

2025 年 10 月 31 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 10 月 29 日
收盘价（元）	13.82
一年内最高/最低（元）	14.09/9.42
总市值（百万元）	183,234.73
流通市值（百万元）	183,234.73
总股本（百万股）	13,258.66
资产负债率（%）	45.82
每股净资产（元/股）	11.87

资料来源：聚源数据

中煤能源 (601898. SH)

——Q3 价升本降量稳，业绩显著改善关注提分红潜力

投资要点：

- **事件：公司发布 2025 年三季报。**2025Q1-3，公司实现营业收入 1105.8 亿元；同比-21.2%；实现归母净利润 124.8 亿元，同比-14.6%；实现扣非后归母净利润 123.9 亿元，同比-14.1%。2025 年 Q3，公司实现营业收入 361.5 亿元，同比-23.8%；环比+0.3%；实现归母净利润 47.8 亿元，同比-1.0%，环比+28.3%；实现扣非后归母净利润 47.4 亿元，同比-0.7%，环比+27.6%。
- **Q3 量稳价升，成本管控持续推进。****产销量：**2025Q1-3，公司实现商品煤产量 10158 万吨，同比-0.7%，其中动力煤/炼焦煤产量 9458/700 万吨，同比+0.9%/-18.2%；实现自产商品煤销量 10145 万吨，同比+1.1%，其中动力煤/炼焦煤销量 9389/756 万吨，同比+2.2%/-10.7%。**2025Q3**，公司实现商品煤产量 3424 万吨，环比+0.7%，其中动力煤/炼焦煤产量 3231/193 万吨，环比+2.3%/-19.6%；实现自产商品煤销量 3434 万吨，环比-0.3%，其中动力煤/炼焦煤销量 3183/251 万吨，环比-0.7%/+5.0%。**公司前三季度充分释放矿井优质产能，实现动力煤产销量同比增长，Q3 动力煤产销环比稳定。****价格：**2025Q1-3，公司实现自产商品煤售价 474 元/吨，同比-17.0%，实现动力煤/炼焦煤售价 438/921 元/吨，同比-12.9%/-29.5%，同期秦港 5500 卡动力煤平仓价同比-22.1%，京唐港主焦煤库提价同比-32.5%，公司动力煤受益高比例长协，价格降幅小于行业水平。**2025Q3**，公司实现自产商品煤售价 482 元/吨，环比+7.5%，实现动力煤/炼焦煤售价 442/993 元/吨，环比+5.4%/+17.7%，同期秦港 5500 卡动力煤平仓价环比+6.5%，京唐港主焦煤库提价环比+18.8%。**公司商品煤销售价格跟随市场煤价回升，长协履约情况或亦有改善。****成本：**2025Q1-3，公司实现自产商品煤单位销售成本 258 元/吨，同比-10.1%，**2025Q3**，实现自产商品煤单位销售成本 238 元/吨，环比-7.2%。**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，加大安全生产费及维简费专项储备的使用，在煤价企稳回升后依然实现较有力的成本管控。**
- **前三季度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。**2025Q1-3，公司实现聚烯烃/尿素/甲醇/硝铵销量 98/181/150/42 万吨，同比-13.3%/+19.5%/+24.0%/持平，实现烯烃/尿素/甲醇/硝铵售价 6547/1746/1757/1808 元/吨，同比-6.1%/-18.2%/-0.6%/-13.9%，实现烯烃/尿素/甲醇/硝铵单位销售成本 6275/1270/1269/1431 元/吨，同比+4.3%/-16.8%/-28.7%/+11.1%。**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。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 167.9/178.2/189.1 亿元，同比增速分别为 -13.1%/+6.2%/+6.1%，当前股价对应的 PE 分别为 10.9/10.3/9.7 倍。我们认为公司煤炭主业盈利稳定，降本增效成果显著，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	161,315	166,557	174,632
同比增长率（%）	-12.52%	-1.85%	-14.83%	3.25%	4.85%
归母净利润（百万元）	19,534	19,323	16,785	17,820	18,913
同比增长率（%）	7.09%	-1.08%	-13.13%	6.17%	6.13%
每股收益（元/股）	1.47	1.46	1.27	1.34	1.43
ROE（%）	13.55%	12.72%	10.18%	9.97%	9.78%
市盈率（P/E）	9.38	9.48	10.92	10.28	9.69

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	77,139	84,654	94,815
应收票据及账款	13,854	11,800	12,183	12,774
预付账款	2,314	1,971	2,035	2,134
其他应收款	2,201	1,875	1,936	2,030
存货	7,743	6,602	6,817	7,147
其他流动资产	2,600	2,214	2,286	2,397
流动资产总计	113,066	101,601	109,910	121,297
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	350,975	363,514	378,382
短期借款	1,062	0	0	0
应付票据及账款	27,041	23,056	23,805	24,959
其他流动负债	74,073	63,041	65,090	68,245
流动负债合计	102,176	86,097	88,895	93,204
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	140,987	134,901	130,054
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	112,252	126,029	140,651
归属母公司权益	151,911	164,888	178,666	193,288
少数股东权益	40,335	45,099	49,947	55,040
股东权益合计	192,246	209,988	228,613	248,328
负债和股东权益合计	357,965	350,975	363,514	378,382

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	24,954	20,213	21,270	22,723
折旧与摊销	10,328	10,588	10,910	11,513
财务费用	2,388	1,789	1,340	872
投资损失	-2,564	-1,271	-1,348	-1,203
营运资金变动	2,059	-10,766	2,003	3,085
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	22,228	35,927	38,597
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	-15,312	-14,267	-14,319
现金流量净额	-1,763	-7,214	7,514	10,162

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	189,399	161,315	166,557	174,632
营业成本	142,279	121,310	125,252	131,324
税金及附加	8,115	6,130	6,329	6,636
销售费用	1,078	807	833	873
管理费用	5,512	4,517	4,664	4,890
研发费用	801	645	666	699
财务费用	2,388	1,789	1,340	872
资产减值损失	-464	-395	-408	-428
信用减值损失	-167	-143	-147	-154
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	27,177	28,593	30,286
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	27,271	28,687	30,380
所得税	6,626	5,722	6,019	6,374
净利润	24,954	21,550	22,668	24,006
少数股东损益	5,631	4,764	4,848	5,093
归属母公司股东净利润	19,323	16,785	17,820	18,913
EPS(元)	1.46	1.27	1.34	1.43

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%	-14.83%	3.25%	4.85%
营业利润增长率	-4.88%	-13.68%	5.21%	5.92%
归母净利润增长率	-1.08%	-13.13%	6.17%	6.13%
经营现金流增长率	-20.54%	-34.88%	61.63%	7.43%
盈利能力				
毛利率	24.88%	24.80%	24.80%	24.80%
净利率	13.18%	13.36%	13.61%	13.75%
ROE	12.72%	10.18%	9.97%	9.78%
ROA	5.40%	4.78%	4.90%	5.00%
估值倍数				
P/E	9.48	10.92	10.28	9.69
P/S	0.97	1.14	1.10	1.05
P/B	1.21	1.11	1.03	0.95
股息率	2.39%	2.08%	2.21%	2.34%
EV/EBITDA	4	5	5	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）。