

全球能源新趋势下的煤炭发展机遇

华泰研究

2024 年 6 月 03 日 | 中国内地

首次覆盖

电煤旺季将至，动力煤价格稳步回升，分红潜力带来投资价值提升

2024 年以来，电煤需求 3-4 月份走弱电厂库存天数提升，价格于 4 月中旬下降至 813 元/吨。伴随国内用电量持续超预期，煤价 5 月初至今已经从底部回升。我们认为 2024 年伴随夏冬两个旺季的支撑，此外建筑用煤在政策刺激下也有一定的改善预期，整体下半年价格支撑力度较上半年更加坚实。2025/2026 年伴随全球电力需求的高增长，海外能源价格预期的进一步提升，中国动力煤价格预期将稳中有增。我们预期 2024 年动力煤价格中枢可达 900 元/吨，2025/2026 年提升至 950/975 元/吨。煤炭价格层面稳健，行业整体资产负债表持续修复，企业整体进入净现金状态，龙头分红维持高比例，二三线企业分红潜力提升，低息环境与降息预期背景下，我们认为整体行业平均 2024E 股息率约 5.6% 的煤炭板块具备稳健持续的投资价值。

AI 和海外工业化将带来全球电力需求高增长，拉动化石能源发电增量需求

我们认为 AI 应用的发展将从 GDP 的电耗结构上改变发达国家三产 GDP 增长不依赖能源的现状，结合工业回流，拉动发达区域电力与经济增速同频。新兴市场如印度、印尼等区域 2021 年以来在工业化与基建的拉动下经济与电力需求持续高增长。我们认为全球电力需求 CAGR 在 2024-2026 年将达到 3.7%，较 2019-2023 提升 1.3pct。国内电力需求受益于新质生产与海外基建需求的拉动，2024 年也将达到 7.3% 的增速，其中新质生产力拉动 1.7pct，出口拉动预期可达到 3.7pct，2025/2026 年也将维持 6.5% 的增速。全球电力需求的共振下，我们认为新能源发电的增量难以满足全部电力增量需求，化石能源预期在 2024-2026 年贡献约 3350 亿度电的需求增量，是 2019-2023 年化石能源发电年增量的 2.4 倍。

海外能源价格或持续迎来提升，价格联动体系支撑国内动力煤价格

从美国的视角，我们认为电力的超预期需求将显著拉动美国本土天然气需求与电价预期。数据中心与工业投资将拉动美国 2024-2026 年平均年超 1000 亿度的发电增量，我们预期天然气发电将贡献约 750 亿度电，带来约年均 160 亿方天然气的增量需求，可能会带来潜在 2-4% 的供需缺口，进而影响明年欧洲 LNG 进口量。Henry Hub 与 TTF 与纽卡斯尔煤价的相关性分别达到 0.69/0.86 (2014-2024 年)。2024/05/23 美国 Henry Hub 2025/2026 年的远期合约价格已经高于 2024 年 32%/44%。美国 ERCOT/PJM/MISO 的 2026 年远期电价合约 2024/05/01 的价格已较年初上涨 31%/13%/6%。海外整体能源价格联动下，海外煤炭价格动能有望再次向上。

现金流优异、分红能力提升、煤炭价格坚挺，煤炭行业具备持续的投资价值

我们认为煤炭行业整体进入净现金的资产负债表状态，分红率的持续提升，都推动煤炭板块投资转变为聚焦现金流与分红的股息估值逻辑。回顾海外能源龙头埃克森美孚与雪佛龙，低息环境下 (2011-2019 年) 其股息率与无风险利率的平均息差是 2.8%，其中 2016-2018 年的平均息差仅 1.6%。煤炭行业平均股息率较国内无风险利率的息差为 3.3%，龙头为 3.0%，我们认为市场可接受的龙头环节的息差还有进一步下降的空间，推动龙头投资空间。二三线企业在煤炭价格预期稳步提升下，具备分红提升的潜力，与更高的股价弹性。首次覆盖中国神华 (601088 CH 买入 54.2 元/1088 HK 买入 44.2 港币)，兖矿能源 (600188 CH 买入 32.5 元/1171 HK 买入 23.5 港币)，中煤能源 (601898 CH 买入 16.0 元/1898 HK 买入 11.1 港币)，陕西煤业 (601225 CH 买入 31.5 元)，晋控煤业 (601001 CH 买入 22.8 元)。

风险提示：海外 AI 发展弱于预期，中国出口弱于预期，新能源消纳问题解决快于预期。

能源

煤炭

增持 (首评)

增持 (首评)

研究员

SAC No. S0570523110003
SFC No. AVM464

刘俊

karliu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523120005
SFC No. BTM578

苗雨菲

miaoyufei@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人

SAC No. S0570123110022

赵宇辰, PhD

zhaoyuchen@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

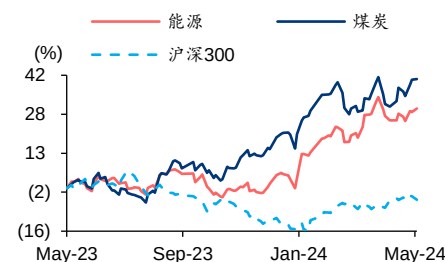
联系人

SAC No. S0570122100007
SFC No. BUM666

马梦辰, CFA

mamengchen@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
中国神华	1088 HK	44.20	买入
中国神华	601088 CH	54.20	买入
兖矿能源	1171 HK	23.50	买入
兖矿能源	600188 CH	32.50	买入
中煤能源	1898 HK	11.10	买入
中煤能源	601898 CH	16.00	买入
晋控煤业	601001 CH	22.80	买入
陕西煤业	601225 CH	31.50	买入

资料来源：华泰研究预测

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

我们与市场的不同.....	4
全球能源可能处于一个新的超级周期中.....	8
AI 发展有望结构性改变发达国家电力增长模式.....	8
AI 或成为美国电力需求增长的重要驱动力.....	9
算力增长快于芯片能耗下降是目前 AI 耗电的主要原因.....	10
AI 也将成为其他国家电力需求增长的重要驱动力.....	11
发展中国家工业化和基建加速推动电力增长.....	11
发展中国家基建与中国电力需求超预期出现共振.....	12
新质生产力（新能源、AI 等）亦贡献中国电力需求的持续增长.....	14
中国电力需求迎来新一轮超级周期.....	15
电力需求超预期叠加能源转型，缺电可能再次发生.....	17
全球电力需求共振，传统能源发电需求或超预期.....	17
美国区域性缺电风险较大.....	19
新能源与气候的波动性放大阶段性供需与电价的波动.....	20
以美国为例：电力需求超预期可能拉动海外天然气与煤炭价格提升.....	22
能源新趋势下的煤价判断.....	25
新格局下的煤价复盘.....	25
新周期下的大幅波动从何而来.....	25
能源转型下的新一轮供需改革.....	26
电力需求-比预期更强的基本盘支撑.....	26
非电需求-对市场价格带来更加直接的影响.....	28
海外能源价格-新格局下的又一价格之锚.....	29
供给端-生产弹性或已近拉满.....	31
2024 年煤炭供需判断.....	32
从分红潜力与股息回报看煤炭行业投资与资产配置机遇.....	34
煤炭板块上市公司 2023 及 1Q24 业绩回顾.....	34
投资价值应聚焦现金流与分红.....	35
盈利提升带动资产负债表质量改善，支撑板块重估值基础.....	35
聚焦现金流与派息水平.....	36
全球能源联动下，煤炭板块迎来估值提升机遇.....	37
板块配置建议.....	38
首次覆盖推荐标的.....	39
重点推荐个股.....	39
中国神华（1088 HK，买入，目标价 44.2 港币；601088 CH，买入，目标价 54.2 元）.....	39
兖矿能源（1171 HK，买入，目标价 23.5 港币；600188 CH，买入，目标价 32.5 元）.....	39
中煤能源（1898 HK，买入，目标价 11.1 港币；601898 CH，买入，目标价 16.0 元）.....	39

陕西煤业（601225 CH，买入，目标价 31.5 元）	39
晋控煤业（601001 CH，买入，目标价 22.8 元）	40
风险提示.....	40
首次推荐公司.....	41
中国神华（1088 HK，买入，目标价 44.2 港币；601088 CH，买入，目标价 54.2 元）	41
兖矿能源（1171 HK，买入，目标价 23.5 港币；600188 CH，买入，目标价 32.5 元）	53
中煤能源（1898 HK，买入，目标价 11.1 港币；601898 CH，买入，目标价 16.0 元）	63
陕西煤业（601225 CH，买入，目标价 31.5 元）	73
晋控煤业（601001 CH，买入，目标价 22.8 元）	83

我们与市场的不同

电力需求高增长下，化石能源依旧占据全球发电增量的重要部分，全球煤电将继续增长，动力煤价格中枢预期稳中有增。对于化石能源发电，特别是煤电。市场普遍的观点在于新能源发电的增量将覆盖甚至超过绝大部分需求增量，带动化石能源发电需求下降与对应能源品需求的下降。我们认为全球电量需求的高增长，与新能源波动性、消纳问题带来的限制，使得化石能源将继续在全球发电增量中占据重要地位。其中，中国、印度、印尼等煤电占比较高区域的电力需求高增长，将继续推动电煤增量需求，而欧美虽然结构性的退煤转气，但煤气的价格联动性也将使得天然气预期反弹下，对海外煤炭价格形成支撑。因此基本面层面我们认为动力煤价格 2024 年中枢可回至 900 元/吨，2025/2026 年将稳步提升至 950/975 元吨。

1. **全球电力增长共振。**发达国家的 GDP 增长主要由三产增长带来，过去 10 年间 GDP 增长不由电力拉动。但我们认为 AI 的发展极有可能打破这一发展范式。以美国为例，2017-2023 年三产的电力消费弹性仅 0.1，我们测算 AI 发展将带动数据中心为美国于 2024-2030 年贡献年均 600 亿度电左右的增量，结合工业化的趋势，带动美国 2024/2025 年的发电量 GDP 弹性系数将达到 0.9/1.5。我们预期全球发电量 GDP 弹性在 2024 年后将重回增长，2024-2026 年全球发电增速 CAGR 有望达到 3.7%，较 2019-2023 年 CAGR 提升 1.3pct。EIA 预期 2024-2026 年全球电力复合增速达到 3.4%，Ember 预期 2024 年全球发电量增长 3.4%。全球整体对电力增长的预期回升。
2. **中国电力需求增长将持续超预期。**2016 年以来，除去疫情影响的 2020/2022 年，中国的用电量均超出当年度中电联预期。我们认为新质生产力与海外基建工业投资拉动的国内出口需求，以及后续国内 AI 发展的驱动，将带动国内电力需求维持高增速，持续超预期。我们预计中国 2024 年用电量增速将达到 7.3%，2024-30 年有望维持 6% 的复合增速。

在此基础上，我们认为这将对全球能源体系带来新的挑战：

1. **化石能源发电增量全球性增长。**全球电力的超预期增长，将带动化石能源电力需求的增量，我们预期 2024-2026 年平均年化化石能源发电增量达到 3350 亿度，是 2019-2023 年化化石能源发电增量平均值的 2.4 倍。
2. **国内煤炭供需边际性转为紧张，2024 年价格稳步回升，2025/2026 年价格或进一步上涨。**国内的煤炭供给弹性有限，在高基数影响下我们认为下半年的进口量增幅将有回落。季度性影响下，我们认为 2024 年伴随夏冬两个旺季的支撑，此外建筑用煤在政策刺激下也有一定的改善预期，整体下半年价格支撑力度较上半年更加坚实。我们认为 2025/2026 年，国内用电需求的高增长，结合海外能源价格的联动效应，将进一步推动煤炭价格提升。我们测算 AI 与工业化投资对美国电力需求的拉动将带来 2024-2026 年均 160 亿方天然气需求的增量与对应 2-4% 的供需潜在缺口。2024/05/23 美国 Henry Hub 2025/2026 年的远期合约价格已经高于 2024 年 32%/44%，海外整体能源价格的提升有望为国内电煤价格提供额外的支撑。

3. 能源转型趋势下，可再生能源波动或增加传统能源供给错配风险，海外面临缺电压力。

同时，2024-25 年节能降碳行动方案出台，我们认为煤炭行业供给侧改革逻辑加强。2024 年 5 月 29 日国务院印发《2024-2025 年节能降碳行动方案》，方案重申 2024 年国内单位 GDP 能耗和碳排下降 2.5% 左右和 3.9% 左右的目标，以及 2024 年和 2025 年非化石能源消费占比达到 18.9% 左右和 20% 左右的目标。针对煤炭领域，方案强调要严格合理控制煤炭消费。加强煤炭清洁高效利用，推动煤电低碳化改造和建设，推进煤电节能降碳改造、灵活性改造、供热改造“三改联动”。严格实施大气污染防治重点区域煤炭消费总量控制，重点削减非电力用煤，持续推进燃煤锅炉关停整合、工业窑炉清洁能源替代和散煤治理。对大气污染防治重点区域新建和改扩建用煤项目依法实行煤炭等量或减量替代。我们认为在双碳目标推进的持续深化下，煤炭新建产能不论是投资决策还是项目审批难度都有所增加，一方面或有利于煤炭行业整合，集中度提升利好头部企业；另一方面在用电量持续增长的背景下，煤炭需求在一定时期内或仍有韧性，供给侧约束或利于煤炭价格中枢上行。

投资层面，我们认为煤炭行业的估值框架在逐步由伴随煤炭价格中枢上涨而上涨的周期成长性逻辑，转变为聚焦现金流与分红的股息估值逻辑，核心的变化在于：

- 1) 煤炭行业整体进入净现金状态，从现金流角度来看，资本支出占比中枢下降，分红中枢提升，回顾海外能源龙头也存在类似趋势。中国煤炭行业的资本支出占经营现金流的比重（3 年滚动平滑）由 2016 年的 73% 下降至 2021-2023 年的 30% 左右，但分红占经营现金流的比重（3 年滚动平滑）则在 2020 年之后持续提升，2023 年达到约 35%。煤炭行业平均净负债率在 2021 年转负，行业整体进入净现金状态。
- 2) 分红能力与利率环境成为煤炭股定价的重要基准。参考海外龙头，埃克森美孚与雪佛龙在 2014-2016 年石油价格大幅波动期间整体股价表现稳健，2021 年以来石油价格回落也未带动其大幅回调。回顾其股息率与美国 10 年国债收益率的息差可以看到，低息率环境下，市场对息差的接受度更低，体现对稳定回报的偏好。低息环境下（2011-2019 年）的平均息差是 2.8%，其中 2016-2018 年的平均息差仅 1.6%。
- 3) 我们认为目前煤炭股具备与海外能源股所经历过的相似的环境，煤炭价格中枢不变的背景下，我们可预期市场对龙头的息差可下降至 2% 左右（及对应 2015-2019 年的海外利率环境下的海外能源龙头股息率息差），二三线企业伴随其分红比例的提升与市场可接受息差的下降则具备更高的上涨弹性。煤炭价格 2025/2026 年的温和上涨将带动更为确定的回报与分红能力的提升，带来更大的潜在投资空间。

图表1：埃克森美孚、雪佛龙股价与油价



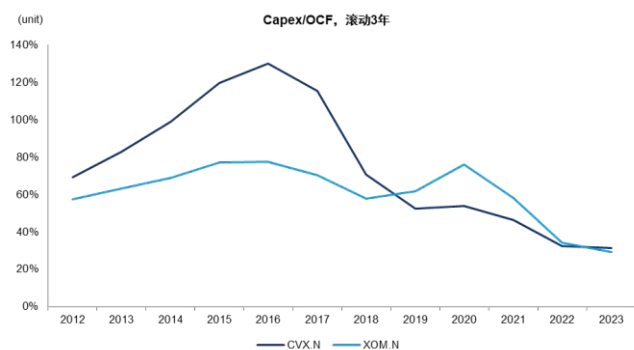
资料来源：EIA，华泰研究

图表2：中国神华股价与煤炭价格



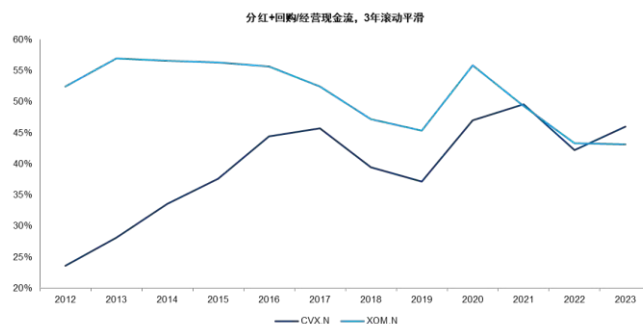
资料来源：，华泰研究

图表3：埃克森美孚、雪佛龙资本支出与经营现金流比例



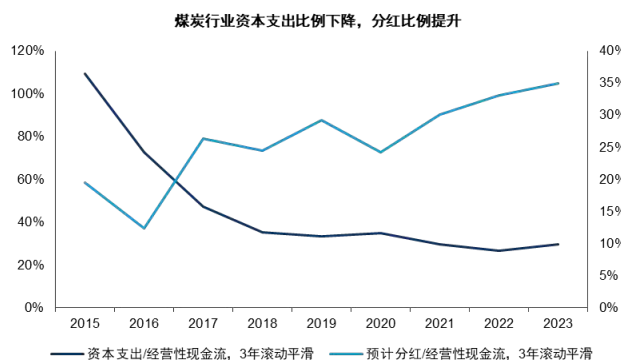
资料来源：，华泰研究

图表4：埃克森美孚、雪佛龙分红回购与经营现金流比例



资料来源：，华泰研究

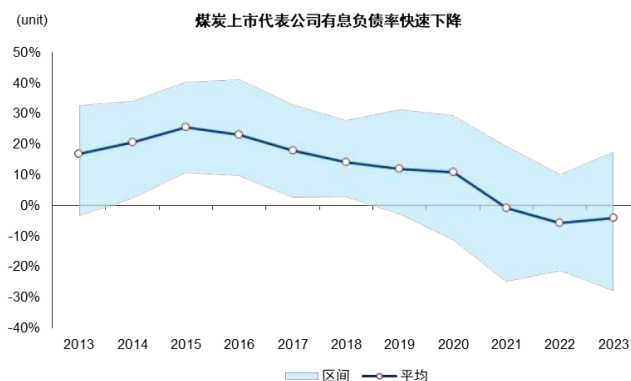
图表5：煤炭板块样本公司资本支出比例下降，分红比例提升



资料来源：，华泰研究

注：样本公司包括中国神华、陕西煤业、山西焦煤、兖矿能源、华阳股份、中煤能源、晋控煤业、平煤股份、山煤国际

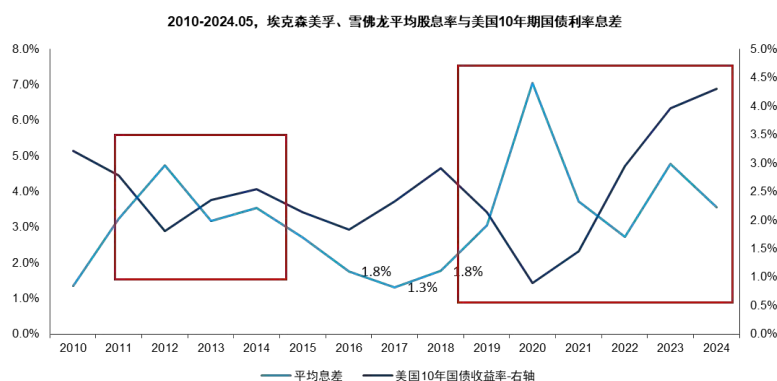
图表6：煤炭板块样本公司 2021 年后整体进入净现金阶段



资料来源：，华泰研究

注：样本公司包括中国神华、陕西煤业、山西焦煤、兖矿能源、华阳股份、中煤能源、晋控煤业、平煤股份、山煤国际

图表7：估值对比



资料来源：，Bloomberg，华泰研究



图表8：估值对比

2024/5/31	股票代码	股价	总市值	PE (x)		EV/EBITDA(x)		2024E股息率	10年国债利率	2024E总差
		对应市场货币	Rmb mn	2024E	2025E	2024E	2025E			
H股										
中国神华 - H*	1088.HK	38.0	685,599	10.8	10.6	5.5	5.4	6.5%	2.3%	4.2%
中煤能源 - H*	1898.HK	9.9	118,749	5.9	5.4	3.0	2.8	4.9%	2.3%	2.6%
克矿能源 - H*	1171.HK	19.5	132,016	6.3	5.8	4.4	4.3	8.4%	2.3%	6.1%
首钢资源*	0639.HK	3.6	15,993					7.9%	2.3%	5.6%
平均值				7.7	7.3	4.3	4.1			
A股										
中国神华 - A*	601088.SH	42.3	841,034	13.3	13.0	6.8	6.7	5.3%	2.3%	3.0%
中煤能源 - A*	601898.SH	13.3	176,075	8.7	8.0	4.2	3.9	3.3%	2.3%	1.0%
克矿能源 - A*	600188.SH	25.2	187,362	8.9	8.3	5.4	5.3	5.9%	2.3%	3.6%
陕西煤业*	601225.SH	26.0	252,361	10.7	9.9	4.7	4.4	5.1%	2.3%	2.7%
晋控煤业*	601001.SH	18.4	30,830	8.9	7.9	3.7	3.4	4.3%	2.3%	2.0%
山高焦煤*	000983.SZ	11.0	62,618	9.4	8.9	4.2	4.1	7.3%	2.3%	4.9%
潞安环能*	601699.SH	22.7	67,845	9.1	8.8	3.5	3.5	7.0%	2.3%	4.7%
平煤股份*	601666.SH	13.0	32,143	7.5	7.0	3.7	3.5	7.5%	2.3%	5.2%
淮北矿业	600985.SH	19.7	53,111	8.2	7.6	5.2	4.9	5.1%	2.3%	2.8%
华阳股份	600348.SH	11.0	39,610	9.1	8.3	5.1	4.7	6.5%	2.3%	4.2%
山煤国际	600546.SH	15.8	31,382	7.4	6.8	3.2	3.1	4.1%	2.3%	1.8%
平均值				9.2	8.6	4.5	4.3	5.6%	2.3%	3.3%
国内其它高分红										
中国石油	601857.SH	10.1	1,855,833	10.7	10.2	4.5	4.3	4.3%	2.3%	2.0%
中国石化	600028.SH	6.5	785,221	11.1	10.3	4.9	4.5	5.3%	2.3%	2.9%
宝钢股份	600019.SH	6.9	152,627	11.7	10.5	5.8	5.4	4.4%	2.3%	2.1%
大秦铁路	601006.SH	7.1	124,193	10.9	10.6	4.6	4.5	5.6%	2.3%	3.3%
平均值				11.1	10.4	5.0	4.7	4.9%	2.3%	2.6%
海外能源龙头										
埃克森美孚	XOM.N	117.3	3,286,803	12.6	11.8	6.1	5.8	7.1%	4.30%	2.8%
雪佛龙	CVX.N	162.3	2,135,044	12.6	11.2	6.2	5.4	8.7%	4.30%	4.4%
平均值				12.6	11.5	6.1	5.6	7.9%	4.3%	3.6%

注：数据截至 2024/5/31，*为华泰预测，其余为 Bloomberg 一致预测

资料来源：，Bloomberg，华泰研究

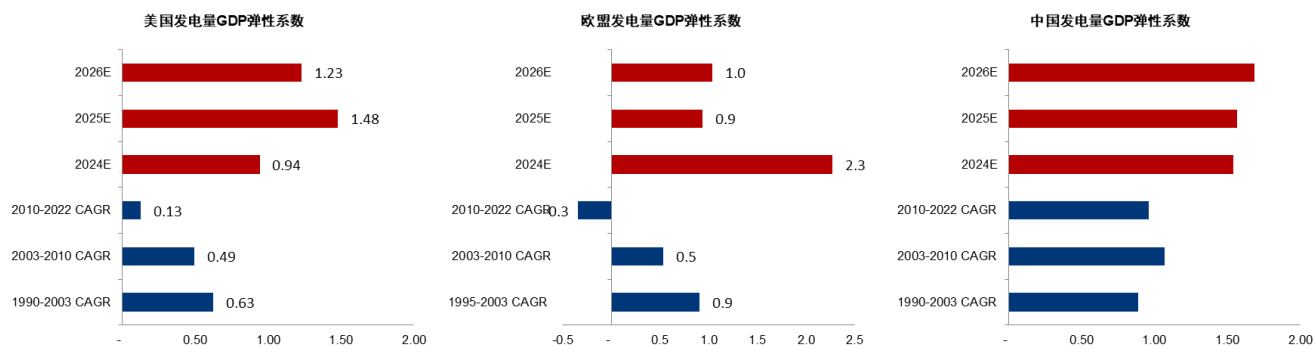
全球能源可能处于一个新的超级周期中

根据 Energy Institute 与中电联数据，中国在 2016 年至 2023 年持续电力超预期增长，并成为全球总用电增量中占比 66% 的核心贡献国。我们认为中国的电力周期将继续伴随新质生产力与出口需求高速增长，而海外则迎来一个全新的电力增长周期，全球周期共振。我们认为全球以电力需求为代表的能源需求增长，将迎来新的高增长篇章，我们预期全球发电量增速在 2024-2026 年将达到 3.6% 以上，平均每年全球发电增量达到 1.1 万亿度电以上。我们预测至 2025 年，全球由 AI 发展所拉动的数据中心总的用电量需求将达到 1.1 万亿度电，占全球发电量的比重将由 2022 年的约 2.1% 提升至 2025 年的 3.5%。

AI 发展有望结构性改变发达国家电力增长模式

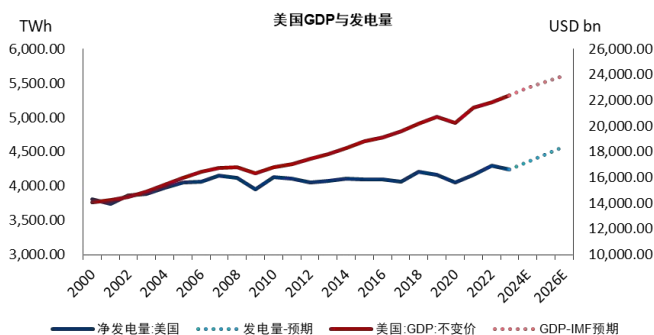
发达国家的 GDP 增长主要由三产增长带来，过去 10 年间 GDP 增长不由电力拉动。但我们认为 AI 的发展极有可能打破这一发展范式。根据中电联，EIA，世界银行数据，至 2022 年，欧盟与美国服务业占 GDP 的比重分别达到 65% 与 80%，过去 10 年间，美国与欧盟三产也是最主要的 GDP 增长贡献项。以美国为例，2017-2023 年三产的电力消费弹性仅 0.1。2010-2022 年，美国整体的发电量 GDP 弹性系数仅为 0.13，欧洲甚至为 -0.3。但 2024 年以及之后，我们认为发达区域的 GDP 增速与电力需求将回到同样的增速区间中，核心驱动力源于 AI 带来的电力增长需求。

图表9：中、美、欧三区发电电 GDP 弹性系数对比



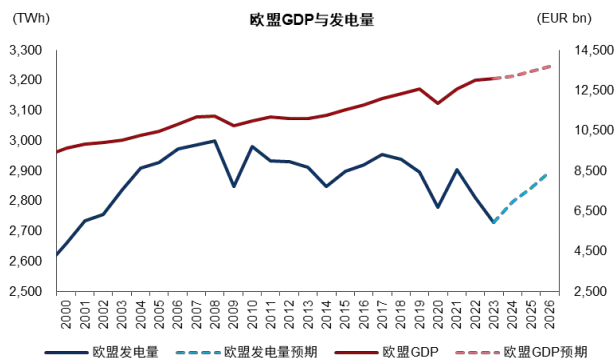
资料来源：Energy Institute, EIA, , 华泰研究

图表10：美国 GDP 与电力增速及预测



资料来源：EIA, 华泰研究预测

图表11：欧盟 GDP 与电力增速及预测



资料来源：, 华泰研究预测

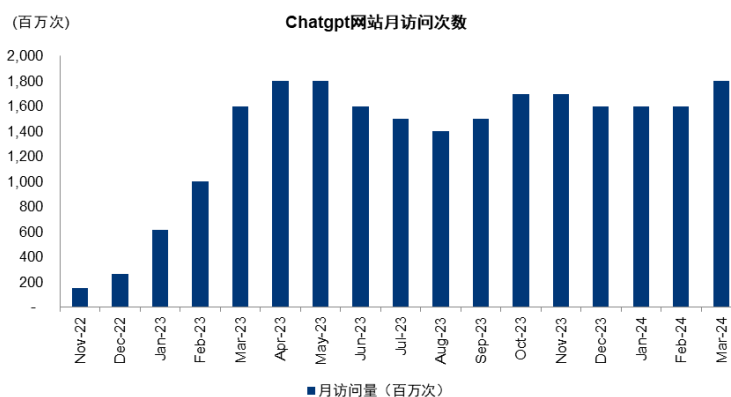
AI 或成为美国电力需求增长的重要驱动力

我们认为 AI 的应用在加速普及。ChatGPT 3.5 于 2022 年 11 月正式发布后在短短 4 个月的时间内，其月平均访问人数由 1 亿人次达到了 10 亿人次，2023 年 3 月份后网页端的平均访问人次稳定于 18 亿人次左右每月，在类似量级的可比网页则包括了 Amazon, Yahoo, Baidu, Wikipedia 等。而 GPT 本身还在继续着高速迭代与应用的拓展，2023 年 4/5 月份推出了 GPT4/4.0，以及 2024 年 5 月份推出的 GPT 4o，都在持续的优化并提升其性能。特别是近期推出的 GPT 4o，在应用的成本角度、语音/视觉等多模态交互的角度，较 GPT 4 有了明显的提升，降低了基于 GPT4 应用的开发成本，也拓展了基于 GPT 4 应用的可拓展场景，有望从应用层面进一步推动其拓展客户群¹。此外，我们也看到不仅是 Open AI，谷歌、亚马逊等海外互联网巨头也均在推出其自研的大模型，并融合进其自身的重要应用中。可以说，海外 AI 的发展已经开始加速渗透至传统的互联网应用中，并不断开拓新的应用领域。

我们预计美国 AI 电力的需求 2030 年将会达到 6500-1.2 万亿度之间，是其 2022 年 1700 亿度数据中心用电量的 4-7 倍，对美国的整体用电量拉动作用显著，是美国电力增长的核心驱动。根据我们此前报告《《能源转型-AI 发展对电力存在哪些影响与机遇？》，20240324》，美国 2022 年数据中心用电量占美国电力需求约 4%²，对应约 1500-1700 亿度电左右，在基准与乐观情景下，我们预期美国至 2030 年用电量将分别达到 6500 亿度电/1.2 万亿度电，2024-2030 年，平均每年将带来约 600/1200 亿度的用电增量，以 2022 年的 4 万亿度电为基准，平均的用电增量拉动幅度达到 1% 以上。而美国 2012-2023 年用电量 CAGR 仅 0.25%，AI 用电增量将有望成为美国电力增长的核心驱动力。

1. 从芯片口径，以英伟达 2024/2025 年的 AI 相关芯片出货量市场预期为基准测算，可得美国 2024/2025 年的用电增量将达到 470/700 亿度电，与我们根据算力需求测算的 550/670 亿度电的结果相近。
2. 数据中心口径，根据仲量联行，美国 2023 年底在建数据中心规模已达到 5.3GW，我们测算美国 2024 年美国新增数据中心核心 IT 设备功率达 6.3GW，2025 年以及之后，美国平均数据中心年增量将达到 7-8GW。
3. 美国发电量 GDP 弹性系数将于 2024/2025 年显著回到 1 左右，电力增长与 GDP 增长的关联回归。根据 IMF 预期，美国 2024/2025 年的 GDP 增速为 2.7%/1.9%，基于我们对美国的发/用电量增速预期，美国 2024/2025 年的发电量 GDP 弹性系数将达到 0.9/1.5，较此前 20 年的弹性系数有明显的提升。

图表12：ChatGPT 推出后月访问量快速攀升至超过 10 亿次



资料来源：SEO.AI，华泰研究

¹ <https://www.jiqizhixin.com/articles/2024-05-14-5>

² <https://www.iea.org/reports/electricity-2024>

图表13: ChatGPT 的网页月访问次数已达 18 亿次 (2024 年 4 月)

网站	月访问次数	跳出率	平均每次访问页面数	平均访问时长
ChatGPT	1.8 billion	31.01%	3.98	7 mins 51 secs
Google	84.36 billion	28.07%	8.73	10 mins 45 secs
YouTube	32.04 billion	22.08%	11.25	20 mins 9 secs
Facebook	16.02 billion	31.13%	9.36	10 mins 38 secs
Instagram	6.85 billion	35.81%	11.57	8 mins 21 secs
X	6.06 billion	31.88%	10.76	11 mins 6 secs
Baidu	4.54 billion	24.30%	7.82	4 mins 35 secs
Wikipedia	4.39 billion	59.15%	3.17	3 mins 57 secs
Yahoo	3.43 billion	33.72%	5.57	8 mins 46 secs
Yandex	3.21 billion	25.41%	8.84	9 mins 1 sec
WhatsApp	3 billion	40.86%	1.79	20 mins 05 secs
Amazon	2.28 billion	35.10%	9.51	6 mins 55 sec

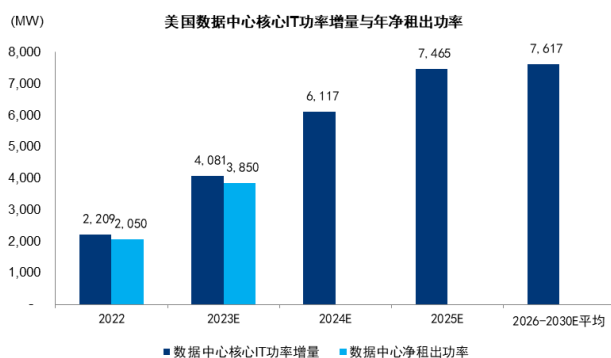
资料来源: SEO.AI, 华泰研究

图表14: 不同版本 ChatGPT 主要变化

版本	发布日期	参数量	主要特点
GPT-3	2020年6月	1750亿	显著提升自然语言处理能力
GPT-3.5	2022年11月	未公开	改进架构, 增强响应质量, 提升对话能力
GPT-4	2023年3月	大幅增加	支持文本和图像输入, 增强复杂推理任务的理解能力
GPT-4.0	2023年5月	未公开	进一步优化性能和稳定性, 提升响应速度和效率
GPT-4.0 omni	2024年5月	未公开	成本下降、响应速度加快、视觉与音频理解方面进一步提升

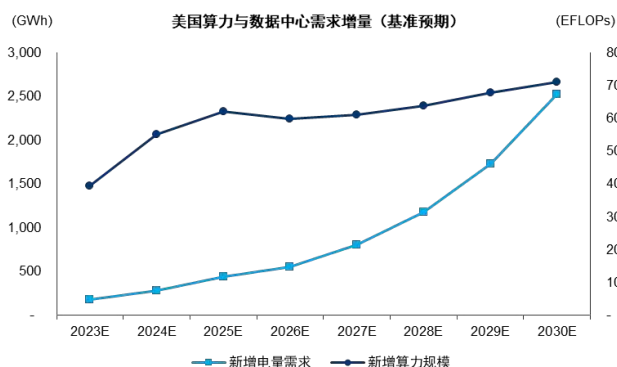
资料来源: chatgpt.com, 华泰研究

图表15: 我们测算美国后续平均每年会有 6-8GW 的数据中心核心负荷需求的增量



资料来源: JLL, 华泰研究

图表16: 美国算力增长与对应电力需求增长

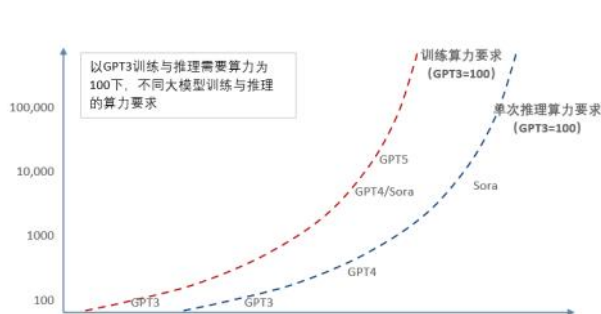


资料来源: EIA, 华泰研究

算力增长快于芯片能耗下降是目前 AI 耗电的主要原因

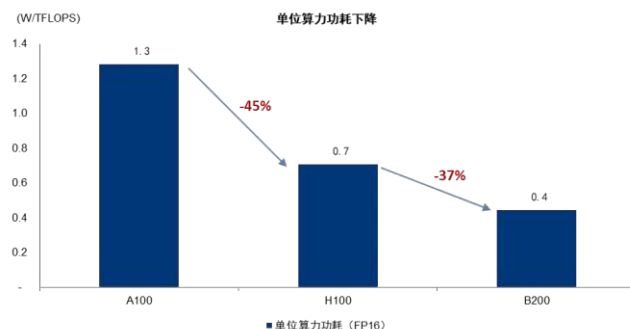
大模型发展对算力需求的增长具备进一步推动电力需求超预期的潜力, 算力需求层面呈指数级增长。芯片目前的能耗下降很快, 但是主要还是倍率下降, 无法赶上大模型对算力的需求, 这也使得 AI 的发展, 必然带来算力需求需要持续高增长, 甚至非线性增长, 使得底层的能源需求不断提升, 体现为 AI 所驱动的用电需求存在持续超预期的可能性。

图表17: 大模型的训练与推理算力要求指数级增长 (示意图)



资料来源: chatgpt.com, 华泰研究

图表18: 从 A100 到 B200, 单位算力的功耗倍率性下降

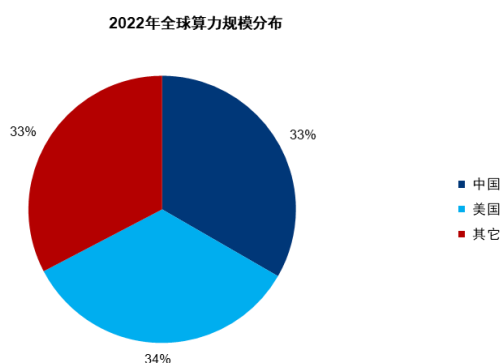


资料来源: NVDA, 华泰研究

AI 也将成为其他国家电力需求增长的重要驱动力

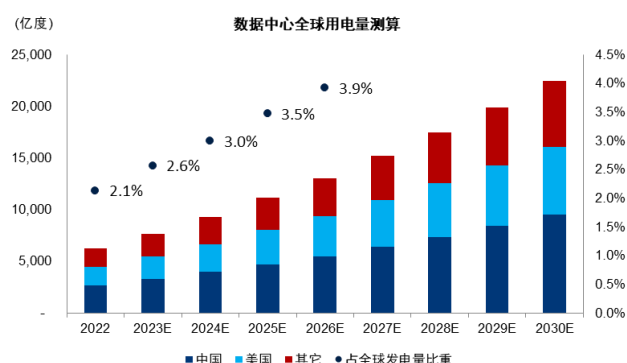
我们认为 AI 发展对数据中心的拉动将从美国扩散至整体发达国家区域，同时对中国也将成为重要电力增长的一个驱动力之一。随着大模型训练环节对模型的优化，我们看到从应用层面，或逐步迎来进一步的爆发。一方面 ChatGPT 4o 或将带动基于 GPT 的应用/产品的推广，另一方面如前文所述，Sora 等以视频等更为复杂的场景进行交互的应用，虽然在训练层面的算力需求变化不大，但是推理层面的算力需求则较普通的文本/音频等交互模式大幅增长。这都将带动基于 AI 的应用，即推理侧算力需求的扩散。与训练侧可以远离客户不同，推理侧的响应速率要求使得算力需要贴近用户，这也将使得 AI 数据中心将进一步扩散到整体发达国家区域。根据信通院数据，2022 年全球的算力分布相对平均，美国，中国，其它区域各占 3 成左右。我们测算，数据中心全球的用电量规模，将于 2025 年达到约 1.1 万亿度电，至 2030 年达到约 2.2 万亿度电。占全球发电量的比重将由 2022 年的约 2.1% 提升至 2025 年的 3.5%。

图表19：2022 年全球算力规模分布



资料来源：信通院，华泰研究

图表20：算力对全球电力的拉动测算



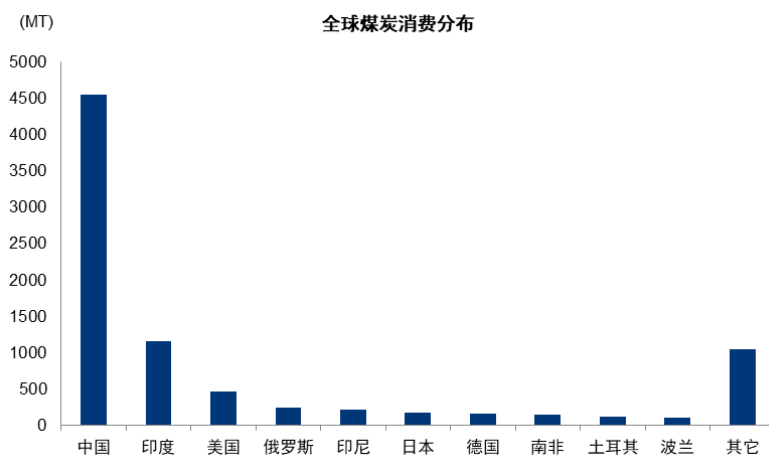
资料来源：信通院，EIA，华泰研究预测

发展中国家工业化和基建加速推动电力增长

除中国外，印度、印尼等发展中区域占据了煤炭全球消费的重要部分，印度、印尼等新兴市场有望维持消费需求高增长。根据 Enerdata, 中国、印度、欧洲、美国分别占 2022 年全球煤炭消费量的 54%、14%、8%、6%，合计达到 82%。虽然我们看到欧美发电结构在持续进行煤转气的结构优化，但资源禀赋决定了如印度、印尼、越南等新兴区域，电力的增长依旧高度依赖于煤电的支撑。

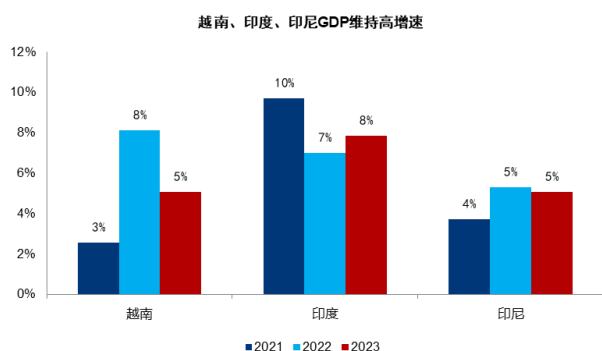
印度、印尼、越南维持高 GDP 增速与 1 以上的发电量 GDP 弹性系数，基建与工业化建设推动经济与电力持续增长，拉动动力煤区域性增量需求旺盛。2022/2023 年，印度、印尼、越南均维持 5% 及以上的 GDP 增速，2018-2022 年的复合增速角度，这三个区域的发电量 GDP 弹性系数均在 1 以上，说明经济增长与电力增长高度相关。

图表21：全球煤炭消费分布（2022）



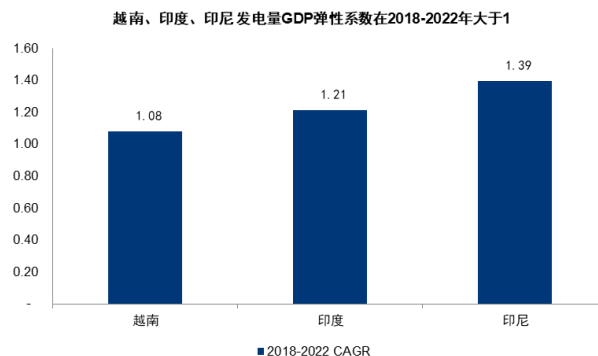
资料来源：Grid Strategies，华泰研究

图表22：越南、印度、印尼 GDP 维持高增速



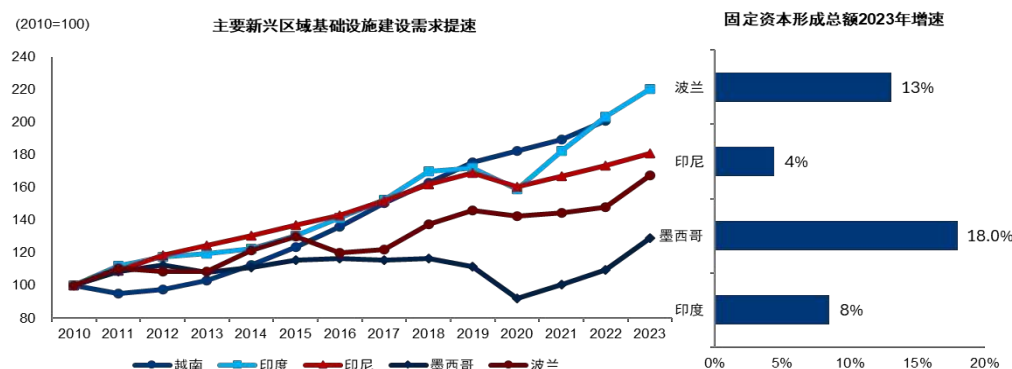
资料来源：World Bank，华泰研究

图表23：越南、印度、印尼电力弹性系数



资料来源：World Bank，华泰研究

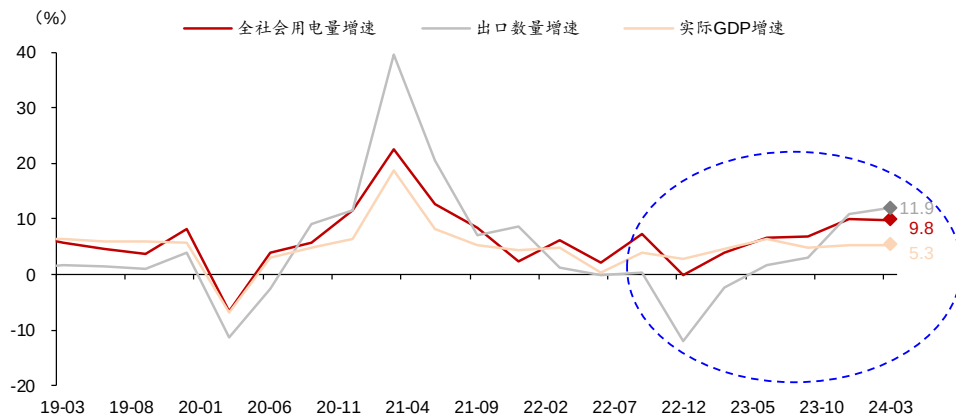
图表24：新兴区域基建投资持续增长



资料来源：World Bank，华泰研究

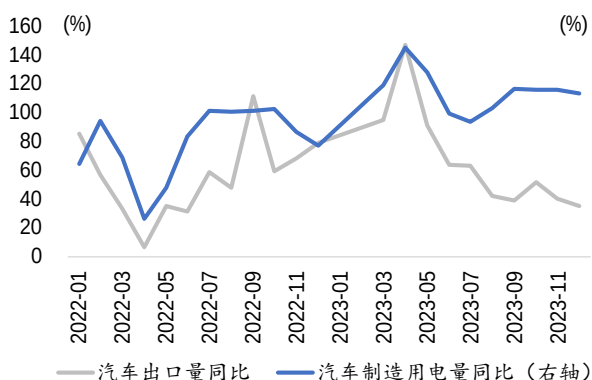
发展中国家基建与中国电力需求超预期出现共振

出口相关产业持续超预期，也是中国电力增长超预期的主要原因。根据华泰宏观组于 2024 年 4 月 2 日发布的《2024 年中国会缺电吗？》，2022 年俄乌冲突后国内外能源和电力价差再度大幅走阔，我国能源价格的相对优势助力中国制造业竞争力进一步强化，与 GDP 相比，出口量对用电量增长的解释力亦在 2022 年后显著上升。具体来看，2021 年去除价格因素的出口量增长达到 17%，对用电量增长曾触及 10.4% 的年度高点；2H23 以来出口量高速增长，今年 1-2 月我们估算的出口量增速达到 20% 以上，也对用电量达到两位数增长。

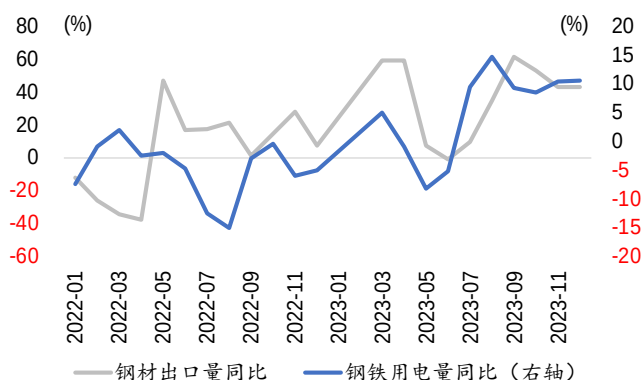
图表25：2023 年全社会用电量增速走势在方向上和出口数量增速较为吻合


资料来源：，华泰研究

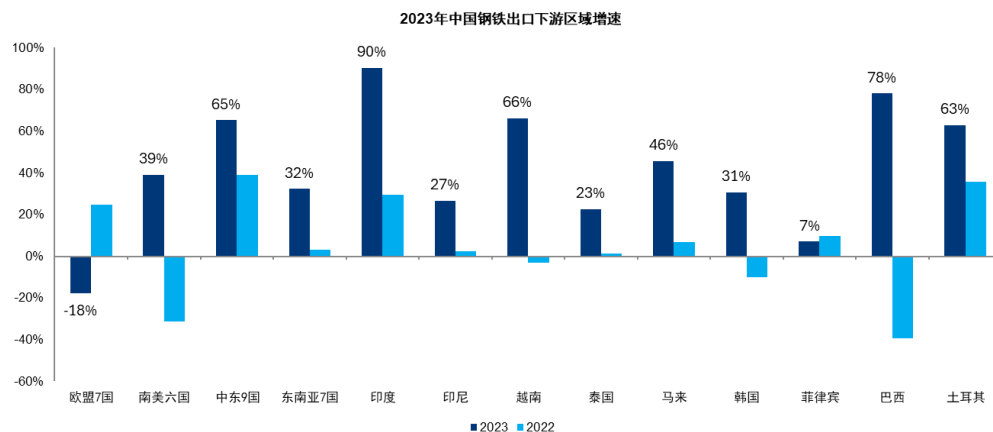
以钢铁为例，海外基建与工业化投资拉动国内高耗能基础材料的出口需求，从而带动相关产业用电量的预期增长。2H22 以来钢材出口对钢铁用电量解释力较好，尽管国内市场需求边际减弱，但东南亚七国和中东九国基建需求拉动钢材出口量从 2023 年 8 月开始维持了 30-60% 的同比增速，钢铁行业用电量在同期实现了 8~15% 的高增长。此外，以钢铁出口的下游与增速来看，东南亚、南美、中东区域整体 2023 年钢铁出口增速均较 2022 年大幅增长，其中如印度、越南、巴西、土耳其增速均达到 50% 以上。整体海外发展中区域的基建需求强劲。此外，汽车产业数据亦显示出汽车制造业用电量和汽车出口量的相关性。

图表26：汽车制造业出口量对用电量解释力度较好


资料来源：，华泰研究

图表27：2H22 以来钢铁出口量对用电量解释力度较好


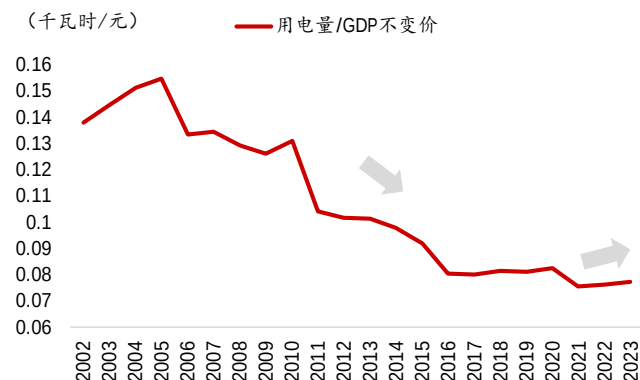
资料来源：华泰研究预测

图表28：2023 年中国钢铁出口下游中，发展中区域出口量显著提速


资料来源：海关总署，华泰研究

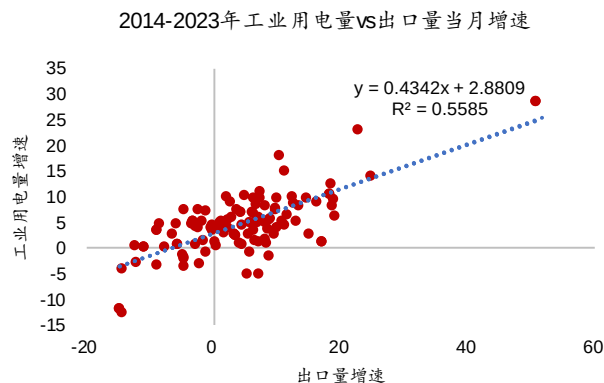
量化来看，我国工业用电增速相对于出口增速的弹性系数约为 0.4（2014-2023 年），相关性较强。基于上述讨论，我们认为出口增速和二产用电量增速具备一定的相关性。根据华泰宏观组于 2024 年 4 月 2 日发布的《2024 年中国会缺电吗？》，对我国工业用电量增速和出口量增速过去 120 个月（2014 年 1 月至 2023 年 12 月）的历史数据进行回归分析，可以得出工业用电量增速较出口量增速（出口金额去除价格因素后）的弹性系数为 0.4（ $R^2=0.56$ ），即出口量增速每变动 1pct，工业用电量增速变动 0.4pct。华泰宏观组预计 2024 年全年商品出口量增长 10-15%，对应工业用电量增速可能达到 6.8-8.8%，拉动我国用电量在 2023 年的 9.22 万亿度电的基础上增长 4.5~5.8pct。

图表29：单位 GDP 用电量在 2022 年后逐步转为上升趋势



资料来源：，华泰研究

图表30：工业用电量增速与出口量当月增速整体呈正相关



资料来源：，华泰研究

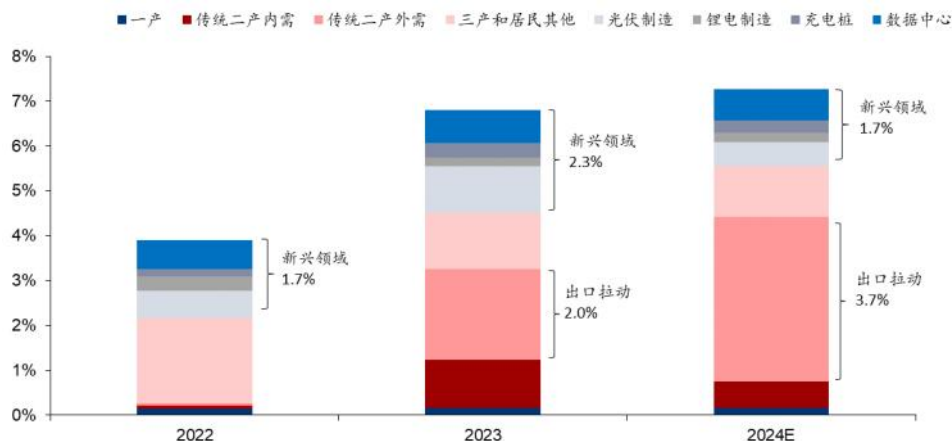
新质生产力（新能源、AI 等）亦贡献中国电力需求的持续增长

中国电力需求的超预期由新质生产力与出口共同拉动。2023 年中国用电量同比增长 6.7%，超出市场预期，其中新质生产力增速贡献 2.3pct，出口增速贡献 2.0pct。展望 2024 年，我们预计上述驱动力将持续发力，预计中国用电量将实现同比 7.3% 的增速。

1. 中国单位 GDP 用电量在 2022 年之后转为上升趋势。2022 年以来我国单位 GDP 电耗不降反升，用电增速与 GDP 增速背离。这可能意味着产业链的结构性出海，其中低电耗产业通过产能出海，而高耗能产业通过产品出海、产能留在国内，中国低电价优势进一步强化了高耗能产业的产品出海的竞争力。
2. 国内新质生产力对电力的需求贡献同样可观。我们测算 2024 年新能源制造、充电桩、数据中心分别贡献 1.24、0.32、0.73pct，合计 2.3pct，分别来看：
 - a) **新能源制造：**光伏方面，我们估算每瓦组件生产的全生命周期电耗（考虑包括硅料、硅片、电池、组件、玻璃、边框在内的主要环节电耗）约为 0.4 千瓦时/瓦，2023 年我国光伏组件生产量 474GW，同比增长 67%，我们估算带动了 2023 年全国 898 亿度增量用电。**锂电方面，**我们估算每瓦时电池生产的全生命周期电耗（考虑正极材料、电解液、石墨、锂离子生产在内的主要环节电耗）约为 0.085 千瓦时/瓦时，2023 年我国锂电池生产量在 778GWh，同比增长 42%，我们估算带动了 2023 年全国 170 亿度增量用电。上述新能源光伏锂电制造合计用电量同比 2023 年增加 1069 亿度，拉动 1.24pct 的总用电需求增速。
 - b) **充电桩：**在新能源车保有量持续增长背景下，公共充电桩和私人充电桩分别拉动三产、居民用电的额外增长。基于 2023 年全国电动车保有量同比增长 57% 至 2078 万辆（上牌量口径），考虑各类型车辆（营运及非营运乘用车、客车、专用车、电动重卡）的里程假设，我们估算公桩、私桩 2023 年充电量分别同比增加 187、89 亿度，合计 2023 年同比增加 276 亿度，拉动 0.32pct 的总用电需求增速。

- c) **数据中心**：AI 训练和推理应用的发展有望带动数据中心成为新的电力增长极。对于 2023 年，我们基于全国数据中心用电功率同比增长 23%至 38GW，算力规模同比增长 49%至 449EFlops，估算数据中心用电量同比增长 631 亿度，拉动 0.73pct 的总用电需求增速。

图表31： 2022-2024E 我国用电量增速贡献拆分



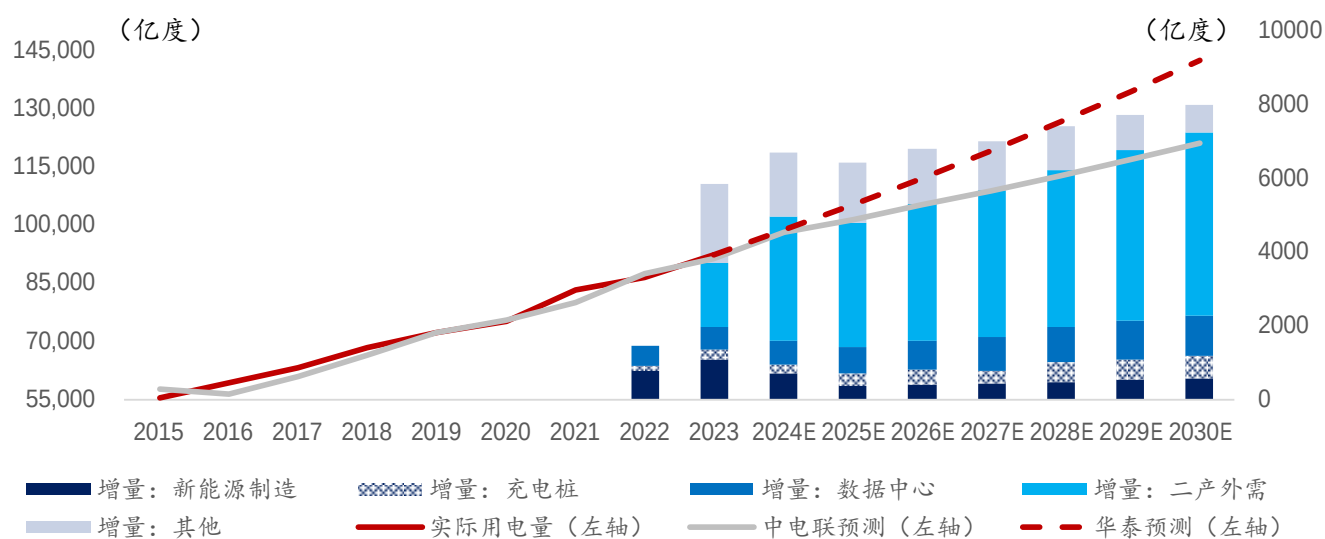
资料来源：中电联，能源局，华泰研究预测

中国电力需求迎来新一轮超级周期

中国电力需求有望迎来持续超预期的成长超级周期，2016 年以来电力需求超预期趋势将继续延续。中电联 2021 年预计我国 2025 年、2030 年全社会用电量分别为 9.5 万亿、11.3 万亿千瓦时；2024 年 1 月发布的《2023-2024 年度全国电力供需形势分析预测报告》预计 24 年全年全社会用电量 9.8 万亿千瓦时，已超过此前 25 年预期。我们目前预测中国 2025 年、2030 年全社会用电量分别为 10.5 万亿、14.24 万亿千瓦时，电力需求增速维持高增长。

从驱动力来看，我们预计传统领域和新兴领域此消彼长，全国用电量增速在 2024-30 年有望维持 6%的复合增速：1) 我们测算新质生产力（锂电光伏制造）2022-24 年拉动用电增速 0.7~1.2pct，随基数变高增速贡献或减小，但 2025-30 年仍有望维持年均 0.4pct 的用电增速拉动。2) 充电桩用电随全国电动车保有量提升影响或放大，2022-24 年对用电增速贡献 0.2~0.3pct，我们预计 2025-30 年或略增至 0.4~0.5pct。3) 数据中心用电贡献加强，我们基准情形预期 2024-30 年每年贡献 0.7~0.8pct 的用电增速，若 AI 应用发展超预期则数据中心用电量还有进一步上修可能。4) 其他二产（由内外需拉动）以及三产和居民用电量对增速的拉动我们预计将从 2024 年的 5.5%逐步回落至 2030 年的 4.3%。

图表32：中国全社会用电量 2016 年以来持续超市场预期（除 2020/2022 年疫情影响外）



资料来源：中电联，能源局，华泰研究预测

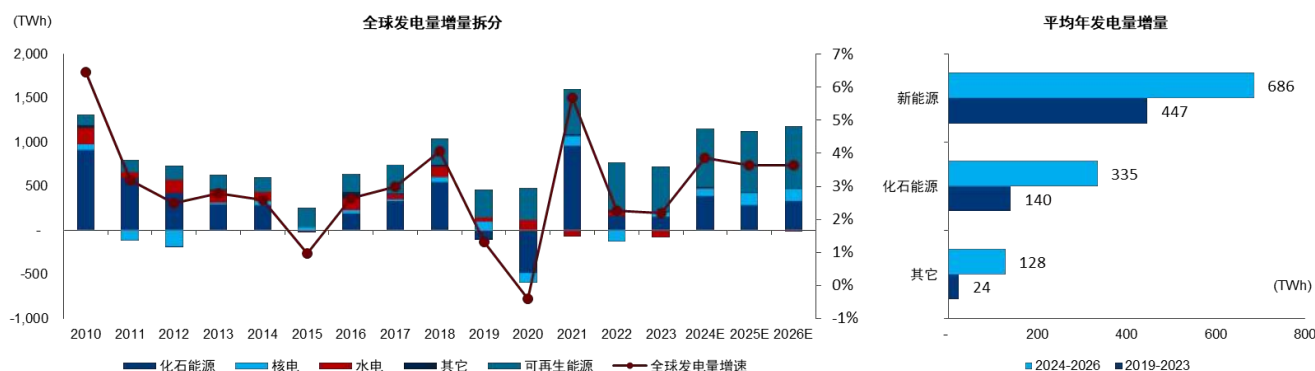
电力需求超预期叠加能源转型，缺电可能再次发生

全球电力需求共振，传统能源发电需求或超预期

我们认为新能源持续从电量层面的替代趋势不会改变，但电力整体需求增长的超预期依旧会拉动化石能源发电需求有所增长。2019-2023 年全球平均年发电增量为 6110 亿度电，CAGR 2.4%。我们测算全球 2024-2026 年的平均年发电量增量将超过 1.1 万亿度，增速 CAGR 达到 3.7%。EIA 也预期 2024-2026 年全球平均发电量增速将达到 3.4%。电力需求将迎来全球性的增长提速。也由此，我们认为全球多范围的缺电风险在提升。

1. **全球新能源电量角度替代的大趋势不变。**2012 年，全球化石能源发电量占比达到 67.9% 的高峰，随后持续下降，至 2022 年占比已下降至 60.6%。我们认为新能源技术的发展与成本的持续下降，带动新能源在全球电量供应的角度逐步对传统化石能源实现替代，是全球电力清洁化的确定性趋势。
2. **全球电力的超预期增长，将带动化石能源电力需求的增量，**我们预期 2024-2026 年平均年化石能源发电增量达到 3350 亿度，新能源发电增量达到 6860 亿度。2019-2023 年全球平均年新能源发电增量 4470 亿度，占到全球平均年用电增量的 73%，化石能源发电与其它能源的平均发电年增量分别为 1400 亿度与 240 亿度。2024-2026 年，我们测算新能源发电的平均增量达到 6860 亿度电，占比 60%。由于全球整体用电增量的高增长，化石能源的发电增量同样或得到提升，2024-2026 年平均年增量将达到 3350 亿度电，是 2019-2023 年平均值的 2.4 倍。
3. **全球电力增长的区域更为多元，欧美由此前的负贡献转为 14% 的正贡献。**2019-2023 年全球平均年发电增量的贡献中，中国贡献 4550 亿度，占比 74%，欧美合计-330 亿度，贡献-5%。我们预期 2024-2026 年，中国依旧引领全球电力增量，达到 6690 亿度，占比 58%，欧美的贡献合计也将达到 1640 亿度，占比 14%。
4. **电量的高增长同样带来负荷的高增长，全球多范围的负荷性缺电概率提升，海外能源价格与电价持续上行。**我们认为全球发达国家与发展中国家缺电的风险均在显著提升，原因在于：1) 发达区域如美国，整体系统冗余度在此前电力与负荷缺乏增长的过程中持续下降，同时系统已显著老化，AI 与工业回流带来的最高负荷的持续提升，将对电力系统的顶峰负荷平衡带来很大的挑战。2) 发展中区域的增长主要由工业化与基建驱动，参考中国，我国的最高负荷的增速持续高于电力增速，因此发展中区域脆弱的电网基础与快速提升的电量与负荷需求也将对电网形成明显冲击，带来提升的缺电风险。我们观察到海外从能源到电力的价格均持续走高，全球电力需求高增长下并伴随缺电风险下，我们预期海外电价易涨难跌。

图表33：全球电力需求的超预期将同样使得化石能源的年增量需求显著高于过去五年



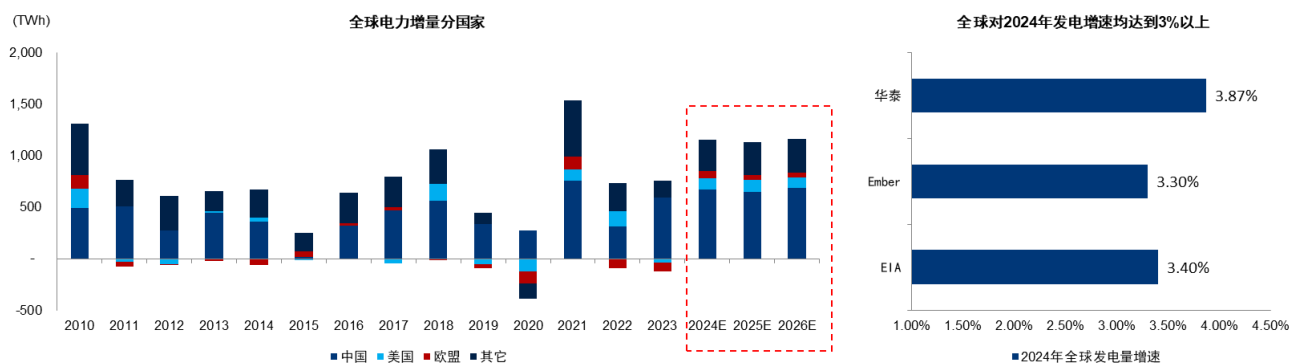
资料来源：Energy Institute, EIA, 华泰研究预测

图表34： 全球发电量与装机量预测

全球发电与装机量预测	单位	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
全球主要电源装机量		GW						
煤电		2,228	2,241	2,262	2,310	2,388	2,439	2,516
核电		375	381	385	391	407	430	448
风电		732	824	899	977	1,060	1,146	1,237
光伏		720	862	1,053	1,453	1,903	2,403	2,923
装机增量		GW						
煤电			13	20	48	78	51	77
核电			6	4	6	16	23	18
风电			93	75	78	82	86	91
光伏			141	192	400	450	500	520
发电量		TWh						
化石能源		26,986	28,520	29,165	29,801	30,955	32,084	33,248
油电		16,548	17,510	17,677	17,827	18,213	18,496	18,820
气电		658	733	729	666	626	586	546
煤电		6,418	6,566	6,631	6,666	6,923	7,076	7,281
核电		9,472	10,211	10,317	10,499	10,673	10,846	11,009
传统水电		2,689	2,803	2,679	2,725	2,802	2,937	3,083
可再生能源		4,359	4,289	4,334	4,250	4,262	4,266	4,247
风电		3,151	3,665	4,204	4,720	5,391	6,089	6,790
光伏		1,594	1,854	2,105	2,311	2,509	2,717	2,935
其它新能源		854	1,059	1,323	1,629	2,098	2,584	3,063
其它		703	751	777	781	785	789	793
其它		239	254	270	279	286	296	307
发电量增速		%						
			5.7%	2.3%	2.2%	3.9%	3.6%	3.6%
发电增量		TWh						
化石能源		-484	962	167	154	390	286	328
油电		-50	76	-5	-63	-40	-40	-40
气电		-34	147	66	34	257	153	205
煤电		-399	739	106	182	174	173	164
核电		-107	114	-124	46	77	135	146
传统水电		116	-70	45	-84	12	4	-19
可再生能源		358	513	540	512	667	694	697
风电		173	260	251	206	198	208	218
光伏		149	205	263	306	469	486	479
其它新能源		35	48	26	4	4	4	4
其它		4	15	16	8	7	10	11
利用小时数		小时						
煤电		4,264	4,570	4,583	4,593	4,543	4,493	4,443
核电		7,220	7,416	6,999	7,026	7,026	7,026	7,026
风电		2,357	2,383	2,443	2,464	2,464	2,464	2,464
光伏		1,302	1,339	1,382	1,300	1,250	1,200	1,150

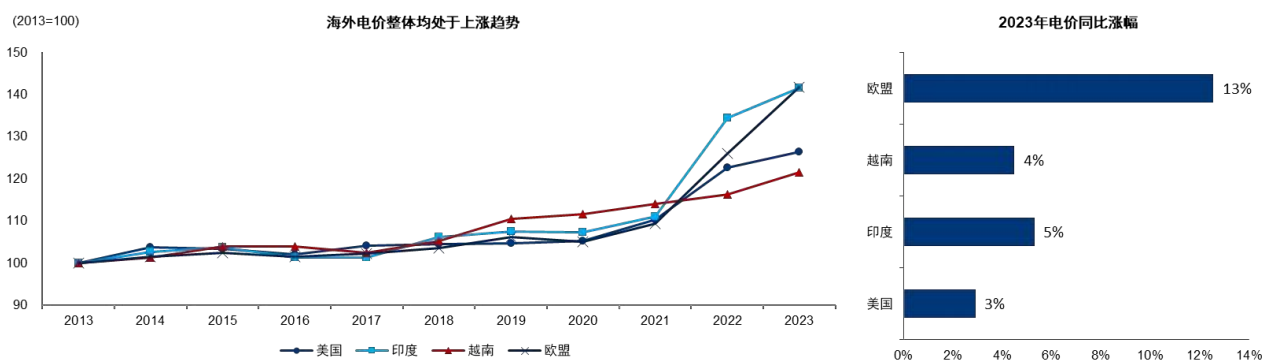
资料来源：Energy Institute, EIA, 华泰研究预测

图表35： 全球发电增量结构拆分



资料来源：Energy Institute, 中电联, EIA, 华泰研究预测

图表36：电力需求强劲下，海外电力价格易涨难跌



资料来源：Eurostat, EIA, 华泰研究

美国区域性缺电风险较大

裕度是衡量电力系统稳定性的重要指标。根据我们此前报告（《能源转型-但问路在何方》，20231201）电力系统的裕度是指电源可控装机与最高负荷之比。可控电源装机为名义电源装机乘以特定的可控比例。我们认为可控裕度是一个有效的定量指标，且 1.1 是一个重要的系统经验值，低于 1.1 的裕度值系统出现负荷性缺电的风险将显著提升。

图表37：电力系统裕度示意

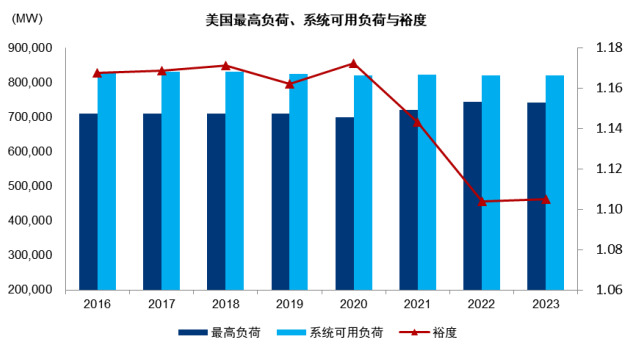
$$\text{裕度} = \frac{\text{可控装机}}{\text{最高负荷}}$$

资料来源：华泰研究

可控裕度角度来看，美国整体电力系统裕度呈下降趋势，与数据中心相关的重点州裕度同样偏低，2020 年后美国整体电力系统实际的电力扰动时长中枢提升，我们预期 2024 年美国德州区域出现系统性缺电的概率较大。

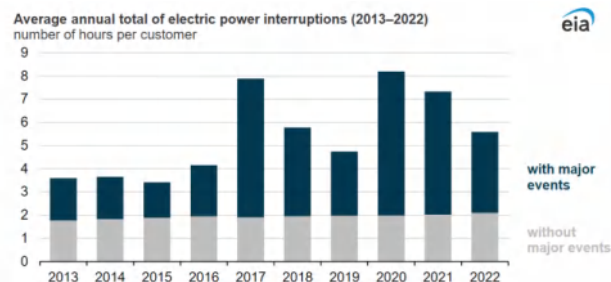
1. 美国电力系统整体可控裕度目前仅 1.1 左右，若最高负荷增速继续高于可控装机，则可能存在系统性风险。美国平均每年火电退役与增量气电的平均体量基本维持稳定，因此美国整体可控裕度虽然持续有所下降，但在 2020-2023 年也基本维持稳定。发生变化的则主要是最高负荷侧，虽然总用电量并未明显增长，但最高负荷则于 2022 年创下 2016 年以来的新高，2023 年维持高位，推动整体美国电力系统可控裕度持续下降。
2. 美国数据中心数量前三的区域包括弗吉尼亚州、德州与加州，其中德州与加州的电力系统裕度显著偏低，且过去 3 年均发生过严重的电力系统事故。结合区域性的系统裕度与负荷增长率，我们认为德州出现系统性缺电的概率较大。受极端天气与本身州内负荷增长驱动，加州与德州 2022/2023 年整体的电力系统可控裕度均已低于 1.1。历史上，2020 年加州发生过严重的州范围的大停电，2021 年德州则受 2 月份寒流影响，导致了长达 17 天，影响超过了 450 万电力用户的德州大停电。

图表38：美国电力系统裕度



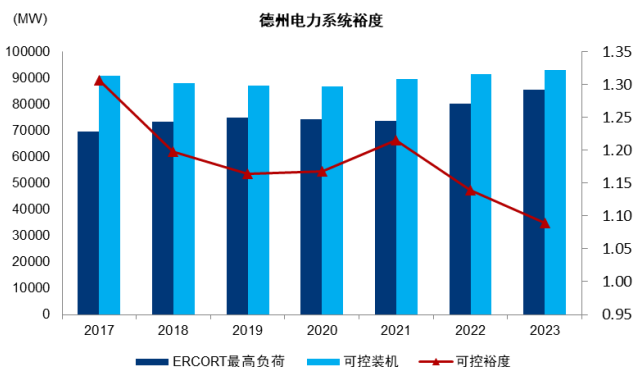
资料来源：EIA，华泰研究

图表39：美国年平均电力扰动时长



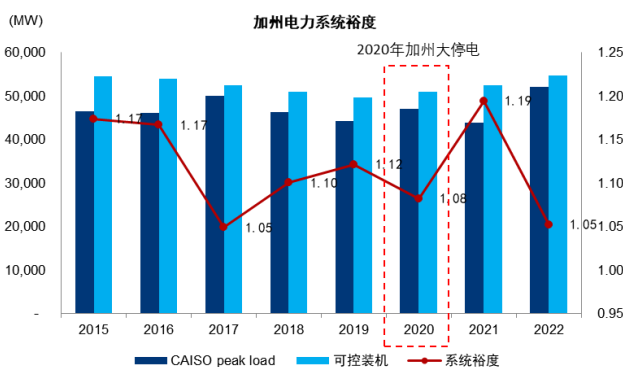
资料来源：EIA，华泰研究

图表40：德州电力系统裕度（ERCOT）



资料来源：EIA，华泰研究

图表41：加州电力系统裕度（CAISO）



资料来源：EIA，华泰研究

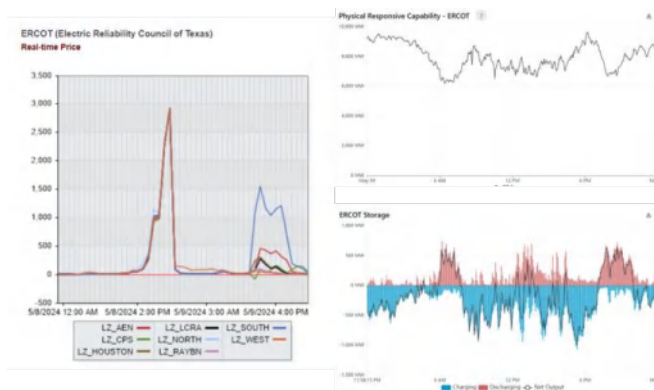
新能源与气候的波动性放大阶段性供需与电价的波动

新能源的波动性将放大系统的风险，同时气候因素也成为电力系统安全性事件的重要诱因。新能源中光伏与风电均存在明显的季度性出力波动，此外，风电在季度性外，其月度甚至日度内的非预期内出力波动可能性也较大，而光伏则是具备一定确定性的出力高波动。这综合使得电力系统在供给与需求的匹配中，发电侧的波动性随着新能源占比的提升而不断提升。当整体电力系统的负荷相对紧绷的背景下，由新能源波动所导致的缺电事件也将更为高频次的发生，如德州在5月份以来多次的日内电价大幅波动。此外，气候因素叠加整体电力系统的冗余度不足，再加上新能源的不稳定性，也进一步的带来了严重电力紧缺事件的可能性。

电力系统缺电的风险也将对电价、能源需求以及能源价格形成多方面的影响：

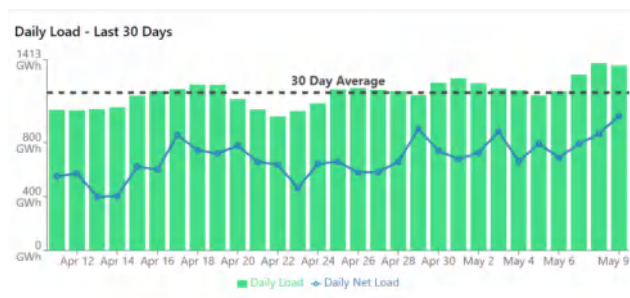
- 1. 电价角度：**新能源带来的波动若电网无法用时响应，则在日度的范围内，将形成电力市场价格的大幅波动。而更长时间的波动则可能带来整体价格预期的上涨。
- 2. 能源需求与能源价格：**长时间维度的新能源出力波动、气候原因、以及需求的季节性综合带来的负荷与电量紧缺，将使得对应时间段内传统化石能源发电的利用小时数快速攀升，化石能源需求阶段性大幅提升，电力市场价格中枢提升，并可能使得化石能源边际需求与价格明显提升。例如中国迎峰度夏期间煤炭价格易涨难跌，若恰逢水电不佳以及范围性的新能源波动，则能源价格的波动将更为明显。

图表42: 德克萨斯州 2024 年 5 月 8、9 日日内电价暴涨



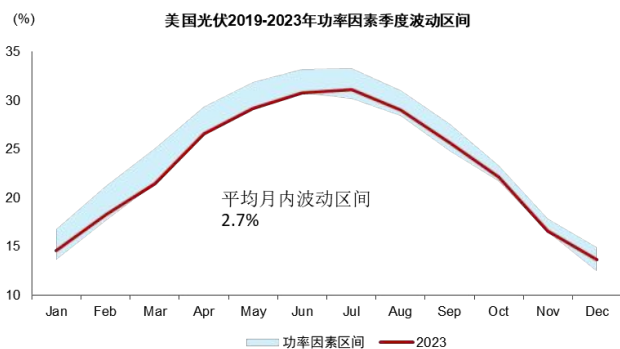
资料来源: Grid Status, 华泰研究

图表43: ERCOT 5 月 9 日前 30 日的净负荷中枢持续提升



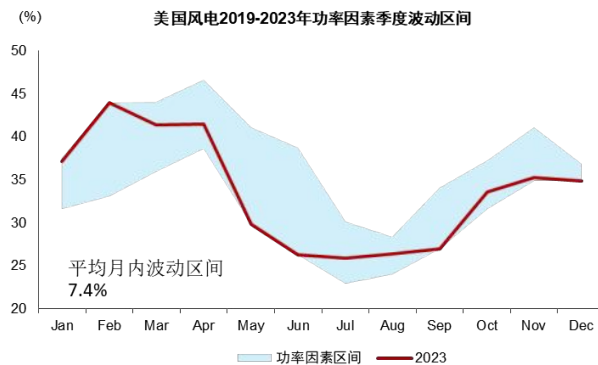
资料来源: Grid Status, 华泰研究

图表44: 光伏发电出力季节性明显



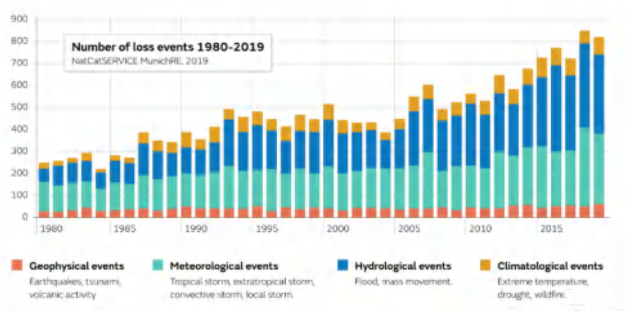
资料来源: EIA, 华泰研究

图表45: 风电发电出力季度性同样明显



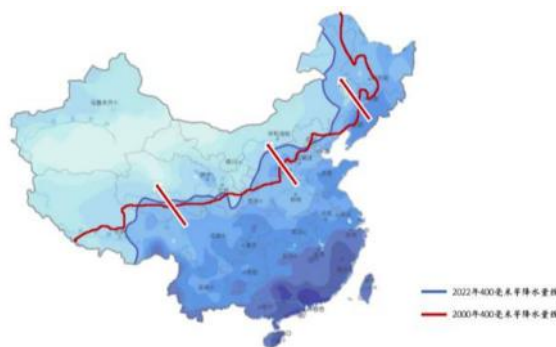
资料来源: EIA, 华泰研究

图表46: 全球极端气候事件发生频率越来越频繁



资料来源: Met Office, 华泰研究

图表47: 2000 到 2022 年中国 400 毫米等降水量线变动



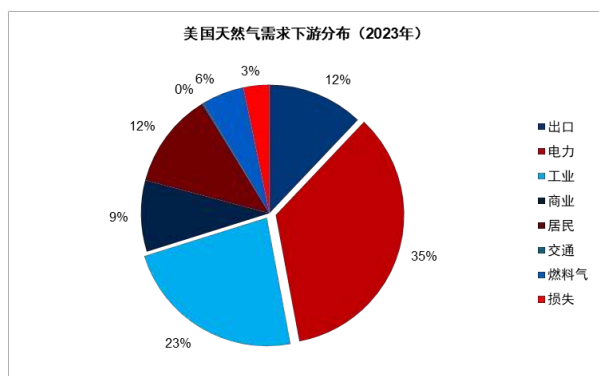
资料来源: 中国天气网, 华泰研究

以美国为例：电力需求超预期可能拉动海外天然气与煤炭价格提升

AI 与工业投资将驱动美国电力需求 2024-2026 年高增长。我们于此前提报告（《能源转型-AI 发展对电力存在哪些影响与机遇》 20240324）中预期美国将受数据中心建设驱动，带来 2024-2026 年平均约 600 亿度电的年用电增量。EIA 也于近期指引美国 2024/2025 年用电增量将分别达到 1030 亿度与 560 亿度电，主要增长驱动为数据中心以及工业化³。我们认为 AI 驱动带来的用电增量具备确定性，叠加工业投资的逐步投产，2025/2026 年美国的总用电增量依旧维持 1000 亿度电以上。

美国天然气需求中工业与电力占主导，2018-2023 年整体需求维持增长。美国天然气下游需求分布中电力占比 35%，工业占比 23%。其中美国 2023 发电结构中 43% 为天然气发电。2018-2023 年，美国整体天然气需求维持增长，期间主要的驱动源于电力与出口。

图表48：美国天然气需求下游分布



资料来源：Rystad，华泰研究

图表49：美国天然气需求趋势

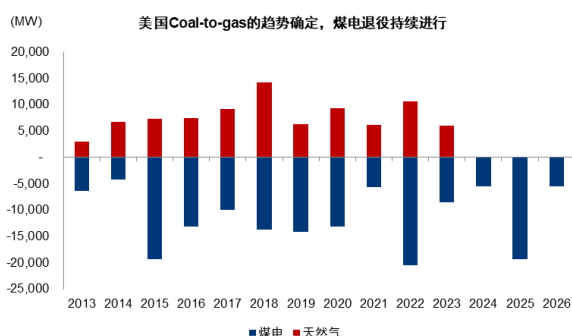


资料来源：Rystad，华泰研究

美国电力结构变化的特性，以及电力需求超预期，将使得美国天然气发电的需求，超出目前市场预期，使得本土天然气供需存在缺口提升的可能性。

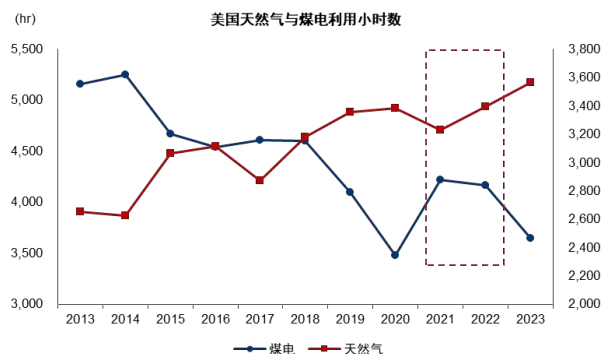
1. 化石能源中煤电转气电的趋势在美国本土持续进行。美国 2013 年以来，煤电利用小时数中枢持续下降，天然气利用小时数持续提升。其中 2021/2022 年的利用小时数波动主要受天然气价格大涨影响。根据 GlobalEnergyMonitor，美国 2024-2026 年将继续有 5.5/19.3/5.6GW 的煤电机组退役。煤电退役+利用小时数的持续下降，煤电的发电减量在 2024-2026 年将更为明显。

图表50：美国煤电装机持续退役



资料来源：EIA，Global Energy Monitor，华泰研究

图表51：美国天然气与煤电利用小时数



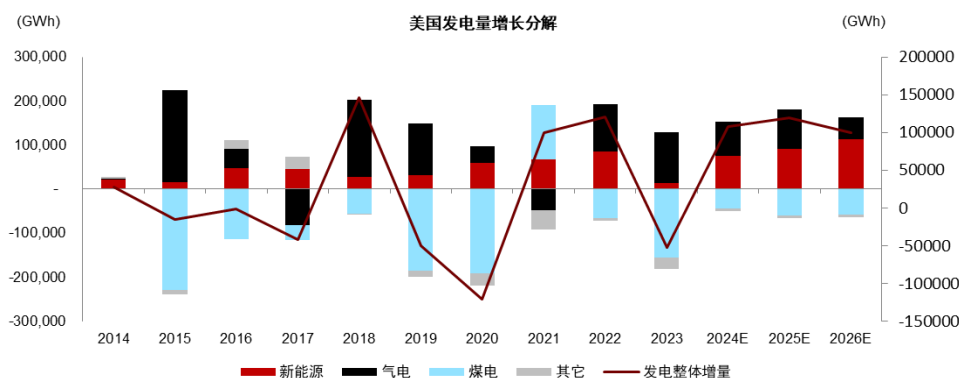
资料来源：EIA，华泰研究

3

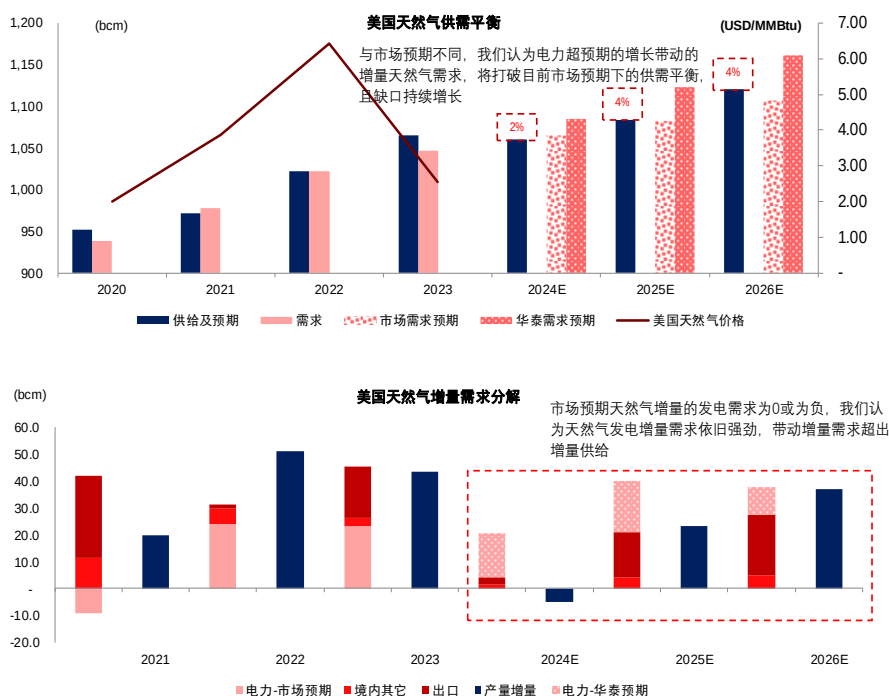
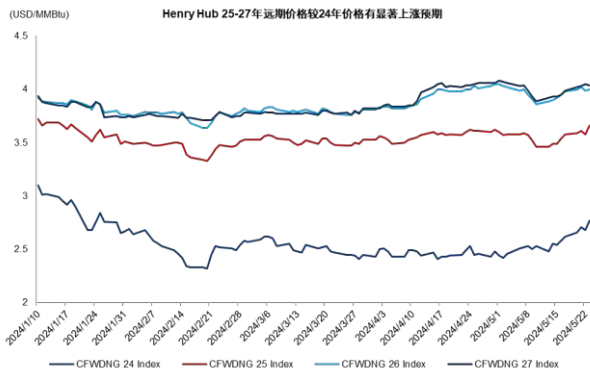
<https://www.reuters.com/business/energy/us-power-use-forecast-reach-record-highs-2024-2025-2024-05-07/>

2. 与市场预期最大的不同在于，我们认为美国的天然气发电需求在 2024-2026 年将延续较为明显增量需求。原因在于：1) 2024-2026 年平均发电年增量达到约 1088 亿度电，显著高于 2019-2023 年平均-563 亿度电。2) 虽然新能源增量贡献显著，平均达到 935 亿度电，高于 2019-2023 年的平均的 514 亿度电，但由于煤电的退役+利用小时数下降，以及其它能源贡献的减量，天然气依旧将在 2024/2025/2026 带来 828/939/494 亿度电的发电增量，而市场普遍认为美国天然气发电增量为 0 或为负。
3. 电力超预期带来的边际需求拉动，有可能使得市场预期下的供需关系反转，并加剧 2025-2026 年潜在缺口的放大。从远期合约的价格上，我们已经可以观察到市场对于美国 2025-2026 年天然气价格大幅上涨的预期。其中 2024 年以来，2024 年期货的价格至 2024/05/23 已经从低位反弹 19%，而 2025/2026/2027 年远期合约价格，则较 2024 年合约价格分别高出 32%/44%/46%（2023/05/23）
4. 海外的煤炭与天然气价格存在高度的联动性，我们认为美国本土天然气的价格与供需，将对海外的整体天然气以及煤炭价格，形成显著的影响。美国出口部分的天然气占到美国 2023 年天然气总需求的 12%，美国本土的供需紧张可能将抑制出口的体量。煤价与天然气的价格变动也有较高的关联度，以纽卡斯尔煤炭价格与 Henry Hub 天然气价格为例进行对比，二者相关系数达到 0.69（2014/02/12 至 2024/02/12），纽卡斯尔煤炭与 TTF 天然气合约价格相关系数达到 0.86。以近十年海外能源价格走势来看，煤价与电价相关性显著。其中，与美国平均电价的相关系数亦高达 0.74（2014/02/12 至 2024/02/12）。

图表52：美国发电增量分解



资料来源：EIA，华泰研究预测

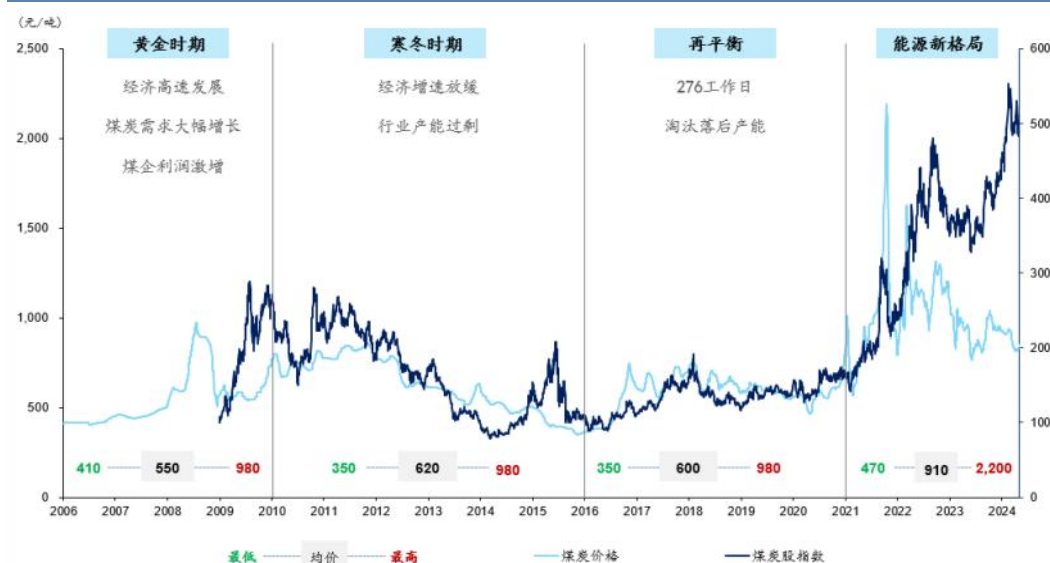
图表53：我们认为美国电力需求的高增长将带动天然气发电需求超预期

图表54：美国天然气价格远期价格较 2024 年有显著上涨预期（2024/05/23）

图表55：海外天然气价格与煤炭价格有很强的相关性（USD/GJ）


能源新趋势下的煤价判断

新格局下的煤价复盘

近 20 年的煤价的走势不仅是市场供需关系的直接反映，也映射了全球经济波动、海内外政策调整、以及能源格局的演变。从价格走势上来看，我们可以将煤炭行业大致分为四个阶段：1) 2012 年之前伴随着经济高速发展而景气上行的“黄金时期”；2) 2012-2015 随着经济增速放缓，产能过剩矛盾凸显导致煤价持续下行以及行业大面积亏损的“寒冬时期”；3) 2016-2020 通过供给侧改革的推行，煤炭行业经历了重构修复的“再平衡时期”；4) 进入 2021 年后，在“能源新格局”之下，煤炭供需关系以及价格环境所受影响变得更加复杂且敏感，多重因素交织共振下煤价波动放大，价格中枢在波动中上移。

图表56：煤价周期回顾



资料来源：， 华泰研究

新周期下的大幅波动从何而来

2021：从供需错配到政策介入

2021 年全球经济从疫情中复苏，需求开始加速恢复，尤其在电力高增量和水电替代弱的环境下，火电需求表现强劲。而供应端在经历了上一轮供给侧改革的出清后已进入了平台期；此外“超产入刑”、“内蒙倒查 20 年”以及澳煤进口限令等也进一步限制着供应释放。在供应弹性拉紧的基础上遇上需求的强势增长，供需错配矛盾逐渐放大，电厂库存落至历史低位并大幅低于安全天数线。在供需持续错配下煤价一路上行至超 2,000 元/吨历史高点。而后为了缓解这一紧张局面，政府迅速出台了包括直接限价和大批量产能核增在内的政策组合拳，煤价在“有形之手”下迅速回落，仅一个月的时间回落千余元。

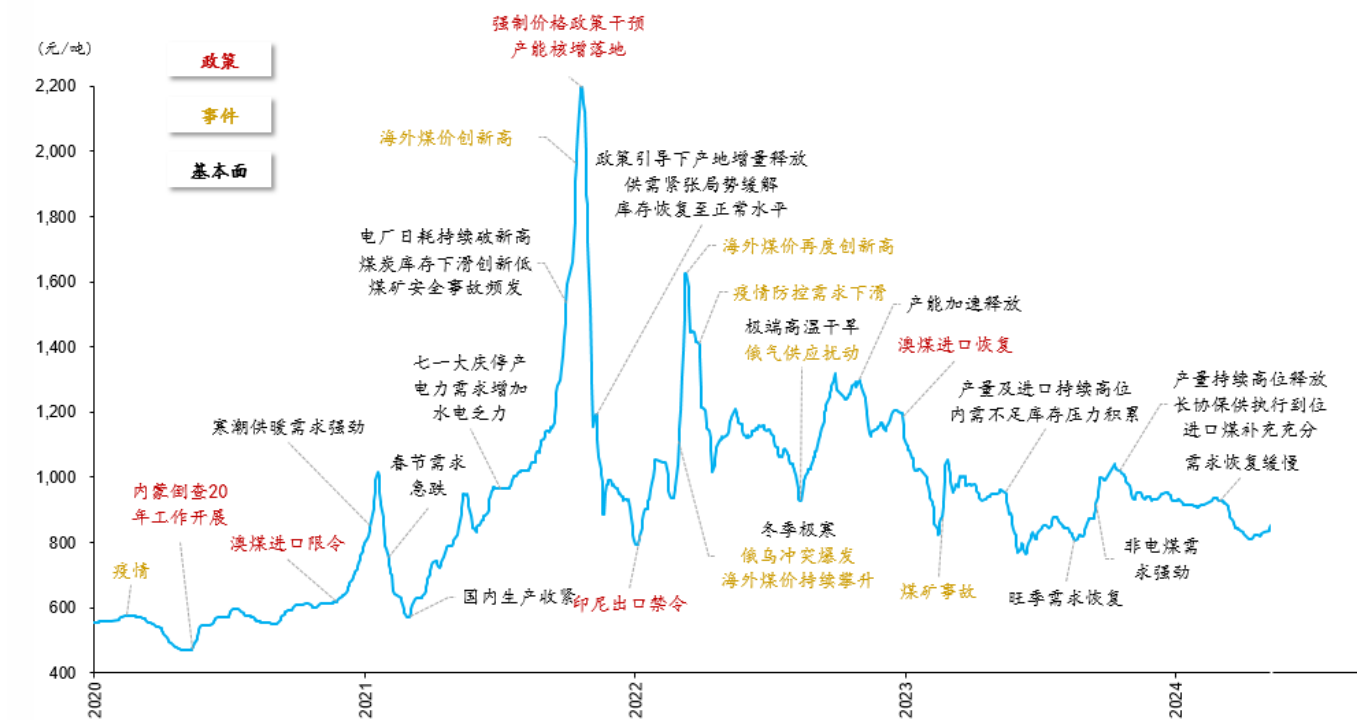
2022：海外能源高价冲击下国内稳价政策发力

2022 年受到俄乌冲突影响，国际能源价格大幅上涨，尤其在年中俄罗斯天然气断供担忧加剧下欧洲天然气价格飙升，天然气与煤炭价格联动效应显现，海外煤价尤其是高卡煤价大幅抬升。虽然受到来自海外能源紧缺的外部压力，但国内除了核增产能加速释放以及电煤 100%长协覆盖缓解了供应压力之外，不断优化的限价政策也在发挥着稳定市场的作用。与此同时需求端在疫情影响下也出现下滑，虽然主产地生产拉运也受到了疫情扰动而带来了短暂的供需错配，但总体而言煤炭基本面矛盾已较 21 年大幅缓解。

2023：进口冲击与非电需求撬动

在经历了 2021-2022 年的产能大幅核增后，国内煤炭产量迈上日产 1,400 万吨新台阶。而海外煤炭需求在经济疲弱影响下萎靡不振，剩余市场供应开始流向国内。2023 全年煤炭进口 4.7 亿吨，创历史新高，同比增长 61.8%。进口煤炭的冲击使得国内供应在产量高位释放的基础上进一步得到充裕。煤炭社会库存在 7/8 月旺季累至近 2.2 亿吨绝对高位，并一直保持在超出往年同期约 2,000-3,000 万吨的水平。全年煤价自年初阿拉善煤矿事故影响消退后，在供需宽松的环境下逐步下滑，即使到了旺季有需求支撑价格仍未有明显涨势；但在 9/10 月传统淡季，强劲的非电需求拉动了煤价淡季逆势上涨。

图表57：能源新格局下的煤价回顾



资料来源：， 华泰研究

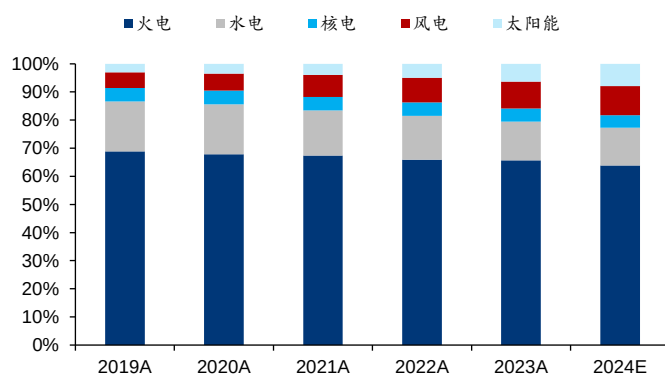
能源转型下的新一轮供需改革

与上一轮通过产能清理修复行业供需关系不同，我们认为当前煤炭市场正处于由需求侧驱动的新一轮“供需改革”。以 AI 算力需求的提升、新兴经济体工业化与基建改革为主的需求驱动力将成为新周期下煤价的主要支撑。同时在全球能源转型大背景下，煤炭市场面临着更加多元的影响。一方面在碳中和发展下煤矿的开采和生产受到来自资源条件、投资强度、环境政策等方面约束，市场面临着供应缩减的压力；另一方面在旧能源切换的关键时点，煤炭的“安全兜底”作用被放大，从而使得煤炭的供需关系较过去的时期更加敏感。国内煤价除了受基本面影响之外，也逐渐更多的反映了全球能源环境的变化，波动成因更加复杂。在此之上，极端气候事件频发以及地缘冲突风险也进一步加剧了价格的波动。

电力需求-比预期更强的基本盘支撑

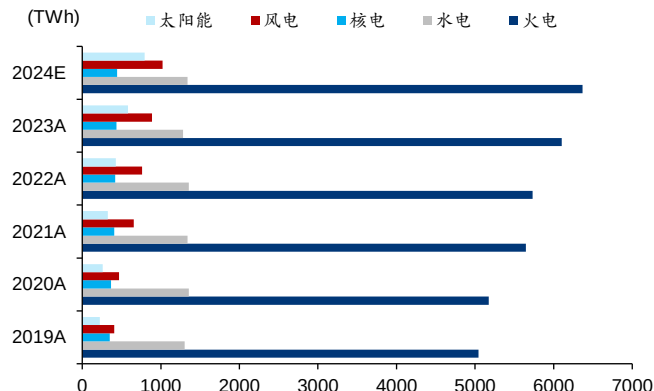
如我们以上章节所述，我们认为本轮电力需求的超级周期叠加发电结构换挡期将会进一步推升电力用煤的需求，其中用电需求增长决定了煤炭的补缺口作用，发电结构变革确认了煤炭的兜底角色。电力作为煤炭需求的主力军，决定着总的供需平衡趋势，超预期的用电增速将对煤炭需求形成更强的基本盘支撑。尽管新能源的发展是全球能源转型的确定性趋势，但在转型过程中，尤其是在当前的新旧能源换挡期，电力系统的稳定性需要稳定的基荷能源的支撑。

图表58：国内发电结构变化



资料来源：， 华泰研究预测

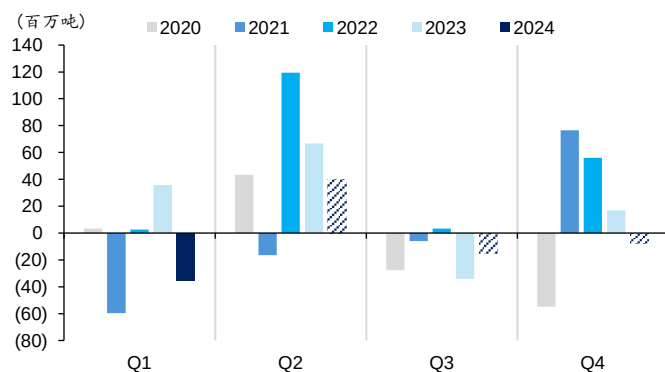
图表59：分类型电力发电量



资料来源：， 华泰研究预测

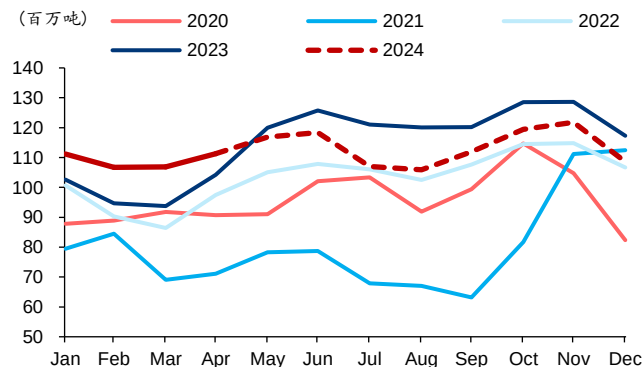
在新质生产力与出口需求的共同拉动下，我们预计2024年中国总发电量将达到9.96万亿度，增速较2023年的6.8%进一步提升至7.3%。其中非化石能源占比约36.1%，较2023年提高1.8个百分点。煤电发电量占比约55.8%，虽然结构占比比较23年的57.6%有进一步收缩，但在总电力需求强势增长的带动下，煤电发电量预计仍将有4.0%的提升。根据我们测算，用电增速每变动1pct，煤电发电量增速变动1.7pct。在基准情境下，4.0%的煤电发电增速将带来全年约1,800万吨的动力煤供应缺口，并且季节性紧缺特征明显，如果夏冬用煤旺季出现极端天气等干扰，季节性缺口将进一步加深。在供应端增量弹性有限的基础上，预计库存压力较去年有一定缓解。虽然绝对水平仍处在历史中较高位置，但自2022年首次全年执行发电供热用煤100%长协覆盖以来，下游电厂库存高企也是兜底保供的表征。我们认为高库存已成为能源转型下的新常态化，对煤价的镜像作用有一定失真，尤其是在电煤与非电煤市场逐渐分化的趋势下。

图表60：2024年供需季节性判断



资料来源：， 华泰研究预测

图表61：电厂库存推演



资料来源：CCTD，华泰研究预测

图表62：不同用电增速情景下2024年我国煤电和煤炭需求

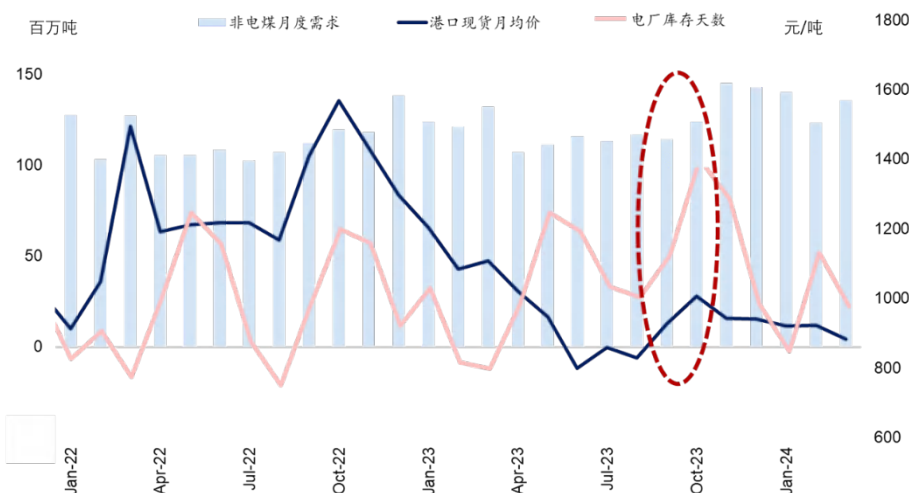
	假设	假设	基准情景	假设	假设
用电量增速	5.3%	6.3%	7.3%	8.3%	9.3%
变化	-2pct	-1pct	0pct	1pct	2pct
煤电增速	0.5%	2.3%	4.0%	5.7%	7.5%
变化	-3.5pct	-1.7pct	0pct	1.7pct	3.5pct
动力煤缺口(百万吨)	71.6	25.6	(17.9)	(61.3)	(107.3)

资料来源：华泰研究预测

非电需求-对市场价格带来更加直接的影响

从煤炭消费结构来看，除煤电外的其他领域 2023 年共消耗约 15 亿吨动力煤，占动力煤总需求的 36%，其中约一半来自于建材、化工以及冶金需求。虽然电力用煤占据了动力煤消费的绝大部分，电煤的供需情况也就决定了煤价的中枢位置；但自 2021 年电煤长协 100% 覆盖要求落实以来，市场煤中的电煤比例逐渐压缩，**动力煤现货价格的弹性空间更多反映的是非电煤的需求影响**。尤其是在淡季时，如果非电煤的需求表现强韧将会有效支撑起淡季价格，从而触发“淡季不淡”的价格走势。以 2023 年的 9-10 月为例，虽然电厂库存处于历史绝对高位，具备淡季价格下行条件；但由于非电煤的需求持续向好，煤价淡季逆势涨近至千元每吨。

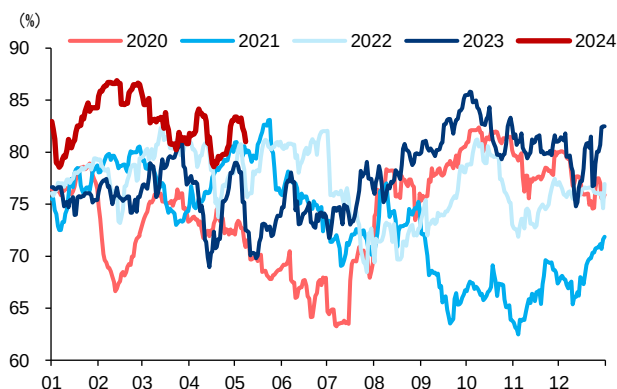
图表63：非电煤边际需求对煤价的支撑



注：库存天数为叠加图层，核心表达电厂库存天数趋势，单位为天
 资料来源：CCTD，汾渭能源，华泰研究

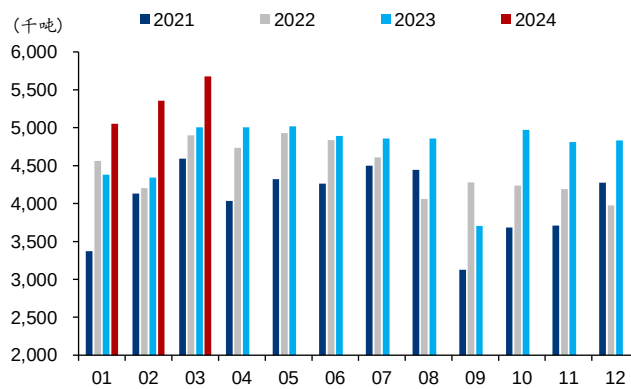
我们认为化工领域对于原料煤的需求具备韧性，除了经济稳增长带来的直接需求支撑之外，海外局势紧张的环境下国际油价持续上涨也进一步刺激了煤头化工的生产积极性。我国“富煤缺油少气”的资源结构下，煤炭从燃料到原料的转型趋势对于减少油气依赖、保障能源安全具有重要意义。由于现代煤化工与石油化工存在部分替代关系，使得煤化工在原油价格上涨时成本优势体现。根据卓创咨询数据，当原油价格在 40-60 美元/桶时，两者会处于弱竞争状态，而一旦原油突破 70 美元/桶，煤制工艺则优势凸显。今年以来受中东局势紧张影响原油价格持续上涨，目前油价基本围绕着 80 美元/桶水平，煤化工成本优势扩大下带动甲醇等化工品开工率保持高位。尿素（煤头与气头尿素产能比为 76:24）需求在农耕面积扩大、新增产能投放、海外出口以及火电脱硝的支撑下保持着较强势头。1Q24 化工用煤需求同比大幅增加约 1,700 万吨（+32%），也填补了建材行业用煤需求的缺口

图表64：甲醇产能利用率



资料来源：Mysteel, 华泰研究

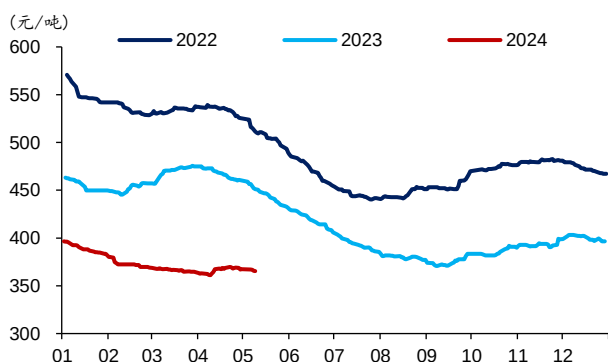
图表65：尿素月度表观消费



资料来源：华泰研究

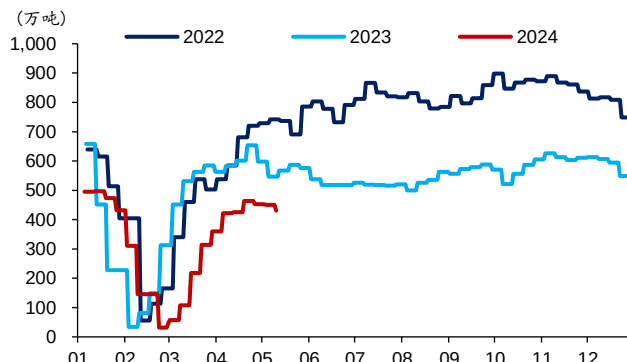
今年以来建材用煤受建筑活动复工进程缓慢影响表现较为疲弱，水泥市场需求不足之下行业过剩矛盾进一步突出，价格下行压力抑制出货水平，出货率下滑 2-3 成。今年一季度全国水泥产量同比下滑约 12%，产量为 2011 年以来同期次低，仅高于受疫情影响的 2020 年。1Q24 建材行业用煤需求同比下滑约 1,000 万吨（YoY -18.5%）。但我们认为随着多地房地产政策的松动以及特别国债和专项债的发行，房建基建需求或将看到一定的改善，虽然从政策传导到的实际需求的时间和力度仍有待观察，但总体而言建材用煤需求存在边际改善的预期和基础。

图表66：水泥价格指数



资料来源：Mysteel, 华泰研究

图表67：水泥周度出货量



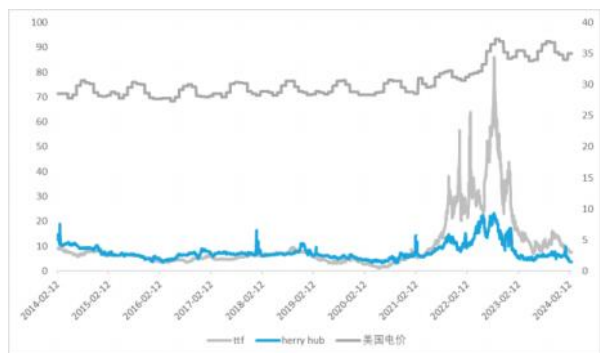
资料来源：Mysteel, 华泰研究

海外能源价格-新格局下的又一价格之锚

在全球能源转型的大背景下，国内煤炭逐渐呈现出“内外兼顾”态势，在反映国内煤炭基本面变化之上，也越来越紧密的与海外能源价格产生联动。自 2021 年以来，在能源格局与地缘格局的双重影响下，国际煤炭市场开启大幅震荡模式。国内市场依靠政府连续出台、优化控价保供政策才得以弱化了部分海外煤价的冲击，虽然国内煤价波动幅度不及海外市场，但趋势上仍体现了明显的跟随。海外能源价格主要从两个方向影响国内煤炭价格：1）能源替代效应下的价格联动，尤其是电价、气价与煤炭的价格关联性；2）煤炭进口，内外煤炭价差的变化带来的进口量的增减。

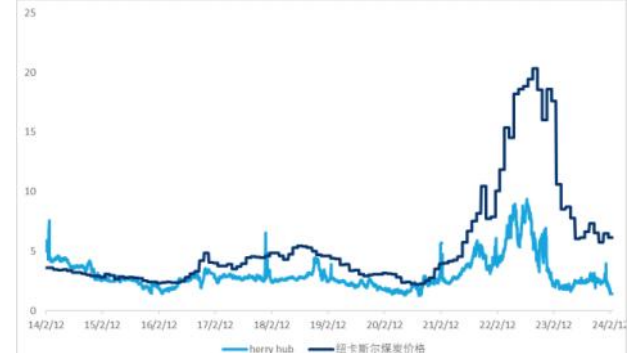
能源价格联动，海外气价→海外煤价：由于化石能源存在替代效应，能源价格间有较强的相关性，从近十年海外能源价格走势来看，煤价与电价气价相关性显著。其中，煤价与欧洲 TTF 天然气合约价格相关性最高，达到 0.86（2014-02-12 至 2024-02-12）；与美国平均电价的相关系数亦高达 0.74。煤价与天然气的价格变动也有较高的关联度，以纽卡斯尔煤炭价格与 Henry Hub 天然气价格为例进行对比，二者相关系数达到 0.69（2014-02-12 至 2024-02-12）。

图表68：煤价与电价相关性(\$/GJ)



资料来源：Bloomberg, 华泰研究

图表69：煤价与气价相关性(\$/GJ)



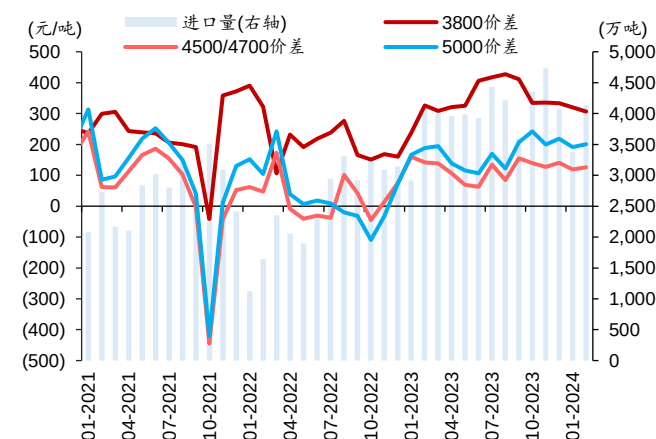
资料来源：Bloomberg, 华泰研究

当前国内煤炭市场面临着较以往更加复杂多变的外部环境，尤其是地缘政治扰动使得国际能源市场的不确定性增加，国内与国际两个市场的联动性愈发明显。近年来国际局势紧张动荡，以俄乌冲突为代表的地缘事件对全球能源市场产生了深远的影响。俄罗斯作为全球主要的天然气和煤炭供应国之一，冲突引发了对能源供应稳定性的担忧，尤其是对俄能源依赖更强的欧洲国家。为了应对天然气价格上涨带来的动力成本压力，包括德国在内的一些国家开始寻求煤炭作为替代以维持电力供应和工业生产的稳定，继而推升了煤炭的需求。从另一个角度来看，基于俄乌冲突后重塑的欧洲能源结构，我们认为下一轮能源周期将沿着“美国电力需求超预期→挤压美国 LNG 出口供应→欧洲天然气供需失衡→推升天然气价格→煤炭替代&煤价联动上行”连锁推进。

内外价差与国内进口，海外煤价→国内煤价：

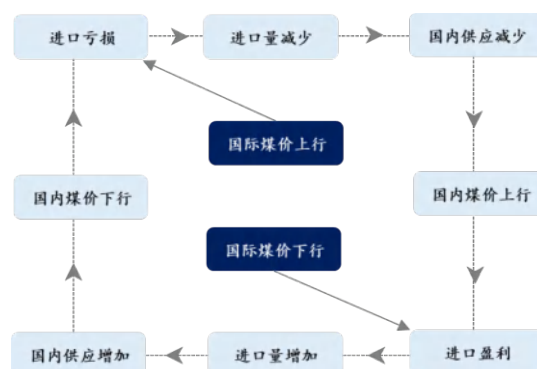
进口煤炭是国内煤炭市场最灵活的平衡器，通过价差带动煤炭在内外市场间流动。2023 年全年煤炭进口创历史新高，同比大幅增长 61.8%（1.8 亿吨）至 4.74 亿吨，仅进口增量部分就与全国统调电厂库存水平相当。进口煤炭的涌入为国内供应带来了灵活有效的补充，尤其对沿海地区的煤炭消费起到了较为明显的结构性补充作用，从而对国内煤价上行形成了阻力。而 2023 年进口大幅增加的基础是国际煤炭市场的宽松环境，海外需求增长不抵煤炭出口国供应的增长，导致剩余供应通过进口盈利窗口转向国内。但基于我们以上对能源周期的判断，海外煤炭市场或将随着本轮周期的演绎而逐渐趋紧，进而逐渐抹平进口煤价差优势甚至引发价格倒挂，使得国内终端用户转向内煤采购，从而推升国内煤炭需求及价格。

图表70：煤炭进口量及不同卡数煤炭盘面价差



资料来源：， 华泰研究

图表71：海外煤价对煤炭的传导影响



资料来源：华泰研究

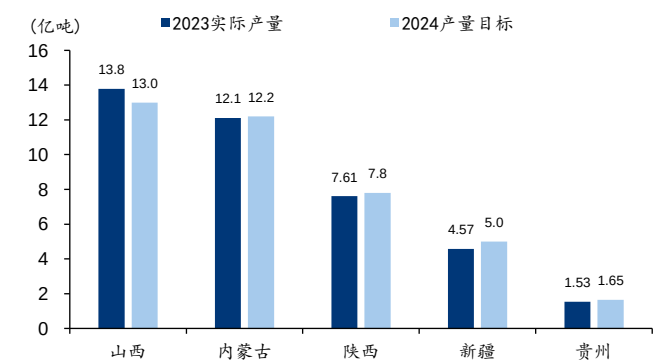
供给端-生产弹性或已近拉满

我们认为在经历了自 2021 年以来的持续高强度产能核增刺激，目前国内产量弹性已近拉满。碳中和发展下煤矿投资意愿减弱，资源获取以及生产成本抬升、存量矿山资源枯竭也进一步束缚着供应增量空间。此外，随着中部及东部地区煤矿资源逐渐枯竭退出，生产更加向西部富煤地区倾斜。山西、陕西、内蒙、新疆四地区产量占全国总产量比已从 2015 年的 68% 提升至目前的 81%，而更为集中的产量也意味着供应更易受到干扰。尤其是连续几年的高负荷生产使得煤矿检修时间被压缩，各地区加强安全监管的必要性与紧迫性突出。

根据我们统计，2021-2023 年间共有约 6.5 亿吨的产能核增获批，极大的缓解了供应端压力，也有有效的压制了煤价的上涨动力。2023 年全年原煤产量突破 47 亿吨，较 2021 年的 41.3 亿吨增加了近 6 亿吨。所以我们认为政府为了确保类似于 21 年煤价激增的情况不再发生，供应端已进行了“应增尽增”，存量产能的弹性已较 21/22 年时期大幅减弱。此外，上一轮大幅核增是出现在煤价涨至 2,000 元/吨水平之时，且在此之前没有限价、100% 长协覆盖等政策限制，所以在目前的多重管控之下煤价很难出现急速上涨，我们对于 24/25 年的煤价判断也仅是温和的趋势性上涨，不足以刺激产能大规模释放。从新增产能角度来看，2020 年以来新矿井的核准审批较少，根据能源局的批复统计，2020-2024 年间共批复了约 4,200 万吨/年产能，其中 2023 年无新矿批复（对比：2018-2019 两年共批复 6,200 万吨/年，2013-2015 年密集新批 2.9 亿吨/年）；考虑到 3-5 年的建设周期，新矿的客观供应弹性有限。

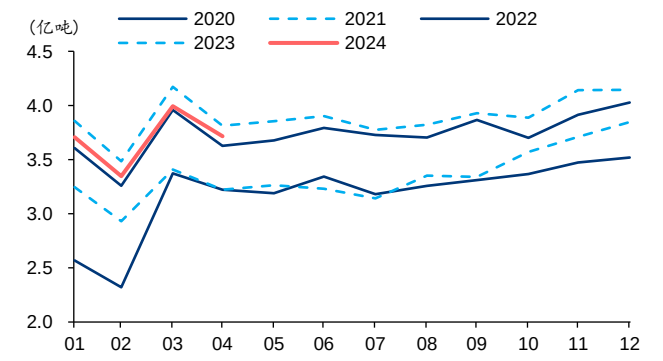
今年以来政策端已经从“增产保供”向“稳产保供”倾斜，从今年初各地公布的煤炭产量规划以及 1Q24 实际产量情况来看，全年煤炭产量增速或将有明显放缓。其中山西地区表示将煤炭产量稳定在 13 亿吨水平，较其 2023 年实际产量 13.8 亿吨有一定距离。今年除新疆仍计划有约 5000 万吨增量外，剩余主产地均将稳定于去年水平。1Q24 全国煤炭产量 11 亿吨，同比下滑 4.1%，其中山西地区受“三超整治”影响产量同比下滑约 19%。随着前期事故停产煤矿的复产，我们认为今年下半年山西地区产量或将较上半年有一定改善，但在总体安监力度并不会减弱的环境下改善幅度或比较有限。

图表 72：主产地 23 年实际产量 vs24 年目标



资料来源：政府公开信息，华泰研究

图表 73：全国月度煤炭产量



资料来源：华泰研究

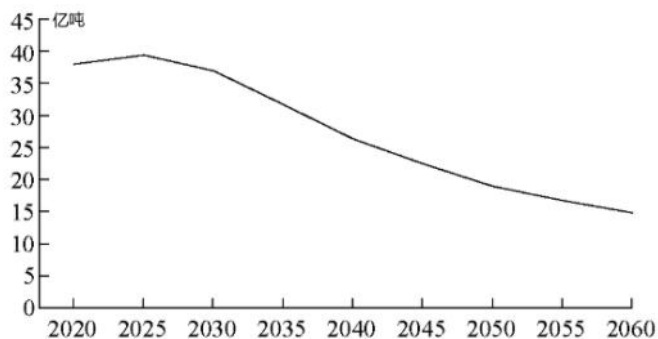
根据我们目前跟踪的在建煤矿项目统计，预计 2024/2025 年每年约有 7,000 万吨的新增产能投放，相较于 2022/2023 年的约 1.5 亿吨/1.1 亿吨水平已有下滑。虽然仍有新的煤矿产能待投放，但是建矿成本已经大幅攀升。根据我们统计，2022 年新核准的煤矿项目平均单吨投资约为 1,700 元/吨，而 2013 年时期仅为 520 元/吨。另外，虽然未来仍有一定的新增产能释放，但经过近几年的高强度开采，煤矿的资源枯竭问题也日益凸显。根据国家能源集团技术经济研究院测算，现有煤矿产量将在 2025/2026 年达到峰值，随着资源枯竭煤矿范围扩大，现有煤矿产量将进入持续下滑通道，其中中东部等其他地区煤炭已经开始了产量衰减趋势。

图表74：2024-2025 年待投产煤矿

煤矿	产能(万吨/年)	煤矿	产能(万吨/年)
红沙梁井工矿	300	河津五星煤业	30
白岩子煤矿	90	贾郭煤矿	120
马依西一井二采区	120	庄子河煤业	57
宝泰隆一号矿井	90	青龙煤业	90
宝泰隆二号矿井	30	晋煤太钢公司三交一号	600
宝泰隆三号矿井	30	西上庄煤矿	500
大雁煤矿	30	泊里煤矿	500
鸡西恒山煤矿	45	灵北煤矿	240
塔然高勒煤矿	1,000	里必煤矿	400
查干淖尔一号井	500	东大矿井	500
玛尼图矿区达安煤矿	120	郭家滩煤矿	1,000
陶忽图煤矿项目	800	赵石畔煤矿项目	600
汇能白家海子煤矿	1,500	府谷能源郭家湾矿业	200
力量发展韦一煤矿	90	韩城矿业王峰煤矿	300
力量发展永安煤矿	120	可可盖煤矿	1,000
丁家梁煤矿	90	园子沟煤矿二期	200
鱼卡二号井项目	180	新疆塔什店一号井	120
万福煤矿	10	红山煤矿	300
万福煤矿	180	五彩湾二号露天矿一期	400
里必煤矿	400	塔里克区二号矿井	180
洪洞恒兴煤业	30	五彩湾四号露天矿一期	1,000
洪洞陆成煤业	39	伊泰伊犁矿业	450
古交铂龙煤业	45	苇子沟煤矿	240
总计			14,866

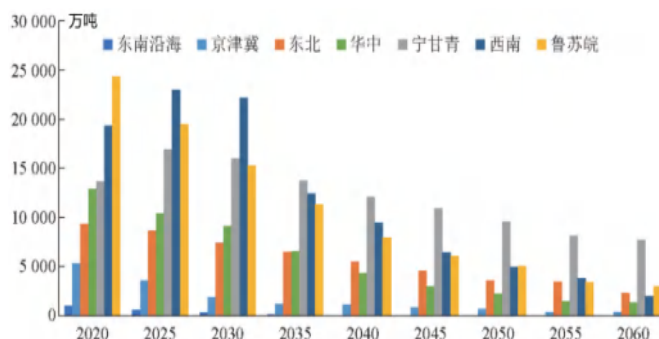
资料来源：国家能源局，华泰研究

图表75：全国现有煤矿生产趋势预测



资料来源：国家能源集团技术经济研究院，华泰研究

图表76：全国其他七大区域现有煤矿产量趋势



资料来源：国家能源集团技术经济研究院，华泰研究

2024 年煤炭供需判断

我们预计 2024 年动力煤基本面将由去年的偏宽松转向一定程度的紧缺，全年或有约 1,800 万吨的供应缺口。供应端增速为 0.9%：1) 在安全检查趋严的环境下，今年国内产量增速将有进一步放缓，预计全年国内动力煤产量将同比提升约 0.9%至 41.6 亿吨；2) 今年以来煤炭进口在内外价差保持下较去年仍有进一步提升，但近期而受印度补库需求以及东南亚极端高温天气影响，海外煤炭市场需求提振，国际煤炭价格逐步回升；同时在高基数的影响下，我们认为下半年的进口量增幅将有回落；需求端增速为 3.5%：1) 在基准情景以及不考虑极端天气等不可控的因素前提下，电力用煤需求仍将保持一定韧性，预计同比提升 3.3%；2) 建材用煤预计下半年在政策刺激下将有边际改善，降幅逐步收窄至全年同比下滑约 5%；3) 化工用煤在原油价格保持较高水平的环境下，需求有望延续今年以来的强劲势头，根据 CCTD 数据，今年前五个月化工用煤增速约 16.5%；我们预计全年同比增长约 15%；增量部分将抵消建材用煤的缩减。

我们认为在进入下半年后，电煤需求将有夏冬两个旺季的支撑，此外建筑用煤在政策刺激下也有一定的改善预期，整体下半年价格支撑力度较上半年更加坚实，**我们预计 2024 年煤价中枢在 900 元/吨水平**。同时在大的能源转型背景下，煤炭作为稳定的能源供应，一方面将面对能源大周期下的超预期电力需求驱动以及海外天然气带来的关联性上涨动力；另一方面国内煤炭自身面临着供应增长放缓甚至收缩的问题，需求与供应的错配程度或将逐步放大，**预计 2025 年煤价中枢将进一步上行至 950 元/吨**。

图表77：国内煤炭供需表

		2020	2021	2022	2023	2024E
动力煤总供给	万吨	340,234	365,787	392,189	412,692	416,278
同比增速		1.9%	7.5%	7.2%	5.2%	0.9%
动力煤产量		317,954	339,912	370,507	377,435	380,438
同比增速		1.8%	6.9%	9.0%	1.9%	0.8%
动力煤净进口		22,280	25,875	21,682	35,257	35,841
同比增速		3.4%	16.1%	-16.2%	62.6%	1.7%
动力煤总需求	万吨	343,848	366,334	374,061	404,162	418,067
同比增速		2.7%	6.5%	2.1%	8.0%	3.5%
电力用煤		208,568	225,418	236,413	257,321	265,834
同比增速		1.7%	8.1%	4.9%	8.8%	3.3%
建材用煤		32,236	31,310	29,315	29,093	27,638
同比增速		6.6%	-2.9%	-6.4%	-0.8%	-5.0%
化工用煤		19,985	22,128	23,015	25,186	28,964
同比增速		2.4%	10.7%	4.0%	9.4%	15.0%
冶金用煤		17,255	16,941	17,099	17,659	17,394
同比增速		7.7%	-1.8%	0.9%	3.3%	-1.5%
供热耗煤		28,938	32,431	29,911	33,733	35,420
同比增速		2.8%	12.1%	-7.8%	12.8%	5.0%
其他用煤		36,867	38,106	38,308	41,170	42,817
同比增速		2.9%	3.4%	0.5%	7.5%	4.0%
供需对比	万吨	-3,614	-546	18,128	8,530	-1,788

资料来源：华泰研究预测

从分红潜力与股息回报看煤炭行业投资与资产配置机遇

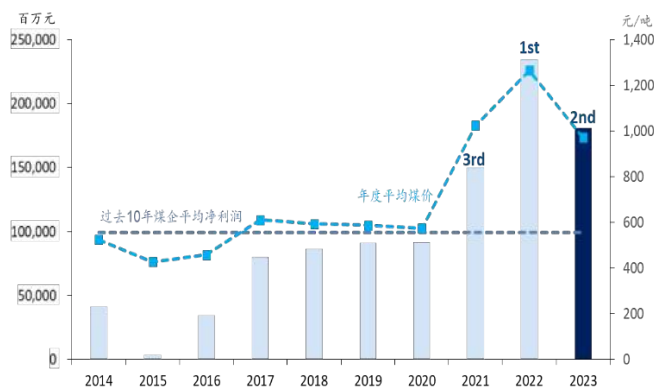
煤炭行业经历 2021-22 年的繁荣周期,板块上市公司业绩大幅提高,尽管 2023 年煤价回落,价格中枢水平仍高于 2021 年以前,煤炭板块上市公司仍维持了较好的盈利及现金流水平。我们认为煤炭行业的配置机遇包括以下两个方面:

1. **基本面改善带来的高分红回报潜力。**在当前低利率环境下,煤炭行业的现金流稳定性及高分红比例带来的投资回报支撑了板块当前的景气表现,且在煤炭价格仍有上行空间的基础上,公司的盈利及现金流具有较高确定性来支撑板块未来可持续的高分红。
2. **对标全球能源体系定价的估值提升。**在全球能源系统相互关联的背景下,中国煤炭价格中枢长期来看或将受到海外能源价格上行趋势的带动而提升,而中国煤炭公司作为中国能源供应体系中的基石,对比海外具备类似角色的油气公司,在估值水平上也有望向国际公司靠拢,具备一定的提升空间。

煤炭板块上市公司 2023 及 1Q24 业绩回顾

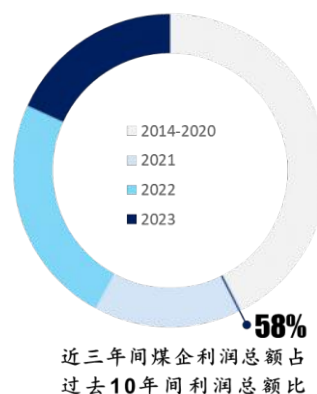
2023 年煤炭板块上市公司净利润同比下降但仍为历史第二高。自 2021 年起在全球经济复苏、能源供需失衡、地缘冲突以及极端天气的综合影响下,2021-22 年煤炭价格快速抬升,到 2023 年煤炭供需出现一定程度宽松化后有所回落,北港 5,500 卡动力煤价格从 2022 年的 1,265 元/吨下移至 2023 年 972 元/吨,进口煤同比增长 62%,在国内产量稳步释放的同时为供给端提供了较好弹性,驱动煤价回落。而煤炭价格波动是煤炭板块上市公司业绩最主要的驱动力之一,煤炭企业的盈利水平近几年也呈现出大幅提高及同比回落的相似走势,煤炭板块企业净利润在 2022 年达到历史最高 2347 亿元,2023 年受煤价下滑影响,板块净利润平均下滑 20%,但仍是历史盈利第二高的年份,煤炭企业在过去三年的煤炭价格繁荣期内获得的利润总额占过去十年利润总额的 58%。

图表 78: 煤炭上市企业年度净利润及年度煤炭均价变化情况



资料来源: , 华泰研究

图表 79: 过去三年煤炭企业利润总额占过去十年间利润总额 58%



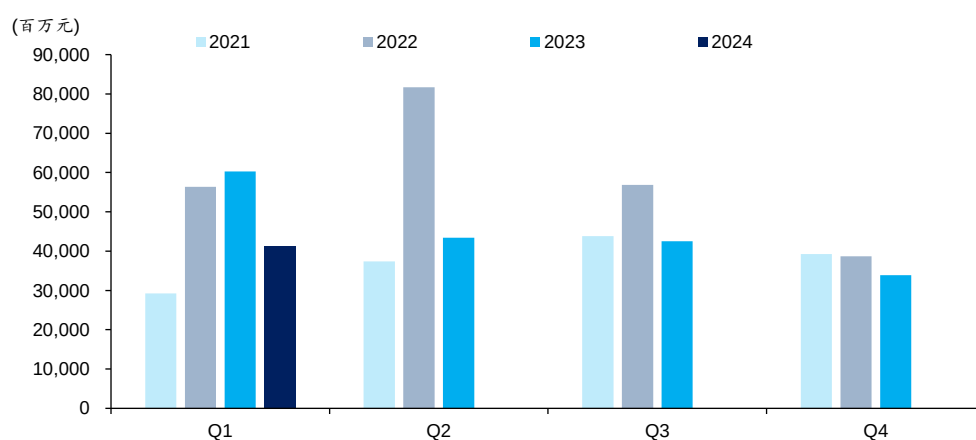
资料来源: , 华泰研究

1Q24 煤价保持在 800-950 元/吨的区间震荡,供需两端皆偏宽松,季度均价环比下降 6%,同比下降 20%。1-3 月国内原煤产量累计同比下降 4%,分地区来看,山西地区受安监力度较强影响,一季度煤炭产量同比下降 19%至 2.7 亿吨,是国内煤炭产量下降的主要推动力,陕西地区产量同比基本持平。而内蒙古和新疆煤炭产量则保持正增长,内蒙古一季度实现产量 3.2 亿吨,同比增长 3%,超过山西成为煤炭产量第一大省,新疆第一季度累计产煤 1.2 亿吨,同比增长 8%。新疆煤炭资源丰富,自《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》印发以来,新疆煤炭产量持续保持高速增长,也是未来国内煤炭供给增量的重要来源地之一。尽管 1-3 月国内煤炭产量同比下降,进口煤炭累计同比增长 14%达到将近 1.2 亿吨,对国内的供给形成较好补充,也在一定程度上对国内煤炭价格底部形成支撑。

从需求端来看，一季度全社会用电量及其中的火电发电量延续增长态势，均同比增加约 7%，化工用煤需求环比保持平稳，同比增长 12%，维持在近几年高位，但钢铁、水泥受房地产低迷及基建增长乏力影响，产量同比下滑，尽管“金三银四”是传统旺季，三月底水泥出货率同比减少约 15pct，铁水日均产量则在 220 万吨附近低位，煤炭整体需求相对供给也较为宽松。

受煤价下滑影响，煤炭企业季度盈利也出现下行。板块公司营业收入平均同比下滑 13%，净利润平均同比下滑 35%。一季度长协价格受市场影响较小，仅小幅下降 2.5%，因此长协销售占比较高的煤炭企业一季度业绩表现相对更加稳健。而焦煤企业则受到主产地山西地区“三超”整治影响，产销量收缩，尽管季度平均焦煤价格仅下滑 4%，但量价同步缩减给焦煤企业带来更大压力，焦煤企业季度净利润平均同比下滑 55%，同期动力煤企业净利润平均同比下滑 23%。

图表80：煤炭板块上市公司季度净利润



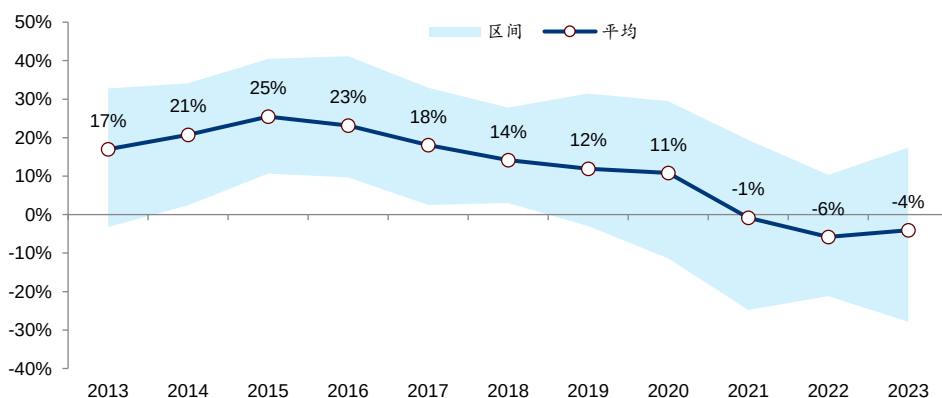
资料来源：，华泰研究

投资价值应聚焦现金流与分红

盈利提升带动资产负债表质量改善，支撑板块重估值基础

在经历 2021-23 年由高煤价驱动的盈利扩张后，从我们选取的煤炭板块代表性上市来看，公司的资产负债表质量得到较好修复，整体有息负债率连续下降，在 2021 年进入净现金状态。显著改善的资产负债情况为板块在当下市场环境中的重新估值奠定基础。

图表81：煤炭板块样本公司有息负债率快速下降



注：样本公司包括中国神华、陕西煤业、山西焦煤、兖矿能源、华阳股份、中煤能源、晋控煤业、平煤股份、山煤国际
资料来源：，华泰研究

聚焦现金流与派息水平

高分红回报在低利率环境下提高板块的投资价值。盈利的提升也同步推动公司现金流的增长，在近几年缺少大额开发性资本开支的情况下，分红派息成为许多煤炭公司资金分配方案的重要选择。部分煤炭公司在近几年对分红派息的比例做出承诺，如中国神华承诺 2022-24 年现金分红比例不低于当年归母净利润的 60%，陕西煤业将 2022-24 年分红规划从之前的 40% 提高到不低于 60% 的可分配利润，兖矿能源承诺 2023-25 年每年现金股利总额不低于净利润的 60%，平煤股份计划 2023-25 年现金分红比例不低于当年可供分配利润的 60%。

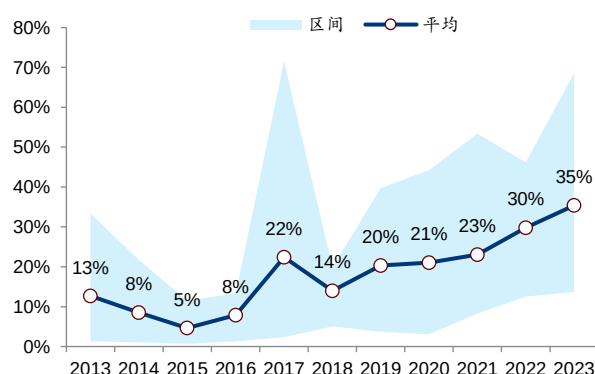
从我们选取的板块样本上市公司来看，2021-23 年样本公司整体自由现金流水平明显提高，而用于资本开支的现金流占公司当年在手现金的比例则是不断下行。与之相对应的是样本公司整体的现金分红占经营现金流比例近几年来逐年提升，在 2023 年达到 35%。

图表 82：煤炭板块样本公司自由现金流及资本开支现金流占比



注：样本公司包括中国神华、陕西煤业、山西焦煤、兖矿能源、华阳股份、中煤能源、晋控煤业、平煤股份、山煤国际
资料来源：，华泰研究

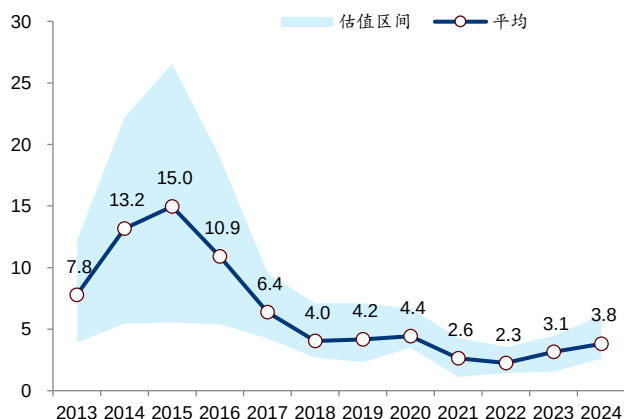
图表 83：煤炭板块样本公司平均分红/经营性现金流比例



注：样本公司包括中国神华、陕西煤业、山西焦煤、兖矿能源、华阳股份、中煤能源、晋控煤业、平煤股份、山煤国际
资料来源：，华泰研究

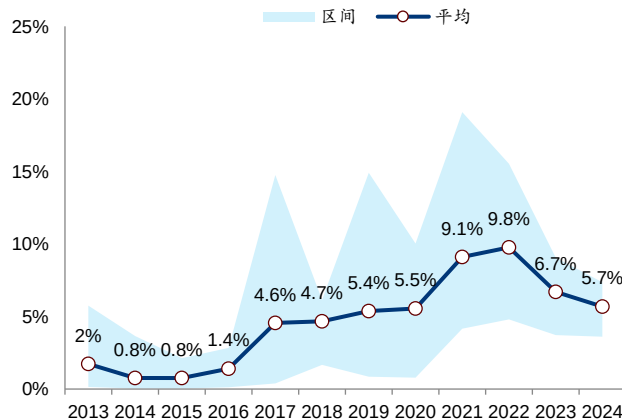
从 EV/EBITDA 来看，中国煤炭板块样本上市公司平均 EV/EBITDA 在 2022 年以来有所提高，对比板块自身历史估值水平，目前中国煤炭板块样本上市公司估值处于较合理的区间。从股息率来看，目前中国煤炭板块样本上市公司平均股息率在 5.7%。受样本公司近几年股价上涨影响，股息率有所下降，但基于目前 35% 经营现金流的分红支出比例，煤炭上市公司分红额或仍有提高空间。

图表 84：中国煤炭板块样本公司 EV/EBITDA



注：样本公司包括中国神华、陕西煤业、山西焦煤、兖矿能源、华阳股份、中煤能源、晋控煤业、平煤股份、山煤国际
资料来源：，华泰研究

图表 85：中国煤炭板块样本公司股息率



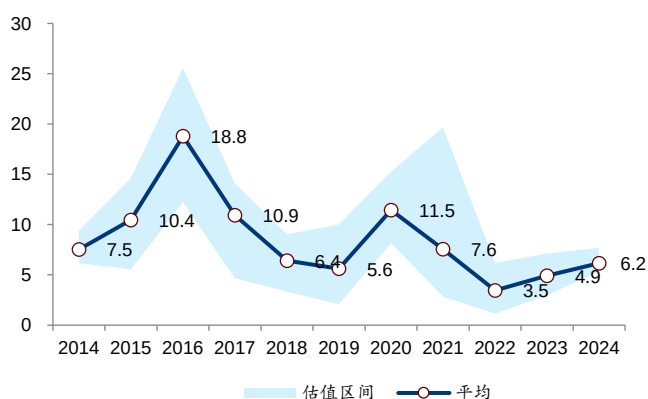
注：样本公司包括中国神华、陕西煤业、山西焦煤、兖矿能源、华阳股份、中煤能源、晋控煤业、平煤股份、山煤国际
资料来源：，华泰研究

全球能源联动下，煤炭板块迎来估值提升机遇

一方面，从资产负债及现金流情况来看，煤炭板块公司的基本面质量相较 2021-22 年的繁荣周期前已经有了显著改善。另一方面，2021-22 年的全球能源危机也突显出能源价格在不同地区间、不同品种间的联动性，并且在经历价格上涨、供给紧张的危机阶段后，能源安全重新成为各个市场考虑的重点要素之一，传统能源在当下能源供应结构中的基石作用再次得到肯定与巩固。我们认为在全球能源体系相互关联的本质之上以及传统能源价值地位再发现的趋势中，叠加煤炭板块公司基本面情况的改善，中国煤炭公司有望迎来对标海外能源公司的估值提升机遇。

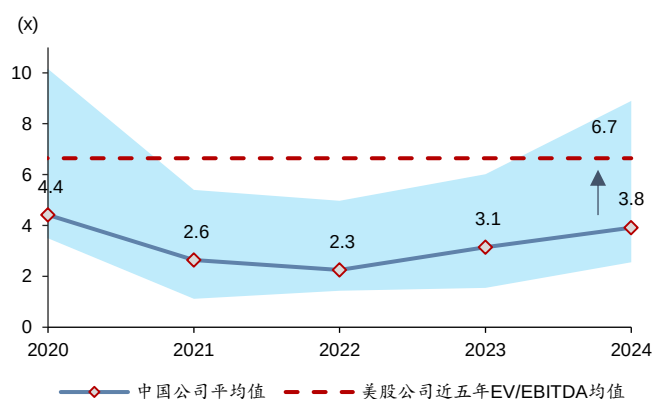
以美股相关的能源公司为样本，美股代表公司平均 EV/EBITDA 从 2022 年起也呈现上行趋势，与中国煤炭公司 EV/EBITDA 走势一致，但美股公司 EV/EBITDA 提升速度明显快于 A 股，从对标角度来看，中国煤炭公司目前的平均估值水平仍有上升空间。

图表 86：美股相关能源行业代表公司 EV/EBITDA



注：样本公司包括 ARCH, Alpha Metallurgical, EQT, Coterra Energy, Chesapeake Energy, 埃克森美孚, 雪佛龙
 资料来源：Bloomberg, 华泰研究

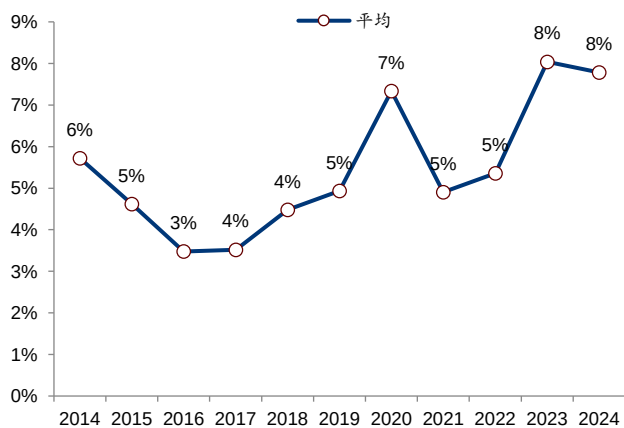
图表 87：中国煤炭板块样本公司估值水平仍有提升空间



注：样本公司包括中国神华、陕西煤业、山西焦煤、兖矿能源、华阳股份、中煤能源、晋控煤业、平煤股份、山煤国际
 资料来源：，华泰研究

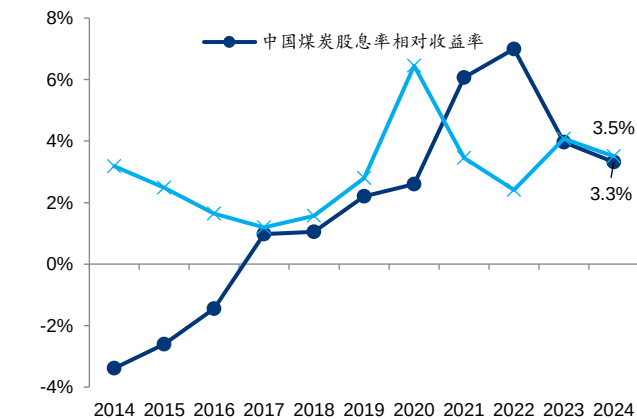
以美股两家稳定分红的公司，埃克森美孚和雪佛龙为例来看成熟美股能源公司的股息水平，目前美股两家公司的股息率在 8%（略高于中国煤炭公司 6% 的股息率）。若将股息作为资本回报率，考虑到资金成本基准，我们分别将中国和美国样本公司股息率与对应市场的十年期国债收益率做对比计算相对收益率，可以看到目前中国煤炭样本公司和美股代表公司的相对收益率水平基本一致。

图表 88：美股埃克森美孚和雪佛龙股息率



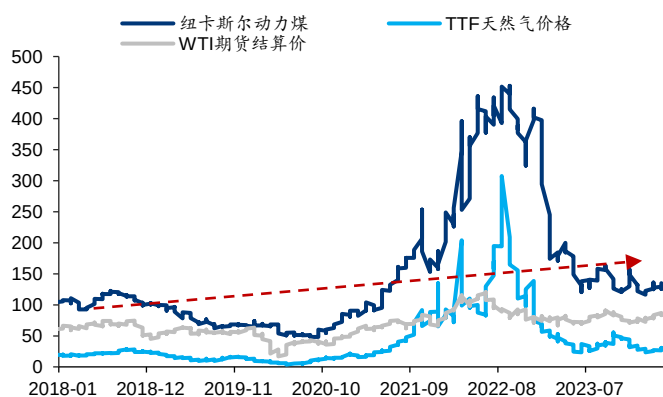
资料来源：，华泰研究

图表 89：中国煤炭样本公司及美股代表公司相对收益率



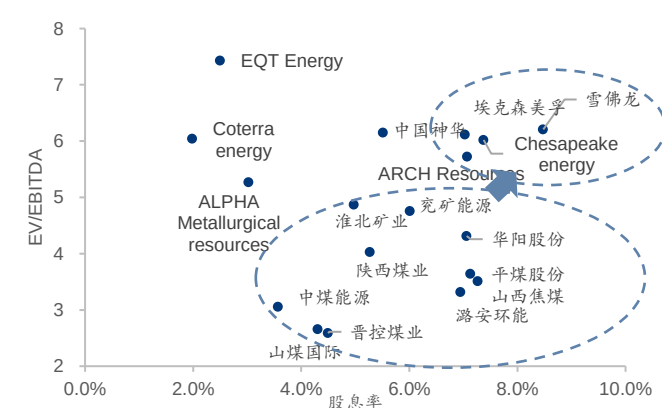
资料来源：GIZ, BMWI, 华泰研究

传统能源公司估值水平有望随能源价格中枢上移而提升，中国煤炭公司或具有更强的向上弹性空间。尽管 2023 年随着供需重新再平衡，全球传统能源价格相对危机时显著下滑，但各能源品种价格中枢相对危机前均有所上移，也侧面体现出传统能源在能源供应体系转型过程中的价值水平重塑。而这也意味着对于传统能源公司来说，公司盈利有望随着能源商品价格的上升而增长，支撑现金流及股息的可持续性，进而推升行业相关公司的估值水平。全球能源转型对供给端的重塑与需求端能源安全诉求导致的供需错配将为全球能源公司创造新一轮的估值提升机遇，中国煤炭公司也将受益于此，叠加坚实的基本面基础，或在本就偏低的估值水平上具有更强的向上弹性空间。

图表90：石油、天然气、动力煤参考价格


注：纽卡斯尔动力煤价格为美元/吨，TTF 天然气合约单位为 EUR/MWh，WTI 价格为美元/桶

资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表91：板块样本公司整体在估值和股息率上仍有进一步上升的空间


资料来源：Bloomberg，华泰研究

板块配置建议

短期来看，在内需企稳及外需向好的预期下，持续增长的全社会用电量将有望带动下半年国内火电增长，且工业复苏及对部分原油化工品的替代也将推动今年化工用煤维持较高水平。而在今年严抓安全生产的背景下，尽管山西地区在三月底印发的《2024 年山西省煤炭稳产稳供工作方案》提出 13 亿吨产量目标，相对去年山西省 13.6 亿吨实际产量仍有约 6,000 万吨缺口，考虑到内蒙古、新疆等地或能释放一定产能，我们预计全年国内产量或仅有 0.8% 的增幅。另一方面，进口端在去年高基数的基础上或较难再有大幅增长来弥补国内需求的增长，我们预计今年煤炭供给或仅能增长 0.9%，相对 3.5% 的需求增速，将形成约 1,800 万吨的供需缺口，推动下半年煤炭价格上行。

而长期来看，随着全球发展中国家工业化的持续发展、发达国家受 AI 发展带动电力弹性系数提升，都将从长期角度增加对于电力需求的预期，从而造成全球在持续推进新能源增长的过程中由于对传统能源投资的缺失所造成的供给不足与新能源在纳入电网时对传统能源调峰作用的需求提升所形成的供需错配，全球传统能源或将开启新一轮的超级周期。

首次覆盖推荐标的

对于板块配置上，动力煤板块首推**中国神华**，煤电一体化运营龙头且长协比例高，互补的商业模式有助于维持盈利稳定性，在市场上行期有一定弹性的同时，在市场下行期也能保持现金流稳定，作为国家能源集团的上市公司平台，公司有望维持高分红比例；基于我们对煤价预测和市场的不同，重点推荐**兖矿能源**，从全球能源价格中枢上移的角度考虑，公司拥有澳洲子公司兖煤澳大利亚（2023 年收入占兖矿能源总收入 35%），可以充分享受全球能源价格联动带来的价格上升空间，业绩增长弹性较大，以及**陕西煤业**和**晋控煤业**等地方煤炭龙头可以拥有更大的价格弹性；持续推荐**中煤能源**，长协占比高的煤炭央企龙头，2023 年分红比例约 30%，潜在分红提高空间大；

重点推荐个股

中国神华（1088 HK，买入，目标价 44.2 港币；601088 CH，买入，目标价 54.2 元）

- 1) 业绩稳健分红积极的龙头综合能源公司，仍有望保持高分红
- 2) 煤电一体，资产储备优质，同时受益于电力需求提高和煤炭需求的带动

A/H 股目标价分别为 54.2 元（17x 2024E PE）/44.2 港币（A 股较港股溢价 35%，对应 12.6x 2024E PE）

风险提示：电力需求不及预期，资本开支大幅上行或公司分红比例下行。

兖矿能源（1171 HK，买入，目标价 23.5 港币；600188 CH，买入，目标价 32.5 元）

- 1) 海外布局，受益于全球煤炭价格上行趋势
- 2) 外延内生双发展，产能仍有增长空间

A/H 股目标价分别为 32.5 元（11.5x 2024E PE）/23.5 港币（A 股较港股溢价 52%，对应 7.6x 2024E PE）

风险提示：煤炭需求低于预期，海外能源产运扰动大幅减少，资产注入有不确定性。

中煤能源（1898 HK，买入，目标价 11.1 港币；601898 CH，买入，目标价 16.0 元）

- 1) 煤炭板块仍有成长性，且向煤化工、煤电等板块延伸
- 2) 盈利稳健，分红仍有提升空间

A/H 股目标价分别为 16.0 元（10.5x 2024E PE）/11.1 港币（A 股较港股溢价 59%，对应 6.6x 2024E PE）

风险提示：煤炭需求弱于预期，项目进展慢于预期，资产注入不确定性。

陕西煤业（601225 CH，买入，目标价 31.5 元）

- 1) 资产优质成本低，近几年来稳步推进产能核增及集团资产收购，仍有成长空间
- 2) 现金流充沛，有望维持高分红比例

目标价为 31.5 元（13x 2024E PE）

风险提示：煤炭需求低于预期，资本开支大幅上行及分红率下滑，资产注入存在不确定性。

晋控煤业（601001 CH，买入，目标价 22.8 元）

- 1) 资产质量逐步提升，盈利能力持续改善
- 2) 背靠山西晋能控股集团，未来仍有集团资产注入的机会

目标价为 22.8 元（11x 2024E PE）

风险提示：煤炭需求低于预期，资产扩张进展慢于预期，资产注入存在不确定性

风险提示

海外 AI 发展弱于预期：海外 AI 发展速度取决于相关应用产品落地普及速度，存在弱于预期的风险。

中国出口弱于预期：中国出口受海外经济复苏带动的需求影响，若海外需求走弱，则可能影响中国出口不及预期。

新能源消纳问题解决快于预期：新能源发电对于煤炭发电存在替代效应，若新能源消纳问题解决快于预期，则会影响煤电需求弱于预期。

图表 92：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
中国神华	601088 CH	买入	42.33	54.2	831,683	3.00	3.19	3.26	3.32	14.09	13.29	12.99	12.76
中国神华	1088 HK	买入	38.10	44.2	915,024	3.00	3.19	3.26	3.32	11.54	10.88	10.64	10.45
兖矿能源	600188 CH	买入	25.19	32.5	164,281	2.71	2.83	3.04	3.19	9.30	8.91	8.28	7.89
兖矿能源	1171 HK	买入	19.30	23.5	180,744	2.71	2.83	3.04	3.19	6.49	6.21	5.78	5.50
中煤能源	601898 CH	买入	13.28	16.0	155,952	1.47	1.52	1.65	1.77	9.01	8.72	8.03	7.51
中煤能源	1898 HK	买入	9.71	11.1	171,579	1.47	1.52	1.65	1.77	6.00	5.80	5.34	5.00
陕西煤业	601225 CH	增持	26.03	31.5	256,045	2.19	2.42	2.64	2.83	11.88	10.75	9.86	9.21
晋控煤业	601001 CH	增持	18.42	22.8	31,064	1.97	2.07	2.33	2.41	9.34	8.88	7.89	7.63

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

一体化能源龙头迎周期上行大浪潮

华泰研究

首次覆盖

2024 年 6 月 03 日 | 中国内地/中国香港

煤炭

经营稳健分红积极，具备长期投资价值

公司是国内最大的煤炭生产商和销售企业，拥有丰富且优质的煤炭资源，龙头地位夯实。得益于其独特的“煤电路港航化”一体经营模式，公司的煤炭、电力、运输等各板块间高效协同，可最大化保障整体产业链的利润空间。公司在相对稳健盈利的同时也持续地积极回馈股东，分红率领先于行业。我们预期公司 24/25/26 年净利润为 633/647/659 亿元。考虑到公司的行业龙头地位以及领先于行业的分红水平，行业可比公司 2024E 平均 PE 为 8.9 倍，首次覆盖，我们给予公司 A/H 股“买入”评级，A 股 17.0x2024E PE，对应目标价 54.2 元，接近半年 A/H 平均溢价水平 (35%) 给予港股目标价 44.2 港币，对应 12.6x2024E PE。

资产优质储备丰富，龙头中长期仍具备成长性

公司拥有国内最丰富且优质的煤炭资源，煤炭保有资源量与可采储量均居行业首位。核心资产位于神东和准格尔优质矿区，大部分为千万吨级煤矿，且产能规模大、开采成本低的露天矿占比较大，资源禀赋赋予公司煤矿天然的成本竞争力。公司目前正在推进对集团母公司的资产收购，同时开工建设新街一井、二井，若收购与新建顺利落地，预计中期将带来约 3,700 万吨/年 (10%) 的产能提升。电力是公司的第二大产业板块，公司目前的资本开支主要集中在电力在建项目，预计未来电力装机总量较 2023 年将提升约 20%。主营板块均有扩张空间，龙头地位将进一步得到巩固。

电力需求+工业发展，本轮能源大周期的双轮引擎

我们认为电力需求与工业发展的双重驱动力共同推动了本轮能源大周期的兴起。随着 AI 技术的深度应用和全球工业投资的提速，全球正临新一轮的电力大周期，为煤炭需求提供了坚实的支撑。AI 正逐步重塑发达区域的经济与电力增长模式，而新兴国家工业化和基建的热潮也在全球范围内催生了新的增长动力。在电力需求快速增长与新旧能源换挡期的重叠下，煤炭的兜底作用被放大，供需格局更加敏感。国内煤炭供应端在经历了近几年的积极核增和高强度生产，未来供应增速或将放缓，与需求形成错配，从而对煤价有较强的支撑力。我们预计 2024 年国内煤炭供应端增速为 0.9%，需求端增速为 3.5%，2024 年煤价中枢在 900 元/吨水平。随着需求增速超过供应增速的趋势延伸，2025 年供需错配程度或更加显著，预计 2025 年煤价中枢将进一步上行至 950 元/吨。

风险提示：电力需求不及预期，资本开支大幅上行或公司分红比例下行。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	344,533	343,074	333,082	342,913	351,205
+/-%	2.65	(0.42)	(2.91)	2.95	2.42
归属母公司净利润 (人民币百万)	69,626	59,694	63,288	64,734	65,895
+/-%	39.02	(14.26)	6.02	2.28	1.79
EPS (人民币，最新摊薄)	3.50	3.00	3.19	3.26	3.32
ROE (%)	18.07	14.88	15.14	14.86	14.55
PE (倍)	12.08	14.09	13.29	12.99	12.76
PB (倍)	2.14	2.06	1.97	1.89	1.82
EV EBITDA (倍)	7.54	8.60	6.29	6.06	5.86

资料来源：公司公告、华泰研究预测

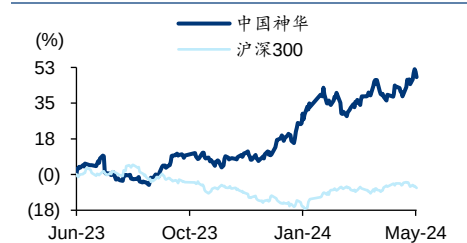
	1088 HK	601088 CH
投资评级：	买入 (首评)	买入 (首评)
目标价：	港币：44.20	人民币：54.20

研究员	刘俊
SAC No. S0570523110003	karliu@htsc.com
SFC No. AVM464	+(852) 3658 6000
研究员	苗雨菲
SAC No. S0570523120005	miaoyufei@htsc.com
SFC No. BTM578	+(86) 21 2897 2228
联系人	马梦辰, CFA
SAC No. S0570122100007	mamengchen@htsc.com
SFC No. BUM666	+(86) 21 2897 2228
联系人	赵宇辰, PhD
SAC No. S0570123110022	zhaoyuchen@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

基本数据

(港币/人民币)	1088 HK	601088 CH
目标价	44.20	54.20
收盘价 (截至 5 月 31 日)	37.95	42.33
市值 (百万)	754,010	841,034
6 个月平均日成交额 (百万)	574.92	1,155
52 周价格范围	21.45-38.70	27.01-43.45
BVPS	21.60	21.46

股价走势图



资料来源：

中国神华：一体化能源龙头迎周期上行大浪潮

核心推荐逻辑

1) 一体化协同优势凸显，主营板块仍有成长空间

公司独有的“煤电路港航化”一体化经营模式可充分发挥板块间的协同优势，同时煤炭和电力主营板块均有规模扩张潜力，龙头地位将进一步巩固。公司正在推进收购集团资产以及储备项目建设，若相关项目顺利落地，公司有望在中期新增约 3,700 万吨的煤炭产能以及近万兆瓦的电力装机。公司拥有国内最丰富且优质的煤炭资源，产能规模优势以及成本竞争力突出，吨煤生产成本处于行业底部区间。电力板块受益于煤电联营模式，自有煤原料占比高可增强公司电力业务的盈利能力，板块间协同作用构筑业绩压舱石，实现产业链利润最大化。

2) 盈利可预见性较高，具备持续高分红基础

在稳健的一体化能源业务模式运行下，公司盈利相对稳健且现金流充沛。一直以来坚持积极分红回报股东，公司承诺 2022-24 年分红比例不低于 60%，22-23 年分红比例分别为 72%/75%。同时在双碳政策背景下，煤炭行业投资放缓，预计未来资本开支仍将处在低位，公司具备长期高分红的基础。

3) “中特估”龙头煤企，具备估值提升驱动力

国务院国资委将对中央企业全面实施“一企一策”考核，将全面推行上市公司市值管理考核。市值管理考核有望进一步推动央企控股上市公司强化价值管理，包含公司在内的“中特估”央企估值或具备潜在提升的驱动力。

区别于市场的观点：我们对本轮能源大周期的预期更加乐观，主要基于电力需求有望超预期驱动。随着 AI 技术的深度应用和全球工业投资的提速，全球正临新一轮的电力大周期，为煤炭需求提供了坚实的支撑。AI 正逐步重塑发达区域的经济与电力增长模式，而新兴经济体工业化和基建的热潮也在全球范围内催生了新一轮的增长动力。煤炭作为可靠的传统能源，在电力需求快速增长与新旧能源换挡期的重叠下，兜底作用更加显著。但国内煤炭供应端在经历了近几年的积极核增和高强度生产，未来供应增速或将放缓，与需求形成错配。我们预计 2024 年供应端增速为 0.9%，需求端增速为 3.5%，2024 年煤价中枢在 900 元/吨水平。随着需求增速超过供应增速的趋势延伸，2025 年供需错配程度或更加显著，预计 2025 年煤价中枢将进一步上行至 950 元/吨。公司作为煤炭行业龙头，将受益于中长期煤炭价格的上行，同时较低的生产成本以及电力板块的对冲也可有效的应对煤炭行业更易波动的供需格局。

中国神华：一体化能源龙头迎周期上行大浪潮

煤炭业务：资源储备丰厚，产能规模领先

截止 2023 年底,公司拥有煤炭保有资源量 325.8 亿吨,煤炭保有可采储量为 133.8 亿吨,均居行业首位。公司目前拥有六大矿区：神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区、宝日希勒矿区、包头矿区以及新街矿区。其中核心资源位于神东和准格尔矿区，神东矿区是世界首个 2 亿吨级现代化大型煤炭生产基地，矿区的补连塔煤矿是世界最大的单井煤矿；准格尔矿区的黑岱沟矿是我国最大的露天煤矿。公司众多煤矿埋藏浅、煤层较厚、地质构造简单，开采成本较低。

图表93：中国神华煤炭资源量（亿吨）

矿区	主要煤种	保有资源量 (中国标准)	保有可采储量 (中国标准)	证实储量 (中国标准)	煤炭可售储量 (JORC 标准)
神东矿区	长焰煤/不粘煤	149.7	84.5	39.2	16.9
准格尔矿区	长焰煤	35.8	28.4	7.2	11.7
胜利矿区	褐煤	19.1	12.8	5.1	0.2
宝日希勒矿区	褐煤	12.8	7.8	4.2	1.7
包头矿区	长焰煤/不粘煤	0.4	0.3	0	0.1
新街矿区	/	108	/	/	/
合计		325.8	133.8	55.7	30.6

资料来源：公司公告，华泰研究

近年来公司通过核增与收购方式使得产能得到稳步提升，目前共拥有产能约 3.5 亿吨。2022 年，公司黄玉川、青龙寺、神山煤矿合计 460 万吨/年产能核增获批，2023 年，保德煤矿产能由 500 万吨/年核增至 800 万吨/年，李家壕、胜利一号露天矿等煤矿产能核增申请工作有序推进。目前公司正在推进对国家能源集团所持大雁矿业 100%股权和杭锦能源 100%股权收购的相关工作。待相关项目顺利投产并完成收购后，预计合计新增产能 2,070 万吨/年。此外公司内蒙古新街台格庙矿区仍在待开发中，目前已取得新街台格庙北区及南区的探矿权证，矿区保有资源量 108 亿吨，总设计产能规模为 6200 万吨/年。公司在 2023 年度报告中已表示将在 2024 年开工建设新街一井、二井，预计将在 2027/2028 年投产，合计产能 1,600/年。

图表94：公司煤矿项目

煤矿	煤种	类型	核定产能(万吨/年)	权益占比
神东矿区	长焰煤/不粘煤		20,020	
补连塔		井工矿	2,800	100%
布尔台		井工矿	2,000	100%
上湾		井工矿	1,600	100%
万利一矿		井工矿	1,000	100%
乌兰木伦		井工矿	510	100%
柳塔		井工矿	300	100%
寸草塔一矿		井工矿	450	100%
寸草塔二矿		井工矿	240	100%
神山露天		露天矿	120	100%
哈拉沟		井工矿	1,600	100%
大柳塔-柳塔井		井工矿	1,800	100%
大柳塔-活鸡兔		井工矿	1,500	100%
榆家梁		井工矿	1,300	100%
石圪台		井工矿	1,200	100%
李家壕		井工矿	600	100%
锦界		井工矿	1,800	100%
郭家湾		井工矿	800	50%
青龙寺		井工矿	400	50%
包头矿区	长焰煤/不粘煤		210	
水泉露天煤矿		露天矿	120	100%
阿刀亥		井工矿	90	100%
准格尔矿区	长焰煤		8,700	
哈尔乌素露天煤矿		露天矿	3,500	100%
黑岱沟		露天矿	3,400	58%
保德(康家滩)		井工矿	500	100%
黄玉川		井工矿	1300	51%
宝日希勒露天煤矿	褐煤	露天矿	3,500	57%
胜利一号露天矿	褐煤	露天矿	2,800	63%
总计			35,230	

资料来源：公司公告，华泰研究

在公司的煤矿资产中，大部分为千万吨级煤矿，而在产能超 2000 万吨的 6 座大型煤矿中 4 座为露天优质煤矿。露天煤矿因煤层较浅，相比井工煤矿开采难度小、开采成本低。得益于产能体量大且低成本露天煤矿占比高，公司自产煤生产成本一直以来维持在行业较低水平。2011-2021 年间吨煤生产成本维持在 150 元/吨内，自 2022 以来受人工成本上涨影响，单位生产成本有一定上移，但仍处于行业成本曲线最低端的水平，仅高于资产全部为露天褐煤的电投能源。

中国神华作为国内第一大煤炭企业，除了销售自产煤炭之外，公司也充分利用运输网络优势，自有矿区周边、铁路沿线从外部采购煤炭，用以掺配出不同种类、等级的煤炭产品后统一对外销售。但相较于毛利率较高的自产煤（22/23 年毛利率为 50.7%/46.6%），外购煤毛利率较低（仅为 3.2%/2.4%），对公司煤炭板块整体毛利率有一定影响（36.5%/32.3%）。随着公司自产煤产量的提升，以及公司对提质降本增效的重视，预计销售结构将继续优化，为煤炭板块利润率带来一定的提升空间。目前公司外购煤销量占比已从 2022 年之前的约 35% 水平下降至近两年 26% 的平均水平。

电力：低成本高效运营，煤电联营模式优势体现

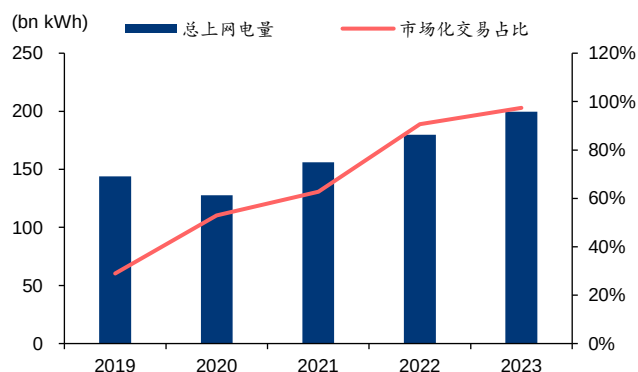
电力是公司的第二大产业板块。截止 2023 年底，公司控制并运营的发电机组装机容量 4,463 万千瓦，其中燃煤发电占比约 97%，为 4,316 万千瓦；燃气发电 95 万千瓦、水电 12.5 万千瓦、光伏发电 39.5 万千瓦。公司电厂除了有分布在神东矿区、宁东矿区以及宝日希勒地区的坑口电厂之外，华北地区电厂主要集中于大秦铁路沿线、朔黄铁路沿线，南方电厂主要集中于航运线以及港口运输辐射地区。

2023 年公司湖南岳阳项目（2×1,000MW）和广东清远一期项目（2×1,000MW）陆续投

运，发售电量继续提升。公司全年完成总售电量 199.75 十亿千瓦时，占同期全社会用电量 92,241 亿千瓦时的 2.2%。目前公司仍有在建及待建的电力项目，未来电力装机仍有提升空间。包括广东惠州热电二期燃气热电项目，江西九江电厂二期扩建工程，广东清远电厂二期扩建工程，广西北海电厂二期扩建工程，河北定州电厂三期扩建热电工程，河北沧东电厂三期扩建工程，合计装机容量 9,440 兆瓦。

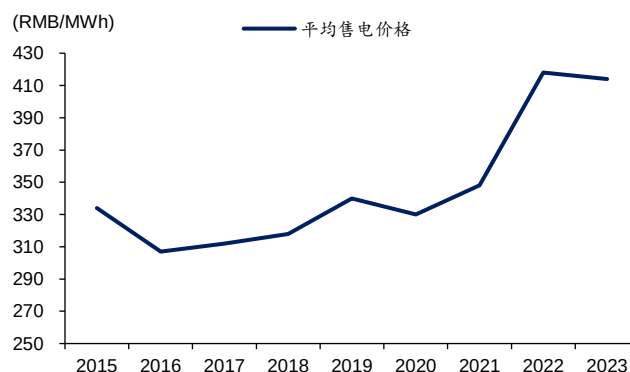
从公司的售电结构来看，2023 年市场交易电量达 194.56 十亿千瓦时，占总售电量的比例上升至 97.4%。2021 年 10 月，在国内多地出现用电紧张煤炭短缺的背景下，国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，将市场交易电价上下浮动范围由分别不超过 10%、15%，调整为原则上均不超过 20%，并且高耗能行业不受 20% 限制，浮动范围的调整扩大了用电紧缺时的电价上移空间。

图表 95：售电结构



资料来源：，华泰研究

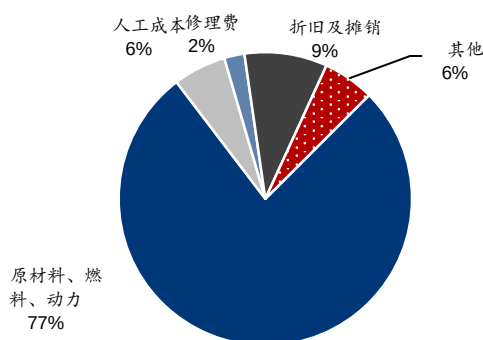
图表 96：平均销售电价



资料来源：公司公告，华泰研究

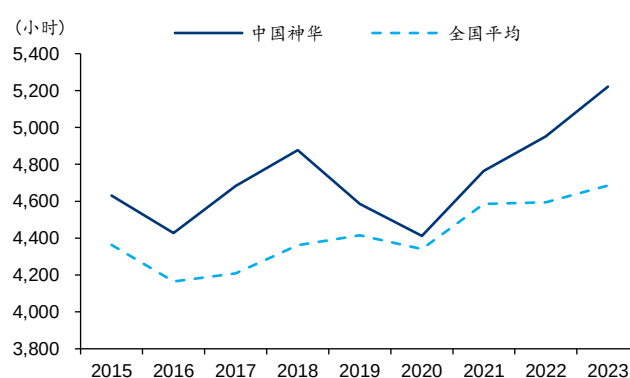
电力业务依托其煤电一体化、区位优势，整体发电效率及成本具备较强竞争力。得益于公司的自有煤炭资源优势，公司发电用煤中自产煤占比较高，基本保持在 80% 水平。2023 年公司发电分部耗用公司内部销售的煤炭量占发电分部耗煤总量 9,380 万吨的 78%。中国神华的单位燃煤电力成本中煤炭占比约 70%-80%，公司可充分受益于其自产煤的低成本优势。尤其是在煤价上行趋势期间，公司自有煤炭较大程度的缓解了电厂原料成本上涨压力。同时公司在煤电一体战略下，机组利用小时数远高于全国平均水平。2023 年公司燃煤发电机组平均利用小时数达 5,221 小时，比全国 6,000 千瓦及以上电厂燃煤发电设备平均利用小时数 4,685 小时高出 536 小时。此外公司积极推动绿色低碳清洁发展，燃煤发电机组 100% 实现脱硫脱硝，常规煤电机组 100% 实现超低排放，同时公司持续深化煤电机组“三改联动”，2023 年公司燃煤电厂平均耗标煤 300 克/千瓦时，创历史新低。低煤耗加持下公司燃煤机组更具成本优势。

图表 97：单位电力成本结构 (2023)



资料来源：，华泰研究

图表 98：火电发电机组利用小时数



资料来源：公司公告，华泰研究

运输：陆港航联运构筑庞大运输网络

公司拥有包括铁路、港口以及航运在内成熟的综合性运输网络，衔接了上游生产地与下游消费地区的运输，实现了产运销的高效协同。铁路方面，公司作为中国第二大铁路运营商，形成了“晋陕蒙”煤炭基地的环形辐射网、“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，总铁路营业里程为 2,408 公里。港口方面，公司拥有包括黄骅港、天津煤码头在内共计 2.7 亿吨吞吐能力的码头。公司 2023 完成装船量 2.56 亿吨，其中黄骅港装船量 2.1 亿吨，是我国西煤东运、北煤南运第二大通道的重要出海口，为增产保供提供保障。航运方面，公司拥有船舶总载重量 213 万吨，航线覆盖黄骅、天津、秦皇岛等主要港口，2023 年航运货运量 1.5 亿吨。

图表99：中国神华运输版图-铁路



资料来源：公司公告，华泰研究

图表100：中国神华运输版图-港口及航运



资料来源：公司公告，华泰研究

能源航母经营稳健，具备长期高分红能力

受益于一体化的业务体系，公司在实现盈利相对稳健的同时一直坚持高比例现金分红政策回馈股东，公司自上市以来平均分红率达 60%。高于行业平均的 45%（申万煤炭开采行业）即使在行业大幅亏损的 2015 年，公司仍实现了 161 亿元的净利润以及 40% 的分红率。公司独有的“煤电路港航化”一体化能源业务模式具有攻守兼备特性，使其在能源周期波动下仍可实现盈利相对稳健。公司目前现金流充裕稳定，公司资产负债率保持在较低水平且还在持续优化，在碳中和背景下资本开支或较为有限，未来高分红具备可持续性。此外，2024 年，国务院国资委将对中央企业全面实施“一企一策”考核，将全面推行上市公司市值管理考核。市值管理考核有望进一步推动央企控股上市公司强化价值管理，包含公司在内的“中特估”央企估值或有潜在的提升驱动力。

股价复盘

从煤炭价格参考切换到股息收益参考，盈利增长或稳定仍是重要基本面支撑。以 A 股为例，从历史上看，煤炭价格是公司股价的重要驱动因素，当煤炭价格走高，公司盈利水平会受益于煤价抬升带来的盈利扩张，为公司股价提升提供基本面支撑。2019-2022 年期间，动力煤市场价与公司收盘价之间相关系数达到 0.8。随着 2022-23 年长协制度执行不断完善，电煤、供热用煤保供更具针对性，由于长协机制在一定程度上锁定了价格，长协成交价呈现出低波动的特征，对于长协比例较高的中国神华来说，盈利的波动性也随之降低，从股价表现来看，对现金流和股息率的考虑逐渐成为公司股价的主导因素，从而使得股价表现从原先煤价-股价的联动反应逐渐切换到股息率-股价的联动反应。而从 2024 年来，市场风格偏好转向高股息，公司股价也在资金面等因素加持下走高，对应股息率有所回落，然而对比其他高分红公司股息率来看，公司股息率仍然较高，公司在股息率方面相对其他公司的优势或是公司近期收盘价仍在不断走高的主要驱动因素。

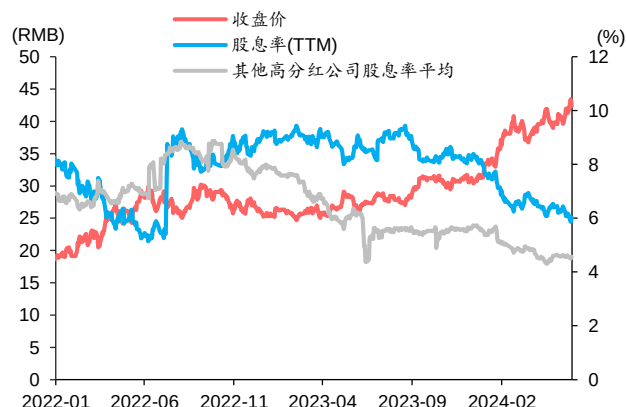
如果从基本面角度拆开看公司估值水平（PE）和公司每股净利润（EPS）的年度变化情况，可以看到公司的股价增长、盈利增长和煤价波动有较好的一致性。2023 年因为长协比例较高的原因，公司净利润下降幅度低于市场煤价下滑幅度，由于市场偏好更多转向股息率驱动，较为稳定的盈利也意味着较为稳定的分红可能，从公司业绩稳定性的角度给公司估值带来一定溢价，公司股价表现也较为坚挺。

图表101：煤价是驱动历史股价表现重要因素



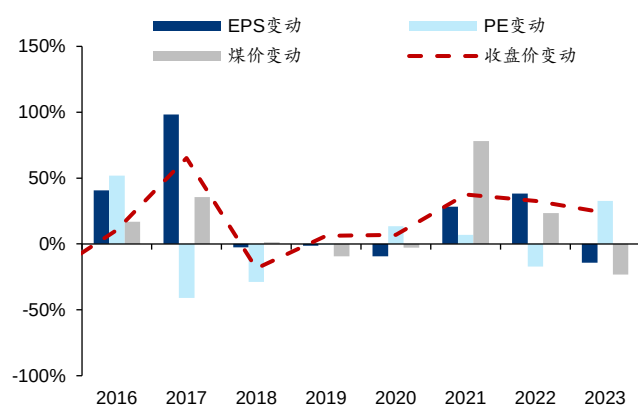
资料来源：，华泰研究

图表102：近年来股息率成为重要参考



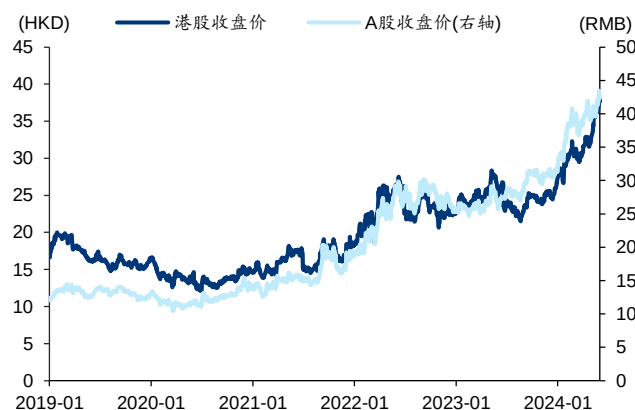
注：其他高分红公司包括中国石油、中国石化、宝钢股份、大秦铁路
资料来源：，华泰研究

图表103: 盈利增长或稳定是重要基本面支撑



资料来源: , 华泰研究

图表104: A/H 股走势基本一致



资料来源: , 华泰研究

首次覆盖，评级“买入”，A/H 目标价 54.2 元 /44.2 港币

盈利预测与估值

中国神华是我国煤电港航一体化的综合能源龙头公司，拥有全产业链协同发展的优势，其中煤炭和电力板块是公司最主要的业务板块，2023 年两部分业务营业收入占合并抵消前营业总收入约 86%，煤电一体的经营模式能够形成板块间的互补协同作用，叠加公司煤炭板块长协占比较高的特点，帮助公司在一定程度上减弱煤炭价格波动对盈利的扰动，有助于公司在不同周期环境中都能维持较好的盈利及现金流水平。我们预计全球传统能源将受到电力需求超预期的带动开启新一轮上涨周期，公司盈利水平将同时受益于煤炭和电力两端的上行空间。公司近五年均维持了较好的分红水平，2023 年分红比例达 75%，在公司盈利稳中有升的预期下，公司具备持续高分红的潜力。

我们预期公司 24/25/26 年净利润为 633/647/659 亿元。考虑到公司的行业龙头地位以及领先于行业的分红水平，行业可比公司 2024E 平均 PE 为 8.9 倍，首次覆盖，我们给予公司 A/H 股“买入”评级，A 股 17.0x2024E PE，对应目标价 54.2 元，按近半年 A/H 平均溢价水平（35%）给予港股目标价 44.2 港币，对应 12.6x2024E PE。

煤炭板块：公司拥有神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区及宝日希勒矿区等优质煤炭资源，在维持已有矿区开发的基础上，公司也在不断扩充新的产能。位于内蒙古的新街一井、二井已经取得采矿许可，未来合计可新增产能 1,600 万吨/年，正在稳步推进后续建设工作。对于杭锦能源和大雁矿业，公司也在稳步推进收购工作，若收购顺利落地，有望增加 1,070 万吨/1,000 万吨的运营和在建产能。我们预计煤炭价格下半年将有来自下游需求改善和夏季/冬季两个销售高峰的支撑，2024 年动力煤的平均价格将达到 900 元/吨，而 2025 年受国内电力需求的持续增长以及与国际能源价格同步上升驱动，煤炭价格中枢有望提升至 950 元/吨。基于对标的市场煤价格，综合考虑公司各个品种煤炭销售情况，我们预测公司 2024-26 年煤炭销售均价为 568/580/586 元/吨。煤炭产销量将保持平稳，2024-26E 煤炭产量为 3.3/3.3/3.3 亿吨，包含外购煤在内的总销量为 4.4/4.4/4.4 亿吨。我们预计公司 2024-26E 煤炭板块营业收入分别为 2,607/2,664/2,693 亿元；在原料成本以及人工成本上行的趋势下，预计营业成本分别为 1,682/1,720/1,736 亿元，板块毛利率维持稳定。

电力板块：2023 年公司持续推进煤电机组和光伏项目建设，湖南岳阳 1、2 号机组、广东清远一期 1、2 号机组、胜利能源露天光伏电站项目等陆续投运，全年新增煤电装机 4,000MW 及光伏装机 333MW，截至 2023 年底总装机容量达到 44.6GW。公司目前共有在建机组 6,800MW 以及 2,640MW 机组待建，包括广东清远电厂二期及广西北海电厂二期扩建等，在煤炭板块稳步发展的前提下扩大电力装机量将有利于巩固公司综合能源龙头地位。我们预计公司发电量将在目前在建项目顺利投产后稳步提升，2024-26E 发电量分别为 2,231/2,355/2,504 亿度电，售电量分别为 2,103/2,221/2,361 亿度电，电力板块 2024-26E 营业收入分别为 916/967/1,028 亿元。受售电成本增加影响，板块 2024-26E 毛利率小幅缩小至 14%/12%/11%。

运输板块：公司运输板块业务主要包括铁路、港口、航运，我们预计运输板块仍将保持平稳运营，营业收入小幅增长至 558/572/586 亿元，营业成本增长至 371/380/393 亿元，对应毛利率分别为 33.5%/33.6%/32.9%。

费用率：我们预计公司的经营状况将保持平稳，销售和管理费用率均维持不变，2024-26E 销售费用率分别为 0.1%/0.1%/0.1%，管理费用率分别为 2.9%/2.9%/2.9%，预计研发费用率或将保持在过去两年平均水平，分别为 1.0%/1.0%/1.0%。

盈利预测：我们预计公司 2024 年营业收入将受到煤价下滑影响同比小幅下降，而 2025-26 年则会随着煤价反弹而小幅走高，2024-26E 营业收入分别为 3,331/3,429/3,512 亿元。在公司整体经营平稳的假设下，我们预计公司 2024-26E 归母净利润分别为 633/647/659 亿元。

图表105：主要运营及财务数据

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
运营数据									
煤炭板块									
销量(百万吨)	461	447	446	482	418	450	442	442	442
板块营收(百万元)	205,191	197,396	190,029	292,661	277,474	273,306	260,672	266,449	269,261
板块毛利润(百万元)	57,878	53,518	49,402	80,642	99,653	87,554	92,484	94,485	95,709
电力板块									
售电量（十亿千瓦时）	268	131	128	156	180	200	210	222	236
板块营收(百万元)	88,452	52,626	49,486	64,124	84,525	92,407	91,581	96,685	102,801
板块毛利润(百万元)	19,961	14,745	11,388	4,951	12,093	15,622	12,541	11,750	11,655
主要财务数据(百万元)									
营业收入	264,101	241,871	233,263	335,640	344,533	343,074	333,082	342,913	351,205
营业成本	(155,502)	(143,394)	(139,023)	(225,101)	(210,059)	(219,922)	(209,960)	(217,606)	(224,263)
毛利润	108,599	98,477	94,240	110,539	134,474	123,152	123,121	125,307	126,942
毛利率 %	41%	41%	40%	33%	39%	36%	37%	37%	36%
营业税金及附加	(10,053)	(10,299)	(10,926)	(16,502)	(19,972)	(18,385)	(17,850)	(18,376)	(18,821)
销售费用	(725)	(640)	(555)	(581)	(410)	(425)	(413)	(425)	(435)
管理费用	(19,879)	(18,479)	(18,072)	(9,119)	(9,930)	(9,812)	(9,659)	(9,944)	(10,185)
财务费用	(4,086)	(2,515)	(1,188)	(88)	(877)	(501)	46	394	734
税前利润	70,069	66,724	62,662	77,150	96,247	87,176	92,425	94,536	96,232
税费开支	(16,028)	(15,184)	(15,397)	(18,016)	(14,551)	(17,578)	(18,636)	(19,062)	(19,404)
少数股东权益	(10,174)	(8,290)	(8,095)	(9,050)	(12,048)	(9,904)	(10,500)	(10,740)	(10,933)
归母净利润	43,867	43,250	39,170	50,084	69,648	59,694	63,288	64,734	65,895
归母净利率(%)	17%	18%	17%	15%	20%	17%	19%	19%	19%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表106：行业可比公司 2024E PE 估值

	股票代码	PE(x)
中煤能源 -A	601898 CH	8.7
兖矿能源 -A	600188 CH	9.5
陕西煤业	601225 CH	11.4
晋控煤业	601001 CH	8.9
山西焦煤	000983 CH	9.4
潞安环能	601699 CH	9.1
平煤股份	601666 CH	7.5
淮北矿业	600985 CH	8.2
华阳股份	600348 CH	9.1
山煤国际	600546 CH	7.4
平均值		8.9

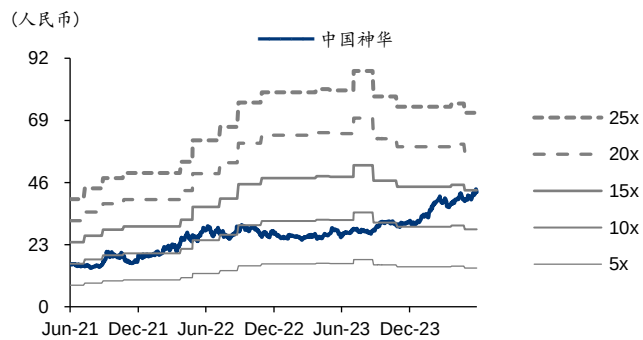
注：数据截至 2024/5/31，为 一致预测
资料来源： ，华泰研究

风险提示

电力需求不及预期：我们对于煤价的基准判断是基于用电需求旺盛进行判断，若电力需求不及预期则会导致煤炭需求走弱，煤价有下行压力。

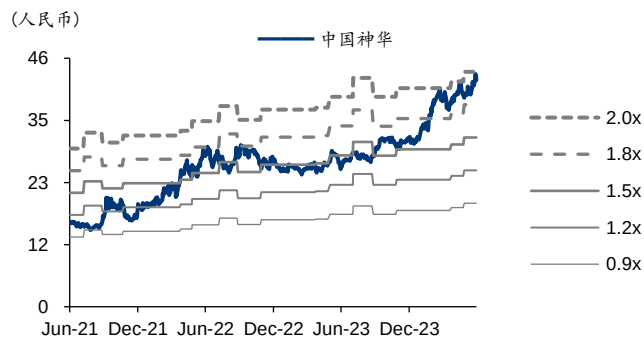
资本开支大幅上行或公司分红比例下行：若公司资本开支大幅上行则可能会影响公司分红水平。

图表107: 中国神华 PE-Bands



资料来源: 、华泰研究

图表108: 中国神华 PB-Bands



资料来源: 、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	211,050	198,951	206,337	243,292	249,332
现金	170,503	149,986	172,443	192,676	214,020
应收账款	10,968	11,875	8,174	12,467	8,673
其他应收账款	2,377	2,731	2,731	2,731	2,731
预付账款	6,809	5,999	5,999	5,999	5,999
存货	12,096	12,846	11,214	13,722	11,977
其他流动资产	8,297	15,514	5,776	15,698	5,931
非流动资产	410,651	431,180	437,866	445,885	452,870
长期投资	49,650	55,571	55,571	55,571	55,571
固定投资	248,381	256,933	261,618	265,241	267,803
无形资产	52,589	61,630	70,287	78,944	87,601
其他非流动资产	60,031	57,046	50,390	46,130	41,895
资产总计	621,701	630,131	644,202	689,178	702,202
流动负债	98,404	91,585	76,771	93,879	78,768
短期借款	5,216	2,927	2,927	2,927	2,927
应付账款	37,871	38,320	21,669	40,504	23,571
其他流动负债	55,317	50,338	52,175	50,447	52,271
非流动负债	64,052	60,176	60,176	60,176	60,176
长期借款	38,438	29,636	29,636	29,636	29,636
其他非流动负债	25,614	30,540	30,540	30,540	30,540
负债合计	162,456	151,761	136,947	154,055	138,944
少数股东权益	65,391	69,678	80,178	90,919	101,851
股本	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869
资本公积	68,014	68,182	68,182	68,182	68,182
留存公积	290,894	299,924	318,309	335,437	352,638
归属母公司股东权益	393,854	408,692	427,077	444,205	461,406
负债和股东权益	621,701	630,131	644,202	689,178	702,202

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	109,734	89,687	93,620	96,147	98,033
净利润	81,655	69,598	73,788	75,474	76,828
折旧摊销	22,874	24,859	23,120	24,182	25,243
财务费用	877.00	501.00	(45.70)	(394.16)	(733.53)
投资损失	(2,420)	(3,815)	(3,500)	(3,500)	(3,500)
营运资金变动	(1,012)	(11,690)	256.97	384.95	195.27
其他经营现金	7,760	10,234	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(56,585)	(36,974)	(26,306)	(28,702)	(28,728)
资本支出	(28,684)	(37,084)	(29,806)	(32,202)	(32,228)
长期投资	(519.00)	(2,887)	3,500	3,500	3,500
其他投资现金	(27,382)	2,997	0.00	0.33	0.11
筹资活动现金	(78,734)	(76,131)	(44,857)	(47,212)	(47,961)
短期借款	40,350	(2,155)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(8,848)	(17,362)	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	(6,653)	168.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(103,583)	(56,782)	(44,857)	(47,212)	(47,961)
现金净增加额	(25,248)	(23,284)	22,457	20,233	21,345

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	344,533	343,074	333,082	342,913	351,205
营业成本	210,059	219,922	209,960	217,606	224,263
营业税金及附加	19,972	18,385	17,850	18,376	18,821
营业费用	410.00	425.00	412.62	424.80	435.07
管理费用	9,930	9,812	9,659	9,944	10,185
财务费用	877.00	501.00	(45.70)	(394.16)	(733.53)
资产减值损失	(3,372)	(3,691)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,420	3,815	3,500	3,500	3,500
营业利润	98,138	91,367	93,513	95,124	96,320
营业外收入	443.00	912.00	912.00	912.00	912.00
营业外支出	2,334	5,103	2,000	1,500	1,000
利润总额	96,247	87,176	92,425	94,536	96,232
所得税	14,592	17,578	18,636	19,062	19,404
净利润	81,655	69,598	73,788	75,474	76,828
少数股东损益	12,029	9,904	10,500	10,740	10,933
归属母公司净利润	69,626	59,694	63,288	64,734	65,895
EBITDA	96,863	87,594	115,499	118,324	120,742
EPS (人民币, 基本)	3.50	3.00	3.19	3.26	3.32

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	2.65	(0.42)	(2.91)	2.95	2.42
营业利润	25.79	(6.90)	2.35	1.72	1.26
归属母公司净利润	39.02	(14.26)	6.02	2.28	1.79
获利能力 (%)					
毛利率	39.03	35.90	36.96	36.54	36.14
净利率	23.70	20.29	22.15	22.01	21.88
ROE	18.07	14.88	15.14	14.86	14.55
ROIC	32.25	27.45	31.15	32.35	33.59
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.13	24.08	21.26	22.35	19.79
净负债比率 (%)	(18.53)	(13.84)	(20.36)	(23.08)	(25.72)
流动比率	2.14	2.17	2.69	2.59	3.17
速动比率	1.88	1.89	2.37	2.30	2.84
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.55	0.52	0.51	0.50
应收账款周转率	32.46	30.04	33.23	33.23	33.23
应付账款周转率	5.86	5.77	7.00	7.00	7.00
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	3.50	3.00	3.19	3.26	3.32
每股经营现金流(最新摊薄)	5.52	4.51	4.71	4.84	4.93
每股净资产(最新摊薄)	19.82	20.57	21.50	22.36	23.22
估值比率					
PE (倍)	12.08	14.09	13.29	12.99	12.76
PB (倍)	2.14	2.06	1.97	1.89	1.82
EV EBITDA (倍)	7.54	8.60	6.29	6.06	5.86

兖矿能源 (1171 HK/600188 CH)


华泰证券
 HUATAI SECURITIES

出海龙头煤企，更享国际煤价弹性

华泰研究

首次覆盖

2024 年 6 月 03 日 | 中国内地/中国香港

煤炭

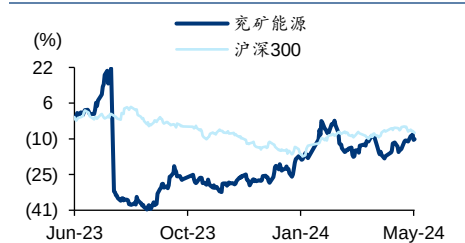
	1171 HK	600188 CH
投资评级:	买入(首评)	买入(首评)
目标价:	港币: 23.50	人民币: 32.50

研究员	刘俊
SAC No. S0570523110003	karliu@htsc.com
SFC No. AVM464	+(852) 3658 6000
研究员	苗雨菲
SAC No. S0570523120005	miaoyufei@htsc.com
SFC No. BTM578	+(86) 21 2897 2228
联系人	马梦辰, CFA
SAC No. S0570122100007	mamengchen@htsc.com
SFC No. BUM666	+(86) 21 2897 2228
联系人	赵宇辰, PhD
SAC No. S0570123110022	zhaoyuchen@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

基本数据

(港币/人民币)	1171 HK	600188 CH
目标价	23.50	32.50
收盘价 (截至 5 月 31 日)	19.52	25.19
市值 (百万)	145,189	187,362
6 个月平均日成交额 (百万)	359.35	817.66
52 周价格范围	10.54-23.10	16.53-33.87
BVPS	7.99	10.64

股价走势图



资料来源:

海内外优质产区布局，国际煤价上行的受益者

公司煤炭业务主要分布在山东、陕蒙、新疆以及澳大利亚四大基地，2023 年实现商品煤产量 1.32 亿吨，其中澳洲商品煤产量贡献 3,887 万吨，已成为澳大利亚最大的专营煤炭生产商，我们认为公司的海外煤炭敞口可充分分享国际煤炭价格上行带来的利润弹性，尤其是在由海外能源趋紧带来的新一轮能源大周期下。我们预期公司 24/25/26 年净利润为 210/226/237 亿元，考虑到公司是唯一拥有海外大型煤矿资产的上市煤企及国际煤价上行对公司的利润弹性，行业可比公司 2024E 平均 PE 为 9.3 倍，我们给予 A 股 11.5x2024E PE，对应目标价 32.5 元，接近半年 A/H 平均溢价水平 (52%) 给予港股目标价 23.5 港币，对应 7.6x2024E PE。首次覆盖，给予公司 A/H 股“买入”评级。

背靠省属独家能源企业，外延增长或有较大空间

2020 年兖矿集团和山东能源集团战略重组，兖矿能源作为重组后山东能源集团唯一的煤炭资产上市平台，在解决同业竞争问题的前提下，公司有望逐步收购山东能源集团的其他煤炭资产。山东能源集团作为唯一一家省属能源企业，拥有雄厚的资源储备。截止 2022 年末，山东能源煤炭资源总量为 908.7 亿吨，可采储量 180.6 亿吨，核定产能 3.237 亿吨/年。剔除兖矿目前的产能之外，仍有约 1 亿吨的潜在空间。

战略规划清晰，落地可行可期

公司在 2021 年发布的《发展战略纲要》中已明确提出将通过内生与外延并举，力争在 5-10 年实现 3 亿吨/年的煤炭产量目标。除了具备集团资产注入条件外，公司也拥有较大的内生增长空间。除了 2023 年新收购的两处集团优质资产在 5 年内具备约 1,300 万吨左右的提产空间，目前有两处合计 1,180 万吨/年产能的煤矿正在建设中，预计今年陆续投产。

超预期电力需求支撑，煤炭基本面趋于收紧

鉴于电力需求的显著增长成为主要驱动因素，加之政策刺激下建筑用煤的改善和工业复苏对化工用煤需求的提振，我们预计煤炭市场基本面将在供应增速放缓的背景下逐步强化。基于此，我们将 2024/2025 年动力煤基准价格的预测上调至 900/950 元每吨，极端天气和地缘冲突等潜在风险或进一步推动煤炭价格向上突破。同时，更加市场化的海外煤炭价格相较于国内煤炭将更加充分与直接的反映能源紧缺态势以及不确定性风险干扰。

风险提示：煤炭需求低于预期，海外能源产运扰动大幅减少，资产注入有不确定性。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	224,973	150,025	151,585	158,057	163,585
+/-%	30.49	(33.31)	1.04	4.27	3.50
归属母公司净利润 (人民币百万)	33,357	20,140	21,029	22,618	23,739
+/-%	91.03	(39.62)	4.41	7.56	4.95
EPS (人民币，最新摊薄)	4.48	2.71	2.83	3.04	3.19
ROE (%)	39.70	23.34	27.08	25.66	23.90
PE (倍)	5.62	9.30	8.91	8.28	7.89
PB (倍)	1.88	2.58	2.27	2.00	1.78
EV EBITDA (倍)	3.73	7.63	5.38	5.03	4.64

资料来源：公司公告、华泰研究预测

兖矿能源：出海龙头煤企，更享国际煤价弹性

核心推荐逻辑

1) 海外煤炭机遇在即：公司作为国内唯一一家拥有海外大型煤矿资产的上市煤企，其均衡的煤炭资产分布使其在煤炭行业中独树一帜。除了在山东、陕蒙、新疆拥有多出优质资源外，公司目前已成为澳大利亚最大的专营煤炭生产商。随着新一轮能源周期的来临，包括煤炭在内的能源品将进入上行周期，而更加市场化以及更易直接受到能源格局扰动的海外煤价将为公司带来额外的利润弹性。

2) 战略布局清晰可期：公司在 21 年发布的《发展战略纲要》中明确了公司未来 5 至 10 年的发展蓝图，旨在通过内生增长和外延扩张相结合的方式，实现煤炭产量的显著提升，力争达到 3 亿吨/年的目标，增长空间可行可期。公司目前仍有待投产的在建项目以及有进一步提产空间的在产资产；此外兖矿能源作为山东能源集团唯一的煤炭资产上市平台，公司有望逐步收购山东能源集团的其他煤炭资产。

3) 产业链附加值升级：公司从传统煤化工产品甲醇向醋酸、醋酸乙酯、聚甲醛、费托蜡、等高端煤化工延伸，进行“一头多线”柔性生产，既满足了市场对环保和高效能源产品的多元需求，也可更加灵活的应对市场变化而实现稳定创收。同时伴随着全球降息以及能源趋紧格局，国际油价的持续上行将凸显煤化工的成本竞争力，为煤化工产品带来更大的盈利空间。

区别于市场的观点：我们认为 AI 与全球工业投资提速下的全球电力大周期将对煤炭需求带来超预期的支撑力。AI 将重塑发达区域的经济与电力增长范式，而工业化与基建的浪潮也为全球大量区域提升了新一轮的增长驱动。海外能源价格联动性驱动全球能源价格稳中有增。海外整体的电价也稳步走高，提升了能源价格的支撑空间，全球电力需求高增长或将带来缺电风险，我们预期海外电价易涨难跌。海外天然气与煤炭的价格具备较强的价格联动性，化石能源发电需求超预期下，我们认为海外煤炭价格中枢有望维持稳中有增。公司依靠多样化的煤炭产品以及海外资产的布局，将更加充分的享受到新一轮能源大周期下的煤价弹性。

兖矿能源：出海龙头煤企，更享国际煤价弹性

省属唯一能源集团控股，集团唯一煤炭上市平台。公司控股股东为山东能源集团有限公司（山东能源），为全国第三大煤炭生产企业。截止 2023 年末，山东能源直接和间接持有兖矿能源 54.69% 股份，公司实际控制人为山东省国资委。2020 年，兖矿集团与原山东能源集团战略重组为山东能源集团，原山能集团的资产、负债，业务等并入原兖矿集团，原兖矿集团作为存续主体更名为山东能源集团。山东能源旗下有包括兖矿能源、山东玻纤、新风光、云鼎科技、齐翔腾达等多家上市公司，其中兖矿能源是集团唯一的煤炭板块上市主体。在解决同业竞争问题的前提下，公司有望逐步收购山东能源集团的其他煤炭资产。截止 2022 年末，山东能源集团煤炭资源总量为 908.7 亿吨，可采储量 180.6 亿吨，资源储备雄厚。

图表109：股权结构图



资料来源：公司公告，华泰研究

聚焦煤炭主业扩张，资产布局覆盖海内外优质产区。兖矿能源作为国内唯一一家拥有全球四地上市平台的龙头煤企，积极推进资产布局与产业结构优化，先后在境内外煤矿优质产区进行并购重组。2017 年，公司实现了澳洲资产版图扩张，成功完成联合煤炭 100% 股权并购，成为全球煤炭行业近 5 年来最大的兼并重组案；同年兖煤澳洲的年产 2,100 万吨特大型矿井莫拉本煤矿全面建成运营，形成了莫拉本、HVO 和 MTW 海外三大主力资产的格局。自 2018 年起，千万吨级矿井群（转龙湾，石拉乌素，营盘壕，金鸡滩）逐步投产并被收购进上市公司，陕蒙基地产能大幅提升。目前公司资产分布于成山东、陕蒙、新疆和澳洲四大优质产区。截至 2023 年末，公司在境内拥有 468 亿吨煤炭资源量（中国国家标准），以及 87.5 亿吨海外煤炭资源量（JORC 标准）；在产煤炭产能共计 2.3 亿吨/年。此外公司拥有两处在建煤矿，年产 180 万吨的万福煤矿预计 2024 年投产，年产 1,000 万吨的五彩湾四矿一期预计 2025 年投产。除具备内生增长潜力外，公司在《发展战略纲要》中已明确提出将通过内生与外延并举，力争在 5-10 年实现 3 亿吨/年的煤炭产量目标，战略目标清晰可行。

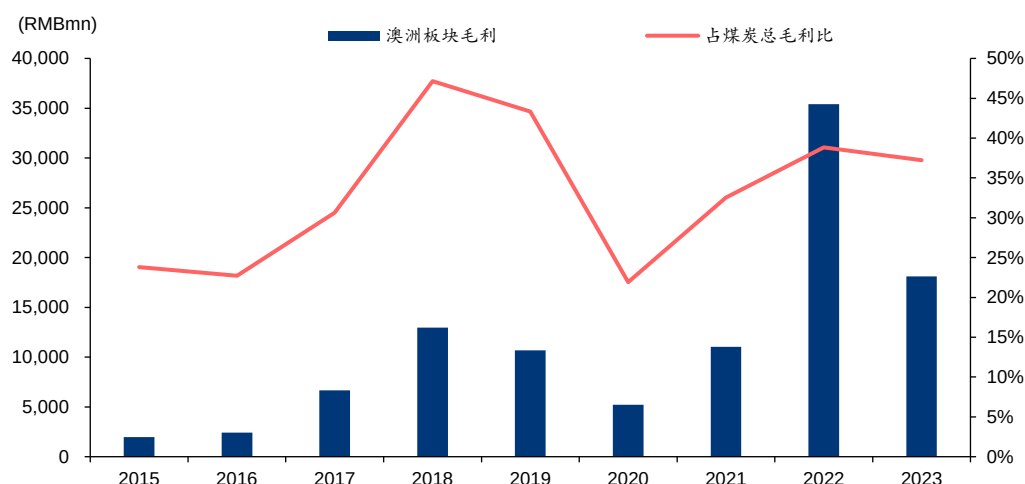
图表110: 兖矿能源煤矿产能

地区	矿区	核定产能(万吨/年)	权益	状态
山东		5,735		
	南屯煤矿	270	100%	在产
	兴隆庄煤矿	600	100%	在产
	鲍店煤矿	600	100%	在产
	东滩煤矿	750	100%	在产
	济宁二号煤矿	390	100%	在产
	济宁三号煤矿	600	100%	在产
	杨村煤矿	115	100%	在产
	赵楼煤矿	330	98%	在产
	郭屯矿业	240	44%	在产
	彭庄煤矿	80	44%	在产
	新巨龙公司	600	31%	在产
	李楼煤业	190	51%	在产
	唐口煤业	390	51%	在产
	陈蛮庄煤矿	70	51%	在产
	梁宝寺煤矿	330	43%	在产
	万福煤矿	180	98%	在建, 计划 2024 年投产
陕蒙		4,420		
	石拉乌素煤矿	800	59%	在产
	营盘壕煤矿	800	72%	试运转
	转龙湾煤矿	1,000	100%	在产
	金鸡滩煤矿	1,700	74%	在产
新疆		3,050		
	伊犁一矿	1,000	51%	在产
	伊犁四矿	900	28%	在产
	硫磺沟煤矿	150	26%	在产
	五彩湾四矿一期	1,000	39%	在建, 计划 2024 年投产
澳洲		10,710		
	莫拉本煤矿	2,200	59%	在产
	亨特谷运营(HVO)	3,800	32%	在产
	索利山沃克沃思煤矿 (MTW)	2,800	52%	在产
	格罗斯特矿区	560	62%	在产
	雅若碧煤矿	400	62%	在产
	坎贝唐煤矿	350	100%	在产
	普力马煤矿	500	100%	在产
	合计	22,735		

资料来源: 公司公告, 华泰研究

澳洲煤炭毛利贡献近四成, 将充分受益于国际煤价上行。兖矿能源海外业务主要通过其子公司兖州煤业澳大利亚有限公司(兖煤澳洲, 62.26%股权)以及兖煤国际有限公司(兖煤国际, 100%股权)开展。公司于 2004 年收购澳思达煤矿开启了海外扩张之路, 也是我国企业首次成功收购境外煤矿, 之后陆续收购了包括莫拉本(现 2,200 万吨/年产能)、HVO(3,800 万吨/年)以及 MTW(2,800 万吨/年)在内的稀缺资产, 成为全球煤炭最大出口国澳大利亚的最大独立煤炭运营商。2023 年公司澳洲基地共生产煤矿 3,887 万吨, 占公司总产量的 29%。作为国内唯一拥有海外煤矿资产的煤企, 公司盈利将充分受益于更加市场化的国际煤价弹性, 尤其在能源上行周期将享有更强的价格驱动力。22/23 年公司澳洲板块毛利分别占公司煤炭板块总毛利的 38.8/37.2%。

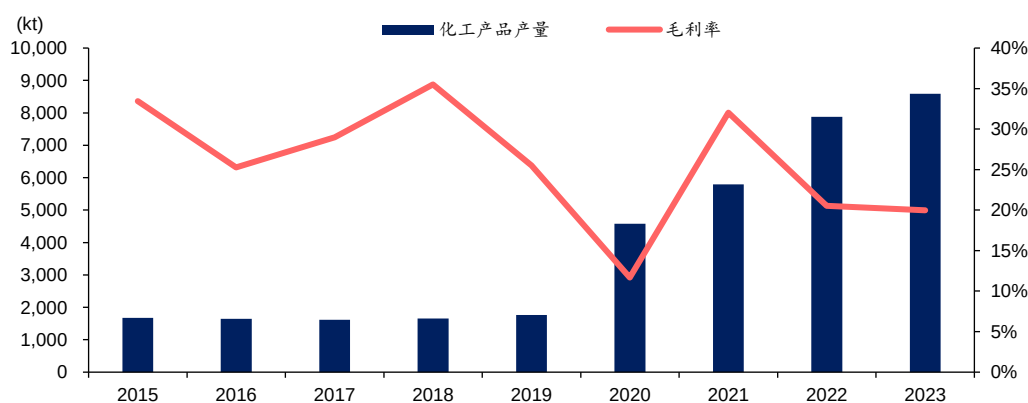
图表111: 公司澳洲煤炭毛利



资料来源: 公司公告, 华泰研究

向产业链高附加值端延伸, 能源价格上涨推升煤化工产品盈利空间。公司拥有从煤炭开采到煤化工产品生产的完整产业链, 使得公司能够高效地将煤炭资源转化为高附加值的化工产品。公司着重高质量建设鲁南化工、未来能源、荣信化工、榆林能化、新疆能化等 5 个高端精细化工园区, 产品继续向更精细、更高端巩固延伸。公司在煤化工业务的持续布局下, 化工产品产量逐年提升, 2023 年公司化工产品产量突破 850 万吨, 10 年间产量复合增速达 30%。同时并提出力争 5-10 年化工品年产量 2000 万吨以上的战略发展目标, 其中化工新材料和高端化工品占比将超过 70%。在打造精细化提升产品价格的同时, 公司化工配套项目利用自有煤资源充分压缩成本, 相较于其他煤化工企业保留了更大的盈利空间。我们认为新一轮的能源周期下, 化工产品价格将受到原油价格上行的成本支撑, 进而使得煤化工成本竞争优势扩大, 并受益于产品价格上行带来的盈利弹性

图表112: 公司化工品产量及毛利率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

股价复盘

煤炭价格是公司股价重要驱动因素，2023 年末以来股息率成为重要参考。以 A 股为例，公司股价与煤炭价格从 2019 年到 2023 年 9 月相关系数达到 0.81，煤炭价格是公司股价重要驱动因素。和长协占比较高的公司不同，公司长协销售比例较低，2022-23 年股价仍与市场煤价趋势相关度较高。2023 年 9 月，公司发布关于 2023-25 年分红规划的公告，承诺 2023-25 年年度现金分红总额占当年扣除法定储备后净利润约 60%。且随着市场风格偏好转向高股息，尽管 2024 年来煤炭价格并未出现显著上涨，公司股价仍在资金面等因素影响下走高，并带动股息率有所降低。

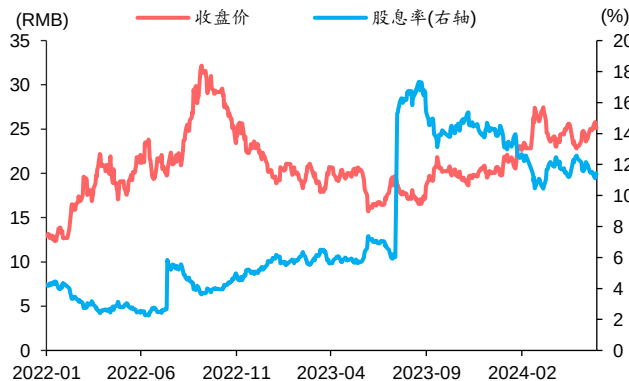
从基本面角度拆开看公司估值水平（PE）和公司每股净利润（EPS）的年度变化情况，公司的股价增长、盈利增长和煤价波动有较好的一致性，2023 年受公司分红及分红预期提高带动，估值水平在盈利下滑时反而有所上升。

图表113：煤价是驱动历史股价表现重要因素



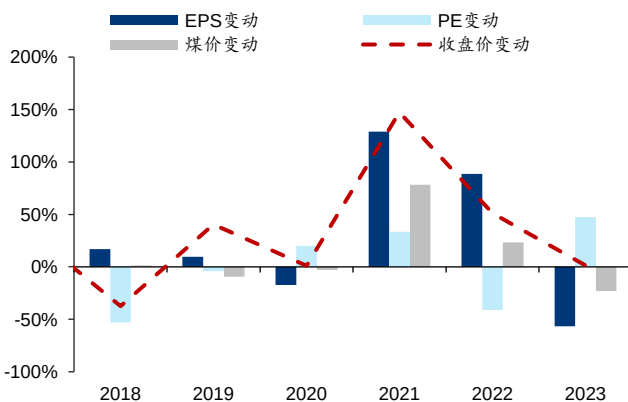
资料来源：，华泰研究

图表114：2023 年末以来股息率成为重要参考



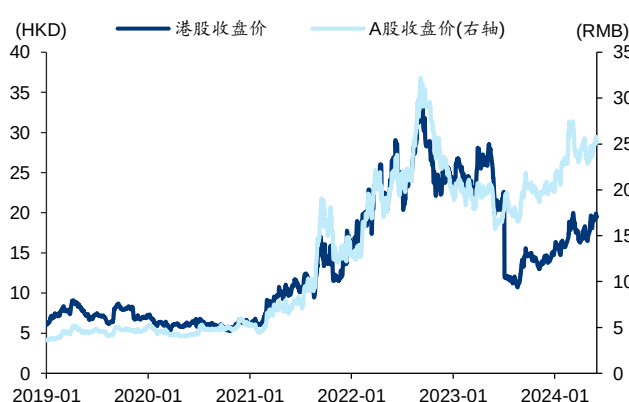
资料来源：，华泰研究

图表115：盈利增长是重要基本面支撑



资料来源：，华泰研究

图表116：A/H 股走势基本一致



注：2023 年分红包括红股派送

资料来源：，华泰研究

首次覆盖，评级“买入”，目标价 32.5 元/23.5 港币

盈利预测与估值

在本轮由 AI 算力发展、发展中国家工业化及基建投资、中国新质生产力与出口业务驱动的新一轮全球电力需求扩张期下，全球传统能源定价有望迎来中枢上移，兖矿能源拥有澳洲子公司兖煤澳大利亚（2023 年收入占兖矿能源总收入 35%），是澳大利亚最大的纯煤炭生产商，可以充分享受海外煤价上行带来的利润增长空间，公司国内煤炭销售中长协占比也相对较低，利润相对煤价弹性较大，在煤价上行市场中将具有较好的成长属性。此外，公司提出力争在 5-10 年实现 3 亿吨/年的煤炭产量目标，未来在煤炭产量方面仍有较大增长潜力。

我们预期公司 24/25/26 年净利润为 210/226/237 亿元，考虑到公司是唯一拥有海外大型煤矿资产的上市煤企及国际煤价上行对公司的利润弹性，行业可比公司 2024E 平均 PE 为 9.3 倍，我们给予 A 股 11.5x2024E PE，对应目标价 32.5 元，接近半年 A/H 平均溢价水平(52%)给予港股目标价 23.5 港币，对应 7.6x2024E PE。首次覆盖，给予公司 A/H 股“买入”评级。

煤炭板块：我们认为在下半年下游需求改善和夏季/冬季两个销售高峰的推动下，煤炭价格将得到更加稳固的支撑。预计 2024 年动力煤的平均价格将达到 900 元/吨，而到了 2025 年，由于国内电力需求的持续增长以及与国际能源价格的同步上升，煤炭价格中枢有望提升至 950 元/吨。基于对标的市场煤价格，综合考虑公司各个品种煤炭销售情况及定价，我们预测公司 2024-26 年煤炭销售均价为 747/772/777 元/吨。煤炭产量方面，公司 2023 年收购鲁西矿业和新疆能化两处资产，根据公司规模，5 年内两处资产产能将提升至 5,000 万吨以上。兖煤澳大利亚子公司产量在 2023 年也逐渐从降雨影响中恢复，全年产量提高 13.5%，根据兖煤澳大利亚公司指引，2024 年公司产量有望进一步提升(4.8%-16.8% yoy)。我们预计兖矿能源 2024-26 年煤炭产量为 1.4/1.44/1.5 亿吨。我们预计自产煤单位成本将小幅上行，贸易煤成本在 2024 年随市场煤均价下行有所降低但 2025-26 年将重新上升，综合考虑我们预计 2024-26E 公司煤炭单位成本分别为 385/395/397 元/吨。

煤化工板块：公司煤化工板块 2023 年稳步增长，新收购的新疆能化资产进一步扩充公司煤化工板块产能，2023 年全年实现煤化工产品产量 859 万吨，创历史新高。我们预计公司煤化工产品产量在 2024-26 年将进一步提升至 870 万吨。2024 年煤炭成本的降低将有助于公司煤化工板块毛利水平提升，而 2025-26 年煤炭价格上涨将带动成本有所反弹，小幅压降板块毛利率。

费用率：我们预计公司的经营状况将保持平稳，并预测各项费用率和 2023 年相比维持相同水平，2024-26E 销售费用率分别为 3.3%/3.3%/3.3%，管理费用率分别为 5.7%/5.7%/5.7%，研发费用率分别为 1.9%/1.9%/1.9%。

盈利预测：我们预计公司 2024 年营业收入将受益于提高的煤炭产销量小幅提升，2024-26E 营业收入分别为 1,516/1,581/1,636 亿元，同期营业成本则分别为 901/936/969 亿元。在公司整体经营平稳的假设下，我们预计公司 2024-26E 归母净利润分别为 210/226/237 亿元。

图表117：主要经营及财务数据

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
煤炭业务								
产量 (百万吨)	94	120	105	131	132	140	144	150
销量 (百万吨)	116	148	106	135	127	134	137	143
平均售价 (RMB/t)	549	470	793	1,078	803	747	772	777
单位成本 (元/吨)	334	306	445	436	388	385	395	397
吨毛利 (元/吨)	215	165	348	641	415	362	377	380
毛利率 (%)	39%	35%	44%	60%	52%	48%	49%	49%
煤化工业务								
产量 (千吨)	1,762	4,577	5,794	7,880	8,587	8,704	8,704	8,704
销量 (千吨)	1,749	4,276	5,245	7,304	7,862	7,969	7,969	7,969
营业收入 (百万元)	2,863	10,514	21,402	24,273	26,398	27,327	27,676	27,820
营业成本 (百万元)	2,133	9,286	14,551	19,289	21,130	20,044	20,686	21,327
毛利润 (百万元)	730	1,228	6,851	4,984	5,268	7,283	6,990	6,493
毛利率%	25.5%	11.7%	32.0%	20.5%	20.0%	26.7%	25.3%	23.3%
主要财务数据 (百万元)								
主营业务收入	200,647	214,992	172,403	224,973	150,025	151,585	158,057	163,585
同比 %	23.1%	7.1%	-19.8%	30.5%	-33.3%	1.0%	4.3%	3.5%
主营业务成本	(172,736)	(186,571)	(107,336)	(129,487)	(89,061)	(90,130)	(93,555)	(96,858)
毛利润	27,911	28,421	65,067	95,486	60,964	61,455	64,502	66,726
毛利率(%)	13.9%	13.2%	37.7%	42.4%	40.6%	40.5%	40.8%	40.8%
营业税金及附加	(2,135)	(3,421)	(4,225)	(8,113)	(6,432)	(6,063)	(6,480)	(6,707)
销售及管理费用	(10,175)	(10,801)	(9,834)	(15,450)	(13,483)	(13,624)	(14,205)	(14,702)
财务费用净额	(2,537)	(2,690)	(4,913)	(6,113)	(3,904)	(3,719)	(2,846)	(2,269)
税前利润	14,043	9,254	24,041	62,142	37,009	36,984	39,779	41,750
税费开支	(2,934)	(2,416)	(5,474)	(16,112)	(9,857)	(9,246)	(9,945)	(10,437)
少数股东权益	(1,862)	775	(2,129)	(12,211)	(6,567)	(6,709)	(7,216)	(7,574)
归母净利润	9,248	7,613	17,462	33,357	20,140	21,029	22,618	23,739
归母净利润率(%)	4.6%	3.5%	10.1%	14.8%	13.4%	13.9%	14.3%	14.5%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表118：行业可比公司平均 2024E PE 估值

	股票代码	PE(x)
中国神华 - A	601088 CH	13.7
中煤能源 - A	601898 CH	8.7
陕西煤业	601225 CH	11.4
晋控煤业	601001 CH	8.9
山西焦煤	000983 CH	9.4
潞安环能	601699 CH	9.1
平煤股份	601666 CH	7.5
淮北矿业	600985 CH	8.2
华阳股份	600348 CH	9.1
山煤国际	600546 CH	7.4
平均值		9.3

注：数据截至 2024/6/2，为一致预测
资料来源：，华泰研究

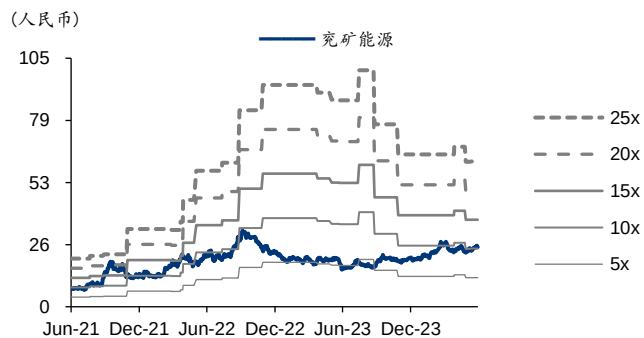
风险提示

煤炭需求低于预期：煤炭需求的大幅减少将影响公司市场化定价的煤炭销售收入。

海外能源产运扰动大幅减少：海外产运扰动减少将缓解海外煤炭供需紧张的现状，使得煤价中枢下移，影响公司在海外市场上煤炭的销售收入。

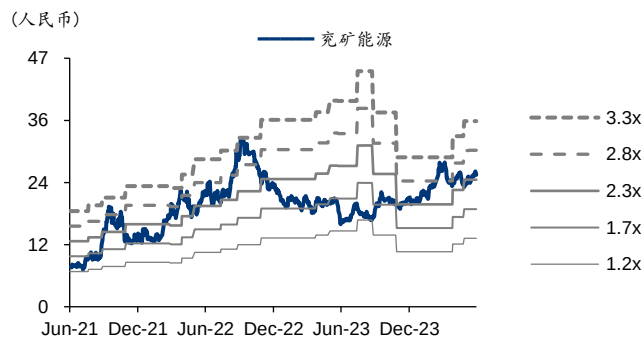
资产注入有不确定性：集团资产注入的预期存在不确定性，影响公司成长性。

图表119: 兖矿能源 PE-Bands



资料来源: 、华泰研究

图表120: 兖矿能源 PB-Bands



资料来源: 、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	126,310	96,169	97,854	99,694	123,498
现金	66,593	37,597	35,512	39,716	59,882
应收账款	8,054	6,946	8,210	7,593	8,763
其他应收账款	5,942	4,201	4,201	4,201	4,201
预付账款	4,190	5,074	5,074	5,074	5,074
存货	9,676	7,742	9,885	8,412	10,531
其他流动资产	31,854	34,609	34,971	34,699	35,048
非流动资产	251,166	258,109	257,328	257,047	256,267
长期投资	23,799	23,993	23,993	23,993	23,993
固定投资	112,035	112,476	112,392	111,807	110,722
无形资产	67,981	67,156	66,593	67,030	67,468
其他非流动资产	47,351	54,485	54,351	54,218	54,085
资产总计	377,475	354,278	355,182	356,742	379,765
流动负债	131,333	123,109	127,360	125,659	129,819
短期借款	6,486	4,084	4,084	4,084	4,084
应付账款	23,420	19,553	23,936	21,206	25,530
其他流动负债	101,426	99,472	99,339	100,369	100,205
非流动负债	102,232	112,835	92,835	77,835	77,835
长期借款	42,829	61,355	41,355	26,355	26,355
其他非流动负债	59,403	51,480	51,480	51,480	51,480
负债合计	233,565	235,944	220,195	203,495	207,655
少数股东权益	44,060	45,640	52,349	59,565	67,139
股本	4,949	7,439	7,439	7,439	7,439
资本公积	5,856	(404.08)	(404.08)	(404.08)	(404.08)
留存公积	78,151	51,865	61,809	72,853	84,143
归属母公司股东权益	99,851	72,694	82,638	93,682	104,972
负债和股东权益	377,475	354,278	355,182	356,742	379,765

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	53,450	16,168	43,519	44,424	45,684
净利润	46,030	27,151	27,738	29,834	31,312
折旧摊销	14,000	14,536	13,381	12,881	13,381
财务费用	6,113	3,904	3,719	2,846	2,269
投资损失	(3,270)	(2,259)	(1,800)	(1,800)	(1,800)
营运资金变动	(3,878)	(27,198)	481.08	662.61	521.63
其他经营现金	(5,543)	32.50	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(12,632)	(12,203)	(10,801)	(10,801)	(10,801)
资本支出	(18,182)	(18,191)	(12,601)	(12,601)	(12,601)
长期投资	4,517	3,243	1,800	1,800	1,800
其他投资现金	1,033	2,745	0.44	0.44	0.44
筹资活动现金	(43,271)	(32,513)	(34,803)	(29,420)	(14,718)
短期借款	10,083	5,431	0.00	0.00	0.00
长期借款	(27,387)	9,605	(20,000)	(15,000)	0.00
普通股增加	74.52	2,491	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	5,042	(6,260)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(31,083)	(43,779)	(14,803)	(14,420)	(14,718)
现金净增加额	(1,421)	(28,045)	(2,085)	4,204	20,166

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	224,973	150,025	151,585	158,057	163,585
营业成本	129,487	89,061	90,130	93,555	96,858
营业税金及附加	8,113	6,432	6,063	6,480	6,707
营业费用	6,835	5,002	5,054	5,269	5,454
管理费用	8,615	8,482	8,570	8,936	9,248
财务费用	6,113	3,904	3,719	2,846	2,269
资产减值损失	(2,491)	(35.09)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
公允价值变动收益	(117.13)	89.90	61.38	61.38	61.38
投资净收益	3,270	2,259	1,800	1,800	1,800
营业利润	62,489	36,963	36,938	39,734	41,705
营业外收入	398.97	368.47	368.47	368.47	368.47
营业外支出	745.72	323.00	323.00	323.00	323.00
利润总额	62,142	37,009	36,984	39,779	41,750
所得税	16,112	9,857	9,246	9,945	10,437
净利润	46,030	27,151	27,738	29,834	31,312
少数股东损益	12,211	6,567	6,709	7,216	7,574
归属母公司净利润	33,357	20,140	21,029	22,618	23,739
EBITDA	68,207	40,912	54,083	55,506	57,400
EPS (人民币, 基本)	4.55	2.74	2.83	3.04	3.19

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	30.49	(33.31)	1.04	4.27	3.50
营业利润	157.53	(40.85)	(0.07)	7.57	4.96
归属母公司净利润	91.03	(39.62)	4.41	7.56	4.95
获利能力 (%)					
毛利率	42.44	40.64	40.54	40.81	40.79
净利率	20.46	18.10	18.30	18.88	19.14
ROE	39.70	23.34	27.08	25.66	23.90
ROIC	46.16	26.04	30.24	34.38	39.08
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.88	66.60	62.00	57.04	54.68
净负债比率 (%)	30.60	84.67	53.65	34.73	19.21
流动比率	0.96	0.78	0.77	0.79	0.95
速动比率	0.66	0.44	0.42	0.45	0.61
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.41	0.43	0.44	0.44
应收账款周转率	31.61	20.00	20.00	20.00	20.00
应付账款周转率	6.74	4.14	4.14	4.14	4.14
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	4.48	2.71	2.83	3.04	3.19
每股经营现金流(最新摊薄)	7.19	2.17	5.85	5.97	6.14
每股净资产(最新摊薄)	13.42	9.77	11.11	12.60	14.11
估值比率					
PE (倍)	5.62	9.30	8.91	8.28	7.89
PB (倍)	1.88	2.58	2.27	2.00	1.78
EV EBITDA (倍)	3.73	7.63	5.38	5.03	4.64

中字头煤炭翘楚，估值有望乘势而上

华泰研究

首次覆盖

2024 年 6 月 03 日 | 中国内地/中国香港

煤炭

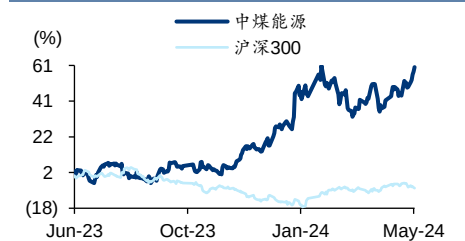
	1898 HK	601898 CH
投资评级:	买入(首评)	买入(首评)
目标价:	港币: 11.10	人民币: 16.00

研究员	刘俊
SAC No. S0570523110003	karliu@htsc.com
SFC No. AVM464	+(852) 3658 6000
研究员	苗雨菲
SAC No. S0570523120005	miaoyufei@htsc.com
SFC No. BTM578	+(86) 21 2897 2228
联系人	马梦辰, CFA
SAC No. S0570122100007	mamengchen@htsc.com
SFC No. BUM666	+(86) 21 2897 2228
联系人	赵宇辰, PhD
SAC No. S0570123110022	zhaoyuchen@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

基本数据

(港币/人民币)	1898 HK	601898 CH
目标价	11.10	16.00
收盘价 (截至 5 月 31 日)	9.85	13.28
市值 (百万)	130,598	176,075
6 个月平均日成交额 (百万)	173.89	420.81
52 周价格范围	5.31-9.98	7.96-13.36
BVPS	11.30	11.30

股价走势图



资料来源:

煤炭巨头仍具备成长性，有望迎来价值重估

中煤能源是大型能源央企-中国中煤能源集团旗下的上市公司，除主营业务煤炭生产外，产业也向煤化工、发电、煤矿装备制造等领域延伸。公司的煤炭资源主要分布在晋陕蒙优质产区，目前产量已超过 1.3 亿吨，位居上市煤企第三，未来仍有在建项目带来的产能增量以及集团资产注入空间。我们预期公司 2024-2026 年归母净利润为 201.9/219.2/234.4 亿元，行业可比公司 24E PE 均值为 9.4 倍，考虑到公司产能仍有增长潜力及分红比例在龙头煤企中仍有提高空间，首次覆盖，给予公司 A/H 股“买入”评级及 A 股 10.5x 24E PE，对应目标价 16.0 元，接近半年来 A/H 股溢价幅度（59%）给予港股目标价 11.1 港币，对应 6.6x2024E PE。

以煤为主全面延伸，各板块仍有增量释放

近年来公司在夯实煤炭主业的基础上，持续推动煤炭产业向煤化、煤电方向延伸，提升整体产业链价值增值能力。未来公司煤炭、煤化工、电力板块均有新的增量待释放。包括产能从 1,500 万吨/年调整至 2,000 万吨/年的大海则煤矿，400 万吨/年的里必煤矿、240 万吨/年的苇子沟煤矿；90 万吨/年的聚烯烃榆林煤化工二期；2×660MW 乌审旗电厂项目，2×350MW 安太堡煤电项目。另外根据避免同业竞争协议，后续集团两处产能共计 2,308 万吨的煤炭资产也有望注入。

煤炭景气周期盈利稳健，已迎来特别派息及中期分红

目前公司分红比例稳定在 30% 水平，在业内处于较低位置，尤其是相较于规模相当的头部煤企。但随着公司盈利能力以及债务负担的持续改善，目前现金储备充沛，具备提升分红的基础。5 月 30 日，公司宣派每股 0.113 元的特别分红，同时建议 2024 年中期分红比例不低于 1H24 归母净利润的 30%。我们认为本次增派特别股息以及中期分红提议是公司对新国九条指引的积极响应，同时也向市场传递了对于公司发展以及投资价值的信心。

超预期电力需求支撑，煤炭基本面趋于收紧

我们认为煤炭市场基本面将在以超预期电力需求叠加供应端增长放缓的双重驱动下逐渐趋紧，同时能源价格联动性也将对煤炭价格上行形成助推，尤其是海外市场在新的能源格局下更易面对紧缺风险，电价、气价与煤价有望共振上行。我们将 2024/2025 年动力煤基准价格的预测上调至 900/950 元每吨，极端天气和地缘冲突等潜在风险或进一步推动煤炭价格向上突破。公司作为煤炭龙头企业，将受益于能源上行周期带来的盈利弹性，有望实现量价与估值的齐升。

风险提示：煤炭需求弱于预期，项目进展慢于预期，资产注入不确定性。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	220,577	192,969	190,288	200,308	207,243
+/-%	(8.03)	(12.52)	(1.39)	5.27	3.46
归属母公司净利润 (人民币百万)	18,241	19,534	20,187	21,918	23,444
+/-%	32.76	7.09	3.34	8.58	6.96
EPS (人民币，最新摊薄)	1.38	1.47	1.52	1.65	1.77
ROE (%)	14.92	14.21	13.41	13.29	13.01
PE (倍)	9.65	9.01	8.72	8.03	7.51
PB (倍)	1.35	1.22	1.12	1.02	0.94
EV EBITDA (倍)	4.79	4.70	3.16	2.56	2.07

资料来源：公司公告、华泰研究预测

中煤能源：中字头煤炭翘楚，估值有望乘势而上

核心推荐逻辑

1) **产量超亿吨且稳中仍有增，具备量价齐升条件**：近两年公司所属东露天矿、安家岭露天煤矿等项目陆续取得产能核增批复，合计增加煤炭产能 1,710 万吨/年；大海则煤矿建设规模由 1500 万吨/年调整为 2000 万吨/年，并已于 2023 年投产。另外公司 400 万吨/年的里必煤矿和 240 万吨/年的苇子沟煤矿项目正在在建中，未来投产后公司产能将有进一步扩充。此外公司作为背靠央企的大型能源公司，未来仍有一定的资产注入空间。叠加我们对于煤价的乐观前景预期，公司有望乘煤价上行之风迎来量价齐升。

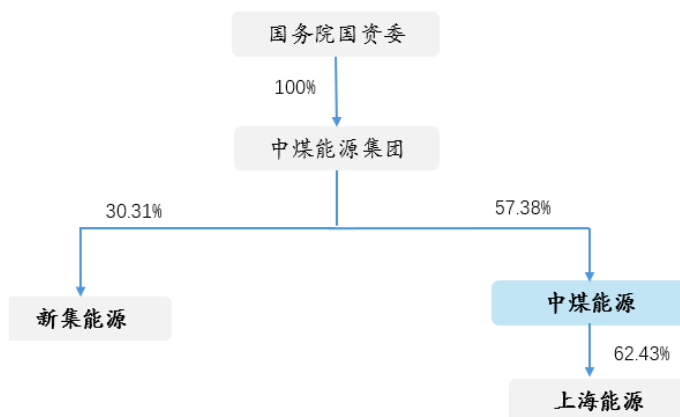
2) **能源央企背景，“中字头”估值有望提升**：目前公司相较于其他亿吨级产量龙头煤企估值水平处于洼地，国资委已提出进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核中，加强市值管理将引导央国企更重视所控股上市公司的市场表现。除了股东增持、回购股份、股权激励等措施，现金分红比例也有望进一步提升。当前公司分红处于行业中较低水平，但随着近两年公司煤炭主业的稳定盈利以及大额资产减值逐步完成，未来具备提高分红的潜力，有望向高股息追进。

区别于市场的观点：我们对于本轮能源转型驱动下的煤炭供需基本面预期更为乐观，随着 AI 技术的深度应用和全球工业投资的提速，全球正临新一轮的电力大周期，为煤炭需求提供了坚实的支撑。AI 正逐步重塑发达区域的经济与电力增长模式，而工业化和基础设施建设的热潮也在全球范围内催生了新一轮的增长动力。海外能源价格的联动性促使全球能源价格保持稳定增长，而海外电价的稳步上升则进一步提升了能源价格的支撑力。鉴于海外天然气与煤炭价格之间紧密的价格联动性，在化石能源发电需求超出预期的情况下，我们认为海外煤炭价格将维持稳中有增的态势。在这样的市场环境下，公司作为中字头的龙头煤企，无论从资产规模与质量、盈利能力、亦或是估值空间等多角度来看，都将有顺势而起的潜力。

中煤能源：中字头煤炭翘楚，估值有望乘势而上

能源央企控股上市公司，背景雄厚。中国中煤能源股份有限公司（中煤能源）控股股东中国中煤能源集团（中国中煤）是国务院国有资产监督管理委员会直属的大型煤炭生产企业之一，是国内唯一具有煤矿设计、煤矿建设、煤机装备制造、煤炭开采及煤炭洗选加工、煤化工、煤矿坑口发电、煤炭及化工产品贸易等全产业链的企业。截止 2023 年 3 月末，中国中煤可控煤炭资源储量 796.8 亿吨，其中可采储量 454.8 亿吨；共拥生产矿井 62 座，煤炭总生产能力 2.3 亿吨/年。集团拥有中煤能源、上海能源（中煤能源控股子公司）、新集能源 3 家上市公司。公司在股东支持、资源获取、政策支持等方面具有明显优势。截至 2023 年末，控股股东中国中煤持股占比为 57.38%。

图表121：截至 2023 年末股权结构图



资料来源：公司公告，华泰研究

煤炭产能规模优势突出。公司的煤炭资源主要分布在晋陕蒙优质产区，包括安太堡煤矿、安家岭煤矿、以及东露天煤矿在内的千万吨级大型煤矿项目最为集中的平朔矿区位于国家指定全国 14 个大型煤炭基地之一的晋北基地，是华北和西北煤炭生产省份的主要煤矿中距离主要煤炭装运港口最近的矿区之一。截止 2023 年，公司拥有煤炭资源量 266.48 亿吨，可采储量 138.71 亿吨，证实储量 49.60 亿吨。2023 年公司共生产原煤 1.34 亿吨，同比增长 12.6%，产量规模位居 A 股上市煤企第三。

核增新建并举，具备扩张潜力。近两年公司所属东露天矿、安家岭露天煤矿等项目陆续取得产能核增批复，合计增加煤炭产能 1,710 万吨/年；大海则煤矿建设规模由 1500 万吨/年调整为 2000 万吨/年，并已于 2023 年投产。另外公司 400 万吨/年的里必煤矿和 240 万吨/年的苇子沟煤矿项目正在在建中，未来两年仍有增长潜力。2023 年末，公司大屯公司唐家河煤矿项目获国家发展改革委核准批复，建设规模 500 万吨/年，资源储量 8.75 亿吨，为公司持续扩张蓄力储备。此外公司作为背靠央企的大型能源公司，未来仍有一定的资产注入空间。根据 2021 年发布的避免同业竞争协议，集团公司承诺在 2028 年 5 月 11 日之前将与公司存在同业竞争的资源公司（产能 948 万吨/年）和华昱公司（产能 1,360 万吨/年）注入上市公司。

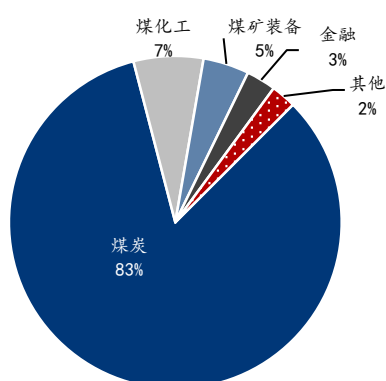
图表122: 截至 2023 年末公司煤炭储量情况, 单位: 亿吨

主要矿区	煤种	资源量	可采储量	证实储量
山西	动力煤	83.93	30.56	8.96
	炼焦煤	19.77	9.88	4.24
	无烟煤	7.88	3.32	1.82
	小计	111.58	43.76	15.02
内蒙	动力煤	87.98	52.95	19.94
	小计	87.98	52.95	19.94
黑龙江	动力煤	3.02	1.41	0.53
	小计	3.02	1.41	0.53
江苏	动力煤	3.71	1.07	0.8
	炼焦煤	2.56	1.05	0.67
	小计	6.27	2.12	1.47
陕西	动力煤	51.11	34.95	10.46
	小计	51.11	34.95	10.46
新疆	动力煤	6.52	3.52	2.18
	小计	6.52	3.52	2.18
合计		266.48	138.71	49.6

资料来源: 公司公告, 华泰研究

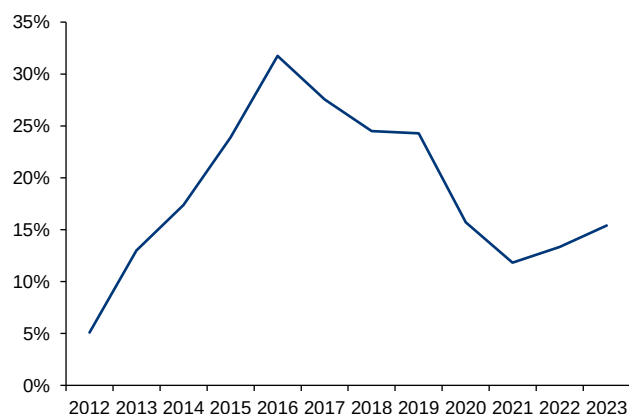
发挥产业链协同优势, 煤化工稳步增长。除煤炭主业外, 公司业务也涵盖了煤炭贸易、煤矿装备制造、煤化工和电力等, 产业链协同优势明显。公司煤化工产品主要包括甲醇、聚烯烃、尿素、硝铵等。截止 2023 年末, 公司拥有煤化工产品权益产能 1,013 万吨/年, 其中聚烯烃产能 218 万吨/年、甲醇产能 181 万吨/年、尿素产能 222 万吨/年、硝铵产能 58 万吨/年、焦炭产能 300 万吨/年、LNG 产能 35 万吨/年。2023 年公司共生产煤化工产品 603.6 万吨, 同比增长 6.5%; 在聚烯烃销售价格同比下跌 494 元/吨、尿素销售价格同比下跌 189 元/吨的情况下公司有效降低成本, 实现毛利 32.95 亿元, 同比增加 2.67 亿元, 体现了良好的管理水平和煤化一体化发展的协同效应。我们认为公司化工规模的逐渐扩大与成本支撑逻辑下的化工品盈利提升, 将为公司盈利带来一定的弹性。

图表123: 2023 年公司分板块毛利



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表124: 公司煤化工毛利率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

大额减值完成, 未来盈利释压。随着煤炭行业景气度的上行, 公司于 2021/2022 年进行了大额计提减值, 两年资产减值损失分别为 39.6 亿元/88 亿元, 2023 年减值损失已缩减至 2.85 亿元。经过两年的大额计提减值, 我们认为公司资产质量已得到夯实, 未来减值对盈利的压力已相对释放。

图表125：2021-2022 年计提减值明细

	计提金额-亿元	计提原因
2022 合计	88.01	
	62.85	银河鸿泰公司沙拉吉达井田因与水源保护区存在重叠，短期内无法开采
	7.53	上海大屯能源股份有限公司电厂、铝板带厂等根据减值测试结果计提
	7.25	中煤远兴公司经营亏损出现减值迹象
	8.3	东坡煤矿、唐山沟煤矿井下地质条件变化可采储量减少
	2.08	其他
2021 合计	39.57	
	7.8	安全风险相对较高的平朔集团北岭煤矿开采完现有工作面后实施关闭
	5.49	上海能源公司所属孔庄煤矿因受资源埋藏深、井下地质条件变差等影响，导致目前产量低于生产能力、煤质下降、开采成本增加
	12.34	受燃料煤价格上涨等影响，中煤华晋公司所属王家岭电厂、晋城热电厂及平朔集团所属东坡煤业电厂经营亏损
	3.08	闲置设备
	7.42	哈密煤业公司大南湖十号煤矿和准东东矿东矿区项目暂未列入所在地区发展规划，缓建时间较长，前期部分井巷工程和相关费用等可收回金额低于账面价值
	3.39	成本高于可变现净值的长账龄备品备件
	0.05	其他

资料来源：公司公告，华泰研究

股东增持提振市场信心。2023 年 10 月 16 日，公司发布《关于控股股东增持公司股份计划的公告》。基于对公司未来发展前景的信心和对资本市场长期投资价值的认可，公司控股股东中煤集团计划在未来 12 个月内，以自有资金及自筹资金，通过上海证券交易所采用集中竞价、大宗交易等方式增持公司 A 股股份，累计增持数量不超过 5,000 万股。自公告发布之日起至 2024 年 4 月 16 日期间，中国中煤累计增持公司 2,036,100 股 A 股股份。

股价复盘

从煤炭价格参考切换到股息收益参考，盈利增长或稳定仍是重要基本面支撑。以 A 股为例，2019-22 年，煤价变动对于公司股价波动有较好的解释性，二者相关系数达 0.86，煤炭价格是公司股价的重要驱动因素。而随着 2022-23 年长协煤定价机制逐渐进入执行稳定期，煤炭下游销售中长协比例提高，对于中煤能源这种长协销售占比较高的公司来说，盈利波动性降低，投资价值逐渐转向现金流与股息，从股价表现上来看，2022-23 年，股息率逐渐成为公司股价的重要参考因素。而从 2024 年来，市场风格偏好转向高股息，公司股价也在资金面等因素加持下走高，对应股息率有所回落，但因为公司近几年资产质量提升、资产负债表稳健，市场对公司未来提高分红比例有所期待，另外公司于 5 月 30 日公告表示，收到控股股东中国中煤能源集团对于增加 2023 年特别股息分派的提议，对于公司分红提高的预期或是公司 2024 年来股价与股息率有所背离的原因。

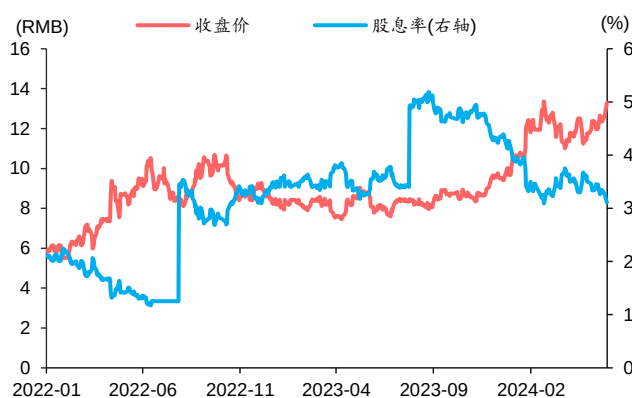
当煤炭价格走高，公司盈利随之扩大，为股价提高提供基本面支撑。从公司估值水平（PE）和公司每股净利润（EPS）来看，公司的股价增长、盈利增长和煤价波动有较好的一致性。2023 年市场煤价格同比大幅下滑，但受益于长协占比高及资产减值损失同比大幅减少，公司 2023 年盈利仍实现小幅增长，给公司股价带来一定溢价，股价表现仍较为坚挺。

图表126: 煤价是驱动历史股价表现的重要因素



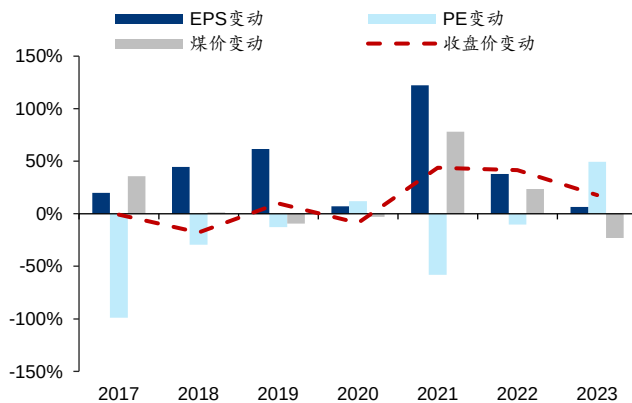
资料来源: , 华泰研究

图表127: 近年来股息率成为重要参考



资料来源: , 华泰研究

图表128: 盈利增长是重要基本面支撑



资料来源: , 华泰研究

图表129: A/H 股走势基本一致



资料来源: , 华泰研究

首次覆盖，评级“买入”，目标价 16.0 元/11.1 港币

盈利预测与估值

中煤能源销售中长协占比高的特点有望帮助公司平抑煤价下行带来的盈利波动风险，有利于公司盈利保持稳健、维持充裕的现金流及稳定的派息比例。我们预期公司 2024-2026 年归母净利润为 201.9/219.2/234.4 亿元，行业可比公司 2024E PE 为 9.4 倍，考虑到公司产能仍有增长潜力及分红比例在龙头煤炭国企中仍有提高空间，首次覆盖，我们给予公司 A/H 股“买入”评级及 A 股 10.5x 2024E PE，对应目标价 16.0 元，接近半年来 A/H 股溢价幅度（59%）给予港股目标价 11.1 港币，对应 6.6x2024E PE。

煤炭板块：我们预计下半年在下游需求转好的趋势中及迎峰度夏/度冬两个旺季的拉动下，煤炭价格中枢较上半年有望得到更坚实的支撑，2024 年动力煤均价将在 900 元/吨水平，而 2025 年将受到国内电力需求持续提升及与海外能源价格水平上升同步联动的上涨压力带动，煤价中枢有望上移至 950 元/吨。我们预测公司 2024-26 年自产煤销售均价为 589/611/618 元/吨。产量方面，公司千万吨级煤矿大海则煤矿（产能 2,000 万吨/年）2023 年投产，以及东露天煤矿和安家岭煤矿也在 2023 年完成产能核增（共核增 1,000 万吨/年），2023 年公司共生产原煤 1.34 亿吨，同比增长 12.6%。考虑到 2024 年以来整体较为严格的煤矿安全监察情况以及公司主力矿井大多位于安全监管较为严格的山西省，我们预计公司今年煤炭产量或小幅下降约 3%至 1.3 亿吨，随着公司在建项目里必煤矿（产能 400 万吨/年）及苇子沟煤矿（产能 240 万吨/年）未来陆续投产，公司产量未来仍有提升空间，我们预测 2025-26E 煤炭产量为 1.38 亿吨/1.43 亿吨，2024-26E 销量分别为 2.87/2.93/2.98 亿吨（包括买断贸易及代理部分）。

煤化工板块：公司主要煤化工产品包括聚烯烃、尿素、甲醇、硝酸铵，与公司煤炭业务主业形成上下游联动，充分发挥业务一体化优势。我们预计公司煤化工板块将保持平稳运行，2024-26E 销量分别为 616/616/616 万吨，受原料煤价格 2025-26 年预期上升影响，煤化工板块成本在 2025-26 年或将小幅上升，挤压公司毛利润水平，2024-26E 板块毛利润分别为 40.1/36.9/35.3 亿元。

费用率：我们预计公司整体经营情况将保持平稳，2024-26E 销售费用率为 0.5%/0.5%/0.5%，管理费用率分别为 2.8%/2.8%/2.8%，研发强度将维持不变，研发费用率为 0.5%/0.5%/0.5%。

盈利预测：我们预计公司 2024 年营业收入将受到煤价中枢下行影响同比下滑 1.4%，而 2025-26 年则会在煤价抬升带动下重新增长，同比增速分别为 5.3%/3.5%，2024-26E 营业收入为 1,903/2,003/2,072 亿元。我们预计在公司持续推进降本增效的举措下，公司整体毛利水平有望进一步扩张，2024-26E 毛利率分别为 25.6%/26.2%/26.5%。我们预期公司 2024-2026 年归母净利润为 201.9/219.2/234.4 亿元

图表130：主要经营及财务数据

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
自产煤板块									
销量（万吨）	7,667	10,195	11,105	11,218	12,034	13,391	13,200	13,800	14,300
平均售价（元/吨）	508	486	443	643	716	602	589	611	618
单位成本（元/吨）	(218)	(222)	(279)	(322)	(323)	(307)	(304)	(305)	(306)
单位毛利（元/吨）	290	264	164	321	393	295	286	306	312
煤化工板块									
销量（万吨）	412	470	441	564	559	613	616	616	616
营业收入（百万元）	180	178	171	219	227	214	217	217	217
营业成本（百万元）	(136)	(135)	(144)	(193)	(197)	(181)	(177)	(180)	(182)
板块毛利（百万元）	44	43	27	26	30	33	40	37	35
主要财务数据（百万元）									
营业收入	104,140	129,294	140,961	239,828	220,577	192,969	190,288	200,308	207,243
同比%	28.4	24.2	9.0	70.1	(8.0)	(12.5)	(1.4)	5.3	3.5
营业成本	(74,314)	(93,176)	(104,506)	(197,232)	(165,158)	(144,595)	(141,661)	(147,867)	(152,307)
毛利润	29,826	36,118	36,455	42,597	55,418	48,373	48,628	52,441	54,936
毛利率%	28.6	27.9	25.9	17.8	25.1	25.1	25.6	26.2	26.5
营业税金及附加	(3,252)	(3,892)	(4,107)	(6,435)	(7,857)	(7,816)	(7,707)	(8,113)	(8,394)
销售及管理费用	(14,638)	(17,209)	(16,397)	(5,281)	(6,175)	(6,502)	(6,412)	(6,749)	(6,983)
财务费用净额	(3,653)	(4,754)	(4,529)	(3,957)	(3,728)	(2,995)	(2,342)	(1,561)	(866)
税前利润	8,792	12,145	12,325	26,071	32,897	33,049	34,153	37,954	40,595
税费开支	(2,565)	(3,552)	(3,399)	(6,582)	(7,519)	(7,300)	(7,544)	(8,729)	(9,337)
少数股东权益	(2,793)	(2,966)	(3,022)	(5,749)	(7,137)	(6,215)	(6,422)	(7,306)	(7,815)
归母净利润	3,435	5,626	5,904	13,739	18,241	19,534	20,187	21,918	23,444

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表131：行业可比公司 2024E PE 估值

	股票代码	PE(x)
中国神华 - A	601088 CH	13.7
兖矿能源 - A	600188 CH	9.5
陕西煤业	601225 CH	11.4
晋控煤业	601001 CH	8.9
山西焦煤	000983 CH	9.4
潞安环能	601699 CH	9.1
平煤股份	601666 CH	7.5
淮北矿业	600985 CH	8.2
华阳股份	600348 CH	9.1
山煤国际	600546 CH	7.4
平均值		9.4

注：数据截至 2024/6/2，为一致预测
资料来源：，华泰研究

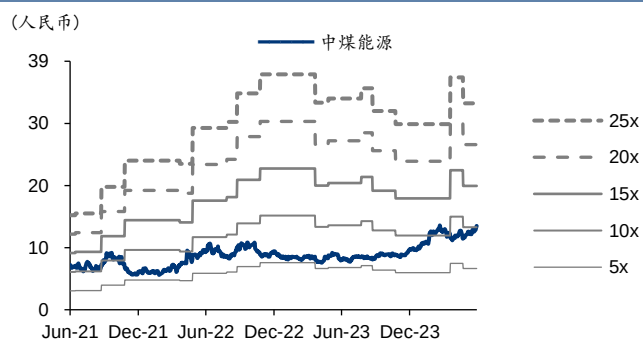
风险提示

煤炭需求弱于预期：煤炭需求的大幅减少将使煤炭基本面由紧转向宽松，煤价将面临下行压力。

项目进展慢于预期：公司在建项目若投放慢于时间表，将影响增量对盈利带来的弹性。

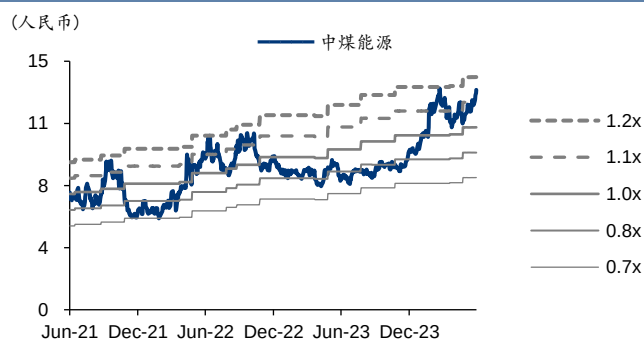
资产注入有不确定性：虽有避免同业竞争承诺，但集团资产注入方案和进程可能存在不确定性，影响公司成长性。

图表132: 中煤能源 PE-Bands



资料来源: 、华泰研究

图表133: 中煤能源 PB-Bands



资料来源: 、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	123,911	119,668	121,298	134,004	143,575
现金	91,026	91,543	94,272	101,380	114,357
应收账款	8,239	7,117	5,569	7,785	6,031
其他应收账款	2,590	2,112	2,112	2,112	2,112
预付账款	2,438	2,471	2,471	2,471	2,471
存货	9,350	8,735	8,983	9,511	9,538
其他流动资产	10,268	7,690	7,890	10,745	9,065
非流动资产	216,198	229,692	224,938	220,014	214,921
长期投资	29,904	30,958	30,958	30,958	30,958
固定资产投资	114,960	116,048	110,454	104,743	98,914
无形资产	48,168	55,638	56,144	56,650	57,156
其他非流动资产	23,166	27,048	27,382	27,663	27,893
资产总计	340,109	349,360	346,235	354,018	358,496
流动负债	104,998	98,158	90,782	90,397	82,384
短期借款	205.44	122.60	122.60	122.60	122.60
应付账款	23,320	23,892	22,362	25,919	23,811
其他流动负债	81,473	74,143	68,298	64,355	58,450
非流动负债	70,053	68,420	53,420	38,420	28,420
长期借款	39,507	42,369	27,369	12,369	2,369
其他非流动负债	30,546	26,051	26,051	26,051	26,051
负债合计	175,051	166,578	144,202	128,817	110,804
少数股东权益	34,294	38,661	45,084	52,390	60,204
股本	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259
资本公积	38,866	39,060	39,060	39,060	39,060
留存公积	70,776	83,842	96,670	112,532	127,209
归属母公司股东权益	130,765	144,121	156,949	172,812	187,488
负债和股东权益	340,109	349,360	346,235	354,018	358,496

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	43,634	42,965	34,928	37,222	40,108
净利润	25,378	25,749	26,609	29,225	31,258
折旧摊销	10,528	11,167	10,252	10,421	10,590
财务费用	3,728	2,995	2,342	1,561	865.72
投资损失	(5,035)	(3,005)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
营运资金变动	2,348	7,662	(1,275)	(984.86)	393.93
其他经营现金	6,687	(1,603)	0.01	0.00	0.00
投资活动现金	(22,046)	(15,057)	(2,497)	(2,497)	(2,497)
资本支出	(9,756)	(17,575)	(5,497)	(5,497)	(5,497)
长期投资	(22,43)	22.05	3,000	3,000	3,000
其他投资现金	(12,267)	2,496	(0.34)	(0.34)	(0.34)
筹资活动现金	(22,687)	(26,298)	(29,701)	(27,617)	(24,633)
短期借款	60,580	(108.00)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(14,273)	(13,223)	(20,000)	(20,000)	(15,000)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	204.91	193.84	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(69,200)	(13,161)	(9,701)	(7,617)	(9,633)
现金净增加额	(1,097)	1,585	2,730	7,107	12,978

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	220,577	192,969	190,288	200,308	207,243
营业成本	165,158	144,595	141,661	147,867	152,307
营业税金及附加	7,857	7,816	7,707	8,113	8,394
营业费用	928.77	1,050	1,035	1,089	1,127
管理费用	5,246	5,452	5,377	5,660	5,856
财务费用	3,728	2,995	2,342	1,561	865.72
资产减值损失	(8,801)	(284.60)	(300.00)	(300.00)	(300.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5,035	3,005	3,000	3,000	3,000
营业利润	33,166	33,099	34,204	38,005	40,646
营业外收入	273.11	129.07	129.07	129.07	129.07
营业外支出	541.60	179.79	179.79	179.79	179.79
利润总额	32,897	33,049	34,153	37,954	40,595
所得税	7,519	7,300	7,544	8,729	9,337
净利润	25,378	25,749	26,609	29,225	31,258
少数股东损益	7,137	6,215	6,422	7,306	7,815
归属母公司净利润	18,241	19,534	20,187	21,918	23,444
EBITDA	36,617	36,062	46,747	49,936	52,051
EPS (人民币, 基本)	1.38	1.47	1.52	1.65	1.77

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	(8.03)	(12.52)	(1.39)	5.27	3.46
营业利润	27.52	(0.20)	3.34	11.11	6.95
归属母公司净利润	32.76	7.09	3.34	8.58	6.96
获利能力 (%)					
毛利率	25.12	25.07	25.55	26.18	26.51
净利率	11.51	13.34	13.98	14.59	15.08
ROE	14.92	14.21	13.41	13.29	13.01
ROIC	26.79	27.14	32.23	39.52	50.12
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.47	47.68	41.65	36.39	30.91
净负债比率 (%)	6.05	(0.31)	(14.16)	(24.74)	(33.79)
流动比率	1.18	1.22	1.34	1.48	1.74
速动比率	1.03	1.06	1.17	1.31	1.55
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.56	0.55	0.57	0.58
应收账款周转率	27.95	25.13	30.00	30.00	30.00
应付账款周转率	6.95	6.13	6.13	6.13	6.13
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.38	1.47	1.52	1.65	1.77
每股经营现金流(最新摊薄)	3.29	3.24	2.63	2.81	3.03
每股净资产(最新摊薄)	9.86	10.87	11.84	13.03	14.14
估值比率					
PE (倍)	9.65	9.01	8.72	8.03	7.51
PB (倍)	1.35	1.22	1.12	1.02	0.94
EV EBITDA (倍)	4.79	4.70	3.16	2.56	2.07

资源与成本护航，分红有持续保障

华泰研究

2024 年 6 月 03 日 | 中国内地

首次覆盖

煤炭

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

31.50

研究员

SAC No. S0570523110003
SFC No. AVM464

刘俊

karliu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523120005
SFC No. BTM578

苗雨菲

miaoyufei@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人

SAC No. S0570122100007
SFC No. BUM666

马梦辰, CFA

mamengchen@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人

SAC No. S05701231100022

赵宇辰, PhD

zhaoyuchen@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	31.50
收盘价(人民币 截至 5 月 31 日)	26.03
市值(人民币百万)	252,361
6 个月平均日成交额(人民币百万)	944.09
52 周价格范围(人民币)	15.89-27.73
BVPS(人民币)	9.78

股价走势图



资料来源:

坐拥陕西优质资源，具备成本竞争力

公司坐拥丰富的优质煤炭资源，资产分布于神东基地、陕北基地、黄陵基地等优质产区，拥有包括红柳林、张家峁、柠条塔、小保当一号、小保当二号在内的五对千万吨级矿井，规模优势以及成本优势突出，构筑盈利护城河。我们认为在新一轮的能源大周期下，公司的低成本优势可以助力公司更大程度的获得煤价上行带来的利润空间，同时集团资产也有望逐步注入，规模仍有扩张趋势。我们预期公司 2024-2026 年归母净利润为 234.8/256.1/274.1 亿元，考虑到公司 2021-2023 年派息率稳定于约 60%，高于可比公司平均派息率，行业可比公司 2024E 平均 PE 为 9.2 倍，首次覆盖，给予公司 13x 2024E PE，对应目标价 31.5 元，给予“买入”评级。

规模稳步提升，仍有扩张空间

近年来公司产量稳步提升，随着柠条塔、红柳林等主力煤矿的产能核增获批，以及对集团优质资产的收购，目前煤炭核定产能已达 1.62 亿吨。2023 年公司共生产煤炭 1.64 亿吨，位居上市公司第二。公司控股股东陕煤集团拥有煤炭产能为 2.06 亿吨/年，且由于矿井均属于先进产能，2020 年以来无关停矿井；同时拥有 2 对在建矿井，合计设计产能为 600 万吨/年。作为陕西唯一省属煤炭企业的上市平台，公司未来仍有较大的资产注入空间。

现金充沛重视回报，高比例分红有保障

根据公司的《2022-2024 年度股东回报规划》，在 2022-2024 年公司将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 2020-2022 的承诺分红比例 40%相比大幅提升，彰显公司的发展信心以及对股东回馈的重视。此外公司在“提质增效重回报”行动方案中表示，将通过推动产能核增、加大优质产能资源获取力度、优化成本管理体系等方面提升经营效率与盈利能力，并注重建立可持续的股东价值回报。考虑到公司当前现金充沛、未来资本开支有限、债务负担较轻，高分红或具备持续性。

供需双重支撑，煤价将迎上行周期

我们认为煤炭行业正在临近由电力超预期需求为主力驱动的新一轮大周期，与此同时煤炭供应端面临着碳中和趋势下投资缩减而带来的增速放缓，煤炭基本面将随着供应增速的放缓以及电力需求的提升而愈发紧缺。我们预计 2024/2025 年动力煤基准价格为 900/950 元/吨，极端天气和地缘冲突等潜在风险或进一步推动煤炭价格向上突破。

风险提示：煤炭需求低于预期，资本开支大幅上行及分红率下滑，资产注入存在不确定性。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	166,848	170,872	170,327	180,733	187,853
+/-%	9.58	2.41	(0.32)	6.11	3.94
归属母公司净利润(人民币百万)	35,123	21,239	23,478	25,606	27,405
+/-%	66.15	(39.53)	10.54	9.06	7.03
EPS(人民币，最新摊薄)	3.62	2.19	2.42	2.64	2.83
ROE(%)	37.35	22.13	24.81	24.21	23.31
PE(倍)	7.19	11.88	10.75	9.86	9.21
PB(倍)	2.46	2.83	2.52	2.26	2.04
EV EBITDA(倍)	3.12	4.85	4.53	3.90	3.73

资料来源：公司公告、华泰研究预测

陕西煤业：资源与成本护航，分红有持续保障

核心推荐逻辑

- 1) 资源禀赋优异，具备成本竞争力：**公司主要优质煤矿资产集中于彬黄和陕北，其中彬黄矿区优质资源占比较高，陕北矿区多为新建矿井，单矿产能大、生产效率高。优质的资源禀赋赋予公司较强的成本竞争力，公司单吨煤矿生产成本在行业内处于较低水平，低成本优势可使得公司更充分的享受到煤价上行带来的利润空间。
- 2) 背靠陕西省独苗煤炭集团，资产注入空间可期：**公司作为陕煤集团和陕西省内唯一煤炭上市平台，战略地位明确，在资源整合方面具备先天优势。陕煤集团目前拥有煤炭资源储量 300.45 亿吨，可采储量 203.09 亿吨，资源储备雄厚。此外陕煤集团还是鄂尔多斯盆地神府南区的唯一开发主体，未来仍有 300-400 亿吨的储量提升空间。相较于陕煤集团的 2.06 亿吨/年煤矿产能，公司仍有一定的资产注入空间，体量有望进一步外延扩张。
- 3) 高分红或具备持续性：**公司承诺在 2022-2024 年公司将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%，较 2020-2022 的承诺分红比例 40%有进一步提升，彰显公司的发展信心以及对股东回馈的重视。考虑到公司当前现金充沛、未来资本开支有限、债务负担较轻，高分红具备持续性。

区别于市场的观点：我们对本轮能源转型下的煤炭基本面更为乐观，在全球能源结构转型的宏观背景下，煤炭市场正迎来新一轮由需求侧引领的“供需格局重塑”。这一过程中，AI 算力需求的显著增长、新兴经济体工业化进程的加快以及基础设施建设的全面升级，共同构成了煤炭价格稳定的主要基石。公司业务集中于煤炭生产，其盈利将更加直接的受益于煤价的上行。然而在碳中和发展趋势下，煤炭开采与生产正面临资源约束、投资挑战及严格的环境政策等多重考验，市场供应面临收缩的压力，煤炭的基本面或将逐步趋紧。同时新旧能源转换的关键期凸显了煤炭在能源安全中的“压舱石”作用，使煤炭市场的供需关系更加敏感，更易出现缺口。

陕西煤业：资源与成本护航，分红有持续保障

资产分布于优质产区，资源禀赋优异

陕西煤业煤炭资源主要分布在国家“十三五”重点发展的大型煤炭基地：神东基地、陕北基地、黄陇基地。所属矿区煤层赋存条件好且地质构造简单，多为现代化大型矿井。公司煤质优良，具有中高发热量、特低硫、特低磷、特低灰的特点，属于优质环保动力煤、气化煤和化工用煤，平均热值在 5500 大卡以上，尤其是陕北榆林地区商品煤热值达到 5800 大卡以上，产品具备较强竞争力。

截止 2023 年底，公司煤炭储量为 181.41 亿吨、可开采储量 104.41 亿吨，可开采年限 70 年以上。拥有煤炭核定产能 1.62 亿吨，其中包括红柳林、张家峁、柠条塔、小保当一号、小保当二号在内的五对千万吨级矿井。公司在 2023 年度报告中已表示将继续聚焦做强主业，加大资源开发力度，培育优质产能。全力以赴做强存量、做大增量，推动产能核增、加大优质产能资源获取力度。积极推进小壕兔一号和小壕兔西部勘查区项目前期工作，为可持续发展蓄积动力。

图表134：公司煤炭储量情况(百万吨)

主要矿区	主要煤种	资源量	可采储量	证实储量
渭北矿区	贫瘦煤	403	260	403
彬黄矿区	长焰煤	5,744	3,213	5,744
陕北矿区	长焰煤	11,994	6,968	11,994
合计	-	18,141	10,441	18,141

资料来源：公司公告，华泰研究

产量稳步提升，成本具备竞争力。

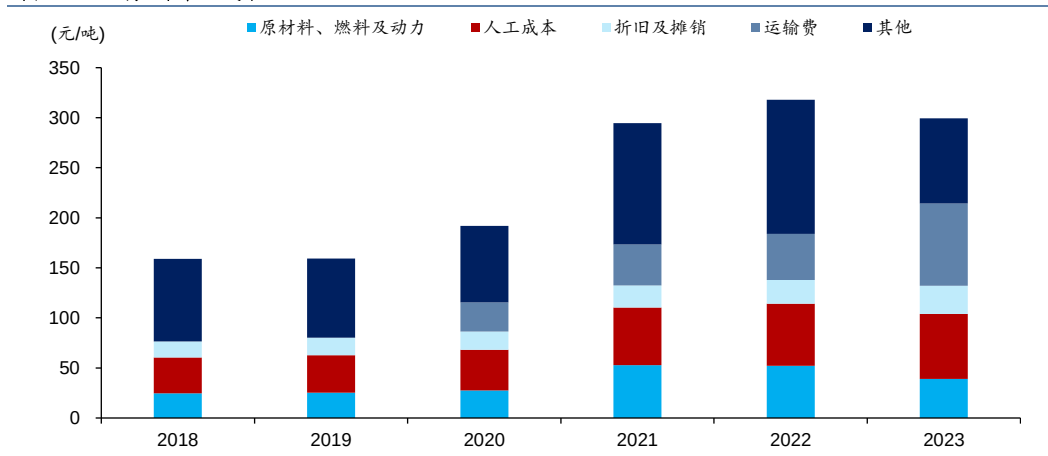
公司充分发挥资源优势，逐步释放优质产能，近年来煤炭产量实现稳步提升。自 2016-2023 年间公司煤矿年产量复合增速达到了 8.4%。自 2022 年以来，在政府大力促进核增产能落地的背景下，公司多处资产获得核增批准，包括，柠条塔煤矿产能由 1,200 万吨/年提升为 1,800 万吨/年再至 2,000 万吨/年，袁大滩煤矿生产能力由 500 万吨/年核定至 800 万吨/年，红柳林煤矿产能由 1,200 万吨核增为 1,800 万吨等。截止 2023 年底，公司核定煤炭产能 1.62 亿吨；2023 年共生产原煤 1.64 亿吨，位居上市公司第二。其中陕北矿区煤炭产量为 1.06 亿吨，彬黄及渭北矿区产量分别为 4,837 万吨和 948 万吨。

图表135：公司煤炭资产

煤矿	统计口径	权益占比	产能类型	煤热(大卡)	可采储量(万吨)	权益可采储量(万吨)	核定产能(万吨)	核定权益产能(万吨)
柠条塔	控股	51%	化工煤为主	5903	156,400	79,764	2,000	1,020
小保当一号	控股	55%	动力煤为主	约 5700	148,900	81,895	2,000	1,100
红柳林	控股	51%	化工煤为主	5539	126,400	64,464	1,800	918
小保当二号	控股	55%	动力煤为主		54,400	29,920	1,300	715
张家峁	控股	55%	化工煤为主	5754	48,500	26,675	1,100	605
韩家湾	全资	100%	动力煤	5134	4,000	4,000	400	400
袁大滩	参股	30.50%	动力煤		43,700	13,329	800	244
孙家岔	参股	30%	化工煤为主		39,400	11,820	1,000	300
黄陵二号	控股	54%	配焦煤为主	5835	56,700	30,618	800	432
大佛寺	控股	90%	动力煤为主	5435	58,800	52,920	750	675
黄陵一号	全资	100%	配焦煤	5672	29,100	29,100	600	600
孟村	控股	99.60%	动力煤为主	约 5600	58,400	58,166	600	598
小庄	控股	99.60%	动力煤为主	约 5600	50,200	49,999	600	598
建庄	参股	40%	动力煤	4949	19,100	7,640	500	200
胡家河	控股	80%	动力煤为主	5693	37,000	29,600	450	360
建新	控股	51%	动力煤	5315	10,000	5,100	400	204
文家坡	控股	51%	动力煤为主	5608	33,400	17,034	400	204
玉华	全资	100%	动力煤	4964	14,800	14,800	240	240
下石节	全资	100%	动力煤	4981	4,700	4,700	185	185
陈家山	全资	100%	动力煤	4755	4,500	4,500	180	180
柴家沟	控股	95%	动力煤	4754	2,000	1,900	100	95
合计							16,205	9,873

资料来源：公司公告，华泰研究

受益于公司的煤炭资源禀赋以及规模优势，公司单吨煤炭生产成本较为稳定，且在行业龙头中处于较低的位置，保障了产品的利润空间。公司在资源禀赋天然条件优异的基础上，仍积极推进“大成本”管控，以战略成本、制度成本、企业成本、产品成本管理为核心的“四位一体”大成本分级管理体系，进一步巩固自身成本竞争优势。2023 年公司自产原煤单位成本为 297 元/吨，自产原煤单位毛利 237 元/吨，单位毛利率 44%。

图表136：自产煤单位成本

资料来源：公司公告，华泰研究

背靠陕煤集团，未来增长有保障。

公司控股股东为陕西煤业化工集团(持股 65.15%)，为陕西省内唯一的大型省级煤炭企业，在地方经济发展中占有重要地位，政府支持力度大。截至 2023 年末，陕煤集团拥有煤炭资源储量 300.45 亿吨，可采储量 203.09 亿吨，矿井剩余可采年限约为 98.59 年，资源优势突出，资源储备雄厚。此外，陕西省政府已明确将陕煤集团作为鄂尔多斯盆地神府南区的唯一开发主体，神府南区拥有的煤炭资源储量达 300~400 亿吨。未来伴随对神府南区的进一步勘探和开采，集团资源储备优势将进一步巩固。截至 2023 年 6 月末，陕煤集团煤炭产能为 2.06 亿吨/年，且由于矿井均属于先进产能，2020 年以来无关停矿井；同时拥有 2 对在建矿井，合计设计产能为 600 万吨/年。

公司作为陕煤集团煤炭资产唯一上市公司，拥有显著的平台优势。在避免同业竞争的承诺下，集团煤炭资产有望逐步装入上市公司。2022 年公司已通过现金收购陕煤集团所持有的彬长集团 99.6%股权(143 亿元)以及神南矿业 100%股权(204 亿元)，获得了彬长集团的 1,200 万吨/年煤炭产能(小庄矿 600 万吨产能、孟村矿 600 万吨产能)以及神南矿业持有的榆神矿区小壕兔井田探矿权(一、三号矿井；其中一号矿井规划产能 800 万吨/年)，公司的即期煤炭产量及未来资源储备实现大幅提升，资产注入步伐已开启。

图表137：主要资产优化过程

时间	交易类型	交易标的	交易对价(亿元)
2015 年 12 月	亏损煤矿剥离至集团	铜川矿业所属徐家沟煤矿、鸭口煤矿、王石凹煤矿，蒲白矿业所属白水煤矿，澄合矿业所属王斜煤矿。	3.91
2016 年 8 月	亏损煤矿剥离至集团	蒲白矿业 100%股权,澄合矿业 100%股权,韩城矿业 100%股权,铜川矿业金华山煤矿相关资产及负债,铜川矿业东坡煤矿相关资产及负债	29.7
2016 年 8 月	集团优质资产注入	彬长矿业文家坡煤矿 51%股权	4.4
2021 年 4 月	集团优质资产注入	煤层气公司 81.088%股份	5.5
2022 年 10 月	集团优质资产注入	陕西彬长矿业集团 99.5649%股权,神南矿业 100%股权	347.6

资料来源：公司公告，华泰研究

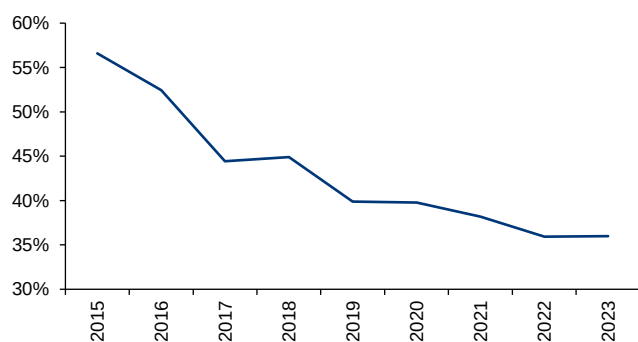
多元投资创收，寻求第二增长曲线

自 2017 以来，陕西煤业通过资本运作频频涉足新能源、新材料、新经济行业领域，打造“财务投资+战略投资+产业投资”长短周期结合且相互支撑的投资新模式，已经陆续投资过隆基绿能、彤程新材、赣锋锂业等多家新能源、新材料上市企业，谋求煤炭主业外的第二增长曲线，投资净收益大幅提升。此外公司还在天然气、智慧水务、氢能计量、生态治理等领域扩大自身股权占比，从而为产业协同和转型发展提供便利。

资产负债表持续优化，高分红或具备持续性

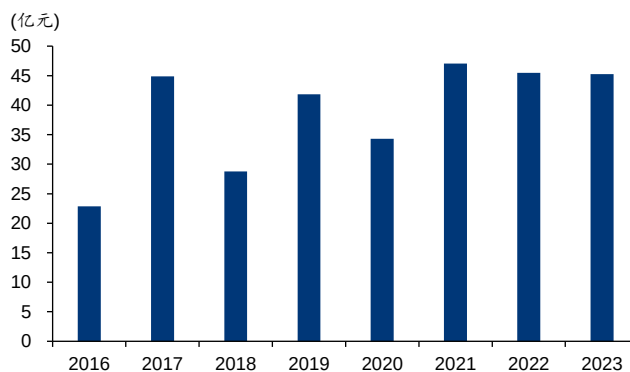
随着公司经营规模的逐步扩大、经营效率的逐步提升以及债务规模的有限管控，公司的资产负债率已从 2015 年的 56.6% 下降至目前的 34% (1Q24)。近年来公司年度资本开支稳定在 50 亿元以下，21/22/23 年资本开支总额 47/45.5/45.2 亿元，2024 年资本开支计划 23.3 亿元。考虑到公司暂无大型新建项目投资以及煤炭行业整体进入投资缩减趋势，预计未来资本开支比较有限。根据公司的《2022-2024 年度股东回报规划》，在 2022-2024 年公司将以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 60%，与 2020-2022 的承诺分红比例 40% 相比大幅提升，彰显公司的发展信心以及对股东回馈的重视。考虑到公司当前现金充沛、未来资本开支有限、债务负担较轻，高分红具备持续性。

图表 138：资产负债率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表 139：近年来资本开支情况



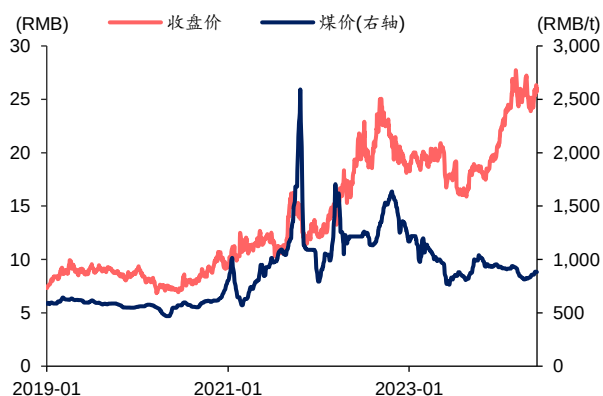
资料来源：公司公告，华泰研究

股价复盘

煤炭价格是公司股价重要驱动因素，2023 年末以来股息率成为重要参考。从历史股价变动来看，公司股价和煤价在 2019-2023 年上旬之间关联度较高，2019-2023 年 9 月间公司股价和市场煤价相关系数达到 0.76，市场煤价变动是公司股价的重要驱动因素。公司长协占比相对较低，且有部分热值较高的化工煤产品，公司股价表现随煤价变动相关性较高。而 2023 年末以来，市场偏好逐渐转向高股息公司，公司分红比例、股息水平都较高，尽管同期煤炭价格并未出现显著上涨，公司股价在资金面等因素影响下走高，带动 2024 年以来股息率有所降低。

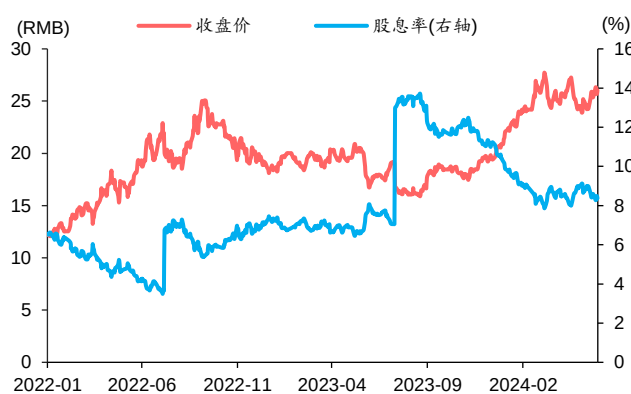
从基本面角度拆开看公司估值水平 (PE) 和公司每股净利润 (EPS) 的年度变化情况，公司的股价增长、盈利增长和煤价波动有较好的一致性，2023 年受公司股息率较高带动，估值水平在盈利下滑时反而有所上升。

图表140： 煤价是驱动历史股价表现重要因素



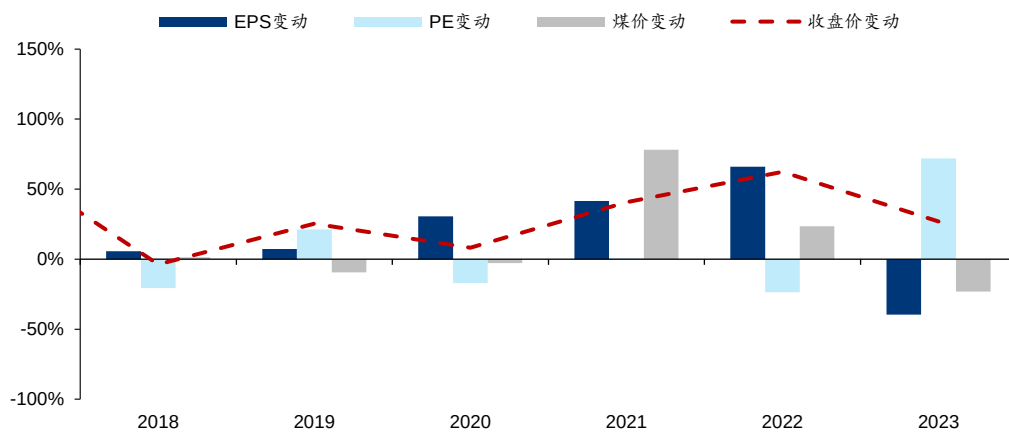
资料来源： ， 华泰研究

图表141： 2023 年下旬以来股息率成为重要参考



资料来源： ， 华泰研究

图表142： 盈利增长是重要基本面支撑



资料来源： ， 华泰研究

首次覆盖，评级“买入”，目标价 31.5 元

盈利预测与估值

陕西煤业是我国煤炭主产地之一陕西省属的煤炭资源上市公司平台，聚焦煤炭主业，资源储备丰富，未来产能仍有扩张空间，公司一方面不断推动已有煤矿资产的产能核增及新建项目的审批流程，另一方面背靠集团，或仍有集团资产注入预期。截至 2023 年底，公司拥有煤炭储量 181.41 亿吨，可开采储量 104.41 亿吨，煤炭资源储量位于中国煤炭上市公司前列。公司十分注重股东回报，公司近三年分红比例均在 60% 以上。公司今年也发布了 2024 年度“提质增效重回报”行动方案，将推动产能核增及未来优质资产的获取力度，并通过优化成本管理体系等方面来提升经营效率。

煤炭板块：公司煤炭产能分布在三个矿区，渭北矿区、彬黄矿区和陕北矿区，97% 以上的煤炭资源位于陕北矿区、彬黄矿区等优质区域，煤炭品质优良，属于特低灰、特低磷、特低硫、中高发热量的优质动力煤，且开采条件较好，生产成本具有一定优势。截至 2023 年底，公司核定产能 1.62 亿吨，陕北矿区拥有红柳林、张家峁、柠条塔、小保当一号、二号五对千万吨级矿井，且公司还在加快推进小壕兔一号的相关批复进度，未来产能仍有扩张空间。我们预计公司 2024-26E 煤炭产量分别为 1.68/1.69/1.69 亿吨。我们预计下半年煤炭价格将受益于需求端的改善以及夏季和冬季两个需求高峰的提振，从而获得更加坚实的基础，全年动力煤的平均价格预计将在 900 元/吨。进入 2025 年，随着国内电力需求的不断增长以及全球能源价格的上升趋势，煤炭价格有望进一步攀升至 950 元/吨的水平。对应基准价格的波动及考虑公司煤炭销售结构包括价格较低的长协煤，我们预计公司 2024-26E 煤炭销售均价分别为 588/626/654 元/吨。我们预计 2024-26E 原煤销售收入分别为 1,329/1,422/1,489 亿元。尽管我们预计自产煤单位成本在 2024-26E 将小幅走高，但受益于煤价上涨，自产煤单位毛利将小幅提高至 300/340/373 元/吨。

费用率：我们预计公司的经营状况将保持平稳，并预测销售费用率和 2023 年相比维持相同水平，2024-26E 销售费用率分别为 0.5%/0.5%/0.5%，考虑到 2025-26 年生产规模或将扩大，预测管理费用率分别为 4.6%/4.8%/4.8%，研发费用率分别为 0.4%/0.5%/0.5%。

盈利预测：我们预计公司 2024 年营业收入将受到煤价下滑影响同比小幅下降，而 2025-26 年则会随着煤价反弹而小幅走高，2024-26E 营业收入分别为 1,703/1,807/1,879 亿元，受益于单位成本水平的降低，公司毛利率将有望进一步扩张，2024-26E 毛利率分别为 37.8%/38.7%/39.4%。在公司整体经营平稳的假设下，我们预计公司 2024-26E 归母净利润分别为 234.8/256.1/274.1 亿元。

我们预期公司 2024-2026 年归母净利为 234.8/256.1/274.1 亿元，选取主要上市煤企作为可比公司，考虑到公司 2021-2023 年派息率稳定于约 60%，高于可比公司平均派息率，行业可比公司 2024E 平均 PE 为 9.2 倍，首次覆盖，给予公司 13x2024E PE，对应目标价 31.5 元，给予“买入”评级。

图表143：主要经营及财务数据

经营数据	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
原煤产量(万吨)	11,494	12,536	14,169	15,728	16,372	16,848	16,948	16,948
煤炭总销量(万吨)	17,849	24,161	23,058	22,488	25,322	25,798	25,898	25,898
财务数据								
营业收入	73,403	94,860	152,308	166,848	170,872	170,327	180,733	187,853
营业成本	(43,357)	(68,812)	(96,193)	(91,784)	(106,188)	(105,994)	(110,792)	(113,840)
毛利润	30,047	26,048	56,114	75,063	64,684	64,333	69,941	74,013
毛利率(%)	40.9%	27.5%	36.8%	45.0%	37.9%	37.8%	38.7%	39.4%
营业税金及附加	(3,615)	(3,996)	(9,010)	(11,496)	(11,106)	(11,070)	(11,747)	(12,398)
营业利润	19,674	24,030	41,832	64,374	42,508	46,905	51,134	54,710
归母净利润	11,643	14,883	21,419	35,202	21,239	23,478	25,606	27,405
归母净利率(%)	15.9%	15.7%	14.1%	21.1%	12.4%	13.8%	14.2%	14.6%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表144：行业可比公司平均 PE 估值

	股票代码	PE(x)			
		2023	2024E	2025E	2026E
中国神华 - A	601088 CH	14.1	13.7	13.5	13.2
中煤能源 - A	601898 CH	9.0	8.7	8.4	8.0
兖矿能源 - A	600188 CH	9.3	9.5	9.1	8.6
晋控煤业	601001 CH	9.3	8.9	8.4	8.0
山西焦煤	000983 CH	9.2	9.4	8.9	8.4
潞安环能	601699 CH	8.6	9.1	8.8	8.5
平煤股份	601666 CH	8.0	7.5	7.0	6.7
淮北矿业	600985 CH	8.5	8.2	7.6	7.0
华阳股份	600348 CH	7.6	9.1	8.3	7.5
山煤国际	600546 CH	7.4	7.4	6.8	6.5
平均值		9.1	9.2	8.7	8.2

注：数据截至 2024/5/31，为一致预测

资料来源：，华泰研究

图表145：陕西煤业及行业可比公司派息率

	股票代码	2021	2022	2023
中国神华	601088 CH	100%	73%	75%
中煤能源	601898 CH	30%	30%	30%
兖矿能源	600188 CH	49%	56%	55%
晋控煤业	601001 CH	14%	35%	40%
山西焦煤	000983 CH	79%	64%	67%
潞安环能	601699 CH	30%	60%	60%
平煤股份	601666 CH	60%	35%	61%
淮北矿业	600985 CH	36%	37%	43%
华阳股份	600348 CH	34%	30%	50%
山煤国际	600546 CH	63%	64%	30%
平均		50%	48%	51%
陕西煤业	601225 CH	62%	60%	60%

资料来源：，华泰研究

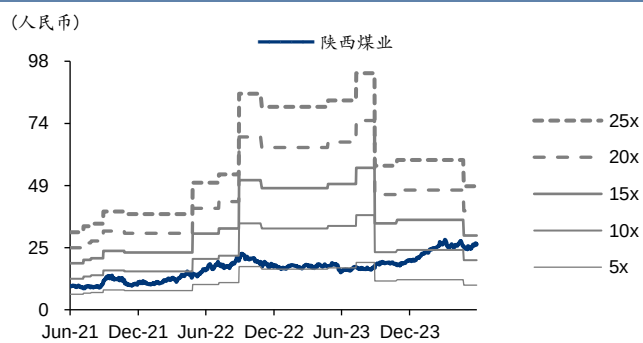
风险提示

煤炭需求低于预期：煤炭需求的大幅减少将影响公司市场化定价的煤炭销售收入。

资本开支大幅上行或公司分红比例下行：若公司资本开支大幅上行则可能会影响公司分红水平。

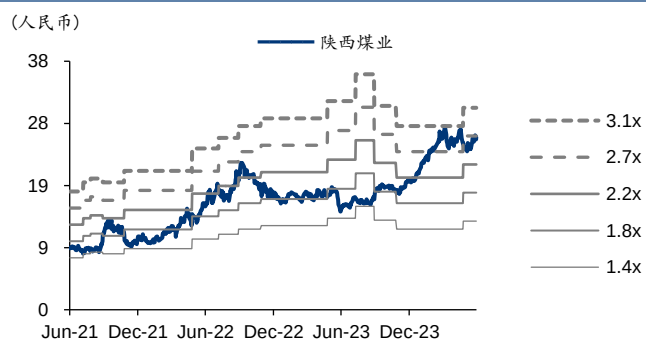
资产注入有不确定性：集团资产注入的预期存在不确定性，影响公司成长性

图表146: 陕西煤业 PE-Bands



资料来源: 、华泰研究

图表147: 陕西煤业 PB-Bands



资料来源: 、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	81,999	50,324	69,611	112,147	136,000
现金	47,387	21,967	38,863	76,286	92,304
应收账款	2,598	2,938	2,581	6,456	12,329
其他应收账款	261.05	233.52	234.00	234.00	234.00
预付账款	5,919	4,281	4,281	4,281	4,281
存货	2,678	2,405	4,661	2,725	4,864
其他流动资产	23,155	18,499	18,991	22,166	21,987
非流动资产	133,261	143,577	141,669	139,232	136,267
长期投资	13,675	18,172	18,172	18,172	18,172
固定资产投资	78,280	82,509	81,442	79,875	77,822
无形资产	24,000	27,594	26,897	26,158	25,375
其他非流动资产	17,306	15,302	15,158	15,027	14,897
资产总计	215,260	193,902	211,280	251,380	272,267
流动负债	50,716	41,195	31,651	42,578	32,530
短期借款	200.23	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	19,927	19,990	10,294	21,360	11,165
其他流动负债	30,589	21,205	21,357	21,218	21,365
非流动负债	26,627	28,620	28,620	28,620	28,620
长期借款	4,163	2,897	2,897	2,897	2,897
其他非流动负债	22,464	25,723	25,723	25,723	25,723
负债合计	77,343	69,815	60,271	71,198	61,150
少数股东权益	35,234	34,801	50,994	68,654	87,554
股本	9,695	9,695	9,695	9,695	9,695
资本公积	697.68	1,152	1,152	1,152	1,152
留存公积	122,947	88,625	82,506	94,019	106,053
归属母公司股东权益	102,683	89,286	100,015	111,528	123,563
负债和股东权益	215,260	193,902	211,280	251,380	272,267

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	56,139	38,598	35,564	57,058	36,361
净利润	53,089	35,887	39,671	43,266	46,305
折旧摊销	10,696	11,594	10,908	11,437	11,965
财务费用	(607.95)	(416.75)	(380.18)	(958.37)	(1,527)
投资损失	(14,564)	(2,470)	(2,200)	(2,000)	(2,000)
营运资金变动	(67.77)	(9,138)	(11,935)	5,814	(17,882)
其他经营现金	7,594	3,141	(500.00)	(500.00)	(500.00)
投资活动现金	(34,014)	(14,325)	(6,300)	(6,500)	(6,500)
资本支出	(10,174)	(10,900)	(9,000)	(9,000)	(9,000)
长期投资	(9,704)	(4,998)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(14,137)	1,572	2,700	2,500	2,500
筹资活动现金	(31,051)	(51,533)	(12,417)	(13,135)	(13,843)
短期借款	150.23	(200.23)	48.00	0.00	0.00
长期借款	(2,892)	(1,266)	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	(4,845)	453.98	(0.00)	0.00	0.00
其他筹资现金	(23,464)	(50,521)	(12,465)	(13,135)	(13,843)
现金净增加额	(8,925)	(27,260)	16,847	37,423	16,018

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	166,848	170,872	170,327	180,733	187,853
营业成本	91,784	106,188	105,994	110,792	113,840
营业税金及附加	11,494	11,106	11,070	11,747	12,398
营业费用	835.44	840.60	851.64	903.67	939.26
管理费用	7,114	7,843	7,818	8,675	9,017
财务费用	(607.95)	(416.75)	(380.18)	(958.37)	(1,527)
资产减值损失	(751.73)	(126.16)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
公允价值变动收益	(5,165)	(4,601)	500.00	500.00	500.00
投资净收益	14,564	2,470	2,200	2,000	2,000
营业利润	64,582	42,508	46,905	51,134	54,710
营业外收入	70.88	76.85	77.00	77.00	77.00
营业外支出	589.27	310.36	310.00	310.00	310.00
利润总额	64,063	42,274	46,672	50,901	54,477
所得税	10,974	6,387	7,001	7,635	8,172
净利润	53,089	35,887	39,671	43,266	46,305
少数股东损益	17,967	14,648	16,193	17,660	18,901
归属母公司净利润	35,123	21,239	23,478	25,606	27,405
EBITDA	74,122	53,447	57,200	61,379	64,915
EPS (人民币, 基本)	3.62	2.19	2.42	2.64	2.83

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	9.58	2.41	(0.32)	6.11	3.94
营业利润	56.02	(34.18)	10.34	9.02	6.99
归属母公司净利润	66.15	(39.53)	10.54	9.06	7.03
获利能力 (%)					
毛利率	44.99	37.86	37.77	38.70	39.40
净利率	31.82	21.00	23.29	23.94	24.65
ROE	37.35	22.13	24.81	24.21	23.31
ROIC	51.04	31.64	30.09	34.65	32.75
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.93	36.01	28.53	28.32	22.46
净负债比率 (%)	(25.33)	(9.49)	(18.71)	(36.45)	(38.70)
流动比率	1.62	1.22	2.20	2.63	4.18
速动比率	1.42	1.02	1.85	2.42	3.83
营运能力					
总资产周转率	0.83	0.84	0.84	0.78	0.72
应收账款周转率	34.39	61.73	61.72	40.00	20.00
应付账款周转率	4.98	5.32	7.00	7.00	7.00
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	3.62	2.19	2.42	2.64	2.83
每股经营现金流(最新摊薄)	5.79	3.98	3.67	5.89	3.75
每股净资产(最新摊薄)	10.59	9.21	10.32	11.50	12.74
估值比率					
PE (倍)	7.19	11.88	10.75	9.86	9.21
PB (倍)	2.46	2.83	2.52	2.26	2.04
EV EBITDA (倍)	3.12	4.85	4.53	3.90	3.73

顺行业上行之势，迎资产注入新动力

华泰研究

2024年6月03日 | 中国内地

首次覆盖

煤炭

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

22.80

研究员

SAC No. S0570523110003
SFC No. AVM464

刘俊

karliu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523120005
SFC No. BTM578

苗雨菲

miaoyufei@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人

SAC No. S0570122100007
SFC No. BUM666

马梦辰, CFA

mamengchen@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人

SAC No. S0570123110022

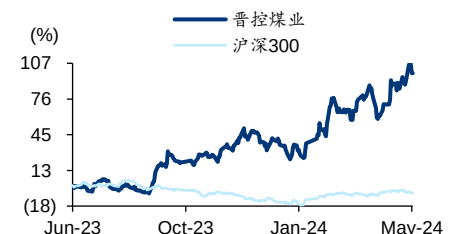
赵宇辰, PhD

zhaoyuchen@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	22.80
收盘价(人民币 截至5月31日)	18.42
市值(人民币百万)	30,830
6个月平均日成交额(人民币百万)	315.84
52周价格范围(人民币)	8.64-19.18
BVPS(人民币)	10.66

股价走势图



资料来源:

提质增效+外延增长，迎能源大周期

晋控煤业作为山西省最大的煤炭企业晋控集团旗下的上市平台，拥有优质的煤炭资产，包括世界第二大井工矿塔山矿和特大型高产高效千万吨煤矿同忻矿的股权。近年来公司通过不断优化资产质量，盈利能力持续改善。2023年在煤价中枢下行的环境下，得益于产销量的提升、核心资产降本增效等，公司业绩仍录得逆势增长。我们预期公司 2024-2026 年归母净利润为 34.7/39.1/40.4 亿元，行业可比公司平均 2024E PE 为 9.4 倍，考虑到公司资产提质升级且有潜在产能增长空间，给予公司 11x2024E PE，对应目标价 22.8 元，给予“买入”评级。

战略定位清晰，集团注资可期

公司控股股东（晋能控股煤业集团）所属集团为晋控集团，为山西第一大、全国第二大煤矿企业。2021年山西国资运营公司召开省属企业“一企一策”考核签约大会，会议中明确对省属企业“十四五”期间的量化目标，其中对资产证券化率提出要达到80%以上。2023年晋能控股集团完成原煤产量4.4亿吨，公司同期产量仅占集团的约8%。晋控煤业为集团旗下唯一煤炭上市平台，考虑到煤业集团的业务构成，预计煤矿资产注入或将主导集团公司提高资产化率的进程。

专注提质增效，资产优化升级

公司自供给侧改革以来不断通过资产剥离（燕子山矿、煤峪口矿、外经贸公司）、新矿投产（色连）以及集团资产收购（塔山股权收购，同忻矿股权收购）持续优化资产结构，盈利能力稳步改善。目前塔山煤矿为公司的主要盈利贡献煤矿，得益于塔山经济循环园区的一体化产业链模式，在实现资源高效利用的同时有效节约了成本。公司已于2023年关停了资源枯竭的亏损矿忻州窑矿，资产质量和效益得到进一步优化。

供需双重驱动，行业景气上行

鉴于电力需求的显著增长成为主要驱动因素，加之政策刺激下建筑用煤的改善和工业复苏对化工用煤需求的提振，我们预计煤炭市场基本面将在供应增速放缓的背景下逐步强化。我们预计 2024/2025 年动力煤年均价格为 900/950 元每吨（2023 年均价为 971 元/吨），极端天气和地缘冲突等潜在风险或进一步推动煤炭价格向上突破。由于公司业务集中于煤炭，煤炭板块收入占绝对主导地位，公司盈利将更加直接的受益于煤价的上行。

风险提示：煤炭需求低于预期，资产扩张进展慢于预期，资产注入存在不确定性。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	16,082	15,342	14,854	15,954	16,490
+/-%	(11.95)	(4.60)	(3.18)	7.41	3.36
归属母公司净利润(人民币百万)	3,044	3,301	3,471	3,908	4,038
+/-%	(34.65)	8.44	5.16	12.58	3.33
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.82	1.97	2.07	2.33	2.41
ROE(%)	23.03	21.01	19.31	19.25	17.71
PE(倍)	10.13	9.34	8.88	7.89	7.63
PB(倍)	2.12	1.82	1.62	1.43	1.28
EV EBITDA(倍)	3.77	3.82	3.55	2.78	2.33

资料来源：公司公告、华泰研究预测

晋控煤业：顺行业上行之势，迎资产注入新动力

核心推荐逻辑

- 1) 资产精简优质：**公司自供给侧改革以来，通过剥离、收购等方式持续进行提质增效改革。2023 年公司关停了资源枯竭的亏损煤矿忻州窑矿，资产质量和效益得到一进步优化。目前拥有 3 座在产矿井，分别是位于山西大同的塔山煤矿（持股 72%）、内蒙古鄂尔多斯の色连煤矿（持股 51%）以及山西大同的同忻煤矿（持股 32%），合计并表产能 3,450 万吨/年，资产精简优质。其中塔山煤矿是公司千万吨级龙头矿井，得益于其产能规模优势（2,650 万吨/年）以及矿煤层赋存稳定、地质构造简单等资源禀赋条件，为公司的最重要且最稳定的利润贡献矿山。
- 2) 具备较大资产注入空间：**公司控股股东为晋能控股煤业集团，间接控股股东为晋能控股集团，是山西省第一、全国第二大煤炭企业，实力雄厚、储备丰富。2020 年煤业集团重组之后，煤炭资产规模大幅增加，公司与晋能控股集团、煤业集团签署了避免同业竞争承诺函，就煤业集团/晋能控股集团直接和间接持有的除晋控煤业及其控制公司外的以煤炭资产，均委托晋控煤业进行。截至 2023 年 6 月，煤业集团对应资产证券化率仅约 20%，较山西省对省属企业资产证券化率达到 80%以上的目标仍有较大距离。晋控煤业作为集团旗下唯一煤炭上市平台，后续资产注入可期。

区别于市场的观点：我们认为在当前全球能源转型的大背景下，煤炭市场正经历由需求侧驱动的新一轮“供需改革”。AI 算力需求的提升、新兴经济体工业化与基建改革共同构成了新周期下煤价的主要支撑力。随着 AI 与全球工业投资提速，全球电力大周期将为煤炭需求带来超预期的支撑，同时重塑发达区域的经济与电力增长模式。然而，在碳中和发展目标下，煤矿开采和生产受到资源条件、投资强度、环境政策等多重约束，市场面临供应缩减的压力，煤炭基本面将逐渐收紧。此外，新旧能源切换的关键时刻放大了煤炭的“安全兜底”作用，使供需关系更为敏感，加之极端气候事件频发和地缘冲突风险，进一步加剧了煤炭价格的波动。公司业务集中于煤炭生产，其盈利将更加直接的受益于煤价的上行。

晋控煤业：顺行业上行之势，迎资产注入新动力

精专煤炭生产业务，资产持续优化提质。

晋控煤业煤矿目前在产煤矿包括位于大同煤田区域的塔山矿（持股 72%）和同忻煤矿（持股 32%），内蒙古神东基地高头窑矿区的色连煤矿（持股 51%）。大同矿区主要煤种为弱粘结煤，是优质的动力用煤，部分煤种为长焰煤、1/3 焦煤。自供给侧改革以来公司不断通过资产剥离（燕子山矿、煤峪口矿、外经贸公司）、新矿投产（色连）以及集团资产收购（塔山股权收购，同忻矿股权收购）持续优化资产结构，盈利能力稳步改善。2023 年公司关停了资源枯竭的亏损煤矿忻州窑矿，资产质量和效益得到一进步优化。

图表148：公司煤矿资产

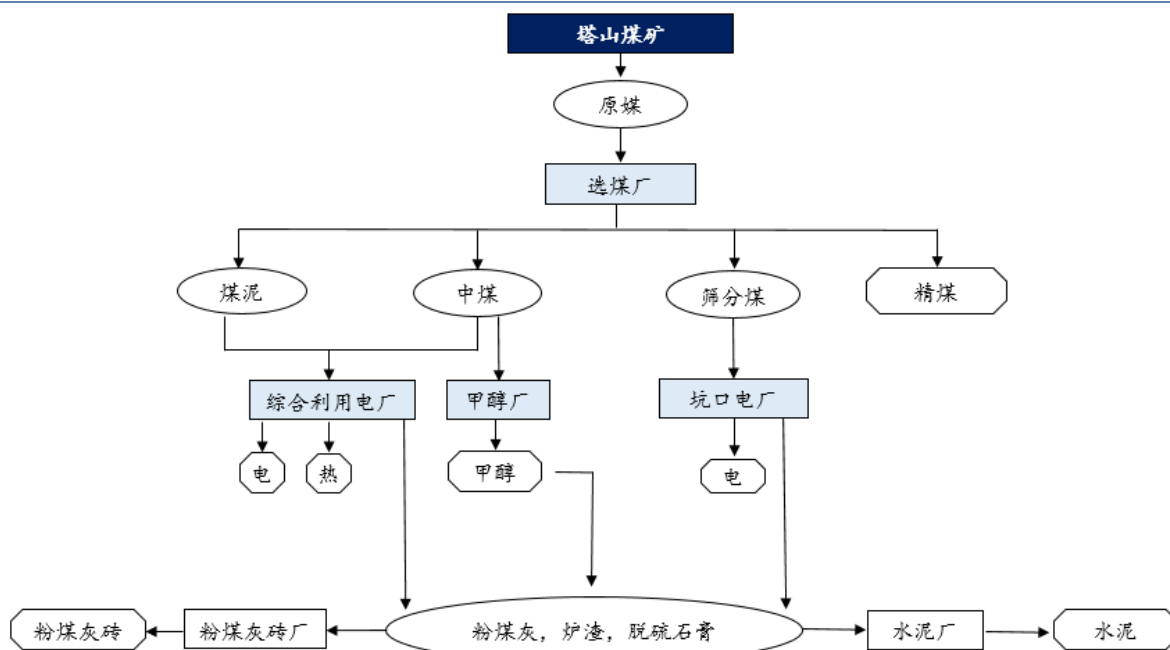
项目	持股比例	主要煤种	地区	资源量(亿吨)	可采储量(亿吨)	核定产能(万吨/年)
塔山煤矿	72%	气煤、 1/3 焦煤	山西大同	33.4	15.7	2,650
色连煤矿	51%	长焰煤、不粘煤	鄂尔多斯	7.2	3.8	800
同忻煤矿	32%	气煤、 1/3 焦煤	山西大同	13.95	5.88	1,600
并表产能合计						3,450

资料来源：公司公告，华泰研究

核心资产塔山矿盈利贡献突出。

通过持续的资产优化调整，目前公司煤炭总产能为 3,450 万吨。其中塔山煤矿为公司的主要盈利贡献煤矿。2023 年塔山煤矿生产煤炭 2,650 万吨，占公司煤炭总产量的 76.4%；营业收入占公司总营收的 87%，毛利占比 91.5%，盈利贡献突出。得益于塔山经济循环园区的一体化产业链模式，在实现资源高效利用的同时有效节约了成本。2023 年塔山煤矿吨煤成本为 267 元/吨，吨毛利 303 元/吨，毛利率为 53.2%。

图表149：塔山循环经济园区产业链结构

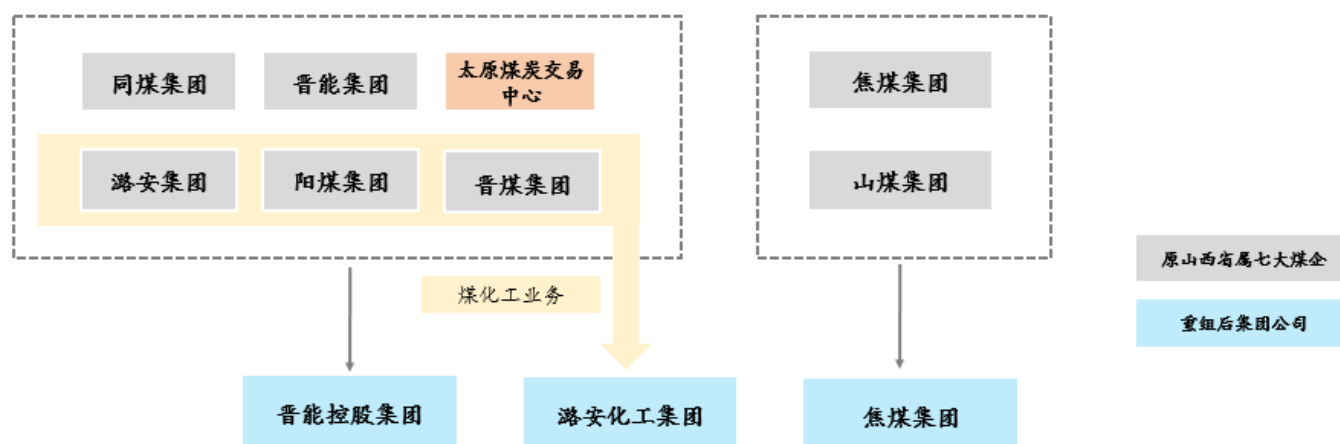


资料来源：公司公告，华泰研究

历经重组打造山西动力煤龙头，公司战略地位显著。

2020 年，原大同煤矿集团，现晋能控股煤业集团（晋能煤业），发布关于晋能控股集团筹组的公告，为“发挥山西省能源企业产业集群优势，提高集中度，推动能源革命综合改革试点取得重大突破，联合重组大同煤矿集团有限责任公司、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司、晋能集团有限公司省属三户煤炭企业，同步整合山西潞安矿业（集团）有限责任公司、华阳新材料科技集团有限公司相关资产和改革后的中国（太原）煤炭交易中心，组建晋能控股集团有限公司（晋控集团）”。

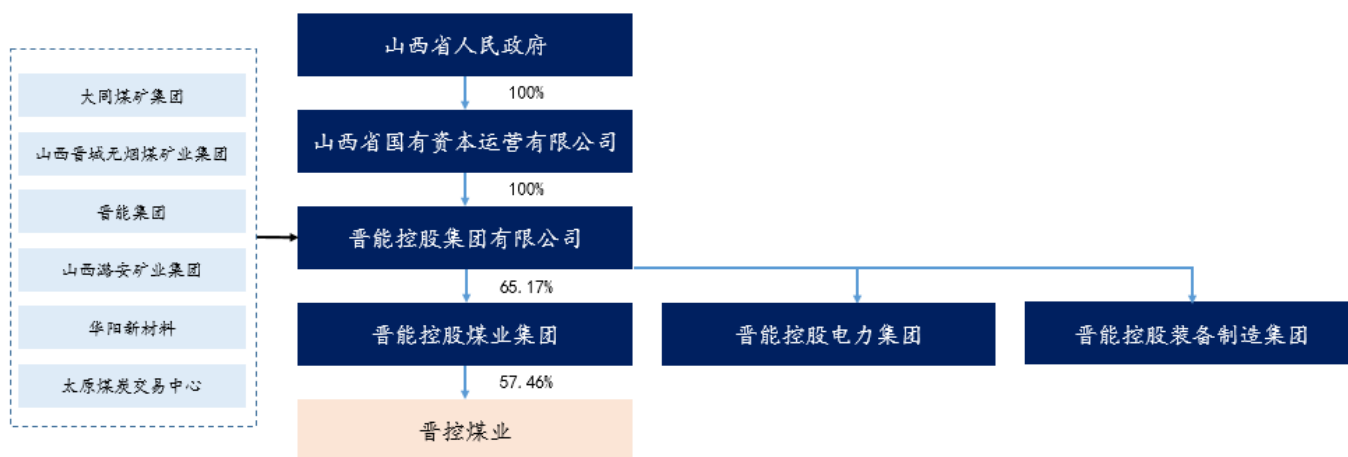
图表150：山西七大煤企整合重组



资料来源：公司公告，华泰研究

整合后，晋控集团设立六个二级子公司，包括晋能控股煤业集团公司（原同煤集团）、晋能控股电力集团公司（原晋能集团）、晋能控股装备制造集团公司（原晋煤集团）、太原煤炭交易中心、财务公司、以及山西科学技术研究院。其中晋控煤业集团整合运营省内动力煤资源，晋控煤业作为唯一煤炭上市平台，后续资产注入可期。

图表151：截至2023年底晋能控股股权结构



资料来源：公司公告，华泰研究

公司控股股东晋能煤业，作为山西省省属的大型煤炭企业，公司在税收优惠、财政补贴、项目审批和资源获取等方面获得多项支持。2022 年，公司已经全面接管华阳新材料及潞安化工集团划转的 22 家煤业子公司的人员、财务、业务等各项工作，形成实际控制并纳入合并范围，行业地位进一步巩固。截止 2022 年末，晋能煤业拥有生产矿井 88 座（生产矿井 69 座，在建及续建矿井 15 座，停缓建矿井 4 座），年生产能力 2.42 亿吨。

集团资产证券化率较低，公司或仍有较大资产注入空间

2021 年山西国资运营公司召开省属企业“一企一策”考核签约大会，会议中明确对省属企业“十四五”期间的量化目标，其中对资产证券化率提出要达到 80% 以上。2023 年晋能控股集团完成原煤产量 4.4 亿吨，公司同期产量仅占集团的约 8%。考虑到煤业集团的业务构成，预计煤矿资产注入将主导集团公司提高资产化率的进程。晋控煤业作为集团推动煤炭资源整合和专业化重组的煤炭上市平台，将整合运营省内动力煤资源，后续资产注入可期。2020 年，晋控煤业以现金 28.4 亿元收购煤业集团公司同忻矿 32% 的股权，资产注入已开启。

图表152：晋能煤业主要下属企业煤炭生产情况

	煤种	2020 年产量	2021 年产量	2022 年产量
煤峪口	气煤	58	67.76	152
永定庄	气煤	315.9	391.6	323.52
四老沟	气煤	351.74	355.05	262.4
挖金湾	气煤	448.98	541.56	321.12
晋华宫	弱黏煤、1/2 中粘煤	299.36	365.22	186.17
马脊梁	气煤	887.27	1,033.52	692.86
王村	气煤	280.76	329.47	232.83
云冈	弱黏煤	98.69	89.45	71.36
燕子山	气煤	622.28	771.39	726.3
四台	气煤	145.85	172.42	89.32
同忻	气煤	1,582.01	1,700.00	1,419.51
晋控煤业				
忻州窑	弱黏煤	69.1	76.16	84.42
塔山	气煤	2,499.98	2,745.00	2,522.55
轩岗煤电	气煤、1/3 焦煤、贫瘦煤、长焰煤	2,070.56	1,540.00	2,033.00
地煤公司	弱黏煤、1/3 焦煤、气煤、不粘煤、长焰煤	414.86	810	1,195.00
朔州煤电	气煤、长焰煤	1,549.65	2,035.00	1,661.00
同发东周窑	长焰煤、不粘煤	1,029.00	1,060.00	712.45
其他	不黏煤、气煤	4,707.18	4,656.79	7,716.29
合计	--	17,431.17	18,740.39	20,402.00

资料来源：公司公告，华泰研究

图表153：截止 2022 年末煤业集团煤矿情况

矿区/煤矿	煤种	发热量(千卡/千克)	资源保有储量(万吨)	设计产能(万吨)	可采年限(年)
本部					
煤峪口	气煤	4,200	10,086.60	250	9.5
永定庄	气煤	4,500	16,060.58	200	6
四老沟	气煤	5,145	13,178.46	320	10.3
挖金湾	气煤	3,328	29,244.18	70	36
晋华宫	弱黏煤、1/2 中粘煤	5,759	35,755.87	340	16.4
马脊梁	气煤	5,651	15,191.75	430	5.8
王村	气煤	3,500	42,794.00	100	97
云冈	弱黏煤	6,232	40,183.54	90	20.6
燕子山	气煤	4,904	28,352.65	480	16.6
四台	气煤	5,832	55,060.00	180	27.9
同忻	气煤	5,433	128,435.66	1,600.00	55.8
晋控煤业					
忻州窑	弱黏煤	5,680	9,736.61	60	7.5
塔山	气煤	5,442	492,572.46	2,500.00	40
轩岗煤电	气煤、1/3 焦煤、贫瘦煤、长焰煤	-	128,671.63	1,640.00	-
地煤公司	弱黏煤、1/3 焦煤、气煤、不粘煤、长焰煤	-	119,597.20	1,140.00	-
朔州煤电	气煤、长焰煤	-	258,620.31	1,590.00	-
同发东周窑	长焰煤、不粘煤	-	154,982.55	1,000.00	60
其他	不黏煤、气煤	-	2,275,556.35	12,250.00	-
合计			3,854,080	24,240	

资料来源：公司公告，华泰研究

股价复盘

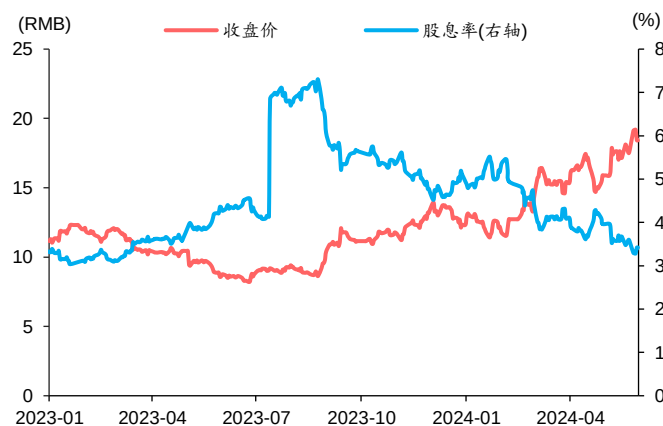
煤炭价格是公司股价重要驱动因素，2023 年末以来股息率成为重要参考。从历史股价与市场煤价走势来看，市场煤价是公司股价的重要驱动因素，2019-2023 年 9 月公司股价与市场煤价的相关系数达到 0.86，二者相关性较高。而从 2023 年末开始，股价与煤价走势出现分歧，或与市场风格偏好转向高股息公司的趋势有关。公司在经历 2021-22 年煤炭市场的繁荣周期后，资产负债表得到较好修复，并从 2022 年开始重新派发股息，2023 年末公司股息率达到 5% 左右的水平。而 2023 年公司派息率仅有 40%，低于市场上类似可比公司的派息水平，仍有一定增长空间。随着 2024 年来公司股价的提升，对应股息率有所下降，近期股价与股息率的背离或与公司潜在的股息增长空间预期有关。

图表154：煤价是驱动历史股价表现重要因素



资料来源：华泰研究

图表155：2023 年末以来股息率(TTM)成为重要参考



资料来源：华泰研究

首次覆盖，评级“买入”，目标价 22.8 元

盈利预测与估值

2020 年山西重组省内煤炭相关资源，同煤集团、晋煤集团、晋能集团合并成立晋能控股集团，并对潞安集团、华阳新材料科技集团的相关资产进行整合。晋控煤业是晋能控股集团下属的动力煤上市公司平台，截至 2023 年公司煤炭年产能仅占晋能控股集团总产能 8%，在山西省对省属企业资产证券化率提出要求的背景下，公司未来有望通过集团资产注入的方式获得较大的产能扩张空间。公司 2023 年关停亏损煤矿忻州窑矿并持续降本增效，单位销售成本同比下降 13% 至 243 元/吨。公司 2024 年计划煤炭产量 3,450 万吨，商品煤销量 2,940 万吨，一季度实现煤炭产量 845 万吨，与年度计划产量进度相符。受今年较为严格的安全监管力度影响，山西省 1-3 月煤炭产量累计同比下降约 18%，公司一季度煤炭产量基本与去年同期一致，体现出公司优秀的提质增效能力和安全管理工作。

我们预期公司 2024-2026 年归母净利润为 34.7/39.1/40.4 亿元，行业可比公司平均 2024E PE 为 9.4 倍，考虑到公司资产提质升级且有潜在产能增长空间，给予公司 11x2024E PE，对应目标价 22.8 元。

煤炭板块：煤炭生产和销售是公司的核心业务，公司煤质具有低灰、低硫、高发热量等特点，公司近几年扎实推进智能化建设，通过精益管理安全生产过程帮助公司降本增效。煤炭板块背靠晋能控股集团，资源储备丰厚，集团有望进一步加强对上市公司的资产注入，公司仍具有较强的资产扩张空间。从基准煤价来看，我们预计随着下半年下游需求的复苏以及夏季和冬季两个高峰季节的驱动，煤炭价格将获得更有力的支持，2024 年动力煤平均价格或为 900 元/吨，而 2025 年受国内电力需求的持续增长以及海外能源价格上升的共同推动，煤炭均价或向 950 元/吨迈进，基于以上煤炭基准价格的预测并考虑到公司产品销售结构，我们预测公司 2024-26E 煤炭平均售价为 497/527/545 元/吨。我们预计公司煤炭产销量整体保持平稳，2024 年受山西省安监较为严格影响，产量或略低于指引，2025-26 年产量或将有所恢复，2024-26E 产量分别为 3,400/3,450/3,450 万吨，销量分别为 2,975/3,019/3,019 万吨。我们预计公司 2024-26E 煤炭板块营业收入分别为 148/159/164 亿元。

费用率：2023 年销售费用率为 0.8%，我们预计公司销售环节费用率将保持一致，2024-26E 销售费用率分别为 0.8%/0.8%/0.8%，公司持续降本增效，我们预计公司 2024-26E 管理费用率小幅下降至 3.2%/3.2%/3.2%，研发费用率维持一致，分别为 2.0%/2.0%/2.0%。

盈利预测：受 2024 年煤炭价格下滑拖累，一季度动力煤均价同比下跌 20%，我们预计公司 2024 年营业收入将有所下滑，随着 2025-26 年煤价回升，公司营业收入有望重新增长，2024-26E 营业收入为 148.5/159.5/164.9 亿元。我们预计公司在关停了亏损煤矿后，整体经营效率以及生产成本有望改善，公司毛利率或将进一步扩张，2024-26E 毛利率分别为 52%/54%/55%。我们预测 2024-26E 归母净利润分别为 34.7/39.1/40.4 亿元。

图表156：主要经营及财务数据

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营数据									
原煤产量 (万吨)	3,105	3,378	3,157	3,497	3,280	3,469	3,400	3,450	3,450
商品煤销量 (万吨)	2,639	2,820	2,736	3,031	2,731	2,996	2,975	3,019	3,019
财务数据 (百万元)									
营业收入	11,259	11,358	10,905	18,265	16,082	15,342	14,854	15,954	16,490
营业成本	(5,452)	(5,078)	(7,040)	(8,335)	(8,037)	(7,664)	(7,091)	(7,336)	(7,481)
毛利润	5,806	6,280	3,865	9,930	8,044	7,678	7,763	8,618	9,009
毛利率	51.6%	55.3%	35.4%	54.4%	50.0%	50.0%	52.3%	54.0%	54.6%
营业税金及附加	(729)	(724)	(723)	(1,377)	(1,293)	(1,231)	(1,193)	(1,280)	(1,484)
销售费用	(2,015)	(2,202)	(123)	(148)	(145)	(119)	(124)	(129)	(136)
管理费用	(433)	(478)	(432)	(492)	(470)	(706)	(475)	(511)	(528)
研发费用	-	(175)	(133)	(216)	(63)	(303)	(294)	(316)	(326)
财务费用	(625)	(565)	(386)	(326)	(241)	(140)	16	88	167
税前利润	1,976	2,222	2,102	8,275	6,000	5,868	6,171	6,948	7,179
所得税	(799)	(855)	(771)	(1,938)	(1,583)	(1,365)	(1,435)	(1,616)	(1,670)
少数股东损益	(517)	(469)	(455)	(1,679)	(1,368)	(1,203)	(1,265)	(1,424)	(1,471)
归母净利润	660	897	876	4,658	3,049	3,301	3,471	3,908	4,038
净利率(%)	5.9%	7.9%	8.0%	25.5%	19.0%	21.5%	23.4%	24.5%	24.5%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表157：行业可比公司平均 2024E PE 估值

	股票代码	PE(x)
中国神华 - A	601088 CH	13.7
中煤能源 - A	601898 CH	8.7
兖矿能源 - A	600188 CH	9.5
陕西煤业	601225 CH	11.4
山西焦煤	000983 CH	9.4
潞安环能	601699 CH	9.1
平煤股份	601666 CH	7.5
淮北矿业	600985 CH	8.2
华阳股份	600348 CH	9.1
山煤国际	600546 CH	7.4
平均值		9.4

注：数据截至 2024/6/2，估值为 一致预测

资料来源：华泰研究

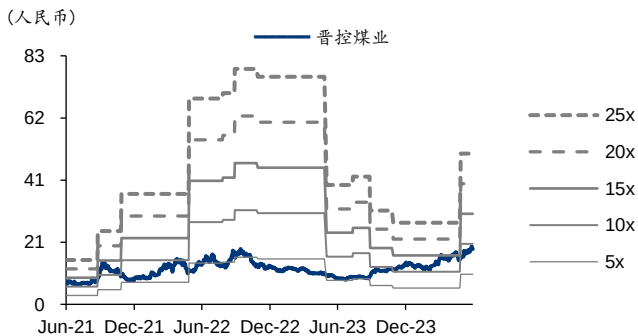
风险提示

煤炭需求低于预期：煤炭需求的大幅减少将影响公司市场化定价的煤炭销售收入。

资产扩张进展慢于预期：影响公司规模扩张从而影响盈利增长。

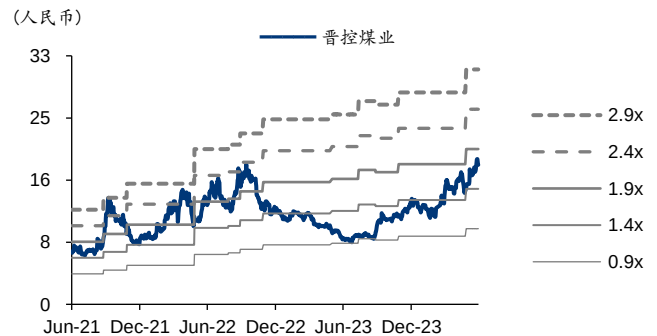
资产注入有不确定性：集团资产注入的预期存在不确定性，影响公司成长性。

图表158：晋控煤业 PE-Bands



资料来源：华泰研究

图表159：晋控煤业 PB-Bands



资料来源：华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	22,063	17,605	21,836	26,864	31,526
现金	18,816	15,209	18,934	24,010	28,670
应收账款	1,190	458.03	1,027	814.35	1,010
其他应收账款	1,441	1,308	1,308	1,308	1,308
预付账款	70.72	49.10	49.10	49.10	49.10
存货	328.87	342.97	278.68	443.74	250.41
其他流动资产	216.94	238.67	238.67	238.66	238.66
非流动资产	20,153	20,069	19,295	18,501	17,688
长期投资	5,424	6,066	6,066	6,066	6,066
固定投资	9,659	9,178	8,678	8,158	7,620
无形资产	3,452	3,208	2,988	2,768	2,548
其他非流动资产	1,618	1,617	1,562	1,508	1,453
资产总计	42,216	37,675	41,130	45,364	49,214
流动负债	16,458	8,762	9,804	10,096	10,002
短期借款	1,542	850.78	850.78	850.78	850.78
应付账款	5,636	4,813	4,856	5,148	5,053
其他流动负债	9,280	3,098	4,098	4,098	4,098
非流动负债	4,568	4,540	3,540	3,540	3,540
长期借款	2,374	2,389	2,389	2,389	2,389
其他非流动负债	2,194	2,151	1,151	1,151	1,151
负债合计	21,026	13,302	13,344	13,636	13,542
少数股东权益	6,661	7,476	8,741	10,165	11,636
股本	1,674	1,674	1,674	1,674	1,674
资本公积	150.90	147.60	147.60	147.60	147.60
留存公积	11,334	13,590	15,739	18,257	20,729
归属母公司股东权益	14,529	16,897	19,046	21,563	24,036
负债和股东权益	42,216	37,675	41,130	45,364	49,214

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	5,638	6,169	4,979	6,326	6,005
净利润	4,410	4,504	4,736	5,332	5,509
折旧摊销	1,271	1,234	1,222	1,241	1,261
财务费用	241.14	139.66	(16.19)	(87.93)	(167.29)
投资损失	(585.82)	(647.89)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
营运资金变动	(434.71)	639.55	(451.03)	352.30	(85.35)
其他经营现金	736.00	299.81	(12.00)	(12.00)	(12.00)
投资活动现金	(518.46)	(790.57)	52.47	52.47	52.46
资本支出	(594.06)	(838.86)	(448.00)	(448.00)	(448.00)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	75.61	48.29	500.46	500.47	500.46
筹资活动现金	(2,522)	(8,981)	(1,306)	(1,303)	(1,398)
短期借款	(2,231)	(690.99)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(295.80)	15.00	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	18.43	(3.31)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(13.14)	(8,302)	(1,306)	(1,303)	(1,398)
现金净增加额	2,598	(3,603)	3,726	5,076	4,660

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	16,082	15,342	14,854	15,954	16,490
营业成本	8,037	7,664	7,091	7,336	7,481
营业税金及附加	1,293	1,231	1,193	1,280	1,484
营业费用	144.68	118.97	124.41	128.67	135.55
管理费用	470.04	706.37	475.33	510.54	527.68
财务费用	241.14	139.66	(16.19)	(87.93)	(167.29)
资产减值损失	(215.29)	(17.18)	(16.63)	(17.87)	(18.47)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	585.82	647.89	500.00	500.00	500.00
营业利润	6,047	5,816	6,180	6,956	7,187
营业外收入	3.28	58.83	15.00	15.00	15.00
营业外支出	49.55	6.66	23.00	23.00	23.00
利润总额	6,000	5,868	6,171	6,948	7,179
所得税	1,590	1,365	1,435	1,616	1,670
净利润	4,410	4,504	4,736	5,332	5,509
少数股东损益	1,367	1,203	1,265	1,424	1,471
归属母公司净利润	3,044	3,301	3,471	3,908	4,038
EBITDA	7,507	7,238	7,377	8,101	8,272
EPS (人民币, 基本)	1.82	1.97	2.07	2.33	2.41

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	(11.95)	(4.60)	(3.18)	7.41	3.36
营业利润	(27.17)	(3.81)	6.25	12.57	3.32
归属母公司净利润	(34.65)	8.44	5.16	12.58	3.33
获利能力 (%)					
毛利率	50.02	50.05	52.26	54.02	54.63
净利率	27.43	29.36	31.88	33.42	33.41
ROE	23.03	21.01	19.31	19.25	17.71
ROIC	38.61	33.84	33.11	40.08	43.33
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.81	35.31	32.44	30.06	27.52
净负债比率 (%)	(43.24)	(43.72)	(48.29)	(58.29)	(64.90)
流动比率	1.34	2.01	2.23	2.66	3.15
速动比率	1.30	1.94	2.17	2.59	3.10
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.38	0.38	0.37	0.35
应收账款周转率	14.09	18.61	20.00	17.33	18.07
应付账款周转率	1.50	1.47	1.47	1.47	1.47
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.82	1.97	2.07	2.33	2.41
每股经营现金流(最新摊薄)	3.37	3.69	2.97	3.78	3.59
每股净资产(最新摊薄)	8.68	10.10	11.38	12.88	14.36
估值比率					
PE (倍)	10.13	9.34	8.88	7.89	7.63
PB (倍)	2.12	1.82	1.62	1.43	1.28
EV EBITDA (倍)	3.77	3.82	3.55	2.78	2.33

免责声明

分析师声明

本人，刘俊、苗雨菲，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。
- 淮北矿业（600985 CH）、兖矿能源（600188 CH）、山煤国际（600546 CH）、陕西煤业（601225 CH）、兖矿能源（1171 HK）、潞安环能（601699 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 中国石油（601857 CH）、兖矿能源（600188 CH）、中国石化（600028 CH）、兖矿能源（1171 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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 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

- 分析师刘俊、苗雨菲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。
- 陕西煤业（601225 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 淮北矿业（600985 CH）、兖矿能源（600188 CH）、山煤国际（600546 CH）、陕西煤业（601225 CH）、兖矿能源（1171 HK）、潞安环能（601699 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 中国石油（601857 CH）、兖矿能源（600188 CH）、中国石化（600028 CH）、兖矿能源（1171 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 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

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

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 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

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

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

©版权所有 2024 年华泰证券股份有限公司