

类型：首次覆盖

评级：谨慎推荐

当前价格：14.86
(2025.10.24)

潞安环能 (601699.SH) 发布时间：2025-10-27

证券研究报告 · 公司深度报告

煤炭行业的“专精特新”，先进产能持续领先

历史股价走势图



公司基本数据

52周内股价区间：10.31-16.48

总市值(亿元)：444.52

流通市值(亿元)：444.52

总股本(亿股)：29.91

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@dtsbc.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：

喷吹煤龙头企业，追求高质量发展。潞安环能是山西省乃至全国焦煤与高炉喷吹煤生产的龙头企业。股权架构呈现“国资主导、集团支撑”的鲜明格局。为更好走出高质量发展路径，公司构建了“一核两翼四驱动”战略体系。

注重科技创新，填补国内烟煤喷吹空白。公司是煤炭行业里的“专精特新”企业，首创的潞安烟煤用于高炉喷吹技术填补了国内烟煤喷吹空白，并荣获多项奖项。公司注重科技创新，围绕贫煤、贫瘦煤的开发与应用，在技术、工艺和质量上实现多维度改进。

先进产能持续领先，煤炭资源注入可期。潞安环能煤炭可采储量超 56 亿吨，拥有先进产能矿井 18 座，所属 9 座煤矿已完成智能化矿井建设，先进产能持续处于全国领先水平。集团打造“百年潞安”，承诺在政策条件支持下，将适时启动煤炭类资产整体上市，使上市公司成为潞安集团下属企业唯一经营煤炭采选业务的经营主体。

盈利弹性突出，注重股东回报。由于公司长协煤占比低，使得商品煤综合售价波动较大，2022 商品煤综合售价高达 930.68 元/吨，到 2025 年 6 月底销售价格下降到 516.20 元/吨。公司始终秉持“厚报股东”的理念，2022 年和 2023 年分红率跃升到 60%的水平，2024 年由于盈利压缩、竞拍上马矿的探矿权，公司现金分红为 55.85%，仍维持高位。

“反内卷”重塑行业生态，煤价上行可期。供给方面，在“反内卷”和监管趋严影响下，国内产能释放进入瓶颈期；由于进口煤不稳定性增强，进口补充边际将走弱。需求方面，火电“保供刚需”不可替代，钢铁出海展现结构性韧性。因此，煤炭行业“反内卷”将带来的供给秩序优化，与供需紧平衡的基本面或形成共振，有望为价格上行打开空间，

盈利预测：预计 2025-2027 公司营收分别为 21.70/29.06/38.85 亿元，对应 EPS 分别为 0.72/0.97/1.29 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、喷吹煤龙头企业，追求高质量发展	4
（一）依托集团深耕煤炭领域	4
（二）战略体系支撑公司高质量发展	5
二、注重科技创新，填补国内烟煤喷吹空白	6
（一）煤炭行业里的唯一“专精特新”	6
（二）在烟煤喷吹领域不断精进	6
三、先进产能持续领先，煤炭资源注入可期	8
（一）煤炭资源禀赋优异，先进产能全国领先	8
（二）集团打造“百年潞安”，后续资源注入可期	10
四、盈利弹性突出，注重股东回报	11
（一）煤炭产销偏稳，混煤和喷吹煤是主要品种	11
（二）公司稳健经营，改革创新不断深化	13
（三）负债水平下降，分红率较稳定	17
五、“反内卷”重塑行业生态，煤价上行可期	18
（一）刚性约束下，煤炭增量有限	18
（二）刚性托底与结构增长形成支撑	20
（三）供需有望收紧，煤价上行可期	21
六、盈利预测与投资建议	21
（一）盈利预测	21
（二）投资建议	23

图 表

图表 1 潞安环能股权结构	4
图表 2 “一核两翼四驱动” 战略体系	5
图表 3 潞安环能喷吹煤特性	6
图表 4 高炉炼铁生产工艺流程	7
图表 5 潞安煤与国家标准对照表	8
图表 6 潞安环能主要矿区现状	9
图表 7 山西省内潞安环能产业分布图	10
图表 8 潞安矿业集团未注入上市公司的主要矿井情况	11
图表 9 潞安环能煤炭产销情况	13
图表 10 潞安环能季度原煤产量 (万吨)	13
图表 11 潞安环能不同品种煤的产量 (万吨)	13
图表 12 潞安环能不同品种煤的销量 (万吨)	13
图表 13 潞安环能不同品种煤的产量占比 (%)	13
图表 14 潞安环能商品煤综合售价 (元/吨)	13
图表 15 潞安环能 2024 年各业务营收占比情况	14
图表 16 潞安环能各业务营收 (亿元)	14
图表 17 潞安环能总收及同比	14
图表 18 潞安环能毛利 (亿元) 及毛利率 (%)	14
图表 19 潞安环能煤炭业务营收及同比	15
图表 20 煤炭业务毛利 (亿元) 及毛利率 (%)	15
图表 21 相关煤企吨煤营业成本 (元/吨)	16
图表 22 潞安环能三项费用率	16
图表 23 相关煤企成本费用利润率 (%)	16
图表 24 相关煤企人均创利 (万元)	16
图表 25 潞安环能创新体系	17
图表 26 潞安环能归母净利润及同比	18
图表 27 现金流净额及货币资金 (亿元)	18
图表 28 潞安环能资产负债率	18
图表 29 潞安环能分红情况	18
图表 30 中国原煤产量及同比	19
图表 31 主要产煤省份 2024 年产量占比	19
图表 32 中国煤及褐煤进口量及同比	19
图表 33 中国从不同国家进口动力煤数量	19
图表 34 全社会用电量及同比	20
图表 35 不同能源发电量 (万亿千瓦时)	20
图表 36 我国粗钢净出口数量及同比	20
图表 37 247 家高炉开工率高频数据 (%)	20
图表 38 秦皇岛动力煤 Q5500 平仓价 (元/吨)	21
图表 39 动力煤 Q5500 平仓价 (元/吨)	21
图表 40 公司煤炭业务经营预测	22
图表 41 公司各业务盈利预测	22
图表 42 可比公司估值预测	23

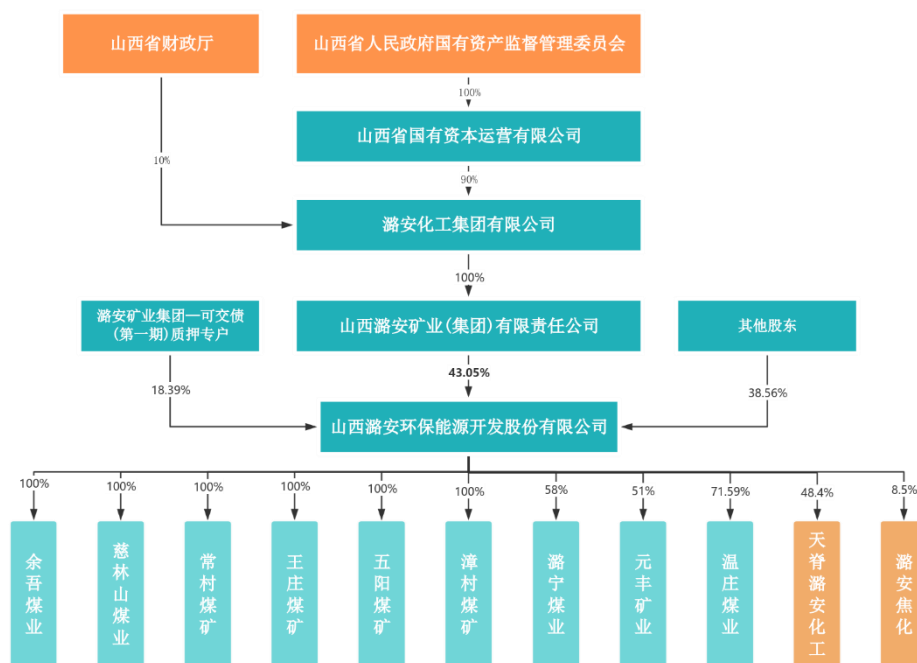
一、喷吹煤龙头企业，追求高质量发展

（一）依托集团深耕煤炭领域

山西潞安环保能源开发股份有限公司（601699.SH），简称潞安环能，是山西省乃至全国焦煤与高炉喷吹煤生产的龙头企业。公司于2001年7月19日取得营业执照，系由山西潞安矿业（集团）有限责任公司作为主发起人，联合郑州铁路局、上海宝钢国际等五家单位共同发起设立，2006年9月22日，公司在上海证券交易所挂牌上市。

股权架构呈现“国资主导、集团支撑”的鲜明格局。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，公司控股股东山西潞安矿业（集团）有限责任公司持股比例达43.05%，作为省属五大煤炭企业集团之一，其六十年的煤炭深耕经验为潞安环能提供了资源、技术与管理的全方位支撑。依托集团协同优势，公司构建了高效的“集团-子公司-生产矿井”三级管控体系，实现资源整合与集约化运营。当前公司核心业务覆盖原煤开采、煤炭洗选及煤焦冶炼生产，还深耕清洁煤技术研发应用、煤层气提取、煤炭资源综合利用及地质探查等领域。

图表1 潞安环能股权结构



资料来源：潞安环能公告，大同证券

（二）战略体系支撑公司高质量发展

为更准确把握新时代发展方位，更好走出高质量发展路径，公司构建了“一核两翼四驱动”战略体系。一核：即围绕“打造现代卓越环保能源上市公司”目标愿景，奉献清洁能源，创造卓越价值，厚报股东，回馈社会。两翼：即煤焦并举，两翼齐飞，煤炭产业坚持走“减、优、绿”之路，持续夯实煤炭基石地位；焦化产业坚持走“焦、气、化”之路，持续提升焦化规模效益。四驱动：即综合运用“加、减、乘、除”四种手段，实现企业行稳致远，一是做好“加法”，坚持发展为纲，推动煤焦产业规模壮大、产业素质提升、产品结构优化，整体提高发展后劲实力；二是做好“减法”，坚持效益为王，推动公司降本增效、管理优化、治理提升，整体增强企业经济效益；三是做好“乘法”，坚持创新为上，构建创新生态，激发创新动力、释放创新活力、挖掘创新潜力，实现增长动能转换、发展方式转变，加速推动企业高质量发展；四是做好“除法”，坚持改革为要。

图表 2 “一核两翼四驱动”战略体系



资料来源：潞安环能《2024 年可持续发展报告》，大同证券

二、注重科技创新，填补国内烟煤喷吹空白

（一）煤炭行业里的唯一“专精特新”

公司拥有国家级企业技术中心，试验成功的综采放顶煤技术，被誉为“潞安采煤法”，引领了世界厚煤层采煤方法的一次革命，对煤炭工业的发展作出了重要贡献。公司是煤炭行业里的“专精特新”企业，首创的潞安烟煤用于高炉喷吹技术，获国家发明专利、中国煤炭工业科技进步特等奖，2010年，公司经国家科技部正式核准认定为国家级高新技术企业，同时分别在2013年、2016年、2019年和2022年连续四次复审成功，是全国煤炭行业第一家也是唯一一家国家级高新技术企业，也是科技部认定的“国家火炬计划重点高新技术企业”。公司生产的喷吹煤及相关技术填补了国内烟煤喷吹空白，荣获煤炭协会科技特等奖、山西省科技进步一等奖、国家科技进步二等奖，独具“五高五低”的特性，被认定为高新技术产品，与精煤一起被国家质量监督检验检疫总局评为“全国质量免检产品”。

图表3 潞安环能喷吹煤特性

特性	含义	具体指标
五高	可磨性高	哈氏可磨达 80 以上
	置换比高	置换焦比达 0.8 以上
	热值高	高位发热量 (Q _{gr} , d) > 7500 千卡/千克
	热稳定性高	热稳定性 (Ts+6) > 90%
	煤灰熔融性高	煤灰熔融性 (ST) > 1450°C
五低	低灰分	灰分 (Ad) 11.00%
	低挥发分	Vd 16.00%
	特低氯	氯 Cl 0.04
	特低硫	全硫 (St, d) 0.4%
	特低磷	磷 Pd 0.002%

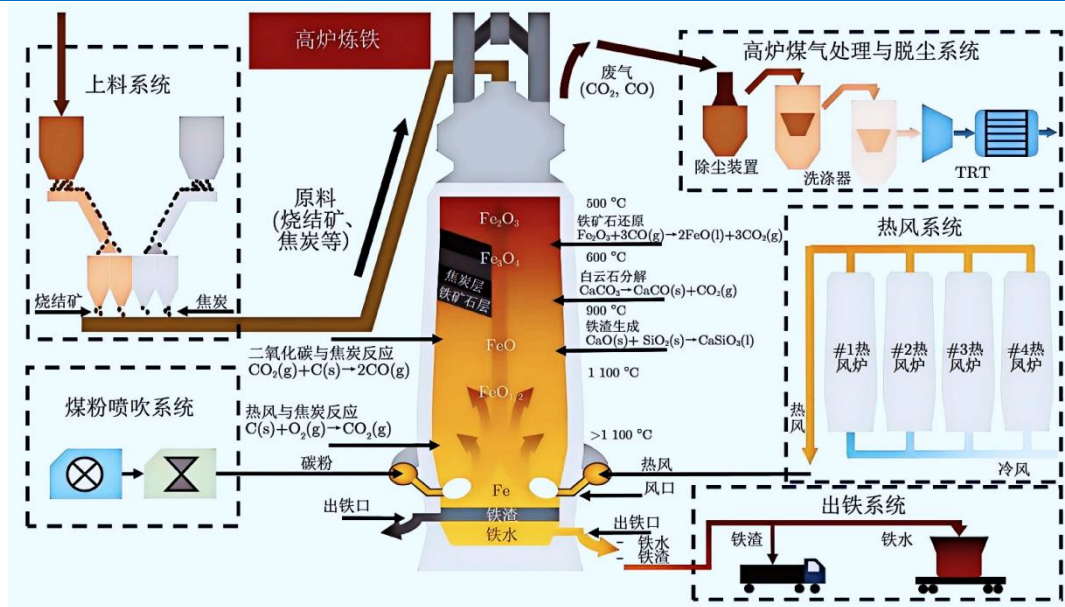
资料来源：潞安环能《2024年可持续发展报告》，大同证券

（二）在烟煤喷吹领域不断精进

高炉喷吹煤是长流程炼钢中不可或缺的核心原料，其核心用途在于作为焦炭的高效替代者，承担燃料供给与还原反应的双重职能。在高炉冶炼环节，喷吹煤经风口喷入炉内后充分燃烧，释放高热量以维持炉缸稳定温度，同时其富含的固定碳及燃烧产物一氧化碳可深度参与铁氧化物的还原过程，将铁矿石转化为铁水。

喷吹煤的应用是钢铁企业降本增效的关键路径，焦炭炼制周期长、成本高，而喷吹煤可按 10%-30%比例替代焦炭，显著降低吨钢原材料成本。而潞安环能所产喷吹煤凭借“特低硫、低磷、高发热量、高固定碳”的优质特性，置换比可达 0.85 以上，能以更高效率实现对焦炭的替代。

图表 4 高炉炼铁生产工艺流程



资料来源：楼嗣威《高炉炼铁过程故障检测与诊断综述：回顾，现状与展望》，大同证券

潞安环能作为国内喷吹煤龙头，围绕贫煤、贫瘦煤的开发与应用，在高炉喷吹领域实现多维度改进。在技术上，公司打破“仅无烟煤可喷吹”的行业禁锢，早在 2000 年便联合宝钢、武钢等企业与高校，研发出自主知识产权的贫煤、贫瘦煤喷吹核心技术，既开辟了资源高价值利用路径，又降低钢铁行业对稀缺无烟煤的依赖。工艺优化方面，公司通过专利技术提升全流程效率，自主研发的除杂浮选装置，结合剪切破碎与三级除杂工艺，解决贫煤杂质难脱除问题，使产品指标达特级或一级标准，同时经大量实验确定最优配煤方案，还基于客户反馈动态调整供煤，实现 100%单独喷吹。质量管控上，公司构建全链条体系巩固优势，主导制定喷吹煤国家标准，严控质量波动，凭借产品差异化优势，形成“优质高价+低成本”盈利闭环。

图表 5 潞安煤与国家标准对照表

项目	国家标准 (GB/T18817-2002)	潞安煤指标 (以喷吹煤为例)
煤炭类别	贫煤、贫瘦煤、气煤、长焰煤、不粘煤、弱粘煤	贫煤、贫瘦煤
粒度 (mm)	≤50	≤50
灰分 (Ad%)	特级≤8.00; I 级 8.00-10.00; II 级 10.01-12.00; III 级 12.01-13.50	≤11.00
全硫分 (St, d%)	特级≤0.50; I 级 0.51-0.75; II 级 0.76-0.90	≤0.40
哈氏可磨性指数	I 级≥70; II 级 50-70	80
发热量 (Q _{net, ar}) (MJ/kg)	≥25.10 (贫煤、贫瘦煤、气煤); ≥23.40 (长焰煤、不粘煤、弱粘煤)	≥27.01
全水分 (Mt%)	I 级≤8.0; II 级 8.1-10.0; III 级 10.1-12.0	≤12.00

资料来源：《高炉喷吹用烟煤技术条件》；潞安喷吹煤产品指标，大同证券

三、先进产能持续领先，煤炭资源注入可期

(一) 煤炭资源禀赋优异，先进产能全国领先

潞安环能开采的煤矿以瘦煤、贫瘦煤和贫煤为主，基于资源特性，生产洗精煤、喷吹煤、块煤、焦炭等产品，公司产品凭借极低硫磷含量、低灰分、高热值的优势，作为高品质动力煤与冶金煤，广泛应用于煤炭洗选、电力、炼焦、钢铁、化工等行业。

当前公司煤炭地质总储量约 98 亿吨，可采储量超 56 亿吨，其中王庄、五阳、漳村、常村、余吾、潞宁、慈林山煤业是公司主要下属单位和子公司，煤炭资源储量超 36 亿吨，可采储量近 10 亿吨。目前，公司拥有 23 座矿井，其中 18 座在产矿井、4 座在建矿井和 1 座规划矿井。2025 年 8 月公司公告隰东煤矿因资源枯竭计划实施关停，该矿已连续多年亏损，关停能有效降低成本；2024 年 8 月 21 日，公司以 121.26 亿元竞拍到山西省襄垣县上马区块煤炭探矿权，煤种主要为贫瘦煤，该探矿权勘查面积 72.42 平方千米，煤炭资源量 8.2 亿吨，有效解决了相邻夏店矿井的资源接续问题，也进一步增厚了公司的资源储备。

图表 6 潞安环能主要矿区现状

主要矿区	煤种	核定产能 (万吨/年)	权益占比	权益产能(万 吨/年)	煤矿现状
非整合矿					
公司本部-王庄煤矿	贫煤	710	100%	710	在产
公司本部-五阳煤矿	贫瘦煤	360	100%	360	在产
公司本部-漳村煤矿	贫煤	400	100%	400	在产
公司本部-常村煤矿	贫煤	800	100%	800	在产
公司本部-余吾煤矿	贫煤	750	100%	750	在产
潞宁煤业-潞宁煤矿	气煤、焦煤	180	58%	104.4	在产
潞宁煤业-孟家窑煤矿	气煤、焦煤	120	58%	69.6	在产
慈林山煤业-慈林山煤矿	贫煤、无烟煤	60	100%	60	在产
慈林山煤业-夏店煤矿	贫煤	180	100%	180	在产
慈林山煤业-李村煤矿	贫煤	300	100%	300	在产
公司本部-上马矿					规划
整合矿					
潞宁煤业-忻峪煤矿	气煤、气肥煤	60	51%	30.6	在建
潞宁煤业-静安煤矿	1/3 焦煤	90	51%	45.9	在建
公司本部-后堡煤矿	1/3 焦煤	60	60%	36	在建
公司本部-宇鑫煤矿	焦煤	90	70%	63	在建
元丰矿业-姚家山煤矿	贫瘦煤	300	51%	153	规划
上庄矿	贫煤、贫瘦煤	90	60%	54	在产
温庄煤矿	贫煤	120	71.59%	85.9	在产
伊田煤业-伊田煤矿	肥煤	180	60%	108	在产
黑龙关煤业-黑龙关煤矿	肥煤	90	55%	49.5	在产
黑龙煤业-黑龙煤矿	肥煤、弱肥煤	150	60%	90	在产
开拓煤业-开拓煤矿	1/3 焦煤	90	60%	54	在产
常兴煤业-常兴煤矿	1/3 焦煤	90	82.87%	74.6	在产
新良友煤业-新良友煤矿	1/3 焦煤	60	80%	48	在产

数据来源：潞安环能公告、Wind、大同证券

公司在长治地区、临汾蒲县、忻州宁武和吕梁临县都有煤矿，而公司核心产能集中在长治地区，其中王庄煤矿、五阳煤矿、漳村煤矿、常村煤矿、余吾煤矿为主力矿井，核定产能合计达 3020 万吨/年，贡献公司超 65%的核定权益产能；潞宁煤业、伊田煤业、元丰矿业等区域子公司作为重要补充，分别布局在忻州、临汾、吕梁等地，进一步完善省内产能布局。

近年来，潞安喷吹煤占全国喷吹煤市场份额约 15%左右，积极通过技术工艺革新、装备水平提升、质量标准化建设以及智能化、数字化矿山建设提升先进产能矿井数量和产能比例。先进产能是高产、高效和高品质煤炭生产能力，代表了行业较高的装备技术水平、煤炭生产效率、资源利用效率和安全环保基础。2024 年，公司拥有先进产能矿井 18 座，所属 9 座煤矿已完成智能化矿井建设，建成智能化综采工作面 2 个，智能化掘进工作面 70 个，综采

机械化程度 100%，综掘机械化程度 96%，同时完成 176 个无人值守机房硐室以及 3 个机器人项目的建设，公司先进产能持续处于全国领先水平，集约化生产水平、规模效应显著。

图表 7 山西省内潞安环能产业分布图



资料来源：潞安环能《2024 年可持续发展报告》，大同证券

（二）集团打造“百年潞安”，后续资源注入可期

山西潞安矿业集团以煤炭为支柱产业，生产能力和煤炭资源储量都居于行业前列，集团以建设亿吨级煤炭集团为目标，坚持“两条腿”走路，一是建设数字化矿井，巩固提升潞安矿业集团高效优势；二是实施跨疆域发展，为“百年潞安”储备资源基础。近几年，集团通过战略扩张，在内蒙古自治区预计可整合 88 亿吨煤炭资源，和新疆哈密煤业联合，组建潞安新疆煤化工（集团）有限公司，带来约 190 亿吨煤炭资源，为发展打下了坚实的基础。目前，已形成潞安本部、武夏、忻州、临汾、晋中、潞安新疆六大矿区，煤炭总储量丰富，按照亿吨级生产能力，可稳定生产 200 年以上，为打造“百年潞安”奠定了坚实基础。

目前，集团未注入的资产主要包括山西省内 4 座在产主体矿，核定产能合计 2030 万吨/年；3 座从华阳集团划转的在产矿，核定

产能合计 1170 万吨/年；省内整合的在产矿井，核定产能合计 1350 万吨/年；以及新疆基地在建、改造矿井核定产能 600 万吨/年。根据潞安环能 2024 年年报显示，集团承诺：对于资产质量相对较好、盈利能力较强的生产矿井，以及规划在建矿井，在手续完备后五年内注入公司；对于潞安新疆煤化工(集团)有限公司，在取得其他参股方同意后五年内注入公司。此外，集团承诺，在政策条件支持下，将适时启动煤炭类资产整体上市，使上市公司成为潞安集团下属企业唯一经营煤炭采选业务的经营主体。

图表 8 潞安矿业集团未注入上市公司的主要矿井情况

矿井	主要煤种	资源量(亿吨)	可采储量(亿吨)	可采年限(年)	核定产能(万吨/年)	煤矿现状
省内主体矿						
司马煤业	瘦煤	4.84	1.04	26.3	300	在产
郭庄煤业	贫煤	0.6	0.1	4.1	180	在产
高河能源	贫瘦煤	5.14	2.33	19.4	750	在产
古城煤矿	贫煤	12.82	7.07	67.2	800	在产
划转矿						
五矿	无烟煤	7.08	2.96	24.1	450	在产
新元	无烟煤	13.32	6.44	152.5	270	在产
寺家庄煤业	无烟煤	10.75	5.82	80.9	450	在产
省内整合矿						
在产矿井	—	16.46	7.52	—	1530	在产
在建、改造、停产矿井	—	—	—	—	390	在建
新疆基地						
在产矿井	—	—	—	—	—	已划转
在建、改造矿井	—	1965.16	1426.85	167.9	600	在建

数据来源：Wind，大同证券

四、盈利弹性突出，注重股东回报

（一）煤炭产销偏稳，混煤和喷吹煤是主要品种

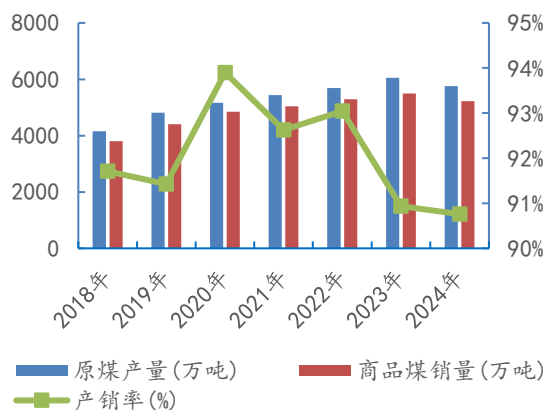
公司煤炭产销量虽有波动，但产销率维持在 90%以上。2023 年及以前公司原煤产销量逐年提升，其中原煤产量从 2018 年的 4150 万吨一直增加到 2023 年的 6046 万吨，商品煤销量从 3806 万吨同步增加到 5225 万吨；2024 年受“三超”检查和煤炭市场不景气等的影响，煤炭产销出现下滑，其中，原煤产量下降 289 万吨到 5757 万吨，商品煤销量下降 273 万吨到 5225 万吨。整体看，公司面对多变的宏观和行业环境，产销量仍具韧性，产销率保持在 90%以上。2025 年公司煤炭生产目标保持在 5000 万吨级规模，一季度原煤产量 1357 万吨，二季度原煤产量 1508 万吨，已经完

成全年目标的 57.3%。

混煤和喷吹煤是公司主要产品。目前，公司的产品主要有混煤、喷吹煤、洗精煤、其他洗煤和焦炭，其中混煤主要用于电力等行业，洗精煤主要用于炼焦配煤，喷吹煤主要用于钢厂高炉喷吹、烧结等，其他洗煤主要用于机车、化工等行业。公司的优质混煤和喷吹煤等核心品种具备“特低硫、低磷、低中灰、高发热量”等环保优质特性。根据 2024 年年报数据显示，混煤产量为 2869.68 万吨，销量为 2903.34 万吨，喷吹煤产量为 2043.33 万吨，销量达到 2048.2 万吨，而其余 2 种产品合计产量为 272.03 万吨，销量为 273.28 万吨，混煤和喷吹煤的产销量最多，产销占比都高达 95%，其他产品的产销量较少。在 2025 年上半年，公司混煤产量为 1279 万吨，混煤销量为 1261 万吨，喷吹煤产量为 1098 万吨，喷吹煤销量为 1083 万吨，相较于 2024 年上半年，主要产品销量继续下滑。

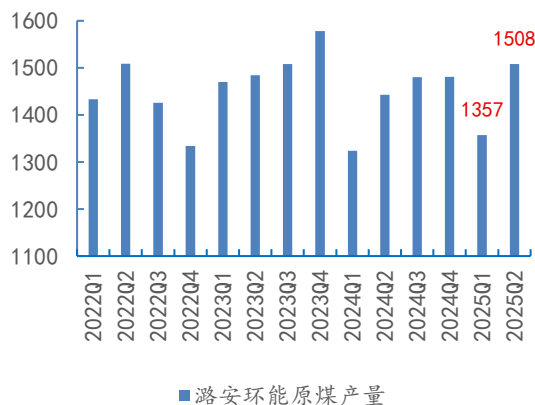
公司长协占比低，煤价基本随市场波动。公司混煤长协占比约 20%，价格按照发改委中长期合同月度价格执行，其余的动力煤销售按照市场价格进行。喷吹煤长协价格主要采取市场化双方协商定价原则，即锁量不锁价，会随市场情况进行适时调整，正常情况下月度调价一次，但如果市场变化快，调价频次会增加，公司喷吹煤基本按照市场价格波动。由于公司长协占比低，使得商品煤综合售价波动较大，2022 年煤炭市场供需紧张，煤炭价格不断上涨，公司商品煤综合售价高达 930.68 元/吨，2023 年和 2024 年宏观经济疲软，消费降级席卷，房地产走弱，煤炭价格开始下降，公司商品煤综合售价从 727.66 元/吨下降到 645.64 元/吨，2025 年以来，经济弱复苏，煤炭价格继续承压，截至 6 月底公司商品煤销售价格进一步下降到 516.20 元/吨；三季度开始，“反内卷”政策逐步实施，严监管加劲，煤炭供给收紧，基本面有所缓和，煤价企稳上涨，预计三季度商品煤销售价格将会上升。

图表 9 潞安环能煤炭产销情况



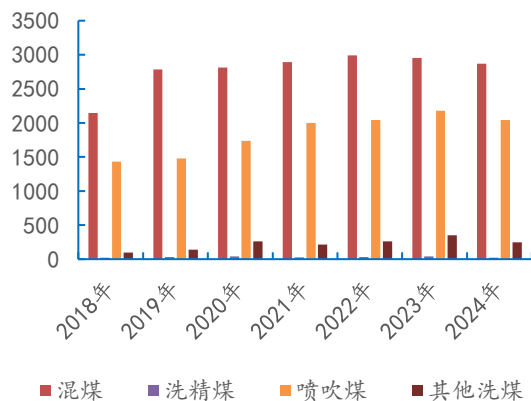
数据来源: Wind, 大同证券

图表 10 潞安环能季度原煤产量(万吨)



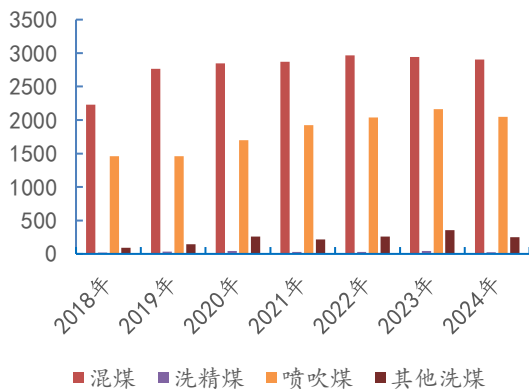
数据来源: Wind, 大同证券

图表 11 潞安环能不同品种煤的产量(万吨)



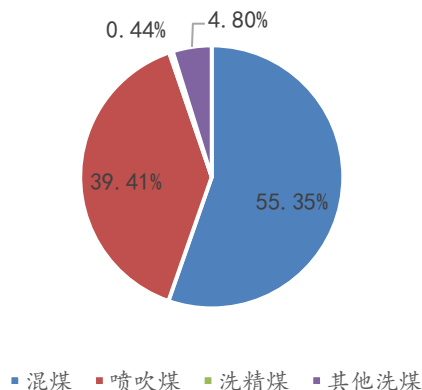
数据来源: Wind, 大同证券

图表 12 潞安环能不同品种煤的销量(万吨)



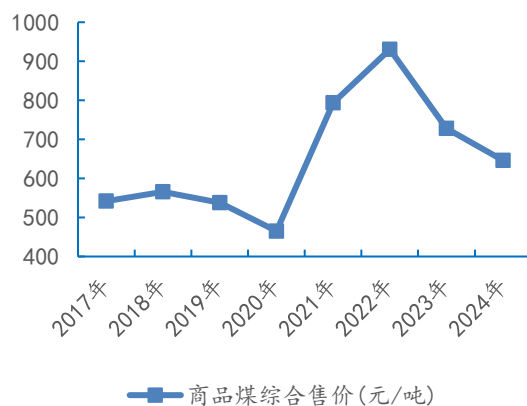
数据来源: Wind, 大同证券

图表 13 潞安环能不同品种煤的产量占比(%)



数据来源: Wind, 大同证券

图表 14 潞安环能商品煤综合售价(元/吨)



数据来源: Wind, 大同证券

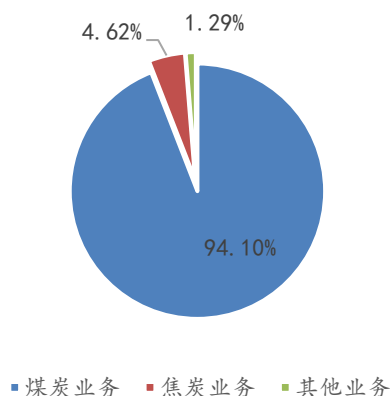
(二) 公司稳健经营, 改革创新不断深化

聚焦煤炭业务, 贡献主要营收。公司有煤炭业务、焦炭业务、其他业务三大业务板块, 其中煤炭业务是公司的核心业务。2024

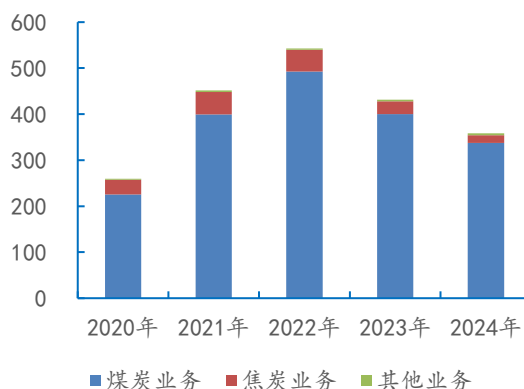
年公司实现营业总收入 358.50 亿元，煤炭业务营收 337.34 亿元，营收占比高达 94.1%，焦炭业务营收 16.56 亿元，占比 4.62%，其他业务 4.61 亿元，占比为 1.29%。从 2020 年到 2024 年的营收情况看，煤业业务始终是公司营收贡献的主体部分。

发挥竞争优势，实现稳健经营。煤炭行业受宏观环境和政策影响大，公司在 2020 年到 2022 年营收和毛利水平随着煤炭价格不断上涨。2022 年之后，国内外环境错综复杂，煤炭行业盈利空间遭到压缩，潞安环能依托优质的矿区资源、卓越的核心产品质量、头部市场定位、稳定的客户关系、通达的外运渠道及营销网络等一系列公司核心竞争优势，维持毛利率在 35% 以上。2024 年公司实现毛利 132.42 亿元，毛利率 36.94%，同比收窄 10.78 个百分点，其中煤炭业务毛利 133.17 亿元，毛利率 39.48%，同比收窄 12.74 个百分点；焦炭业务为负贡献，毛利-3.10 亿元，毛利率-18.72%。整体看，公司长协占比低，市场煤占比高，最终导致公司的营收和毛利波动高于其他长协占比高的煤炭企业。

图表 15 潞安环能 2024 年各业务营收占比情况



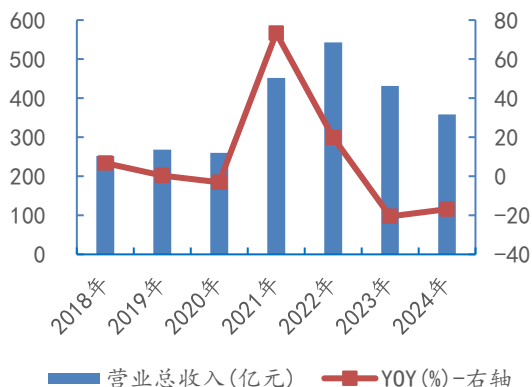
图表 16 潞安环能各业务营收(亿元)



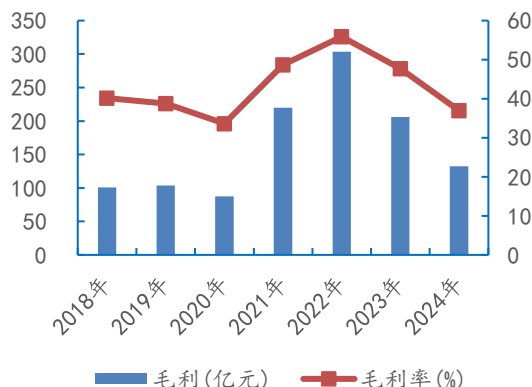
数据来源: Wind, 大同证券

数据来源: Wind, 大同证券

图表 17 潞安环能总收及同比



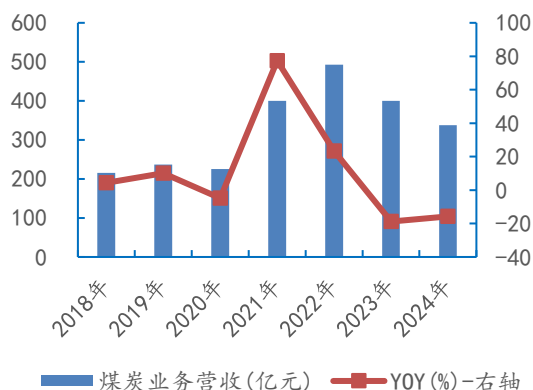
图表 18 潞安环能毛利(亿元)及毛利率(%)



数据来源: Wind, 大同证券

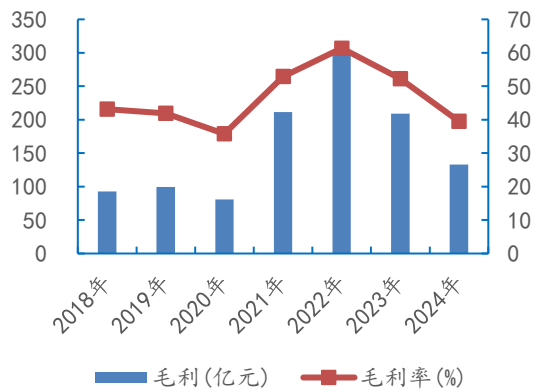
数据来源: Wind, 大同证券

图表 19 潞安环能煤炭业务营收及同比



数据来源: Wind, 大同证券

图表 20 煤炭业务毛利(亿元)及毛利率(%)



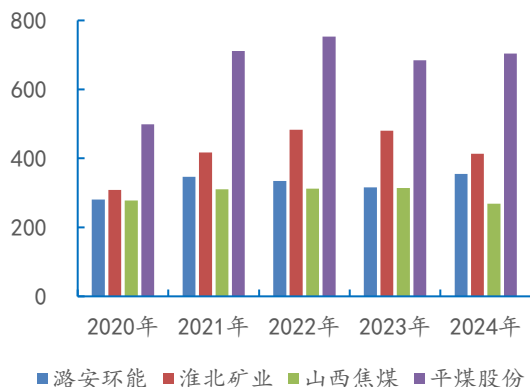
数据来源: Wind, 大同证券

成本管控能力凸显，抗压能力强。公司完善全面预算管理体系和滚动调整机制依据，围绕提升“五个价值”，加强“价值回报率”考核，持续优化“KPI+GS+价值回报率”的绩效考核体系，坚定精益管理+数字化方向，实现模块化运行、穿透化管理、智能化操作。从吨煤营业成本看，与淮北矿业、山西焦煤和平煤股份相比，得益于公司资源优势、精细化智能化管理等，历年来吨煤营业成本低于平煤股份和淮北矿业，但稍不及省内的山西焦煤。

从三项费用率看，2023 年之后营收下滑和管理人员薪酬增加导致管理费用率向上抬升，销售费用率和财务费用率变化不大，2025 年上半年，公司三项费用合计 15.10 亿元，其中管理费用 13.49 亿元，管理费用率 18.99%，同比减少 3.40%，销售费用 0.5 亿元，销售费用率 0.71%，同比减少 1.81%，显示公司在销售与日常管理的支出控制上有一定成效。

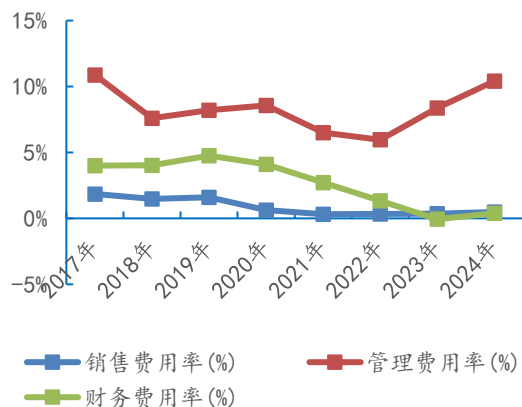
从成本费用利润率和人均创利看，在可比煤企中，2023 年及以前公司单位成本费用创造的利润率位居第一，在 2024 年潞安环能成本费用利润率为 10.32%，稍不及山西焦煤的 10.98%，高于其他企业。潞安环能目前有员工 3.5 万人，公司实行以业绩为导向的岗位绩效工资制，收入向一线员工倾斜，向效益岗位倾斜，向创新人才、高技能人才、特殊贡献者倾斜，激发员工的积极性，在 2022 年公司人均创利 41.012 万元，创下近年来的最高记录，远高于其他可比公司，2024 年煤价不断创新低，需求不景气，公司盈利遭到压缩，人均创利 7.01 万元，不及淮北矿业和山西焦煤。

图表 21 相关煤企吨煤营业成本(元/吨)



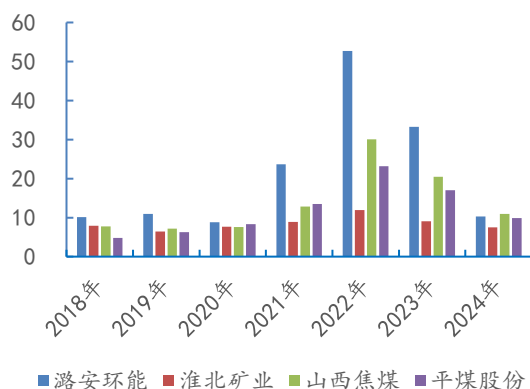
数据来源: Wind, 大同证券

图表 22 潞安环能三项费用率



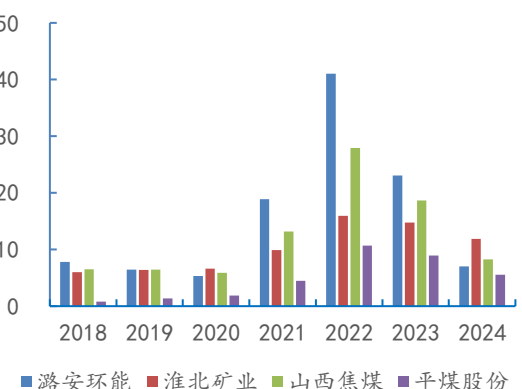
数据来源: Wind, 大同证券

图表 23 相关煤企成本费用利润率(%)



数据来源: Wind, 大同证券

图表 24 相关煤企人均创利(万元)



数据来源: Wind, 大同证券

打造“1421”科创体系，改革创新不断深化。公司围绕自主创新与产业结构升级，打造“1421”科技创新体系，通过科技创新决策、研发投入、科研组织、成果转化四大维度，巩固企业创新主体地位，以技术“含新量”提升产业“含金量”“含绿量”，助力节能减碳与增效目标实现。同时，公司高度重视人才队伍建设，2024 年公司科研人员 4126 人，占比 11.8%，研发投入 11.36 亿元，研发投入占比 3.17%，公司获得行业及以上科技成果奖项 6 个，公司发明专利申请数量持续稳步提升，盾构机快速掘进、充填开采、智能巡检机器人等技术得到广泛应用，公司荣获山西省企业技术创新奖，“高瓦斯富水动压巷道围岩失稳特征与协同控制关键技术研究”获山西省科技进步二等奖、年度中国煤炭工业协会科学技术进步奖等奖项，为企业高质量发展提供了稳固的技术支撑。2025 年上半年，公司研发投入 4.63 亿元，研发投入占比 6.52%，同比增加 3.29%，研发投入呈现上升趋势。

图表 25 潞安环能创新体系

高端平台建设 • 资源整合与政策运用:发挥国家级高新技术企业优势，加大科技研发资金投入，优化科技项目管理与技术创新资源整合，充分享受企业研发费税收优惠政策。 • 平台布局:强化国家级企业技术中心、瓦斯研究院、深部开采综合防治实验室、博士站等现有平台，积极筹建瓦斯综合防治实验室，为公司提升自主创新能力奠定良好基础。	技术研发攻关 • 聚焦核心领域:落实能源革命综合改革试点部署，围绕“转型”与“双碳”目标，重点开展绿色低碳开采、重大灾害防控技术研发，强化潞安矿区厚煤层智能绿色高效开采技术研究与应用。 • 探索前沿方向:前瞻性布局二氧化碳利用、新能源与传统化工耦合等领域，引领企业向蓝海市场拓展，推动高质量发展。
科研机制创新 • 考核机制优化:推行“五加两减一单列”机制，提高科技创新考核权重，将研发投入视同利润加回，完善科技项目投入收益评价体系。 • 成果转化激励:借鉴先进模式，探索实施科技成果转化收益分配机制，提升科技成果转化水平。	研发队伍建设 • 专职研发队伍:与高校、科研院所合作，依托科研项目组和专业实验室，推动兼职研发人员向专职转变，逐步建立自主专职研发队伍。 • 工程技术队伍:通过实践锻炼与成功案例挖掘，培养既懂理论又具实践能力的工程技术队伍。 • 群众性创新队伍:构建“技能优秀人才—技能卓越人才—技能领军人才”阶梯培养体系，开展“价值创造”“五小”竞赛活动，激发群众性小改小革活力。

资料来源：潞安环能《2024 年可持续发展报告》，大同证券

（三）负债水平下降，分红率较稳定

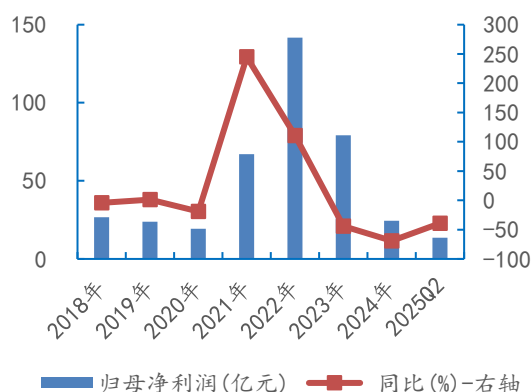
公司净利继续承压。从 2023 年开始公司的归母净利润水平不断下降，2024 年公司归母净利润 24.50 亿元，同比下降 69.08%；2025 年上半年实现归母净利 13.48 亿元，同比下降 39.44%。经营活动现金流净额和货币资金同步减少，2024 年经营活动现金流净额 49.64 亿元，货币资金 125.81 亿元；2025 年上半年由于供需宽松、煤价不断下降，内卷比较严重，企业应收账款增多，经营活动现金流净额骤降到-8.61 亿元，货币资金保有 123.11 亿元。

负债水平大幅改善。2021 年以来，公司负债水平大幅下降，资产负债率从 2021 年的 64.75%下降到 2025 年上半年的 39.40%。有息负债规模从 2021 年的 123.16 亿元下降到 2024 年的 0.2 亿元，其中长期借款从 26.56 亿元减少到 0.2 亿元，短期借款从 96.60 亿元下降到 0 亿元，2025 年上半年短期借款增加使有息负债为 10.30 亿元，有息负债率为 2.86%；无息负债从 2021 年的 200.38 亿元下降到 2024 年的 152.9 亿元，2025 年上半年无息负债为

140.11 亿。无息负债在其中占比较高，公司整体的财务成本处于较低水平，负债结构较为健康。

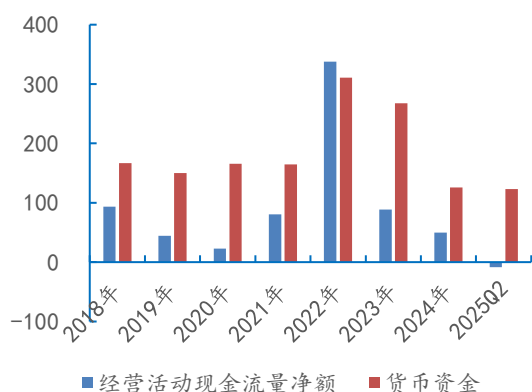
公司注重股东回报。2018-2021 年，虽然公司盈利基数较低，但现金分红率维持在 30%的水平，在煤炭行业中分红率位于前列。2022 年和 2023 年分红率跃升到 60%的水平，2024 年由于盈利压缩、竞拍上马矿的探矿权，公司现金分红为 55.85%，仍维持高位。公司始终秉持“厚报股东”的理念，虽然盈利规模有变动，但仍注重保障股东的实际收益获取。

图表 26 潞安环能归母净利润及同比



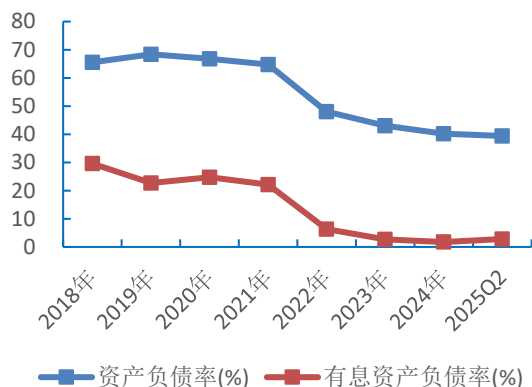
数据来源: Wind, 大同证券

图表 27 现金流净额及货币资金 (亿元)



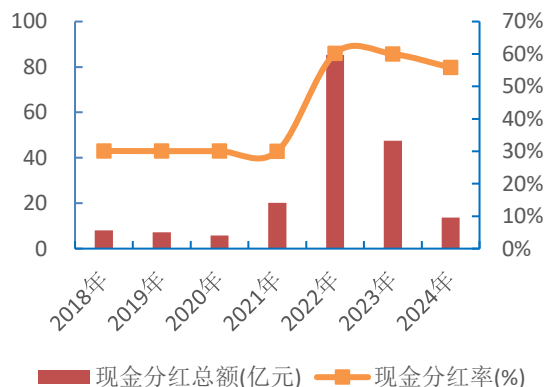
数据来源: Wind, 大同证券

图表 28 潞安环能资产负债率



数据来源: Wind, 大同证券

图表 29 潞安环能分红情况



数据来源: Wind, 大同证券

五、“反内卷”重塑行业生态，煤价上行可期

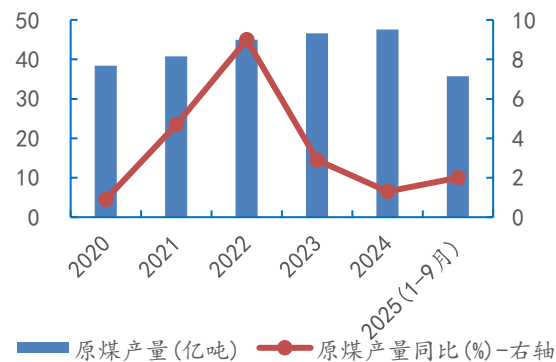
(一) 刚性约束下，煤炭增量有限

国内产能释放进入瓶颈期。我国煤炭产能自 2022 年释放

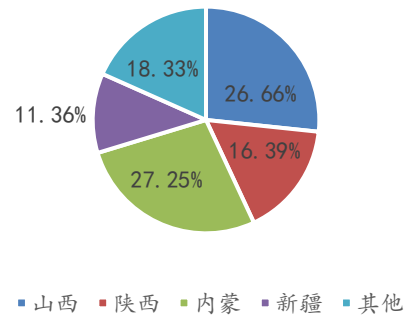
后开始收缩，原煤产量虽小幅上涨，但增速放缓，同比由 2022 年的 9% 下降到 2023 年的 2.9%，到 2024 年进一步下降到 1.3%，2025 年 1 月-9 月，我国原煤产量 35.70 亿吨，累计同比为 2%。2025 年 7 月，中央财经委员会第六次会议进一步明确“反内卷”，要求依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。晋陕蒙新四大主产区虽贡献了 81.7% 的产量，但政策要求大型煤矿实现智能化开采，技术升级更多作用于成本优化，而非产能总量扩张，叠加监管趋严、部分矿井进入老龄化开采阶段，产能自然衰减进一步限制供给弹性。

进口补充边际减弱。2024 年我国进口煤炭 5.4 亿吨，同比 14.39%，2025 年 1-9 月进口煤炭 3.46 亿吨，同比下降 11.11%。进口煤不确定性增强，虽然蒙古、俄罗斯进口煤占比已升至 30%，但中蒙铁路运力瓶颈、俄煤结算壁垒等地缘因素制约增量；澳煤贸易虽恢复正常，但国际煤价波动与物流成本上升削弱其价格优势，2025 年进口煤对国内市场的调节作用已显疲软。欧盟《碳边境调整机制》（CBAM）2026 年正式实施后，国际煤炭贸易流程更趋复杂，进口稳定性进一步下降。

图表 30 中国原煤产量及同比



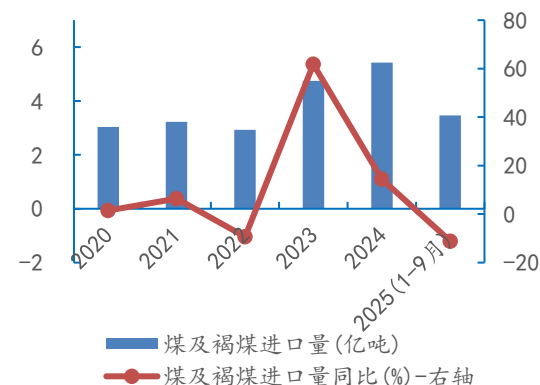
图表 31 主要产煤省份 2024 年产量占比



数据来源: Wind, 大同证券

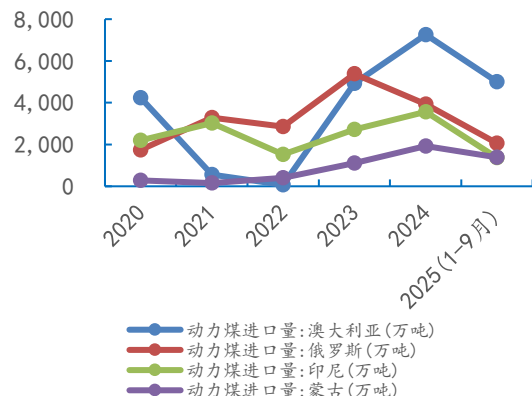
数据来源: Wind, 大同证券

图表 32 中国煤及褐煤进口量及同比



数据来源: Wind, 大同证券

图表 33 中国从不同国家进口动力煤数量



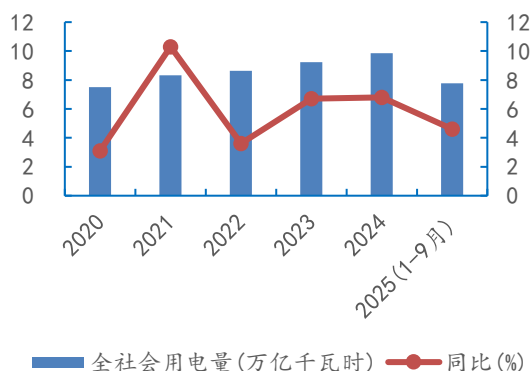
数据来源: Wind, 大同证券

（二）刚性托底与结构增长形成支撑

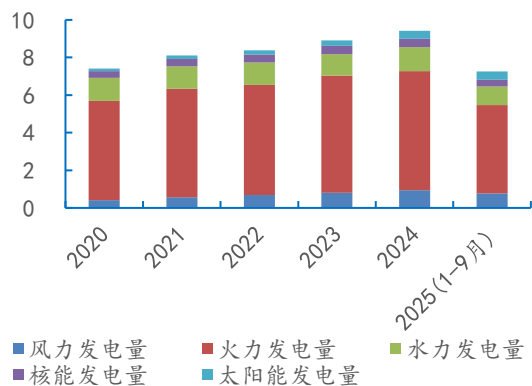
火电“保供刚需”不可替代。尽管 2025 年风光新增装机预计超 200GW，但新能源出力的波动性在极端天气频发背景下凸显，反而强化了火电的调峰保供作用。2025 年 1-9 月全国火电发电 4.7 万亿千瓦时，同比微降 0.99%，印证煤炭需求的刚性底色。预计未来几年煤电发电量年均降速为 1%左右，但保供需求为动力煤消费提供稳定支撑。

非电需求展现结构韧性。国际方面，2025 年全球贸易保护主义抬头，我国钢材出口虽面临较多壁垒，但 2025 年 1-8 月我国粗钢净出口量 8685.86 万吨，同比增长 22.40%，粗钢出口表现亮眼。国内方面，房地产行业持续低迷，基建投资增速放缓，传统建筑用钢需求持续减弱，2024 年中国粗钢产量同比下降 1.7%，2025 年 1-9 月同比下降 2.9%，这种需求萎缩也沿产业链传导到焦炭、焦煤领域。从高频数据看，247 家高炉开工率维持在 84.38%的高位水平，钢铁出海展现结构性韧性。

图表 34 全社会用电量及同比



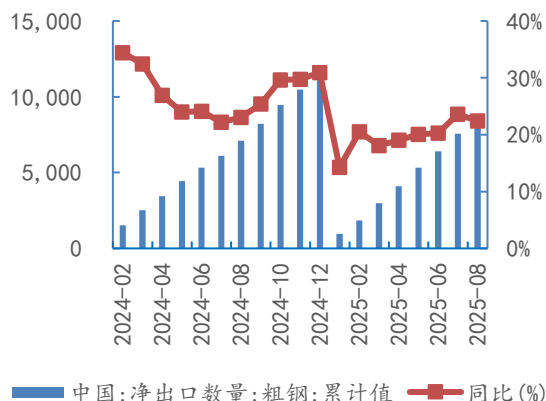
图表 35 不同能源发电量(万亿千瓦时)



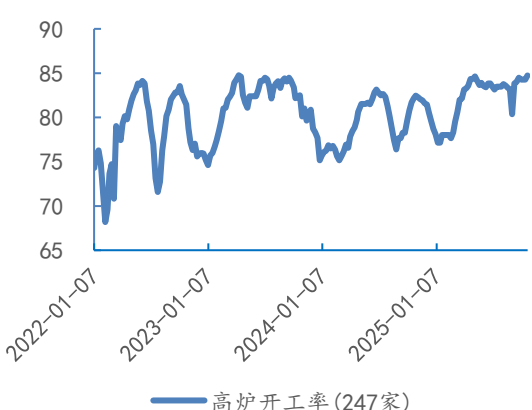
数据来源: Wind, 大同证券

数据来源: Wind, 大同证券

图表 36 我国粗钢净出口数量及同比



图表 37 247 家高炉开工率高频数据(%)



数据来源: Wind, 大同证券

数据来源: Wind, 大同证券

（三）供需有望收紧，煤价上行可期

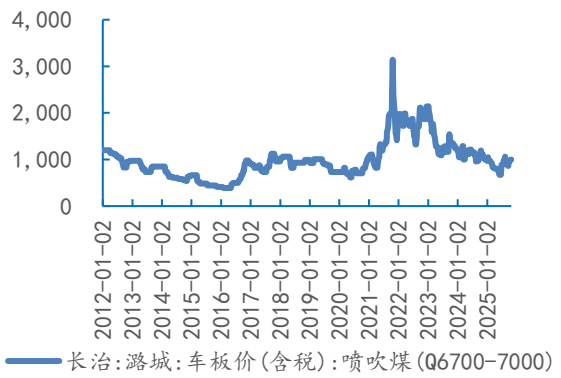
截至 2025 年 10 月 24 日，秦皇岛动力末煤平仓价格为 770 元/吨，相较于 6 月初的 618 元/吨，已经上涨 152 元/吨，长治潞城喷吹煤价格为 1000 元/吨，相较于 6 月初的 670 元/吨，已经上涨 330 元/吨。煤炭行业“反内卷”将带来的供给秩序优化，与供需紧平衡的基本面形成共振，或已为价格上行打开空间，预计未来煤价有望震荡上行。

图表 38 秦皇岛动力煤 Q5500 平仓价(元/吨)



数据来源: Wind, 大同证券

图表 39 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

潞安环能以煤炭业务为核心，2024 年煤炭业务贡献了 94.10% 的营收，毛利率为 39.48%，因此，我们仅对煤炭业务进行假设。

产量：2025 年公司目标煤炭产量是 5000 万吨级的规模，2025 年上半年已经完成 2865 万吨的原煤产量，在“反内卷”影响和公司先进产能加持下，我们预计 2025 年-2027 年产量基本维持在 5900 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 年-2027 年煤炭销量分别为 5218 万吨、5265 万吨、5355 万吨。

商品煤售价：公司长协煤占比低，煤炭价格基本随市场价格波动，2025 年上半年煤炭行业供需宽松，煤价不断创新低，公司商品煤综合售价为 516.2 元/吨；2025 年下半年来煤炭价格企稳震荡上行；未来随着经济复苏、钢铁出海增加，预计煤价有望继续

震荡上行。因此我们预计 2025 年-2027 年煤炭售价分别为 568.16 元/吨、596.57 元/吨、626.40 元/吨。

焦炭业务：因为该业务在公司营收中占比很小，我们认为未来随着经济复苏和海外新兴经济体建设需求的增加，预计 2025 年-2027 年营业收入分别为 15.23 亿元、18.28 亿元、21.94 亿元。

其他业务：该业务在营收中仅 1.2%左右，我们假设 2025 年-2027 年的营收都为 5 亿元。

基于以上假设，我们预计 2025 年-2027 年公司营业收入分别为 316.70 亿元、337.38 亿元、362.37 亿元。

图表 40 公司煤炭业务经营预测

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
商品煤销量(万吨)	5035.00	5294.00	5498.00	5225.00	5218.00	5265.00	5355.00
商品煤售价(元/吨)	793.91	930.68	727.66	645.64	568.16	596.57	626.40
吨煤成本(元/吨)	346.51	334.44	316.16	354.64	358.18	361.77	365.38

数据来源：Wind，大同证券

图表 41 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)	399.76	492.71	400.05	337.34	296.47	314.09	335.44
	营业成本(亿元)	188.36	190.30	191.15	204.17	205.24	210.91	216.67
	毛利(亿元)	211.40	302.42	208.90	133.17	91.23	103.18	118.76
	毛利率(%)	52.88	61.38	52.22	39.48	30.77	32.85	35.41
焦炭业务	营业收入(亿元)	48.49	47.60	27.96	16.56	15.23	18.28	21.94
	营业成本(亿元)	41.56	47.28	32.34	19.66	17.30	18.16	19.07
	毛利(亿元)	6.92	0.32	-4.39	-3.10	-2.06	0.12	2.86
	毛利率(%)	14.28	0.67	-15.70	-18.72	-13.56	0.64	13.06
其他业务	营业收入(亿元)	3.23	2.65	3.37	4.61	5.00	5.00	5.00
	营业成本(亿元)	1.76	1.98	2.06	2.26	2.50	2.50	2.50
	毛利(亿元)	1.47	0.67	1.31	2.35	2.50	2.50	2.50
	毛利率(%)	45.47	25.26	38.96	50.90	50.00	50.00	50.00
合计	营业收入(亿元)	451.47	542.97	431.37	358.50	316.70	337.38	362.37
	营业成本(亿元)	231.68	239.56	225.55	226.09	225.04	231.57	238.24
	毛利(亿元)	219.79	303.41	205.82	132.42	91.66	105.80	124.13
	毛利率(%)	48.68	55.88	47.71	36.94	28.94	31.36	34.25

数据来源：Wind，大同证券

（二）投资建议

截至 2025 年 10 月 24 日，潞安环能 PE（TTM）为 28.89 倍，纵向对比来看，约处于近 10 年的 84.69%分位数，煤炭股动态估值处于历史相对偏高区间。横向来看，潞安环能以煤炭业务核心，贡献了超 94%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、煤种结构类似的淮北矿业、山西焦煤、平煤股份作为可比公司。以 2025 年 10 月 24 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 21.3X。

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 21.70 亿元、29.06 亿元、38.85 亿元，对应 EPS 分别为 0.72 元/股、0.97 元/股、1.29 元/股。

潞安环能以混煤和喷吹煤为主要产品，长协占比低，煤价跟随市场波动，业绩弹性高；另外，公司构建了“1421”科创体系，改革创新不断深化，同时重视股东回报，分红比例维持高位。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 42 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
600985.SH	淮北矿业	13.4	24.0	31.8	38.9	0.9	1.2	1.4	15.0	11.4	9.3
000983.SZ	山西焦煤	7.4	21.5	25.8	28.8	0.4	0.5	0.5	19.1	16.3	14.6
601666.SH	平煤股份	8.7	6.7	11.0	14.4	0.3	0.4	0.6	29.8	19.5	14.9
平均估值									21.3	15.7	12.9

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。