

证券研究报告		中煤能源：成本管控助力业绩韧性，产业布局仍	
公司研究		具成长空间	
公司点评报告		2025 年 3 月 24 日	
中煤能源 (601898. SH)			
投资评级	买入	事件： 2025 年 3 月 21 日，中煤能源发布年度报告，2024 年公司实现营业收入 1893.99 亿元，同比下降 1.85%，实现归母净利润 193.23 亿元，同比下降 1.08%；扣非后净利润 191.02 亿元，同比下降 1.35%。经营活动现金流量净额 341.40 亿元，同比下降 20.54%；基本每股收益 1.46 元/股，同比下降 0.68%。资产负债率为 46.29%，同比下降 1.39pct。	
上次评级	买入		
左前明 能源行业首席分析师 执业编号：S1500518070001 联系电话：010-83326712 邮箱：zuoqianming@cindasc.com		2024 年第四季度， 公司单季度营业收入 489.87 亿元，同比上涨 33.26%，环比上涨 3.29%；单季度归母净利润 47.09 亿元，同比上涨 65.46%，环比下降 2.43%；单季度扣非后净利润 46.77 亿元，同比上涨 67.35%，环比下降 1.92%。	
高升： 煤炭钢铁行业首席分析师 执业编号：S1500524100002 邮箱：gaosheng@cindasc.com 邮箱：gaosheng@cindasc.com		点评： ➤ 煤炭主业成本端管控出色，有效对冲市场下行。 2024，公司实现自产煤产量 13757.0 万吨，同比增加 2.5%；自产煤销量 13763.0 万吨，同比增加 2.8%；单位价格 562.0 元/吨，同比下降 6.6%；单位成本 281.7 元/吨，同比下降 8.2%；单位毛利 280.3 元/吨，同比下降 5.0%。公司成本控制较为成功，主要是 2023 年四季度获得的生产接续资源相应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，以及吨煤维修支出和运输费用同比减少，此外，公司通过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等使吨煤其他成本同比减少。总体来看，公司在实现产销双增的同时，有效降低自产煤单位销售成本，积极应对市场下行影响。 ➤ 煤化工营收成本均有下降，毛利率保持稳定。 2024 年，公司煤化工业务营业收入 205.18 亿元，比 2023 年的 213.94 亿元减少 8.76 亿元，下降 4.1%，主要是尿素和硝铵销量减少、销售价格同比下跌等影响；营业成本 174.06 亿元，比 2023 年的 180.99 亿元减少 6.93 亿元，下降 3.8%，主要是原料煤、燃料煤采购价格下降使材料成本同比减少，以及尿素和甲醇装置按计划大修使维修成本同比增加等综合影响。实现毛利 31.12 亿元，比 2023 年的 32.95 亿元减少 1.83 亿元，下降 5.6%；毛利率 15.2%，比 2023 年的 15.4%下降 0.2 个百分点。 ➤ 持续优化产业布局，各板块业务内生增长空间较大。 平朔矿区： 公司发展多业耦合园区有序布局，商品煤产量创近十年来新高，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，160MW 集中式光伏项目、三期 100MW 光伏项目加快建设。 蒙陕区域： 公司加快打造“煤-电-化-新”致密产业链，大海则煤矿优质产能持续释放，乌审旗 2×660MW 煤电一体化项目即将开工，图克 10 万吨级“液态阳光”示范项目、陕西榆林煤化工二期年产 90 万吨聚烯烃项目加快建设，蒙陕区域企业为公司贡献利润近百亿元，成为新的增长极。 上海能源公司： “源网荷储”一体化初步建成，新能源投运及在建规模	
信达证券股份有限公司 CINDA SECURITIES CO.,LTD 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 邮编：100031			

达到 468MW，电网改造项目扎实推进，配套储能工程投入运行。里必煤矿、苇子沟煤矿建设有序推进，煤炭供应能力不断增强。

- **历史包袱逐步减轻，资产质量进一步提升。**2024 年，公司减值合计 6.31 亿元，较 2023 年的 3.46 亿元有所增加，但仍大幅少于 2022 年的 88.01 亿元。2024 年公司资产负债率为 46.3%，较 2023 年下降 1.4pct；公司付息债务为 635.73 亿元，较 2023 年下降 12.6%，公司通过持续优化债务结构进一步降低财务费用。
- **分红有所提升，加强回报股东。**根据公司《2024 年年度利润分配方案公告》，2024 年，公司拟派发分红 34.18 亿元，本年度现金分红合计为 63.55 亿元，分红率为 40.6%（若减去 15 亿特别分红则分红率为 32.9%），较之 2023 年的 30% 分红率有所提升。
- **盈利预测与投资评级：**回顾市场，我们认为动力煤价格调整是淡旺季切换的正常现象，而全年看 2025 年煤炭需求对于长协价格仍有较强支撑，市场价格也暂时不具备单边下行的条件，随宏观经济回暖或支撑煤价上行。中煤能源高比例长协的稳定性及内生业务增长的成长性依旧具有投资价值，伴随煤炭产量有序释放，电力及煤化工业务进一步扩张，公司业绩有望稳中有增。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 182.77/186.07/189.10 亿元，每股收益分别为 1.38/1.40/1.43 元。维持“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济形势存在不确定性；地缘政治因素影响全球经济；煤电相关行政政策的不确定性；煤矿出现安全生产事故等。

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	192,969	189,399	189,012	190,937	192,546
同比(%)	-12.5%	-1.9%	-0.2%	1.0%	0.8%
归属母公司净利润	19,534	19,323	18,277	18,607	18,909
同比(%)	7.0%	-1.1%	-5.4%	1.8%	1.6%
毛利率(%)	25.1%	24.9%	26.2%	25.5%	25.2%
ROE(%)	13.6%	12.7%	11.1%	10.5%	9.9%
EPS（摊薄）（元）	1.47	1.46	1.38	1.40	1.43
P/E	6.94	7.02	7.42	7.29	7.17
P/B	0.94	0.89	0.83	0.77	0.71
EV/EBITDA	2.47	3.39	2.81	2.23	1.71

资料来源：IFIND，信达证券研发中心预测，股价为 2025 年 3 月 21 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	119,668	113,066	118,918	140,102	158,505	营业总收入	192,969	189,399	189,012	190,937	192,546
货币资金	91,543	84,353	93,791	111,831	132,286	营业成本	144,595	142,279	139,488	142,187	144,025
应收票据	376	91	434	96	225	营业税金及附加	7,816	8,115	8,098	8,115	8,183
应收账款	7,117	8,402	3,999	7,269	4,097	销售费用	1,050	1,078	945	1,038	1,047
预付账款	2,471	2,314	2,326	2,342	2,387	管理费用	5,452	5,512	4,914	4,773	4,621
存货	8,735	7,743	8,412	8,056	8,625	研发费用	916	801	799	907	914
其他	9,426	10,163	9,956	10,508	10,885	财务费用	2,995	2,388	1,592	1,647	1,597
非流动资产	229,692	244,899	257,785	259,947	262,181	减值损失合计	-285	-464	-3,300	-2,100	-1,500
长期股权投资	30,958	31,811	32,811	33,811	34,811	投资净收益	3,005	2,564	1,701	1,909	1,925
固定资产(合计)	116,048	121,976	127,565	126,593	124,649	其他	234	160	-30	-28	-27
无形资产	55,638	54,654	59,042	64,542	70,042	营业利润	33,099	31,485	31,546	32,050	32,557
其他	27,048	36,458	38,366	35,000	32,679	营业外收支	-51	94	-75	-11	3
资产总计	349,360	357,965	376,703	400,049	420,686	利润总额	33,049	31,580	31,471	32,040	32,560
流动负债	98,158	102,176	99,058	103,455	103,849	所得税	7,300	6,626	7,868	8,010	8,140
短期借款	123	1,062	1,112	1,132	1,147	净利润	25,749	24,954	23,603	24,030	24,420
应付票据	2,845	3,441	2,722	1,544	3,798	少数股东损益	6,215	5,631	5,326	5,423	5,511
应付账款	23,892	23,600	22,961	24,501	23,574	归属母公司净利润	19,534	19,323	18,277	18,607	18,909
其他	71,298	74,073	72,262	76,277	75,329	EBITDA	44,465	41,644	39,310	43,199	44,191
非流动负债	68,420	63,542	68,034	68,535	70,031	EPS(当年)(元)	1.47	1.46	1.38	1.40	1.43
长期借款	42,369	40,346	45,346	46,346	48,346	现金流量表					
其他	26,051	23,197	22,688	22,189	21,686	单位：百万元					
负债合计	166,578	165,718	167,092	171,990	173,880	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	38,661	40,335	45,661	51,084	56,594	经营活动现金流	42,965	34,140	39,281	39,055	46,124
归属母公司股东权益	144,121	151,911	163,950	176,975	190,212	净利润	25,749	24,954	23,603	24,030	24,420
负债和股东权益	349,360	357,965	376,703	400,049	420,686	折旧摊销	11,167	10,332	11,573	14,935	15,544
重要财务指标						财务费用	3,009	2,451	2,014	2,116	2,157
单位：百万元						投资损失	-3,005	-2,564	-1,701	-1,909	-1,925
主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	营运资金变动	5,806	-1,472	217	-2,426	4,232
营业总收入	192,969	189,399	189,012	190,937	192,546	其它	240	439	3,575	2,311	1,697
同比(%)	-12.5%	-1.9%	-0.2%	1.0%	0.8%	投资活动现金流	-15,057	-12,049	-26,133	-17,298	-17,350
归属母公司净利润	19,534	19,323	18,277	18,607	18,909	资本支出	-17,518	-18,017	-26,575	-18,121	-18,197
同比(%)	7.0%	-1.1%	-5.4%	1.8%	1.6%	长期投资	22	-1	-1,234	-1,093	-1,069
毛利率(%)	25.1%	24.9%	26.2%	25.5%	25.2%	其他	2,439	5,969	1,676	1,915	1,916
ROE(%)	13.6%	12.7%	11.1%	10.5%	9.9%	筹资活动现金流	-26,298	-23,876	-3,711	-3,717	-8,318
EPS(摊薄)(元)	1.47	1.46	1.38	1.40	1.43	吸收投资	244	1,238	616	0	0
P/E	6.94	7.02	7.42	7.29	7.17	借款	2,780	-1,084	5,050	1,020	2,015
P/B	0.94	0.89	0.83	0.77	0.71	支付利息股息	-13,141	-15,710	-8,868	-7,698	-7,829
EV/EBITDA	2.47	3.39	2.81	2.23	1.71	现金净增加额	1,585	-1,759	9,438	18,040	20,456

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产生产管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李栋，南加州大学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。