

类型：首次覆盖

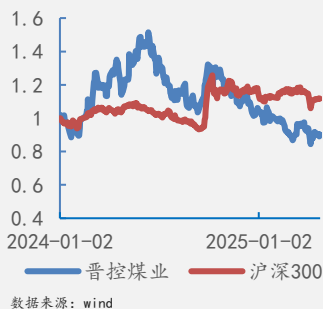
评级：谨慎推荐

当前价格：13.94
(2025.8.21)**晋控煤业(601001.SH)** 发布时间：2025-8-22

证券研究报告 · 公司深度报告

革故鼎新聚焦煤炭主业，稳健经营注重股东回报

历史股价走势图



公司基本数据

52周内股价区间：10.89-18.72

总市值(亿元)：233.31

流通市值(亿元)：233.31

总股本(亿股)：16.73

分析师介绍

大同证券研究中心

分析师：刘永芳

执业证书编号：S0770524100001

E-mail：
liuyongfang@dtsec.com.cn地址：山西太原长治路 111 号
山西世贸中心A座F12、F13网址：<http://www.dtsbc.com.cn>**投资要点：**

背靠晋控集团，成为煤炭龙头。山西省推进煤炭企业重组，原七大煤企经整合，形成动力煤、焦煤、新兴产业三大集群。晋能控股集团通过整合提升了产业集中度与竞争力。晋控煤业股权架构呈现“国资引领、集团统筹”格局，背靠晋控集团，最终实控人为山西省国资委，是山西省动力煤生产龙头企业。

深耕动力煤，资产注入可期。公司专注于动力煤生产，通过引进优质资产、淘汰落后资产和亏损业务，提升核心竞争力。公司旗下煤矿资源丰富，可采年限长，控股塔山矿和色连矿，参股同忻矿，公司年产量达3400多万吨，产销量保持较高位置，并推进智能化生产建设。晋能控股集团原煤产量在行业内稳居第二，资源储备丰富，为优质资产注入上市公司奠定了基础。

盈利能力向好，成本管控突出。受煤炭供需宽松，价格不断下跌的影响，2025Q1 公司营收 24.24 亿元，同比下降 33.73%，归母净利润 5.12 亿元，同比下降 34.35%，虽然出现下滑，但公司毛利率为 38.59%，仍高于陕西煤业、中煤能源和山煤国际。公司吨煤营业成本具备优势，期间费用下降亮眼，ROE 和 ROA 居可比公司前列，盈利能力具有韧性，此外，公司注重股东回报，分红能力不断提升，2024 年分红率达 48.7%。

基本面拐点或已现，煤价震荡上行不悲观。短期看，煤价仍可能上涨，监管检查趋严、部分矿区产能恢复需要时间，以及进口煤数量收缩，煤炭供给量受到压制，高温天延续，下游电厂煤炭日耗不断提升并在高位震荡，煤炭需求增加。中长期看，随着经济数据由边际温和改善向全面复苏转变，以及城市更新和雅下水电项目实施，这将带动全社会用电量增加，从而推升对煤炭需求，在“反内卷”加持和煤炭智能、清洁化生产的高品质和高技术要求下，煤炭供给将不断受到约束，实现供给的实现动态平衡，未来煤价有望震荡上行。

盈利预测：预计 2025-2027 公司营收分别为 155.27/162.48/167.26 亿元，对应 EPS 分别为 1.61/1.73/1.78 元/股。结合公司资源禀赋、行业地位及煤价周期修复预期，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：国际环境不确定性增强，煤炭需求不及预期

目 录

一、公司概况：背靠晋控集团，成为煤炭龙头	4
（一）山西煤企整合，打造产业集群	4
（二）国资背书，成为动力煤龙头	4
二、公司业务：深耕动力煤，资产注入可期	5
（一）深耕动力煤，去旧迎新净化自身	5
（二）煤炭资源优质丰富，矿区智能化生产提升	6
（三）集团资源丰富，优质资产注入有可期	8
三、公司运营：盈利能力向好，成本管控突出	9
（一）毛利率同行居前，客户集中且稳定	9
（二）塔山矿为主力，贡献主要收益	11
（三）成本管控突出，盈利能力较强	12
四、分红能力：注重股东回报，吸引力增强	14
（一）债务压力减轻，分红能力加码	14
（二）低估值高股息，公司吸引力增强	15
五、未来展望：基本面拐点或已现，煤价震荡上行不悲观	16
（一）“反内卷”下，煤炭供给有望收缩	16
（二）经济数据温和改善，将推动煤炭需求增加	18
（三）基本面筑牢煤价上行走势	19
六、盈利预测与投资建议	20
（一）盈利预测	20
（二）投资建议	21

图 表

图表 1 晋控煤业股权结构	5
图表 2 晋控煤业业务结构	5
图表 3 晋控煤业去旧迎新进化自身的路径	6
图表 4 晋控煤业主要矿区和产能明细	7
图表 5 晋控煤业煤炭产销量(万吨)	7
图表 6 晋控煤业控股煤矿基本情况	7
图表 7 塔山矿煤炭产销量(万吨)	7
图表 8 色连矿煤炭产销量(万吨)	7
图表 9 2025 上半年前十家煤炭集团原煤产量(亿吨)	8
图表 10 2025 上半年前十家煤炭集团原煤产量占比	9
图表 11 2022 年末晋控煤业集团煤矿情况	9
图表 12 晋控煤业营业收入(亿元)	10
图表 13 晋控煤业归母净利润(亿元)	10
图表 14 晋控煤业毛利(亿元)及毛利率(%)	10
图表 15 主要煤炭企业毛利率(%)	10
图表 16 晋控煤业业务占比情况	11
图表 17 晋控煤业前 5 大客户销售情况	11
图表 18 煤炭业务营收(亿元)	11
图表 19 煤炭业务毛利(亿元)及毛利率(%)	11
图表 20 塔山矿营收及净利润(亿元)	12
图表 21 色连矿营收及净利润(亿元)	12
图表 22 同忻矿营收及净利润(亿元)	12
图表 23 非煤业务毛利(亿元)及毛利率(%)	12
图表 24 主要煤炭企业吨煤成本(元/吨)	13
图表 25 主要煤炭企业成本费用利润率(%)	13
图表 26 晋控煤业三项费用(亿元)	13
图表 27 晋控煤业三项费用率(%)	13
图表 28 晋控煤业人均创收(万元)	14
图表 29 晋控煤业人均创利(万元)	14
图表 30 晋控煤业 ROE (%)	14
图表 31 晋控煤业 ROA (%)	14
图表 32 晋控煤业资产负债率(%)	15
图表 33 晋控煤业有息和无息负债(亿元)	15
图表 34 晋控煤业现金流情况(亿元)	15
图表 35 晋控煤业分红情况	15
图表 36 晋控煤业分位点和 PE (TTM)	16
图表 37 晋控煤业和沪深 300 股息率(TTM)	16
图表 38 中国原煤产量及同比	17
图表 39 固定资产投资完成额同比	17
图表 40 中国煤及褐煤进口量及同比	17
图表 41 中国从不同国家进口动力煤数量	17
图表 42 煤炭开采和洗选业利润总额及同比	18
图表 43 煤炭亏损企业个数及比例	18
图表 44 我国 CPI 和 PPI 环比	19
图表 45 全社会用电量及同比	19
图表 46 2025 年 6 月电力装机容量占比	19
图表 47 不同能源发电量(万亿千瓦时)	19
图表 48 水泥产量及同比	19
图表 49 化工行业动力煤消费量及同比	19
图表 50 动力煤 Q5500 长协价格(元/吨)	20
图表 51 动力煤 Q5500 平仓价(元/吨)	20
图表 52 公司煤炭业务经营预测	21
图表 53 公司各业务盈利预测	21
图表 54 可比公司估值预测	22

一、公司概况：背靠晋控集团，成为煤炭龙头

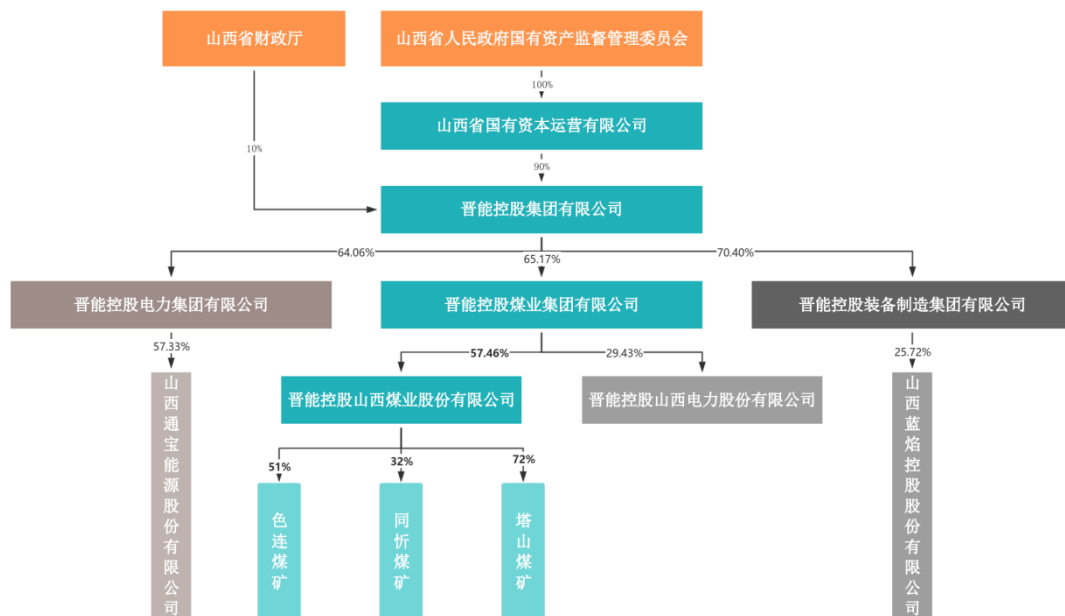
（一）山西煤企整合，打造产业集群

山西省推进煤炭企业重组，原七大煤企（晋能集团、同煤集团、晋煤集团、潞安集团、阳煤集团、山西焦煤、山煤集团）经整合，形成新的产业格局。晋能控股集团由太原煤炭交易中心、晋能集团、同煤集团、晋煤集团除燃气化工以外的其他业务、潞安集团和阳煤集团部分动力煤资产全部并入组成；山西焦煤集团集山西焦煤和山煤集团于一体，与晋能控股集团共同打造动力煤、焦煤产业群；原七大煤企的其他业务与山西国际能源集团气化公司、山西省国新能源发展集团分别形成华新燃气集团、潞安化工集团和华阳新材料三大新兴产业群。此次重组重塑了山西煤炭产业版图，提升了产业集中度与竞争力。

（二）国资背书，成为动力煤龙头

晋能控股山西煤业股份有限公司（601001.SH），简称晋控煤业，是山西省动力煤生产龙头企业。公司于 2001 年 7 月 25 日取得营业执照，2006 年 6 月 23 日在上海证券交易所上市交易，是沪市全流通上市的第一股，2020 年 12 月 25 日证券简称由大同煤业变更为晋控煤业。股权架构呈现“国资引领、集团统筹”格局，最终实际控制人为山西省人民政府国有资产监督管理委员会。晋能控股煤业集团有限公司对晋控煤业持股比例为 57.46%，依托晋能控股集团资源协同优势，构建“集团-子公司-生产矿井”管控体系，覆盖色连煤矿（持股 51%）、同忻煤矿（持股 32%）、塔山煤矿（持股 72%）等核心资产，实现资源整合与高效运营，助力公司在动力煤产业集群中稳固发展。

图表 1 晋控煤业股权结构



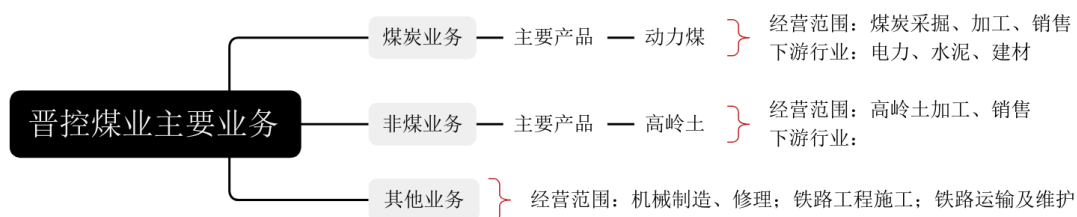
资料来源：晋控煤业公告，大同证券

二、公司业务：深耕动力煤，资产注入可期

（一）深耕动力煤，去旧迎新净化自身

公司专注于低灰、低硫、挥发分适中、高热量的动力煤生产，不仅在煤炭开采领域具备优势，还通过加工和销售环节形成完整的产业链条，目前，已在全国 20 多个省、自治区、直辖市建立销售网络，主要市场覆盖华东、华南、华北、华中和东北等地区。煤炭产品广泛应用于电力、冶金、建材、化工等多个行业，凭借良好的品质和服务赢得了广大客户的信赖与支持。公司曾开展的高岭土和活性炭业务因亏损等原因已停产，当前煤炭业务占比高达 98%，其他业务占比较小。

图表 2 晋控煤业业务结构



资料来源：晋控煤业公告，大同证券

煤炭业务作为晋控煤业的核心主营业务，旗下煤矿历经多轮资产整合与动态调整，勾勒出清晰的发展迭代路径：2014 年，同家梁矿、四老沟矿等原直属矿区向控股股东转让；2016 年，燕子山矿（2012 年同一控制下收购，2014 年再转让）、煤峪口矿（因亏损大转让）完成资产变动；2022 年，忻州窑矿因资源枯竭关停，金鼎活性炭公司因亏损阶段性关停；2023 年，金宇高岭土因业务占比小、涉诉多停产，塔山煤矿完成智能化改造；2025 年，潘家窑启动探矿权及相关资产收购，规划产能 1000 万吨/年，资源储量达 18.26 亿吨，展现出晋控煤业在矿区迭代、产能优化上的动态调整路径。

图表 3 晋控煤业去旧迎新进化自身的路径



资料来源：晋控煤业公告，大同证券

（二）煤炭资源优质丰富，矿区智能化生产提升

晋控煤业旗下煤矿资源丰富，分布于山西、内蒙等地，控股塔山矿和色连矿，参股同忻矿。其中塔山煤矿是公司产量贡献与资源储备的核心力量，控股 72%，位于山西大同市，煤种主要为气煤、1/3 焦煤、变质煤，属于特低硫、特低磷、中高发热量的优质动力煤，核定产能达 2650 万吨/年；色连矿地处内蒙鄂尔多斯市，控股 51%，煤种包括长焰煤、不粘煤，适合用于发电、化工等领域，核定产能 800 万吨/年，近年来经营状况不断改善，逐步成为公司盈利的新增长点；同忻矿参股 32%，位于山西大同市，煤种为气煤，核定产能 1600 万吨/年，在公司煤炭业务盈利中发挥着重要支撑作用。

图表 4 晋控煤业主要矿区和产能明细

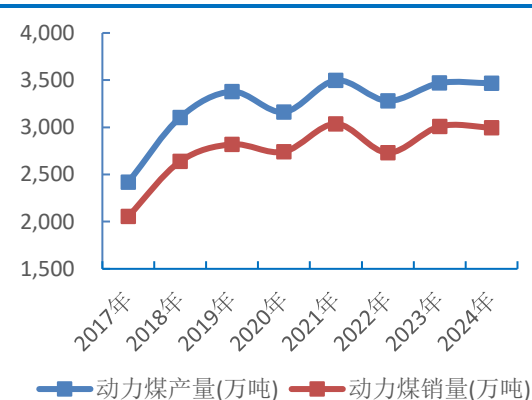
主要矿区	地区	煤种	核定产能 (万吨/年)	权益 占比	权益产能 (万吨/年)	煤矿 现状	可采储量 (亿吨)	可采年限 (年)
塔山矿	山西大同市	QM、1/3JM、 变质煤	2650	72%	1908	在产	15.51	38.00
色连矿	内蒙鄂尔多斯市	长焰煤、不 粘煤	800	51%	408	在产	3.80	47.20
同忻矿	山西大同市	气煤	1600	32%	512	在产	5.90	53.80
合计			5050		2828		25.21	

资料来源：晋控煤业公告，大同证券

截止日期：2024 年

煤炭产量波动上升，产销率较高。2017 年动力煤产量为 2417.89 万吨，到 2019 年增长至 3377.66 万吨，随后虽有起伏，但 2024 年动力煤产量达到了 3466.64 万吨。产销率基本维持在 83%-87%之间，反映出公司煤炭产品的市场流通性相对稳定。分煤矿来看，塔山煤矿作为晋控煤业的核心生产力量，2017 年原煤产量为 2262.67 万吨，到 2024 年原煤产量仍达 2649.69 万吨。色连矿在 2017 年原煤产量仅为 458.32 万吨，2024 年增长至 816.94 万吨，产销率从 2018 年的 88.28%逐步提升到 2024 年的 92.95%。

图表 5 晋控煤业煤炭产销量(万吨)



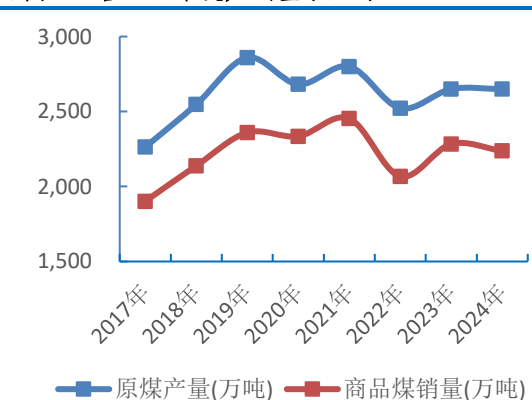
数据来源：Wind，大同证券

图表 6 晋控煤业控股煤矿基本情况

主要矿区	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	证实储量 (亿吨)
色连矿	7.15	3.78	2.20
塔山矿	33.10	15.51	1.01
合计	41.10	19.29	3.33

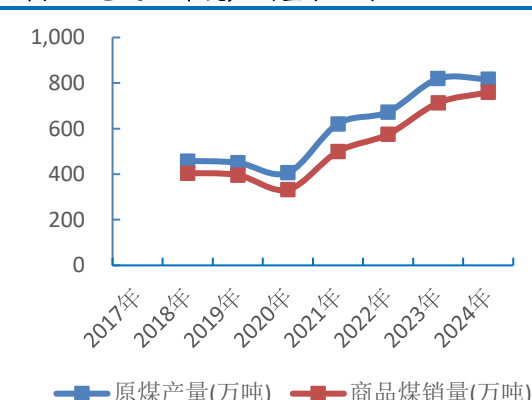
数据来源：晋控煤业公告，大同证券

图表 7 塔山矿煤炭产销量(万吨)



数据来源：Wind，大同证券

图表 8 色连矿煤炭产销量(万吨)



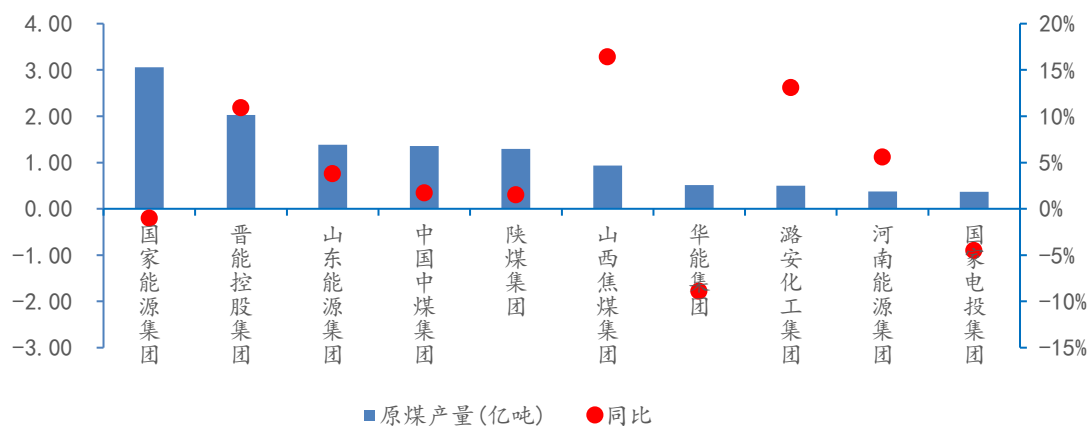
数据来源：Wind，大同证券

推进智能化生产建设，提升技术水平。矿山智能化建设既是筑牢安全生产防线、保障能源安全的关键抓手，也是培育新质生产力的重要实践，晋能控股煤业集团自 2020 年起加速智能化布局，累计推动 14 座矿井开展相关建设，目前已建成 5 座智能化矿山——其中塔山煤矿、同忻煤矿通过国家级验收，麻家梁煤业、鄂尔多斯矿业、马道头煤业 3 座通过省级验收，智能化转型成效逐步显现。其中，塔山矿作为山西省及国家首批智能化示范煤矿，其依托智能开采技术与无人化作业系统，实现生产效率与安全水平双提升，智能化技术的深度渗透，推动这座传统煤矿加速向高效、安全的智能生产模式转型，为行业升级提供了实践样本。

（三）集团资源丰富，优质资产注入有可期

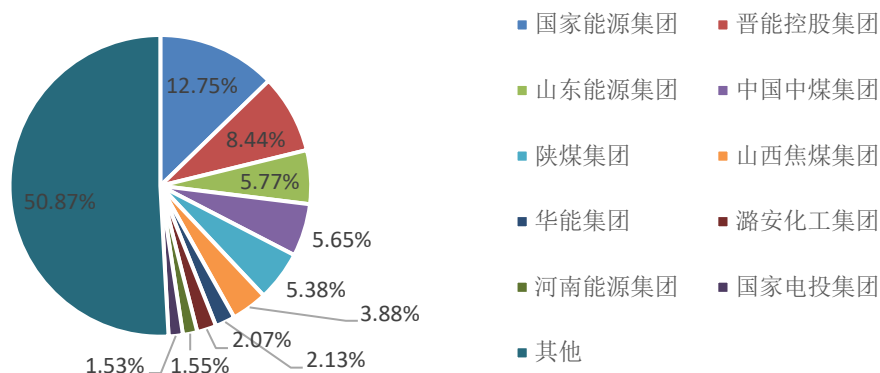
晋能控股集团原煤产量在行业内稳居第二，据 2025 年上半年数据，其原煤产量在前十家企业原煤产量占比达 8.44%，沉淀了海量优质煤炭资源、未上市矿业资产等宝贵财富，随着集团战略纵深推进与内部业务协同需求升级，旗下契合晋控煤业产业定位的资产，像具备开发潜力的优质煤矿探矿权、尚未注入上市平台的煤炭生产单元等，存在注入晋控煤业的想象空间。若实现资产注入，将助力晋控煤业大幅扩充产能规模（现有产能基础上叠加优质资产产能）、深度优化资源结构（补充气煤、弱粘煤等煤种储备），进一步筑牢市场竞争力护城河，在行业竞争中抢占更有利地位。

图表 9 2025 上半年前十家煤炭集团原煤产量(亿吨)



数据来源：中国煤炭工业协会和信息部

图表 10 2025 上半年前十家煤炭集团原煤产量占比



数据来源：中国煤炭工业协会和信息部

图表 11 2022 年末晋控煤业集团煤矿情况

矿区/煤矿	煤种	发热量 (千卡/千克)	资源保有储量 (万吨)	设计产能 (万吨)	投产年份	可采年限 (年)
本部						
煤峪口	气煤	4,200	1.01	250	2021 年	9.5
永定庄	气煤	4,500	1.61	200	2010 年	6
四老沟	气煤	5,145	1.32	320	1958 年	10.3
挖金湾	气煤	3,328	2.92	70	2016 年	36
晋华宫	弱粘煤、1/2 中粘	5,759	3.58	340	1956 年	16.4
马脊梁	气煤	5,651	1.52	430	1952 年	5.8
王村	气煤	3,500	4.28	100	2011 年	97
云冈	弱粘煤	6,232	4.02	90	1973 年	20.6
燕子山	气煤	4,904	2.84	480	1988 年	16.6
四台	气煤	5,832	5.51	180	1991 年	27.9
同忻	气煤	5,433	12.84	1,600	2013 年	55.8
晋控煤业						
忻州窑	弱粘煤	5,680	0.97	60	1925 年	7.5
塔山	气煤	5,442	49.26	2500	2008 年	40
轩岗煤电	气煤、1/3 焦煤、 贫瘦煤、长焰煤	-	12.87	1640	-	-
地煤公司	弱粘煤、1/3 焦 煤、气煤、不粘 煤、长焰煤	-	11.96	1140	-	-
朔州煤电	气煤、长焰煤	-	25.86	1590	-	-
同发东周窑	长焰煤、不粘煤	-	15.50	1000	-	60
其他	不粘煤、气煤	-	227.56	12250	-	-
合计			385.41	24240		

数据来源：晋控煤业集团 2023 年第三期中期票据基础募集说明书

三、公司运营：盈利能力向好，成本管控突出

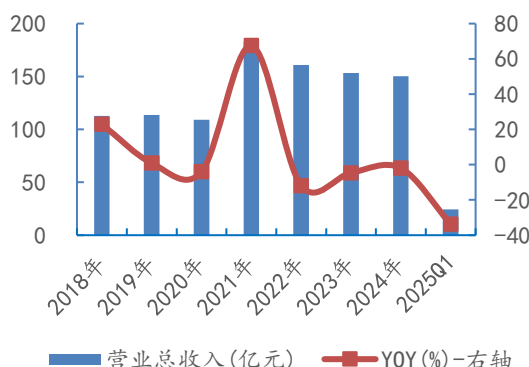
（一）毛利率同行居前，客户集中且稳定

受市场影响，公司盈利能力保持韧性。2018-2021 年，煤炭行业周期上行，晋控煤业营业总收入从 112.59 亿元增长至 182.65 亿元，归母净利润从 6.60 亿元暴涨到 46.58 亿元，2022-2025Q1，

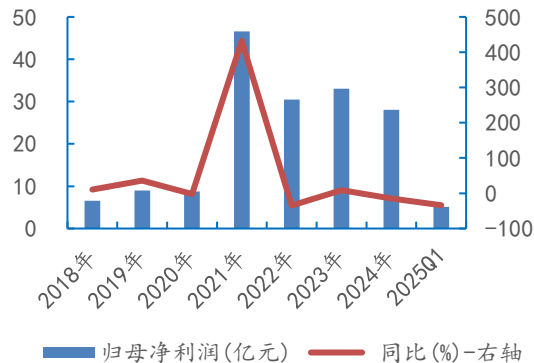
煤炭市场供需宽松，煤炭价格不断回落，营收持续调整，在 2025Q1 营收 24.24 亿元，同比下降 33.73%，归母净利润 5.12 亿元，同比下降 34.35%。公司煤炭业务依赖度高，短期难抵消周期冲击。

毛利率在同业中保持头部地位。2018-2021 年，公司毛利从 58.06 亿元增长至 99.30 亿元，毛利率在 51.57%-55.29% 区间波动，2021 年达 54.37%，高于陕西煤业（35.84%）、中煤能源（18.19%）和山煤国际（37.86%），资源与成本管控优势凸显。2022-2025Q1，虽受煤炭市场下行影响，2025Q1 毛利降至 9.35 亿元，毛利率为 38.59%，但仍高于陕西煤业（28.88%）、中煤能源（24.65%）和山煤国际（33.13%），成本控制与资源禀赋仍支撑其在该行业中保持毛利率优势，彰显经营韧性。

图表 12 晋控煤业营业收入（亿元）



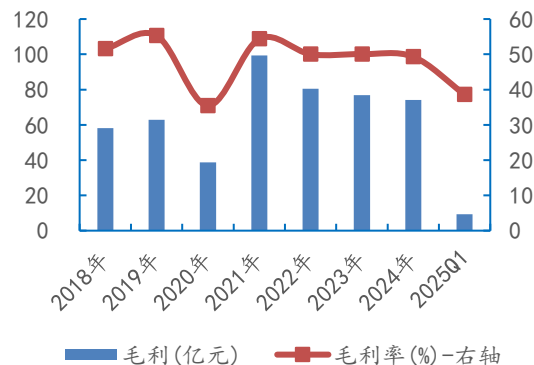
图表 13 晋控煤业归母净利润（亿元）



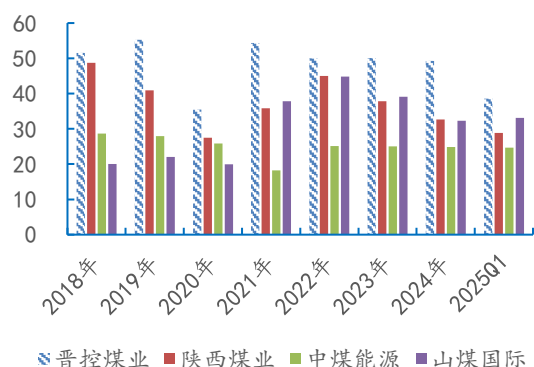
数据来源：Wind，大同证券

数据来源：Wind，大同证券

图表 14 晋控煤业毛利（亿元）及毛利率（%）



图表 15 主要煤炭企业毛利率（%）



数据来源：Wind，大同证券

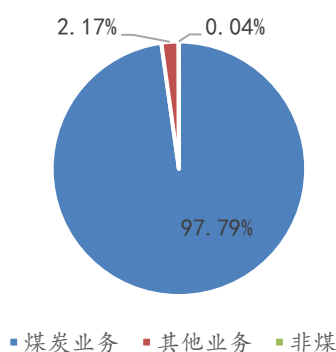
数据来源：Wind，大同证券

聚焦煤炭业务，客户资源稳定。2024 年，晋控煤业营业收入达 150.33 亿元，其中，煤炭业务营收占比 97.79%，是绝对核心业务，其他业务营收占比 2.17%，非煤业务占比仅 0.04%。2024 年，煤炭营收 147 亿元，同比-1.46%，毛利仅小幅降至 73.19 亿元，

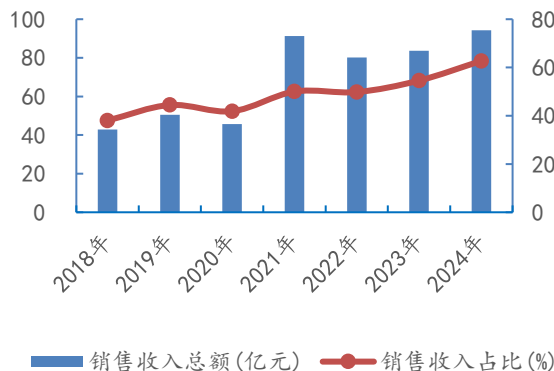
毛利率维持 49.79%高位，虽受行业周期冲击，但公司依托资源储备与生产韧性，盈利能力较强。

公司前五大客户成为营收增长重要引擎，2018-2024 年，前五大客户销售收入总额从 42.81 亿元增长至 94.32 亿元，销售收入占比从 38.02%提升至 62.74%，反映公司在核心客户拓展与维护上的成效，也凸显营收对前五大客户的依赖度加深。

图表 16 晋控煤业业务占比情况

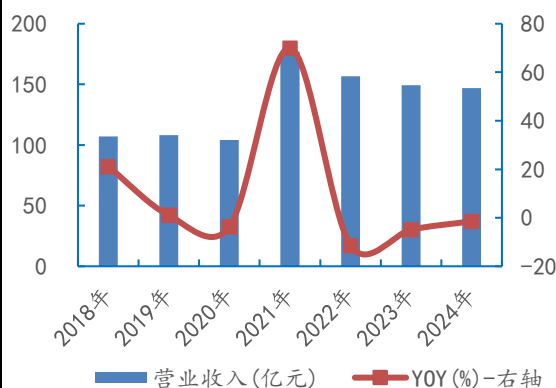


图表 17 晋控煤业前 5 大客户销售情况



数据来源: Wind, 大同证券

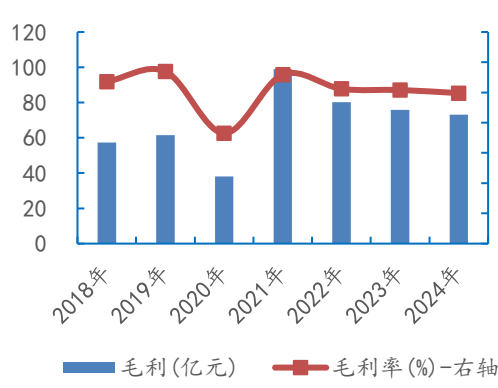
图表 18 煤炭业务营收 (亿元)



数据来源: Wind, 大同证券

数据来源: Wind, 大同证券

图表 19 煤炭业务毛利 (亿元) 及毛利率 (%)



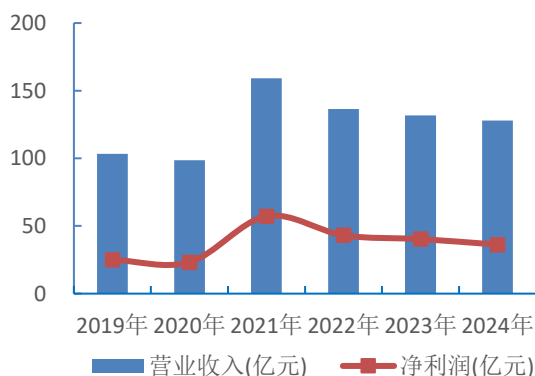
数据来源: Wind, 大同证券

(二) 塔山矿为主力，贡献主要收益

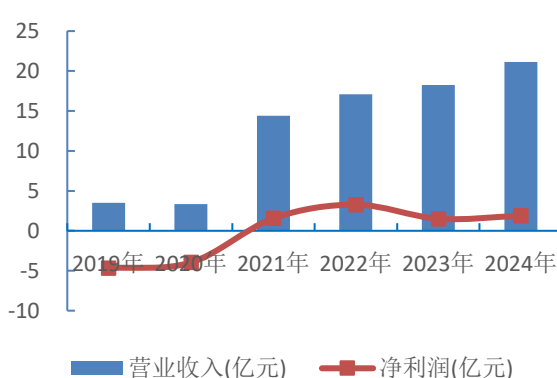
塔山煤矿凭借优质资源与高效运营体系，业绩表现亮眼。营收从 2019 年的 103.29 亿元攀升至 2024 年的 127.86 亿元，净利润从 2017 年的 17.39 亿元上涨到 2024 年的 36.19 亿元，持续贡献核心盈利。色连矿历经亏损阵痛，2017 年净利润-1.43 亿元，后借运营优化逐步改善，2024 年净利润 1.88 亿元，同比增长 24.5%。同忻矿 2020-2024 年，营收从 65.70 亿元波动至 76.18 亿元。

小众赛道突围难，活性炭和高岭土逐步关停。2024 年，非煤业务营收 1.96 亿元，毛利-0.03 亿元，毛利率-1.53%，长期低位徘徊，处于亏损状态。公司曾布局金宇高岭土业务，初期规划依托塔山循环经济园区，利用塔山生产产生的煤矸石等进行循环利用，但后续因塔山所在地涉及村域用地，原料需从外地引入，业务陷入亏损，基本处于停产状态。活性炭业务则因行业周期遇冷，市场低迷期竞争力弱于民营企业，且成本高、技术改进投入大，综合测算不具经济性，故而停产。

图表 20 塔山矿营收及净利润（亿元）



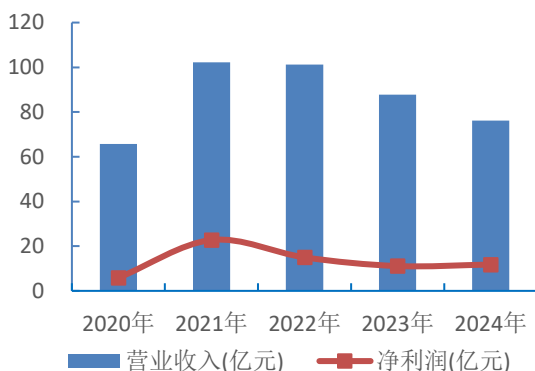
图表 21 色连矿营收及净利润（亿元）



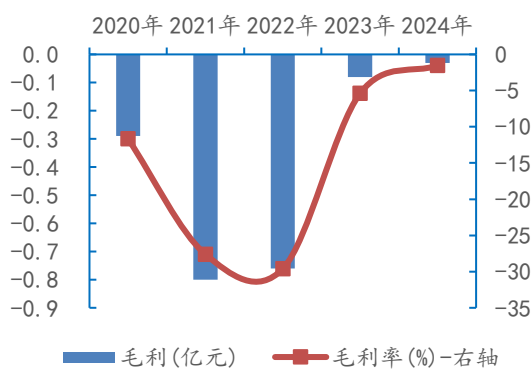
数据来源：Wind，大同证券

数据来源：Wind，大同证券

图表 22 同忻矿营收及净利润（亿元）



图表 23 非煤业务毛利（亿元）及毛利率（%）



数据来源：Wind，大同证券

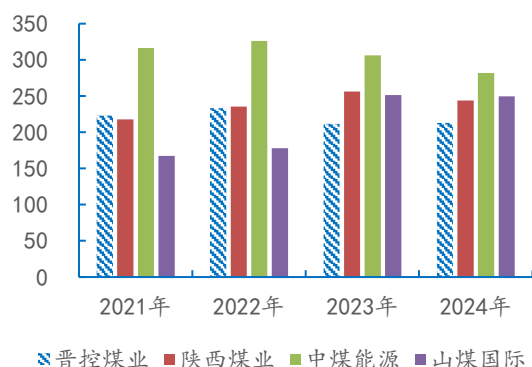
数据来源：Wind，大同证券

（三）成本管控突出，盈利能力较强

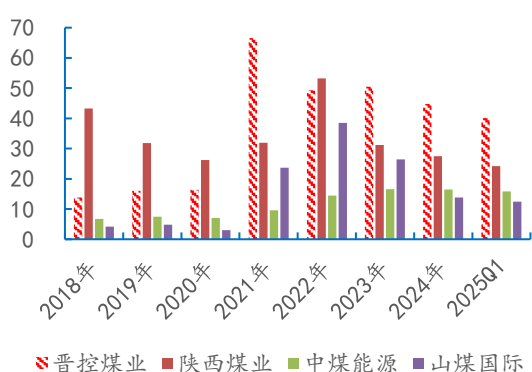
吨煤营业成本具备优势，期间费用下降亮眼。2021-2022 年，煤炭供需紧张，产能释放，晋控煤业吨煤营业成本从 223.26 元/吨升至 233.33 元/吨，2023 年以来，公司更加强化生产流程优化、供应链协同，2024 年吨煤营业成本回落至 212.94 元/吨，与中煤能源（281.85 元/吨）、山煤国际（249.80 元/吨）相比，成本优势凸显；从成本费用利润率看，2018-2021 年，晋控煤业借煤炭行

业周期上行、内部管理优化东风，成本费用利润率从 13.81% 飙升至 66.58%，2021 年远超陕西煤业、山煤国际和山煤国际，2022-2025Q1，受煤炭价格回落影响，成本费用利润率逐步调整，2025Q1 为 40.03%，虽有回落但仍高于同业。公司三项费用规模持续优化，2020 年三项费用呈极速下滑，之后基本缓幅震荡下行，到 2025Q1 销售费用 0.33 亿元，管理费用 0.90 亿元，财务费用为 -0.06 亿元，且在营收中的占比逐渐降低，期间费用下降显著，费用管控成效显著。

图表 24 主要煤炭企业吨煤成本(元/吨)



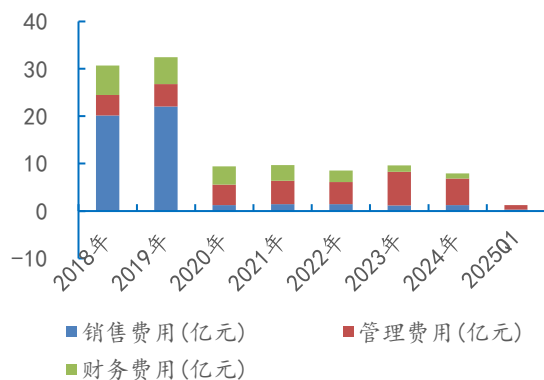
图表 25 主要煤炭企业成本费用利润率(%)



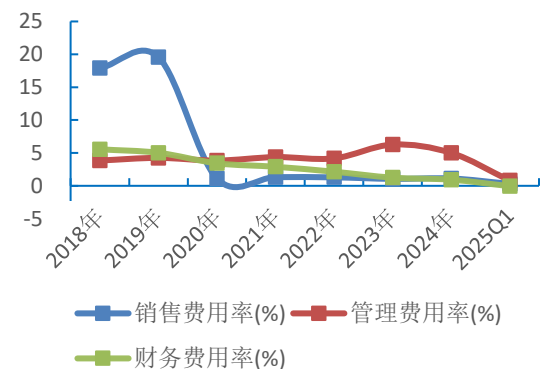
数据来源: Wind, 大同证券

数据来源: Wind, 大同证券

图表 26 晋控煤业三项费用(亿元)



图表 27 晋控煤业三项费用率(%)



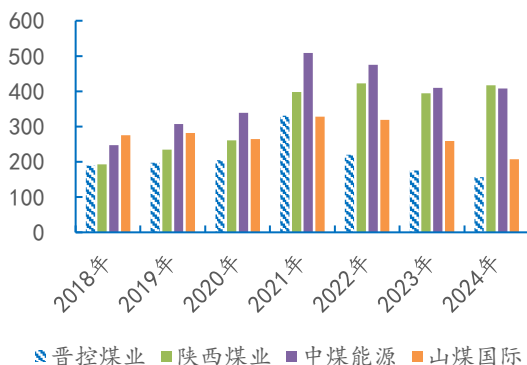
数据来源: Wind, 大同证券

数据来源: Wind, 大同证券

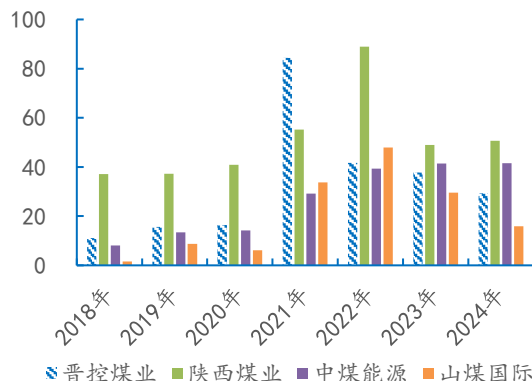
人均创收创利波动变化，盈利能力较强。2018-2021 年，煤炭行业景气度攀升，晋控煤业人均创收从 189.54 万元跃升至 330.65 万元，人均创利也爆发式增长，借市场红利与产能释放，实现“量价齐升”驱动的效能突破，虽与中煤能源（508.26 万元）等存在差距，但增速显著。2022-2024 年，动力煤价开启回调，公司人均创收与创利逐步回落，在 2024 年人均创收低于可比公司，但人均创利仍高于山煤国际。从资产收益率角度看，2018-2021 年，公司 ROE 从 11.89% 爆发至 48.55%，ROA 从 9.85% 增长到 23.74%，

增速高于同类可比公司，2022 年之后煤炭行业调整，盈利能力整体下滑，到 2025Q1 公司的 ROE 和 ROA 分别为 2.72%和 2.16%，但公司通过优化资产配置、加速资金周转等方式，居可比公司中前列。

图表 28 晋控煤业人均创收（万元）



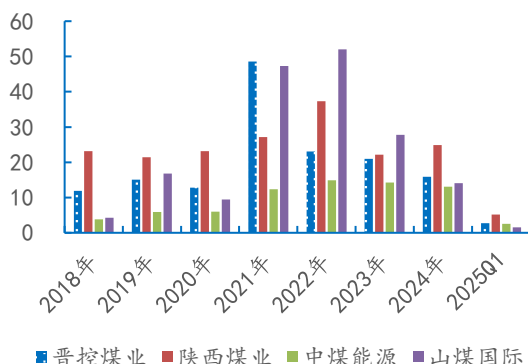
图表 29 晋控煤业人均创利（万元）



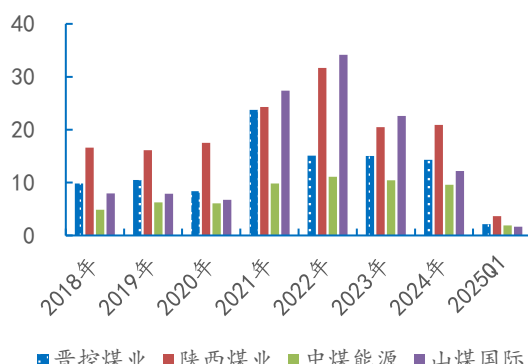
数据来源：Wind，大同证券

数据来源：Wind，大同证券

图表 30 晋控煤业 ROE (%)



图表 31 晋控煤业 ROA (%)



数据来源：Wind，大同证券

数据来源：Wind，大同证券

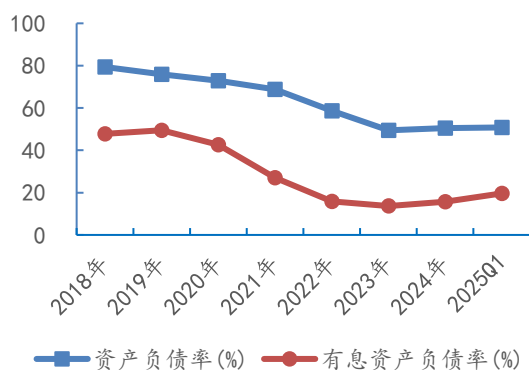
四、分红能力：注重股东回报，吸引力增强

（一）债务压力减轻，分红能力加码

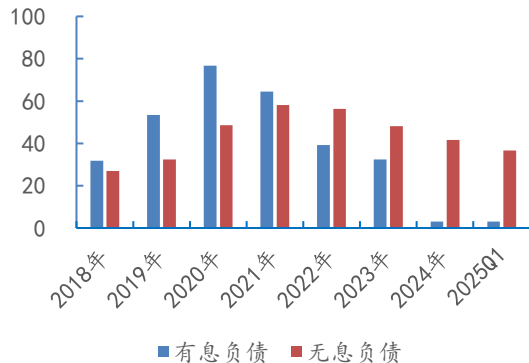
公司负债下降，结构不断优化。2018-2024 年，晋控煤业资产负债率从 61.01%稳步降至 28.89%，有息资产负债率同步从 37.84%回落至 7.21%，其中短期负债由 9.6 亿元，下降到 0，长期负债从 22.23 亿元减少到 3 亿元，偿还利息继续下降。公司上下游议价能力较强，无息负债保持在较高位置，由 2018 年的 26.95 亿元增加到 2024 年的 41.59 亿元，在 2025Q1 为 36.56 亿元，以 1 年以内的应付账款为主，体现公司能够合理利用应付账款这一短期负债来增加资金的流动性和灵活性，提高资金使用效率。

现金流充足，分红能力持续提升。2018-2021 年，公司经营活动现金流量净额从 35.28 亿元飙升至 78.20 亿元，货币资金同步增长，2022 年达 188.16 亿元，虽然 2023 年之后煤炭市场不景气，但公司在 2024 年时经营活动现金流有 29.94 亿元，货币资金达 166.10 亿元，2025Q1 由于煤炭现货价与长协价倒挂，应收账款增多，导致经营活动现金流为-1.84 亿元，而货币资金仍有 146.27 亿元，较为充裕的现金流为稳健分红能力奠定了基础。公司分红方面，2018-2020 年，公司盈利基数低，现金分红连续为 0，2021 年行业景气度爆发，现金分红总额跃升至 6.69 亿元（分红率 14.37%），分红总额增至 2024 年的 13.68 亿元，分红率为 48.72%，公司分红比例逐步提高，展示出对股东回报的重视。

图表 32 晋控煤业资产负债率 (%)



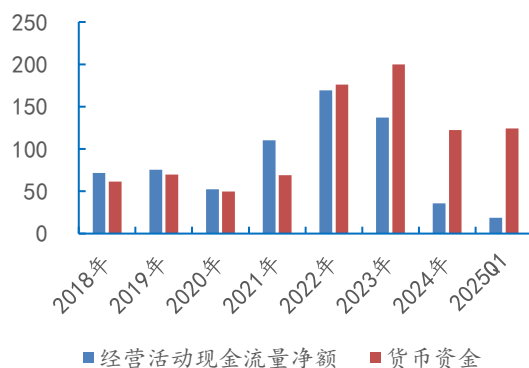
图表 33 晋控煤业有息和无息负债 (亿元)



数据来源: Wind, 大同证券

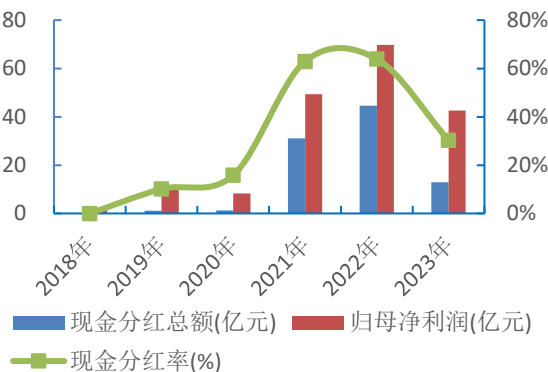
数据来源: Wind, 大同证券

图表 34 晋控煤业现金流情况 (亿元)



数据来源: Wind, 大同证券

图表 35 晋控煤业分红情况



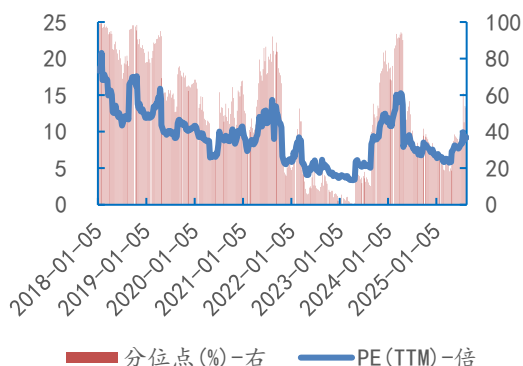
数据来源: Wind, 大同证券

（二）低估值高股息，公司吸引力增强

截至 2025 年 8 月 21 日，公司的 PE (TTM) 为 9.19 倍，处于 2018 年以来的 51.84% 的偏中低位置；2021 年公司开始分红后，动态股息率不断上涨，最高超 7%，当前动态股息率 5.42%，虽然

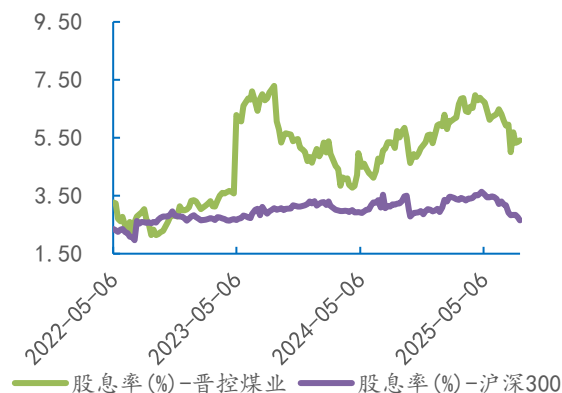
略有下降，但仍高于沪深 300 动态股息率 2.65%，公司具有一定吸引力。

图表 36 晋控煤业分位点和 PE (TTM)



数据来源: Wind, 大同证券

图表 37 晋控煤业和沪深 300 股息率 (TTM)



数据来源: Wind, 大同证券

五、未来展望:基本面拐点或已现, 煤价震荡上行不悲观

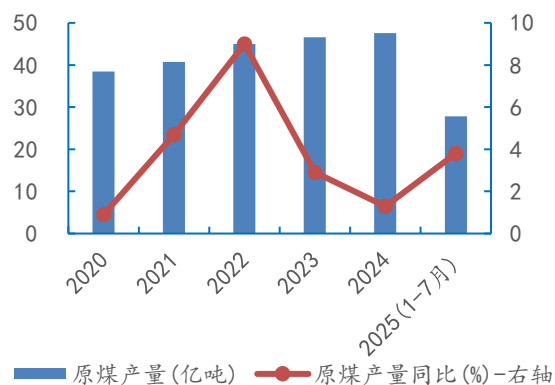
(一) “反内卷”下, 煤炭供给有望收缩

原煤产量增速放缓, 清洁智能化生产要求提升。2025 年 1 月-7 月, 我国原煤产量 27.79 亿吨, 受山西省 2024 上半年“三超”检查带来的低基数, 以及新疆煤炭产量同比增长约 10% 的影响, 原煤产量同比上涨 3.8%; 2022 年-2024 年, 我国宏观经济强预期与弱现实并存, 企业生产疲软, 居民消费降级, PMI 指数绝大部分时间在“荣枯线”下, 景气度不高, 我国煤炭产能自疫情期间释放后开始收缩, 原煤产量虽小幅上涨, 但增速放缓, 同比由 9% 下降到 1.3%。从煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额同比增速看, 2025 年 1 月-7 月, 同比增长 13.10%, 在《关于加强煤炭清洁高效利用的意见》明确要求淘汰落后洗选产能, 推广封闭式储煤场、油气钻井废水循环利用等技术, 企业为达标需更新设备, 此类项目在 2025 年上半年集中落地, 清洁化、智能化生产推动企业从“粗放式”生产经营转向“精细化”的技术升级和品质提升。

煤炭进口量下滑, “反内卷”促进结构升级。2025 年上半年, 在国内煤价持续走低以及关税对汇率扰动等影响下, 煤炭进口量不断下滑, 我国煤及褐煤进口量 2.57 亿吨, 同比减少 13.01%。从主要煤炭出口国看, 我国从澳大利亚、俄罗斯、印尼和蒙古进口

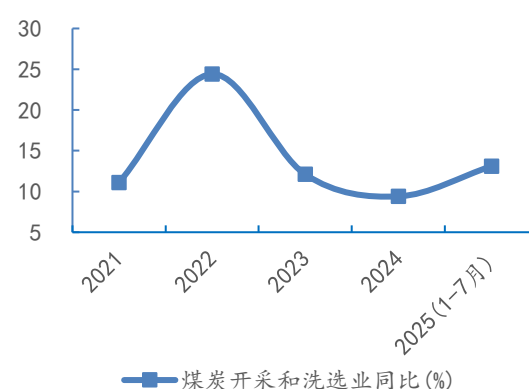
动力煤数量同比分别减少 0.36%、0.38%、0.33%和 0.31%。2025 年 7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议进一步明确“反内卷”，要求依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。当前，在煤炭企业亏损比例高达 53.6%，利润总额下降至 6046.4 亿元的情况下，反内卷政策能通过产能管控、价格协调、技术升级三重机制重塑供给格局，核心是打破低价抢市、以量补价的恶性循环，实现优化资源配置、推动高质量发展目标。

图表 38 中国原煤产量及同比



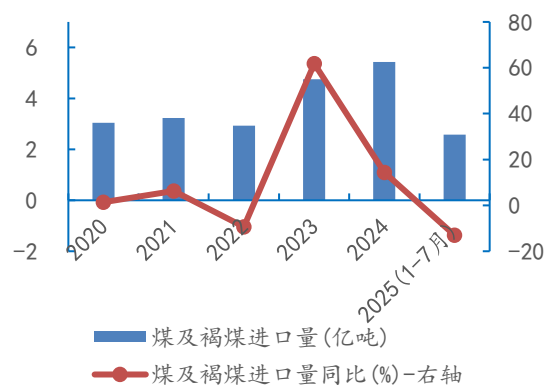
数据来源: Wind, 大同证券

图表 39 固定资产投资完成额同比



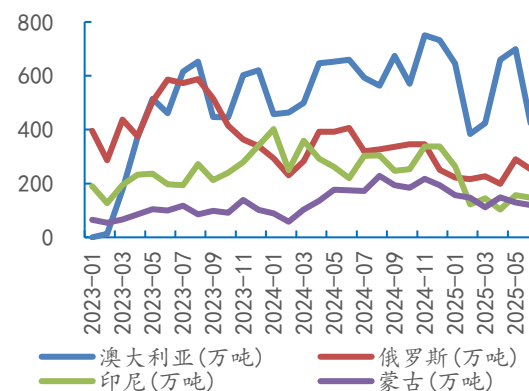
数据来源: Wind, 大同证券

图表 40 中国煤及褐煤进口量及同比



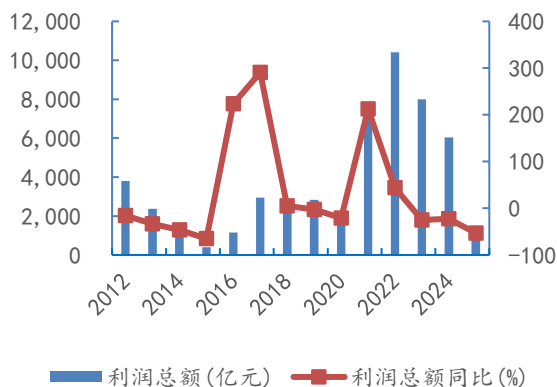
数据来源: Wind, 大同证券

图表 41 中国从不同国家进口动力煤数量



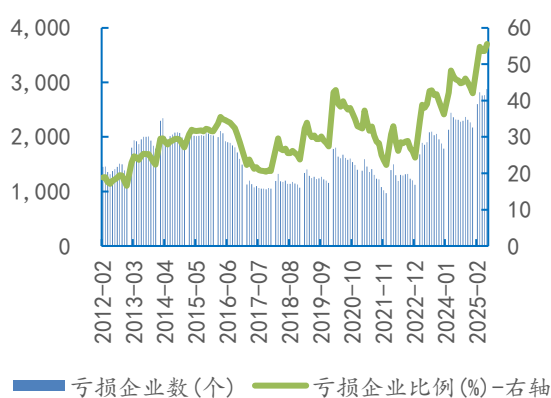
数据来源: Wind, 大同证券

图表 42 煤炭开采和洗选业利润总额及同比



数据来源: Wind, 大同证券

图表 43 煤炭亏损企业个数及比例



数据来源: Wind, 大同证券

（二）经济数据温和改善，将推动煤炭需求增加

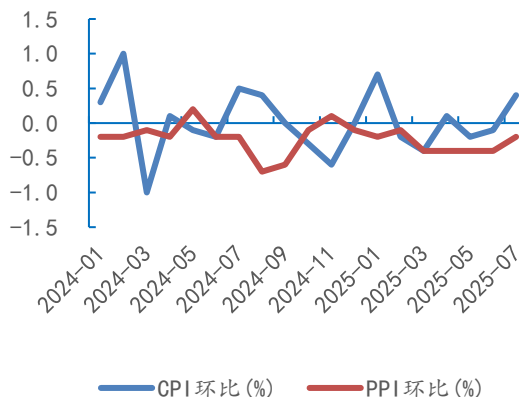
经济仍比较弱，但边际温和改善。2025 年上半年 GDP 同比增长 5.3%，CPI 同比已回正，7 月份为 0.0%，而 PPI 同比连续几年为负数，7 月份为-3.60%，主要是有效需求不强生产偏乏力，但从 CPI 和 PPI 环比数据看，数据边际走好。全社会用电量不断提升，上半年用电 4.84 万亿千瓦时，同比增长 3.7%，其中第一、二、三产同比增长分别为 8.7%、2.4%和 7.1%，彰显出经济有较强韧性。

电煤需求方面，虽然新能源新增装机容量速度快，但火电依然起着中流砥柱作用。截至 2025 年 6 月，火电装机容量达到 14.75 亿千瓦，太阳能装机容量为 11 亿千瓦，水电、风电和核电装机容量较少；上半年新增装机容量 2.93 亿千瓦，同比 92.01%，其中太阳能和风能新增装机容量增速最快，分别为 107.08%和 98.88%，远超火电新增装机容量 41.26%的增速；从发电量看，上半年火力发电 3.54 万亿千瓦时，占比 64.8%，仍是供电的主力军；从高频数据看，全国高温天延续，电厂煤炭日耗维持在高位，北方港口库存去化加速，已经下降到 2300 多万吨，供给压力减弱，随着经济边际回暖，电煤需求具有弹性。

非电煤需求方面，城市更新和雅下水电工程将推动非电煤需求。2025 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于持续推进城市更新行动的意见》，各地方政府落实政策，在 2025 年约启动 600 个城市更新重点片区，实施约 3800 个城市更新项目；2025 年 7 月雅江水电工程开工仪式在西藏自治区林芝市举行，总投资约 1.2 万亿元，相当于 3 个三峡电站，对水泥的年均需求量能达到 300-350 万吨，虽然受房地产产业链拖累，但在城市更

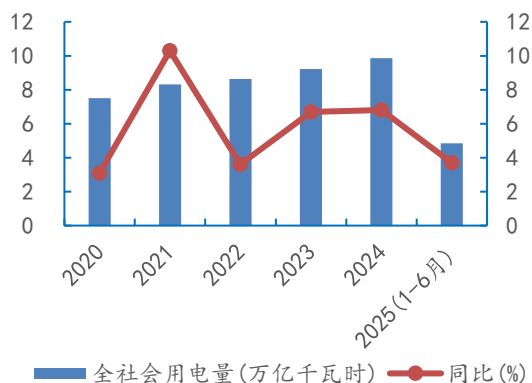
新和雅下项目拉动下，建材等需求或将扭转下行趋势，2025 年前 7 个月，水泥累计产量 9.58 亿吨，同比下降 4.5%，跌幅收窄。化工用煤在煤炭消费中占比较小，但增速快，上半年化工用煤 1.65 万吨，同比增长 19.88%，近年来基本都保持两位数增长。

图表 44 我国 CPI 和 PPI 环比



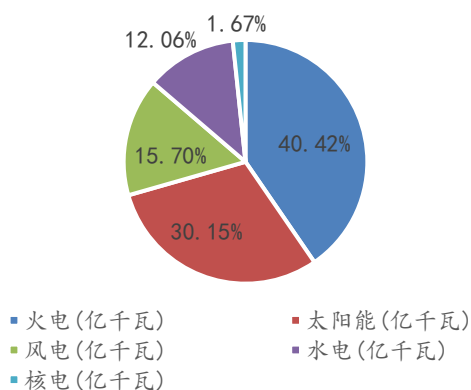
数据来源: Wind, 大同证券

图表 45 全社会用电量及同比



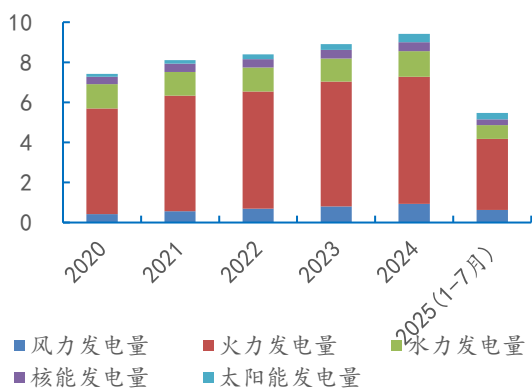
数据来源: Wind, 大同证券

图表 46 2025 年 6 月电力装机容量占比



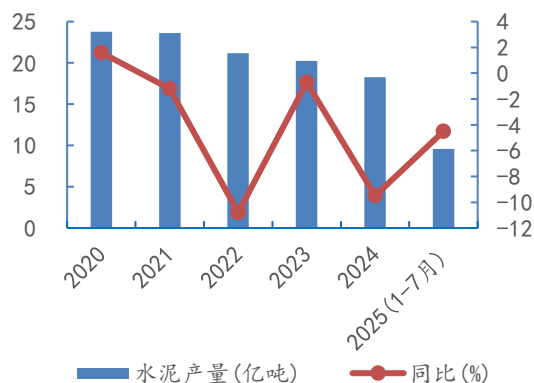
数据来源: Wind, 大同证券

图表 47 不同能源发电量 (万亿千瓦时)



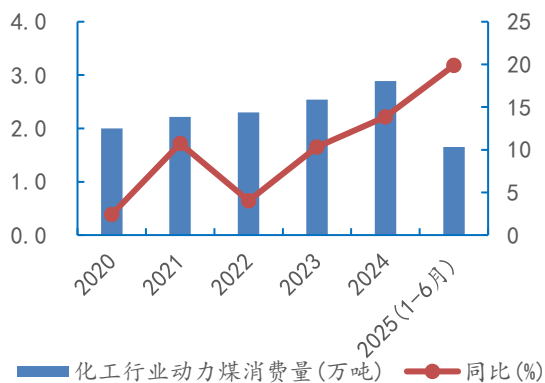
数据来源: Wind, 大同证券

图表 48 水泥产量及同比



数据来源: Wind, 大同证券

图表 49 化工行业动力煤消费量及同比



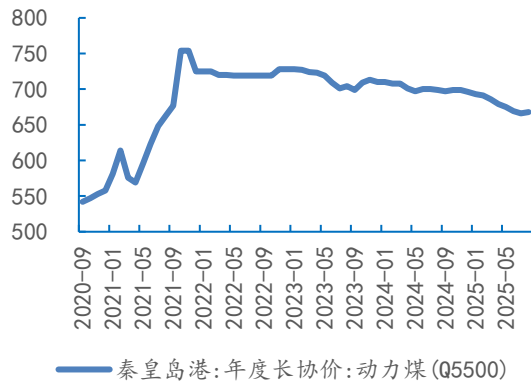
数据来源: Wind, 大同证券

(三) 基本面筑牢煤价上行走势

截至 2025 年 8 月 15 日，秦皇岛动力煤长协价 691 元/吨，相
请仔细阅读正文后免责声明

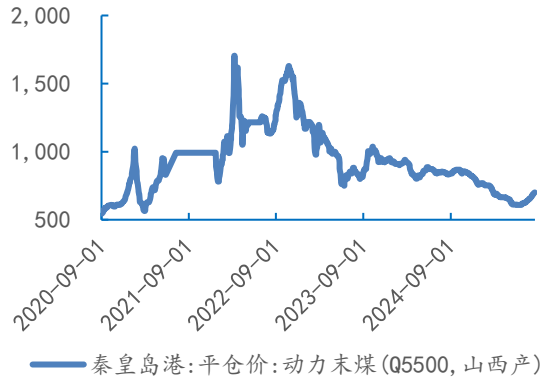
较于 6 月初的 618 元/吨，已经上涨 73 元/吨，超过 675 元/吨的标准价，8 月 20 日，动力煤平仓价 704 元/吨，相较今年 6 月初的 609 元/吨，已经上涨 95 元/吨。自迎峰度夏以来，监管检查趋严、暴雨天气增加造成部分矿区减产停产，以及进口煤数量收缩，煤炭供给量受到压制，受高温天影响，下游电厂煤炭日耗不断提升并在高位震荡，煤炭需求增加，短期看，煤炭基本面拐点或已现，煤价仍有上涨可能；中长期看，随着经济数据由边际温和改善向全面复苏转变，以及城市更新和雅下水电项目实施，这将带动全社会用电量增加，从而推升对煤炭需求，在“反内卷”加持和煤炭智能、清洁化生产的高品质和高技术要求下，煤炭供给将不断受到约束，实现供需实现动态平衡，未来煤价有望震荡上行。

图表 50 动力煤 Q5500 长协价格(元/吨)



数据来源: Wind, 大同证券

图表 51 动力煤 Q5500 平仓价(元/吨)



数据来源: Wind, 大同证券

六、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

晋控煤业以煤炭为主要业务，2024 年煤炭贡献了 97.79% 的营业收入，毛利率为 49.79%；非煤及其他业务营收占比小，因此，我们仅对煤炭业务进行假设。

产量：2025 年公司预计煤炭产量 3450 万吨，在“反内卷”对煤炭超产严查，以及晋控煤业现有 3 座煤矿、潘家窑未探转采的情况下，我们预计未来几年公司产量基本维持在 3450 万吨左右。

销量：基于公司产量约束，以及后期市场回暖有望带动需求量增加。我们预计 2025-2027 年煤炭销量分别为 2950 万吨、3000 万吨、3000 万吨。

煤炭售价：公司长协煤占比 50%左右，其余以市场价销售，今年上半年煤炭供需宽松，煤炭长协价和市场价均不断下跌，下半年以来，“反内卷”持续加码和矿区遭受暴雨等制约煤炭供给，高温天增加提升煤炭需求，致使煤炭价格不断上涨，未来随着经济全面复苏，煤价有望震荡上行。因此我们预计 2025-2027 年煤炭售价分别为 515.09 元/吨、530.54 元/吨、546.45 元/吨。

非煤及其他业务：因为该业务在公司营收中占比很小，我们认为未来变化不大，预计 2025-2027 年收入分别为 3.32 亿元。

基于以上假设，我们预计 2025-2027 公司营业收入分别为 155.27 亿元、162.48 亿元、167.26 亿元。

图表 52 公司煤炭业务经营预测

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
煤炭销量(万吨)	3036.51	2730.77	3009.57	2996.65	2950.00	3000.00	3000.00
煤炭售价(元/吨)	583.05	574.21	495.69	490.56	515.09	530.54	546.45
煤炭成本(元/吨)	233.30	240.04	212.19	213.17	219.57	226.16	232.94

数据来源：Wind，大同证券

图表 53 公司各业务盈利预测

指标		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
煤炭	营业收入(亿元)	177.04	156.80	149.18	147.00	151.95	159.16	163.94
	营业成本(亿元)	78.08	76.54	73.38	73.82	75.75	78.02	80.36
	毛利(亿元)	98.96	80.27	75.80	73.19	76.20	81.14	83.57
	毛利率(%)	55.90	51.19	50.81	49.79	50.15	50.98	50.98
非煤及其他	营业收入(亿元)	5.61	4.01	4.24	3.32	3.32	3.32	3.32
	营业成本(亿元)	5.27	3.84	3.26	2.41	2.41	2.41	2.41
	毛利(亿元)	0.34	0.18	0.98	0.91	0.91	0.91	0.91
	毛利率(%)	6.00	4.40	23.10	27.41	27.41	27.41	27.41
合计	营业收入(亿元)	182.65	160.82	153.42	150.33	155.27	162.48	167.26
	营业成本(亿元)	83.35	80.37	76.64	76.23	78.16	80.44	82.78
	毛利(亿元)	99.30	80.44	76.78	74.10	77.11	82.05	84.48
	毛利率(%)	54.37	50.02	50.05	49.29	49.66	50.50	50.51

数据来源：Wind，大同证券

（二）投资建议

截至 2025 年 8 月 21 日，晋控煤业 PE (TTM) 为 9.19 倍，纵
 请仔细阅读正文后免责声明

向对比来看，约处于近 10 年的 49.5%分位数，煤炭股动态估值处于历史相对中等区间。横向来看，晋控煤业以煤炭业务核心，贡献了超 95%的营业收入，是盈利的核心支柱。因此，我们选取业务属性相近、煤种结构类似的陕西煤业、中煤能源、山煤国际作为可比公司，其中陕西煤业业务包含煤炭开采与运销，主要煤类为不粘煤和长焰煤，具有低灰、低硫、低磷、中高发热量的特点，属于优质动力煤和化工用煤，煤炭业务营收占比 88.34%；中煤能源业务多元但煤炭为核心，涵盖炼焦煤和动力煤，具体煤种包括瘦煤、焦煤、肥煤等，主要用于炼焦和能源供应，煤炭营收占比 79.28%，资源布局广泛；山煤国际兼具煤炭生产与贸易，煤种涉及动力煤、冶金煤等，自产煤与贸易煤业务占比 97.9%。以 2025 年 8 月 21 日收盘价为基准，使用 Wind 一致预期披露的归母净利润、EPS 以及 PE，上述公司 2025 年 PE 平均值为 11.4X。

通过上述的公司盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 26.91 亿元、28.92 亿元、29.81 亿元，对应 EPS 分别为 1.61 元/股、1.73 元/股、1.78 元/股。

晋控煤业动力煤资源储备丰富，主力矿井产能稳定，公司成本管控成效显著，盈利能力较强。同时重视股东回报，分红比例随盈利提升逐步加大。结合公司资源禀赋、行业地位及煤价周期修复预期，给予“谨慎推荐”评级。

图表 54 可比公司估值预测

代码	简称	收盘价 (元)	归母净利润(亿元)			EPS(元/股)			PE(倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
601225.SH	陕西煤业	20.1	192.9	202.3	212.9	2.0	2.1	2.2	11.0	10.5	10.0
601898.SH	中煤能源	10.6	168.0	177.9	187.5	1.3	1.3	1.4	9.6	9.1	8.6
600546.SH	山煤国际	8.8	14.9	16.9	18.8	0.7	0.9	0.9	13.6	12.0	10.8
平均估值									11.4	10.5	9.8

数据来源：Wind，大同证券

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 10%~20%
	中性	预计未来 6~12 个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来 6~12 个月内，股价表现弱于市场基准指数 10% 以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注 1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注 3：基准指数为沪深 300 指数

分析师声明：

作者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注册分析师，本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告采用的研究方法均为定性、定量相结合的方法，本报告所依据的相关资料及数据均为市场公开信息及资料（包括但不限于：Wind/国家统计局/公司官网等），做出的研究结论与判断仅代表报告发布日前的观点，具备一定局限性。

免责声明：

本报告由大同证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券有限责任公司。

特别提示：

- 1、投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险，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。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。

版权声明：

请仔细阅读正文后免责声明

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺：

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。