

中煤能源 (601898.SH)

优质煤炭央企，低估与成长兼备

买入 (首次评级)

目标价格: 24.09 元

投资要点:

➤ 背靠中煤集团，以煤炭业务为主

公司具备丰富的资源储量，以晋陕蒙地区动力煤为主，几大主营业务深度融合，煤炭业务贡献绝大部分的营收和毛利，煤化工和煤矿装备业务为辅。煤炭业务中，自产煤、尤其是动力煤贡献绝大部分盈利，贸易煤以扩大规模为主要任务，毛利率仅为1%左右。

➤ 煤炭业务：产能增长空间可期，盈利稳定性强

截至2025年，公司并表范围内在产矿井产能1.66亿吨/年、权益产能1.45亿吨/年，新投产的大海则等煤矿将持续进行产能爬坡。在建煤矿包括里必和苇子沟煤矿，核定产能640万吨/年，预计苇子沟煤矿可在2027年贡献产量，里必煤矿可在2028年贡献产量。2024年上半年中煤集团资产证券化率68%，长期看仍有产能注入空间，根据同业竞争承诺，若2028年5月11日前实现资产注入则注入资产的合计产能达2788万吨/年。产能增长的同时，公司具有较高的长协比例（80%+），自产煤销售均价与长协价走势基本一致，在煤价下行期表现好于市场，具有较强的盈利稳定性。

➤ 非煤业务：煤化电三位一体协同发展

公司煤化工产品包括聚烯烃、尿素、甲醇、硝酸等，在产及2个在建的煤化工项目均处靠近已配置的煤炭资源，可实现煤炭、煤化工业务协同发展。煤价下行期，产业链的延长有助于公司平滑业绩波动，拓宽盈利空间。同时，公司在煤电、新能源业务均有持续投入，煤电项目已有2个2*350MW电厂投产，另有2*660MW的乌审旗煤电一体化项目在建，打造一体化产业链。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司2026-2028年收入增速分别为+9%、+7%、+3%，归母净利润增速分别为+18%、+11%、+10%，对应EPS分别为1.59元、1.77元、1.95元。

我们认为中煤能源凭借丰富的煤炭资源和较高的长协比例，具备稳定的盈利能力，叠加分红意愿的提升，在煤价下行期、经济复苏尚不明朗和低利率环境仍将延续的现阶段具有较高的配置价值。此外，公司打造煤-电-化-新一体化产业链，建设新增产能，成长空间可见。与可比公司相比，公司当前PE、PB估值处于相对较低水平，考虑其资源禀赋及一体化优势，估值存在一定修复空间，参考可比公司2026年平均PE为15.1，我们给予26年15.1倍PE的估值，对应目标价24.09元，首次覆盖给予“买入”评级。

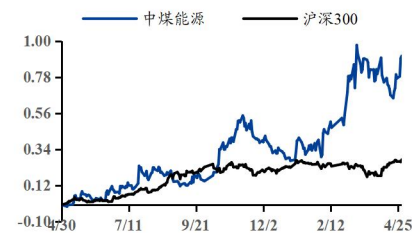
➤ 风险提示

政策变动；宏观经济波动；煤矿建设进度不及预期；安全事件

基本数据

日期	2026-04-29
收盘价:	18.71 元
总股本/流通股本(百万股)	13,258.66/9,152.00
流通A股市值(百万元)	171,233.93
每股净资产(元)	12.37
资产负债率(%)	45.31
一年内最高/最低价(元)	19.77/10.00

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 汤悦(S0210525040002)
ty30649@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	189,399	148,057	161,283	173,309	178,623
增长率	-2%	-22%	9%	7%	3%
净利润(百万元)	19,323	17,884	21,145	23,447	25,788
增长率	-1%	-7%	18%	11%	10%
EPS(元/股)	1.46	1.35	1.59	1.77	1.95
市盈率(P/E)	12.8	13.9	11.7	10.6	9.6
市净率(P/B)	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 背靠中煤集团，全产业链优势煤企	4
1.1 A+H 两地上市央企	4
1.2 一体化产业链优势，煤炭为核心业务	5
2 煤炭业务：产能增长空间可期，盈利稳定性强	7
2.1 煤炭资源丰富，控股在产产能 1.66 亿吨/年	7
2.2 持续推进煤矿新建和核增，产能增长可期	10
2.3 业绩表现：高长协比例奠定稳定基石	13
2.3.1 收入端	13
2.3.2 成本毛利端：自产煤成本稳中向下，贡献主要毛利	17
3 非煤业务：煤化电三位一体协同发展	19
3.1 依托矿区优势，煤化一体化布局	19
3.2 产能持续投入下营收增长，盈利能力不断提升	22
3.3 持续推进煤电一体化	26
3.4 煤矿智能化下煤矿装备业务规模空间可期	26
4 连续中期分红	27
5 盈利预测与投资建议	29
5.1 盈利预测	29
5.2 投资建议	31
6 风险提示	32

图表目录

图表 1: 中煤集团重组过程	4
图表 2: 公司发展历程	4
图表 3: 公司股权结构 (截至 2025 年)	4
图表 4: 营业收入 (亿元)、YOY (%)	5
图表 5: 归母净利润 (亿元)、归母净利率 (%)	5
图表 6: 各板块营业收入 (亿元)	6
图表 7: 各板块毛利润 (亿元)	6
图表 8: 各板块毛利率 (%)	6
图表 9: 期间费用率 (%)	7
图表 10: 2025 年公司煤炭资源储量 (亿吨)	7
图表 11: 控股矿区情况 (截至 2025 年底)	8
图表 12: 参股矿区情况 (截至 2025 年底)	9
图表 13: 公司产能情况 (万吨/年)	11
图表 14: 历年产能变化情况	11
图表 15: 在建矿区情况 (截至 2025 年底)	12
图表 16: 2025 年原煤产量 Top7 (亿吨)	13
图表 17: 2025 年原煤产量占规模以上企业总产量比	13
图表 18: 煤炭销售收入变化	14
图表 19: 销售收入与销量及吨煤售价变化关系	14
图表 20: 产量爬升	14
图表 21: 产量以动力煤为主	14
图表 22: 煤炭销量及同比情况 (万吨; %)	15
图表 23: 自产煤销量及同比情况 (万吨; %)	15
图表 24: 自产煤均价与长协价走势基本一致 (元/吨)	16
图表 25: 煤价波动小于市场价波动 (元/吨)	16
图表 26: 2025Q1-Q3 可比公司营收和归母净利润变动 (%)	16
图表 27: 近年自产煤吨煤成本稳中有降 (元/吨)	17
图表 28: 自产煤成本构成 (元/吨)	17
图表 29: 专项储备 (亿元)、YOY (%)	18



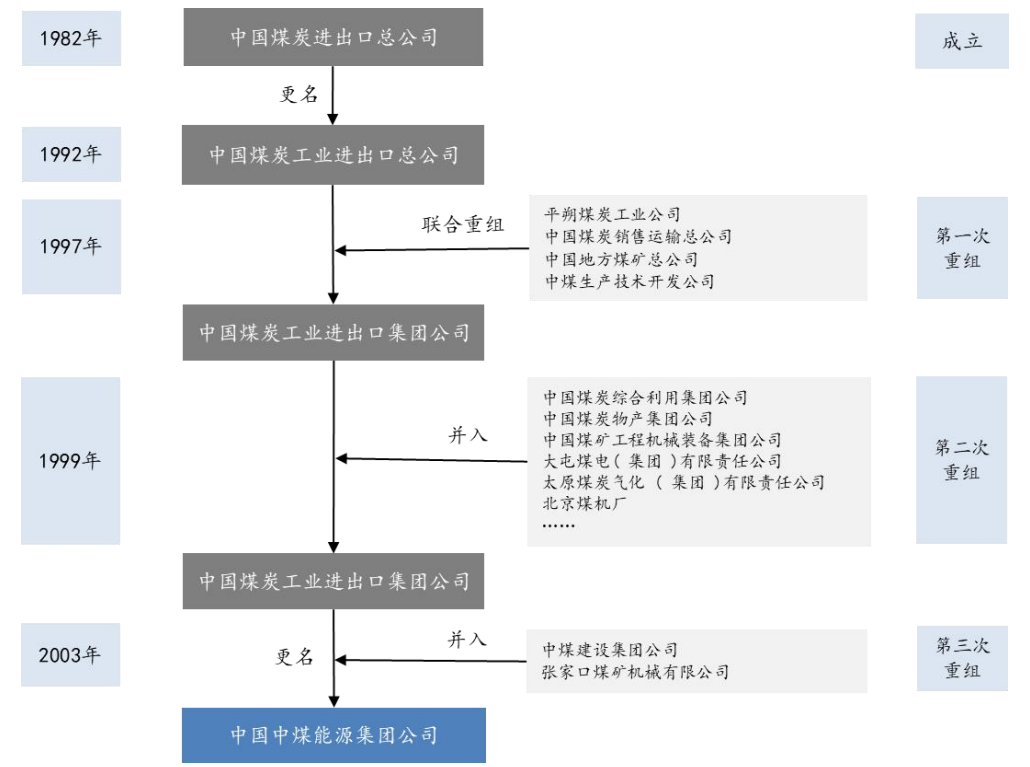
图表 30:	原煤生产工效 (吨/工)	18
图表 31:	毛利率水平 (%)	18
图表 32:	吨煤毛利 (元/吨)	18
图表 33:	煤化工项目消耗自产煤炭 (万吨)	19
图表 34:	煤炭、煤化工生产流程	20
图表 35:	煤化工控股在产产能情况 (截至 2025 年)	21
图表 36:	煤化工参股在产产能情况 (截至 2025 年)	21
图表 37:	煤化工参股在建产能情况 (截至 2025 年)	22
图表 38:	煤化工产品年均市场价 (元/吨)	22
图表 39:	煤化工销售收入 (亿元)、YOY(%)	23
图表 40:	煤化工及分品类毛利率 (%)	23
图表 41:	聚烯烃产销量 (万吨)、YOY (%)	24
图表 42:	聚烯烃销售收入 (亿元)、YOY (%)	24
图表 43:	尿素产销量 (万吨)、YOY (%)	24
图表 44:	尿素销售收入 (亿元)、YOY (%)	24
图表 45:	甲醇产销量 (万吨)、YOY (%)	25
图表 46:	甲醇销售收入 (亿元)、YOY (%)	25
图表 47:	硝酸铵产销量 (万吨)、YOY (%)	25
图表 48:	硝酸铵销售收入 (亿元)、YOY (%)	25
图表 49:	资本开支 (亿元)	26
图表 50:	在产及在建煤电项目	26
图表 51:	煤矿装备营收 (亿元)、YOY (%)、毛利率 (%)	27
图表 52:	负债水平下降	28
图表 53:	现金分红情况 (亿元)	28
图表 54:	煤炭业务业绩预测	29
图表 55:	煤化工业务业绩预测	30
图表 56:	盈利预测	31
图表 57:	可比公司估值表 (截至 2026 年 4 月 29 日)	32
图表 58:	可比公司 PE	32
图表 59:	可比公司 PB	32
图表 60:	财务预测摘要	33

1 背靠中煤集团，全产业链优势煤企

1.1 A+H 两地上市央企

中煤能源（601898.SH，以下简称公司）为中国中煤能源集团有限公司（以下简称中煤集团）旗下上市公司，旗下上市平台除了公司外还包括新集能源、上海能源。中煤集团前身是1982年经国务院批准成立的中国煤炭进出口总公司，经过多次兼并重组，2009年改制成为国有独资公司，2025年原煤产量2.73亿吨。

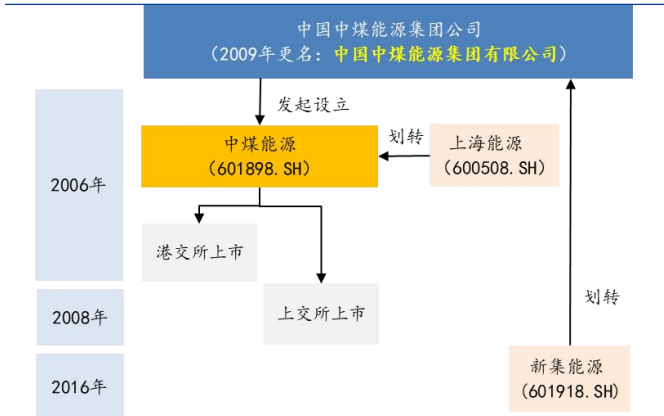
图表 1：中煤集团重组过程



数据来源：公司官网，华福证券研究所

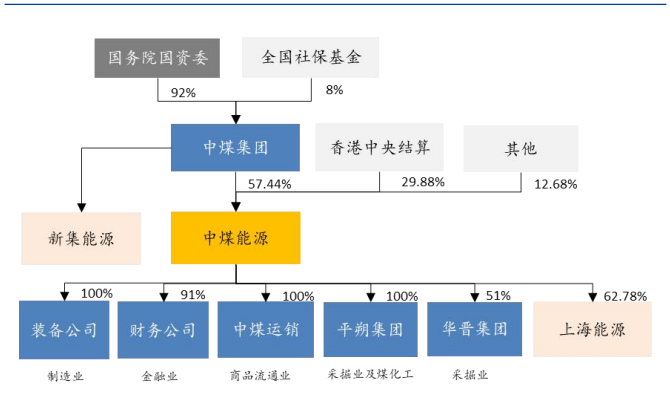
公司由中煤集团于2006年独家发起设立，同年于港交所上市，2008年2月于上交所上市。国务院国资委为公司实际控制人，中煤集团为控股股东，截至2025年持有公司57.44%股权，另通过中煤能源香港公司持有1%股权，合计控制58.44%股份。

图表 2：公司发展历程



数据来源：公司公告、公司官网，华福证券研究所

图表 3：公司股权结构（截至 2025 年）



数据来源：IFinD、公司公告，华福证券研究所

基于对公司未来发展前景的信心和对资本市场长期投资价值的认可，控股股东



中煤集团于 2023 年 10 月 16 日至 2024 年 10 月 16 日通过上海证券交易所系统以集中竞价交易方式增持公司 6,000,300 股 A 股股份，占公司总股本约 0.05%。

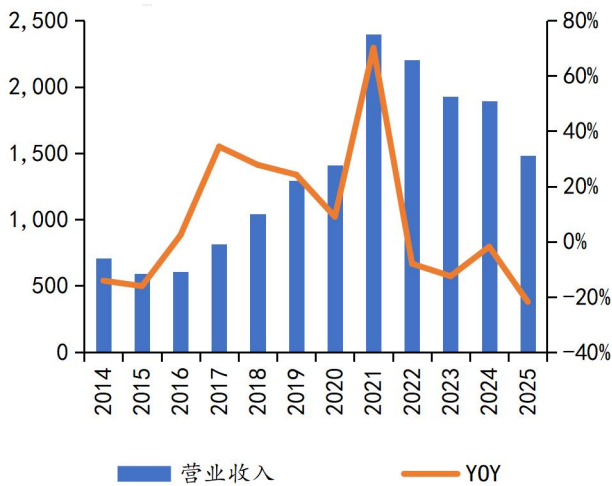
中煤集团于 2025 年 4 月 8 日至 2026 年 4 月 8 日期间通过上海证券交易所系统以集中竞价交易方式增持公司 4,314,300 股 A 股股份，占公司总股本比例约为 0.03%，累计增持金额为 50,000,326.99 元（不含佣金税费），增持计划实施期限届满，增持计划实施完毕。

1.2 一体化产业链优势，煤炭为核心业务

公司主营业务包括煤炭、煤化工、煤矿装备、金融等，资源储量分布在山西、内蒙、陕西、江苏、新疆等区域。依托矿区自身优势，公司几大主营业务深度融合，具有煤炭业务全产业链优势。

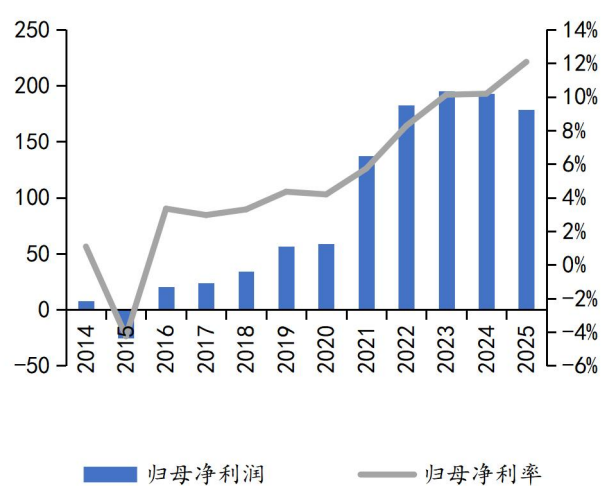
经营业绩保持稳健，财务结构持续优化。 营业收入方面，2014 - 2020 年间有波动但整体相对平稳，在 2021 年出现大幅增长，随后 2022 - 2025 年有所回落但仍保持在较高水平。2025 年公司实现营收 1481 亿元，同比-21.8%；毛利润 407 亿元，同比-13.6%，毛利率 27.5%，同比+2.6pct。归母净利润方面，在 2014 - 2016 年处于较低水平，2016-2023 年保持增长态势，2025 年归母净利润 179 亿元，同比-7%，归母净利率 12.1%，同比+1.9pct。

图表 4: 营业收入 (亿元)、YOY (%)



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 5: 归母净利润 (亿元)、归母净利率 (%)

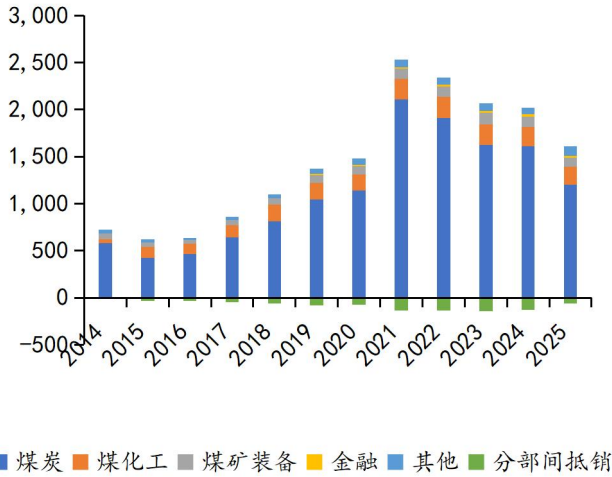


数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

分业务板块看，煤炭业务为主，煤化工和煤矿装备业务为辅。 煤炭、煤化工、煤矿装备、金融业务 2025 收入分别为 1204/187/94/22 亿元，占比分别为 81%/13%/6%/1%。煤炭、煤化工、煤矿装备、金融业务 2025 毛利润分别为 326/27/20/15 亿元，占比分别为 80%/7%/5%/4%，毛利率分别为 27%/14%/22%/66%，煤炭业务贡献绝大部分收入和毛利润。

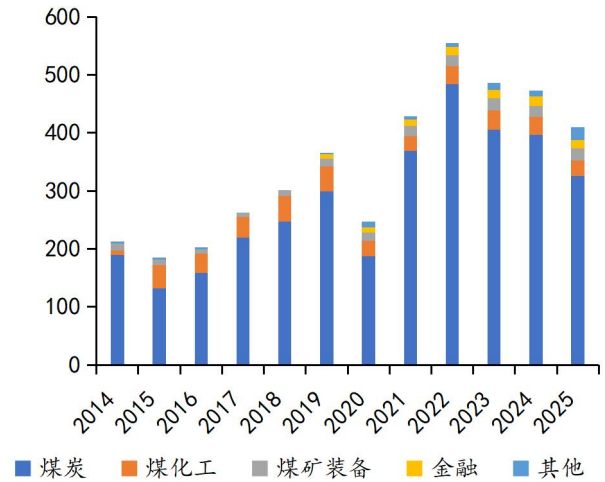


图表 6: 各板块营业收入 (亿元)



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

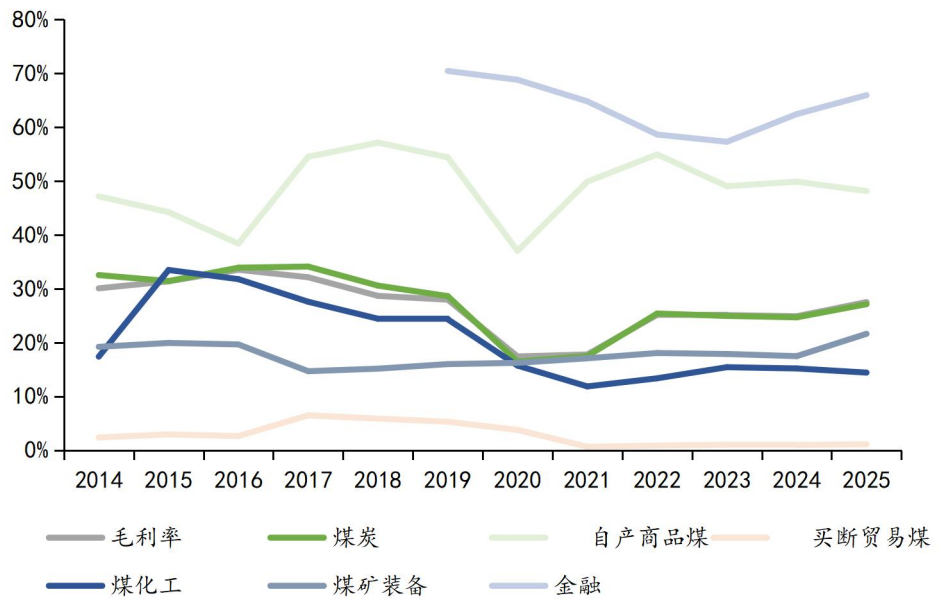
图表 7: 各板块毛利润 (亿元)



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

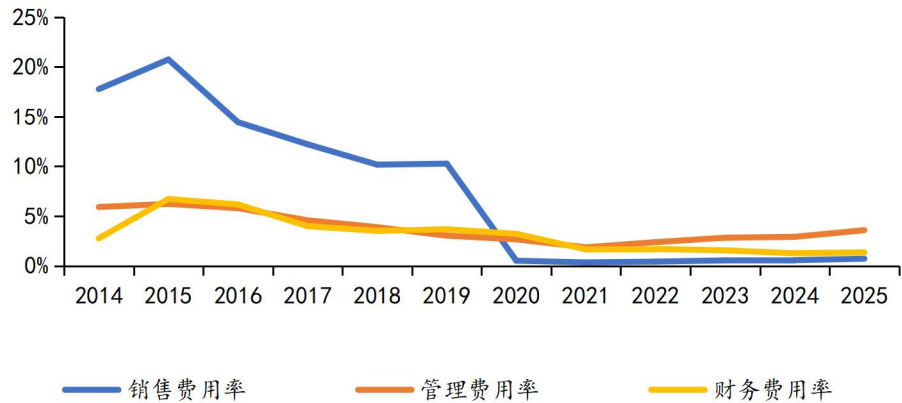
煤炭业务盈利能力相对较强, 毛利率走势与公司整体水平高度一致。煤炭销售分自产商品煤及买断贸易煤, 贸易煤主要为扩大经营规模, 自产商品煤贡献主要毛利润。2025 煤炭业务毛利率 27%, 同比+2.4pct; 其中自产煤为 48.1%, 同比-1.7pct, 贸易煤为 1.1%, 同比+0.1pct。

图表 8: 各板块毛利率 (%)



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

期间费用管控能力较强, 销售费用率、管理费用率、财务费用率呈下降趋势。2021 年会计准则变更, 合同履行费用计入销售成本, 对 2020 年追溯调整, 因此销售费用率出现显著下降。2025 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.7%/3.6%/1.4%, 同比分别+0.1pct/+0.7pct/+0.1pct。


图表 9：期间费用率（%）


数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

2 煤炭业务：产能增长空间可期，盈利稳定性强

2.1 煤炭资源丰富，控股在产产能 1.66 亿吨/年

资源丰富，晋陕蒙地区动力煤为主。截至 2025 年，公司煤炭资源储量合计 263.42 亿吨、可采储量 129.05 亿吨、证实储量 48.94 亿吨。分地区看，公司煤炭资源主要集中在晋陕蒙地区，占比分别为 42%、19%、33%，少部分在黑龙江、江苏和新疆地区；分煤种看，公司资源以动力煤为主，占比达 86%。

图表 10：2025 年公司煤炭资源储量（亿吨）

	动力煤	炼焦煤	无烟煤	合计	占比
山西	82.6	24.2	3.2	110.0	42%
内蒙古	87.3			87.3	33%
黑龙江	3.1			3.1	1%
江苏		6.1		6.1	2%
陕西	48.2	2.4		50.7	19%
新疆	6.3			6.3	2%
分煤种合计	227.5	32.7	3.2	资源储量：263.42 亿吨	
占比	86%	12%	1%		

数据来源：公司公告，华福证券研究所

截至 2025 年，公司并表范围内在产矿井 23 座，核定产能 1.66 亿吨/年、权益产能 1.45 亿吨/年。在产矿井煤种仅包括动力煤和炼焦煤，除平朔集团的安太堡、安家岭、东露天 3 座煤矿为露天矿外（合计产能 7500 万吨/年），其余煤矿均为井工矿。

1) 山西地区：产能最多，在产矿井 12 座，核定产能 1.15 亿吨/年、权益产能 1.08 亿吨/年，主要在平朔矿区和乡宁矿区。平朔矿区是我国重要的动力煤生产基地和亿吨级煤炭生产基地，开发主体为平朔集团；乡宁矿区拥有国内低硫、特低磷的优质炼焦煤资源，开发主体为中煤华晋公司。

2) 内蒙古地区：在产矿井 4 座，核定产能 1640 万吨/年、权益产能 1099 万吨/年。鄂尔多斯呼吉尔特矿区是国内重要的动力煤生产基地，开发主体为西北能源公



司。

3) 陕西地区：在产矿井 2 座，核定产能 2300 万吨/年、权益产能 1765 万吨/年。2 座矿井分别为西北能源的南梁煤矿、2023 年新建成投入运营的大海则煤矿，大海则煤矿核定产能高达 2000 万吨，为公司产能最大的井工矿。

4) 江苏地区：在产矿井 3 座，核定产能 729 万吨/年、权益产能 458 万吨/年。大屯矿区是少数邻近工业中心和华东煤炭消费区的矿区之一，开发主体为上海能源公司。

5) 新疆地区：106 煤矿，核定产能 180 万吨/年、权益产能 58 万吨/年。

6) 黑龙江地区：依兰第三煤矿，核定产能 240 万吨/年，权益产能 240 万吨/年。

除此之外，公司另有沙拉吉达煤矿，核定产能 800 万吨/年，权益产能 631 万吨/年，位于鄂尔多斯呼吉尔特矿区，经营主体为银河鸿泰公司。因其与水源地保护区存在重叠，短期无法开采，2022 年根据减值测试结果计提减值准备 62.85 亿元。

图表 11: 控股矿区情况 (截至 2025 年底)

	所属公司	矿井	矿井类型	煤种	权益	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	投产时间	核定产能变化情况	位置
并表:										
1	平朔集团	安太堡露天矿	露天矿	动力煤	100%	2000	2000	1987	2017 年产能核减 (3000—>2000)	山西朔州
2		安家岭露天矿			100%	2500	2500	2001	2023 年产能核增 (2000—>2500)	
3		东露天			100%	3000	3000	2009	2021 年产能核增 (2000—>2500) 2023 年产能核增 (2500—>3000)	
4		安家岭井工矿 (一号井)	100%		1000	1000	2004			
5		安太堡井工矿 (三号井)	100%		1000	1000	2008	2014 年产能核增 (600—>1000)		
6		小回沟煤矿	100%		300	300	2019		山西太原	
7		东坡矿	100%		270	270			山西朔州	
8		下梨园煤矿	100%		150	150	2022 年底 转入			
9	上海能源	姚桥煤矿	井工矿	炼焦煤	63%	425	267	1976	2020 年产能核减 (445—>425)	江苏徐州沛县
10		徐庄煤矿			63%	160	100	1979	2020 年产能核减 (180—>160)	
11		孔庄煤矿			63%	144	90	1977		
12		新疆 106 煤矿	井工矿		动力煤	32%	180	58	2019	
13	唐山沟公司	唐山沟煤矿	井工矿	动力煤	80%	150	120	1971		山西大同
14	华晋公司	王家岭煤矿	井工矿	炼焦煤	51%	750	383		2021 年产能核增 (600—>750)	山西临汾
15		华宁煤矿			26%	252	66		2020 年产能核减 (300—>252)	
16		韩咀煤矿			51%	120	61	2016		
17	西北能源	南梁煤矿	井工矿		动力煤	55%	300	165	1998	2018 年产能核增 (120—>300)

18		金通煤矿			100%	150	150	2009		内蒙古鄂尔多斯
19		神通煤矿			100%	90	90	2022 年底 转入		内蒙古鄂尔多斯
20	蒙大矿业	纳林河二号井	井工矿	动力煤	66%	800	528	2017H2		内蒙古鄂尔多斯
21	伊化矿业	母杜柴登煤矿	井工矿	动力煤	55%	600	331	2017H2		内蒙古鄂尔多斯
22	银河鸿泰	沙拉吉达煤矿	井工矿	动力煤	79%	800	631	短期内无法 开采		内蒙古鄂尔多斯
23	陕西公司	大海则煤矿	井工矿	动力煤	80%	2000	1600	2023	2022 年产能核增(1500—>2000)	陕西榆林
24	黑龙江公司	依兰第三煤矿	井工矿	动力煤	100%	240	240	2022		黑龙江哈尔滨 依兰
已退出:										
1	西沙河煤 业	西沙河煤矿	井工矿		100%	126		2021 年退 出		山西朔州
2	上海能源	龙东煤矿	井工矿		62%	120		2016 年退 出		江苏徐州沛县
3	平朔集团	北岭煤矿	井工矿		100%	90		2021 年实 施现有工作 西后关闭生 产; 2024 年底注销		山西朔州
合计产能						16581	14469			

数据来源: 公司公告、各公司官网、各政府官网、中国煤炭经济网、中国煤炭资源网、中国煤炭清洁利用公众号、百度百科、特股投资者互动平台, 华福证券研究所 (注: 2023 年标红, 2022 年标橘, 2021 年标绿, 2020 年标蓝, 2019 年标紫)

截至 2025 年, 参股公司在产矿井 7 座, 核定产能 3210 万吨/年, 权益产能 1320 万吨/年。运营主体包括中天合创、华晋焦煤、禾草沟煤业, 分别位于内蒙古、山西、陕西地区, 核定产能分别为 1600 万吨/年、1110 万吨/年、500 万吨/年, 均为井工矿。三家参股公司 2025 年权益法确认的投资损益贡献为 14.58 亿元。

图表 12: 参股矿区情况 (截至 2025 年底)

	所属公司	矿井	矿井类型	煤种	权益	核定产能 (万吨/年)	投产时间	位置
1	中天合创	葫芦素煤矿	井工矿	动力煤	39%	800	2016	内蒙古鄂尔多斯乌审旗
2		门克庆煤矿	井工矿	动力煤	39%	800	2016	内蒙古鄂尔多斯乌审旗
3	华晋焦煤	沙曲一矿	井工矿	焦煤	49%	450	2004	山西吕梁
4		沙曲二矿	井工矿	焦煤	49%	270	2004	山西吕梁
5		吉宁煤矿	井工矿	焦煤	25%	300	2016	山西临汾
6		明珠煤矿	井工矿	焦煤	25%	90	2011	山西临汾
7	禾草沟煤业	禾草沟煤矿	井工矿	配焦煤	50%	500	2014	陕西延安
合计产能						3210		

数据来源: 公司公告、各公司官网、人民网、Wind、国务院国有资产监督管理委员会、临汾日报, 华福证券研究所



2.2 持续推进煤矿新建和核增，产能增长可期

2018-2025 年产能增长显著，在产年产能从 1.22 亿吨/年增长至 1.66 亿吨/年，主要系在建矿井逐步投产和产能核增。

1) 2018 年：南梁煤矿年产能由 120 万吨/年核增至 300 万吨/年，年产能核增 180 万吨/年。

2) 2019 年：年产 90 万吨的北岭煤矿、300 万吨/年的小回沟煤矿、120 万吨/年的新疆 106 煤矿投入运营，累计新增年产能 510 万吨/年。

3) 2020 年：姚桥煤矿年产能由 445 万吨/年核减至 425 万吨/年，徐庄煤矿产能由 180 万吨核减至 160 万吨/年，华宁煤矿产能由 300 万吨/年核减至 252 万吨/年，累计核减年产能 88 万吨/年。

4) 2021 年：东露天煤矿年产能由 2000 万吨/年核增至 2500 万吨/年，王家岭煤矿由 600 万吨/年核增至 750 万吨/年，累计核增年产能 650 万吨/年。此外，年产能 126 万吨/年的西沙河煤矿退出置换指标。

5) 2022 年：年产能 240 万吨/年的依兰第三煤矿投入生产，新疆 106 煤矿年产能由 120 万吨/年核增至 180 万吨/年，在建的大海则煤矿由 1500 万吨/年核增至 2000 万吨/年，累计核增年产能 560 万吨/年。此外，年产能 90 万吨/年的北岭煤矿因为安全风险相对较高，在 2021 年开采完现有工作面后实施关闭，根据减值测试结果计提减值损失 7.8 亿元。

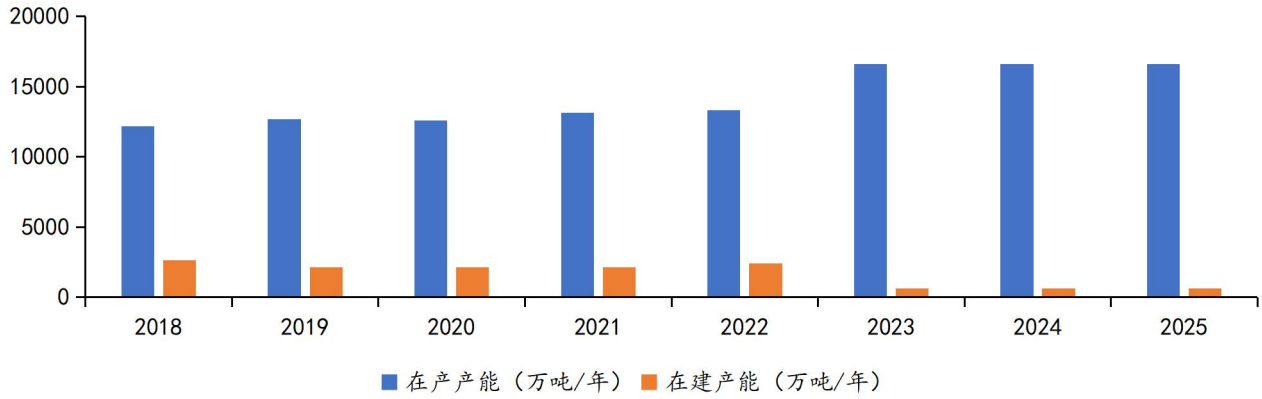
6) 2023 年：年产能 150 万吨/年的下梨园煤矿、年产能 90 万吨/年的神通煤矿均于 2022 年底转入公司旗下，2023 年开始贡献产能；年产能 2000 万吨/年的大海则煤矿投入运营。安家岭露天矿年产能由 2000 万吨/年核增至 2500 万吨/年，东露天煤矿年产能由 2500 万吨/年核增至 3000 万吨/年，累计核增年产能 1000 万吨/年。

7) 2024 年：无新增或退出产能披露。

8) 2025 年：无新增或退出产能披露。



图表 13: 公司产能情况 (万吨/年)



数据来源: 公司公告、各公司官网、各政府官网、中国煤炭经济网、中国煤炭资源网、中国煤炭清洁利用公众号、百度百科、特股投资者互动平台, 华福证券研究所

图表 14: 历年产能变化情况

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
公司:								
煤炭资源储量 (亿吨)	236.5	233.4	230.2	270.2	268.6	266.5	265.2	263.4
可采储量 (亿吨)						138.7	138.2	129.1
在产矿井 (座)	18	21	21	20	20	23	23	23
在产产能 (万吨/年)	12185	12695	12607	13131	13341	16581	16581	16581
+新增煤矿		北岭 (90)			依兰第三 (240)	神通 (90)		
		小回沟 (300)				大海则 (2000)		
		新疆 106 (120)				下梨园 (150)		
+核增	南梁 (180)			东露天 (500)	新疆 106 (60)	安家岭 (500)		
				王家岭 (150)		东露天 (500)		
-退出煤矿				西沙河 (126)	北岭 (90)			
-核减			姚桥 (20)					
			徐庄 (20)					
			华宁 (48)					
在建矿井 (座)	7	4	4	4	3	2	2	2
在建产能 (万吨/年)	2890	2380	2380	2380	2640	640	640	640
在建煤矿:	小回沟 (300)	大海则 (1500)	大海则 (1500)	大海则 (1500)	大海则 (2000)	里必 (400)	里必 (400)	里必 (400)
	大海则 (1500)	里必 (400)	里必 (400)	里必 (400)	里必 (400)	苇子沟 (240)	苇子沟 (240)	苇子沟 (240)
	里必 (400)	依兰第三 (240)	依兰第三 (240)	依兰第三 (240)	苇子沟 (240)			
	依兰第三 (240)	苇子沟 (240)	苇子沟 (240)	苇子沟 (240)				



	新疆 106 (120)							
	北岭 (90)							
	苇子沟 (240)							

数据来源：公司公告、各公司官网、各政府官网、中国煤炭经济网、中国煤炭资源网、中国煤炭清洁利用公众号、百度百科、特股投资者互动平台，华福证券研究所（注：在产情况仅包括控股，不包括参股）

截至 2025 年，公司在建煤矿核定产能 640 万吨/年、权益产能 324 万吨/年，苇子沟煤矿预计 2026 年底投产，里必煤矿预计 2027 年底投产，运营主体均为公司控股子公司。

1) 里必煤矿及选煤厂项目：2013 年经国家发改委核准，2017 年取得采矿许可证，2019 年 6 月 22 日正式开工，总投资 94.95 亿元，预计 2027 年底竣工投产。所在的山西晋城矿区是国内优质无烟煤基地，核定产能 400 万吨/年。

2) 苇子沟煤矿及选煤厂项目：位于新疆自治区昌吉州，煤种为动力煤。自 2011 年 10 月开工建设后，因受新疆地区政策性停工、安全监管、证照办理等多重因素影响，项目持续建设期被拖长。2014 年 7 月项目投资概算 19.77 亿元、建设规模 300 万吨/年。2017 年项目被纳入“十三五”新疆规划建设煤矿名单中，类型由改扩建调整为新建，建设规模调整为 240 万吨/年。总投资 39.85 亿元，预计 2026 年底竣工投产，核定产能 240 万吨/年。

图表 15: 在建矿区情况 (截至 2025 年底)

	所属公司	矿井	矿井类型	煤种	权益	核定产能 (万吨/年)	预计总投资额/截至 2025 年累计已投 (亿元)	预计投产时间	位置
在建:									
1	华晋公司	里必煤矿	井工矿	无烟煤	51%	400	94.95/65.40	2027 年底	山西晋城
2	上海能源	苇子沟煤矿	井工矿	动力煤	50%	240	39.85/30.85	2026 年底	新疆昌吉州

数据来源：公司公告、各公司官网、Wind，华福证券研究所

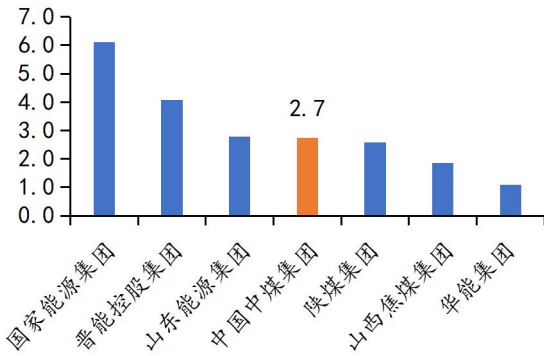
根据在建煤矿投产情况，预计 2026-2027 年产能增长及产量贡献情况：

2026-2027 年：2026 年底苇子沟煤矿及 2027 年底里必煤矿投产后，我们预期 2026、2027 年开始逐渐爬坡贡献产量。

公司控股股东中煤集团煤炭资源储量丰富。2025 中煤集团可控煤炭资源储量超 770 亿吨；2025 年中煤集团原煤产量 2.7 亿吨，规模以上企业位列第四位、原煤产量占比 5.7%。

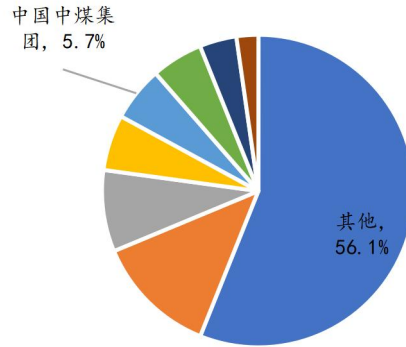


图表 16: 2025 年原煤产量 Top7 (亿吨)



数据来源: CCTD、中国煤炭工业协会, 华福证券研究所

图表 17: 2025 年原煤产量占规模以上企业总产量比



数据来源: CCTD、中国煤炭工业协会, 华福证券研究所

中煤集团分别在 2006 年 9 月 5 日、2014 年 5 月 12 日对避免同业竞争、注入资产做出承诺, 2021 年 5 月 11 日到期后进一步延期至 2028 年 5 月 11 日, 并对承诺内容做出了变更: 在 2028 年 5 月 11 日前, 将存在同业竞争的资源发展公司、华昱公司的股权注入中煤能源。龙化集团因为已经停产歇业, 不再符合注入公司的条件, 从待注入资源中被剔除。

资源发展公司现有在产煤矿 8 座, 总产能 1428 万吨/年, 华昱公司现有在产煤矿 7 座 (五家沟、南阳坡、元宝湾、水泉、国兴、国强、白芦), 总产能 1360 万吨/年, 根据同业竞争承诺, 若 2028 年 5 月 11 日前实现资产注入则资产注入的合计产能达 2788 万吨/年。

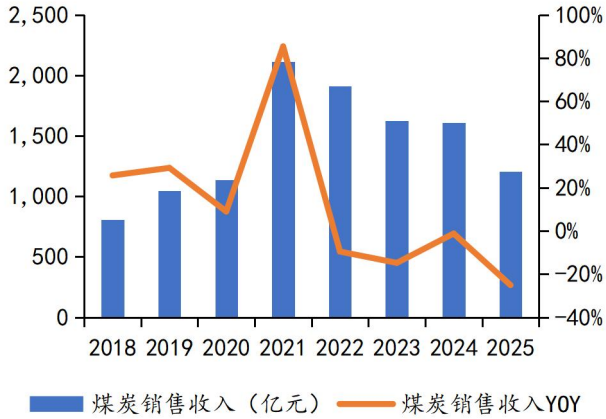
2.3 业绩表现: 高长协比例奠定稳定基石

2.3.1 收入端

2018-2025 年煤炭业务营收(以下均为扣除分部间交易前)从 809 亿元增长至 1204 亿元, 2025 年同比-25%。2018-2025 年, 自产煤营收从 389 亿元增长至 661 亿元, 买断贸易煤营收从 415 亿元增长至 537 亿元。

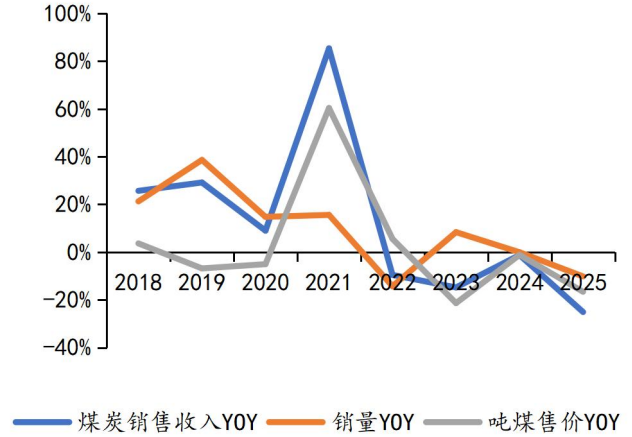
营收受产销量和煤价影响: 2015-2017 年、2021 年煤价上行期, 产销量未有新增释放, 煤炭销售收入与煤价波动趋势一致。2018-2020 年、2022-2023 年, 随着产能投入销量提升, 销售收入表现明显好于煤价表现。2024-2025 年, 煤价与销售量双降下煤炭销售收入下滑。

图表 18: 煤炭销售收入变化



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 19: 销售收入与销量及吨煤售价变化关系



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

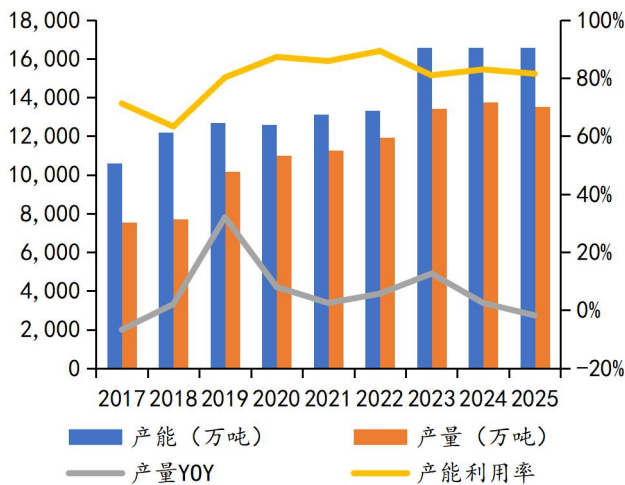
拆分看营收影响因素:

(1) 产量: 随产能有所提升, 产能利用率维持高位

2018-2025 年在产煤矿产能从 1.22 亿吨提升至 1.66 亿吨, 产量随之从 0.77 亿吨提升至 1.35 亿吨, 2025 年产量同比-1.8%。分煤种看, 2025 年动力煤产量 12486 万吨, 同比-1%, 占总产量比高达 92%, 炼焦煤产量 1024 万吨, 同比-10.2%, 占总产量比 8%。

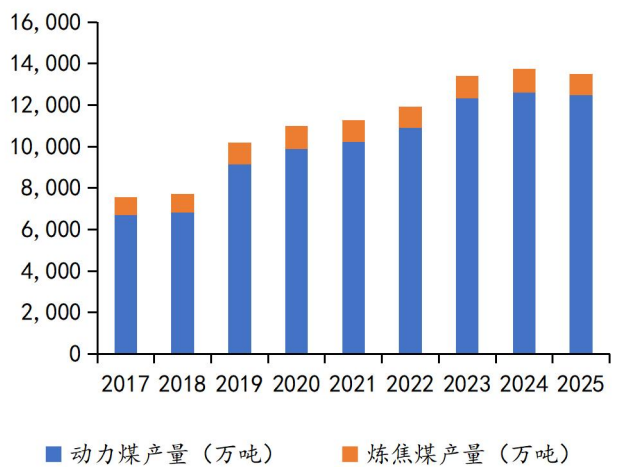
2019 年、2023 年产量提升迅速 (同比分别+32.0%、+12.6%) 的原因是母杜柴登煤矿、纳林河二号煤矿、大海则等新增产能的陆续释放, 同时加强生产组织, 优化生产布局, 加快露天剥离。因产能爬坡需要时间, 产能增长通常具有 1-2 年的滞后性, 产能利用率常年维持 80%-90% 的高位。

图表 20: 产量爬升



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 21: 产量以动力煤为主



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

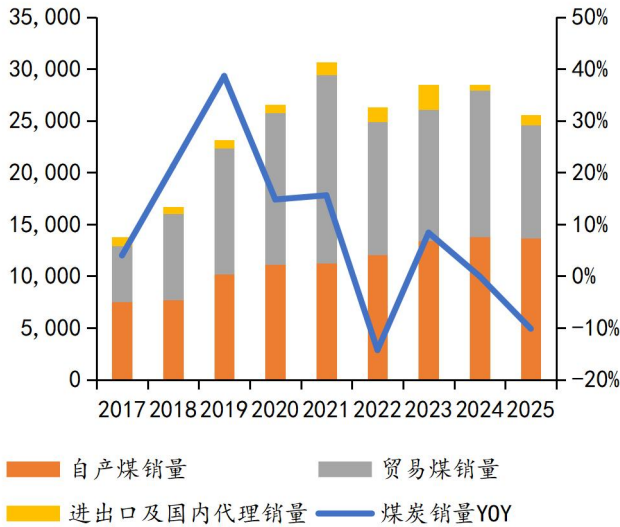


(2) 销量：自产煤占比提升，贸易煤规模减少，进出口及国内代理萎缩

2017-2025 年自产煤销量从 7500 万吨增长至 1.36 亿吨，2025 年自产煤销量同比 -0.9%，历年产销率基本实现 100%。

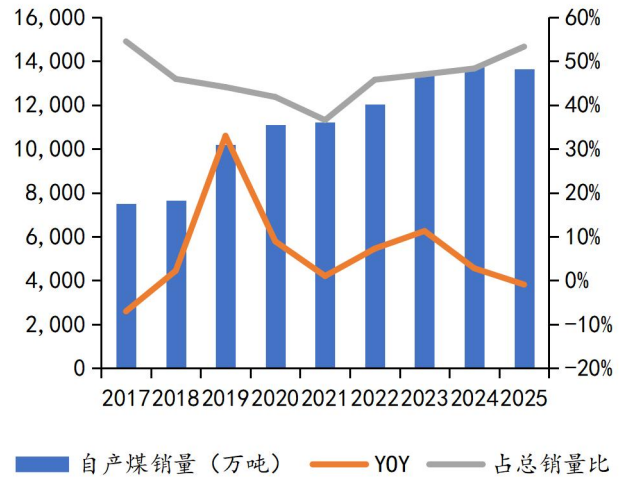
2022-2025 贸易煤销量收缩明显，销量同比分别 -29.6%、-1.3%、+12.1%、-23%，主要系煤炭中长期合同全覆盖挤占市场、市场需求缩减等因素影响。进出口及国内代理 2021-2023 年发展快速，2024 年迅速下滑，2025 年恢复发展态势，2025 年销量上涨 91.8%。

图表 22：煤炭销量及同比情况（万吨；%）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 23：自产煤销量及同比情况（万吨；%）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

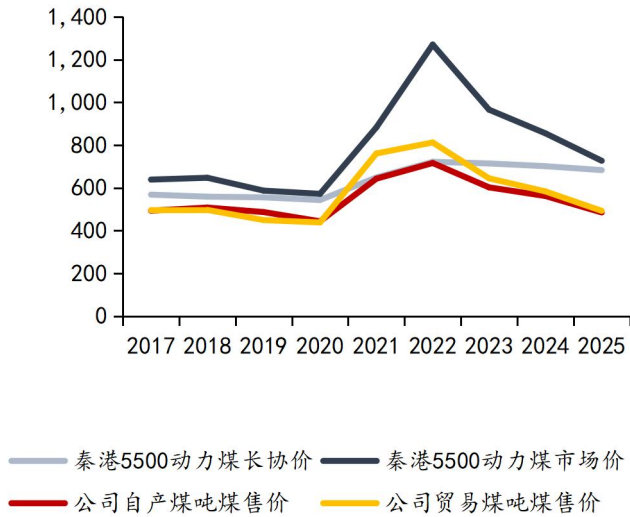
(3) 煤价：长协比例高，价格稳定性强

如前文所述，公司产销煤炭中，动力煤占比超过 90%。公司作为重要保供企业，一直严格执行国家关于电煤中长期合同签订和履约等政策要求，2025 年度中长期合同签订按照不低于自有资源量的 75% 执行，年度履约率不低于 90%。整体看，公司自产煤销售均价与秦港 5500 动力煤长协价走势基本一致，贸易煤走势趋近秦港 5500 动力煤市场价。

较高的长协签订比例使得公司煤价波动小于市场价波动，当前已经进入震荡上行期。2023-2025 年受供需宽松等因素影响，煤价持续下跌，但公司吨煤售价表现好于市场价：2023 年秦港 5500 动力煤平仓价同比 -24.0%，公司动力煤吨煤售价 -14.5%、炼焦煤吨煤售价 -20.8%；2024 年秦港 5500 动力煤平仓价同比 -11.4%，公司动力煤吨煤售价 -6.2%、炼焦煤吨煤售价 -9.6%；2025 年秦港 5500 动力煤平仓价同比 -18.5%，公司动力煤吨煤售价同比 -10.4%。

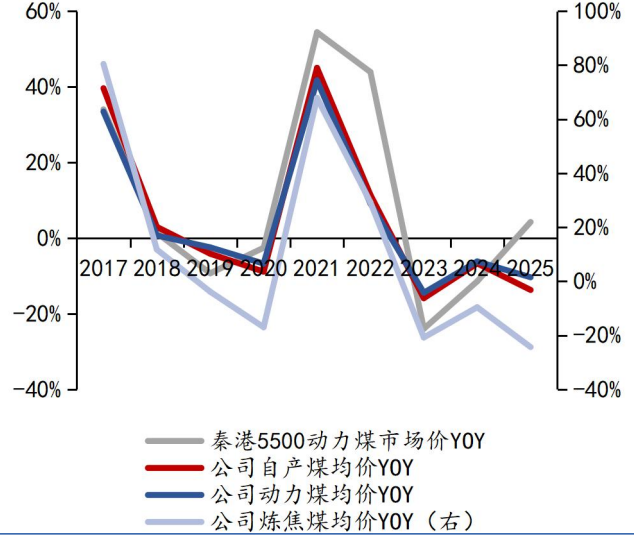


图表 24: 自产煤均价与长协价走势基本一致 (元/吨)



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

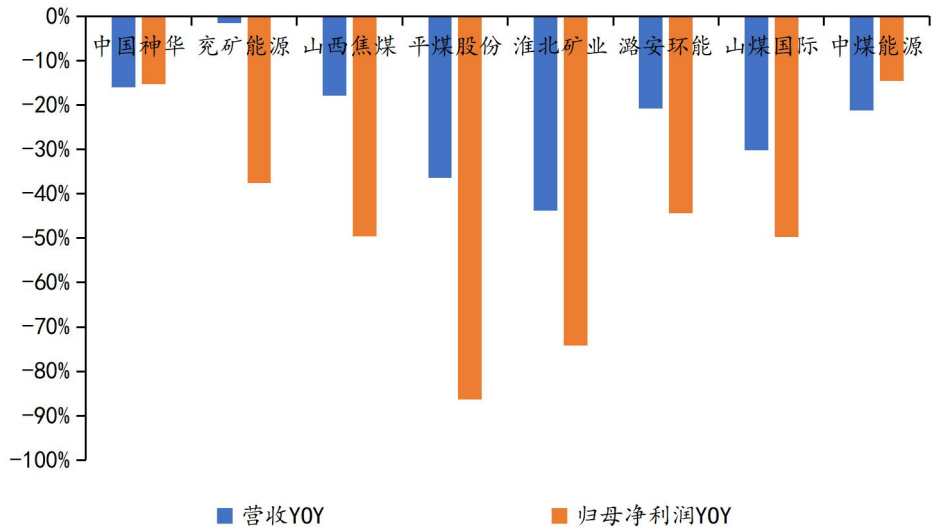
图表 25: 煤价波动小于市场价波动 (元/吨)



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

对比 2025Q1-3 可比公司营收和归母净利润变动情况, 公司业绩稳定性较高, 价格下行期受冲击较小。

图表 26: 2025Q1-Q3 可比公司营收和归母净利润变动 (%)



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

自 2016 年以来, 长协价随政策变化: **1) 2016-2017 年:** 11 月 8 日, 神华集团、中煤集团与中国华能、大唐集团、国电集团签订了电煤中长期协议, 确定 5500 大卡动力煤基准价为 535 元/吨。11 月 30 日, 国家发改委、国务院国资委印发《关于加强市场监管和公共服务保障煤炭中长期合同履行的意见》的通知, 支持中长期合同签订, 鼓励提高中长期合同比重。**2) 2018-2021 年:** 长协合同定价均为“基准价+浮动价”, 基准价维持 535 元/吨, 浮动价参考环渤海煤炭价格指数 (BSPI)、秦皇岛港煤炭价格指数 (CCTD)、中国沿海电煤采购价格指数 (CECI)。以 5500 大卡动力煤为例, 2021 年受市场行情变化, 浮动价参考的三指数均出现明显上涨, 长协价上涨较快。**3) 2022 年:** 基准价上调到 700 元/吨, 参考指标新增全国煤炭交易中心综合价格指数 (NCEI), 长协价格再次上涨。**4) 2023 年-2024 年:** 基准价下调到 675

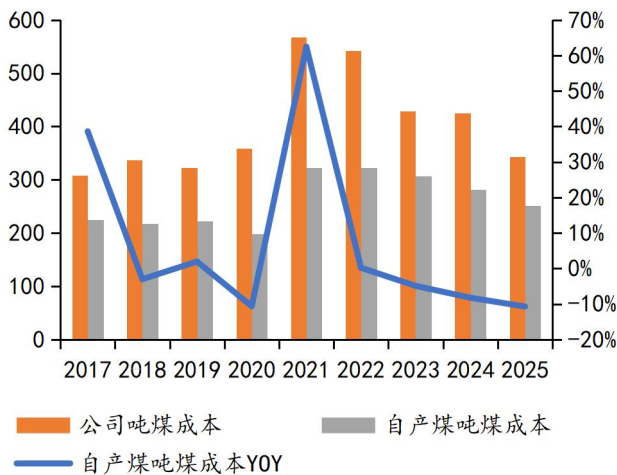


元/吨，浮动价减少了 CECI，长协价出现小幅下滑。5) 2025 年：基准价维持 675 元/吨，浮动价重新增加了 CECI。

2.3.2 成本毛利端：自产煤成本稳中向下，贡献主要毛利

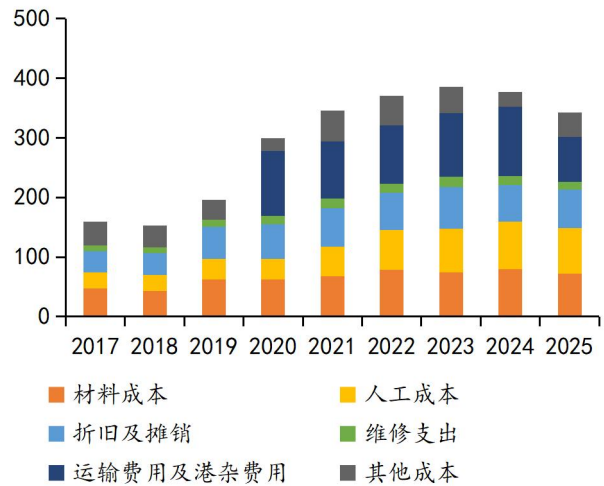
公司煤炭业务成本主要包括材料、人工、折旧及摊销、运输费用和港杂费用等。2021 年会计准则变更，为了履行客户合同而发生的运输费用、港杂费用等合同履行成本，从“销售费用”调整至“营业成本”，加上 2020 年疫情防控支持政策不再执行、人工成本明显上涨，2021 年开始吨煤成本明显上升。考虑可比性，我们主要看 2021 年后的成本变化情况：2022-2025 吨煤成本同比分别 -4.6%、-20.9%、-0.8%、-19.3%。其中，2022-2025 自产煤吨煤成本分别为 323、307、282、252 元/吨，同比分别 +0.2%、-4.9%、-8.2%、-10.7%，呈稳中下降趋势。

图表 27：近年自产煤吨煤成本稳中有降（元/吨）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 28：自产煤成本构成（元/吨）



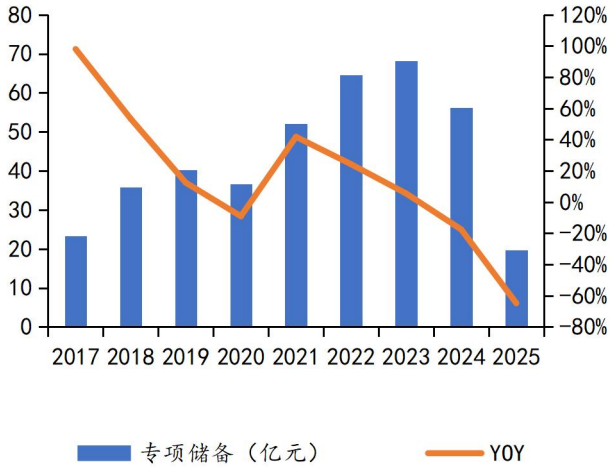
数据来源：公司公告，华福证券研究所

2017 年至 2023 年，公司历史专项储备呈上升态势，支撑成本下行，专项储备包括维简费、安全费、煤矿转产发展资金和可持续发展准备金，体现了公司对于成本的控制能力。2024 年因按计划使用了以前年度结余的专项基金 40.1 亿元，同时新计提 28.1 亿元，专项储备同比 -17.5%。

2024 年以来吨煤成本下降主要系公司持续优化生产组织，大力推动系统降本和科技降本，以及自产商品煤产量增加的摊薄效应。公司原煤生产工效除 2022 年和 2024 年，原煤生产工效因减少煤炭生产外包人员有所下降外持续上升，2025 已经显著回升至 35 吨/工。

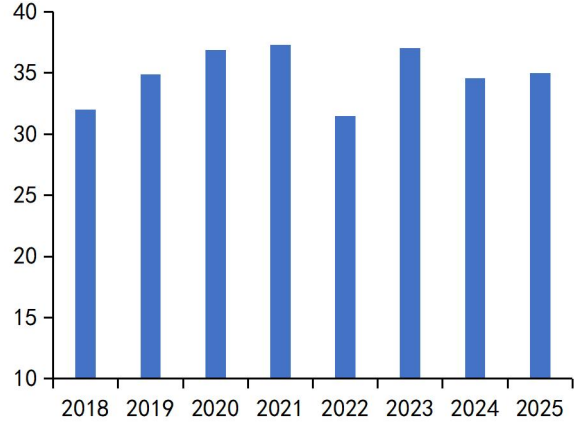


图表 29: 专项储备 (亿元)、YOY (%)



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 30: 原煤生产工效 (吨/工)



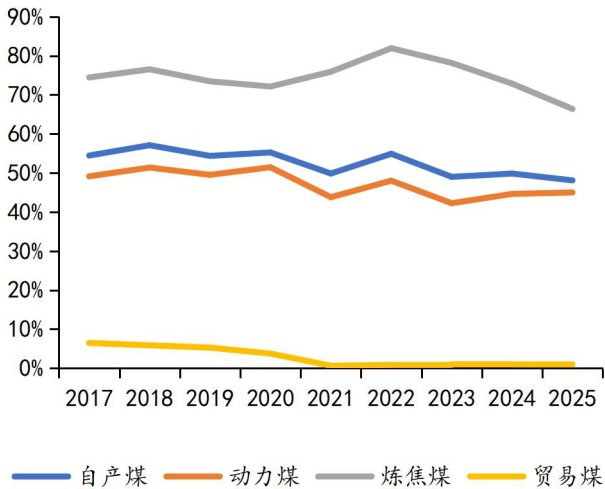
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2021-2025 煤炭业务毛利率分别为 17.5%、25.4%、24.9%、24.7%、27.1%，吨煤毛利分别为 120、184、142、139、127 元/吨，2022-2025 吨煤毛利同比分别+53.2%、-22.8%、-2.2%、-8.5%。2022 年毛利水平明显上涨主要系煤价上涨和毛利率极低（低于 1%）的贸易煤规模缩小，2023-2025 毛利水平下降主要受煤价下跌影响。

贸易煤对公司煤炭业务毛利贡献仅为 2%左右，煤炭毛利润主要来自于自产煤。2025 自产煤吨煤毛利 233 元/吨，同比-16.7%。

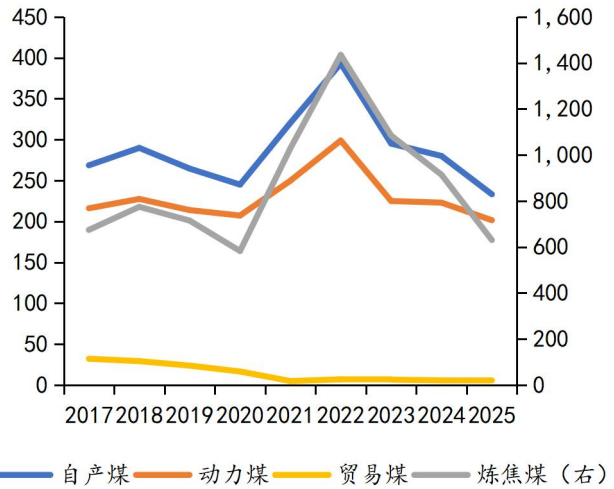
自产煤中动力煤利润贡献较高，炼焦煤毛利率水平较高。2021-2025 年动力煤毛利润占煤炭毛利润维持 68%-78%。2025 年动力煤吨煤毛利 201 元/吨，同比-9.6%，毛利率 45%；炼焦煤吨煤毛利 630 元/吨，同比-31.1%，毛利率 66%。

图表 31: 毛利率水平 (%)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 32: 吨煤毛利 (元/吨)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

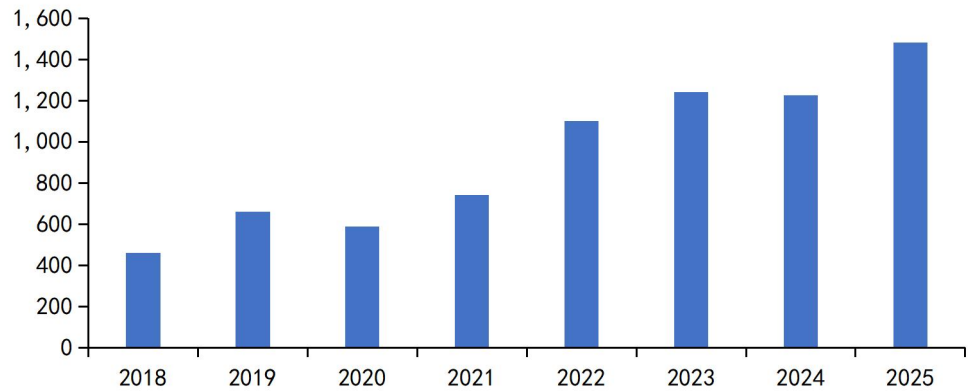


3 非煤业务：煤化电三位一体协同发展

3.1 依托矿区优势，煤化一体化布局

公司在产及在建煤化工项目均处煤炭资源富集区，当地已配置了煤炭资源，可实现煤炭、煤化工业务协同发展。比如陕西能源化工煤化工一期、二期位于陕西榆林地区，有 2023 年新投运的大海则煤矿；鄂尔多斯能源化工项目配套纳林河二号矿等；平朔集团劣质煤综合利用示范项目使用平朔矿区煤炭。2022 年公司煤炭内部自用 1101 万吨，其中蒙陕地区煤化工项目采购公司内部自产煤炭 842 万吨，2023-2025 分别消耗自产煤炭 1242、1225、1481 万吨，煤炭内部消耗量随着煤化工业务的发展呈上升趋势。煤价下行期，产业链的延长有助于公司平滑业绩波动，拓宽盈利空间。

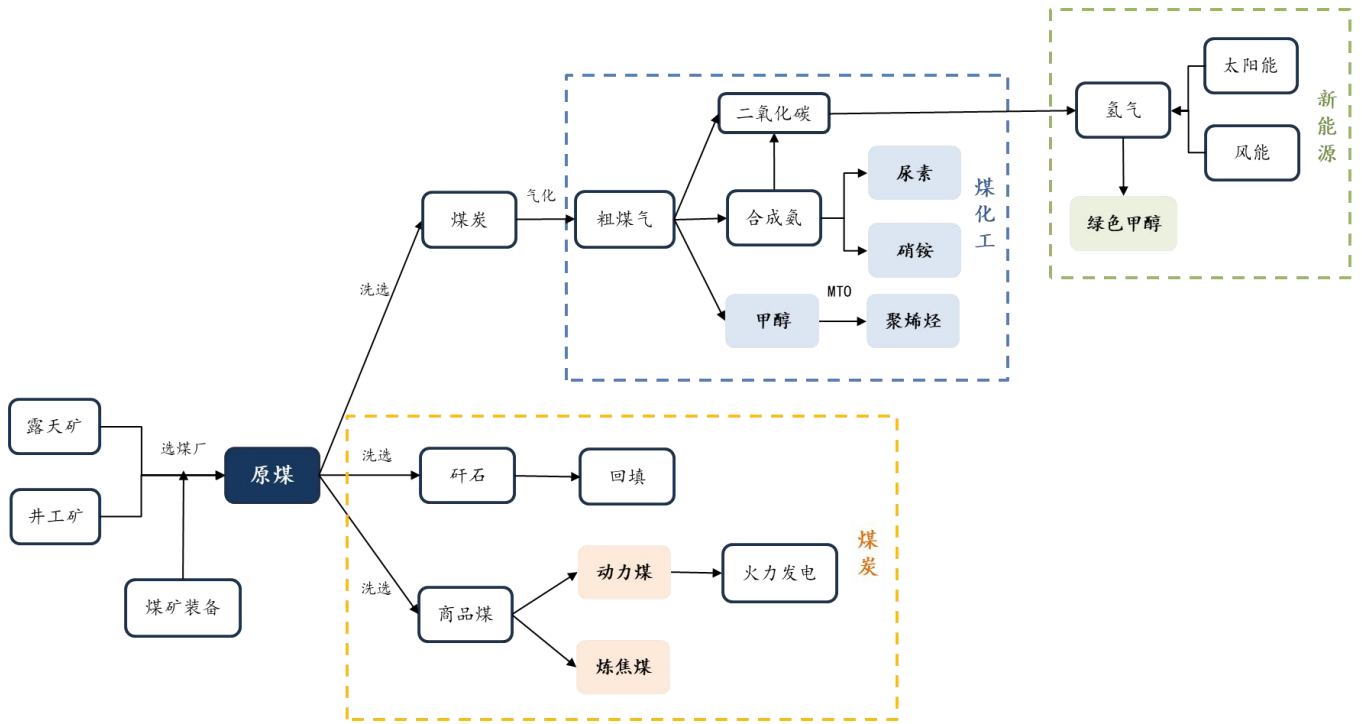
图表 33: 煤化工项目消耗自产煤炭 (万吨)



数据来源：公司公告，华福证券研究所

目前公司煤化工主要产品包括：1) 聚乙烯：主要用于工程塑料领域，制作混合农膜、包装膜、复合薄膜及管材等消耗品。2) 聚丙烯：主要用于工程塑料领域，制作纺织纤维、纺织膜丝线、编织袋、捆扎绳索、注塑等。3) 尿素：主要用于农业肥料和制作掺混肥（BB 肥），部分用于三聚氰胺和工业废气脱硝。4) 甲醇：主要用于塑料、染料、有机合成等工业生产。5) 硝酸铵：主要用于肥料及工业用和军用炸药，可用于杀虫剂、冷冻剂、氧化氮吸收剂，制造笑气、烟火等。

图表 34: 煤炭、煤化工生产流程



数据来源：公司公告、公司官网、鄂尔多斯市人民政府、中国电建，华福证券研究所

截至 2025 年，公司控股在产煤化工项目 6 个，产能 513 万吨/年；公司控股在产产能包括聚乙烯 60 万吨/年、聚丙烯 60 万吨/年、尿素 175 万吨/年、甲醇 160 万吨/年、硝酸铵 58 万吨/年：

- 1) 聚烯烃产能来自公司全资子公司陕西能源化工的煤化工一期（60 万吨/年）、鄂尔多斯能源化工的蒙大工程塑料项目（60 万吨/年）。
- 2) 尿素产能来自鄂尔多斯能源化工的图克化肥项目，是亚洲最大单体尿素工厂之一，消耗煤炭 520 万吨/年。
- 3) 甲醇产能来自鄂尔多斯能源化工的合成气制甲醇技术改造项目（100 万吨/年）、中煤远兴能源的蒙大煤制甲醇项目（60 万吨/年，配套纳林河二号矿）。
- 4) 硝酸铵产能来自平朔集团的劣质煤综合利用示范项目，以平朔矿区中低热值煤为原料。



图表 35: 煤化工控股在产产能情况 (截至 2025 年)

运营主体	项目名称	权益	产能 (万吨/年)				投产时间	位置
			聚烯烃	尿素	甲醇	硝酸		
陕西能源化工	煤化工一期	100%	60				2015 年初	陕西榆林
中煤远兴能源	蒙大煤制甲醇项目	75%			60		2013 年末	内蒙古鄂尔多斯
鄂尔多斯能源化工	图克化肥项目	100%		175			2014 年 H2	内蒙古鄂尔多斯 (图克厂区)
鄂尔多斯能源化工	蒙大工程塑料项目	100%	60				2017 年 8 月	内蒙古鄂尔多斯 (乌审召厂区)
鄂尔多斯能源化工	合成气制甲醇技术改造项目	100%			100		2021 年 H2	内蒙古鄂尔多斯 (图克厂区)
平朔集团	劣质煤综合利用示范项目	100%				58	2017 年	山西朔州
控股合计产能 (万吨/年)			120	175	160	58		

数据来源: 公司公告、各公司官网、乌审旗人民政府官网, 华福证券研究所

截至 2025 年, 公司参股在产煤化工项目 2 个, 产能包括聚烯烃 327 万吨/年、甲醇 720 万吨/年: 产能来自中天合创的煤炭深加工示范项目、延长榆能的煤油气资源综合利用一期。

图表 36: 煤化工参股在产产能情况 (截至 2025 年)

运营主体	项目名称	权益	产能 (万吨/年)				投产时间	位置
			聚烯烃	尿素	甲醇	硝酸		
中天合创	煤炭深加工示范项目	39%	137		360		2016 年 09 月	内蒙古鄂尔多斯
延长榆能	煤油气资源综合利用一期	16%	190		360		2015 年 08 月	陕西榆林
合计产能 (万吨/年)			327		720			

数据来源: 公司公告、各公司官网、人民网, 华福证券研究所

此外, 公司有 2 个在建的煤化工项目, 产能包括聚烯烃 90 万吨/年、甲醇 230 万吨/年:

1) 陕西能源化工煤化工二期: 公司推进榆林煤炭深加工基地项目 (二期), 规划建设 220 万吨/年甲醇及 90 万吨/年聚烯烃装置 (30 万吨高密度聚乙烯、60 万吨聚丙烯)。项目采用水煤浆气化及 DMTO-III (甲醇制烯烃) 工艺路线, 将煤炭资源转化为高附加值化工产品。同时对现有化工一期工程优化升级, 建设 25 万吨/年 LDPE/EVA 延链增链及配套工程项目, 可研概算投资 238.88 亿元, 预计 2026 年 12 月投产。项目承担半废锅流程和超大功率电机在化工领域应用两项国家示范任务。

2) 鄂尔多斯能源化工“液态阳光”项目: 10 万吨/年 CO₂ 加氢制甲醇, 总投资 44.74 亿元, 计划于 2026 年 11 月投产。项目利用太阳能、风能等可再生能源产生的电力电解制绿氢, 再将化工装置排放尾气提纯精制的二氧化碳与绿氢转化为甲醇, 实现规模化绿电绿氢消纳和二氧化碳资源化利用。该项目投产后, 较同等规模的煤制甲醇, 每年可减少煤炭消耗 14 万吨标准煤, 减排二氧化碳约 50 万吨, 示范引领作用显著。

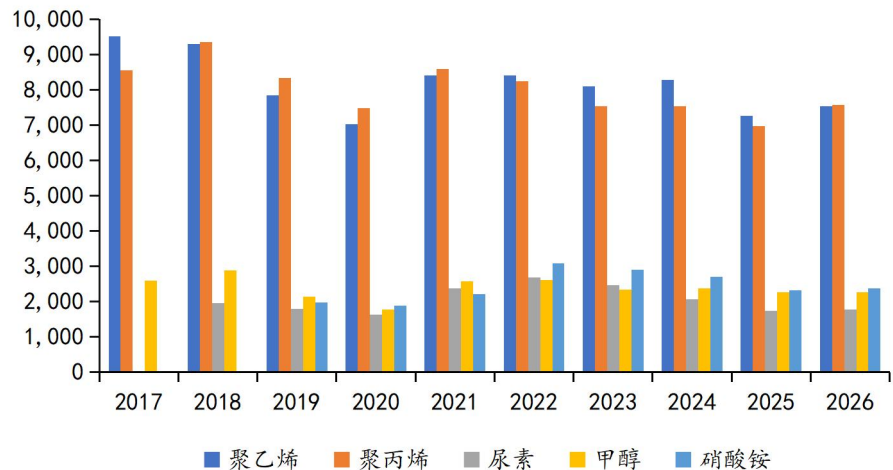

图表 37: 煤化工参股在建产能情况 (截至 2025 年)

运营主体	项目名称	权益	产能 (万吨/年)				投产时间	位置
			聚烯烃	尿素	甲醇	硝酸铵		
陕西能源化工	榆林煤炭深加工基地项目(烯烃二期)	100%	90		220		预计 2026 年 12 月投产	陕西榆林
鄂尔多斯能源化工	“液态阳光”项目	100%			10		预计 2026 年 11 月投产	内蒙古鄂尔多斯
合计产能 (万吨/年)			90		230			

数据来源: 公司公告、各公司官网、乌审旗发布, 华福证券研究所

3.2 产能持续投入下营收增长, 盈利能力不断提升

2020 年受宏观需求走弱及油价下行影响, 聚烯烃、甲醇等产品价格触底, 其中聚乙烯、聚丙烯价格一度降至 7000 元/吨左右。此后随着经济复苏及成本端支撑增强, 2021 年煤化工产品价格快速回升, 聚烯烃价格重回 8000 元/吨以上区间, 价格中枢较低点提升超过 1000 元/吨, 体现出较强的周期弹性, 甲醇、尿素、硝酸铵价格亦显著上行。2022-2025 年, 在需求边际走弱及供给释放影响下, 煤化工产品价格整体呈现高位震荡并阶段性回落。2026 年呈现企稳回升态势, 煤化工产品价格较低点已实现明显提升, 且价格弹性显著高于煤炭业务, 在煤价波动趋缓背景下, 煤化工板块有望成为公司盈利增长的重要驱动来源。

图表 38: 煤化工产品年均市场价 (元/吨)


数据来源: Wind, 华福证券研究所, 截至 2026 年 4 月

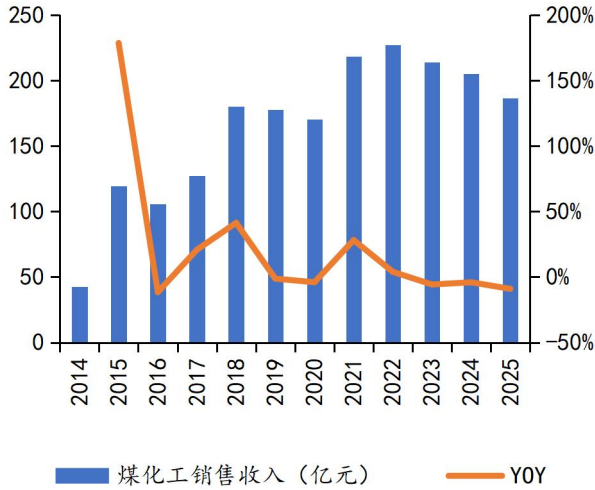
复盘历年煤化工业绩表现: 2015-2025 煤化工营业收入同比分别 +178%/-12%/+21%/+41%/-1%/-4%/+28%/+4%/-6%/-4%/-9%。总体看, 煤化工装置长期保持“安稳长满优”运行, 产量长期大于产能, 收入主要受产销量影响, 售价取决于煤化工产品市场价格: 2015 年收入增幅较大主要系聚烯烃和尿素产能投入; 2016 年收入下滑主要系煤制甲醇装置检修以及转让部分子企业; 2017-2018 年收入增长主



要系聚烯烃和硝酸铵产能投入；2021 年收入增长主要系甲醇产能投入。2019-2020 年、2023-2025 收入下滑均受煤化工产品价格下滑影响。

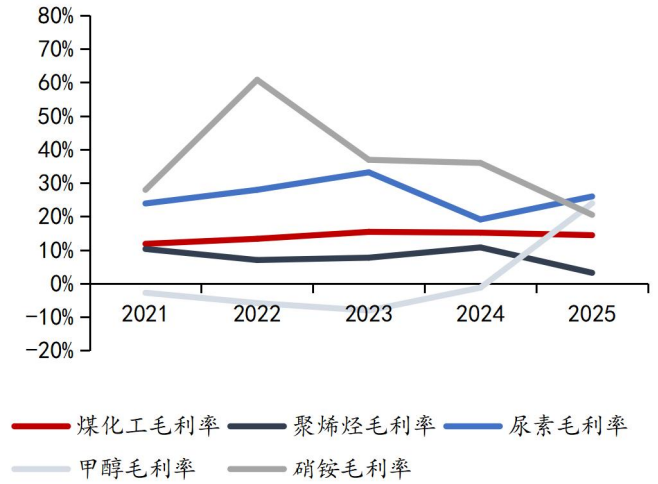
成本主要受原材料价格变动影响。2015-2025 煤化工毛利润同比分别 +436%/-16%/+5%/+25%/-2%/-15%/-30%/+17%/+9%/-6%/-14%，毛利率分别为 33%/32%/28%/24%/24%/22%/12%/13%/15%/15%/14%，2021 年开始毛利率显著下滑主要系成本会计政策变化。

图表 39: 煤化工销售收入 (亿元)、YOY(%)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 40: 煤化工及分品类毛利率 (%)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

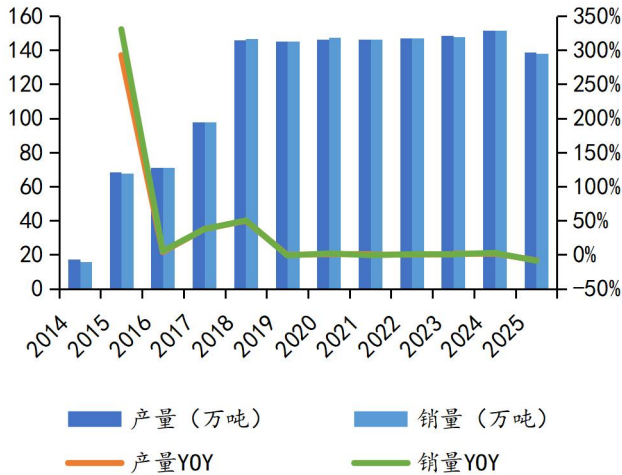
1) 聚烯烃: 收入占煤化工业务比重最高, 近年来随着其他煤化工项目投入占比有所下滑。2015、2017-2018 年销售收入增加迅速, 同比分别+175%/+51%/+58%, 主要系产能投入; 2021 年聚烯烃售价上涨, 带动营收同比+17%; 其余年份营收随产品价格波动。

聚烯烃 2015 年、2017-2018 年产销量明显增长, 产量同比分别+293%/+37%/+50%, 销量同比+331%/+37%/+50%。其他年份产销量基本持平。2015 年产销量上涨主要系榆林烯烃项目在 2015 年初转入生产; 2017-2018 年产销量上涨是因为蒙大工程塑料项目在 2017 年 8 月投入生产, 并在 2018 年进一步释放产能。

2025 聚烯烃产量 139 万吨, 同比-8.5%; 销量 138 万吨, 同比-9%; 单吨价格 6337 元/吨, 同比-9%; 实现营收 88 亿元、同比-17.5%。

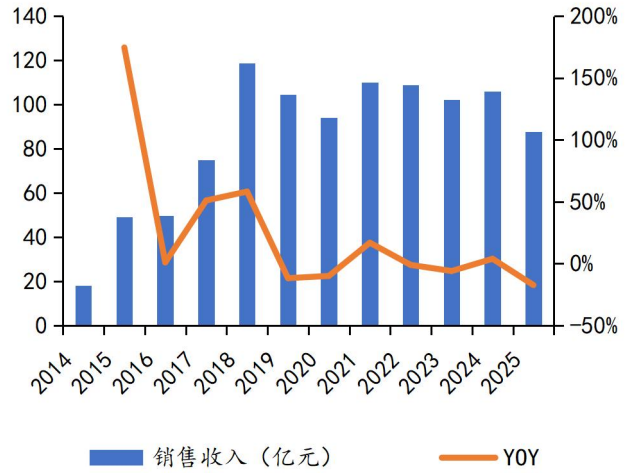


图表 41: 聚烯烃产销量(万吨)、YOY (%)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 42: 聚烯烃销售收入(亿元)、YOY (%)

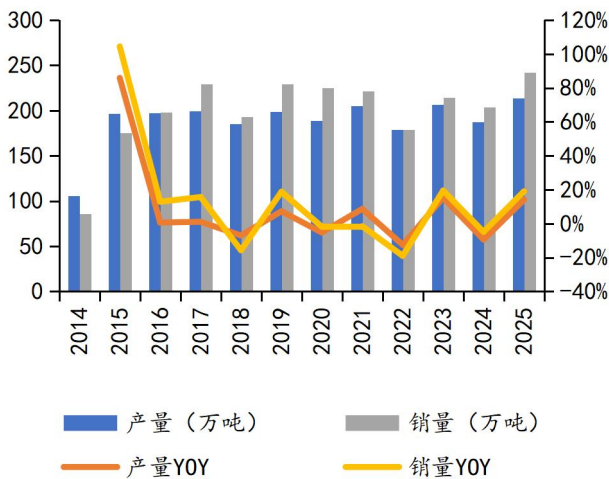


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2) 尿素: 图克化肥项目在 2014H2 转入生产, 2015 年尿素产量同比+86%、销量同比+104%, 带动营收同比+114%。2020 年鄂能化公司检修叠加国际油价暴跌, 使得营收同比-10%。2022 年灵石中煤化工有限责任公司项目停产改造(尿素销量包含买断中煤集团所属灵石中煤化工有限责任公司尿素产品), 尿素产量同比-13%、销量同比-19%, 在价格上涨的情况下, 营收仍然同比-5%; 其余年份营收随产品价格波动。

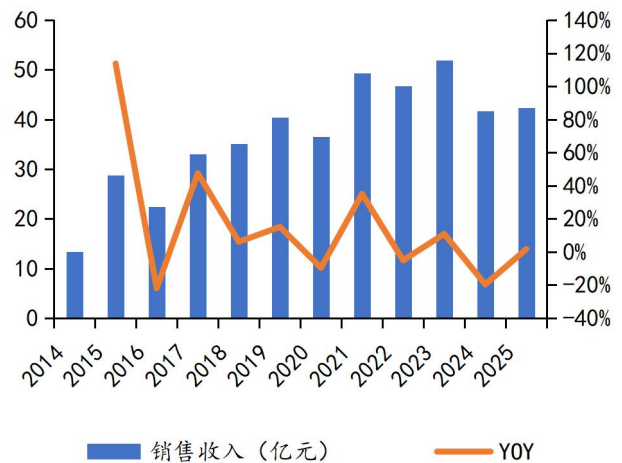
2025 尿素产量 213 万吨, 同比+14.1%; 销量 242 万吨, 同比+19%; 平均售价 1752 元/吨, 同比-14.4%; 实现营收 42 亿元、同比 1.7%。

图表 43: 尿素产销量(万吨)、YOY (%)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 44: 尿素销售收入(亿元)、YOY (%)



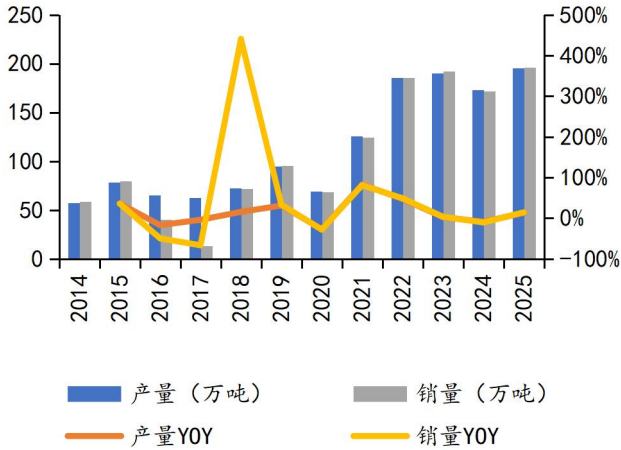
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3) 甲醇: 2015-2024 年销售收入同比分别 -1%/-48%/-52%/+489%/-12%/-38%/+154%/+54%/-6%/-10.1%。2015 年在售价同比-27%的情况下收入保持稳定主要系蒙大甲醇项目在 2014H2 转入生产, 2015 年持续释放产能, 产销量同比+36%。2016 年-2017 年收入明显下滑主要系煤制甲醇装置检修, 使得产销量显著下滑, 2018 年收入增长显著主要系售价上涨叠加煤制甲醇装置检修装置恢复。2019 年甲醇装置运行水平提升使产量同比+31%、销量同比+33%, 收入

下滑主要系售价同比-34%。2020年中煤远兴检修，产量同比-27%、销量同比-28%，同时国际油价暴跌等因素使得售价下跌，因此收入进一步下滑。2021年鄂能化的100万吨/年合成气制甲醇技术改造项目投产，叠加售价上涨，收入增幅明显；2023年收入随售价下跌。

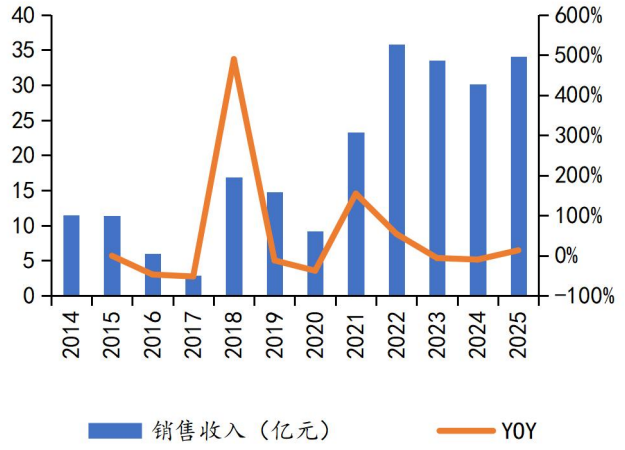
2025 甲醇产量 196 万吨，同比+13%；销量 196 万吨，同比+14.4%；平均售价 1737 元/吨，同比-1.1%；实现营收 34 亿元、同比+13.1%。

图表 45: 甲醇产销量 (万吨)、YOY (%)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 46: 甲醇销售收入 (亿元)、YOY (%)

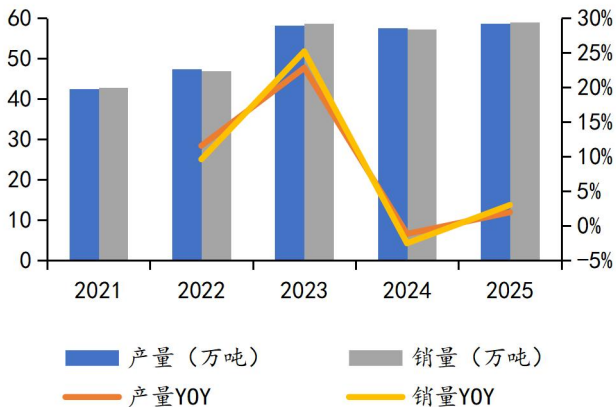


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

4) 硝铵: 2022-2024 年营收同比分别+50%/+11.3%/-14.5%，2023 年平朔能化公司顺利完成年度大修，硝铵产销量创历史新高。

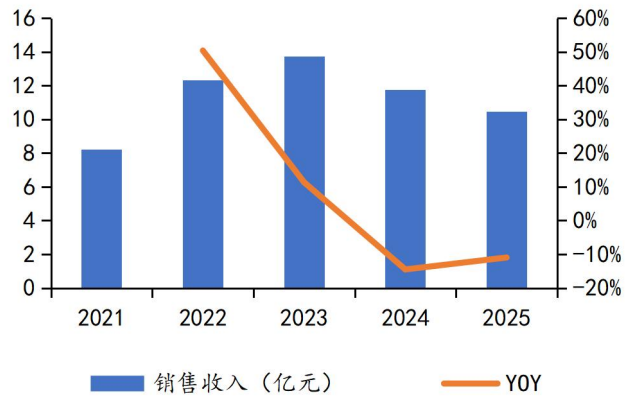
2025 硝铵产量 59 万吨，同比+1.9%；销量 59 万吨，同比+3%；平均售价 1776 元/吨，同比-13.53%；实现营收 10 亿元、同比-11%。

图表 47: 硝铵产销量 (万吨)、YOY (%)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 48: 硝铵销售收入 (亿元)、YOY (%)



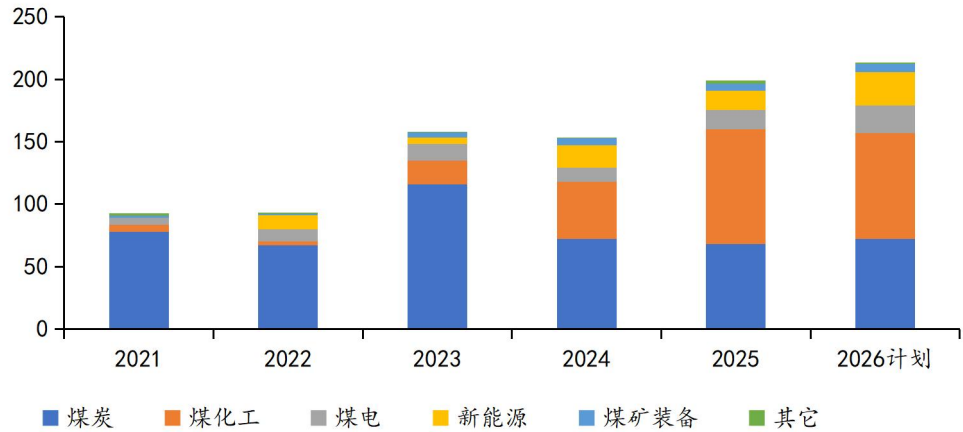
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所



3.3 持续推进煤电一体化

近年来，公司有序发展环保型坑口电厂和劣质煤综合利用电厂，推进煤电联营和煤电一体化，打造“煤炭-煤电-煤化工-新能源”致密产业链。看公司资本开支情况，公司持续投资煤电和新能源板块，2025 实际煤电投资 15.23 亿元、新能源投资 15.39 亿元；2026 年煤电计划投资 21.86 亿元、新能源计划投资 26.75 亿元。

图表 49：资本开支（亿元）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司已有 2 个煤电项目投产：1) 上海能源的大屯热电“上大压小”热电厂：设计规模 2×350 MW，两台机组分别于 2019 年 6 月 9 日、9 月 26 日并网运行。2) 平朔集团的安太堡低热值发电项目：设计规模 2×350 MW，已于 2025 年 1 月投入运行。

此外，公司另有 1 个煤电项目在建：西北能源化工的乌审旗煤电一体化项目，总投资 57.62 亿元，设计规模 2×660MW，预计 2027 年下半年投产。

图表 50：在产及在建煤电项目

所属公司	项目名称	权益	设计规模	主体位置	状态
上海能源	大屯热电“上大压小”热电厂	62%	2×350 MW	江苏徐州	两台机组分别于 2019 年 6 月 9 日、9 月 26 日并网运行
平朔集团	安太堡低热值发电项目	100%	2×350 MW	山西朔州	2025 年 1 月投产
西北能源化工	乌审旗煤电一体化项目	100%	2×660 MW	内蒙古鄂尔多斯	预计 2027 年下半年投产

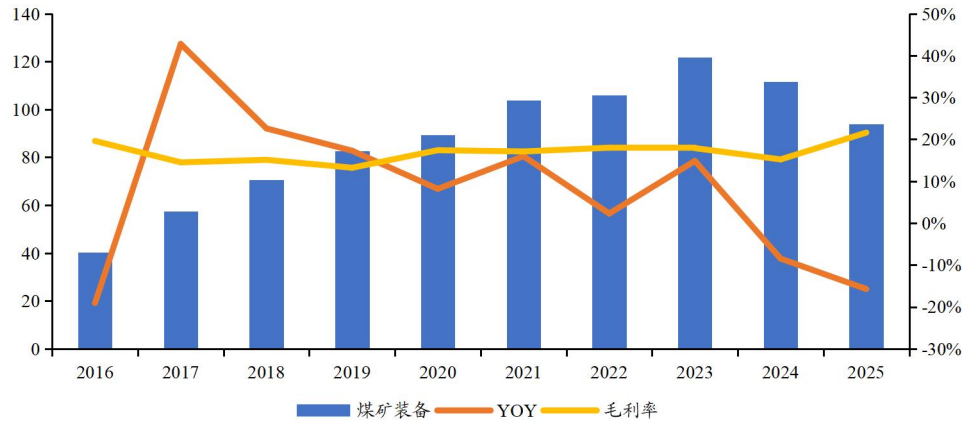
数据来源：公司公告、朔州市融媒体中心公众号、能源界、乌审发改，华福证券研究所

公司亦有期望受益于与集团煤电业务发展的协同作用。截至 2024 年底，公司已投运及在建电厂 44 座（含参股），主要分布在新疆、安徽、山西、甘肃、湖北等地区，其中控股总装机 4361 万千瓦，600MW 等级及以上火电机组占比 86.38%；参股电厂装机规模 262 万千瓦。

3.4 煤矿智能化下煤矿装备业务规模空间可期



公司装备企业坚持“改革、创新”双轮驱动，积极开拓市场，不断提升科技创新能力，煤矿设备全生命周期专业化服务业务成功落地，联储共备覆盖范围进一步扩大，支撑和服务能源保供能力不断提升。2025 完成煤机产值 92.1 亿元，其中主要输送类产品产值 46.1 亿元，同比-11.5%，主要支护类产品 39.5 亿元，同比-8.6%；煤矿装备营收 93.9 亿元，其中主要输送类产品营收 43.2 亿元、主要支护类产品 37.4 亿元。近年来毛利率呈相对稳定态势，2025 年毛利率为 22%。

图表 51：煤矿装备营收（亿元）、YOY（%）、毛利率（%）


数据来源：公司公告，华福证券研究所

煤矿装备需求有望增长。2024 年 4 月，国家矿山安监局发布《关于深入推进矿山智能化建设促进矿山安全发展的指导意见》，要求到 2026 年建立完整的矿山智能化标准体系，全国煤矿智能化产能占比不低于 60%，智能化工作面数量占比不低于 30%，智能化工作面常态化运行率不低于 80%，煤矿、非煤矿山危险繁重岗位作业智能装备或机器人替代率分别不低于 30%、20%。

4 连续中期分红

2018 年至今，公司资产负债率、债务资本化比率不断降低，2025 年资产负债率 45.8%，同比-0.5pct。凭借相对稳定的盈利水平、持续优化的债务，近年来现金分红总额逐年提升，从 2018 年的 10.3 亿元提升至 2025 年的 50.7 亿元。

2024 年 4 月 12 日，国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，强调强化上市公司现金分红监管，对多年未分红或分红比例偏低的公司限制大股东减持、实施风险警示，加大对分红优质公司的激励力度等。

2024 年 12 月 17 日，国务院国资委印发《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，强调：1) 稳定投资者回报预期：增强现金分红稳定性、持续性和可预期性，增加现金分红频次，优化现金分红节奏，提高现金分红比例。2) 完善增强投资者信心的制度安排：将股票回购增持作为一项长期性基础性工作，建立常态化股票回购增持机制。高度重视控股上市公司破净问题，将解决长期



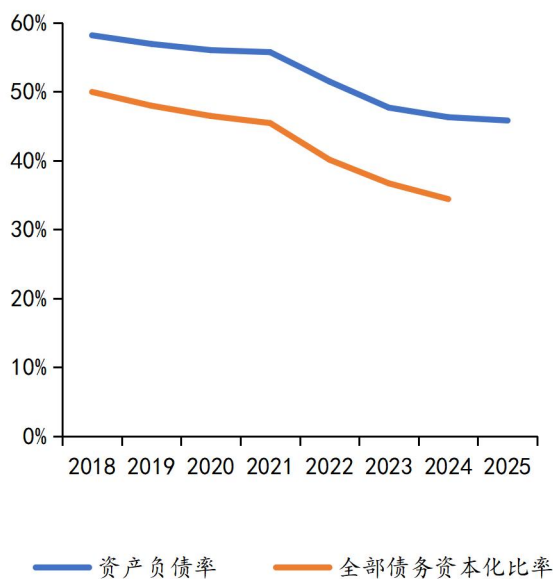
破净问题纳入年度重点工作。

2024年12月23日-24日，国务院国资委召开中央企业负责人会议，提出了2025年中央企业“一利五率”经营指标体系总体稳定、个别优化，“一利”指利润总额，用“营业收现率”替换“营业现金比率”，总要求是“一增一稳四提升”，即利润总额稳定增长，资产负债率保持总体稳定，净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业收现率同比提升。

为响应国家政策，公司于2024年6月13日发布《回报股东特别分红方案公告》，特别分红股利0.113元/股。于2024年8月24日发布《2024年中期利润分配方案公告》，首次进行中期分红，分红金额为2024H1归母净利润的30%，每股分派0.221元。于2025年3月22日发布《2024年年度利润分配方案公告》，2024年年度分红按照2024年归母净利润的35%共计派发63.5亿元（包括29.4亿元的中期分红）。2024年算上特别分红合计分红总额78.5亿元，每股分红0.59元，现金分红比例提升至40.6%。

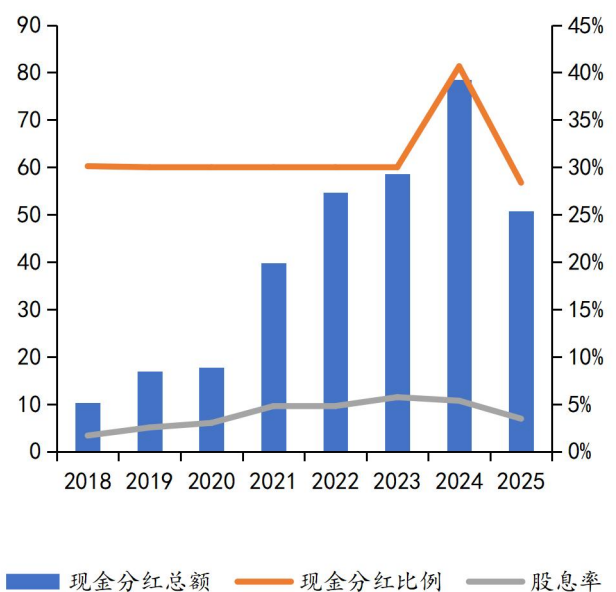
公司持续优化分红政策并提升股东回报水平，公司继续实施中期分红。2025年8月22日发布《2025年中期利润分配方案公告》，上半年实现归母净利润73.25亿元，按30%比例分红，对应分红金额约21.98亿元，每股派息0.166元。年度分红方面，2026年3月27日发布《2025年年度利润分配方案报告》公司2025年拟每股派发现金红利0.217元，对应年度分红金额约28.76亿元。综合中期及年度分红，公司全年现金分红总额约50.74亿元，每股分红0.38元，现金分红比例为28.4%。整体来看，公司分红规模保持较高水平，分红稳定性及持续性显著增强。

图表 52: 负债水平下降



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 53: 现金分红情况 (亿元)



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所



5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对 2026-2028 年业绩做出以下假设：

(1) 煤炭业务：

1) 产销量：2025 年没有新增产能，2023 年投产的煤矿在 2026-2028 年持续释放产量；里必煤矿及选煤厂项目预计 2027 年年底实现联合试运转，400 万吨/年产能将在 2028 年贡献产量；苇子沟煤矿及选煤厂项目预期在 2026 年年底联合试运转，240 万吨/年产能将在 2027 年贡献产量，2026-2028 年产量预计同比分别+2.2%、+2.3%、+3.7%。自产煤产销率长期维持 100%，2026-2028 年合计销量同比分别 0.2%、+0.6%、+1.4%。

2) 煤价：预计 2026 年自产煤吨煤售价 526 元/吨，同比+8.6%；2027-2028 年预期小幅上涨，同比分别+1.8%、1.7%。贸易煤吨煤售价预期亦随煤价变化，2026-2028 年，预计同比分别+8%、+2%、+2%。

图表 54：煤炭业务业绩预测

单位：亿元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
煤炭营业收入 (亿元)	1,627	1,607	1,204	1,296	1,326	1,367
YOY	-14.8%	-1.2%	-25.1%	7.7%	2.3%	3.1%
销量 (万吨)	28,494	28,483	25,580	25,639	25,801	26,171
YOY	8.4%	0.0%	-10.2%	0.2%	0.6%	1.4%
自产煤	13,391	13,763	13,636	13,810	14,130	14,650
YOY	11.3%	2.8%	-0.9%	1.3%	2.3%	3.7%
贸易煤	12,649	14,183	10,914	10,696	10,482	10,272
YOY	-1.3%	12.1%	-23.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
吨煤售价 (元/吨)	571	564	471	506	514	522
YOY	-21.4%	-1.2%	-16.6%	7.4%	1.7%	1.6%
自产煤	602	562	485	526	536	545
YOY	-15.9%	-6.7%	-13.7%	8.6%	1.8%	1.7%
贸易煤	644	583	492	531	542	553
YOY	-20.7%	-9.5%	-15.6%	8.0%	2.0%	2.0%
煤炭营业成本 (亿元)	1,221	1,211	878	927	928	934
YOY	-14.3%	-0.9%	-27.5%	5.6%	0.1%	0.6%
吨煤成本 (元/吨)	429	425	343	362	360	357
YOY	-20.9%	-0.8%	-19.2%	5.3%	-0.5%	-0.8%
煤炭毛利润 (亿元)	405	396	326	369	398	434
YOY	-16.3%	-2.2%	-17.8%	13.3%	8.0%	8.9%
毛利率	24.9%	24.7%	27.1%	28.5%	30.0%	31.7%

数据来源：公司公告，华福证券研究所



(2) 煤化工业务

1) 产销量: 2025 年没有新增产能投入, 2026 年 11 月预计投产的 10 万吨/年甲醇, 2026 年 12 月预计投产 30 万吨/年聚乙烯+60 万吨/年聚丙烯。硝酸产能利用率已达 100%, 其余均超产能水平, 历年产销率维持稳定。我们预期 2026-2028 年聚烯烃销量同比分别+0%/+52%/+9%, 尿素销量同比分别+0%/+0%/+0%, 甲醇销量同比分别-0%/+4%/+1%, 硝酸销量同比分别-1%/+0%/+0%。

2) 公司煤化工产品销售价格与市场价走势高度一致, 成本随原材料价格波动。

图表 55: 煤化工业务业绩预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
煤化工营业收入 (亿元)	214	205	187	205	263	279
YOY	-5.8%	-4.1%	-9.1%	9.7%	28.4%	6.4%
聚烯烃销量 (万吨)	148	152	138	139	211	229
YOY	0.7%	2.6%	-9.0%	0.4%	51.9%	8.5%
尿素销量 (万吨)	214	204	242	242	242	242
YOY	19.5%	-4.9%	18.8%	0.0%	0.0%	0.0%
甲醇销量 (万吨)	192	172	196	196	204	206
YOY	3.5%	-10.6%	14.4%	-0.4%	4.1%	1.0%
硝酸销量 (万吨)	59	57	59	59	59	59
YOY	25.2%	-2.6%	3.0%	-0.5%	0.0%	0.0%
聚烯烃平均销价 (元/吨)	6,906	6,991	6,337	7,100	7,142	7,208
YOY	-6.7%	1.2%	-9.4%	12.0%	0.6%	0.9%
尿素平均销价 (元/吨)	2,423	2,047	1,752	1,840	1,858	1,877
YOY	-7.2%	-15.5%	-14.4%	5.0%	1.0%	1.0%
甲醇平均销价 (元/吨)	1,748	1,757	1,737	1,911	1,930	1,949
YOY	-9.5%	0.5%	-1.1%	10.0%	1.0%	1.0%
硝酸平均销价 (元/吨)	2,341	2,054	1,776	1,883	1,883	1,883
YOY	-11.1%	-12.3%	-13.5%	6.0%	0.0%	0.0%
煤化工营业成本 (亿元)	181	174	160	163	215	229
YOY	-8.0%	-3.8%	-8.3%	2.0%	31.8%	6.6%
煤化工毛利润 (亿元)	33	31	27	42	48	51
YOY	8.8%	-5.6%	-13.6%	54.8%	15.3%	5.2%
毛利率	15.4%	15.2%	14.4%	20.4%	18.3%	18.1%

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

综上，我们预计公司 2026-2028 年收入增速分别为+8.9%、+7.5%、+3.1%，归母净利润增速分别为+18.2%、+10.9%、+10%。

图表 56: 盈利预测

单位: 亿元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,930	1,894	1,481	1,613	1,733	1,786
YOY	-12.5%	-1.9%	-21.8%	8.9%	7.5%	3.1%
煤炭	1,627	1,607	1,204	1,296	1,326	1,367
YOY	-14.8%	-1.2%	-25.1%	7.7%	2.3%	3.1%
煤化工	214	205	187	205	263	279
YOY	-5.8%	-4.1%	-9.1%	9.7%	28.4%	6.4%
煤矿装备	122	112	94	96	98	100
YOY	14.8%	-8.5%	-15.7%	2.0%	2.0%	2.0%
金融	24	25	22	22	22	22
YOY	2.3%	2.7%	-12.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	82	74	101	121	158	158
YOY	8.6%	-10.7%	37.5%	20.0%	30.0%	0.0%
分部间抵销	-140	-128	-127	-127	-133	-140
YOY	-2.5%	8.0%	1.1%	0.0%	5.0%	5.0%
毛利润	484	471	407	473	517	555
YOY	-12.7%	-2.7%	-13.6%	16.1%	9.4%	7.4%
毛利率	25.1%	24.9%	27.5%	29.3%	29.8%	31.1%
煤炭毛利率	24.9%	24.7%	27.1%	28.5%	30.0%	31.7%
煤化工毛利率	15.4%	15.2%	14.4%	20.4%	18.3%	18.1%
煤矿装备毛利率	17.9%	17.5%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%
金融毛利率	57.2%	62.4%	65.9%	65.9%	65.9%	65.9%
其他毛利率	14.3%	14.6%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%
归母净利润	195	193	179	211	234	258
YOY	7.1%	-1.3%	-7.3%	18.2%	10.9%	10.0%
归母净利率	10.1%	10.2%	12.1%	13.1%	13.5%	14.4%

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

5.2 投资建议

我们认为中煤能源凭借丰富的煤炭资源和较高的长协比例，具备稳定的盈利能力，叠加分红意愿的提升，在煤价下行期、经济复苏尚不明朗和低利率环境仍将延续的现阶段具有较高价格。此外，公司打造煤-化-电一体化产业链，建设新增产能，成长空间可见。

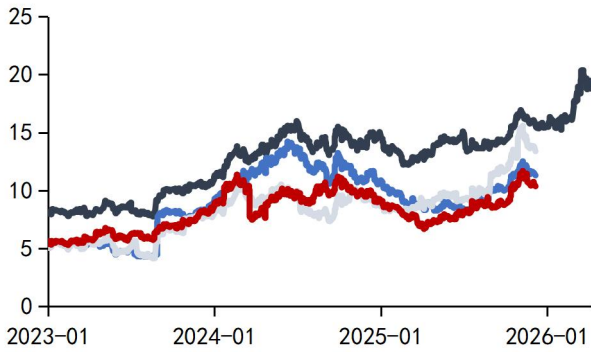
与可比公司相比，公司当前 PE、PB 估值处于相对较低水平，考虑其资源禀赋及一体化优势，估值存在一定修复空间。参考可比公司 2026 年平均 PE 为 15.1，我们给予公司 26 年 15.1 倍 PE 的估值，对应目标价 24.09 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 57: 可比公司估值表 (截至 2026 年 4 月 29 日)

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)					PE (倍)			
		2026/4/29	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
601088.SH	中国神华	48.0	2.66	2.62	2.73	2.98	15.6	18.3	17.6	16.1	
601225.SH	陕西煤业	26.1	1.73	2.05	2.23	2.36	10.8	12.7	11.7	11.1	
600188.SH	兖矿能源	23.2	0.84	1.62	1.70	1.94	13.0	14.3	13.6	11.9	
平均值							13.1	15.1	14.3	13.0	
601898.SH	中煤能源	18.71	1.35	1.59	1.77	1.95	13.9	11.7	10.6	9.6	

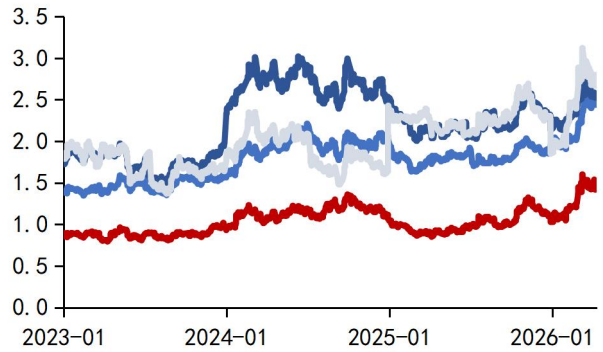
数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 58: 可比公司 PE



— 中国神华 — 陕西煤业 — 兖矿能源 — 中煤能源
数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 59: 可比公司 PB



— 中国神华 — 陕西煤业 — 兖矿能源 — 中煤能源
数据来源: Wind, 华福证券研究所

6 风险提示

1) 政策变动: 能源或煤炭政策变动会直接影响供需, 环保、安监政策调整也会影响公司生产, 从而影响公司业绩。

2) 宏观经济波动: 经济波动会影响煤炭和化工品的供需和价格, 从而影响公司业绩。

3) 煤矿建设进度不及预期: 里必和苇子沟煤矿仍在建设中, 工期较长, 期间不可控因素较多, 比如施工期间原材料及设备价格上涨、贷款利率调高等, 施工进度也可能因突发情况延后, 从而影响产量贡献。

4) 安全事件: 煤炭生产存在安全隐患, 施工时因不可预见或操作、管理等人为因素等因素都可能引发事故, 从而产生亏损。



图表 60: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	88,717	105,541	143,968	184,496	营业收入	148,057	161,283	173,309	178,623
应收票据及账款	7,316	6,783	6,020	5,705	营业成本	107,357	114,013	121,612	123,085
预付账款	2,300	1,710	1,824	1,846	税金及附加	7,218	7,863	8,449	8,709
存货	6,995	6,691	7,264	7,381	销售费用	1,060	1,155	1,241	1,279
合同资产	2,457	2,026	2,335	2,467	管理费用	5,303	5,777	6,208	6,398
其他流动资产	9,516	4,977	5,484	5,705	研发费用	886	965	1,037	1,069
流动资产合计	114,845	125,702	164,561	205,133	财务费用	2,003	2,205	2,141	1,928
长期股权投资	34,515	34,515	34,515	34,515	信用减值损失	-73	-120	-97	-108
固定资产	122,746	140,988	150,299	140,702	资产减值损失	-124	-294	-209	-252
在建工程	26,266	17,703	1,422	1,322	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	52,785	53,912	53,072	52,456	投资收益	2,219	2,219	2,219	2,219
商誉	6	6	6	6	其他收益	321	321	321	321
其他非流动资产	19,091	19,172	19,238	19,305	营业利润	26,582	31,432	34,854	38,335
非流动资产合计	255,410	266,296	258,552	248,307	营业外收入	178	178	178	178
资产合计	370,254	391,998	423,112	453,440	营业外支出	171	171	171	171
短期借款	1,046	609	710	857	利润总额	26,589	31,438	34,861	38,342
应付票据及账款	24,275	19,218	21,042	21,677	所得税	4,750	5,616	6,227	6,849
预收款项	0	0	0	0	净利润	21,839	25,822	28,634	31,493
合同负债	2,363	2,903	3,120	3,215	少数股东损益	3,956	4,677	5,186	5,704
其他应付款	6,159	6,159	6,159	6,159	归属母公司净利润	17,884	21,145	23,447	25,788
其他流动负债	73,599	76,584	79,871	80,625	EPS (按最新股本摊薄)	1.35	1.59	1.77	1.95
流动负债合计	107,442	105,473	110,901	112,533					
长期借款	37,574	37,624	37,554	37,634					
应付债券	7,295	7,295	7,295	7,295					
其他非流动负债	17,328	17,328	17,328	17,328					
非流动负债合计	62,197	62,247	62,177	62,257					
负债合计	169,638	167,720	173,078	174,790					
归属母公司所有者权益	160,133	179,118	199,688	222,599					
少数股东权益	40,483	45,160	50,346	56,051					
所有者权益合计	200,616	224,278	250,035	278,650					
负债和股东权益	370,254	391,998	423,112	453,440					

现金流量表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	29,792	42,903	46,261	45,013
现金收益	34,543	38,949	43,060	46,349
存货影响	748	304	-573	-117
经营性应收影响	1,314	1,418	858	545
经营性应付影响	-6,890	-5,057	1,824	635
其他影响	75	7,289	1,093	-2,399
投资活动现金流	-30,925	-20,611	-2,847	94
资本支出	-17,666	-21,727	-4,475	-2,616
股权投资	-2,704	0	0	0
其他长期资产变化	-10,555	1,117	1,628	2,711
融资活动现金流	-4,046	-5,468	-4,987	-4,578
借款增加	6,875	-387	31	227
股利及利息支付	-11,211	-6,851	-7,005	-7,170
股东融资	23	0	0	0
其他影响	267	1,770	1,986	2,364

主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	-21.8%	8.9%	7.5%	3.1%
EBIT 增长率	-15.8%	17.7%	10.0%	8.8%
归母公司净利润增长率	-7.4%	18.2%	10.9%	10.0%
获利能力				
毛利率	27.5%	29.3%	29.8%	31.1%
净利率	14.8%	16.0%	16.5%	17.6%
ROE	8.9%	9.4%	9.4%	9.3%
ROIC	12.5%	13.4%	13.4%	13.2%
偿债能力				
资产负债率	45.8%	42.8%	40.9%	38.5%
流动比率	1.1	1.2	1.5	1.8
速动比率	1.0	1.1	1.4	1.8
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	19	16	13	12
存货周转天数	25	22	21	21
每股指标 (元)				
每股收益	1.35	1.59	1.77	1.95
每股经营现金流	2.25	3.24	3.49	3.39
每股净资产	12.08	13.51	15.06	16.79
估值比率				
P/E	14	12	11	10
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	4	4	3	3

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券股份有限公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn