

煤炭

2025年03月25日

中煤能源 (601898)

——国有煤炭龙头企业，高分红彰显公司价值

增持 (首次评级)

研报摘要:

- 国有煤炭龙头企业，煤炭资源丰富。**中国中煤能源股份有限公司是中国中煤能源集团有限公司于2006年8月22日独家发起设立的股份制公司。2006年12月公司在香港成功上市，2008年2月发行A股。公司是集煤炭生产和贸易、煤化工、发电、煤矿装备制造四大主业于一体的大型能源企业。公司煤炭资源储量高达266.5亿吨，仅次于中国神华和兖矿能源；总可采储量为138.71亿吨，在行业内位居第一。
- 以煤炭为主业，多业务协同发展。**公司拥有业内领先的煤炭资源、多样化的煤炭产品以及现代化煤炭开采、洗选和混配生产技术工艺。公司资源储量分布在山西、内蒙古和陕西等主产区，公司拥有优质的动力煤和炼焦煤矿产，主要用作发电、化工和钢铁生产，除了自产煤外公司还通过煤炭贸易提高公司收入及市场占比。除了煤炭业务之外，公司主要业务还包括煤化工、发电、装备制造和金融，多业务相辅相成，协同发展。
- 公司盈利能力稳定。**在煤炭产品价格下行的背景下，公司销售毛利率、销售净利率较稳定。除2021年以外，公司销售毛利率保持在25%-30%左右。根据公司发布的2024年年报，2024年公司为24.88%，与2023年略有下滑，但表现优于同业企业。主要原因是公司大力提质挖潜，严控成本费用。销售净利率方面，公司2018-2023年整体呈上升趋势，2024年公司销售净利率为13.18%，较2023年底下滑0.36pct。
- 高分红比例彰显公司价值。**2024年，公司的分红政策再次升级。除了年度现金分红外，公司还实施了中期分红和特别分红，整体现金分红率从2023年的30%大幅提升至40.65%。这一举措不仅体现了公司在经营过程中良好的现金流管理能力，也彰显了公司对股东利益的积极回馈。按照2025年3月24日的收盘价计算，A股/H股股息率分别达到了5.7%/7.7%，显示出较高的投资价值。
- 盈利预测与估值。**尽管2025年煤价预计将继续呈现下行走势，但综合来看，预计2025-2027年公司归母净利润分别为204.72亿元、216.57亿元、223.39亿元，对应2025年3月24日收盘价的PE分别为6.63、6.26、6.07倍。鉴于公司资源优质、规模领先，业绩展现出较好的韧性，且股息分红率不断提升，综合以上因素，维持对公司的“增持”评级。
- 风险提示。**(1) 煤炭产品价格下跌超预期；(2) 煤炭长协议机制出现大幅调整；(3) 在建工程进度低于预期；(4) 安全事故风险。

市场数据

2025年03月24日

收盘价(元)	10.41
一年内最高/最低(元)	14.75/9.89
市净率	0.9086
股息率(分红/股份)	10.81
流通A股市值(百万元)	95,272
上证指数/深证成指	3,370.03/10,695.49

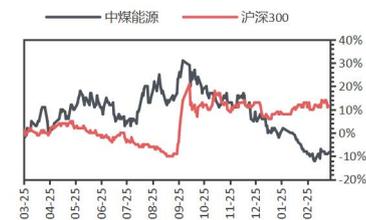
注：“股息率”以最近1年已公布分红计算

基础数据

2024年12月31日

每股净资产(元)	11.46
资产负债率%	46.29
总股本/流通A股(百万)	13,259/9,152
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



证券分析师

杨鹏 13393033373
S0400522100001
yangpeng@cdzq.com

财务数据及盈利预测

报告期	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	192,968.83	189,398.75	185,591.84	190,138.84	194,626.12
营业收入增长率(%)	-12.52	-1.85	-2.01	2.45	2.36
归母净利润(百万元)	19,534.05	19,322.94	20,472.47	21,657.12	22,339.27
归母净利润增长率(%)	7.09	-1.08	5.95	5.79	3.15
每股收益(元/股)	1.47	1.46	1.54	1.63	1.68
PE	6.96	7.01	6.63	6.26	6.07
PB	0.94	0.89	0.78	0.70	0.63
EV/EBITDA	4.47	4.90	2.45	1.97	1.61
ROE(%)	14.09	12.98	12.37	11.44	10.55

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

目录

1. 国有大型煤炭企业，多元化协同发展	4
1.1 国有大型煤炭企业，各项业务持续增长	4
1.2 以煤炭为支柱产业，多业务协同发展	5
1.3 煤炭价格持续低迷，但公司盈利能力稳定	6
1.4 公司费用控制能力较强，抗风险能力良好	8
1.5 高分红比例彰显公司价值	9
2. 长协议价格稳定业绩，新增产能带来弹性	10
2.1 煤炭储量丰富，产能持续增长	10
2.2 高长协占比稳业绩，成本控制边际改善	12
3 煤化工业务稳步增长，为公司盈利能力提供保障	13
3.1 煤化工产能广泛布局，新能源项目协同推进	13
3.2 产销量增长，成本下降，未来可期	14
4 煤矿装备制造高端化，市场占有率高	16
5 煤电一体化+新能源协同发展	17
6 盈利预测与估值	18
7 风险提示	18

图表目录

图 1 : 公司发展历程情况	4
图 2 : 公司股权结构情况	5
图 3 : 公司下游产业构成情况	6
图 4 : 公司主营业务构成情况	6
图 5 : 公司营业收入变化情况	7
图 6 : 公司归母净利润变化情况	7
图 7 : 公司销售毛利率及净利率变化情况	7
图 8 : 公司主营业务毛利占比情况	8
图 9 : 公司各项费用率变化情况	8
图 10 : 公司经营性现金流变化情况	9
图 11 : 公司股息率变化情况	10
图 12 : 公司煤化工产值变化情况	15
图 13 : 公司煤矿装备业务产值变化情况	16
图 14 : 公司出口整套设备外观	17
图 15 : 大功率转载机外观	17
表 1 : 同业公司煤炭企业资源情况对比	11
表 2 : 公司下属煤矿情况	11
表 3 : 公司参股煤矿情况	12
表 4 : 公司主要品种煤炭价格	12
表 5 : 公司自产商品煤成本构成情况	13
表 6 : 公司煤化工业务开展情况	14
表 7 : 公司电力业务项目	17

1. 国有大型煤炭企业，多元化协同发展

1.1 国有大型煤炭企业，各项业务持续增长

中国中煤能源股份有限公司是中国中煤能源集团有限公司于2006年8月22日独家发起设立的股份制公司。2006年12月公司在香港成功上市，2008年2月发行A股。公司是集煤炭生产和贸易、煤化工、发电、煤矿装备制造四大主业于一体的大型能源企业，致力于建设具有较强国际竞争力的清洁能源供应商，成为安全绿色生产的领航者、清洁高效利用的示范者、提供优质服务的践行者，创造企业发展的经济、社会和环境综合价值。

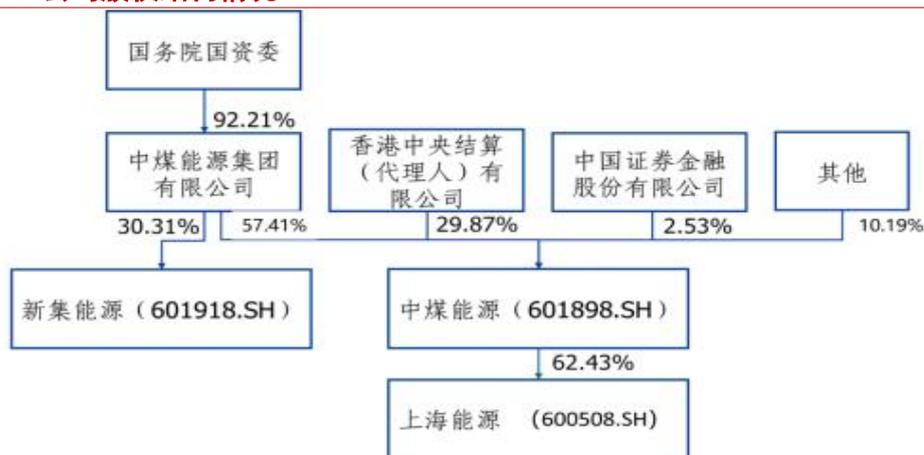
公司隶属于世界500强企业中国中煤集团下的核心上市公司。中煤集团前身是1982年成立的中国煤炭进出口总公司，主营业务包括煤炭、煤化工、电力、煤矿装备等，目前可控煤炭资源储量超过770亿吨，生产及在建煤矿70余座，煤炭产能达到3亿吨规模，煤化工总产能超过1000万吨，电力板块总装机容量超过5000万千瓦，煤矿装备业务位列全国前五，综合实力较强。

图 1：公司发展历程情况

2006年8月22日	2006年12月19日	2008年2月1日	2008年4月28日
中国中煤能源股份有限公司成立	于香港证券交易所上市	于上海证券交易所上市	收购山西中煤东坡煤业有限公司100%股权，中国煤炭工业秦皇岛进出口有限公司5%股权
2010年4月23日	2013年3月16日	2017年10月28日	2018年8月22日
收购徐州四方铝业集团有限公司100%股权	收购山西中新唐山沟煤业有限责任公司80%股权，中国煤炭销售运输有限公司100%股权	收购平朔工业集团有限责任公司29.02%股权	收购国投晋城能源投资有限公司100%股权
2019年8月24日	2021年10月28日	2021年12月18日	2024年3月21日
收购山西中煤平朔东日升煤业有限公司100%股权	收购平朔工业集团有限责任公司100%股权	收购中煤京闽（福建）工贸有限公司56%股权	收购中煤财务有限责任公司部分股权

资料来源：公司公告，财达研究

图 2：公司股权结构情况



资料来源：公司公告，财达研究

1.2 以煤炭为支柱产业，多业务协同发展

公司拥有业内领先的煤炭资源、多样化的煤炭产品以及现代化煤炭开采、洗选和混配生产技术工艺。公司资源储量分布在山西、内蒙古和陕西等主产区，公司拥有优质的动力煤和炼焦煤矿产，主要用作发电、化工和钢铁生产，除了自产煤外公司还通过煤炭贸易提高公司收入及市场占比。除了煤炭业务之外，公司主要业务还包括煤化工、发电、装备制造和金融，多业务相辅相成，协同发展。

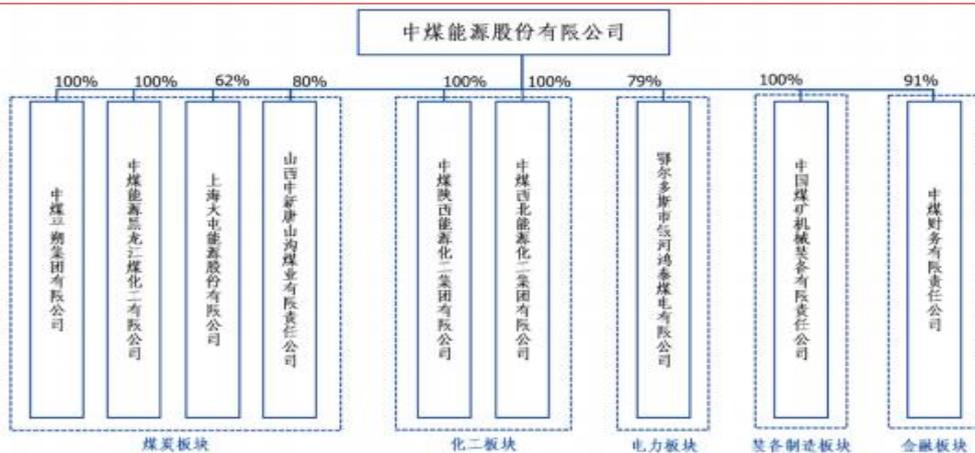
煤炭产业方面，公司坐拥山西平朔、内蒙古鄂尔多斯、山西乡宁及晋城等战略矿区，分别为动力煤、优质炼焦煤及无烟煤的主要来源，配备高效物流体系连接煤炭港口，确保资源竞争优势与持续发展潜力。

煤化工产业方面，专注于煤制烯烃与煤制尿素等领域，主要分布在内蒙古、陕西、山西等省区，维持行业标杆的高效稳定生产状态。

发电产业方面，公司战略性布局山西、江苏、新疆等地，侧重环保坑口电厂与劣质煤高效利用，通过煤电联营模式，强化成本控制与资源循环利用，提升产业综合效益。

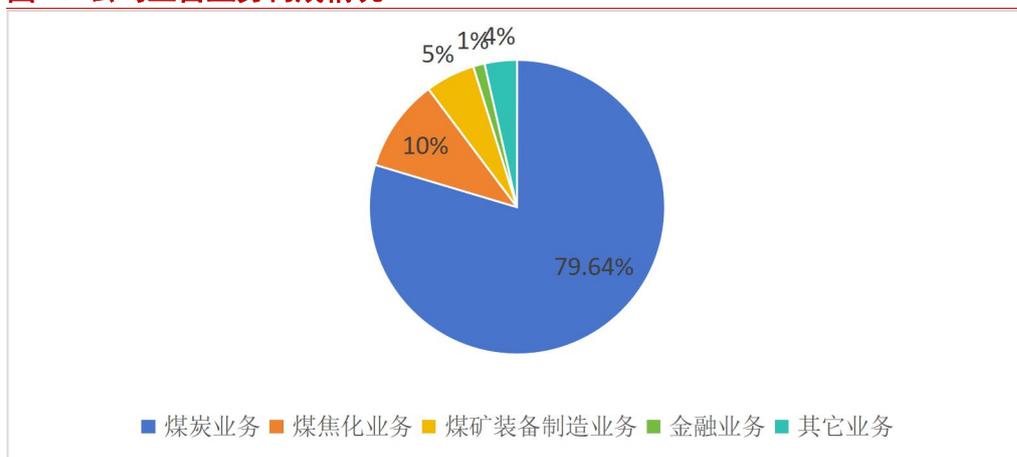
在装备制造领域，公司领跑国内煤矿装备市场，提供综采综掘装备成套解决方案，智能化、成套化产品技术及市场占有率均居业界前列，加速煤矿机械化与智能化进程。

图 3：公司下游产业构成情况



资料来源：公司公告，财达研究

图 4：公司主营业务构成情况



资料来源：公司公告，财达研究

1.3 煤炭价格持续低迷，但公司盈利能力稳定

煤价阶段下跌致公司业绩下滑。2018-2021 年，公司营收及归母净利润持续上升；2022 年，由于公司买断贸易煤销量大幅减少，公司营业收入 2205.77 亿元，同比下降 8.03%；2023 年，公司采取成本精细化管理等措施使自产商品煤销售成本下降，在营收下降 276.08 亿元的情况下，归母净利润仍从 182.41 亿元上升至 195.34 亿元。2024 年，受煤炭价格下降影响，公司实现营业收入 1893.99 亿元，同比减少 1.85%；归母净利润 193.23 亿元，同比减少 1.08%。

2024 年，公司完成商品煤产量 13757 万吨，同比增长 2.5%；自产商品煤销量 13763 万吨，同比增长 2.8%。公司煤炭业务营业收入 1607 亿元同比下滑 1.2%。煤炭业务营收占比为 84.51%，同比下滑 1.35pct，毛利占比 83.58%，同比下滑 2.7pct。

在煤炭产品价格下行的背景下，公司销售毛利率、销售净利率较稳定。除 2021 年以外，公司销售毛利率保持在 25%-30% 左右。根据公司发布的 2024 年年报，2024 年公司销售毛利率为 24.88%，与 2023 年略有下滑，但表现优于同业企业。主要原因是公司大力提质挖潜，严控成本费用。销售净利率方面，公司 2018-2023 年整体呈上升趋势，2024 年公司销售净利率为 13.18%，较 2023 年底下滑 0.36pct。

图 5：公司营业收入变化情况



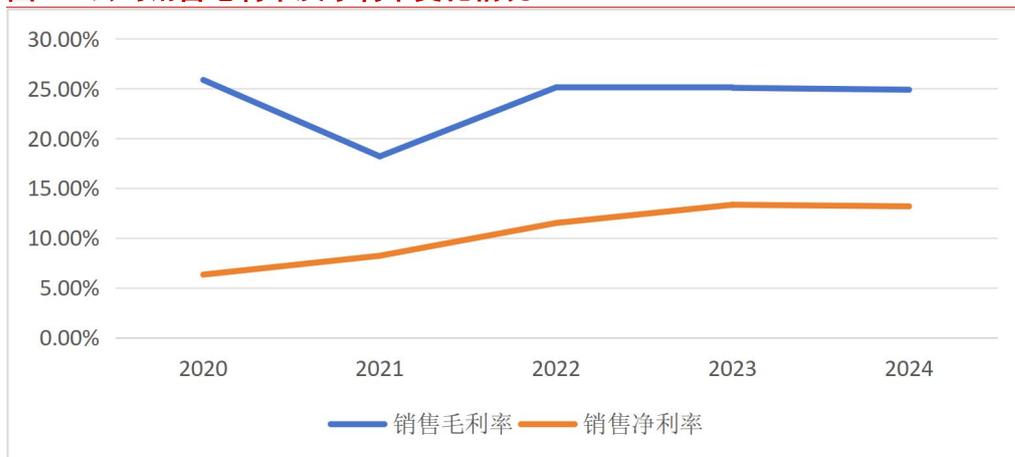
资料来源：公司公告，财达研究

图 6：公司归母净利润变化情况



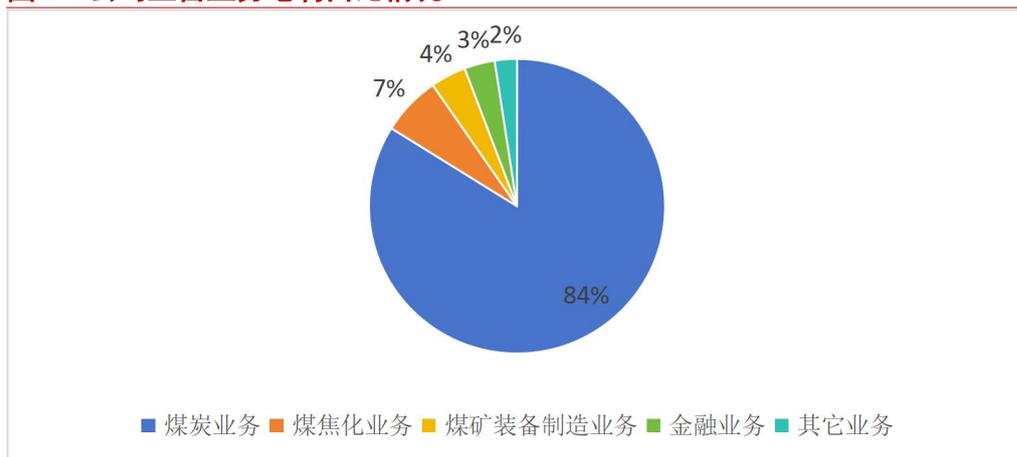
资料来源：公司公告，财达研究

图 7：公司销售毛利率及净利率变化情况



资料来源：公司公告，财达研究

图 8：公司主营业务毛利占比情况



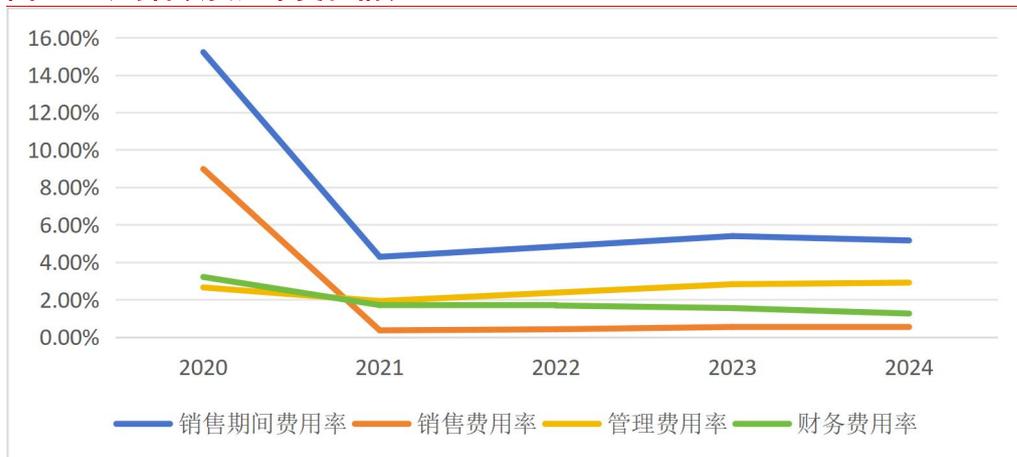
资料来源：公司公告，财达研究

1.4 公司费用控制能力较强，抗风险能力良好

自 2021 年起，公司便着手对各项费用成本进行有效管控，成效斐然。当年，销售费用率、管理费用率、财务费用率以及期间费用率分别较上一年度下滑了 8.62pct、0.73pct、1.50pct 和 10.85pct。这一显著的成本优化成果，主要得益于公司实施的精细化管理举措以及对业务流程的持续优化，从而降低了生产和运营成本。同时，随着生产规模的不断扩大，单位成本也随之下降，进一步推动了整体费用率的降低。

进入 2024 年，尽管下游需求有所下降，煤炭产品价格持续走低，导致市场供需关系趋于宽松，大部分煤炭企业纷纷采取以量补价的策略，但公司在这种市场环境下依然保持了各项费用率的稳定甚至有所下降。据公司年报披露，2024 年期间费用率为 5.16%，较 2023 年减少了 0.24pct；销售费用率为 0.57%，较 2023 年微增 0.03pct；管理费用率为 2.91%，较 2023 年上升了 0.08pct；财务费用率为 1.26%，较 2023 年下降了 0.29pct。

图 9：公司各项费用率变化情况



资料来源：公司公告，财达研究

受煤价下跌影响，公司经营现金流量下降。受煤价下跌影响，2023 年公司经营现金流净额为 429.65 亿元，同比下降 1.53%。2024 年为 341.40 亿元，同比下降 20.54%；公司资本支出持续增加，导致 2023 年经营净现金流与购建固定无形长期资产支付的现金之差下降幅度较大，同比下降 25.05%，2024 年同比下降 30.31%；2024 年公司投资现金流支出为 120.49 亿元，同比下降 19.98%，主要是回收其它投资项目的资金大幅增加；筹资现金流支出为 238.76 亿元，同比增加 9.21%。

图 10：公司经营性现金流变化情况



资料来源：公司公告，财达研究

1.5 高分红比例彰显公司价值

在过去的几年中，中煤能源的分红政策一直保持着稳定的态势。从 2019 年到 2022 年，公司的分红比例稳定在 30% 左右，这一稳定的分红策略为股东提供了可靠的投资回报，也体现了公司良好的经营状况和财务健康度。

进入 2023 年，公司分红比例显著提升，达到了 37.67%，较上一年同比上升了 7.65pct。这一显著提升反映了公司经营业绩的稳步增长以及对股东利益的高度重视。具体来看，2023 年每股股利为 0.44 元，较上一年同比增长了 0.03 元，进一步增强了股东的实际收益。

2024 年，公司的分红政策再次升级。除了年度现金分红外，公司还实施了中期分红和特别分红，整体现金分红率从 2023 年的 30% 大幅提升至 40.65%。这一举措不仅体现了公司在经营过程中良好的现金流管理能力，也彰显了公司对股东利益的积极回馈。按照 2025 年 3 月 24 日的收盘价计算，A 股/H 股股息率分别达到了 5.7%/7.7%，显示出较高的投资价值。即使扣除已派息的中期分红和特别分红后，A 股/H 股股息率仍分别有 2.5%/3.3%，这在当前市场环境下仍具有一定的吸引力。

总体来看，中煤能源在过去几年中通过稳步提升分红比例，不仅为股东提供了稳定的回报，也增强了投资者对公司未来发展的信心。

图 11：公司股息率变化情况



资料来源：公司公告，财达研究

2. 长协议价格稳定业绩，新增产能带来弹性

2.1 煤炭储量丰富，产能持续增长

中煤能源拥有丰富的煤炭资源储量，其矿区主要可采储煤种为动力煤和炼焦煤。截至 2023 年末，公司煤炭资源储量高达 266.5 亿吨，仅次于中国神华和兖矿能源；总可采储量为 138.71 亿吨，在行业内位居第一；证实储量为 49.6 亿吨，位列板块第二。公司煤炭资源主要分布在内蒙古、山西和陕西三大区域，其中内蒙古可采储量 52.95 亿吨，占比 38%；山西可采储量 43.76 亿吨，占比 32%；陕西可采储量 34.95 亿吨，占比 25%。

公司优质煤炭产能占比高，且矿区分布具有显著优势。平朔矿区作为公司最大的矿区，位于全国大型煤炭基地之一的晋北基地，相较于其他矿区，其距离主要煤炭装运港口更近，具备良好的运输条件。山西乡宁矿区以生产低硫、特低磷的优质炼焦煤为主，产品在市场上具有较高的竞争力。大屯矿区地处东部沿海地区，是国内少数临近工业中心和华东煤炭消费区的矿区，区位优势明显，能够有效降低运输成本。内蒙鄂尔多斯呼吉尔特矿区是中国最重要的优质动力煤基地之一，而位于山西晋城矿区的里必煤矿（在建）则以生产优质无烟煤为主，进一步丰富了公司的煤炭产品结构。

总体来看，中煤能源凭借其丰富的煤炭资源储量和优质产能的高占比，在煤炭行业中占据着重要的地位，为公司的长期稳定发展提供了坚实的基础。

表 1：同业公司煤炭企业资源情况对比

名称	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	证实储量 (亿吨)	2023 年产量 (百万吨)
中国神华	325.8	133.8	30.6	324
中煤能源	266.5	138.7	49.6	134
陕西煤业	181.4	104.4	181.4	164
兖矿能源	468.1	61.6	48.6	130
新集能源	43.8	18.5	8.8	19.4
晋控煤业	41.4	19.5	3.4	34.7
永泰能源	38.3	24.4	15.7	13
华阳股份	60.5	29.6	6.7	45.9
平煤股份	29.3	16	5.7	30.7
冀中能源	6.24	28.8	/	27.4
潞安环能	37	10.2	/	60.5
山煤国际	21.2	7.6	7	39
兰花科创	15.4	6.7	3.5	13.8
甘肃能化	12.2	7.6	/	19.7

资料来源：WIND，财达研究

表 2：公司下属煤矿情况

子公司名称	煤矿名称	煤种	核定产能 (万吨)	权益占比 (%)	权益产能 (万吨)	状态
平朔集团公司	安太堡露天矿	动力煤	2000	100%	2000	在产
	安太堡井工矿	动力煤	1000	100%	1000	在产
	安家岭露天矿	动力煤	2500	100%	2500	在产
	安家岭井工矿	动力煤	1000	100%	1000	在产
	东露天矿	动力煤	3000	100%	3000	在产
	小回沟煤矿	动力煤	300	100%	300	在产
	东坡煤矿	动力煤	270	100%	270	在产
上海能源	姚桥煤矿	1/3 焦煤	425	62.43%	265	在产
	徐庄煤矿	1/3 焦煤	180	62.43%	112	在产
	孔庄煤矿	1/3 焦煤	144	62.43%	90	在产
	新疆 106 团煤矿	动力煤	180	31.84%	58	在产
唐山沟公司	苇子沟煤矿	动力煤	240	49.94%	120	在建
	唐山沟煤矿	动力煤	150	80%	120	在产
华晋公司	王家岭煤矿	焦煤	750	51%	383	在产
	华宁崖坪煤矿	焦煤	300	26.01%	78	在产
	韩咀煤矿	焦煤	120	51%	61	在产
	里必煤矿	无烟煤	400	51%	204	在建
西北能源公司	纳林河二号煤矿	动力煤	800	66%	528	在产
	母杜柴登煤矿	动力煤	600	51%	306	在产
	南梁煤矿	动力煤	300	55%	165	在产
中煤陕西公司	大海则	动力煤	2000	80%	1600	在产
中煤黑龙江公司	依兰三矿	动力煤	240	100%	240	在产

合计	在产	16259	89.50%	14551
	在建	640	50.60%	324

资料来源：公司公告，财达研究

表 3：公司参股煤矿情况

项目	煤矿名称	核定产能（万吨/年）	权益占比	权益产能（万吨/年）
中天合创	葫芦素煤矿	1300	38.75%	504
	门克庆煤矿	1200	38.75%	465
	沙曲一矿	500	49%	245
华晋焦煤	沙曲二矿	300	49%	147
	吉宁煤业	300	49%	147
	明珠煤业	90	49%	44
禾草沟煤业	禾草沟煤业	500	50%	250
合计		4190	43%	1802

资料来源：公司公告，财达研究

2.2 高长协占比稳业绩，成本控制边际改善

中煤能源凭借较高的长协合同占比，显著增强了业绩的稳定性。公司严格遵循国家发改委等部门的指导意见，确保自产煤长协合同签订占比不低于 80%，这一策略有效平抑了煤价波动，保障了公司业绩的稳健发展。2023 年，公司自产动力煤平均售价为 532 元/吨，显著低于市场煤价，凸显了长协机制的优势。

公司煤价波动较小，自产煤价格处于行业平均水平。2023 年，公司动力煤销售价格维持在 532 元/吨，价格较为稳定。同年，公司自产商品煤平均价格为 602 元/吨，处于行业中间水平，低于兖矿能源（803 元/吨）和山煤国际（683 元/吨）。在贸易煤方面，2023 年公司自营出口煤炭价格为 1779 元/吨，较上年上涨 973 元/吨。2024 年前三季度，公司自产商品煤价格为 571 元/吨，贸易煤价格为 598 元/吨。

2024 年，公司自产商品煤吨煤成本进一步下降。得益于公司实施的多种降本增效措施以及自产商品煤增产带来的摊薄效应，2023 年公司自产商品煤吨煤成本为 307.1 元/吨，同比下降 4.9%；全部煤炭吨煤成本为 428.7 元/吨，同比下降 20.9%，主要得益于贸易煤采购成本的降低。2024 年，公司自产商品煤吨煤成本降至 286.6 元/吨，同比减少 2.8%；全部煤炭吨煤成本为 440.8 元/吨，同比下降 6.1%。

表 4：公司主要品种煤炭价格

项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024
----	------	------	------	------	------	------

自产商品煤	动力煤	432	402	572	622	532	503
	炼焦煤	973	808	1355	1750	1386	1306
买断贸易煤	国内转销	447	437	770	806	640	600
	自营出口	1247	1062	1455	806	1779	1360
	进口贸易	392	402	496	743	634	525
进出口及国内代理	进口代理	4	4	6	8	16	-
	出口代理	8	7	7	61	58	36
	国内代理	3	2	3	5	5	6

资料来源：公司公告，财达研究

表 5：公司自产商品煤成本构成情况

	2019	2020	2021	2022	2023
材料成本	60.67	56.55	61.12	65.27	55.23
人工成本	33.96	30.13	43.44	55.49	55.07
折旧及摊销	53.81	53.01	58.27	51.95	52.32
维修支出	12.38	12.11	14.67	12.89	13.1
运输费及港杂费	/	80.35	69.93	66.22	61.77
外包矿务工程费	33.84	30.83	35.65	33.33	38.96
其他成本	28.33	16.26	42.11	37.69	30.56

资料来源：公司公告，财达研究

3 煤化工业务稳步增长，为公司盈利能力提供保障

3.1 煤化工产能广泛布局，新能源项目协同推进

中煤能源的煤化工产能分布广泛，其产品涵盖甲醇、聚烯烃、尿素、硝铵等。截至 2024 年底，公司煤化工控股企业的在产产能中，甲醇核定产能 365 万吨/年，权益产能 350 万吨/年；聚烯烃权益产能 120 万吨/年，其中聚乙烯、聚丙烯各为 60 万吨/年；尿素权益产能 175 万吨/年；硝铵权益产能 40 万吨/年。在参股企业方面，甲醇核定产能 720 万吨/年，权益产能 196 万吨/年；聚烯烃核定产能 327 万吨/年，权益产能 83 万吨/年。

公司煤化工产能仍有增长空间，且与新能源项目协同发展。2024 年 4 月，位于陕西省榆林市的煤化工二期项目正式启动建设，计划年产甲醇 220 万吨、聚乙烯 35 万吨及聚丙烯 55 万吨，预计总投资 239 亿元人民币。同时，榆林市的煤化工一期工程也将进行优化升级，新增 25 万吨/年的 LDPE/EVA 生产线及其配套工程。此外，中煤鄂尔多斯能源化工公司的“液态阳光”项目已完成投资决策，计划于 2024 年启动招

标建设，项目总投资 44.74 亿元，包括建设 10 万吨/年的 CO₂ 加氢制甲醇装置、625MW 风光发电设施以及 2.1 万吨/年的电解水制氢装置。

表 6：公司煤化工业务开展情况

在产项目	持有股权	甲醇	硝酸	聚烯烃	尿素
中煤陕西榆林能源化工有限公司一期	100%	205		60	
内蒙古中煤蒙大新能源化工有限公司	100%			60	
中煤鄂尔多斯能源化工有限公司一期	100%				175
中煤鄂尔多斯能源化工有限公司二期	100%	100			
内蒙古中煤远兴能源化工有限公司	75%	60			
中煤平朔能化公司劣质煤综合利用示范项目	100%		40		
在产核定产能		365	40	120	175
在产权益产能		350	40	120	175
在建项目					
中煤陕西榆林能源化工有限公司-二期	100%	220		90	
中煤鄂尔多斯能化公司“液态阳光”项目	100%	10			
在建核定产能					
在建权益产能					
参股公司					
中天合创能源有限责任公司	38.75%	360		137	
陕西延长中煤榆林能源化工有限公司	15.83%	360		190	
在产核定产能		720		327	
在产权益产能		196		83	

资料来源：公司公告，财达研究

3.2 产销量增长，成本下降，未来可期

中煤能源的煤化工产品产销量持续增长，未来仍有较大发展空间。2023 年，公司化工产品产量达 603.6 万吨，同比增长 6.5%；销量 612.6 万吨，同比增长 9.7%。其中，甲醇和硝酸自 2019 年以来销量增长迅猛。2023 年，聚烯烃产量 148.7 万吨，销量 157.9 万吨；尿素产量 206.6 万

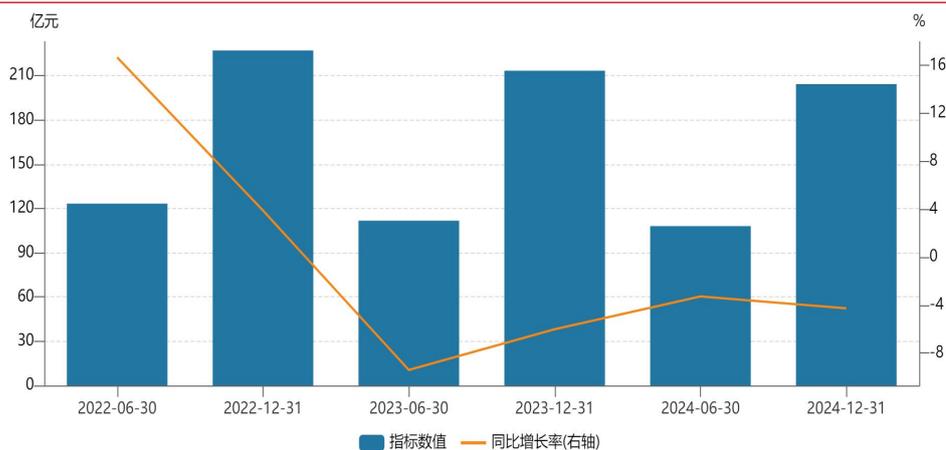
吨，销量 214.1 万吨；甲醇产量 190.1 万吨，销量 191.9 万吨，2019-2023 年复合增长率达 15%；硝铵产量 58.2 万吨，销量 48.7 万吨。

2024 年，受甲醇装置计划大修等因素影响，公司煤化工产品产量有所波动：聚乙烯销量 77.5 万吨，同比增长 1.6%；聚丙烯销量 74.2 万吨，同比增长 3.6%；尿素销量 203.7 万吨，同比下降 4.9%；甲醇（自用为主）销量 171.6 万吨，同比下降 10.6%；硝铵销量 57.2 万吨，同比下降 2.6%。

尽管煤化工产品价格下跌导致营收有所下降，但聚烯烃和尿素仍是主要营收来源。2023 年煤化工营业总收入为 213.94 亿元，同比下降 5.8%；2024 年为 205.18 亿元，同比下降 4.1%。其中，聚烯烃占煤化工产品总营收超一半，尿素占比约四分之一。2024 年，聚烯烃销售价格 6971 元/吨，同比增长 0.8%；尿素销售价格 2134 元/吨，同比下降 11.4%；甲醇销售价格 1767 元/吨，同比增长 0.9%；硝铵销售价格 2101 元/吨，同比下降 11.9%。

不过，公司煤化工产品吨成本持续下降，2024 年吨毛利回升。2024 年，煤化工产品吨成本为 10611 元/吨，较 2023 年底下降 749 元/吨；吨毛利为 2362 元/吨，较 2023 年底上升 303 元/吨。其中，聚烯烃吨成本 6015 元/吨，同比下降 0.9%；尿素吨成本 1527 元/吨，同比下降 4.0%；硝铵吨成本 1288 元/吨，同比下降 20.4%；甲醇吨成本 1781 元/吨，同比下降 3.7%。2024 年，聚烯烃吨毛利 956 元/吨，同比提高 13.4%；尿素吨毛利 607 元/吨，同比下降 25.7%；甲醇吨毛利-14 元/吨，同比下降 85.6%；硝铵吨毛利 813 元/吨，同比提高 6.0%。

图 12：公司煤化工产值变化情况



资料来源：WIND, 财达研究

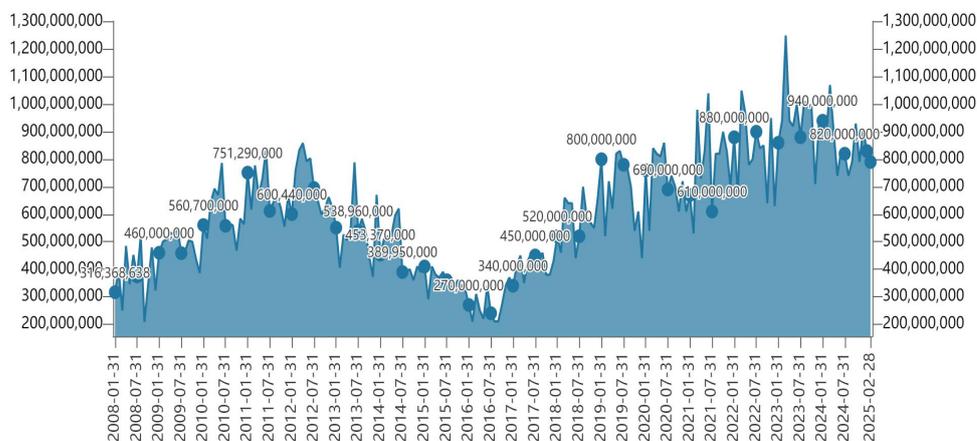
4 煤矿装备制造高端化，市场占有率高

中煤机械是中煤能源的全资子公司，成立于1988年，前身为原国家煤炭工业部机械制造局，1999年并入中煤集团，2006年和2008年随公司分别在香港联合交易所和上海证券交易所上市。公司资产雄厚，拥有14家全资、控股、参股企业及分公司，资产总额近240亿元，员工超7000人。技术实力突出，承担40余项国家重大科技专项，获140余项科技奖项，拥有2029件国家专利，其中发明专利663件。

2020-2023年，中煤机械煤矿装备制造业务持续增长。2024年上半年，煤炭装备业务产值53.7亿元，同比降9.14%；销售收入56.3亿元，同比降8.29%，但主要输送类和支护类产品占比上升。公司打造“研制、供给、维修、租赁、服务”五位一体服务体系，技术水平和市场占有率国内领先，产品远销多国，2023年位列中国煤炭机械工业50强第三。

尽管如此，我国煤矿智能化水平仍有提升空间。2011-2022年，全国煤矿百万吨死亡率从80.3%降至5.4%，但2023年升至9.4%，而2020年美国仅为1%。中煤机械在自动化、机械化方面需持续发力，助力行业升级。

图 13：公司煤矿装备业务产值变化情况



资料来源：公司公告，财达研究

图 14：公司出口整套设备外观



资料来源：公司官网，财达研究

图 15：大功率转载机外观



资料来源：公司官网，财达研究

5 煤电一体化+新能源协同发展

中煤能源积极布局煤电产业一体化，通过推进区域一体化管理，有序发展环保型坑口电厂及劣质煤综合利用电厂，实现了资源的低成本、高效率利用。公司露天煤矿和井工煤矿资源分布广泛，蕴含丰富的采煤沉陷区、工业场地和地下空间，为多能互补能源基地的发展提供了得天独厚的条件。2024 年，公司深入推进特色“两个联营”建设，致力于打造“煤炭-煤电-煤化工-新能源”紧密产业链，推动各产业深度融合，为产业升级注入强大动力。

中煤能源的煤电与新能源业务正在迅速扩张。安太堡 2×350MW 低热值煤发电项目即将实现“双投”，标志着公司在煤电领域的又一重要进展；同时，100MW 农光互补及后续 260MW 光伏项目正在加速建设，展现了公司在新能源领域的强劲布局。此外，乌审旗 2×660MW 煤电一体化项目也在高质量推进中，进一步巩固了公司在煤电一体化领域的优势。上海能源的新能源示范基地一期 263MW 项目已成功投产，二期 132MW 项目正在加速建设，为公司的新能源业务发展再添新动力。

在安全与环保方面，中煤能源不断加强管理，深入开展隐患排查整治，确保安全形势总体稳定。公司始终将安全放在首位，通过严格的管理和先进的技术手段，有效防范各类安全隐患，为企业的稳定发展提供了坚实保障。

表 7：公司电力业务项目

项目名称	持股比例	规模 (MW/年)	权益规模 (MW/年)	状态
乌审旗 2×660MW 煤电一体化项目	100%	2×660	1320	在建
安太堡 2×350MW 低热值煤发电项目	51%	2×350	357	在建
上海能源新能源示范基地一期	62.43%	263	164	已投产
上海能源新能源示范基地二期	62.43%	132	82	在建

资料来源：公司公告，财达研究

6 盈利预测与估值

中煤能源作为国内动力煤生产领域的头部企业，拥有丰富的煤矿资源，且分布广泛，产能也在稳步提升。在高长协销售模式的保障下，公司业绩呈现出相对稳定的态势。根据国家统计局的相关数据，2024年秦皇岛港动力末煤均价同比下降了11.4%，而中煤能源的动力煤单位售价仅同比下降了6.2%，较市场价降幅明显较小。展望后市，随着电厂煤炭库存降至低位，进口煤可能受到政策约束，以及国内部分地区煤矿出现减产等供应端收缩迹象的出现，这些因素都有望对煤价形成一定的支撑作用。

在股东回报方面，2024年公司不仅进行了年度现金分红，还实施了中期分红和特别分红，整体现金分红率从2023年的30%提升至40.65%。按照2025年3月24日的收盘价计算，A股/H股股息率分别达到了5.7%/7.7%。若扣除已派息的中期分红和特别分红后，A股/H股股息率则分别为2.5%/3.3%。

尽管2025年煤价预计将继续呈现下行走势，但综合来看，预计2025-2027年公司归母净利润分别为204.72亿元、216.57亿元、223.39亿元，对应2025年3月24日收盘价的PE分别为6.63、6.26、6.07倍。鉴于公司资源优质、规模领先，业绩展现出较好的韧性，且股息分红率不断提升，综合以上因素，维持对公司的“增持”评级。

7 风险提示

- (1) 煤炭产品价格下跌超预期；
- (2) 煤炭长协议机制出现大幅调整；
- (3) 在建工程进度低于预期；
- (4) 安全事故风险。

附表 3：三大报表预测值
资产负债表

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	119,668.22	113,065.56	207,581.75	229,387.45	234,881.07
货币资金	91,542.75	84,353.15	179,032.18	200,157.09	205,417.43
应收票据及应收账款	10,802.60	11,464.68	11,727.85	11,720.91	11,857.69
存货	8,734.99	7,743.35	8,315.99	8,613.51	8,418.30
非流动资产合计	229,691.70	244,898.99	157,913.76	169,426.14	184,539.25
长期股权投资	30,957.73	31,810.95	33,467.11	34,654.96	35,887.37
固定资产	116,047.95	0.00	5,779.51	9,083.46	10,789.20
在建工程	11,223.38	18,203.17	12,135.45	8,090.30	5,393.53
无形资产	55,637.93	54,654.18	51,010.57	47,609.87	44,435.88
资产合计	349,359.92	357,964.56	365,495.51	398,813.59	419,420.32
流动负债合计	98,157.97	102,175.95	84,410.78	92,728.49	87,257.29
短期借款	122.60	1,062.46	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	26,737.86	27,040.70	21,840.60	29,973.35	23,163.22
非流动负债合计	68,419.81	63,542.43	60,626.05	57,314.62	54,296.26
长期借款	42,369.25	40,345.76	40,345.76	40,345.76	40,345.76
应付债券	7,993.02	5,494.15	2,600.91	-857.87	-3,808.16
负债合计	166,577.78	165,718.37	145,036.82	150,043.10	141,553.55
实收资本(或股本)	13,258.66	13,258.66	13,258.66	13,258.66	13,258.66
资本公积	39,059.91	39,378.19	39,378.19	39,378.19	39,378.19
留存收益	83,841.58	92,767.37	113,239.84	134,896.96	157,236.23
归属母公司股东权益合计	144,121.02	151,911.22	173,320.61	194,837.74	216,958.03
少数股东权益	38,661.13	40,334.97	47,138.07	53,932.75	60,908.74
负债和所有者权益总计	349,359.92	357,964.56	365,495.51	398,813.59	419,420.32

现金流量表

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动产生的现金流量净额	42,965.34	34,139.93	9,611.25	35,376.93	22,549.94
净利润	25,748.80	24,954.03	27,275.58	28,451.79	29,315.26
折旧摊销	10,988.14	10,125.32	3,933.87	4,143.88	4,166.92
营运资本变动	-11,517.43	3,665.06	-16,865.54	8,998.49	-5,237.91
投资活动产生的现金流量净额	-15,057.26	-12,048.64	79,575.92	-14,692.86	-19,226.58
资本开支	17,574.92	18,070.49	-189.02	95.49	-0.65
投资变动	0.00	0.00	1,655.02	855.30	970.61
筹资活动产生的现金流量净额	-26,298.07	-23,876.08	5,500.06	450.27	1,938.04
银行借款	42,491.85	41,408.22	40,345.76	40,345.76	40,345.76
现金及现金等价物净增加额	1,584.85	-1,759.40	94,679.03	21,124.91	5,260.34
期初货币资金	91,025.52	91,542.75	84,353.15	179,032.18	200,157.09
货币资金	91,542.75	84,353.15	179,032.18	200,157.09	205,417.43

资料来源：恒生聚源，财达研究

利润表

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	192,968.83	189,398.75	185,591.84	190,138.84	194,626.12
营业成本	144,595.34	142,278.75	139,418.95	142,834.71	146,205.61
营业税金及附加	7,815.61	8,114.86	7,359.72	7,795.86	8,012.22
销售费用	1,049.52	1,077.84	949.01	1,029.48	1,052.19
管理费用	5,452.30	5,512.28	5,019.88	5,349.68	5,468.20
研发费用	916.19	801.05	771.75	832.53	828.21
财务费用	2,994.93	2,388.35	-1,377.59	-2,550.36	-2,822.49
资产减值损失	-284.60	-464.08	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3,004.65	2,564.18	2,697.68	2,793.43	2,892.77
营业利润	33,099.45	31,485.45	36,442.45	37,946.24	39,084.13
营业外收支	-50.72	94.18	-75.01	-10.51	2.89
利润总额	33,048.73	31,579.63	36,367.44	37,935.72	39,087.02
减：所得税费用	7,299.93	6,625.60	9,091.86	9,483.93	9,771.75
净利润	25,748.80	24,954.03	27,275.58	28,451.79	29,315.26
少数股东损益	6,214.75	5,631.09	6,803.11	6,794.67	6,975.99
归属母公司净利润	19,534.05	19,322.94	20,472.47	21,657.12	22,339.27
EBITDA	47,101.68	44,254.51	41,549.46	43,311.80	44,486.14
EPS	1.47	1.46	1.54	1.63	1.68

主要财务比率表

%	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力指标					
营业收入增长率	-12.52	-1.85	-2.01	2.45	2.36
营业利润增长率	-0.20	-4.88	15.74	4.13	3.00
归母净利润增长率	7.09	-1.08	5.95	5.79	3.15
盈利能力指标					
毛利率	25.07	24.88	24.88	24.88	24.88
净利率	13.34	13.18	14.70	14.96	15.06
ROE	14.09	12.98	12.37	11.44	10.55
ROIC	10.07	9.73	9.49	9.19	8.75
偿债能力					
资产负债率	47.68	46.29	39.68	37.62	33.75
净负债比率	0.91	0.86	0.66	0.60	0.51
流动比率	1.22	1.11	2.46	2.47	2.69
速动比率	1.09	0.98	2.31	2.33	2.54
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.53	0.51	0.48	0.46
应收账款周转率	17.86	16.52	15.82	16.22	16.41
存货周转率	22.09	24.46	22.32	22.07	23.12
每股指标					
EPS	1.47	1.46	1.54	1.63	1.68
每股经营性现金流	3.24	2.57	0.72	2.67	1.70
每股净资产	13.79	14.50	16.63	18.76	20.96
估值比率					
PE	6.96	7.01	6.63	6.26	6.07
PS	0.74	0.71	0.62	0.55	0.49
EVEBIT	5.83	6.36	2.70	2.18	1.78
EVEBITDA	4.47	4.90	2.45	1.97	1.61

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。

股票投资评级说明

【市场指数评级】	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
【行业指数评级】	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
【公司股票评级】	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

法律声明和免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。