



量价共振，2023 产量增长成长可期

2023 年 03 月 24 日



分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师：李航

执业证号：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

➤ **事件：**2023 年 3 月 23 日，公司披露 2022 年年度报告，公司实现营业收入 2205.77 亿元，调整后同比下降 8.0%；归母净利润 182.41 亿元，调整后同比增长 32.8%；基本每股收益 1.38 元/股，调整后同比增长 32.7%。

➤ **22Q4 业绩大幅下滑。**根据公告测算，公司 22Q4 实现归母净利润-10.88 亿元，同比下降 176.28%，环比下降 118.28%；扣非归母净利润-11.20 亿元，同比下降 187.33%，环比下降 118.92%。业绩下滑主要原因系 22Q4 毛利环比下降 28.02%，四费率环比抬升 3.57 个百分点，公司因沙拉吉达井田计提资产减值准备 62.9 亿元，减少公司归母净利润 37.2 亿元。

➤ **2022 年产量稳定增长、销量下滑。**2022 年公司全年完成商品煤产量 11917 万吨，经重述（下同）同比增长 4.4%；销售商品煤 26295 万吨，同比下降 14.3%，其中自产商品煤销量 12034 万吨，同比增长 7.3%，买断贸易煤销量 12822 万吨，同比下降 29.6%，国内代理销量 1439 万吨，同比增长 14.2%。单季度来看，22Q4 实现商品煤产量 2717 万吨，同比下降 11.53%，环比下降 17.09%。

➤ **自产商品煤价格上涨，单吨成本稳定，毛利增厚。**价格方面，2022 年公司自产煤综合售价为 716 元/吨，经重述（下同）增长 73 元/吨或 11.4%，买断贸易煤售价为 812 元/吨，同比增长 51 元/吨或 6.7%。成本方面，2022 年公司自产商品煤单位销售成本 322.84 元/吨，较 2021 年增长 0.6 元/吨或 0.2%，买断贸易煤单位销售成本 791.06 元/吨，较 2021 年增长 45.83 元/吨或 6.2%。2022 年公司煤炭业务实现毛利 484.30 亿元，比 2021 年增加 115.46 亿元，增长 31.3%；毛利率 25.4%，比 2021 年的 17.5%提高 7.9 个百分点。其中自产商品煤毛利同比增加 113.57 亿元、毛利率同比提高 5.0 个百分点。

➤ **化工品价格同比上涨。**据公告，2022 年全年完成主要煤化工产品产量 566.7 万吨，经重述（下同）同比增长 3.4%；完成主要煤化工产品销量 558.5 万吨，同比下降 0.9%，其中聚烯烃销量 146.9 万吨，同比增长 0.5%，尿素销量 179.2 万吨，同比下降 19.0%，甲醇销量 185.5 万吨，同比增长 21.0%。价格方面，聚烯烃价格同比下降 1.6%至 7401 元/吨，尿素价格同比增长 17.2%至 2612 元/吨，甲醇价格同比增长 4.7%至 1931 元/吨。由于尿素、硝酸等产品价格同比上涨，公司煤化工业务实现毛利 30.28 亿元，比 2021 年的 25.85 亿元增加 4.43 亿元，增长 17.1%；毛利率 13.3%，比 2021 年的 11.8%提高 1.5 个百分点。

➤ **公司进入产量增长期，长协中枢有望上移，带动公司业绩释放。**公司作为能源保供重点煤矿，年产 1500 万吨优质动力煤的大海则煤矿整体成功试运转，建设规模获批调增 500 万吨至 2000 万吨，平朔集团东露天、安家岭 2 处露天矿产能分别核增 500 万吨通过现场审查，新疆 106 煤矿产能核增 60 万吨获得批复。

谨慎推荐

下调评级

当前价格：

8.27 元

相关研究

1.中煤能源 (601898.SH) 2022 年三季报点评：煤化工盈利下滑，期待公司成长性释放-2022/10/27

2.中煤能源 (601898.SH) 8 月经营数据点评：8 月商品煤产量增速加快，公司煤炭成长性显著-2022/09/16

3.中煤能源 (601898.SH) 2022 年半年报点评：22Q2 业绩同比高增，未来成长空间广阔-2022/08/26

4.中煤能源 (601898.SH) 2022 年半年度业绩预告点评：业绩高增，期待成长性释放-2022/07/12

5.中煤能源(601898.SH)深度报告：量增价稳，将迎来戴维斯双击-2022/04/28

此外，公司 240 万吨/年依兰三矿已于 2022 年完成竣工验收，400 万吨/年里必煤矿、240 万吨/年苇子沟煤矿建设顺利推进，公司成长性较强。价格方面，公司煤炭销售以长协为主，在现货中枢有望上移的背景下，我们预计 2023 年长协中枢仍有提升空间，公司有望受益。

➤ **拟派发现金股利 54.72 亿元，股息率 5.0%。**据公告，公司拟派发现金股利 54.72 亿元，占公司 2022 年归母净利润的 30%，对应每股股利 0.413 元(含税)，以 2023 年 3 月 24 日股价测算，股息率 5.0%。

➤ **投资建议：**在火电需求韧性充足、非电需求支撑较强的背景下，公司综合售价中枢有望进一步上移，同时在建产能不断投产，自产煤产量有望持续增长，公司未来有望量价齐升，发展前景较好。根据公司最新业绩报告，我们适当下调盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润为 220.08/232.31/244.20 亿元，对应 EPS 分别为 1.66/1.75/1.84 元，对应 2023 年 3 月 24 日的 PE 分别为 5/5/4 倍。给予“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**煤价大幅下跌；煤化工产品价格大幅下滑；在建产能建设不及预期；计提大额减值；成本超预期上升。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	220,577	222,981	225,097	226,582
增长率(%)	-8.0	1.1	0.9	0.7
归属母公司股东净利润(百万元)	18,241	22,008	23,231	24,420
增长率(%)	32.8	20.7	5.6	5.1
每股收益(元)	1.38	1.66	1.75	1.84
PE	6	5	5	4
PB	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 3 月 24 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	220,577	222,981	225,097	226,582
营业成本	165,158	167,138	167,095	166,549
营业税金及附加	7,857	8,027	8,103	8,157
销售费用	929	1,003	1,013	1,020
管理费用	5,246	5,352	5,627	5,665
研发费用	771	780	788	793
EBIT	40,619	40,768	42,558	44,491
财务费用	3,728	2,443	2,199	2,004
资产减值损失	-8,801	-807	-807	-804
投资收益	5,035	4,995	5,042	5,075
营业利润	33,166	42,517	44,599	46,763
营业外收支	-268	10	-134	-62
利润总额	32,897	42,527	44,465	46,701
所得税	7,519	10,632	10,672	10,741
净利润	25,378	31,896	33,794	35,960
归属于母公司净利润	18,241	22,008	23,231	24,420
EBITDA	51,147	51,856	54,336	56,822

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	91,026	99,196	81,680	100,810
应收账款及票据	8,747	8,134	8,211	8,265
预付款项	2,438	2,265	2,264	2,257
存货	9,350	6,300	6,298	6,278
其他流动资产	12,350	12,304	12,576	12,607
流动资产合计	123,911	128,198	111,029	130,217
长期股权投资	29,904	35,098	40,341	45,616
固定资产	114,960	121,451	125,049	127,015
无形资产	48,168	48,138	48,098	48,056
非流动资产合计	216,198	228,840	237,565	243,051
资产合计	340,109	357,038	348,595	373,268
短期借款	205	255	305	355
应付账款及票据	25,421	24,270	24,264	24,185
其他流动负债	79,372	75,205	44,084	44,065
流动负债合计	104,998	99,730	68,654	68,605
长期借款	39,507	36,507	33,507	30,507
其他长期负债	30,546	29,137	27,359	25,859
非流动负债合计	70,053	65,643	60,866	56,365
负债合计	175,051	165,373	129,520	124,971
股本	13,259	13,259	13,259	13,259
少数股东权益	34,294	44,182	54,744	66,284
股东权益合计	165,059	191,664	219,075	248,297
负债和股东权益合计	340,109	357,038	348,595	373,268

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-8.03	1.09	0.95	0.66
EBIT 增长率	35.16	0.37	4.39	4.54
净利润增长率	32.76	20.65	5.56	5.12
盈利能力 (%)				
毛利率	25.12	25.04	25.77	26.50
净利率	8.27	9.87	10.32	10.78
总资产收益率 ROA	5.36	6.16	6.66	6.54
净资产收益率 ROE	13.95	14.92	14.14	13.42
偿债能力				
流动比率	1.18	1.29	1.62	1.90
速动比率	1.03	1.16	1.43	1.71
现金比率	0.87	0.99	1.19	1.47
资产负债率 (%)	51.47	46.32	37.15	33.48
经营效率				
应收账款周转天数	13.63	13.00	13.00	13.00
存货周转天数	20.66	15.50	15.50	15.50
总资产周转率	0.67	0.64	0.64	0.63
每股指标 (元)				
每股收益	1.38	1.66	1.75	1.84
每股净资产	9.86	11.12	12.39	13.73
每股经营现金流	3.29	2.95	3.23	3.42
每股股利	0.41	0.48	0.51	0.53
估值分析				
PE	6	5	5	4
PB	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	2.01	1.74	1.32	0.85
股息收益率 (%)	4.99	5.82	6.14	6.46

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	25,378	31,896	33,794	35,960
折旧和摊销	10,528	11,088	11,778	12,331
营运资金变动	1,843	-2,346	-1,218	-1,066
经营活动现金流	43,634	39,174	42,760	45,293
资本开支	-9,637	-18,249	-15,154	-12,372
投资	135	-400	-374	-363
投资活动现金流	-22,046	-18,649	-15,528	-12,735
股权募资	110	0	0	0
债务募资	-14,273	-4,367	-35,895	-4,450
筹资活动现金流	-22,687	-12,355	-44,748	-13,428
现金净流量	-1,097	8,170	-17,516	19,131

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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