

# 千亿市值煤企龙头对比解析

行业研究 · 行业专题

煤炭 · 煤炭

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：刘孟峦  
010-88005312  
liumengluan@guosen.com.cn  
S0980520040001

证券分析师：胡瑞阳  
0755-81982908  
huruiyang@guosen.com.cn  
S0980523060002

- **随着供给侧结构性改革的深入推进，煤炭行业集中度提升。**自2016年煤炭行业开启供给侧结构性改革以来，全国煤矿数量从1万多座减少至2023年的4300座左右，行业集中度也随之提升。据中国煤炭工业协会数据，产量前10的煤企产量合计约23.7亿吨，在全国产量中占比约49.7%，相比2017年的43.1%提升了6.6pct。
- **龙头企业在煤炭资源、产业链布局等方面优势显著，且分红水平较高，值得重点关注。**
  - **煤炭资源：龙头企业煤炭资源储量丰富，可采年限均在40年以上；且煤矿资源优质，盈利能力强。**对比来看，中国神华煤炭生产成本最低，主产动力煤，且长协煤占比约80%，2024年上半年自产煤吨煤售价/成本/毛利分别为533/309/224元/吨；陕西煤业煤质优良，主产动力煤、化工煤，长协煤占比约60%，吨煤售价较高，吨煤销售成本较低，2024年上半年自产煤吨煤售价/成本/毛利分别为604/266/338元/吨；中煤能源近年来煤质有所改善，主产动力煤、炼焦煤，长协煤占比约80%，在严格的成本控制下近年来吨煤成本有所下降，2024年上半年自产煤吨煤售价/成本/毛利分别为584/293/291元/吨；兖矿能源市场煤占比比较高，销售煤种包括炼焦煤、化工煤、动力煤等，煤炭售价相对较高，吨煤成本也较高，吨煤毛利波动较大，2024年上半年自产煤吨煤售价/成本/毛利分别为668/360/308元/吨。
  - **产业链布局：龙头煤企积极向下游产业链延伸布局。**中国神华煤电陆港航一体化运营，公司对内部发电、煤化工分部的煤炭销量分别占总销量的15%-16%、1%左右，公司还拥有独立运营的铁路集疏运通道以及控制并运营的港口和码头，大多数的煤炭都是通过自有铁路运输且大多数的下水煤都是通过自有港口。陕西煤业2024年12月发布公告向控股股东收购陕煤电力集团，开启“煤电一体化”运营模式。中煤能源深入布局煤化一体，主要煤化工产品有甲醇、聚烯烃、尿素等，自产煤自用占自产煤销量的9%左右。兖矿能源向下游高端化工新材料产业延链增值，煤化工产品主要包括甲醇、醋酸、醋酸乙酯、己内酰胺、石脑油、粗液体蜡等，公司2021年12月通过的《发展战略纲要》中提及未来5-10年目标化工品年产量2000万吨以上（2023年合计产量约859万吨），其中化工新材料和高端化工品占比超过70%。
  - **龙头煤企分红水平较高，同时公司积极响应证监会号召、提高分红频率。**中国神华近3年分红率均在70%以上，分红水平居上市煤企前列，稳健的业绩和充沛的现金是公司高分红的保障。陕西煤业近3年分红率均在60%以上，公司2024年增加半年报和三季度分红，合计分红金额约占公司前三季度归母净利润的13%。兖矿能源近3年分红率在50%左右，2024年公司增加中期分红，分红金额占上半年归母净利润的30.5%。中煤能源分红率一直维持30%的水平，公司在2023年末增加特殊分红（分红金额占2023年的归母净利润的7.7%），并于2024年增加中期分红（分红金额占上半年归母净利润的30%）；参考其他龙头企业，中煤能源的分红率仍有较大的提高空间。
- **风险提示：经济增长放缓；煤炭产能大量释放；新能源对煤炭替代；煤矿安全事故影响。**

- 【 01 】 基本信息及业务结构对比
- 【 02 】 煤炭资源及煤炭业务盈利能力对比
- 【 03 】 产业链布局及成长性对比
- 【 04 】 风险提示

# 基本信息及业务结构对比

# 供给侧结构性改革深入推进，行业集中度提升



随着供给侧结构性改革的深入推进，煤炭行业集中度提升。自2016年煤炭行业开启供给侧结构性改革以来，全国煤矿数量从1万多座减少至2023年的4300座左右，行业集中度也随之提升。据中国煤炭工业协会数据，产量前10的煤企产量合计约23.7亿吨，在全国产量中占比约49.7%，相比2017年的43.1%提升了6.6pct。

2024年共有5家集团煤炭产量超2亿吨，分别为国家能源集团、晋能控股集团、山东能源集团、中国中煤集团、陕煤集团，这些集团旗下的煤炭板块上市公司分别是中国神华、晋控煤业、兖矿能源、中煤能源、陕西煤业。其中，中国神华、陕西煤业、中煤能源、兖矿能源是煤炭板块唯4家市值上千亿的龙头煤企。

表：煤炭行业供给侧结构性改革&增产保供实施成果

指标	单位	2015	2020	2021	2022	2023	累计年均增速 (2015-2020)	累计年均增速 (2020-2023)
煤炭产量	亿吨	37.5	39	41.3	45.6	46.6	0.8%	6.1%
煤炭消费量	亿吨	40	40.5	42.7	43.2	46.5	0.2%	4.7%
煤炭价格 (广州港：5500K)	元/吨	384	632.9	1196.4	1412	1051.6	-	-
大型煤炭基地产量比重	%	92.3	96.6	-	-	-	-	-
大型煤矿产量比重	%	68	80	85	85	85+	3.1%	-
煤矿数量	座	10800	<4700	4500左右	<4400	4300左右	-3.2%	-

资料来源：Wind，中国煤炭工业协会，国信证券经济研究所整理

表：原煤产量前十名企业及产量（万吨）

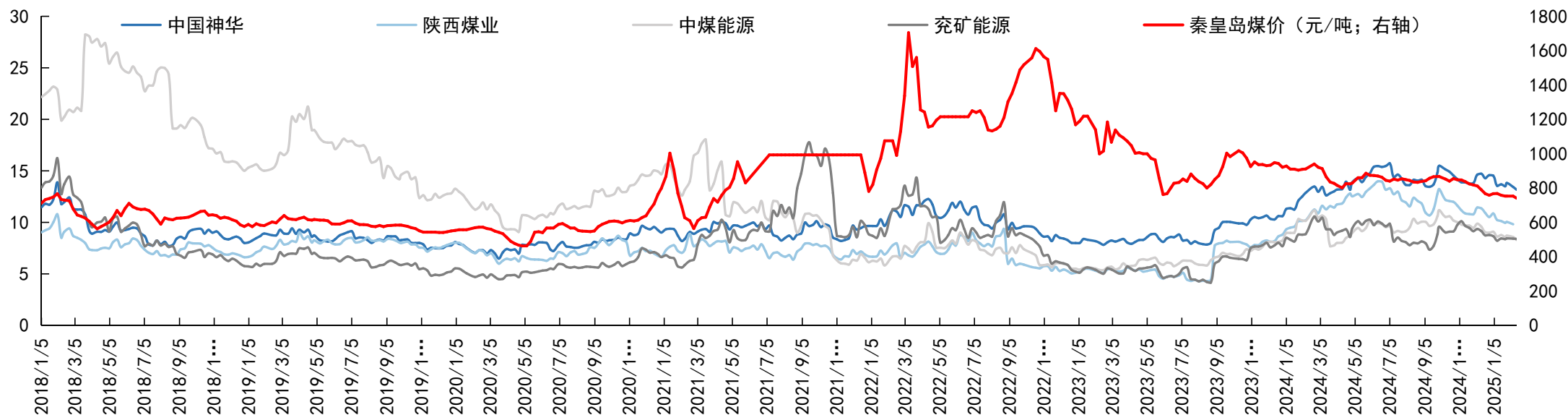
	2023	2024
国家能源集团	61665	62130
晋能控股集团	43747	40216
山东能源集团	27366	27736
中国中煤集团	26948	27419
陕煤集团	24714	25201
山西焦煤集团	18486	18218
华能集团	10800	11105
潞安化工集团	10495	9313
国家电投集团	8095	8094
河南能源集团	7575	7146
合计	239891	236578
在全国原煤产量中占比	51.5%	49.7%

资料来源：中国煤炭工业协会，国信证券经济研究所整理

2021年以来龙头煤企估值变化主要受煤价和市场投资风格影响：

- 2021年—2023年上半年：煤企估值基本和煤价同频波动。由于兖矿能源市场煤占比较高，这一时期，兖矿能源业绩弹性更大，估值波动也较大。
- 2023年下半年—2024年上半年：煤价回调，但维持历史相对高位；在偏防御性的市场投资风格影响下，煤炭板块尤其是业绩稳健的龙头公司高股息属性凸显，估值持续拔升。
- 2024年下半年至今：煤炭行业供应增加、终端需求疲软、库存逐渐累积至历史高位，而且2025年供需预期依旧偏宽，导致煤价承压并持续下行，煤企估值回调。

图：煤价及煤企PE（TTM）变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

龙头上市煤企股权结构均相对集中。龙头上市煤企控股股东均为大型能源集团，实控人多为国资委或地方国资委，且股权结构均相对集中。

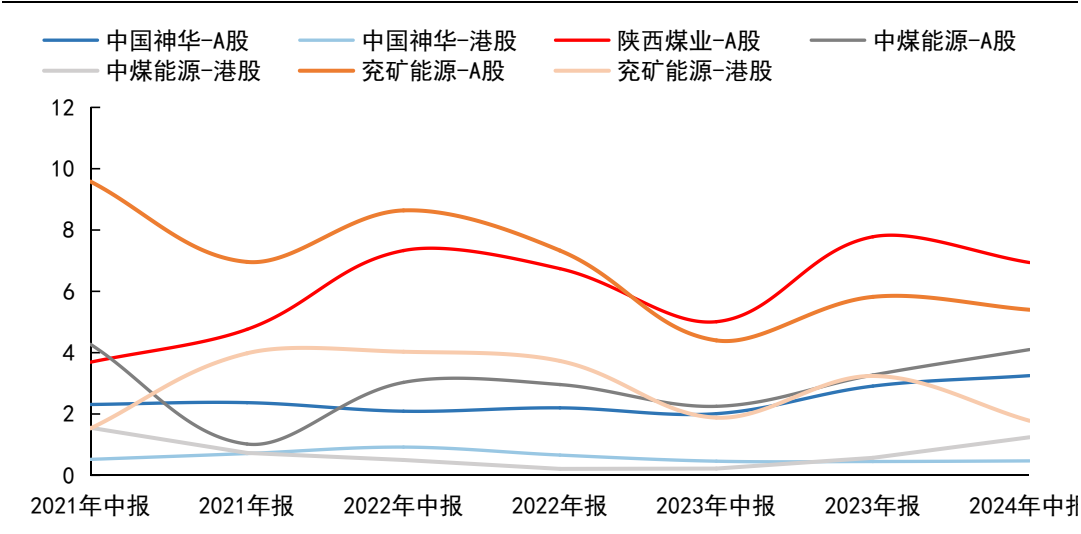
机构持股比例走势在2024年中报出现分化。煤企的机构持股比例与煤价波动相关度较高，各家龙头煤企的机构持股占比走势基本一致，但在2024年中报却出现明显分化，表现在中国神华、中煤能源机构持股占比增加，而陕西煤业、兖矿能源机构持股占比下降。

表：股权结构对比

	控股股东（持股比例）	实控人	香港中央结算（代理人）有限公司	香港中央结算有限公司	中国证券金融股份有限公司
中国神华	国家能源投资集团（69.52%）	国务院国资委	16.96%	1.06%	2.99%
陕西煤业	陕西煤业化工集团（65.25%）	陕西省国资委	-	3.40%	2.01%
中煤能源	中国中煤能源集团（57.41%）	中央人民政府	29.87%	0.43%	2.53%
兖矿能源	山东能源集团有限公司（43.78%）	山东省国资委	31.50%	0.92%	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：机构持股占流通股比变化（%）

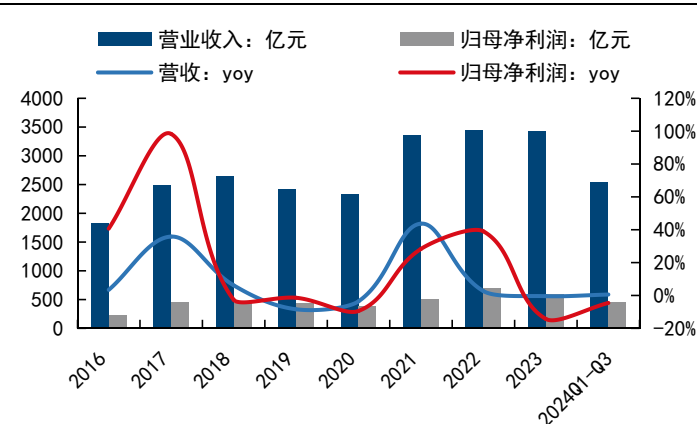


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 近年业绩表现对比

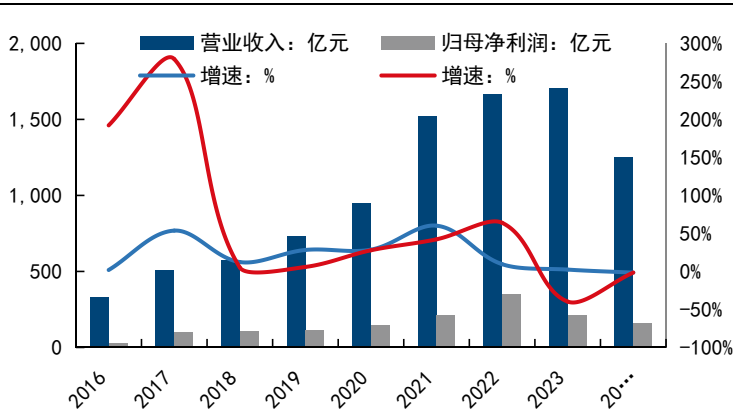
- 2021-2022年，煤价中枢在海内外多因素影响下大幅上涨，煤企业绩显著改善。在这一阶段市场煤占比较高的企业利润弹性更大，如兖矿能源、陕西煤业。
- 2023-2024年前三季度：煤价中枢回落但仍在历史相对高位，煤企业绩下滑。在这一阶段，长协煤占比高的企业业绩更加稳健，如中国神华、中煤能源。
- 可以看出，在煤价中枢回落的市场环境下，中国神华业绩最稳健，主要系公司煤电一体化运营，且火电业务、煤炭产量均有增长，抵消了部分煤价下行的影响。
- 2023年在煤价下降的时候中煤能源归母净利润逆势增长，主要系公司资产减值大幅减少。

图：中国神华营收及利润



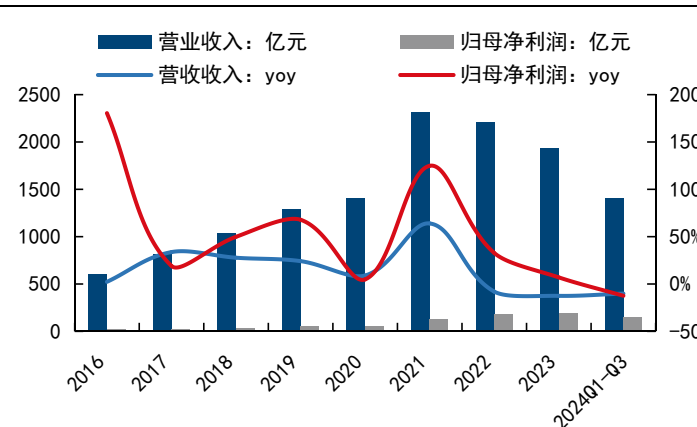
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：陕西煤业营收及利润



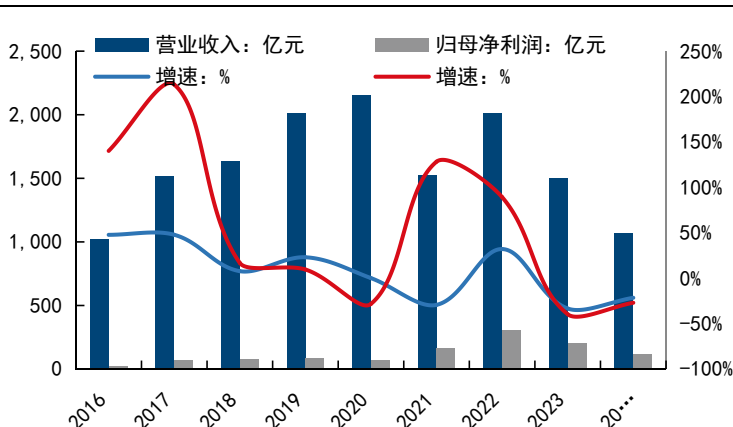
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中煤能源营收及利润



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

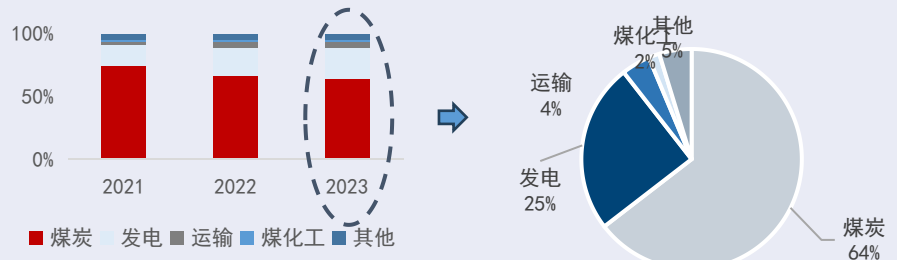
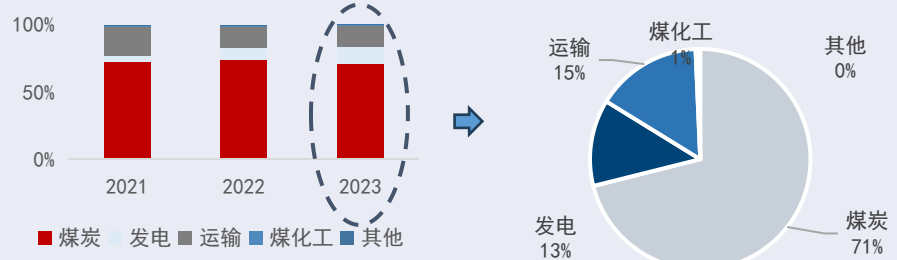
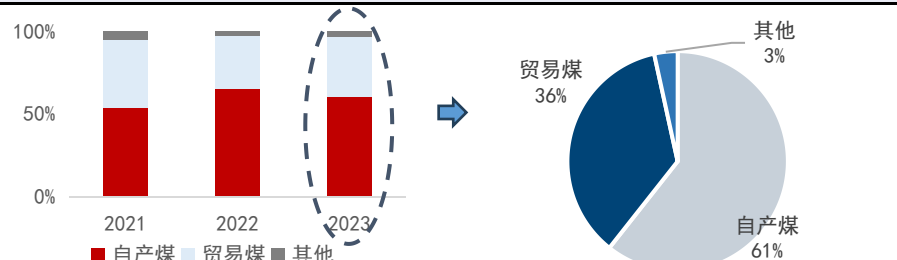
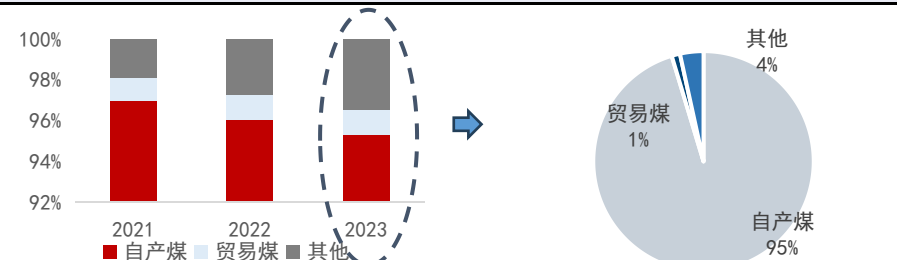
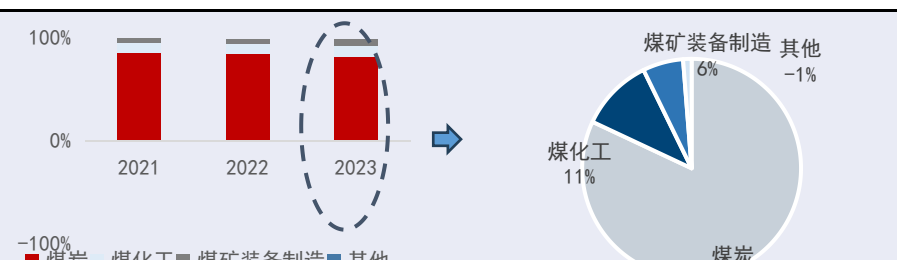
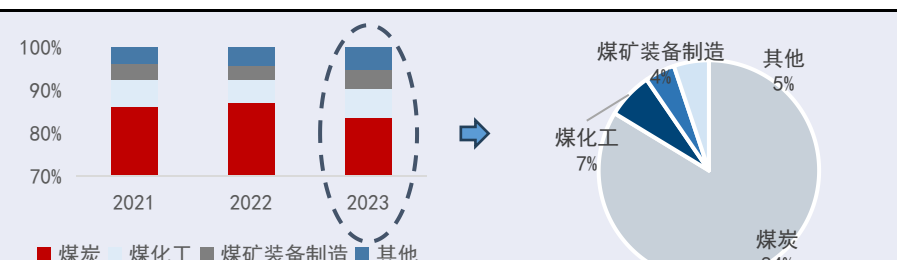
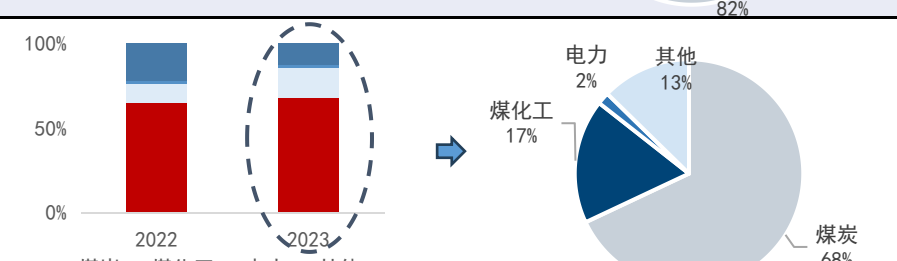
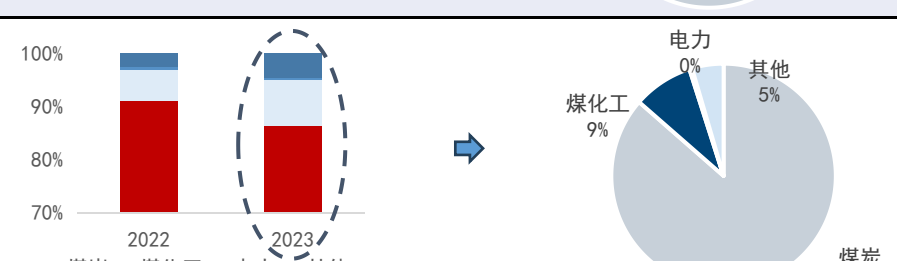
图：兖矿能源营收及利润



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



# 营收及毛利构成

公司	营收结构对比	毛利结构对比
<div>中国神华</div> <div>煤电陆港航一体</div> <div>长协占比约80%</div>		
<div>陕西煤业</div> <div>以煤为主，布局煤电</div> <div>长协煤占比约60%</div>		
<div>中煤能源</div> <div>煤化一体</div> <div>长协占比约80%</div>		
<div>兖矿能源</div> <div>煤化一体</div> <div>长协占比约25%</div>		

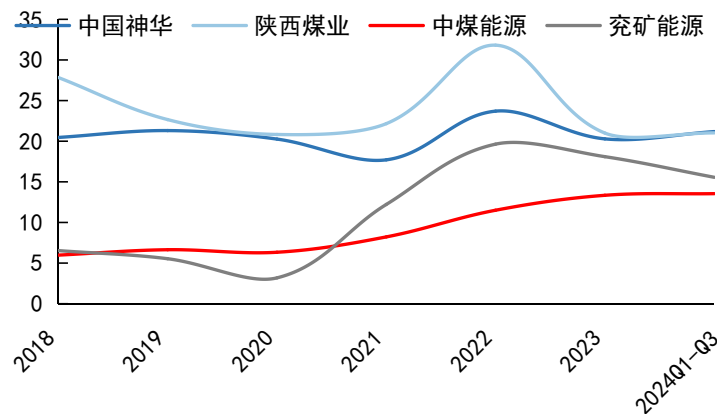
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 盈利能力对比

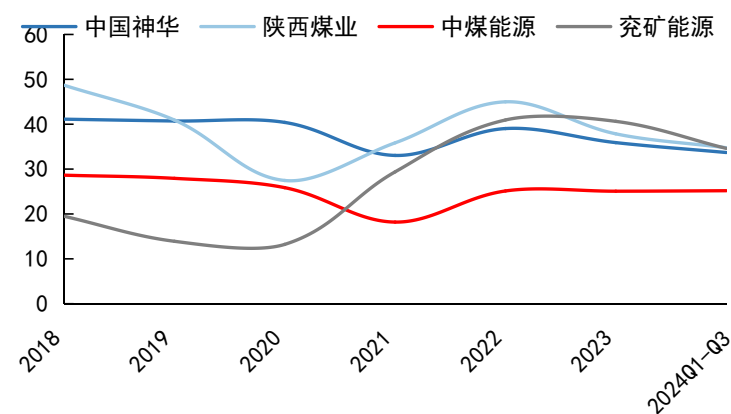
- 从毛利率、净利率来看，中国神华和陕西煤业凭借优质的煤矿资源，盈利能力最强；中煤能源随着优质煤矿的投产以及精细化成本费用的管控，盈利能力逐渐提高；兖矿能源的盈利能力和煤价高度相关。
- ROE和煤价表现相关，2022年后随着煤价中枢的下行，煤企的ROE逐渐下降。2024年前三季度，陕西煤业的ROE最高，约17%；中国神华和中煤能源的ROE均在10%左右。中国神华由于资产负债率和资产周转率较低，拉低ROE。

图：净利率对比（%）



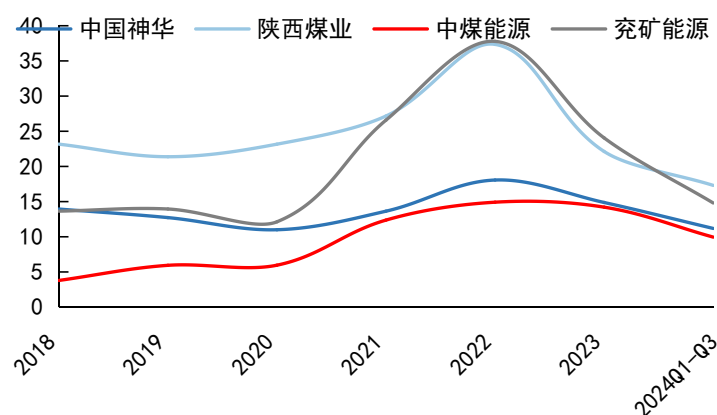
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：毛利率对比（%）



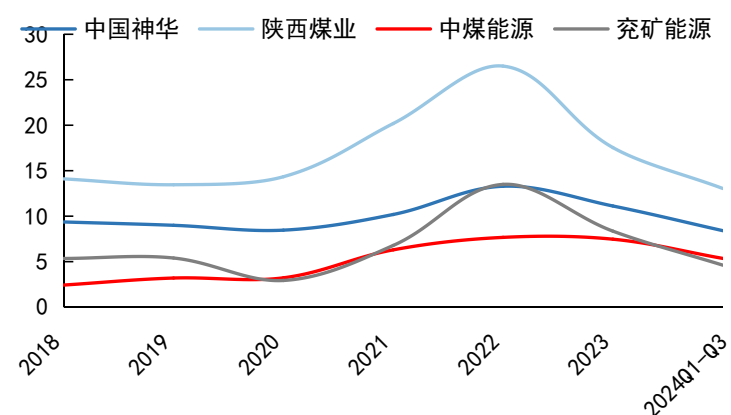
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：ROE对比（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：ROA对比（%）

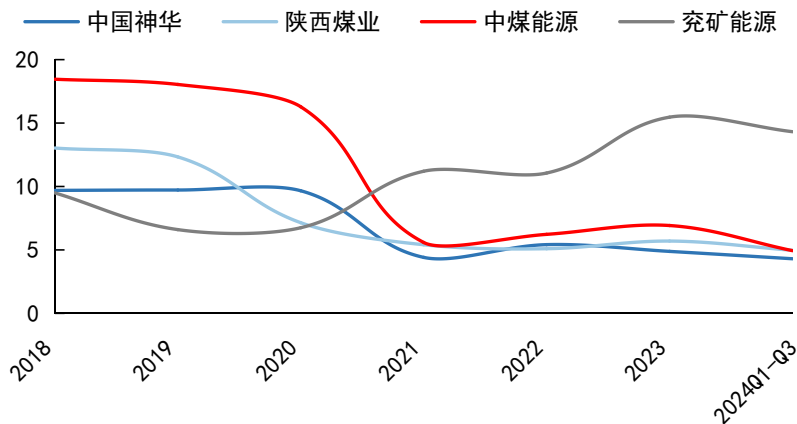


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 费用指标对比

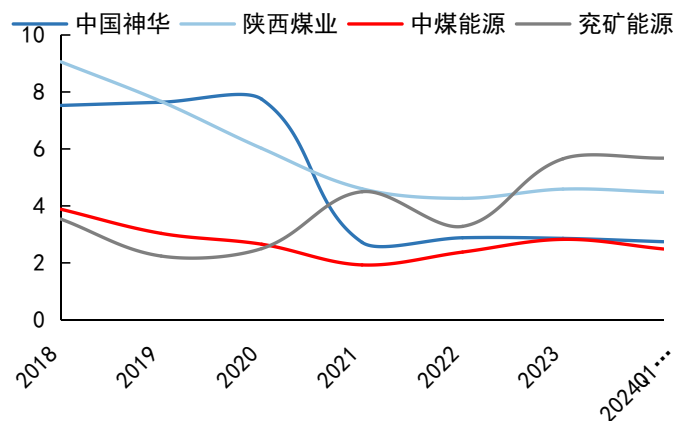
- 管理费率方面，中国神华和中煤能源保持较低位，在2%-3%之间，兖矿能源2023年以来管理费率大幅提升主要系营收下降。
- 销售费率方面，中国神华、陕西煤业、中煤能源销售费率维持较低水平；兖矿能源由于下属子公司充煤澳洲、充煤国际的销售价格挂钩开采权使用费（在销售费用中占比约80%），拉高销售费率。
- 财务费率方面，中国神华、陕西煤业、中煤能源、兖矿能源有息负债率分别为7%、3%、21%、28%，中煤能源、兖矿能源利息费用相对较高，中国神华和陕西煤业账上现金充裕，财务费率在0%附近。

图：期间费率对比（%）



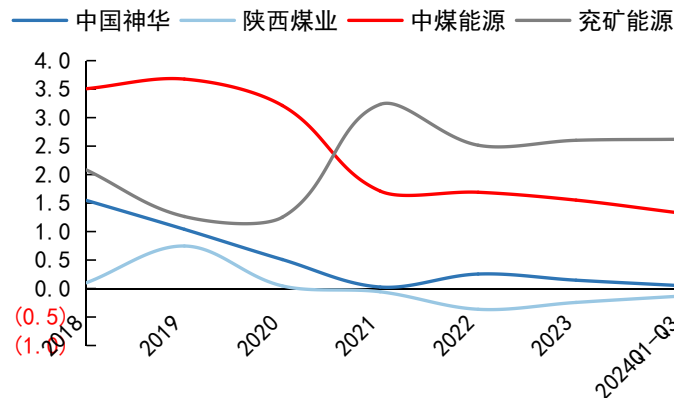
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：管理费率对比（%）



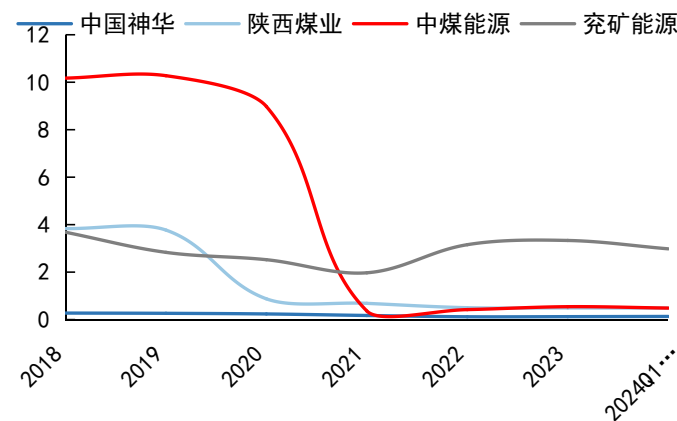
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：财务费率对比（%）



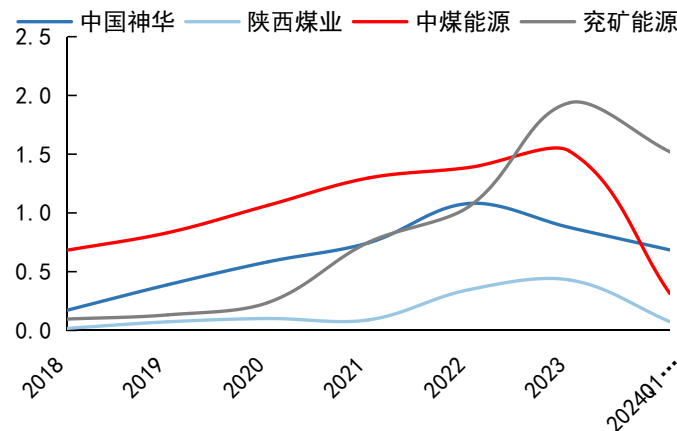
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：销售费率对比（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：研发费率对比（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

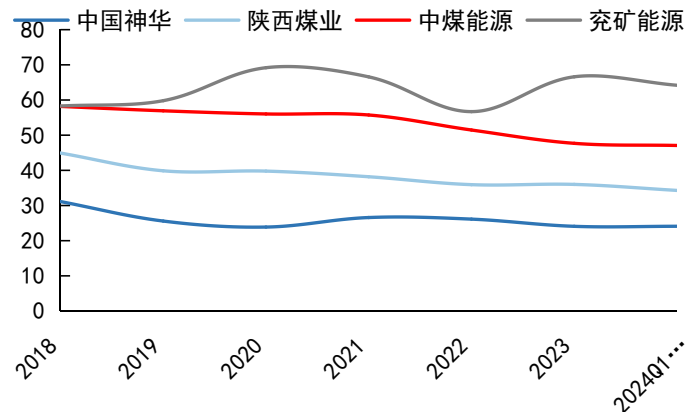
# 偿债能力对比

■ 资产负债结构方面，中国神华和陕西煤业资产负债率较低，分别保持25%、35%左右的水平；中煤能源随着业绩改善，资产负债率近年来显著下降；兖矿能源资产负债率相对较高在60%-65%之间，主要系公司近年来进行了多次收购。

■ 偿债能力方面，截至2024年前三季度陕西煤业的偿债能力最好，中国神华、中煤能源次之。考虑龙头公司稳定的现金来源和较低的资金成本，偿债能力均较强。

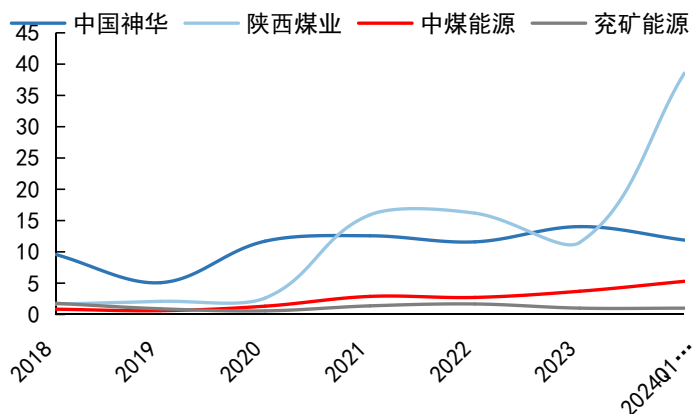
• 注：图中数据没有考虑陕西煤业收购陕煤电力集团的影响，根据公司公告，陕西煤业以约157亿人民币收购电力集团约88.65%的股权，转让价款在协议签署之日起30日内支50%，在签署之日起一年内支另外50%

图：可比公司资产负债率（%）



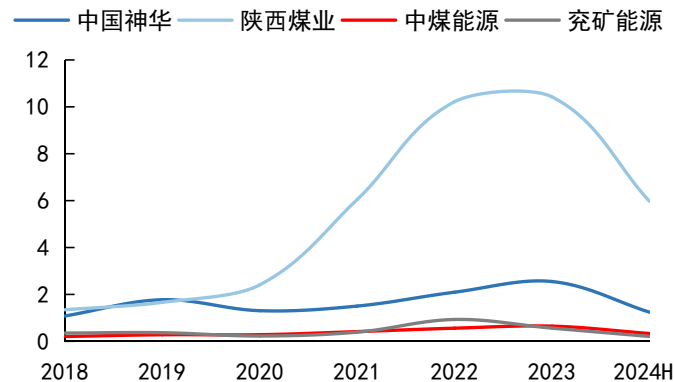
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：可比公司货币资金/短期债务



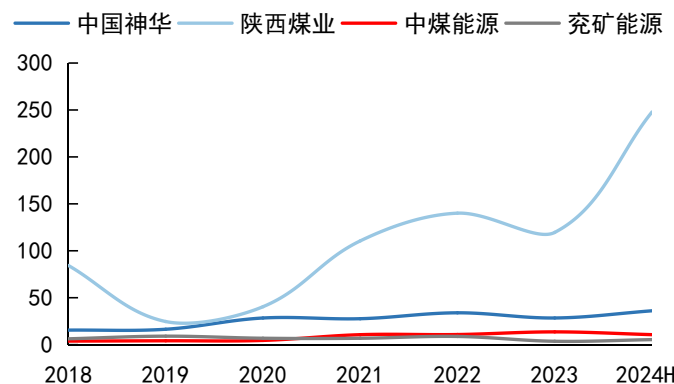
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：可比公司EBITDA/带息债务



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：可比公司现金流量利息保障倍数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 分红情况对比

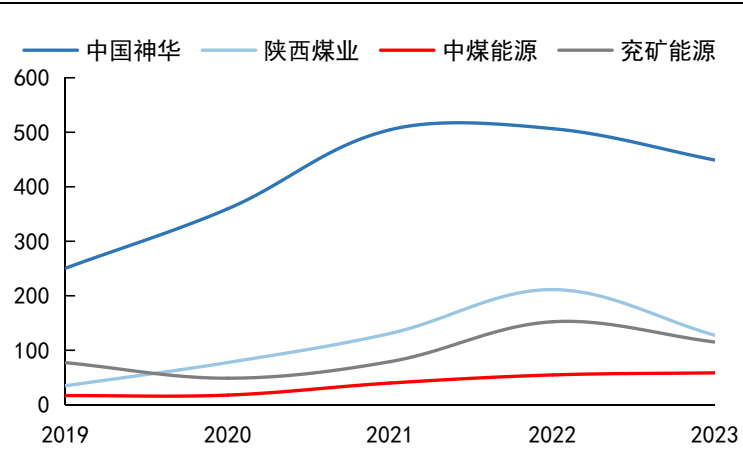
- 中国神华：分红金额及分红率均居上市煤企前列。新出台的2025-2027年股东回报规划将最低分红比例提高5pct至65%。稳健的业绩和充沛的现金是公司高分红的保障。
- 陕西煤业和兖矿能源的分红率次之。此外，2024年陕西煤业增加半年报和三季度分红，合计分红金额约占公司前三季度归母净利润的13%；兖矿能源增加中期分红，分红金额占上半年归母净利润的30.5%。
- 中煤能源分红率一直维持30%的水平；公司还积极响应投资者和证监会的建议，在2023年末增加特殊分红（分红金额占2023年的归母净利润的7.7%），并于2024年中期增加中期分红（分红总额占上半年归母净利润的30%）。参考其他龙头企业，中煤能源的分红率仍有较大的提高空间。

表：各公司分红政策

公司	分红政策
中国神华	2025年1月，公司公告2025-2027年度股东回报规划：2025-2027年最低现金分红比例提高至65%，较此前提提高5pct。
陕西煤业	根据《陕西煤业股份有限公司2022-2024年度股东回报规划》，各年度以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的60%。
中煤能源	根据《公司章程》，公司在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，每年以现金方式分配的利润不少于可供分配利润（以中国企业会计准则和国际财务报告准则下的金额孰低者为准）的20%。
兖矿能源	在符合《公司章程》规定的情形下，2023-2025年各会计年度分配的现金股利总额，以中国会计准则和国际财务报告准则财务报表税后利润数较少者为准，应占公司该年度扣除法定储备后净利润的约百分之六十，且每股现金股利不低于人民币0.5元。

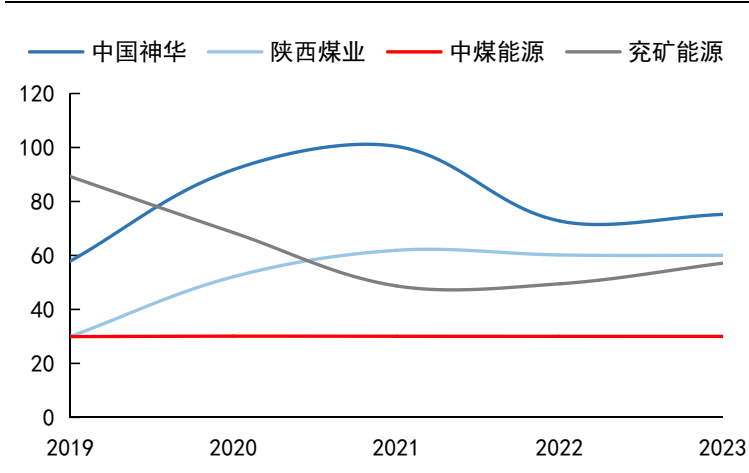
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：分红金额对比（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：分红率对比（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 煤炭资源及煤炭业务盈利能力对比

# 煤炭资源储量及产销量对比

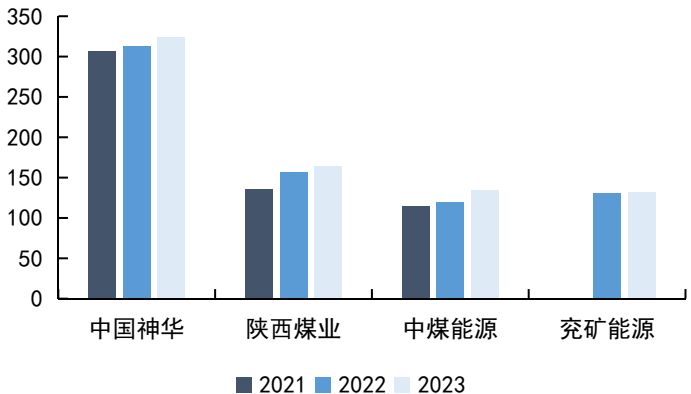
- 煤炭储量：龙头公司煤炭资源储量均较为丰富。其中，兖矿能源的煤炭储量最大，中煤能源的开采年限最长。
- 煤炭产量：近年来龙头企业产量稳中有升；中国神华年产量超3亿吨，其余三家公司年产量均在1.2-1.6亿吨左右。
- 贸易煤销量：中煤能源>中国神华>陕西煤业>兖矿能源；2022年受保供、限价政策等的影响，煤企贸易煤销量显著减少，2023年有所修复。

表：截至2023年底煤炭资源及可采年限对比（亿吨）

	储量	可采储量	可采年限
中国神华	325.8	133.8	41
陕西煤业	181.41	104.41	64
中煤能源	266.48	138.71	103
兖矿能源	468.07	61.58	47

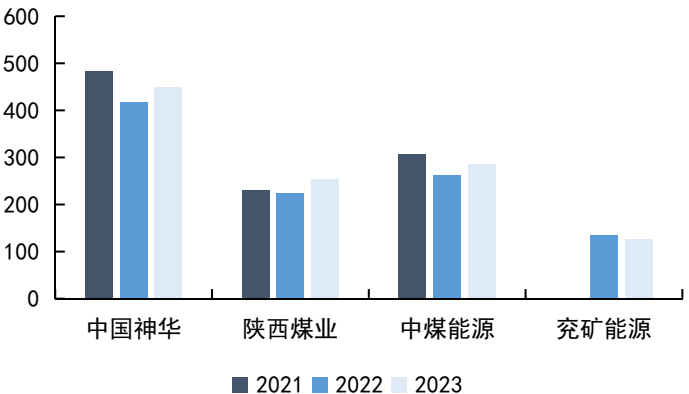
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：兖矿能源的煤炭储量情况采用JORC规范

图：煤炭产量（百万吨）



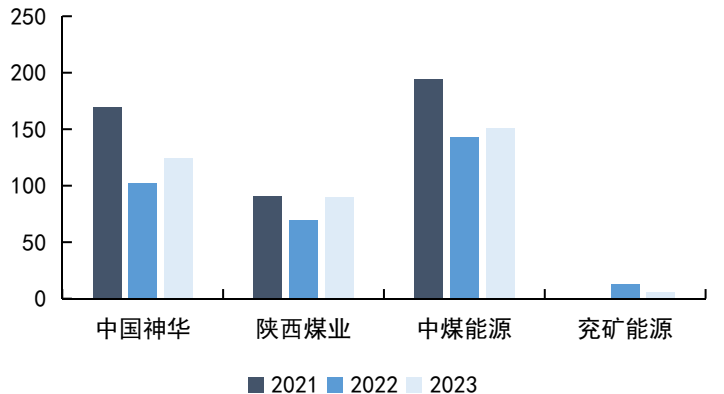
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：煤炭销售量（百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：外贸煤销售量（百万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



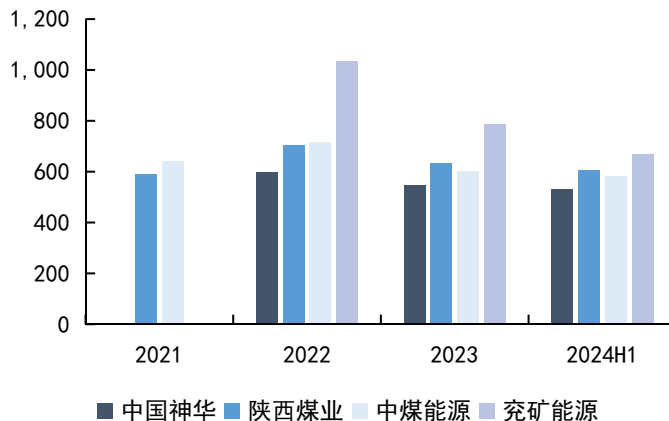
# 煤炭业务盈利能力

## ■ 自产煤方面：

- 中国神华主产动力煤，且长协煤占比约80%，吨煤售价相对较低。2024年上半年自产煤吨煤售价/成本/毛利分别为533/309/224元/吨。
- 陕西煤业长协煤占比约60%，主产动力煤、化工煤，煤质优良，吨煤售价较高，吨煤毛利较高。2024年上半年自产煤吨煤售价/成本/毛利分别为604/266/338元/吨。
- 中煤能源长协煤占比约80%，主产动力煤及少部分炼焦煤，吨煤成本近年来有所下降；2024年上半年自产煤吨煤售价/成本/毛利分别为584/293/291元/吨。
- 兖矿能源市场煤占比约75%，销售煤种包括炼焦煤、化工煤、动力煤等，煤炭售价相对较高，吨煤成本也较高，吨煤毛利波动较大；2024年上半年自产煤吨煤售价/成本/毛利分别为668/360/308元/吨。

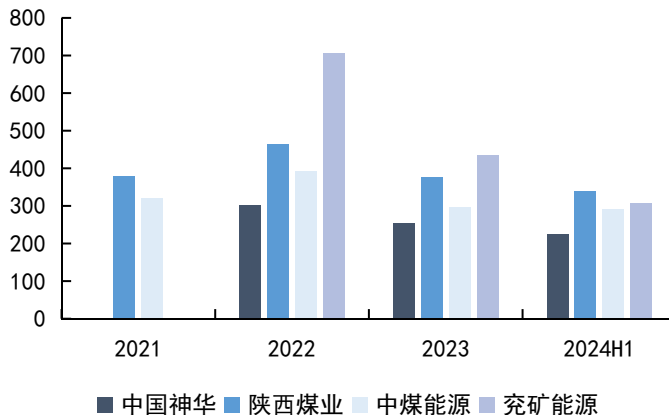
■ 贸易煤毛利率方面，中国神华凭借自有铁路、港口等运输优势，毛利率最高。

图：自产煤售价（元/吨）



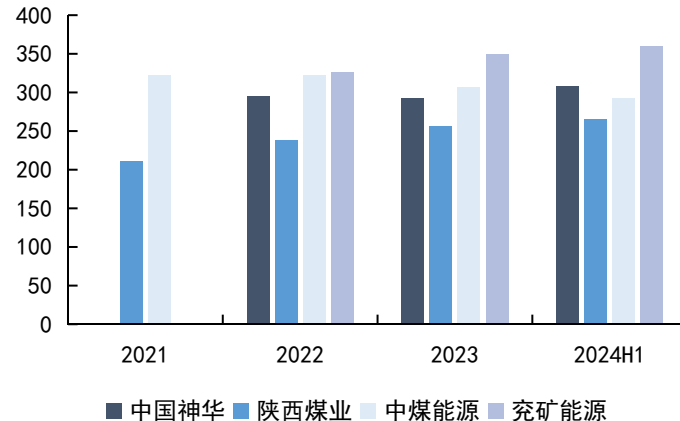
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：自产煤售价=自产煤营业收入/自产煤销量

图：自产煤吨煤毛利（元/吨）



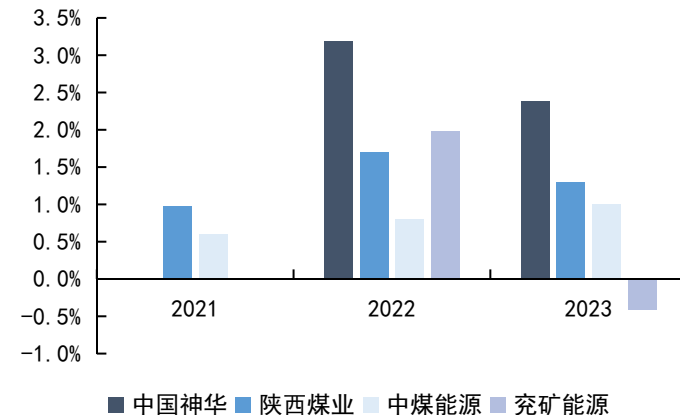
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：自产煤成本（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：自产煤成本=自产煤营业成本/自产煤销量

图：贸易煤毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



# 生产成本明细对比

- 从原材料、折旧摊销费用来看，中国神华、陕西煤业较低，说明其所属煤矿开采成本较低。
- 从运输费用看，中国神华较高，陕西煤业、兖矿能源的运输费用较低；2023年陕西煤业煤炭运输成本大幅增加主要系“一票制”结算收入大幅增加所致。
- 从人工成本看，中国神华的人工成本维持较低位，兖矿能源的人工成本较高。

表：生产成本明细对比（元/吨）

	2021				2022				2023			
	中国神华	陕西煤业	中煤能源	兖矿能源	中国神华	陕西煤业	中煤能源	兖矿能源	中国神华	陕西煤业	中煤能源	兖矿能源
原材料、燃料及动力	-	39.8	60.3	-	30.7	38.9	65.3	55.3	30.1	29.1	55.2	65.2
人工成本	-	42.8	44.1	-	44.8	45.8	55.5	84.0	37.4	46.8	55.1	87.6
修理费	-	-	14.5	-	10.1	-	12.9	17.3	9.1	-	13.1	22.0
折旧及摊销	-	18.1	57.5	-	21.6	19.0	52.0	39.5	23.7	21.8	52.3	49.1
其他成本	-	93.0	76.8	-	69.1	101.3	71.0	99.4	78.7	99.8	69.5	88.4
合计（生产成本）	-	193.7	253.2	-	176.3	205.0	256.6	295.5	179.0	197.5	245.2	312.2
运输及港杂费	-	30.2	69.0	-	-	33.4	66.2	30.8	-	58.7	61.8	37.2
合计（营业成本/自产煤销量）	-	223.9	322.2	-	294.6	238.3	322.8	326.2	292.7	256.2	307.0	349.4

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 中国神华：煤炭资源优质，开采成本低



- **煤矿资源优质，开采成本较低。**公司拥有位于神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区及宝日希勒矿区等地的优质煤炭资源，煤炭资源储量和可采储量均居板块前列，生产成本低于绝大多数煤炭企业。
- **待开发的新街矿区煤质好、储量大，保障公司未来资源接续。**新街矿区煤炭资源赋存条件较好、煤质优良，为高、特高热值煤，煤层开采技术条件较简单，适宜大规模机械化开采，具备建设大型现代化示范矿区的条件。矿区规划开发总规模5900万吨/年，均衡生产服务年限39年，包括7个井田和1个勘查区。其中新街一、二井预计2025年开始建设，新街三、四井已完成立项审批，正推进勘查工作。

表：分产区煤炭资源介绍

矿区	区域	保有资源量（中国标准）	保有可采储量（中国标准）	主要煤种	主要商品煤的发热量	硫分	灰分	产量：百万吨		
		（亿吨）	（亿吨）		（千卡/千克）	（%）	（%）	2021年	2022年	2023年
神东矿区	陕西省北部、晋陕蒙三省交界地带	161.4	90.8	长焰煤/不粘煤	4,691-5,730	0.2-0.6	8.5-19.9	189.2	187.6	190.5
准格尔矿区	内蒙古自治区准格尔旗部	35.5	28.1	长焰煤	4,315-4,731	0.5-0.6	26.2-31.1	66.8	69.5	72.9
胜利矿区	内蒙古锡林浩特市	19.0	12.7	褐煤	2,974	1.1	23.9	25.2	27.1	28.3
宝日希勒矿区	内蒙古呼伦贝尔市	12.6	7.7	褐煤	3,568	0.2	13.6	24.6	27.4	31.0
包头矿区	内蒙古包头市	0.4	0.3	长焰煤/不粘煤	4,073-4,399	0.5-0.9	14.2-18.3	1.2	1.8	1.8
新街矿区	内蒙古鄂尔多斯市	108	14.0	不粘煤				-	-	-
合计		336.9	153.6					307	313.4	324.5

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 中国神华：自有铁路、港口、航运，运输便利

- 拥有自有铁路、港口、航运，运输便利。公司拥有独立运营的铁路集疏运通道，集中分布于自有核心矿区周边，能够满足核心矿区的煤炭外运；且接近90%的下水煤是通过自有港口。
- 通过外购煤充分利用铁路运力。为了满足客户需求、充分利用铁路运力，公司还在自有矿区周边、铁路沿线从外部采购煤炭，用以掺配出不同种类、等级的煤炭产品后统一对外销售。

图：公司矿区分布



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司煤炭运输线路



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 陕西煤业：煤质优良，地理位置优越

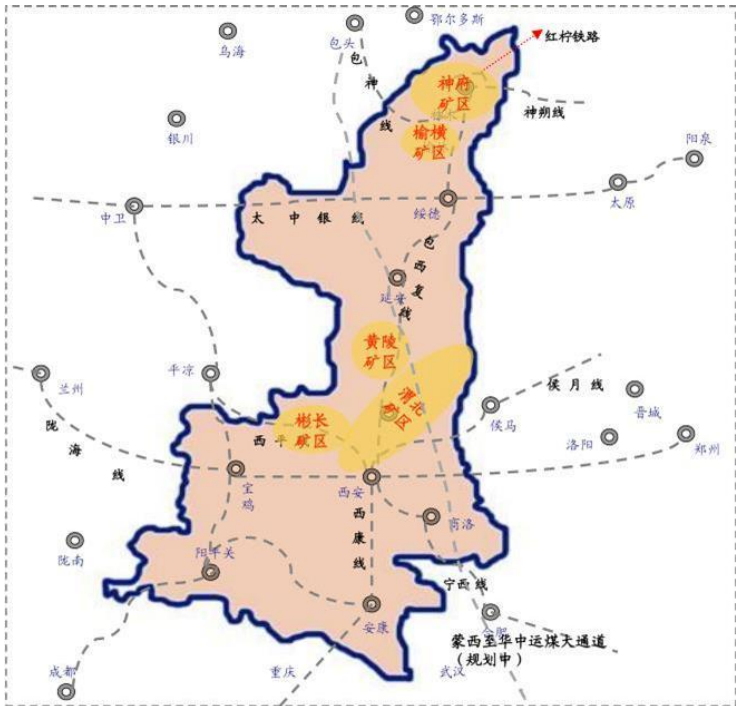
- 优质的煤炭资源是公司核心竞争力。公司97%以上的煤炭资源位于陕北矿区（神府、榆横）、彬黄（彬长、黄陵）等优质采煤区，特别是陕北地区煤炭赋存条件好，埋藏浅，矿井均为大型现代化矿井，开采成本低。公司产煤区90%以上的煤炭储量是优质煤，属特低灰、特低磷、特低硫、中高发热量的优质动力煤、气化煤和理想的化工用煤。
- 地理位置优越，运输便利。陕西省地处我国煤炭资源富集地区且交通运输便利，是“北煤南运”、“西煤东运”的重要起点，煤炭产量的六成以上运输出省，其中铁路外运占比六成以上。公司所属各矿区均有铁路专线与国铁干线相连，运输便利——沿包西线巩固省内电及省内化工用煤市场；沿蒙冀线、瓦日线，形成非电煤市场的主导优势；沿浩吉铁路做大“两湖一江”市场，形成长江经济带核心区域市场主导优势；沿襄渝、宝成线扩大西南市场，立足重庆、辐射云贵川。

表：分产区产量（万吨，元/吨）

矿区	2022年			2023年		
	销售量	占比	价格	销售量	占比	价格
渭北矿区	878	5.6%	495	952	5.8%	560
彬黄矿区	4379	28.2%	720	4839	29.6%	619
陕北矿区	10292	66.2%	662	10577	64.6%	556

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司矿区分布



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

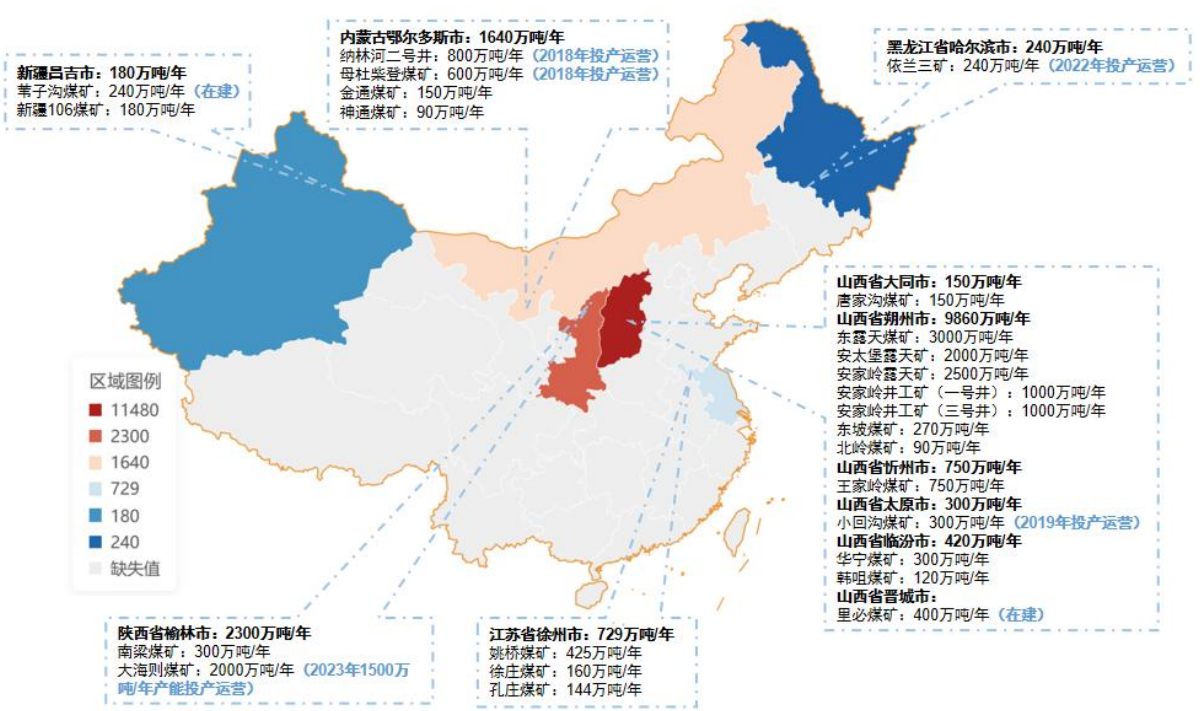


# 中煤能源：随着新矿投产，煤质逐渐提高

煤炭优质产能占比行业领先。公司最大的矿区平朔矿区位于全国14个大型煤炭基地之一的晋北基地，是全国重点矿区中距离主要煤炭装运港口最近的矿区之一。以公司为主体开发的开发的内蒙鄂尔多斯呼吉尔特矿区是中国最重要的优质动力煤基地之一。王家岭煤矿所在的山西乡宁矿区是国内低硫、特低磷优质炼焦煤基地。大屯矿区位于东部沿海地区，是少数邻近快速增长的工业中心和华东（包括上海）煤炭消费区的矿区之一。里必煤矿（在建）所在的山西晋城矿区是国内优质无烟煤基地。

新建煤矿煤质较好。公司2023年投产的大海则煤矿核定产能达2000万吨/年，是千万吨级特大型煤矿。矿井资源总储量47.86亿吨，设计可采储量33.12亿吨，服务年限114.6年；井田地质构造简单，顶底板稳定，瓦斯含量低，开采条件优越；井田煤质优良，具有特低灰、中低硫、特高发热量等特点，是优质的化工和动力用煤。大海则煤矿还是中煤陕西榆林能源化工有限公司煤化工（360万吨/年甲醇、135万吨/年烯烃）项目的配套资源矿井，是中煤集团打造蒙陕亿吨级煤炭基地的重要支撑。

图：公司煤矿资源分布



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：大海则矿区主要可采煤层——2号煤层煤质参数

指标		单位	数据	等级
灰分	Ad	%	7.12	特低灰煤
发热量	Qnet,ar	kcal/kg	7400	特高热值煤
全硫	St,d	%	1.56	中低硫煤

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

# 兖矿能源：煤矿分布广，煤种齐全

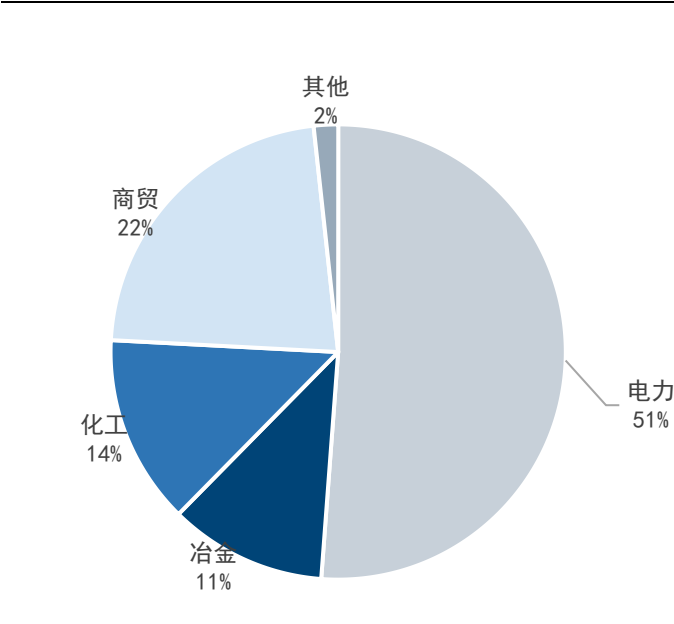
■ 煤矿分布广，煤种齐全，销售范围广。公司煤炭资源主要分布在中国的山东省、陕西省、内蒙古自治区、新疆维吾尔自治区和澳大利亚；产品主要销往电力、冶金、化工、商贸行业，占比分别约51%、11%、14%、22%；产品除在国内销售外，还销往日本、韩国、澳大利亚、泰国等国家。

表：兖矿能源煤炭资源及产量情况

	地理位置	主要煤种	原地资源量 (百万吨)	可采储量 (百万吨)	产量 (万吨)	销量 (万吨)	吨煤售价 (元/吨)	吨煤成本 (元/吨)	吨煤毛利 (元/吨)
公司	山东省济宁市、内 蒙古通辽市	动力煤	1,808	260	2397.8	2295.6	909.1	317.1	592.0
菏泽能化	山东省菏泽市	1/3焦煤	163	81	264.5	233.4	1394.2	634.3	759.9
鲁西矿业	山东省菏泽市	1/3焦煤、动力煤	1,822	211	1079.8	1140.1	1206.9	604.1	602.8
天池能源	山西省和顺县	动力煤	45	20	120.1	120.6	558.9	337.4	221.5
未来能源	陕西省榆林市	动力煤	943	478	1721.8	1124.2	598.2	132.8	465.3
鄂尔多斯公司	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	307	205	961.4	590.0	398.2	195.6	202.6
昊盛煤业	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	729	570	460.1	460.7	562.3	358.5	203.8
内蒙古矿业	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	6,113	1,415	382.6	393.1	521.2	331.3	189.9
新疆能化	新疆伊犁州、昌吉 州	动力煤	26,418	1,349	1936.2	1896.4	162.6	101.9	60.7
兖煤澳洲	昆士兰州及新南威 尔士州	喷吹煤、动力煤、半 软焦煤、半硬焦煤	7,207	1,440	3341.2	3310.2	1063.7	574.0	489.7
兖煤国际	昆士兰州及西澳大利 亚州	喷吹煤、动力煤	1,541	130	545.3	533.0	830.0	474.9	355.1
合计			47096	6159	13210.8	12097.3	785.2	349.5	435.7

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司煤炭销售行业分布情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 产业链布局及成长性对比

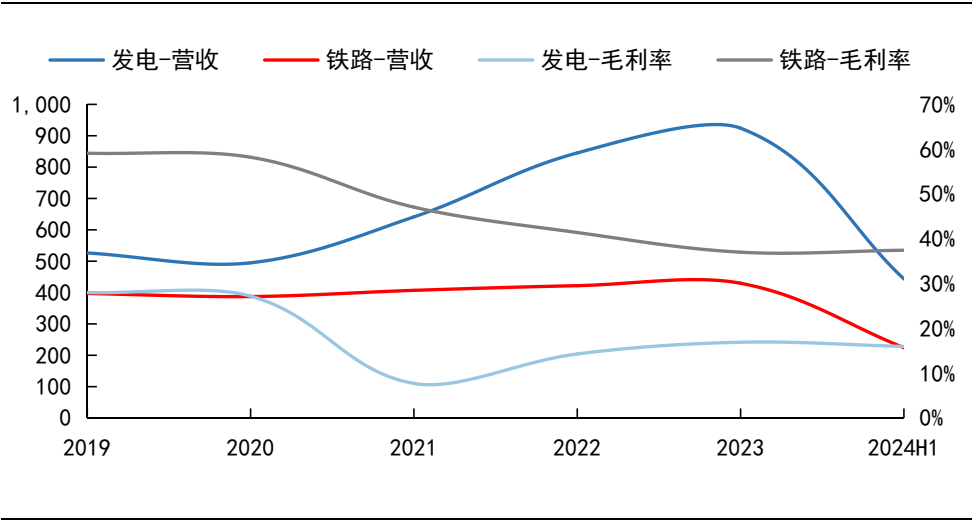
- **兖矿能源：加快向下游高端化工新材料产业延链增值。**公司煤化工产品主要包括甲醇、醋酸、醋酸乙酯、己内酰胺、石脑油、粗液体蜡等，2023年合计产量约859万吨。2021年12月通过的《发展战略纲要》中提及未来5-10年，公司目标化工品年产量2000万吨以上，其中化工新材料和高端化工品占比超过70%。
- **中国神华：煤电陆港航一体化运营，盈利能力较强且稳健。**截至2024年6月30日公司控制并运营的发电机组装机容量44822兆瓦，并运营生产能力约60万吨/年的煤制烯烃项目。公司对内部发电、煤化工分部的煤炭销售分别约占总销量的15%-16%、1%左右。此外，公司拥有独立运营的铁路集疏运通道，集中分布于自有核心矿区周边，能够满足核心矿区的煤炭外运——公司控制并运营围绕“晋西、陕北和蒙南”主要煤炭基地的环形辐射状铁路运输网络及“神朔—朔黄线”西煤东运大通道、环渤海能源新通道黄大铁路，总铁路营业里程达2408公里。公司还控制并运营黄骅港等多个综合港口和码头（总装船能力约2.7亿吨/年），拥有约2.13百万载重吨自有船舶的航运船队。公司大多数的煤炭都是通过自有铁路运输且大多数的下水煤都是通过自有港口。

表：截至2024年上半年中国神华发电分部在建项目

项目名称	截至2024年上半年累计投入占总预算比	所处阶段
广东惠州热电二期燃气热电项目（2×400MW）	68.6%	在建
江西九江电厂二期扩建工程（2×1,000MW）	12.6%	在建
广西北海电厂二期扩建工程（2×1,000MW）	10.2%	在建
广东清远电厂二期扩建工程（2×1,000MW）	9.2%	在建
河北定州电厂三期扩建热电工程（2×660MW）	3.7%	开工准备
河北沧东电厂三期扩建工程（2×660MW）	0.9%	开工准备
福建石狮鸿山热电厂三期扩建工程（1×1,000MW）	-	已核准

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：中国神华发电、铁路分部营收、毛利率变化（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



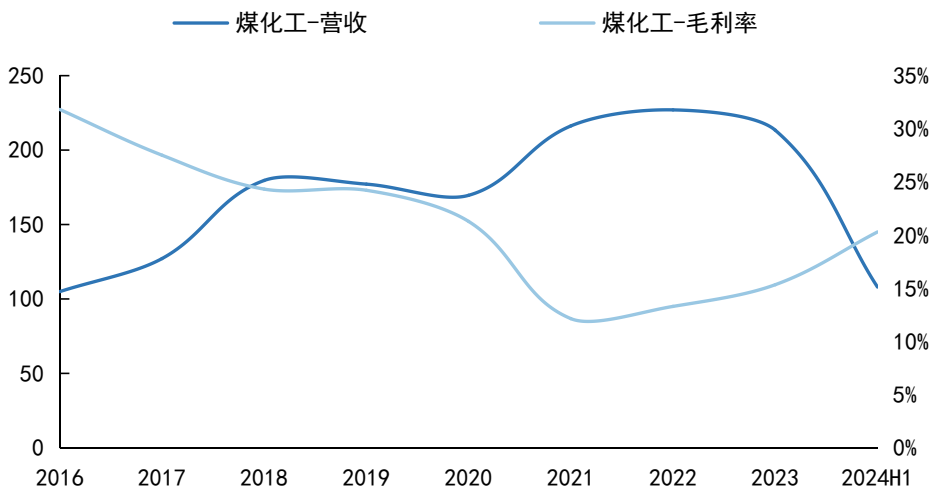
- **陕西煤业：布局煤电一体化。**2024年12月，公司公告向控股股东收购陕煤电力集团88.6525%股权，这是公司打造“煤电一体化”运营模式的重要举措。根据公司公告的《评估报告》，陕煤电力集团主营业务为火电，控股燃煤发电机组总装机容量为18300MW，其中在运燃煤发电机组总装机容量为8300MW，在建燃煤发电机组总装机容量为10000MW。2024年1-10月，陕煤电力集团实现营收117.4亿元，归母净利润14.3亿元。
- **中煤能源：深入布局煤化一体。**多年来公司致力于发展煤化一体化，公司主要煤化工产品甲醇、聚烯烃、尿素产能分别为160万吨/年、180万吨/年、175万吨/年。2023年公司生产煤炭内部自用1242万吨，占自产煤销售量的9%左右。榆林二期90万吨/年聚烯烃已于2024年开工建设，预计2026年完工，届时公司煤化产业协同效应有望进一步加强。

表：中煤能源煤化工产能明细（万吨/年）

子公司		持有股权	甲醇	聚烯烃	尿素
中煤陕西榆林能源化工有限公司		100%	205（中间产品）	60	
内蒙古中煤蒙大新能源化工有限公司		100%		60	
中煤鄂尔多斯能源化工有限公司	图克厂区	100%	100		175
	乌审召厂区	100%		60	
	中煤远兴公司	75%	60		
合计			160	180	175
参股公司		持有股权	甲醇	聚烯烃	尿素
中天合创能源有限责任公司		38.75%	360	137	
陕西延长中煤榆林能源化工有限公司		15.83%	360	190	
合计			196	83	0

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：中煤能源煤化工营收及毛利率变化（亿元）

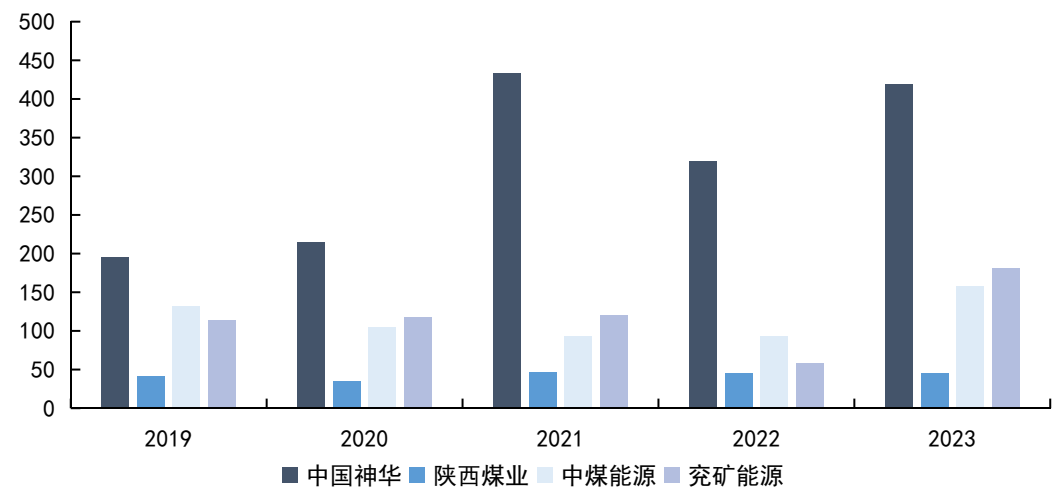


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 资本支出对比

- 中国神华：每年支出最多，且近年来增长明显，主要系煤炭、电力业务投资支出增加。
- 中煤能源：资本开支多用于新矿建设，榆林二期已于2024年开工建设，预计公司资本开支将维持较高水平。
- 陕西煤业：资本开支较少，基本为维护性支出，收购陕煤电力集团后预计会增加电力装机项目建设投资。
- 兖矿能源：资本开支多用于维持简单再生产和煤矿、煤化工等项目建设。

图：煤企资本开支情况（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：中国神华资本开支（亿元）

资本支出明细	中国神华	
	2023年	2024年规划
煤炭业务	188.72	98.16
发电业务	159.22	171.78
运输业务	69.29	68.21
-铁路	63.27	53.46
-港口	4.85	12.49
-航运	1.17	2.26
煤化工业务	2.27	23.62
其他	0.09	6.27
合计	419.59	368.04

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：陕西煤业资本开支（亿元）

陕西煤业					
资本支出明细	2023年	资本支出明细	2024年规划		
小保当矿井建设工程	30.9	是小保当风井及选煤厂项目	3.3		
柠条塔煤矿矿井购置液压支架	4.2	是神渭管运水煤浆添加剂及中水综合利用项目	2.5		
神渭管道输煤炭管道工程	3.2	彬长胡家河二号、李家沟风井项目	4.4		
智能物流园区建设工程	1.7	其他	13.2		
其它	5.1				
合计	45.2	合计	23.3		

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：中煤能源资本开支（亿元）

资本支出明细	中煤能源	
	2023年	2024年规划
煤炭生产和贸易	116.1	75.6
煤化工	18.6	48.8
煤电	13.6	14.2
新能源	5.1	16.8
煤矿装备	4.1	4.6
其它	0.1	0.2
合计	157.6	160.1

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：兖矿能源资本开支（亿元）

资本支出明细	兖矿能源	
	2023年	2024年规划
基建项目	79.5	82.3
煤炭矿井基建	47.9	48.9
化工项目基建	18.1	18.3
物流和储配项目基建	8.7	9.8
其他基建	4.8	5.2
维持简单再生产	101.6	82.4
安全生产计划支出	12.8	13.5
科技开发计划	2.1	-
技改计划	1.0	3.1
合计	197.0	181.2

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 成长性对比

	煤炭业务	煤电/煤化工业务	其他
中国神华	①新街一、二井（各800万吨/年）：预计2025年初开工建设，2028年投产 ②新街三、四井：完成立项审批，正推进勘查工作 ③资产注入：集团公司还有较多的煤炭产能（接近2亿吨/年）有望注入	<b>煤化工：</b> 包头煤化工煤制烯烃升级示范项目（新增生产能力 75 万吨/年） <b>发电：</b> ①广东惠州热电二期燃气热电项目(2×400MW)在建 ②江西九江电厂二期扩建工程(2×1000MW)在建 ③广东清远电厂二期扩建工程(2×1000MW)在建 ④广西北海电厂二期扩建工程(2×1000MW)在建 ⑤河北定州电厂三期扩建热电工程(2×660MW)已核准 ⑥河北沧东电厂三期扩建工程(2×660MW)已核准	①神朔铁路3亿吨、朔黄铁路4.5亿吨扩能改造工程 ②东月等铁路专用线建设 ③黄骅港（煤炭港区）五期、天津煤码头二期、珠海港务扩能、福建罗源湾码头二期等工程项目
陕西煤业	①小壕兔一号（800万吨/年）：正在走探转采手续 ②小壕兔西部：正在走储量评审备案工作	①陕煤电力集团拥有5个2*100W的火电装机项目预计于2027年底前投产	-
中煤能源	①大海则煤矿：二期前期工作正在推进，5-8年后有望建成 ②安太堡煤矿：资源接续工作正在推进 ③里必煤矿（400万吨/年）：预计2026年投产 ④苇子沟煤矿（240万吨/年）：预计2026年投产 ⑤资产注入：2028年5月前在符合注入上市公司的法定条件下，资源发展公司和华昱公司的股权有望注入，合计产能2788万吨/年	<b>煤化工：</b> ①榆林二期煤化工：设计规模220万吨甲醇/年、90万吨聚烯烃/年，投资约240亿元，预计2026年底投产 ②未来在晋北平朔、鄂尔多斯乌审旗有布局新煤化工项目的打算，但目前处于前期规划阶段 ③液态阳光：项目总投资44.74亿元，新建625MW风光发电、2.1万吨/年电解水制氢、10万吨/年CO2加氢制甲醇（含15万吨/年CO2捕集及精制）和配套公辅设施，预计2026年投产 <b>煤电：</b> 乌审旗电厂项目总投资57.62亿元，建设规模2×660MW，预计2026年投产 资产注入：未来可能会有电力、新能源等资产的注入	①100MW农光互补及后续合计260MW光伏项目 ②上海能源新能源示范基地二期132MW项目
兖矿能源	公司在2021年发布的《发展战略纲要》中提出：力争5-10年煤炭产量规模达到 3 亿吨/年： ①万福煤矿（180万吨/年）：2024年12月实现联合试运转 ②五彩湾四号露天矿（1000万吨/年）：预计2025年建成 ③霍林河一号煤矿、曹四夭钼矿、刘三圪旦煤矿、嘎鲁图煤矿会陆续开工 ④集团公司还有部分的煤炭产能有待注入	公司在2021年发布的《发展战略纲要》中提出：力争5-10年化工品年产量达2000万吨以上	公司在2021年发布的《发展战略纲要》中提出：力争5-10年新能源发电装机规模达到1000万千瓦以上

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

- 一、海外经济增长放缓。海外经济增长不及预期，可能导致全球能源及煤炭需求低迷，同时导致国内煤炭消费需求下降。
- 二、煤炭产能大量释放。随着煤炭行业产能优化推进，可能出现煤炭产能释放超过预期，导致供应大于需求，造成煤价较大幅度下跌。
- 三、新能源对煤炭替代。碳中和政策下，低成本、低排放新能源技术出现替代煤炭部分需求，导致煤炭需求下降。
- 四、煤矿安全事故影响。煤矿安全事故发生，导致相关公司停业整顿，对生产经营造成影响。

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

分析师承诺

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

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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





国信证券  
GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046      总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032