

中煤能源 (601898.SH) 深度系列二：低估值央煤，高分红与高成长潜力足

2024年09月19日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2024/9/18
当前股价(元)	13.07
一年最高最低(元)	14.35/8.31
总市值(亿元)	1,732.91
流通市值(亿元)	1,196.17
总股本(亿股)	132.59
流通股本(亿股)	91.52
近3个月换手率(%)	13.51

● 低估值央煤，高分红与高成长潜力足。维持“买入”评级

中煤能源是大型煤炭央企，近年来受高分红和市值管理政策推动，分红比例稳步提升，开展特别派息和中报分红等举措。公司以煤炭开采为主，大力拓展布局煤化工、煤电、煤矿装备、新能源等多元化产业，多主业均具有高成长性。我们维持2024-2026年盈利预测，预计公司2024-2026年归属于母公司的净利润分别是196.19/214.03/225.52亿元，同比增长0.4%/9.1%/5.4%，折合EPS分别是1.48/1.61/1.70元/股，当前股价对应PE分别为8.8/8.1/7.7倍。公司PE、PB、PB-ROE三种估值方法下，估值均被低估，考虑到公司未来高分红和高成长潜力，理应享受更高的估值溢价，维持“买入”评级。

● 高分红和市值管理政策持续推动，公司具备高分红潜力

积极响应政策，实施特别分红和中期分红。近年来政策层面持续推动国有企业加大分红力度和重视市值管理，尤其是2024年4月国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，明确强调“上市时要披露分红政策”，“强化上市公司现金分红监管”“制定上市公司市值管理指引”“推动上市公司提升投资价值”。公司积极响应号召，于2024年5月31日发布特别分红方案和2024年度中报分红方案。特别分红后公司2023年现金分红比例为37.7%，如果2024年度常规分红仍参照往年的30%，叠加2024年度中报分红的30%，公司2024年度总分红比例有望达到45%。公司具备持续高分红的潜力。一是资产负债率2021年以来持续下降，截至2024年6月30日仅为48%；二是资本开支可由货币现金覆盖，截止2024年6月30日公司货币资金为942亿元，而2024年资本支出计划为仅为160亿元；三是公司货币资金和未分配利润与归母净利润比值仍旧处于行业前列，侧面印证了公司具备提高分红比例的潜力。

● 多主业均具备高成长性，“煤炭-煤电-煤化工-新能源”有望增厚业绩

煤炭方面，公司拥有丰富的煤炭资源储备，目前可采储量位居行业第一，有在建煤矿2座，核定产能合计640万吨，权益产能合计324万吨，其中里必煤矿位于山西省，建设规模为400万吨/年，预计总投资额为97亿元，预计2025年投产，苇子沟煤矿位于新疆，建设规模为240万吨/年，预计总投资额为40亿元，预计2025年底试运行。另有大海则二期项目正开展前期工作，规划产能为2000万吨。**煤电方面**，安太堡2×350MW低热值煤发电项目即将实现“双投”，乌审旗2×660MW煤电一体化项目正在推进中。**煤化工与新能源方面**，陕西榆林煤化工二期于2024年4月正式启动，计划产能为甲醇220万吨/年，聚乙烯35万吨/年，聚丙烯55万吨/年。中煤鄂尔多斯能源化工有限公司“液态阳光”项目于2024年开始招标建设，总投资44.74亿元，新建625MW风光发电、2.1万吨/年电解水制氢、10万吨/年CO₂加氢制甲醇。

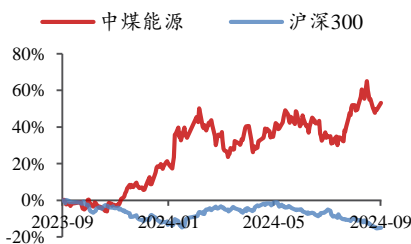
● **风险提示**：(1) 煤价超预期下跌风险 (2) 安全生产风险 (3) 新建产能不及预期风险 (4) 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	220,577	192,969	195,315	201,581	207,795
YOY(%)	-8.0	-12.5	1.2	3.2	3.1
归母净利润(百万元)	18,259	19,534	19,619	21,403	22,552
YOY(%)	32.9	7.0	0.4	9.1	5.4
毛利率(%)	25.1	25.1	24.9	25.6	25.7
净利率(%)	8.3	10.1	10.0	10.6	10.9
ROE(%)	15.4	14.1	12.4	12.1	11.3
EPS(摊薄/元)	1.38	1.47	1.48	1.61	1.70
P/E(倍)	9.5	8.9	8.8	8.1	7.7
P/B(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《中报分红加大回馈股东，煤化一体高成长—2024年中报点评报告》
-2024.8.26

《特别派息和中期分红，煤炭央企彰显价值性—公司信息更新报告》
-2024.5.31

《煤价下行拖累Q1业绩，关注煤与煤化工成长性—公司2024年一季报点评报告》-2024.4.25

目 录

1、 公司概况：煤炭央企龙头，“中特估”优质标的.....	4
2、 高分红与市值管理政策持续推进，具备高分红潜力.....	7
3、 煤炭行业：新产能成长可期，高长协致盈利稳健.....	10
3.1、 煤炭资源丰富，居于上市煤企前列.....	10
3.2、 新产能有望陆续投产，煤炭主业成长可期.....	11
3.3、 自产煤产销持续增长，动力煤盈利贡献大.....	13
3.4、 高比例长协煤平抑煤价波动.....	14
3.5、 成本控制高效，盈利能力位于行业前列.....	16
4、 煤化工业务：煤化一体协同发展，新产能贡献增量.....	17
4.1、 煤化一体已具规模，新项目陆续规划和建设.....	17
4.2、 煤化工业务成本下降，毛利率明显回升.....	19
5、 煤矿智能化加速渗透，煤矿装备业务空间广阔.....	20
6、 煤电一体化协同发展，煤电业务具备高成长.....	23
7、 盈利预测、估值与投资建议：低估值且维持“买入”评级.....	23
8、 风险提示.....	25
附：财务预测摘要.....	26

图表目录

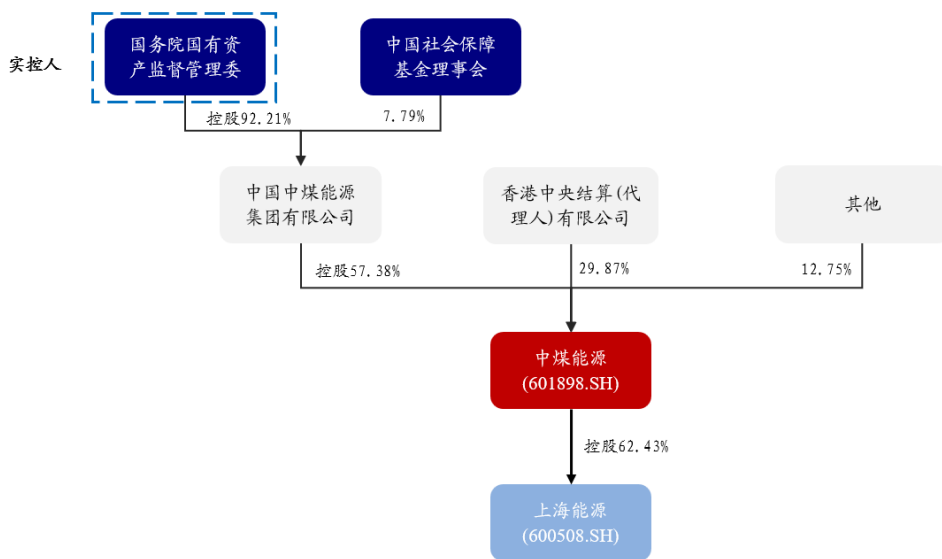
图 1： 实控人为国务院国资委（截至 2024 年 6 月 30 日）.....	4
图 2： 公司以煤主的全产业链布局.....	4
图 3： 公司上市以来持续发展壮大.....	5
图 4： 2021 年以来营业收入保持高位.....	5
图 5： 2021 年以来归母净利润快速增长.....	5
图 6： 营业收入主要来源于煤炭、煤化工、煤矿装备.....	6
图 7： 毛利主要来源于煤炭、煤化工、煤矿装备.....	6
图 8： 盈利指标持续向好.....	6
图 9： 煤炭业务毛利率与公司毛利率走势一致.....	6
图 10： 公司现金分红总额逐年提升（含特别派息）.....	8
图 11： 随着公司盈利上行则股息率稳健上升.....	8
图 12： 2021 年以来经营性净现金流保持高位.....	8
图 13： 2021 年以来资产负债率快速下滑.....	8
图 14： 公司资产负债率处于行业中低水平（截至 2024 年 6 月 30 日）.....	8
图 15： 货币资金可覆盖未来资本开支.....	9
图 16： 公司煤炭资源量位居上市煤企前列.....	10
图 17： 公司煤炭可采储量位居上市煤企首位.....	10
图 18： 煤炭资源量以动力煤为主.....	11
图 19： 煤炭资源量集中在晋蒙陕地区.....	11
图 20： 商品煤销售量整体上升.....	13
图 21： 自产商品煤产销量齐增.....	13
图 22： 2023 年动力煤贡献主要营业收入.....	14
图 23： 2023 年动力煤贡献主要毛利.....	14
图 24： 公司自产商品煤毛利增长显著.....	14

图 25: 2021 年以来长协价已实现显著提升.....	14
图 26: 2023 年以来长协价变化较小.....	14
图 27: 长协价波动显著小于市场价.....	15
图 28: 公司吨煤售价波动显著小于市场价格.....	16
图 29: 自产商品煤维持较高毛利率.....	16
图 30: 炼焦煤吨毛利提升较高.....	16
图 31: 动力煤吨毛利位于行业前列.....	16
图 32: 动力煤成本在同行业中较低.....	17
图 33: 煤化工业务产量持续增加.....	19
图 34: 煤化工业务销量持续提高.....	19
图 35: 煤化工业务营业收入持续增长.....	19
图 36: 煤化工业务毛利同比提升.....	19
图 37: 聚烯烃和尿素贡献主要营业收入.....	20
图 38: 聚烯烃和尿素贡献主要毛利.....	20
图 39: 煤化工产品单吨销售价格稳定.....	20
图 40: 煤化工产品单吨销售成本有所下滑.....	20
图 41: 煤化工产品单吨毛利明显回升.....	20
图 42: 煤矿装备产值持续提升.....	21
图 43: 煤矿装备销售收入稳步提升.....	21
图 44: 煤矿装备毛利率稳定, 毛利持续增加.....	21
图 45: 其他业务营业(煤电)收入稳步提升.....	23
图 46: 其他业务(煤电)毛利回升迅速.....	23
图 47: 公司市净率处于重点上市煤企中低水平.....	24
图 48: 公司位于 PB-ROE 均衡线下方.....	25
表 1: 政策鼓励和引导上市企业分红.....	7
表 2: 公司具备提高分红的潜力, 即高分红可持续性较强.....	9
表 3: 截至 2023 年末中煤能源拥有丰富的煤炭资源.....	10
表 4: 公司并表在产和在建矿井 22 座, 在产核定产能 1.63 亿吨、在建核定产能 640 万吨.....	12
表 5: 联营煤矿共 7 座, 在产核定产能合计 4190 万吨.....	12
表 6: 8 省区已明确煤炭中长期和现货价格合理区间.....	15
表 7: 煤化工业务产能增量可期.....	18
表 8: 煤化工业务参股项目产能规模大.....	18
表 9: 政策推动矿山智能化建设.....	22
表 10: 公司大力研发智能化煤矿设备.....	22
表 11: 公司电厂有两个在建项目.....	23
表 12: 中煤能源在主要煤炭公司中估值偏低.....	24

1、公司概况：煤炭央企龙头，“中特估”优质标的

大型煤炭央企，“A+H”两地上市。中国中煤能源股份有限公司（以下简称“中煤能源”或“公司”）是中国中煤能源集团有限公司（以下简称“中煤集团”）于2006年8月22日独家发起设立的股份制公司，总部设在北京，是大型煤炭央企上市公司。2006年12月公司在中国香港成功上市，2008年2月在A股成功上市。截至2024年6月30日，中煤集团持有公司57.38%的股份，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。公司旗下另有一家上市煤企上海大屯能源股份有限公司（以下简称“上海能源”），截至2024年6月30日，持股比例为62.43%。

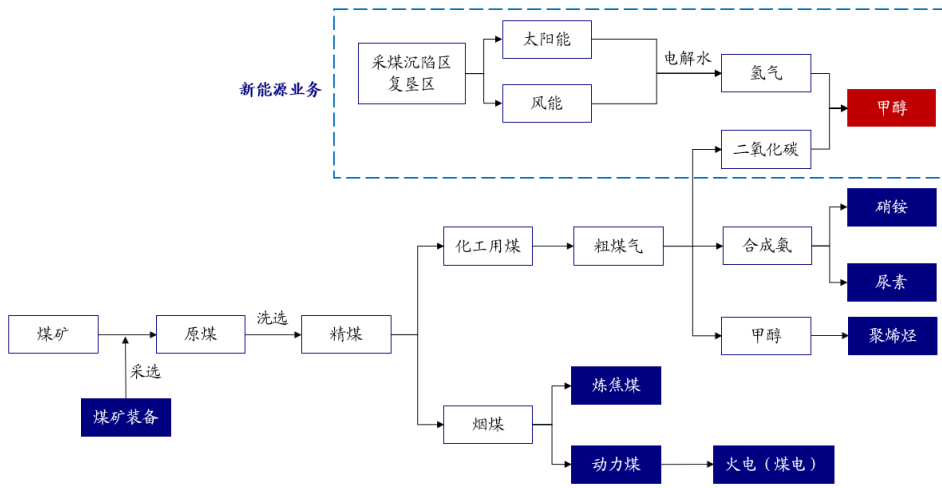
图1：实控人为国务院国资委（截至2024年6月30日）



数据来源：Wind、开源证券研究所

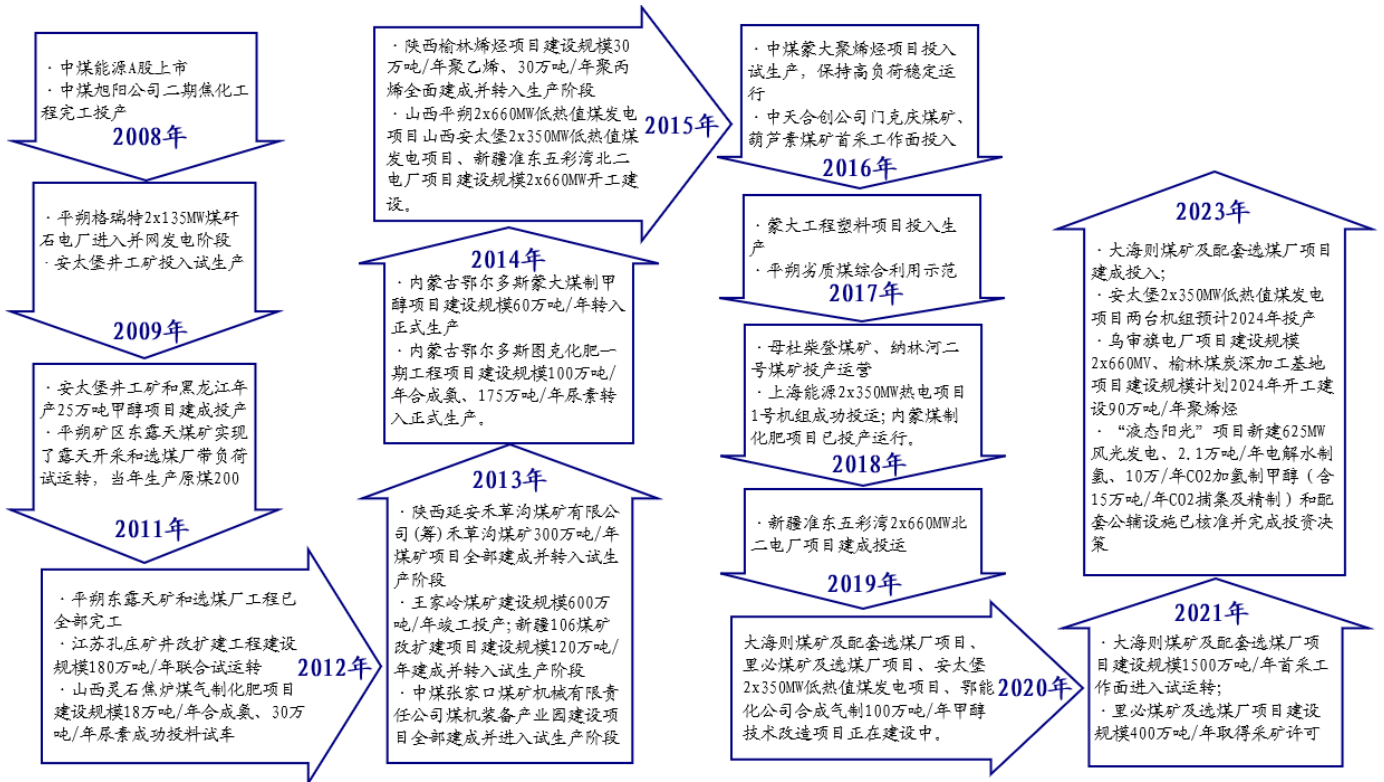
以煤炭开采为主业，大力发展全产业链业务模式。自2006年上市以来，公司不断拓展自身产业链，截至2024年上半年末，形成了“煤炭-煤电-煤化工-煤矿装备”的全产业链布局，此外公司还在不断拓展新能源业务，持续优化产业格局，推动企业转型升级。

图2：公司以煤主的全产业链布局



数据来源：公司年报等、开源证券研究所

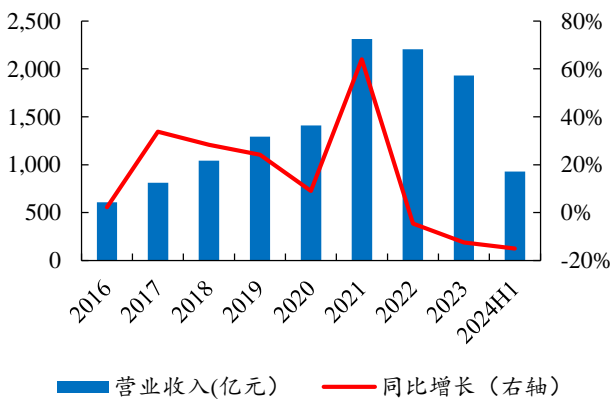
图3：公司上市以来持续发展壮大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

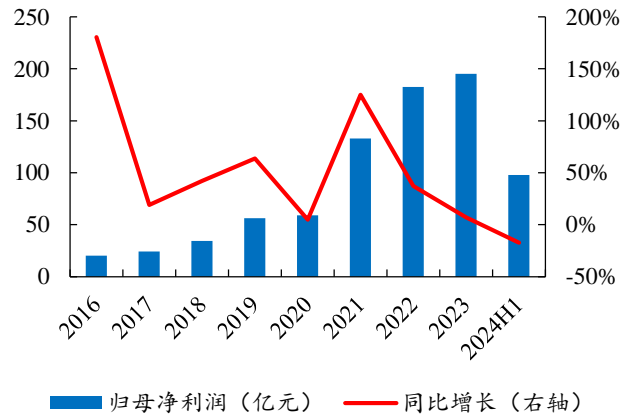
归母净利润持续增长，2023年创历史新高。公司营业收入保持高位，2021-2023年营业收入均高于1900亿元。自2016年以来公司归母净利润连续7年稳步增长，年复合增长率38%，2023年归母净利润达到195亿元，同比增长7%，创历史新高。

图4：2021年以来营业收入保持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

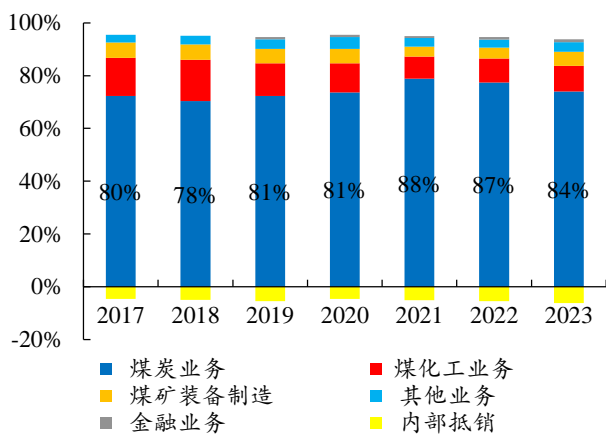
图5：2021年以来归母净利润快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

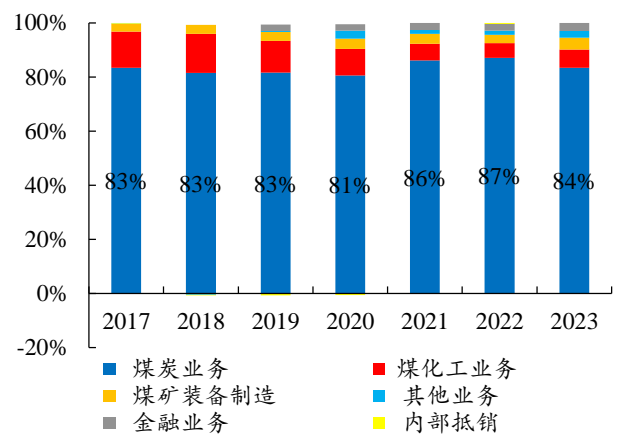
煤炭业务为主，煤化工和煤矿装备为辅。公司主营业务包括煤炭、煤化工、煤矿装备、电力和金融业务，煤炭业务 2023 年营业收入和毛利贡献均为 84%，2017 年以来煤炭业务的营业收入和毛利贡献均高于 80%。煤化工业务 2023 年营业收入和毛利贡献分别为 11%和 7%，2021-2023 年煤化工业务的营业收入贡献平均占比 10%，毛利贡献平均占比 6%。煤矿装备 2023 年营业收入和毛利贡献分别为 6%和 4%，2021-2023 年煤矿装备的营业收入贡献平均占比 5%，毛利贡献平均占比 4%。

图6：营业收入主要来源于煤炭、煤化工、煤矿装备



数据来源：Wind、开源证券研究所

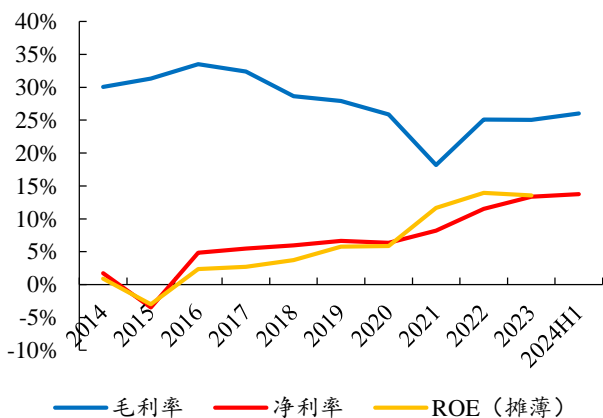
图7：毛利主要来源于煤炭、煤化工、煤矿装备



数据来源：Wind、开源证券研究所

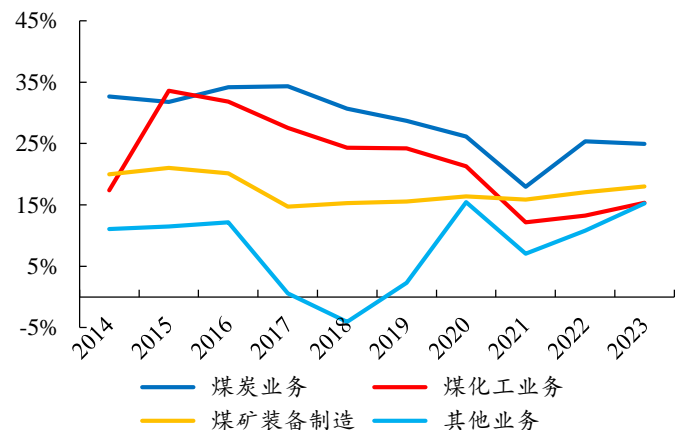
盈利能力持续提升，煤炭盈利能力决定公司整体。公司整体保持较高盈利能力，其中毛利率 2012 年以来均高于 25%，2021 年开始由于会计准则变更，合同履行费用计入销售成本导致毛利率有所下滑；销售净利率 2014 年以来总体保持增长趋势，2023 年达到 13%，2014-2023 年累计增长 11.6pct；ROE 与净利率相似且持续增长，2014-2023 年从 1%涨至 14%。各主营业务 2021 年以来保持向好趋势，煤炭业务作为支柱产业，其毛利率与公司整体毛利率走势保持一致。

图8：盈利指标持续向好



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：煤炭业务毛利率与公司毛利率走势一致



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、高分红与市值管理政策持续推进，具备高分红潜力

政策鼓励高分红，推动央企市值管理。早在2006年全国国资委系统业绩考核工作座谈会上，国资委副主任黄淑和曾表示“积极研究把上市公司市值纳入中央企业考核的方法”，但出于国内股市制度尚未完善等因素考虑，央企市值管理考核工作并未落地。2024年1月国资委宣布“进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核”，一周内国资委再次表态“在前期试点探索、积累经验的基础上，全面推开上市公司市值管理考核”、“量化评价中央企业控股上市公司市场表现”。2024年4月国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，明确强调“上市时要披露分红政策”，“强化上市公司现金分红监管”“制定上市公司市值管理指引”“推动上市公司提升投资价值”。

表1：政策鼓励和引导上市企业分红

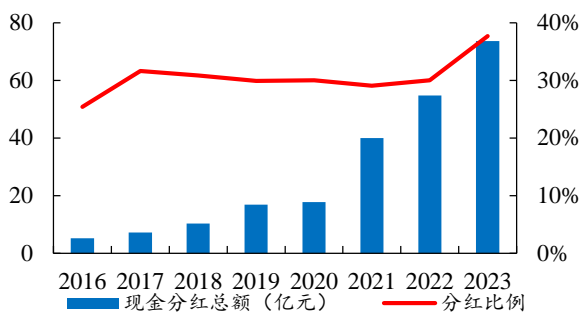
发布时间	部门	政策	内容
2020.1	国务院	《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》	上市公司要诚实守信、规范运作，专注主业、稳健经营，不断提高经营水平和发展质量。上市公司控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员要各尽其责，公平对待所有股东。鼓励上市公司通过现金分红、股份回购等方式回报投资者，切实履行社会责任。
2021.12	国务院	《国务院办公厅关于印发要素市场化配置综合改革试点总体方案的通知》	探索增加居民财产性收入，鼓励和引导上市公司现金分红，完善投资者权益保护制度。
2023.12	证监会	《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红（2023年修订）》	一是进一步明确鼓励现金分红导向，推动提高分红水平。对不分红的公司加强披露要求等制度约束督促分红。对财务投资较多但分红水平偏低的公司进行重点监管关注，督促提高分红水平，专注主业。二是简化中期分红程序，推动进一步优化分红方式和节奏。三是加强对异常高比例分红企业的约束，引导合理分红。
2024.1	国资委	全面推开上市公司市值管理考核	国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。引导中央企业负责人更加关注、更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过运用市场化的增持、回购等手段来传递信心、稳定预期，加大现金分红力度来更好地回报投资者。
2024.4	国务院	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	强化上市公司现金分红监管。对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率。增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红。

数据来源：国务院、证监会、国资委、开源证券研究所

公司积极响应分红政策，实施2023年特别分红。2017-2023年，公司常规分红比例基本维持在30%水平；2024年5月31日，公司发布特别分红方案且计入到2023年分红总额中，致使2023年分红比例上升至37.7%；现金分红总额从2017年的7.2亿元持续增长至2023年的73.6亿元（2023年度常规分红与特别分红）；股息率也持续提高，以2024年8月19日股权登记日计算得出2023年股息率为4.1%。

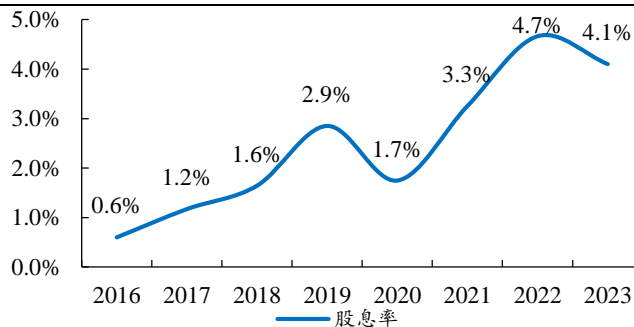
实施2024年中报分红，全年分红比例有望达45%。2024年5月31日，公司发布《关于收到控股股东提议公司实施特别分红和2024年度中期分红的公告》，承诺中期分红比例不低于30%，2024年8月23日，公司发布中期分红方案，每股分派0.221元，分红比例实际为30%。考虑到分红政策鼓励多分红和加大分红频次，如果年度常规分红仍参照往年的30%，那么叠加2024年度中报分红，公司年度总分红比例有望达到45%，预示着公司分红基本维持每年7-8pct的增长。

图10: 公司现金分红总额逐年提升 (含特别派息)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 随着公司盈利上行则股息率稳健上升

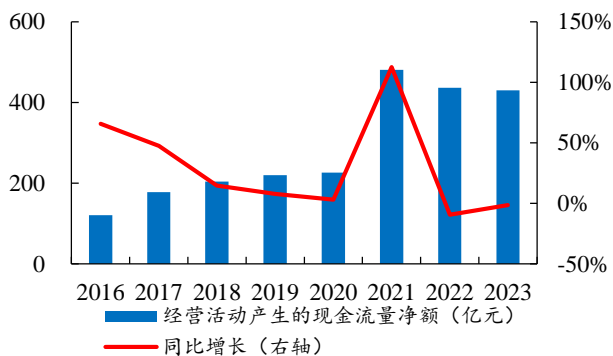


数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 股价选取自股权登记日

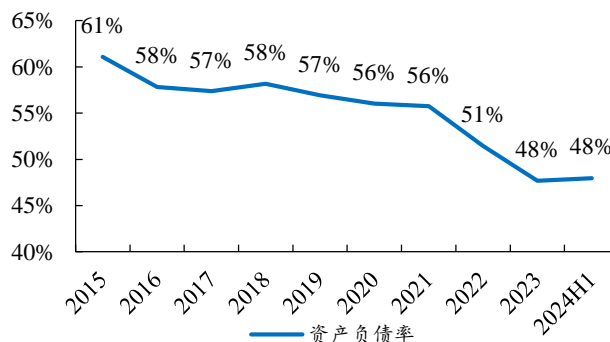
公司具有提高分红比例的潜力。一是公司经营性净现金流 2021-2023 年持续保持高位, 2023 年达 430 亿元。二是资产负债率 2021 年以来持续下降, 截止 2024 年 6 月 30 日仅为 48%, 在主要煤炭上市企业中处于中低水平。三是资本开支可由货币现金覆盖, 截至 2024 年 6 月 30 日公司货币资金为 942 亿元, 而 2024 年资本支出计划为仅为 160 亿元, 且二者的差额近年来不断扩大, 即货币现金愈来愈充沛。四是公司货币资金和未分配利润与归母净利润比值仍旧处于行业前列, 侧面印证了公司具备提高分红比例的潜力。此外, 从 ROE 视角来看, 加大现金分红有利于提升 ROE 水平。

图12: 2021 年以来经营性净现金流保持高位



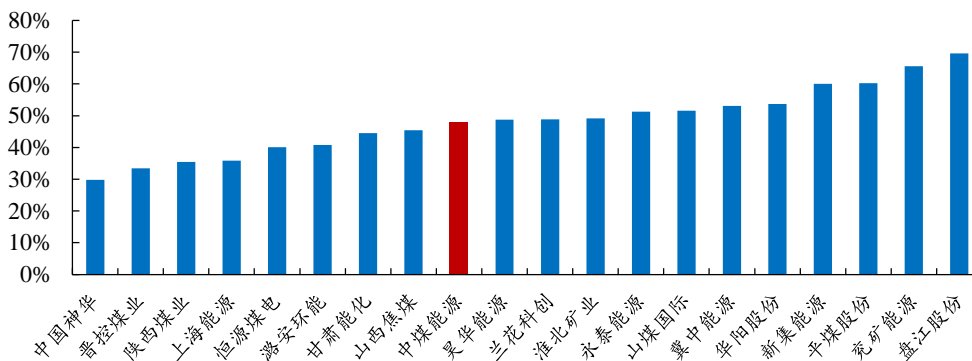
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2021 年以来资产负债率快速下滑

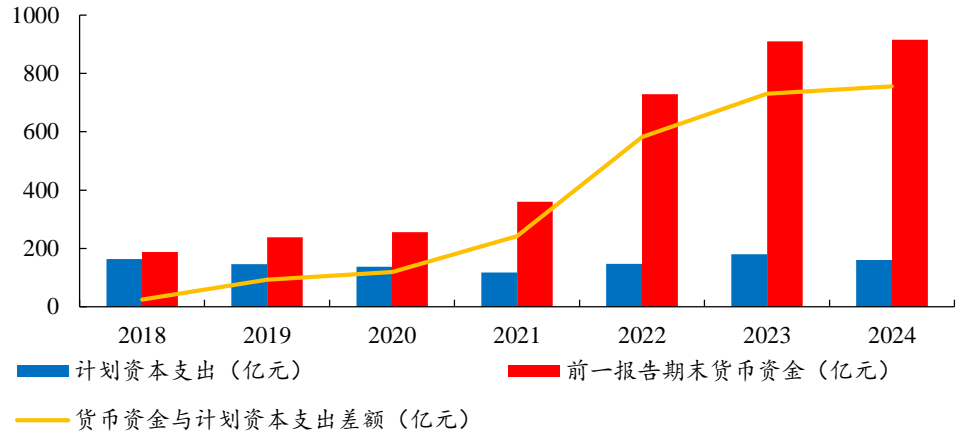


数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 公司资产负债率处于行业中低水平 (截至 2024 年 6 月 30 日)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15：货币资金可覆盖未来资本开支


数据来源：公司公告、开源证券研究所

表2：公司具备提高分红的潜力，即高分红可持续性

证券代码	证券简称	货币资金/归母净利润	未分配利润/归母净利润
601101.SH	昊华能源	5.0	4.9
000552.SZ	甘肃能化	4.7	3.1
601898.SH	中煤能源	4.7	4.0
601001.SH	晋控煤业	4.6	3.8
601666.SH	平煤股份	3.6	3.6
601699.SH	潞安环能	3.4	4.2
600971.SH	恒源煤电	3.4	4.1
600508.SH	上海能源	3.3	10.6
600395.SH	盘江股份	3.2	5.0
000983.SZ	山西焦煤	3.0	3.3
600348.SH	华阳股份	2.8	3.9
600123.SH	兰花科创	2.6	5.5
601088.SH	中国神华	2.5	4.8
000937.SZ	冀中能源	2.4	2.6
600188.SH	兖矿能源	1.9	2.5
600546.SH	山煤国际	1.5	2.0
601225.SH	陕西煤业	1.0	3.2
600985.SH	淮北矿业	0.9	3.7
600157.SH	永泰能源	0.8	4.8
601918.SH	新集能源	0.8	3.1

数据来源：Wind、开源证券研究所，注：截至2023年12月31日

3、煤炭行业：新产能成长可期，高长协致盈利稳健

3.1、煤炭资源丰富，居于上市煤企前列

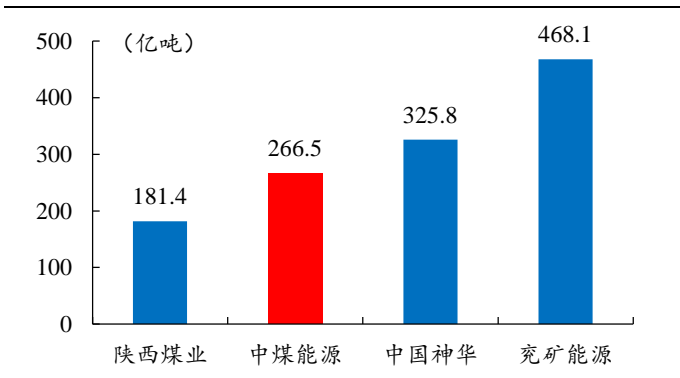
公司煤炭资源丰富，以动力煤为主且分布在晋陕蒙。截至2023年末，中煤能源煤炭资源量266.5亿吨，仅次于中国神华和兖矿能源，其中动力煤为主要资源，资源量236.3亿吨，占比89%，炼焦煤资源量22.3亿吨，占比8%，无烟煤资源量7.9亿吨，占比3%。同时中煤能源拥有目前同行业最高的可采储量138.7亿吨。公司的煤炭资源量主要集中在山西、内蒙古和陕西，资源量分别为111.6亿吨、88亿吨和51.1亿吨，资源量占比分别为42%、33%和19%。

表3：截至2023年末中煤能源拥有丰富的煤炭资源

主要矿区	主要煤种	资源量(亿吨)	可采储量(亿吨)	证实储量(亿吨)
山西 资源量占比：41.87%	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
内蒙古 资源量占比：33.02%	动力煤	87.98	52.95	19.94
	小计	87.98	52.95	19.94
陕西 资源量占比：19.18%	动力煤	51.11	34.95	10.46
	小计	51.11	34.95	10.46
新疆 资源量占比：2.45%	动力煤	6.52	3.52	2.18
	小计	6.52	3.52	2.18
江苏 资源量占比：2.35%	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
黑龙江 资源量占比：1.13%	动力煤	3.02	1.41	0.53
	小计	3.02	1.41	0.53
合计	动力煤	236.27	124.46	42.87
	炼焦煤	22.33	10.93	4.91
	无烟煤	7.88	3.32	1.82
	总计	266.48	138.71	49.6

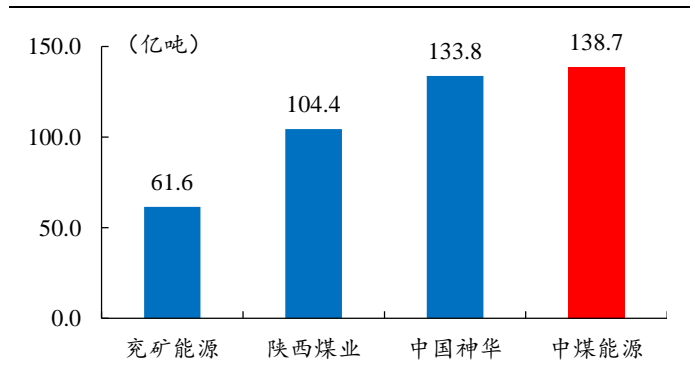
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：公司煤炭资源量位居上市煤企前列

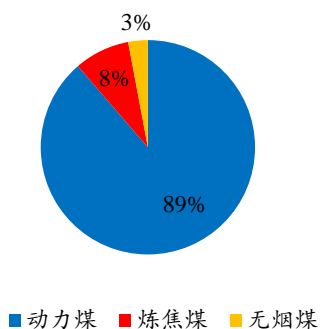


数据来源：公司公告、开源证券研究所

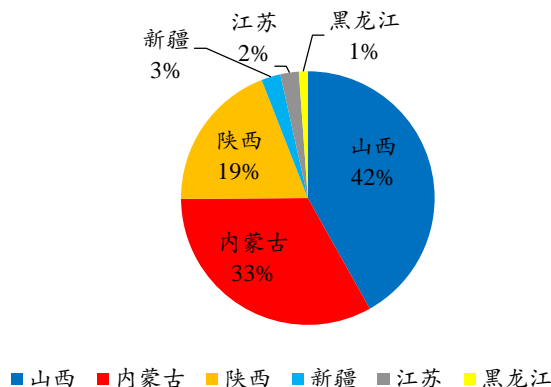
图17：公司煤炭可采储量位居上市煤企首位



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：煤炭资源量以动力煤为主


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19：煤炭资源量集中在晋蒙陕地区


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、新产能有望陆续投产，煤炭主业成长可期

并表主力在产矿井 20 座，核定产能合计 1.63 亿吨，权益产能合计 1.46 亿吨。公司最大的矿区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，开发主体为平朔集团，其中安太堡露天矿、安家岭露天矿、东露天矿均是中国最大的露天矿之一，产能分别为 2000 万吨、2500 万吨和 3000 万吨，平朔集团合计产能 10070 万吨。乡宁矿区的焦煤资源是国内低硫、特低磷的优质炼焦煤资源，开发主体为中煤华晋，包括王家岭矿等产能合计为 1170 万吨。大屯矿区位于东部沿海地区的江苏徐州，是少数邻近工业中心和华东煤炭消费区的矿区之一，开发主体为上海能源公司，包括姚桥煤矿等产能合计为 749 万吨。内蒙鄂尔多斯呼吉尔特矿区是中国最重要的优质动力煤基地之一，开发主体为西北能源公司，包括纳林河二号和母杜柴登煤矿合计产能 1400 万吨。目前公司并表主力在产矿井 20 座，核定在产产能 1.63 亿吨/年，权益产能 1.46 亿吨。

并表在建煤矿 2 座，核定产能合计 640 万吨，权益产能合计 324 万吨。里必煤矿位于山西省晋城市，煤种为无烟煤，项目实施单位为中煤华晋集团有限公司，建设规模为 400 万吨/年，预计总投资额为 97 亿元，预计 2025 年年底竣工。苇子沟煤矿位于新疆维吾尔自治区昌吉回族自治州，煤种为动力煤，项目实施单位为中煤能源新疆鸿新煤业有限公司，建设规模为 240 万吨/年，预计总投资额为 40 亿元，预计 2025 年投产。后续两年合计产能预计增加 640 万吨，产能增量可期。

联营煤矿共 7 座，核定产能合计 4190 万吨，权益产能合计 1802 万吨。中天合创（38.75%）两个矿井合计产能 2500 万吨/年，位于内蒙古鄂尔多斯市。华晋焦煤（49%）四个矿井合计产能 1190 万吨，位于山西省柳林市。禾草沟煤业（50%）产能 500 万吨，位于陕西省延安市。联营在产矿井 7 座，合计产能 4190 万吨/年，权益产能 1802 万吨，皆为大型规模化矿井。

综上，公司并表矿井加上联营矿井，公司合计权益在产产能为 1.63 亿吨，其中动力煤权益在产产能为 1.44 亿吨，占比为 88%，焦煤权益在产产能为 0.19 亿吨，占比为 12%。公司合计权益在建产能为 324 万吨。

表4: 公司并表在产和在建矿井 22 座, 在产核定产能 1.63 亿吨、在建核定产能 640 万吨

并表煤矿	所属单位	地区	煤种	股权占比	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	井工/露天	状态
安太堡露天矿	平朔集团公司	山西朔州	动力煤	100%	2000	2000	露天	在产
安家岭露天矿	平朔集团公司	山西朔州	动力煤	100%	2500	2500	露天	在产
东露天矿	平朔集团公司	山西朔州	动力煤	100%	3000	3000	露天	在产
安家岭井工矿(一号井)	平朔集团公司	山西朔州	动力煤	100%	1000	1000	井工	在产
安太堡井工矿(三号井)	平朔集团公司	山西朔州	动力煤	100%	1000	1000	井工	在产
小回沟	平朔集团公司	山西太原清徐县	炼焦配煤	100%	300	300	井工	在产
东坡矿	平朔集团公司	山西朔州	动力煤	100%	270	270	井工	在产
姚桥煤矿	上海能源公司	江苏徐州沛县	1/3 焦煤	62.43%	425	265	井工	在产
徐庄煤矿	上海能源公司	江苏徐州沛县	1/3 焦煤	62.43%	180	112	井工	在产
孔庄煤矿	上海能源公司	江苏徐州沛县	1/3 焦煤	62.43%	144	90	井工	在产
新疆 106 煤矿	上海能源公司	新疆	动力煤	32%	180	58	井工	在产
苇子沟煤矿	上海能源公司	新疆	动力煤	50%	240	120	井工	预计 2025 年竣工
王家岭煤矿	华晋公司	山西临汾	配焦煤	51%	750	383	井工	在产
华宁公司崖坪矿	华晋公司	山西临汾	焦煤	51%	300	153	井工	在产
韩咀煤矿	华晋公司	山西临汾	焦煤	51%	120	61	井工	在产
里必煤矿	中煤华晋集团晋城能源有限公司	山西晋城	无烟煤	51%	400	204	井工	预计 2025 年竣工
纳林河二号(蒙大矿业)	西北能源公司	内蒙古鄂尔多斯市乌审旗	动力煤	66%	800	528	井工	在产
母杜柴登煤矿(伊化矿业)	西北能源公司	内蒙古鄂尔多斯市乌审旗	不粘煤、长焰煤及弱粘煤	51%	600	306	井工	在产
南梁煤矿	西北能源公司	陕西榆林市	动力煤	55%	300	165	井工	在产
唐山沟煤矿	唐山沟公司	山西大同	动力煤	80%	150	120	井工	在产
大海则煤矿	中煤陕西榆林能源化工公司	陕西榆横矿区	动力煤	100%	2000	2000	井工	在产
依兰三矿	黑龙化公司	黑龙江依兰矿区	长焰煤	100%	240	240	井工	在产
在产合计				89.5%	16259	14551		
在建合计				50.6%	640	324		

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表5: 联营煤矿共 7 座, 在产核定产能合计 4190 万吨

联营煤矿	所属单位	地区	煤种	股权占比	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	井工/露天	状态
葫芦素	中天合创能源有限责任公司	内蒙鄂尔多斯	动力煤	39%	1300	504	井工	在产
门克庆	中天合创能源有限责任公司	内蒙鄂尔多斯	动力煤	39%	1200	465	井工	在产

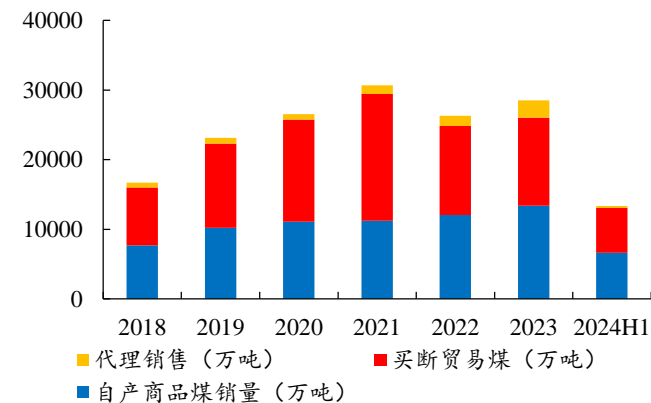
沙曲一矿	华晋焦煤有限责任公司	山西柳林	炼焦配煤	49%	500	245	井工	在产
沙曲二矿	华晋焦煤有限责任公司	山西柳林	炼焦配煤	49%	300	147	井工	在产
吉宁煤业	华晋焦煤有限责任公司	山西柳林	炼焦配煤	49%	300	147	井工	在产
明珠煤业	华晋焦煤有限责任公司	山西柳林	炼焦配煤	49%	90	44	井工	在产
禾草沟煤业	延安市禾草沟煤业有限公司	陕西延安子长市	动力煤	50%	500	250	井工	在产
联营在产合计				43.0%	4190	1802		

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、自产煤产销持续增长，动力煤盈利贡献大

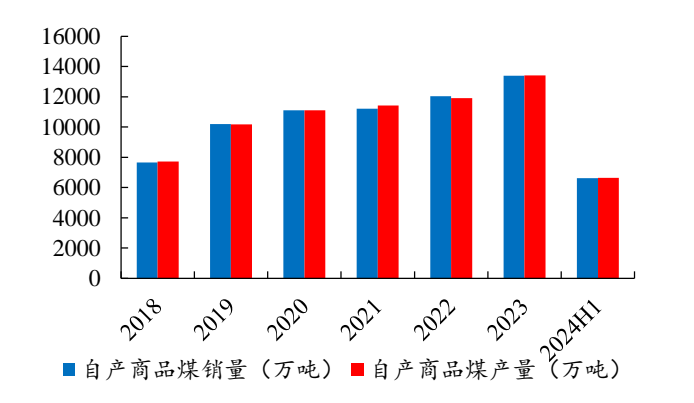
煤炭销量整体稳步上行，自产商品煤产销量持续增长。中煤能源 2023 年商品煤销售量 2.85 亿吨，其中自产商品煤销售量 1.34 亿吨，占比 47%，买断贸易煤销售量 1.26 亿吨，占比 44%，代理销售量 0.25 亿吨，占比 9%。公司商品煤销售量自 2018 年以来整体保持较高增速，2018-2023 年商品煤销售量复合增速为 11.3%，其中自产商品煤、买断贸易煤销售量和代理销售量复合增速分别 12%、8.6%和 30%。自产商品煤是公司最主要的煤炭产品，规模持续扩大，自产商品煤产销量在 2018 年之后稳定提升，2023 年自产商品煤产量 1.34 亿吨，同比增加 0.15 亿吨，增长 12.6%；自产商品煤销量 1.34 亿吨，同比增加 0.14 亿吨，增长 11.3%，基本实现 100%的产销率。

图20：商品煤销售量整体上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

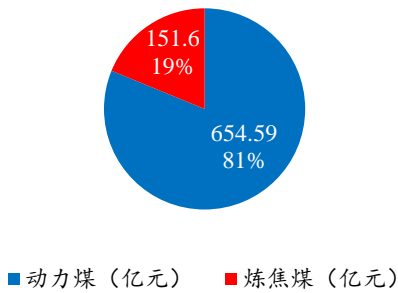
图21：自产商品煤产销量齐增



数据来源：公司公告、开源证券研究所

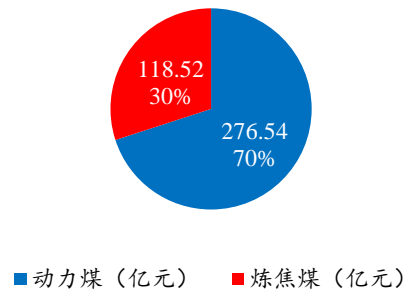
自产商品煤贡献主要毛利，且动力煤占主导。2023 年自产商品煤毛利 395 亿元，在商品煤毛利中占比 98%。自产商品煤的毛利贡献近年来增长迅速，2015-2022 年复合增速为 20%，2023 年自产商品煤毛利同比下降 16%，主要原因为 2023 年自产商品煤综合销售价格下跌。在自产商品煤中，营收和毛利主要来自于动力煤，2023 年动力煤营收为 654 亿元，占比 81%，毛利为 277 亿元，占比 70%。

图22：2023年动力煤贡献主要营业收入



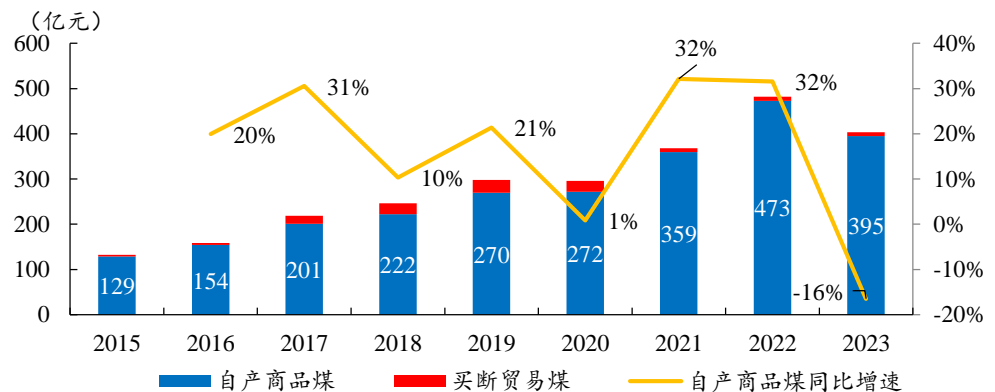
资料来源：Wind、开源证券研究所

图23：2023年动力煤贡献主要毛利



资料来源：Wind、开源证券研究所

图24：公司自产商品煤毛利增长显著



数据来源：公司公告、开源证券研究所

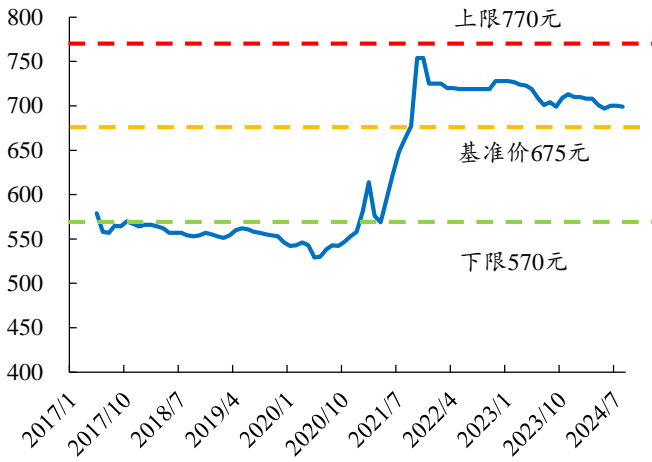
3.4、高比例长协煤平抑煤价波动

长协价显著提升，波动率远小于市场煤价。2016年发改委等四部门发布《关于印发平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》正式确立了电煤长协制度，该制度采用基准价+浮动价机制，同时确定绿色区间为500-570元/吨。2022年发改委发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，长协基准价随之显著提升至675元/吨，同时明确秦皇岛港下水煤(5500K)中长期交易价格合理区间570-770元/吨，至此长协价实现了显著提升。另一方面，长协价波动率显著低于市场价，有利于长协占比高的煤企吨煤售价稳定，2023年秦皇岛港动力末煤5500K平仓价(即市场价)同比下滑24%，同期长协价仅下滑1%。

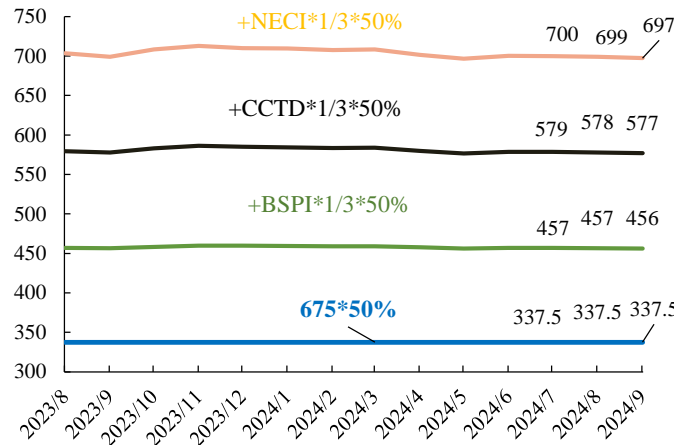
煤炭长协占比高，长协销售占比在80%以上。公司严格按照国家发展改革委办公厅关于煤炭中长期合同签订履行工作的要求，与重点用户签订了年度煤炭购销合同，按照“基准价+浮动价”确定长协定价机制。公司根据国家发展改革委等有关部门指导意见，自产煤长协合同按照签订占比不低于80%的要求执行。

图25：2021年以来长协价已实现显著提升

图26：2023年以来长协价变化较小



数据来源：国家发改委、开源证券研究所

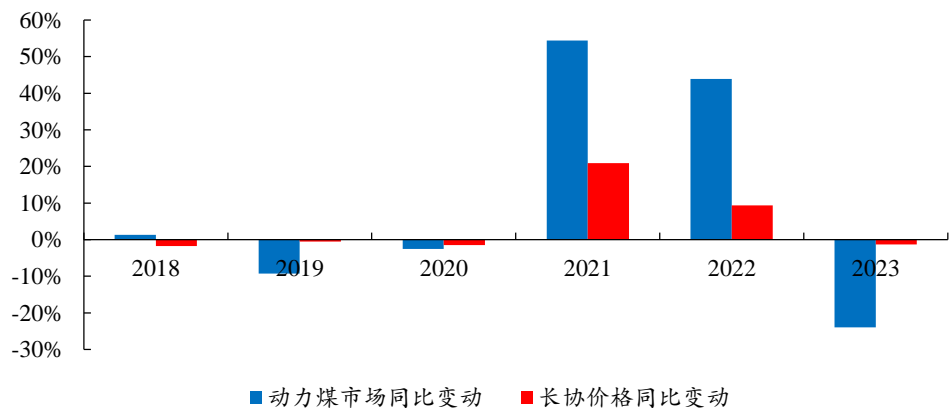


数据来源：Wind、开源证券研究所

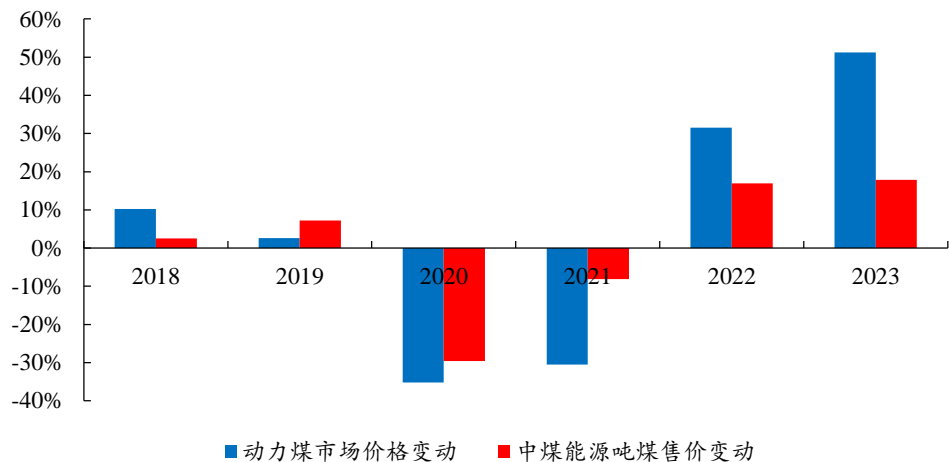
表6：8省区已明确煤炭中长期和现货价格合理区间

地区	热值 (大卡)	中长期交易价格合理区间 (元/吨)	现货交易价格合理区间上 限 (元/吨)
秦皇岛港	5500	570-770	1155
山西	5500	370-570	855
陕西	5500	320-520	780
蒙西	5500	260-460	690
蒙东	3500	200-300	450
河北	5500	480-680	1020
黑龙江	5500	545-745	1118
山东	5500	555-755	1133
安徽	5000	545-745	1118
甘肃	5500	420-620	-

数据来源：国家发改委、开源证券研究所

图27：长协价波动显著小于市场价


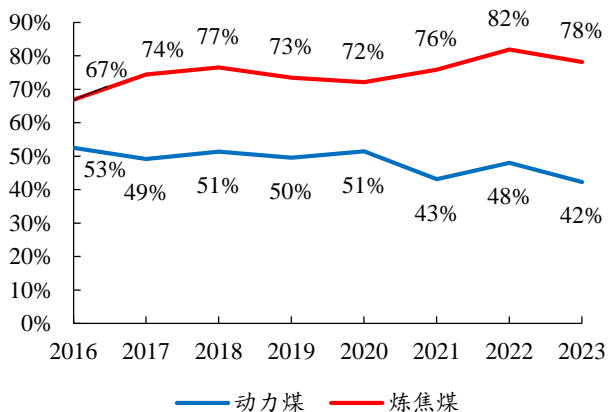
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：公司吨煤售价波动显著小于市场价格


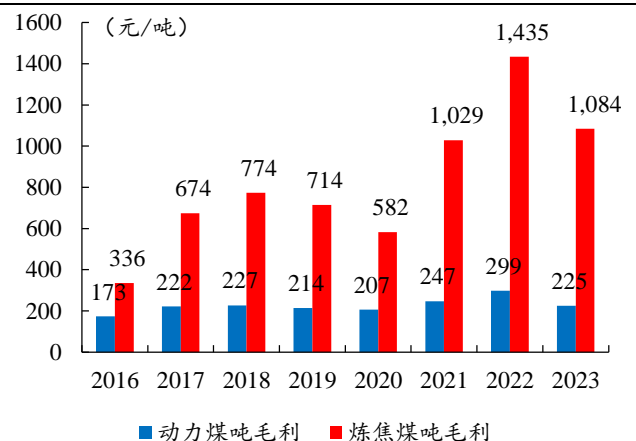
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

3.5、成本控制高效，盈利能力位于行业前列

自产商品煤吨毛利位于行业前列。2023年动力煤吨毛利为225元/吨，毛利率42%，炼焦煤吨毛利为1084元/吨，毛利率78%。2016年以来动力煤毛利率和吨毛利均保持稳定，炼焦煤毛利率和吨毛利均稳步上行。2016-2023年期间，动力煤吨毛利在200-300元波动，炼焦煤吨毛利则持续增加，复合增长率为18%。同行业对比来看，2023年中国神华动力煤吨毛利为189元/吨，新集能源动力煤吨毛利为184元/吨，陕西煤业动力煤单位毛利为247元/吨，中煤能源动力煤吨毛利处在行业前列，动力煤作为公司主要煤种，拥有较强的盈利能力。

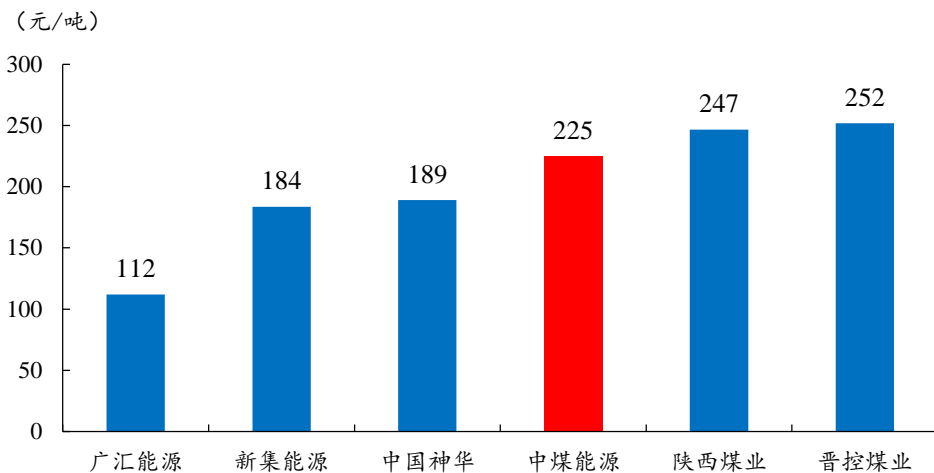
图29：自产商品煤维持较高毛利率


数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：炼焦煤吨毛利提升较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

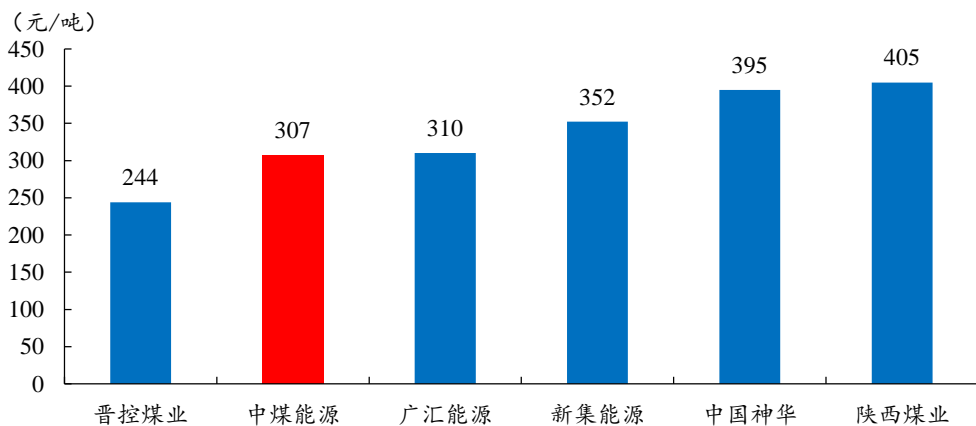
图31：动力煤吨毛利位于行业前列



数据来源：Wind、开源证券研究所

动力煤具备成本优势。2023年中煤能源动力煤吨煤销售成本仅为307元/吨，从同行业对比来看，陕西煤业动力煤吨煤销售成本为405元/吨、中国神华为395元/吨，新集能源为352元/吨，，所以中煤能源动力煤吨煤销售成本在同行业中较低且具备优势。

图32：动力煤成本在同行业中较低



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、煤化工业务：煤化一体协同发展，新产能贡献增量

4.1、煤化一体已具规模，新项目陆续规划和建设

公司已具备煤化一体化业务布局。目前中煤能源煤化工主要包括甲醇、烯烃、尿素等产业，截止2024年6月30日，公司控股企业的在产煤化工项目中，甲醇产能365万吨，聚烯烃产能120万吨，其中聚乙烯、聚丙烯产能均为60万吨，硝酸铵产能40万吨，尿素产能175万吨。尿素产能来源于图克化肥项目，该项目是亚洲最大单体尿素工厂之一。此外，公司目前参股企业在产煤化工项目甲醇产合计720万吨，

聚烯烃产能合计 327 万吨。其中中天合创能源有限责任公司甲醇产能 360 万吨、聚烯烃产能 137 万吨，陕西延长中煤榆林能源化工有限公司甲醇产能 360 万吨、聚烯烃产能 190 万吨。**综合来看，控股及参股企业的在产产能中，公司甲醇权益产能 546 万吨，聚烯烃 203 万吨，尿素 175 万吨，硝酸 40 万吨。**

煤化工新项目贡献成长，叠加新能源项目协同。陕西榆林煤化工二期于 2024 年 4 月进入正式启动阶段，预估投资总额 239 亿元，计划产能为甲醇 220 万吨，聚乙烯 35 万吨，聚丙烯 55 万吨，同时对现有煤化工一期工程优化升级，建设 25 万吨/年 LDPE/EVA 延链增链及配套工程项目。中煤鄂尔多斯能源化工有限公司“液态阳光”项目于 2024 年开始招标建设，总投资 44.74 亿元，新建 625MW 风光发电、2.1 万吨/年电解水制氢、10 万吨/年 CO₂ 加氢制甲醇，该项目被纳入国家能源局《“十四五”能源领域科技创新规划》示范项目

表7：煤化工业务产能增量可期

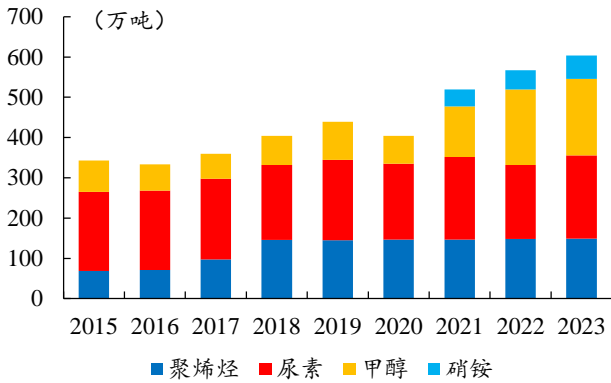
项目	持股比例	甲醇 (万吨)	聚烯烃 (万吨)	硝酸 (万吨)	尿素 (万吨)
在产项目					
中煤平朔能化公司劣质煤综合利用示范项目	100%			40	
内蒙古中煤蒙大新能源化工有限公司	100%		60		
内蒙古中煤远兴能源化工有限公司	75%	60			
中煤鄂尔多斯能源化工有限公司一期	100%				175
中煤陕西榆林能源化工有限公司一期	100%	205	60		
中煤鄂尔多斯能源化工有限公司二期	100%	100			
在建项目					
中煤陕西榆林能源化工有限公司-二期	100%	220	90		
中煤鄂尔多斯能化公司“液态阳光”项目	100%	10			
在产产能统计		365	120	40	175
权益在产产能合计		350	120	40	175
在建产能统计		230	90		
权益在建产能统计		230	90		

表8：煤化工业务参股项目产能规模大

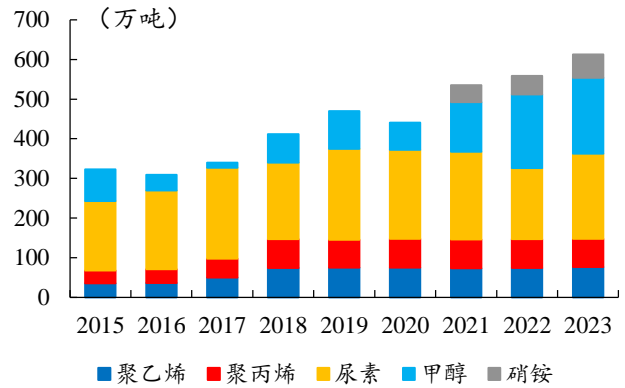
项目	持股比例	甲醇 (万吨)	聚烯烃 (万吨)	硝酸 (万吨)	尿素 (万吨)
在产项目					
中天合创能源有限责任公司	39%	360	137		
陕西延长中煤榆林能源化工有限公司	16%	360	190		
在产产能统计		720	327		
权益在产产能合计		196	83		

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司煤化工业务不断拓展，产销量稳定增加。2023 年全年完成主要煤化工产品产量 603.6 万吨，同比增长 6.5%。2019 年以来聚烯烃和尿素产量保持稳定，甲醇和硝酸产销售量增长迅速。2023 年聚烯烃产量 148.7 万吨，销量 157.9 万吨；尿素产量 206.6 万吨，销量 214.1 万吨；甲醇产量 190.1 万吨，销量 191.9 万吨，甲醇销量五年期复合增长率均为 15%；硝酸产量 58.2 万吨，销量 48.7 万吨，同比增长 22.8% 和 25.6%。同时公司绝大部分煤化工产品的产销率都超过 100%。

图33：煤化工业务产量持续增加


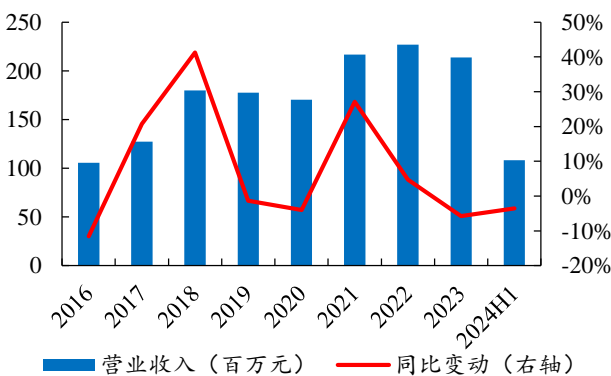
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图34：煤化工业务销量持续提高


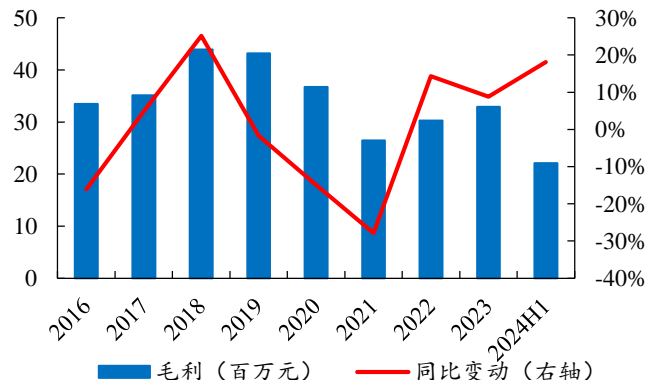
数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、煤化工业务成本下降，毛利率明显回升

聚烯烃和尿素贡献主要盈利，且盈利能力明显提升。2023年和2024H1煤化工板块分别实现毛利33亿元和22亿元，同比增长8.8%和18.1%，其中2024H1毛利率20.4%，同比提高3.7pct，受益于有效的成本管控以及原料煤、燃料煤采购价格下降。产品结构方面，聚烯烃和尿素贡献主要营业收入和毛利，2024H1聚烯烃和尿素在营业收入中占比分别为49.2%和23.9%，在毛利中占比为37.4%和37.1%。价格方面，公司2024H1聚乙烯销售价格7287元/吨，聚丙烯销售价格6600元/吨，尿素销售价格2167元/吨，甲醇销售价格1773元/吨，硝酸铵销售价格2178元/吨，公司煤化工产品价格略微下降，整体价格保持稳定；成本方面，2024H1聚乙烯销售成本5876元/吨，同比下降2.7%，聚丙烯销售成本5855元/吨，同比下降3.5%，尿素销售成本1470元/吨，同比下降12.9%，甲醇销售成本1705元/吨，同比下降13.6%，硝酸铵销售成本1303元/吨，同比下降6.3%；毛利方面，2024H1聚乙烯吨毛利1411元/吨，同比提高48.3%，聚丙烯吨毛利745元/吨，同比提高25.5%，尿素吨毛利697元/吨，同比提高23.9%，甲醇吨毛利68元/吨，同比提高2.3%。在尿素、硝酸铵销售价格同比下跌、聚烯烃价格同比持平的情况下，主要产品单位销售成本均同比下降，从而导致主要产品的盈利能力明显提升。

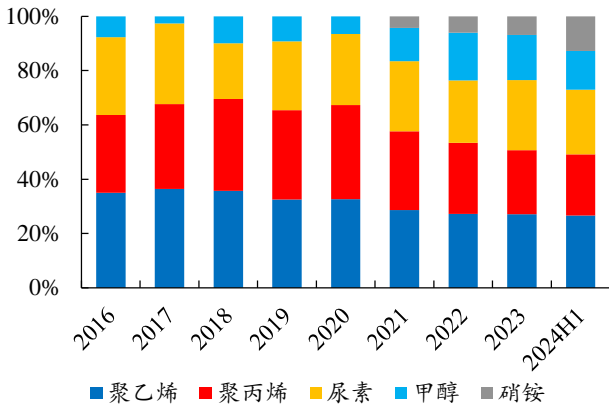
图35：煤化工业务营业收入持续增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36：煤化工业务毛利同比提升


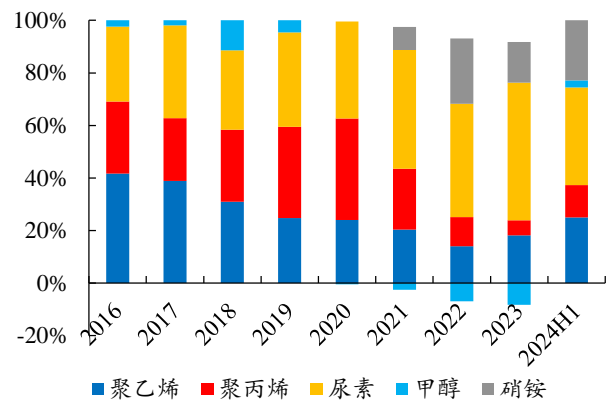
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图37: 聚烯烃和尿素贡献主要营业收入



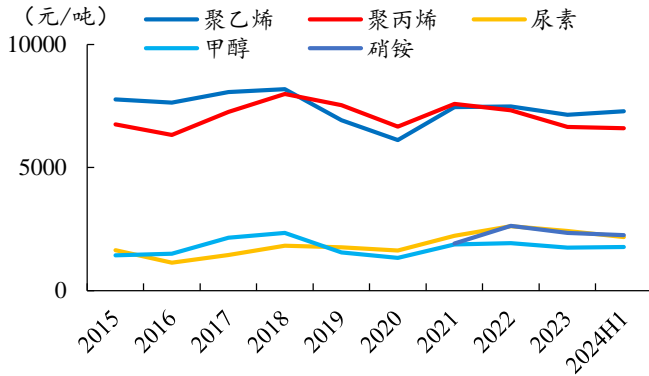
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图38: 聚烯烃和尿素贡献主要毛利



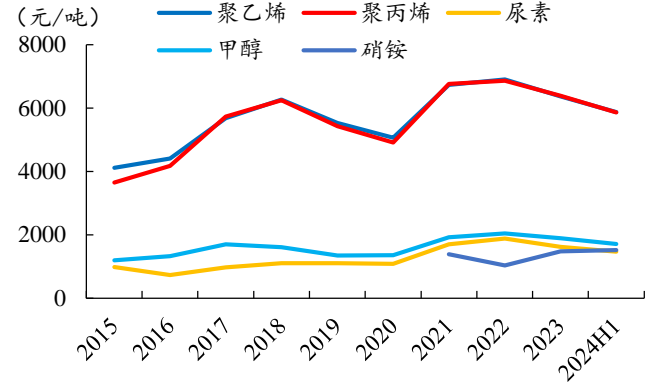
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图39: 煤化工产品单吨销售价格稳定



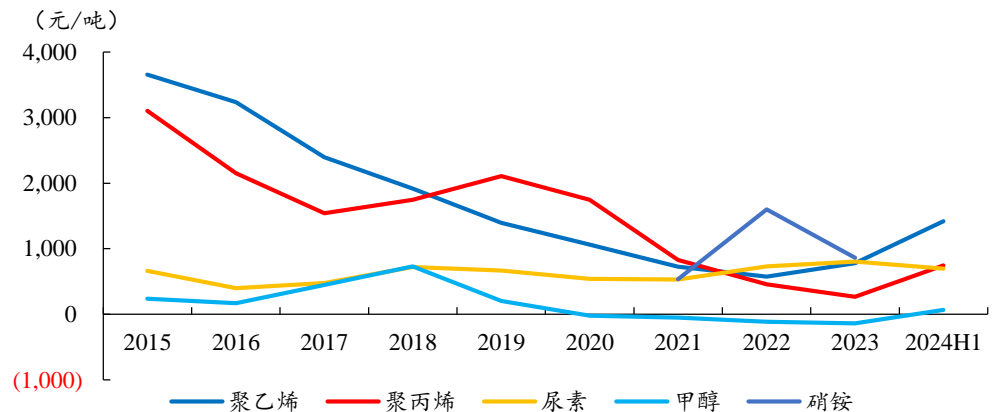
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图40: 煤化工产品单吨销售成本有所下滑



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图41: 煤化工产品单吨毛利明显回升

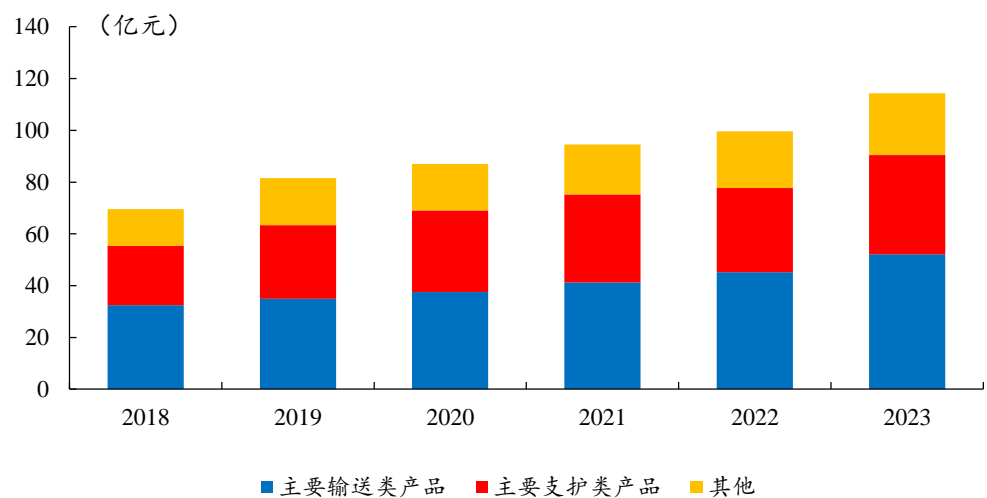


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

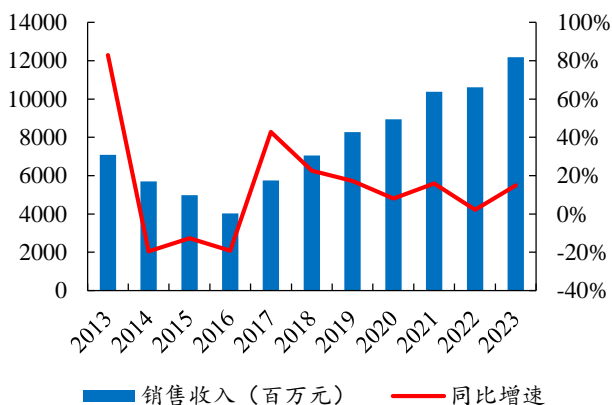
5、煤矿智能化加速渗透, 煤矿装备业务空间广阔

公司煤矿装备产值增量明显，发展迅速。营业收入和毛利持续提高，公司 2023 年完成煤机产值 114 亿元，同比增加 15 亿元、增长 14.8%，其中主要运输类产品产值 52.1 亿元，主要支护类产品 38.3 亿元，累计签订合同额同比增长 12.8%，主导产品中高端订单保持在 85% 左右。

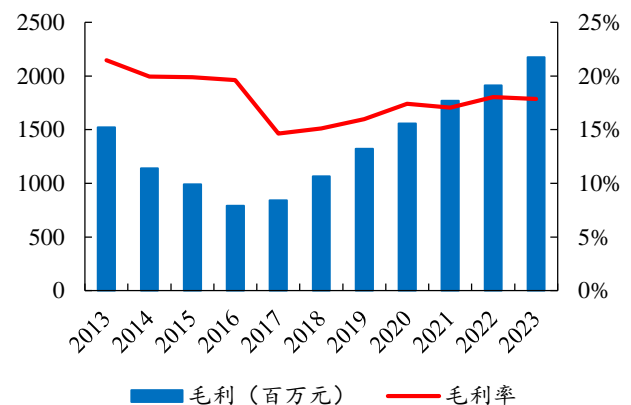
煤矿装备板块盈利能力稳定。销售收入和毛利逐年上升，未来有良好的利润增长空间。2023 年，公司煤矿装备业务营业收入 121.8 亿元，比 2022 年的 106.1 亿元增加 15.7 亿元，增长 14.8%；扣除分部间交易后的营业收入 101.6 亿元，比 2022 年的 94.2 亿元增加 7.5 亿元，增长 7.9%；毛利 21.75 亿元，毛利率 18%，近五年毛利率稳定在 18%-20%，保证了毛利的稳步增长。

图42：煤矿装备产值持续提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图43：煤矿装备销售收入稳步提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：煤矿装备毛利率稳定，毛利持续增加


数据来源：Wind、开源证券研究所

国家政策推动矿山智能化建设，煤矿装备市场增量可期。2020 年后，国家发改委与能源局等核心部门密集出台了一系列旨在加速煤矿智能化发展的政策措施，不

仅确立了具体且详尽的建设蓝图，还设定了明确的评估标准。2024年4月，国家矿山安监局发布《关于深入推进矿山智能化建设促进矿山安全发展的指导意见》，要求到2026年建立完整的矿山智能化标准体系全国煤矿智能化产能占比不低于60%，智能化工作面数量占比不低于30%，智能化工作面常态化运行率不低于80%，煤矿、非煤矿山危险繁重岗位作业智能装备或机器人替代率分别不低于30%、20%。国家政策和法律法规的出台将会进一步推动煤矿装备需求端的增长。

大力研发煤矿装备，增强市场竞争力。中国煤矿机械装备有限责任公司为中煤能源全资子公司，是中煤旗下从事煤矿装备业务的主要公司。产业规模实力、技术装备水平、产品成套服务能力、综合竞争实力位居行业前列，在国内率先形成煤矿综采综掘装备高端化、成套化、智能化研发制造服务能力，技术水平和市场占有率国内领先。2023年中煤能源研究开发支出共计8.7亿元，涉及多个煤矿装备智能化项目，将进一步提升煤矿装备业务的市场占有率。

表9：政策推动矿山智能化建设

时间	发布单位	文件	内容
2021年 6月	国家能源局、 国家矿山安全监察局	《煤矿智能化建设指南（2021年版）》	重点突破智能化煤矿综合管控平台、智能综采（放）、智能快速掘进、智能主辅运输、智能安全监控、智能选煤厂、智能机器人等系列关键技术及装备，形成智能化煤矿设计、建设、评价、验收等系列技术规范与标准体系，建成一批多种类型、不同模式的智能化煤矿。
2023年 8月	国家矿山安全监察局	《矿山智能化标准体系框架》	梳理了矿山智能化领域的标准化需求，首次将煤矿和非煤矿山智能化标准建设纳入同一体系，通盘考虑、统筹规划，注重大数据、人工智能、机器人等新技术与传统矿山行业深度融合，从开采工艺、技术装备、数据治理、安全保障等多维度，构建了覆盖智能化矿山建设各业务领域、全生命周期的标准体系框架。
2024年 4月	国家矿山安全监察局	《关于深入推进矿山智能化建设促进矿山安全发展的指导意见》	深入贯彻落实了《中共中央办公厅 国务院办公厅关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》，提出了到2026年和2030年矿山智能化建设的具体目标。其中包括建立完整的矿山智能化标准体系，推进矿山数据融合互通，实现环境智能感知、系统智能联动、重大灾害风险智能预警等。

数据来源：政府官网、开源证券研究所

表10：公司大力研发智能化煤矿设备

项目	2023年研发支出（万元）
JK2023-011 多点自弯曲自移式带式输送机	13,662
智能化项目	3,517
JK2022-045 SGZ1000/2*2500型超长工作面 智能刮板输送装备研制	2,862
2022 工业和信息化部信息技术发展司基于云边融合的智能工厂生产管控一体化系统集成项目	2,542
20-01 大海则煤矿智能化关键技术与工程示范	2,526
21-24 基于模块化设计的矿山融合通信及多业务协同智能管控系统的研发与应用	1,731
JK2022-007 8000吨超大运能智能变频刮板输送机关键技术研究	1,161

项目	2023 年研发支出 (万元)
基于 BIM 的王家岭数字孪生选煤厂构建与三维可视化管理平台研究与应用技术开发	1,113
大海则矿井数字化矿山模型的建立与应用项目	996
煤矿智能掘进工作面建设关键技术研究	976

数据来源：公司公告、开源证券研究所

6、煤电一体化协同发展，煤电业务具备高成长

积极推进煤电一体化布局。煤电方面，积极推进坑口煤电建设，充分发挥煤电一体化产业链优势。围绕鄂尔多斯、晋北、陕北、准东等九个千万千瓦级大型煤电基地，结合矿区资源条件、环境容量和外送通道，采用先进的节能节水环保发电技术，重点建设山西、新疆、江苏等大型坑口燃煤电厂和低热值煤电厂，提升煤电产业链价值，实现煤电一体化协同发展。

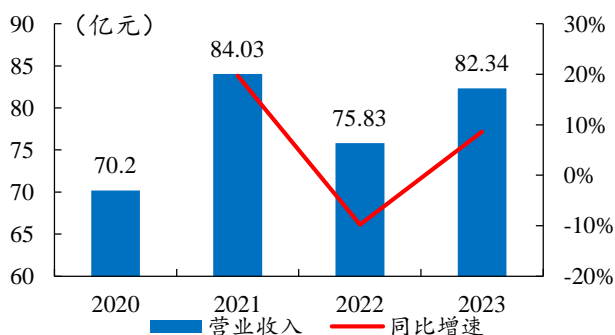
煤电大型在建项目，具有较高成长性。截至 2023 年年末，中煤能源在建项目包括：乌审旗 2×660MW 煤电一体化项目取得核准并完成投资决策，设计规模 1.32GW，权益为 1.32GW；平朔安太堡 2×350MW 低热值煤发电项目，设计规模 0.7GW，权益为 0.36GW，目前建设进入收尾阶段。综合来看，公司未来煤电业务增长潜力较大，具备较高的成长性。

表11：公司电厂有两个在建项目

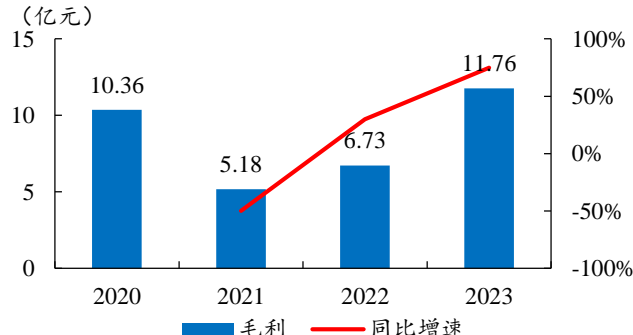
项目名称	持股比例	规模 (MW/年)	权益规模 (MW/年)	状态
乌审旗 2×660MW 煤电一体化项目	100%	2×660	1320	在建
安太堡 2×350MW 低热值煤发电项目	51%	2×350	357	在建
在建合计 (MW)		2020	1677	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020 年以来煤电业务营业收入稳步提升。公司其他业务中煤电业务占比较高，可以间接作为煤电业务营业收入。2023 年营业收入 82.3 亿元，同比增长 8.6%，实现毛利 11.8 亿元，同比增长 74.7%，达到历史新高。

图45：其他业务营业（煤电）收入稳步提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：其他业务（煤电）毛利回升迅速


数据来源：Wind、开源证券研究所

7、盈利预测、估值与投资建议：低估值且维持“买入”评级

公司业绩维持增长。考虑到煤炭和煤化工等主业的成长性和投产时间节奏，我们预测公司 2024-2026 年归属于母公司的净利润分别为 196.2/214.0/225.5 亿元，同比增长 0.4%/9.1%/5.4%，折合 EPS 分别是 1.48/1.61/1.70 元/股，当前股价对应 PE 分别为 8.8/8.1/7.7 倍。维持“买入”评级。

PE 估值低于可比公司。与动力煤龙头标的同行公司对比(中国神华、兖矿能源、陕西煤业、晋控煤业、山煤国际)，可比公司的 2024 年的 PE 平均估值为 9.2 倍，高于中煤能源的 8.8 倍。

PB 估值低于可比公司。与动力煤龙头标的同行公司对比(中国神华、兖矿能源、陕西煤业、晋控煤业、山煤国际)，可比公司的 PB 平均估值为 1.96 倍，高于中煤能源的 1.19 倍；与行业 20 家重点公司相比，中煤能源的 PB 也处于中位数偏下水平。

高分红与高成长则 PE 应享受估值溢价。考虑到公司在央企市值管理背景下积极响应相关政策，实施特别分红和中期分红，且具有进行持续高分红的潜力，公司有望向中国神华的业绩稳健且高分红的煤炭公司趋近，但公司 PE 估值 8.8 倍明显低于中国神华的 13.1 倍；考虑到公司各板块业务均有较高的成长性，有望贡献新的利润增长，进一步提高盈利能力，公司的高成长性有望享受 PE 估值的溢价。

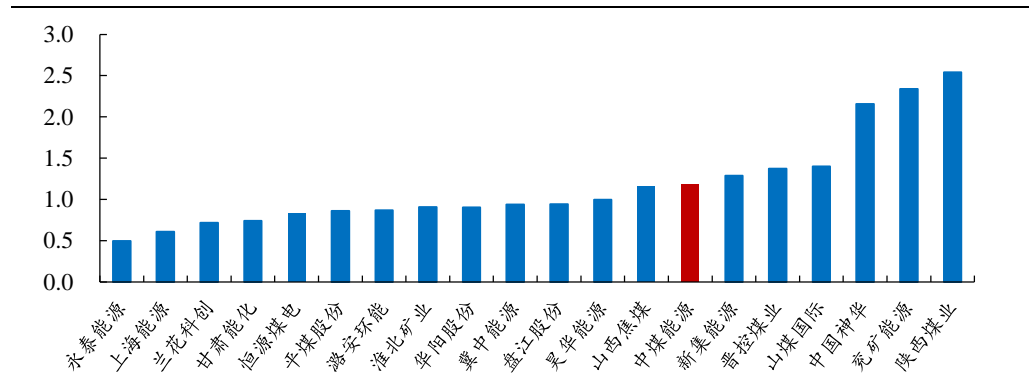
表12：中煤能源在主要煤炭公司中估值偏低

证券代码	名称	总市值 (亿元)	预期归属上市公司股东净利润 (亿元)			PE			PB
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024/9/18
601088.SH	中国神华	7,598	580.8	602.4	612.9	13.1	12.6	12.4	2.16
600188.SH	兖矿能源	1,325	154.8	179.6	203.2	8.6	7.4	6.5	2.34
601225.SH	陕西煤业	2,254	222.0	232.7	241.4	10.2	9.7	9.3	2.54
601001.SH	晋控煤业	237	33.9	35.8	37.5	7.0	6.6	6.3	1.37
600546.SH	山煤国际	221	30.8	33.8	36.8	7.2	6.5	6.0	1.40
	均值	2,327	204.4	216.9	226.3	9.2	8.6	8.1	1.96
601898.SH	中煤能源	1,733	196.2	214.0	225.5	8.8	8.1	7.7	1.19

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除了陕西煤业为 Wind 一致预期，其余皆为开源证券预测；股价日期为 2024 年 9 月 18 日

图47：公司市净率处于重点上市煤企中低水平

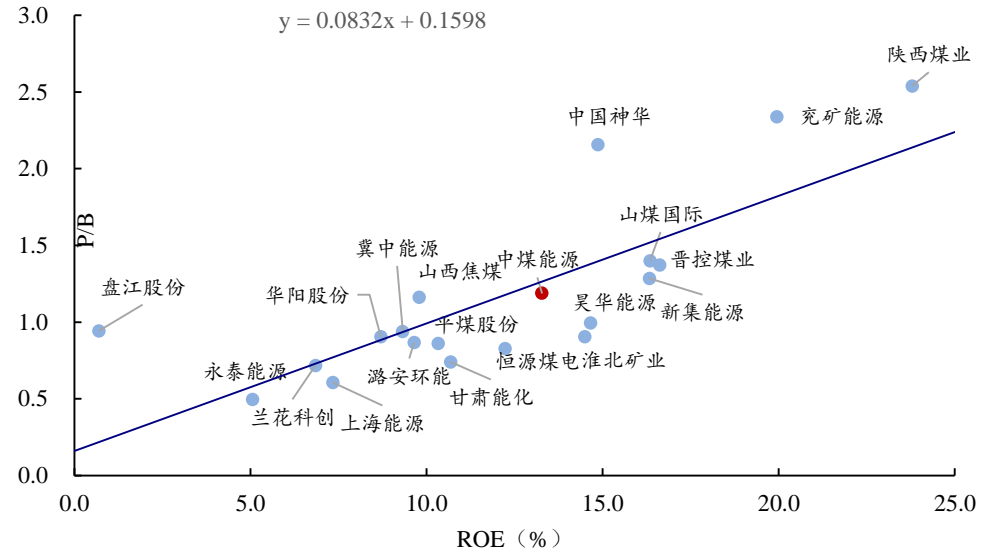


数据来源：Wind、开源证券研究所，注：收盘价取自 2024 年 9 月 18 日

PB-ROE 估值方法仍被低估。对煤炭行业 20 家上市公司现阶段市净率(PB-LF)和 2024H1 年化 ROE 进行回归分析，发现中煤能源位于 PB-ROE 均衡线下方，表现

出高 ROE，低 PB 的特点，估值存在折价，且与同是亿吨级的煤炭龙头（中国神华、陕西煤业、兖矿能源）低估明显。

图48：公司位于 PB-ROE 均衡线下方



数据来源：Wind、开源证券研究所，注：收盘价取自 2024 年 9 月 18 日

8、风险提示

- (1) 煤价超预期下跌风险。若煤价大幅下跌，可能会明显影响公司业绩。
- (2) 安全生产风险，公司所处的煤炭开采行业属于高风险行业，存在安全生产方面风险
- (3) 新建产能不及预期风险，公司在建工程中包括煤矿和煤化工项目，如果因为手续、政策等方面因素制约，可能存在新建产能不及预期风险
- (4) 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	123,911	119,668	118,634	136,521	148,290
现金	91,026	91,543	89,899	104,770	119,294
应收票据及应收账款	8,747	7,493	7,933	8,471	8,182
其他应收款	2,590	2,112	2,797	2,191	2,990
预付账款	2,438	2,471	2,074	2,826	2,114
存货	9,350	8,735	8,182	9,816	8,349
其他流动资产	9,760	7,314	7,750	8,447	7,360
非流动资产	216,312	229,692	229,120	232,277	232,857
长期投资	29,904	30,958	36,007	40,555	45,353
固定资产	114,960	116,048	111,637	108,924	105,272
无形资产	48,168	55,638	57,193	58,409	59,273
其他非流动资产	23,280	27,048	24,283	24,389	22,960
资产总计	340,223	349,360	347,754	368,798	381,147
流动负债	104,998	98,158	82,906	88,863	84,370
短期借款	205	123	164	143	154
应付票据及应付账款	25,421	26,738	22,922	29,462	23,640
其他流动负债	79,372	71,298	59,820	59,257	60,576
非流动负债	70,057	68,420	56,206	45,818	34,302
长期借款	52,484	50,362	38,391	27,882	16,427
其他非流动负债	17,573	18,058	17,815	17,936	17,876
负债合计	175,055	166,578	139,112	134,681	118,672
少数股东权益	34,303	38,661	44,903	51,712	58,887
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
留存收益	70,876	83,842	105,824	131,921	158,305
归属母公司股东权益	130,865	144,121	163,740	182,404	203,588
负债和股东权益	340,223	349,360	347,754	368,798	381,147

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	43,634	42,965	31,140	40,614	37,114
净利润	25,399	25,749	25,860	28,212	29,727
折旧摊销	10,445	11,051	9,632	10,050	10,471
财务费用	3,728	2,995	2,913	2,366	1,669
投资损失	-5,035	-3,005	-3,005	-3,005	-3,005
营运资金变动	2,348	7,662	-4,295	2,897	-1,814
其他经营现金流	6,749	-1,487	34	93	66
投资活动现金流	-22,046	-15,057	-6,014	-10,237	-8,043
资本支出	9,756	17,575	6,348	7,490	6,837
长期投资	-22	22	-5,049	-4,548	-4,799
其他投资现金流	-12,267	2,496	5,383	1,801	3,592
筹资活动现金流	-22,687	-26,298	-26,770	-15,506	-14,546
短期借款	-449	-83	41	-21	10
长期借款	-22,133	-2,121	-11,971	-10,509	-11,455
普通股增加	-0	-0	-0	-0	-0
资本公积增加	205	194	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-310	-24,288	-14,840	-4,977	-3,101
现金净增加额	-1,097	1,585	-1,644	14,871	14,524

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	220,577	192,969	195,315	201,581	207,795
营业成本	165,158	144,595	146,673	149,970	154,432
营业税金及附加	7,857	7,816	7,911	8,164	8,416
营业费用	929	1,050	1,062	1,096	1,130
管理费用	5,246	5,452	5,519	5,696	5,871
研发费用	771	916	927	957	987
财务费用	3,728	2,995	2,913	2,366	1,669
资产减值损失	-8,801	-285	-288	-297	-306
其他收益	252	315	283	299	291
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	5,035	3,005	3,005	3,005	3,005
资产处置收益	9	-19	-5	-12	-8
营业利润	33,166	33,099	33,243	36,261	38,206
营业外收入	273	129	129	129	129
营业外支出	542	180	180	180	180
利润总额	32,897	33,049	33,192	36,210	38,155
所得税	7,498	7,300	7,332	7,998	8,428
净利润	25,399	25,749	25,860	28,212	29,727
少数股东损益	7,140	6,215	6,242	6,809	7,175
归属母公司净利润	18,259	19,534	19,619	21,403	22,552
EBITDA	44,088	44,685	43,298	46,110	47,699
EPS(元)	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-8.0	-12.5	1.2	3.2	3.1
营业利润(%)	27.5	-0.2	0.4	9.1	5.4
归属于母公司净利润(%)	32.9	7.0	0.4	9.1	5.4
获利能力					
毛利率(%)	25.1	25.1	24.9	25.6	25.7
净利率(%)	8.3	10.1	10.0	10.6	10.9
ROE(%)	15.4	14.1	12.4	12.1	11.3
ROIC(%)	11.7	11.7	12.0	12.4	12.2
偿债能力					
资产负债率(%)	51.5	47.7	40.0	36.5	31.1
净负债比率(%)	0.1	-6.8	-16.4	-25.5	-32.6
流动比率	1.2	1.2	1.4	1.5	1.8
速动比率	1.0	1.1	1.3	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	27.6	25.1	26.3	25.7	26.0
应付账款周转率	6.9	6.1	6.5	6.3	6.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.38	1.47	1.48	1.61	1.70
每股经营现金流(最新摊薄)	3.29	3.24	2.35	3.06	2.80
每股净资产(最新摊薄)	9.87	10.87	12.35	13.76	15.36
估值比率					
P/E	9.5	8.9	8.8	8.1	7.7
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.7	4.5	4.3	3.6	3.1

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn