

《中煤能源深度报告》

——稳健与成长兼具，边际与远期可期

2024年8月15日

1 公司基本情况（主营业务、股权结构、分业务营收和毛利）

2 煤炭业务（产能、产量、售价、成本）

3 煤化工及其他业务（化工业务产量售价毛利、装备制造和金融业务）

4 公司亮点

- 国资委考核导向更重视回报（ROE）和收益质量（营业现金比率），推行市值管理考核
- 监管层重视分红，公司首次派发特别分红
- 煤炭产量内生增长潜力大
- 煤化工在建项目充足，进一步增强规模效应和一体化协同优势
- 集团推动“两个联营+”发展战略，资产注入可以期待

5 盈利预测和弹性测算

- 假设24-26年秦港现货煤价为900/850/825元/吨，年度长协价为707/706/705元/吨，测算公司24-26年归母净利润为191/207/213亿元，对应EPS为1.44/1.56/1.60元，参考可比公司，给予2024年10~12倍PE，对应合理价值区间15.58~18.69元，维持“优于大市”评级。
- 24~26年现金流压力相对较大，但依然有能力支付50%左右的现金分红，**27年之后现金流将高于公司归母净利润，分红能力及潜力充足。**

6 风险提示

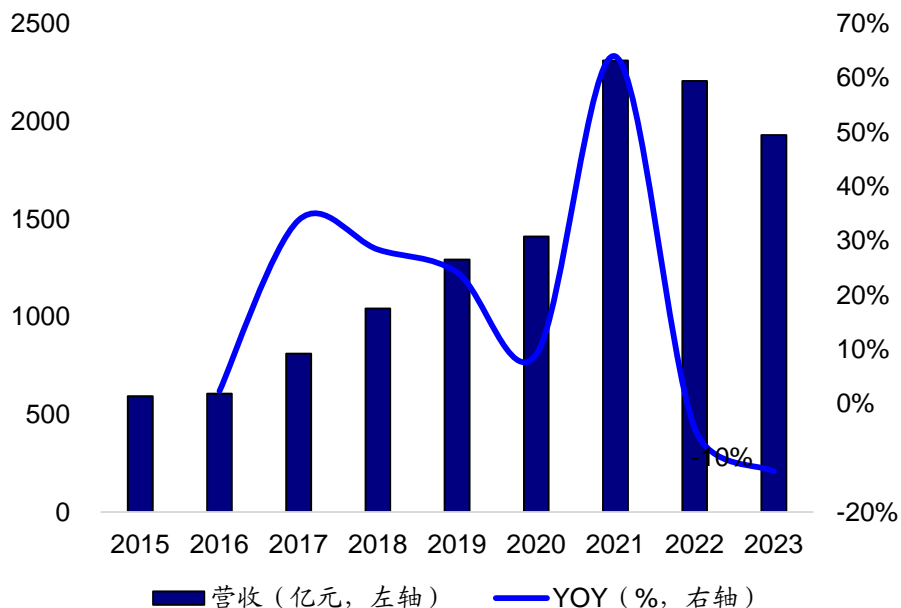
1.1 中煤能源：煤电化一体化的大型煤炭央企



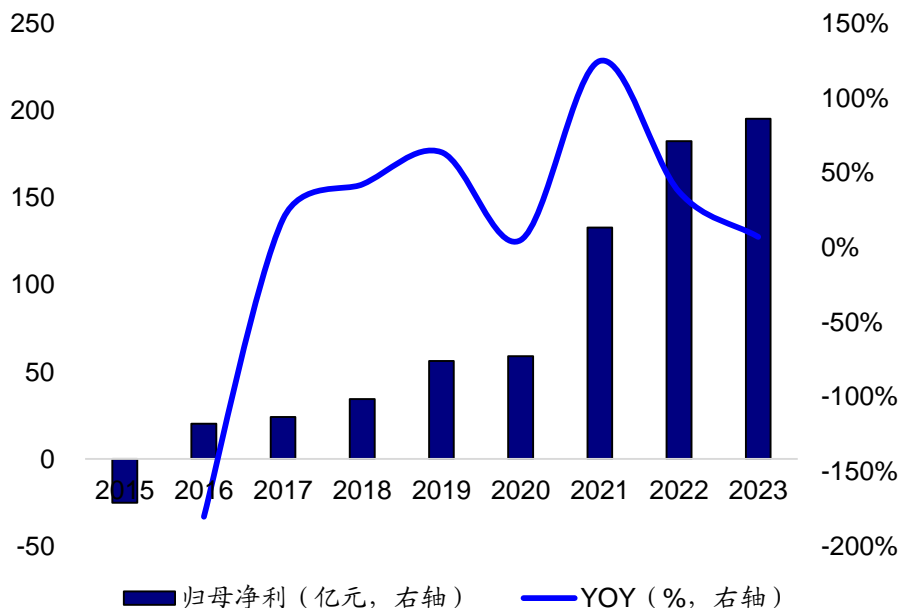
公司是集煤炭生产和贸易、煤化工、煤矿装备制造及相关服务、坑口发电等业务于一体的大型能源企业。公司立足煤炭主业，综合实力在煤炭行业位居前列；同时，大力发展新型煤化工业务，装置运行效率、主要经济技术指标保持行业领先，低成本竞争优势明显。

2016年以来，公司营收和归母净利呈稳步上升趋势。受煤炭、煤化工市场价格大幅上涨及公司煤炭销售规模扩大等影响，公司2023年营收和归母净利分别达1930/195亿元，同比-12.5%/+7.1%，煤炭、煤化工、煤矿装备等主要产品销售收入保持良好增长态势。

图：公司历年营收及YOY



图：公司历年归母净利及YOY

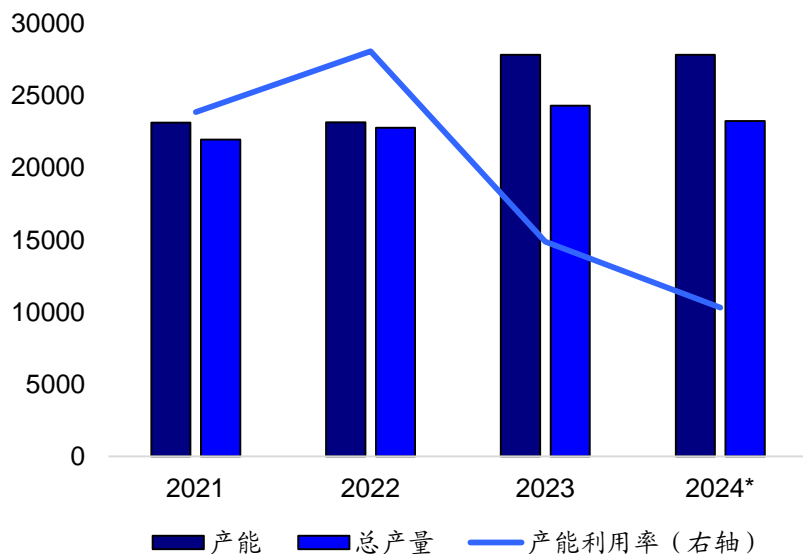


1.2 控股股东为中煤能源集团，集团煤炭储量分布广泛且丰富，现有煤炭产能2.78亿吨

公司成立于2006年，并于同年12月在香港联交所上市，2008年回归A股于上交所上市。截至2023年末，公司第一大股东为中煤能源集团，持股比例为57.37%，实际控制人为国务院国资委。

公司控股股东中煤集团是国务院国资委直属的中央专业化煤炭企业。中煤能源集团作为中国大型综合型煤炭生产企业之一，所经营的煤矿大多位于国家指定的全国14个大型煤炭基地中晋北基地和晋中基地的核心腹地。近年来，中煤能源集团作为央企煤炭资源整合平台，陆续接收了其他央企剥离的煤炭及其他资源，并且不断核增产能带动煤炭产能持续增长，综合经营实力持续增强。截至2024年3月末，集团拥有煤炭生产矿井核定产能2.78亿吨/年，2023年实现商品煤产量2.43亿吨，产能利用率达87.4%。公司作为中煤能源集团煤炭板块的核心上市子公司，在股东支持、资源获取、政策支持等方面具有明显优势。

图：集团煤炭产能和产量情况（万吨）



注：2024年根据2024Q1产量年化

资料：公司官网，集团信评报告， 证券研究所

图 中煤能源集团介绍



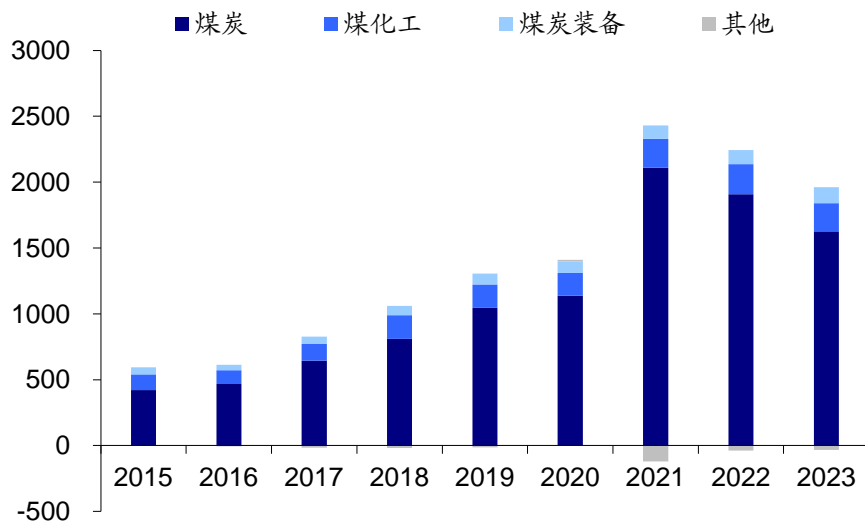
1.3 分业务营收和毛利：煤炭板块占比基本在80%以上，煤化工业务逐渐改善



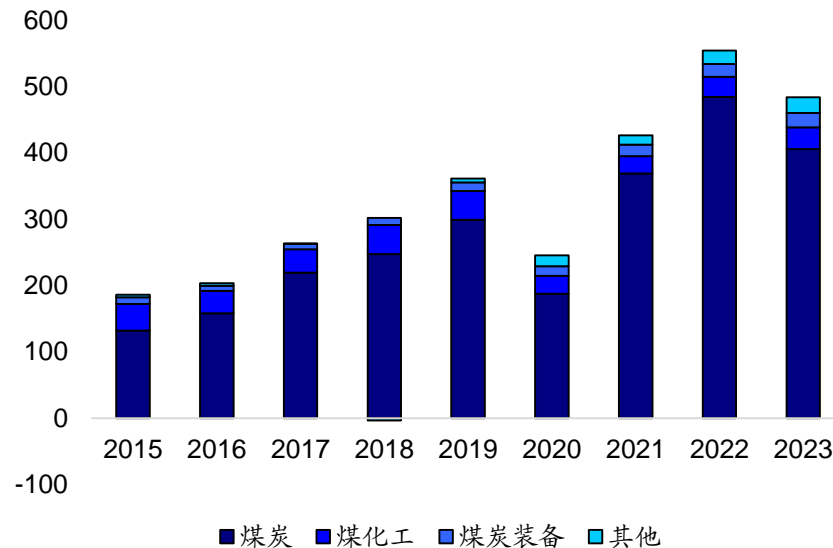
分业务营收看，煤炭业务占比最大且整体稳步提升，由2015年的71%逐步上升至2021年的91%，近两年有所下降分别为87%和84%。2023年公司煤炭/煤化工/煤矿装备（合并抵消前）营收为1626.8/213.9/121.8亿元，同比-14.8%/-5.8%/+14.8%，占总营收比重为84.3%/11.1%/6.3%。

分业务毛利看，2015~2022年，煤炭毛利占比在71%~88%左右。2023年公司煤炭/煤化工/煤矿装备（合并抵消前）毛利分别405.4/33/21.8亿元，同比-16.3%/+8.8%/+13.7%，占总毛利比重分别83.8%/6.8%/4.5%。

图：公司历年分业务营收（亿元）



图：公司历年分业务毛利（亿元）



2.1 煤炭业务：煤炭资源量266亿吨、总产能约1.7亿吨



公司煤炭储量丰富，截至2023年末，公司拥有矿业权的煤炭资源量266.48亿吨，可采储量138.71亿吨，证实储量49.60亿吨。其中炼焦煤资源量19.77亿吨、可采储量9.88亿吨，无烟煤资源量7.88亿吨、可采储量3.32亿吨，主要分布在山西省。

公司主要煤种包括长焰煤、1/3焦煤、瘦煤、气煤、不粘煤和弱粘煤，以动力煤为主。截至2023年底，公司共拥有在产及在建矿井26座，产能合计1.7亿吨/年。

表：煤炭储量情况（亿吨，截至2023年末）

主要地区	主要煤种	资源量	证实储量
山西	动力煤	83.93	30.56
	炼焦煤	19.77	9.88
	无烟煤	7.88	3.32
	小计	111.58	43.76
内蒙古	动力煤	87.98	52.95
	小计	87.98	52.95
黑龙江	动力煤	3.02	1.41
	小计	3.02	1.41
江苏	动力煤	3.71	1.07
	炼焦煤	2.56	1.05
	小计	6.27	2.12
陕西	动力煤	51.11	34.95
	小计	51.11	34.95
新疆	动力煤	6.52	3.52
	小计	6.52	3.52
合计	327.4	266.48	138.71

表：公司主要在产煤矿情况

子公司名称	地区	煤矿	核定产能 (万吨/年)	对子公司控 股比例	对煤矿控 股比例	权益产能 (万吨/ 年)
平朔集团	山西朔州	安太堡露天矿	2000			2000
		安家岭露天矿	2000			2000
		东露天矿	3000			3000
		安家岭井工矿（一号井）	1000			1000
		安太堡井工矿（三号井）	1000	100%	100%	1000
		北岭煤业	90			90
上海能源	江苏沛县	小回沟煤业	300			300
		下梨园	150			150
		东坡煤业	270			270
	新疆昌吉	姚桥	425			265
		徐庄	160	62%	62%	100
		孔庄	144			90
		天山煤电-106煤矿	180	32%	32%	57
中煤华晋	山西河津	王家岭	750			383
		华宁焦煤	300	51%	51%	153
		韩咀煤业	120			61
西北能源	内蒙古鄂尔多斯	蒙大矿业-纳林河二号	800		66%	528
		伊化矿业-母杜柴登	600		51%	306
		神通煤矿	90	100%	100%	90
	陕西榆林	金通煤矿	150		100%	150
		南梁矿业	300		55%	165
榆林能源化工	陕西榆林	大海则煤矿	2000	100%	80%	1600
总计			15829			13758

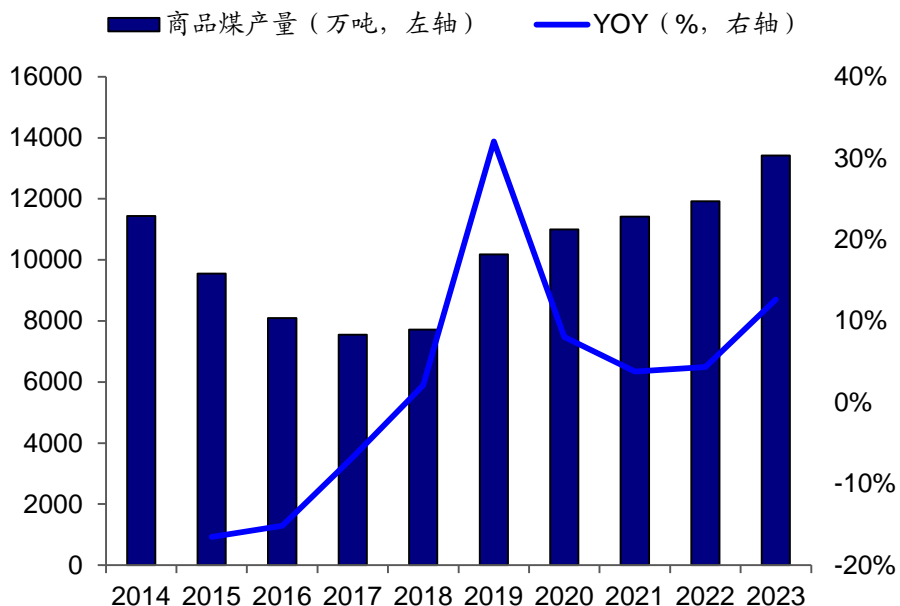
资料：公司年报，公司2024年跟踪评级报告，集团公告，钢联，证券研究所

2.2 煤炭产量：2023年自产煤1.34亿吨，其中动力煤/炼焦煤为1.23/0.11亿吨

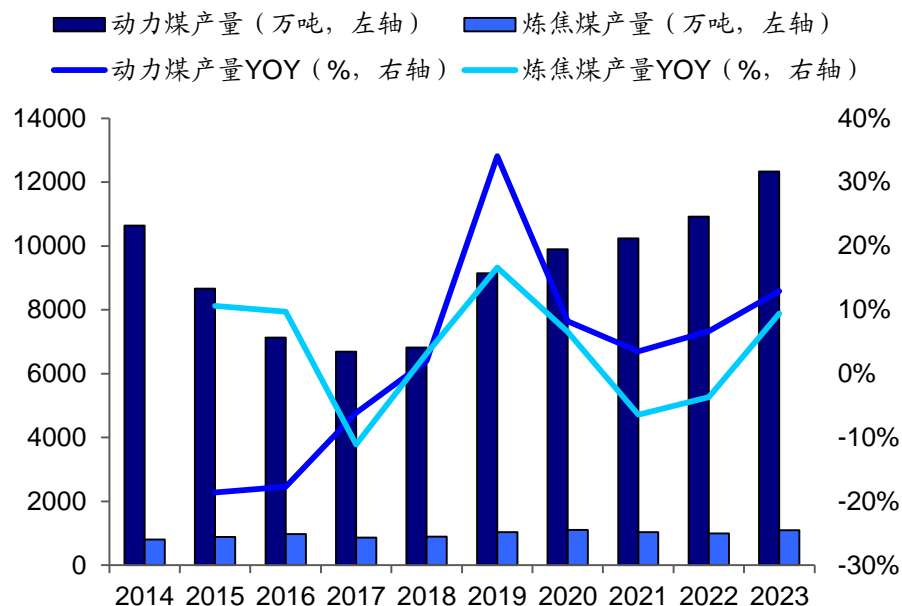
煤炭产量方面，公司为全国最大的煤炭生产商和供货商之一。2023年公司自产商品煤产量1.34亿吨，YOY+12.6%；其中动力煤/炼焦煤为1.23/0.11亿吨，YOY+12.9%/+9.4%。目前公司在建矿井主要是里必煤矿（产能400万吨/年）和苇子沟煤矿（240万吨/年），预计于25年投产，我们认为26年苇子沟240万吨可以满产，里必高瓦斯矿井产量释放具有不确定性。

我们认为公司未来增量一方面是在建煤矿投产及爬坡贡献，另一方面是存量产能核增及生产布局调整贡献，短期看，到26年仍能保持持续内生增长。

图：公司历年商品煤产量



图：公司历年分煤种产量



2.3 煤炭售价和成本：23年销售均价约600元/吨，自产煤成本优势明显

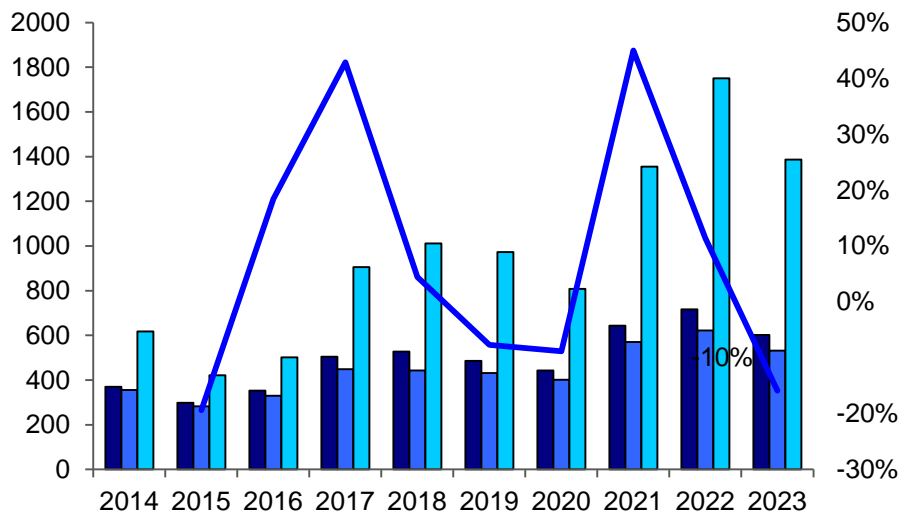


公司动力煤主要是长协销售（扣除内部自用量后的80%为长协，23年内部自用量1242万吨，计算综合长协比例约72%），炼焦煤随行就市、现货销售。2021年以来煤价高位运行，23年售价同比有所回落。2021-2023年自产煤销售均价643/716/602元/吨，YOY+45.0%/+11.4%/-15.9%。

自产煤成本优势明显，23年生产成本有所下降。2023年公司自产商品煤单位销售成本307元/吨，YOY-4.9%，主要是产量增加的摊薄效应使吨煤材料成本下降，以及吨煤运输和港杂费用和包括安全生产费在内的吨煤其他成本同比减少。

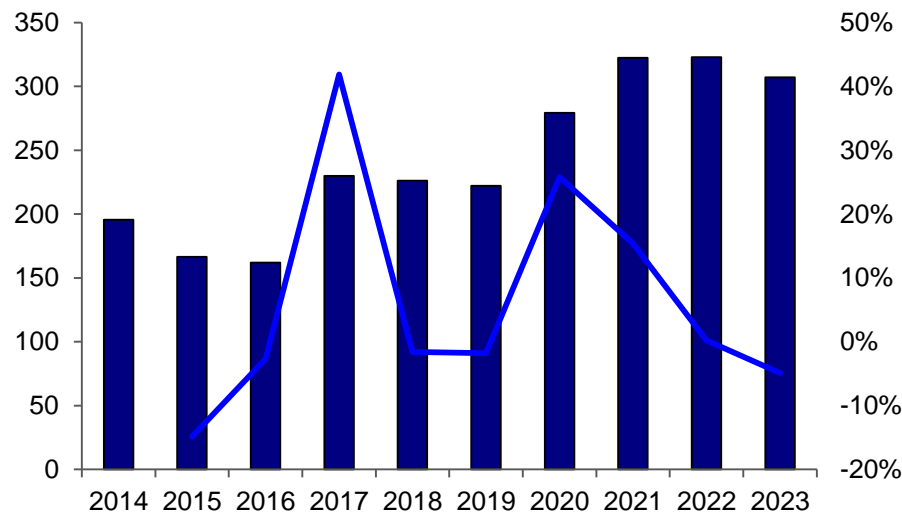
图：公司历年煤炭售价

■ 自产煤售价（左轴，元/吨） ■ 动力煤售价（左轴，元/吨）
■ 炼焦煤售价（左轴，元/吨） — 自产煤售价YOY（右轴，%）



图：公司历年自产煤成本

■ 自产煤单位成本（左轴，元/吨） — 自产煤单位成本YOY（右轴）



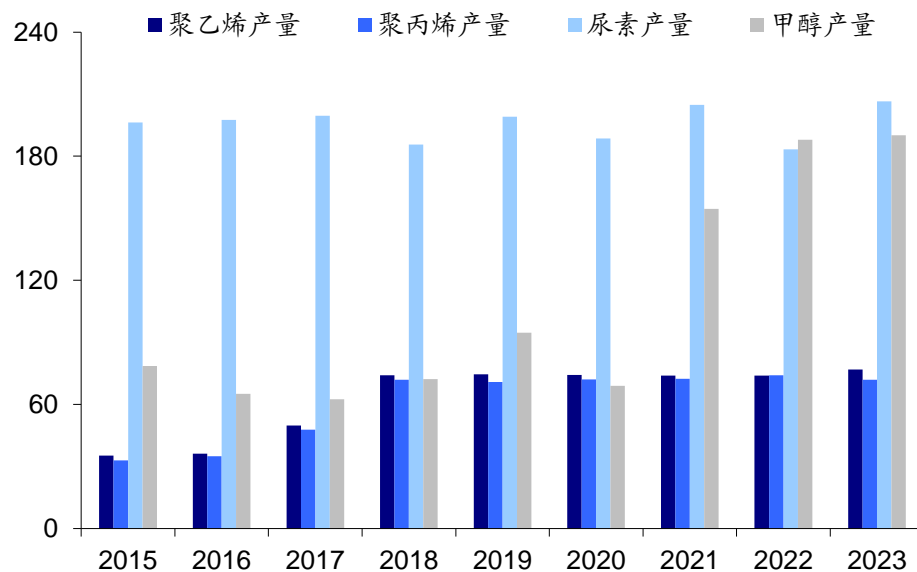
3.1 煤化工：规模效应和一体化协同优势突出，产能513万吨/年，23年产量逾600万吨



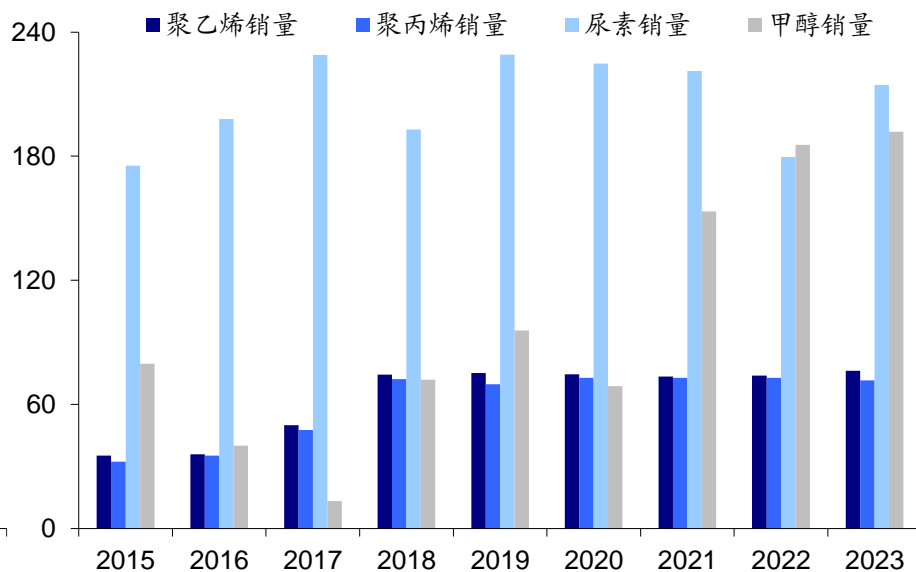
公司以国家煤化工产业规划布局及政策导向为依据，发展新型煤化工产业，重点建设蒙陕、山西等大型煤化工基地。主要产品包括甲醇160万吨/年（最终产品，不包括中间产品）、聚烯烃120万吨/年、尿素175万吨/年，硝铵58万吨/年，运营主体主要包括中煤陕西（全资子公司）、中煤蒙大（隶属中煤鄂能化，全资），经营烯烃；中煤鄂能化，经营尿素和甲醇；中煤远兴（隶属中煤鄂能化，权益75%），经营甲醇；中煤平朔（全资），经营硝铵。

2023年公司煤化工产品产量合计603.6万吨，同比+6.5%，其中聚烯烃/尿素/甲醇/硝铵产量148.7/206.6/190.1/58.2万吨，同比+0.5%/+12.6%/+1.2%/+22.8%。2021年以来甲醇产量持续增长，主要由于2021年10月鄂能化公司新项目投产。

图：历年煤化工板块产量（万吨）



图：历年煤化工板块销售量（万吨）

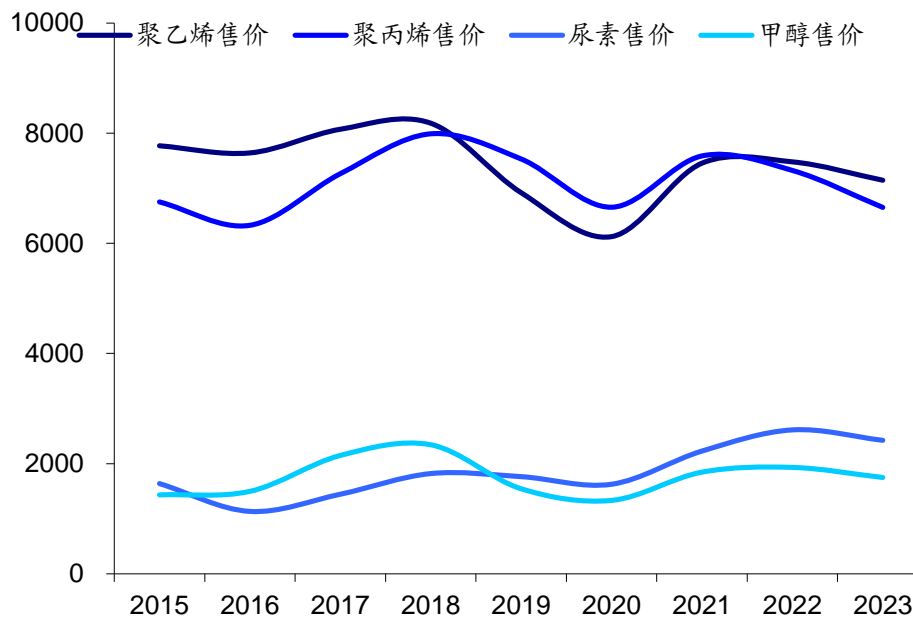


3.2 煤化工：历史上从未亏损，近两年售价受市场行情影响波动下降，23年盈利有所改善

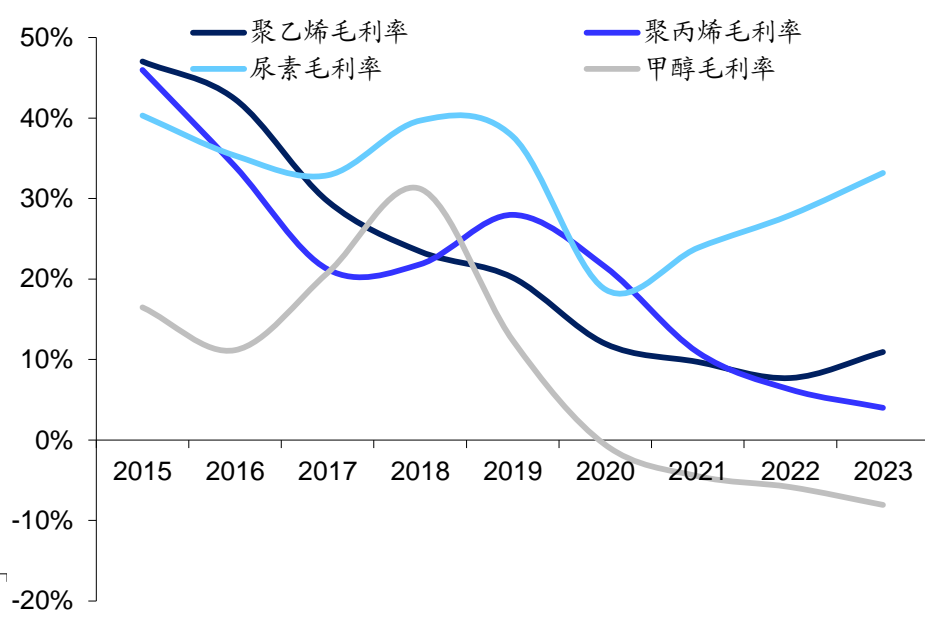
售价方面，2020年5月起，随着疫情受控和宽松货币政策效果的逐步显现，国际油价开始触底反弹，带动聚烯烃价格恢复性上涨。2021-2023年主要煤化工产品售价受到市场行情影响波动下降，2023年聚烯烃/尿素/甲醇销售均价6907/2423/1748元/吨，同比-6.7%/-7.2%/-9.5%，单位销售成本6375/1619/1889元/吨，同比-7.4%/-14%/-7.6%。

毛利方面，2023年，公司聚乙烯/聚丙烯/尿素/甲醇毛利率水平为10.9%/4.0%/33.2%/-8.1%，同比+3.23/-2.27/5.23/-2.21pct。煤化工板块实现毛利33亿元，同比+8.8%，毛利率水平15.4%，同比+2.1pct。自2015年板块稳定运行以来，从未亏损，2015-2023年累计实现营收（合并抵销前）1536亿元，毛利307亿元，毛利率20%左右，合计实现净利润（合并抵销前）约160亿元。

图：公司历年煤化工售价（元/吨）



图：公司历年煤化工产品毛利率



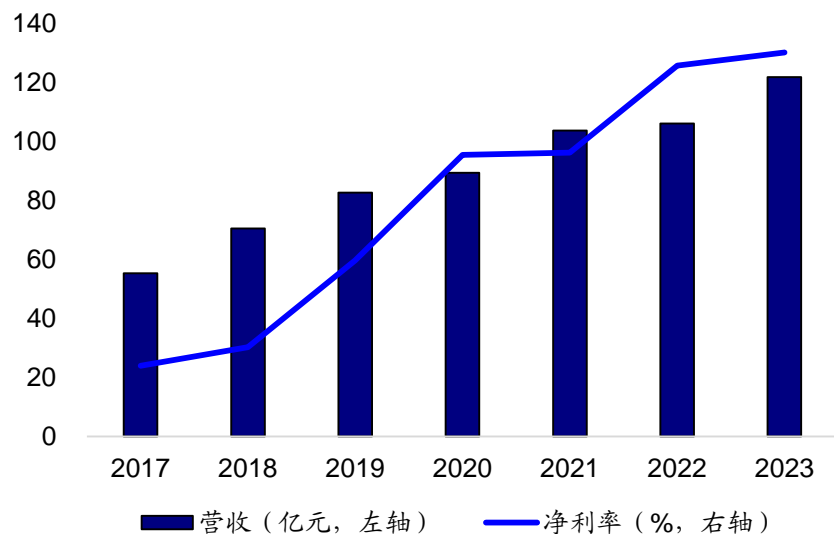
3.3 其它业务：装备制造板块行业排名领先，金融业务精益求精逆势上涨



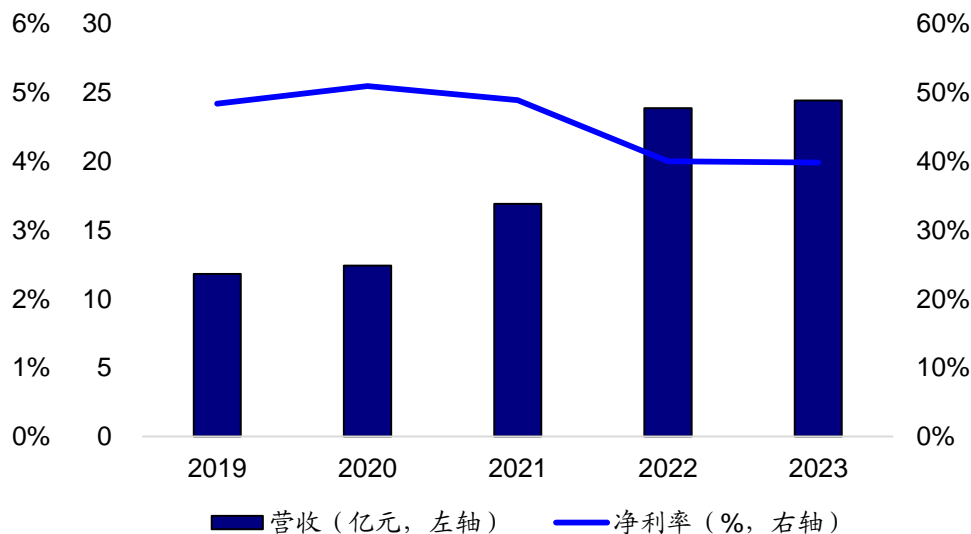
公司是国内最大的综合煤矿机械装备制造企业，下属中煤装备在中国煤机行业排名领先，主要产品包括刮板运输机、液压支架、采煤机、刨煤机、转载机、破碎机及矿用电器等，并为国内外井工矿提供与开采设备相关的设计、制造、安装及调试服务等全面开采服务。公司坚持“智能化、高端化、延链化、绿色化、国际化”发展方向，坚持“建成世界一流能源装备服务商”发展目标，加快形成“煤机固本、五化升级、一体化协同发展”的新格局。2023年累计完成煤矿装备产值114亿元，同比+14.8%；累计签订合同额同比+12.8%，主导产品中高端订单保持在85%左右。

公司金融板块主要由中煤财务公司运营，积极承担集团司库建设运营重任，资金集中度和管理效率行业领先，资产规模超1000亿元，是集团唯一的持牌金融机构，但由上市公司绝对控股（持股91%，集团持股9%）。2023年在市场利率普遍下行情况下实现利润总额13.07亿元，同比增加0.39亿元，被《金融时报》评为“2023年度最佳资金管理财务公司”。

图：公司装备制造板块营收及净利率



图：公司金融业务营收及净利率



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/916231033155010212>