

中煤能源（601898.SH）

降本增量对冲煤价下行，业绩稳健

优于大市

核心观点

公司发布 2024 年年报：2024 年公司实现营收 1894.0 亿元（-1.9%），归母净利润 193.2 亿元（-1.1%）；其中 2024Q4 公司实现营收 489.9 亿元，同比+33.3%，环比+3.3%，归母净利润 47.1 亿元，同比+65.5%，环比-2.4%。

煤炭业务：自产煤产销量稳中有增；成本精益化管理效果显著，吨煤成本下降，盈利能力稳健。2024 年公司商品煤产量 13757 万吨，同比+2.5%；商品煤销售量 28483 万吨，同比基本持平，其中自产商品煤销量 13763 万吨，同比+2.8%。2024 年自产动力煤、炼焦煤销售均价分别为 499 元/吨、1254 元/吨，分别同比下降 33 元/吨、132 元/吨。公司成本精益化管理效果显著，2024 年自产商品煤单位销售成本 281.7 元/吨，同比下降 25.3 元/吨，主要系①2023Q4 公司获得生产接续资源从而增加了产量储量法摊销基数等使吨煤折旧及摊销成本同比减少 7 元/吨，②承担铁路运输及港杂费用的自产商品煤销量占比下降，使吨煤运输费用及港杂费用同比减少 4.3 元/吨；③加大安全费和维简费费用化使用力度使专项基金结余成本减少，使吨煤其他成本同比减少 14.8 元/吨。最终 2024 年煤炭板块毛利 396 亿元，同比仅减少 9 亿元。

煤化工业务：2024 年尿素、硝铵量价均有下滑，聚烯烃量价微增；毛利小幅下滑，整体经营稳健。2024 年公司主要煤化工产品产量 569.0 万吨，同比-5.7%；销量 584.2 万吨，同比-4.6%；产销量有所下滑主要是受尿素和甲醇装置按计划大修的影响。价格方面，尿素由于国内需求增长速度慢于供给增长速度，加之出口大幅度下降，价格回落 15.5%；硝铵价格下降 12.3%；聚烯烃供需基本平衡，价格同比微增 1.2%。成本端，原料煤、燃料煤采购价格下降使材料成本同比减少 9.9%。最终 2024 年煤化工业务实现毛利 31 亿元，同比减少 1.8 亿元。

在建项目进展顺利，产业链布局持续推进。截至 2024 年底，安太堡 2×350MW 低热值煤电项目建成投产并网发电，100MW 光伏+储能项目即将并网；图克 10 万吨级“液态阳光”示范项目、160MW 集中式光伏项目、三期 100MW 光伏项目加快建设；乌审旗 2×660MW 煤电一体化项目即将开工；里必煤矿、苇子沟煤矿、榆林煤炭深加工项目累计投入分别占预算比例约 48%、70%、20%。2024 年公司完成资本支出 153 亿元，2025 年公司计划资本支出 217 亿元。

积极回报股东，分红率超 30%。2024 年公司每股派发现金红利 0.258 元（含税），占中国企业会计准则下归母净利润的 17.7%，占国际财务报告准则下归母净利润的 18.8%。2024 年合计分红总额占中国企业会计准则下归母净利润的 32.9%，占国际财务报告准则下归母净利润的 35%。以 3 月 21 日的收盘价计算，公司 A 股股息率为 4.68%，H 股股息率为 6.39%。随着经营稳健向上，公司未来分红率仍有望提升。

投资建议：维持“优于大市”评级。

由于 2025 年煤价下跌幅度超过此前预期，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 178/179/187 亿元（2025-2026 年前值为 196/203 亿元），每股收益 1.34/1.35/1.41 元（2025-2026 年前值为 1.48/1.53 元）。考虑公司煤炭、煤化工业务均有增量，业绩稳健性较强，且分红率有较大提升潜力，维持“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

煤炭·煤炭开采

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：胡瑞阳

0755-81982908

huruiyang@guosen.com.cn

S0980523060002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	10.23 元
总市值/流通市值	135636/135636 百万元
52 周最高价/最低价	15.92/9.77 元
近 3 个月日均成交额	332.53 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中煤能源（601898.SH）-降本增量对冲煤价下行影响，业绩稳健性凸显》——2024-10-25
- 《中煤能源（601898.SH）-业绩保持稳健，派发中期分红积极回报投资者》——2024-08-27
- 《中煤能源（601898.SH）-煤价下行拖累业绩，煤炭、煤化工业务仍具成长性》——2024-04-26
- 《中煤能源（601898.SH）-商品煤产量持续增长，产业链布局持续推进》——2024-03-24
- 《中煤能源（601898.SH）-价稳量增经营向上，内增外延潜力可期》——2024-03-03

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司产能释放不及预期、公司分红率不及预期。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	192,969	189,399	181,900	183,634	193,634
(+/-%)	-12.5%	-1.9%	-4.0%	1.0%	5.4%
净利润(百万元)	19534	19323	17814	17932	18738
(+/-%)	7.1%	-1.1%	-7.8%	0.7%	4.5%
每股收益(元)	1.47	1.46	1.34	1.35	1.41
EBIT Margin	17.2%	16.7%	16.0%	16.0%	15.8%
净资产收益率(ROE)	13.6%	12.7%	10.9%	10.2%	9.9%
市盈率(PE)	6.9	7.0	7.6	7.6	7.2
EV/EBITDA	6.8	7.2	7.9	7.6	7.3
市净率(PB)	0.94	0.89	0.83	0.77	0.72

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司发布 2024 年年报：2024 年公司实现营收 1894.0 亿元（-1.9%），归母净利润 193.2 亿元（-1.1%）；其中 2024Q4 公司实现营收 489.9 亿元，同比+33.3%，环比+3.3%，归母净利润 47.1 亿元，同比+65.5%，环比-2.4%。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

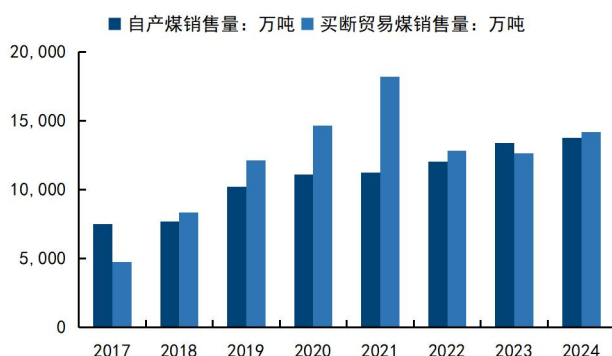
煤炭业务：自产煤产销量稳中有增；成本精益化管理效果显著，吨煤成本下降，盈利能力稳健。2024 年公司商品煤产量 13757 万吨，同比+2.5%；商品煤销售量 28483 万吨，同比基本持平，其中自产商品煤销量 13763 万吨，同比+2.8%。2024 年自产动力煤、炼焦煤销售均价分别为 499 元/吨、1254 元/吨，分别同比下降 33 元/吨、132 元/吨。公司成本精益化管理效果显著，2024 年自产商品煤单位销售成本 281.7 元/吨，同比下降 25.3 元/吨，主要系①2023Q4 公司获得生产接续资源从而增加了产量储量法摊销基数等使吨煤折旧及摊销成本同比减少 7 元/吨，②承担铁路运输及港杂费用的自产商品煤销量占比下降，使吨煤运输费用及港杂费用同比减少 4.3 元/吨；③加大安全费和维简费使用力度使专项基金结余成本减少，使吨煤其他成本同比减少 14.8 元/吨。最终 2024 年煤炭板块毛利 396 亿元，同比仅减少 9 亿元。

图3：公司商品煤产量情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司煤炭销售情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司煤炭售价变化 (元/吨)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

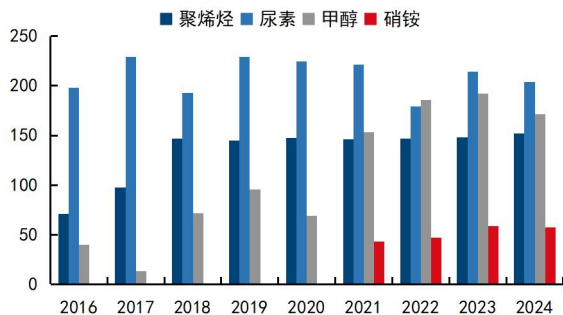
图6: 公司自产煤成本变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

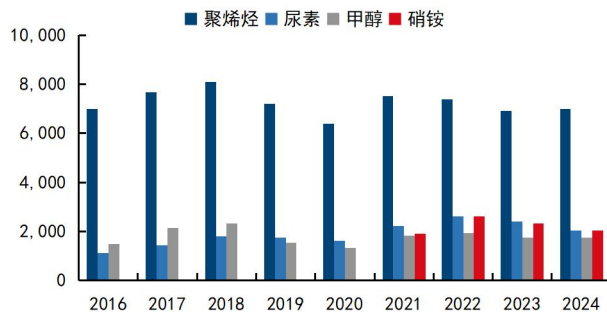
煤化工业务: 2024 年尿素、硝铵量价均有下滑, 聚烯烃量价微增; 毛利小幅下滑, 整体经营稳健。2024 年公司主要煤化工产品产量 569.0 万吨, 同比-5.7%; 销量 584.2 万吨, 同比-4.6%; 产销量有所下滑主要是受尿素和甲醇装置按计划大修的影响。价格方面, 尿素由于国内需求增长速度慢于供给增长速度, 加之出口大幅度下降, 价格回落 15.5%; 硝铵价格下降 12.3%; 聚烯烃供需基本平衡, 价格同比微增 1.2%。成本端, 原料煤、燃料煤采购价格下降使材料成本同比减少 9.9%。最终 2024 年煤化工业务实现毛利 31 亿元, 同比减少 1.8 亿元。

图7: 公司煤化工产品销售量变化 (万吨)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司煤化工产品单位售价 (元/吨)



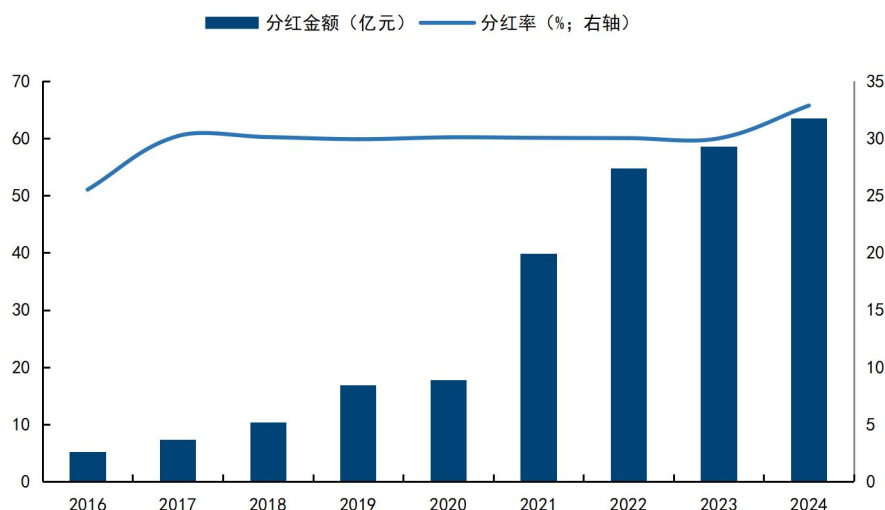
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

在建项目进展顺利, 产业链布局持续推进。截至 2024 年底, 安太堡 2×350MW 低热值煤发电项目建成投产并网发电, 100MW 光伏+储能项目即将并网; 图克 10 万吨级“液态阳光”示范项目、160MW 集中式光伏项目、三期 100MW 光伏项目加快建设; 乌审旗 2×660MW 煤电一体化项目即将开工; 里必煤矿、苇子沟煤矿、榆林煤炭深加工项目累计投入分别占预算比例约 48%、70%、20%。2024 年公司完成资本支出 153 亿元, 2025 年公司计划资本支出 217 亿元。

积极回报股东, 分红率超 30%。2024 年公司每股派发现金红利 0.258 元 (含税), 占中国企业会计准则下归母净利润的 17.7%, 占国际财务报告准则下归母净利润的 18.8%。2024 年合计分红总额占中国企业会计准则下归母净利润的 32.9%, 占国际财务

报告准则下归母净利润的 35%。以 3 月 21 日的收盘价计算，公司 A 股股息率为 4.68%，H 股股息率为 6.39%。随着经营稳健向上，公司未来分红率仍有望提升。

图9：分红率变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级。

由于 2025 年煤价下跌幅度超过此前预期，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 178/179/187 亿元（2025-2026 年前值为 196/203 亿元），每股收益 1.34/1.35/1.41 元（2025-2026 年前值为 1.48/1.53 元）。考虑公司煤炭、煤化工业务均有增量，业绩稳健性较强，且分红率有较大提升潜力，维持“优于大市”评级。

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司产能释放不及预期、公司分红率不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	91543	84353	84353	84925	96215	营业收入	192969	189399	181900	183634	193634
应收款项	9325	10408	9996	10092	10641	营业成本	144595	142279	137894	139479	147445
存货净额	8735	7743	7586	7618	8029	营业税金及附加	7816	8115	7794	7676	8094
其他流动资产	10066	10561	10143	10239	10797	销售费用	1050	1078	1035	1045	1102
流动资产合计	119668	113066	112078	112874	125682	管理费用	5452	5512	5294	5345	5636
固定资产	127271	140179	153931	165802	174844	研发费用	916	801	769	777	819
无形资产及其他	55638	54654	52833	51013	49192	财务费用	2995	2388	2354	2361	2270
投资性房地产	15825	18255	18255	18255	18255	投资收益	3005	2564	2564	2564	2564
长期股权投资	30958	31811	32664	33517	34371	资产减值及公允价值变动	(285)	(464)	(614)	(614)	(614)
资产总计	349360	357965	369762	381461	402343	其他收入	(682)	(641)	(459)	(467)	(509)
短期借款及交易性金融负债	21866	17603	22690	18000	18000	营业利润	33099	31485	29019	29212	30529
应付款项	26738	27041	26492	26603	28040	营业外净收支	(51)	94	94	94	94
其他流动负债	49554	57532	48831	49048	51732	利润总额	33049	31580	29113	29306	30623
流动负债合计	98158	102176	98014	93651	97772	所得税费用	7300	6626	6108	6149	6425
长期借款及应付债券	50362	45840	45840	45840	45840	少数股东损益	6215	5631	5191	5226	5461
其他长期负债	18058	17703	18203	18703	19203	归属于母公司净利润	19534	19323	17814	17932	18738
长期负债合计	68420	63542	64042	64542	65042	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	166578	165718	162056	158193	162814	净利润	19534	19323	17814	17932	18738
少数股东权益	38661	40335	43824	47335	51005	资产减值准备	(8517)	179	59	52	43
股东权益	144121	151911	163882	175932	188524	折旧摊销	10992	10129	8397	9285	10123
负债和股东权益总计	349360	357965	369762	381461	402343	公允价值变动损失	285	464	614	614	614
						财务费用	2995	2388	2354	2361	2270
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(4304)	5088	(7704)	656	3145
每股收益	1.47	1.46	1.34	1.35	1.41	其它	12867	3605	3430	3460	3627
每股红利	0.99	1.18	0.44	0.44	0.46	经营活动现金流	30857	38788	22610	31999	36289
每股净资产	10.87	11.46	12.36	13.27	14.22	资本开支	0	(21024)	(21001)	(20001)	(18001)
ROIC	11.14%	10.92%	10%	9%	9%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	13.55%	12.72%	11%	10%	10%	投资活动现金流	(1054)	(21877)	(21854)	(20854)	(18854)
毛利率	25%	25%	24%	24%	24%	权益性融资	(25)	1238	0	0	0
EBIT Margin	17%	17%	16%	16%	16%	负债净变化	2863	(2023)	0	0	0
EBITDA Margin	23%	22%	21%	21%	21%	支付股利、利息	(13141)	(15710)	(5843)	(5882)	(6146)
收入增长	-13%	-2%	-4%	1%	5%	其它融资现金流	(8704)	10128	5087	(4690)	0
净利润增长率	7%	-1%	-8%	1%	4%	融资活动现金流	(29286)	(24101)	(755)	(10572)	(6146)
资产负债率	59%	58%	56%	54%	53%	现金净变动	517	(7190)	0	572	11289
股息率	9.7%	11.6%	4.3%	4.3%	4.5%	货币资金的期初余额	91026	91543	84353	84353	84925
P/E	6.9	7.0	7.6	7.6	7.2	货币资金的期末余额	91543	84353	84353	84925	96215
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	企业自由现金流	0	19174	2697	13103	19398
EV/EBITDA	6.8	7.2	7.9	7.6	7.3	权益自由现金流	0	27279	5925	6547	17605

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032