

## 中煤能源(601898.SH)

## 量增价稳显韧性，分红估值有空间

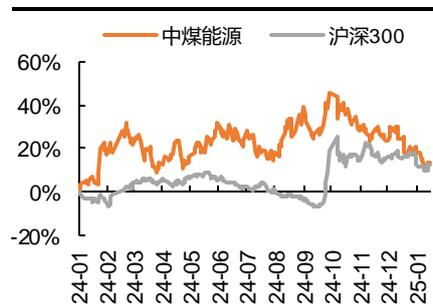
## 推荐（首次）

1月16日：11.51元

## 主要数据

行业	煤炭
公司网址	www.chinacoalenergy.com
大股东/持股	中国中煤能源集团有限公司/57.41%
实际控制人	国务院国资委
总股本(百万股)	13259
流通A股(百万股)	9152
流通B/H股(百万股)	4107
总市值(亿元)	1391
流通A股市值(亿元)	1053
每股净资产(元)	11.28
资产负债率(%)	47.08

## 行情走势图



## 证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号  
S1060523110001  
chenxiaorong186@pingan.com.cn

马书蕾 投资咨询资格编号  
S1060524070002  
mashulei362@pingan.com.cn



## 平安观点：

- **国资委控股央企，高分红尚具提升潜力。**公司由中国中煤能源集团（国有独资公司）于2006年8月22日独家发起设立，同年底在港交所上市，2008年2月1日于上交所上市，所属的中煤集团生产规模在我国煤炭集团中排名前五，据公司公告和煤炭工业协会数据，2024年前三季度公司商品煤产量占集团总产量的50.3%。2024年中期，公司首次进行中期分红、现金分红率为30%，假设2024年现金分红率按照过去多数年份实施的30%计算，叠加中期分红部分，全年现金分红率或提高至45%，相较于可比公司仍有提高空间（2023年代表性上市煤企平均分红率在50%左右）。
- **煤炭规模处头部梯队，产销量稳步提增。**2018-2023年公司自产商品煤产量和销量年复合增速分别达11.7%和11.8%。近年来，公司动力煤生产规模逐年扩大，新建核增进程持续推进，经梳理，目前并表的在产矿井共23座、在建2座、暂未启用1座，截至2023年底，煤炭核定在产产能16569万吨、在建640万吨、未启动项目800万吨，核定产能规模位居全国第三，储采比约83.7倍，在头部梯队上市煤企中相对较高；在建的苇子沟煤矿（产能240万吨/年）和里必煤矿（产能400万吨/年）预期将于2026年年中竣工试运转，届时公司权益产能将再提升约2.2%。
- **高长协销售模式，平抑市场煤价波动。**公司煤炭产品以动力煤为主，产量中超90%为动力煤，签署的动力煤长协比例约为80%，因此销售煤价较市场煤价波动相对小。2023-2024年我国煤炭进口量高增，终端需求较为低迷，整体供应偏宽，煤炭库存高位的基本面格局下，市场煤价呈现下跌趋势，据wind数据，2023年和2024年前三季度秦皇岛港动力末煤价格分别同比下跌23.99%和11.32%，而公司动力煤销售均价同比下跌14.47%和5.45%，较市场煤价跌幅相对小。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	220577	192969	179970	183194	192865
YOY(%)	-4.6	-12.5	-6.7	1.8	5.3
归母净利润(百万元)	18241	19534	17882	18780	20904
YOY(%)	37.3	7.1	-8.5	5.0	11.3
毛利率(%)	25.1	25.1	24.9	25.2	25.8
净利率(%)	8.3	10.1	9.9	10.3	10.8
ROE(%)	13.9	13.6	11.1	10.4	10.4
EPS(摊薄/元)	1.38	1.47	1.35	1.42	1.58
P/E(倍)	8.4	7.8	8.5	8.1	7.3
P/B(倍)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8

- **煤+化工+电力协同发展，构筑利润闭环。**煤炭产业链一体化发展可降低生产成本，实现高效高利经营，目前煤制烯烃是成本相对小的烯烃制法，以自产煤制烯烃更具成本优势，据公司公告信息和 wind 数据，中煤能源自产煤制聚乙烯 PE 和聚丙烯 PP 的生产成本较外购煤制 PE 和 PP 降低约 1969 元/吨和 1626 元/吨。公司在建的陕西榆林二期煤炭深加工基地项目拟建设规模为 220 万吨/年甲醇、90 万吨/年聚烯烃，已于 2024 年 6 月全面启动主体装置建设，计划于 2026 年年中交工，届时公司煤化工业务规模将进一步扩大。煤+电方面，煤电一体化发展企业可有效熨平煤价波动过程中公司电力业务和煤炭业务的利润，以国电电力和新集能源 2024 年中期数据为例，煤+电经营模式下折标煤单吨利润相较专营煤电高约 6.45%。截至 2024 年上半年，公司已并网权益装机规模 1094MW，在建的煤电项目 2 个、权益规模共 1677MW，其中，安太堡 2×350MW 低热值煤发电项目即将实现“双投”，乌审旗 2×660MW 煤电一体化项目推进中。
- **行业层面：基本面预期偏宽，静待经济政策生效提振需求。****动力煤：**预期 2025 年基本面略走弱、供应相对偏宽，动力煤价中枢稳中略降；展望 2025 年，保供稳价仍是行业主旋律，供应趋于宽松或使煤价中枢继续下移，但在长协价和疆煤外运高成本支撑下，价格下方空间或相对有限。**聚烯烃：**聚乙烯国内产能持续释放，国产化率加速提升，下游传统消费品以刚需为主，2025 年一揽子利好经济的宏观政策逐步发力，地产等消费有望边际回暖，或有望提振 PE 需求；聚丙烯产能继续扩张、供应相对充足，新兴领域新能源车、高端医疗器械对改性 PP 需求增速可观，整体需求稳中略增，基本上或维持相对宽松格局。
- **盈利预测及投资建议：**中煤能源作为国内规模上位列头部梯队的动力煤生产企业，煤矿资源丰富、分布广泛，产能稳步增加，在高长协销售模式下业绩相对稳定；同时，自 2022 年以来公司使用部分资金偿还大额负债，有息负债规模连续三年下降，共减少约 324 亿元，资产负债结构明显优化，偿债压力显著减小。预测 2024-2026 年公司营收分别为 1799.7、1831.9、1928.7 亿元，归母净利润分别为 178.8、187.8、209.0 亿元，对应 2025 年 1 月 16 日收盘价 PE 分别 8.5、8.1、7.3 倍，低于可比公司均值。公司资源优质、规模领先，业绩具较好韧性，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、煤炭供应超预期增加的风险。若国内煤企在建矿井投产进度超预期，煤矿项目批复进程超预期，以及进口煤价格优势扩大、进口煤量大幅增加，则可能造成煤炭供应持续过剩。2、矿山安全事故发生的风险。矿山安全事故频发，政府持续加强矿山安全管理，公司产量可能会受到较大影响。3、煤炭需求不及预期的风险。若后市火电需求下滑、煤炭消耗量不及预期，库存持续高位，可能导致煤价大幅走低。4、煤企股息分红率下调的风险。如果煤价持续下跌，煤企经营情况恶化，用于分红的现金减少，煤企可能下调分红率。

# 正文目录

<b>一、 公司概况：国资委控股央企，高分红尚具提升潜力</b> .....	<b>6</b>
1.1 国资委控股央企，所属集团规模领先 .....	6
1.2 首次中期分红，提高投资者回报 .....	7
1.2 货币资金增厚，负债结构优化 .....	8
1.3 合理降本减费，盈利韧性凸显 .....	9
<b>二、 核心优势：规模领先，量增价稳，深耕一体化经营</b> .....	<b>12</b>
2.1 煤炭规模属头部梯队，产能稳步提增 .....	12
2.2 高长协销售模式，平抑市场煤价波动 .....	15
2.3 煤+化工+电力协同发展，构筑利润闭环 .....	17
<b>三、 行业层面：基本面预期偏宽，静待经济政策生效提振需求</b> .....	<b>23</b>
3.1 煤炭-动力煤：2025 年保供稳价为主，基本面偏宽但价格下方空间有限 .....	23
3.2 煤化工-聚烯烃：正处产能释放高峰期，等待宏观政策生效提振需求 .....	25
<b>四、 盈利预测及投资建议</b> .....	<b>28</b>
<b>五、 风险提示</b> .....	<b>30</b>

# 图表目录

图表 1	公司股权结构（截至 2024 年第三季度）	6
图表 2	我国前十大煤炭集团 2024 年前三季度产量	6
图表 3	煤企集团 2024 年前三季度原煤产量市占率	6
图表 4	公司现金分红率多年维持在 30%左右	7
图表 5	股息率较十年期国债利率高约 4.1 个百分点	7
图表 6	2023 年和 2024E 煤企现金分红率（%）	7
图表 7	自 2016 年以来公司有息负债率持续下降	8
图表 8	自 2022 年以来公司货币资金-有息负债额转正	8
图表 9	公司财务和利息费用率走低	8
图表 10	公司财务费用和利息费用持续减少（亿元）	8
图表 11	公司货币资金远高于资本支出规模（亿元）	9
图表 12	公司资本支出分项（亿元）	9
图表 13	公司实际用于各业务的资本支出（亿元）	9
图表 14	2023 年公司资本支出重要项目	9
图表 15	公司各业务营收占比	9
图表 16	公司各业务毛利占比	9
图表 17	公司煤炭业务中自产煤和贸易煤收入占比	10
图表 18	2024 年前三季度公司煤炭业务毛利构成	10
图表 19	公司营收规模和同比增速走势	10
图表 20	公司各业务毛利率	11
图表 21	公司贸易煤收入占比提升导致整体毛利率下滑	11
图表 22	公司盈利能力指标	11
图表 23	公司归母净利润及同比增速	11
图表 24	2024 年前三季度代表性煤企归母净利润同比增速和 2024 年年初至 2024 年 12 月 31 日股价涨跌幅	12
图表 25	公司各地区不同煤种可采储量情况（亿吨）	12
图表 26	公司煤炭规模属国内主要上市煤企中的头部梯队	13
图表 27	山西省主要上市煤企 2024Q1-Q3 煤炭产量	13
图表 28	山西省主要上市煤企 2024Q1-Q3 煤炭销量	13
图表 29	中煤能源控股经营的煤矿项目	14
图表 30	中煤能源参股公司旗下煤矿项目	15
图表 31	公司历年动力煤和焦炭产量（万吨）	15
图表 32	公司自产/贸易/代理商品煤销量（万吨）	15
图表 33	公司煤价和市场煤价走势（元/吨）	16
图表 34	公司动力煤价和秦皇岛港动力末煤价同比变动	16
图表 35	公司自产煤和贸易煤售价（元/吨）	16
图表 36	公司自产煤和贸易煤利润（元/吨）	16

图表 37	公司自产煤销售成本占比结构 .....	17
图表 38	公司自产煤销售成本构成（元/吨） .....	17
图表 39	公司自产煤单吨利润相对稳定（元/吨） .....	17
图表 40	单独经营电力企业、煤化工企业与煤炭+电力、煤炭+煤化工一体化经营企业的盈利情况对比 .....	18
图表 41	公司在产煤化工项目各产品产能（万吨/年） .....	18
图表 42	公司在建煤化工项目 .....	19
图表 43	中煤能源和中国神华、宝丰能源煤制烯烃项目对比 .....	19
图表 44	煤化工产品销量逐年增加（万吨） .....	20
图表 45	公司甲醇产品主要在分部内自用 .....	20
图表 46	煤制聚乙烯具有一定成本优势（元/吨） .....	21
图表 47	公司自产煤制聚乙烯成本优势显著（元/吨） .....	21
图表 48	煤制聚丙烯具有一定成本优势（元/吨） .....	21
图表 49	公司自产煤制聚丙烯利润高于其他制法（元/吨） .....	21
图表 50	公司煤电在产和在建项目 .....	22
图表 51	公司新能源发电在建和在产项目 .....	22
图表 52	市场煤价和火电板块利润呈较高负相关走势 .....	23
图表 53	秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500,山西产)价格走势（元/吨） .....	23
图表 54	CCTD 主流港口煤炭库存（万吨） .....	24
图表 55	中国重点电厂煤炭日耗量（万吨） .....	24
图表 56	广义动力煤各下游耗煤量（万吨） .....	24
图表 57	我国动力煤供需预测 .....	24
图表 58	聚烯烃价格价差走势（元/吨） .....	25
图表 59	聚烯烃年产能及同比增速 .....	25
图表 60	聚烯烃计划产能扩张量（万吨/年） .....	25
图表 61	聚乙烯 PE 尚存一定国产替代空间，未来国内产能将持续扩张（万吨） .....	26
图表 62	2023 年聚乙烯下游需求结构 .....	26
图表 63	聚烯烃下游产品 2020-2023 年产能年复合增速 .....	26
图表 64	聚丙烯进口替代空间相对小，未来国内或呈供过于求格局（万吨） .....	27
图表 65	2023 年聚丙烯下游需求结构 .....	27
图表 66	聚丙烯主要下游产品产能预期（万吨） .....	27
图表 67	新能源单车较燃油车对改性塑料需求更高 .....	28
图表 68	新能源车对改性塑料需求量保持较高增速 .....	28
图表 69	公司分业务营收和成本预测 .....	29
图表 70	可比公司估值 .....	30

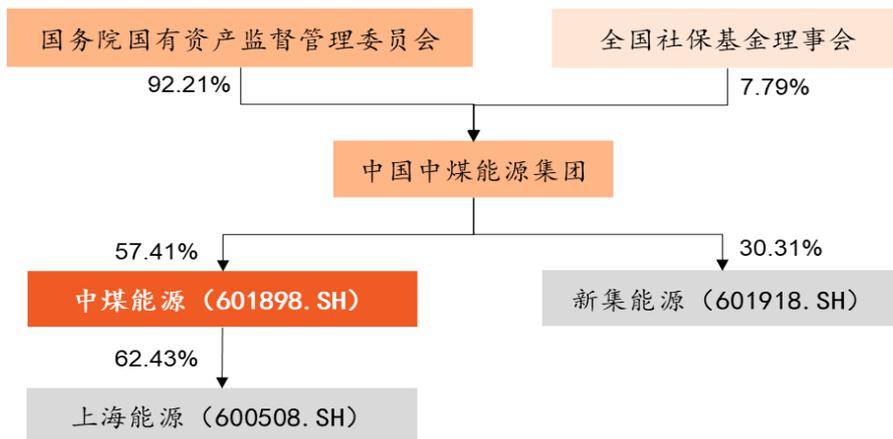
# 一、公司概况：国资委控股央企，高分红尚具提升潜力

## 1.1 国资委控股央企，所属集团规模领先

公司由中国中煤能源集团（国有独资公司）于2006年8月22日独家发起设立，同年底在港交所上市，2008年2月1日于上交所上市。2009年至今，公司安太堡井工矿、平朔东露天矿、江苏孔庄矿井改扩建工程、禾草沟煤矿、王家岭煤矿、母杜柴登煤矿、纳林河二号煤矿、大海则煤矿、里必煤矿等陆续投产放量，2023年东露天矿、安家岭露天煤矿取得产能核增批复、增加煤炭产能合计1000万吨/年，同时，公司陕西榆林烯烃建设项目、山西平朔2\*660MW和安太堡2\*350MW低热值煤发电项目、新建准东五彩湾北二电厂2\*660MW、内蒙古鄂尔多斯蒙大煤制甲醇和图克化肥一期等煤化工和电力项目陆续建成投产，公司不断扩充优质煤炭资源，深入布局煤化工和煤电项目，逐步实现煤炭+煤化工+电力一体化发展格局。

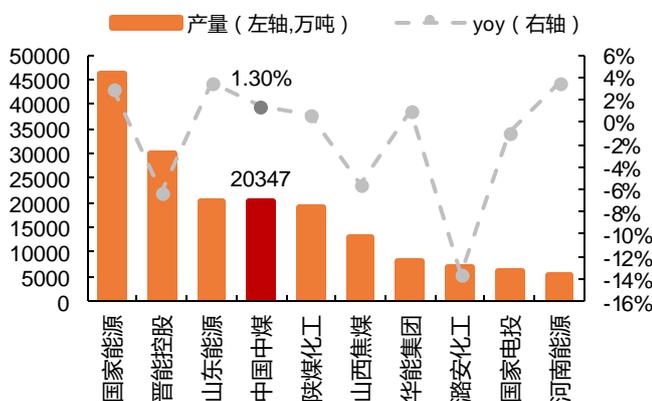
股权结构方面，公司是由国务院国资委控股的央企，所属集团煤炭资源排名前列。截至2024年三季度末，中煤集团持有公司57.41%股权，实际控制人国务院国资委通过控股中煤集团间接持有公司52.94%股权。公司所属的中煤集团旗下拥有三家上市公司，生产规模在我国煤炭集团中排名前五，据中国煤炭工业协会数据，2024年前三季度中煤集团产量达20347万吨，同增1.3%，市占率为5.8%；据公司公告和煤炭工业协会披露数据，中煤能源2024年前三季度商品煤产量为10231万吨，占集团总产量的50.3%。

图表1 公司股权结构（截至2024年第三季度）



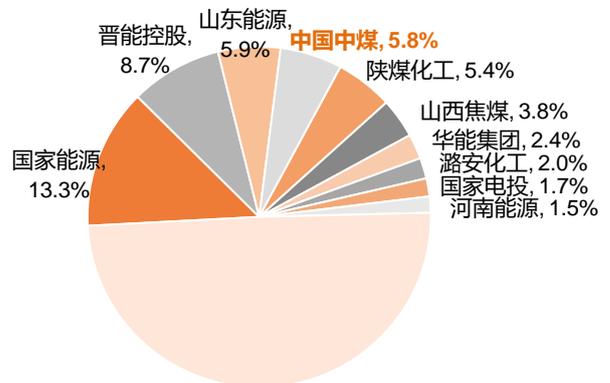
资料来源：公司公告，wind，平安证券研究所

图表2 我国前十大煤炭集团2024年前三季度产量



资料来源：中国煤炭工业协会，平安证券研究所

图表3 煤企集团2024年前三季度原煤产量市占率

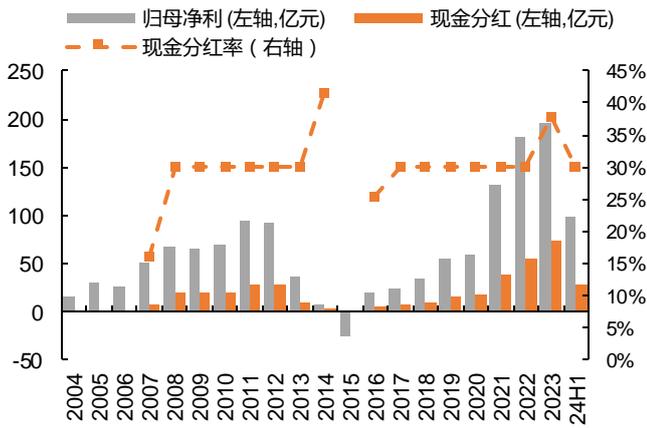


资料来源：中国煤炭工业协会，平安证券研究所

## 1.2 首次中期分红，提高投资者回报

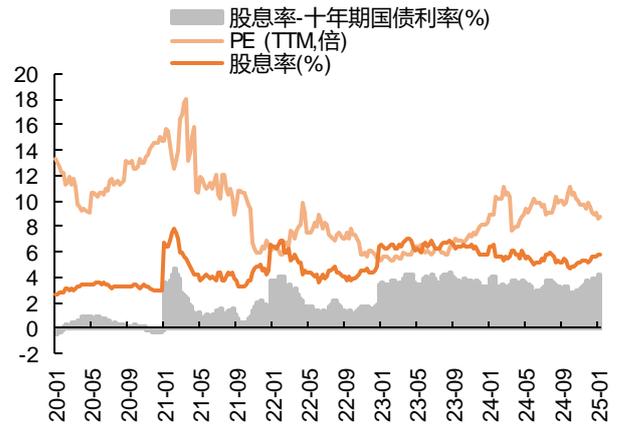
公司多年维持 30% 左右现金分红率，为积极响应国家鼓励上市企业合理提高分红率、强化投资者回报的倡导，2024 年中期公司首次进行中期分红、现金分红率为 30%，假设 2024 年现金分红率按照过去多数年份实施的 30% 计算，叠加中期分红部分，粗略估计全年现金分红率约为 45%。假设 2024 年公司归母净利润同比减少 8.5% 至 178.8 亿元（据本报告预测），全年现金分红率预计为 45%，截至 2025 年 1 月 16 日，公司股息率约为 5.8%，高于十年期国债利率 4.1 个百分点左右，在当前低利率环境下，高股息企业仍具投资价值。后市动力煤价在长协价和疆煤外运高运价支撑下有望逐渐企稳，而公司业绩趋稳是保障高分红兑现的关键，且公司分红率相较于可比公司仍有提高空间（2023 年代表性上市煤企平均分红率在 50% 左右），在低利率环境延续的预期下，我们认为资源优质、业绩韧性好、高分红兑现率高的煤企仍具备投资价值。

图表4 公司现金分红率多年维持在 30% 左右



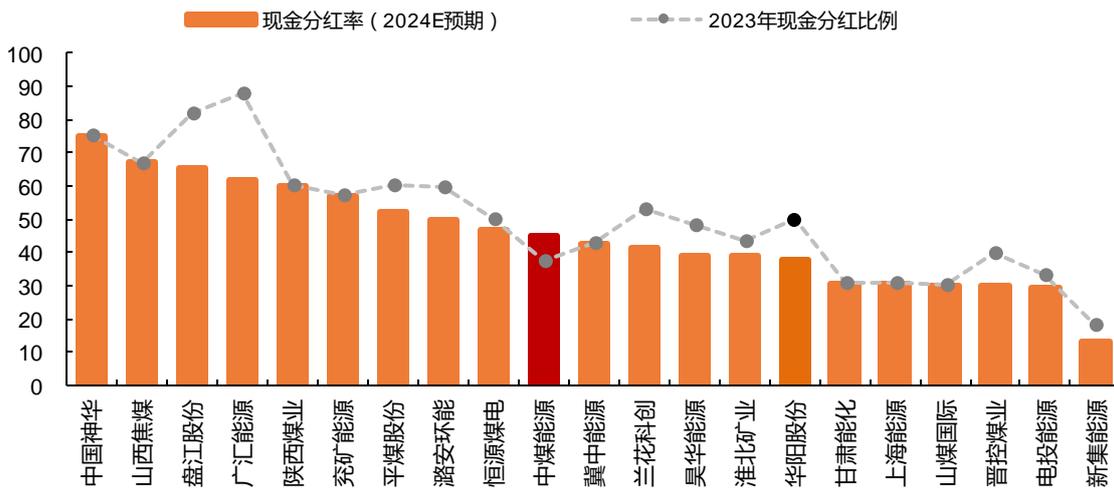
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表5 股息率较十年期国债利率高约 4.1 个百分点



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表6 2023 年和 2024E 煤企现金分红率 (%)

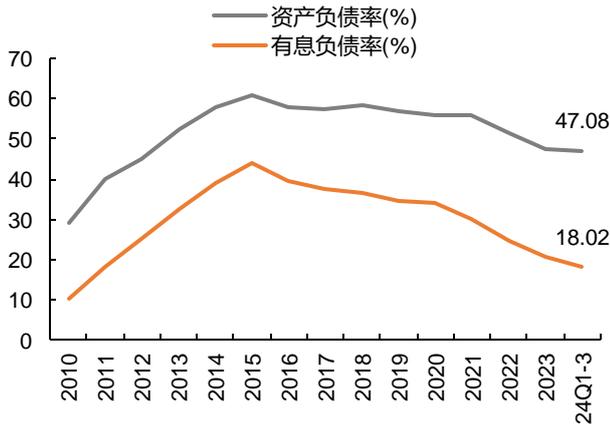


资料来源: 公司公告, wind, 平安证券研究所

## 1.2 货币资金增厚，负债结构优化

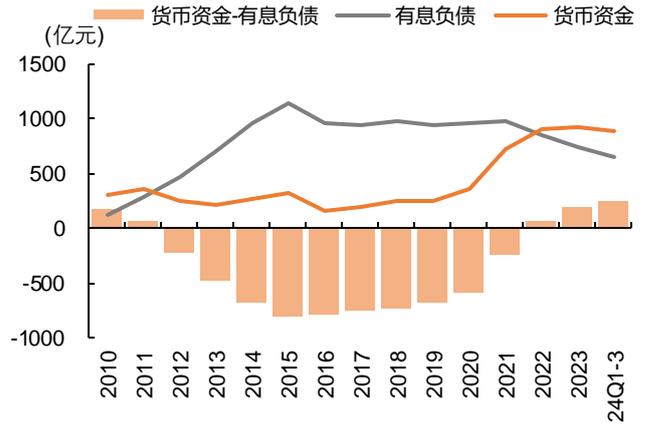
2016 年，供给侧结构性改革背景下，行业进入边去产能边保供阶段，煤价从历史低点回调至 2012 年左右水平后，呈现区间震荡走势，公司有息负债率持续下行；2021 年，煤炭供需错配、市场煤价高涨，公司归母净利润和经营活动产生的净现金流大幅增加，货币资金显著增厚，自 2022 年以来公司使用部分资金偿还大额负债，有息负债规模连续三年下降，共减少约 324 亿元，资产负债结构明显优化，偿债压力显著减小；截至 2024 年前三季度，公司资产负债率和有息负债率分别降至 47.08% 和 18.02%，货币资金-有息负债额开始转正，当前现金流充裕，债务风险已降至较低水平。

图表7 自 2016 年以来公司有息负债率持续下降



资料来源：wind，平安证券研究所

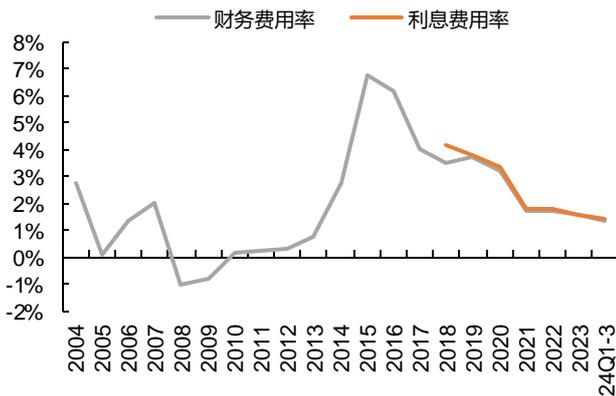
图表8 自 2022 年以来公司货币资金-有息负债额转正



资料来源：wind，平安证券研究所

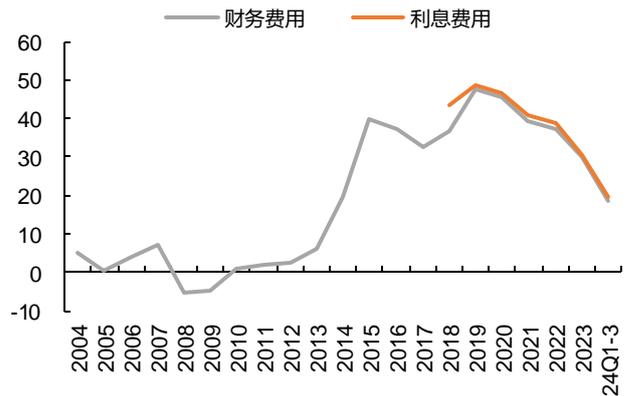
公司财务和利息费用规模和费用率持续下行。随着公司有息负债规模的减少和负债结构的优化，自 2016 年以来财务费用和利息费用率逐年走低，自 2019 年以来的财务费用规模也大幅下降，截至 2024 年前三季度，公司利息费用率降至 1.39%，费用规模减少至 19.53 亿元。

图表9 公司财务和利息费用率走低



资料来源：wind，平安证券研究所

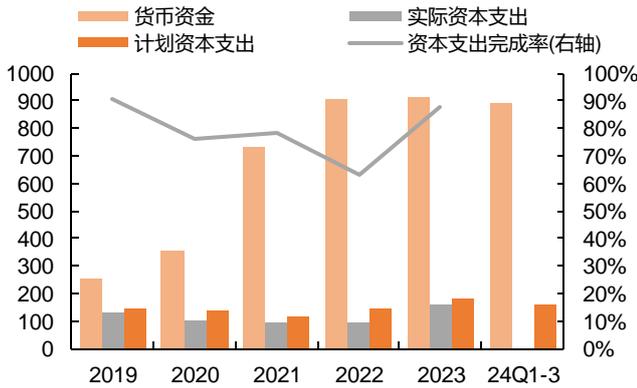
图表10 公司财务费用和利息费用持续减少 (亿元)



资料来源：wind，平安证券研究所

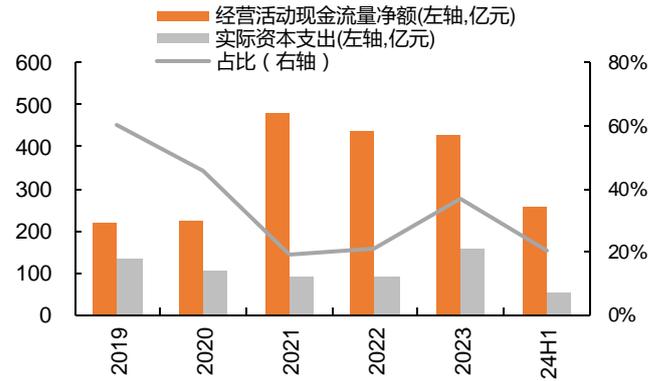
公司货币资金规模远高于资本支出，实际资本支出在经营活动产生的现金流量净额中的占比也较低，目前货币资金和现金流较为充裕。2023 年公司资本支出有较大增幅，主要是煤矿项目建设，根据公司 2023 年年度报告，大海则煤矿及配套选煤厂项目已获批，建设规模由 1500 万吨/年调整为 2000 万吨/年，项目总投资为 170.66 亿元，2023 年完成投资 22.49 亿元，累计完成投资 169.64 亿元，目前项目已建成投用，同时公司所属东露天矿、安家岭露天煤矿取得产能核增批复，增加煤炭产能合计 1000 万吨/年。

图表11 公司货币资金远高于资本支出规模（亿元）



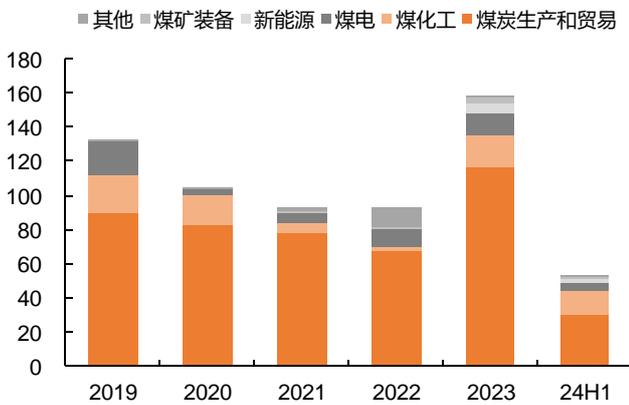
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表12 公司资本支出分项（亿元）



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表13 公司实际用于各业务的资本支出（亿元）



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表14 2023年公司资本支出重要项目

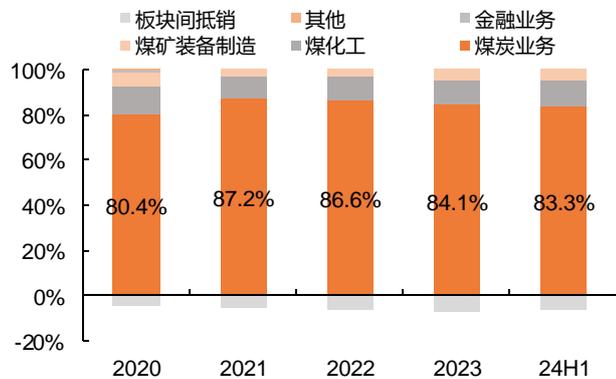
重点建设项目	计划总投资 (亿元)	2023年投资额 (亿元)
大海则煤矿	170.66	22.49
里必煤矿	94.95	8.97
苇子沟煤矿	39.85	3.08
安太堡低热值煤电发电项目	31.97	11.07
乌审旗电厂项目	57.62	0.64
榆林煤炭深加工基地项目	238.88	9.71
液态阳光项目	44.74	0.22

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

### 1.3 合理降本减费，盈利韧性凸显

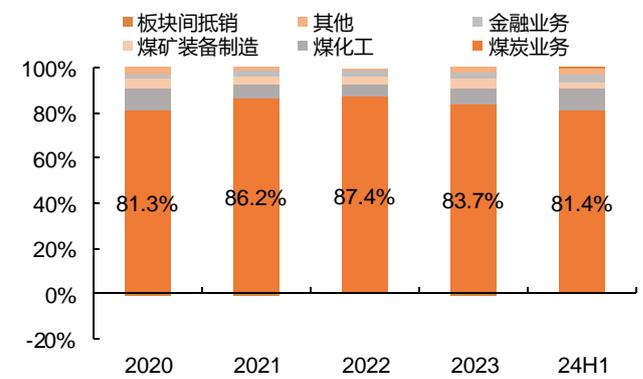
公司主营业务以动力煤自产销售和买断贸易为主，同时经营聚乙烯、聚丙烯、尿素、甲醇等煤化工产品以及煤矿智能化开采装备销售。截至24H1，公司煤炭业务营收占比达83%、毛利占比为81%，煤化工业务营收占比约12%、毛利占比9%。

图表15 公司各业务营收占比



资料来源: wind, 平安证券研究所

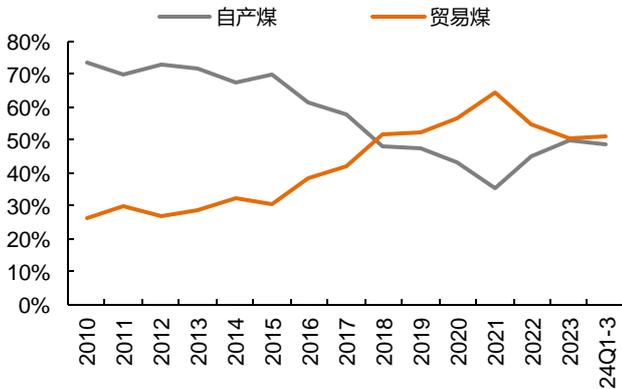
图表16 公司各业务毛利占比



资料来源: wind, 平安证券研究所

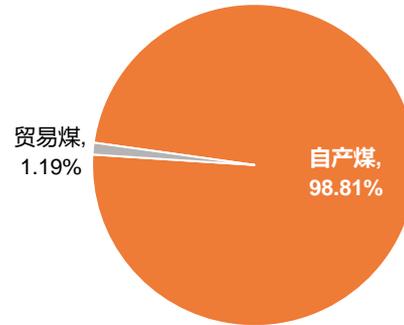
具体煤炭业务中，销售收入主要由自产煤和贸易煤构成，2010-2021 年公司买断贸易煤经营规模持续扩大，贸易煤主要用于调节供需和利用平台优势扩大整体煤炭销售规模，其在煤炭总销售收入中的占比提高至 50%左右，但由于贸易煤只赚取短期内的买卖贸易溢价差和小额代买服务费，毛利率较低，因此在公司毛利润中占比极低，据公司公告，2024 年前三季度自产煤毛利占公司煤炭业务总毛利润的 98.8%（不含小额的进出口及国内代理利润），贸易煤占比仅 1.2%。

图表17 公司煤炭业务中自产煤和贸易煤收入占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表18 2024年前三季度公司煤炭业务毛利构成

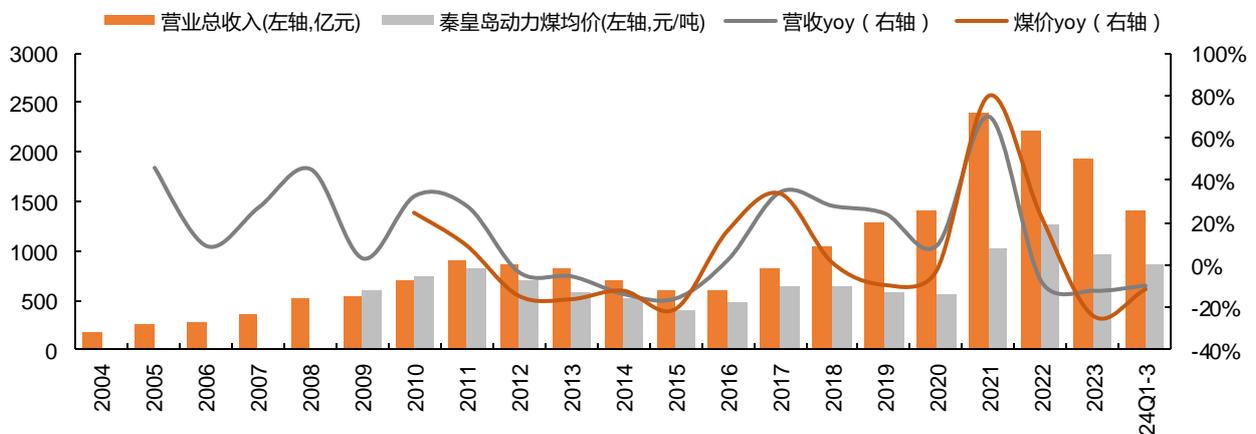


资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司营收增速和煤炭均价增速具有高相关性，整体业绩跟随煤炭行业呈现周期性波动。

2002-2011 年煤炭黄金十年，我国 GDP 年均增速超 10%，全社会电力需求上行带动煤炭用量持续增长，2004-2011 年公司营收年复合增速达 26.1%；2012-2015 年行业经历寒冬期，四万亿投资带来的刺激作用退潮，前期大规模新增产能陆续落地，煤炭产能出现过剩，煤价回调，2011-2015 年公司营收年复合变化率下降 10.1%；2016-2020 年进入供给侧结构性改革下的过剩产能出清期，煤炭重构供需平衡，处边去高能耗产能边保供阶段，2017 年长协定价模式推出加固了煤价稳定性，2020 年受疫情影响营收小幅下降，2015-2020 年公司营收年复合增长率达 18.9%；2021-2022 年供需阶段性错配矛盾激化下，煤价异常高涨，2021 年内蒙受煤管票和安全检查影响产量降幅较大，煤炭经历 3-9 月电力需求高增后供不应求的煤荒和 10 月增产保供兑现后的重回宽松，2022 年俄乌冲突导致全球能源危机，能源价格联动间接支撑煤价高位，加上夏季用电旺季逢多地旱情严重影响水电供给，火电需求高增带动煤价呈季节性走高行情，2020-2022 年公司营收年复合增长率达 25.1%；2023 年至今，一方面新长协机制落地稳煤价，另一方面保供落实，国家要求煤炭库存天数拉长，严防“缺煤限电”再出现，煤炭供需回归均衡，叠加进口煤量高增，供应相对宽松，煤价逐步回落，2024Q1-Q3 公司营收同比下降 10.1%。

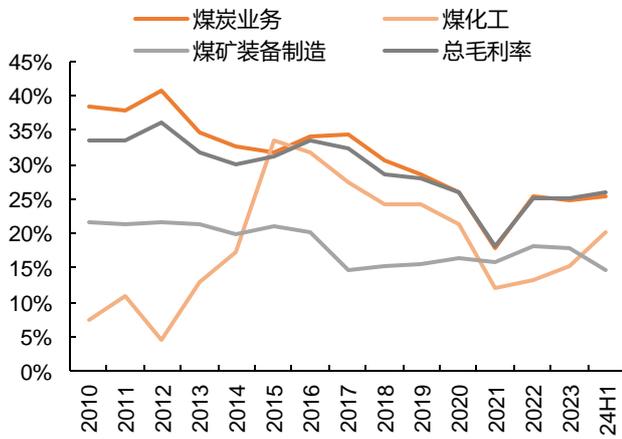
图表19 公司营收规模和同比增速走势



资料来源：公司公告，wind，平安证券研究所

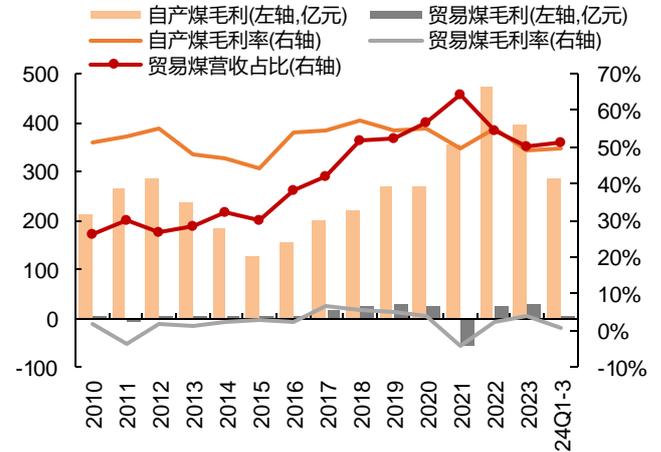
从公司业务毛利情况来看，2016-2021 年公司整体毛利率下滑主要系煤炭业务产品结构有所改变，其中贸易煤收入占比不断提升，而贸易煤毛利率低且受到市场价波动的影响较大，贸易煤业务占比的提高导致公司整体毛利率降幅较大，但单从自产商品煤来看整体以稳为主，近年来保持在 50%左右。

图表20 公司各业务毛利率



资料来源: wind, 平安证券研究所

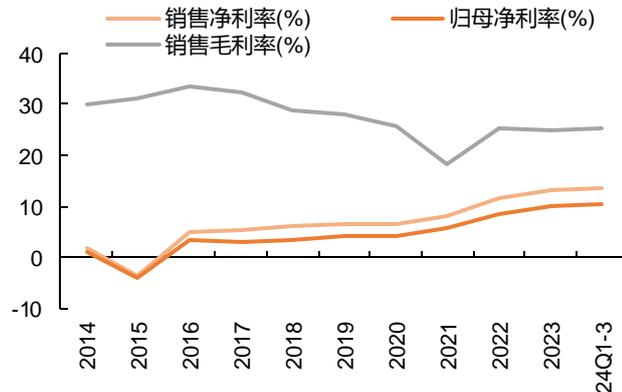
图表21 公司贸易煤收入占比提升导致整体毛利率下滑



资料来源: wind, 平安证券研究所

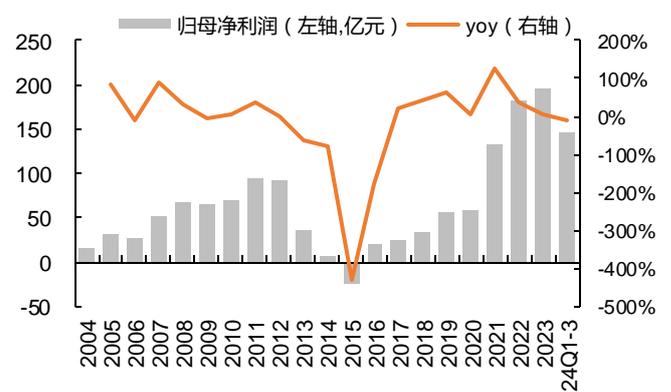
通过合理的成本管控和降费增效，特别是大额有息负债偿还后，财务费用大幅减少，公司销售净利率和归母净利率呈逐年上升趋势，截至 2024 年前三季度，公司销售净利率为 13.54%、归母净利率 10.41%，实现归母净利润 146.14 亿元，同比减少 12.43%，2024 年主要因为市场煤价下跌导致业绩下降，但公司整体盈利韧性较好，降幅在行业可比公司中相对小。虽然基本面偏宽导致公司煤炭产品价格受压制，但受益于低利率环境下的高股息行情，公司股价仍表现出较好的涨势。

图表22 公司盈利能力指标



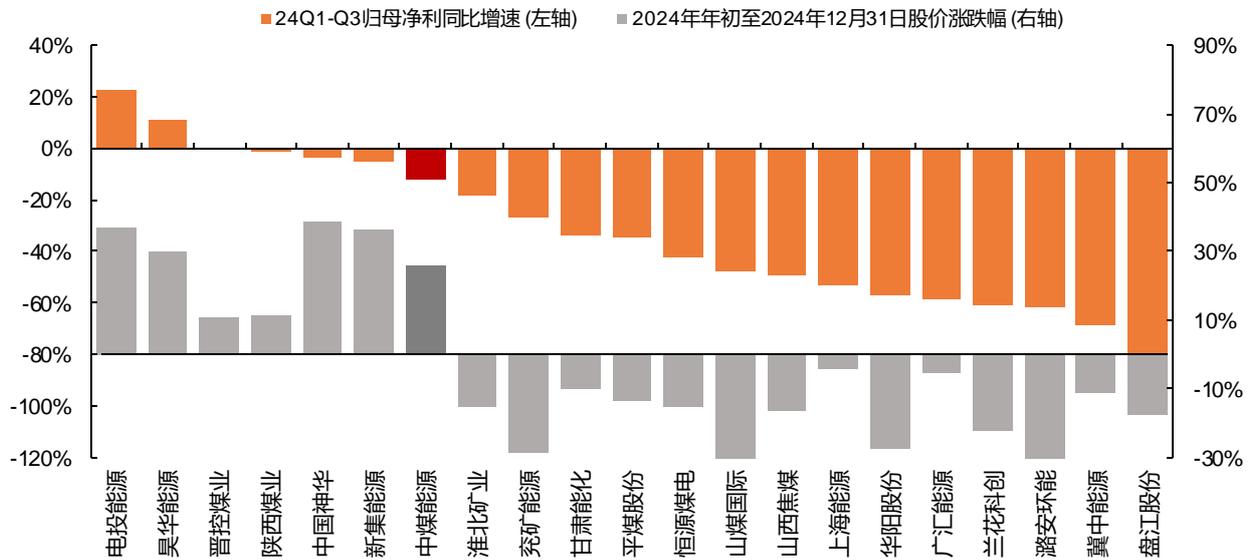
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表23 公司归母净利润及同比增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表24 2024年前三季度代表性煤企归母净利润同比增速和2024年年初至2024年12月31日股价涨跌幅



资料来源: wind, 平安证券研究所

## 二、核心优势：规模领先，量增价稳，深耕一体化经营

### 2.1 煤炭规模属头部梯队，产能稳步提增

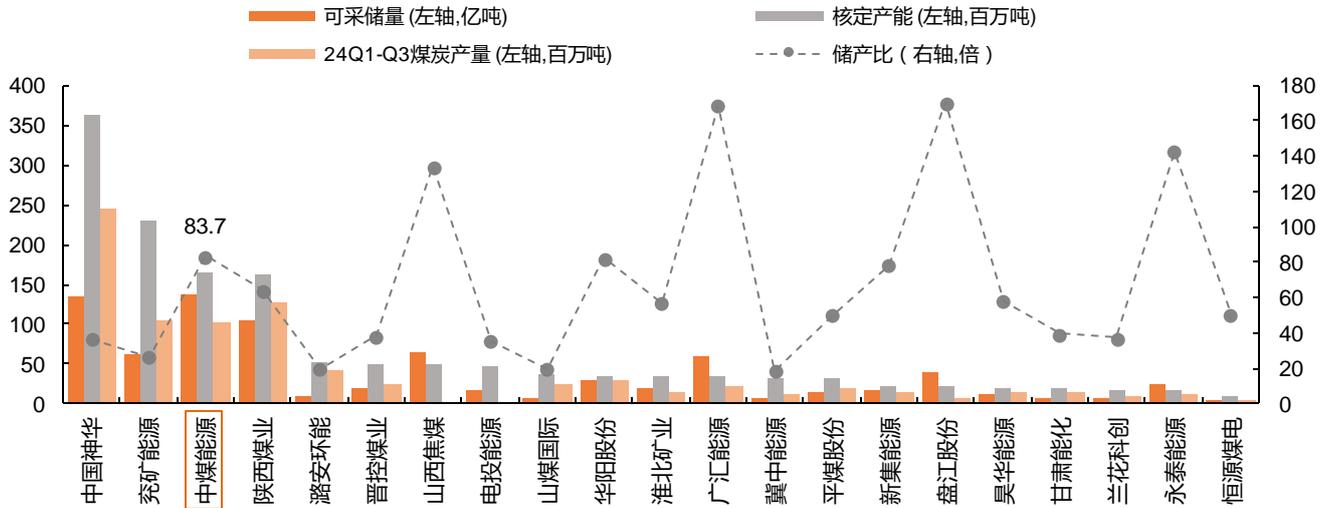
公司煤矿资源禀赋优越、储量规模领先，旗下控股的煤矿资源主要分布于晋陕蒙三大产煤大省，生产煤种以动力煤为主，开采储量中动力煤占比高达近90%。根据公司公告，截至2023年末，公司拥有矿业权的煤炭资源量达266.48亿吨，可采储量138.71亿吨，证实储量49.60亿吨。公司在煤炭产能产量规模上属国内头部梯队上市煤企，截至2023年底，可采储量处全国领先水平，根据我们梳理的主要上市煤企产能，中煤能源煤炭核定产能位居全国第三，储采比约83.7倍，在头部梯队上市煤企中相对较高，未来产能核增仍有一定空间。

图表25 公司各地区不同煤种可采储量情况 (亿吨)

可采储量	山西	陕西	内蒙古	新疆	江苏	黑龙江	合计	占比
动力煤	30.56	34.95	52.95	3.52	1.07	1.41	124.46	89.73%
炼焦煤	9.88	--	--	--	1.05	--	10.93	7.88%
无烟煤	3.32	--	--	--	--	--	3.32	2.39%
合计	43.76	34.95	52.95	3.52	2.12	1.41	138.71	100%
占比	31.55%	25.20%	38.17%	2.54%	1.53%	1.02%	100%	--

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

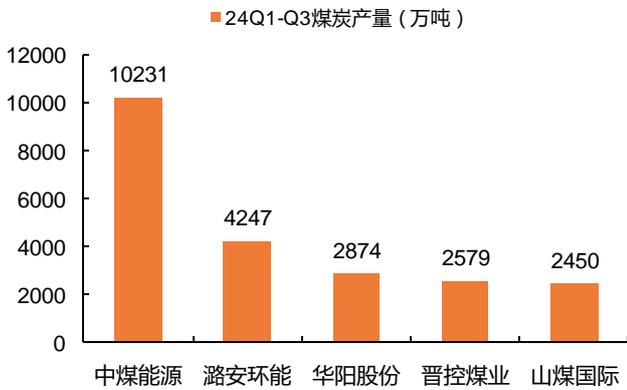
图表26 公司煤炭规模属国内主要上市煤企中的头部梯队



资料来源：各公司公告，平安证券研究所，注：山西焦煤和电投能源未披露 24Q1-Q3 产量数据

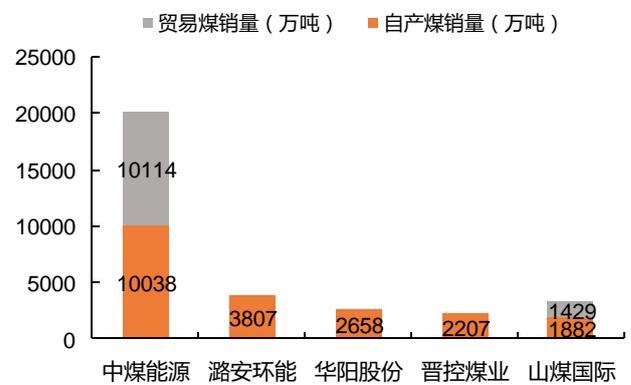
根据公司公告，公司煤炭资源储量中 31.55%来自我国产煤大省山西，在山西省主要上市煤企中，公司自产煤生产规模和包含贸易煤在内的煤炭总销售规模均处相对领先地位，2024 年前三季度公司煤炭产量超 100 百万吨，销量超 200 百万吨。

图表27 山西省主要上市煤企 2024Q1-Q3 煤炭产量



资料来源：各公司公告，平安证券研究所

图表28 山西省主要上市煤企 2024Q1-Q3 煤炭销量



资料来源：各公司公告，平安证券研究所

经梳理，公司并表的在产矿井共 23 座、在建 2 座、暂未启用 1 座，主体开发的山西平朔矿区、内蒙鄂尔多斯呼吉尔特矿区是国内重要的动力煤生产基地，位于陕西榆林的大型项目大海则煤矿于 2022 年联合试运转（建设规模获批调增 500 万吨/年至 2000 万吨/年）、2023 年正式投产，为公司产能规模带来较大增量。截至 2023 年底，公司煤炭核定总产能达 18009 万吨，其中，核定在产产能 16569 万吨、在建 640 万吨、未启动项目 800 万吨；权益总产能达 15747.7 万吨，其中，权益在产产能 14793.2 万吨、权益在建产能 323.9 万吨，在建的苇子沟煤矿（产能 240 万吨/年）和里必煤矿（产能 400 万吨/年）分别由控股子公司上海能源和中煤华晋管理，预期将于 2026 年年中竣工试运转，届时公司权益产能将再提升约 2.2%。

图表29 中煤能源控股经营的煤矿项目

控股子公司	项目名称	地区	煤种	核定产能 (万吨)	持股比例	权益产能 (万吨)	状态
平朔集团	安太堡露天矿	山西朔州	动力煤	2000	100%	2000	在产
	安家岭露天矿	山西朔州	动力煤	2500	100%	2500	在产
	东露天	山西朔州	动力煤	3000	100%	3000	在产
	安家岭井工矿(一号井)	山西朔州	动力煤	1000	100%	1000	在产
	安太堡井工矿(三号井)	山西朔州	动力煤	1000	100%	1000	在产
	北岭	山西朔州	动力煤	90	100%	90	在产
	小回沟	山西朔州	动力煤	300	100%	300	在产
	东坡矿	山西朔州	动力煤	270	100%	270	在产
上海能源公司	姚桥煤矿	江苏徐州	1/3焦煤,气煤,肥煤	425	62.43%	265.33	在产
	徐庄煤矿	江苏徐州	1/3焦煤,气煤,肥煤	160	62.43%	99.89	在产
	孔庄煤矿	江苏徐州	1/3焦煤,气煤,肥煤	144	62.43%	89.90	在产
	新疆106煤矿	新疆呼图壁县	不沾煤-动力煤	180	31.84%	57.31	在产
	苇子沟煤矿	新疆呼图壁县	不沾煤-动力煤	240	49.94%	119.87	在建(2025E)
唐山沟煤业	唐山沟	山西大同	动力煤	150	80%	120	在产
中煤华晋	王家岭煤矿	山西临汾	焦煤	750	51%	382.5	在产
	华宁煤矿	山西临汾	焦煤	300	26.01%	78.03	在产
	韩咀煤矿	山西临汾	焦煤	120	51%	61.2	在产
	里必煤矿	山西晋城	无烟煤	400	51%	204	在建(2025E)
蒙大矿业	纳林河二号井	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	800	66%	528	在产
伊化矿业	母杜柴登	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	600	51%	306	在产
银河鸿泰公司	沙拉吉达井田	内蒙古鄂尔多斯		800	78.84%	630.72	未启动
西北能源	南梁煤矿	陕西榆林	动力煤	300	55%	165	在产
	金通煤矿	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	150	100%	150	在产
	神通煤矿	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	90	100%	90	在产
陕西公司	大海则煤矿	陕西榆林	动力煤	2000	100%	2000	在产
黑龙江煤化工	依兰第三煤矿	黑龙江哈尔滨	动力煤	240	100%	240	在产
	合计			18009		15747.7	--
	在产			16569		14793.2	在产
	在建			640		323.9	在建
	暂未启动			800		630.7	--

资料来源：中煤能源公司公告，公司官网，山西省能源局，江苏省能源局，上海能源公司公告，国家矿山安全监察局，平安证券研究所

公司另通过参股煤矿公司“中天合创(持股38.75%)”“华晋焦煤(持股49%)”“禾草沟煤业(持股50%)”，联营煤矿项目7座，总核定产能3210万吨，权益产能合计1320.3万吨。根据公司2024年半年报披露数据，2024H1参股企业中天合创、华晋焦煤、禾草沟煤业分别实现归母净利润13.19亿元、3.23亿元、6.04亿元，销售净利率分别为15.57%、38.84%、10.89%，根据持股比例、按照权益法核算的对上述联营/合营企业的投资收益达9.71亿元，占利润总额的5.81%。

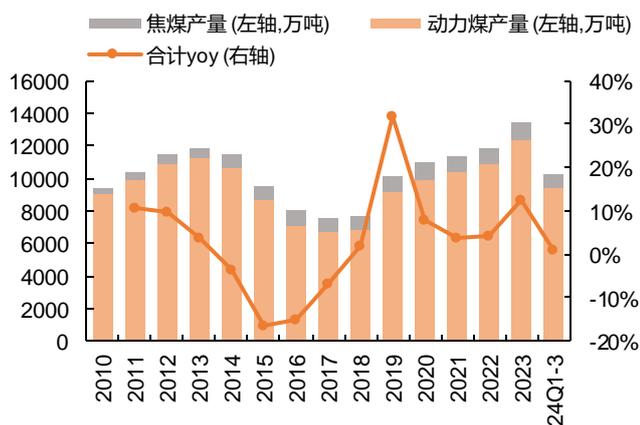
图表30 中煤能源参股公司旗下煤矿项目

参股公司	参股比例	旗下煤矿	分布区域	煤种	间接参股比例	核定产能 万吨/年	权益产能 万吨/年	状态
中天合创	38.75%	葫芦素煤矿	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	38.75%	800	310	在产
		门克庆煤矿	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	38.75%	800	310	在产
华晋焦煤	49%	沙曲一矿	山西吕梁	焦煤、瘦煤、肥煤	49%	450	220.5	在产
		沙曲二矿	山西吕梁	焦煤、瘦煤、贫瘦煤	49%	270	132.3	在产
		吉宁煤矿	山西临汾	贫瘦煤、贫煤	24.99%	300	75.0	在产
		明珠煤矿	山西临汾	焦煤、瘦煤、贫瘦煤	24.99%	90	22.5	在产
禾草沟煤业	50%	禾草沟煤矿	陕西延安	气煤-配焦煤	50%	500	250	在产
<b>合计</b>						<b>3210</b>	<b>1320.3</b>	<b>在产</b>

资料来源：公司公告，中天合创公司官网，山西焦煤能源2023年跟踪评级报告，中煤陕西能源化工集团官网，平安证券研究所

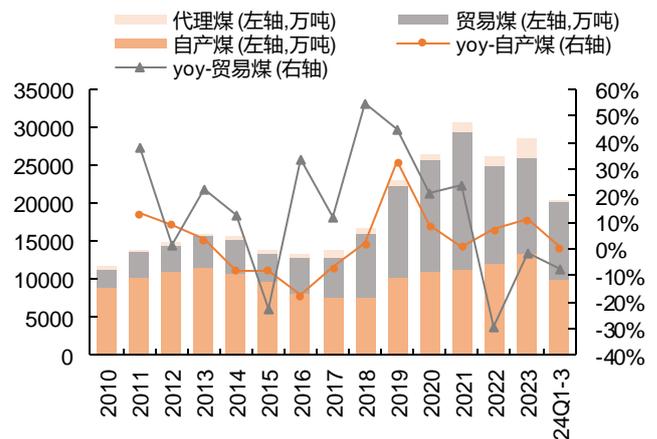
公司动力煤生产规模逐年扩大，新建核增进程持续推进。2018-2023 年公司自产商品煤产量和销量年复合增速分别达 11.7% 和 11.8%。2019 年，母杜柴登煤矿（600 万吨/年）、纳林河二号（800 万吨/年）煤矿投产运营，小回沟煤矿（300 万吨/年）、106 煤矿（180 万吨/年）竣工验收，大海则煤矿、里必煤矿等项目稳步推进；2021 年，东露天煤矿批复核增产能 500 万吨/年，王家岭煤矿核增 150 万吨/年；2022 年，新疆 106 煤矿批复核增产能 60 万吨/年，大海则煤矿取得调整建设规模的批复，核增产能 500 万吨/年；2023 年，公司年产 2000 万吨优质动力煤矿大海则（国家重点保供煤矿）顺利通过竣工验收，东露天矿批复再核增产能 500 万吨/年，安家岭露天煤矿取得产能核增批复（500 万吨/年），产能规模再次呈现超 10% 的增长；2025 年，大海则煤矿达产有望带来部分增量；2026 年，在建的里必煤矿（400 万吨/年）和苇子沟煤矿（240 万吨/年）有望于年中投入试生产，公司产能规模将进一步提升。

图表31 公司历年动力煤和焦炭产量（万吨）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表32 公司自产/贸易/代理商品煤销量（万吨）

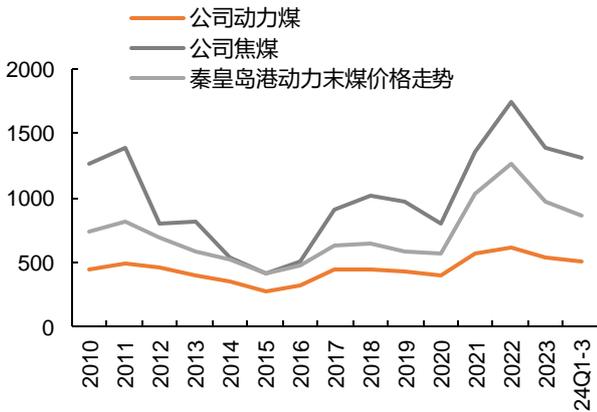


资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 2.2 高长协销售模式，平抑市场煤价波动

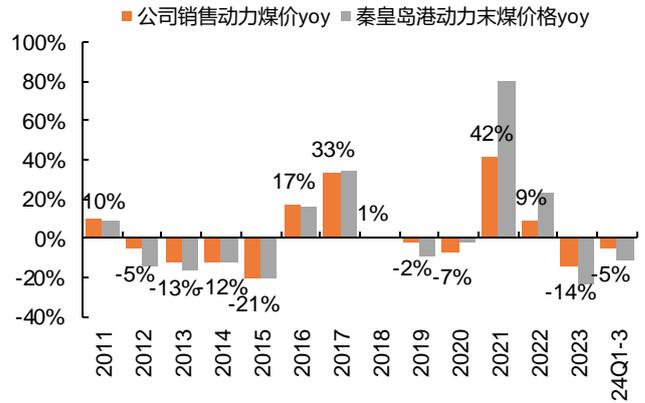
据公司公告披露数据，公司煤炭产品以动力煤为主，产量中超 90% 为动力煤，签署的动力煤长协比例约为 80%，因此销售煤价较市场煤价波动相对小。2023-2024 年我国煤炭进口量高增、供应偏宽，终端需求较为低迷，煤炭库存高位的基本格局下，市场煤价呈现下跌趋势，据 wind 数据，2023 年和 2024 年前三季度秦皇岛动力末煤价格分别同比下跌 23.99% 和 11.32%，而公司动力煤销售均价同比下跌 14.47% 和 5.45%（据公司公告），较市场煤价跌幅相对小。

图表33 公司煤价和市场煤价走势（元/吨）



资料来源：公司公告，wind，平安证券研究所

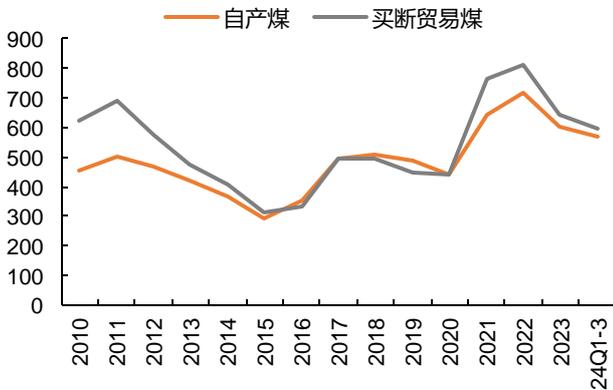
图表34 公司动力煤价和秦皇岛港动力末煤价同比变动



资料来源：公司公告，平安证券研究所

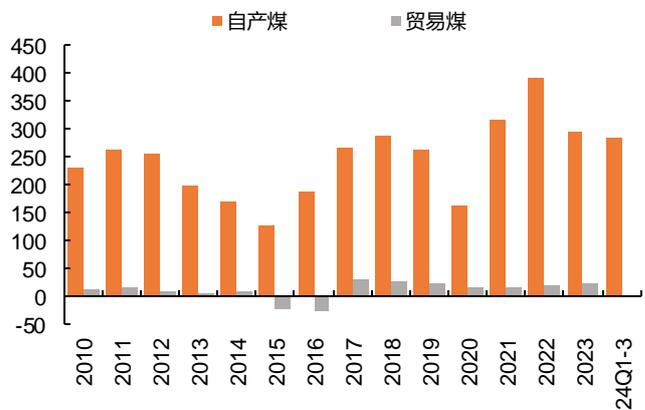
公司外销煤炭中自产煤和贸易煤大约各占一半，据公司公告，2024 年前三季度自产煤和贸易煤销量占比分别为 48.8%和 49.2%，其余为分部间自用量和进出口及国内代理，公司自产煤和贸易煤售价走势基本趋同，贸易煤因更贴近市价且包含代买服务费等，较自产煤价略高，但因其利润低且盈利具较大不确定性，公司煤炭业务利润主要来自于自产煤，2023 年和 2024 年前三季度自产煤单吨售价分别为 602 元/吨和 571 元/吨，单位利润分别为 295 元/吨和 284 元/吨，受市场煤价下跌的小幅影响。

图表35 公司自产煤和贸易煤售价（元/吨）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

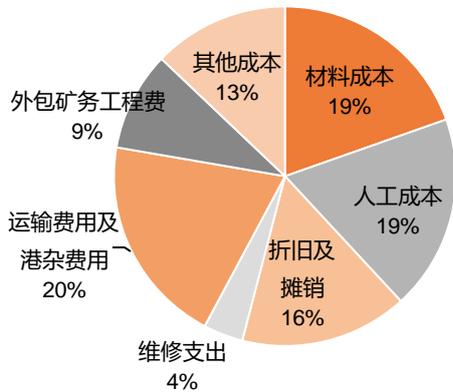
图表36 公司自产煤和贸易煤利润（元/吨）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

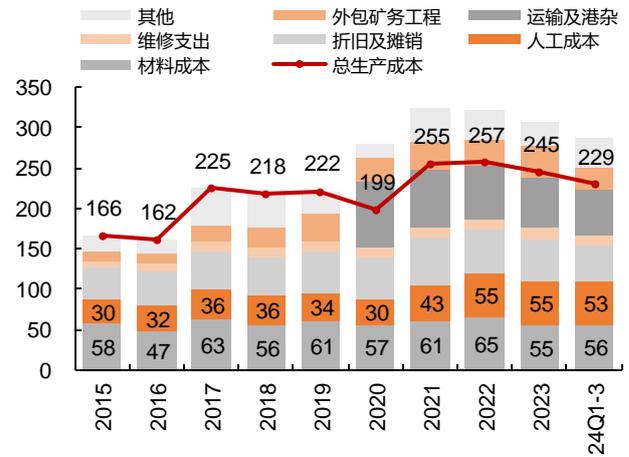
公司自产煤单位生产成本相对稳定，近两年呈现稳中有降趋势。因会计准则调整，2021 年公司将运输及港杂费用从销售费用转计入营业成本中，使得当年总销售成本增加（2020 年为经 2021 年重述后的值），剔除运费后的单位生产成本有所增加主要是国家 2020 年出台的阶段性减半缴纳社保费用等疫情防控支持政策 2021 年不再执行，使吨煤人工成本同比增加，此外，因专项基金费用化使用同比减少以及生产相关零星矿务支出增加等综合影响，使吨煤专项基金结余成本等其他成本增加。近两年公司积极推动系统降本，同时自产煤产量增加摊薄了材料成本，整体生产成本已呈现下降趋势。

图表37 公司自产煤销售成本占比结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

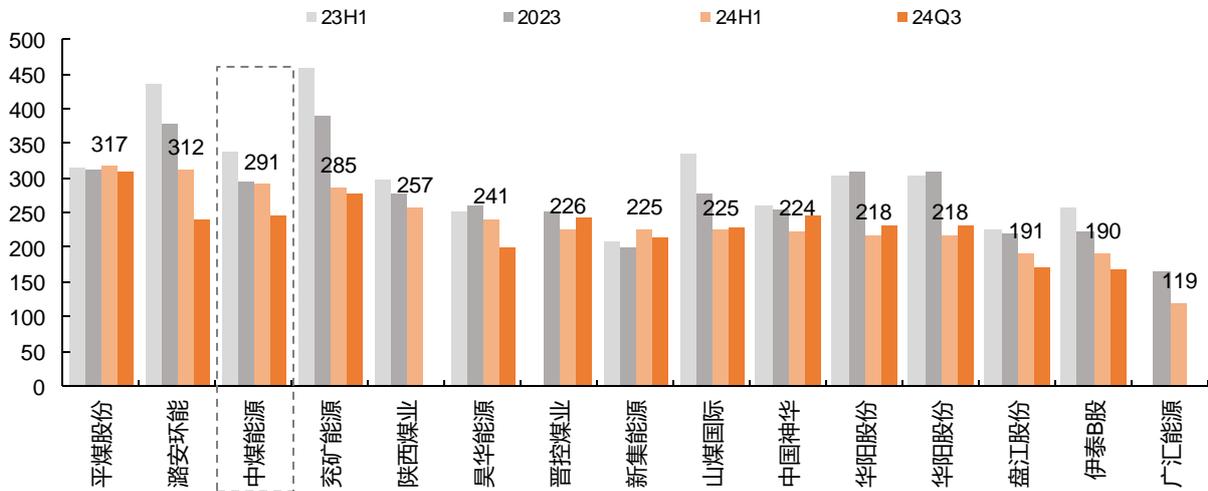
图表38 公司自产煤销售成本构成（元/吨）



资料来源：公司公告，平安证券研究所，总生产成本不含运输及港杂费

从可比公司自产煤销售利润来看，公司签署的长协比例高、煤价波动幅度相对小，在市场煤价下跌时业绩更具韧性。公司近两年自产煤单吨利润平均在 290 元/吨左右，在可比的上市煤企中处于中上水平，且利润调整幅度相对小，高长协占比销售结构在煤价下行期的盈利韧性优势有所显现，我们认为在经济复苏尚不明朗和低利率环境仍将延续的现阶段，对于煤企而言，稳定的利润和高分红的持续兑现是其主要投资价值所在。

图表39 公司自产煤单吨利润相对稳定（元/吨）



资料来源：各公司公告，平安证券研究所

### 2.3 煤+化工+电力协同发展，构筑利润闭环

公司除了深耕源头煤炭资源开采销售业务外，还拥有成熟的煤化工产线和小具规模的坑口煤电产业，同时继续深入布局煤炭深加工基地和坑口煤电项目，近年来已形成以煤炭、煤化工、煤矿装备、坑口发电等产业为主营业务的产业格局和以中煤山西、中煤蒙陕、中煤江苏、中煤黑龙江、中煤新疆五大煤炭及转化基地为依托的区域布局。

深入进行煤炭产业一体化布局有一定成本优势，煤炭深加工基地建设、业务向更高端的煤化工产品延伸也是国家鼓励的发展方向，同时煤+电的经营模式有助于熨平煤价和电价错位波动带来的盈利不确定性，能够使利润更为充分的兑现，以国电电力和新集能源披露的2024年中期数据为例，煤+电经营模式下折标煤单吨利润相较专营煤电高约6.45%。

**图表40 单独经营电力企业、煤化工企业与煤炭+电力、煤炭+煤化工一体化经营企业的盈利情况对比**

①煤炭+煤电	燃煤电厂 (国电电力)	自有坑口煤电厂 (新集能源)	②煤炭+煤化工	煤化工企业 (宝丰能源)	煤炭+煤化工企业 (中煤能源)
售电价格-元/度	0.4609	0.4115	聚烯烃售价-元/吨	6888	6955
售电成本-元/度	0.3762	0.3228	销售成本-元/吨	4228	5866
煤炭采购价/ 内部售价-元/吨	919 (标煤)	564(外销煤价) 442(销售均价)	煤炭采购价/ 内部售价-元/吨	562	584
煤炭销售成本-元/吨	--	339	煤炭销售成本-元/吨	--	293
单度电煤耗-克/度	292 (标煤)	430	单吨聚烯烃煤耗-吨/吨	4.52	6.23
耗煤成本-元/度	0.2683	0.1900	耗煤成本-元/吨	2537	3637
其他成本-元/度	0.1079	0.1328	其他成本-元/吨	1691	2229
售电毛利-元/度	0.0847	0.0887	聚烯烃毛利-元/吨	2660	1089
售电毛利率	18.37%	21.56%	聚烯烃毛利率	38.62%	15.66%
折吨煤利润-元/吨	289.93	308.63	折吨煤利润-元/吨	589.09	465.99
自有较外销电厂利润增幅		6.45%	较外销利润增幅	--	-20.90%

资料来源：中煤能源、国电电力、新集能源、宝丰能源公司公告，平安证券研究所，注：由于宝丰能源在煤制烯烃技术上具有一定优势，醇烯比相对低，同时用了焦化过程副产物焦炉气制备甲醇，节省了部分原料煤的外采，因此目前在煤制烯烃的利润上较中煤能源更高

公司煤化工业务方面，产品产能已具有一定规模，产生稳定收入。截至2024年上半年，主要经营的四大煤化工产品聚烯烃、甲醇、尿素、硝铵控股在产产能分别达120、365、175、40万吨/年，控股在建产能为聚烯烃90万吨/年、甲醇230万吨/年，包括参股公司的权益总产能（包括在建产能）合计约聚烯烃274万吨/年、甲醇748万吨/年、尿素175万吨/年、硝铵40万吨/年。

公司较具代表性的项目陕西榆林煤化工一期年产205万吨甲醇、60万吨聚烯烃装置以及配套公用工程，于2014年7月就已建成投产；陕西榆林二期煤炭深加工基地项目拟建设规模为220万吨/年甲醇、90万吨/年聚烯烃，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，规划总投资238.88亿元，已于2024年6月全面启动主体装置建设，计划2026年年中交工。此外，旗下鄂能化“液态阳光”项目正加快建设，项目总投资44.74亿元，拟新建625MW风光发电、2.1万吨/年电解水制氢、10万吨/年CO<sub>2</sub>加氢制甲醇（含15万吨/年CO<sub>2</sub>捕集及精制）。

**图表41 公司在产煤化工项目各产品产能（万吨/年）**

所属子公司	项目名称	持股比	聚乙烯	聚丙烯	甲醇	尿素	硝铵
<b>控股在产项目</b>							
中煤陕西榆林能源化工有限公司	榆林煤制烯烃一期项目	100%	30	30	205		
内蒙古中煤蒙大新能源化工有限公司	蒙大工程塑料项目	100%	30	30			
中煤鄂尔多斯能源化工有限公司	图克化肥项目	100%				175	

中煤鄂尔多斯能源化工有限公司	合成气制年产 100 万吨 甲醇技术改造项目	100%			100		
内蒙古中煤远兴能源化工有限公司	蒙大甲醇项目	75%			60		
中煤平朔集团有限公司	劣质煤综合利用示范项目	100%					40
<b>控股在产产能合计</b>			<b>60</b>	<b>60</b>	<b>365</b>	<b>175</b>	<b>40</b>
<b>控股在建项目</b>							
中煤陕西榆林能源化工有限公司	榆林煤炭深加工基地项目	100%	35	55	220		
中煤鄂尔多斯能源化工有限公司	图克“液态阳光”示范项目	100%			10		
<b>控股在建产能合计</b>			<b>35</b>	<b>55</b>	<b>230</b>	<b>--</b>	<b>--</b>
<b>参股在产项目</b>							
中天合创能源有限责任公司	中天合创鄂尔多斯煤炭深 加工示范项目	38.75%	137 (聚烯烃)		360		
陕西延长中煤榆林能源化工有限公司	靖边能化园区煤油气资源 综合利用一期启动项目	15.83%	30	40	180		
<b>参股产能合计</b>			<b>207 (聚烯烃)</b>		<b>540</b>	<b>--</b>	<b>--</b>
参股权益产能			64.17		167.99	--	--
<b>控股和参股的总权益产能 (含在建)</b>			<b>274.17 (聚烯烃)</b>		<b>747.99</b>	<b>175</b>	<b>40</b>

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表42 公司在建煤化工项目

项目名称	持股	建设内容	计划总投资-亿元	建设进程
榆林煤炭深加工基地项目	100%	220 万吨甲醇、90 万吨聚烯烃 (聚乙烯 35wt 和聚丙烯 55wt)	238.88	24H1 开工，预计 2026 年 6 月中交及试车投产
图克 10 万吨级“液态阳光”示范项目	100%	10 万吨/年 CO <sub>2</sub> 加氢制甲醇	44.74	加快实施

资料来源：公司公告，煤炭深加工现代煤化工，平安证券研究所

公司新建的陕西榆林煤炭深加工项目定位高密度聚烯烃产品，以高端产品进口替代为主要方向，项目建成后，煤化工产品生产线将增加至 6 条，新增聚烯烃产能 90 万吨/年，经济效益相较在产的榆林煤制烯烃一期项目整体抬升，其中单吨投资、综合能耗、吨烯烃煤炭耗量和项目毛利率等指标均有明显提升；同时较可比的新建项目“中国神华包头煤制烯烃升级示范项目”和“宝丰能源内蒙古 260+40 万吨/年“绿氢+煤”制烯烃”，在综合能耗、能源转换效率等方面有一定优势。

图表43 中煤能源和中国神华、宝丰能源煤制烯烃项目对比

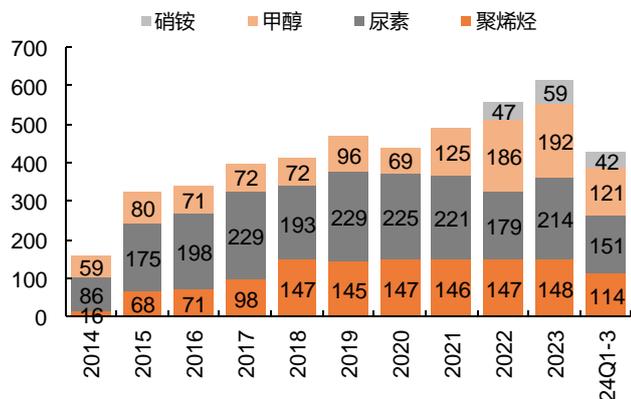
中煤榆林煤制烯烃一期 项目	中煤榆林煤炭深加工 基地项目	神华包头煤制烯烃升 级示范项目	宝丰内蒙古 260+40 万吨/ 年“绿氢+煤”制烯烃
------------------	-------------------	--------------------	--------------------------------

聚烯烃建设规模-万吨/年	60万吨(30万吨聚乙烯/30万吨聚丙烯)	90万吨(35万吨聚乙烯/55万吨聚丙烯)	75万吨(35万吨聚乙烯/40万吨聚丙烯)	297.63wt(160.51万吨聚乙烯/137.12万吨聚丙烯)
项目总投资-亿元	193.35	238.88	171.51	478.13
单吨投资-万元/吨	3.53	2.65	2.29	1.59
综合能耗-吨标煤/吨	3.955	1.742	2.22	1.85
吨烯烃煤炭单耗-吨	5.52	3.84	4.59	2.76
项目煤炭总耗-万吨	331	264	344	原料煤 829(+燃料煤 137)
单吨烯烃水耗-吨	--	10.99	9.47	10.37
能源转换效率	--	52.66%	45.06%	45.71%
建设期	3年	2年	4年	18个月
投产时间	2011年8月开工 2014年7月投产	预计2026年6月 中交及试车投产	预计2027年建成	2023年3月开工,2024年 11月底第一条产线投产
聚烯烃售价-元/吨	6955	6955	6235	6888
聚烯烃成本-元/吨	5866	4739	5856	4436
聚烯烃毛利-元/吨	1089	2216	379	2452
项目毛利率	15.66%	31.86%	6.08%	35.60%

资料来源：各公司公告，项目环评报告，平安证券研究所，注：聚烯烃售价、成本使用24H1各公司披露数据，其中中煤榆林煤炭深加工基地项目聚烯烃成本在24H1公司公告披露的聚烯烃单位销售成本和各分项占比结构基础上，根据单吨烯烃煤耗调整了材料成本，24H1聚烯烃销售成本为5866元/吨，材料成本占比63.1%，调整材料成本为5866\*63.1%\*3.84(中煤榆林煤炭深加工基地项目吨烯烃煤炭单耗)/5.52(中煤榆林煤制烯烃一期项目吨烯烃煤炭单耗)=2575元/吨，其他成本假设保持不变。

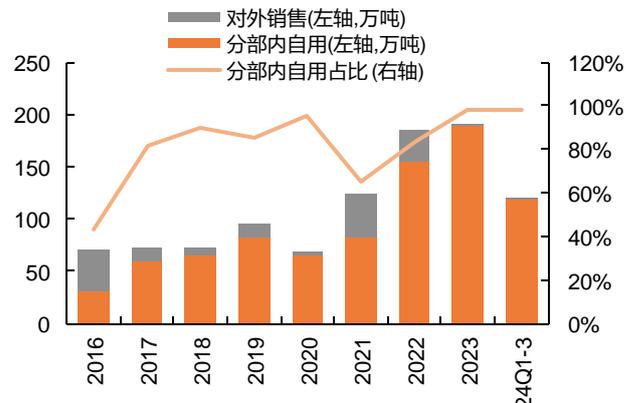
公司煤化工产品销量呈现逐年稳步增加态势，其中聚烯烃、尿素和甲醇贡献主要收入，但甲醇产品以内部自用生产烯烃为主，据公司公告，2023年和2024年前三季度甲醇分部内自用占比超98%，因此煤化工业务利润主要来自聚烯烃、尿素和硝酸，2024年尿素市场供应相对偏宽、价格下跌，公司尿素销量和售价同比下降导致煤化工业务整体利润同比有所减少。

图表44 煤化工产品销量逐年增加(万吨)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表45 公司甲醇产品主要在分部内自用



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2023-2026年聚烯烃进入到新一轮投产高峰期，新增装置以大炼化项目为主，生产利润被压缩至低位，目前煤制烯烃是利润相对最高的生产路径，据wind数据和公司公告披露信息测算，2024年外购煤制聚乙烯工艺成本约7292元/吨，利润率在

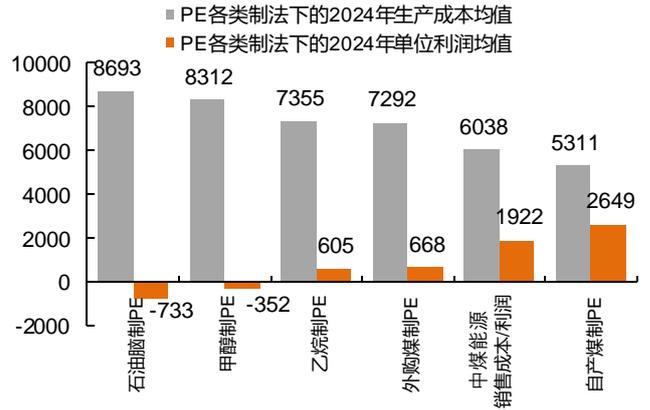
8.4%左右，而自产煤制聚乙烯的成本约 6038 元/吨，利润率约 24.1%；外购煤制聚丙烯工艺成本约 7087 元/吨，利润率约 2.2%，自产煤之聚丙烯成本约 5991 元/吨，利润率约 17.3%。上下游一体化经营可大幅降低煤化工产品生产成本，公司自产煤制聚烯烃的成本优势显著。中煤能源制聚乙烯的销售成本和以自产煤成本代入煤制聚乙烯公式计算的生产成本较外购煤制 PE 均有明显优势，根据公司公告披露的数据测算，自产煤制 PE 的生产成本约 5311 元/吨、利润约 2649 元/吨，成本较外购煤制 PE 降低约 1981 元/吨；自产煤制 PP 的生产成本约 5450 元/吨、利润约 1798 元/吨，较外购煤制 PE 单位成本降低约 1637 元/吨。

图表46 煤制聚乙烯具有一定成本优势(元/吨)



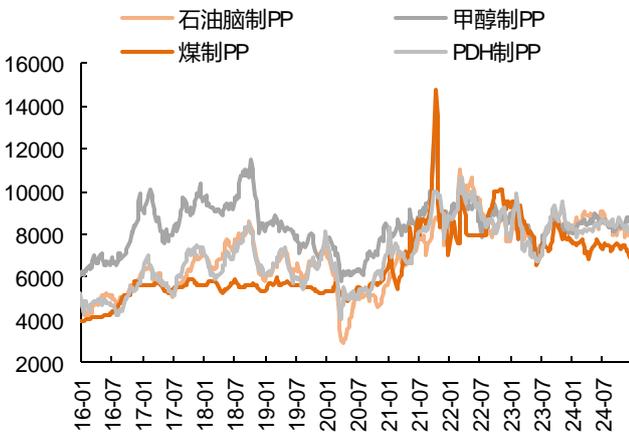
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表47 公司自产煤制聚乙烯成本优势显著(元/吨)



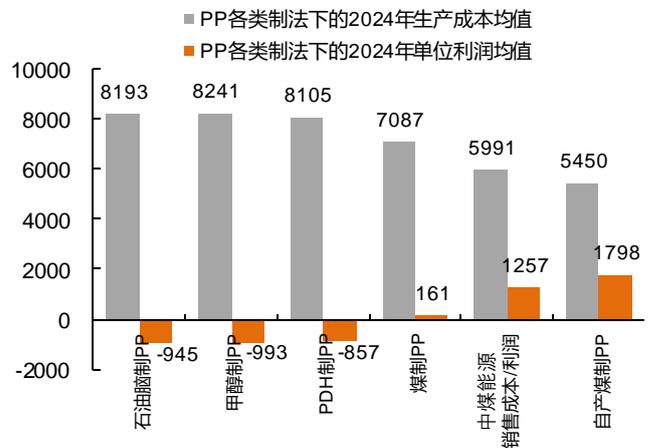
资料来源: wind, 平安证券研究所, 注: 数据以LLDPE为例

图表48 煤制聚丙烯具有一定成本优势(元/吨)



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表49 公司自产煤制聚丙烯利润高于其他制法(元/吨)



资料来源: wind, 公司公告, 平安证券研究所

电力项目方面，煤电业务已小具规模，开始布局新能源发电项目。公司积极推进中煤特色“两个联营”建设，积极打造“煤炭-煤电-煤化工-新能源”致密产业链，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，截至 2024 年上半年，已并网发电的煤电项目有 2 个，并网权益装机规模 1094MW；在建的煤电项目 2 个、权益规模共 1677MW，其中，安太堡 2×350MW 低热值煤发电项目即将实现“双投”，乌审旗 2×660MW 煤电一体化项目推进中，计划 2026 年 12 月首台机组投产，据鄂尔多斯市人民政府披露，项目全部建成后，年发电量可达 59.4 亿千瓦时，供电量可达 55.9 亿千瓦时。

公司煤矿分布地域广阔、拥有丰富的地上资源，可充分利用闲置土地发展新能源产业，同时公司煤电产业和煤化工产业可支撑能源消纳的条件，具备发展多能互补能源基地和“源网荷储一体化”的优势。新能源发电项目方面，新能源示范基地一期 263MW 项目投产后效益良好，二期 132MW 项目进入加速建设阶段，同时，中煤平朔集团 100MW 农光互补及后续合

计 260MW 光伏项目正在加快建设。

图表50 公司煤电在产和在建项目

项目名称	所属公司	总投资 亿元	持股 比例	总规模-MW/年	权益规模-MW/年	状态
上海能源 2×350MW“上大压小”热电项目	上海能源股份有限公司		62%	2*350	434	并网发电
新疆准东五彩湾北二电厂项目	新疆准东五彩湾北二电厂有限公司		50%	2*660	660	并网发电
安太堡 2×350MW 低热值煤电发电项目	中煤平朔安太堡热电有限公司	31.97	51%	2*350	357	即将实现“双投”
乌审旗 2×660MW 煤电一体化项目	中煤西北能源化工集团有限公司	57.62	100%	2*660	1320	在建
	已并网发电容量 ( MW )			2020	1094	--
	在建煤电容量 ( MW )			2020	1677	--

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表51 公司新能源发电在建和在产项目

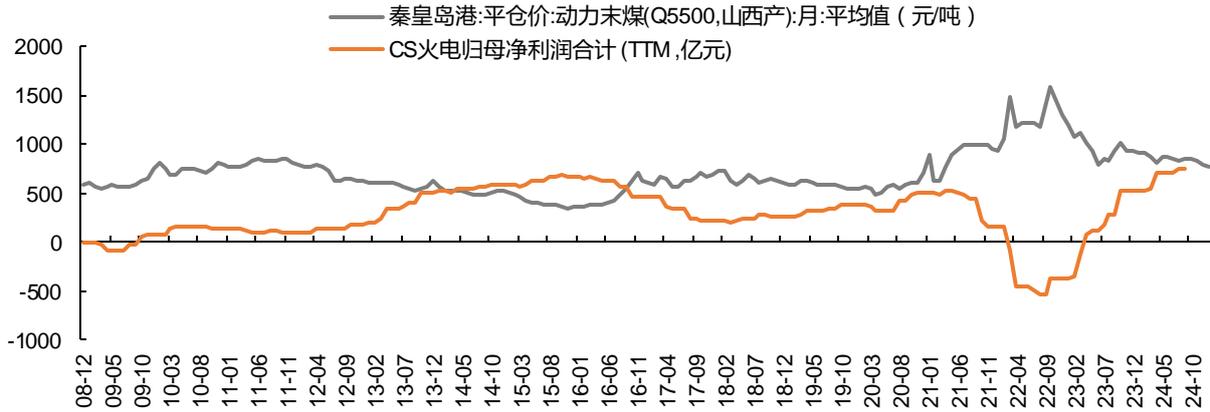
项目名称	所属公司	持股比例	总规模-MW/年	权益规模-MW/年	状态
上海能源新能源示范基地一期	上海能源	62%	263	163	并网发电
上海能源新能源示范基地二期			132	82	在建
平朔集团 100MW 农光互补项目	中煤平朔集团	100%	100	100	在建
平朔集团 160MW 光伏发电项目			160	160	在建 2023.4 开工
	在产产能 ( MW )		263	163	--
	在建产能 ( MW )		392	342	--

资料来源：公司公告，平安证券研究所

从主要上市煤企各业务占比结构来看，多家煤企布局有煤+电+煤化工业务，从经济效益的角度来说，煤电一体化发展企业可向自有电厂供给内部煤炭，保障高比例长协煤的兑现，从而熨平煤价波动过程中公司电力业务和煤炭业务的利润，化解“煤电顶牛”的价格矛盾和利益冲突，实现煤电业务的双赢。由于火电-燃煤发电中的燃料成本占比高，因此火电成本对煤价波动具有较高敏感性，煤炭和火电业务的利润存在较高关联的互补性，且因电价较煤价调整具有一定滞后性且可调整幅度相对小，因此存在“煤电顶牛”的问题（即市场煤价和计划电价间的利益冲突，煤价波动造成的煤企和电力企业利润跷跷板式震荡），从动力煤市场价和 CS 火电板块归母净利润走势可见，两者呈现较为明显的负相关性。

**我们粗略计算煤电一体化运营在煤价下跌过程中减少的亏损额：**假设一个季度煤价下跌 50 元/吨，电价调整较煤价滞后，假设该季度保持不变，单度电耗煤 292 克（据国电电力公告），中煤能源已并网发电容量 2020MW，以季度平均利用 1305 小时计算（按照中国神华披露的 2023 年煤电利用小时数除以 4 计算），则一个季度发电量对应的耗煤量约 77 万吨，煤价下跌 50 元/吨可使得公司发电耗煤成本减少 3850 万元，弥补部分因煤价下跌带来的煤炭业务亏损。

图表52 市场煤价和火电板块利润呈较高负相关走势



资料来源: wind, 平安证券研究所

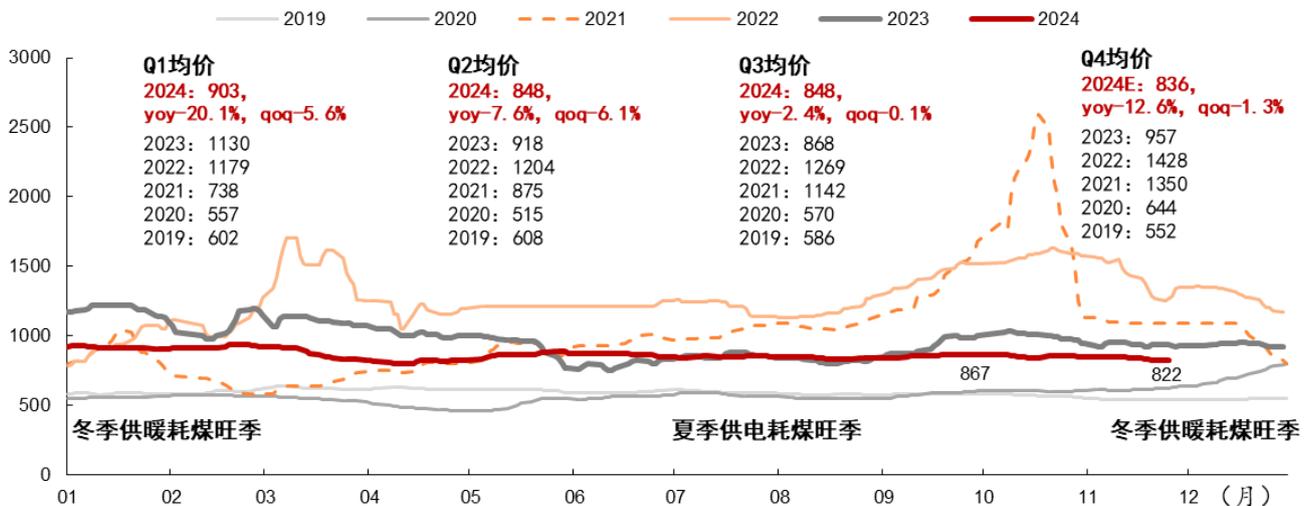
### 三、行业层面：基本面预期偏宽，静待经济政策生效提振需求

#### 3.1 煤炭-动力煤：2025 年保供稳价为主，基本面偏宽但价格下方空间有限

2024 年动力煤市场价整体下行，据 wind 数据，2024 年 12 月动力煤月长协价在 696 元/吨（2025 年 1 月为 693 元/吨），接近 675 元/吨的港口基准价，下游火电旺季需求不及预期，非电煤按需采购，电厂和港口煤炭库存高位，供应相对宽松，年初至今(2024 年 12 月 9 日)秦皇岛 Q5500 动力煤均价同比下降 12.8%，年内各季度价格同环比均有所下降。

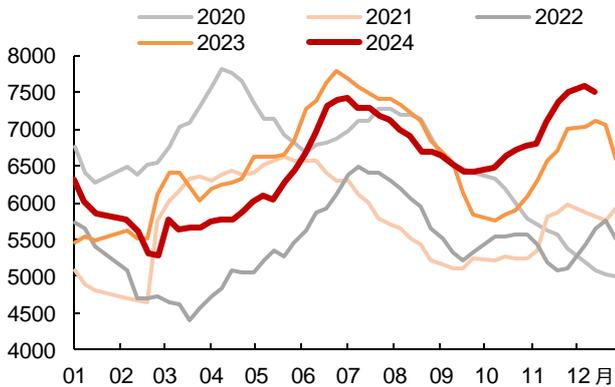
回顾 2024 年动力煤市场价走势：1-2 月冬季用煤高峰、库存走低、煤价持稳，春节假期阶段性补库推动煤价小涨；3-4 月进入淡季，气温回升、居民用电回落、煤价下行，5 月在铁路优惠政策助推下，下游提前备货，叠加旺季行情将至，煤价回升；6-8 月夏季用电高峰，但因南方地区降水充沛、水电贡献高增挤占部分火电需求，动力煤耗量不及预期，煤价未出现反弹；9 月“秋老虎”天气，南方多地持续高温，三峡水库出库量回落，火电发电量同比增幅超预期，动力煤价回涨；10 月以来，随着耗电旺季结束，重点电厂和港口煤炭库存走高，煤价再次回落；11 月下旬以来，因暖冬影响（据国家气候中心发布的今年冬季气候趋势预测，全国大部气温接近常年同期或偏高），供热耗煤需求一般导致煤价继续走低。

图表53 秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500,山西产)价格走势（元/吨）



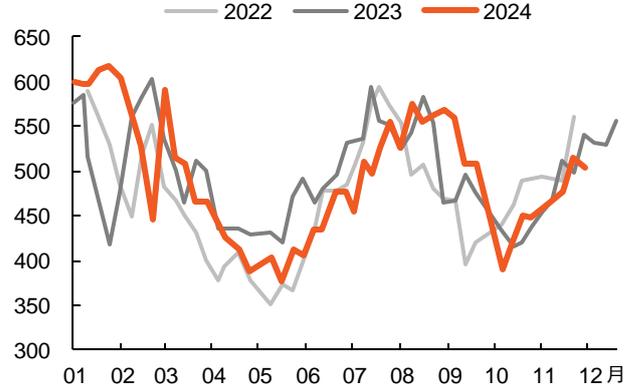
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表54 CCTD 主流港口煤炭库存(万吨)



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表55 中国重点电厂煤炭日耗量(万吨)



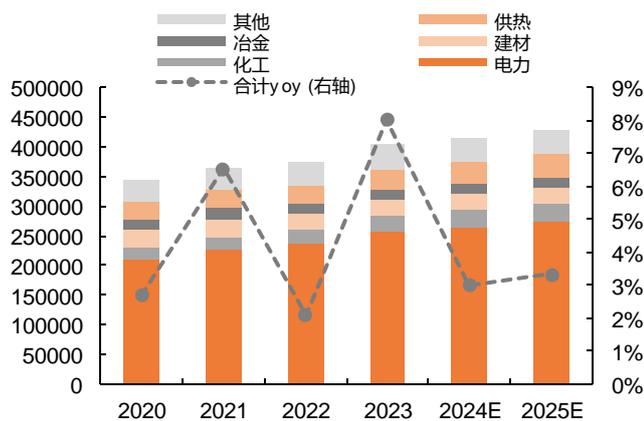
资料来源: wind, 平安证券研究所

预期 2025 年基本面略走弱、供应相对偏宽，动力煤价中枢稳中小降；展望 2025 年，保供稳价仍是行业主旋律，供应趋于宽松或使煤价中枢小幅下移，但在长协价和疆煤外运高成本支撑下，价格下方空间有限，可能存在的极端天气导致的供需失衡仍会推动煤价阶段性走高。

供应端，2025 年国内供给增量主要来自山西煤矿恢复正常生产水平（据国家统计局，2024 年前 10 月山西原煤产量共减少 7468 万吨），进口方面，预期从蒙古、澳大利亚和美国的进口动力煤量继续呈较高增速，俄煤进口量同比转正，在进口煤维持价格优势的情况下，2025 年我国进口动力煤量或仍将保持增长。

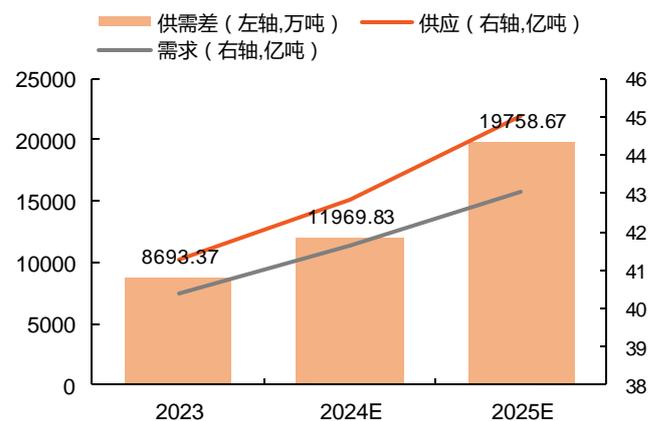
需求端，电煤需求和 GDP 高挂钩、增速相对稳定，非电煤下游冶金、建材水泥等在国内系列经济和地产利好政策落地后，需求降幅有望收窄，化工用煤仍有望保持强劲增长。综上判断，2025 年动力煤或将供需齐增态势，虽然供应增速可能快于需求增速导致预期供需差有所扩大、煤价中枢存在继续下移的潜在压力，但在 675 元/吨的长协基准价和疆煤外运高成本支撑下，预期煤价中枢将保持坚挺，在不考虑极端天气和大型煤矿安全事故发生的情况下，预期 2025 年动力煤价格中枢在 800 元/吨左右，较 2024 年全年煤价均值同比下降约 6.4%。

图表56 广义动力煤各下游耗煤量(万吨)



资料来源: wind, 中国煤炭网, 平安证券研究所预测

图表57 我国动力煤供需预测

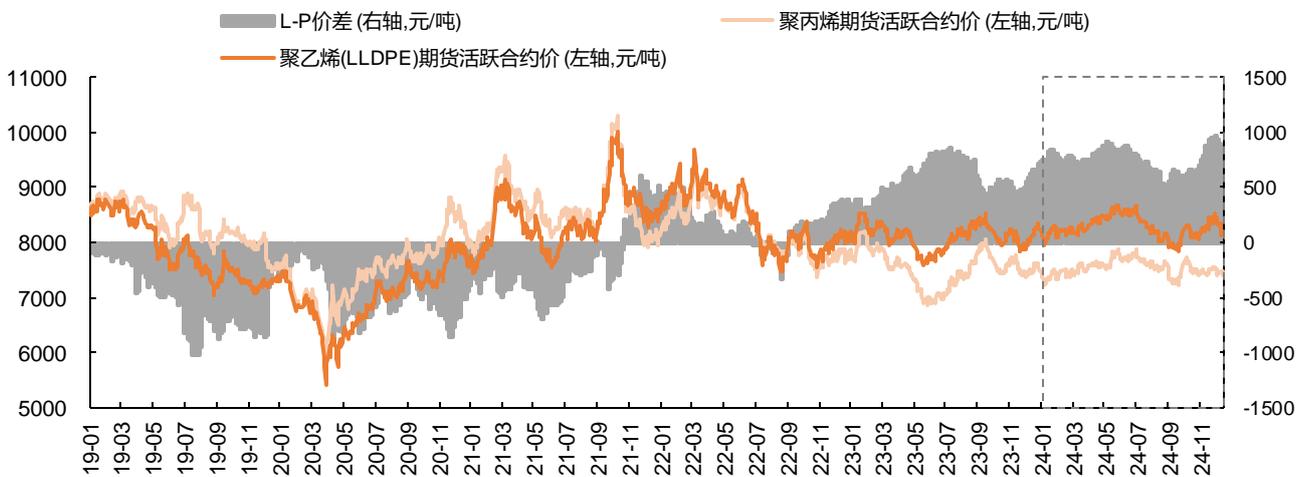


资料来源: wind, 平安证券研究所预测, 注: 详细测算过程见外发报告《【平安证券】能源化工行业 2025 年年度策略报告: 能源降价周期, 静待底部反转》

### 3.2 煤化工-聚烯烃：正处产能释放高峰期，等待宏观政策生效提振需求

2024 年聚烯烃整体走势震荡偏弱，一季度油价受地缘政治影响震荡上行，聚烯烃成本支撑偏强，但因消费淡季和春节后累库压制了价格上行空间；二季度消费旺季“金三银四”的到来对需求起到一定提振，同时聚烯烃进入检修高峰期，供给压力减小，叠加 5 月支持政府收储、保交楼、降低首付比例和住房贷款利率等利好地产的政策频出提升市场情绪，推动烯烃价格上行；三季度聚烯烃检修量回落、国内产量增加，叠加进口量出现高增使供应相对承压，同时市场交易特朗普行情和美国经济衰退预期下的基本面疲软担忧，油价大幅下跌，导致聚烯烃成本端支撑趋弱；四季度初，强预期和弱现实交织，9 月底-10 月初降息降准等刺激经济修复和降低存量房贷利率等利好地产的一揽子政策密集出台，市场交易情绪高涨带动商品价格走高，但因终端需求跟进仍显乏力，政策落地效果仍待进一步验证，导致商品价格再度回落；10 月底-至今，国内“以旧换新”等鼓励消费政策推进、终端家电汽车需求回暖，非常规季检修量超预期使供应收缩，基本面边际修复推动烯烃价格阶段性回涨，但 12 月存量检修装置重启和在建产能投产逐步兑现导致供应压力增大，聚烯烃价格再度走弱。

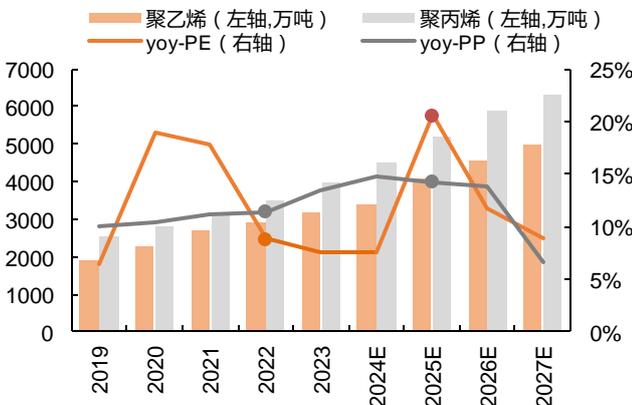
图表58 聚烯烃价格价差走势（元/吨）



资料来源：wind，平安证券研究所，注：L-P 价差表示聚乙烯和聚丙烯的价差

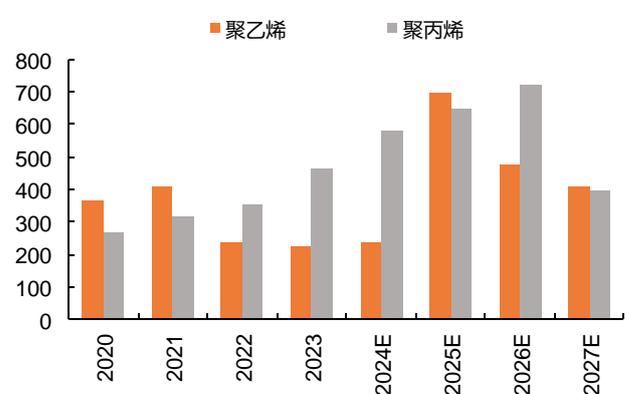
聚乙烯 PE 和聚丙烯 PP 走势趋同，而两者价差（聚乙烯-聚丙烯，L-P）走高主要由投产周期差异引起，2022 年以来 PP 产能增速持续快于 PE，导致 LP 价差扩大，2025 年 PE 计划投产的产能增幅显著增加，LP 价差可能呈收窄态势。2025 年全球聚烯烃产能投放基本集中于中国大陆，我国 PE 将进入投产高峰期，PP 仍将处于较高速的扩能期，国内聚烯烃或将进入中长期供应偏宽松的局面，而需求端以刚需为主，基本面偏弱或对价格形成一定压制。

图表59 聚烯烃年产能及同比增速



资料来源：卓创资讯，隆众资讯，平安证券研究所

图表60 聚烯烃计划产能扩张量（万吨/年）



资料来源：卓创资讯，隆众资讯，平安证券研究所

聚乙烯国内产能持续释放，国产化率加速提升，下游传统消费品以刚需为主，2025年一揽子利好经济的宏观政策逐步发力，地产等消费有望边际回暖，或有望提振PE需求。

供给方面，随着我国大炼化时代的开启，叠加提振内需等宏观经济政策催化，国内聚烯烃产能持续攀升。据卓创资讯预测，2024年中国PE总产能将增至3395.8万吨，五年内累积新增产能达1490万吨、复合增长率达12.25%；综合考虑按计划于2025年投产产能和原定2024年投产现推迟至25年投产产能情况，2025-2026年我国聚乙烯将迎来产能释放高峰期，据金联创预测，2025年我国共有14套装置计划投产，涉及新增产能934万吨/年；2026年共有9套装置计划投产，涉及新增产能640万吨/年，我们假设实际投产75%，2025-2026年国内将有1180.5万吨/年聚乙烯产能计划投放市场。根据百川盈孚数据，2024年前十一个月我国聚乙烯进口量约1258万吨，表观消费量共3694万吨，按照进口量/表观消费量计算的进口依赖度约34%，尚有一定国产替代空间，未来随着国内聚乙烯产能持续释放，国产化率将加速提升。

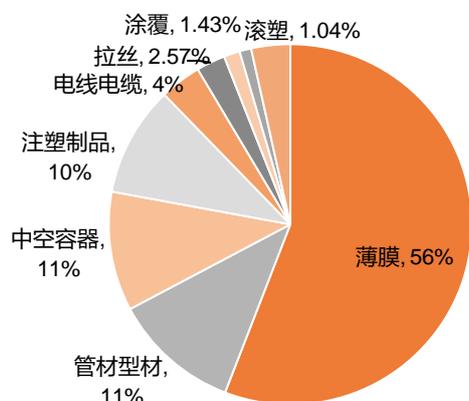
需求方面，传统农膜、管材型材等仍将以刚需为主。PE多用于薄膜制品，其消费量占聚乙烯总需求的一半以上，薄膜制品多作为一次性消费品，主要应用于日常生活以及农业等领域，具有一定的刚性，但整体需求量持稳，增速放缓；其次为中空容器、注塑、管材型材等，主要应用于日常生活和地产行业，2024年受基建和地产成交低迷影响，管材型材等需求有所下滑，2025年一揽子利好经济的宏观政策逐步发力，地产等消费有望边际回暖，或有望提振PE需求。

图表61 聚乙烯PE尚存一定国产替代空间，未来国内产能将持续扩张（万吨）

	产能	产量	产能利用率	进口	出口	表观消费量	进口依赖度
2019	1920.8	1779.0	92.6%	1666.0	28.0	3417.0	48.8%
2020	2285.0	2008.5	87.9%	1853.0	25.2	3836.2	48.3%
2021	2694.0	2231.0	82.8%	1458.9	51.1	3638.8	40.1%
2022	2931.8	2479.0	84.6%	1346.7	72.3	3753.5	35.9%
2023	3155.8	2730.0	86.5%	1344.0	83.6	3990.4	33.7%
2024E	3395.8	2765.7	81.4%	1378.8	82.5	4062.0	33.9%
2025E	4096.3	3297.5	80.5%	1337.4	83.7	4551.2	29.4%
2026E	4576.3	3697.7	80.8%	1270.5	87.9	4880.3	26.0%
2027E	4985.8	4063.4	81.5%	1181.6	101.1	5143.9	23.0%
24-27CAGR	13.7%	13.7%		-5.0%	7.0%	8.2%	-11.0%

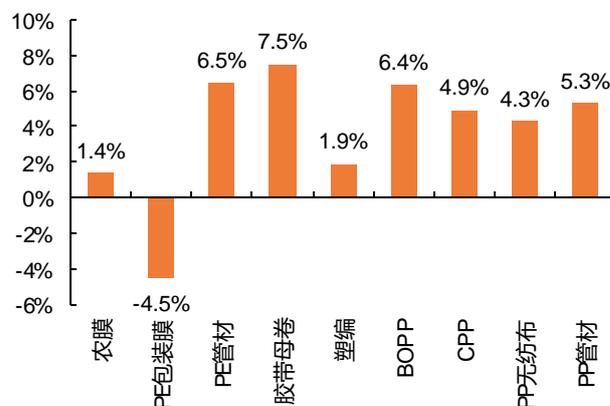
资料来源：隆众资讯，卓创资讯，金联创，百川盈孚，平安证券研究所

图表62 2023年聚乙烯下游需求结构



资料来源：隆众资讯，卓创资讯，平安证券研究所

图表63 聚烯烃下游产品2020-2023年产能年复合增速



资料来源：隆众资讯，平安证券研究所

聚丙烯产能继续扩张、供应相对充足，新兴领域新能源车、高端医疗器械对改性PP需求增速可观，整体需求稳中小幅增。

**供给方面：聚丙烯产能或将持续扩张。**近年来我国聚丙烯进入产能持续扩张期，规模不断攀升，目前国产替代率已超 90%，根据新建装置投产计划，2024-2026 年我国仍将处于聚丙烯装置扩能的高峰期，前期大量新增产能的释放可能会使市场供应保持较为充足的状态，2025 年计划投产产能共计 180 万吨左右，但部分项目可能会受到宏观经济等因素影响，延期概率偏大，并且 2025 年随着装置检修结束和新装置的稳定运行，场内供应或将进一步增加，供应压力可能在年初再度回升。

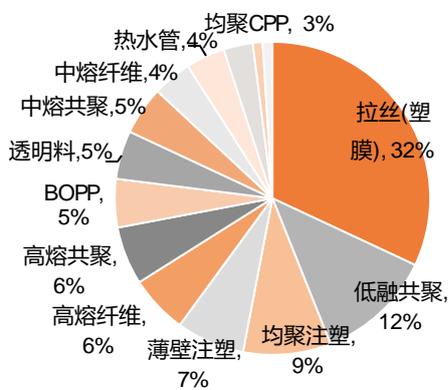
**需求方面：聚丙烯需求结构较稳定，传统塑编、薄膜以刚需为主，改性 PP 在新能源汽车和高端医疗器械领域增势较好。**下游传统行业中塑编、注塑、无纺布、薄膜等领域的需求增长可能会继续缓慢跟进，对聚丙烯市场或将维持刚需，塑编和 BOPP 膜是 PP 消费中占比最大的两个领域，塑编行业正处去产能阶段，对 PP 的需求可能边际减少；BOPP 膜行业仍处扩张期，下游电商消费旺盛带动我国快递业务增量明显。在“以旧换新”等政策刺激下，以及东南亚国家经济增长带来消费品进口需求高增，我国汽车、家电等领域内需和出口均呈现较好的增长态势，对聚丙烯的消费呈现良好的增长态势，同时，新兴领域如新能源汽车、高端医疗器械等对聚丙烯的需求有望保持较快增长，例如新能源汽车的发展将带动车用改性聚丙烯的需求增加，如用于汽车内饰、保险杠等部件的制造；高端医疗器械领域对高纯度、高性能的聚丙烯材料也有一定需求。

图表64 聚丙烯进口替代空间相对小，未来国内或呈供过于求格局（万吨）

	产能	产量	产能利用率	出口量	进口量	表观消费量	进口依赖度
2019	2549	2234.8	87.7%	38.2	522.34	2719	19.2%
2020	2816	2534	90.0%	42.5	656	3147	20.8%
2021	3131	2849	91.0%	139.1	467	3177	14.7%
2022	3487	2964	85.0%	127.2	451	3288	13.7%
2023	3954	3225	81.6%	131.2	398	3492	11.4%
2024	4662	3500	75.1%	242	347	3605	9.6%
2025	5172	3919	75.8%	266	300	3953	7.6%
2026	5645	4456	78.9%	312	252	4396	5.7%
2027	6055	4665	77.0%	336	225	4554	4.9%
24-27CAGR	9.1%	10.1%	--	11.6%	-13.4%	8.1%	--

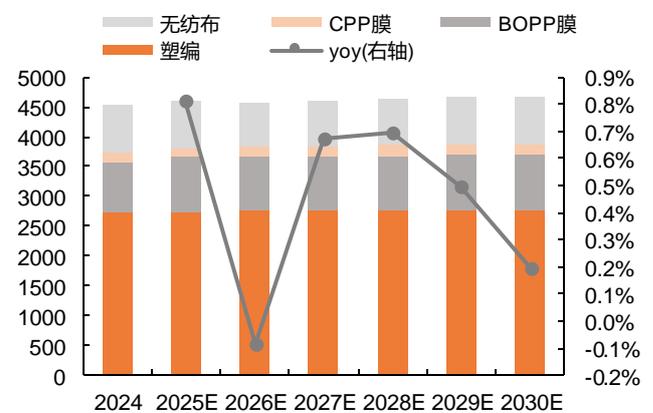
资料来源：隆众资讯，卓创资讯，金联创，百川盈孚，平安证券研究所

图表65 2023 年聚丙烯下游需求结构



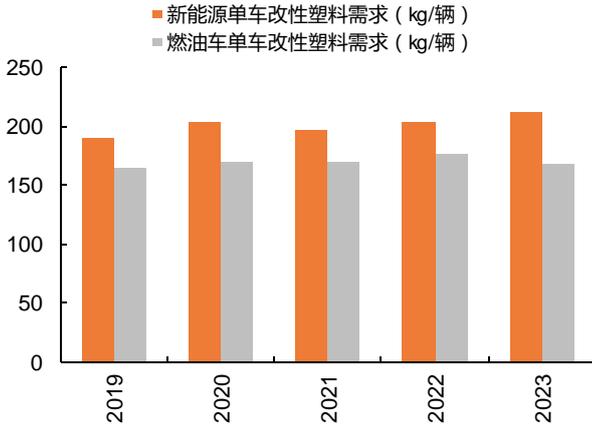
资料来源：隆众资讯，平安证券研究所

图表66 聚丙烯主要下游产品产能预期（万吨）



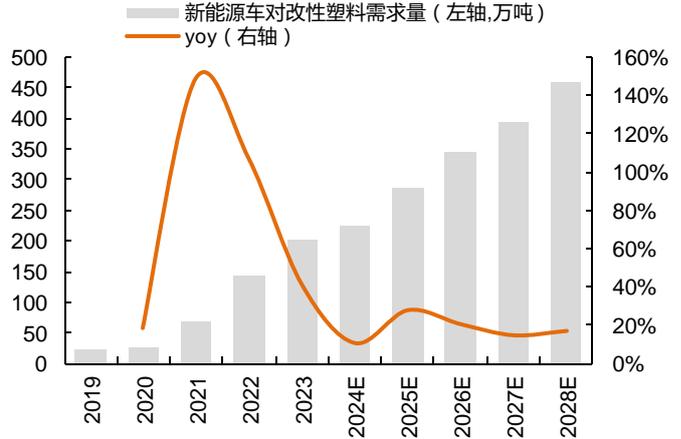
资料来源：隆众资讯，平安证券研究所

图表67 新能源单车较燃油车对改性塑料需求更高



资料来源：智论产业研究院，平安证券研究所

图表68 新能源车对改性塑料需求量保持较高增速



资料来源：智论产业研究院，平安证券研究所

## 四、盈利预测及投资建议

### 收入端：

**1) 量：煤炭-**公司现有煤炭产能16569万吨，2024年前三季度自产商品煤产销量分别为10231万吨和10038万吨，其中动力煤占比超90%，在建的苇子沟煤矿（产能240万吨/年）和里必煤矿（产能400万吨/年）计划将于2025年末投产，2026年贡献增量，以生产动力煤为主，我们预计公司2024-2026年自产煤销量分别为13752、14177、14628万吨；买断贸易煤受市场煤价下跌和煤炭基本面偏弱影响2024年销量有所下滑，预期后市随着煤价企稳，贸易煤销量有望回暖。**煤化工-**目前公司拥有120万吨聚烯烃、175万吨尿素、365万吨甲醇、40万吨硝酸铵等煤化工产品产能，在建的陕西榆林二期煤炭深加工基地项目拟建设规模为220万吨/年甲醇、90万吨/年聚烯烃，已于2024年6月全面启动主体装置建设，计划将于2026年年中交工，届时公司煤化工业务规模将进一步扩大，我们预期2024-2026年公司煤化工产品销量分别为571、585、713万吨。

**2) 价：煤炭-**公司动力煤价跟随市场价呈周期性波动但因高长协占比，价格波动幅度相对市场价小，2024年受基本面相对偏弱影响市场价下滑，预期2025年动力煤基本面仍呈偏宽格局，但在长协价和疆煤外运高运价支撑下，价格下方空间有限，我们预期未来三年保供和稳煤价仍是市场主旋律，预计2024-2026年公司煤炭售价分别为530、520、523元/吨。**煤化工-**聚烯烃未来2-3年正处产能释放高峰期，下游传统消费品刚需为主，新兴领域需求增速提升，整体基本面或趋于宽松，我们预期聚烯烃价格或稳中小降；甲醇国内新增产能有限，供应压力主要来自进口，下游醋酸集中投产对需求或有一定提振，预期价格区间震荡为主；尿素投产量维持高增，下游农肥需求稳定，基本面或逐步从供需平衡走向供应过剩，预期价格中枢有所下移。

### 利润端：

**1) 煤炭方面，**自产煤材料成本随煤价变动，人工、折旧摊销、维修支出等成本相对稳定，整体毛利率维稳为主，预期2024-2026年公司自产煤毛利率为49.30%、48.67%和49.08%；贸易煤仅赚取小部分买卖价差和代买服务费，销售成本和售价走势略滞后、基本趋同，毛利率较低，预期2024-2026年公司贸易煤毛利率为0.03%、1.03%、1.53%。

**2) 煤化工方面，**近年来公司煤化工产品毛利率随着下游化工品景气度呈周期性变动，2021年以来随着疫后经济复苏，煤化工毛利率呈逐年回升态势，后市随着国内一系列宏观经济利好政策落地实施，需求端或有一定提振，叠加公司聚烯烃向高端产品方向发展，未来毛利率有望稳中小增，预期2024-2026年公司煤化工毛利率分别为17.55%、17.66%、17.77%。

**3) 煤矿装备方面，**近年来，在政策支持下，全国煤矿智能化改造持续推进，公司煤矿装备产值逐年增加，收入规模逐步起量，根据公司公告，2023年该业务毛利率大约在18%。2024年受到煤炭市场行情较疲软影响、前三季度公司煤矿装备产值同比有所下降，但煤矿智能化改造是大势所趋，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%，同时公司也在持续加大智能化煤矿设备的研发投入，因此我们认为该业务产值和收入有望保持10%左右稳步增长态势，毛利率有望稳中小增，预期2024-2026年公司煤矿装备业务毛利率为18.02%、18.43%、18.84%。

图表69 公司分业务营收和成本预测

	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入 (亿元)	1929.69	1799.70	1831.94	1928.65
YOY	-12.52%	-6.74%	1.79%	5.28%
销售毛利率	25.07%	24.92%	25.22%	25.85%
<b>煤炭业务</b>				
商品煤销量 (万吨)	28494	28125	28627	29367
自产煤	13391	13752	14177	14628
买断贸易煤	12649	11966	12000	12240
进出口及国内代理	2454	2407	2450	2499
商品煤销售均价 (元/吨)	569	530	520	523
自产煤	602	565	554	560
买断贸易煤	644	595	583	583
进出口及国内代理	6	10	10	10
煤炭业务收入 (亿元)	1622.53	1491.75	1487.58	1534.68
煤炭业务成本 (亿元)	1217.77	1128.84	1118.61	1142.54
煤炭业务毛利率	24.95%	24.33%	24.80%	25.55%
自产煤	49.00%	49.30%	48.67%	49.08%
买断贸易煤	3.83%	0.03%	1.03%	1.53%
<b>煤化工业务</b>				
煤化工主要产品销量-万吨				
聚烯烃	148	151	153	207
尿素	214	191	196	202
甲醇外销量	3.7	4.4	5.4	36.9
硝酸	58.7	55.1	56.2	57.4
煤化工销售均价 (元/吨)				
聚烯烃	6907	6971	6957	6887
尿素	2423	2134	2091	2091
甲醇外销	1629	1614	1614	1614
硝酸	2341	2101	2099	2078
煤化工收入 (亿元)	213.37	199.77	202.65	250.32
煤化工成本 (亿元)	180.64	164.71	166.86	205.83
煤化工毛利率	15.34%	17.55%	17.66%	17.77%
聚烯烃	7.70%	13.66%	14.27%	16.19%

尿素	33.18%	28.44%	27.73%	29.17%
硝酸	36.91%	38.70%	39.31%	40.52%
<b>煤矿装备业务</b>				
收入（亿元）	118.50	120.00	132.00	145.20
成本（亿元）	97.15	98.38	107.67	117.85
毛利率	18.02%	18.02%	18.43%	18.84%
<b>其他业务(含分部间抵销、 电力业务、金融业务等)</b>				
收入（亿元）	-24.71	-11.82	9.71	-1.55
成本（亿元）	-49.64	-40.72	-23.22	-36.13

资料来源：wind，平安证券研究所预测

**盈利预测及投资建议：**中煤能源作为国内规模上位列头部梯队的动力煤生产企业，煤矿资源丰富、分布广泛，产能稳步增加，在高长协销售模式下业绩相对稳定；同时，自2022年以来公司使用部分资金偿还大额负债，有息负债规模连续三年下降，共减少约324亿元，资产负债结构明显优化，偿债压力显著减小。预测2024-2026年公司营收分别为1799.7、1831.9、1928.7亿元，归母净利润分别为178.8、187.8、209.0亿元，对应2025年1月16日收盘价PE分别8.5、8.1、7.3倍。

国内上市煤企中主营动力煤、规模相对领先的企业主要有中国神华、陕西煤业、兖矿能源、广汇能源、晋控煤业、山煤国际，上述煤企在业务上与中煤能源类似，在销售模式、产品结构和煤矿分布区域等方面也有类似之处，因此作为可比公司，测算得2024-2026年可比公司PE均值分别为9.4、8.5、8.0倍，中煤能源PE低于可比公司均值，公司资源优质、规模领先，业绩具备相对好的韧性，且分红尚具提升空间，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表70 可比公司估值

股票代码	公司名称	股价（元） (2025.1.16)	EPS（摊薄，元）				PE（倍）			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
601088.SH	中国神华	39.70	3.00	3.02	3.09	3.15	13.2	13.1	12.8	12.6
601225.SH	陕西煤业	22.33	2.19	2.24	2.37	2.46	10.2	10.0	9.4	9.1
600188.SH	兖矿能源	13.46	2.71	1.66	1.85	2.01	5.0	8.1	7.3	6.7
600256.SH	广汇能源	6.22	0.79	0.63	0.88	1.03	7.9	9.9	7.1	6.0
601001.SH	晋控煤业	13.73	1.97	1.78	1.87	1.94	7.0	7.7	7.3	7.1
600546.SH	山煤国际	11.40	2.15	1.48	1.64	1.72	5.3	7.7	7.0	6.6
<b>可比公司平均值</b>		--			--		8.1	9.4	8.5	8.0
<b>601898.SH</b>	<b>中煤能源</b>	11.51	1.47	1.35	1.42	1.58	7.8	8.5	8.1	7.3

资料来源：ifind，平安证券研究所预测，注：除中煤能源外，其他公司EPS来自ifind一致预期

## 五、风险提示

**1、煤炭供应超预期增加的风险。**若国内煤企在建矿井投产进度超预期，煤矿项目批复进程超预期，以及进口煤价格优势扩大、进口煤量大幅增加，则可能造成煤炭供应持续过剩。

- 2、**矿山安全事故发生的风险。**矿山安全事故频发，政府持续加强矿山安全管理，公司产量可能会受到较大影响。
- 3、**煤炭需求不及预期的风险。**若后市火电需求下滑、煤炭消耗量不及预期，库存持续高位，可能导致煤价大幅走低。
- 4、**煤企股息分红率下调的风险。**如果煤价持续下跌，煤企业经营情况恶化，用于分红的现金减少，煤企可能下调分红率。

## 资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	119668	122130	124289	130785
现金	91543	96284	98009	103183
应收票据及应收账款	13139	12528	12752	13426
其他应收款	2112	2171	2210	2326
预付账款	2471	2021	2057	2166
存货	8735	7222	7323	7644
其他流动资产	1668	1904	1939	2041
<b>非流动资产</b>	229692	247413	274138	292294
长期投资	30958	33254	35254	37254
固定资产	116795	118925	130448	141105
无形资产	55638	54698	59036	58097
其他非流动资产	26301	40536	49400	55838
<b>资产总计</b>	349360	369543	398427	423079
<b>流动负债</b>	98158	100717	109646	114807
短期借款	123	206	236	159
应付票据及应付账款	26738	26235	26975	28551
其他流动负债	71298	74277	82435	86097
<b>非流动负债</b>	68420	63260	59462	52721
长期借款	51078	45918	42121	35380
其他非流动负债	17341	17341	17341	17341
<b>负债合计</b>	166578	163977	169108	167528
少数股东权益	38661	44050	49533	55429
股本	13259	13259	13259	13259
资本公积	39060	39060	39060	39060
留存收益	91802	109198	127467	147802
<b>归属母公司股东权益</b>	144121	161516	179786	200121
<b>负债和股东权益</b>	349360	369543	398427	423079

## 现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	42850	45894	54507	55591
<b>净利润</b>	25749	23270	24264	26800
折旧摊销	11051	16861	20775	24195
财务费用	2995	2776	2505	2183
投资损失	-3005	-2296	-2000	-2000
营运资金变动	7662	4755	8465	3916
其他经营现金流	-1603	527	498	498
<b>投资活动现金流</b>	-15057	-32814	-45998	-40848
资本支出	17430	32250	45500	40350
长期投资	22	0	0	0
其他投资现金流	-32509	-65064	-91498	-81198
<b>筹资活动现金流</b>	-26298	-8339	-6784	-9569
短期借款	-83	84	30	-77
长期借款	-1778	-5160	-3798	-6741
其他筹资现金流	-24437	-3262	-3016	-2751
<b>现金净增加额</b>	1469	4741	1725	5174

## 利润表

单位：百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	192969	179970	183194	192865
营业成本	144595	135122	137001	143016
营业税金及附加	7816	7649	7786	8197
营业费用	1050	990	971	964
管理费用	5452	5039	4946	5207
研发费用	916	756	769	810
财务费用	2995	2776	2505	2183
资产减值损失	-285	-265	-270	-284
信用减值损失	-61	-57	-58	-61
其他收益	315	307	307	307
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3005	2296	2000	2000
资产处置收益	-19	0	0	0
<b>营业利润</b>	33099	29918	31194	34448
营业外收入	129	129	129	129
营业外支出	180	180	180	180
<b>利润总额</b>	33049	29867	31143	34397
所得税	7300	6597	6879	7598
<b>净利润</b>	25749	23270	24264	26800
少数股东损益	6215	5389	5484	5896
<b>归属母公司净利润</b>	19534	17882	18780	20904
EBITDA	47095	49505	54423	60775
EPS(元)	1.47	1.35	1.42	1.58

## 主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	-12.5	-6.7	1.8	5.3
营业利润(%)	-0.2	-9.6	4.3	10.4
归属于母公司净利润(%)	7.1	-8.5	5.0	11.3
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	25.1	24.9	25.2	25.8
净利率(%)	10.1	9.9	10.3	10.8
ROE(%)	13.6	11.1	10.4	10.4
ROIC(%)	13.1	11.0	10.6	10.6
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	47.7	44.4	42.4	39.6
净负债比率(%)	-22.1	-24.4	-24.3	-26.5
流动比率	1.2	1.2	1.1	1.1
速动比率	1.1	1.1	1.0	1.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	15.1	14.7	14.7	14.7
应付账款周转率	6.1	5.6	5.5	5.4
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.47	1.35	1.42	1.58
每股经营现金流(最新摊薄)	3.23	3.46	4.11	4.19
每股净资产(最新摊薄)	10.87	12.18	13.56	15.09
<b>估值比率</b>				
P/E	7.8	8.5	8.1	7.3
P/B	1.1	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.6	4.8	4.4	4.0

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层