

中煤能源（601898.SH）

一体化能源巨头，低估值高分红属性凸显

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	220,577	192,969	193,513	199,093	212,196
增长率 yoy（%）	-8.0	-12.5	0.3	2.9	6.6
归母净利润（百万元）	18,259	19,534	18,516	19,099	20,465
增长率 yoy（%）	32.9	7.0	-5.2	3.1	7.2
ROE（%）	15.4	14.1	11.9	11.1	10.7
EPS 最新摊薄（元）	1.38	1.47	1.40	1.44	1.54
P/E（倍）	8.6	8.0	8.5	8.2	7.7
P/B（倍）	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

公司煤炭资源得天独厚，产销量持续增长。公司共拥有生产、在建等各类煤炭矿井 26 座，在产煤矿产能近 1.7 亿吨。得益于公司主要在产煤矿的产能核增叠加在建的大海则煤矿顺利投产，公司近三年煤炭产销量增长明显。2024 上半年，在山西省安监形势严峻背景下，由于公司主要在产煤矿矿建水平高，自产煤产量韧性十足，产量降幅远低于山西省产量降幅。

公司煤炭长协销售比例高，支撑盈利稳定性和持续性。公司作为具备煤炭保供任务的能源央企，其长协销售占比约为 80%，自产煤价格波动弱于市价变化，稳定性较强。另一方面，公司自产煤成本控制得当，吨煤成本在行业处于中游水平，自产煤吨煤毛利仍较可观。根据我们测算，即使是在悲观情景下公司股息率仍有望在 5% 以上。

公司煤化工业务资源优势凸显，在建项目贡献未来业绩增量。公司已具备煤化一体化业务布局，且逐年加大自产煤炭就地转化力度。2023 年以来，由于煤价高位回落，公司煤化工业务原料成本端下降明显，近三年煤化工业务盈利改善，毛利率维持增长。在建煤化工业务中，陕西煤化工项目二期项目投产后公司甲醇/聚烯烃产能有望增长 60%/75%。随着公司烯烃项目生产工艺不断优化，单吨烯烃生产成本有望逐年改善，煤化工业务将成为公司新的业绩增长点。

公司财务指标持续优化，我们认为现金分红比例有望增长。从财务指标来看，公司近 5 年资本结构持续优化，财务费用下降明显，流动性显著改善。从在投项目上，公司煤炭方面资本开支随着大海则煤矿投产逐步下降，煤化工方面由于陕西煤化工二期的建设将维持一定规模，整体资本性支出持稳。从分红能力上来看，公司每股留存收益保持增长，分红潜力较大，而且公司业绩韧性十足，盈利稳定性较强。

盈利预测与投资建议。我们推荐中煤能源基于以下三个方面：1）公司煤炭主业规模突出，依托自身营销网络和物流配送体系将业务辐射山西、内蒙、陕西、江苏、新疆等地。2）公司产业链协同发展，着力打造煤-化一体发展，具有低成本的竞争优势。3）公司分红具有稳定性和连续性，股东回报有保证。我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 1935.13 亿元、1990.93 亿元和 2121.96 亿元，归母净利润为 185.16 亿元、190.99 亿元和 204.65 亿元，EPS（摊薄）为 1.40 元、1.44 元和 1.54 元。以 2024 年 12 月 13 日收盘价对应 PE 为 9.0x/8.8x/8.2x，公司主营业务经营稳定，且存在分红比例提升预期，在无风险利率持续走低背景下，我们上调公司至“买入”评级。

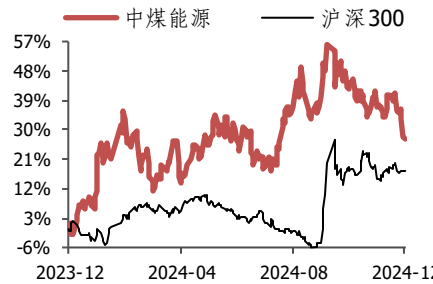
风险提示：煤炭价格系统性下跌、重点煤矿发生安全生产事故、安监环保政策趋严、在建工程进度不及预期。

买入（上调评级）

股票信息

行业	煤炭
2024 年 12 月 23 日收盘价（元）	11.86
总市值（百万元）	157,247.75
流通市值（百万元）	108,542.72
总股本（百万股）	13,258.66
流通股本（百万股）	9,152.00
近 3 月日均成交额（百万元）	424.18

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

联系人 武克

执业证书编号：S1070123070016

邮箱：wuke@cgws.com

相关研究

- 《24Q3 业绩符合预期，高分红性质凸显》2024-10-25
- 《煤炭高长协经营持稳，煤化工盈利改善》2024-08-28
- 《煤炭业务量增价跌，仍有增长空间》2024-03-29

内容目录

一、稳增长能源央企，一体化煤炭巨头	4
1.1 背靠中煤集团，各项业务持续增长	4
1.2 煤炭为支柱产业，多业务稳定协同发展	5
1.3 财务指标良好，费用管控能力强	7
二、煤炭业务：产销量持续增长，高长协销售比例保证盈利稳定性	9
2.1 煤炭储量资源丰富，产能规模居于行业前列	9
2.2 长期视角来看，煤炭供需将持续维持紧平衡格局	13
2.3 产能持续释放，公司煤炭产销量有望维持增长	16
2.4 长协销售比例高，支撑盈利稳定性和持续性	17
三、煤化工行业：盈利能力向好，公司资源协同优势显著	20
3.1 煤制烯烃盈利能力最优	20
3.2 资源优势凸显，在建项目贡献未来业绩增量	23
四、装备制造和金融业务：紧跟煤炭业务转型发展需求	27
五、公司流动性充裕，现金分红比例有望持续增长	29
六、盈利预测与投资建议	32
6.1 业务假设	32
6.2 盈利预测	33
风险提示	34

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	4
图表 2: 公司股权结构（截至 2024 年三季报）	5
图表 3: 主要业务子公司结构（截至 2023 年）	5
图表 4: 2019-2024 年 H1 公司营业收入	6
图表 5: 2019-2024 年 H1 公司毛利	6
图表 6: 2019-2024 年 H1 公司毛利率	6
图表 7: 2019-2024 年 H1 公司归母净利润	6
图表 8: 2019-2024 年 H1 公司分业务营收（单位：亿元）	6
图表 9: 2024 年 H1 公司营收构成	6
图表 10: 2019-2024 年 H1 公司分业务毛利（亿元）	7
图表 11: 2024 年 H1 公司毛利构成	7
图表 12: 2019-2024 年 H1 公司净资产收益率	7
图表 13: 2019-2024 年 H1 公司经营现金流净额	7
图表 14: 2019-2024 年 H1 公司资产负债率	8
图表 15: 2019-2024 年 H1 公司费用率	8
图表 16: 煤炭业务流程情况（自产煤）	9
图表 17: 2019-2024 年 H1 公司煤炭业务营收毛利	10
图表 18: 2019-2024 年 H1 公司自产煤和贸易煤营业收入	10
图表 19: 2019-2024 年 H1 公司自产煤和贸易煤毛利	10
图表 20: 煤炭主要上市公司储采比统计（截至 2023 年）	10
图表 21: 动力煤公司煤炭资源量对比	11
图表 22: 中煤能源 2023 年煤炭资源量分省份结构	11
图表 23: 中煤能源 2023 煤炭储量分布分省份（亿吨）	11
图表 24: 公司在产煤矿情况（截至 2023 年）	12
图表 25: 主要在产煤炭子公司分布情况（截至 2023 年）	13
图表 26: 供给侧改革煤炭行业去产能情况（万吨）	13
图表 27: 近五年新批煤矿产能（万吨/年）	13
图表 28: 我国原煤生产量情况（万吨）	14
图表 29: 2021-2024 年 10 月山西省煤炭产量（万吨）	14
图表 30: 我国水力发电量季节变化情况（亿千瓦时）	14
图表 31: 我国火力发电量季节变化情况（亿千瓦时）	14
图表 32: 2019-2024 年 10 月我国火力发电量（亿千瓦时）	14

图表 33:	固定资产投资完成额(不含农户):累计同比 (%)	15
图表 34:	全国 247 家样本钢厂日均铁水产量 (万吨)	15
图表 35:	我国煤制甲醇产量季节变化情况 (万吨)	15
图表 36:	2019-2024H1 公司商品煤产销量	16
图表 37:	2019-2024H1 公司自产煤和贸易煤销量	16
图表 38:	公司煤炭产能增量 (截至 2023 年)	16
图表 39:	主要煤企长协销售比例 (截至 2023 年)	17
图表 40:	公司吨煤价格对比 (单位: 元/吨)	17
图表 41:	2019-2023 公司自产煤单位成本 (元/吨)	18
图表 42:	2023 年公司自产煤单位成本构成	18
图表 43:	主要煤企自产煤吨煤成本对比 (单位: 元/吨)	18
图表 44:	主要煤企自产煤吨煤毛利对比 (万吨)	18
图表 45:	不同煤价对应公司归母净利润及股息率测算 (收盘价取 2024 年 12 月 23 日)	19
图表 46:	煤化工行业政策梳理	20
图表 47:	三种典型烯烃制取工艺路线示意图	20
图表 48:	石脑油制烯烃成本结构构成	21
图表 49:	煤制烯烃成本结构构成	21
图表 50:	部分煤制烯烃、油制烯烃单吨烯烃投资额比较	21
图表 51:	不同油价下煤制烯烃项目对应的竞争煤价	22
图表 52:	不同工艺路线单吨利润 (元/吨)	22
图表 53:	布伦特原油价格与煤炭价格对比 (美元/桶、元/吨)	22
图表 54:	公司 2019-2024H1 煤化工业务营收成本 (亿元)	23
图表 55:	公司 2019-2024H1 煤化工毛利 (亿元)	23
图表 56:	2019-2024H1 公司煤化工业务产量情况 (万吨)	24
图表 57:	2019-2024H1 公司煤化工业务销量情况 (万吨)	24
图表 58:	2019-2024H1 公司煤化工业务营收结构(亿元)	24
图表 59:	2019-2024H1 公司煤化工业务毛利结构 (亿元)	24
图表 60:	公司煤化工产能统计 (万吨/年)	24
图表 61:	公司内部用煤情况 (万吨)	25
图表 62:	公司甲醇售价与甲醇市场价对比	25
图表 63:	单吨烯烃生产成本对比 (元/吨)	25
图表 64:	煤制烯烃项目单吨投资额和单吨折旧成本对比	26
图表 65:	2019-2023 年公司装备制造营收毛利 (单位: 亿元)	27
图表 66:	2019-2023 年公司煤矿装备营收结构 (单位: 亿元)	27
图表 67:	2019-2023 年公司装备制造业务产值 (单位: 亿元)	27
图表 68:	2019-2023 年公司煤矿装备业务营业成本 (亿元)	28
图表 69:	2023 年公司装备制造业务成本构成	28
图表 70:	2019-2023 年公司金融业务营收毛利 (单位: 亿元)	28
图表 71:	2019-2024 年 H1 公司分红比例 (%)	29
图表 72:	2019-2024 年 H1 公司每股股利 (元)	29
图表 73:	2019-2024 年公司资本性支出 (单位: 亿元)	29
图表 74:	2019-2024H1 公司偿债能力	30
图表 75:	2019-2023 年公司带息债务和财务费用 (亿元)	30
图表 76:	煤炭可比公司每股指标	30
图表 77:	煤炭可比公司每股指标 (续)	30
图表 78:	公司 2024-2026 年主营业务假设	32
图表 79:	可比公司估值表 (以 2024 年 12 月 23 日收盘价计算)	33

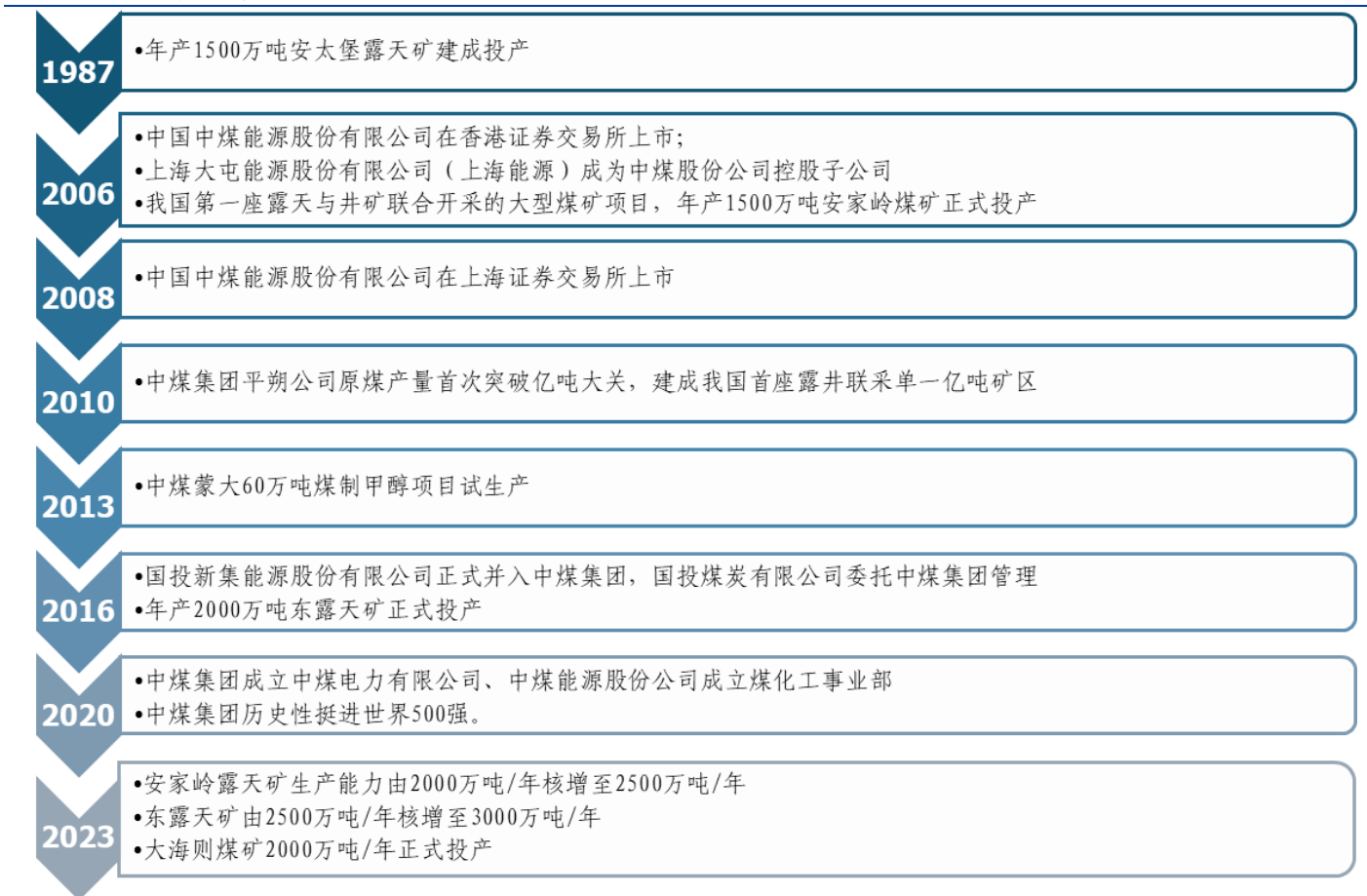
一、稳增长能源央企，一体化煤炭巨头

1.1 背靠中煤集团，各项业务持续增长

中煤能源由母公司中煤能源集团独家发起设立。中煤能源股份有限公司是中煤能源集团有限公司（下称“中煤集团”）于 2006 年 8 月 22 日独家发起设立的股份制公司，总部位于中国北京。中煤能源于 2006 年及 2008 年先后在港交所、上交所上市。公司是集煤炭生产和贸易、煤化工、发电、煤矿装备制造四大主业于一体的大型能源企业。

公司隶属于世界 500 强企业中煤集团下的核心上市公司。中煤集团前身是 1982 年成立的中国煤炭进出口总公司，主营业务包括煤炭、煤化工、电力、煤矿装备等，目前可控煤炭资源储量超过 770 亿吨，生产及在建煤矿 70 余座，煤炭产能达到 3 亿吨规模，煤化工总产能超过 1000 万吨，电力板块总装机容量超过 5000 万千瓦，煤矿装备业务位列全国前五，综合实力较强。

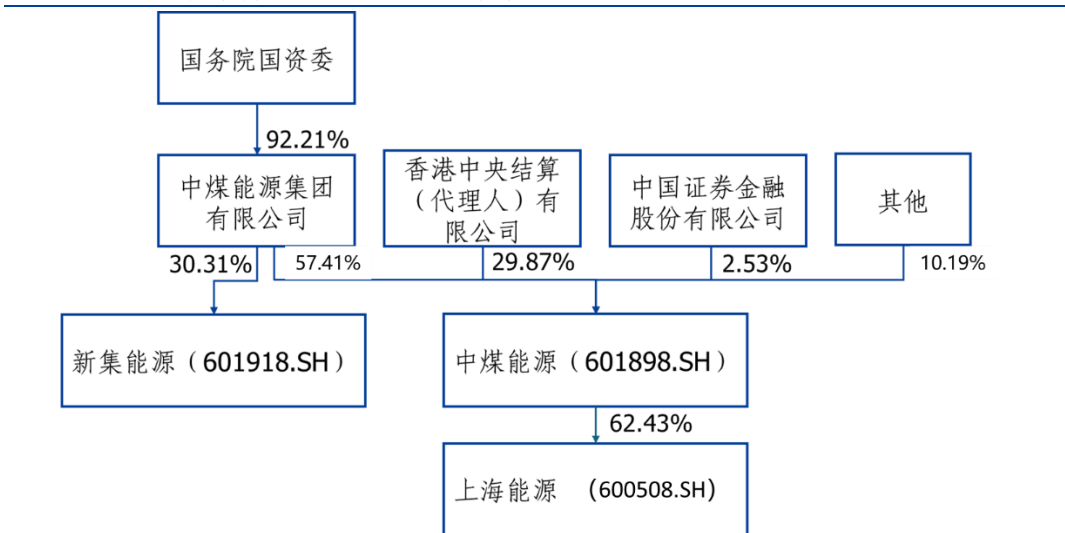
图表 1: 公司历史沿革



资料来源：公司官网、iFinD、长城证券产业金融研究院

截至 2024 年三季度，中煤集团是公司第一大控股股东，持有 57.41% 的股权。国务院国资委持有集团 92.21% 股份，集团旗下的上市公司还包括新集能源(601918.SH)和上海能源(600508.SH)。

图表2: 公司股权结构 (截至 2024 年三季度)

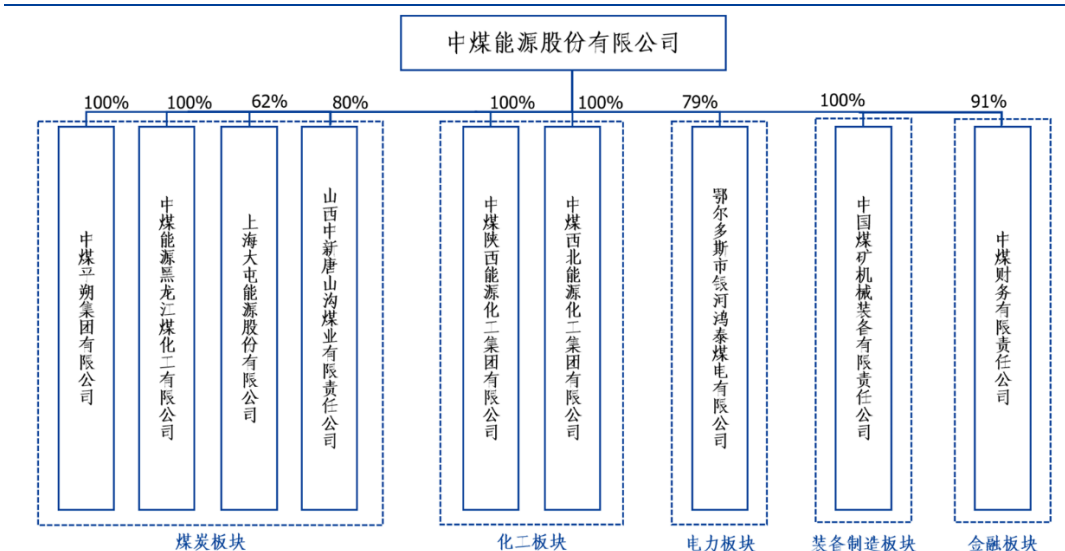


资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

1.2 煤炭为支柱产业，多业务稳定协同发展

中煤能源股份公司主营业务为煤炭、煤化工、煤矿装备、金融业务。公司拥有业内领先的煤炭资源、多样化的煤炭产品以及现代化煤炭开采、洗选和混配生产 technology 工艺。公司资源储量分布在山西、内蒙古和陕西等主产区，公司拥有优质的动力煤和炼焦煤矿产，主要用作发电、化工和钢铁生产，除了自产煤外公司还通过煤炭贸易提高公司收入及市场占比。除了煤炭业务之外，公司主要业务还包括煤化工、发电、装备制造和金融，多业务相辅相成，协同发展。

图表3: 主要业务子公司结构 (截至 2023 年)

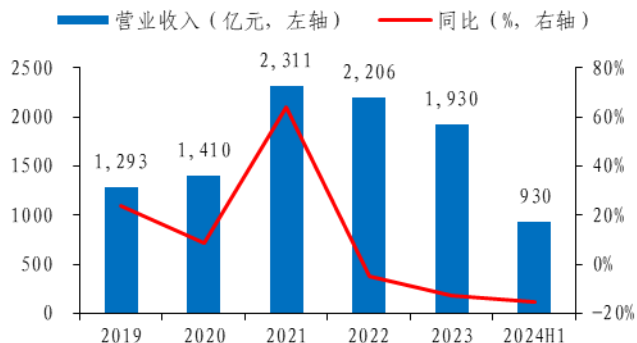


资料来源: 公司 2023 年报、公司 2024 债券募集说明书、iFind、长城证券产业金融研究院

2024 上半年由于煤价下跌公司营收稍降，毛利率维持稳定。 营收方面，2021-2023 年公司营收总收入分别为 2311/2206/1930 亿元，2021 年受煤价上涨影响，营收同比大幅提升，同比增长 63.96%，2023 年营收有所下降，主要因为煤炭价格回落导致营收

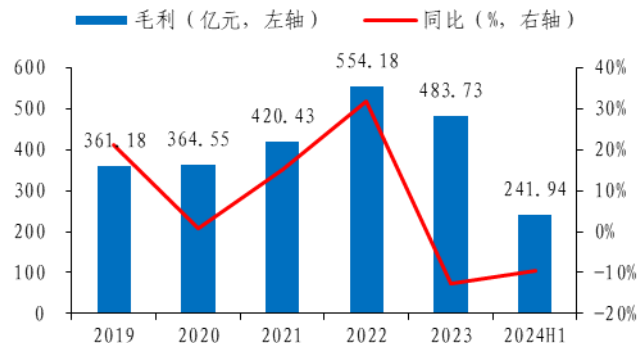
下降。利润方面，2021-2023 年公司归母净利润为 133/182/195 亿元，呈现持续上升趋势。2024 年上半年，公司营业收入为 929.84 亿元，同比下降 15.0%；公司毛利为 241.94 亿元，同比下降 9.5%；公司毛利率为 26.02%，同比上升 1.57pct；公司归母净利润为 97.88 亿元，同比下降 17.3%。营收和净利润虽然有小幅下滑，但整体仍维持高位，且毛利率维持稳定。

图表4: 2019-2024 年 H1 公司营业收入



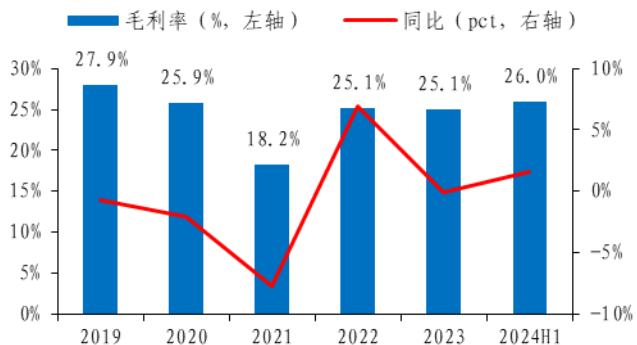
资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、iFinD、长城证券产业金融研究院

图表5: 2019-2024 年 H1 公司毛利



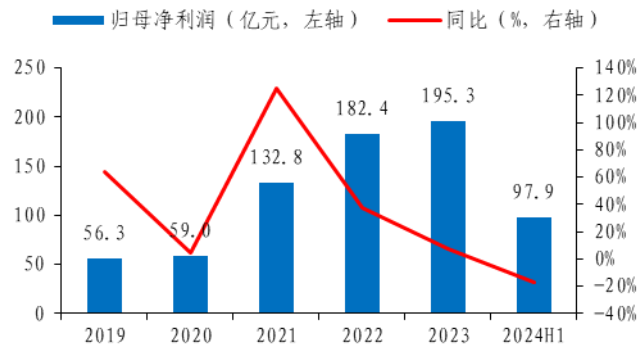
资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、FinD、长城证券产业金融研究院

图表6: 2019-2024 年 H1 公司毛利率



资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、iFinD、长城证券产业金融研究院

图表7: 2019-2024 年 H1 公司归母净利润

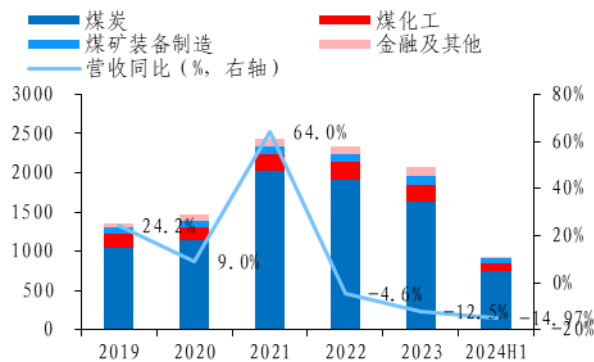


资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、FinD、长城证券产业金融研究院

从营收结构来看，煤炭业务是公司核心业务，24H1 毛利占比超 80%。**煤炭业务:** 2024 上半年公司煤炭业务实现营收 744.6 亿元，同比下降 20.2%，占公司总营收 80.94%，煤炭业务实现毛利 197.0 亿元，同比下降 12.3%，占公司总毛利的 84.01%，煤炭业务贡献了公司主要的收入和利润来源。**煤化工业务:** 2024 上半年公司煤化工业务实现营收 108.0 亿元，同比下降 3.3%，占公司总营收 11.74%，实现毛利 21.9 亿元，同比增长 19.0%，占公司总毛利的 9.3%。**装备制造业务:** 2024 上半年公司装备制造业务实现营收 54.6 亿元，同比下降 7.0%，占公司总营收 5.9%，实现毛利 8.0 亿元，同比下降 17.5%，占公司总毛利的 3.4%。**金融业务:** 2024 上半年公司金融业务实现营收 12.7 亿元，同比增长 8.5%，占公司总营收 1.4%，实现毛利为 7.6 亿元，同比增长 18.8%，占公司总毛利 3.2%。

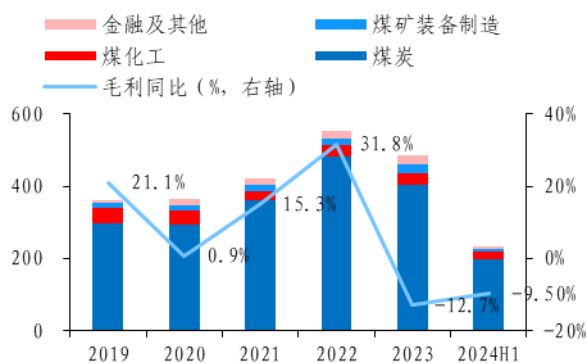
图表8: 2019-2024 年 H1 公司分业务营收 (单位: 亿元)

图表9: 2024 年 H1 公司营收构成

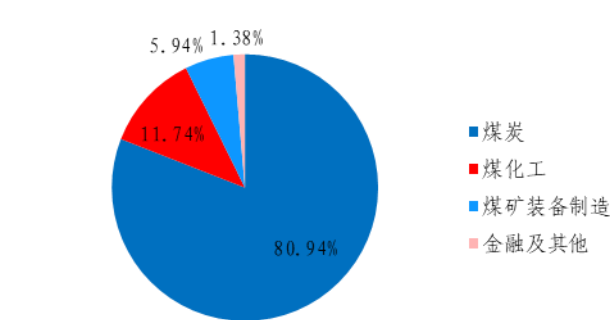


资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、iFinD、长城证券产业金融研究院

图表 10: 2019-2024 年 H1 公司分业务毛利 (亿元)

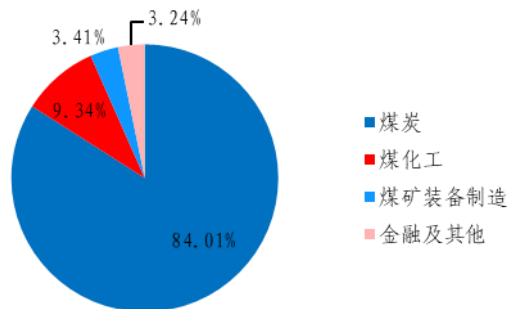


资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、iFinD、长城证券产业金融研究院



资料来源: 公司 2024 中报、iFinD、长城证券产业金融研究院

图表 11: 2024 年 H1 公司毛利构成

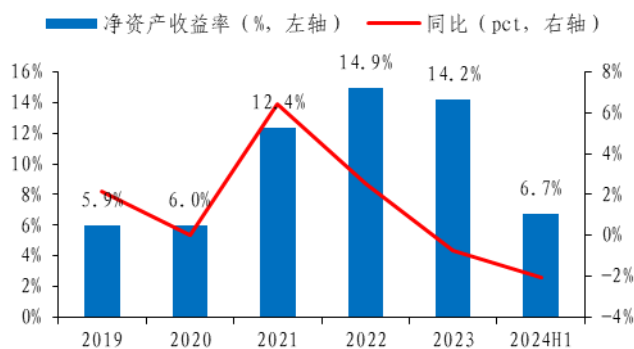


资料来源: 公司 2024 中报、iFinD、长城证券产业金融研究院

1.3 财务指标良好，费用管控能力强

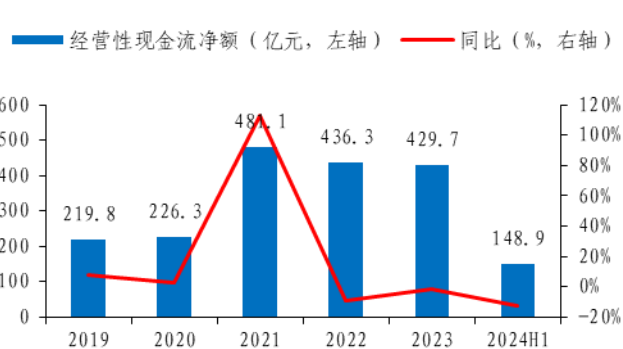
公司具备持续盈利能力，现金流充足。2023 年，公司 ROE 达到 14.2%，较上一年下降 0.7pcts；公司经营现金流净额 2023 年为 429.7 亿元，较上一年减少 9.3%。2024 年上半年，公司 ROE 达到 6.7%，同比降低 2.0pcts，经营活动净现金流达 148.9 亿元，同比降低 12.6%。

图表 12: 2019-2024 年 H1 公司净资产收益率



资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、iFinD、长城证券产业金融研究院

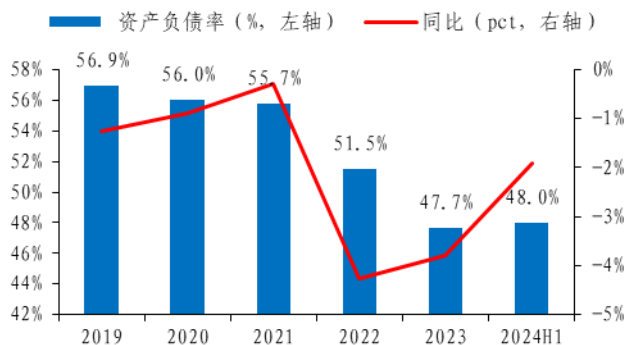
图表 13: 2019-2024 年 H1 公司经营现金流净额



资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、FinD、长城证券产业金融研究院

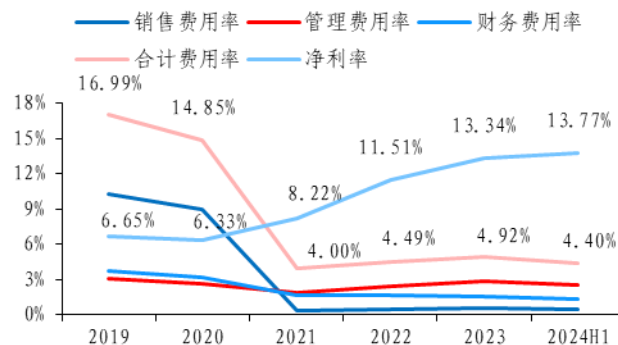
公司资产负债率连年下降，费用管控能力强。2023 年公司资产负债率为 47.7%，同比下降 3.79pct，近年来持续下降。另一方面，公司近年来费用率维持低位，成本管控效果明显。2024 年上半年公司资产负债率 47.97%，同比下降 1.91pcts；销管财合计费用率为 4.40%，继续保持较低水平，销售净利率为 13.77%，同比上升 1.8pcts，公司盈利能力稳步提升。

图表14: 2019-2024 年 H1 公司资产负债率



资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、iFinD、长城证券产业金融研究院

图表15: 2019-2024 年 H1 公司费用率



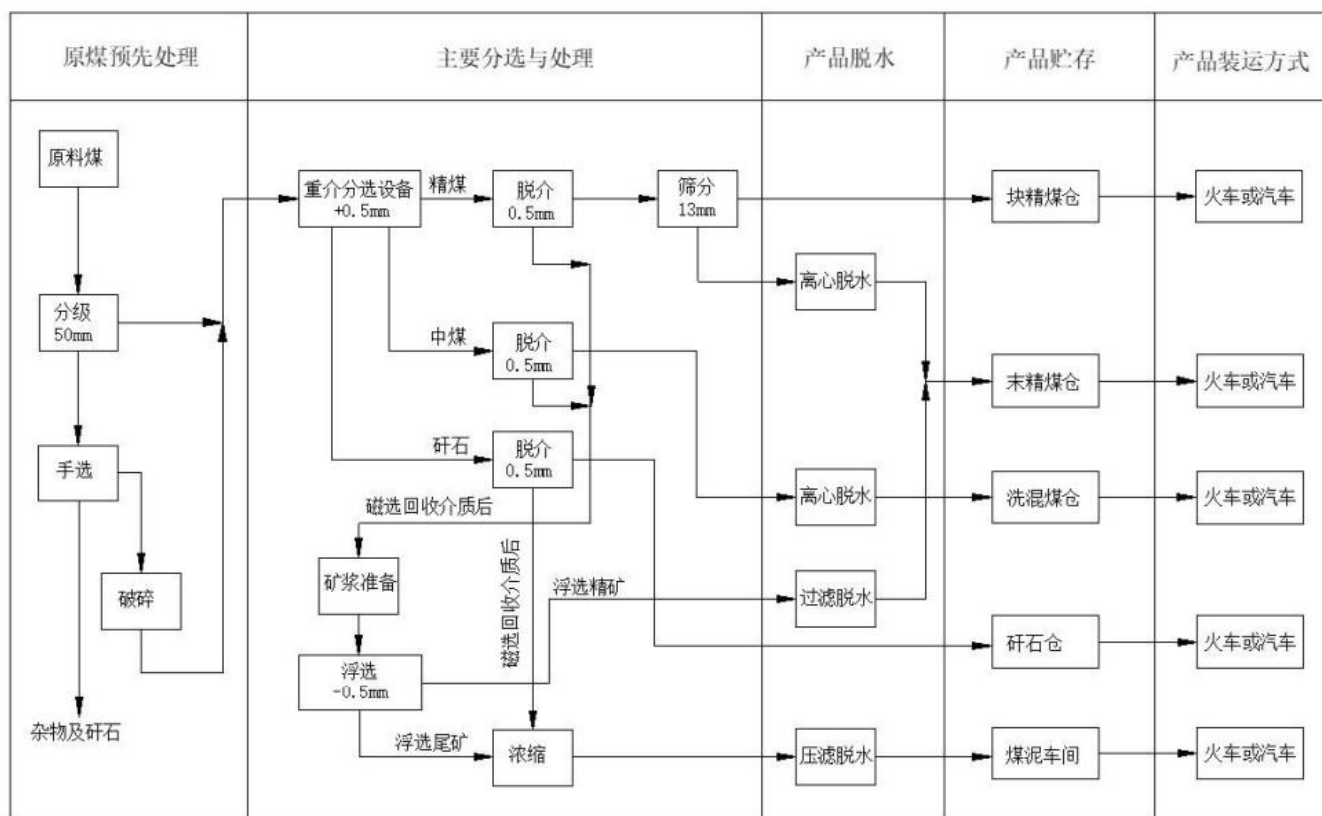
资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、iFinD、长城证券产业金融研究院
注: 管理费用未含研发费用

二、煤炭业务：产销量持续增长，高长协销售比例保证盈利稳定性

2.1 煤炭储量资源丰富，产能规模居于行业前列

公司拥有丰富的煤炭储量、先进的开采和洗煤技术及设施，并凭借自身物流优势开展外购煤炭销售业务。截至 2023 年末，公司共拥有生产、在建等各类煤炭矿井 26 座，生产及在建矿井的核定产能近 1.7 亿吨，布局山西、内蒙、陕西、江苏、新疆等区域。公司拥有的煤矿中，除平朔集团公司安太堡露天矿、安家岭露天矿和东露天煤矿三座煤矿露天开采外，其余煤矿均为井工开采，煤炭以洗选后对外销售为主。除对公司自行开采的煤矿销售外，公司还充分发挥公司港口物流、供应渠道、以及全国营销网络布局和核心竞争力等优势，以优化自产煤品种结构和保障用户需求为目的，开展市场煤炭资源采销工作。

图表 16: 煤炭业务流程情况（自产煤）

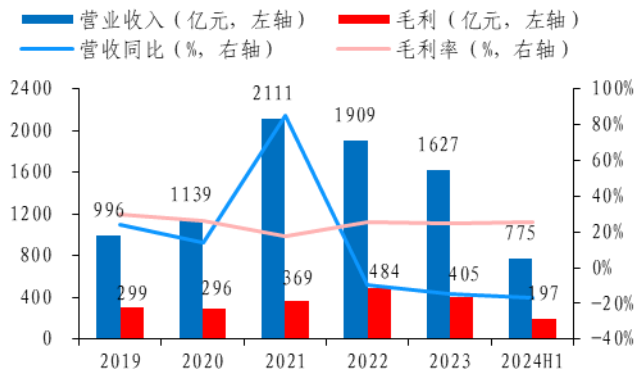


资料来源：公司 2024 年债券募集说明书、长城证券产业金融研究院

2024 上半年煤炭业务营收受煤价回落影响小幅下降，公司自产煤毛利维持稳定。由于煤价自 2022 年高位回落，公司主营业务营收出现下降。2023 年公司煤炭业务实现营收 1627 亿元，同比下降 14.8%；实现毛利 405 亿元，同比下降 16.4%，2024 上半年公司煤炭业务营收为 775 亿元，同比下降 16.9%，毛利为 197 亿元，同比下降 12.4%。2024 上半年，自产煤实现营收 386.4 亿元，同比下降 4.5%；实现毛利 192.6 亿元，同比下降 12.7%。贸易煤实现营收 387.9 亿元，同比下降 26.5%；实现毛利 4.2 亿元，同

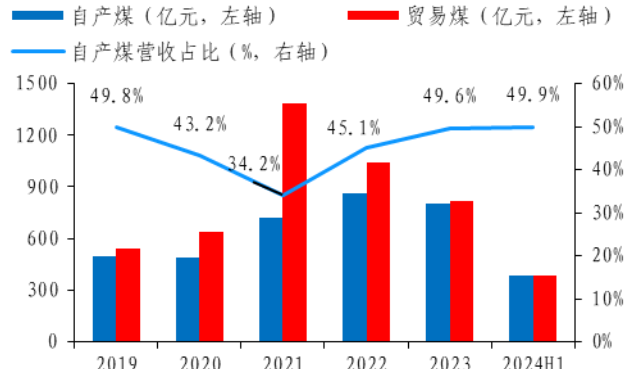
比下降 8.1%。

图表17: 2019-2024年H1公司煤炭业务营收毛利



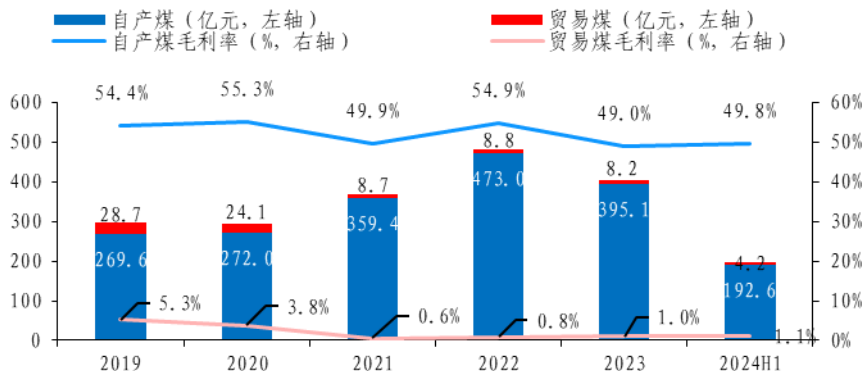
资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、iFinD、长城证券产业金融研究院

图表18: 2019-2024年H1公司自产煤和贸易煤营业收入



资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、FinD、长城证券产业金融研究院

图表19: 2019-2024年H1公司自产煤和贸易煤毛利



资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、iFinD、长城证券产业金融研究院

公司煤炭储量以动力煤为主，且主要分部在山西和内蒙古地区，储采比高于煤炭行业其他头部公司。截止 2023 年底，中煤能源拥有煤炭资源量 266.48 亿吨，可采储量 138.71 亿吨，煤炭储采比为 82.18，在行业中处于前列。从煤炭资源量分布情况来看，中煤能源煤炭资源大部分集中在山西、内蒙古以及陕西地区，分别占公司煤炭资源量 41.87%/33.02%/19.18%，占据公司煤炭总量的 94.07%，其余少量分布在新疆、江苏、黑龙江地区。分煤种来看，公司煤种主要为动力煤，占据公司煤炭证实储量的 86.43%，炼焦煤和无烟煤分别占煤炭证实储量的 9.90%和 3.67%。

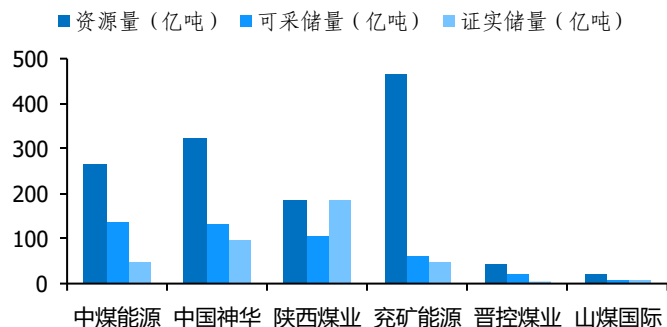
图表20: 煤炭主要上市公司储采比统计 (截至 2023 年)

上市公司	产能 (万吨/年)	可采储量 (亿吨)	可采年限 (年)
广汇能源	5500	65.97	119.95
中煤能源	17000	139.71	82.18
新集能源	2350	18.51	78.77
陕西煤业	16200	104.41	64.45
昊华能源	1930	11.23	58.19
晋控煤业	3510	19.54	55.67
兖矿能源	12000	47.05	39.21

上市公司	产能（万吨/年）	可采储量（亿吨）	可采年限（年）
中国神华	35130	133.80	38.09
电投能源	4800	17.24	35.92
山煤国际	3470	7.58	21.84
潞安环能	5000	10.23	20.46

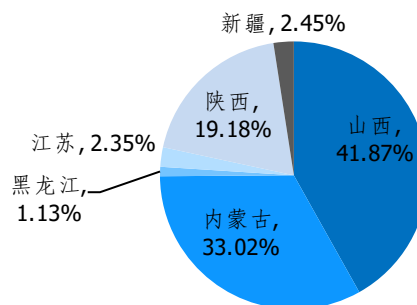
资料来源：各公司公告、信评报告、长城证券产业金融研究院

图表21：动力煤公司煤炭资源量对比



资料来源：各公司2023年报、长城证券产业金融研究院

图表22：中煤能源2023年煤炭资源量分省份结构



资料来源：公司2023年报、长城证券产业金融研究院

图表23：中煤能源2023煤炭储量分布分省份（亿吨）

主要矿区	主要煤种	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
内蒙古	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	0.80
	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	49.60

资料来源：公司2023年报、长城证券产业金融研究院

公司煤矿资源分布较为集中，山西平朔集团为公司煤炭生产主体。从煤矿的分布来看，公司的在产煤矿大部分集中于山西朔州和内蒙古鄂尔多斯矿区，分别拥有核定产能1亿吨/年和0.32亿吨/年，占公司核定总产能的66.23%。其中山西朔州矿区的产能由公司子公司平朔集团拥有，内蒙古鄂尔多斯矿区产能分别由公司子公司蒙大矿业、伊化矿业、西北能源、中天合创拥有。其余煤矿大多集中在山西省、陕西省矿区一带，也有部分在产煤矿分布在新疆呼图壁县、黑龙江哈尔滨以及江苏徐州矿区，仅占公司核定煤炭产能的6.12%。

截止2023年底，公司共有在产煤矿31处，控股产能约1.7亿吨/年。在产煤矿中，有24座隶属于控股子公司，核定产能1.68亿吨/年，权益产能1.46亿吨/年。其中公司控股子公司平朔集团拥有最大的产能，产能共计1.03亿吨/年，占公司煤炭控股产能

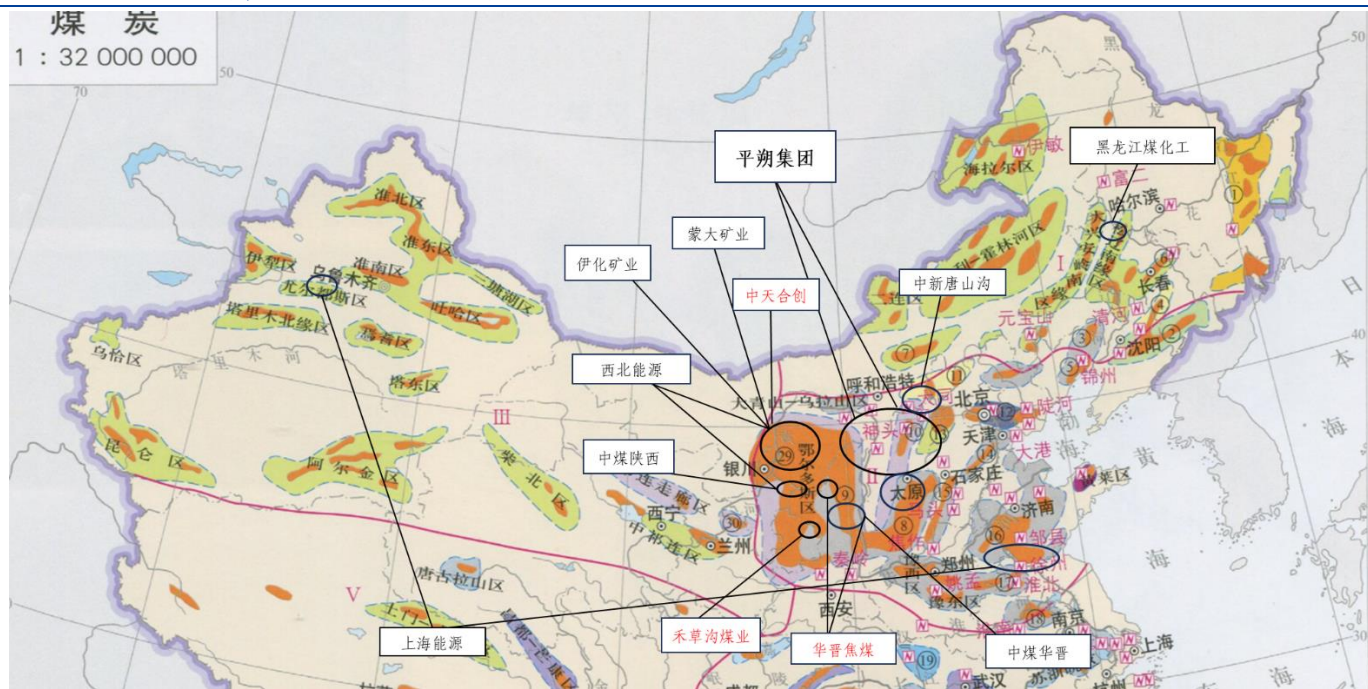
61.8%。7 座煤矿隶属于参股子公司，核定产能 3240 万吨/年，权益产能 1335 万吨/年。

图表 24: 公司在产煤矿情况 (截至 2023 年)

公司股权性质	所属子公司	煤矿	位置	煤种	持股比例	核定产能（万吨/年）	权益产能（万吨/年）
控股子公司	平朔集团	安太堡露天矿	山西朔州	动力煤	100%	2000	2000
		安家岭露天矿	山西朔州	动力煤	100%	2500	2500
		东露天矿	山西朔州	动力煤	100%	3000	3000
		安家岭井工矿(一号井)	山西朔州	动力煤	100%	1000	1000
		安太堡井工矿(三号井)	山西朔州	动力煤	100%	1000	1000
		东坡煤矿	山西朔州	动力煤	100%	270	270
		北岭煤矿	山西朔州	动力煤	100%	90	90
		小回沟煤矿	山西太原	配焦煤	100%	300	300
		下梨园煤矿	山西朔州	动力煤	100%	150	150
	控股子公司	中新唐山沟	唐山沟	山西大同	动力煤	80%	150
控股子公司	中煤华晋	王家岭矿	山西临汾	焦煤	51%	750	383
		华宁煤矿	山西临汾	焦煤	26.01%	300	78
控股子公司		韩咀煤矿	山西临汾	焦煤	51%	120	61
		上海能源	姚桥煤矿	江苏徐州	焦煤	62.43%	445
		徐庄煤矿	江苏徐州	焦煤	62.43%	180	112
		孔庄煤矿	江苏徐州	动力煤	31.84%	180	57
		新疆 106 煤矿	呼图壁县	动力煤	66%	800	528
控股子公司	蒙大矿业	纳林河二号	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	66%	800	528
控股子公司	中煤陕西	大海则煤矿	陕西榆林	动力煤	80.00%	2000	1600
控股子公司	伊化矿业	母杜柴登	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	51%	600	306
西北能源		南梁煤矿	陕西榆林	动力煤	55.00%	300	165
控股子公司		神通煤矿	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	100%	90	90
		金通煤矿	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	100%	150	150
控股子公司	黑龙江煤化工	依兰第三煤矿	黑龙江哈尔滨	动力煤	100%	240	240
参股子公司	小计					16795	14591
	中天合创	葫芦素煤矿	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	38.75%	800	310
		门克庆煤矿	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	38.75%	800	310
	华晋焦煤	沙曲一号煤矿	山西吕梁	焦煤	49%	450	221
沙曲二号煤矿		山西吕梁	焦煤	49%	300	147	
参股子公司		吉宁煤矿	山西临汾	配焦煤	24.99%	300	75
		明珠煤矿	山西临汾	配焦煤	24.99%	90	22
参股子公司	禾草沟煤业	禾草沟煤矿	陕西延安	配焦煤	50%	500	250
小计						3240	1335
总计						20035	15926

资料来源: 公司公告、公司官网、山西省能源局、中国能源网、长城证券产业金融研究院

图表25: 主要在产煤炭子公司分布情况 (截至 2023 年)



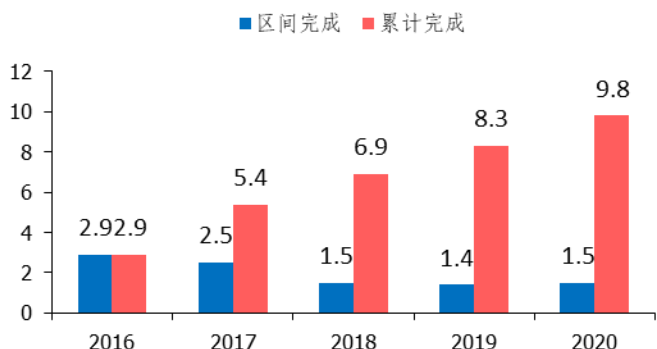
资料来源: 公司公告、公司 2023 年报、长城证券产业金融研究院

注: 标黑为控股子公司, 标红为参股子公司

2.2 长期视角来看, 煤炭供需将持续维持紧平衡格局

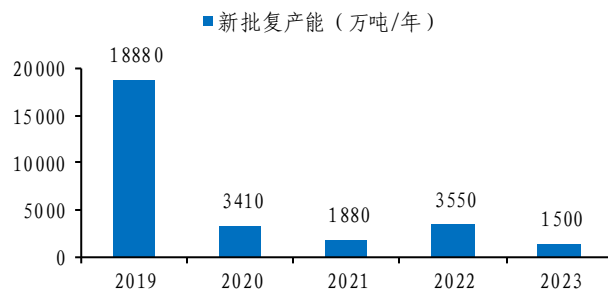
十三五期间去产能超计划完成, 行业供给释放仍较有限。2016 年政府启动了供给侧结构性改革, 重点在于去产能、调结构、促升级, 通过淘汰落后产能和整合优质产能, 减少煤炭行业产能过剩, 改善供需结构。2016 年起, 我国累计退出煤矿 5600 处, 退出落后产能 10 亿吨/年以上。国家提出去除落后产能 8 亿吨, 各地煤矿按照国家发改委要求, 累计去除落后和表外产能 9.8 亿吨。供给侧改革后, 政策端发力进一步淘汰落后产能。2020 年提出“双碳”政策后, 国家提高了煤矿新批产能的门槛, 政策层面对新增煤矿持谨慎态度, 煤炭企业面对“双碳”政策目标, 投资新建矿井的意愿下降, 近年来国家发改委核准的产能规模大幅减少, 新批产能增速放缓, 且煤矿建设周期一般在 5-7 年不等, 短时间内对国内煤炭产量的贡献十分有限。

图表26: 供给侧改革煤炭行业去产能情况 (万吨)



资料来源: iFind、长城证券产业金融研究院

图表27: 近五年新批煤矿产能 (万吨/年)

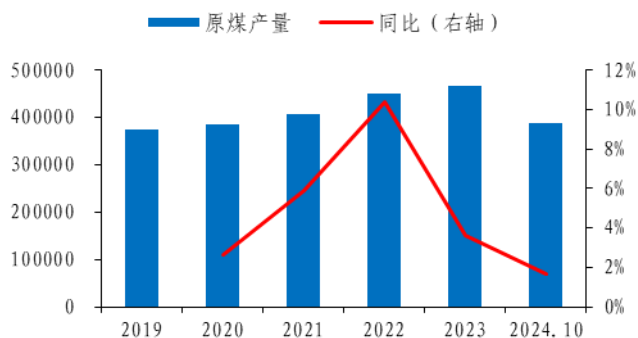


资料来源: iFind、长城证券产业金融研究院

山西省煤炭产量同比下降明显, 国内煤炭产量增速回落。2023 年全国原煤产量为

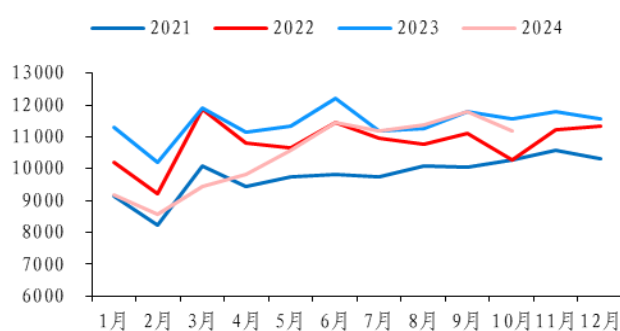
46.59 亿吨，同比增长 3.6%。2024 年上半年受安全检查的影响，山西省煤炭产量出现负增长，1-10 月份山西省煤炭累计产量为 10.4 亿吨，同比下降 7.4%。受山西省煤炭产量下降影响，2024 年 1-10 月全国煤炭产量为 38.9 亿吨，同比增长 1.6%，增速较 2023 年下降 2.0pcts。山西省自身矿建条件较差，平均开采深度较深，煤炭产能释放空间较为有限，甚至在安监高压下有供给收缩的预期，而新疆地区作为全国新兴能源基地，目前仍受制于外送运力，主要对甘宁和川渝地区能源需求起到补充作用，我们认为十四五末乃至十五五初期煤炭供给仍偏紧。

图表28: 我国原煤生产量情况 (万吨)



资料来源: iFind、国家统计局、长城证券产业金融研究院

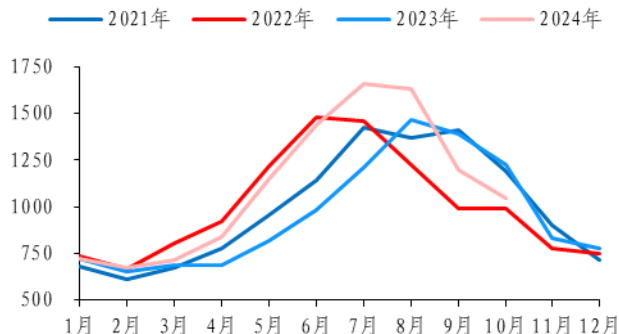
图表29: 2021-2024 年 10 月山西省煤炭产量 (万吨)



资料来源: iFind、国家统计局、长城证券产业金融研究院

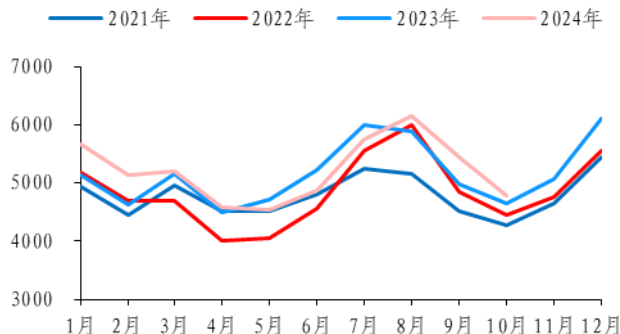
火电仍将为煤炭需求提供稳定支撑。电力行业作为煤炭消费下游的主要行业，火力发电量可以直观反映出一定时期内煤炭需求端的规模。2024 年 1-10 月份，全国火力发电累计 52110 亿千瓦时，同比增长 2.5%。2024 年上半年，由于长江中上游来水情况较好，水力发电量超预期增长，而进入三季度长江流域进入枯水季，水利发电量同比有所下降。迎峰度冬期间，火力发电量将继续承担全国能源的主力保障，我们预计 2024 年火力发电量增速在 2.6%-2.8%。2019-2023 年，我国火力发电量 CAGR 为 3.9%，火电作为我国“能源压舱石”，考虑到我国经济基本面持续向好，兼顾发挥灵活调峰和供电主力作用，我们预计未来三年火电增速仍将维持在 3% 左右。

图表30: 我国水力发电量季节变化情况 (亿千瓦时)



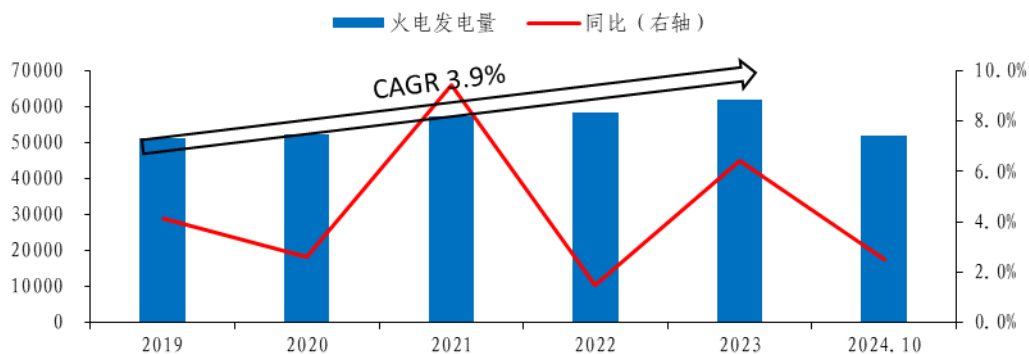
资料来源: 国家统计局、iFind、长城证券产业金融研究院

图表31: 我国火力发电量季节变化情况 (亿千瓦时)



资料来源: 国家统计局、iFind、长城证券产业金融研究院

图表32: 2019-2024 年 10 月我国火力发电量 (亿千瓦时)

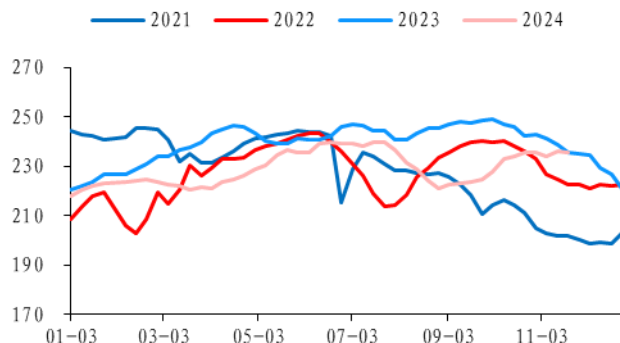
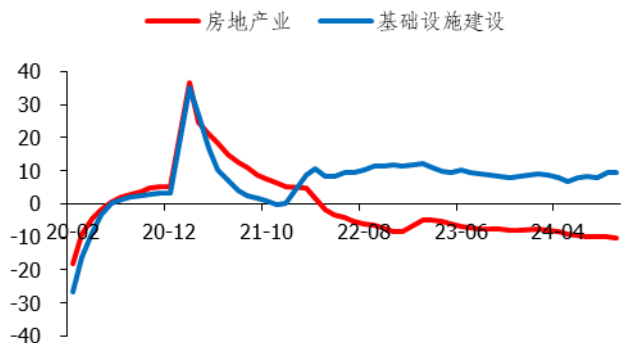


资料来源: iFinD、国家统计局、长城证券产业金融研究院

以“地产+基建”为主要驱动的非电需求仍在磨底，重视化工行业用煤增长。2024 年 10 月，基础设施建设投资完成额累计同比增长 9.35%，房地产业固定资产投资完成额累计同比下降 10.30%，仍处于下行通道。2024 年 11 月，全国 247 家样本钢厂日均铁水产量维持在 235 万吨水平。2024 年以来，钢厂处于主动去库节奏，铁水产量较于 2023 年有所回落，而进入四季度，钢厂吨钢盈利边际改善，日均铁水产量持续回升。化工方面，2024 年 1-10 月全国煤单醇法制甲醇产量累计 5346 万吨，同比增长 8.8%。受益于相对成本优势，煤化工规模呈现出不断增长的趋势。据中研普华产业院研究报告显示，2024 年我国煤化工行业实现总产值约 1.5 万亿元，同比增长 8.3%。我们认为煤化工行业耗煤占比有望持续上升，为煤炭需求提供边际改善。

图表 33: 固定资产投资完成额(不含农户):累计同比 (%)

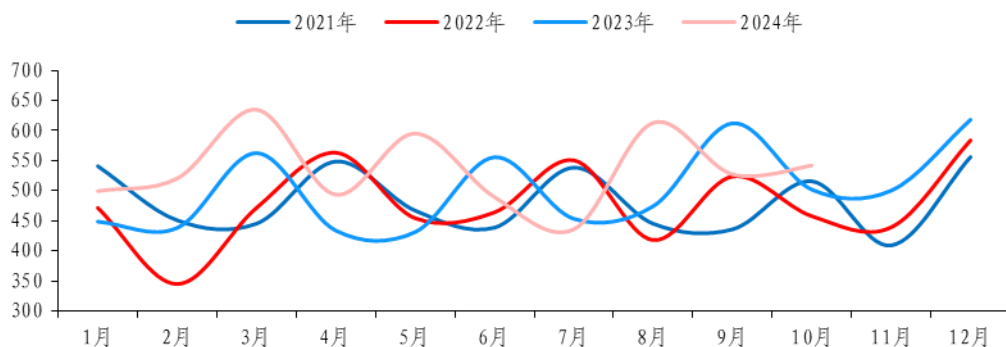
图表 34: 全国 247 家样本钢厂日均铁水产量 (万吨)



资料来源: Wind、国家统计局、长城证券产业金融研究院

资料来源: iFind、国家统计局、长城证券产业金融研究院

图表 35: 我国煤制甲醇产量季节变化情况 (万吨)



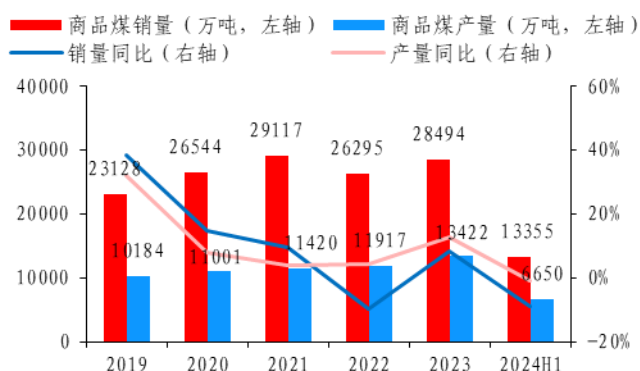
资料来源: iFinD、国家统计局、长城证券产业金融研究院

中长期来看，我国煤炭供需格局维持紧平衡。从供给端看，煤炭行业供给侧结构性改革后，传统产区供给增速放缓，生产重心逐步西移，而进口端的增长主要是弥补山西地区等老矿区的供给收缩以及电厂对低卡煤掺烧需求，我国煤炭整体供给增量较为有限。从需求端看，火力发电作为我国主力电源，仍将持续支撑煤炭需求下限。叠加国内经济持续向好发展将拉动煤炭需求适度增长。综合来看，煤炭市场仍将保持紧平衡态势。

2.3 产能持续释放，公司煤炭产销量有望维持增长

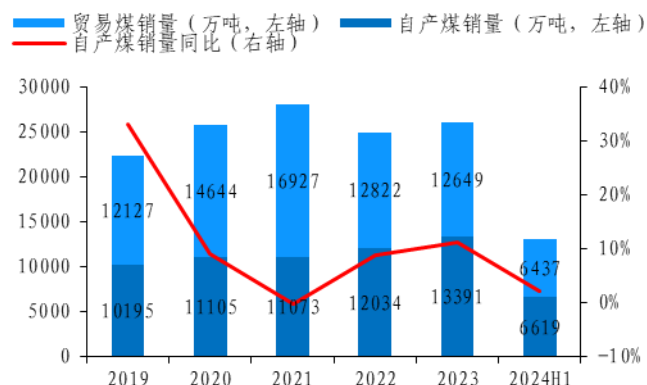
煤矿资源得天独厚，公司自产煤产量持续增长。得益于公司主要在产煤矿的产能核增叠加在建的大海则煤矿顺利投产，公司 2023 年煤炭产销量增长明显。2024 上半年，由于山西省安监形势严峻，公司主要煤炭生产主体平朔集团产量稍有下降（同比-0.9%），但值得注意的是，公司在产安太堡矿、安家岭矿、东露天矿产能规模大，矿建水平高、开采难度低，受安监活动影响较小，产量降幅远低于山西省产量降幅（同比-13.3%），公司自产煤产量韧性十足。6 月由于山西省鼓励符合要求的煤矿按核定产能的 110%释放产量，公司优质产能和资源储备均处于行业前列，煤炭产量有望持续修复。

图表 36: 2019-2024H1 公司商品煤产销量



资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、Wind、长城证券产业金融研究院

图表 37: 2019-2024H1 公司自产煤和贸易煤销量



资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、Wind、长城证券产业金融研究院

优质产能持续释放，大公司仍具成长性。根据公司年报，近三年公司共核增产能 2210 万吨/年，其中东露天矿共核增 1000 万吨/年，安家岭核增 500 万吨/年，王家岭核增 150 万吨/年，新疆 106 核增 60 万吨/年，大海则煤矿核增 500 万吨/年。截止 2023 年底，公司在建煤矿为里必煤矿和苇子沟煤矿，投产后预计分别能贡献 400 万吨/年和 240 万吨/年的产能，里必煤矿预计在 2026 年试生产，苇子沟煤矿预计在 2026 年投产。在建煤矿中，东露天矿和安家岭露天矿在 2023 年分别完成产能核增 500 万吨/年，产能分别达到 3000 万吨/年和 2500 万吨/年，进一步贡献公司煤炭产能的释放。

图表 38: 公司煤炭产能增量 (截至 2023 年)

在建煤矿	在建产能	投产时间
里必煤矿	400 万吨/年	2026 年试生产
苇子沟煤矿	240 万吨/年	2026 年试生产
合计	680 万吨/年	

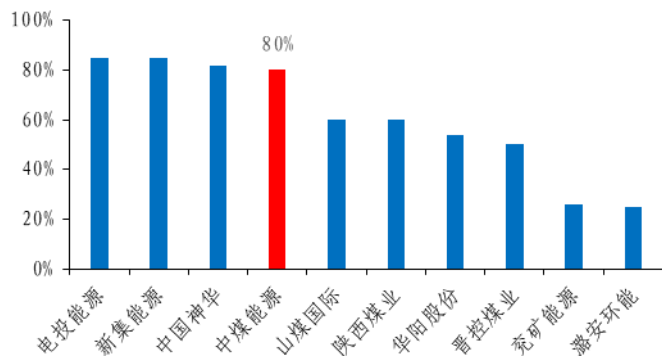
核增煤矿	核增产能	核增时间
东露天矿	500 万吨/年	2021 年
王家岭露天矿	150 万吨/年	2021 年
新疆 106 煤矿	60 万吨/年	2022 年
大海则煤矿	500 万吨/年	2022 年
东露天矿	500 万吨/年	2023 年
安家岭露天矿	500 万吨/年	2023 年
合计	2210 万吨/年	

资料来源：公司 2021-2023 年报、长城证券产业金融研究院

2.4 长协销售比例高，支撑盈利稳定性和持续性

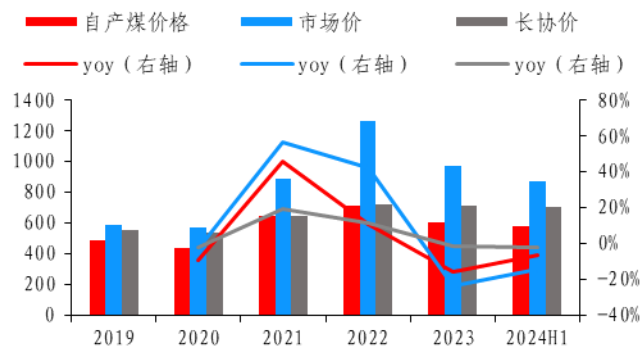
高长协比例锁定公司煤炭盈利空间。公司作为具备煤炭保供任务的能源央企，电煤销售比例不低于 80%。2023 年秦皇岛港 5500 大卡动力煤市场平均价格为 969 元/吨，同比下跌 23.6%。2023 年公司自产煤吨煤价格为 602 元/吨，同比下降 15.9%。2024 上半年，市场价格/自产煤售价/长协价格同比变化-14.5%/-6.4%/-2.4%。由于公司长协销售占比高，公司自产煤价格波动弱于市价变化，稳定性较强。

图表 39：主要煤企长协销售比例（截至 2023 年）



资料来源：各公司 2023 年报、Wind、投资者问答、长城证券产业金融研究院

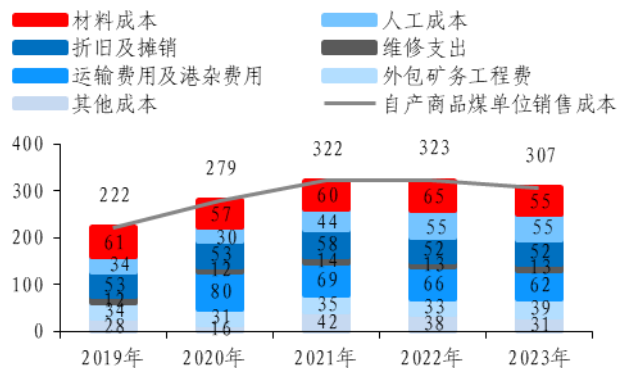
图表 40：公司吨煤价格对比（单位：元/吨）



资料来源：公司 2019-2023 年报、2024 中报、Wind、长城证券产业金融研究院

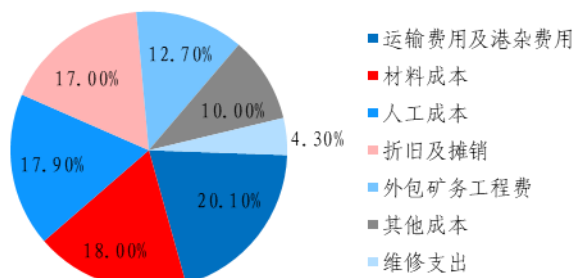
公司自产煤成本控制得当，吨煤成本在行业处于中游水平。由于 2021 年开始会计核算方式发生改变，运输费用、港杂费用等合同履行成本从“销售费用”调整至“营业成本”项目中。同口径下对比成本来看，2021 年之后自产煤单位成本整体高于 2021 年之前，主要驱动在人工成本方面。2023 年公司自产煤单位成本为 307 元/吨，同比下降 4.9%。其中运输费用及港杂费用、材料成本和人工成本为主要构成，分别占自产煤单位成本的 20.1%/18.0%/17.9%。与晋陕蒙其他动力煤公司对比，公司自产煤平均成本处于平均水平，略高于中国神华。2023 年，公司自产煤平均销售成本为 307 元/吨，而中国神华自产煤平均销售成本为 293 元/吨。

图表41: 2019-2023 公司自产煤单位成本 (元/吨)



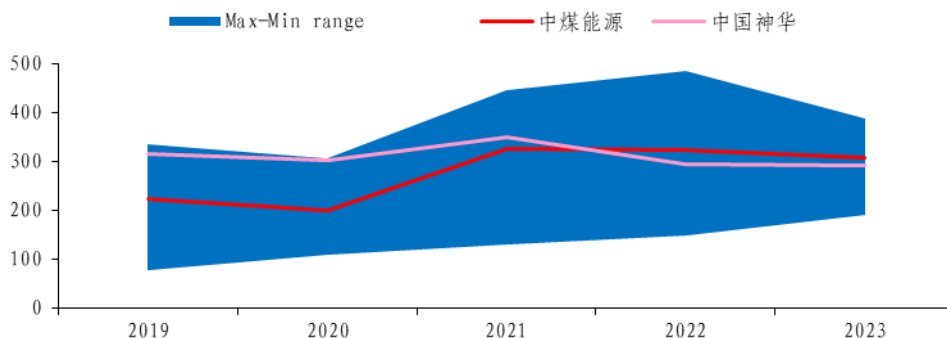
资料来源: 公司 2019-2023 年报、iFinD、长城证券产业金融研究院

图表42: 2023 年公司自产煤单位成本构成



资料来源: 公司 2023 年报、iFinD、长城证券产业金融研究院

图表43: 主要煤企自产煤吨煤成本对比 (单位: 元/吨)

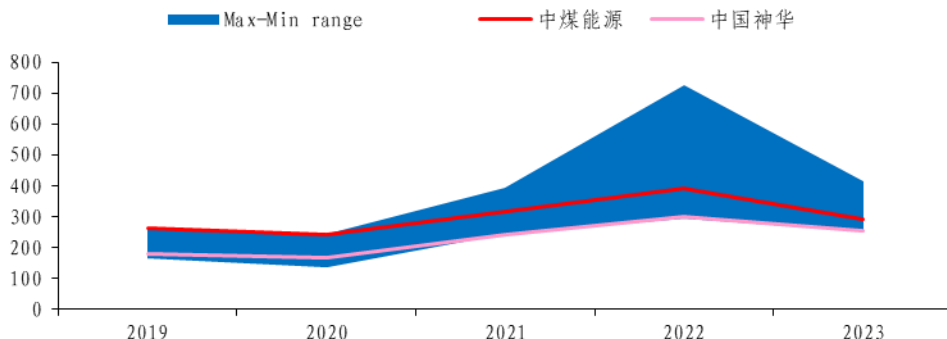


资料来源: 各公司 2019-2023 年报、iFinD、长城证券产业金融研究院

注: 本图表选取中国神华、陕西煤业、兖矿能源、晋控煤业、山煤国际作为可比公司, 下同图表 44

公司自产煤单位毛利稳定, 略高于中国神华。2020-2022 年, 由于煤炭价格持续上涨, 公司自产煤单位毛利明显增长, 2023 年公司自产煤单位毛利为 295 元/吨, 同比下降 29.94%, 主要由于商品煤销售价格下行, 高于中国神华 (255 元/吨) 和晋控煤业 (252 元/吨)。

图表44: 主要煤企自产煤吨煤毛利对比 (万吨)



资料来源: 各公司 2019-2023 年报、iFinD、长城证券产业金融研究院

高股息特性不改, 悲观情景下公司股息率仍有望在 5% 以上。我们利用市场煤价对公司煤炭业务净利润进行敏感性测算, 发现市场煤价每上涨/下跌 25 元/吨, 自产煤吨煤净利每上涨/下跌约 6 元/吨, 对应归母净利润每增长/下降约 7 亿元。我们假设 2024 年

市场煤价中枢在[800,825]元/吨，公司现金分红比例在 55%，以 2024 年 12 月 23 日收盘价对应股息率为[6.1%,6.4%]。即使是在煤价为 775 元/吨的悲观情景下，公司现金分红比例为 50%，股息率仍有 5.3%水平，在 10 年期国债利率持续走低的背景下，公司高股息特性凸显。

图表 45：不同煤价对应公司归母净利润及股息率测算（收盘价取 2024 年 12 月 23 日）

秦港 5500 港口煤价（元/吨）	775	800	825	850	875	900	925
自产煤售价（元/吨）	544	554	564	574	585	595	605
自产煤吨煤净利（元/吨）	149	156	162	168	174	180	186
煤炭分部净利润（亿元）	210	219	227	236	244	253	261
对应归母净利润（亿元）	168	175	182	188	195	202	209
35%	3.7%	3.9%	4.0%	4.2%	4.3%	4.5%	4.6%
40%	4.3%	4.4%	4.6%	4.8%	5.0%	5.1%	5.3%
45%	4.8%	5.0%	5.2%	5.4%	5.6%	5.8%	6.0%
现金分红比例 50%	5.3%	5.6%	5.8%	6.0%	6.2%	6.4%	6.6%
55%	5.9%	6.1%	6.4%	6.6%	6.8%	7.1%	7.3%
60%	6.4%	6.7%	6.9%	7.2%	7.4%	7.7%	8.0%
65%	6.9%	7.2%	7.5%	7.8%	8.1%	8.4%	8.6%

资料来源：公司 2023 年报、Wind、长城证券产业金融研究院

注：本测算假设基于中煤能源 2023 年经营数据，测算结果或与实际存在偏差

三、煤化工行业：盈利能力向好，公司资源协同优势显著

3.1 煤制烯烃盈利能力最优

国家产业政策出台推动煤化工产业健康发展。为统筹规划、科学引导和规范我国煤化工产业发展，近年来，国家先后出台了《关于加强煤化工项目建设管理，促进产业健康发展的通知》、《现代煤化工产业创新发展布局方案》、《关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》等一系列政策。上述产业政策和规定的出台，进一步推动了煤化工产业健康发展。

煤制烯烃发展对于我国的能源安全和化工行业的可持续发展具有深远的战略意义。我国是一个“富煤、缺油、少气”的国家，煤制烯烃技术的发展有助于优化国家的能源结构，减少对外部石油资源的依赖，增强能源安全。另一方面，煤制烯烃产业的发展促进了化工原料的多元化，推动了产业布局的优化，尤其是在西部资源丰富地区，有助于调整地区产业结构。煤制烯烃产业的发展有助于缓解国际市场和地缘政治对中国燃油供应的影响，提高国家在国际能源市场的话语权。

图表 46: 煤化工行业政策梳理

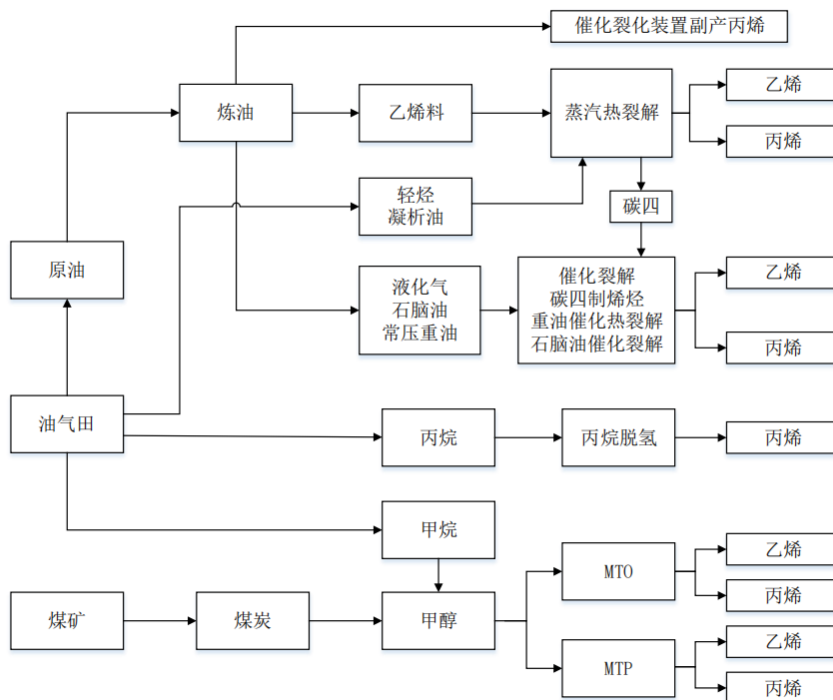
产业政策	发布部门	实施时间	主要内容
《关于加强煤化工项目建设管理，促进产业健康发展的通知》	国家发展和改革委员会	2006.7.7	强调了加强煤化工项目的管理，解决行业无序扩张导致的产能过剩、资源浪费和环境污染等问题。通知要求科学规划产业布局，严格项目审批，合理利用资源，尤其是水资源，推动技术创新与环保措施，促进煤化工产业健康、可持续发展。
《关于现代煤化工产业创新发展布局方案》	国家发展和改革委员会	2017.3.22	推动现代煤化工产业创新发展的总体布局，强调利用煤炭资源替代石化产品，缓解石油对外依赖。重点任务包括优化煤化工技术、推进产业示范区建设、提升环保水平，并推动国际合作。文件明确了该行业的重点领域，如煤制油、煤制天然气、煤制烯烃等的技术示范和产业化路径。
《国家发展改革委等部门关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》	国家发展和改革委员会	2023.7.27	该通知旨在推动现代煤化工产业健康发展，提出要严格控制在产能规模，优化产业布局，鼓励技术创新，推动绿色低碳发展，加强安全和环保监管。新建项目需符合区域发展规划，并在节能降碳、污染控制方面达到高标准。政府各部门将加强协作，确保新项目的合理布局和规范建设，防止无序扩张，推动现代煤化工产业向高端化、低碳化方向发展。

资料来源：公司 2024 债券募集说明书、长城证券产业金融研究院

目前全球制取烯烃主要有三种工艺路线。1) **油制烯烃**，是指通过蒸汽裂解、催化裂解等工艺制备烯烃，其中石油脑在高温条件下裂化成为较小的分子，然后在通过自由基反应形成气态轻质烯烃；2) **煤制烯烃**，是指通过甲醇脱水的方式制备烯烃，以煤为原料合成甲醇后，再通过甲醇制取乙烯、丙烯等烯烃的技术；3) **轻烃裂解**，主要包括乙烷裂解和丙烷脱氢两类，是指以乙烷或丙烷为原料，在高温裂解炉中通过脱氢催化反应制备乙烯与丙烯。长期以来，石脑油裂解工艺一直是制备烯烃的主流路线。

图表 47: 三种典型烯烃制取工艺路线示意图

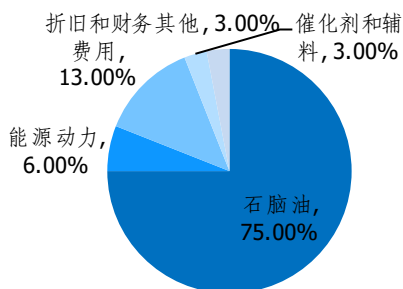
三种典型烯烃制取工艺路线示意图



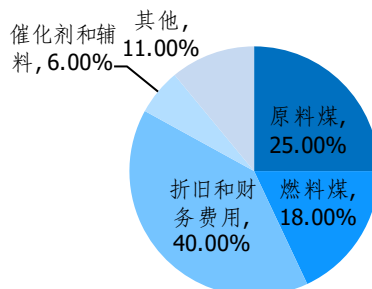
资料来源：宝丰能源招股说明书、长城证券产业金融研究院

国际原油价格高企，煤制烯烃成本优势凸显。从两种不同生产工艺的成本结构来看，油制烯烃成本结构中原料石脑油占比为 **75%**，煤制烯烃成本结构中原料煤及燃料煤占比为 **43%**，油制烯烃变动成本明显高于煤制烯烃。固定成本中的折旧和财务费用，煤制烯烃为 **40%**，显著高于油制烯烃的 **13%**。在当前煤炭保供稳价而油价居于高位背景下，煤制烯烃成本波动幅度较小，原料成本更加稳定，变动成本优势凸显。但是在投资资金方面，相比于大型炼化一体化项目，煤化工项目受制于高昂的固定成本，煤制烯烃项目规模普遍不大，前期资金投入较多，单吨烯烃投资额普遍高于油制烯烃项目。

图表 48：石脑油制烯烃成本结构构成



图表 49：煤制烯烃成本结构构成



资料来源：《甲醇制烯烃》（刘中民,2015）、长城证券产业金融研究院

资料来源：《甲醇制烯烃》（刘中民,2015）、长城证券产业金融研究院

图表 50：部分煤制烯烃、油制烯烃单吨烯烃投资额比较

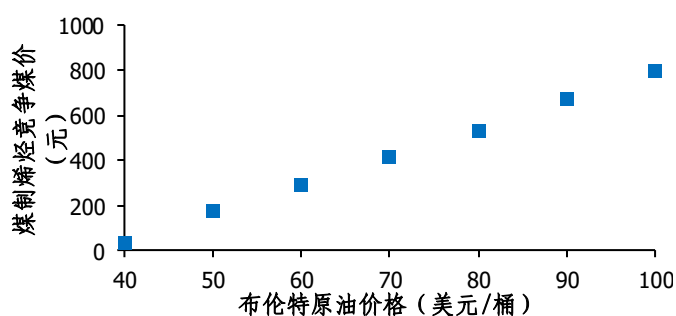
工艺路线	投资主体	项目	产能（万吨/年）	总投资（亿元）	单吨烯烃投资额（万元/吨）
煤制烯烃	中煤能源	榆林能化二期	90	238.88	2.65

工艺路线	投资主体	项目	产能（万吨/年）	总投资（亿元）	单吨烯烃投资额（万元/吨）
油制烯烃	东明塑胶	新疆东明塑胶年产 80 万吨煤制烯烃项目	80	189.7	2.37
	神华包头	煤制烯烃升级示范项目	70	171.5	2.45
	山能化工	准东五彩湾 80 万吨/年煤制烯烃项目	80	208.58	2.61
	宝丰能源	内蒙古煤制烯烃示范项目一期 260 万吨/年	260	478	1.84
	中油吉林石化	炼油化工转型升级项目	120	339	2.83
	中石油独山子石化	独山子石化塔里木二期乙烯项目	120	226	1.88
	中石化塔河炼化	顺北原油蒸汽裂解百万吨级乙烯项目	105	220	1.90

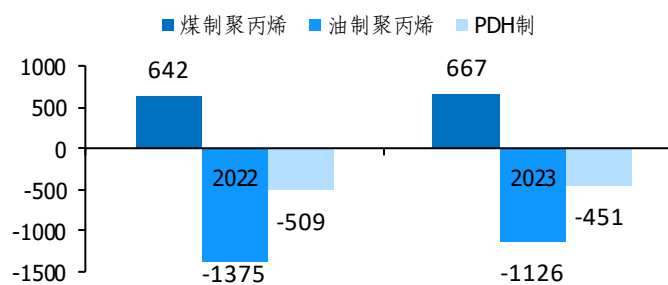
资料来源：公司公告、新浪财经、化工在线、炼油化工动态、化工 365、地方政府官网、长城证券产业金融研究院

煤制烯烃利润表现较好，油制烯烃盈利状况不佳。2024 上半年布伦特原油平均价格为 83.09 美元/桶，同比上涨 4.14%，同时受到国际地缘政治冲突的影响，以及 OPEC+ 和俄罗斯等核心产油国再次宣布扩大原油减产规模，原油的供应端再次收紧，油价仍处于高位。根据《现代煤化工产业竞争力分析及高质量发展路径研究》（王建立、温亮,2021），当国际原油价格为 60 美元/桶时，煤制烯烃工艺基本具有成本竞争力，如按照煤化工一体化方式布局，当煤价控制在 200 元/吨以下时，则国际原油价格在 50 美元/桶时具有成本竞争力。据《2023 年金联创聚丙烯市场年度报告》数据，2023 年 1-10 月煤制聚丙烯行业利润为 667 元/吨，同比上涨 25 元/吨；油制聚丙烯行业利润为 -1126 元/吨，同比上涨 249 元/吨；丙烷脱氢制聚丙烯行业利润为 -451 元/吨，同比上涨 58 元/吨。可以看出，除了煤制聚丙烯外，其他两种聚丙烯生产工艺均有不同程度亏损，但由于原油、丙烷等原料价格下降，行业利润较 2022 年好转。

图表 51：不同油价下煤制烯烃项目对应的竞争煤价



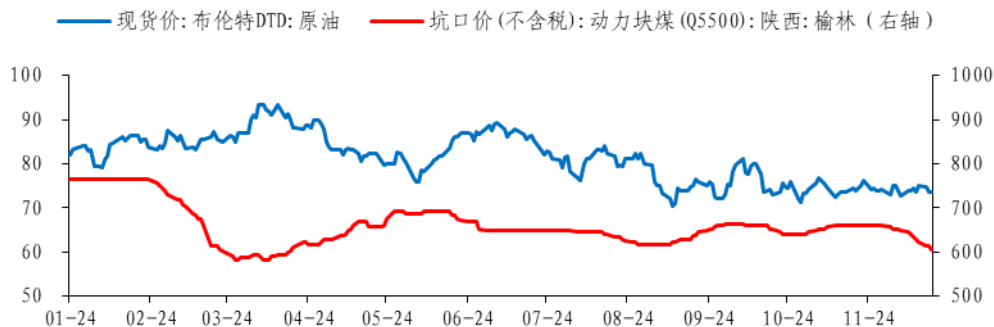
图表 52：不同工艺路线单吨利润（元/吨）



资料来源：《现代煤化工产业竞争力分析及高质量发展路径研究》（王建立、温亮,2021）、长城证券产业金融研究院

资料来源：《2023 年金联创聚丙烯市场年度报告》、长城证券产业金融研究院

图表 53：布伦特原油价格与煤炭价格对比（美元/桶、元/吨）



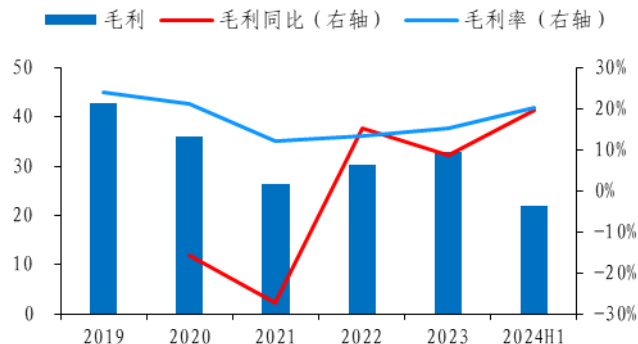
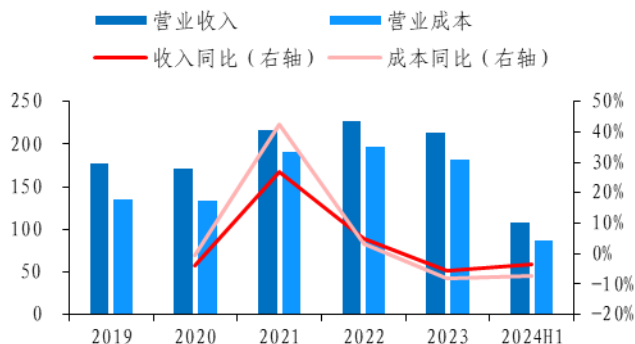
资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院

3.2 资源优势凸显，在建项目贡献未来业绩增量

公司近三年煤化工业务盈利改善，毛利率维持增长。2023 年以来，由于煤价高位回落，公司煤化工业务原料成本端下降明显，叠加甲醇开工率维持高位，下游需求相对较好，公司煤化工业务增长明显。2024 年上半年，公司煤化工业务实现毛利 22.0 亿元，同比增长 19.6%，毛利率为 20.4%，同比增长 4.0pcts。

图表 54: 公司 2019-2024H1 煤化工业务营收成本 (亿元)

图表 55: 公司 2019-2024H1 煤化工毛利 (亿元)



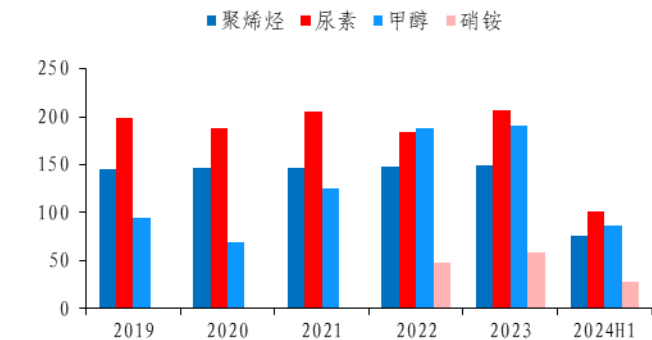
资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、Wind、长城证券产业金融研究院

资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、Wind、长城证券产业金融研究院

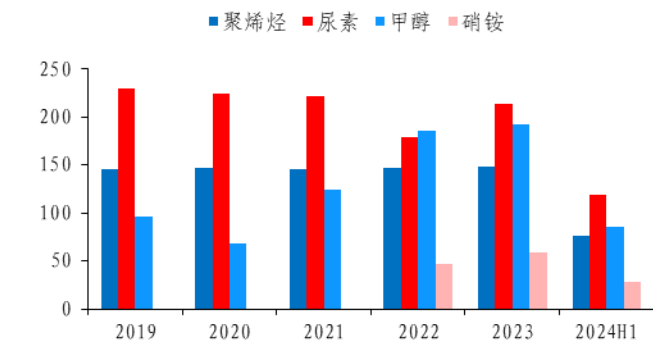
煤化工业务产销稳定增长，烯烃为板块营收主要贡献。公司近几年聚烯烃产销量整体保持平稳，甲醇产销量增长。2023 年公司聚烯烃/尿素/甲醇/硝铵产量为 148.7/206.6/190.1/58.2 万吨。煤化工产品总销售量为 612.6 万吨，同比增长 9.70%，产销均保持稳定增长，产销率接近 100%。营业收入方面，2023 年公司煤化工业务总体营业收入 213.94 亿元，同比下降 5.76%，主要受煤化工产品销售价格同比下跌以及外购化工产品贸易规模下降等影响，聚烯烃/尿素/甲醇/硝铵分别实现营业收入 102.15/51.88/33.54/13.74 亿元，其中聚烯烃产品贡献了 50.7% 的营业收入。公司 2023 年煤化工业务实现毛利 32.95 亿元，同比增长 8.82%。其中聚烯烃/尿素/甲醇/硝铵毛利分别为 7.9/17.2/-2.7/5.1 亿元，聚烯烃产品占煤化工业务毛利比重为 28.7%。2024 上半年，聚烯烃毛利为 8.22 亿元，同比增长 29.4%，毛利占比为 42.0%。

图表56: 2019-2024H1 公司煤化工业务产量情况(万吨)

图表57: 2019-2024H1 公司煤化工业务销量情况(万吨)



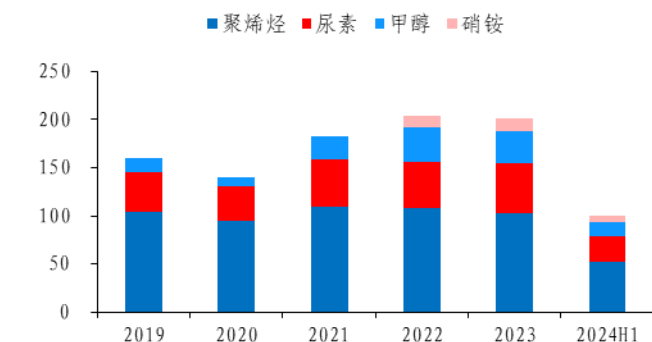
资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、Wind、长城证券产业金融研究院



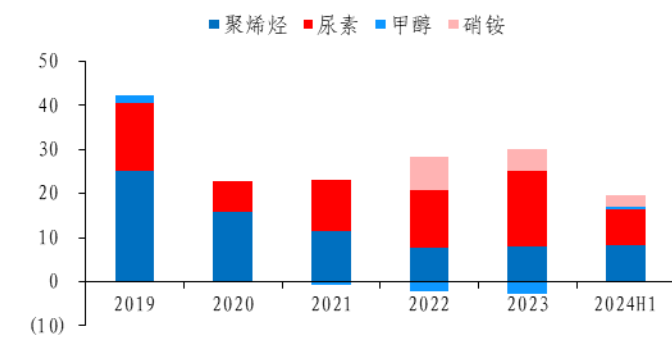
资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、Wind、长城证券产业金融研究院

图表58: 2019-2024H1 公司煤化工业务营收结构(亿元)

图表59: 2019-2024H1 公司煤化工业务毛利结构(亿元)



资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、Wind、长城证券产业金融研究院



资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、Wind、长城证券产业金融研究院

深耕煤化工业务，未来产能增量空间较大。目前公司煤化工业务已在甲醇、聚烯烃、尿素、硝酸铵等产品上有所布局。公司在产控股甲醇/聚烯烃/尿素/硝酸铵产能分别为365/120/175/58万吨/年，在建煤化工业务中，陕西煤化工项目二期甲醇产能220万吨/年，聚烯烃产能90万吨/年，该项目预计2026年6月投料试车，项目投产后公司煤化工业务（控股）甲醇/聚烯烃产能有望增长60%/75%。公司参股企业煤化工业务中，甲醇产能540万吨/年，聚烯烃产能197万吨/年。总体来看，公司已具备煤化一体化业务布局，在建项目未来将进一步贡献煤化工业务业绩。

图表60: 公司煤化工产能统计(万吨/年)

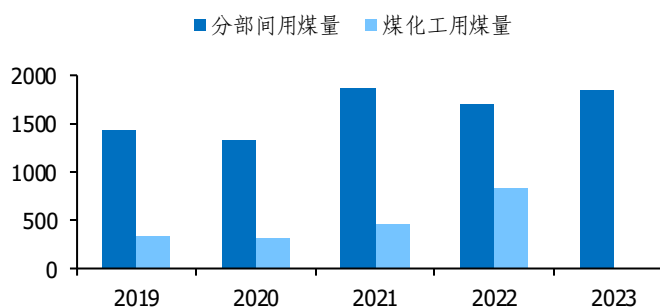
状态	所属子公司	甲醇	聚乙 烯	聚丙 烯	聚烯 烃	尿素	硝酸 铵	持股比 例	核定 产能	权益 产能
控股	在产	陕西煤化工一期	205	30	30	60		100%	265	265
		鄂能化工	100			175		100%	275	275
		蒙大化工		30	30	60		100%	60	60
		中煤远兴	60					75%	60	45
		平朔能化					58	100%	58	58
		合计	365	60	60	120	175	58	718	703
在建	陕西煤化工二期	220	35	55	90			100%	310	310
	共计	585	95	115	210	175	58		1028	1013
参股	在产	中天合创	360			137		38.75%	497	193
		延长榆能	180	30	30	60		15.83%	240	38

总计	1125	407	175	58	1765	1244
----	------	-----	-----	----	------	------

资料来源：公司 2023 年报、公司官网、地方政府官网、长城证券产业金融研究院

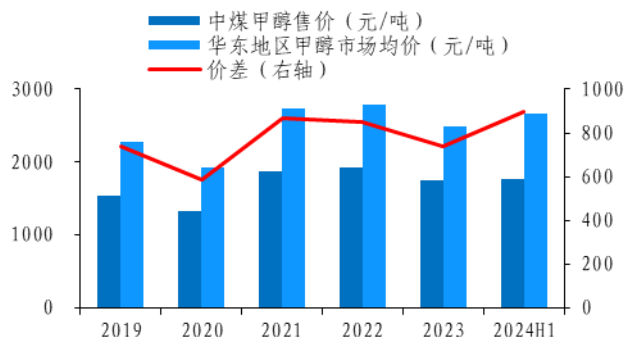
得益于“煤-化”一体化，煤化工生产成本优势显著。公司蒙陕地区煤化工项目充分发挥煤、化产业协同优势，逐年加大自产煤炭就地转化力度，采购公司内部生产动力煤。2022 年，公司煤化工业务内部用煤 842 万吨，较前年增长 380 万吨，同比上升 82.25%。2023 年位于陕西榆林地区的大海则煤矿正式投产，与公司榆林能化和中煤蒙大烯烃生产项目形成良好的产业协同效应，有效降低了煤化工生产用煤成本。公司蒙大煤制烯烃项目所用原料甲醇大部分来自于公司内部生产甲醇，2023 年公司甲醇内部自用量 188.2 万吨，较 2022 年同比增长 21.26%，基本涵盖了公司内部煤制烯烃对原料甲醇的需求。同时，公司甲醇售价基本低于华东地区甲醇市场均价 30%左右，进一步缓解了公司煤制烯烃生产成本压力，加强了煤化工生产成本优势。

图表 61：公司内部用煤情况（万吨）



资料来源：公司 2019-2023 年报、2024 中报、Wind、长城证券产业金融研究院

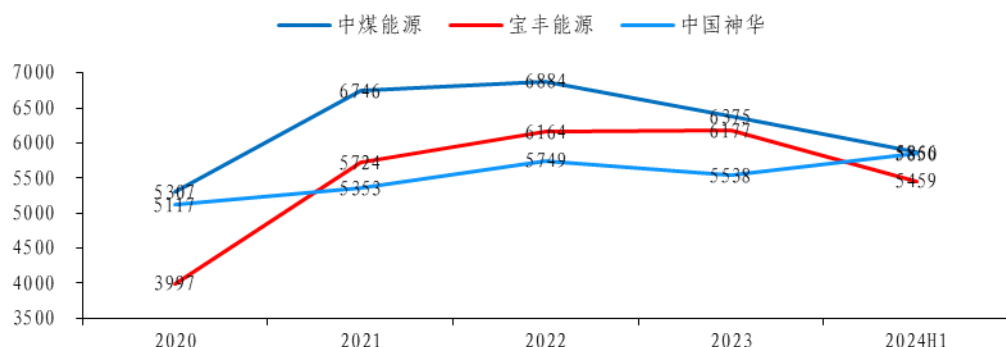
图表 62：公司甲醇售价与甲醇市场价对比



资料来源：公司 2019-2023 年报、2024 中报、Wind、长城证券产业金融研究院

与其他煤化工公司相比，单吨烯烃生产成本逐渐改善。根据公司 2024 中报披露，2024 年单吨烯烃生产成本为 5866 元/吨，较 2023 年单吨成本同比下降 7.98%。与煤化工行业其他龙头企业相比，公司单吨烯烃成本持续改善，2024 上半年与中国神华成本差距明显缩小。得益于公司煤、化一体化优势，并且随着公司烯烃项目生产工艺不断优化，单吨烯烃生产成本有望逐年改善。

图表 63：单吨烯烃生产成本对比（元/吨）



资料来源：各公司 2020-2023 年报、2024 中报、长城证券产业金融研究院

新项目将全面优化烯烃生产投资效率。中煤能源榆林能化一期项目于 2014 年 7 月建成并投产，总投资 217 亿元，生产规模为 205 万吨甲醇/年，60 万吨/年煤制烯烃，单吨烯烃投资额为 3.62 万元/吨，对比同行业其他煤制烯烃项目，中煤能源榆林能化一期项目单吨烯烃投资额相对行业平均而言处于较高的水平，主要是因为该项目投资额较高、投产时间较早。公司在建榆林能化二期深加工项目是对现有一期工程的优化升级，对比一期项目具有市场定位更高、产品价格较高的特点。项目预计 2026 年 6 月投料试车，项目总投资 238.88 亿元，烯烃产能 90 万吨/年，单吨烯烃投资额 2.65 万元/吨，按照 15 年的折旧年限，项目单吨折旧成本 1769 元/年。榆林能化二期深加工项目单吨烯烃投资额相较于一期项目大幅下降 26.6%，接近于同行业平均水平，新项目的建成将会大幅提高公司烯烃工艺生产效率，投资资金使用效率明显优化。

图表 64: 煤制烯烃项目单吨投资额和单吨折旧成本对比

公司	项目	烯烃产能 (万吨/年)	投资额 (亿元)	单吨烯烃投资额 (万元/吨)	单吨折旧成本 (折旧年限 15 年)
中煤能源	榆林能化一期	60	217	3.62	2411
	中煤蒙大	60	104	1.73	1156
中国神华	榆林能化二期	90	239	2.65	1769
	神华包头一期	60	170	2.83	1889
	神华包头二期	70	172	2.45	1633
	神华新疆煤制烯烃项目	68	220	3.24	2157
新疆山能化工	准东五彩湾煤制烯烃项目	80	209	2.61	1738
大唐多伦	大唐多伦煤制烯烃项目	46	195	4.24	2826
宝丰能源	宁东一期	60	142	2.36	1572
	宁东二期	60	153	2.55	1698
	宁东三期	90	138	1.53	1020
	内蒙一期	260	478	1.84	1226

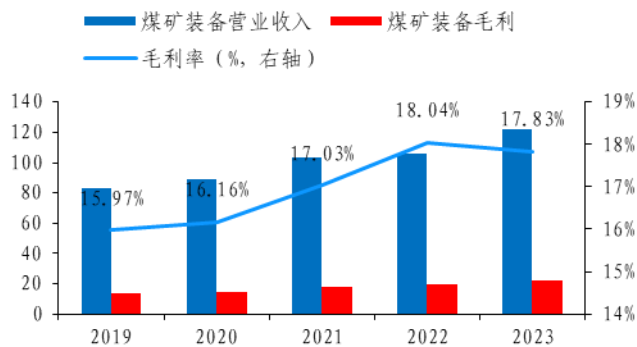
资料来源：公司公告、公司官网、搜狐网、盖德化工网、现代煤化工、长城证券产业金融研究院

煤化工二期项目采用先进的 GE 废锅水煤浆气化技术，能源利用率大幅提升，降低单位产品碳排放量。根据中国化工报信息，中煤陕西煤化工二期概算投资 238.88 亿元，年产 220 万吨甲醇、90 万吨烯烃装置及相关配套设施，同时对现有一期工程优化升级，建设年产 25 万吨低密度聚乙烯(LDPE)、乙烯-醋酸乙烯共聚物(EVA)延链增链及配套工程项目。项目建成投运后，吨烯烃原料消耗将由 1.8 吨标煤降至 1.75 吨标煤；单位烯烃产品二氧化碳排放强度仅为 6.83 吨，比《现代煤化工行业碳排放基准》要求的先进值降低 32.48%，每年可实现减碳量 115 万吨；能源清洁转换效率将达 47.7%，比先进值提高 3.7pct。

四、装备制造和金融业务：紧跟煤炭业务转型发展需求

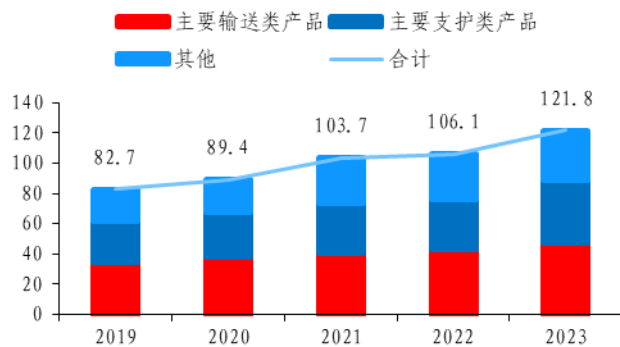
装备制造业务规模不断扩大，产值同比增长。公司装备企业积极抢抓市场订单，科学高效组织生产，全力降本提质增效，通过转型升级、深化改革、科技创新，生产经营保持良好态势，经济效益和发展质量实现“双提升”，煤矿装备产品高端化、智能化发展成效显著。营业收入：2023 年公司煤矿业务营业收入为 121.8 亿元，同比增长 14.8%，主要是煤矿智能化升级改造带动相关产品需求增加等使收入同比增加；毛利为 21.72 亿元，同比增长 13.5%；毛利率为 17.83%，同比下降 0.21pct。其中主要输送类产品营收占比为 39%，主要支护类产品营收占比为 34%。产值：公司全年累计完成煤矿装备产值 114.3 亿元，同比增长 14.8%；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。持续提升非煤产业规模，培育形成 10 余类非煤产品及能源综合服务新模式。积极拓展市场边界，国际市场规模不断扩大，海外业务持续增长。

图表 65: 2019-2023 年公司装备制造营收毛利（单位：亿元）



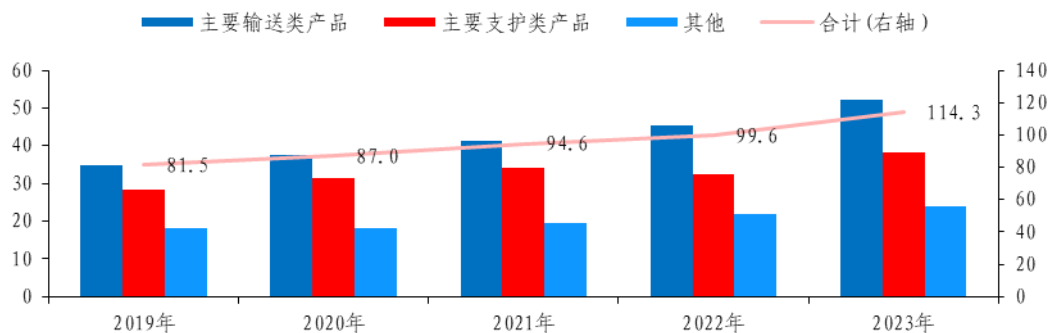
资料来源：公司 2019-2023 年报、iFinD、长城证券产业金融研究院

图表 66: 2019-2023 年公司煤矿装备营收结构（单位：亿元）



资料来源：公司 2019-2023 年报、iFinD、长城证券产业金融研究院

图表 67: 2019-2023 公司装备制造业务产值（单位：亿元）

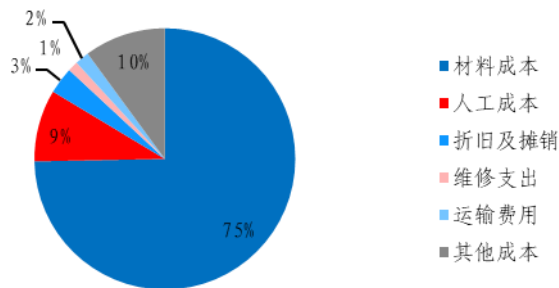
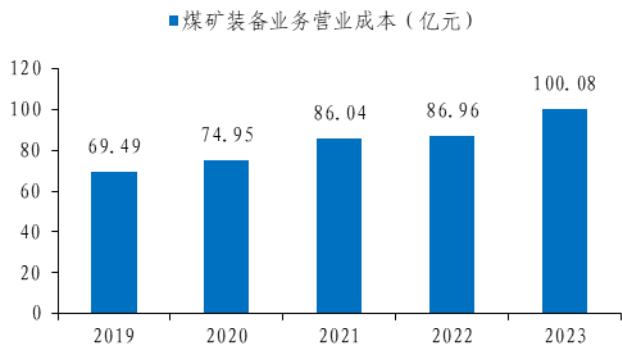


资料来源：公司 2019-2023 年报、iFinD、长城证券产业金融研究院

公司装备制造业务成本控制稳健。2023 年公司煤矿装备业务成本为 100.08 亿元，同比增长 15.09%，主要是订单增加使钢材等原材料成本增加。其中主要部分为材料成本，占总成本的 75%

图表 68: 2019-2023 公司煤矿装备业务营业成本 (亿元)

图表 69: 2023 年公司装备制造业务成本构成

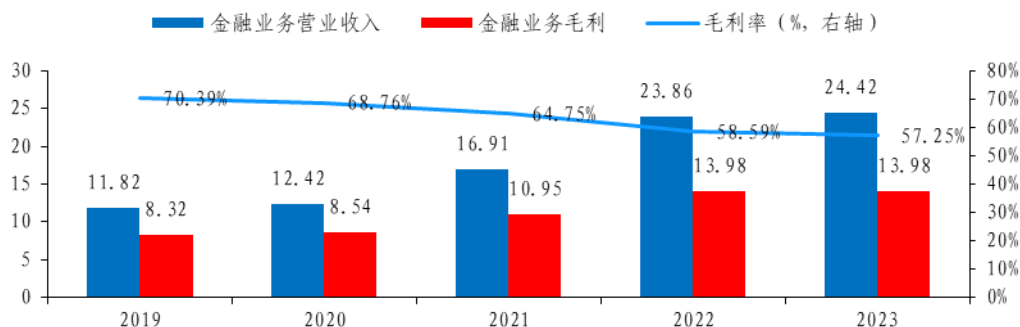


资料来源: 公司 2019-2023 年报、iFinD、长城证券产业金融研究院

资料来源: 公司 2023 年报、iFinD、长城证券产业金融研究院

公司金融业务保障能力进一步增强。2023 年, 公司金融业务营业收入为 24.42 亿元, 同比增长 2.3%; 毛利为 13.98 亿元, 同比持平, 毛利率为 57.25%, 同比下降 1.34pct。2023 年末, 吸收存款规模达 970.0 亿元, 同比增长 7.2%; 存放同业规模达 769.7 亿元, 同比增长 4.6%; 自营贷款规模达 213.7 亿元, 同比增长 25.3%, 均创历史最高水平。金融业务积极承担中国中煤司库建设运营重任, 资金集中度和管理效率行业领先, 资产规模超 1,000 亿元, 服务保障能力进一步增强。

图表 70: 2019-2023 公司金融业务营收毛利 (单位: 亿元)

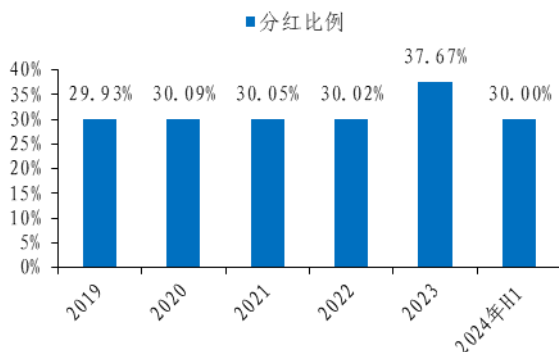


资料来源: 公司 2019-2023 年报、iFinD、长城证券产业金融研究院

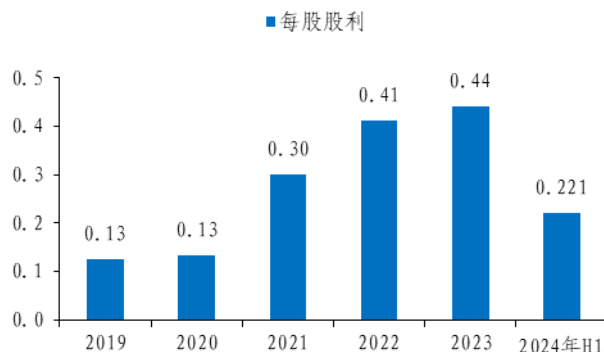
五、公司流动性充裕，现金分红比例有望持续增长

2023 年公司大幅提高分红比例。2019 年到 2022 年公司分红情况稳定在 30%左右。2023 年，公司分红比例为 37.67%，同比上升 7.65pct；每股股利为 0.44 元，同比增长 0.03 元。2024 年上半年，公司实行中期利润分配，现金分红比例为 30%，每股股利为 0.221 元。未来在债务压力减小的趋势下，现金流将持续增厚，公司分红意愿有所提升。

图表 71: 2019-2024 年 H1 公司分红比例 (%)



图表 72: 2019-2024 年 H1 公司每股股利 (元)

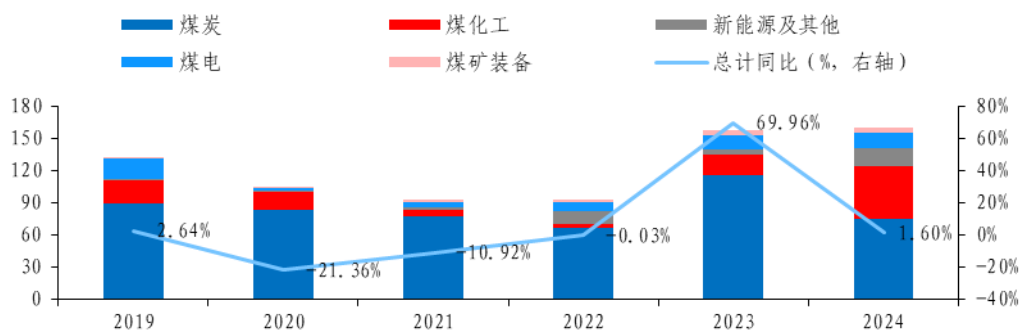


资料来源：公司 2019-2023 年报、公司公告、iFinD、长城证券产业金融研究院

资料来源：公司 2019-2023 年报、公司公告、iFinD、长城证券产业金融研究院

煤炭业务资本性支出放缓，煤化工业务资本性支出同比增长。公司 2024 年计划资本性支出为 160.09 亿元，同比增长 1.60%。**煤炭业务：**公司 2024 年煤炭业务资本性支出计划为 75.56 亿元，同比下降 34.93%；里必煤矿（400 万吨/年）和苇子沟煤矿（240 万吨/年）计划于 2026 年投入试生产。**煤化工业务：**公司 2024 年煤化工业务资本性支出计划为 48.76 亿元，同比上升 162.72%；榆林煤炭深加工基地（甲醇 220 万吨/年，聚丙烯 90 万吨/年）预计 2026 年中期建成投产。**煤电业务：**公司 2024 年煤电业务资本性支出计划为 14.24 亿元，同比增长 4.55%；安太堡煤电项目（2*350MW）预计 2024 年建成投产，乌审旗电厂预计 2026 年 12 月投产。**公司煤炭业务和煤化工业务占总资本支出的比重别为 47.2%和 30.5%。**

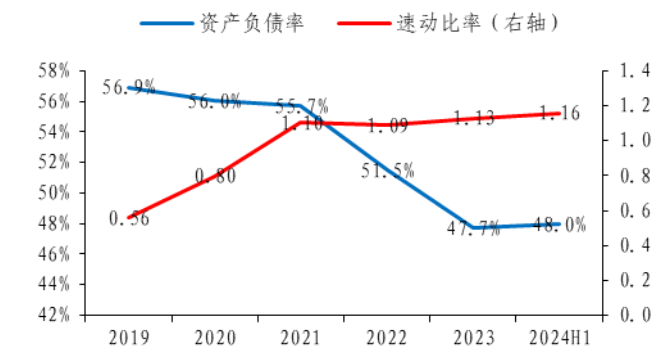
图表 73: 2019-2024 年公司资本性支出 (单位: 亿元)



资料来源：公司 2019-2023 年报、iFinD、长城证券产业金融研究院

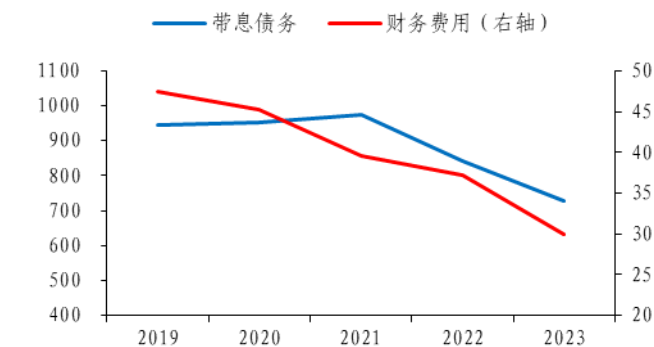
公司流动性增强，有息负债规模持续下降。2021 年-2022 年，随着公司经营情况好转，公司资本结构明显优化，2023 年以来，尽管煤价由高位回落，但公司资产负债率同比仍下降 3.8pcts。另一方面，由于公司有息负债规模持续缩小，财务费用大幅下降。2023 年，公司财务费用为 29.95 亿元，同比下降 19.7%。

图表 74: 2019-2024H1 公司偿债能力



资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、iFinD、长城证券产业金融研究院

图表 75: 2019-2023 年公司带息债务和财务费用 (亿元)



资料来源: 公司 2019-2023 年报、2024 中报、FinD、长城证券产业金融研究院

横向对比来看，公司经营指标相对稳健，分红安全边际提升。2024 年上半年，由于煤炭平均价格同比下跌，煤企业绩同比承压。但公司凭借规模优势以及高长协销售比例，经营指标稳健性强于山煤国际和兖矿能源。另一方面，公司每股留存收益逆势增长，说明公司自身资金储备雄厚，分红可持续性较强。

图表 76: 煤炭可比公司每股指标

公司简称	每股 EBITDA				每股自由现金流				EPS			
	23H1	2023	24H1	24H1 同比	23H1	2023	24H1	24H1 同比	23H1	2023	24H1	24H1 同比
中国神华	2.99	5.65	2.71	-9.5%	3.63	2.68	3.82	5.3%	1.68	3.00	1.49	-11.3%
陕西煤业	2.83	5.51	2.71	-4.3%	3.94	3.70	2.64	-33.1%	1.19	2.19	1.09	-8.4%
中煤能源	2.06	3.56	1.74	-15.7%	1.23	2.04	1.08	-12.0%	0.89	1.47	0.74	-16.9%
兖矿能源	4.91	7.49	2.97	-39.5%	3.91	5.60	-0.33	-108.3%	2.09	2.74	1.02	-51.1%
山煤国际	3.79	5.86	1.78	-53.1%	0.87	2.04	0.39	-54.7%	1.54	2.15	0.65	-57.8%
晋控煤业	1.95	4.32	1.89	-3.2%	0.98	1.59	1.01	3.4%	0.83	1.97	0.86	3.6%

资料来源: 各公司 2023 中报、2023 年报、2024 中报、Wind、长城证券产业金融研究院

图表 77: 煤炭可比公司每股指标 (续)

公司简称	每股股利		每股留存收益			趋势图
	2023	24H1	23H1	2023	24H1	
中国神华	2.26	0.00	13.77	15.10	14.32	
陕西煤业	1.32	0.11	7.95	7.40	7.18	
中煤能源	0.56	0.22	5.81	6.32	6.50	
兖矿能源	1.49	0.23	13.54	6.97	6.22	
山煤国际	0.65	0.00	4.35	4.90	4.90	
晋控煤业	0.79	0.00	6.97	8.12	8.19	

资料来源: 各公司 2023 中报、2023 年报、2024 中报、Wind、长城证券产业金融研究院

综上，我们认为公司**现金分红比例有望继续增长**。从财务指标来看，公司近 5 年资本结构持续优化，财务费用下降明显，流动性显著改善。从在投项目上，公司煤炭方面资本开支随着大海则煤矿投产逐步下降，煤化工方面由于陕西煤化工二期的建设将维持一定规模，整体资本性支出持稳。从分红能力上来看，公司每股留存收益保持增长，分红潜力较大，而且公司业绩韧性十足，盈利稳定性较强。

六、盈利预测与投资建议

6.1 业务假设

中煤能源是具有煤炭业务全产业链优势的大型能源企业，我们将公司主营业务板块拆分为：煤炭板块/煤化工板块/装备制造板块/金融板块，并做出如下假设：

- 1) 煤炭板块：**量的方面**，得益于大海则煤矿的投产及以安家岭等露天矿产能核增，公司产量有望保持稳定增长，我们预计公司 2024-2026 年煤炭产量为 1.37/1.39/1.44 亿吨。**价的方面**，我们维持未来三年国内煤炭供需形势紧平衡的判断，由于公司长协销售占比较高，煤炭售价较为稳定，我们预计公司 2024-2026 年自产煤售价为 584/587/599 元/吨。**毛利率方面**，公司煤矿产能规模大，矿建水平高，成本管控体系完善，我们预计公司 2024-2024 年自产煤毛利率为 49.9%/49.3%/49.2%。**贸易煤方面**，我们预计公司 2024-2026 年外购煤销量为 1.39/1.46/1.50 亿吨，外购煤毛利率为 1.15%/1.10%/1.05%。
- 2) 煤化工板块：**量的方面**，考虑到陕西煤化工二期项目 2026 年中投产，我们预计公司 2024-2026 年聚烯烃产量为 153.1/158.4/205.9 万吨，尿素产量为 192.7/202.3/212.4 万吨。**价的方面**，我们预计公司 2024-2026 年聚烯烃售价为 7011/7220/7436 元/吨，尿素售价为 2181/2246/2314 元/吨。**毛利率方面**，考虑到公司拥有煤化一体产业链，成本优势明显，我们预计公司 2024-2026 年煤化工业务毛利率为 22.6%/23.8%/23.4%。
- 3) 装备制造板块：我们预计公司 2024-2026 年装备制造业务营收 yoy 为 -5.0%/3.0%/3.0%，毛利率为 16.0%/16.5%/17.0%。
- 4) 金融板块：我们预计公司 2024-2026 年金融业务营收 yoy 为 5.0%/4.5%/4.0%，毛利率为 60.0%/61.5%/62.0%。

图表 78：公司 2024-2026 年主营业务假设

财务项目	业务板块	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	煤炭板块	202193	190918	162681	163689	168095	177445
	yoy		-5.6%	-14.8%	0.6%	2.7%	5.6%
	煤化工板块	21670	22701	21394	20590	22040	27798
	yoy		4.8%	-5.8%	-3.8%	7.0%	26.1%
	装备制造板块	10373	10609	12183	11571	11918	12276
	yoy		2.3%	14.8%	-5.0%	3.0%	3.0%
	金融板块	1691	2386	2442	2564	2679	2787
	yoy		41.1%	2.4%	5.0%	4.5%	4.0%
	分部间摊销	-13170	-13620	-13964	-12964	-13599	-16195
营业成本（百万元）	煤炭板块	165427	142083	121777	121976	125879	133265
	yoy		-14.1%	-14.3%	0.2%	3.2%	5.9%
	煤化工板块	18996	19642	18064	15934	16794	21284
	yoy		3.4%	-8.0%	-11.8%	5.4%	26.7%
	装备制造板块	8136	8328	9715	9718	9951	10190
	yoy		2.4%	16.7%	0.0%	2.4%	2.4%
	金融板块	596	988	1044	1026	1032	1059
	yoy		65.6%	5.7%	-1.8%	0.6%	2.6%

财务项目	业务板块	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
	分部间摊销	-12962	-13542	-13544	-12664	-13299	-15895
毛利（百万元）	煤炭板块	36767	48835	40903	41713	42216	44180
	yoy		32.8%	-16.2%	2.0%	1.2%	4.7%
	煤化工板块	2674	3059	3330	4656	5246	6513
	yoy		14.4%	8.9%	39.8%	12.7%	24.2%
	装备制造板块	2237	2281	2468	1853	1967	2086
	yoy		2.0%	8.2%	-24.9%	6.1%	6.0%
	金融板块	1095	1398	1398	1538	1648	1728
	yoy		27.7%	0.0%	10.1%	7.1%	4.8%
	分部间摊销	-208	-78	-420	-300	-300	-300
毛利率	煤炭板块	18.2%	25.6%	25.1%	25.5%	25.1%	24.9%
	煤化工板块	12.3%	13.5%	15.6%	22.6%	23.8%	23.4%
	装备制造板块	21.6%	21.5%	20.3%	16.0%	16.5%	17.0%
	金融板块	64.7%	58.6%	57.2%	60.0%	61.5%	62.0%
	总体	19.1%	26.1%	25.8%	26.7%	26.6%	26.6%

资料来源：公司 2021-2023 年报、Wind、长城证券产业金融研究院

6.2 盈利预测

我们推荐中煤能源基于以下三个方面：1）公司煤炭主业规模突出，依托自身营销网络和物流配送体系将业务辐射山西、内蒙、陕西、江苏、新疆等地。2）公司产业链协同发展，着力打造煤-化一体发展，具有低成本的竞争优势。3）公司分红具有稳定性和连续性，股东回报有保证。

我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 1935.13 亿元、1990.93 亿元和 2121.96 亿元，归母净利润为 185.16 亿元、190.99 亿元和 204.65 亿元，EPS（摊薄）为 1.40 元、1.44 元和 1.54 元。从相对估值法角度，在煤炭业务中，我们选取中国神华、陕西煤业、山煤国际作为可比公司，在煤化工业务中，我们选取宝丰能源、华鲁恒升作为可比公司。以 2024 年 12 月 23 日收盘价对应 PE 为 8.5x/8.2x/7.7x，低于行业平均 11.9x/9.8x/9.2x，公司主营业务经营稳定，且存在分红比例提升预期，在无风险利率持续走低背景下，我们上调公司至“买入”评级。

图表 79：可比公司估值表（以 2024 年 12 月 23 日收盘价计算）

股票代码	公司名称	股价	EPS				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601088.SH	中国神华	41.78	3.00	3.03	3.10	3.17	10.4	13.8	13.5	13.2
601225.SH	陕西煤业	23.59	2.19	2.24	2.38	2.47	7.8	10.5	9.9	9.6
600546.SH	山煤国际	11.98	2.15	1.49	1.64	1.75	6.0	8.1	7.3	6.9
600989.SH	宝丰能源	15.64	0.77	0.99	1.72	1.93	21.2	15.8	9.1	8.1
600426.SH	华鲁恒升	22.40	1.69	1.96	2.40	2.77	15.3	11.4	9.3	8.1
	均值						12.1	11.9	9.8	9.2
601898.SH	中煤能源	11.86	1.47	1.40	1.44	1.54	8.3	8.5	8.2	7.7

资料来源：Wind、长城证券产业金融研究院

风险提示

煤炭价格系统性下跌：由于煤炭业务占据公司主营业务比重较大，当煤炭价格明显下跌时，公司营业收入和盈利能力将大幅下降。

重点煤矿发生安全生产事故：随着公司持续生产，煤矿开采深度增加，瓦斯突出、冲击地压、水害、热害等灾害威胁将日益严重。当主产地发生安全事故时，公司在产煤矿存在停产检查风险。

安监环保政策趋严：随着国家和社会对环保重视程度不断提高，使公司面临更为严格的环保约束。另一方面，安全生产也是煤炭生产的重中之重，常态化的安全检查活动可能会对公司生产造成影响。

在建工程进度不及预期：新投资项目受所处行业及相关行业政策调整、经济周期波动、大宗商品市场价格变化等因素影响，项目建成投产后的实际收益率与预期可能会存在一定差异。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	123911	119668	120760	133547	142396
现金	91026	91543	91801	103585	110486
应收票据及应收账款	8747	7493	7791	8411	8595
其他应收款	2590	2112	2603	2248	2923
预付账款	2438	2471	2452	2613	2785
存货	9350	8735	9151	9252	10353
其他流动资产	9760	7314	6962	7439	7255
非流动资产	216312	229692	232530	234533	239561
长期股权投资	29904	30958	34184	37310	40304
固定资产	114960	116048	115789	114680	116694
无形资产	48168	55638	56981	57977	58614
其他非流动资产	23280	27048	25576	24566	23950
资产总计	340223	349360	353290	368080	381957
流动负债	104998	98158	88025	89879	88377
短期借款	205	123	3371	123	123
应付票据及应付账款	25421	26738	21681	29714	24183
其他流动负债	79372	71298	62973	60042	64072
非流动负债	70057	68420	58220	47773	38229
长期借款	52484	50362	40162	29715	20171
其他非流动负债	17573	18058	18058	18058	18058
负债合计	175055	166578	146245	137652	126606
少数股东权益	34303	38661	44552	50628	57139
股本	13259	13259	13259	13259	13259
资本公积	38866	39060	39060	39060	39060
留存收益	70876	83842	102343	121797	143068
归属母公司股东权益	130865	144121	162494	179800	198213
负债和股东权益	340223	349360	353290	368080	381957

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	43634	42965	32203	40162	34961
净利润	25399	25749	24407	25175	26975
折旧摊销	10445	11051	10003	10658	11435
财务费用	3728	2995	2272	2040	1741
投资损失	-5035	-3005	-3295	-3211	-3099
营运资金变动	2348	7662	-2634	3983	-3678
其他经营现金流	6749	-1487	1449	1518	1588
投资活动现金流	-22046	-15057	-9552	-9458	-13369
资本支出	9756	17575	9615	9535	13469
长期投资	-22	22	-3226	-3126	-2994
其他投资现金流	-12267	2496	3289	3204	3094
筹资活动现金流	-22687	-26298	-25641	-15672	-14691
短期借款	-449	-83	3249	-3249	0
长期借款	-22133	-2121	-10200	-10447	-9544
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	-24288	-18690	-1976	-5147
现金净增加额	-1097	1585	-2990	15032	6902

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	220577	192969	193513	199093	212196
营业成本	165158	144595	143006	147136	156743
营业税金及附加	7857	7816	11030	11348	12095
销售费用	929	1050	1355	1394	1485
管理费用	5246	5452	5805	5973	6366
研发费用	771	916	968	995	1061
财务费用	3728	2995	2272	2040	1741
资产和信用减值损失	-9018	-346	-1443	-1510	-1582
其他收益	252	315	234	250	263
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5035	3005	3295	3211	3099
资产处置收益	9	-19	-6	-7	-6
营业利润	33166	33099	31156	32150	34480
营业外收入	273	129	189	207	200
营业外支出	542	180	254	287	316
利润总额	32897	33049	31092	32070	34364
所得税	7498	7300	6685	6895	7388
净利润	25399	25749	24407	25175	26975
少数股东损益	7140	6215	5891	6076	6511
归属母公司净利润	18259	19534	18516	19099	20465
EBITDA	47064	47060	43351	44755	47529
EPS (元/股)	1.38	1.47	1.40	1.44	1.54

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	-8.0	-12.5	0.3	2.9	6.6
营业利润 (%)	27.5	-0.2	-5.9	3.2	7.2
归属母公司净利润 (%)	32.9	7.0	-5.2	3.1	7.2
获利能力					
毛利率 (%)	25.1	25.1	26.1	26.1	26.1
净利率 (%)	11.5	13.3	12.6	12.6	12.7
ROE (%)	15.4	14.1	11.9	11.1	10.7
ROIC (%)	12.7	12.6	11.8	12.0	12.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.5	47.7	41.4	37.4	33.1
净负债比率 (%)	0.1	-6.8	-15.2	-25.0	-29.1
流动比率	1.2	1.2	1.4	1.5	1.6
速动比率	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
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	1.40	1.44	1.54
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.29	3.24	2.43	3.03	2.64
每股净资产 (最新摊薄)	9.87	10.87	12.15	13.35	14.63
估值比率					
P/E	8.6	8.0	8.5	8.2	7.7
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.1	3.9	3.9	3.4	3.0

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044
 传真：86-10-88366686