

增持（维持）

煤炭巨头业绩稳定，分红比例持续提升

中煤能源（601898.SH）深度报告

2025年3月31日

投资要点：

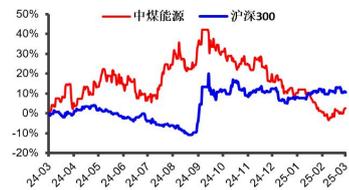
分析师：卢立亭  
SAC 执业证书编号：  
S0340513040001  
电话：0769-22177163  
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

研究助理：吴镇杰  
SAC 执业证书编号：  
S0340124020014  
电话：0769-22117626  
邮箱：wuzhenjie@dgzq.com.cn

## 主要数据 2025年3月28日

收盘价（元）	10.12
总市值（亿元）	1341.78
总股本（百万股）	13258.66
流通股本（百万股）	13258.66
ROE（TTM）	12.72%
12月最高价（元）	14.53
12月最低价（元）	9.89

## 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

## 相关报告

- 国资委控股央企** 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年末，中煤集团持有公司57.41%股权，实际控制人为国务院国资委。
- 公司多产业覆盖** 公司业务覆盖煤炭全产业链，包括自产商品煤、煤化工（烯烃、尿素等）、煤矿装备制造及金融服务，并构建了“煤-电-化-新”循环经济体系。
- 煤炭资源储备行业领先** 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山西、内蒙古和陕西三大产煤大省，生产煤种以动力煤为主。公司拥有矿业权的煤炭资源量达265.2亿吨，可采储量138.2亿吨，证实储量49.15亿吨。公司在煤炭资源量和可采储量规模上也均属国内头部梯队上市煤企。
- 公司近年来自产煤产销量持续增长** 2020-2024年，中煤能源通过核增和新建项目累计增加产能2210万吨/年，主要集中在东露天、王家岭、大海则等矿井。其中，2021-2022年核增1210万吨，2023年新增1000万吨。
- 公司煤炭在建及规划矿井资源丰富** 公司拥有里必煤矿（400万吨/年，持股51%）和苇子沟煤矿（240万吨，持股50%）两个在建煤矿，均预计将在2025年底试生产。此外，大海则二期项目正在规划中，规划产能2000万吨/年，有望持续打开成长空间。
- 公司近年吨煤成本呈下降趋势** 公司积极进行成本管理，自产煤折旧及摊销、维修支出、运输及港杂费等成本有不同程度下降，2024年综合吨煤成本425.1元/吨，同比减少0.8%，其中自产商品煤成本281.7元/吨，同比减少8.2%。
- 高长协占比抵消煤价下行影响** 公司根据国家发改委等有关部门指导意见，自产煤长协合同按照签订占比不低于80%的要求执行，高长协占比有效抵消煤价下行影响。
- 公司积极布局煤化工业务** 公司的煤炭-新型煤化工协同发展，使得煤化工业务具备一体化的成本优势，同时也帮助煤炭主业平抑了部分周期性波动，增强了公司抵御风险能力。
- 风险提示：**煤炭价格波动风险，煤矿发生安全生产事故风险，公司产能释放不及预期等。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

## 目 录

1 公司概况	4
1.1 所属集团规模领先，为国资委控股央企	4
1.2 煤炭为公司主营业务，公司归母净利润稳健	4
1.3 公司分红比例持续提升	5
2 煤炭行业：动力煤供需紧平衡，高库存使煤价短期或震荡运行	6
2.1 产量	6
2.3 动力煤电煤需求	9
2.4 动力煤非电煤需求	11
3 公司煤炭业务	13
3.1 资源储备行业领先，产销量稳步提升	13
3.2 成本下降长协占比高，有效抵消煤价下行影响	15
4 公司煤化工业务	16
5 投资建议	17
6 风险提示	18

## 插图目录

图 1：公司股权结构（截至 2024 年末）	4
图 2：2024 年各业务线毛利占比	5
图 3：2020-2024 年公司营业收入及变化率（亿元，%）	5
图 4：2020-2024 年公司归母净利润及变化率（亿元，%）	5
图 5：公司现金分红总额和股利支付率（万元，%）	6
图 6：公司股息率（股价取当年年末最后一个交易日的收盘价）	6
图 7：公司资产负债率	6
图 8：原煤产量累计值及同比（万吨，%）	7
图 9：山西原煤产量累计值及同比（万吨，%）	8
图 10：内蒙古原煤产量累计值及同比（万吨，%）	8
图 11：陕西原煤产量累计值及同比（万吨，%）	8
图 12：新疆原煤产量累计值及同比（万吨，%）	8
图 13：2024 年全国不同形式发电量占比（%）	9
图 14：2024 年动力煤下游需求占比（%）	9
图 15：全国累计发电量及同比（亿千瓦时，%）	9
图 16：全国累计火电发电量及同比（亿千瓦时，%）	9
图 17：全国累计水电发电量及同比（亿千瓦时，%）	10
图 18：全国累计核电发电量及同比（亿千瓦时，%）	10
图 19：全国累计风电发电量及同比（亿千瓦时，%）	10
图 20：全国累计太阳能发电及同比（亿千瓦时，%）	10
图 21：全国电厂日均耗煤量（万吨）	10
图 22：六大发电集团日均耗煤量（万吨）	10
图 23：动力煤建材行业消费量累计值及同比（万吨，%）	11
图 24：水泥产量累计值及同比（万吨，%）	11

图 25 : 动力煤化工行业消费量累计值及同比 (万吨, %)	12
图 26 : 尿素开工率 (%)	12
图 27 : 甲醇开工率 (%)	12
图 28 : 环渤海煤炭库存 (万吨)	12
图 29 : 煤炭六大发电集团库存量 (万吨)	12
图 30 : 近期秦皇岛市场动力煤价格 (元/吨)	13
图 31 : 公司目前在产煤矿资源量及储量情况 (亿吨)	13
图 32 : 重点煤炭公司煤炭资源量 (亿吨)	14
图 33 : 重点煤炭公司煤炭可采储量 (亿吨)	14
图 34 : 公司在建规划产能	14
图 35 : 公司近年来煤炭产销量 (万吨)	15
图 36 : 近年公司自产商品煤吨煤成本及同比 (元/吨, %)	15
图 37 : 公司动力煤价格变化相对于秦皇岛动力煤 (Q5500) 价格变化	15
图 38 : 近年公司煤化工产品产量 (万吨)	16
图 39 : 近年公司煤化工产品销量 (万吨)	16
图 40 : 公司煤化工在建项目	16

## 表格目录

表 1 : 公司盈利预测简表 (2025/3/28)	19
----------------------------	----

## 1 公司概况

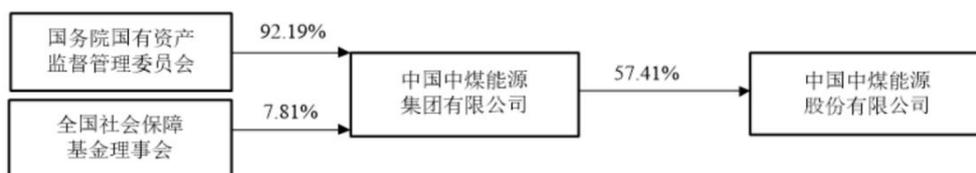
### 1.1 所属集团规模领先，为国资委控股央企

中煤能源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。公司是中国中煤能源集团有限公司的核心上市平台，由中国国务院国资委直接监管的特大型能源央企。公司前身为 1982 年成立的中国煤炭进出口总公司，2009 年改制为国有独资企业，连续五年获评国务院国资委经营业绩 A 级，并稳居《财富》世界 500 强。

作为中国第二大煤炭生产企业，中煤能源拥有可控煤炭资源储量超 770 亿吨，煤炭总产能超 3 亿吨/年，年贸易量近 4 亿吨，生产及在建煤化工项目总产能达 1000 余万吨。其业务覆盖煤炭全产业链，包括自产商品煤、煤化工（烯烃、尿素等）、煤矿装备制造及金融服务，并构建了“煤-电-化-新”循环经济体系。公司坚持“存量提效、增量转型”战略，聚焦煤炭清洁高效利用与新能源开发，推进智能化矿山建设和数智化转型，目标建成多能互补、绿色低碳的世界一流能源企业。

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。根据公司 2024 年年度报告，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。

图 1：公司股权结构（截至 2024 年末）



资料来源：公司 2024 年报，iFind，东莞证券研究所

### 1.2 煤炭为公司主营业务，公司归母净利润稳健

从上市以来公司主营业务一直为煤炭开采和销售业务。从 2024 年各业务线营收情况和归母净利润占比来看，煤炭业务占据公司 80% 的营业收入和 84% 的毛利，为公司收入和利润的主要来源。

从营收来看，由于公司的主营业务为煤炭业务，过去五年间公司营收随着煤炭价格的变化而有所波动。2020 年公司营业收入增至 1409.65 亿元，同比增长 8.2%；2021 年营业收入大幅增长至 2398.28 亿元，同比增长 63.96%，这两年营收增长主要受益于煤炭价格上涨及销售规模扩大；2022 年营业收入回落至 2205.77 亿元，同比下降 8.03%，主要因为买断贸易煤销量减少；2023 年营业收入进一步下降至 1929.69 亿元，同比下降 12.5%，主要受煤炭价格回落影响。2024 年营业收入为 1894 亿元，同比下降 1.9%，延续了近年来的小幅波动趋势。

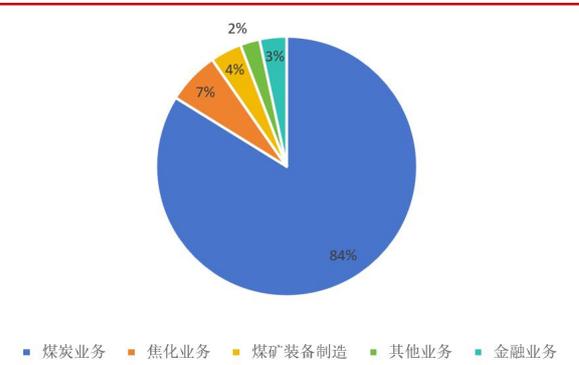
从归母净利润来看，公司 2019-2023 年归母净利润持续上涨，同比变化率分别为 63.82%、4.94%、124.96%、33.55%和 1.46%；2024 年主要因为市场煤价持续下跌导致业绩下降，但公司整体盈利韧性较好，降幅在行业中相对较小。

图 1：2024 年各业务线营业收入占比



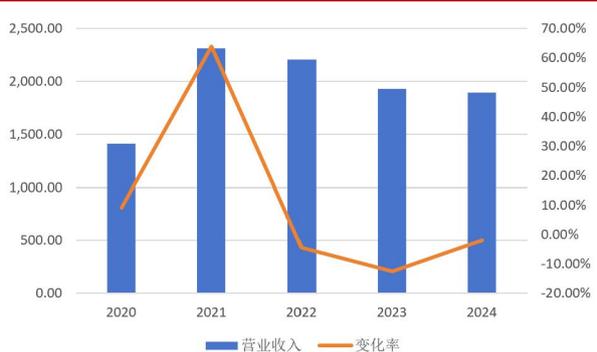
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 2：2024 年各业务线毛利占比



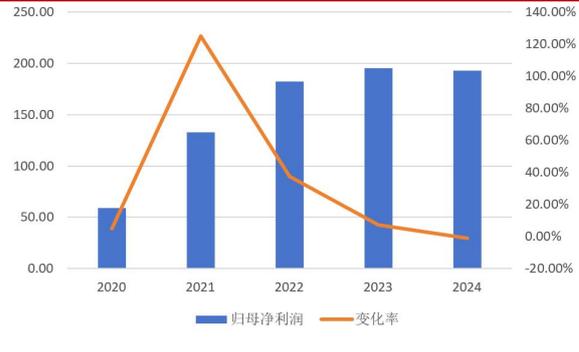
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 3：2020-2024 年公司营业收入及变化率（亿元，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 4：2020-2024 年公司归母净利润及变化率（亿元，%）

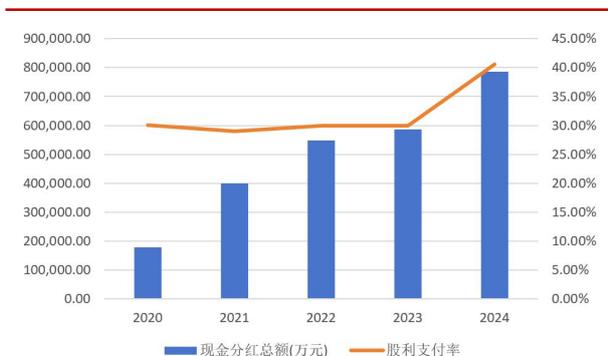


数据来源：iFind，东莞证券研究所

### 1.3 公司分红比例持续提升

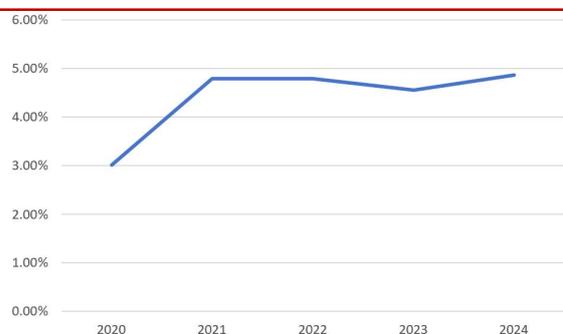
公司在 2024 年年报中宣布每股派发现金红利 0.258 元，共计 34.18 亿元，若加总年中股息 29.4 亿元，全年累计派发股息 63.5 亿元，分红率为 40.6%，较之前 2023 年的 30% 分红率有所提升，显示出公司对股东回报的重视。尽管 2024 年净利润同比下降 1.1% 至 193.2 亿元，但公司通过优化债务结构和提升资产质量，确保了分红的可持续性。2024 年公司资产负债率为 46.3%，较 2023 年下降 1.4 个百分点，显示出公司在财务管理上的稳健性。中煤能源的高分红政策和稳健的业绩表现吸引了投资者的关注，提升了公司的市场认可度和投资价值。我们认为在低利率环境仍将延续的现阶段，对于龙头煤企而言，高分红的持续兑现是其主要投资价值所在。

图 5: 公司现金分红总额和股利支付率 (万元, %)



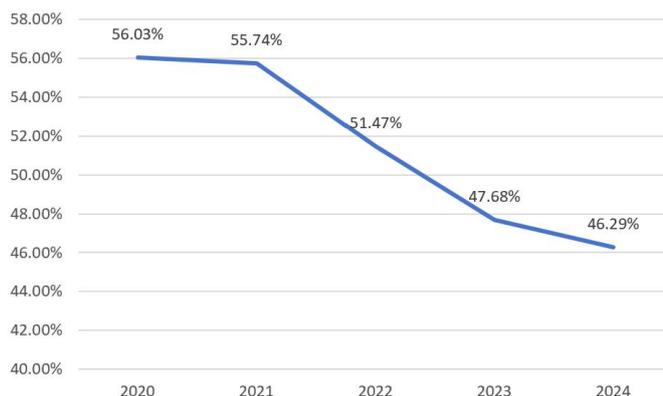
数据来源: 公司2024年报, iFind, 东莞证券研究所

图 6: 公司股息率 (股价取当年年末最后一个交易日的收盘价)



数据来源: 公司2024年报, iFind, 东莞证券研究所

图 7: 公司资产负债率



资料来源: 公司 2024 年报, iFind, 东莞证券研究所

## 2 煤炭行业: 动力煤供需紧平衡, 高库存使煤价短期或震荡运行

### 2.1 供给

2024 年国内原煤产量同比增长。2023 年煤矿安全事故时有发生, 煤矿安全生产形势严峻。2024 年 1 月, 国务院发布《煤矿安全生产条例》, 旨在加强煤矿安全生产, 防止事故, 保障人民生命财产安全, 主要包括: 坚持党的领导和安全第一原则, 强化风险隐患源头治理, 夯实煤矿企业主体责任, 严格落实监管监察责任, 并加大违法行为的惩处力度。因此 2024 年年初时原煤产量同比下降较大, 2 月累计产量为 70526.70 万吨, 同比下降 4.20%。后续产量逐步提升, 截至年终, 原煤产量累计值为 475896.20 万吨, 同比增长 1.30%。

分产区来看, 山西省作为最重要的原煤生产省份, 2024 年 3 月, 山西省印发 2024

年山西省煤炭稳产稳供工作方案的通知，2024 年全省煤炭产量稳定在 13 亿吨左右，而 2023 年原煤产量为 13.57 亿吨，按计划 2024 年较 2023 年同比下降 4.2%。从实际产量来看，2024 年山西原煤累计产量达 126873.80 万吨，同比下降 6.90%。

内蒙古和陕西累计产量同比增长。2024 年内蒙古累计生产原煤 129686.90 万吨，同比增长 5.40%；12 月内蒙古生产原煤 11840.30 万吨，同比增长 10.98%。2024 年陕西省原煤产量 78003.70 万吨，同比增长 2.00%，12 月陕西原煤产量为 6955.00 万吨，同比增长 1.63%。内蒙古和陕西煤炭产量受强安监政策压制影响的程度比山西弱，整体仍呈现小幅上涨。

新疆作为“三西”地区外的最大产区，是未来增供主力。2024 年新疆原煤产量保持较快增长，累计生产原煤 54077.00 万吨，同比上升 17.50%；12 月新疆生产原煤 6340.20 万吨，同比上升 6.55%，虽然新疆产量快速上升，但产量基数相对较低，对总体产量影响不大。

整体来看，国内供给方面，自供给侧改革以来，煤炭行业的新增产能审批逐步趋严，特别是在“十四五”期间，国家对新核准矿井的审批更加严格，环保和安监政策也对新建矿井的审批提出了更高的要求。同时，随着“双碳”政策的推进，煤炭行业面临长期需求减少的趋势，新建煤矿的投资意愿减弱。煤企在面对 2030 年的碳达峰目标时，新建矿井的经济吸引力下降，因此新建产能的意愿明显减弱。近年来，煤矿安全生产形势严峻，安监力度加大，导致部分煤矿停产整顿，影响了新增产能的释放。预计后续国内新增产能有限，2025 年国内煤炭全年供给预计在 48 万亿左右，较 2024 年（47.6 亿吨）仅保持小幅增长。进口方面，虽然 2024 年动力煤进口量达 5.43 亿吨，创历史新高，主要依赖印尼（占比 58.7%）、澳大利亚（占比 17.9%）和蒙古（占比 6.3%），但 2025 年 1-2 月进口量 5727 万吨，同比仅微增 1.14%，预计后续进口增速也将逐步放缓。总结来说，我们认为未来国内煤炭供给将逐步趋于稳定。

图 8：原煤产量累计值及同比（万吨，%）



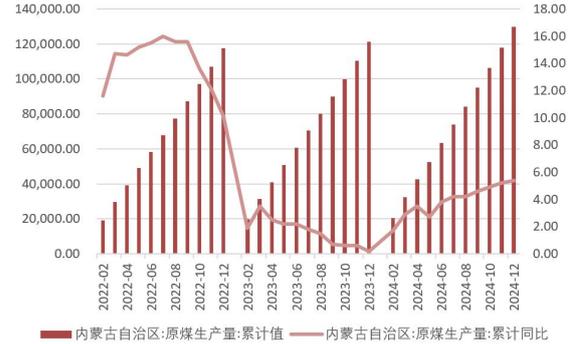
资料来源: iFind, 东莞证券研究所

图 9: 山西原煤产量累计值及同比 (万吨, %)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 10: 内蒙古原煤产量累计值及同比 (万吨, %)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 11: 陕西原煤产量累计值及同比 (万吨, %)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 12: 新疆原煤产量累计值及同比 (万吨, %)

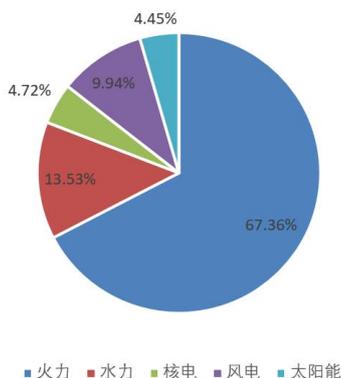


数据来源: iFind, 东莞证券研究所

### 2.3 动力煤电煤需求

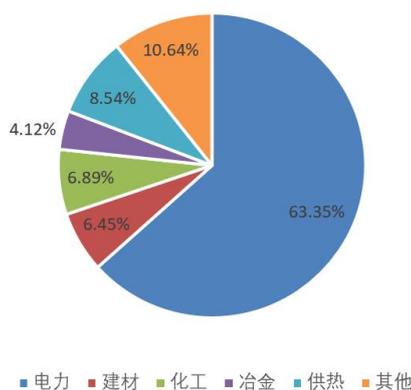
电力行业是我国动力煤消费的主要领域，2024 年电力行业耗煤量占动力煤总需求量的 63.34%。我国电力需求持续增长，2024 年全国累计发电量 94180.60 亿千瓦时，累计同比增长 5.71%。而从火电的角度来看，2024 年累计发电量 63437.70 亿千瓦时，同比增长 1.80%，火电发电量占比 67.36%，火电主体地位不变。

图 13：2024 年全国不同形式发电量占比 (%)



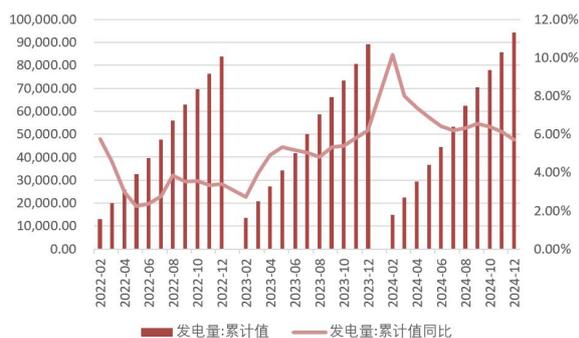
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 14：2024 年动力煤下游需求占比 (%)



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 15：全国累计发电量及同比 (亿千瓦时, %)



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 16：全国累计火电发电量及同比 (亿千瓦时, %)



数据来源：iFind，东莞证券研究所

同时我国新能源发电发展迅猛，2024 年，水电、核电、风电和太阳能，同比分别增长 10.70%、2.70%、11.10%和 28.20%。新能源的发展对电煤需求产生了一定的影响，但目前基数较低，即使增速较快在短期内难以完全替代传统的火电需求。虽然火电整体没有水电、风电、太阳能发电等新能源发电形式增长迅速，但考虑到地区间电力输送和气候的不确定性等多方面因素，电力供需形势存在不确定性，长期看火电在电源结构中压舱石的角色难以替代。火电具有调峰能力强、响应速度快的优势，能够迅速应对电力需

求的波动。在迎峰度夏和迎峰度冬等电力需求高峰期，火电能够及时增加发电量，满足电网的高峰负荷需求，保障电力供应的稳定性。从全国电厂日均耗煤量可以看出，近三年来电厂日均耗煤量逐步提升。预计在 2030 “碳达峰” 之前，火电仍然能稳定增长。

图 17：全国累计水电发电量及同比（亿千瓦时，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 18：全国累计核电发电量及同比（亿千瓦时，%）



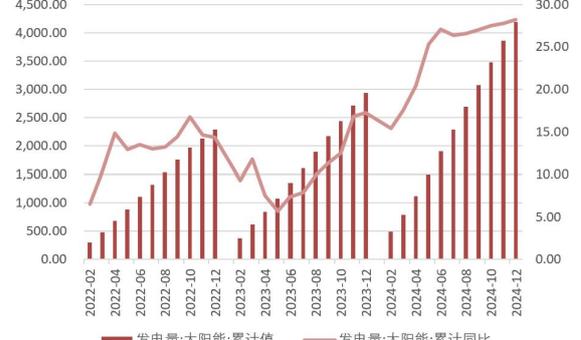
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 19：全国累计风电发电量及同比（亿千瓦时，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 20：全国累计太阳能发电及同比（亿千瓦时，%）



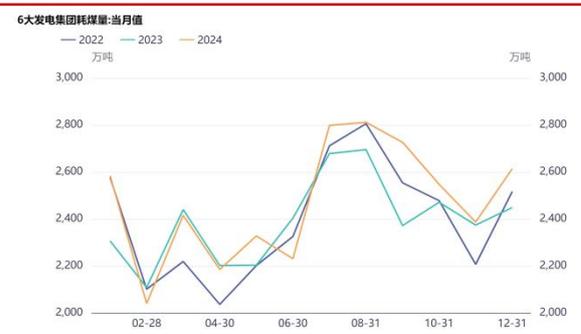
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 21：全国电厂日均耗煤量（万吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 22：六大发电集团日均耗煤量（万吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

## 2.4 动力煤非电煤需求

在动力煤的非电需求上，建材行业用煤和化工行业用煤是主要的两个方面。建材行业用煤上，2024 年动力煤建材行业消费量为 27008.23 万吨，同比减少 7.18%。而在建材用煤上，水泥为最重要的终端产品，从水泥的产量上看，2024 年水泥累计产量为 182523.70 万吨，同比减少 9.50%，水泥的出库量也逐年下滑。由于房地产市场低迷和基建投资放缓，水泥产量持续减少，导致建材行业的煤炭需求也有所下降。同时国家推动节能低碳技术的推广，如《建材行业碳达峰实施方案》的实施，使得建材行业的能耗和碳排放强度持续下降。这些政策促使建材行业逐步减少对煤炭的依赖，并推动了“煤改气”、“煤改电”等替代措施的应用，建材用煤需求进一步下滑。

尽管建材用煤需求整体呈下降趋势，但短期内可能会受到房地产政策松绑和基建投资增加的影响而有所回升。9 月 24 日以后，中央经济政策显著加力，在房地产、消费、化解地方债等方面出台多种增量政策。具体来看，住房城乡建设部会同有关部门推出“4+4+2”房地产政策“组合拳”，包括：降低住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，降低首付比例，降低存量贷款利率，降低“卖旧买新”换购住房税费负担；调整或取消限购、限售、限价、普通住宅和非普通住宅标准；此外，通过货币化安置等方式新增实施 100 万套城中村和危旧房改造，以及年前将“白名单”项目的贷款规模增加到超 4 万亿。目前政策依然在有序推出中，若后续政策持续发力，建材用煤在短期内有望迎来上涨。

图 23：动力煤建材行业消费量累计值及同比  
(万吨, %)



数据来源：iFind, 东莞证券研究所

图 24：水泥产量累计值及同比（万吨, %）



数据来源：iFind, 东莞证券研究所

从化工用煤来看，2024 年化工用煤累计量为 28851.52 万吨，同比增长 15.43%，但是年内增速逐步放缓，从化工产品开工率上看，主要化工品种甲醇和尿素开工率都处于几年来的高位，化工装置负荷有望逐步提升，从而推动化工用煤需求的增长。同时，新型煤化工项目的投产也将进一步拉动化工用煤的需求。由于仍有大量的煤化工产能开建、投产，预计未来 3—5 年化工用煤景气度有望维持。

图 25：动力煤化工行业消费量累计值及同比（万吨，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 26：尿素开工率（%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 27：甲醇开工率（%）



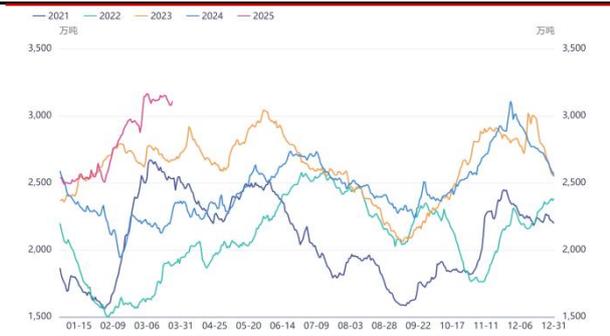
数据来源：iFind，东莞证券研究所

总结来说，电煤需求占动力煤需求较大部分，是扰动需求端的重要部分，预期未来数年以平稳速度增长。而非电需求方面，建材用煤短期内可能会受到房地产政策松绑和基建投资增加的影响而有所回升，而化工用煤的增量因仍有大量的煤化工产能开建和投产而具备一定的确定性，我们认为，2025 年动力煤的需求量有望提升。

但目前动力煤库存处于近年来高位，截至 3 月 25 日，环渤海煤炭库存为 3111.70 万吨，同比增长 35.80%。煤炭六大发电集团库存量为 1353.80 万吨，同比增加 3.99%。虽然动力煤供应和进口格局已经逐步稳定，但目前动力煤库存水平较高，预计短期行业依然处于去库存的周期中，预计煤价短期将延续当前趋势震荡运行，而后逐步企稳回升。

图 28：环渤海煤炭库存（万吨）

图 29：煤炭六大发电集团库存量（万吨）



数据来源: iFind, 东莞证券研究所



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 30: 近期秦皇岛市场动力煤价格 (元/吨)



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

### 3 公司煤炭业务

#### 3.1 资源储备行业领先，产销量稳步提升

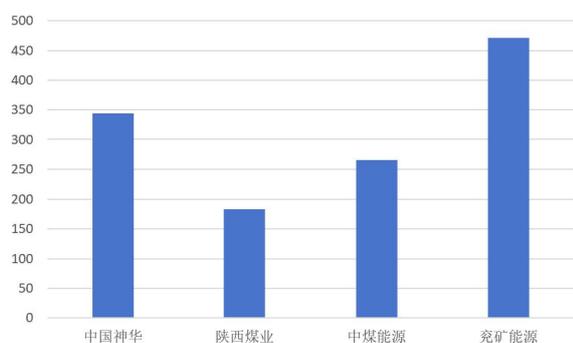
公司煤矿资源禀赋优越、储量规模领先，旗下控股的煤矿资源主要分布于山西、内蒙古和陕西三大产煤大省，生产煤种以动力煤为主。截至 2024 年末，公司控股的在产煤矿 21 个，核定产能 1.63 亿吨/年，权益产能 1.45 亿吨/年，核定产能在煤炭上市公司中排名靠前。公司拥有矿业权的煤炭资源量达 265.2 亿吨，可采储量 138.2 亿吨，证实储量 49.15 亿吨，公司在煤炭资源量和可采储量规模上也均属国内头部梯队上市煤企。同时公司煤炭在建及规划矿井资源丰富，提供产销量成长空间。公司拥有里必煤矿和苇子沟煤矿两个在建煤矿，均预计将在 2025 年底试生产。此外，公司正在规划大海则二期项目，规划产能 2000 万吨/年，有望于 2025 年底拿到审批手续开工建设，公司煤炭业务长期成长可期。

图 31: 公司目前在产煤矿资源量及储量情况 (亿吨)

主要矿区	主要煤种	资源量	可采储量	证实储量
山西	动力煤	83.42	33.83	9.04
	炼焦煤	24.32	12.15	7.7
	无烟煤	3.2	1.54	0.59
	小计	110.94	47.52	17.33
内蒙古	动力煤	87.67	50.33	18.75
	小计	87.67	50.33	18.75
黑龙江	动力煤	3.06	1.39	0.52
	小计	3.06	1.39	0.52
江苏	炼焦煤	6.19	2.07	1.44
	小计	6.19	2.07	1.44
陕西	动力煤	48.38	31.92	9.88
	炼焦煤	2.46	1.19	0.69
	小计	50.84	33.11	10.57
新疆	动力煤	6.5	3.79	0.54
	小计	6.5	3.79	0.54
合计		265.2	138.21	49.15

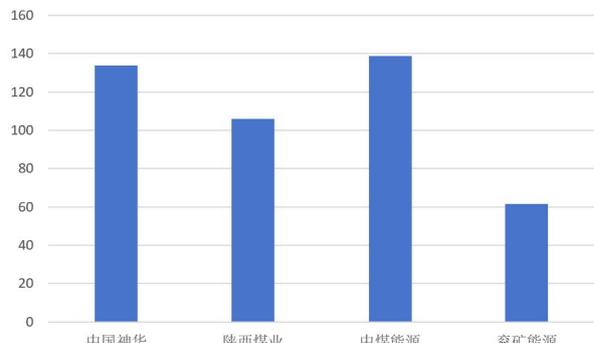
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 32：重点煤炭公司煤炭资源量（亿吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 33：重点煤炭公司煤炭可采储量（亿吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

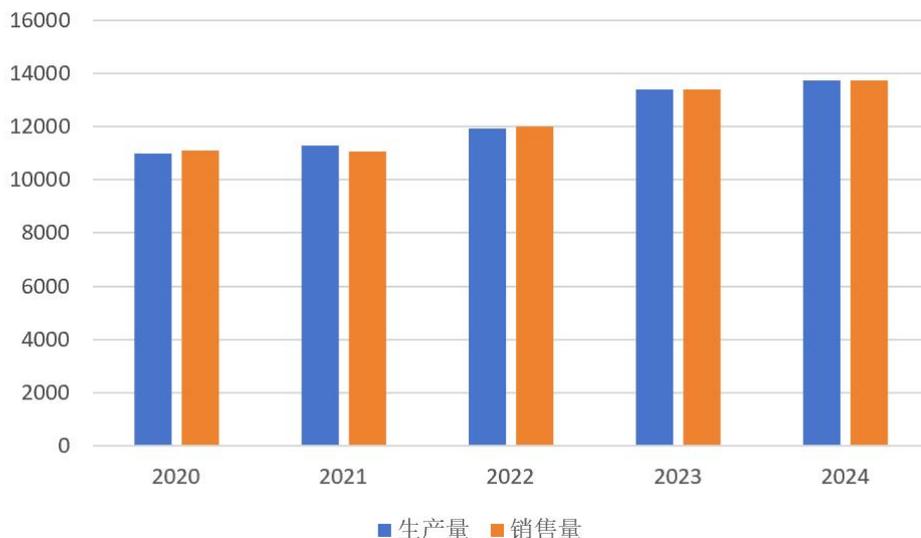
图 34：公司在建规划产能

煤矿名称	地区	核定产能 (万吨/年)	权益比例	权益产能 (万吨/年)	状态
里必煤矿	山西晋城	400	51%	204	预计 2025 年底试生产
苇子沟煤矿	新疆呼图壁县	240	49.94%	120	预计 2025 年底试生产
大海则二期	陕西榆林	2000	100%	2000	规划中

资料来源：公司 2024 年年报，iFind，东莞证券研究所

受益于产能核增，公司近年来自产煤产销量持续增长。2020-2024 年，中煤能源通过核增和新建项目累计增加产能 2210 万吨，主要集中在东露天、王家岭、大海则等矿井。其中，2021-2022 年核增 1210 万吨，2023 年新增 1000 万吨。当前大海则煤矿尚未完全达产，预计未来继续提供增量。此外，在建煤矿里必和苇子沟均有望于 2025 年底投入试生产，助力公司煤炭产销量稳步增长。

图 35：公司近年来煤炭产销量（万吨）



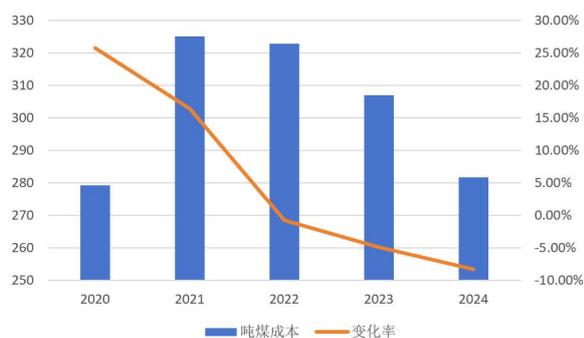
资料来源：iFind，东莞证券研究所

### 3.2 成本下降长协占比高，有效抵消煤价下行影响

公司积极进行成本管理，自产煤折旧及摊销、维修支出、运输及港杂费等成本有不同程度下降，2024 年综合吨煤成本 425.1 元/吨，同比下跌 0.8%，其中自产商品煤成本 281.7 元/吨，同比下跌 8.2%。近年来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。

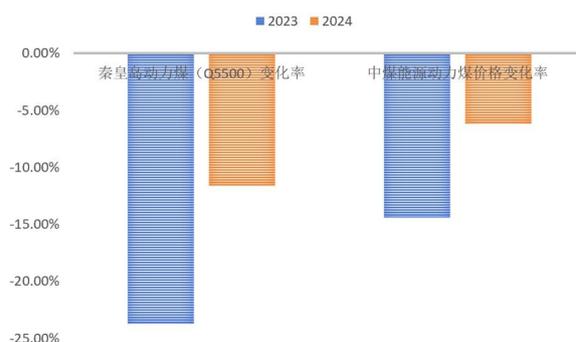
同时公司根据国家发改委等有关部门指导意见，自产煤长协合同按照签订占比不低于 80% 的要求执行，因此公司煤炭高长协占比有效抵消煤价下行影响。2023-2024 年，在我国煤炭供给偏宽，终端需求较为低迷，同时进口量高增，煤炭库存高位运行的基本格局下，市场煤价呈现下跌趋势，2023 年和 2024 年秦皇岛港动力煤（Q5500）年平均售价分别同比下跌 23.70% 和 11.62%，而公司动力煤销售均价同比下跌 14.46% 和 6.2%，煤价波动幅度相对小，在市场煤价下跌时业绩更具韧性。

图 36：近年公司自产商品煤吨煤成本及同比（元/吨，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 37：公司动力煤价格变化相对于秦皇岛动力煤（Q5500）价格变化



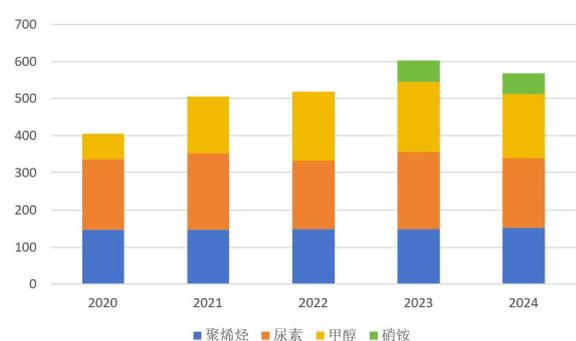
数据来源：iFind，东莞证券研究所

## 4 公司煤化工业务

公司具备煤化一体化业务布局。公司的煤炭-新型煤化工协同发展，使得煤化工业务具备一定的成本优势，同时也帮助煤炭主业平抑了部分周期性波动，增强了公司对冲风险能力。公司的煤化工产品主要包括甲醇、聚烯烃、尿素和硝铵。公司主要煤化工产品工艺路线是由煤炭作为原料经气化转换为粗煤气，净化后生产合成氨或甲醇，合成氨与二氧化碳生产尿素；合成氨氧化成硝酸，再与氨中和生产硝铵；甲醇经 MT0 反应生成乙烯、丙烯单体，聚合为聚乙烯和聚丙烯。截至 2024 年末，公司控股企业的在产煤化工项目中，甲醇产能 365 万吨，聚烯烃产能 120 万吨，硝铵产能 40 万吨，尿素产能 175 万吨。

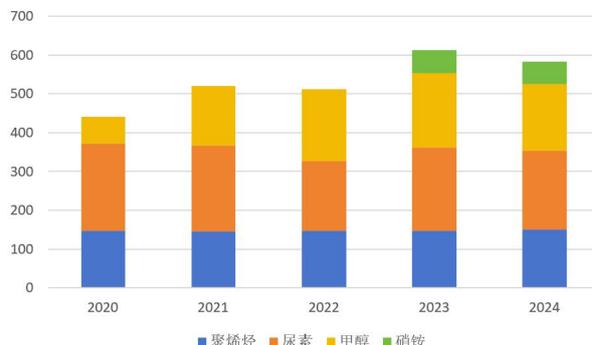
近年来，公司煤化工产品产销量稳步提高。2024 年下半年受尿素和甲醇装置按计划大修影响，煤化工整体产销量有所下降，公司 2024 年煤化工产品合计产量 569.0 万吨，同比下降 5.7%；煤化工产品合计销量 584.2 万吨，同比下降 4.6%。分品种看，聚烯烃、尿素、甲醇及硝铵产量分别 151.4/187.1/173.0/57.5 万吨，同比分别下降 1.8%/下降 9.4%/下降 9.0%/下降 1.2%；销量分别 151.7/203.7/171.6/57.2 万吨，同比分别增长 2.6%/下降 4.9%/下降 10.6%/下降 2.6%。从长远来看，公司煤化工产品产销增量仍然可期，公司煤化工新项目陆续规划和建设。公司陕西榆林煤化工二期于 2024 年 4 月进入正式启动阶段，预估投资总额 239 亿元，计划产能为甲醇 220 万吨，聚烯烃 90 万吨；公司中煤鄂尔多斯能源化工有限公司“液态阳光”项目于 2024 年开始招标建设，总投资 49 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。新增产能持续为公司煤化工产品产销量提供增量。

图 38：近年公司煤化工产品产量（万吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 39：近年公司煤化工产品销量（万吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 40：公司煤化工在建项目

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%	甲醇 220 万吨, 聚烯烃 90 万吨	238.88	24H1 开工, 预计 2026 年 6 月中交
图克 10 万吨级“液态阳光”示范项目	100%	10 万吨/年 CO2 加氢制甲醇	44.74	加快实施

资料来源: iFind, 东莞证券研究所

## 5 投资建议

**国资委控股央企** 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 年末, 中煤集团持有公司 57.41% 股权, 实际控制人为国务院国资委。

**公司多产业覆盖** 公司业务覆盖煤炭全产业链, 包括自产商品煤、煤化工 (烯烃、尿素等)、煤矿装备制造及金融服务, 并构建了“煤-电-化-新”循环经济体系。

**煤炭资源储备行业领先** 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山西、内蒙古和陕西三大产煤大省, 生产煤种以动力煤为主。公司拥有矿业权的煤炭资源量达 265.2 亿吨, 可采储量 138.2 亿吨, 证实储量 49.15 亿吨。公司在煤炭资源量和可采储量规模上也均属国内头部梯队上市煤企。

**公司近年来自产煤产销量持续增长** 2020-2024 年, 中煤能源通过核增和新建项目累计增加产能 2210 万吨, 主要集中在东露天、王家岭、大海则等矿井。其中, 2021-2022 年核增 1210 万吨, 2023 年新增 1000 万吨。

**公司煤炭在建及规划矿井资源丰富** 公司拥有里必煤矿 (400 万吨/年, 持股 51%) 和苇子沟煤矿 (240 万吨, 持股 50%) 两个在建煤矿, 均预计将在 2025 年底试生产。此外, 大海则二期项目正在规划中, 规划产能 2000 万吨/年, 有望持续打开成长空间。

**公司近年吨煤成本呈下降趋势** 公司积极进行成本管理, 自产煤折旧及摊销、维修支出、运输及港杂费等成本有不同程度下降, 2024 年综合吨煤成本 425.1 元/吨, 同比减少 0.8%, 其中自产商品煤成本 281.7 元/吨, 同比减少 8.2%。

**高长协占比抵消煤价下行影响** 公司根据国家发改委等有关部门指导意见, 自产煤长协合同按照签订占比不低于 80% 的要求执行, 高长协占比有效抵消煤价下行影响。

**公司积极布局煤化工业务** 公司的煤炭-新型煤化工协同发展, 使得煤化工业务具备一体化的成本优势, 同时也帮助煤炭主业平抑了部分周期性波动, 增强了公司抵御风险能力。

**盈利预测:** 预计 2025 和 2026 年公司归母净利润为 177.46 亿元和 191.43 亿元, 每股收益为 1.34 元和 1.44 元, 3 月 28 日股价对应 PE 分别为 7.56 倍和 7.01 倍, 给予“增持”评级。

## 6 风险提示

- (1) **煤炭价格波动风险** 若煤炭供给超预期，或将使煤价下行；
- (2) **煤矿发生安全生产事故风险** 煤炭生产过程发生安全事故，导致停工停产或致使产量不及预期。
- (3) **公司产能释放不及预期** 公司新投产的煤矿和煤化工项目产能爬坡不及预期，或将影响公司盈利。

表 1：公司盈利预测简表 (2025/3/28)

科目 (百万元)	2024/12/31	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>189398.75</b>	<b>184345.88</b>	<b>187120.28</b>	<b>188991.49</b>
<b>营业总成本</b>	<b>160173.12</b>	<b>157197.36</b>	<b>157755.71</b>	<b>156413.48</b>
营业成本	142278.75	139566.52	139834.49	138436.14
营业税金及附加	8114.86	7898.36	8017.23	8097.41
销售费用	1077.84	942.64	1013.14	1021.73
管理费用	5512.28	4986.18	5264.75	5309.89
财务费用	2388.35	3037.09	2806.79	2744.07
研发费用	801.05	766.56	819.31	804.24
<b>其他经营收益</b>	<b>2259.82</b>	<b>3229.27</b>	<b>2756.16</b>	<b>2743.42</b>
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2564.18	3534.73	3034.52	3044.48
其他收益	309.90	292.23	305.56	302.56
<b>营业利润</b>	<b>31485.45</b>	<b>30377.78</b>	<b>32120.74</b>	<b>35321.43</b>
加 营业外收入	205.45	202.55	179.02	195.67
减 营业外支出	111.27	277.55	189.54	192.79
<b>利润总额</b>	<b>31579.63</b>	<b>30302.78</b>	<b>32110.22</b>	<b>35324.32</b>
减 所得税	6625.60	6659.14	6961.96	7610.91
<b>净利润</b>	<b>24954.03</b>	<b>23643.64</b>	<b>25148.26</b>	<b>27713.41</b>
减 少数股东损益	5631.09	5897.22	6005.74	6594.81
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>19322.94</b>	<b>17746.41</b>	<b>19142.51</b>	<b>21118.60</b>
<b>基本每股收益 (元)</b>	<b>1.46</b>	<b>1.34</b>	<b>1.44</b>	<b>1.59</b>
<b>PE</b>	<b>6.94</b>	<b>7.56</b>	<b>7.01</b>	<b>6.35</b>

数据来源：iFind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系:**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 导致无法给出明确的投资评级; 股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明: 本评级体系的“市场指数”, A股参照标的为沪深 300 指数; 新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告, 市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板(含退市整理期)等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告, 港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系: “保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报, “谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报, “稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报, “积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报, “激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺:**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点, 不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系, 没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益, 或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明:**

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司, 具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠, 但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下, 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险, 据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任, 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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有, 未经本公司事先书面许可, 任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发, 需注明本报告的机构来源、作者和发布日期, 并提示使用本报告的风险, 不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的, 应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22115843

网址: www.dgzq.com.cn