

## 云开雾散，黑金之辉熠熠重现

2023 年 06 月 25 日

➤ **23Q2 煤炭现货价同环比下跌，长协价基本持平。**环比角度来看，23Q2 现货价同环比下跌。动力煤方面，港口现货价表现整体好于产地，23Q2（截至 6 月 21 日，下同）秦皇岛港 Q5500 动力煤均价环比下跌 17.9%；长协方面，23Q2 长协价环比仅下降 1.3%；焦煤方面，山西、河北地区焦煤价格下跌 10%-32% 不等，安徽焦煤均价下跌 4.5% 左右；无烟煤方面，23Q2 无烟煤均价环比下滑，降幅 25% 左右。**同比角度来看，焦煤价格跌幅大于动力煤跌幅，高热值煤种跌幅显著高于低热值煤种，长协价基本持平。**23Q2，港口动力煤同比跌幅在 22% 左右，山西和陕西产地高热值煤种价格跌幅是低热值煤种跌幅的 2 倍以上，验证了发电用煤的需求韧性；长协价格 23Q2 同比基本持平；晋、冀大部分产区炼焦煤均价同比跌幅则超过 35%；无烟煤 23Q2 同比跌幅在 15% 左右。

➤ **重点跟踪公司 23Q2 业绩预计同比下滑 40%。**行业角度，2023 年 1-4 月行业毛利率为 38.0%，同比下降 2.1pct，高于 2021 年同期 5.2pct，行业整体盈利能力仍处高位；煤炭企业亏损面同比 2021 年同期增加 4.0pct，盈利能力和亏损面的分化凸显了行业的马太效应，头部企业的高位盈利中枢得到验证，也侧面印证了新增供给成本较高。由于 23Q2 长协价格变化较小，因此长协比例高的公司 23Q2 业绩同环比下滑幅度将小于现货比例高的公司。我们预计，重点跟踪的 10 家上市公司 23Q2 实现归母净利润 434.1 亿元，环比下滑 14.8%，同比下滑 39.6%；23H1，重点公司合计归母净利润 943.6 亿元，同比下滑 21.8%；23Q2 业绩同比跌幅较低的公司预计有中煤能源、电投能源、华阳股份、中国神华。

➤ **国内供给价格弹性凸显，海外短期冲击消退，动力煤价将迎来反弹。**受蒙煤通车增多、澳煤重新放开、进口煤继续实施零关税的影响，2023 年 5 月我国进口煤及褐煤 3958 万吨，同比上升 92.6%，但边际有所改善，环比下降 2.7%；此外，近期在海外煤炭去库导致部分进口煤低价出售和火电需求淡季的双重影响下，港口煤价自 5 月开始迅速下滑至 900 元/吨以下，目前海外阶段性甩货不利因素消除，进口煤价格优势减弱。国内供给方面，23Q1 日均产量再度增长 6.38% 至 1279 万吨/日，产量峰值已显现，预计后期难有突破；同时，港口煤价下行对市场供需产生了显著的负反馈效应，5 月我国煤炭日均产量环比减少 2.2%，其中，新疆日均产量环比降幅达 11.9%，国内供给的边际增量对于价格的敏感性较强，为底部煤价形成支撑。需求方面，自 23Q2 以来，火电日均发电量相比 2022 年同期增速高达 15% 以上，后续来看，厄尔尼诺或导致今夏创新高温纪录，叠加水电出力不足，火电需求或将超预期向好。

➤ **投资建议：**短期的进口冲击对中长期供需基本面无实质性改变，5 月产量的环比下滑印证了较为敏感的供给价格弹性，国内的供需格局依然脆弱，且供给端边际增量的高成本对底部煤价形成较强支撑。此外，长协价格同环比变化较小，高长协比例的企业盈利稳定性将得到保障。标的方面，我们推荐以下投资主线：1) 盈利稳定、高现金流、高股息率公司投资价值进一步凸显，建议关注山煤国际和陕西煤业。2) “中特估值”体系引入下有望迎来价值重估，建议关注中煤能源和中国神华。

➤ **风险提示：**经济增速放缓风险；煤价大幅下跌风险。

## 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600546	山煤国际	14.08	3.52	3.00	3.53	4	5	4	推荐
601225	陕西煤业	17.67	3.62	2.58	2.87	5	7	6	推荐
601088	中国神华	29.81	3.50	3.57	3.72	9	8	8	推荐
601898	中煤能源	8.07	1.38	1.82	1.92	6	4	4	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 6 月 21 日收盘价）

## 推荐

维持评级



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

研究助理 王姗姗

执业证书：S0100122070013

邮箱：wangshanshan\_yj@mszq.com

## 相关研究

- 1.煤炭周报：海外阶段性甩货结束，煤价有望快速回升至 900 元/吨以上-2023/06/17
- 2.煤炭周报：迎峰度夏行情启动，煤价有望企稳上行-2023/06/11
- 3.煤炭周报：长夜将尽天将启，风雨初霁遇朝阳-2023/06/04
- 4.煤炭周报：进口冲击使港口煤价短期回落，供给收缩保长期中枢稳定-2023/05/28
- 5.煤炭周报：动力煤进入底部区域，看好估值修复行情-2023/05/21

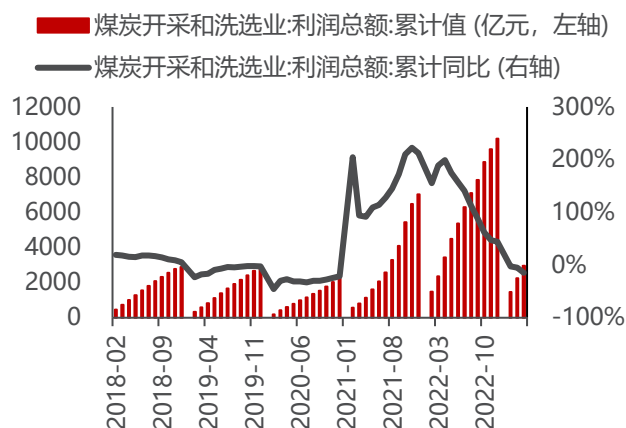
# 目录

1 23Q2 行业利润维持高位 .....	3
2 23Q2 现货价同环比下跌，长协价基本持平 .....	4
3 重点跟踪公司 23Q2 业绩预计同比下滑 40% .....	5
4 供给的价格弹性凸显，动力煤价或将迎来反弹 .....	6
4.1 产量峰值已现，进口煤影响有望减弱 .....	6
4.2 火电需求高速增长，非电需求静待释放 .....	8
5 投资建议 .....	10
5.1 行业投资建议 .....	10
5.2 重点公司 .....	10
6 风险提示 .....	15
插图目录 .....	16
表格目录 .....	16

## 1 23Q2 行业利润维持高位

**高毛利持续，亏损面扩大，结构性变化凸显行业马太效应。**据 Wind 数据，2023 年 1-4 月，煤炭开采洗选业实现利润总额 2954.2 亿元，同比去年同期下降 14.6%，而同比 2021 年同期仍实现增长 159.1%。截至 4 月，行业的毛利率为 38.0%，较去年同时期下降 2.1 个百分点，高于 2021 年同期 5.2 个百分点。2023 年 1-4 月，行业亏损企业比例为 38.1%，较去年同期增加 9.6 个百分点，亏损总额 213.8 亿元，较去年同期增长 0.2%；若同比 2021 年同期则亏损企业比例增加 4.0 个百分点。在淡季和进口冲击的双重影响下，煤炭企业亏损面虽有扩大，但行业的盈利能力依然维持高位，头部企业的高位盈利中枢再次被验证。

图1：2023 年 1-4 月煤炭行业累计利润总额同比 22 年下滑 14.6%，同比 21 年增长 159.1%



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：截至 2023 年 4 月煤炭企业亏损面同比增加 9.6 个百分点



资料来源：wind，民生证券研究院

注：企业亏损面=亏损企业数量/煤炭企业总数量

**资产负债表持续修复。**2023 年 4 月煤炭开采洗选业资产负债率为 59.6%，同比下降 2.8 个百分点，较 2022 年末下降 1.1 个百分点。财务负担减轻导致财务费用也持续下降，2023 年前 4 个月行业财务费用为 238.2 亿元，同比下降 11.1%。

图3：2023 年 1-4 月煤炭行业累计毛利率略有下滑



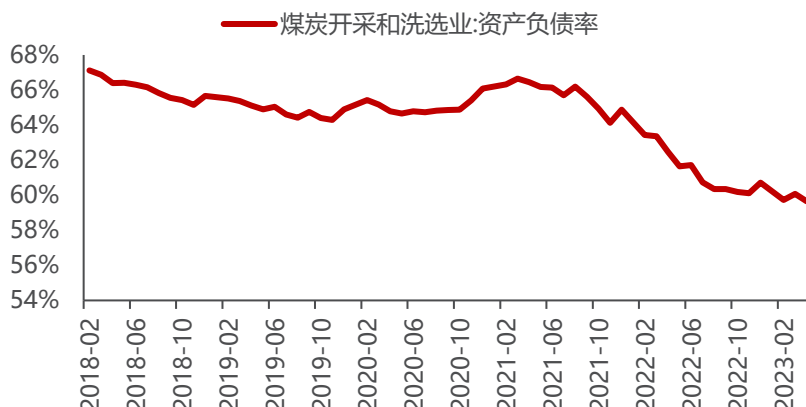
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2023 年 1-4 月煤炭行业累计财务费用持续下降



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：截至 2023 年 4 月煤炭行业资产负债率下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 23Q2 现货价同环比下跌，长协价基本持平

价格表现来看，各煤种价格有不同程度下滑：

**环比角度来看，港口和产地现货煤价环比回落，但长协价格变化较小。**动力煤方面，港口表现整体好于产地，2023Q2（截至 2023 年 6 月 21 日，后同）秦皇岛港 Q5800 动力煤均价环比下跌 18.1%，山西长治 Q5800 均价环比下跌 27.9%，陕西榆林 Q5800 环比下跌 25.1%；长协方面，2023Q2 长协价环比下降 1.3%。焦煤方面，2023Q2 京唐港 1/3 焦煤环比下跌 26.7%，产地方面，长治喷吹煤均价环比下跌 31.6%，河北焦煤价格下跌 10%-25%不等，安徽焦煤均价下跌幅度较小，在 4.5%左右。无烟煤方面，2023Q2 无烟煤均价环比下滑，降幅 25%左右。

**同比角度来看，焦煤价格跌幅大于动力煤跌幅，高热值煤种跌幅显著高于低热值煤种。**2023Q2，港口动力煤同比跌幅在 22%左右；产地方面，山西和陕西的高热值煤种跌幅明显大于低热值煤种，内蒙古 4500-5500 大卡的煤种价格同比下滑略高于 10%，海拉尔褐煤均价同比下滑 22.1%。炼焦煤方面，山西和河北大部分产区炼焦煤均价同比跌幅超过 35%，安徽焦煤均价同比跌幅 4.5%左右。无烟煤 2023Q2 同比跌幅在 15%左右。

表1：23Q2 现货煤价有所下跌，但长协价同比基本持平

		23Q2	23Q1	22Q2	环比	同比	23H1	22H1	同比
秦港煤价	Q4500	711.23	850.03	915.05	-16.3%	-22.3%	783.60	909.74	-13.9%
	Q5000	813.86	970.23	1036.77	-16.1%	-21.5%	895.38	1038.09	-13.7%
	Q5500	927.41	1130.11	1202.47	-17.9%	-22.9%	1033.09	1188.20	-13.1%
	Q5800	974.15	1188.98	1265.28	-18.1%	-23.0%	1086.15	1250.24	-13.1%
产地动力煤价格	山西朔州 5000	651.27	842.87	762.42	-22.7%	-14.6%	751.16	763.26	-1.6%
	山西大同 5500	774.73	988.66	925.69	-21.6%	-16.3%	886.26	915.71	-3.2%
	山西长治 5800	910.18	1261.80	1411.53	-27.9%	-35.5%	1093.50	1385.61	-21.1%

	内蒙古鄂尔多斯 4500	495.02	622.61	550.18	-20.5%	-10.0%	561.54	548.92	2.3%
	内蒙古鄂尔多斯 5000	600.59	767.59	687.85	-21.8%	-12.7%	687.66	691.34	-0.5%
	内蒙古鄂尔多斯 5500	710.64	907.49	802.40	-21.7%	-11.4%	813.27	801.07	1.5%
	内蒙古海拉尔褐煤	467.23	565.08	600.00	-17.3%	-22.1%	518.25	600.00	-13.6%
	陕西彬县 Q5500	820.54	987.95	850.48	-16.9%	-3.5%	907.82	838.69	8.2%
	陕西榆林 Q5800	794.63	1060.90	936.13	-25.1%	-15.1%	933.45	916.93	1.8%
	陕西榆林 Q6200	819.93	1074.66	966.71	-23.7%	-15.2%	952.74	944.75	0.8%
长协价	港口年度长协 Q5500	717.00	726.33	719.33	-1.3%	-0.3%	721.67	720.17	0.2%
港口焦煤	京唐港主焦煤	1968.75	2529.67	3216.13	-22.2%	-38.8%	2261.20	3075.66	-26.5%
	京唐港 1/3 焦煤	1626.07	2218.85	2615.16	-26.7%	-37.8%	1935.13	2466.97	-21.6%
产地焦煤 价格	古交 2 号焦煤	1785.71	2453.44	3139.35	-27.2%	-43.1%	2133.85	2979.84	-28.4%
	长治喷吹煤	1180.57	1725.28	1788.13	-31.6%	-34.0%	1464.56	1822.41	-19.6%
	开滦焦精煤	2000.54	2617.38	3216.77	-23.6%	-37.8%	2322.14	3012.05	-22.9%
	开滦 1/3 焦煤	1757.57	2325.56	2877.00	-24.4%	-38.9%	2053.70	2688.63	-23.6%
	唐山肥精煤	1990.54	2607.38	3206.77	-23.7%	-37.9%	2312.14	3002.05	-23.0%
	唐山焦精煤	2010.54	2627.38	3226.77	-23.5%	-37.7%	2332.14	3022.05	-22.8%
	邢台焦精煤	2192.14	2460.00	2904.35	-10.9%	-24.5%	2331.79	2784.18	-16.2%
	淮北焦精煤	2286.79	2395.00	2391.85	-4.5%	-4.4%	2343.21	2297.50	2.0%
	淮北肥精煤	2246.79	2355.00	2351.85	-4.6%	-4.5%	2303.21	2257.50	2.0%
	晋城无烟煤小块	1482.86	2004.26	1758.39	-26.0%	-15.7%	1754.70	1780.49	-1.4%
产地无烟 煤价格	晋城无烟煤中块	1537.50	2045.90	1808.39	-24.8%	-15.0%	1802.56	1830.49	-1.5%
	阳泉无烟煤洗小块	1432.86	1954.26	1708.39	-26.7%	-16.1%	1704.70	1730.49	-1.5%
	阳泉无烟末	1507.50	2015.90	1778.39	-25.2%	-15.2%	1772.56	1800.49	-1.6%

资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院

### 3 重点跟踪公司 23Q2 业绩预计同比下滑 40%

我们根据 2023 年二季度以来不同煤种的价格走势，公司销售结构、历史的期间费用、成本变化以及近期披露的产销量情况，对重点跟踪公司 2023 年二季度的盈利做出如下预测：

**23Q2 业绩同环比下滑：**我们重点跟踪的 10 家上市公司 2023 年预计实现归母净利润 434.1 亿元，较 2023 年一季度下滑 14.8%，较去年同时期下滑 39.6%。2023 年上半年，重点上市公司合计实现归母净利润 943.6 亿元，同比下滑 21.8%。其中，由于 23Q2 长协价格变化较小，因此长协比例高的公司 23Q2 业绩同环比下滑幅度整体小于现货销售占比高的公司。

**23Q2 归母净利润同比跌幅预计较低的公司有中煤能源、电投能源、华阳股份、中国神华。**中煤能源 2023 年以来煤炭产量实现较高增幅，2023 年 4-5 月自产煤合计产量和销量同比分别增长 19.0%和 14.6%，因此预计 23Q2 业绩仅下滑 2.2%；电投能源、华阳股份和中国神华的动力煤长协比例较高，因此业绩下滑幅度低于行业平均水平。陕西煤业于 22Q2 将隆基绿能的会计核算方式由长期股权投资变更



为金融资产核算，从而增加归母净利润 94.91 亿元，且公司减持隆基绿能股份产生投资收益 29.16 亿元，因此使得 23Q2 业绩同比下滑超过 60%，若剔除该部分利润（所得税率按照 22Q2 的平均税率 20.5% 计算），陕西煤业 23Q2 业绩预计同比下滑 31.8%；兖矿能源因海外煤价跌幅大于国内煤价，所以业绩表现较弱。

**表2：重点公司 2023Q2 盈利预测（单位：亿元）**

证券简称	单季度归母净利润					上半年归母净利润			全年归母净利润			PE-23E
	23Q2	23Q1	22Q2	环比	同比	23H1	22H1	同比	2023E	2022A	同比	
山煤国际	14.4	16.9	18.9	-14.4%	-23.5%	31.3	35.4	-11.6%	59.4	69.8	-14.9%	5
陕西煤业	60.1	69.1	189.0	-13.0%	-68.2%	129.2	246.0	-47.5%	250.1	351.2	-28.8%	7
中国神华	175.0	186.1	221.9	-6.0%	-21.1%	361.1	411.4	-12.2%	710.0	696.3	2.0%	8
中煤能源	64.4	71.6	65.8	-10.0%	-2.2%	136.0	133.8	1.6%	240.6	182.4	31.9%	4
兖矿能源	45.2	56.5	113.6	-20.0%	-60.2%	101.7	180.4	-43.6%	195.5	307.7	-36.5%	7
淮北矿业	17.3	21.1	19.4	-18.0%	-10.8%	38.4	35.6	7.9%	70.2	70.1	0.2%	4
山西焦煤	18.5	24.7	32.4	-25.0%	-42.8%	43.2	56.9	-24.1%	70.3	107.2	-34.4%	7
电投能源	7.3	16.2	8.2	-55.0%	-11.2%	23.5	23.3	0.6%	37.1	39.9	-6.9%	8
华阳股份	16.6	17.3	20.2	-4.0%	-18.0%	33.8	33.2	1.9%	67.4	70.3	-4.1%	4
广汇能源	15.3	30.1	29.2	-49.3%	-47.7%	45.3	51.3	-11.6%	81.0	113.4	-28.5%	6
重点公司合计	434.1	509.5	718.6	-14.8%	-39.6%	943.6	1207.4	-21.8%	1781.8	2008.3	-11.3%	7

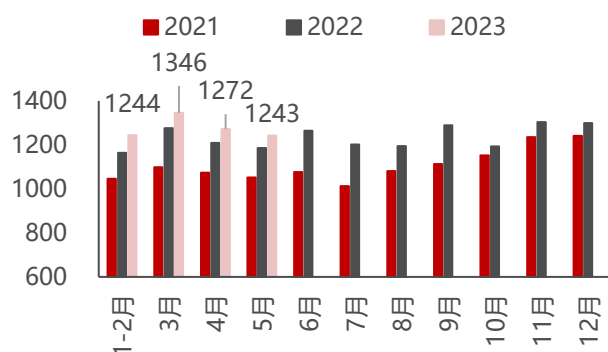
资料来源：Wind，民生证券研究院预测

## 4 供给的价格弹性凸显，动力煤价或将迎来反弹

### 4.1 产量峰值已现，进口煤影响有望减弱

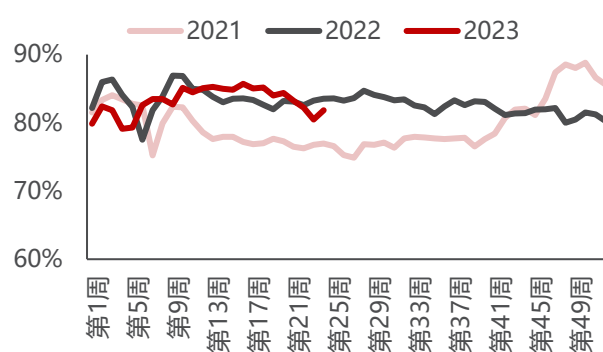
煤炭产量峰值已现，主产地产能利用率达到饱和。自 2021 年四季度保供以来，原煤日均产量大幅提升，23Q1 达到 1279 万吨/日，同比 22Q1 增长 6.4%，环比 22Q4 增长 1.1%。从主产地（晋陕蒙）产能利用率来看，剔除春节影响，23Q1 平均产能利用率为 83.3%，4 月后稳定在 85% 左右的较高水平，已处于较饱和状态，预计后期难有突破。

**图6：日均煤炭产量已达到峰值（万吨/日）**



资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院

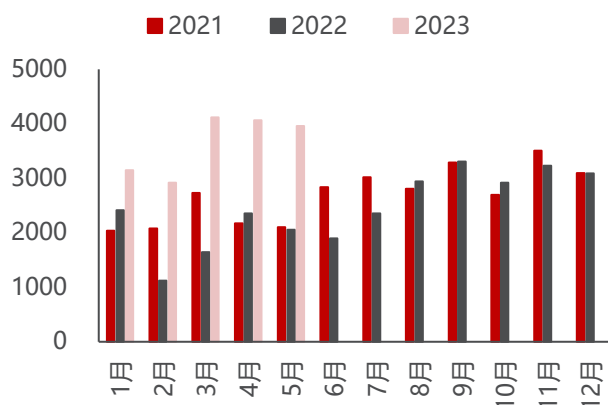
**图7：晋陕蒙 442 家煤矿的周度产能利用率达到饱和**



资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院

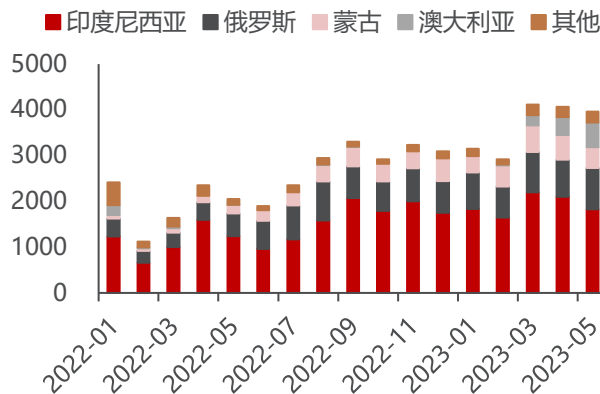
**进口煤同比增幅较高，但边际上有所改善。**受蒙煤通车增多、澳煤重新放开、进口煤继续实施零关税的影响，2023年1-5月我国累计进口煤及褐煤1.82亿吨，同比增幅达89.6%。单月来看，5月份进口煤及褐煤3958万吨，同比上升92.6%，但边际上有所改善，环比下降2.7%，其中，来源于印尼和蒙古的煤炭进口量环比下降12.8%和16.4%。

图8：2023年国内煤炭进口量大幅增长（万吨）



资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院

图9：来源于印尼和蒙古的煤炭进口量环比下降（万吨）



资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院

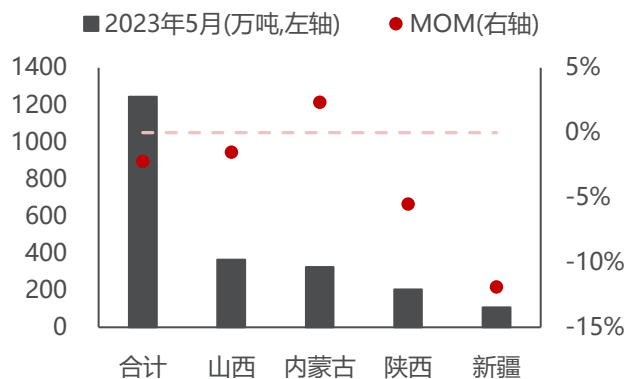
**进口冲击使港口煤价短期回落，国内供给的边际增量对于价格的敏感性较强，为底部煤价形成支撑。**在海外煤炭去库导致部分进口煤低价出售和火电需求淡季的双重影响下，港口煤价自5月开始迅速下滑至900元/吨以下。然而，价格下行对市场供需产生了显著的负反馈效应，5月我国煤炭日均产量环比减少2.2%，其中，新疆日均产量环比大幅下降至107.7万吨/日，降幅达11.9%；山西和陕西日均产量也下滑了1.5%和5.5%，从而供给的边际增量对于价格的敏感性较强，为底部煤价形成支撑。

图10：秦皇岛港动力煤价格下滑（元/吨）



资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院

图11：2023年5月煤炭日均产量环比下滑2.2%

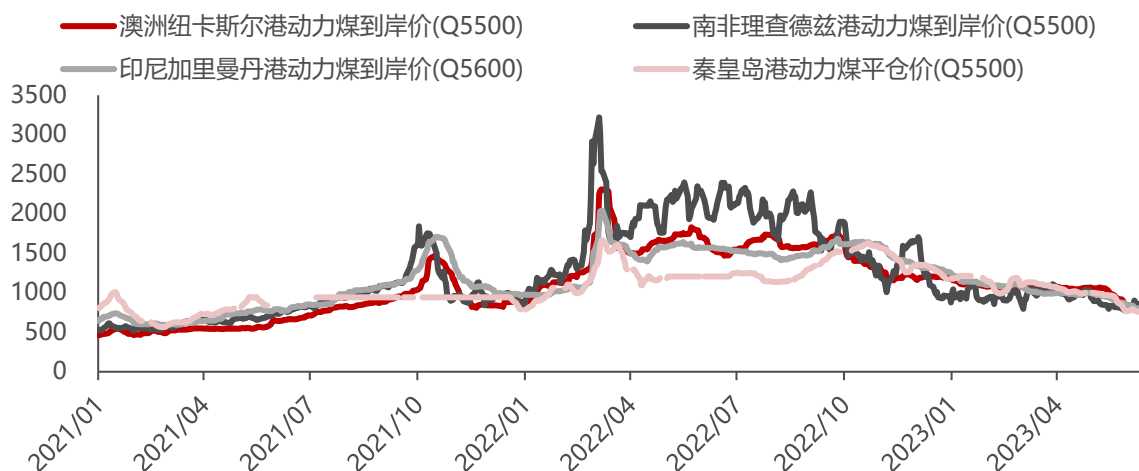


资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院

**海外阶段性甩货结束，进口煤价格优势减弱。**伴随欧洲市场天然气价格反弹，外矿惜售导致欧洲三港动力煤价格企稳上行，海外阶段性甩货不利因素消除，且来源于澳洲、南非、印尼等国家的进口煤价格相比国内不具备显著的价格优势，供给

端预计整体将呈现收缩趋势。

图12：进口煤价格优势减弱（元/吨）

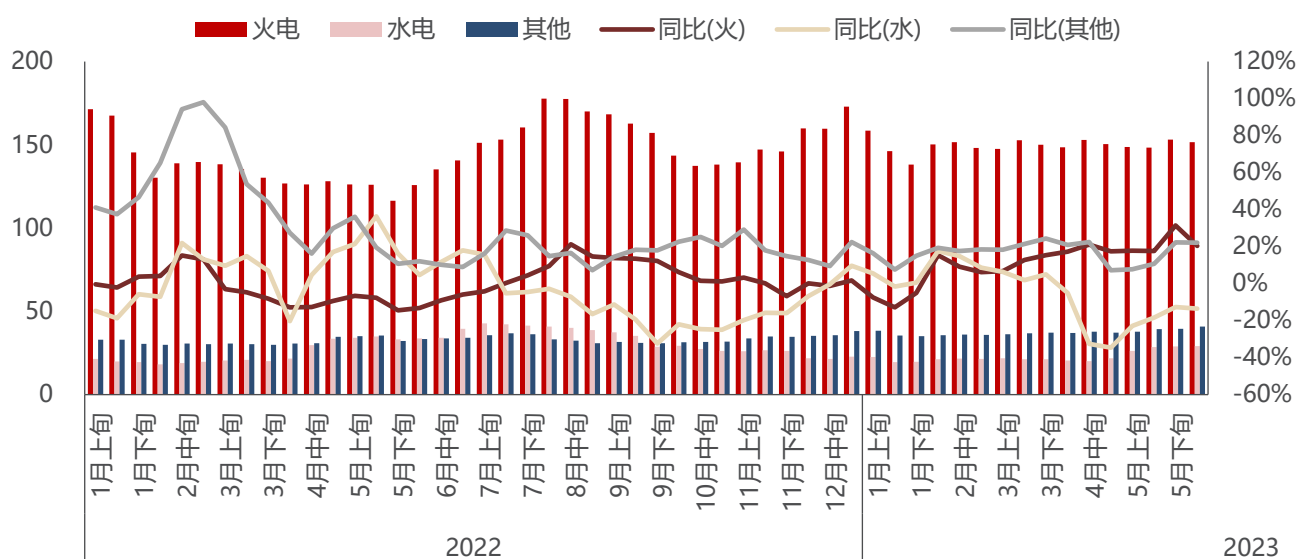


资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院

## 4.2 火电需求高速增长，非电需求静待释放

**二季度以来，火电需求同比高增。**据 CCTD 数据，自 2023 年二季度以来，火电日均发电量相比 2022 年同期增速高达 15%以上，且在迎峰度夏来临之际，下游电力耗煤需求持续释放，二十五省电厂日耗持续攀升，6 月上旬，火电日均发电量达到 151.6 亿千瓦时，同比 2022 年增速达到 20.4%、同比 2021 年同期增幅达到 13.2%。后续来看，厄尔尼诺或导致今夏创新高温纪录，叠加水电出力不足，火电需求或将超预期向好。

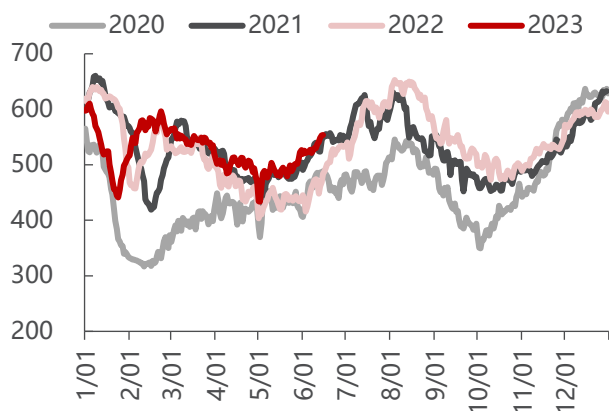
图13：6月上旬火电日均发电量同比 2022 年同期增长 20.4%（亿千瓦时/日）



资料来源：CCTD，民生证券研究院

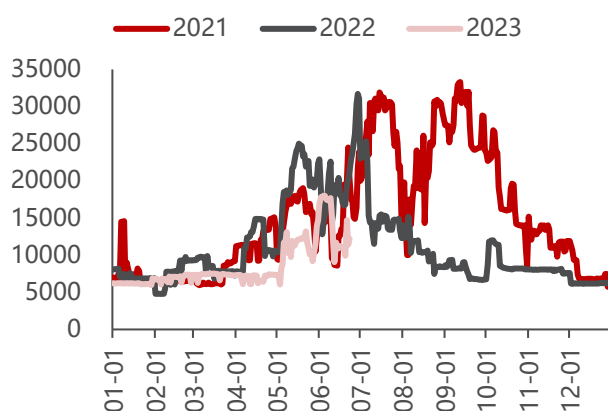


图14：二十五省电厂日耗自2月以来持续高于去年同期(万吨/日)



资料来源：CCTD，民生证券研究院

图15：三峡出库流量低于往年同期(立方米/秒)



资料来源：Wind，民生证券研究院

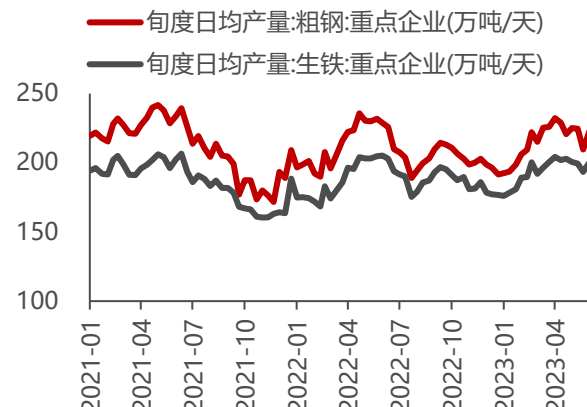
**水泥、钢铁需求关注后续地产复苏。**水泥和钢铁行业的需求在经历了3月的大幅释放后，4-5月的需求修复变缓，据国家统计局数据，5月水泥、生铁和粗钢的产量分别为19638、7700、9012万吨，同比增速分别为-3.2%、-4.3%、-6.7%。随着房地产调控政策稳步推进，建议后续关注地产链的复苏。

图16：水泥发运率缓慢恢复



资料来源：Wind，民生证券研究院

图17：生铁和粗钢产量边际改善



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 5 投资建议

### 5.1 行业投资建议

据上文分析，短期的进口冲击对中长期供需基本面无实质性改变，目前，我国煤炭进口量边际有所改善，且海外阶段性甩货不利因素消除，进口煤价格优势减弱。国内方面，在2021-2022年供应应出尽出后，产能和产量释放的潜力大幅降低，煤炭峰值产量已显现；边际变化来看，5月产量的环比下滑印证了较为敏感的供给价格弹性，国内的供需格局依然脆弱，叠加行业高毛利率持续和企业亏损比重扩大的分化现象，印证了国内供给端边际增量成本较高，从而对底部煤价形成了较强的支撑。此外，长协价格同环比变化较小，高长协比例的企业盈利稳定性将得到保障。标的方面，我们推荐以下投资主线：1) 盈利稳定、高现金流、高股息率公司投资价值进一步凸显，建议关注山煤国际和陕西煤业。2)

“中特估值”体系引入下有望迎来价值重估，建议关注中煤能源和中国神华。

**表3：推荐标的列表**

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600546.SH	山煤国际	14.08	3.52	3.00	3.53	4	5	4	推荐
601225.SH	陕西煤业	17.67	3.62	2.58	2.87	5	7	6	推荐
601088.SH	中国神华	29.81	3.50	3.57	3.72	9	8	8	推荐
601898.SH	中煤能源	8.07	1.38	1.82	1.92	6	4	4	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

### 5.2 重点公司

#### 山煤国际：低成本铸就超高毛利空间，高股息+低估值彰显投资价值

**储产丰富，在建矿井有望贡献增量。**截至2022年底，公司煤炭可采储量为8.26亿吨，储量资源丰富，涵盖矿井14座，核定总产能3120万吨/年，权益产能1871万吨/年。其中，生产矿井有12座，产能合计2820万吨/年（权益产能1692万吨/年）；在建矿井2座，合计产能300万吨/年（权益产能178万吨/年）。

**低成本铸就超高毛利空间。**截至2022年末，公司员工人数1.45万人，人均原煤产量2789吨/人，在上市公司中处于前列。人员负担轻，人均效率高，造就公司的低成本优势，2022年公司自产煤成本仅196元/吨，成本控制水平与中国神华基本相当，且低成本优势打开了公司盈利空间，2022年公司自产煤毛利率为73.5%，处于上市公司前列。

**严控贸易风险，追求高质量发展。**经历过前期的经营困难，公司采取剥离不良资产等措施消化业绩包袱，当前公司贸易业务已经由从追求规模向追求质量转变，煤炭贸易量下滑显著，2022年公司贸易煤销量同比下降45.1%。此外，公司

资产质量也在逐步改善，截至2023年一季度末，公司资产负债率为53.1%，相较于2022年末下降5.6个百分点。

**业绩弹性强，高股息+低估值凸显投资价值。**公司动力煤产品长协占比高，稳价保供背景下业绩稳定性强；焦煤产品现货比例高，价格弹性较大。2021年以来，公司股利支付率保持在60%以上，2022年度达到63.9%，全年累计分红2.25元/股，以2023年6月21日收盘价计算，股息率高达16.0%。此外，公司制定《2024年-2026年股东回报规划》，明确规划期内各年度以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的60%。与此同时，公司估值较低，我们认为，“高股息+低估值”进一步凸显公司投资价值。

**投资建议：**我们预计2023-2025年公司归母净利润为59.44/69.94/77.55亿元，对应EPS分别为3.00/3.53/3.91元/股，对应2023年6月21日股价的PE分别为5倍、4倍、4倍。公司销售灵活，业绩弹性强，且承诺分红率不低于60%，“高毛利+高股息+低估值”凸显了公司的投资价值，维持“推荐”评级。

**风险提示：**煤炭价格下行风险，下游需求边际改善不及预期，成本超预期上升，产业政策风险。

**表4：山煤国际盈利预测与财务指标**

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	46,391	40,372	43,078	44,601
增长率（%）	-3.5	-13.0	6.7	3.5
归属母公司股东净利润（百万元）	6,981	5,944	6,994	7,755
增长率（%）	41.4	-14.9	17.7	10.9
每股收益（元）	3.52	3.00	3.53	3.91
PE（现价）	4	5	4	4
PB	1.9	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年6月21日收盘价）

### 陕西煤业：高股息动力煤龙头，估值有望提升

**公司先进产能占比高，规模优势和成本优势突出。**截至2022年末，公司拥有煤炭储量183.7亿吨、可开采储量106.1亿吨，可开采年限70年以上。公司97%以上的煤炭资源位于陕北矿区（神府、榆横）、彬黄（彬长、黄陵）等优质采煤区，煤炭赋存条件好，埋藏浅，开采技术条件优越。截至2022年末，公司核定产能达1.62亿吨/年，2022年实现商品煤产量1.57亿吨，在上市公司中位列第二，规模优势较强；且公司矿井均为大型现代化矿井，开采成本低，2022年公司自产煤单位成本为238.3元/吨，成本控制能力突出。

**资产注入推动产量释放，内生外延增长可期。**2022年，公司收购了控股股东陕煤集团所持有的彬长矿业集团、神南矿业公司股权，新增产能1200万吨/年，且核增了红柳林矿业、柠条塔矿业等7处矿井，核增产能1700万吨/年。据公司公

告，2023年1-5月公司累计实现产量6966.32万吨，同比增长了10.6%。此外，公司将在“十四五”期间加快推进神南矿业下属小壕兔一号和小壕兔西部勘查区相关井田的批复进度，未来产量增长依然可期。

**资本开支持续下行，现金奶牛特性明显。**截至2023年一季度末，公司资产负债率仅为32.9%，财务费用为-1.3亿元，有息负债总额为57.3亿元，同时期账面货币资金为542.7亿元，货币资金可完全覆盖有息负债。根据公司2023年资本开支计划，公司2023年计划资本开支18.1亿元，同比下滑60.2%，现金奶牛的特性明显。

**股息率处于较高水平，投资价值高。**据公告，公司拟每股派发现金红利2.18元（含税），共计派发现金股利211.4亿元，占当年合并报表实现的归属于公司股东净利润的60.2%，以2023年6月21日的收盘价17.67元/股计算，股息率为12.3%。考虑公司现金流充裕，资本开支下行，未来具备进一步提升分红比率的潜力和空间。

**投资建议：**预计2023-2025年公司归母净利为250.12/278.49/298.53亿元，对应EPS分别为2.58/2.87/3.08元/股，对应2023年6月21日收盘价的PE分别为7倍、6倍、6倍。公司资产质量优质，现金流表现良好，具有“高股息+低估值”特点，维持“推荐”评级。

**风险提示：**煤价大幅下行，下游需求边际改善不及预期，成本超预期上升。

**表5：陕西煤业盈利预测与财务指标**

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	166,848	165,190	169,437	174,324
增长率（%）	9.5	-1.0	2.6	2.9
归属母公司股东净利润（百万元）	35,123	25,012	27,849	29,853
增长率（%）	64.0	-28.8	11.3	7.2
每股收益（元）	3.62	2.58	2.87	3.08
PE（现价）	5	7	6	6
PB	1.7	1.6	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年6月21日收盘价）

### 中国神华：行业龙头行稳致远，高分红持续兑现

**资源量丰富，覆盖多内多地矿区。**公司的煤矿主要分布在内蒙古自治区和陕西省，自产煤品种均为动力煤。截至2022年末，公司的煤炭保有可采储量为329.0亿吨，保有可采储量为138.9亿吨。2022年公司煤炭产量3.13亿吨，占全国原煤产量比重为6.9%，为国内绝对龙头。

**启动收购控股股东资产工作，煤炭产量潜力有望进一步释放。**据公司公告，为进一步减少与解决同业竞争，公司决定启动收购国家能源集团部分资产的工作，收购范围包括国家能源集团下属若干生产煤矿及/或在建煤矿公司的股权。此

次收购将增加公司煤矿生产能力约1600万吨/年，增加剩余可采储量超13亿吨。据国家能源集团官网信息，集团现有煤炭产能6.2亿吨，截至2023年初中国神华煤炭产能约3.5亿吨，叠加本次收购计划涉及的1600万吨产能，上市公司体外仍有约2.5亿吨的集团资产注入空间，未来公司煤炭产量增长潜力有望持续释放，煤炭业务发展持续性与盈利能力也将进一步增强。

**自有运输资源，形成煤炭“生产-运输（铁路、港口、航运）-转化（发电及煤化工）”的一体化运营模式。**公司控制并运营围绕“晋西、陕北和蒙南”主要煤炭基地的环形辐射状铁路运输网络、“神朔—朔黄线”西煤东运大通道以及环渤海能源新通道黄大铁路，总铁路营业里程2408公里；控制并运营黄骅港、天津煤码头等多个综合港口和码头，其中黄骅港为北方最大的煤炭下水港之一，设计吞吐量2.72亿吨/年；拥有散货船40艘，载重规模218万载吨、年运能5500万吨，航线覆盖黄骅、天津、秦皇岛等国内主要港口和沿海、沿江省市的200多个发电企业、煤炭应急储备基地。

**高长协比例+稳长协价保障公司底部盈利，发电业务有望带动增长。**自2022年长协价调整后，长协价格高位维稳，同时公司长协量占比保持较高比例，2022年公司年度长协销量为2.22亿吨，相比其自产煤销量的比重为70.1%，从而公司底部盈利得到保障。资本投入方面，公司2021年资本开支大幅上涨一方面是因为发电业务新建项目的设备采购等支出较高，另一方面是2021年保供增产使得煤炭业务投入较高，后续来看，公司发电业务的资本投入较高，随着后续发电量的提升，发电业务业绩有望实现增长。

**稳定高盈利+现金流充裕提供高分红，公司平均股息率高于同业。**截至2023年一季度末公司货币资金量高达1858亿元，未分配利润高达2986亿元，充裕的现金和稳定较高的盈利能力为公司高分红奠定了基础。2022年公司股利支付率达72.8%，以6月21日收盘价计算股息率为8.6%。

**投资建议：**预计2023-2025年公司归母净利为710.02/739.70/750.73亿元，对应EPS分别为3.57/3.72/3.78元/股，对应2023年6月21日收盘价的PE均为8倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**煤炭价格大幅下降；火电需求不及预期；项目建设慢于预期。

**表6：中国神华盈利预测与财务指标**

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	344,533	346,739	365,687	378,204
增长率（%）	2.6	0.6	5.5	3.4
归属母公司股东净利润（百万元）	69,626	71,002	73,970	75,073
增长率（%）	39.0	2.0	4.2	1.5
每股收益（元）	3.50	3.57	3.72	3.78
PE（现价）	9	8	8	8
PB	1.5	1.4	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年6月21日收盘价）



## 中煤能源：高长协+稳盈利，产量再迎成长期

**资源储量丰富，产量规模高。**公司的生产和在建矿井分布于山西、内蒙古、黑龙江、江苏、陕西、新疆多个地区，截至2022年末，公司矿井资源的证实储量为140.01亿吨，资源储量丰富，可开采时间长达数十年。分煤种来看，动力煤储量最高，证实储量比重占89.61%。截至2022年末，公司在产、在建以及参股煤矿核定总产能合计为19179万吨/年，权益总产能15291万吨/年。2022年，公司煤炭产量为11917万吨，在A股上市公司中仅次于中国神华（31340万吨）和陕西煤业（15700万吨），规模优势突出。

**具备稀缺在建资产，产量再迎成长期。**2022年开始，公司新建产能将陆续投产。其中，大海则煤矿于2022年成功试运转，产能2000万吨/年，2023年产量有望爬坡增长；黑龙江依兰第三煤矿和苇子沟煤矿有望于2023年投产，产能均为240万吨/年；400万吨/年的里必煤矿有望于2024年竣工。截至2022年末，公司在建煤矿权益产能有564万吨/年期。此外，公司下属平朔集团的东露天、安家岭2处露天矿产能分别核增500万吨/年已通过现场审查，新疆106煤矿产能核增60万吨/年获得批复。公司产量仍处于成长期，2023年产量有望进一步释放。

**长协比例高+长协价稳定，毛利率稳中有升。**公司长协比例超过80%，高长协比例及高位稳定的长协价格对公司业绩形成了底部保障，且在现货均价上涨的背景下，公司毛利率稳中有升。

**投资建议：**公司在建产能不断投产，自产煤产量有望持续增长。我们预计，2023-2025年公司归母净利润为240.65/254.10/266.81亿元，对应EPS分别为1.82/1.92/2.01元/股，对应2023年6月21日的PE均为4倍，维持“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。

表7：中煤能源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	232,934	243,910	254,042
增长率（%）	-8.0	5.6	4.7	4.2
归属母公司股东净利润（百万元）	18,241	24,065	25,410	26,681
增长率（%）	32.8	31.9	5.6	5.0
每股收益（元）	1.38	1.82	1.92	2.01
PE（现价）	6	4	4	4
PB	0.8	0.7	0.6	0.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年6月21日收盘价）

## 6 风险提示

**1) 经济增速放缓风险。**煤炭行业为周期性行业，其主要下游火电、钢铁、建材等行业均与宏观经济密切相关，经济增速放缓将直接影响煤炭需求。焦炭行业属于“煤焦钢”产业链中游，行业景气度受钢铁行业下游的房地产以及基建行业影响较大。若后续房地产与基建投资增速下行，则将对需求端产生较大的压力。

**2) 煤价大幅下跌风险。**板块上市公司主营业务多为煤炭开采以及煤炭销售，煤价大幅下跌将直接影响上市公司利润以及经营情况。

## 插图目录

图 1: 2023 年 1-4 月煤炭行业累计利润总额同比 22 年下滑 14.6%，同比 21 年增长 159.1% .....	3
图 2: 截至 2023 年 4 月煤炭企业亏损面同比增加 9.6 个百分点 .....	3
图 3: 2023 年 1-4 月煤炭行业累计毛利率略有下滑 .....	3
图 4: 2023 年 1-4 月煤炭行业累计财务费用持续下降 .....	3
图 5: 截至 2023 年 4 月煤炭行业资产负债率下滑 .....	4
图 6: 日均煤炭产量已达到峰值（万吨/日） .....	6
图 7: 晋陕蒙 442 家煤矿的周度产能利用率达到饱和 .....	6
图 8: 2023 年国内煤炭进口量大幅增长（万吨） .....	7
图 9: 来源于印尼和蒙古的煤炭进口量环比下降（万吨） .....	7
图 10: 秦皇岛港动力煤价格下滑（元/吨） .....	7
图 11: 2023 年 5 月煤炭日均产量环比下滑 2.2% .....	7
图 12: 进口煤价格优势减弱（元/吨） .....	8
图 13: 6 月上旬火电日均发电量同比 2022 年同期增长 20.4%（亿千瓦时/日） .....	8
图 14: 二十五省电厂日耗自 2 月以来持续高于去年同期（万吨/日） .....	9
图 15: 三峡出库流量低于往年同期(立方米/秒) .....	9
图 16: 水泥发运率缓慢恢复 .....	9
图 17: 生铁和粗钢产量边际改善 .....	9

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级 .....	1
表 1: 23Q2 现货煤价有所下跌，但长协价同比基本持平 .....	4
表 2: 重点公司 2023Q2 盈利预测（单位：亿元） .....	6
表 3: 推荐标的列表 .....	10
表 4: 山煤国际盈利预测与财务指标 .....	11
表 5: 陕西煤业盈利预测与财务指标 .....	12
表 6: 中国神华盈利预测与财务指标 .....	13
表 7: 中煤能源盈利预测与财务指标 .....	14

## 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