**公司主力矿井塔山煤矿（产能2650万吨/年，权益72%）智能化规模化水平领先、高产高效，为山西省十座智能化示范煤矿之一。2023年原煤产量/商品煤销量2650/2283万吨，占公司总产销量的76%，23年实现净利润40亿元，占公司总净利润的90%，近3年塔山煤矿平均净利润达46.9亿元，是公司盈利的最主要来源，主要得益于其灵活的市场定价和精益管理下的低生产成本。
- 控股集团规模优势和行业地位突出，公司外延增长空间大。**改革重组后，控股集团规模优势及行业地位突出，截至2022年末，拥有88座矿井，年生产能力2.42亿吨，资源保有储量合计385.41亿吨。作为集团下属唯一煤炭上市平台，在集团加快建设世界一流现代化综合能源企业集团的整体战略和解决同业竞争问题的现实考虑下，未来符合条件的煤炭资产有望注入上市公司，公司外延增长空间大。
- 资本结构和现金流情况显著改善，分红比例有望进一步提升。**2017年以来公司资产负债率稳步下降，长期偿债能力有所提升。2023年公司资产负债率35.3%，较2017年下降22.3pct，资本结构大幅改善。2023年现金流量利息保障倍数15倍，较2017年的4.8倍大幅提升。截至2024年一季度，公司货币资金161亿元，有息负债仅约47亿元，净现金112亿元。受盈利和现金流水平改善影响，且无大额资本开支，近3年分红比例有所提升，2021-2023年分红金额分别为6.7/10.5/13.2亿元，分红比例14%/35%/40%。考虑到公司资本开支有限，公司分红比例有望进一步提升。
- 盈利预测及估值。**我们认为，公司作为背靠晋能控股集团的山西省属动力煤企业，煤炭资源优势显著，并且集团优质矿井有望注入上市公司。我们预计24-26年公司归母净利润为28.1/28.6/28.2亿元，对应EPS为1.68/1.71/1.69元，参考煤炭板块可比公司，给予2024年11-12倍PE，对应合理价值区间18.46-20.14元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**需求大幅下滑；资产注入不及预期。

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16082	15342	15484	14921	14450
(+/-)YoY(%)	-12.0%	-4.6%	0.9%	-3.6%	-3.2%
净利润(百万元)	3049	3301	2809	2859	2822
(+/-)YoY(%)	-34.5%	8.3%	-14.9%	1.8%	-1.3%
全面摊薄EPS(元)	1.82	1.97	1.68	1.71	1.69
毛利率(%)	50.0%	50.0%	44.9%	46.4%	46.8%
净资产收益率(%)	21.0%	19.5%	14.7%	13.3%	11.9%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 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

目 录

1. 背靠晋控煤业集团的山西动力煤龙头	6
1.1 业务概况	6
1.2 控股股东为晋能控股煤业集团，实控人为山西省国资委	7
1.3 集团战略：推进矿井智能化和效益最大化	9
2. 煤炭业务：挖潜增收强经营，精益管理促发展	9
2.1 地处山西大同，煤炭资源丰富，区位优势明显	9
2.2 塔山矿为主力矿井，高产高效贡献主要盈利	9
2.3 产销量：2018 年以来稳步提升	11
2.4 售价和成本：售价稳定性有望提升，成本管控有效	12
2.5 销售：集团统一销售，运输便利客户稳定	13
3. 非煤业务：活性炭和高岭土业务目前均停产	14
4. 财务分析：资产结构改善，费用管控有效	15
4.1 分红比例有所提升	15
4.2 资产结构有所改善，负债率稳步下降	15
4.3 参股矿井和财务公司盈利稳健，贡献主要投资收益	16
4.4 费用管控有效，盈利能力改善	17
5. 盈利预测	18
6. 风险提示	19
财务报表分析和预测	20

图目录

图 1	历年公司营业收入及 YOY (亿元)	6
图 2	历年公司归母净利润及 YOY (亿元)	6
图 3	历年公司营业收入按业务 (亿元)	6
图 4	历年公司营业收入按业务占比	6
图 5	历年公司毛利按业务 (亿元)	7
图 6	历年公司毛利按业务占比	7
图 7	公司股权结构 (截至 2023 年)	7
图 8	塔山煤矿情况	10
图 9	塔山煤矿情况	10
图 10	历年塔山煤矿营收情况	10
图 11	历年塔山煤矿净利润情况	10
图 12	历年公司煤炭及塔山矿原煤产量 YOY	11
图 13	历年公司煤炭及塔山矿商品煤销量 YOY	11
图 14	历年公司煤炭产量及 YOY	11
图 15	历年公司煤炭销量及 YOY	11
图 16	历年公司各矿井原煤产量 (万吨)	12
图 17	历年公司各矿井商品煤销量 (万吨)	12
图 18	历年公司煤炭售价及 YOY	12
图 19	历年公司煤炭成本及 YOY	12
图 20	历年塔山矿售价、成本及吨毛利 (元/吨)	13
图 21	历年色连矿售价、成本及吨毛利 (元/吨)	13
图 22	集团 2020 年煤炭销售运输方式情况	13
图 23	集团 2022 年煤炭销售运输方式情况	13
图 24	历年下游前五大客户销售额	14
图 25	历年下游前五大客户销售额占比	14
图 26	2021-2023 年公司活性炭产销量 (万吨)	14
图 27	2021-2023 年公司高岭土产销量 (万吨)	14
图 28	历年公司分红金额和归母净利	15
图 29	历年公司分红比例	15
图 30	历年公司负债情况 (亿元)	15

图 31	历年公司借款情况（亿元）	15
图 32	历年公司资产负债率	16
图 33	历年公司现金流量利息保障倍数（x）	16
图 34	历年公司投资收益及 YOY	16
图 35	2020-2023 年财务公司营收和净利（亿元）	16
图 36	历年同忻煤矿净利润及 YOY	16
图 37	2020-2023 年同忻煤矿营收和净利（亿元）	16
图 38	历年公司三费率（%）	17
图 39	历年公司营业收入、成本及综合毛利率	17
图 40	历年公司 ROE（%）	17
图 41	历年公司 ROA（%）	17

表目录

表 1 集团煤炭在产矿井生产情况	8
表 2 公司煤矿资源储量和产能情况（截至 2023 年）	9
表 3 分业务盈利预测	18
表 4 可比公司估值表	18

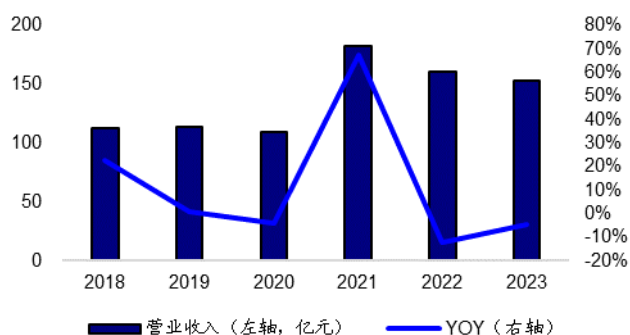
1. 背靠晋控煤业集团的山西动力煤龙头

公司主要从事煤炭生产和销售业务，非煤业务还包括活性炭、多孔砖、高岭土及涂料等业务。公司控股股东晋控煤业集团是国内最大的煤炭生产销售企业之一，综合实力雄厚，截至 2022 年末拥有煤炭年生产能力 2.42 亿吨，资源保有储量合计 385.41 亿吨。公司作为集团旗下唯一上市公司平台，承担着整合省内煤炭优质资产的责任。

1.1 业务概况

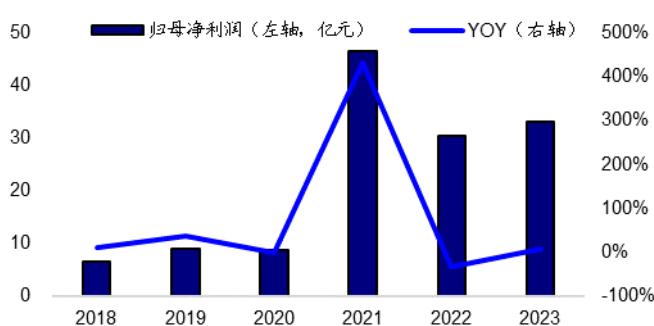
2018 年以来公司归母净利基本呈稳健增长态势。2023 年公司实现营业收入 153.42 亿元，同比-4.6%，实现归母净利润 33 亿元，同比+8.3%。

图1 历年公司营业收入及 YOY (亿元)



资料来源: wind, 海通证券研究所

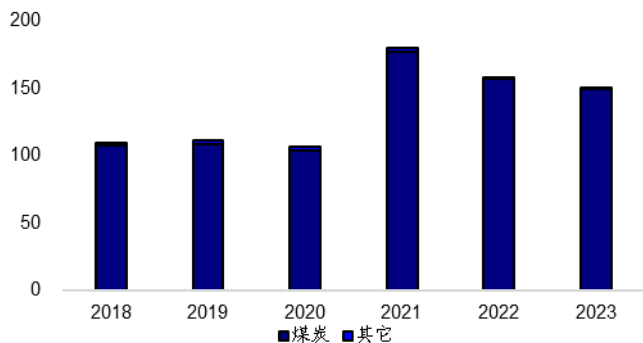
图2 历年公司归母净利润及 YOY (亿元)



资料来源: wind, 海通证券研究所

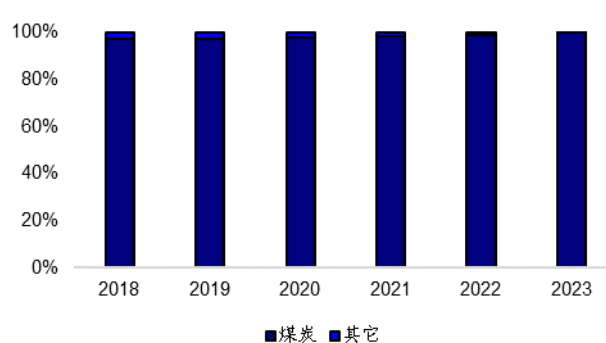
分业务营收看，公司主要营收来自煤炭业务。公司业务包括煤炭、活性炭、高岭土等，其中煤炭业务以动力煤生产为主，主要用于电力、建材行业。2018~2023 年公司煤炭业务营收占比均在 95%以上，且逐年提高，2023 年超过 99%。23 年公司煤炭收入达到 149.18 亿元，同比-4.86%，占总营收 99.9%。

图3 历年公司营业收入按业务 (亿元)



资料来源: 公司 2018-2023 年报, 海通证券研究所

图4 历年公司营业收入按业务占比

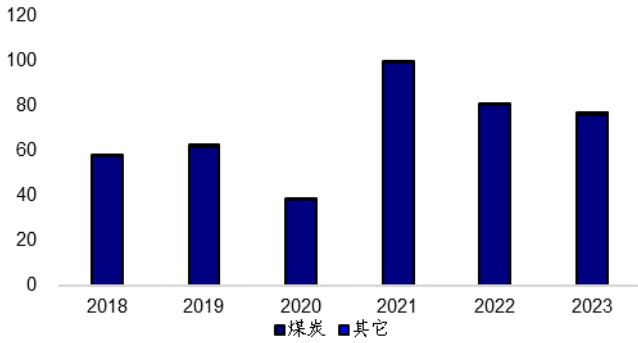


资料来源: 公司 2018-2023 年报, 海通证券研究所

分业务毛利看，煤炭业务贡献公司主要利润，毛利占比基本稳定在 98%以上。2023

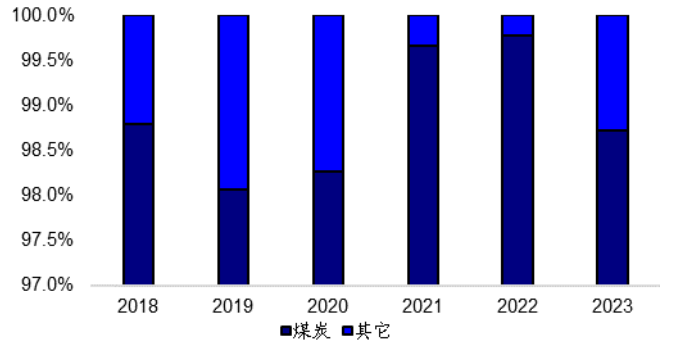
年，公司煤炭业务毛利为 75.80 亿元，同比-5.56%，占总毛利比重为 98.73%，2018 年以来公司的煤炭业务毛利占比基本维持在 98%以上。

图5 历年公司毛利按业务(亿元)



资料来源：公司 2018-2023 年报，海通证券研究所

图6 历年公司毛利按业务占比

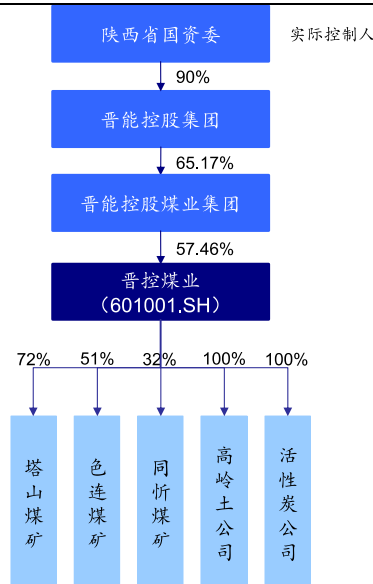


资料来源：公司 2018-2023 年报，海通证券研究所

1.2 控股股东为晋能控股煤业集团，实控人为山西省国资委

控股股东为晋能控股集团，实际控制人为山西省国资委。公司前身为大同煤业股份有限公司，是经山西省人民政府批准，由大同煤矿集团有限责任公司（原同煤集团）为主发起人，联合其他七家发起人共同发起设立的股份有限公司，成立于 2001 年，于 2006 年在上交所上市。公司控股股东为晋能控股煤业集团，截至 2023 年末持有公司 57.46% 股权，实际控制人为山西省国资委。

图7 公司股权结构(截至 2023 年)



资料来源：wind，海通证券研究所

晋能控股集团前身为大同矿务局，截至 2022 年末有资源保有储量 385.4 亿吨、产能 2.42 亿吨。晋能控股集团前身为山西八大矿务局之一的大同矿务局，2000 年改制为大同煤矿集团有限责任公司。煤炭资源丰富，以大同、宁武、河东三大煤田资源为基础，主要矿区为大同、朔南、轩岗、保德四大矿区，跨越大同、朔州、忻州三市。截至 2022 年末，集团拥有 88 座矿井，年生产能力 2.42 亿吨，资源保有储量合计 385.41 亿吨，其中生产矿井 69 座，煤炭资源保有储量 230.35 亿吨，年生产能力 1.545 亿吨。

集团煤炭产品以动力煤为主，年协比例约 90%。集团一直以生产优质的动力煤炭为主，产品历史悠久，“大友”、“大沫”、“口泉”和“大有”等四大煤炭产品品牌驰名国内外，目前发行人的煤炭供应全国 5 大火力电网、3 大港口、6 大城市的煤气发生炉以及全国 26 个省、市、自治区 2800 多家大中型企业。煤矿分布范围广，煤种齐全，包括无烟煤、贫煤、气煤等。从行业分布来看，主要消耗动力煤的电力行业占比最大，公司与国内多家大型电力企业已形成长期战略合作伙伴关系，每年年初与客户签订年度煤炭供应合同，占比约 90%，其中重点供应合同占比 75%左右。主要客户为大唐、华能、国电、华润、浙能、深圳能源、首钢、宝钢、鞍钢等。

表 1 集团煤炭在产矿井生产情况

矿区/煤矿	煤种	资源保有量 (亿吨)	设计产能 (万吨/年)
本部			
煤峪口	气煤	1.01	250
永定庄	气煤	1.61	200
马脊梁	气煤	1.52	380
云冈	弱黏煤	4.02	480
燕子山	不黏煤、气煤	2.84	480
四台	不黏煤	5.51	500
同忻	气煤	12.84	1600
四老沟	气煤	1.32	320
挖金湾	气煤	2.92	70
晋华宫	弱黏煤、1/2 中黏煤	3.58	340
晋控煤业			
忻州窑	不黏煤	0.97	60
塔山	气煤	49.26	2650
轩岗煤电			
轩岗煤电	气煤、贫瘦煤	12.87	1640
地煤公司			
地煤公司	弱黏煤、1/3、焦煤、气煤	11.96	1140
朔州煤电			
朔州煤电	不黏煤、气煤	25.86	1590
同发东周窑			
同发东周窑	长焰煤	15.50	1000
其他	不黏煤、气煤	227.56	12250
合计		385.41	24240

资料来源：《晋控煤业 2023 年度第三期中期票据基础募集说明书》，海通证券研究所

集团规模优势及行业地位突出，综合实力很强，且与公司签署同业竞争承诺，未来符合注入条件的煤炭资产有望注入上市公司。公司控股股东晋能煤业是国内最大的煤炭生产销售企业之一，是中国重要的动力煤生产基地，规模优势及行业地位突出，综合实力仍很强。为避免同业竞争，集团与公司签署了《关于避免同业竞争的承诺函》，集团直接和间接持有的上市公司体外的保留煤炭资产的煤炭销售活动，均委托晋控煤业进行；并且将采取积极有效措施，促使该等资产尽快满足或达到注入公司条件（包括但不限于：产权清晰、手续合规完整、资源优质、收益率不低于公司同类资产等），并在满足注入公司条件之日起两年内，采用适时注入、转让控制权或出售等方式，启动逐步将相关资产全部置入晋控煤业的程序。此外，公司作为集团主要煤炭生产经营主体之一，能继续获得股东在资金拆借、融资担保等方面的支持。

1.3 集团战略：推进矿井智能化和效益最大化

集团致力于成为“高标准、高效率、智能化、环保型、本安型”的世界领军企业，**推进矿井智能化和效益最大化**。集团十四五期间的发展战略为建设“高标准、高效率、智能化、环保型、本安型”的世界领军企业。战略举措包括：1) 发展壮大一批千万吨智能化矿井集群，引领世界煤炭企业发展。现有千万吨级未实现智能化的矿井全部升级为智能化矿井；未达千万吨级但具备条件的矿井提能改造为千万吨级智能化矿井；新建千万吨级矿井全部按智能化标准建设。2) 改造提升一批高效益矿井，实现效益最大化。推进系统流程再造，提高矿井集约效率；推进降本减人提效，实现矿井科学增效；推进先进产能对标创建，建设高效优质煤矿；推进产能核增，充分释放优质产能。

2. 煤炭业务：挖潜增收强经营，精益管理促发展

2.1 地处山西大同，煤炭资源丰富，区位优势明显

公司矿区主要位于山西大同，属于国内动力煤的核心产地，**煤炭资源丰富**。截至2024年3月末，公司地质总储量为41.43亿吨，剩余可采储量19.54亿吨，核定年产能为3450万吨，其中在产控股矿井有塔山煤矿和色连煤矿2座，忻州窑矿因资源枯竭于2022年底关停。塔山矿初始设计产能为1500万吨，2019年核增至2500万吨，截至2024年3月产能2650万吨。2018年公司以24.87亿元从集团收购塔山矿21%股权，目前持股比例72%；色连矿位于内蒙古鄂尔多斯，2022年产能由500万吨核增到800万吨，公司持股比例51%。公司参股矿井为同忻煤矿，产能1600万吨，2020年公司以28.73亿元从集团收购32%的股权。

公司所产煤种主要为**不粘煤、气煤等优质动力煤**。目前公司已形成“大友”、“大沫”、“口泉”和“大有”四大品牌，市场知名度仍较好，其中“大友”牌优质动力煤具有高发热量、低灰、低硫等特点。公司产品主要应用于电力、冶金、有色、建材和化工等行业，其中电力行业应用占比较高。

表 2 公司煤矿资源储量和产能情况（截至 2023 年）

主要矿区	状态	主要煤种	核定产能 (万吨/年)	权益比 例	权益产能 (万吨/年)	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)
塔山煤矿	在产	气煤	2650	72%	1908	33.36	15.72
色连煤矿	在产	长焰煤、不粘煤	800	51%	408	7.22	3.83
忻州窑矿	停产	弱粘煤	60	100%	60	8.53	0
合计			3450		2376		
同忻煤矿	在产	气煤、1/3焦煤	1600			7.28	1.97

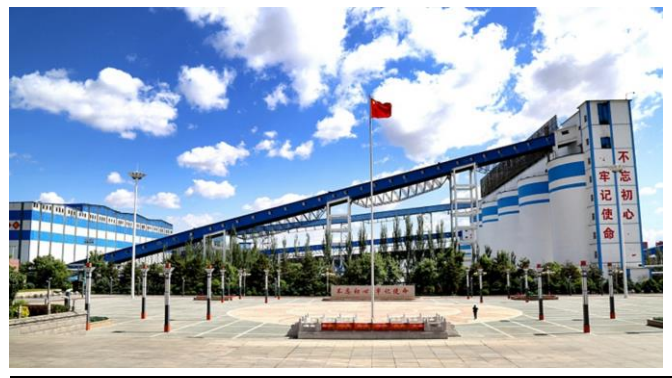
资料来源：公司 2022 年报、2023 年年报，海通证券研究所

2.2 塔山矿为主力矿井，高产高效贡献主要盈利

塔山矿为公司**高产高效矿井**，2018年收购21%股权后贡献公司盈利进一步提升。塔山煤矿成立于2004年7月15日，2006年7月试产出煤，2008年12月塔通过了国家验收（产能1500万吨/年），2009年达产，在单井口产量、工作面单产、人均效率、煤炭回收率、成本利税率等方面已经达到国内一流水平，属于现代化的高产高效矿井。塔山矿煤种以气煤为主，次为1/3煤，用途为动力煤，截至2023年末有资源量/可采储量33.36/15.72亿吨。目前，塔山煤矿是公司的**主力盈利矿**，自2018年收购其21%的股权后，塔山煤矿贡献公司盈利进一步提升。

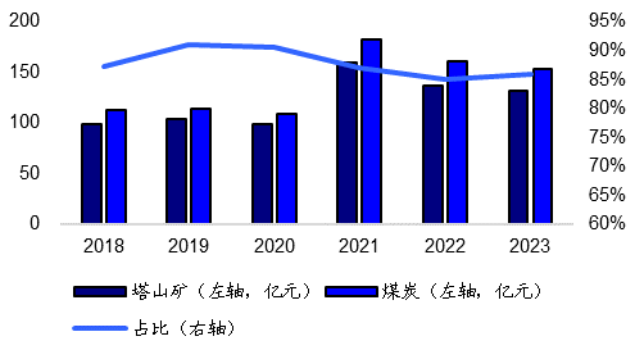
图8 塔山煤矿情况


资料来源：公司官网，海通证券研究所

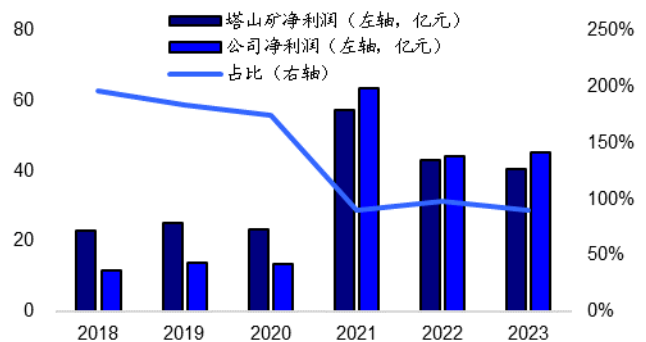
图9 塔山煤矿情况


资料来源：公司官网，海通证券研究所

塔山矿为公司主力矿井，近六年产销量占比保持在75%以上，煤炭营收占比保持在85%以上，2023年净利润占公司净利比重达近90%。目前，塔山煤矿是公司的主力生产矿井。近六年，塔山煤矿的产销量在总体煤炭产销量占比一直保持在75%以上，塔山煤矿的营收占比一直保持在85%以上。2023年塔山矿实现产量2649.75万吨，占比76.4%；实现销量2283.31万吨，占比75.86%；营收131.72亿元，在煤炭板块中占比86.86%。盈利方面，塔山矿贡献公司主要盈利，2021-2023年平均净利润达46.9亿元，2023年实现净利润40.32亿元，占公司净利润比重高达89.53%。塔山煤矿相对高售价、低成本，2023年售价和成本分别为570、267元/吨，吨煤毛利为303元/吨，盈利能力较强。

图10 历年塔山煤矿营收情况


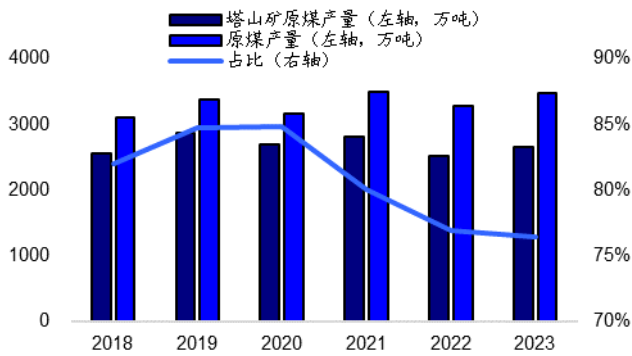
资料来源：公司 2018-2023 年报，海通证券研究所

图11 历年塔山煤矿净利润情况


资料来源：公司 2018-2023 年报，海通证券研究所

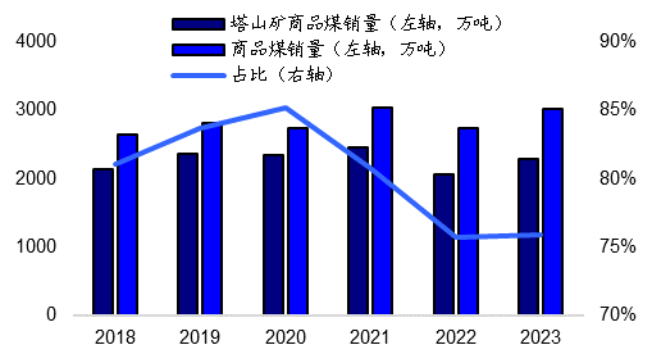
机械化率达100%，扎实推进智能化建设，塔山矿为山西省十座智能化示范煤矿之一。公司煤矿综采机械化率为100%，机械化水平很高，且以智能开采、系统优化、科技保安为抓手，加速推进智慧矿山改造升级。2019年起，公司加大技术研发的投入，2023年研发投入3.03亿元，占营业收入比例1.98%。作为国家首批智能化示范煤矿、山西省十座智能化示范煤矿之一的塔山煤矿一直大力推进加强智能化矿山建设，以智慧大脑综合基础平台、智能装备和机器人、煤矿大数据为三大攻关方向，致力于建设智能感知、智能决策、自动执行的项目群和技术群。目前，已累计建设智能化项目30个，7个智能化综采工作面、1个智能化掘进工作面，现已建成一大平台、十大系统、27个子系统和12个无人值守场。

图12 历年公司煤炭及塔山矿原煤产量 YOY



资料来源：公司 2018-2023 年报，海通证券研究所

图13 历年公司煤炭及塔山矿商品煤销量 YOY



资料来源：公司 2018-2023 年报，海通证券研究所

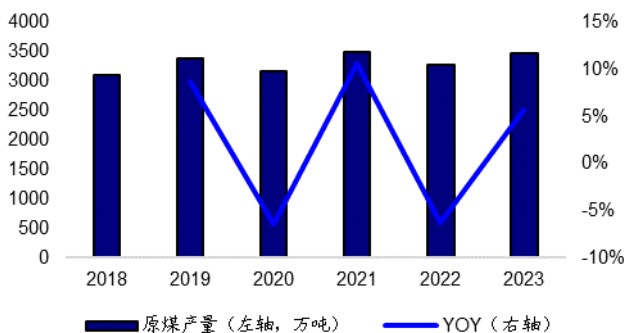
色连煤矿 2021 年实现扭亏为盈，忻州窑矿于 2022 年底关停。色连煤矿 2017-2020 年一直是亏损状态，但 2021 年受益于高煤价实现扭亏为盈，实现净利润 1.56 亿元，2022、2023 年分别实现净利润 3.27、1.51 亿元。近三年色连矿吨煤毛利在 100 元/吨左右水平，分别实现吨毛利 110/142/91 元/吨。忻州窑矿 2017-2022 年一直处于亏损状态，2022 年 12 月因资源衰竭已关停。

安全生产方面，公司着力推进安全治理体系和治理能力现代化。公司以“136”安全管理模式为统领，着力推进安全治理体系和治理能力现代化；着力构建安全风险分级管控和隐患排查治理双重预防机制；进一步完善应急预案，定期开展预案培训和应急演练，保障应急物资储备；以超前防范大事故为重点，着力强化对大风险大隐患的管控治理。

2.3 产销量：2018 年以来稳步提升

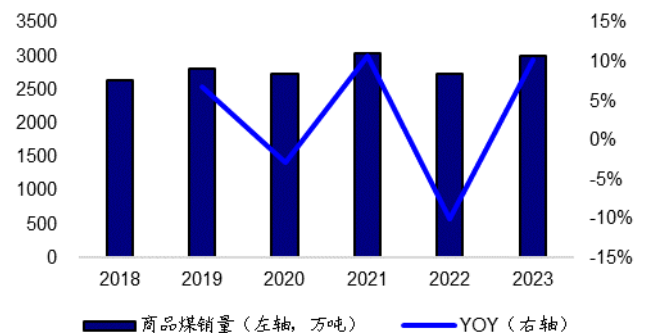
受到市场和产能核增影响，2018 年以来公司原煤产量在 3100~3500 万吨，产能利用率较高。2021、2022 年受煤炭市场高景气、且色连矿从 500 万吨核增至 800 万吨，公司原煤产量有所提升。2021-2023 年公司原煤产量 3497/3280/3469 万吨，同比 +10.6%/-6.2%/+5.7%，商品煤销量 3037/2731/3010 万吨，同比 +10.8%/-10.1%/+10.2%。

图14 历年公司煤炭产量及 YOY



资料来源：公司 2018-2023 年报，海通证券研究所

图15 历年公司煤炭销量及 YOY



资料来源：公司 2018-2023 年报，海通证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/307166052044006146>