

2025 年 08 月 26 日

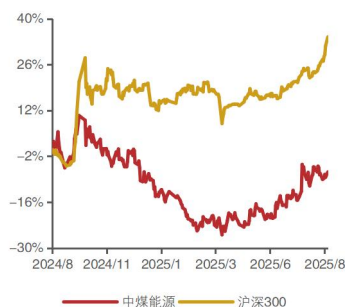
投资评级： 买入（维持）

### 证券分析师

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

### 联系人

### 市场表现：



| 基本数据         | 2025 年 08 月 25 日 |
|--------------|------------------|
| 收盘价 (元)      | 12.25            |
| 一年内最高/最低 (元) | 15.92/9.42       |
| 总市值 (百万元)    | 162,418.63       |
| 流通市值 (百万元)   | 162,418.63       |
| 总股本 (百万股)    | 13,258.66        |
| 资产负债率 (%)    | 45.02            |
| 每股净资产 (元/股)  | 11.74            |

资料来源：聚源数据

## 中煤能源 (601898. SH)

——降本增量对冲煤价下行，业绩稳健关注提分红潜力

### 投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年半年报。2025H1，公司实现营业收入 744.4 亿元；同比-19.9%；实现归母净利润 77.0 亿元，同比-21.3%；实现扣非后归母净利润 76.5 亿元，同比-20.7%。2025 年 Q2，公司实现营业收入 360.4 亿元，环比-6.1%；实现归母净利润 37.3 亿元，环比-6.3%；实现扣非后归母净利润 37.1 亿元，环比-5.9%。
- **煤炭业务量增价减，成本下降对冲煤价下行。**受煤炭市场价格下行影响，2025H1 公司煤炭分部实现净利润 70.8 亿元，同比-32.6%。**产销量：**2025H1，公司实现商品煤产量 6734 万吨，同比+1.3%，其中动力煤/炼焦煤产量 6227/507 万吨，同比+2.4%/-10.4%；实现自产商品煤销量 6711 万吨，同比+1.4%，其中动力煤/炼焦煤销量 6206/505 万吨，同比+2.5%/-10.5%。**2025Q2**，公司实现商品煤产量 3399 万吨，环比+1.9%，其中动力煤/炼焦煤产量 3090/287 万吨，环比+3.0%/-10.1%；实现自产商品煤销量 3388 万吨，环比+5.4%，其中动力煤/炼焦煤销量 3094/294 万吨，环比+6.7%/-10.2%。**公司上半年充分释放矿井优质产能，实现动力煤产销销量同比增长，Q2 动力煤产销销量环比亦实现增长。****价格：**2025H1，公司实现自产商品煤售价 470 元/吨，同比-19.5%，实现动力煤/炼焦煤售价 436/885 元/吨，同比-14.7%/-35.4%，同期秦港 5500 卡动力煤平仓价同比-22.8%，京唐港主焦煤库提价同比-38.8%。**2025Q2**，公司实现自产商品煤售价 449 元/吨，环比-8.8%，实现动力煤/炼焦煤售价 419/844 元/吨，环比-7.7%/-8.5%，同期秦港 5500 卡动力煤平仓价环比-12.4%，京唐港主焦煤库提价同比-8.8%。**公司通过高比例动力煤长协煤销售模式，在行业煤价显著下行阶段，实现了相对稳定的动力煤销售价格，动力煤售价跌幅显著小于行业，业绩稳定性凸显。****成本：**2025H1，公司实现自产商品煤单位销售成本 263 元/吨，同比-10.2%，**2025Q2**，实现自产商品煤单位销售成本 256 元/吨，环比-4.9%。**公司深入推进精益管理，全力降本提质挖潜增效，挖掘各环节降本空间，通过降本有效对冲市场下行影响。**
- **化工业务受烯烃装置大修影响，煤价下行带动甲醇及尿素成本下降。**2025H1，公司实现聚烯烃/尿素/甲醇/硝铵销量 66/121/100/30 万吨，同比-13.2%/+2.6%/+16.1%/+5.0%，实现烯烃/尿素/甲醇/硝铵售价 6681/1756/1770/1883 元/吨，同比-3.9%/-19.0%/-0.2%/-13.5%，实现烯烃/尿素/甲醇/硝铵单位销售成本 6431/1308/1304/1384 元/吨，同比+9.6%/-11.0%/-23.5%/+6.2%。**公司煤化工产品价格受行业价格下行影响，聚烯烃装置按计划大修导致烯烃产量减少及成本上升，煤价下行带动甲醇、尿素成本下降，副产品收入抵减成本同比减少导致硝铵成本上升。**
- **高比例长协业绩稳定，煤电化新联营保持增量，央企市值管理下分红提升仍有空间。****盈利稳定方面**，公司作为中煤集团主要煤炭上市平台，拥有晋陕蒙优质高热值煤炭资源，可采储量居上市煤企第二，2025 年长协比例预计达 75%，具备行业领先的盈利能力及稳定性。**业务增量方面**，里必煤矿、苇子沟煤矿建设按计划推进，预计 2026 年底投入试生产，有望贡献 640 万吨产能增量；乌审旗 2×660MW 煤电一体化项

目实现高标准开工，安太堡 2×350MW 低热值煤电项目上半年实现利润近亿元；陕西榆林煤化工二期年产 90 万吨聚烯烃项目土建工程基本完工，图克 10 万吨级“液态阳光”示范项目加快建设；平朔矿区一期 100MW、二期 160MW 光伏项目和上海能源新能源示范基地二期 132MW 光伏项目并网发电，平朔矿区三期 100MW 光伏项目加快建设。**分红提升方面**，公司积极响应央企市值管理改革，2025 年按归母净利润的 30%实行中期分红，公司当前货币资金及未分配利润充足，资产负债率低，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。

- **盈利预测与评级：**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，同比增速分别为 -20.3%/+9.2%/+6.8%，当前股价对应的 PE 分别为 10.6/9.7/9.0 倍。我们认为公司煤炭主业盈利稳定，煤电化新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，维持“买入”评级。
- **风险提示。**煤炭价格超预期下跌，化工品价格超预期下跌，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%  | 9.40%   | 9.51%   | 9.42%   |
| 市盈率（P/E）     | 8.31    | 8.41    | 10.55   | 9.66    | 9.04    |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**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         | 76,455         | 83,451         | 93,070         |
| 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          |
| <b>流动资产总计</b>    | <b>113,066</b> | <b>101,069</b> | <b>108,965</b> | <b>119,797</b> |
| 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         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>244,899</b> | <b>249,374</b> | <b>253,604</b> | <b>257,086</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>357,965</b> | <b>350,443</b> | <b>362,569</b> | <b>376,882</b> |
| 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         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>102,176</b> | <b>86,507</b>  | <b>89,384</b>  | <b>93,548</b>  |
| 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         |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>63,542</b>  | <b>54,890</b>  | <b>46,007</b>  | <b>36,850</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>165,718</b> | <b>141,398</b> | <b>135,391</b> | <b>130,399</b> |
| 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         | 111,180        | 124,184        | 138,067        |
| 归属母公司权益          | 151,911        | 163,817        | 176,821        | 190,704        |
| 少数股东权益           | 40,335         | 45,228         | 50,357         | 55,780         |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>192,246</b> | <b>209,045</b> | <b>227,178</b> | <b>246,484</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>357,965</b> | <b>350,443</b> | <b>362,569</b> | <b>376,882</b> |

**现金流量表（百万元）**

| 会计年度            | 2024           | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 税后经营利润          | 24,954         | 18,956         | 20,550         | 22,097         |
| 折旧与摊销           | 10,328         | 10,588         | 10,910         | 11,513         |
| 财务费用            | 2,388          | 1,790          | 1,344          | 877            |
| 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          |
| <b>经营性现金净流量</b> | <b>34,136</b>  | <b>21,230</b>  | <b>35,185</b>  | <b>37,842</b>  |
| <b>投资性现金净流量</b> | <b>-12,049</b> | <b>-14,130</b> | <b>-14,146</b> | <b>-14,116</b> |
| <b>筹资性现金净流量</b> | <b>-23,876</b> | <b>-14,998</b> | <b>-14,043</b> | <b>-14,108</b> |
| <b>现金流量净额</b>   | <b>-1,763</b>  | <b>-7,898</b>  | <b>6,996</b>   | <b>9,619</b>   |

**利润表（百万元）**

| 会计年度              | 2024           | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>189,399</b> | <b>162,660</b> | <b>168,818</b> | <b>176,910</b> |
| <b>营业成本</b>       | <b>142,279</b> | <b>121,374</b> | <b>125,374</b> | <b>131,204</b> |
| 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          | 1,790          | 1,344          | 877            |
| 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            |
| <b>营业利润</b>       | <b>31,485</b>  | <b>25,586</b>  | <b>27,682</b>  | <b>29,494</b>  |
| 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              |
| <b>利润总额</b>       | <b>31,580</b>  | <b>25,681</b>  | <b>27,776</b>  | <b>29,588</b>  |
| 所得税               | 6,626          | 5,388          | 5,828          | 6,208          |
| <b>净利润</b>        | <b>24,954</b>  | <b>20,293</b>  | <b>21,948</b>  | <b>23,380</b>  |
| 少数股东损益            | 5,631          | 4,894          | 5,128          | 5,423          |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>19,323</b>  | <b>15,399</b>  | <b>16,820</b>  | <b>17,957</b>  |
| EPS(元)            | 1.46           | 1.16           | 1.27           | 1.35           |

**主要财务比率**

| 会计年度        | 2024    | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|-------------|---------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力</b> |         |         |        |        |
| 营收增长率       | -1.85%  | -14.12% | 3.79%  | 4.79%  |
| 营业利润增长率     | -4.88%  | -18.74% | 8.19%  | 6.55%  |
| 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%  |
| <b>盈利能力</b> |         |         |        |        |
| 毛利率         | 24.88%  | 25.38%  | 25.73% | 25.84% |
| 净利率         | 13.18%  | 12.48%  | 13.00% | 13.22% |
| ROE         | 12.72%  | 9.40%   | 9.51%  | 9.42%  |
| ROA         | 5.40%   | 4.39%   | 4.64%  | 4.76%  |
| <b>估值倍数</b> |         |         |        |        |
| P/E         | 8.41    | 10.55   | 9.66   | 9.04   |
| P/S         | 0.86    | 1.00    | 0.96   | 0.92   |
| P/B         | 1.07    | 0.99    | 0.92   | 0.85   |
| 股息率         | 2.70%   | 2.15%   | 2.35%  | 2.51%  |
| EV/EBITDA   | 4       | 5       | 4      | 4      |

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）。