

2025年05月30日

中煤能源 (601898.SH)

投资评级：买入（首次）

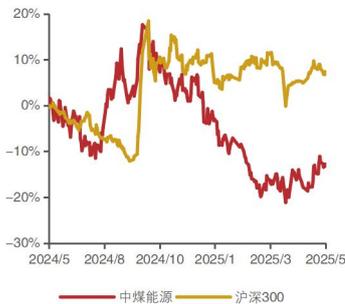
——央企煤炭巨头盈利稳健，联营促成长分红显价值

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邹佩轩
SAC: S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com
邱达治
SAC: S1350525050001
qiudazhi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年05月30日

收盘价(元)	10.71
一年内最高/最低(元)	15.92/9.42
总市值(百万元)	142,000.29
流通市值(百万元)	142,000.29
总股本(百万股)	13,258.66
资产负债率(%)	44.80
每股净资产(元/股)	11.76

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **背靠央企中煤集团，核心煤炭上市公司。**公司控股股东为中煤集团，是煤炭板块内的央企龙头公司之一，拥有晋陕蒙丰富的煤炭资源，煤炭业务营收及毛利占比约80%，并积极践行产业链联营发展模式，已初步形成煤化一体化发展格局。公司盈利能力稳定，既享受了煤价上涨带来的利润增长，又在煤价下行期展现出远超行业的业绩稳定性。优异的业绩带来了充沛的现金流，并带动资产负债率持续下降。
- **煤炭储量丰富产量大，高热值高长协盈利能力强。**公司煤炭资源丰富，保有煤炭资源量上市煤企第三，保有煤炭可采储量上市煤企第二，且94.8%的可采储量集中于核心的晋陕蒙煤炭产区。同时，公司拥有行业前列的市场份额，在产煤矿核定产能达1.65亿吨，在产权益产能达1.44亿吨，2018–2024年公司煤炭产销量从不足8000万吨持续增长至将近1.4亿吨，且当前仍有里必矿、苇子沟矿合计640万吨产能在建，预计2025年底试运转，产能仍有增量。
- 公司煤质优良，并通过洗选提升外销动力煤热值，我们推测平均外销动力煤热值接近5000大卡，叠加公司拥有每年1100万吨炼焦煤销量，整体煤炭价值凸显。此外，公司长期执行高比例长协，2025年长协比例达75%，按照发改委“基准价+浮动价”定价，充分保障了煤炭业务的盈利稳定性，对比晋陕蒙头部动力煤上市公司，公司售价、成本、毛利、毛利率达到头部煤企水平，盈利能力优异。
- **化工盈利已成规模，产能持续释放培育新增长极。**公司以煤化一体作为产业链融合发展主要切入点，截至2024年底，煤化工业务已经建成聚烯烃/尿素/甲醇/硝酸控股在产产能120/175/365/40万吨，聚烯烃/甲醇控股在建产能90/230万吨，产能持续提升。当前煤化工业务毛利稳定，2022–2024年，公司主要煤化工产品价格呈下行趋势，通过产能爬坡、节能降耗、物流降本、压降库存、精细化差异化提升附加值等方式有效对冲，实现煤化工业务毛利稳定在30亿元以上。展望未来，随着公司在建煤化工项目投产，聚烯烃及甲醇产能预计将进一步提升，有望推动煤化工业务毛利稳步提升。
- **响应央企市值管理，分红仍有提升空间。**2017–2022年，公司分红率稳定在30%左右。2024年发改委推进央企市值管理改革，公司在2023年度及2024年度的总体分红方案分别达到37.7%、32.9%，突破维持了6年的平均每年30%的分红率。公司当前货币资金及未分配利润充足，资产负债率低位，分红率较行业平均水平仍有提升空间，未来公司分红水平仍有提升可能。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司2025–2027年归母净利润分别为154.0、168.2、179.6亿元，当前股价对应PE为9.2、8.4、7.9倍，我们认为公司煤炭主业盈利稳定，煤化联营发展具备成长潜力，央企市值管理下分红率有望持续提升，兼具盈利稳定性及成长性，并有高分红的预期，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**煤价超预期下跌，化工产品价格超预期下跌，新能源转型速度大幅加快。

盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	192,969	189,399	162,660	168,818	176,910
同比增长率(%)	-12.52%	-1.85%	-14.12%	3.79%	4.79%
归母净利润(百万元)	19,534	19,323	15,399	16,820	17,957
同比增长率(%)	7.09%	-1.08%	-20.31%	9.23%	6.76%
每股收益(元/股)	1.47	1.46	1.16	1.27	1.35
ROE(%)	13.55%	12.72%	9.29%	9.31%	9.12%
市盈率(P/E)	7.27	7.35	9.22	8.44	7.91

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 154.0、168.2、179.6 亿元，当前股价对应 PE 为 9.2、8.4、7.9 倍，我们认为公司煤炭主业盈利稳定，煤化联营发展具备成长潜力，央企市值管理下分红率有望持续提升，兼具盈利稳定性及成长性，并有高分红的展望，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 公司 2025–2027 年动力煤销量分别为 12654/13053/13153 万吨；
- 2) 公司 2025–2027 年动力煤售价分别为 454/460/460 元/吨；
- 3) 公司 2025–2027 年动力煤吨煤成本分别为 261/259/259 元/吨；
- 4) 公司 2025–2027 年炼焦煤销量分别为 1100/1135/1144 万吨；
- 5) 公司 2025–2027 年炼焦煤售价分别为 920/930/930 元/吨；
- 6) 公司 2025–2027 年炼焦煤吨煤成本分别为 265/263/263 元/吨。

投资逻辑要点

中煤能源作为中煤集团旗下主要动力煤上市企业，拥有晋陕蒙优质而丰富的煤炭资源，高比例长协煤保障了公司相对稳定的煤炭价格，优质的资源禀赋使公司实现业内低廉的销售成本，从而实现稳定的煤炭业务利润。公司在煤炭主业基础上积极向产业链下游延伸实现多元化联营，已形成煤化一体化增长格局，既将更多的煤炭价值留在体内，又开拓了第二增长曲线，并进一步熨平煤价波动，实现盈利能力的增长及盈利稳定性的提升。此外，作为煤炭央企上市公司，公司货币资金充裕，负债率处于低位，积极响应央企市值管理改革，增加分红频次及提高分红比例，未来有望逐步实现高分红，当前公司 PE 估值低于可比公司，有望随着分红比例提升实现估值回归，享受稳健成长及估值提升带来的市值增长。

核心风险提示

煤价超预期下跌，化工产品价格超预期下跌，新能源转型速度大幅加快。

内容目录

1. 煤炭央企巨头，业绩稳健多元发展.....	6
2. 煤炭：储量丰富 高热值高长协盈利能力强.....	8
3. 化工业务：产能持续释放盈利已成规模.....	13
4. 盈利预测与估值.....	15
5. 风险提示.....	17

图表目录

图表 1: 中煤能源股权结构图	6
图表 2: 公司 2018-2024 年各业务营收占比	7
图表 3: 公司 2018-2024 年各业务毛利率	7
图表 4: 公司 2018-2024 年营业收入及增速 (亿元)	7
图表 5: 公司 2018-2024 年归母净利润及增速 (亿元)	7
图表 6: 公司 2018-2024 年净资产收益率及资产负债率	8
图表 7: 公司经营性净现金流及企业自由现金流 (亿元)	8
图表 8: 核心煤企煤炭保有资源量及可采储量 (亿吨)	8
图表 9: 2024 年核心煤企自产煤销量 (亿吨)	8
图表 10: 中煤能源分煤种可采储量占比	9
图表 11: 中煤能源可采储量区域分布	9
图表 12: 中煤能源煤炭资源及分布 (亿吨)	9
图表 13: 中煤能源并表子公司煤矿产能	10
图表 14: 中煤能源参股公司 (未并表) 煤矿产能	10
图表 15: 公司 2018-2024 年自产商品煤的产销量 (万吨)	11
图表 16: 公司并表在产煤矿核定产能分布 (万吨)	11
图表 17: 公司并表在产煤矿权益产能分布 (万吨)	11
图表 18: 公司煤矿产能区域分布	12
图表 19: 5500 大卡动力煤秦皇岛港市场价与长协价对比 (元/吨)	12
图表 20: 2018-2024 年主要煤企自产动力煤均价 (元/吨)	13
图表 21: 2018-2024 年主要煤企自产动力煤平均成本 (元/吨)	13
图表 22: 2018-2024 年主要煤企自产动力煤平均毛利 (元/吨)	13
图表 23: 2018-2024 年主要煤企自产动力煤毛利率	13
图表 24: 中煤能源控股及参股煤化工项目	14
图表 25: 2018-2024 年公司化工业务各产品产量 (万吨)	14
图表 26: 2018-2024 年公司化工业务各产品销量 (万吨)	14
图表 27: 公司 2018-2024 年煤化工业务毛利 (亿元)	15
图表 28: 2018-2024 年公司各化工产品平均毛利 (元/吨)	15
图表 29: 2018-2024 年公司各化工产品毛利率	15

图表 30: 公司盈利预测关键假设	15
图表 31: 2017-2024 年公司分红率	16
图表 32: 2018-2024 年公司货币资金及未分配利润 (亿元)	16

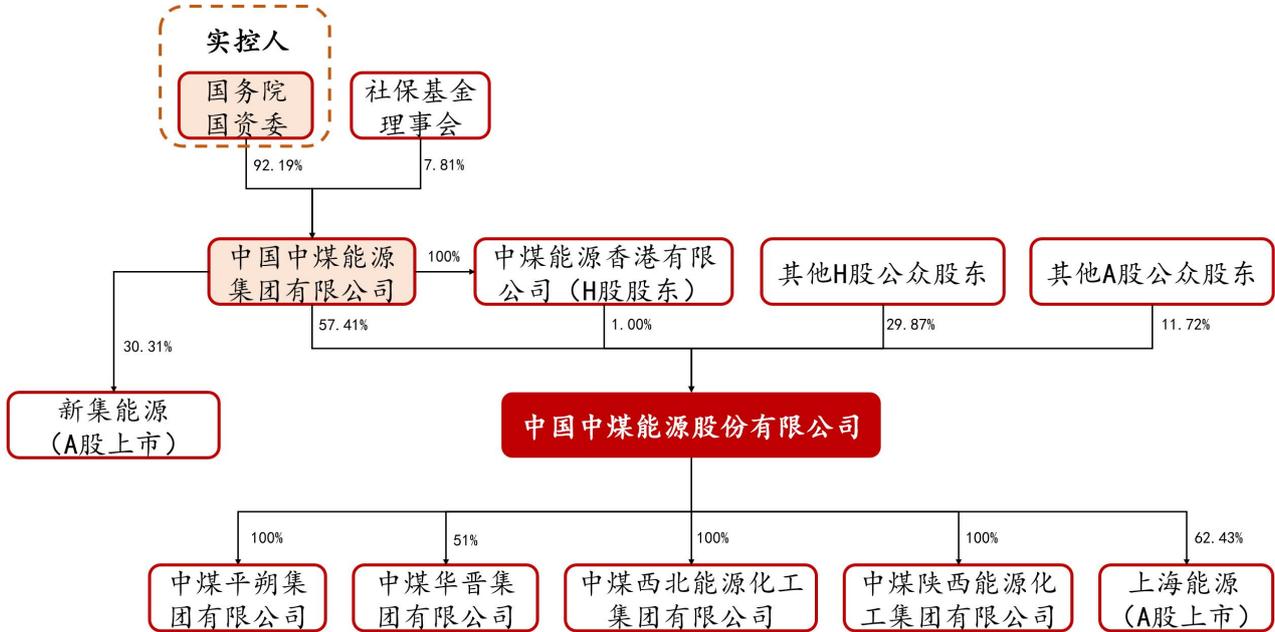
1. 煤炭央企巨头，业绩稳健多元发展

煤炭央企巨头，中煤集团旗下核心煤炭上市平台。中煤能源由中煤集团于2006年8月发起设立，2006年12月于H股上市，2008年2月于A股上市。公司以煤炭开采及销售为主业，业务涉及煤化工、煤矿装备和电力，煤矿分部于山西、内蒙古、陕西、江苏、新疆、黑龙江等省份。截至2024年底，中煤集团直接与间接合计持有公司58.41%股份。

截至2024年底，除中煤能源外，中煤集团旗下还有2家上市煤企，其中直接持有新集能源30.31%股权，另一家为上海能源，由中煤能源持股62.43%。

公司在产煤炭核定产能约1.65亿吨，新集能源在产煤炭核定产能为2350万吨，上海能源在产煤炭核定产能为909万吨，公司为中煤集团旗下最大的煤炭上市平台。

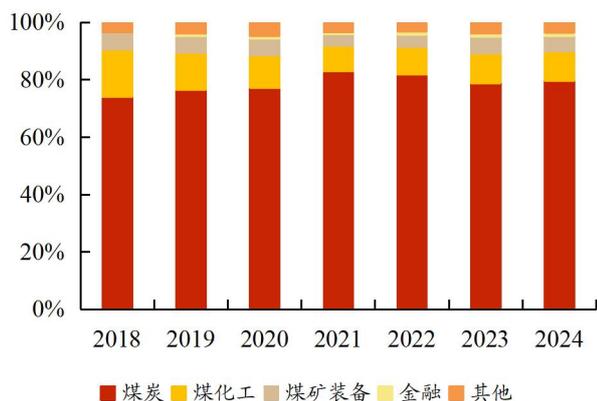
图表 1：中煤能源股权结构图



资料来源：公司公告，华源证券研究。注：数据截至2024年底

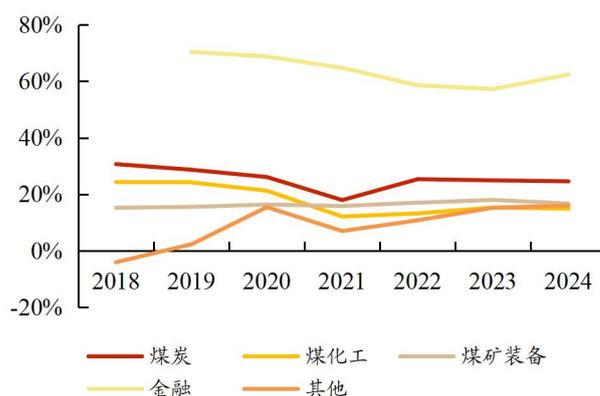
煤炭为基，产业链联营发展。2018–2024年，公司煤炭业务营收及毛利占比基本在80%左右，2024年公司煤炭业务营收1601亿元，占比79.6%，煤炭业务毛利394亿元，占比83.9%。同时，公司积极践行煤炭和煤电联营、煤电和可再生能源联营“两个联营”发展模式，目前已形成煤炭、煤化工、煤矿装备、金融四大业务，2024年各业务毛利率分别为24.6%、14.9%、16.8%、62.4%。

图表 2：公司 2018-2024 年各业务营收占比



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 3：公司 2018-2024 年各业务毛利率

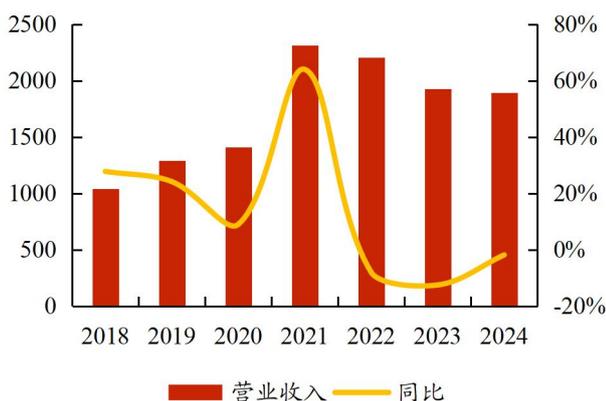


资料来源：Wind，华源证券研究所

归母净利润稳健，现金流优异。盈利能力方面，2021-2022 年，公司营收净利跟随煤价上行而上台阶，2023-2024 年，煤价中枢逐年下行，但公司凭借产量提升及出色成本控制，实现了归母净利润稳定在 190 亿元以上，2024 年实现营业收入 1894 亿元，同比-1.9%，实现归母净利润 193 亿元，同比-1.1%。**资产负债率方面**，2018-2024 年，公司资产负债率持续下降，从 58.2%降至 46.3%，公司财务费用也呈现下降趋势。

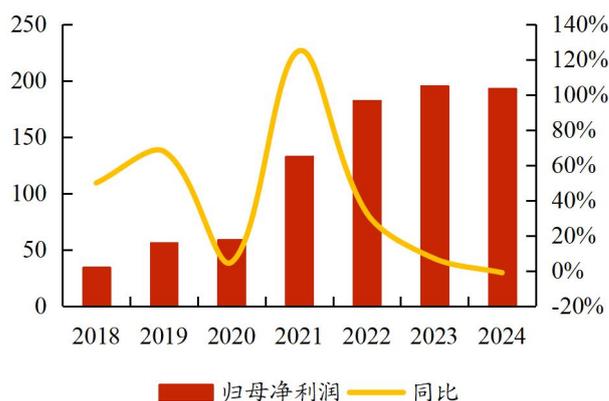
现金流方面，2023-2024 年受煤价下行影响，公司经营性现金流净额及企业自由现金流呈下行趋势，但较 2021 年之前仍处于优异水平，且 2024 年企业自由现金流降幅已显著收窄。

图表 4：公司 2018-2024 年营业收入及增速（亿元）

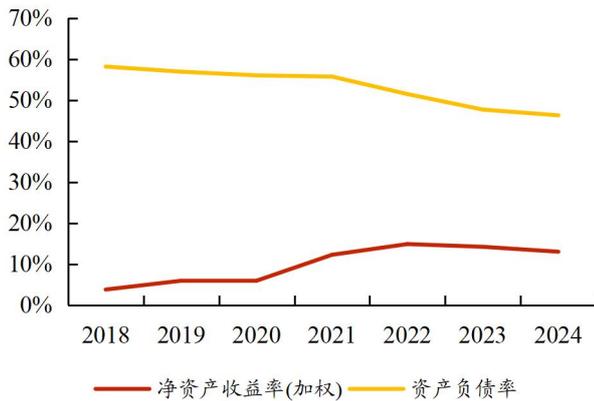


资料来源：Wind，华源证券研究所

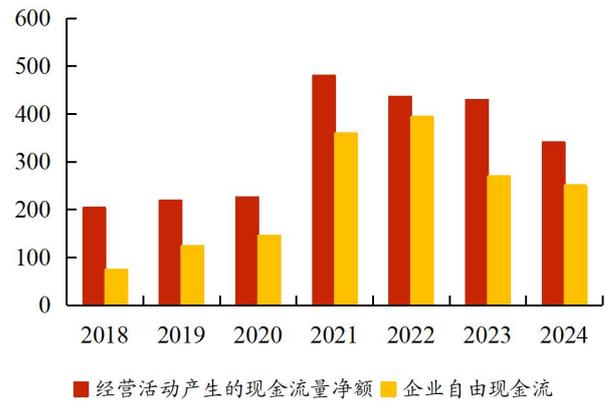
图表 5：公司 2018-2024 年归母净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 6：公司 2018-2024 年净资产收益率及资产负债率


资料来源：Wind，华源证券研究所

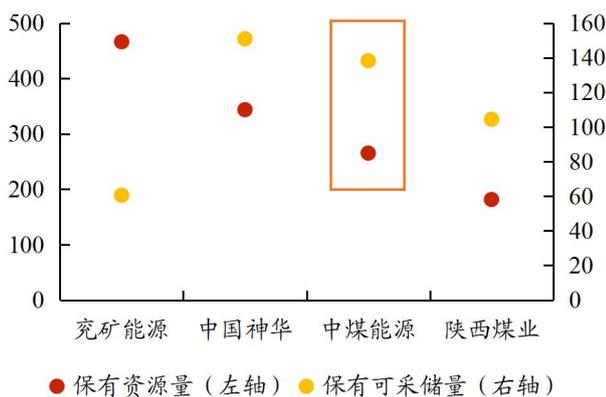
图表 7：公司经营净现金流及企业自由现金流（亿元）


资料来源：Wind，华源证券研究所

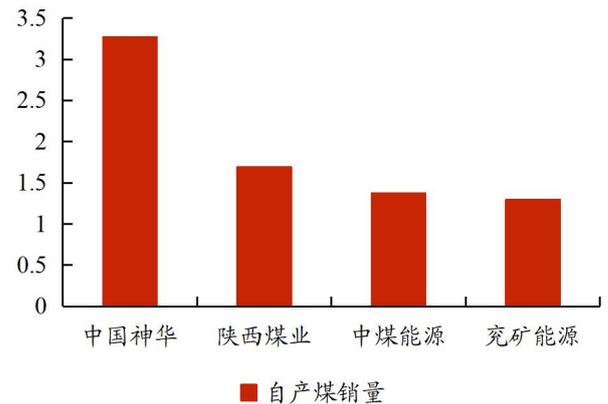
2. 煤炭：储量丰富 高热值高长协盈利能力强

煤炭资源丰富且集中于晋陕蒙，资源量上市煤企前三。截至 2024 年底，公司煤炭保有资源量 265 亿吨，保有可采储量 138 亿吨，在上市煤企中分别排名第三及第二。2024 年，公司自产煤销量 1.38 亿吨，在上市煤企中排名第三，仅次于中国神华及陕西煤业。从资源量及自产煤销量看，公司均居上市煤企前三。

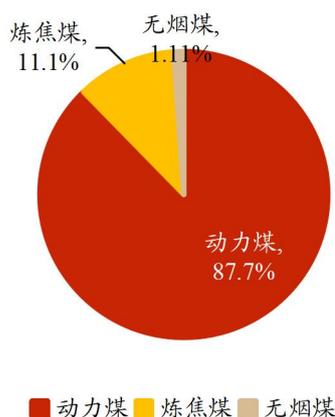
从地域分布看，公司煤炭资源以晋陕蒙资源为主，三省可采储量合计占比 94.8%。从煤种看，以动力煤为主，动力煤、炼焦煤、无烟煤可采储量占比分别为 87.7%、11.1%、1.1%。

图表 8：核心煤企煤炭保有资源量及可采储量（亿吨）


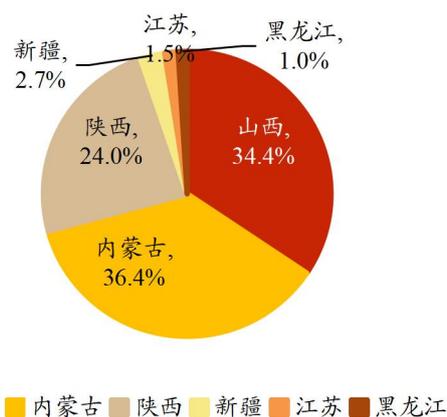
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 9：2024 年核心煤企自产煤销量（亿吨）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 10：中煤能源分煤种可采储量占比


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 11：中煤能源可采储量区域分布


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 12：中煤能源煤炭资源及分布（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：公司公告，华源证券研究所

22 座并表在产煤矿核定产能 1.65 亿吨，先进产能持续释放支撑产销增长。中煤能源主要由旗下并表子公司经营煤炭开采业务，截至 2024 年底，公司并表在产煤矿共 22 座，合计核定产能 1.65 亿吨，权益产能 1.44 亿吨，权益占比 86.6%。

此外，公司还在 3 家参股煤企中拥有 1777 万吨权益煤炭产能，进一步夯实了煤炭主业的产能基础。凭借充沛的产能，公司自产商品煤的产量及销量均从 2018 年的 0.77 亿吨提升至 2024 年的 1.38 亿吨。当前，公司还有苇子沟矿、里必矿 2 座在建矿矿井，核定产能合计 640 万吨，权益产能 324 万吨，预计 2025 年底试运转，公司的优质产能仍在持续提升。

图表 13：中煤能源并表子公司煤矿产能

煤矿名称	子公司 (并表)	地区	煤种	持股 比例	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	开采 方式	状态
安太堡露天矿	平朔集团	山西朔州	动力煤	100%	2000	2000	露天	在产
安家岭露天矿	平朔集团	山西朔州	动力煤	100%	2500	2500	露天	在产
东露天矿	平朔集团	山西朔州	动力煤	100%	3000	3000	露天	在产
安家岭井工矿(一号井)	平朔集团	山西朔州	动力煤	100%	1000	1000	井工	在产
安太堡井工矿(三号井)	平朔集团	山西朔州	动力煤	100%	1000	1000	井工	在产
东坡矿	平朔集团	山西朔州	动力煤	100%	270	270	井工	在产
下梨园矿	平朔集团	山西朔州	动力煤	100%	150	150	井工	在产
小回沟矿	平朔集团	山西太原	配焦煤	100%	300	300	井工	在产
姚桥煤矿	上海能源	江苏徐州	配焦煤	62%	425	265	井工	在产
徐庄煤矿	上海能源	江苏徐州	配焦煤	62%	160	100	井工	在产
孔庄煤矿	上海能源	江苏徐州	配焦煤	62%	144	90	井工	在产
106 煤矿	上海能源	新疆昌吉	动力煤	32%	180	57	井工	在产
王家岭矿	华晋集团	山西临汾	配焦煤	51%	750	383	井工	在产
华宁矿	华晋集团	山西临汾	主焦煤	26%	300	78	井工	在产
韩咀矿	华晋集团	山西临汾	主焦煤	51%	120	61	井工	在产
纳林河二号	蒙大矿业	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	66%	800	528	井工	在产
母杜柴登矿	伊化矿业	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	55%	600	331	井工	在产
南梁煤矿	西北公司	陕西榆林	动力煤	55%	300	165	井工	在产
金通煤矿	西北公司	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	100%	150	150	井工	在产
大海则煤矿	陕西公司	陕西榆林	动力煤	80%	2000	1600	井工	在产
依兰三矿	黑龙江煤化工	黑龙江哈尔滨	动力煤	100%	240	240	井工	在产
唐山沟煤矿	唐山沟煤业	山西大同	动力煤	80%	150	120	井工	在产
在产合计				87.0%	16539	14388		
苇子沟矿	上海能源	新疆昌吉	动力煤	50%	240	120	井工	预计 2025 年底试运转
里必矿	华晋集团	山西晋城	无烟煤	51%	400	204	井工	预计 2025 年底试运转
在建合计				50.6%	640	324		

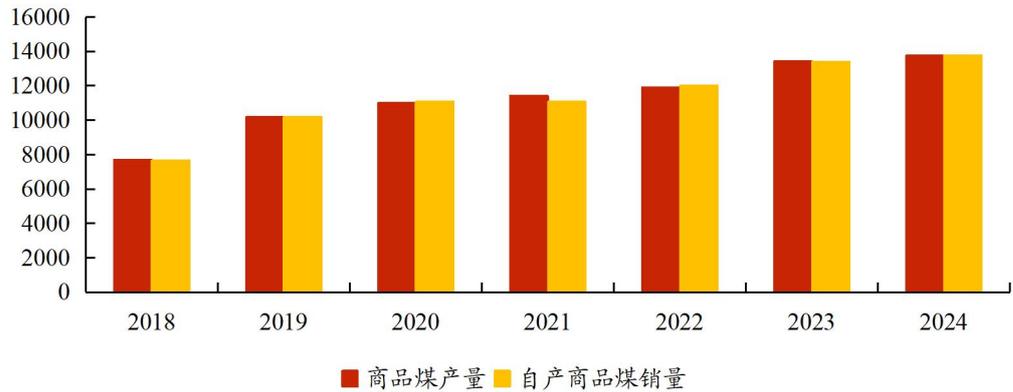
资料来源：Wind，公司公告，公司官网等，华源证券研究所

图表 14：中煤能源参股公司（未并表）煤矿产能

煤矿名称	参股公司 (未并表)	地区	煤种	持股 比例	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	开采 方式	状态
葫芦素	中天合创	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	39%	1300	504	井工	在产
门克庆	中天合创	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	39%	1200	465	井工	在产
沙曲一矿	华晋焦煤	山西柳林	配焦煤	49%	450	221	井工	在产
沙曲二矿	华晋焦煤	山西柳林	配焦煤	49%	300	147	井工	在产
吉宁煤业	华晋焦煤	山西柳林	配焦煤	49%	300	147	井工	在产
明珠煤业	华晋焦煤	山西柳林	配焦煤	49%	90	44	井工	在产
禾草沟煤业	禾草沟煤业	陕西延安	动力煤	50%	500	250	井工	在产
在产合计				42.9%	4140	1777		

资料来源：Wind，公司公告，公司官网等，华源证券研究所

图表 15: 公司 2018-2024 年自产商品煤的产销量 (万吨)

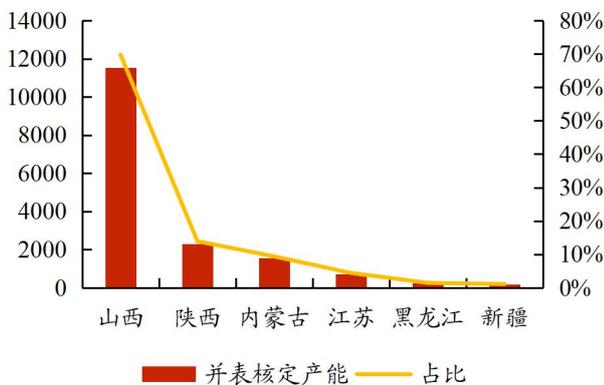


资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

主要产能位于山西省, 平均热值接近 5500 大卡且兼有炼焦配煤。按并表核定产能计, 公司在山西省拥有 1.15 亿吨核定产能, 占比 69.8%; 按并表权益产能计, 在山西省拥有 1.09 亿吨权益产能, 占比 75.8%。得益于优质煤炭产区资源, 公司煤炭基础热值较高, 在山西省, 公司主力煤矿位于晋北的平朔矿区, 平均热值约 4000 大卡, 晋南的乡宁矿区热值约为 5300 大卡; 在陕西省, 公司煤矿位于榆横矿区, 平均热值约 5300 大卡; 在内蒙古, 公司煤矿位于呼吉尔特和纳林河矿区, 平均热值约 5000 大卡。

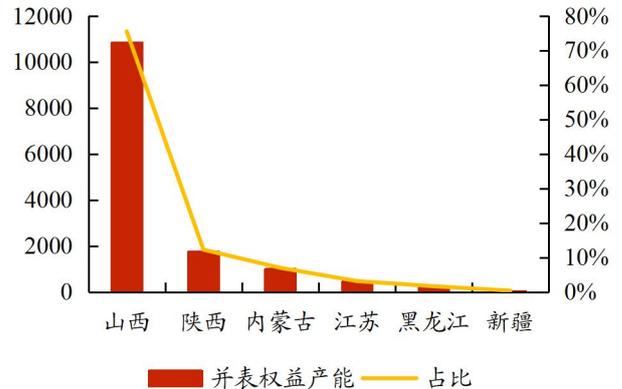
同时, 公司可通过洗选提高煤炭产品热值, 据公司披露, 2023 年上半年公司平朔矿区外销动力煤平均热值约 4400 大卡, 蒙陕动力煤外销动力煤平均热值达约 5500 大卡, 我们推测公司整体外销动力煤热值可接近 5000 大卡。公司年产约 1100 万吨炼焦煤, 主要位于华晋焦煤所在的山西南部乡宁矿区, 此部分炼焦配煤相较动力煤价格更高。

图表 16: 公司并表在产煤矿核定产能分布 (万吨)



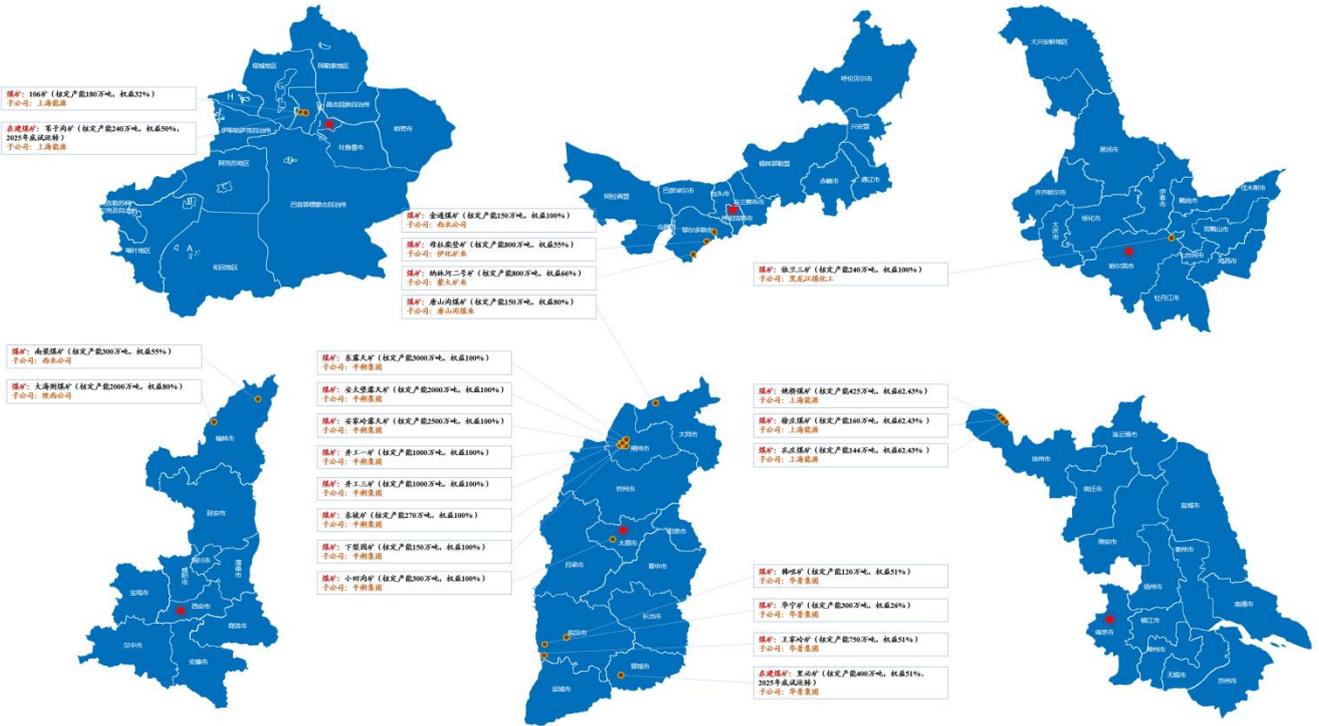
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 17: 公司并表在产煤矿权益产能分布 (万吨)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

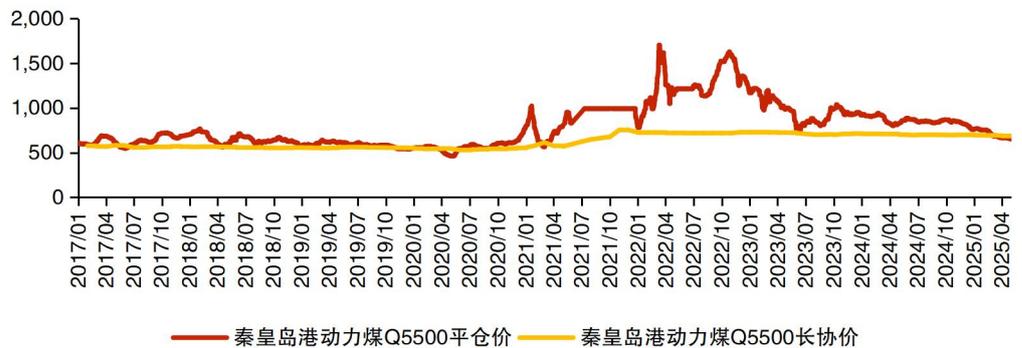
图表 18：公司煤矿产能区域分布



资料来源：Wind，公司公告，公司官网等，华源证券研究。注：本图片仅为示意图，并非完整的中国地图；数据截至 2024 年底

长协煤占比 75%，高比例长协提升盈利稳定性。公司严格执行国家关于电煤中长期合同签订和履约等要求，2025 年公司长协煤签约比例不低于自有资源量的 75%，履约率不低于 90%，中长期合同量与 2024 年保持总体稳定。由于长协煤价格波动小于市场煤，且当前秦港“基准价+浮动价”定价的长协煤价格高于市场煤，公司或可受益高比例长协煤，在煤炭价格低迷时期实现较为稳定且出色的利润水平。

图表 19：5500 大卡动力煤秦皇岛港市场价与长协价对比（元/吨）

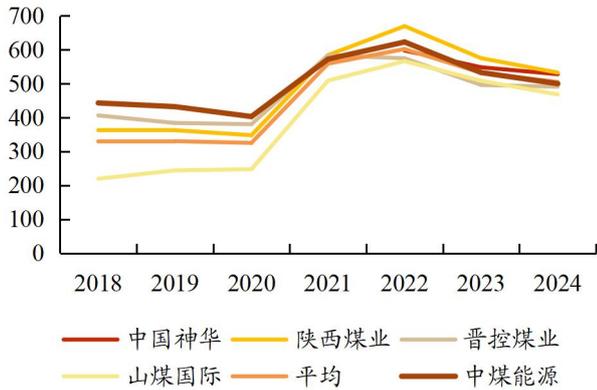


资料来源：Wind，华源证券研究所

自产煤售价及成本均处于行业龙头的主流水平。我们选取晋陕蒙动力煤头部企业中国神华、陕西煤业、晋控煤业、山煤国际作为可比公司，对比自产动力煤均价、吨煤成本、吨煤

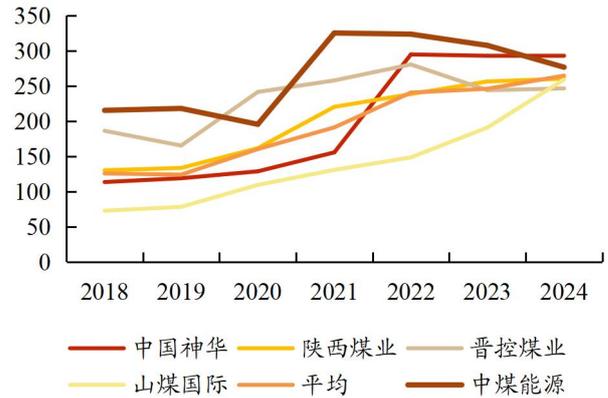
毛利、毛利率指标。2024 年，公司自产动力煤均价、吨煤成本、吨煤毛利、毛利率分别为 499 元/吨、276 元/吨、223 元/吨、45%，可比公司均值分别为 504 元/吨、264 元/吨、240 元/吨、48%，公司动力煤资产盈利能力较强，处于行业第一梯队。

图表 20：2018-2024 年主要煤企自产动力煤均价(元/吨)



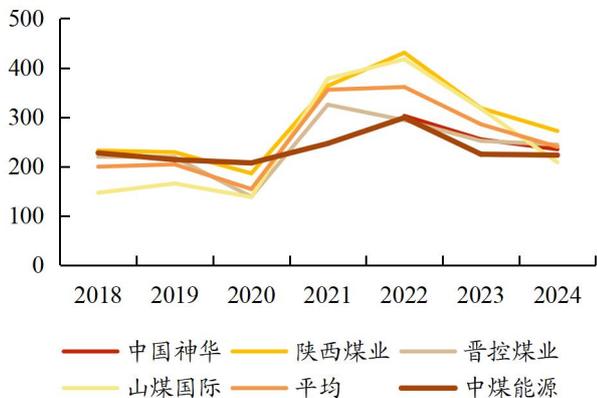
资料来源：各公司公告，华源证券研究所

图表 21：2018-2024 年主要煤企自产动力煤平均成本(元/吨)



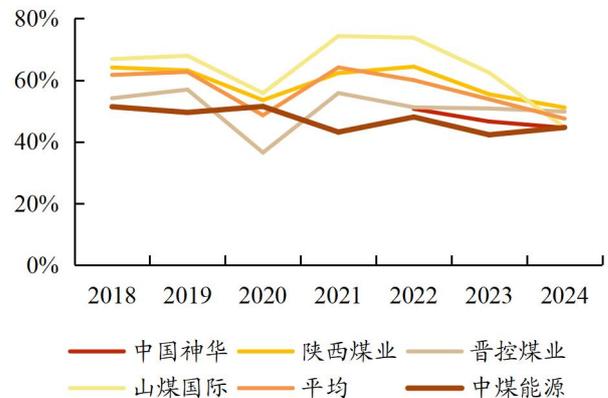
资料来源：各公司公告，华源证券研究所

图表 22：2018-2024 年主要煤企自产动力煤平均毛利(元/吨)



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

图表 23：2018-2024 年主要煤企自产动力煤毛利率



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

3. 化工业务：产能持续释放盈利已成规模

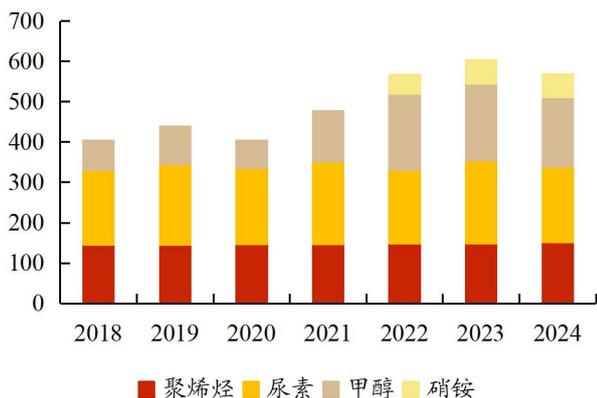
深耕煤化一体，产能持续增长。截至 2024 年底，公司煤化工业务已经建成聚烯烃/尿素/甲醇/硝铵控股在产产能 120/175/365/40 万吨，聚烯烃/甲醇控股在建产能 90/230 万吨，产能

持续提升。此外，公司还参股中天合创能源、陕西延长中煤榆林能源化工，拥有聚烯烃/甲醇权益参股产能 83/196 万吨。

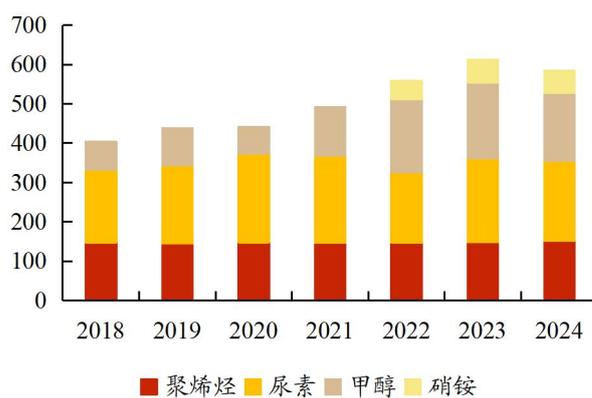
图表 24：中煤能源控股及参股煤化工项目

项目公司	项目名称	持股比例	产能（万吨）				状态	参控股
			聚烯烃	尿素	甲醇	硝铵		
内蒙古中煤蒙大新能源化工	中煤蒙大新能源化工有限公司	100%	60				在产	控股
中煤陕西榆林能源化工	榆林煤制烯烃一期项目	100%	60		205		在产	控股
中煤鄂尔多斯能源化工	图克化肥项目	100%		175			在产	控股
中煤鄂尔多斯能源化工	合成气制甲醇项目	100%			100		在产	控股
内蒙古中煤远兴能源化工	蒙大甲醇项目	75%			60		在产	控股
中煤平朔集团	劣质煤综合利用示范项目	100%				40	在产	控股
控股在产合计			120	175	365	40		
中煤陕西榆林能源化工	中煤陕西榆林能源化工有限公司二期	100%	90		220		在建	控股
中煤鄂尔多斯能源化工	图克”液态阳光”示范项目	100%			10		在建	控股
控股在建合计			90		230			
控股在产&在建合计			210	175	595	40		
权益控股合计			210	175	580	40		
中天合创能源		38.75%	137		360		在产	参股
陕西延长中煤榆林能源化工		15.83%	190		360		在产	参股
参股合计			327		720			
权益参股合计			83		196			

资料来源：公司公告，公司官网，华源证券研究所

图表 25：2018-2024 年公司化工业务各产品产量（万吨）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

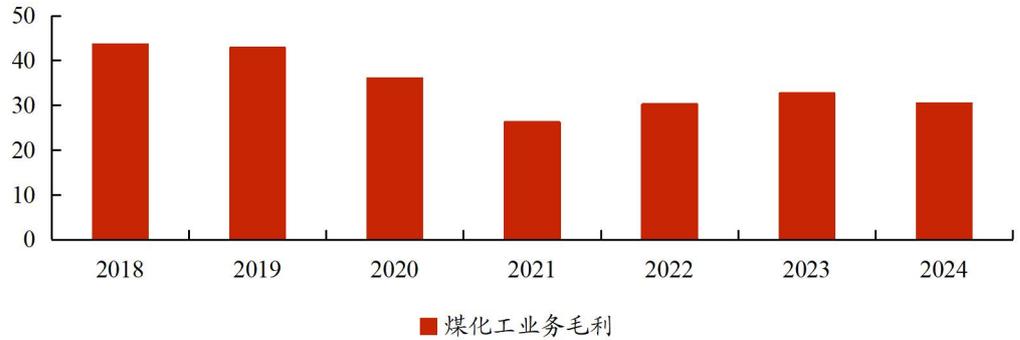
图表 26：2018-2024 年公司化工业务各产品销量（万吨）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

煤化工业务毛利贡献稳定。2022-2024 年，主要煤化工产品市场价格呈下行趋势，公司通过产能爬坡、节能降耗、物流降本、压降库存、精细化差异化提升附加值等方式有效对冲，

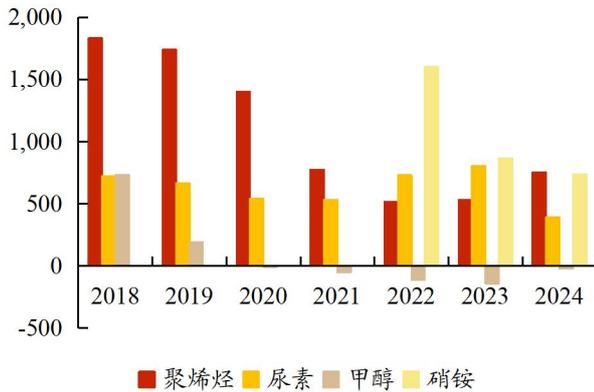
实现煤化工业务毛利稳定在 30 亿元以上。展望未来，随着公司在建煤化工项目投产，聚烯烃及甲醇产能预计将进一步提升，有望推动煤化工业务毛利稳步提升。

图表 27：公司 2018-2024 年煤化工业务毛利（亿元）



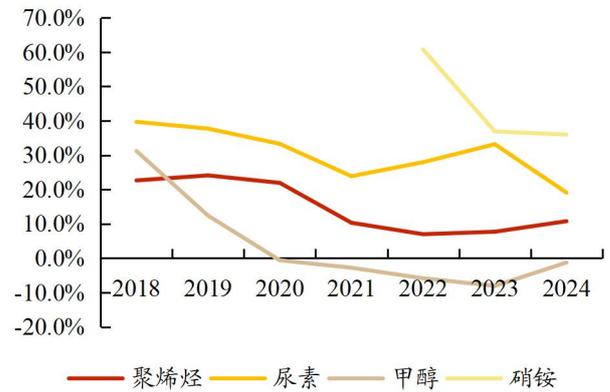
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 28：2018-2024 年公司各化工产品平均毛利（元/吨）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 29：2018-2024 年公司各化工产品毛利率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

4. 盈利预测与估值

我们假设公司 2025-2027 年每年动力煤销量、售价、吨煤成本分别为 12654/13053/13153 万吨、454/460/460 元/吨、261/259/259 元/吨，假设每年炼焦煤销量、售价、吨煤成本分别为 1100/1135/1144 万吨、920/930/930 元/吨、265/263/263 元/吨。

图表 30：公司盈利预测关键假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
--	------	------	------	-------	-------	-------

动力煤销量 (万吨)	11036	12298	12626	12654	13053	13153
炼焦煤销量 (万吨)	998	1093	1137	1100	1135	1144
动力煤售价 (元/吨)	622	532	499	454	460	460
炼焦煤售价 (元/吨)	1751	1387	1254	922	930	930
动力煤吨煤成本 (元/吨)	323	307	276	261	259	259
炼焦煤吨煤成本 (元/吨)	316	303	340	265	263	263

资料来源：公司公告，华源证券研究所

根据以上假设,我们预测公司 2025-2027 年归属于母公司所有者的净利润分别为 154.0、168.2、179.6 亿元,当前股价对应 PE 为 9.2、8.4、7.9 倍。

选取晋陕蒙主要动力煤公司中国神华、陕西煤业、晋控煤业作为可比公司,可比公司 2025-2027 年 PE 平均值为 11.4、10.8、10.4 倍。

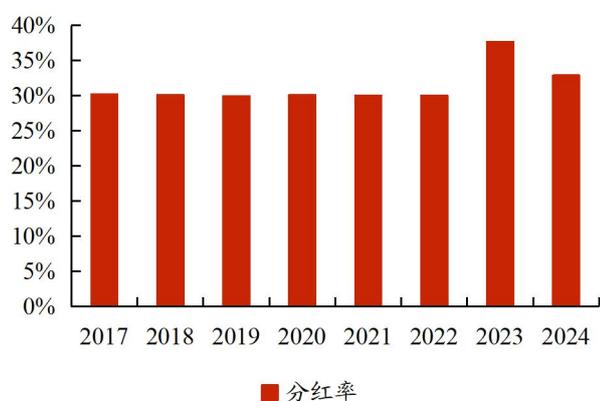
中煤能源作为中煤集团旗下主要动力煤上市企业,拥有晋陕蒙优质而丰富的煤炭资源,高比例长协煤保障了公司相对稳定的煤炭价格,优质的资源禀赋使公司实现业内低廉的销售成本,从而实现稳定的煤炭业务利润。公司在煤炭主业基础上积极向产业链下游延伸实现多元化联营,已形成煤化一体化增长格局,将更多的煤炭价值留在体内。

此外,央企市值管理或促公司进入提分红阶段,现金充足未来存在提分红可能。

2017-2022 年,公司分红率稳定在 30%左右。2024 年 1 月 24 日,国务院国资委在国务院新闻发布会上表示,将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。2024 年 1 月 26 日,证监会在 2024 年系统工作会议上表示,大力推动提升上市公司的可投性,更加积极开展回购注销、现金分红,推动将市值纳入央企国企考核评价体系。

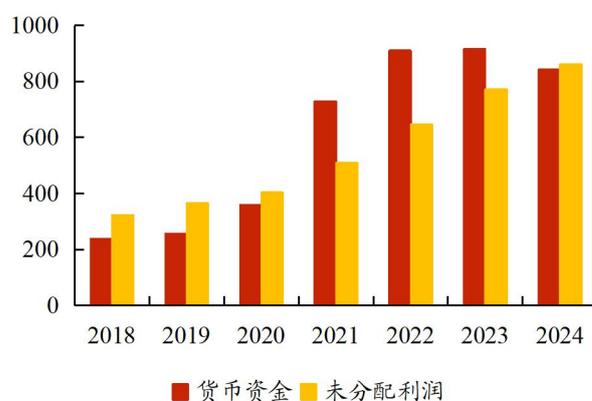
公司作为煤炭行业央企龙头公司,在 2023 年及 2024 年的总体分红方案均超过 30%,分别达到 37.7%、32.9%,突破维持了 6 年的平均每年 30%的分红率,未来仍有提分红可能。当前公司货币资金及未分配利润充足,分红率较行业平均水平仍有提升空间。

图表 31: 2017-2024 年公司分红率



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 32: 2018-2024 年公司货币资金及未分配利润 (亿元)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

当前公司 PE 估值低于可比公司，有望随着分红比例提升实现估值回归，享受稳健成长及估值提升带来的市值增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 33：可比公司相对估值表

证券代码	简称	评级	收盘价（元）	每股收益（元）			PE			PB (lf)
			2025/5/30	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
601088.SH	中国神华	买入	39.56	2.67	2.77	2.85	14.8	14.3	13.9	1.8
601225.SH	陕西煤业	买入	20.87	1.96	2.06	2.17	10.6	10.1	9.6	2.1
601001.SH	晋控煤业		12.15	1.41	1.53	1.58	8.6	8.0	7.7	1.1
	平均值						11.4	10.8	10.4	1.7
601898.SH	中煤能源	买入	10.71	1.16	1.27	1.35	9.2	8.4	7.9	0.9

资料来源：wind，华源证券研究所。注：所有有评级的公司，盈利预测为华源证券研究预测值，没有评级的公司盈利预测为 wind 机构一致预期

5. 风险提示

1) 煤价下行风险。公司主业为煤炭开采及销售，若煤炭市场价格持续下行，或对公司整体利润造成显著影响。

2) 化工产品价格下行风险。公司积极推进煤化一体化发展，作为公司重要的盈利增长级，若化工产品价格超预期下行，或影响公司的盈利增长前景。

3) 新能源加速替代火电风险。新能源转型速度大幅加快，可能对煤炭等传统能源需求产生冲击。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	84,353	78,339	87,399	99,226
应收票据及账款	13,854	11,898	12,349	12,941
预付账款	2,314	1,987	2,063	2,161
其他应收款	2,201	1,891	1,962	2,056
存货	7,743	6,606	6,823	7,141
其他流动资产	2,600	2,233	2,317	2,428
流动资产总计	113,066	102,954	112,913	125,953
长期股权投资	31,811	33,074	34,414	35,609
固定资产	122,814	121,465	124,024	130,331
在建工程	18,203	23,836	25,135	22,102
无形资产	54,654	53,305	52,337	51,350
长期待摊费用	167	44	44	44
其他非流动资产	17,250	17,650	17,650	17,650
非流动资产合计	244,899	249,374	253,604	257,086
资产总计	357,965	352,327	366,516	383,038
短期借款	1,062	0	0	0
应付票据及账款	27,041	23,068	23,828	24,936
其他流动负债	74,073	63,440	65,556	68,613
流动负债合计	102,176	86,507	89,384	93,548
长期借款	46,568	37,916	29,032	19,875
其他非流动负债	16,975	16,975	16,975	16,975
非流动负债合计	63,542	54,890	46,007	36,850
负债合计	165,718	141,398	135,391	130,399
股本	13,259	13,259	13,259	13,259
资本公积	39,378	39,378	39,378	39,378
留存收益	99,274	113,062	128,121	144,198
归属母公司权益	151,911	165,698	180,758	196,835
少数股东权益	40,335	45,231	50,368	55,804
股东权益合计	192,246	210,930	231,125	252,640
负债和股东权益合计	357,965	352,327	366,516	383,038

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	24,954	18,958	20,558	22,111
折旧与摊销	10,328	10,588	10,910	11,513
财务费用	2,388	1,787	1,333	859
投资损失	-2,564	-1,271	-1,348	-1,203
营运资金变动	2,059	-10,508	1,977	2,951
其他经营现金流	-3,029	1,675	1,752	1,607
经营性现金净流量	34,136	21,230	35,183	37,839
投资性现金净流量	-12,049	-14,130	-14,146	-14,116
筹资性现金净流量	-23,876	-13,113	-11,978	-11,896
现金流量净额	-1,763	-6,014	9,059	11,827

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	189,399	162,660	168,818	176,910
营业成本	142,279	121,374	125,374	131,204
税金及附加	8,115	7,970	8,272	8,669
销售费用	1,078	1,057	1,097	1,150
管理费用	5,512	5,042	5,233	5,484
研发费用	801	895	928	973
财务费用	2,388	1,787	1,333	859
资产减值损失	-464	-399	-414	-433
信用减值损失	-167	-144	-149	-156
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	2,564	1,271	1,348	1,203
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	17	17	17	17
其他收益	310	310	310	310
营业利润	31,485	25,590	27,692	29,511
营业外收入	205	205	205	205
营业外支出	111	111	111	111
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	31,580	25,684	27,786	29,605
所得税	6,626	5,389	5,830	6,211
净利润	24,954	20,295	21,956	23,394
少数股东损益	5,631	4,896	5,137	5,437
归属母公司股东净利润	19,323	15,399	16,820	17,957
EPS(元)	1.46	1.16	1.27	1.35

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-1.85%	-14.12%	3.79%	4.79%
营业利润增长率	-4.88%	-18.73%	8.21%	6.57%
归母净利润增长率	-1.08%	-20.31%	9.23%	6.76%
经营现金流增长率	-20.54%	-37.81%	65.73%	7.55%
盈利能力				
毛利率	24.88%	25.38%	25.73%	25.84%
净利率	13.18%	12.48%	13.01%	13.22%
ROE	12.72%	9.29%	9.31%	9.12%
ROA	5.40%	4.37%	4.59%	4.69%
估值倍数				
P/E	7.35	9.22	8.44	7.91
P/S	0.75	0.87	0.84	0.80
P/B	0.93	0.86	0.79	0.72
股息率	1.42%	1.14%	1.24%	1.32%
EV/EBITDA	4	4	4	3

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。