

晋控煤业 (601001.SH)

山西优质动力煤企业，经营稳健且具备成长空间

优于大市

核心观点

山西优质动力煤企业，背靠中国第二大煤炭生产集团。公司主要从事动力煤的生产和销售业务，于2001年成立、2006年上市，是全国第二大煤企晋能控股集团旗下的煤炭上市公司。截至2024年6月30日控股股东晋能控股煤业集团持有公司57.46%的股份，公司实际控制人是山西省国资委。2013年以来，公司陆续转让所属4座亏损的矿井，并先后收购控股的塔山煤矿21%的股权以及同忻煤矿32%的股权，2022年阶段性关停持续亏损的活性炭公司，并关停资源枯竭的忻州窑矿，资产质量显著改善。2023年，公司毛/净利率分别为50%、29%，ROE则由2020年的12%提高至19.5%，均位于行业前列，是山西省优质的动力煤企业。

享受行业红利业绩改善，资产负债结构优化。随着2021年以来在煤价中枢上涨带动下的业绩改善，公司经营现金流净额大幅增加，货币资金也随之积累至2024H1的158亿元，在总资产中占比达到41%，有息负债减少至45亿元，资产负债率降低至33.5%的行业低位，资产负债结构显著改善。

持续推进煤矿智能化、管理提质增效，以低成本构筑核心竞争力。截至2023年底公司拥有塔山煤矿和色连煤矿两个在产煤矿，产能分别为2650万吨/年、800万吨/年。得益于较高的智能化水平、精益的管理以及生产的规模效应，公司吨煤成本处于行业低位。其中塔山煤矿是中国生产能力最大的单井口井工矿井之一，是国家首批智能化示范煤矿和山西省十座智能化示范煤矿之一，其产能大、市场煤占比较高、盈利能力更好，近5年在公司营收和利润中占比均超80%，是公司主要的营收和利润来源。

资产注入空间较大，有望助力成长。2020年山西重组七大煤企，新设立的晋能控股集团一跃成为山西省最大企业以及中国第二大煤炭企业，煤炭产能约4亿吨/年，其子公司晋能控股煤业集团截至2022年末拥有88座矿井，产能2.4亿吨/年，资源保有储量385.4亿吨。根据避免同业竞争承诺函，未来集团中符合条件的煤炭资产有望注入上市公司，助力公司成长。

盈利预测与估值：预计2024-2026年公司营业收入分别为151.1/151.7/152.4亿元，归母净利润分别为29.1/29.3/29.5亿元，对应PE分别为9.3/9.2/9.1。我们认为公司合理估值区间在18.3-19.1元，相对于9月30日收盘价有7%-12%的溢价空间。首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：煤炭需求不及预期、安全生产事故影响、公司市场煤销售不及预期、公司分红率不及预期、资产注入不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,082	15,342	15,106	15,174	15,243
(+/-%)	-12.0%	-4.6%	-1.5%	0.5%	0.5%
归母净利润(百万元)	3044	3301	2910	2928	2946
(+/-%)	-34.7%	8.4%	-11.8%	0.6%	0.6%
每股收益(元)	1.82	1.97	1.74	1.75	1.76
EBIT Margin	37.8%	34.7%	31.4%	31.3%	31.2%
净资产收益率 (ROE)	20.9%	19.5%	15.6%	14.4%	13.3%
市盈率 (PE)	8.9	8.2	9.3	9.2	9.1
EV/EBITDA	6.6	6.2	7.0	6.9	6.8
市净率 (PB)	1.85	1.59	1.45	1.32	1.22

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

煤炭·煤炭开采

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：胡瑞阳

0755-81982908

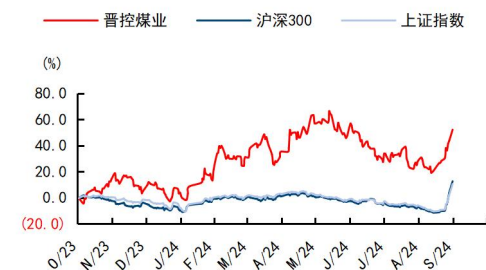
huruiyang@guosen.com.cn

S0980523060002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	18.30 - 19.10元
收盘价	17.05元
总市值/流通市值	28537/28537百万元
52周最高价/最低价	19.87/10.80元
近3个月日均成交额	185.95百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	5
山西优质动力煤企业，背靠中国第二大煤炭生产集团	5
享受行业红利业绩改善，资产负债结构优化	6
关停亏损业务，提升盈利能力	8
开采优质动力煤，以低成本构筑核心竞争力	8
开采优质动力煤，拥有较稳定的客户基础	8
持续推进煤矿智能化、管理提质增效，以低成本构筑核心竞争力	10
塔山煤矿盈利能力强，利润贡献超 85%	12
资产注入空间较大，有望助力成长	13
财务分析	14
盈利能力	14
营运能力	15
偿债能力	16
盈利预测	16
假设前提	16
未来 3 年业绩预测	18
盈利预测的敏感性分析	18
估值与投资建议	20
相对估值	20
投资建议	21
风险提示	22
附表：财务预测与估值	23

图表目录

图 1: 截至 2024 年 6 月 30 日公司股权结构示意图	5
图 2: 2023 年公司主要业务营收占比	6
图 3: 2023 年公司主要业务毛利占比	6
图 4: 公司业绩表现 (亿元; %)	7
图 5: 公司经营活动产生的现金流量净额变化 (亿元)	7
图 6: 公司货币资金变化 (亿元)	7
图 7: 公司资产负债率降低 (%)	8
图 8: 公司有息负债减少 (亿元)	8
图 9: 公司利息费用降低 (亿元)	8
图 10: 公司分红金额及分红率变化	8
图 11: 公司前五客户销售额及占比 (亿元; %)	10
图 12: 公司前五名客户销售额中关联方销售额及占比 (亿元; %)	10
图 13: 2023 年煤企生产动力煤成本对比 (元/吨)	10
图 14: 公司近年来成本控制较好	10
图 15: 公司煤炭产量与销量 (万吨)	11
图 16: 公司所属煤矿产量 (万吨)	11
图 17: 公司所属煤矿销量 (万吨)	11
图 18: 塔山煤矿盈利能力较好 (元/吨)	12
图 19: 公司煤矿平均单吨售价、成本及毛利情况 (元/吨)	12
图 20: 塔山煤矿单吨售价、成本及毛利情况 (元/吨)	12
图 21: 色连煤矿单吨售价、成本及毛利情况 (元/吨)	12
图 22: 塔山煤矿、色连煤矿销售收入情况 (亿元)	13
图 23: 塔山煤矿、色连煤矿实现利润情况 (亿元)	13
图 24: 可比公司营业收入 (亿元)	14
图 25: 可比公司净利润 (亿元)	14
图 26: 可比公司毛利率 (%)	14
图 27: 可比公司净利率 (%)	14
图 28: 可比公司 ROE (%)	15
图 29: 可比公司 ROA (%)	15
图 30: 可比公司存货周转天数 (天)	15
图 31: 可比公司应收账款周转天数 (天)	15
图 32: 可比公司总资产周转率	15
图 33: 可比公司净营业周期	15
图 34: 可比公司资产负债率 (%)	16
图 35: 可比公司 EBITDA/带息债务	16
图 36: 可比公司货币资金/短期债务	16
图 37: 可比公司现金流量利息保障倍数	16

图 38: 主要参股公司净利润情况 (亿元)	17
图 39: 公司投资收益情况 (亿元)	17
图 40: 同忻煤矿业绩情况 (亿元)	18
表 1: 截至 2023 年末公司煤炭储备情况 (万吨)	9
表 2: 公司煤矿产能梳理 (万吨/年)	9
表 3: 截至 2022 年末晋能控股煤业集团有限公司煤矿情况	13
表 4: 公司业务拆分	17
表 5: 未来 3 年盈利预测表	18
表 6: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	19
表 7: 可比公司对比	20
表 8: 同类公司估值比较	20

公司概况

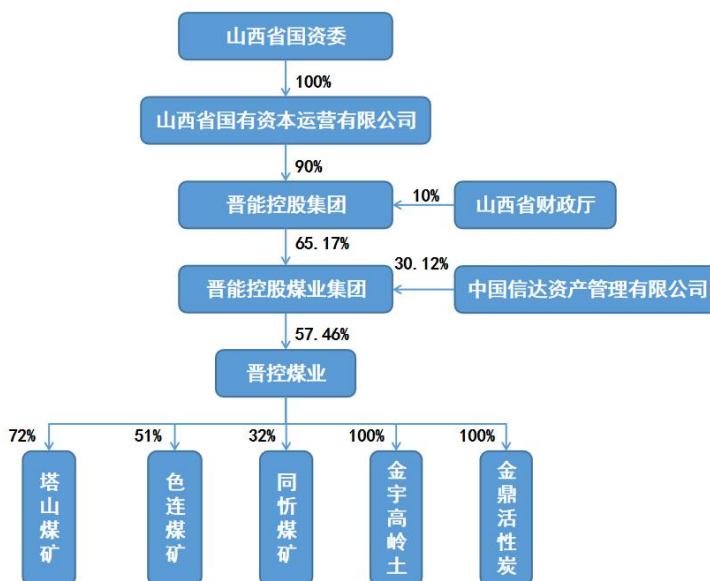
山西优质动力煤企业，背靠中国第二大煤炭生产集团

晋能控股山西煤业股份有限公司，原名为大同煤业股份有限公司，是全国第二大煤企晋能控股集团旗下的煤炭上市公司。公司2001年由大同煤矿集团有限责任公司为主发起人，联合其他七家发起人共同发起设立，于2006年6月23日登陆上交所，是沪市全流通上市的第一股，2020年12月证券简称由“大同煤业”变更为“晋控煤业”。截至2024年6月30日，控股股东晋能控股煤业集团持有公司57.46%的股份，公司实际控制人是山西省国有资产管理委员会。

资产质量持续改善，盈利能力位于行业前列。2013年以来，公司陆续向控股股东转让亏损的直属同家梁矿、四老沟矿、燕子山矿，向控股股东全资子公司朔州煤电转让亏损的煤峪口矿，并于2018年、2020年先后收购控股的塔山煤矿21%的股权以及同忻煤矿32%的股权，2022年阶段性关停持续亏损的活性炭公司，同时关停资源枯竭的忻州窑矿，资产质量显著改善。2023年，公司毛/净利率分别为50%、29%，ROE则由2020年的12%提高至19.5%，盈利指标均位于行业前列，是山西省优质的动力煤企业。

间接控股股东晋能控股集团是全国第二大煤炭企业，资源雄厚。晋能控股集团于2020年10月挂牌成立，是由原同煤集团、晋煤集团和晋能集团联合重组，同步整合山西焦煤、潞安化工、华阳新材料煤炭、电力、煤机装备制造产业相关资产，以及转制改企后的中国（太原）煤炭交易中心，接收省国资运营公司所持太原煤气化公司股份，接管省司法厅所属正华实业公司5户煤炭企业，组建而成的省属重要骨干企业。集团是以煤炭、电力、制造为主业，集化工、物流、贸易、多元、现代服务于一体的特大型能源企业集团，是全国第二大煤炭企业、山西最大的发电企业和全国最大的基础化肥生产企业，资源雄厚。

图1：截至2024年6月30日公司股权结构示意图

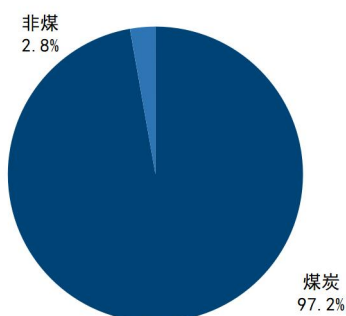


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

商业模式：公司产品以动力煤为主，长协煤占比约 50%。公司主要从事动力煤的生产和销售，2023 年煤炭业务的营收和毛利占比分别为 97.2%、98.7%。公司的动力煤产品煤质优良，具有低灰、低硫、高发热量等特点，主要用于电力、水泥等行业。截至 2024H1 公司长协煤占比约 50%，其余产品则主要以市场价格销售给下游的水泥等客户。

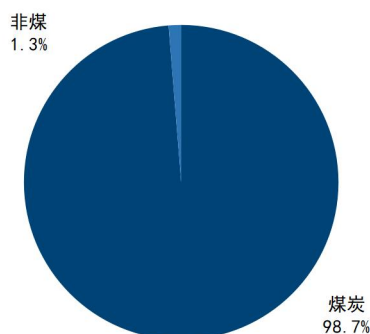
公司非煤业务主要包括高岭土、活性炭的生产和销售，其中活性炭公司已于 2022 年 8 月阶段性停产；高岭土公司由晋能控股煤业集团和创实业发展大同有限公司（简称和创实业公司）委托管理。

图2：2023 年公司主要业务营收占比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图3：2023 年公司主要业务毛利占比



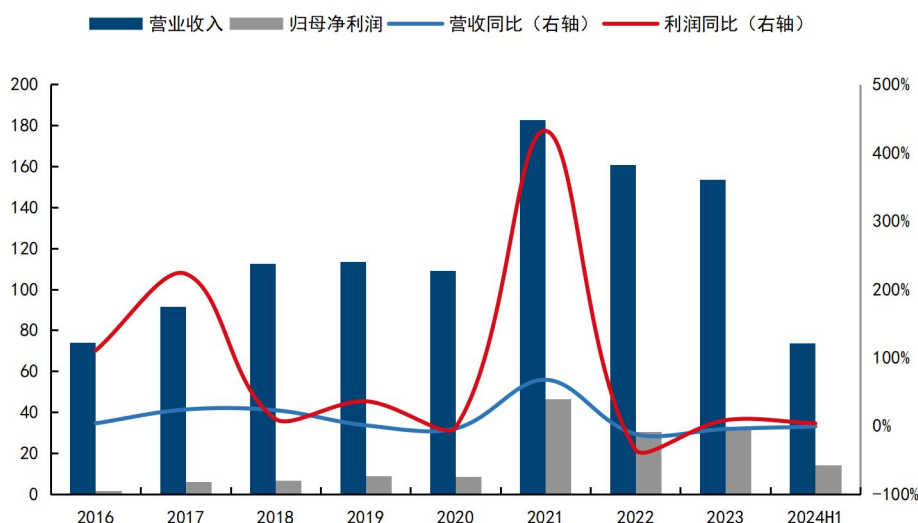
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

享受行业红利业绩改善，资产负债结构优化

2021 年以来，煤价在海内外多因素影响下大幅上涨并随之维持在相对高位，公司享受行业红利，业绩显著改善。

- ✓ 2023 年，公司实现营业收入 153.4 亿元，同比-4.6%；归母净利润 33.0 亿元，同比+8.3%。2023 年虽然公司煤炭销量增长抵消了部分煤价下行的影响，但整体看，营收仍有所下滑，利润同比实现增长主要系煤炭销量增长以及吨煤成本下降。
- ✓ 2024H1，公司实现营业收入 73.8 亿元，同比-1.0%；归母净利润 14.4 亿元，同比+3.7%。2024 上半年，在国安委对山西省矿山安全生产工作开展帮扶指导以及山西开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治的影响下，山西省原煤产量同比减少 13.5%，叠加煤价中枢下行影响，山西煤企业绩普遍波动较大。但是得益于公司良好的经营管理，公司上半年煤炭产销率同比基本持平；同时塔山煤矿市场煤占比提升，抵消部分煤价下行的影响；叠加管理、财务等费用的下降，公司上半年利润实现正增长。

图4: 公司业绩表现 (亿元; %)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

现金流增加, 货币资金积累, 有息负债减少, 资产负债结构改善。2021年以来随着业绩改善, 公司经营现金流净额大幅增加, 2023年为61.7亿元; 货币资金也随之积累至152.1亿元, 在总资产中占比达到40.4%; 同时公司有息负债减少至2023年的47.6亿元, 利息费用也同步减少; 资产负债率降低至35.3%的行业低位, 资产负债结构显著改善。

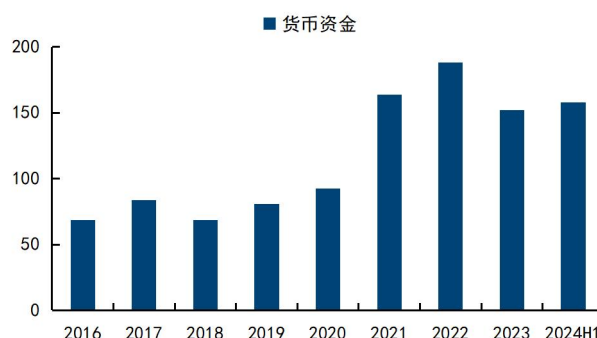
分红水平提高, 积极回报投资者。随着经营改善, 公司分红水平逐渐提高, 2021-2023年分红总额分别为6.7亿元、10.5、13.2亿元, 分红率分别为14.4%、34.6%、40.1%。

图5: 公司经营活动产生的现金流量净额变化 (亿元)



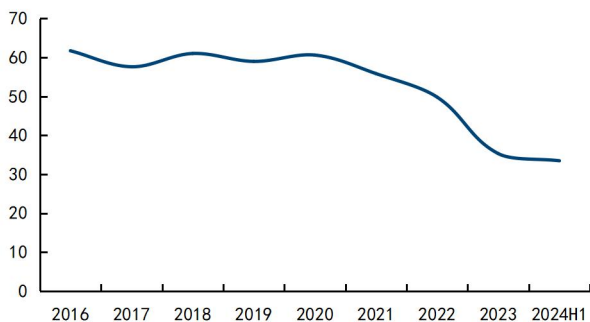
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司货币资金变化 (亿元)



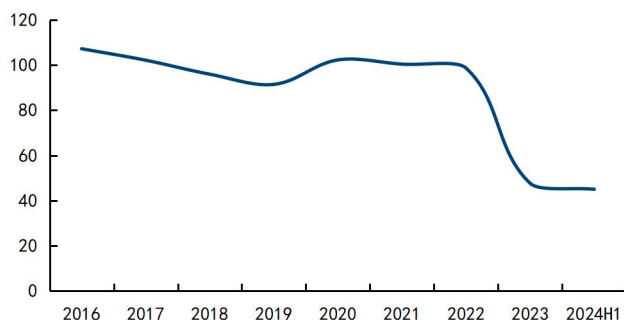
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司资产负债率降低 (%)



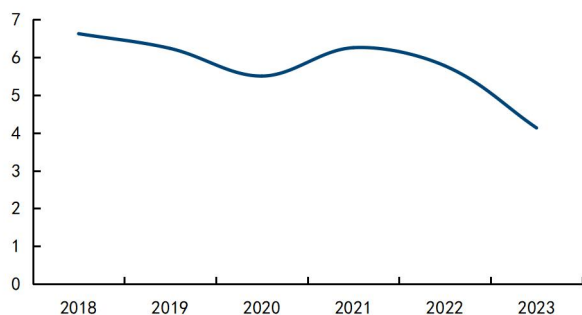
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司有息负债减少 (亿元)



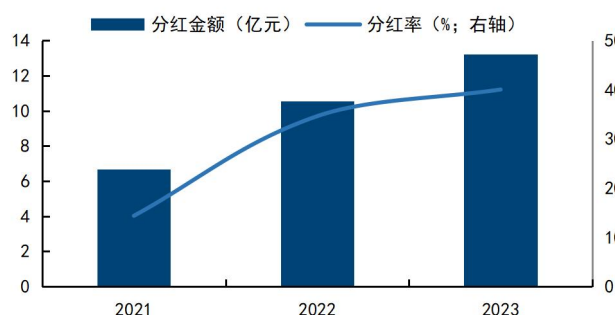
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司利息费用降低 (亿元)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司分红金额及分红率变化



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

关停亏损业务，提升盈利能力

关停忻州窑矿，提高经营效率。由于矿井资源枯竭，2022 年底公司关停忻州窑矿。2020-2022 年，忻州窑矿分别亏损 4.7 亿元、3.3 亿元、2.7 亿元，对公司的业绩造成一定影响，忻州窑矿关停有助于提高公司经营运行效率，提升公司盈利能力。

活性炭公司投后持续亏损，已于 2022 年 8 月起阶段性停产。公司全资子公司晋控煤业金鼎活性炭山西有限公司投产后持续亏损，已于 2022 年 8 月开始停产。公司活性炭业务将根据市场情况进行后续规划。

开采优质动力煤，以低成本构筑核心竞争力

开采优质动力煤，拥有较稳定的客户基础

截至 2023 年底公司拥有煤炭产能 3450 万吨/年。截至 2023 年底，公司拥有煤炭资源量 41.4 亿吨，可采储量 19.5 亿吨，按照 2023 年产量计算得到可采年限为 56 年。公司所属 2 座在产煤矿，分别为塔山煤矿和色连煤矿，合计产能为 3450 万吨/年，忻州窑矿已于 2022 年底因资源枯竭关停。此外，公司还持有年产 1600

万吨的同忻煤矿 32%的股权，合计权益产能达到 2828 万吨/年。

- ✓ **塔山煤矿**：位于山西省大同市，是目前全球设计能力最大的单井口井工矿井之一，主要煤种为气煤、1/3 焦煤、变质煤。截至 2023 年底煤炭资源量 33.3 亿吨，可采储量为 15.7 亿吨，可采年限 59 年。矿井产能为 2650 万吨/年，2018 年公司收购塔山煤矿 21%的股权后持股比例达到 72%。
- ✓ **色连煤矿**：位于内蒙古自治区鄂尔多斯市，矿井项目是国家发改委“十二五”规划项目，也是鄂尔多斯市“十二五”重点建设项目之一，主要煤种以不粘煤为主，长焰煤次之，发热量为 4000-4300 大卡。截至 2023 年底煤炭资源量 7.2 亿吨，可采储量为 3.8 亿吨，可采年限 47 年。2022 年 9 月煤矿生产能力由 500 万吨/年核增至 800 万吨/年，公司持股比例 51%。矿井及选煤厂整体采取委托运营的管理方式，原煤洗选后的煤炭销售工作仍由公司负责。
- ✓ **同忻煤矿**：位于山西省大同市，主要煤种为气煤。截至 2022 年底煤炭资源保有储量 12.8 亿吨，可采年限 56 年。矿井产能为 1600 万吨/年，公司持股比例为 32%。
- ✓ **忻州窑矿**：公司直属煤矿，2019 年生产能力由 230 万吨/年核减至 60 万吨/年，于 2022 年 12 月因资源枯竭关停。

表1: 截至 2023 年末公司煤炭储备情况（万吨）

主要矿区	主要煤种	所在地	状态	资源量	可采储量	证实储量	可采年限
色连煤矿	不粘煤、长焰煤	内蒙古自治区鄂尔多斯市	在产	72,177	38,260	22,709	47
塔山煤矿	QM、1/3JM、变质煤	山西省大同市	在产	333,559	157,175	10,309	59
忻州窑矿	弱粘煤	山西省大同市	已关停	-	-	-	-
合计	-	-	-	414,265	195,435	34,166	56

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2: 公司煤矿产能梳理（万吨/年）

主要矿区	产能	持股比例	权益产能
控股煤矿			
色连煤矿	800	51%	408
塔山煤矿	2650	72%	1908
参股煤矿			
同忻煤矿	1600	32%	512
合计			2828

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司开采优质动力煤，拥有较稳定的客户基础。公司开采的动力煤具有低灰、低硫、挥发分适中、高发热量等优点，产品应用广泛。其中色连煤矿主要为周边电厂供应煤炭；塔山煤矿部分煤炭供应周边电厂，部分供应下游水泥等客户，拥有较稳定客户基础。2023 年公司前五名客户销售额为 83.7 亿元，占销售总额的 54.6%；前五名客户销售额中关联方销售额为 13.0 亿元，占销售总额的 8.5%。

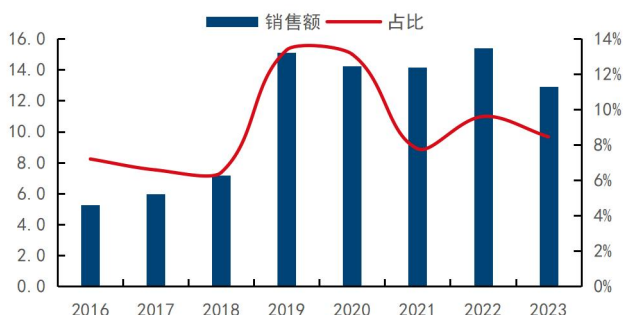
公司地理位置优越，为煤炭产品外销提供了便利的运输条件。公司地处大秦铁路起点，通过年运量 4.5 亿吨的大秦铁路可直达全国最大的现代化煤码头秦皇岛港，京包、同蒲铁路干线也在大同交汇，为公司煤炭产品外销提供了便利的运输条件。

图11: 公司前五客户销售额及占比 (亿元; %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司前五名客户销售额中关联方销售额及占比 (亿元; %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

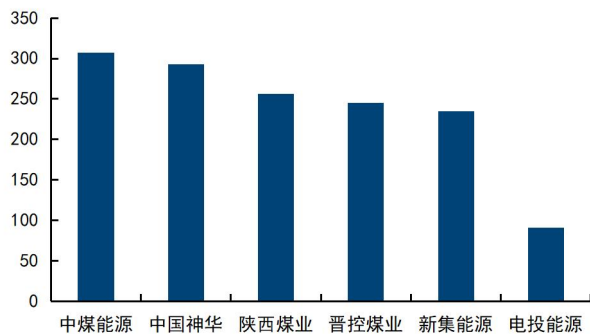
持续推进煤矿智能化、管理提质增效，以低成本构筑核心竞争力

公司积极推进煤矿的智能化建设，提高煤矿生产效率。公司煤炭资源赋存条件好，煤层厚，埋藏浅，煤层稳定，瓦斯含量和用水量少，安全性高，适宜综合机械化生产，因此公司所属煤矿智能化水平较高。其中，色连煤矿已经完成“智能化井工矿”建设；塔山煤矿则是国家首批智能化示范煤矿、山西省十座智能化示范煤矿之一，初步构建了“全面感知、5G传输、自主决策、协同控制”的智能开采新模式。公司仍在持续积极推进塔山煤矿的智能化建设，2023年公司研发费用支出约3亿元，同比增加379%，主要是塔山煤矿研发项目增多。

精益管理，提质增效。在生产运营过程中，公司精细化成本控制；加强商品煤采制化精细管理和煤质管理，不断优化采煤工艺和洗选工艺，提高煤质；合理安排工作面接替，稳定组织矿井延深工程，确保生产连续性和稳定性，提升运营效率。

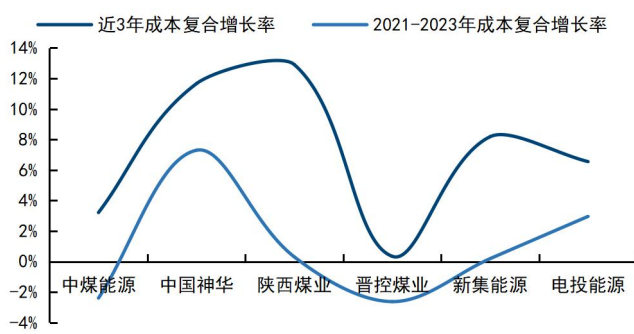
以低成本构筑核心竞争力。近年来，公司吨煤成本有所上涨主要系煤矿开采年限延长及各项费用的上涨，但整体看，得益于较高的智能化水平、精益的管理以及生产的规模效应，公司的吨煤成本处于行业较低位置。此外得益于良好的成本控制，公司2020-2023年成本CAGR为0.3%，2021-2023年成本CAGR为-2.6%，亦处于同类公司低位。

图13: 2023年煤企生产动力煤成本对比 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 电投能源所属煤矿均为露天矿, 开采成本低

图14: 公司近年来成本控制较好

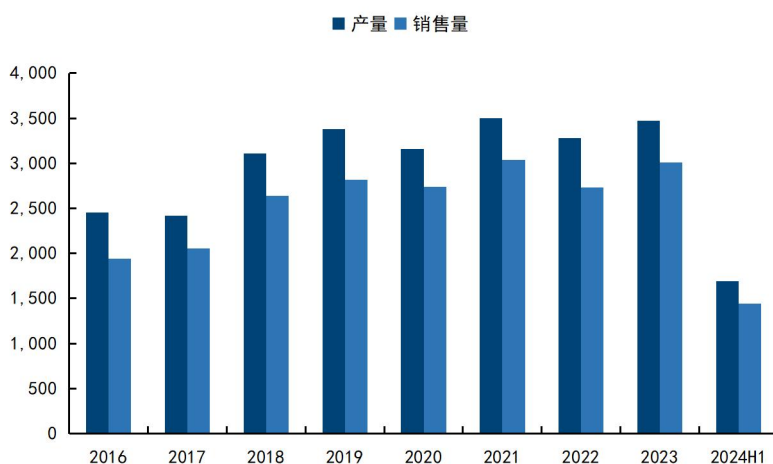


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

从管理、制度等多层面重视安全生产。公司持续完善“136”安全管理模式，推进风险分级管控和隐患排查双重预防机制，并把安全绩效与安全工作挂钩，提高职员抓好安全工作的积极性，从提升管理水平、责任落实等多方面重视安全生产。

煤炭产销量保持相对稳定。2021-2023 年公司原煤产量分别为 3497 万吨、3280 万吨、3469 万吨，销量分别为 3037 万吨、2731 万吨、3010 万吨，整体保持相对稳定，2023 年产量增加主要系 2022 年 9 月色连煤矿核增 300 万吨/年产能。2024H1 公司原煤产量 1693 万吨，同比下降 0.5%；商品煤销量 1445 万吨，同比下降 0.2%；上半年在山西安全监管形势较为严峻的情况下公司煤炭产销量依旧保持稳定，体现了公司煤矿运营管理的稳健性。

图15: 公司煤炭产量与销量（万吨）



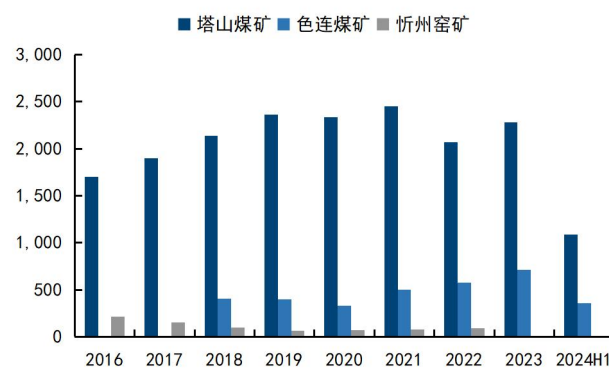
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图16: 公司所属煤矿产量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图17: 公司所属煤矿销量（万吨）

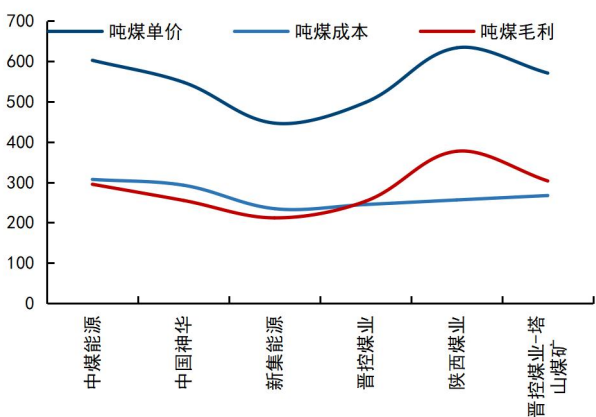


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

塔山煤矿盈利能力强，利润贡献超 85%

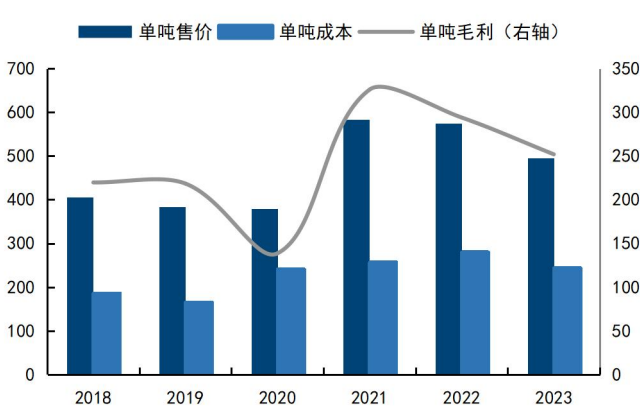
塔山煤矿产能大，市场煤占比较高，盈利能力强，是公司主要的营收和利润来源。塔山煤矿煤质较好，市场煤占比较高，因此吨煤售价较高，吨煤毛利较高，且产能大，是公司主要的营收和利润来源，近 5 年塔山煤矿在公司营收和利润中占比分别超 80%、85%。2023 年，塔山煤矿、色连煤矿吨煤售价分别为 570.5 元/吨、256.0 元/吨，吨煤成本分别为 267.2 元/吨、164.7 元/吨，吨煤毛利分别为 303.3 元/吨、91.2 元/吨，销售收入分别为 130 亿元、18 亿元，实现利润分别为 54 亿元、2 亿元。

图18: 塔山煤矿盈利能力较好 (元/吨)



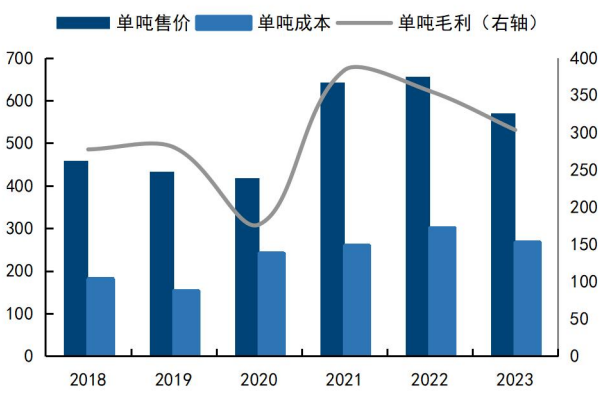
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图19: 公司煤矿平均单吨售价、成本及毛利情况 (元/吨)



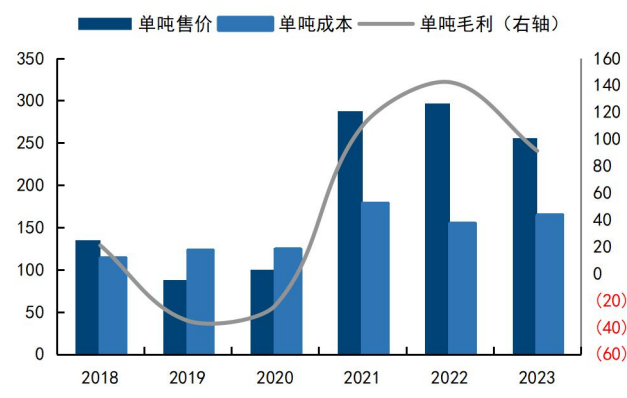
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图20: 塔山煤矿单吨售价、成本及毛利情况 (元/吨)



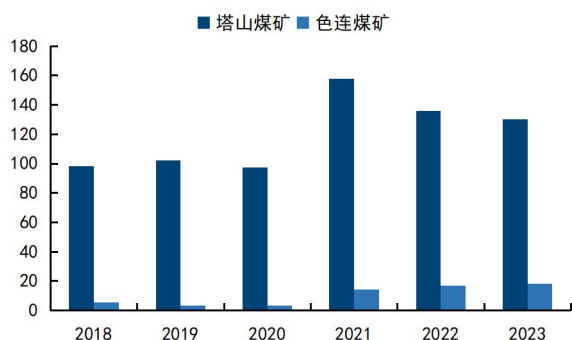
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图21: 色连煤矿单吨售价、成本及毛利情况 (元/吨)



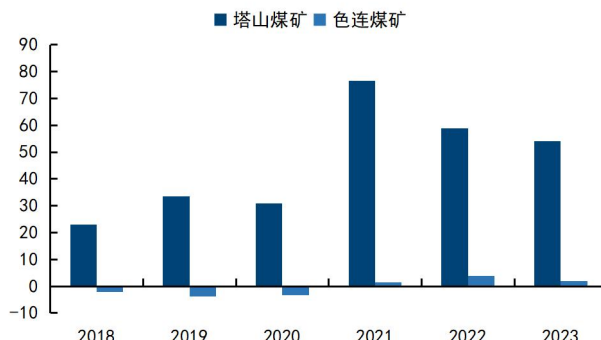
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图22: 塔山煤矿、色连煤矿销售收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图23: 塔山煤矿、色连煤矿实现利润情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

资产注入空间较大, 有望助力成长

2020年山西重组七大煤企, 新设立的晋能控股集团一跃成为山西省最大企业以及中国第二大煤炭企业, 其煤炭产能约4亿吨/年, 2022-2023年原煤产量分别为4.1亿吨、4.4亿吨。其子公司晋能控股煤业集团截至2022年末拥有88座矿井, 资源保有储量385.4亿吨, 产能2.4亿吨/年, 其中生产矿井69座, 年生产能力1.5亿吨; 晋能控股煤业集团产品以动力煤为主, 已与国内多家大型电力企业形成长期战略合作关系, 每年年初与客户签订年度煤炭供应合同, 占比约90%, 其中重点供应合同占比75%左右; 主要客户为大唐、华能、国电、华润、浙能、深圳能源、首钢、宝钢、鞍钢等。

2022年4月, 公司公告拟与晋能控股集团、煤业集团重新签署《关于避免同业竞争的承诺函》。根据承诺函, 未来集团中符合注入条件的煤炭资产有望注入公司, 助力公司成长。

表3: 截至2022年末晋能控股煤业集团有限公司煤矿情况

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	投产年份	可采年限: 年
本部						
煤峪口	气煤	4,200	10,087	250	2021年	9.5
永定庄	气煤	4,500	16,061	200	2010年	6
四老沟	气煤	5,145	13,178	320	1958年	10.3
挖金湾	气煤	3,328	29,244	70	2016年	36
晋华宫	弱粘煤、1/2中粘煤	5,759	35,756	340	1956年	16.4
马脊梁	气煤	5,651	15,192	430	1952年	5.8
王村	气煤	3,500	42,794	100	2011年	97
云冈	弱粘煤	6,232	40,184	90	1973年	20.6
燕子山	气煤	4,904	28,353	480	1988年	16.6
四台	气煤	5,832	55,060	180	1991年	27.9
同忻	气煤	5,433	128,436	1,600	2013年	55.8
晋控煤业						
忻州窑	弱粘煤	5,680	9,737	60	1925年	7.5
塔山	气煤	5,442	492,572	2,500	2008年	40
轩岗煤电	气煤、1/3焦煤、贫瘦煤、长焰煤	-	128,672	1,640	-	-
地煤公司	弱粘煤、1/3焦煤、气煤、不粘煤、长焰煤	-	119,597	1,140	-	-
朔州煤电	气煤、长焰煤	-	258,620	1,590	-	-

同发东周窑	长焰煤、不粘煤	-	154,983	1,000	-	60
其他	不粘煤、气煤	-	2,275,556	12,250	-	-
合计			3,854,080	24,240		

资料来源：《晋能控股煤业集团有限公司 2023 年度第三期中期票基础募集说明书》，国信证券经济研究所整理

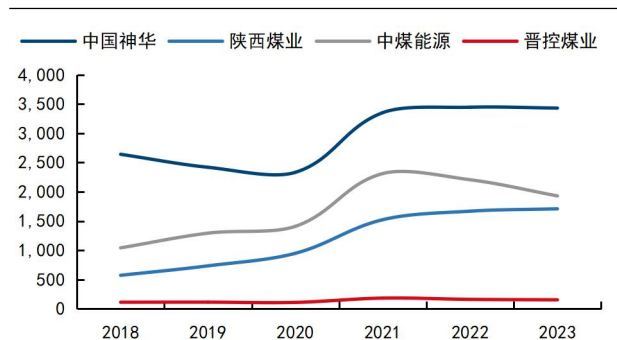
财务分析

公司主营业务为煤炭，产品为动力煤，我们选取业内煤炭业务占比较高的动力煤公司中煤能源（主营业务为煤炭+煤化工）、中国神华（主营业务为煤炭+电力）、陕西煤业（主营业务为煤炭）3 家上市公司作为同行业可比公司。

盈利能力

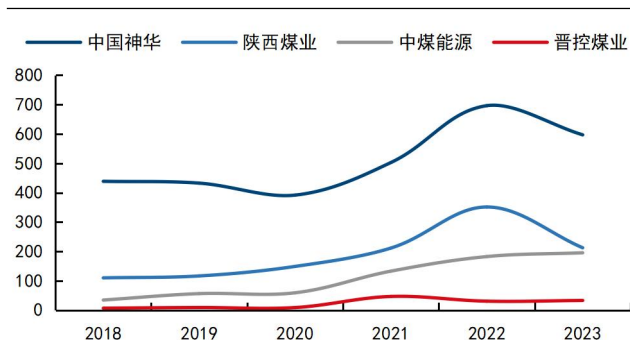
从体量上看，相比于行业龙头公司，公司营收体量较小，但公司毛利率、净利率、ROE、ROA 均处于较高水平，反应出公司较好的盈利能力和管理效率。

图24: 可比公司营业收入（亿元）



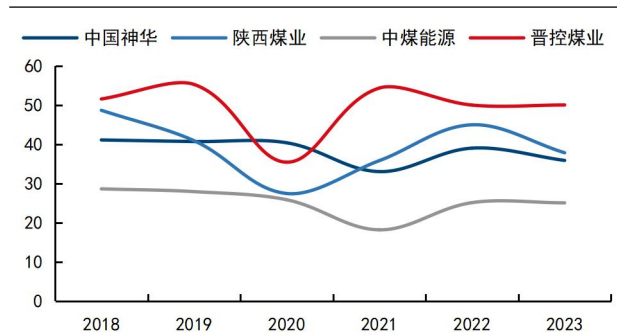
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图25: 可比公司净利润（亿元）



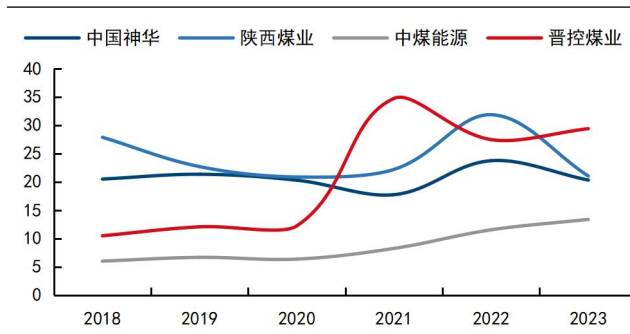
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图26: 可比公司毛利率（%）



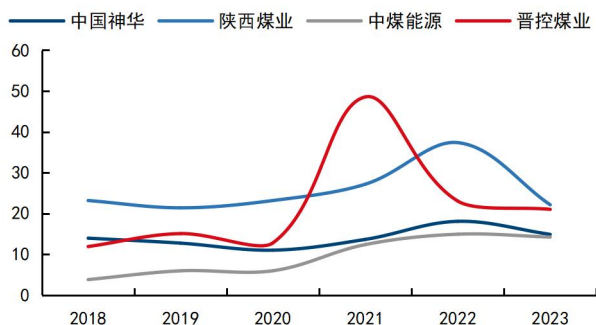
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图27: 可比公司净利率（%）



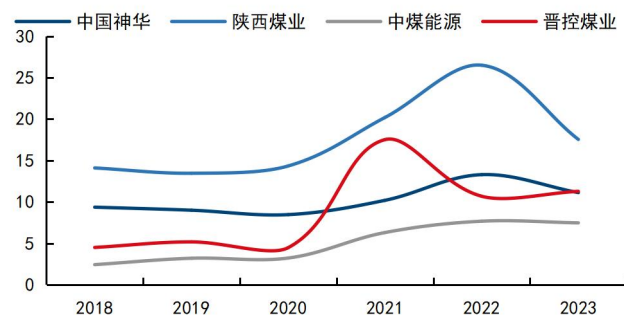
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图28: 可比公司 ROE (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图29: 可比公司 ROA (%)

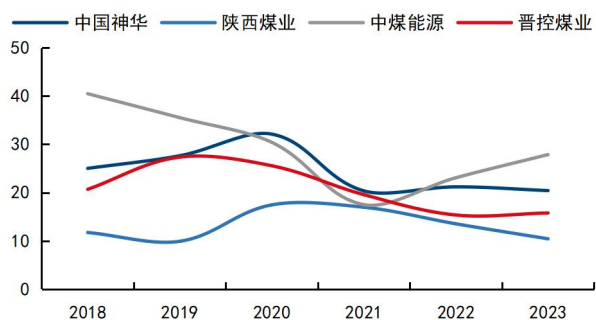


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

营运能力

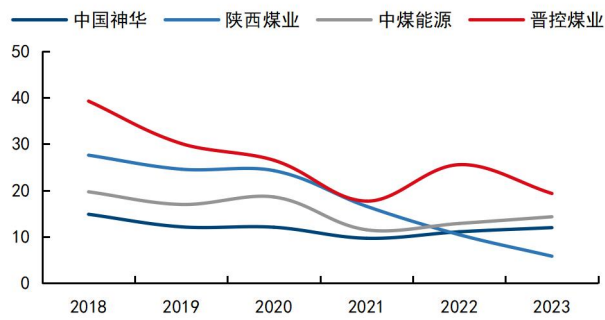
营运能力方面, 公司的存货周转天数较短, 应收账款周转天数较长, 总资产周转率较低 (货币资金较多), 净营业周期较低。整体看, 公司营运能力较好。

图30: 可比公司存货周转天数 (天)



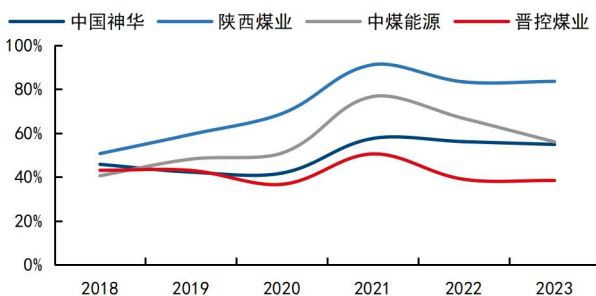
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图31: 可比公司应收账款周转天数 (天)



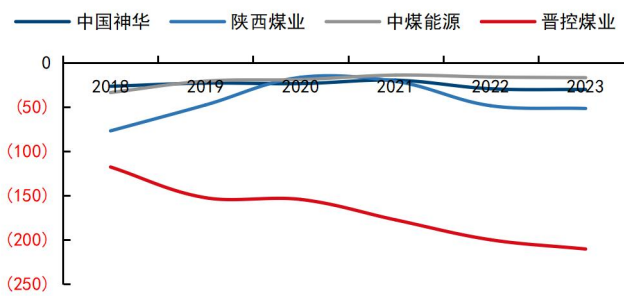
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图32: 可比公司总资产周转率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图33: 可比公司净营业周期

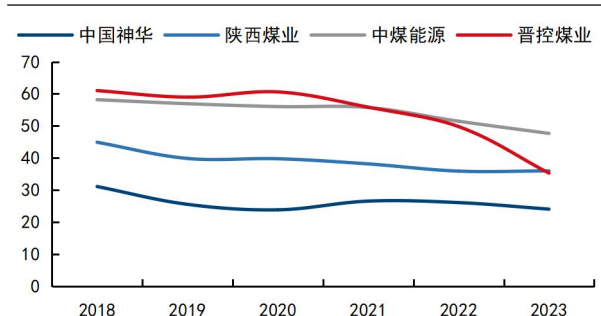


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

偿债能力

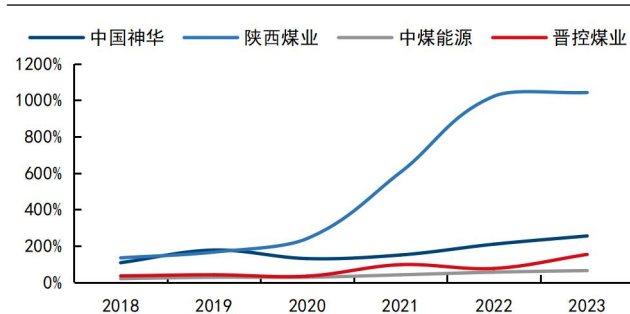
随着近年来公司盈利能力的改善，公司资产负债率显著降低，货币资金逐渐充裕，偿债能力改善。

图34: 可比公司资产负债率 (%)



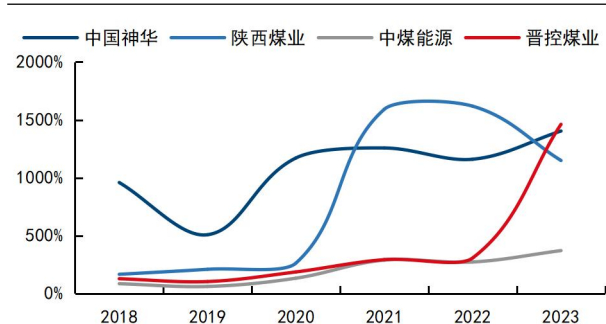
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图35: 可比公司 EBITDA/带息债务



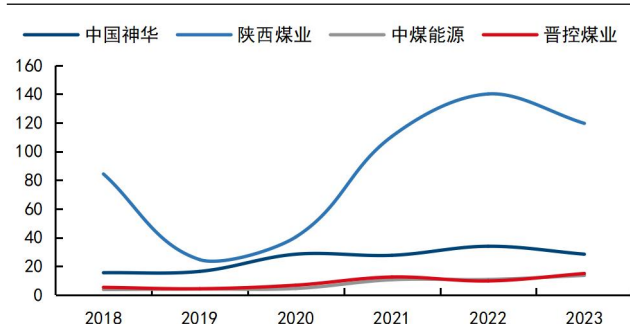
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图36: 可比公司货币资金/短期债务



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图37: 可比公司现金流量利息保障倍数



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

✓ 业务假设:

公司从事的主要业务是煤炭生产及销售业务，产品主要为动力煤:

产量和售价: 公司 2021-2023 年煤炭销量分别为 3036.5/2730.8/3009.6 万吨，考虑公司近期无明确的新增产能，且近年来煤炭产销量较为稳定，故预计公司 2024-2026 年销量分别为 2972.5/2985.8/2999.0 万吨。公司 2021-2023 年吨煤售价分别为 583.0/574.2/495.7 元/吨，考虑煤价中枢下行，预计 2024-2026 年吨煤

售价分别为 493.2/492.5/491.9 元/吨。

成本：公司 2021-2023 年吨煤成本分别为 257.1/280.3/243.8 元/吨，考虑物价以及人工薪酬的上涨，预计 2024-2026 年煤成本分别为 267.1/268.3/269.4 元/吨。

综上：预计 2024-2026 年煤炭业务营收为 146.6/147.1/147.5 亿元，毛利为 67.2/67.0/66.7 亿元。

表4: 公司业务拆分

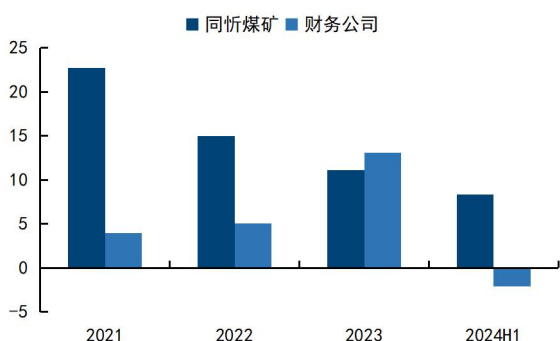
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
煤炭业务						
收入 (亿元)	177.04	156.8	149.2	146.6	147.1	147.5
毛利 (亿元)	98.96	80.26	75.80	67.2	67.0	66.7
毛利率	55.90%	51.2%	50.8%	45.8%	45.5%	45.2%
非煤业务						
收入 (亿元)	5.6	4.0	4.2	4.5	4.7	4.9
毛利 (亿元)	0.3	0.2	1.0	0.9	0.9	1.0
毛利率	6.1%	4.7%	23.1%	20.0%	20.0%	20.0%
合计						
总营收 (亿元)	182.7	160.8	153.4	151.1	151.7	152.4
毛利 (亿元)	99.3	80.5	76.8	68.1	67.9	67.7
毛利率	54.37%	50.0%	50.0%	45.1%	44.7%	44.4%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

✓ 投资收益假设:

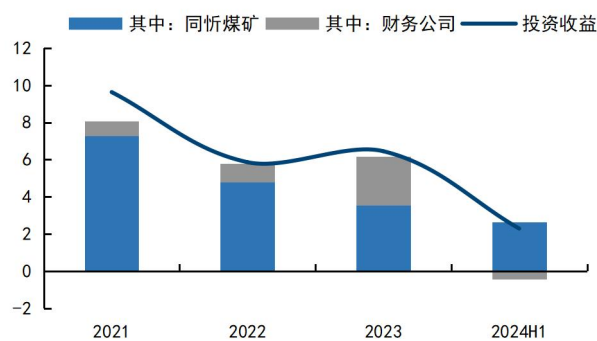
公司投资收益主要来自两部分，一部分是公司持有大同煤矿集团财务有限责任公司的 20% 的股份，另一部分是公司持有年产 1600 万吨的同忻煤矿 32% 的股份。但根据“一家企业集团只能设立一家财务公司”的规定，财务公司将被解散注销，截止 2024 年上半年该事项尚待获得国家金融监督管理总局批准。公司参股的同忻煤矿经营稳健，财务公司解散注销后，将成为公司主要的投资收益来源。2021-2023 年同忻煤矿贡献的投资收益分别为 7.3/4.8/3.6 亿元，2024H1 同忻煤矿贡献的投资收益为 2.7 亿元，因此假设 2024-2026 年公司投资收益分别为 6.0/6.0/6.0 亿元。

图38: 主要参股公司净利润情况 (亿元)



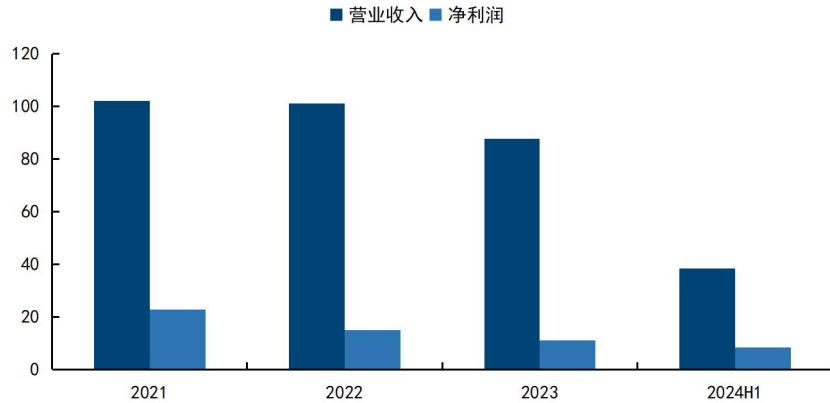
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图39: 公司投资收益情况 (亿元)



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图40: 同忻煤矿业绩情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

综上所述, 预计 2024-2026 年公司营收为 151.1/151.7/152.4 亿元, 同比 -1.5%/+0.5%/+0.5%; 毛利率 45.1%/44.7%/44.4%, 毛利 68.1/67.9/67.7 亿元。

未来 3 年业绩预测

表5: 未来 3 年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入: 百万元	15342	15105	15173	15242
营业成本: 百万元	7664	8297	8384	8471
销售费用: 百万元	119	113	114	114
管理费用: 百万元	706	440	441	443
财务费用: 百万元	140	40	10	-19
营业利润: 百万元	5816	5289	5322	5354
利润总额: 百万元	5868	5339	5372	5404
归属于母公司净利润: 百万元	3301	2910	2928	2946
EPS: 元/股	1.97	1.74	1.75	1.76
ROE	19.54%	15.61%	14.35%	13.29%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2024-2026 年营业总收入分别为 151.1/151.7/152.4 亿元, 归属母公司净利润 29.1/29.3/29.5 亿元, 同比 -11.8%/+0.6%/+0.6%。每股收益 2024-2026 年分别为 1.74/1.75/1.76 元。

盈利预测的敏感性分析

宏观经济环境、海外能源价格、上游原材料价格、下游产品价格及供求关系都将影响公司未来营收和净利润的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测, 在中性预测的条件下, 公司 2024-2026 年 EPS 分别为 1.74/1.75/1.76 元。

表6: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	16,082	15,342	15,082	15,156	15,232
(+/-%)	-12.0%	-4.6%	-1.7%	0.5%	0.5%
净利润(百万元)	3044	3301	3615	3639	3665
(+/-%)	-34.7%	8.4%	9.5%	0.7%	0.7%
摊薄 EPS	1.82	1.97	2.16	2.17	2.19
中性预测					
营业收入(百万元)	16,082	15,342	15,105	15,173	15,242
(+/-%)	-12.0%	-4.6%	-1.5%	0.5%	0.5%
净利润(百万元)	3044	3301	2910	2928	2946
(+/-%)	-34.7%	8.4%	-11.8%	0.6%	0.6%
摊薄 EPS(元)	1.82	1.97	1.74	1.75	1.76
悲观的预测					
营业收入(百万元)	16,082	15,342	15,129	15,190	15,252
(+/-%)	-12.0%	-4.6%	-1.4%	0.4%	0.4%
净利润(百万元)	3044	3301	2253	2267	2277
(+/-%)	-34.7%	8.4%	-31.7%	0.6%	0.4%
摊薄 EPS	1.82	1.97	1.35	1.35	1.36
总股本(百万股)	1,674	1,674	1,674	1,674	1,674

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司属于周期行业以及公司的业务特点，我们采用相对估值法来估算公司股价的合理价值区间。

相对估值

我们预计晋控煤业 2024-2026 年 EPS 分别为 1.74/1.75/1.76 元，我们重点选取与公司同行业的动力煤公司进行比较，分别为中国神华、陕西煤业、中煤能源。

1) **中国神华**：公司是全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司，资源丰富、产能先进。公司煤电路港航一体化运营，长协煤占比高，业绩稳定性较强，2018-2023 年，公司营业收入和归母净利润年复合增速分别为 5.4%、6.4%；公司货币资金在总资产中占比较高、资产负债率较低、ROE 稳定在 10%以上，现金分红比例高。

2) **中煤能源**：公司煤炭资源储备丰富，产量增长可期。公司商业模式为以煤为基础的煤化一体运营，长协煤占比较高，业绩相对稳健，2018-2023 年，公司营业收入和归母净利润年复合增速分别为 13.1%、41.6%；公司货币资金在总资产中占比逐渐增长至较高位置、资产负债率较高但呈现下降趋势，ROE 近年来提升至 10%以上，现金分红比例较低。

3) **陕西煤业**：公司是西部煤炭龙头，拥有优质的动力煤资源。公司业务以煤为主，长协煤占比较低，受益于煤价上行，业绩实现快速增长，2018-2023 年，公司营业收入和归母净利润年复合增速分别为 24.5%、14.1%；公司货币资金在总资产中占比较低、资产负债率较低、ROE 波动较大但煤市行情较好时多在 20%以上，现金分红比例较高。

表7: 可比公司对比

对比项	中国神华	中煤能源	陕西煤业	晋控煤业
业务特点	煤电陆港航一体	以煤为主	以煤为主	以煤为主
煤价机制	长协为主	长协为主	长协煤占比 60%左右	长协煤占比 50%左右
营业收入 2018-2023 年复合增速	5.37%	13.13%	24.46%	6.38%
归母净利润 2018-2023 年复合增速	6.36%	41.57%	14.08%	37.99%
2023 年货币资金在总资产中占比	23.80%	26.20%	11.33%	40.37%
2023 年资产负债率	24.08%	47.68%	36.01%	35.31%
2023 年现金分红比例	75.22%	37.67%	60.03%	40.06%
2023 年 ROE	14.88%	14.21%	20.73%	20.89%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表8: 同类公司估值比较

公司代码	公司名称	投资评级	收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601088.SH	中国神华	优于大市	43.60	8663	2.76	2.80	2.81	15.80	15.57	15.52
601225.SH	陕西煤业	优于大市	27.58	2674	2.26	2.27	2.30	12.20	12.15	11.99
601898.SH	中煤能源	优于大市	14.75	1956	1.47	1.52	1.52	10.03	9.70	9.70
平均值								12.68	12.48	12.40
601001.SH	晋控煤业	优于大市	17.05	285	1.74	1.75	1.76	9.81	9.75	9.69

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及预测，股价按照 9 月 30 日收盘价

参考 2024 年 9 月 30 日收盘价，上述可比公司 2024 年 PE 平均值为 12.7。我们认为晋控煤业虽然营收规模相对较小，但公司拥有优质的煤炭资源，经营稳健，资产质量好；且背靠中国第二大煤炭生产集团，未来资产注入空间较大。参考业内平均估值水平，预计公司 2024 年合理 PE 水平为 10.5-11.0，对应公司股票合理估值区间为 18.3-19.1 元。

投资建议

预计公司 2024-2026 年收入分别为 151.1/151.7/152.4 亿元，归属母公司净利润 29.1/29.3/29.5 亿元，每股收益分别为 1.74/1.75/1.76 元。我们认为公司股票合理估值区间在 18.3-19.1 元之间，相对于公司 9 月 30 日收盘价有 7.1%-12.2% 溢价空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了相对估值方法，得出公司的合理估值在 18.3-19.1 元之间，我们选取了与公司业务相同或相近的中国神华、陕西煤业、中煤能源等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的成长性，在行业平均动态 PE 的基础上相对于公司 9 月 30 日收盘价给予有 7.1%-12.2%的溢价，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长-1.5%/+0.5%/+0.5%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 45.1%/44.7%/44.4%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经济放缓导致煤炭需求下降

受宏观形势因素影响，可能出现经济放缓，煤炭消费端电力、钢铁、建材、化工等用煤需求下降，公司煤炭销量或价格受到影响。

水电、风电等新能源快速发展替代煤电需求

我国水电资源丰富，水电、风电等新能源发电量增加替代部分煤炭需求，导致煤炭产能过剩。

安全生产事故的影响

煤矿生产过程中有发生安全生产事故的概率，如果发生安全事故，可能会对产生较大影响。

公司产能释放不及预期

公司核增产能可能会出现产能释放不及预期的情况，影响公司业绩。

公司分红率不及预期

公司分红率可能会出现不及预期的情况，影响公司投资价值。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	18816	15209	18451	21312	24242	营业收入	16082	15342	15106	15174	15243
应收款项	1294	476	828	831	835	营业成本	8037	7664	8297	8384	8472
存货净额	329	343	358	359	361	营业税金及附加	1293	1231	1360	1366	1372
其他流动资产	1625	1577	1586	1593	1600	销售费用	145	119	113	114	114
流动资产合计	22063	17605	21223	24096	27039	管理费用	470	706	440	441	443
固定资产	10179	9881	9517	9100	8636	研发费用	63	303	151	121	91
无形资产及其他	3452	3208	2995	2782	2570	财务费用	241	140	40	10	(19)
投资性房地产	1097	914	914	914	914	投资收益	586	648	600	600	600
长期股权投资	5424	6066	6279	6492	6705	资产减值及公允价值变动	(215)	(17)	(15)	(15)	(15)
资产总计	42216	37675	40928	43384	45863	其他收入	(219)	(297)	(151)	(121)	(91)
短期借款及交易性金融负债	6140	1041	1050	1050	1050	营业利润	6047	5816	5289	5323	5355
应付款项	5636	4813	5487	5512	5541	营业外净收支	(46)	52	50	50	50
其他流动负债	4682	2908	3076	3090	3107	利润总额	6000	5868	5339	5373	5405
流动负债合计	16458	8762	9613	9651	9698	所得税费用	1590	1365	1335	1343	1351
长期借款及应付债券	3374	3389	3389	3389	3389	少数股东损益	1367	1203	1094	1101	1108
其他长期负债	1194	1151	1151	1151	1151	归属于母公司净利润	3044	3301	2910	2928	2946
长期负债合计	4568	4540	4540	4540	4540	现金流量表（百万元）					
负债合计	21026	13302	14153	14191	14238	净利润	3044	3301	2910	2928	2946
少数股东权益	6661	7476	8132	8793	9458	资产减值准备	57	(198)	(0)	(1)	(1)
股东权益	14529	16897	18643	20400	22167	折旧摊销	1203	1174	1163	1217	1263
负债和股东权益总计	42216	37675	40928	43384	45863	公允价值变动损失	215	17	15	15	15
关键财务与估值指标						财务费用	241	140	40	10	(19)
每股收益	1.82	1.97	1.74	1.75	1.76	营运资本变动	(1300)	(1804)	466	25	33
每股红利	0.63	2.24	0.70	0.70	0.70	其它	836	919	657	661	665
每股净资产	8.68	10.10	11.14	12.19	13.24	经营活动现金流	4055	3409	5210	4846	4922
ROIC	18.64%	17.34%	17%	17%	18%	资本开支	0	(415)	(601)	(601)	(601)
ROE	20.95%	19.54%	16%	14%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	50%	50%	45%	45%	44%	投资活动现金流	(525)	(1057)	(814)	(814)	(814)
EBIT Margin	38%	35%	31%	31%	31%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	45%	42%	39%	39%	39%	负债净变化	(296)	15	0	0	0
收入增长	-12%	-5%	-2%	0%	0%	支付股利、利息	(1047)	(3745)	(1164)	(1171)	(1178)
净利润增长率	-35%	8%	-12%	1%	1%	其它融资现金流	1586	1502	9	0	0
资产负债率	66%	55%	54%	53%	52%	融资活动现金流	(1100)	(5959)	(1155)	(1171)	(1178)
股息率	3.9%	13.9%	4.3%	4.3%	4.4%	现金净变动	2429	(3607)	3242	2861	2930
P/E	8.9	8.2	9.3	9.2	9.1	货币资金的期初余额	16386	18816	15209	18451	21312
P/B	1.9	1.6	1.4	1.3	1.2	货币资金的期末余额	18816	15209	18451	21312	24242
EV/EBITDA	6.6	6.2	7.0	6.9	6.8	企业自由现金流	0	3037	4586	4202	4258
						权益自由现金流	0	4554	4565	4194	4272

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032