

# 中煤能源 (601898) 深度报告：低估值央企背景龙头煤企，资源久期长+资产结构优化共同催化

评级：买入(维持)

陈晨(证券分析师)

S0350522110007

chenc09@ghzq.com.cn

徐萌(联系人)

S0350125070001

xum02@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中煤能源	9.2%	21.7%	7.0%
沪深300	3.1%	7.0%	23.3%

## 市场数据

2025/08/08

当前价格 (元)	12.34
52周价格区间 (元)	9.42-15.92
总市值 (百万)	163,611.91
流通市值 (百万)	112,935.68
总股本 (万股)	1,325,866.34
流通股本 (万股)	915,200.04
日均成交额 (百万)	197.49
近一月换手 (%)	0.33

## 相关报告

《中煤能源 (601898) 2025年一季报点评: Q1煤炭产销同比增长, 煤化工毛利同比提升 (买入) \*煤炭开采\*陈晨》——2025-04-27

《中煤能源 (601898) 2024年年报点评: Q4煤炭销量环比增长, 整体盈利稳定 (买入) \*煤炭开采\*陈晨》——2025-03-23

《中煤能源 (601898) 2024年三季报点评: 成本持续优化, 三季度业绩表现优异 (买入) \*煤炭开采\*陈晨》——2024-10-27

本篇报告解决了以下核心问题：1、对于公司的煤炭/煤化工/煤矿装备业务进行量、价、本、利详细分析，揭示公司业务亮点；2、基于财务状况分析公司潜在分红能力。

- ◆ **公司概况：国资央企背景，产业链协同发展，分红能力有望向高分红公司靠拢：**公司是中煤集团控股的央企背景龙头煤企，实控人为国资委（截至2025年4月持股比例为58.41%）。业务布局覆盖煤炭采选与转化，2024年煤炭/煤焦化/煤矿装备制造业务毛利分别为393.83/30.49/18.26亿元，分别占比83.58%/6.47%/3.88%。产业链协同发展+高长协比例之下公司业绩展现强韧性，2024年市场煤价下行背景下归母净利润仅微降1.08%至193.23亿元。分红方面，债务优化+现金充沛+预计资本支出下降之下公司分红能力有望向高分红公司靠拢，2024年公司首次进行中期分红，全年股利支付率为32.87%。
- ◆ **煤炭业务：资源久期长+长协比例高+成本管控佳，吨煤净利润位列动力煤企业前列：**公司拥有丰富的煤炭资源，2024年资源量与可采储量分别为265.20/138.21亿吨，分别位于动力煤企业的第三名与第二名，可开采年限70-80年，矿井主要集中在晋陕蒙等资源富集省区。煤炭核定产能为1.66亿吨且未来仍有增量，里必（400万吨）&苇子沟（240万吨）两个在建煤矿预计2026年投产，将逐步增厚企业利润。公司以高长协比例+产业链协同发展抵御市场煤价下行，2022-2024年吨煤售价累计降幅小于市场煤以及大部分动力煤企业，叠加公司吨煤成本在2000万吨/年大海则煤矿逐渐释放产能以及东露天&王家岭产能核增的摊薄作用下逆势下行，2024年公司煤炭业务毛利为396.28亿元，其中自产煤毛利为385.29亿元、吨煤毛利为280元/吨，以152元/吨的吨煤税后净利润位列动力煤企业第二。我们预计2025年公司煤炭业务毛利将为337.13亿元。
- ◆ **煤化工业务：多元化布局+成本优化（自给率稳定+原料煤价下行）支撑毛利率稳健：**公司煤化工产品覆盖聚烯烃、甲醇、尿素和硝铵四大类，截至2024年控股项目核定在产产能为160万吨甲醇、120万吨聚烯烃、58万吨硝铵、175万吨尿素，并有两个控股在建项目正在加快建设，未来仍有增量。2022-2024年煤炭自给率维持在9%附近，叠加原料煤价下行，2024年公司聚乙烯/聚丙烯/尿素/甲醇/硝铵吨成本分别同比-1.6%/-2.7%/+2.3%/-5.8%/-11.0%至6259/6216/1656/1779/1315元/吨，未来随苇子沟&里必煤矿投产，预计煤炭自给率有望再提升从而进一步拉低煤化工产品吨成本。2024年公司煤化工业务毛利为31.12亿元，近两年毛利率保持15%+。我们预计2025年煤化工分部毛利为29.94亿元。
- ◆ **煤矿装备业务：同口径下煤机产值保持增长，近五年毛利率稳定在17%-18%区间内：**公司煤矿装备业务主要产品包括主要输送类&主要支护类产品，2024年完成煤机产值103.5亿元（同口径下同比增加6.4亿元、增长6.6%），累计签订合同额同比增长2.0%，其中新签国际化订单同比增长。2024年公司煤矿装备业务毛利为19.46亿元，近五年毛利率围绕17.5%水平上下小幅波动，2024年同比微降0.4pct至17.5%。我们预计2025年煤矿装备业务毛利为18.49亿元。
- ◆ **电力业务：煤电联营为基，新能源提速增效：**公司贯彻煤电联营&煤电与新能源联营“两个联营”发展模式，2024年公司旗下安太堡2×350MW低热值煤炭发电项目建成投产并网发电，目前在运合计核定装机规模为4520MW，在建项目乌审旗2×660MW煤电一体化项目目前已基本完成地下工程。未来公司加大资本投入以抢抓“两个联营”战略机遇，2025年煤电与新能源计划资本支出分别同比提升22.79%/48.67%至13.9/26.91亿元。
- ◆ **投资建议：**预计公司2025-2027年营业收入分别为1688.80/1765.91/1846.27亿元，归母净利润分别为162.11/175.57/189.54亿元，同比-16.10%/+8.30%/+7.96%；EPS分别为1.22/1.32/1.43元，对应当前股价PE为10.09/9.32/8.63倍。公司长协比例高利于平抑价格波动，煤化工产业链协同发展下业绩稳定性强，分红能力近五年维持30%+且具有向高分红企业靠拢趋势，同时未来公司里必煤矿以及苇子沟煤矿投产，煤化工业务陆续放量，业绩仍有增长空间，且当前估值偏低，综合看公司投资价值凸显，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**1) 煤炭价格波动超预期风险；2) 煤炭进口影响风险；3) 在建项目投产不及预期风险；4) 可再生能源持续替代风险；5) 环保监管超预期风险。

1

**公司概况：央企背景龙头煤企，煤化电协同发展，分红能力有望向高分红煤企靠拢**

2

**煤炭业务：丰富资源禀赋打底，高长协比例锁价稳利**

3

**煤化工业务：产品多元+降本双引擎驱动，盈利保持稳健**

4

**煤矿装备业务：同口径下煤机产值保持增长，毛利率稳定**

5

**电力业务：煤电联营为基，新能源提速增效**

6

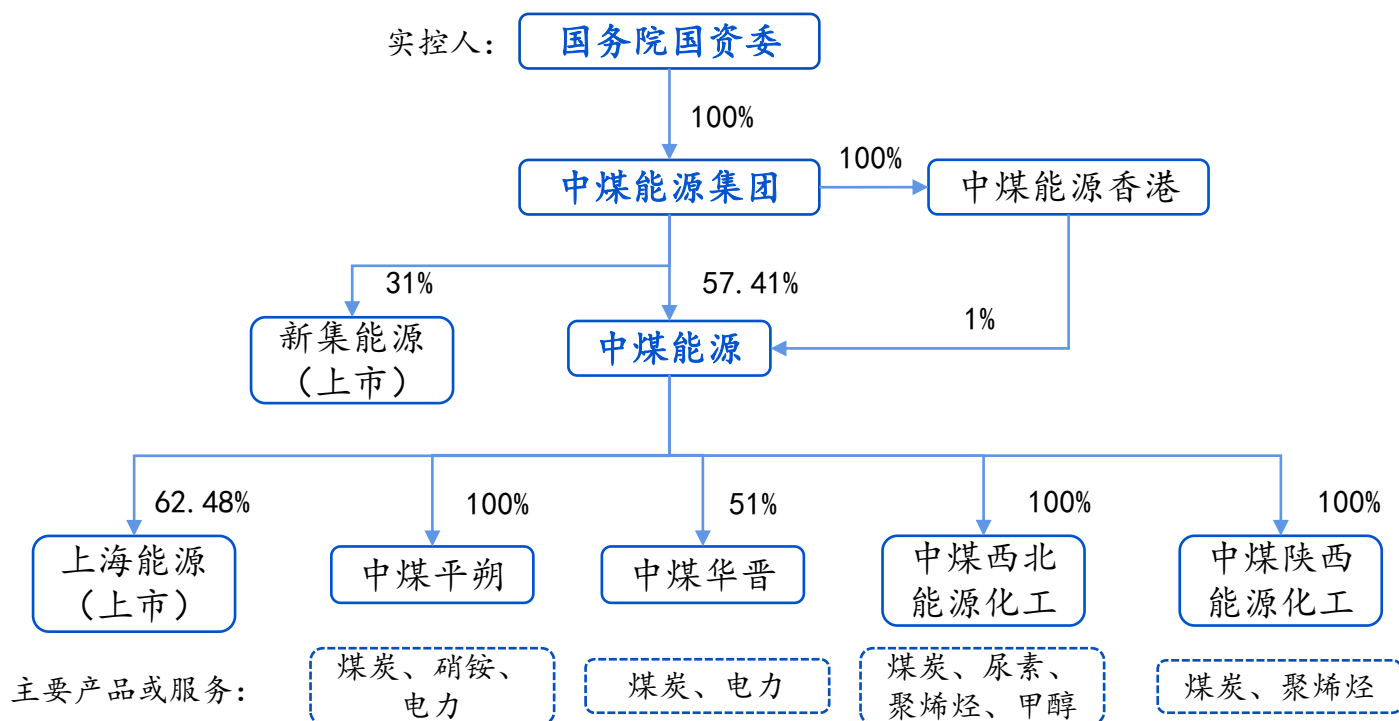
**盈利预测与投资建议**

7

**风险提示**

◆ **央企背景龙头煤炭上市企业，控股股东2025年首次增持，主要子公司布局煤化电业务：**中国中煤能源集团有限公司（简称“中煤能源”）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，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。公司实控人为国资委，截至2025年4月持股比例为58.41%。公司控股股东中煤集团计划于2025年4月8日起12个月内增持公司A股股份5000-8000万元且增持数量不超过公司总股本的2%，2025年4月9日中煤集团以集中竞价方式首次增持公司605,900股A股股份，占公司总股本比例约为0.005%，彰显煤企发展信心。中煤集团旗下目前拥有中煤能源（A+H）、上海能源（中煤能源截至2024年底持股62.48%）、新集能源（中煤集团截至2024年底持股31%）3家上市公司。公司主要子公司包括中煤平朔、中煤华晋、中煤西北能源化工与中煤陕西能源化工，业务布局煤电化行业，具有良好的一体化发展协同效应。

图表：实控人为国资委，主要子公司布局煤电化业务（截至2024年底）



# 央企背景龙头煤企，煤化电协同发展，分红能力有望向高分红煤企靠拢

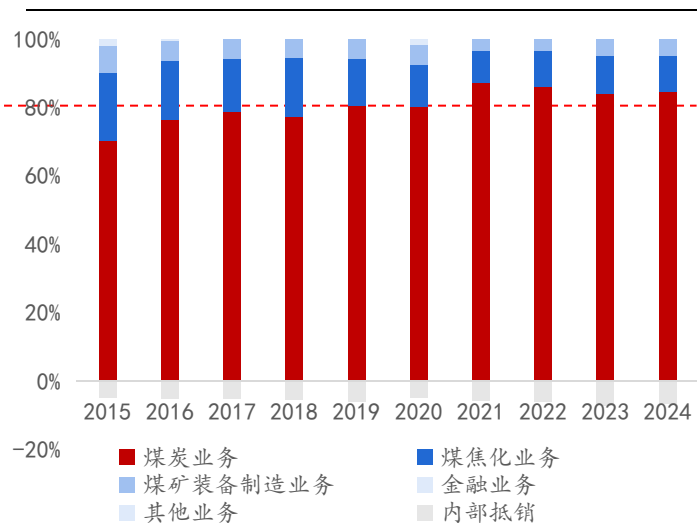
◆ **业务布局发挥煤化电产业链优势，煤炭业务近年贡献80%+的营收与毛利：**  
 公司具有丰富的煤炭资源，截至2024年末公司煤炭资源量265.20亿吨，可采储量138.21亿吨，证实储量49.15亿吨，通过煤矿装备业务强化公司的煤炭采选能力，通过向电力与煤化工延伸产业链提升煤炭的销售与贸易，实现各业务板块协同发展，提升抗风险能力、助力业绩稳定，煤价双向波动均有利好，上涨从收入侧利好煤炭分部，下跌则从成本侧利好电力与煤化工分部。

◆ 2024年公司的煤炭业务、煤焦化业务与煤矿装备制造业务营收分别为1,600.68/204.27/109.03亿元，分别占比84.51%/10.79%/5.76%，毛利分别为393.83/30.49/18.26亿元，分别占比83.58%/6.47%/3.88%。煤炭业务为公司的主营业务，随着煤炭企业持续优化生产接续，加快释放先进产能，2019-2024年煤炭业务贡献80%+的营收与毛利。

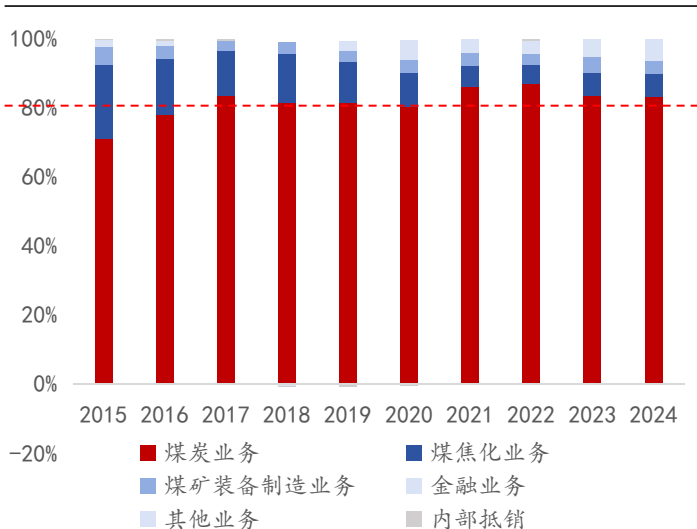
图表：公司具有煤化电产业链优势



图表：公司各业务营收占比

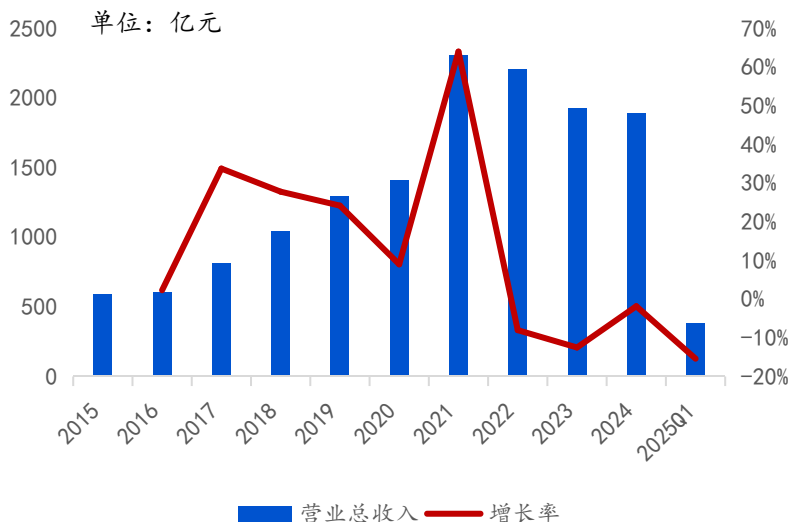


图表：公司各业务毛利占比

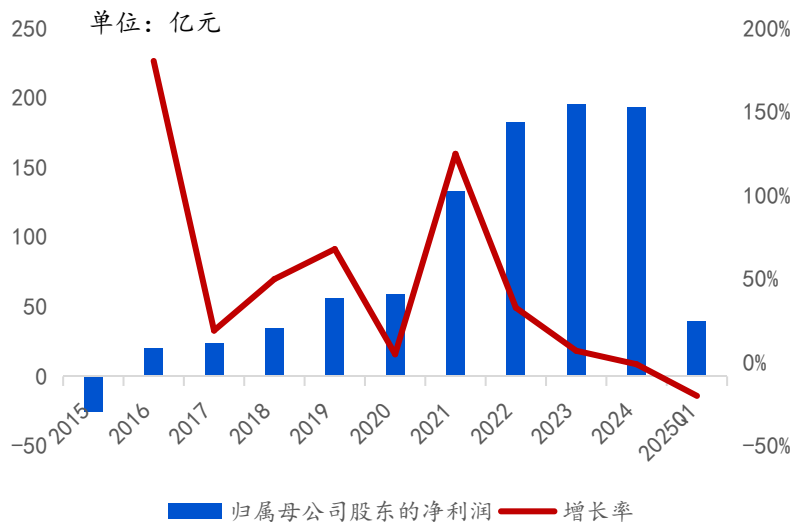


- ◆ **业绩在煤电一体化运营与高长协比例之下较稳健，后续有望随动力煤港口价格回升而得到提振：**公司营业收入&归母净利润与动力煤港口价格走势接近，2021年受国际天然气与原油价格飙升带动煤炭替代需求影响，动力煤港口价大幅上行影响（秦皇岛Q5500港口煤价2021年均价同比+54.39%），公司营业收入与归母净利润随之分别大幅上升63.96%/124.85%至2311.27/132.82亿元。而受益于公司的煤化电一体化运营以及高长协煤比例（2024年公司自产动力煤销售长协比例在80%以上）起到的平抑周期波动作用，尽管2024年煤价整体下行（秦皇岛Q5500港口煤价2024年均价同比-11.44%），公司2024年营业收入&归母净利润分别为1893.99/193.23亿元，仅分别小幅下滑1.85%/1.08%，仍明显高于2020年营收&归母净利润水平（分别为1409.61/59.04亿元）。
- ◆ 目前动力煤港口价格已在迎峰度夏来临之际筑底回升（秦皇岛Q5500港口煤价2025年7月均价环比+4.41%）。需求端，根据国家气候中心消息，今年7月全国大部地区气温接近常年同期到偏高，高温天气的出现将促进日耗与火电需求陡峭提升，利好动力煤消费；供给端，能源局出台的“查超产”政策带来供给端收缩预期。煤炭供需宽松情况有望得到缓和，煤价具有上升动能，公司业绩有望得到提振。

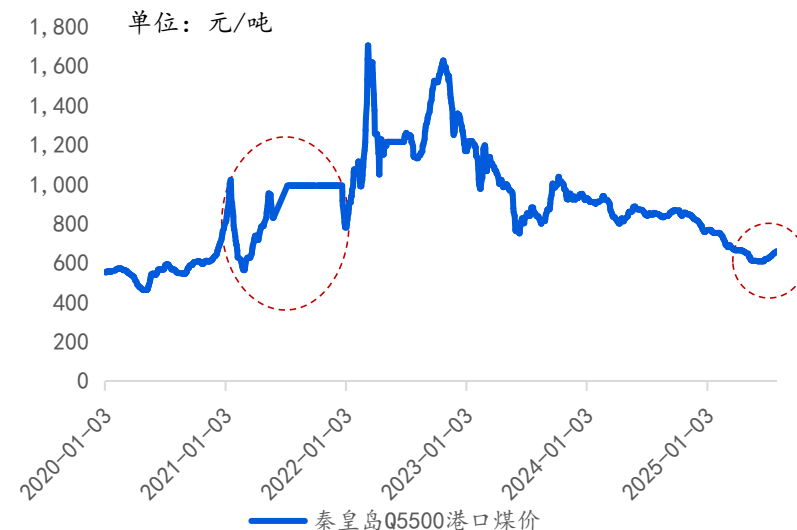
图表：2015-2025Q1公司营业收入及同比增速



图表：2015-2025Q1公司归母净利润及同比增速

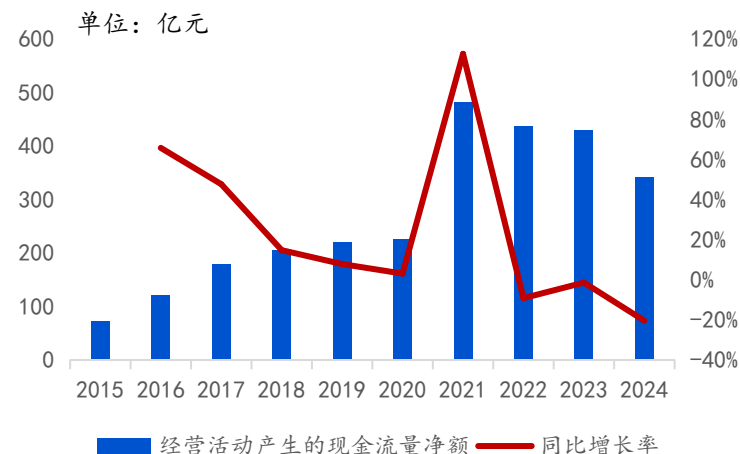


图表：2020-2025年7月31日秦皇岛Q5500港口煤价

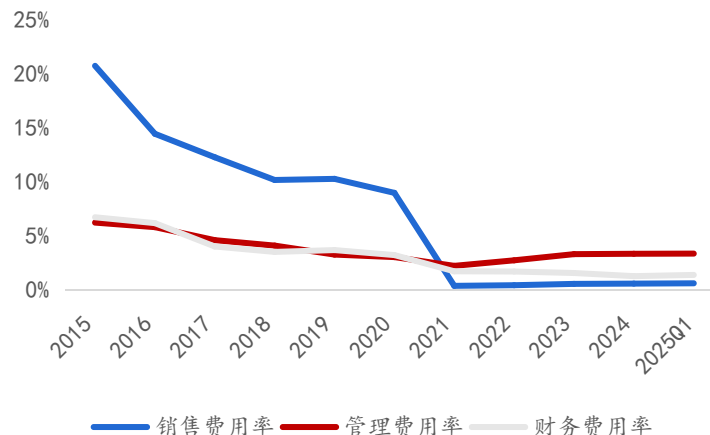


◆ **现金流充沛，费用管控能力强，销售毛利率波动较平缓：**公司2021年经营活动产生的现金流量在动力煤市场价格提升带动下大幅上涨112.56%至481.06亿元，之后年度虽下降但仍显著高于2020年水平，2024年经营活动产生的现金流量为341.4亿元。受现金流较为充沛以及公司金融业务发放内部贷款降低融资成本影响，公司财务费用率呈下降趋势，2019-2024年累计下降2.42pct至1.26%。2021年受合同履行成本从“销售费用”调整至“营业成本”影响，公司销售费用率下行明显，2021-2024年基本稳定在0.5%左右的低水平，管理费用率亦较为稳定。因公司煤炭业务近年贡献80%+的营收与毛利，公司销售毛利率与煤炭业务毛利率基本一致，2022-2024年随着公司期间费用率基本在5%左右，公司销售毛利率基本稳定在25%上下，2024年煤炭业务毛利率和公司整体毛利率分别为24.60%/24.88%。

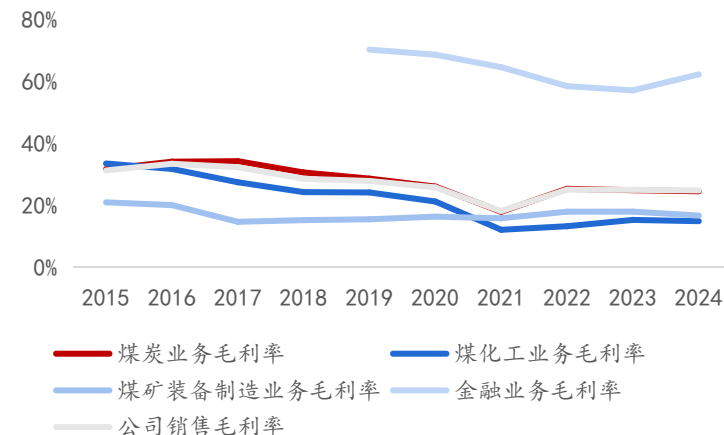
图表：2015-2024年公司经营活动产生的现金流量净额及同比增速



图表：2015-2025Q1公司期间费用率



图表：2015-2024年公司各分部及公司整体毛利率

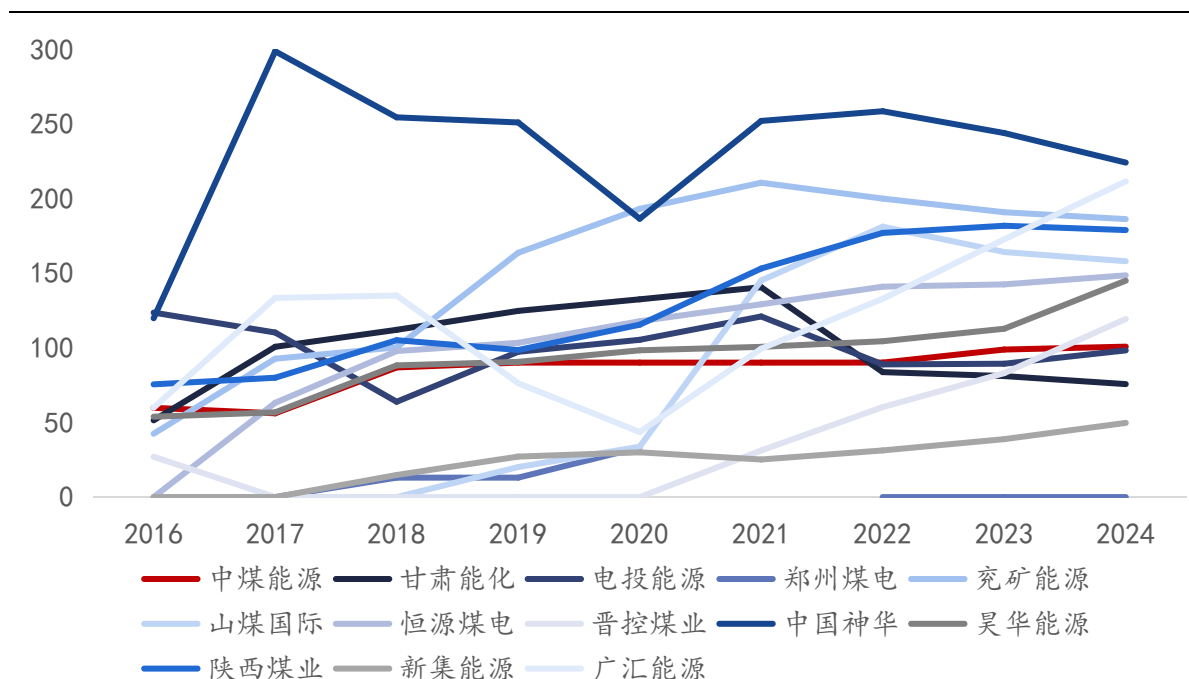


- ◆ **公司三年累计分红占比稳步提升，债务优化+现金充沛+预计资本支出下降之下公司分红能力有望向高分红煤企靠拢：**公司2019-2024年三年累计分红占比累计提升10.68pct至100.80%，目前接近动力煤企业中位水平，具有较大提升空间。公司近年来不断增强股东回报力度，实施2023年度分红、特别分红和2024年中期分红共计103亿元，其中2024年中期分红为公司首次进行中期分红，全年股利支付率为32.87%，同比下降4.8pct。公司于2025年度“提质增效重回报”行动方案中明确2025年将继续实施中期现金分红，且分红率不低于30%。以2025年8月8日收盘价计算，公司股息率为3.89%。
- ◆ 随资产负债率下降、现金保持充沛以及资本支出下降，公司分红能力或有望向中国神华等高分红煤企靠拢。

图表：2016-2024年公司分红情况统计

年度	归母净利润 (亿元)	现金分红总 额(亿元)	期末未分配 母公司利润 (亿元)	股利支付 率(%)	收益留存 率(%)	ROIC (%)	每股股利 (元)	股息率 (%)
2024	193.23	63.51	350.07	32.87	67.13	10.49	0.48	3.93
2023	195.34	73.59	329.42	37.67	62.33	11.11	0.56	5.73
2022	182.41	54.76	287.58	30.02	69.98	11.55	0.41	4.79
2021	132.82	39.91	272.55	30.05	69.95	9.57	0.30	4.79
2020	59.04	17.77	229.91	30.09	69.91	5.66	0.13	3.01
2019	56.26	16.84	218.45	29.93	70.07	5.69	0.13	2.53
2018	34.35	10.34	199.08	30.11	69.89	4.33	0.08	1.68
2017	24.14	7.29	195.39	30.20	69.80	3.41	0.06	0.96
2016	20.27	5.17	194.51	25.52	74.48	3.01	0.04	0.67

图表：2016-2024年动力煤企业三年累计分红占比（单位：%）



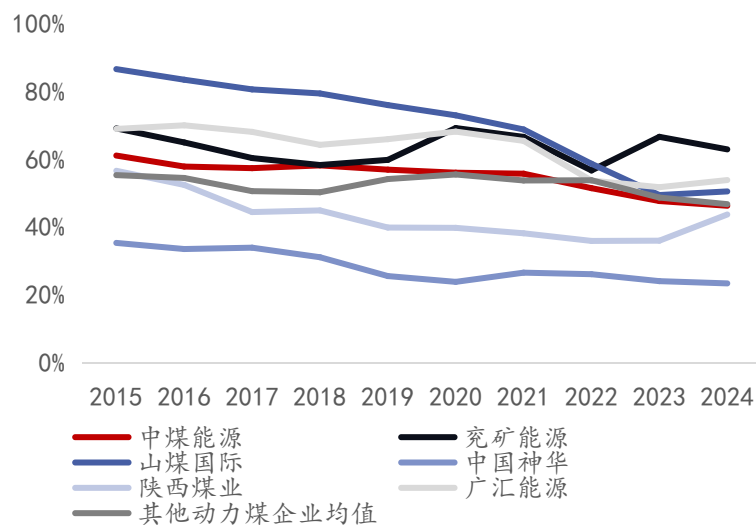
◆ 主要选取分红水平高以及近年分红水平提升明显的公司进行对比：

➤ **债务方面：**公司近年来持续优化存量债务利率结构，综合资金成本逐步降低，2019-2024年资产负债率累计下降10.63pct至46.29%，与中国神华、陕西煤业的差距逐渐缩窄。

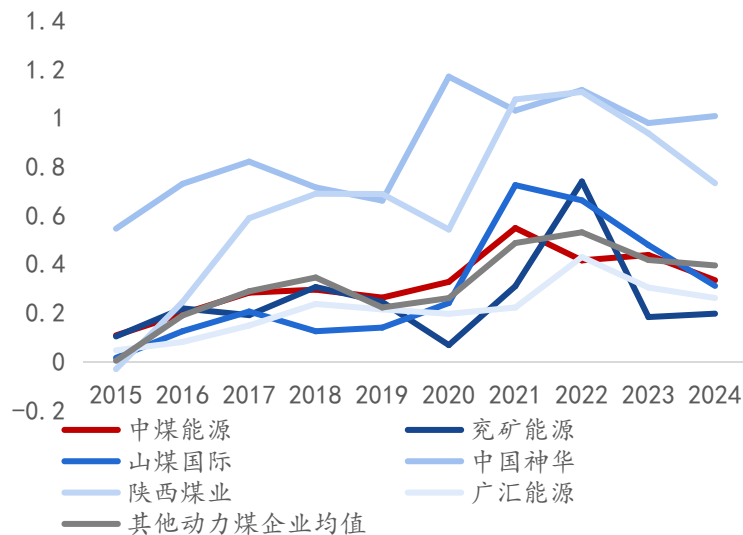
➤ **现金方面：**公司2021年现金流量比率提升22.10pct至54.83%，之后年度虽略有下降但仍保持较充沛水平，2024年现金流量比率为33.41%。

➤ **资本支出方面：**2023年公司资本支出/折旧和摊销上升明显，主要系大海则煤矿建设规模调增500万吨/年以及投资建设里必&苇子沟煤矿所致（2023年资本支出合计占比35.26%），目前大海则已建成投产，里必&苇子沟煤矿均预计2026年投产，资本开支预计随之下降，从而释放自由现金流打开分红空间（参照陕西煤业2018与2021年资本支出/折旧和摊销下降0.37/0.33分别带动三年累计分红占比提升25.15/37.65pct）。

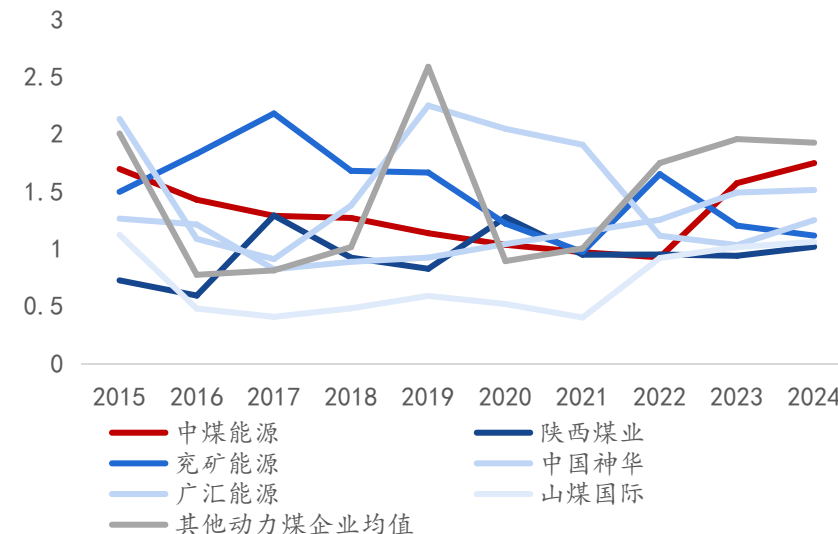
图表：2016-2024年动力煤企业资产负债率



图表：2015-2024年动力煤企业现金流量比率



图表：2015-2024年动力煤企业资本支出/折旧和摊销



1

公司概况：央企背景龙头煤企，煤化电协同发展，分红能力有望向高分红煤企靠拢

2

煤炭业务：丰富资源禀赋打底，高长协比例锁价稳利

3

煤化工业务：产品多元+降本双引擎驱动，盈利保持稳健

4

煤矿装备业务：同口径下煤机产值保持增长，毛利率稳定

5

电力业务：煤电联营为基，新能源提速增效

6

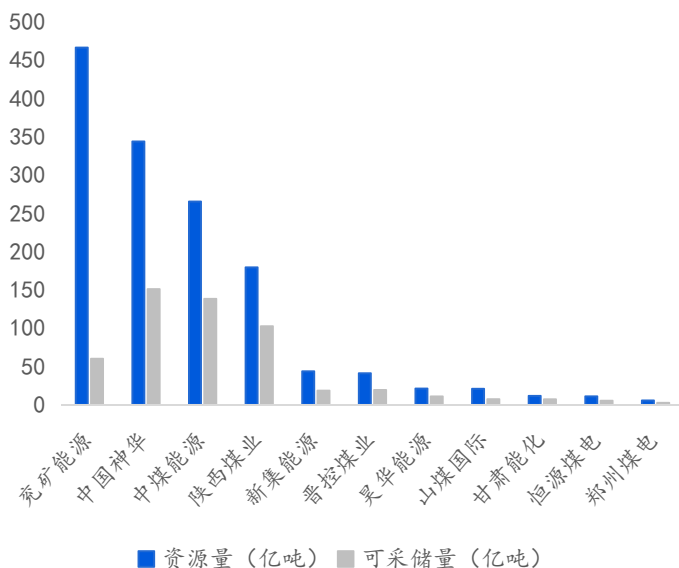
盈利预测与投资建议

7

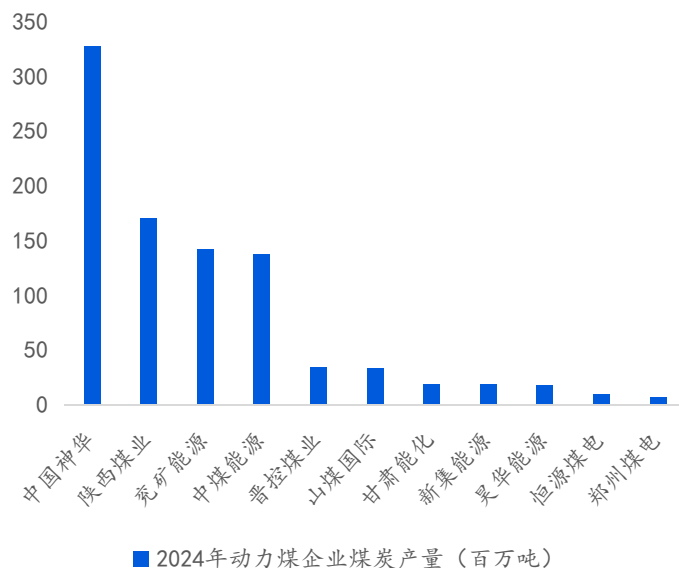
风险提示

- ◆ **煤炭资源储量与产量均位于行业领先水平，矿井以晋陕蒙为主产区实现多地布局：**公司拥有丰富的煤炭资源，2024年资源量与可采储量分别为265.20/138.21亿吨，分别位于动力煤企业的第三名与第二名。随着公司持续优化生产接续，加快释放先进产能，2024年煤炭产量同比提升2.5%至138百万吨，位于动力煤企业第四名，且2024年原煤工效34.6吨/工保持行业领先水平。拆解公司可采储量构成，煤种以动力煤为主，炼焦煤与无烟煤为辅（2024年占比分别为87.74%/11.15%/1.11%），地域方面向国家规划的能源基地和中西部资源富集省区集中，分布在内蒙古、山西、陕西、新疆、江苏、黑龙江六大地区（2024年占比分别为36.42%/34.38%/23.96%/2.74%/1.50%/1.01%），以晋陕蒙为主产区，资源禀赋优质。

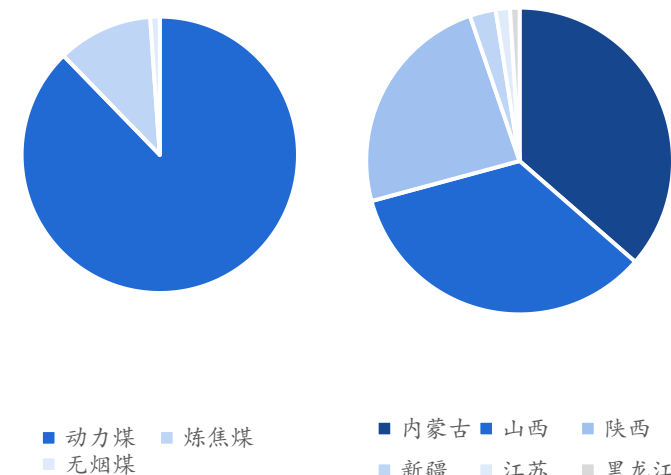
图表：动力煤企业2024年资源量与可采储量



图表：动力煤企业2024年煤炭产量



图表：2024年公司可采储量煤种及地域分步

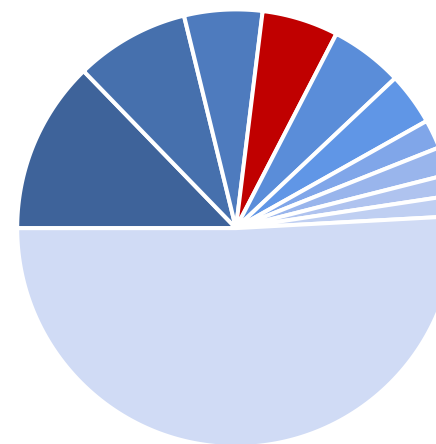


- ◆ **高热值动力煤集中于蒙陕区域，2座在建矿井预计2026年投产后公司合计产能将突破1.7亿吨，所属集团产量领先：**公司目前共有23座在产矿井与2座在建矿井，矿井主要集中于核心煤矿区域晋陕蒙地区，其中公司主体开发的山西平朔矿区、内蒙古鄂尔多斯呼吉尔特矿区是国内重要的动力煤生产基地，王家岭煤矿所在的山西乡宁矿区是国内低硫、特低磷优质炼焦煤基地，里必煤矿所在的山西晋城矿区是国内优质无烟煤基地。截至2024年公司目前在产核定产能为1.66亿吨，在产权益产能为1.44亿吨。公司动力煤热值覆盖中等热值到较高热值区域以满足下游多样化需求，其中较高热值动力煤主要集中于蒙陕区域，2023-2024年蒙陕区域动力煤平均热值维持5000+大卡。
- ◆ 公司目前有苇子沟煤矿和里必煤矿两座矿井在建，总投资额分别为94.95/39.85亿元，截至2024年累计完成投资分别为53.23/27.90亿元，2026年投产后将合计释放640万吨核定产能，对应324万吨权益产能，届时公司核定产能将突破1.7亿吨。此外，根据中国煤炭工业协会统计与信息部统计数据显示，公司所属中煤集团2025年上半年以1.4亿吨产量位列全国第四，产能丰厚，未来有望在新“国九条”、“并购六条”等政策的推动下向公司注入优质资产以进一步扩充公司产能。

图表：公司分区域动力煤平均热值

披露年份	省份	区域	动力煤平均热值 (大卡)
2024	山西	晋北	4000
	陕西	乡宁	5300
		榆横	5300
	新疆	呼吉尔特	5000
2023	内蒙古	纳林河	5000
	山西	平朔	4400
	内蒙古	蒙陕	5500
			陕西

图表：2025H1排名前10家企业原煤产量市占率（规上工业口径）



■ 国家能源集团 
 ■ 晋能控股集团 
 ■ 山东能源集团 
 ■ 中国中煤 
 ■ 陕煤集团 
 ■ 山西焦煤集团  
■ 华能集团 
 ■ 潞安化工集团 
 ■ 河南能源集团 
 ■ 淮河能源集团 
 ■ 其他

# 丰富资源禀赋打底，高长协比例锁价稳利

图表：公司矿井产能统计

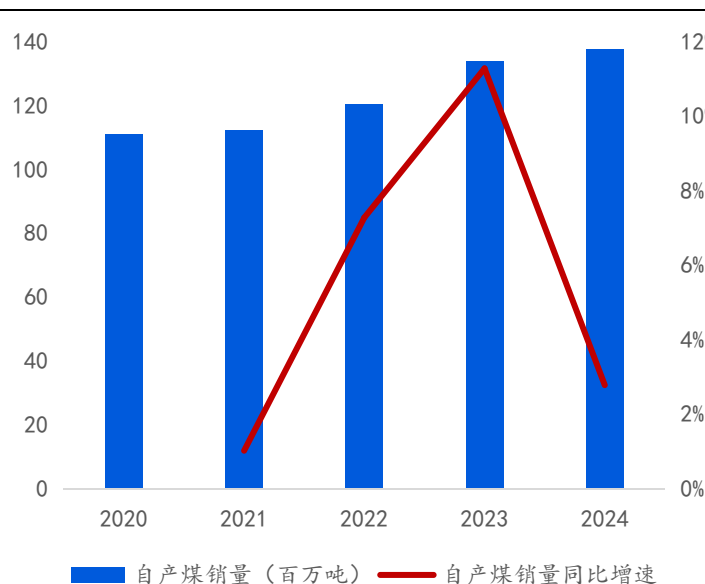
矿井	所属单位	地区	煤种	股权占比	资源量	可采储量	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	状态
安太堡露天矿	平朔集团公司	山西朔州	动力煤	100%			2000	2000	在产
安家岭露天矿	平朔集团公司	山西朔州	动力煤	100%			2500	2500	在产
东露天	平朔集团公司	山西朔州	动力煤	100%			3000	3000	在产
安家岭井工矿（一号井）	平朔集团公司	山西朔州	动力煤	100%	山西煤炭资源量合计110.9亿吨	山西煤炭可采储量47.5亿吨	1000	1000	在产
安太堡井工矿（三号井）	平朔集团公司	山西朔州	动力煤	100%			1000	1000	在产
北岭	平朔集团公司	山西朔州	动力煤	100%			90	90	在产
小回沟	平朔集团公司	山西太原清徐县	炼焦配煤	100%	其中动力煤83.4亿吨、炼焦煤24.3亿吨、无烟煤3.2亿吨	其中动力煤33.8亿吨、炼焦煤12.2亿吨、无烟煤1.5亿吨	300	300	在产
东坡矿	平朔集团公司	山西朔州	动力煤	100%			270	270	在产
王家岭煤矿	华晋公司	山西临汾	配焦煤	51%			750	383	在产
华宁公司崖坪矿	华晋公司	山西临汾	焦煤	26%			300	78	在产
韩咀煤矿	华晋公司	山西临汾	焦煤	51%			120	61	在产
唐山沟煤矿	唐山沟公司	山西大同	动力煤	80%			150	120	在产
姚桥煤矿	上海能源公司	江苏徐州市沛县	1/3焦煤	62%	江苏煤炭资源量合计6.2亿吨，均为炼焦煤	江苏可采储量合计2.1亿吨，均为焦煤	425	266	在产
徐庄煤矿	上海能源公司	江苏徐州市沛县	1/3焦煤	62%			160	100	在产
孔庄煤矿	上海能源公司	江苏徐州市沛县	1/3焦煤	62%			144	90	在产
纳林河二号（蒙大矿业）	西北能源公司	内蒙古鄂尔多斯市乌审旗	动力煤	66%			800	528	在产
母杜柴登煤矿（伊化矿业）	西北能源公司	内蒙古鄂尔多斯市乌审旗	不粘煤、长焰煤及弱粘煤	51%	内蒙古煤炭资源量合计87.7亿吨，均为动力煤	内蒙古可采储量合计50.3亿吨，均为动力煤	600	306	在产
神通煤矿	西北能源公司	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	100%			90	90	在产
金通煤矿	西北能源公司	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	100%			150	150	在产
南梁煤矿	西北能源公司	陕西榆林市	动力煤	55%	陕西煤炭资源量合计51亿吨，其中动力煤48.4亿吨、炼焦煤2.5亿吨	陕西煤炭可采储量合计33亿吨，其中动力煤31.9亿吨、炼焦煤1.2亿吨	300	165	在产
大海则煤矿	中煤陕西榆林能源化工公司	陕西榆林矿区	动力煤	80%			2000	1600	在产
依兰三矿	黑龙江化公司	黑龙江依兰矿区	长焰煤	100%	黑龙江煤炭资源量合计3.1亿吨，均为动力煤	黑龙江煤炭可采储量合计1.4亿吨，均为动力煤	240	240	在产
新疆106矿	上海能源公司（新疆）	新疆	动力煤	32%			新疆煤炭资源量合计6.5亿吨，均为动力煤	新疆煤炭可采储量合计3.8亿吨，均为动力煤	180
<b>在产合计</b>				<b>89.7%</b>					<b>16569</b>
苇子沟煤矿	上海能源公司（新疆）	新疆	动力煤	50%			240	120	2026年预计投产
里必煤矿	中煤华晋集团晋城能源有限公司	山西晋城	无烟煤	51%			400	204	2026年预计投产
<b>在建合计</b>				<b>50.6%</b>			<b>640</b>	<b>324</b>	
<b>整体合计</b>				<b>85.5%</b>	<b>265.2</b>	<b>138.2</b>	<b>17209</b>	<b>14718</b>	

- ◆ **公司自产商品煤销量逐年提升，2024年位列动力煤企业第三：**公司煤炭销售包括自产商品煤、买断贸易煤与进出口及国内代理，2024年自产/贸易/代理销售占比依次为48.32%/49.79%/1.89%。公司强化产销协同，优化产品结构，自产煤销量逐年提升，2024年自产商品煤销量同比增长2.78%至13,763万吨，2020-2024年累计增长23.94%。公司2024年自产煤销量在动力煤企业中位列第三，仅次于中国神华与陕西煤业。

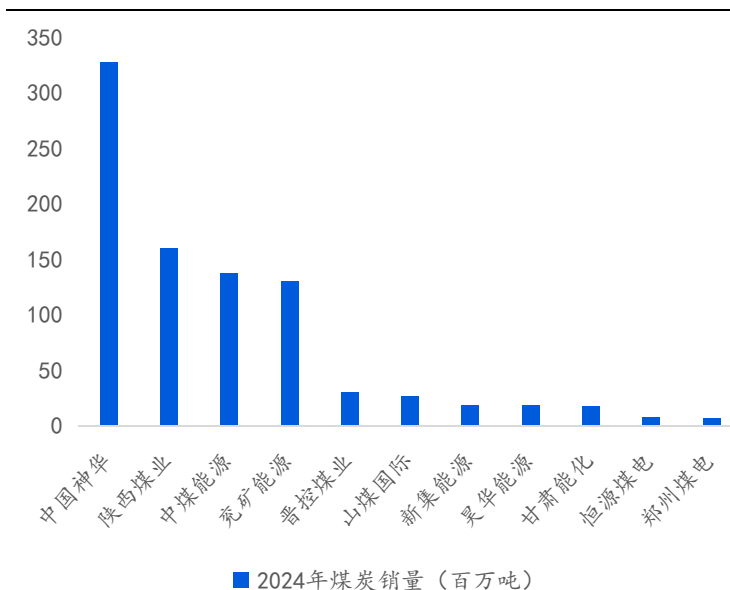
图表：公司扣除分部间交易前的煤炭销售数量及同比变动情况（单位：万吨）

项目	2024	2023	同比
合计	13,763	13,391	2.78%
一、自产商品煤			
(一) 动力煤	12,626	12,298	2.67%
内销	12,626	12,298	2.67%
(二) 炼焦煤	1,137	1,093	4.03%
内销	1,137	1,093	4.03%
二、买断贸易煤			
(一) 国内转销	12,845	12,490	2.84%
(二) 自营出口	25	53	-52.83%
(三) 进口贸易	1,313	106	1138.68%
三、进出口及国内代理			
合计	537	2,454	-78.12%
(一) 进口代理	35	7	400.00%
(二) 出口代理	128	33	287.88%
(三) 国内代理	374	2,414	-84.51%

图表：公司煤炭与自产煤销量及同比增速

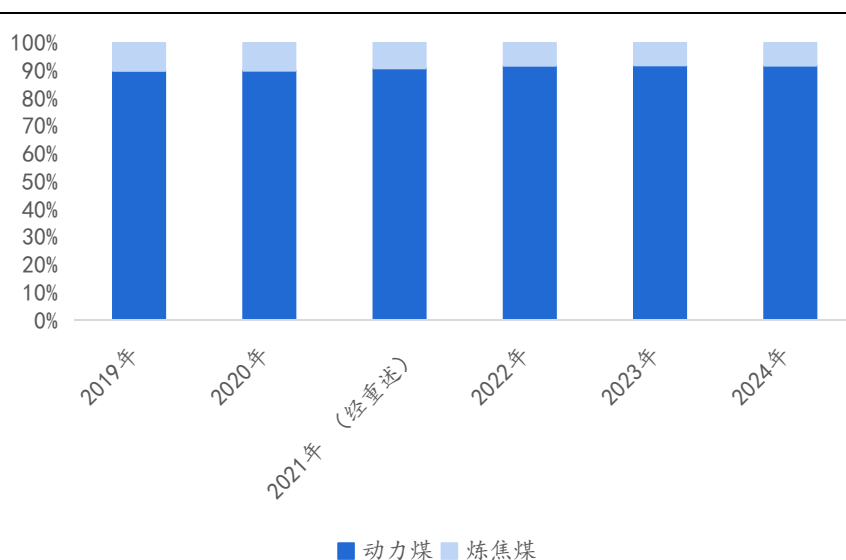


图表：2024年动力煤企业自产煤销量

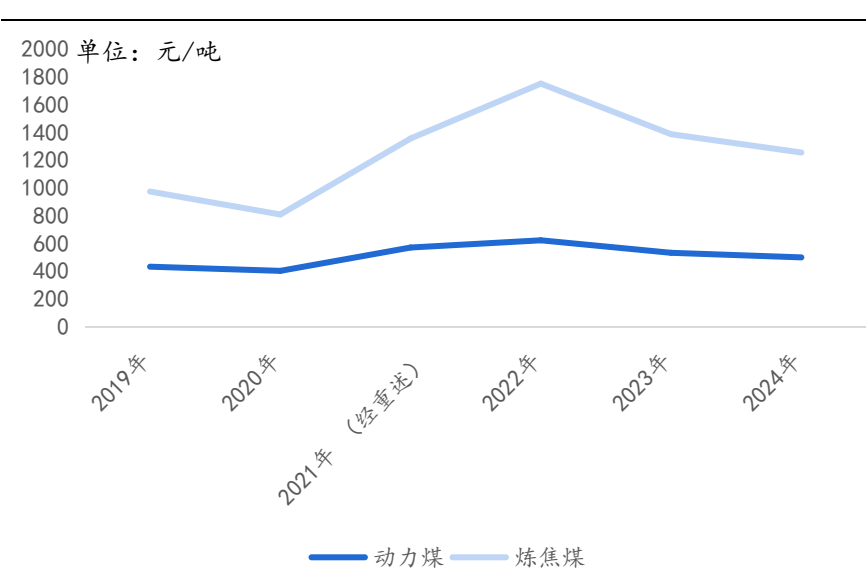


- ◆ **自产商品煤以动力煤为主：**公司自产商品煤以动力煤为主，2019-2024年销售量占比保持在90%左右。公司自产动力煤销售以长协煤为主（2024年自产动力煤销售长协比例为80%+），高长协比例下公司动力煤吨煤售价走势较为平稳，2021-2024年吨煤销售价格中枢为550元/吨，2024年吨煤销售价格为499元/吨。焦煤定价以市场化为主导，近年波动较大，总体呈上升趋势，2019-2024年CAGR为5.21%，2024年吨煤销售价格为1,254元/吨，焦煤资源相对稀缺，未来国内相关产能和产量有收敛趋势，后续随着经济稳定增长及相关产业需求逐渐复苏，焦煤市场价格有望逐步修复，公司焦煤吨煤销售价格亦将随之修复。
- ◆ **在营收及毛利的贡献方面，动力煤亦占较大比例：**2024年公司自产商品煤营业收入为773.03亿元，动力煤和炼焦煤分别以630.47/142.56亿元营收贡献81.56%/18.44%，2024年公司自产商品煤毛利为385.29亿元，动力煤和炼焦煤分别以281.41/103.88亿元营收贡献73.04%/26.96%。

图表：公司自产商品煤销量中动力煤与焦煤占比



图表：公司动力煤与焦煤吨煤销售价格



- ◆ **动力煤定价方面，2021年以来年度长协价基本稳定，处于合理区间内：**2016年11月，我国确定了“基准价+浮动价”的动力煤年度长协价格定价机制，2022年基准价由535元/吨上调至675元/吨。在当前的动力煤年度长协价格定价机制下年度长协价受动力煤现货价格影响较小，2022年以来波动较为平缓，保持在秦皇岛港的煤炭中长期交易价格合理区间570-770元/吨范围内，2022-2024年基本处于700元/吨以上。

图表：动力煤年度长协价格演变

图表：港口5500大卡年度长协价

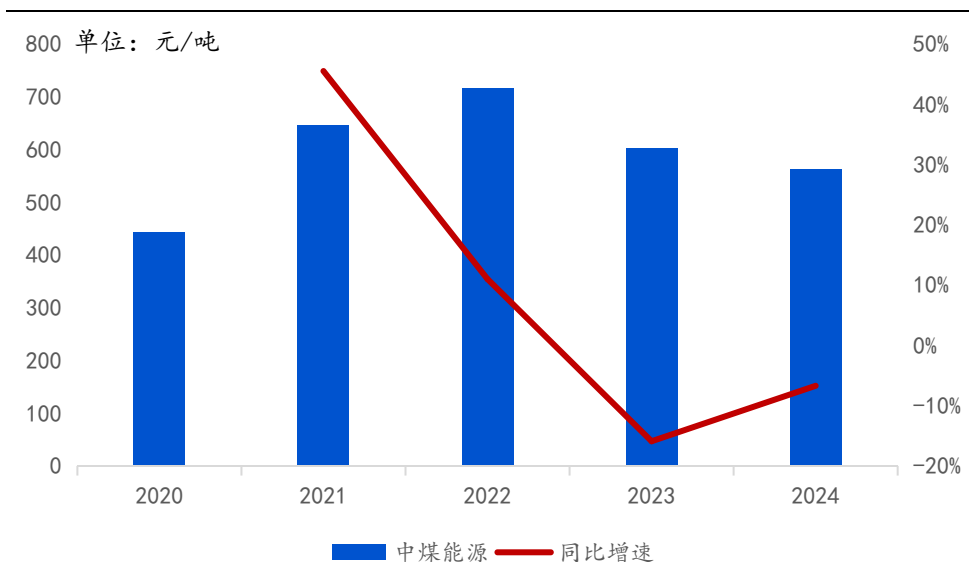
时间	性质	基准价 (元/吨)	定价公式	定价区间范围
2016. 11	国家发展改革委、国务院国资委《关于加强市场监管和公共服务保障煤炭中长期合同履行的意见》	535	$535*50% + (\text{上月末BSPPI} + \text{上月末CCTD5500} + \text{上月末CECI综合}) / 3 * 50\%$	470-600元/吨
2021. 12. 31	国家发展改革委《2022年煤炭中长期合同签订履约工作方案（征求意见稿）》	700	$700*50% + (\text{上月末BSPPI} + \text{上月末CCTD5500} + \text{上月末CECI综合} + \text{煤炭交易中心指数}) / 4 * 50\%$	550-850元/吨
2022. 2. 24	国家发展改革委《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》			570-770元/吨，新增晋陕蒙出矿环节长协价格合理区间：山西370-570，陕西320-520，蒙西260-460，蒙东（3500大卡）200-300元/吨
2022. 2. 28	陕西省国家发展改革委《关于做好2022年煤炭中长期合同监督工作的通知》	675	$675*50% + (\text{上月末BSPPI} + \text{上月末CCTD5500} + \text{煤炭交易中心指数}) / 3 * 50\%$	



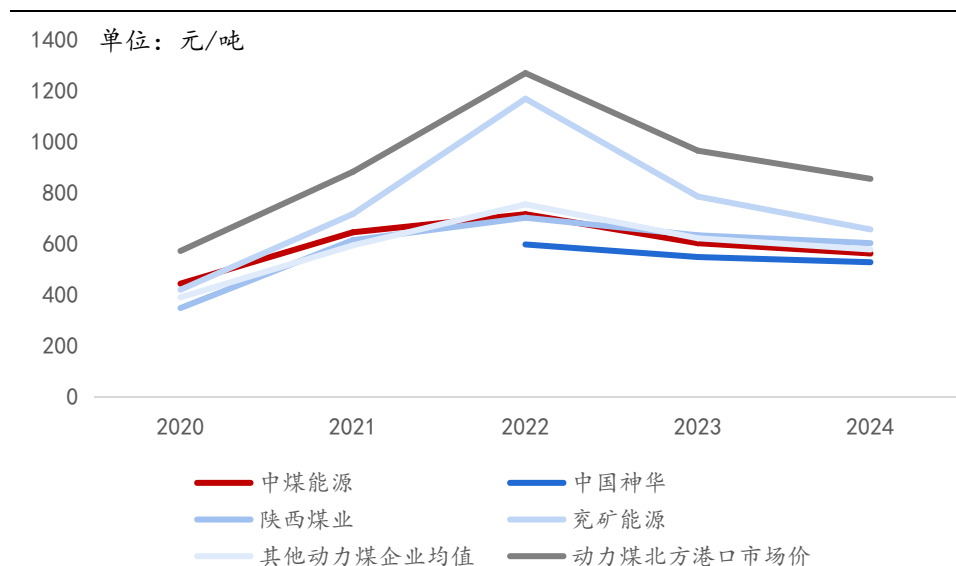
注：BSPPI为环渤海动力煤指数，CCTD为秦皇岛动力煤综合交易价格指数。

◆ **高长协煤比例保障公司吨煤售价运行平稳：**公司2024年自产动力煤销售长协比例在80%以上，具有较高的长协煤比例，且客户履约情况良好，2025年上半年动力煤市场价格下行背景下电煤中长期合同年度执行率不低于90%。2021年在吨煤售价低基数下受动力煤市场价格上涨带动，实现吨煤售价同比大幅提升45.49%至644.96元/吨，之后年度吨煤售价上下变动幅度稳定在16%以内，2024年公司吨煤售价为561.67元/吨。2022-2024年动力煤市场价格下行，公司以高长协比例对冲煤价下行，累计吨煤售价下降幅度为-11.42%，小于动力煤市场价格下降幅度（17.95%），亦小于动力煤企业平均吨煤售价下降幅度（12.03%），整体运行较为平稳。

图表：2020-2024年公司吨煤售价及同比增速

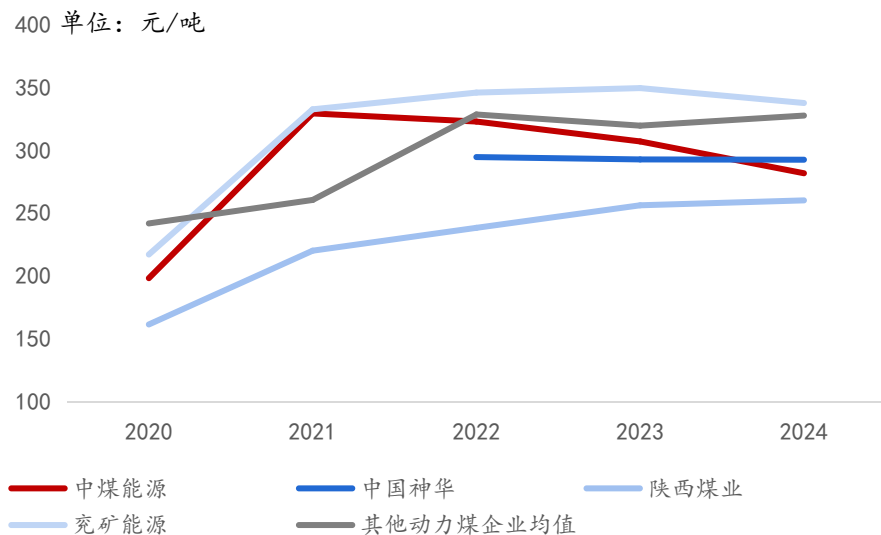


图表：公司吨煤售价运行平稳



- ◆ **公司吨煤成本在2000万吨/年大海则煤矿逐渐释放产能以及东露天&王家岭产能核增的摊薄作用下逆势下行：**2021年公司吨煤成本同比大幅提升66.04%至329.28元/吨，主要系煤炭业务销售规模扩大所致。2021-2024年在其他动力煤企业吨煤成本普遍上涨的背景下（陕西煤业累计+18.17%，兖矿能源累计+1.51%，其他动力煤企业均值累计+25.76%），公司吨煤成本逆势下行，2021年至2024年累计下降14.44%至281.73元/吨，CAGR为-5.07%，其中2023与2024年加速下行，分别同比-4.90%/-8.24%，主要原因为**2023年公司年产2000万吨优质动力煤的国家重点保供煤矿大海则煤矿通过竣工验收、逐渐释放产能，以及安家岭露天矿产能由2000万吨/年核增至2500万吨/年、东露天矿产能由2500万吨/年核增至3000万吨/年，新增产能有效摊薄了吨煤成本。**
- ◆ **成本管控形式合理且成效显著：**拆分公司2022-2024年吨煤成本构成，公司单吨成本中核心成本为材料成本、人工成本与运输费用及港杂费用，近三年平均占比分别为19.6%、18.5%和20.3%；在成本管控方面，核心成本中材料成本2023年由于自产商品煤产量增加的摊薄效应而同比大幅降低15.4%，2024年小幅提升但仍低于2022年水平，运输费用及港杂费用连续三年降低，主要系承担铁路运输及港杂费用的自产商品煤销量占公司自产商品煤总销量的比重下降所致，CAGR为-6.9%，非核心成本中其他成本亦连续三年下降，2024年同比大幅下降48.30%，非核心费用管控见效。

图表：2021年起公司吨煤成本逐年下降



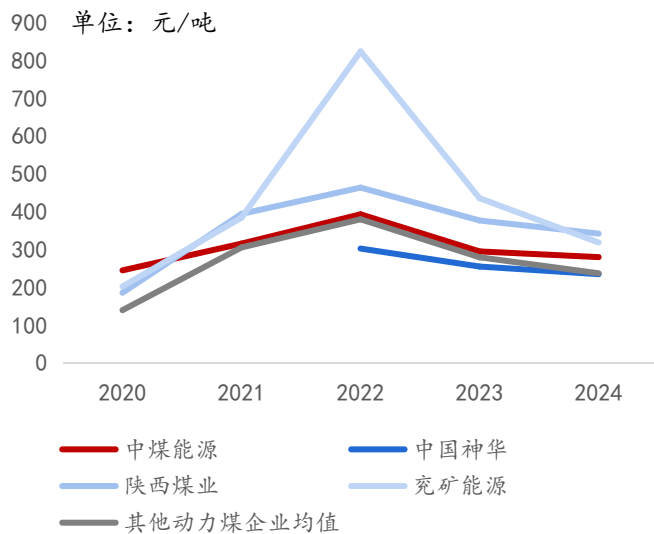
图表：2022-2024年公司吨煤成本构成

项目	2022年			2023年			2024年		
	金额	占比	同比	金额	占比	同比	金额	占比	同比
单位：元/吨									
材料成本	65.27	20.2%	6.8%	55.23	18.0%	-15.4%	58.09	20.6%	5.2%
人工成本	55.49	17.2%	28.1%	55.07	17.9%	-0.8%	57.32	20.3%	4.1%
折旧及摊销	51.95	16.1%	-10.8%	52.32	17.0%	0.7%	45.34	16.1%	-13.3%
维修支出	12.89	4.0%	-12.1%	13.1	4.3%	1.6%	10.87	3.9%	-17.0%
运输费用及港杂费用	66.22	20.5%	-5.3%	61.77	20.1%	-6.7%	57.44	20.4%	-7.0%
外包矿务工程	33.33	10.3%	-6.5%	38.96	12.7%	16.9%	36.87	13.1%	-5.4%
其他成本	37.69	11.67%	-8.32%	30.56	9.95%	-18.92%	15.8	5.61%	-48.30%
自产商品煤单位销售成本	322.84	100.0%	-0.4%	307.01	100.0%	-4.9%	281.73	100.0%	-8.2%

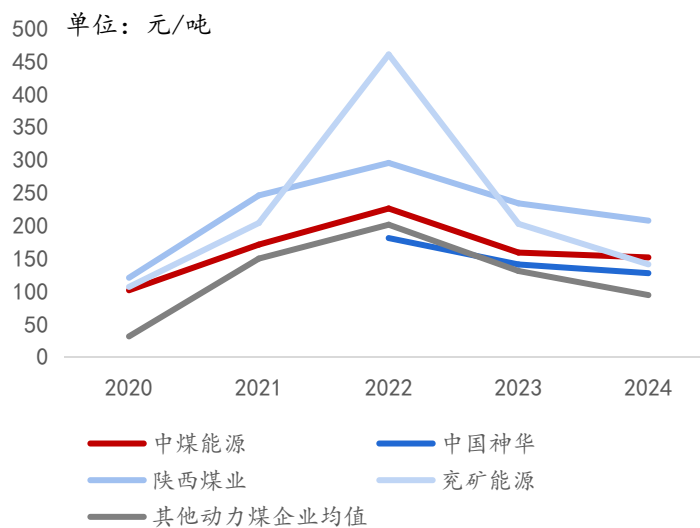
注：其他成本中包括煤炭开采发生的有关环境恢复治理费用，与煤炭生产直接相关的零星工程等支出，以及使用以前年度或当期计提未用的安全费、维简费等

- ◆ **价稳本降之下吨煤毛利相对稳定：**在吨煤售价降幅相对较小与吨煤成本逐年下降之下，公司吨煤毛利相对稳定，2024年吨煤毛利同比小幅下降5.11%至279.95元/吨，向上与头部煤企陕西煤业和兖矿能源的差距分别缩小至-62.15元/吨和-38.64元/吨（2023年分别为-81.75元/吨和-140.75元/吨），向下与中国神华和其他动力煤企业均值差距分别拉大至45.08元/吨和42.71元/吨（2023年分别为39.97元/吨和15.54元/吨）。
- ◆ **吨煤税后净利润位列动力煤企业第二：**在吨煤毛利的基础上考虑期间费用与所得税得到吨煤税后净利润，由前文可见公司费用管控能力强并以高长协比例锁价稳利，吨煤税后净利润较为平稳，2024年动力煤企业在动力煤市场价下行的背景下吨煤税后净利润普遍走弱，公司仅小幅下行4.63%，同比降幅低于大多数同业，且2024年以151.70元/吨的吨煤税后净利润位居动力煤企业第二，仅次于陕西煤业（207.66元/吨）。

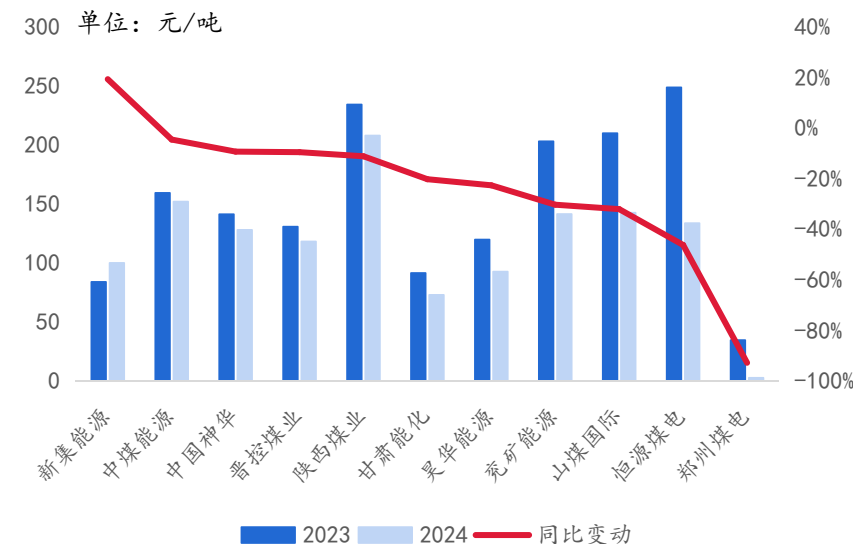
图表：2020-2024年动力煤企业吨煤毛利



图表：2020-2024年动力煤企业吨煤税后净利润



图表：2023-2024年动力煤企业吨煤税后净利润及同比变动



1

公司概况：央企背景龙头煤企，煤化电协同发展，分红能力有望向高分红煤企靠拢

2

煤炭业务：丰富资源禀赋打底，高长协比例锁价稳利

3

煤化工业务：产品多元+降本双引擎驱动，盈利保持稳健

4

煤矿装备业务：同口径下煤机产值保持增长，毛利率稳定

5

电力业务：煤电联营为基，新能源提速增效

6

盈利预测与投资建议

7

风险提示

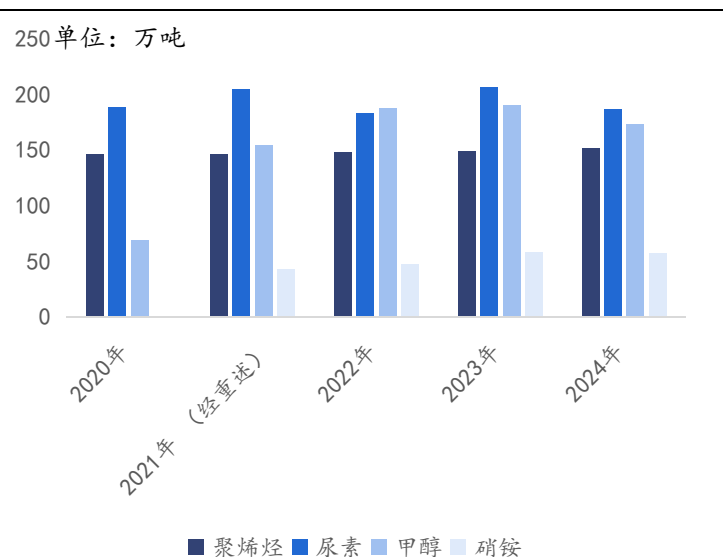
- ◆ **煤化工业务已实现多元化产品与规模化布局：**公司重点发展煤制烯烃、煤制尿素等现代煤化工产业拓展煤炭下游，产品覆盖聚烯烃、甲醇、尿素和硝铵四大类，产品多元化程度较高，主要煤化工产品工艺路线是以煤炭为原料气化生产粗煤气，净化后生产合成氨或甲醇，合成氨与二氧化碳反应生产尿素；合成氨反应生产硝酸，再与氨中和生产硝铵；甲醇经MTO反应生成乙烯、丙烯单体，聚合生产聚乙烯和聚丙烯。产能方面已形成规模化布局，截至2024年末共有五个控股在产项目，核定在产产能为160万吨甲醇、120万吨聚烯烃、58万吨硝铵、175万吨尿素，并有图克10万吨级“液态阳光”示范项目和陕西榆林煤化工二期年产90万吨聚烯烃项目两个控股在建项目正在加快建设，核定在建产能为90万吨聚烯烃、230万吨甲醇。
- ◆ 2024年，公司主要煤化工产品产量569万吨，鄂能化公司聚烯烃装置连续运行超900天创造行业长周期运行记录；全年主要煤化工产品销量584.2万吨，煤化工产品附加值、品牌知名度和市场竞争力有效提升。

图表：公司控股煤化工产能统计

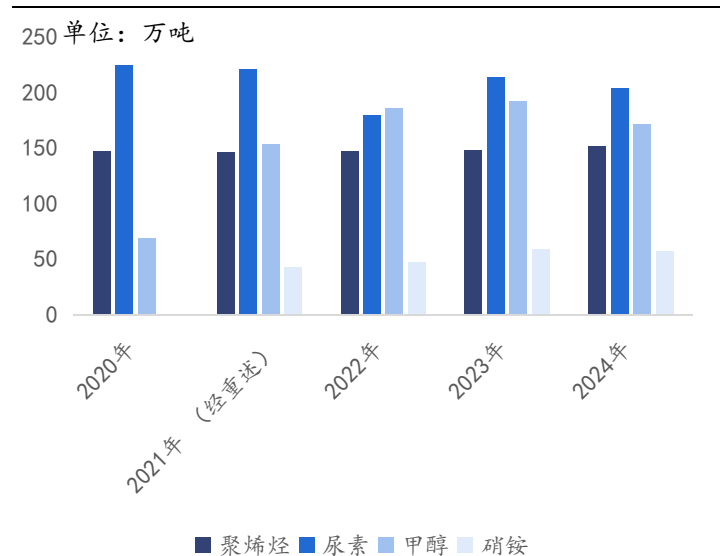
煤化工项目	持股比例	产品	状态
内蒙古中煤蒙大新能源化工有限公司	100%	30万吨聚乙烯、30万吨聚丙烯	在产
内蒙古中煤远兴能源化工有限公司	75%	60万吨甲醇	在产
中煤鄂尔多斯能源化工有限公司一期	100%	175万吨尿素、100万吨合成氨	在产
中煤陕西榆林能源化工有限公司一期	100%	180万吨甲醇、30万吨聚乙烯、30万吨聚丙烯	在产
中煤鄂尔多斯能源化工有限公司二期	100%	100万吨甲醇	在产
中煤平朔集团有限公司	100%	30万吨合成氨、58万吨硝铵	在产
中煤陕西榆林能源化工有限公司二期	100%	220万吨甲醇、35万吨聚乙烯、55万吨聚丙烯	在建
中煤鄂尔多斯能源化工有限公司液态阳光项目	100%	2.1万吨电解水制氢、10万吨CO2加氢制甲醇（含15万吨/年CO2捕集及精制）	在建
<b>在产产能合计</b>		<b>160万吨甲醇、120万吨聚烯烃、58万吨硝铵、175万吨尿素</b>	
权益在产产能合计		145万吨甲醇、120万吨聚烯烃、58万吨硝铵、175万吨尿素	
<b>在建产能合计</b>		<b>90万吨聚烯烃、230万吨甲醇</b>	
权益在建产能合计		90万吨聚烯烃、230万吨甲醇	

- ◆ **各煤化工产品产销量基本稳定：**2020-2024年，公司聚烯烃产销量基本稳定在140-150万吨左右，2024年分别为151.4/151.7万吨，分别同比+1.82%/+2.57%，尿素产销量以200万吨为中枢小幅波动，2024年分别为187.1/203.7万吨，分别同比-9.44%/-4.86%，甲醇产销量2021年实现翻倍增长，主要系合成气制100万吨/年甲醇技术改造项目建成投运所致，2024年产销量分别为173/171.6万吨，分别同比-9.00%/-10.58%，硝酸铵2024年产销量分别为57.5/57.2万吨，分别同比-1.20%/-2.56%。

图表：2020-2024年公司煤化工产品产量

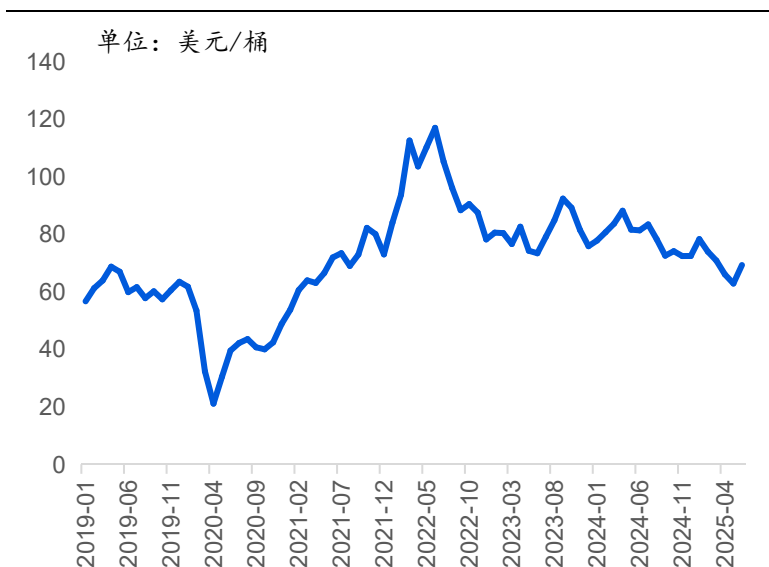


图表：2020-2024年公司煤化工产品销量

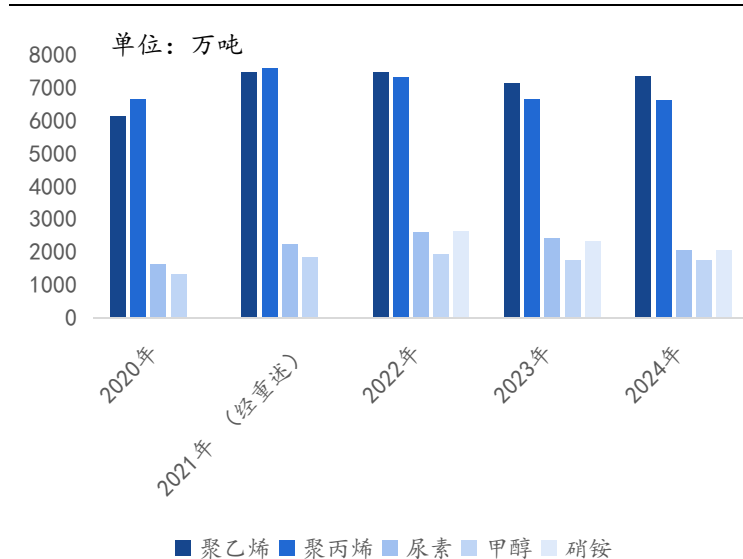


- ◆ 提高煤炭自给率实现降本，对冲煤化工产品价格下行影响，当前吨煤毛利主要由聚烯烃贡献，整体毛利率稳健。
- ◆ **价格方面：**2021年受国际油价暴涨影响（全球原油年平均价格同比+67.41%），公司煤化工产品吨售价均上升，聚乙烯/聚丙烯/尿素/甲醇吨售价分别21.8%/14.0%/37.1%/38.5%，2022年硝铵售价受原材料价格保持高位、安全检查导致的供应端紧张影响而上涨明显（吨售价同比+37.2%至2632元）。之后年度受国际油价波动下行影响，叠加原料煤价下行之下，成本支撑削弱使煤化工产品价格中枢下移，公司煤化工产品吨售价波动下行但仍可控，2024年聚乙烯/聚丙烯/尿素/甲醇/硝铵吨售价分别同比+2.7%/-0.3%/-15.5%/+0.5%/-12.3%至7337/6629/2047/1757/2054元/吨，其中聚乙烯/尿素/甲醇仍高于2020年水平。

图表：全球原油平均价格

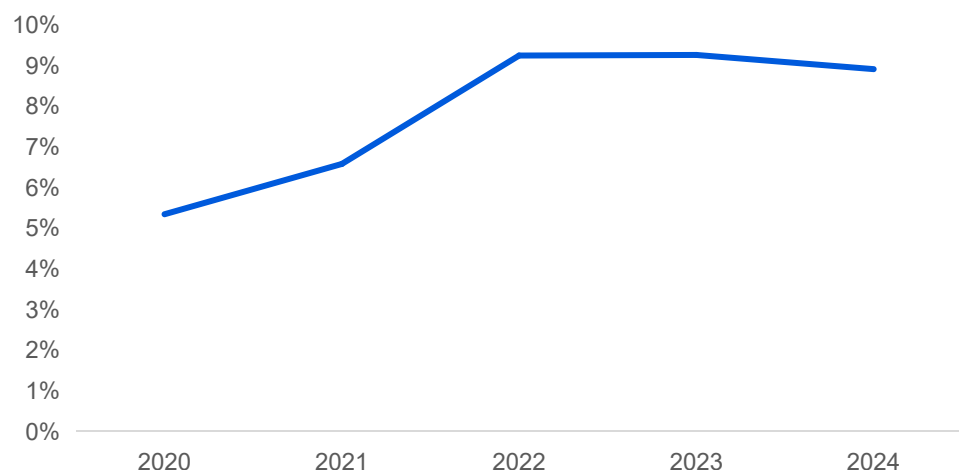


图表：2020-2024年公司煤化工产品吨售价

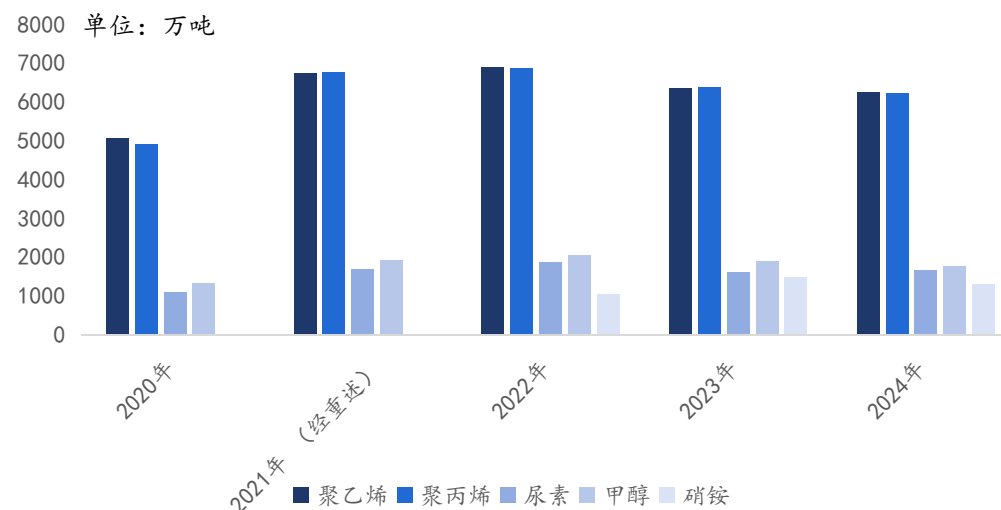


- ◆ 提高煤炭自给率实现降本，对冲煤化工产品价格下行影响，当前吨煤毛利主要由聚烯烃贡献，整体毛利率稳健。
- ◆ **成本方面：**聚烯烃、甲醇等煤化工产品的生产成本主要取决于煤炭价格，2021年受煤炭价格大涨影响（秦皇岛Q5500港口煤价2021年同比+54.39%），公司煤化工产品吨成本均上行，聚烯烃/尿素/甲醇吨成本分别上升27.1%/28.4%/43.4%。
- ◆ **降本举措分析：**公司2022年提升煤炭自给率，蒙陕地区煤化工项目煤炭自用量占煤炭产量比例同比提升2.97pct至7.07%，煤炭自给率的提高对冲原料煤价格影响，2022年秦皇岛Q5500港口煤价2022年同比+43.88%背景下公司聚乙烯/聚丙烯/尿素/甲醇/硝酸铵吨成本波动较小（煤化工业务材料成本仅小幅上升2.6%），分别同比+2.5%/+1.5%/+11.0%/+6.0%/-25.3%。公司整体煤炭自给率2022年同比提升2.67pct至9.24%，之后年度维持在9%附近，叠加成本端市场煤价下行，各煤化工产品吨成本基本呈下降趋势，2024年公司聚乙烯/聚丙烯/尿素/甲醇/硝酸铵吨成本分别同比-1.6%/-2.7%/+2.3%/-5.8%/-11.0%至6259/6216/1656/1779/1315元/吨。未来随苇子沟煤矿与里必煤矿投产，预计煤炭自给率将进一步提升，从而进一步拉低煤化工产品吨成本。

图表：2020-2024年公司煤炭自给率



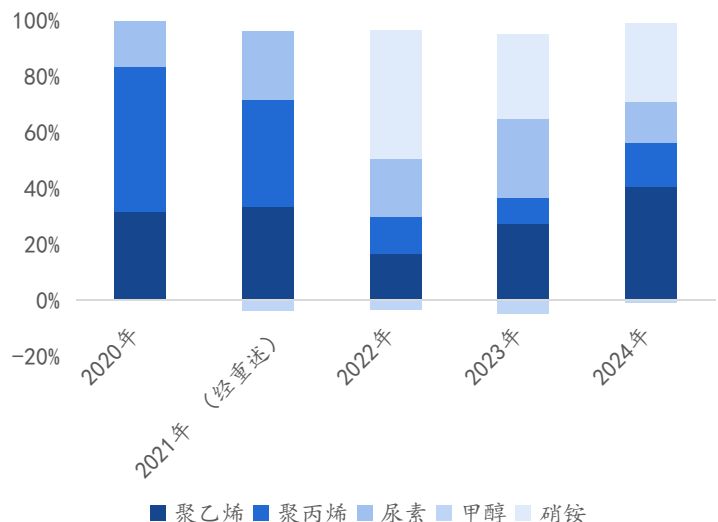
图表：2020-2024年公司煤化工产品吨成本



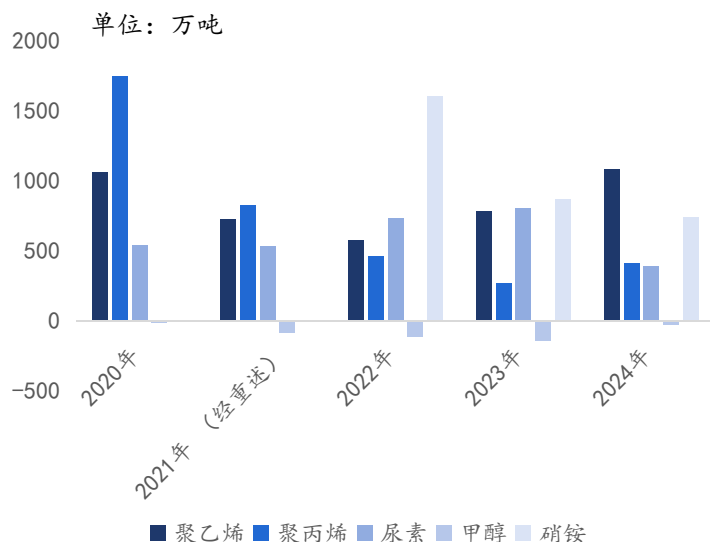
# 产品多元+降本双引擎驱动，盈利保持稳健

- ◆ 提高煤炭自给率实现降本，对冲煤化工产品价格下行影响，当前吨煤毛利主要由聚烯烃贡献，整体毛利率稳健。
- ◆ **毛利方面**：2022年主要由硝酸铵贡献，硝酸铵吨售价大幅上涨之下以1600元/吨的吨毛利占比49.20%，之后年度吨售价因工业需求如基建增长放缓而下行，且平朔能化大修（年产58万吨硝酸铵）使得吨成本上升，2024年吨毛利下降14.47%至739元/吨，占比28.43%。2023-2024年则主要由聚烯烃贡献，2022-2024年聚烯烃在价格上涨叠加成本收缩之下吨毛利及占比逐渐上升，2024年吨毛利同比+42.41%至1491元，占比57.37%。此外，2024年尿素吨毛利同比-51.37%至391元/吨，占比15.04%，甲醇吨毛利同比+84.40%至-22元/吨，占比-0.85%。
- ◆ **煤化工业务整体来看**：2024年单位价格同比+0.6%至3512元/吨，单位成本同比+0.8%至2979元/吨，毛利率小幅下降0.2pct至15.2%，整体保持稳健。

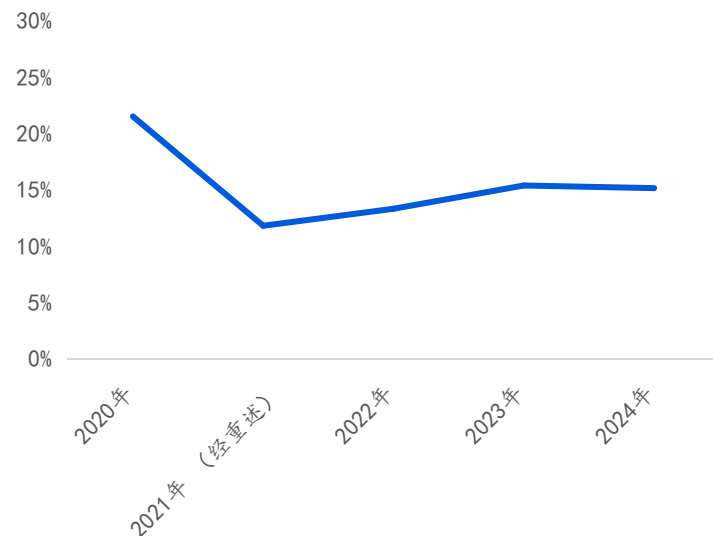
图表：2020-2024年公司煤化工产品吨毛利占比



图表：2020-2024年公司煤化工产品吨毛利



图表：2020-2024年公司煤化工业务毛利率



1

公司概况：央企背景龙头煤企，煤化电协同发展，分红能力有望向高分红煤企靠拢

2

煤炭业务：丰富资源禀赋打底，高长协比例锁价稳利

3

煤化工业务：产品多元+降本双引擎驱动，盈利保持稳健

4

煤矿装备业务：同口径下煤机产值保持增长，毛利率稳定

5

电力业务：煤电联营为基，新能源提速增效

6

盈利预测与投资建议

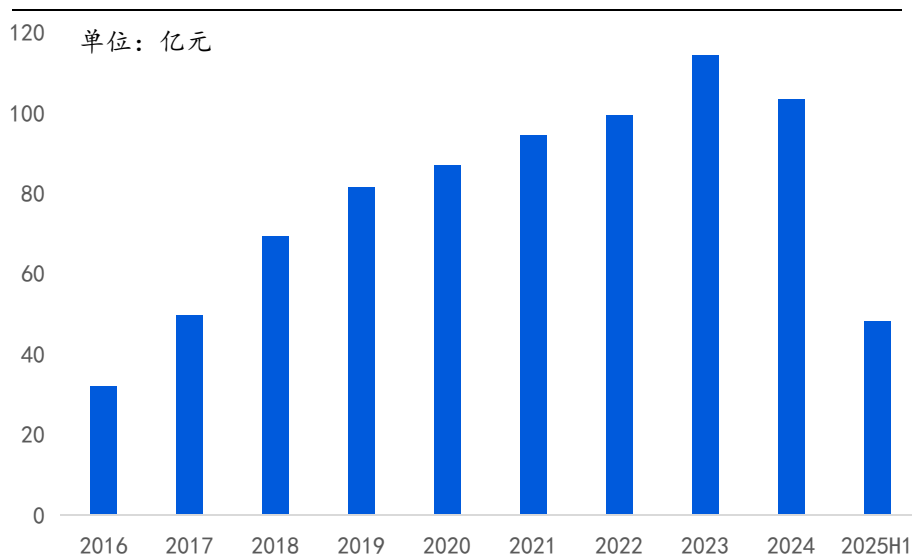
7

风险提示

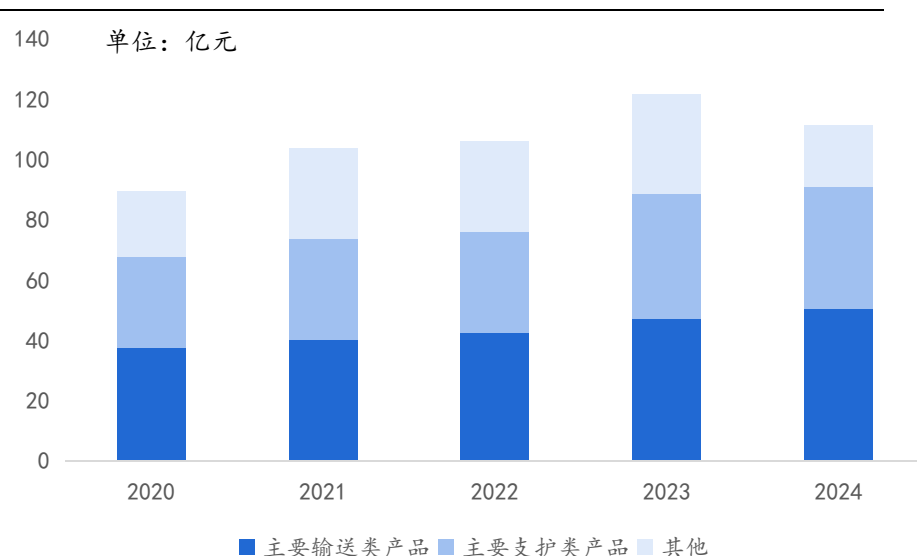
# 同口径下煤机产值保持增长，毛利率稳定

- ◆ **2024年产值与销售收入下降主要系合并范围变化所致，同口径下煤机产值仍同比增长：**公司的煤矿装备业务持续创新商业模式，推进成套化产品销售和设备全生命周期服务，培育巩固中高端市场和智能化升级市场，2024年煤矿装备产值同比下滑主要系合并范围变化所致，同口径来看公司2024年完成煤机产值103.5亿元，同比增加6.4亿元、增长6.6%；累计签订合同额同比增长2.0%。公司亦积极布局国际市场，紧抓“一带一路”市场机遇，聚焦煤机成套、煤机配件营销及相关服务提供，2024年新签国际化订单同比增长。
- ◆ **销售收入方面：**2024年公司煤矿装备业务实现销售收入为111.5亿元，同比-8.46%，主要产品包括主要输送类产品与主要支护类产品，2024年销售收入分别同比+6.34%/-1.69%至50.3/40.8亿元，分别占比45.11%/36.59%。煤机方面，主要输送类产品与主要支护类产品2024年煤机产值分别同比大体持平/+12.8%至52.1/43.2亿元，分别占比50.34%/41.74%。

图表：2016-2025H1公司煤矿装备产值



图表：2020-2024公司煤矿装备业务分产品销售收入

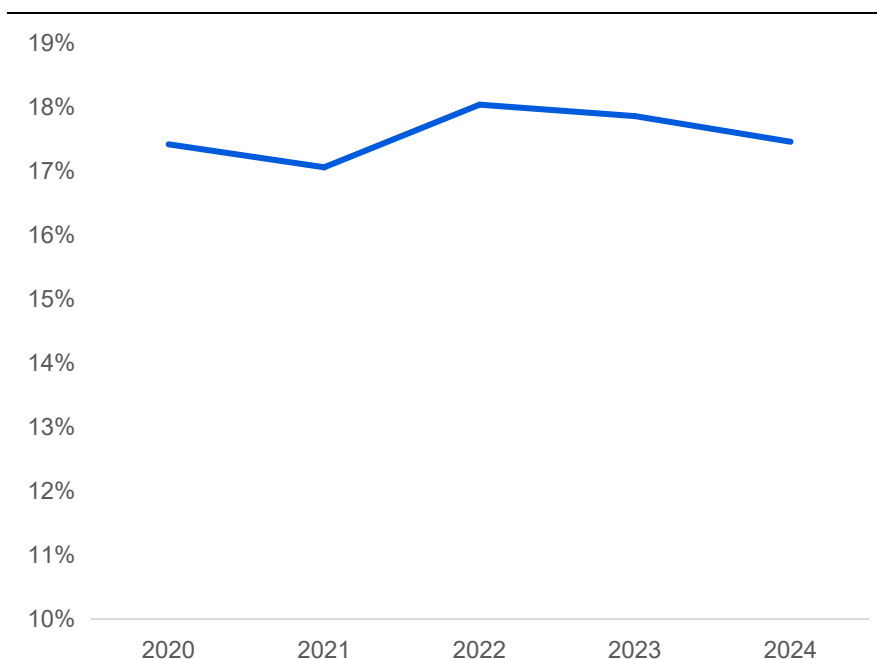


- ◆ **2024年公司营业成本亦同比下降，近五年毛利率稳定在17%-18%区间内：**公司2024年煤矿装备业务营业成本为92.04亿元，同比-8%，主要减少额来自占比77.6%的材料成本，2024年为71.43亿元，同比下降3.33亿元、同比-4.5%。公司煤矿装备业务毛利率近五年围绕17.5%水平上下小幅波动，2024年为17.5%，同比小幅下滑0.4pct。

图表：2024年公司煤矿装备业务营业成本构成及同比变动情况（单位：亿元）

项目	2024年	占比 (%)	2023年	占比 (%)	同比	
					增减额	增减幅 (%)
材料成本	71.43	77.6	74.76	74.7	-3.33	-4.5
人工成本	7.79	8.5	8.91	8.9	-1.12	-12.6
折旧及摊销	2.63	2.9	3.3	3.3	-0.67	-20.3
维修支出	0.81	0.9	1.28	1.3	-0.47	-36.7
运输费用	1.09	1.2	1.74	1.7	-0.65	-37.4
其他成本	8.29	8.9	10.09	10.1	-1.8	-17.8
煤矿装备业务营业成本合计	92.04	100	100.08	100	-8.04	-8.0

图表：2020-2024公司煤矿装备业务毛利率



1

公司概况：央企背景龙头煤企，煤化电协同发展，分红能力有望向高分红煤企靠拢

2

煤炭业务：丰富资源禀赋打底，高长协比例锁价稳利

3

煤化工业务：产品多元+降本双引擎驱动，盈利保持稳健

4

煤矿装备业务：同口径下煤机产值保持增长，毛利率稳定

5

电力业务：煤电联营为基，新能源提速增效

6

盈利预测与投资建议

7

风险提示

- ◆ **电力业务方面：**公司立足煤炭资源和产业优势，贯彻“两个联营”发展模式，积极推进煤炭大基地**煤电联营**布局，稳健发展煤电产业，有效提升煤炭与煤电产业一体化协同水平。在煤电基础上，公司以绿色低碳转型为导向、自有资源为载体、外延拓展为补充，集中发展适应**煤电与新能源联营**的大型新能源基地和源网荷储一体化示范项目，探索多能互补发展模式，着力调整电力装机结构。
- ◆ **电力产能进展方面：**2024年公司旗下安太堡2×350MW低热值煤发电项目建成投产并网发电，并有一个在建项目乌审旗2×660MW煤电一体化项目目前已基本完成地下工程，装机规模为1320MW。
- ◆ **未来发展方面：**公司抢抓“两个联营”战略机遇，2025年煤电与新能源计划资本支出均同比提升明显，分别同比提升22.79%/48.67%至13.9/26.91亿元，分别占合计资本支出的6.41%/12.41%。

图表：公司2025年资本支出计划（亿元）

业务板块	2025年计划	2024年完成	2025年计划比2024年完成增减比例（%）	占合计（%）
总计	216.78	152.94	41.74	100
煤炭	82.99	72.22	14.91	38.28
煤化工	86.47	45.84	88.63	39.89
<b>煤电</b>	<b>13.9</b>	<b>11.32</b>	<b>22.79</b>	<b>6.41</b>
<b>新能源</b>	<b>26.91</b>	<b>18.1</b>	<b>48.67</b>	<b>12.41</b>
煤矿装备	6.12	5.32	15.04	2.82
其他	0.39	0.14	178.57	0.18

1

公司概况：央企背景龙头煤企，煤化电协同发展，分红能力有望向高分红煤企靠拢

2

煤炭业务：丰富资源禀赋打底，高长协比例锁价稳利

3

煤化工业务：产品多元+降本双引擎驱动，盈利保持稳健

4

煤矿装备业务：同口径下煤机产值保持增长，毛利率稳定

5

电力业务：煤电联营为基，新能源提速增效

6

盈利预测与投资建议

7

风险提示

对于煤炭与煤化工两个重点业务进行详细拆分并预测：

- ◆ **煤炭业务：**产量方面，考虑公司苇子沟煤矿（核定产能240万吨/年）与里必煤矿（核定产能400万吨/年）将于2026年底投产，陆续释放产量，预计2025-2027年公司商品煤产量依次为13757/14047/14337万吨，销量方面，假设自产煤产销率皆为100%则商自产煤销量分别为13757/14047/14337万吨，贸易煤与进出口代理预计不变，则合计商品煤销量依次为28477/28767/29057万吨。考虑2025年上半年动力煤价格承压，预计2025-2027年公司自产煤单位价格依次为508/522/536元/吨，成本变动幅度预期窄于价格变动幅度，自产煤单位成本依次为270/270/270元/吨。综上，预计2025-2027年公司煤炭分部毛利依次为33713/36389/39200百万元。
- ◆ **煤化工业务：**预计2025-2027年公司煤化工产品合计销量依次为586/586/586万吨，单位价格依次为3437/3500/3565元/吨，单位成本依次为2926/2981/3039元/吨。综上，预计2025-2027年公司煤化工分部毛利依次为2994/3038/3083百万元。
- ◆ **投资建议：**预计公司2025-2027年营业收入分别为1688.80/1765.91/1846.27亿元，归母净利润分别为162.11/175.57/189.54亿元，同比-16.10%/+8.30%/+7.96%；EPS分别为1.22/1.32/1.43元，对应当前股价PE为10.09/9.32/8.63倍。公司长协比例高利于平抑价格波动，煤化工产业链协同发展下业绩稳定性强，分红能力近五年维持30%+且具有向高分红企业靠拢趋势，同时未来公司里必煤矿以及苇子沟煤矿投产，煤化工业务陆续放量，业绩仍有增长空间，且当前估值偏低，综合看公司投资价值凸显，维持“买入”评级。

图表：煤炭业务预测

煤炭业务合计	2020A	2021A重述	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
产量(万吨)	11,001	11,420	11,917	13,422	13,757	13,757	14,047	14,337
yoy	8.0%	3.8%	4.4%	12.6%	2.5%	0.0%	2.1%	2.1%
销量(万吨)	26,544	30,680	26,295	28,494	28,483	28,477	28,767	29,057
yoy	14.8%	15.6%	-14.3%	8.4%	0%	0%	1%	1%
产销率	241%	269%	221%	212%	207%	207%	205%	203%
单位价格(元/吨)	429.1	688.1	726.1	570.9	564.2	494.9	514.0	533.8
yoy	-5.0%	60.4%	5.5%	-21.4%	-1.2%	-12.3%	3.9%	3.8%
销售收入(百万元)	113,897	211,094	190,918	162,681	160,712	140,946	147,872	155,108
yoy	9.0%	85.3%	-9.6%	-14.8%	-1.2%	-12.3%	4.9%	4.9%
单位成本(元/吨)	317.3	567.8	541.9	428.7	425.1	376.6	387.5	398.9
yoy	-1.6%	78.9%	-4.6%	-20.9%	-0.8%	-11.4%	2.9%	2.9%
销售成本(百万元)	84,235	174,210	142,488	122,144	121,084	107,232	111,483	115,908
yoy	12.9%	106.8%	-18.2%	-14.3%	-0.9%	-11.4%	4.0%	4.0%
毛利率	26.04%	17.47%	25.37%	24.92%	24.66%	23.92%	24.61%	25.27%
毛利(百万元)	29,662	36,884	48,430	40,537	39,628	33,713	36,389	39,200
其中：自产煤	2020A	2021A重述	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
产量(万吨)	11001	11420	11917	13,422	13,757	13,757	14,047	14,337
yoy	8.0%	3.8%	4.4%	12.6%	2.5%	0.0%	2.1%	2.1%
其中：动力煤	9,894	10384	10919	12,330	12617	12617	12907	13197
其中：炼焦煤	1,107	1,036	998	1,092	1,140	1,140	1,140	1,140
销量(万吨)	11105	11218	12034	13,391	13763	13757	14047	14337
yoy	8.9%	1.0%	7.3%	11.3%	2.8%	0.0%	2.1%	2.1%
产销率	100.9%	98.2%	101.0%	99.8%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
动力煤	9,986	10,182	11,036	12,298	12626	12617	12907	13197
炼焦煤	1,119	1,036	998	1,093	1137	1,140	1,140	1,140
销售收入(百万元)	49227	72090	86148	80619	77303	69942	73354	76899
yoy	-0.7%	46.4%	19.5%	-6.4%	-4.1%	-9.5%	4.9%	4.8%
其中：动力煤	40194	58050	68673	65459	63047	59222	62098	65080
其中：炼焦煤	9033	14036	17475	15160	14256	10720	11256	11819
单位价格(元/吨)	443	643	716	602	562	508	522	536
yoy	-8.9%	45.0%	11.4%	-15.9%	-6.7%	-9%	3%	3%
其中：动力煤	403	570	622	532	499	469	481	493
其中：炼焦煤	807	1355	1751	1387	1254	940	987	1037
销售成本(百万元)	22029	36149	38850	41113	38774	37209	37979	38748
yoy	-2.7%	64.1%	7.5%	5.8%	-5.7%	-4.0%	2.1%	2.0%
其中：动力煤	19511	32628	35693	37805	34906	33486	34256	35025
其中：炼焦煤	2518	3381	3157	3308	3868	3723	3723	3723

图表：煤炭业务预测(续左表)

其中：自产煤	2020A	2021A重述	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
单位成本(元/吨)	198	322	323	307	282	270	270	270
yoy	-10.6%	62.4%	0.2%	-4.9%	-8.2%	-4%	0%	0%
其中：动力煤	195	320	323	307	276	265	265	265
其中：炼焦煤	225	326	316	303	340	327	327	327
单位毛利(元/吨)	245	320	393	295	280	238	252	266
其中：动力煤	207	250	299	225	223	204	216	228
其中：炼焦煤	582	1028	1435	1084	914	614	661	710
毛利(百万元)	27198	35941	47298	39506	38529	32733	35375	38151
其中：动力煤	20683	25422	32980	27654	28141	25736	27842	30055
其中：炼焦煤	6515	10655	14318	11852	10388	6997	7533	8096
毛利率	55.3%	49.9%	54.9%	49.0%	50%	47%	48%	50%
其中：动力煤	51%	44%	48%	42%	45%	43%	45%	46%
其中：炼焦煤	72%	76%	82%	78%	73%	65%	67%	68%
其中：贸易煤	2020A	2021A重述	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销量(万吨)	14644	18202	12822	12649	14183	14183	14183	14183
yoy	20.8%	24.3%	-29.6%	-1.3%	12%	0%	0%	0%
销售收入(百万元)	64143	138428	104116	81488	82704	70298	73813	77504
yoy	17.8%	115.8%	-24.8%	-21.7%	1.5%	-15.0%	5.0%	5.0%
单位价格(元/吨)	438.0	761	812	644	583	496	520	546
yoy	-2.4%	73.6%	6.8%	-20.7%	-9.5%	-15%	5%	5%
采购成本(百万元)	61735	137554	103233	80665	81911	69624	73106	76761
yoy	19.7%	122.8%	-25.0%	-21.9%	2%	-15%	5%	5%
单位成本(元/吨)	421.6	756	805	638	578	491	515	541
yoy	-0.9%	79.3%	6.5%	-20.8%	-9%	-15%	5%	5%
单位毛利(元/吨)	16	5	7	7	6	5	5	5
毛利(百万元)	2408	874	883	823	793	674	708	743
毛利率	3.8%	0.6%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
其中进出口代理	2020A	2021A重述	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销量(万吨)	795	1260	1439	2,454	537	537	537	537
yoy	-1.4%	58.5%	14.2%	70.5%	-78.1%	0.0%	0.0%	0.0%
销售收入(百万元)	18	39	97	146	62	62	62	62
yoy	-45.5%	116.7%	148.7%	50.5%	-57.5%	0.0%	0.0%	0.0%
单位代理价格(元/吨)	2.3	3.1	6.7	5.9	11.5	11.5	11.5	11.5
yoy	-44.7%	36.7%	117.8%	-11.7%	94.1%	0%	0%	0%
其他煤炭业务	2020A	2021A重述	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售收入(百万元)	509	537	557	428	643	643	643	643
销售成本(百万元)	471	507	405	366	399	399	399	399

图表：煤化工业务预测

煤化工业务合计	2020A	2021A重述	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>销量(万吨)</b>	<b>441</b>	<b>564</b>	<b>559</b>	<b>613</b>	<b>584</b>	<b>586</b>	<b>586</b>	<b>586</b>
yoy	-6.2%	27.8%	-0.9%	9.7%	-4.6%	0.2%	0.0%	0.0%
单位价格(元/吨)	3,867	3,877	4,065	3,492	3,512	3,437	3,500	3,565
yoy	2.2%	0.3%	4.8%	-14.1%	0.6%	-2.1%	1.8%	1.8%
<b>销售收入(百万元)</b>	<b>17,054</b>	<b>21,851</b>	<b>22,701</b>	<b>21,394</b>	<b>20,518</b>	<b>20,126</b>	<b>20,498</b>	<b>20,877</b>
yoy	-4.0%	28.1%	3.9%	-5.8%	-4.1%	-1.9%	1.8%	1.8%
单位成本(元/吨)	3,035	3,418	3,522	2,954	2,979	2,926	2,981	3,039
yoy	6.0%	12.6%	3.0%	-16.1%	0.8%	-1.8%	1.9%	1.9%
<b>销售成本(百万元)</b>	<b>13383</b>	<b>19266</b>	<b>19673</b>	<b>18099</b>	<b>17406</b>	<b>17132</b>	<b>17460</b>	<b>17793</b>
yoy	-0.5%	44.0%	2.1%	-8.0%	-3.8%	-1.6%	1.9%	1.9%
毛利率	21.53%	11.83%	13.34%	15.40%	15.17%	14.88%	14.82%	14.77%
毛利(百万元)	3,671	2,585	3,028	3,295	3,112	2,994	3,038	3,083
<b>聚乙烯</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A重述</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
产量(万吨)	74.3	74	73.9	76.8	76.8	76.8	76.8	76.8
yoy	-0.3%	-0.4%	-0.1%	3.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销量(万吨)	74.5	73.4	74	76.3	77.5	77.5	77.5	77.5
yoy	-0.9%	-1.5%	0.8%	3.1%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
销售收入(百万元)	4560	5472	5534	5452	5686	5686	5800	5916
yoy	-12.4%	20.0%	1.1%	-1.5%	4.3%	0.0%	2.0%	2.0%
单位价格(元/吨)	6121	7455	7479	7,145	7337	7337	7484	7633
yoy	-11.5%	21.8%	0.3%	-4.5%	2.7%	0%	2%	2%
销售成本(百万元)	3768	4941	5108	4856	4851	4608	4700	4794
yoy	-9.3%	31.1%	3.4%	-4.9%	-0.1%	-5.0%	2.0%	2.0%
单位成本(元/吨)	5058	6732	6903	6364	6259	5946	6065	6186
yoy	-8.4%	33.1%	2.5%	-7.8%	-1.6%	-5%	2%	2%
毛利率	17.4%	9.7%	7.7%	10.9%	14.7%	19.0%	19.0%	19.0%
毛利(百万元)	792	531	426	596	835	1078	1100	1122
单位毛利	1063	723	576	781	1078	1391	1419	1447
<b>聚丙烯</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A重述</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
产量(万吨)	72.1	72.4	74.1	71.9	71.9	71.9	71.9	71.9
yoy	1.8%	0.4%	2.3%	-3.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销量(万吨)	72.9	72.8	72.9	71.6	74.2	74.2	74.2	74.2
yoy	4.4%	-0.1%	0.1%	-1.8%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%
销售收入(百万元)	4851	5523	5338	4763	4919	4919	5017	5117
yoy	-7.7%	13.8%	-3.3%	-10.8%	3.3%	0.0%	2.0%	2.0%
单位价格(元/吨)	6655	7587	7323	6,652	6629	6629	6762	6897
yoy	-11.6%	14.0%	-3.5%	-9.2%	-0.3%	0%	2%	2%
销售成本(百万元)	3579	4922	5004	4572	4612	4382	4469	4559
yoy	-5.5%	37.5%	1.7%	-8.6%	0.9%	-5.0%	2.0%	2.0%
单位成本(元/吨)	4909	6761	6864	6,386	6216	5905	6023	6144
yoy	-9.5%	37.7%	1.5%	-7.0%	-2.7%	-5.0%	2.0%	2.0%
毛利率	26.2%	10.9%	6.3%	4.0%	6.2%	10.9%	10.9%	10.9%
毛利(百万元)	1273	601	335	190	306	537	548	559
单位毛利	1746	826	459	266	413	724	738	753

图表：煤化工业务预测(续左表)

尿素	2020A	2021A重述	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
产量(万吨)	188.6	204.9	183.4	206.6	187.1	187.1	187.1	187.1
yoy	-5.3%	8.6%	-10.5%	12.6%	-9%	0%	0%	0%
销量(万吨)	224.8	221.3	179.2	214.5	203.7	203.7	203.7	203.7
yoy	-1.9%	-1.6%	-19.0%	19.7%	-5.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售收入(百万元)	3663	4931	4681	5197	4168	3753	3828	3904
yoy	-9.6%	35.0%	-5.1%	11.0%	-19.8%	-10.0%	2.0%	2.0%
单位价格(元/吨)	1625	2228	2612	2,423	2047	1842	1879	1917
yoy	-7.8%	37.1%	17.2%	-7.2%	-15.5%	-10%	2%	2%
销售成本(百万元)	2437	3753	3373	3473	3373	3205	3269	3334
yoy	-3.1%	54.0%	-10.1%	3.0%	-2.9%	-5.0%	2.0%	2.0%
单位成本(元/吨)	1084	1696	1882	1,619	1656	1573	1605	1637
yoy	-1.3%	56.5%	11.0%	-14.0%	2.3%	-5%	2%	2%
毛利率	33.3%	23.9%	27.9%	33.2%	19.1%	14.6%	14.6%	14.6%
毛利(百万元)	1216	1177	1308	1725	795	548	559	570
单位毛利	541	532	730	804	391	269	274	280
<b>甲醇</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A重述</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
产量(万吨)	69	154.5	187.9	190.1	173	173	173	173
yoy	-27.1%	123.9%	21.6%	1.2%	-9%	0%	0%	0%
销量(万吨)	68.8	153.3	185.5	191.9	171.6	173	173	173
yoy	-28.2%	122.8%	21.0%	3.5%	-10.6%	0.8%	0.0%	0.0%
销售收入(百万元)	916	2828	3549	3354	3015	3040	3100	3162
yoy	-38.0%	208.6%	25.5%	-5.5%	-10.1%	0.8%	2.0%	2.0%
单位价格(元/吨)	1,332	1,845	1,913	1,748	1757	1757	1792	1828
yoy	-13.7%	38.5%	3.7%	-8.6%	0.5%	0%	2%	2%
销售成本(百万元)	930	2956	3792	3625	3052	2924	2982	3042
yoy	-27.5%	217.7%	28.3%	-4.4%	-15.8%	-4.2%	2.0%	2.0%
单位成本(元/吨)	1,352	1,928	2,044	1,889	1779	1690	1724	1758
yoy	0.9%	42.6%	6.0%	-7.6%	-5.8%	-5%	2%	2%
毛利率	-1.5%	-4.5%	-6.8%	-8.1%	-1.2%	3.8%	3.8%	3.8%
毛利(百万元)	-14	-127	-243	-141	-37	116	118	121
单位毛利	-20	-83	-131	-141	-22	67	68	70
<b>硝酸</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A重述</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
产量(万吨)		42.5	47.4	58.2	57.5	57.5	57.5	57.5
yoy			11.5%	22.8%	-1%	0%	0%	0%
销量(万吨)		42.8	46.9	58.7	57.2	57.2	57.2	57.2
yoy			9.6%	25.2%	-2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
销售收入(百万元)		821	1234	1374	1176	1175	1198	1222
yoy			50.4%	11.3%	-14.4%	-0.1%	2.0%	2.0%
单位价格(元/吨)		1,918	2,632	2,341	2054	2054	2095	2137
yoy			37.2%	-11.1%	-12.3%	0%	2%	2%
销售成本(百万元)		591	484	867	753	715	729	743
yoy			-18.2%	79.1%	-13.1%	-5.1%	2.0%	2.0%
单位成本(元/吨)		1,382	1,032	1,477	1315	1249	1274	1300
yoy			-25.3%	43.1%	-11.0%	-5%	2%	2%
毛利率		27.9%	60.8%	36.9%	36.0%	39.2%	39.2%	39.2%
毛利(百万元)		229	750	507	423	460	470	479
单位毛利		536	1600	864	739	805	821	837
<b>其他煤化工业务</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A重述</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
销售收入(百万元)	3,073	2,276	2,364	1,254	1,554	1,554	1,554	1,554
销售成本(百万元)	2,669	2,102	1,913	706	765	765	765	765
毛利率	13.1%	7.6%	19.1%	43.7%	50.8%	50.8%	50.8%	50.8%
毛利(百万元)	404	174	452	547	789	789	789	789

图表：煤炭与煤化工以外业务预测

煤矿装备制造业务	2020A	2021A重述	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售收入 (百万元)	8942	10373	10609	12183	11150	10593	10804	11020
yoy	8.1%	16.0%	2.3%	14.8%	-8.5%	-5%	2%	2%
销售成本 (百万元)	7385	8604	8696	10008	9204	8744	8919	9097
yoy	6.3%	16.5%	1.1%	15.1%	-8.0%	-5%	2%	2%
毛利率	17.41%	17.05%	18.03%	17.85%	17.45%	17.45%	17.45%	17.45%
毛利 (百万元)	1,557.0	1,769.0	1,913.0	2,175.0	1,946.0	1,848.7	1,885.7	1,923.4
内部抵消	2020A	2021A重述	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售收入 (百万元)	-7,193	-13,584	-13,620	-13,965	-12,833	-12,833	-12,833	-12,833
yoy	-8.2%	88.8%	0.3%	2.5%	-8.10%	0.00%	0.00%	0.00%
销售成本 (百万元)	-6,869	-13,329	-13,597	-13,758	-12,596	-12,596	-12,596	-12,596
yoy	-8.5%	94.0%	2.0%	1.2%	-8%	0%	0%	0%
毛利率	4.50%	1.87%	0.17%	1.48%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%
毛利 (百万元)	-324.0	-254.6	-23.1	-207.0	-237.2	-237.2	-237.2	-237.2
其他业务+金融业务	2020A	2021A重述	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售收入 (百万元)	8261	10094	9969	10676	9852	10049	10250	10455
yoy	24.7%	22.2%	-1.2%	7.1%	-7.7%	2%	2%	2%
销售成本 (百万元)	6372	8481	7898	8102	7181	7325	7471	7621
yoy	12.0%	33.1%	-6.9%	2.6%	-11.4%	2%	2%	2%
毛利率	22.87%	15.98%	20.77%	24.11%	27.11%	27.11%	27.11%	27.11%
毛利 (百万元)	1889	1613	2071	2574	2671	2724	2779	2834

预测指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	189398.75	168880.10	176591.09	184627.09
增长率(%)	-1.85	-10.83	4.57	4.55
归母净利润（百万元）	19322.94	16211.26	17556.87	18953.79
增长率(%)	-1.08	-16.10	8.30	7.96
摊薄每股收益（元）	1.46	1.22	1.32	1.43
ROE (%)	12.72	9.98	10.10	10.18
P/E	8.34	10.09	9.32	8.63
P/B	1.06	1.01	0.94	0.88
P/S	0.85	0.97	0.93	0.89
EV/EBITDA	3.39	3.66	3.03	2.53

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

## 公司与可比公司估值分析

- ◆ 我们选取与中煤能源体量相当且均为一体化运营的中国神华、陕西煤业、兖矿能源作为可比公司，中煤能源2025年预测业绩对应PE为10.1倍，低于可比公司平均值的12.8倍，PB仅为1.0亦低于可比公司平均值，具有估值修复逻辑。公司重视资本市场、积极响应央企市值管理，在管理层重视之下，公司估值修复值得期待。

图表：可比公司估值表（数据截至2025年8月8日）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB
			2025/8/8	2024	2025E	2026E	2024	2025E	
601088.SH	中国神华	7,463	586.7	514.0	537.0	14.7	14.5	13.9	1.7
601225.SH	陕西煤业	2,132	223.6	185.4	194.3	10.1	11.5	11.0	2.2
600188.SH	兖矿能源	1,348	144.3	110.1	128.3	9.7	12.2	10.5	2.2
平均						11.5	12.8	11.8	2.0
601898.SH	中煤能源	1,636	193.2	162.1	175.6	8.3	10.1	9.3	1.0

1

公司概况：央企背景龙头煤企，煤化电协同发展，分红能力有望向高分红煤企靠拢

2

煤炭业务：丰富资源禀赋打底，高长协比例锁价稳利

3

煤化工业务：产品多元+降本双引擎驱动，盈利保持稳健

4

煤矿装备业务：同口径下煤机产值保持增长，毛利率稳定

5

电力业务：煤电联营为基，新能源提速增效

6

盈利预测与投资建议

7

风险提示

- (1) 煤炭价格波动超预期风险。宏观经济变动、生产经营、进出口政策带来的供给扰动均将构成煤炭价格波动超预期风险。
- (2) 煤炭进口影响风险。随着世界主要煤炭生产国和消费国能源结构的不断改变，国际煤炭市场变化将对国内煤炭市场供求关系产生重要影响，从而对国内煤企的煤炭生产、销售业务产生影响。
- (3) 在建项目投产不及预期风险。受行业监管变化、自然天气变化等影响，存在在建项目建设、投产时间不及预期风险。
- (4) 可再生能源持续替代风险。国内水力发电的装机规模较大，若水力发电超预期增发则会引发对火电的替代。风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展，虽然目前还没形成较大规模，但长期的替代需求影响将持续存在，目前还处在量变阶段。
- (5) 环保监管超预期风险。

# 中煤能源盈利预测表

证券代码： 601898

股价： 12.34

投资评级： 买入(维持)

日期： 20250808

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	84353	91948	109425	124593	<b>营业收入</b>	<b>189399</b>	<b>168880</b>	<b>176591</b>	<b>184627</b>	<b>每股指标</b>				
应收款项	8492	5761	9143	6439	营业成本	142279	127837	132737	137823	EPS	1.46	1.22	1.32	1.43
存货净额	7743	7062	8311	7651	营业税金及附加	8115	8444	8830	9231	BVPS	11.46	12.25	13.12	14.05
其他流动资产	12477	11105	12135	11896	销售费用	1078	961	1005	1051	<b>估值</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>113066</b>	<b>115876</b>	<b>139014</b>	<b>150579</b>	管理费用	5512	4729	4945	5170	P/E	8.34	10.09	9.32	8.63
固定资产	121976	127815	132312	135711	财务费用	2388	1760	1787	1839	P/B	1.06	1.01	0.94	0.88
在建工程	18203	14402	11552	9414	其他费用/(-收入)	801	714	747	781	P/S	0.85	0.97	0.93	0.89
无形资产及其他	72909	74277	75645	77013	<b>营业利润</b>	<b>31485</b>	<b>26407</b>	<b>28603</b>	<b>30888</b>	<b>财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
长期股权投资	31811	32664	33517	34371	营业外净收支	94	94	94	94	<b>盈利能力</b>				
<b>资产总计</b>	<b>357965</b>	<b>365035</b>	<b>392040</b>	<b>407088</b>	<b>利润总额</b>	<b>31580</b>	<b>26501</b>	<b>28697</b>	<b>30982</b>	ROE	12.72%	9.98%	10.10%	10.18%
短期借款	1062	1057	1052	1047	所得税费用	6626	5565	6024	6505	毛利率	24.88%	24.30%	24.83%	25.35%
应付款项	27041	21279	28893	23202	<b>净利润</b>	<b>24954</b>	<b>20936</b>	<b>22673</b>	<b>24477</b>	期间费率	4.74%	4.41%	4.38%	4.37%
合同负债	3409	3063	3180	3302	少数股东损益	5631	4724	5116	5524	销售净利率	10.20%	9.60%	9.94%	10.27%
其他流动负债	70664	68560	69285	70039	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>19323</b>	<b>16211</b>	<b>17557</b>	<b>18954</b>	<b>成长能力</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>102176</b>	<b>93960</b>	<b>102411</b>	<b>97590</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	收入增长率	-1.85%	-10.83%	4.57%	4.55%
长期借款及应付债券	45840	45840	47840	49840	<b>经营活动现金流</b>	<b>34140</b>	<b>28285</b>	<b>36600</b>	<b>34779</b>	利润增长率	-1.08%	-16.10%	8.30%	7.96%
其他长期负债	17703	17703	17703	17703	净利润	19323	16211	17557	18954	<b>营运能力</b>				
<b>长期负债合计</b>	<b>63542</b>	<b>63542</b>	<b>65542</b>	<b>67542</b>	少数股东权益	5631	4724	5116	5524	总资产周转率	0.54	0.47	0.47	0.46
<b>负债合计</b>	<b>165718</b>	<b>157502</b>	<b>167953</b>	<b>165132</b>	折旧摊销	10332	10671	11064	11449	应收账款周转率	24.41	24.41	24.41	24.41
股本	13259	13259	13259	13259	公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	17.27	17.27	17.27	17.27
股东权益	192246	207533	224087	241956	营运资金变动	-1472	-3427	2795	-1214	<b>偿债能力</b>				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>357965</b>	<b>365035</b>	<b>392040</b>	<b>407088</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-12049</b>	<b>-13142</b>	<b>-13064</b>	<b>-12983</b>	资产负债率	46.29%	43.15%	42.84%	40.56%
					资本支出	-18017	-13972	-13971	-13970	流动比	1.11	1.23	1.36	1.54
					长期投资	-1	-849	-849	-849	速动比	0.96	1.09	1.21	1.39
					其他	5969	1679	1756	1836					
					<b>筹资活动现金流</b>	<b>-23876</b>	<b>-7573</b>	<b>-6084</b>	<b>-6653</b>					
					债务融资	-8883	-5	1995	1995					
					权益融资	1238	0	0	0					
					其它	-16231	-7568	-8079	-8648					
					<b>现金净增加额</b>	<b>-1759</b>	<b>7595</b>	<b>17477</b>	<b>15168</b>					

## 能源开采小组介绍

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，8年以上行业经验  
王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验  
张益，能源开采行业研究助理，伦敦国王学院银行与金融硕士，2年期货行业研究经验  
徐萌，能源开采行业研究助理，对外经济贸易大学金融本硕

## 分析师承诺

陈晨，本报告中的分析师均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，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深30 指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为 ， 仅供符合国海证券股份有限公司（简称 ）投资者适当性管理要求的客户（简称 ）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。 /或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 能源开采研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号  
腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597