

2025年08月26日

# 中煤能源 (601898)

——2025 年半年报点评：成本管控使上半年业绩小幅下滑，中期分红稳定回报投资者

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入** (维持)

投资要点：

- **事件：**公司 8 月 23 日发布 2025 年中报，2025H1 实现营收 744.36 亿元，同比降 19.95%；归母净利润 77.05 亿元，同比降 21.28%，基本每股收益 0.58 元。其中 Q2 单季营收 360.44 亿元，同比降 24.26%，环比 Q1 的 383.92 亿下降 6.11%；归母净利润 37.27 亿，同比降 22.65%，环比 Q1 的 39.78 亿下降 6.31%。业绩略超市场预期。公司 25 年中期拟 A 股每股派发现金红利 0.166 元 (含税)，合计派发现金股利 21.98 亿元，分红率 28.5%。
- **自产煤销量微增，通过成本控制、自产煤毛利率小幅下降。** 25H1 公司商品煤产量 6734 万吨，同比增 1.3%；商品煤销量 1.29 亿吨，同比降 3.6%。自产煤方面：销量 6711 万吨，同比增 1.4%；售价 470 元/吨，同比下跌 19.5%；成本 262.97 元/吨，同比下降 10.2%；毛利 207 元/吨，同比下降 28.9%，毛利率 44.0%，同比-5.8pct。25Q2 单季，自产商品煤销量 3443 万吨，同比 24Q2 增长 1.62%、环比 25Q1 增长 5.35%；售价 449 元/吨，同比下降 21.5%、环比跌 8.62%；吨成本 303 元/吨，同比下降 15.5%、环比上升 12.4%；吨毛利 146 元/吨，同比下降 31.3%；毛利率 32.5%，同比下降 4.7pct。
- **聚烯烃装置大修，销量下降、成本大幅增长。** 25H1 实现聚烯烃销量 66.0 万吨，同比下降 13.2%；平均售价 6681 元/吨，同比下跌 3.9%；成本 6431 元/吨，同比上升 9.6%；毛利 250 元/吨，同比下跌 77.04%；毛利率 3.74%，同比下跌 11.92pct。25Q2 单季，公司聚烯烃销量 30.5 万吨，同比下降 21.19%；平均售价 6454.1 元/吨，同比下跌 8.6%；吨成本 7194.9 元/吨，同比上升 23.32%；毛利-740.8 元/吨，同比下降 160.5%。
- **公司优化债务结构、财务费用减少，期间费用下降。** 25H1 公司期间费用 39.88 亿元，同比降 8.8%。其中管理费用 21.92 亿元，同比降 8.61%，主要是职工薪酬同比减少；财务费用 10.34 亿元，同比降 18.95%，主要是公司持续优化债务结构，降低综合融资成本；销售费用 4.49 亿元，同比增 7.24%；研发费用同比增 11.19%至 3.14 亿元。
- **在建工程稳步推进，打造“煤-电-化-新”致密产业链。** 里必、苇子沟煤矿建设有序推进，乌审旗 2×660MW 煤电一体化项目开工。榆林二期年产 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、平朔矿区三期 100MW 光伏项目加快建设。安太堡 2×350MW 低热值煤电项目上半年实现利润近亿元，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。
- **投资分析意见：**由于煤价中枢有所下行，我们下调公司 25-27 年盈利预测，由 175.13、177.78、186.71 亿下调至 163.5、172.27 和 175.8 亿。当前市值对应 25-27 年 PE 分别为 10X、9X 和 9X。可比公司中国神华、陕西煤业 25 年平均 PE 为 13 倍，公司较可比公司平均 PE 有 31%的折价，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济超预期下滑，下游需求大幅下滑，公司产品售价大幅下降。

市场数据： 2025年08月25日

收盘价(元)	12.25
一年内最高/最低(元)	15.92/9.42
市净率	1.0
股息率%(分红/股价)	1.80
流通 A 股市值(百万元)	112,112
上证指数/深证成指	3,883.56/12,441.07

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年06月30日

每股净资产(元)	11.74
资产负债率%	45.02
总股本/流通 A 股(百万)	13,259/9,152
流通 B 股/H 股(百万)	-/4,107

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

严天鹏 A0230524090004  
yantp@swsresearch.com  
闫海 A0230519010004  
yanhai@swsresearch.com  
施佳瑜 A0230521040004  
shijy@swsresearch.com

研究支持

施佳瑜 A0230521040004  
shijy@swsresearch.com

联系人

施佳瑜  
(8621)23297818×  
shijy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	189,399	74,436	171,157	171,452	169,627
同比增长率(%)	-1.9	-20.0	-9.6	0.2	-1.1
归母净利润(百万元)	19,323	7,705	16,350	17,227	17,580
同比增长率(%)	-1.1	-21.3	-15.4	5.4	2.0
每股收益(元/股)	1.46	0.58	1.23	1.30	1.33
毛利率(%)	24.9	24.6	23.8	24.3	24.5
ROE(%)	12.7	4.9	10.7	10.5	10.1
市盈率	8		10	9	9

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	192,969	189,399	171,157	171,452	169,627
其中：营业收入	192,969	189,399	171,157	171,452	169,627
减：营业成本	144,595	142,279	130,456	129,852	128,081
减：税金及附加	7,816	8,115	7,333	7,346	7,268
主营业务利润	40,558	39,005	33,368	34,254	34,278
减：销售费用	1,050	1,078	974	857	763
减：管理费用	5,452	5,512	4,964	4,458	4,156
减：研发费用	916	801	724	600	594
减：财务费用	2,995	2,388	2,070	2,061	1,841
经营性利润	30,145	29,226	24,636	26,278	26,924
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-61	-167	-161	-161	-161
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-285	-464	-473	-500	-500
加：投资收益及其他	3,320	2,874	2,579	2,466	2,423
营业利润	33,099	31,485	26,598	28,099	28,703
加：营业外净收入	-51	94	94	94	94
利润总额	33,049	31,580	26,692	28,193	28,797
减：所得税	7,300	6,626	5,577	5,946	6,093
净利润	25,749	24,954	21,115	22,248	22,704
少数股东损益	6,215	5,631	4,765	5,020	5,123
归属于母公司所有者的净利润	19,534	19,323	16,350	17,227	17,580

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。