

## 筑底，向上

## 2026 年煤炭年度策略

## 核心观点

- 展望：2026 年将是煤炭行业筑底向上的一年。**（1）煤炭行业完整的一轮周期在 10 年左右，上一轮周期是 2011-2021 年，在此期间煤价呈现“两头高、中间低”的特征，本轮周期中，煤价自 2021 年 Q4 达到阶段性高点（以动力煤期货退市为标志）后，到 2025 年已经经历了 3 年多的下行周期，2026 年极有可能是煤炭行业筑底向上的一年；（2）政策角度，2026 年与 2016 年具有较高相似性，2015 年 11 月，习总书记在中央财经领导小组会上首次提出“供给侧改革”，标志着上一轮周期中煤价的见底，而 2025 年 7 月，习总书记在中央财经委员会第六次会议上提出治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出，“反内卷”正式走入大家的视线，可能也标志着本轮周期煤价的底部；（3）煤炭行业资本开支预计将从 2026 年开始进入下行态势。2021 年以来，煤炭板块在建工程规模总体平稳，新增加的资本开支并非主要用于新规划的产能，煤炭领域资本开支规模并未出现大幅扩张，随着煤价下跌，行业利润大幅收缩，2026 年开始煤炭行业资本开支将进入下行趋势。
- 供需：2026 年供给预计仍然受限，供需延续偏紧态势。**（1）供给端：东部地区煤炭产量已呈现衰减趋势，新疆地区虽具备增产潜力，但外运成本高昂，叠加“反内卷”下煤炭企业开工率受限，预计供给难有增量；（2）需求端：2025 年 1-9 月，我国地产新开工面积累计同比-15.0%，若全年维持该增速，则 2025 年我国人均新开工面积可能已降至 0.45 平/人，已低于日本历史最低水平，接近美国历史最低水平，进一步下降空间十分有限；同时在“136”号文的背景下，2025 年 5 月 31 日后新能源装机量明显下滑，预计新能源对煤电的挤压作用将逐步减少；（3）供需对比：预计供需压力最大的时刻已过，2026 年煤炭供需宽松程度将小于 2025 年。
- 2026 年煤价预计震荡上行，波动可能放大。**（1）2026 年动力煤期货有望回归，2025 年 9 月 30 日，郑州商品交易所集中发布两份关键公告，标志着动力煤期货的系统性、分步骤重启工作已经启动，同时目前动力煤港口库存已降至低于去年同期水平，低库存将为煤价带来更高的弹性；（2）焦煤和动力煤有比价关系，动力煤波动幅度增加会影响焦煤价格，2013 年以来，焦煤期货与港口 5500 大卡动力煤价格的比值中枢在 2 倍左右，目前该比值为 1.5 倍，处于历史极低水平，目前焦煤行业整体库存水平比动力煤更低，理论上价格弹性也更大。

## 投资建议与投资标的

**投资建议：**在“反内卷”相关概念提出后，煤炭行业供需格局已经反转，行业基本面整体维持向好态势，煤价具备长期向上动能，2026-2027 年煤价预计维持中枢上行态势，推荐：（1）长期优选稳健红利标的：中国神华(601088, 增持)、中煤能源(601898, 增持)；（2）受益于煤价上涨的弹性标的：陕西煤业(601225, 增持)、晋控煤业(601001, 增持)。

## 风险提示

（1）地产相关数据不及预期。煤炭下游的钢铁、水泥等行业受地产需求影响较大，若地产相关数据不及预期可能导致煤炭需求低于预期。（2）水电出力超预期。水电出力超期将挤占火电发电量，从而导致煤炭需求低于预期；（3）海外煤价大幅下跌。海外煤价大幅下跌可能导致煤炭进口数量显著增加，从而带动国内煤炭价格下跌；（4）假设条件变化影响测算结果。若文中假设条件发生变化可能导致测算结果与预期出现偏差。

## 行业评级

看好（维持）

国家/地区

中国

行业

煤炭行业

报告发布日期

2025 年 12 月 15 日



## 证券分析师

蒋山

执业证书编号：S0860525110006

jiangshan2@orientsec.com.cn

0755-82819271

李晓渊

执业证书编号：S0860525090002

lixiaoyuan@orientsec.com.cn

021-63326320

## 目 录

1、展望：2026 年将是煤炭行业筑底向上的一年 .....	5
2、预计 2026 年供需格局优于 2025 年 .....	7
2.1 供给端：新疆以外的产能缺乏增长潜力 .....	7
2.2 进口端：仍将为国内供给提供弹性 .....	10
2.3 需求端：内需复苏迹象渐显，新能源增速放缓 .....	12
2.4 供需平衡表：至暗时刻已过 .....	15
3、2026 年煤价预计震荡上行 .....	16
3.1 动力煤：波动幅度可能放大 .....	16
3.2 焦煤：与动力煤联动，且库存水平更低 .....	18
4、2026 年煤企盈利有望得到修复 .....	19
4.1 国内企业吨煤盈利在 2025Q2 基本触底 .....	19
4.2 目前煤炭板块按两条逻辑进行估值 .....	20
5、投资建议 .....	21
风险提示 .....	22

## 图表目录

图 1：年初以煤炭板块持续跑输大盘（以 2025 年 1 月 1 日作为 100） .....	5
图 2：当前煤价已由之前高位回归至正常水平（元/吨，%） .....	6
图 3：2025 年政策提出后煤价反弹（元/吨） .....	6
图 4：2015 年政策提出后煤价反弹（元/吨） .....	6
图 5：2021 年至今行业资本开支呈上升态势（亿元，%） .....	7
图 6：2021 年至今行业在建工程规模呈上升态势（亿元，%） .....	7
图 7：10 月度原煤产量低于去年同期（亿吨） .....	8
图 8：10 月新疆月度原煤产量低于去年同期（亿吨） .....	8
图 9：山西月度原煤产量维持稳定（亿吨） .....	8
图 10：10 月内蒙古月度原煤产量低于去年同期（亿吨） .....	8
图 11：陕西月度原煤产量持续高于去年同期（亿吨） .....	8
图 12：其他地区月度原煤产量同比基本持平（亿吨） .....	8
图 13：2014 年以来新疆原煤产量持续提升（亿吨） .....	9
图 14：2014 年以来东部地区煤炭产量持续下降（亿吨） .....	9
图 15：我国采深超 800 米煤炭矿井主要集中在东部 .....	9
图 16：山西某煤矿生命末期产量加速退出（万吨） .....	9
图 17：新疆煤外运量持续提升（万吨） .....	10
图 18：港口煤价影响新疆煤产量释放（元/吨，万吨） .....	10
图 19：动力煤矿山开工率持续低于同期正常水平（%） .....	10
图 20：焦煤矿山开工率持续低于同期正常水平（%） .....	10
图 21：煤炭进口总量处于高位（万吨） .....	11
图 22：10 月印尼煤进口量回落（万吨） .....	11
图 23：澳大利亚煤进口量处于高位（万吨） .....	11
图 24：蒙古煤进口量处于高位（万吨） .....	11
图 25：俄罗斯煤进口量处于平稳态势（万吨） .....	11
图 26：其它地区煤进口量回落（万吨） .....	11
图 27：日本人均新开工面积底部在 0.5 平/人附近（万平方米，平方米） .....	12
图 28：美国人均新开工面积高于 0.5 平/人（万平方米，平方米） .....	12
图 29：我国新开工及人均新开工面积已接近 0.5 平/人（万平方米，平方米） .....	13
图 30：2025 年我国地产新开工面积进一步下降（万平方米） .....	13
图 31：我国生铁产量下行速度减缓（万吨） .....	13
图 32：我国水泥产量下行速度减缓（亿吨） .....	13
图 33：煤化工耗煤量持续提升（亿吨） .....	14
图 34：10 月煤化工耗煤量处于同期最高水平（万吨） .....	14

图 35：新能源（风电+光伏）月度新增装机容量低于去年同期（万千瓦） .....	14
图 36：新能源（风电+光伏）发电量增速下滑（亿千瓦时） .....	14
图 37：全社会用电量维持增长（亿千瓦时） .....	15
图 38：火电发电量同比转正（亿千瓦时） .....	15
图 39：长协定价机制平抑煤价波动 .....	17
图 40：全国煤炭企业库存持续下行（万吨） .....	17
图 41：全国统调电厂库存上升（万吨） .....	17
图 42：北方港口煤炭库存低于去年同期（万吨） .....	18
图 43：南方港口煤炭库存低于去年同期（万吨） .....	18
图 44：焦煤期货与港口 5500 大卡动力煤价格比值处于历史极低水平 .....	18
图 45：港口焦煤库存低于去年同期（万吨） .....	19
图 46：独立焦化厂焦煤库存处于同期低位（万吨） .....	19
图 47：申万煤炭行业净资产收益率触底反弹（年化） .....	19
图 48：申万火电行业净资产收益率进一步上升（年化） .....	19
图 49：申万煤炭行业平均资产负债率维持正常（%） .....	20
图 50：申万煤炭行业流动比率维持正常（%） .....	20
 表 1：2026 年后煤炭供需过剩程度将明显小于 2025 年 .....	16
表 2：煤炭行业上市公司按两条逻辑进行估值（截至 2025 年 12 月 15 日） .....	21

## 1、展望：2026年将是煤炭行业筑底向上的一年

2025年煤炭价格完成压力测试，市场底逐渐明朗。

1-3月，火电需求拖累下，行业供需矛盾缓慢累积，价格平稳。

3-5月，煤矿复产快于下游，新能源136号文的背景下，光伏、风电抢装机导致火电需求被挤占严重，行业供需矛盾显现，价格持续走低。

6月，焦煤价格跌破部分煤企的现金流成本，导致出现被动减产，煤炭企业主动减产平衡供需。

7-8月，“反内卷”提出，煤价触底反弹，供应端由于阅兵、环保等因素影响并未恢复至同期正常水平，价格回升后进口煤数量出现明显的升高。

9-10月，进口补充了国内减产部分，下游季节性补库的背景下，煤价季节性上涨。

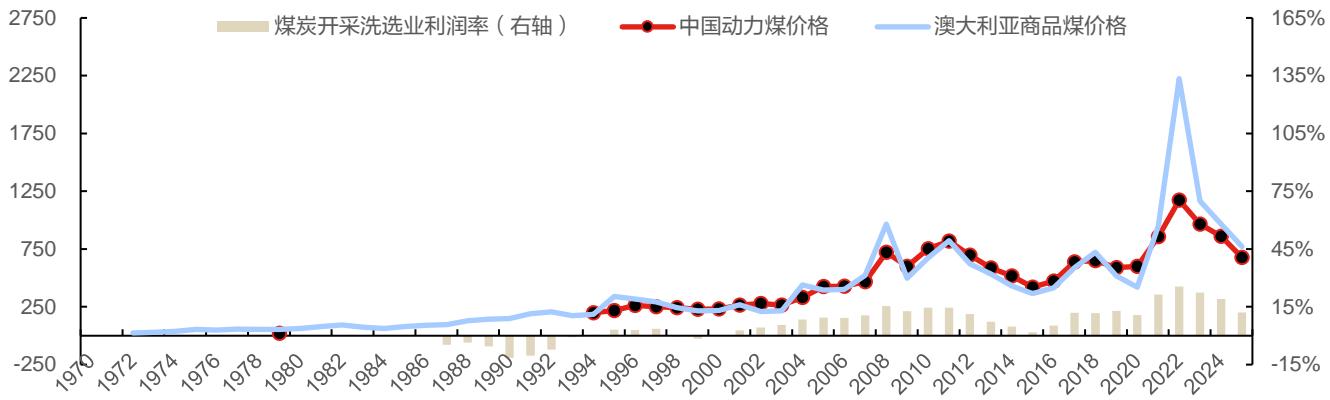
图1：年初以煤炭板块持续跑输大盘（以2025年1月1日作为100）



数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

从煤炭行业大周期的角度，2026年将是筑底向上的一年。根据王睿等《煤炭和房地产与中国经济周期的关系研究》，煤炭行业完整的一轮周期在10年左右，上一轮周期是2011-2021年，在此期间煤价呈现“两头高、中间低”的特征，高点出现在2011年、2021年，最低点出现在2015年，2015年Q4后，煤价进入筑底回升的阶段，此后开启了上行周期。本轮周期中，煤价自2021年Q4达到阶段性高点（以动力煤期货退市为标志）后，2022年在俄乌冲突的影响下仍然维持了极高水平，到2025年已经经历了3年多的下行周期，参考上一轮周期的节奏，我们认为2026年极有可能是煤炭行业筑底向上的一年。

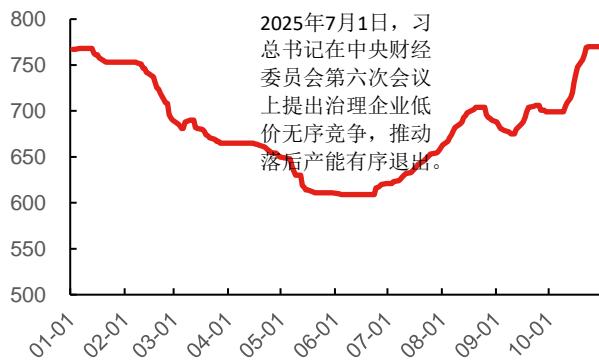
图 2：当前煤价已由之前高位回归至正常水平（元/吨，%）



数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

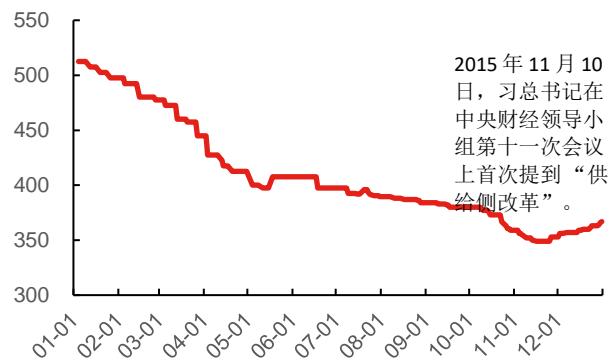
**政策角度，2026 年与 2016 年具有较高相似性。**国家政策对煤炭行业具有非常强的影响力，2015 年 11 月 10 日，习总书记在中央财经领导小组会上首次提出“供给侧改革”，2015 年 12 月中央经济会议将供给侧改革具体化，并明确 2016 年为“供给侧改革”启动年，而煤价也对应在 2015 年 11 月达到最低点后开启了上行行情。2025 年 7 月 1 日，习总书记在中央财经委员会第六次会议上提出治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出，“反内卷”正式走入大家的视线，基于政策的连贯性考虑，我们认为 2026 年与 2016 年类似，都将是煤价由筑底到向上的关键年份。

图 3：2025 年政策提出后煤价反弹（元/吨）



数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

图 4：2015 年政策提出后煤价反弹（元/吨）



数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

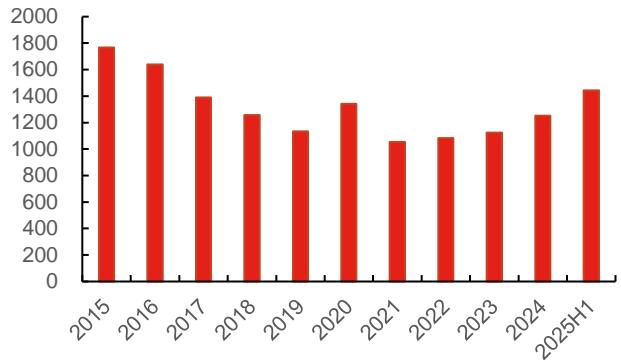
**煤炭行业资本开支预计将在 2026 年开始进入下行态势。**煤炭行业资本开支自 2021 年以来稳步升高，一方面是资金充足的情况下企业向下游进行投资，另一方面是煤矿智能化建设、设备更新改造以及原有在建工程的加速建设。从 2021 年以来，煤炭板块在建工程规模总体平稳，也能够说明新增加的资本开支并非主要用于新规划的产能，煤炭领域资本开支规模并未出现大幅扩张。随着煤价下跌，行业利润大幅收缩，我们认为 2026 年开始煤炭行业资本开支将进入下行趋势，2026 年煤炭行业资本开支将较 2025 年明显下降。

图 5: 2021 年至今行业资本开支呈上升态势 (亿元, %)



数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所，注：口径为 23 家煤炭上市公司合计值

图 6: 2021 年至今行业在建工程规模呈上升态势 (亿元, %)



数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所，注：口径为 23 家主要煤炭上市公司合计值

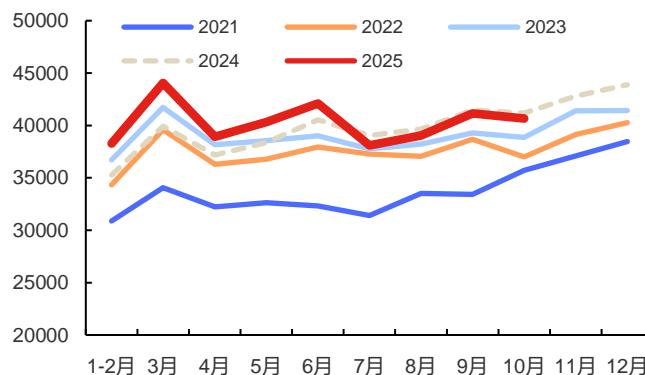
## 2、预计 2026 年供需格局优于 2025 年

### 2.1 供给端：新疆以外的产能缺乏增长潜力

**2025 年我国原煤产量增速明显放缓。**自 2021 年增产保供以来，2024 年我国原煤生产量 47.6 亿吨，绝对量和产量同比增速均达到历史高位。2025 年以来，经过 4 年的增产保供，国内煤炭产量累计增速持续走低，2025 年 1-9 月份全国原煤产量 35.7 亿吨，同比+2.7%，单 9 月全国原煤产量 4.1 亿吨，同比-0.7%。

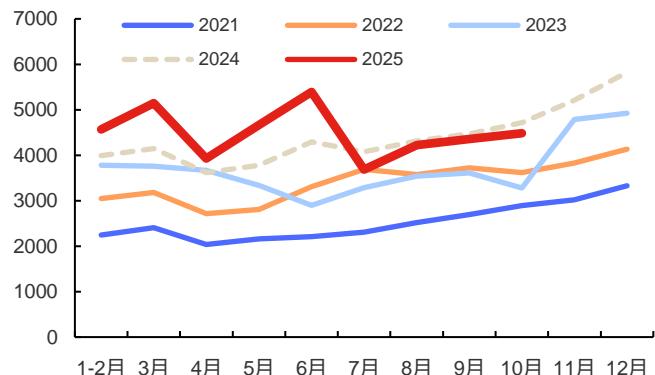
**晋陕蒙主产区煤炭产量基本达峰，增量主要看新疆。**2025 年 1-9 月份，山西/内蒙古/陕西/新疆地区原煤产量分别为 9.8 亿吨/9.4 亿吨/5.9 亿吨/4.0 亿吨，同比分别+4.5%/-0.7%/+2.6%/+7.4%。在全国原煤产量增量的占比中，新疆占 29%，山西占 44%（主要是 2024 年安监状态下基数较低），除山西外，新增产量主要在新疆地区。

图 7：10 月度原煤产量低于去年同期（亿吨）



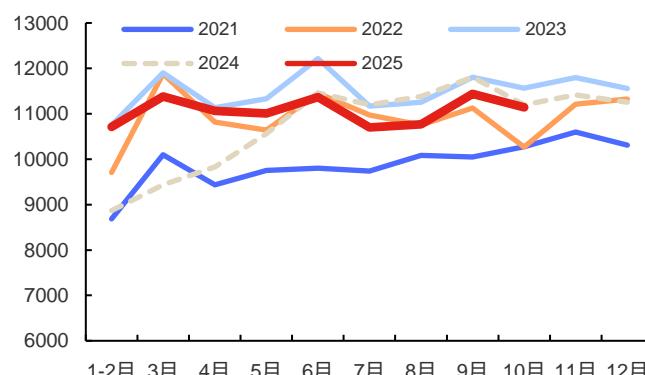
数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

图 8：10 月新疆月度原煤产量低于去年同期（亿吨）



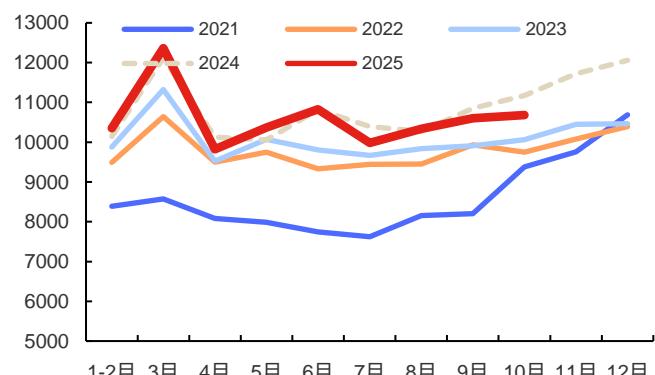
数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

图 9：山西月度原煤产量维持稳定（亿吨）



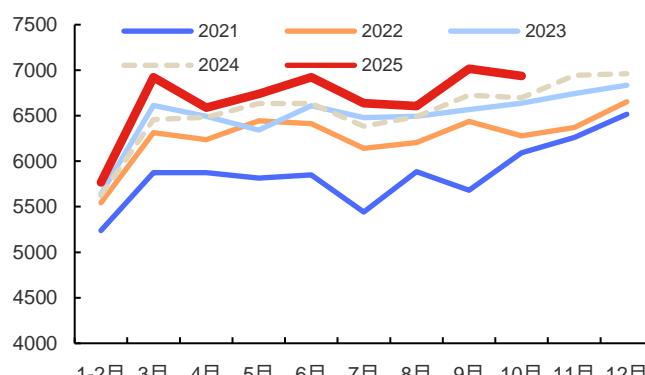
数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

图 10：10 月内蒙古月度原煤产量低于去年同期（亿吨）



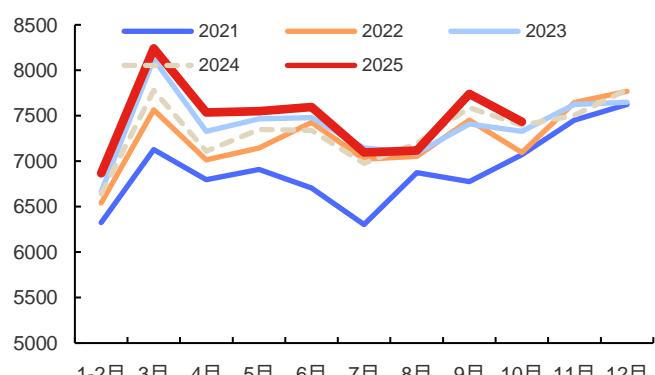
数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

图 11：陕西月度原煤产量持续高于去年同期（亿吨）



数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

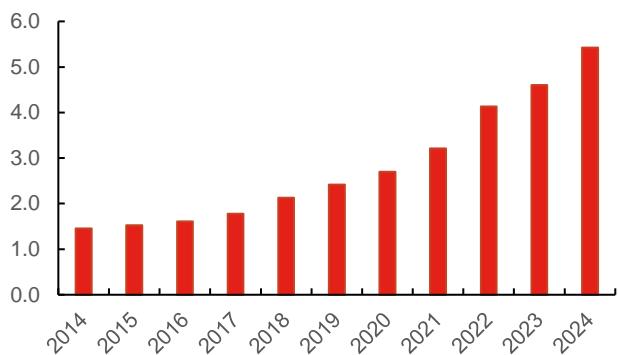
图 12：其他地区月度原煤产量同比基本持平（亿吨）



数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

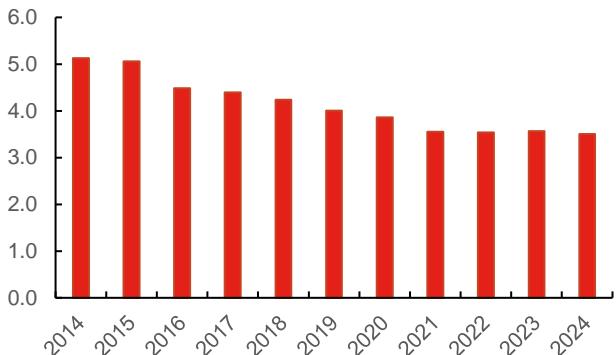
**东部地区煤炭产量已呈现衰减趋势。**近 10 年来，我国东部地区（山东、安徽、江苏、河北、河南）煤炭产量持续下降，年均产量下降速度约-3.7%，2014 年东部地区实现煤炭产量 5.1 亿吨，2024 年降至 3.5 亿吨。从 2000 年-2009 年，东部地区煤炭年产量由 2.9 亿吨上升至 6.1 亿吨，年化增速约 8.8%。2011 年以后，东部地区煤炭产量步入下降通道。

图 13：2014 年以来新疆原煤产量持续提升（亿吨）



数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

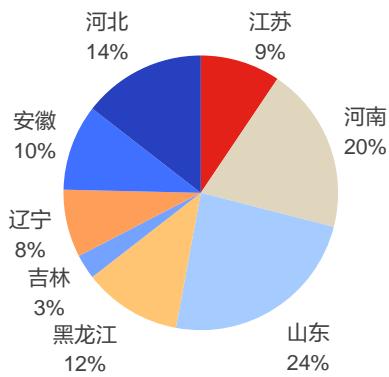
图 14：2014 年以来东部地区煤炭产量持续下降（亿吨）



数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

**东部地区矿井深度大、年限久，后续可能加速退出。**我国东部浅层资源开发强度大，1000 米以浅煤炭资源趋于枯竭。2016 年，我国开采深度超 800 米的深部矿井主要分布在东部及东北地区，其中山东、河南和河北占全国深部矿井数量的比重为 58%。煤矿生命周期的后期产量通常下降较快，以山西某井工为例，2015 年开始煤矿进入生命周期末期，尽管可采储量并未明显变化，但原煤产量迅速下降，至 2023 年可采储量及原煤产量降至 0，煤矿由于资源枯竭关闭退出。考虑到东部地区矿井年限偏久，在生命周期的后期可能出现产量加速退出的情况。

图 15：我国采深超 800 米煤炭矿井主要集中在东部



数据来源：《我国煤矿深部开采现状及灾害防治分析——蓝航等》，2016 年，东方证券研究所

图 16：山西某煤矿生命末期产量加速退出（万吨）



数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

**新疆地区具备增产潜力，但外运成本高昂。**我国核准新建的矿井主要集中在新疆地区，2024年我国原煤总产量同比增加10058万吨，其中新疆贡献了8405万吨。新疆煤炭的优势在于坑口成本较低，劣势在于运输距离较长，运输成本较高，这意味着煤价高位时，新疆煤外运能辐射至较远的区域，但当煤价下降时，新疆煤外运的经济性将显著减弱。实际来看，2025年在新疆地区煤炭产能总体明显升高的背景下，单月新疆原煤产量出现过同比的下降，主要也是由于煤价过低导致外运受阻。

图 17：新疆煤外运量持续提升（万吨）



数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

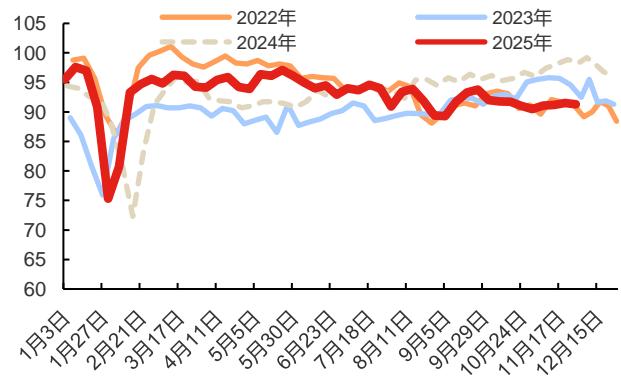
图 18：港口煤价影响新疆煤产量释放（元/吨，万吨）



数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

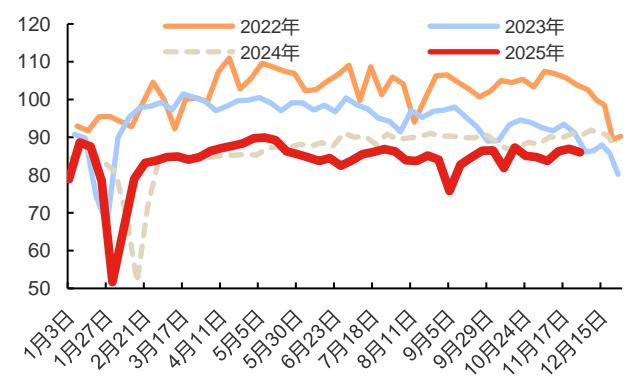
**“反内卷”背景下，开工率被限制将影响国内产量释放。**2025 年 7 月 1 日，习近平总书记在二十届中央财经委员会第六次会议上讲话的一部分提到了整治“内卷式”竞争的相关内容，9 月 16 日出版的第 18 期《求是》杂志发表了习近平总书记的重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》，里面指出要着力整治企业低价无序竞争乱象。根据 Mysteel 统计，2025 年 7 月以来，动力煤、焦煤矿山开工率均较同期有明显的下滑，预计后续随着相关内容的延续，开工率仍将受到限制。

图 19：动力煤矿山开工率持续低于同期正常水平（%）



数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

图 20：焦煤矿山开工率持续低于同期正常水平（%）



数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

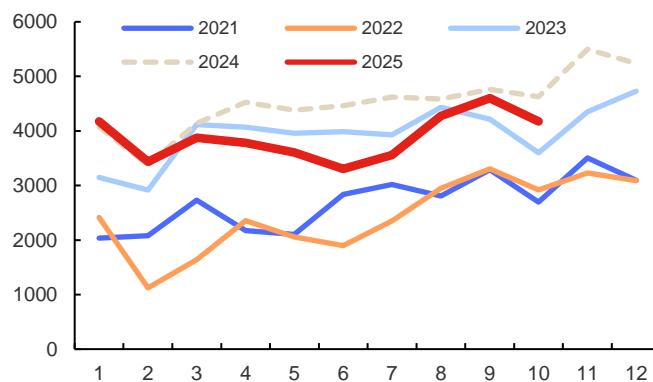
## 2.2 进口端：仍将为国内供给提供弹性

**国内供应和进口互补，2025 下半年国内供应减量提振进口需求。**2025 年下半年，在国内供应减量的背景下，进口煤延续了复苏走势，1-9 月进口煤累计同比增速-11.1%，累计进口煤量仍然呈

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

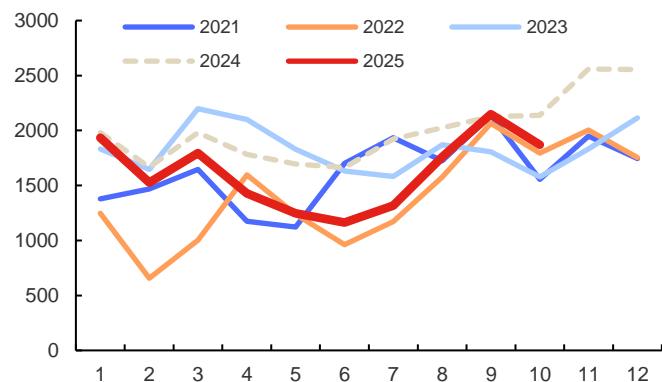
现收缩趋势，但同比负增速持续边际放缓、环比增速较快，其中9月进口煤同比降3.34%、环比增7.63%。

图 21：煤炭进口总量处于高位（万吨）



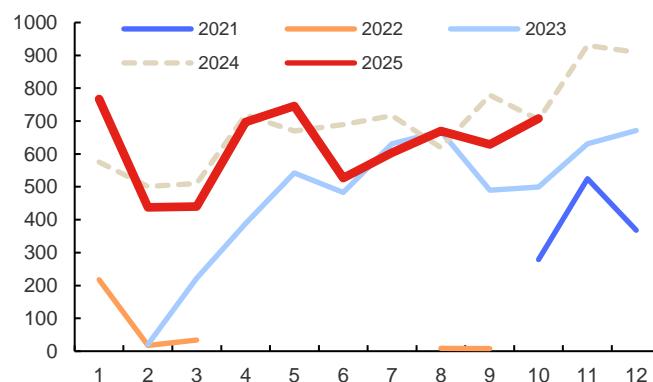
数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

图 22：10月印尼煤进口量回落（万吨）



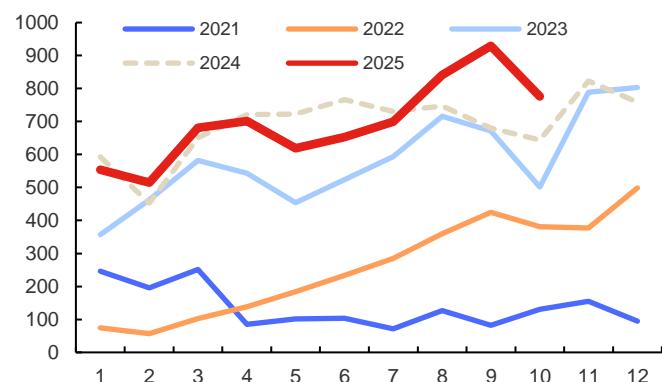
数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

图 23：澳大利亚煤进口量处于高位（万吨）



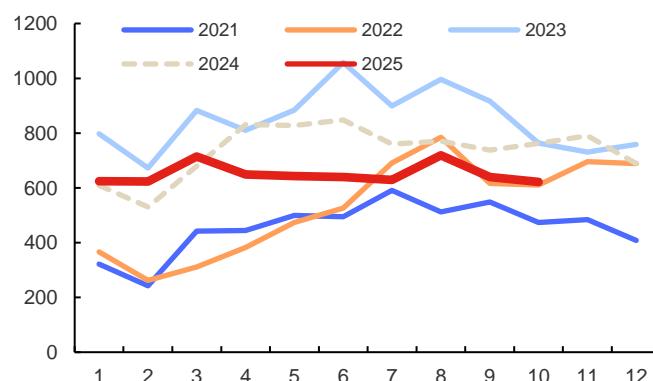
数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

图 24：蒙古煤进口量处于高位（万吨）



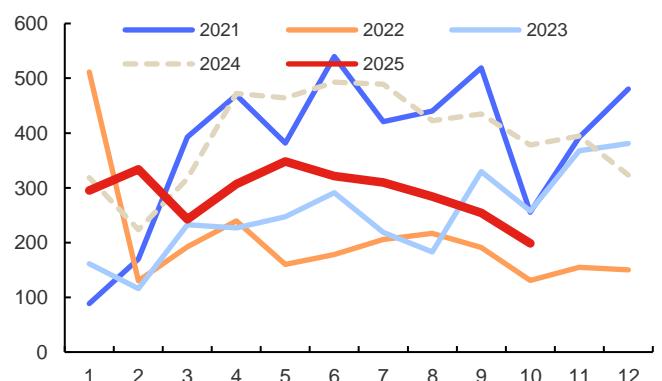
数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

图 25：俄罗斯煤进口量处于平稳态势（万吨）



数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

图 26：其它地区煤进口量回落（万吨）



数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

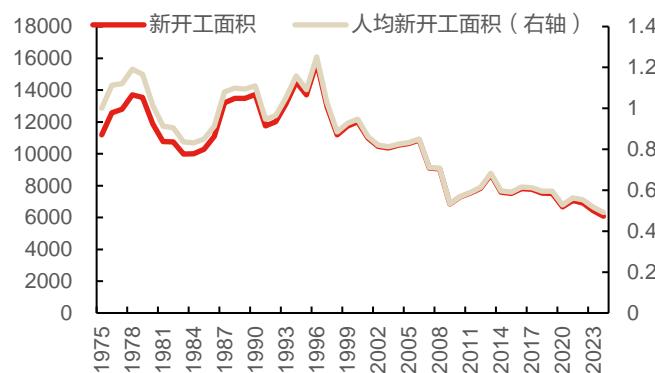
分煤种来看，单月进口数量波动较大的主要是印尼进口煤数量，其总体跟随价格的变化而波动，Q2 价格较低时印尼煤进口量明显收缩，而在 Q3 价格复苏后印尼煤进口量也跟随上升。澳大利亚、俄罗斯进口煤数量今年以来基本处于平稳状态，主要由于这两个地区在交易中存在较多长协合同，对于价格变化相对不如印尼敏感。蒙古进口煤数量今年以来始终维持高水平，在 9 月份进一步上行，由 8 月的 841 万吨进一步增长至 9 月的 929 万吨，环比+10.5%，一方面由于价格的上涨，蒙古煤进口发运利润较好，另一方面由于中蒙关系持续向好，口岸通关效率有所提升；值得注意的是，2025 年 5 月 14 日，甘其毛都口岸跨境铁路进入实质性施工阶段，计划 2027 年建成通车，全长约 9.9km，年运货量可达 3000 万吨（2024 年蒙古煤进口量累计 8289 万吨），预计后续蒙古煤进口量仍将维持增长态势。

## 2.3 需求端：内需复苏迹象渐显，新能源增速放缓

2025 年地产相关的非电用煤需求基本触底。

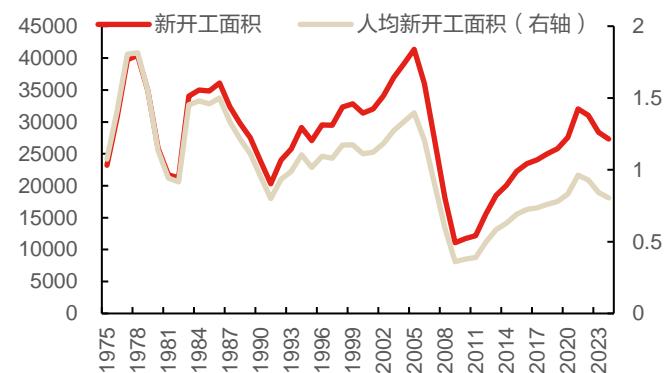
一方面，**地产新开工面积基本触底**。根据国家统计局数据，我国地产新开工面积从 2019 年的 22.7 亿平下降至 2024 年的 7.4 亿平左右，人均新开工面积降至 0.57 平 / 人。日本人均新开工面积在 2009 年降至 0.53 平 / 人，此后在 0.5 平 / 人附近震荡；美国人均新开工面积在 2009 年达到 0.36 平 / 人的底部，此后快速反弹至 0.5 平 / 人以上。

图 27：日本人均新开工面积底部在 0.5 平 / 人附近（万平方米，平方米）



数据来源：Wind，东方证券研究所

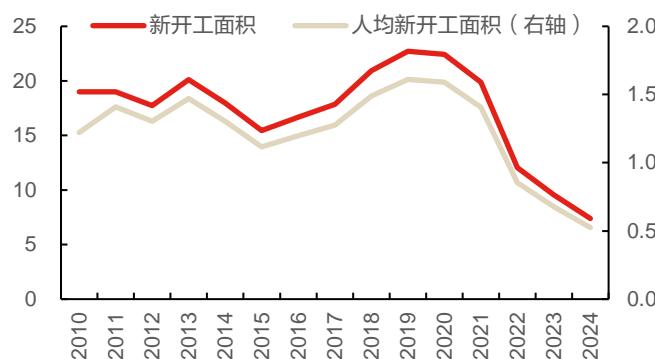
图 28：美国人均新开工面积高于 0.5 平 / 人（万平方米，平方米）



数据来源：Wind，东方证券研究所

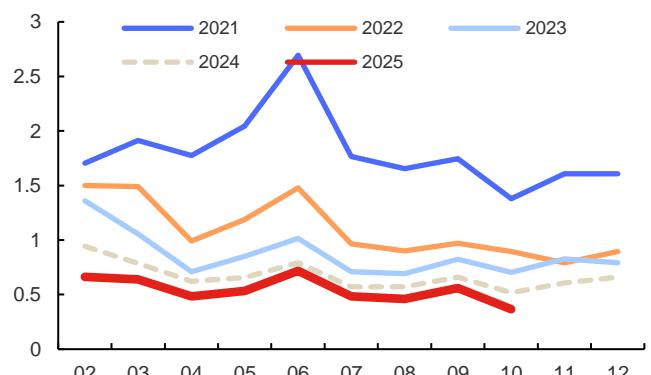
2025 年 1-10 月，我国地产新开工面积累计值为 6529 万平方米，累计同比-19.9%，若全年维持该增速，则 2025 年我国人均新开工面积可能已经降至 0.42 平 / 人，已低于日本历史最低水平，接近美国历史最低水平，我们认为进一步下降空间十分有限。

图 29：我国新开工及人均新开工面积已接近 0.5 平/人（万平方米，平方米）



数据来源：Wind，东方证券研究所

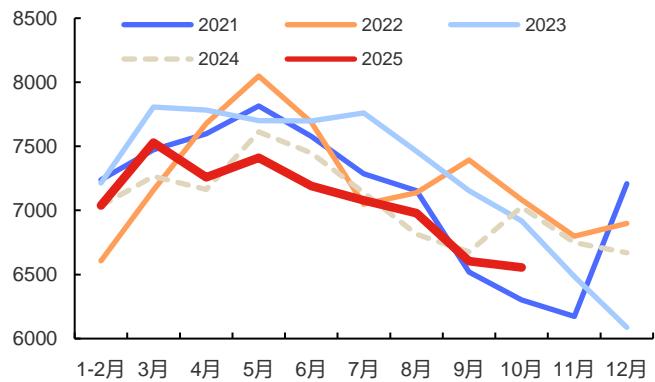
图 30：2025 年我国地产新开工面积进一步下降（万平方米）



数据来源：Wind，东方证券研究所

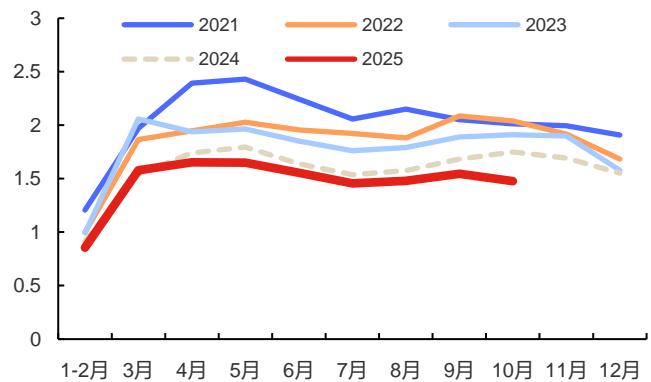
另一方面，地产相关行业耗煤量下降空间有限。2025 年 1-9 月，我国水泥产量 12.6 亿吨，同比-5.1%，降幅低于 2024 年全年-9.8% 的水平；2025 年 1-9 月，我国生铁产量 6.5 亿吨，同比+0.2%，增速同样高于 2024 年全年-2.2% 的水平，这意味着从现实层面，地产相关的行业耗煤量基本筑底企稳。

图 31：我国生铁产量下行速度减缓（万吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 32：我国水泥产量下行速度减缓（亿吨）

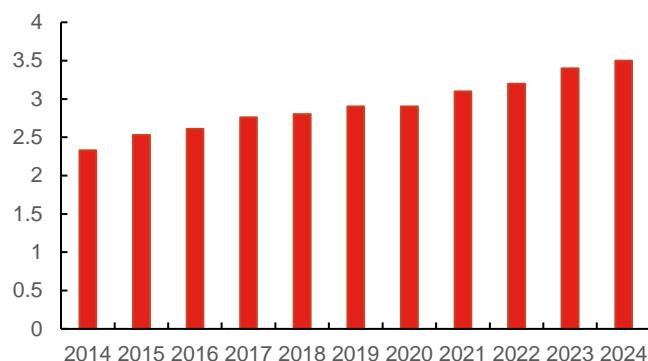


数据来源：Wind，东方证券研究所

化工行业耗煤量近几年维持持续上升态势。

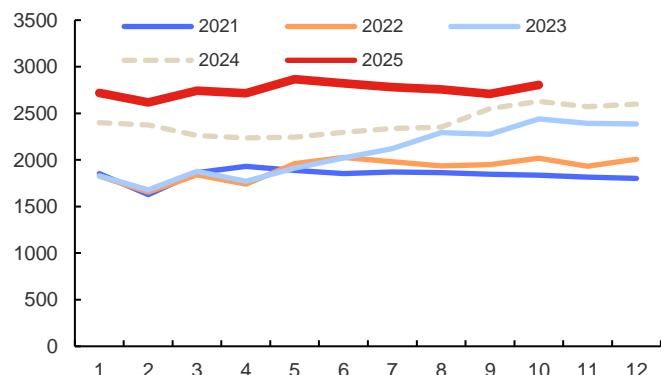
煤化工行业是煤炭转型的方向之一，同时也是加强煤炭清洁高效利用、低碳化改造、产业高端化发展的重要方向。2024 年 9 月，国家发改委等部门发布《关于加强煤炭清洁高效利用的意见》，提出要有序发展煤炭原料化利用，加强煤基新材料应用创新，推动煤化工与绿电、绿氢、储能、二氧化碳捕集利用与封存等耦合发展。2024 年 12 月，国家发改委等部门发布《关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》，提出要加大科技创新力度，鼓励新建现代煤化工项目承担相应的技术创新示范升级任务。

图 33：煤化工耗煤量持续提升（亿吨）



数据来源：CCTD，东方证券研究所

图 34：10 月煤化工耗煤量处于同期最高水平（万吨）

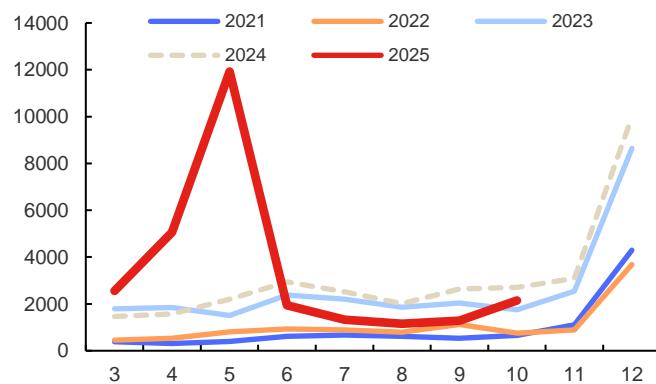


数据来源：同花顺 iFind，东方证券研究所

**“136”号文背景下，新能源对煤电的挤压作用将逐步减小。**

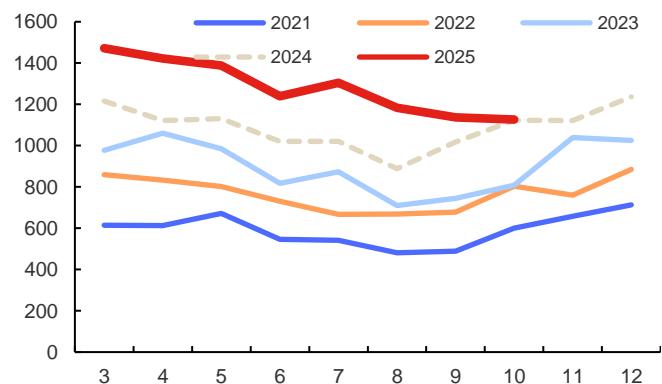
2025 年 2 月 9 日，国家发改委和能源局发布《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》（发改价格〔2025〕136 号），提出以 2025 年 5 月 31 日为节点，对新能源项目上网电价进行区分管理，5 月 31 日前并网的存量项目，其保障性收购的电量部分仍可以执行原有的固定电价，5 月 31 日之后并网的增量项目，上网电价必须全部通过电力市场进行交易定价（比固定电价更低）。在该背景下，2025 年 5 月 31 日后，新能源新增装机量明显下滑，预计新能源对煤电的挤压作用将逐步减少。

图 35：新能源（风电+光伏）月度新增装机容量低于去年同期（万千瓦）



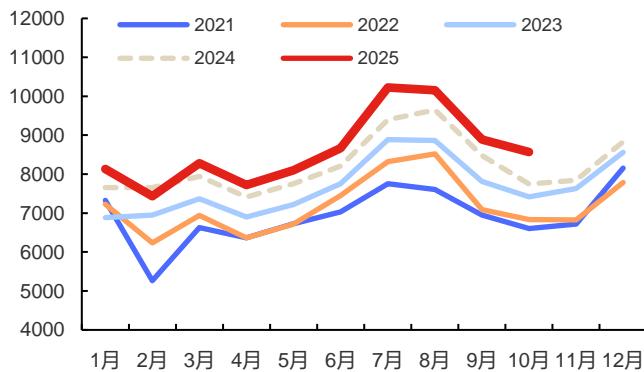
数据来源：同花顺 iFind，东方证券研究所

图 36：新能源（风电+光伏）发电量增速下滑（亿千瓦时）



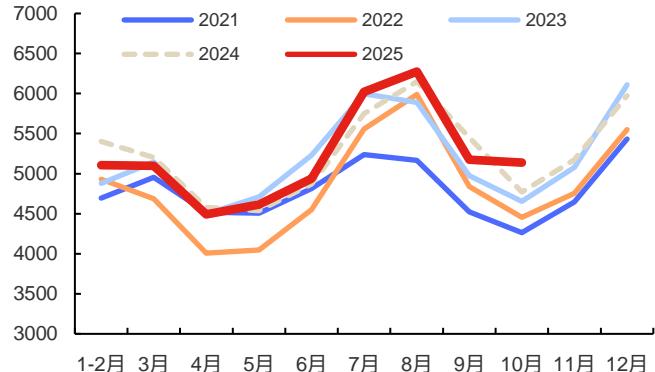
数据来源：同花顺 iFind，东方证券研究所

图 37：全社会用电量维持增长（亿千瓦时）



数据来源：同花顺 iFind，东方证券研究所

图 38：火电发电量同比转正（亿千瓦时）



数据来源：同花顺 iFind，东方证券研究所

## 2.4 供需平衡表：至暗时刻已过

### 预测假设：

- (1) 产量：根据 mysteel 数据，在“反内卷”的背景下，目前动力煤矿开工率低于正常水平 4pct 左右，考虑到今年 Q4 低基数效应及政策延续性，预计 2026 年平均开工率较今年下降 3%。
- (2) 煤炭进口量：在国内供应减量的背景下，预计煤炭进口量仍将维持在 5 亿吨左右的高位水平。
- (3) 煤炭需求：在地产新开工面积接近底部的假设下，预计地产相关（钢铁、水泥）耗煤量维持平稳，化工耗煤量预计仍将维持 8% 左右的增速。

表1：2026年后煤炭供需过剩程度将明显小于2025年

项目	单位	口径	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>供给</b>																
产能	亿吨	汾渭	-	-	50	52	53	54	54	57	60	62	63	64	64	64
产能利用率	%	-	-	-	67.8	67.5	69.5	71.8	72.7	72.3	75.9	75.8	75.9	75.0	72.0	72.0
原煤产量	亿吨	国家统计局	38.7	37.5	34.1	35.2	37.0	38.5	39.0	41.3	45.6	47.2	47.8	47.8	45.9	45.7
实际原煤产量	亿吨	经调整	38.7	37.5	34.1	35.2	37.0	38.5	39.0	41.3	42.2	43.8	44.4	44.4	42.5	42.3
煤炭进口量	亿吨	海关总署	2.9	2.0	2.6	2.7	2.8	3.0	3.0	3.2	2.9	4.7	5.4	5.0	5.0	5.0
煤炭出口量	亿吨	海关总署	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
煤炭总供应量	亿吨	-	41.6	39.5	36.6	37.9	39.7	41.4	42.0	44.5	45.1	48.5	49.8	49.3	47.4	47.2
<b>需求</b>																
电力耗煤量	亿吨	-	19.4	18.8	18.7	20.2	22.3	22.9	23.8	25.8	26.6	28.0	28.6	28.0	27.4	27.4
发电耗原煤量	亿吨	中电联	17.6	16.7	16.5	17.8	19.6	19.9	20.8	22.5	23.2	24.4	-	-	-	-
供热耗原煤量	亿吨	中电联	1.9	2.1	2.2	2.4	2.8	2.9	3.0	3.3	3.4	3.6	-	-	-	-
钢铁耗煤量	亿吨	-	8.9	8.4	8.4	8.1	8.4	8.9	8.9	8.8	8.9	9.2	9.1	9.1	9.1	9.1
生铁产量	亿吨	国家统计局	7.1	6.9	7.0	7.1	7.8	8.1	8.9	8.7	8.6	8.7	8.5	-	-	-
生铁产量	亿吨	MYSTEEL	-	-	-	-	-	8.7	9.2	8.8	8.7	9.1	8.8	-	-	-
生铁产量	亿吨	WORLD STEEL	8.1	7.8	7.9	8.0	8.3	8.7	9.1	8.7	8.6	8.7	8.5	8.5	8.5	8.5
焦炭产量	亿吨	国家统计局	4.8	4.5	4.5	4.3	4.5	4.7	4.7	4.6	4.7	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
钢铁耗煤量	亿吨	CCTD	6.3	6.3	6.3	6.4	6.5	6.8	7.3	6.7	6.8	7.0	7.0	-	-	-
焦煤消费量	亿吨	按1.3系数	6.2	5.8	5.8	5.6	5.8	6.1	6.1	6.0	6.2	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
焦煤折原煤 (不含洗中煤)	亿吨	按20%矸石 损耗	7.8	7.3	7.3	7.0	7.3	7.7	7.7	7.5	7.7	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
钢铁行业动力 煤消费量	亿吨	按0.14系数	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
建材耗煤量	亿吨	CCTD	5.7	5.3	5.2	5.1	4.8	4.9	4.9	5.5	5.2	5.2	5.0	4.9	4.9	5.0
化工耗煤量	亿吨	CCTD	2.3	2.5	2.6	2.8	2.8	2.9	2.9	3.1	3.2	3.4	3.8	4.1	4.4	4.7
民用及小型炉 用散煤	亿吨	中国农村散 煤治理综合 报告	2.3	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
煤炭总需求量	亿吨	-	38.7	37.2	37.1	38.1	40.2	41.3	42.1	44.8	45.5	47.4	48.1	47.7	47.5	47.9
供给-需求	亿吨		2.9	2.3	-0.5	-0.3	-0.5	0.1	-0.1	-0.3	-0.4	1.1	1.7	1.6	-0.1	-0.7

数据来源：国家统计局，海关总署，中电联，World Steel，Mysteel，CCTD，Sxcoal，东方证券研究所

**结论：2026年煤炭行业供给、需求可能相比2025年均下降，整体煤炭供需相对于2025年偏过剩的状态将有明显改善，将重新回到供需基本平衡的状态，2027年在新能源对火电挤占减弱、煤炭供给缺乏增长弹性的背景下，煤炭行业供需将转向偏紧态势。**

### 3、2026年煤价预计震荡上行

#### 3.1 动力煤：波动幅度可能放大

**长协定价机制平抑了煤价波动。**2022年以来，在长协定价机制下，现货价格对指数价格的影响权重在10%-28%之间，而指数价格对长协价格的影响权重为50%，因此，综合来看，现货价格对长协价格的影响权重在5%-14%，即：现货价格下降100元/吨，长协指导价仅下降5-14元/吨。由于长协煤占电煤比例超过了一半，长协价格的稳定在一定程度上也平抑了现货市场的价格波动。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 39：长协定价机制平抑煤价波动

时间	计算公式	合理区间
2016年 -2021年	本期长协价格 = $\frac{\text{基准价} * 50\% + \text{浮动价} * 50\%}{(BSPI+CCTD+CECI)/3}$ 535元/吨	470-600元/吨
2022年 -目前	本期长协价格 = $\frac{\text{基准价} * 50\% + \text{浮动价} * 50\%}{(BSPI+CCTD+NCEI)/3}$ 675元/吨	570-770元/吨

BSPI：上月最后一期环渤海动力煤价格指数（长协占比90%）

CCTD：上月最后一期CCTD秦皇岛动力煤综合交易价格指数（长协占比82%）

CECI：上月最后一期中国沿海电煤采购价格指数

NCEI：上月最后一期全国煤炭交易中心综合价格指数（长协占比不低于72%）

**综合测算下来，现货价格对长协的影响5%-14%**

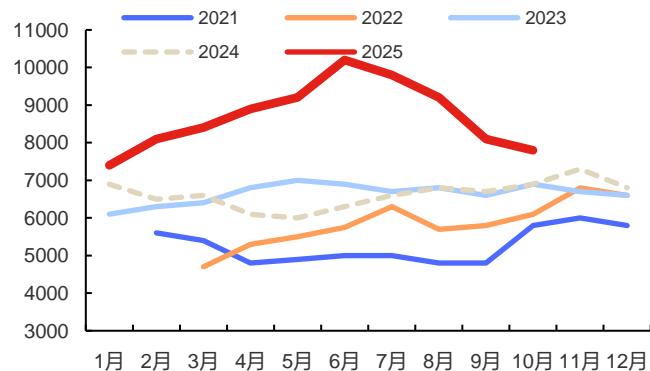
数据来源：国家发改委官网，东方证券研究所

**长协比例下降，煤价波动率预计提升。**2024年11月20日国家发改委发布了《2025年电煤中长期合同签订履约工作通知》（以下简称《通知》），明确规定2025年煤炭企业的任务量将从2024年的80%降至75%，合同履约率也从100%调整为不低于90%。

**期货有望回归，为动力煤市场带来更多波动。**2025年3月7日，郑州商品交易所公告，动力煤期货2603合约于2025年3月7日当晚夜盘交易时起放开交易，非期货公司会员或者客户在动力煤期货2603合约上单日开仓交易的最大数量为20手。2025年4月7日：郑商所宣布动力煤期货2604合约自2025年4月8日当晚夜盘交易时起恢复交易，同样规定非期货公司会员或者客户在该合约上单日开仓交易的最大数量为20手。2025年9月30日：郑州商品交易所集中发布两份关键公告，标志着动力煤期货的系统性、分步骤重启工作已经启动。

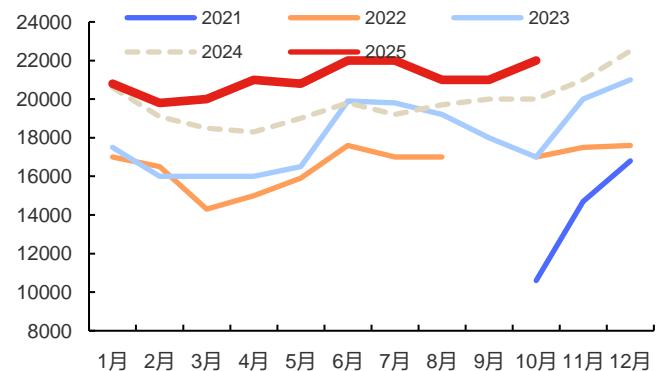
**低库存下，煤价预计波动率也将提升。**7月“反内卷”提出以后，在供给收缩、需求平稳的背景下，港口库存持续下行，目前已降至低于去年同期的水平，同时上下游库存呈现由坑口向电厂转移态势，较低的库存为煤价带来弹性。

图 40：全国煤炭企业库存持续下行（万吨）



数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

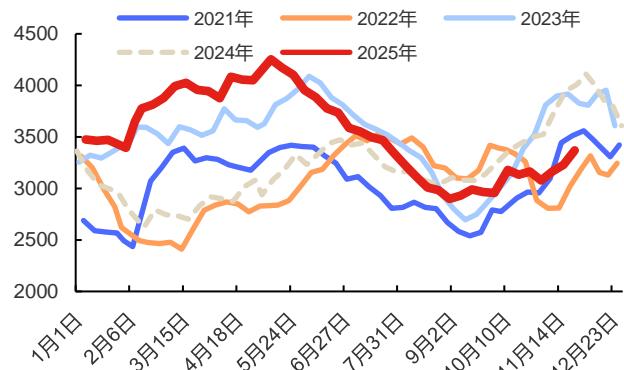
图 41：全国统调电厂库存上升（万吨）



数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

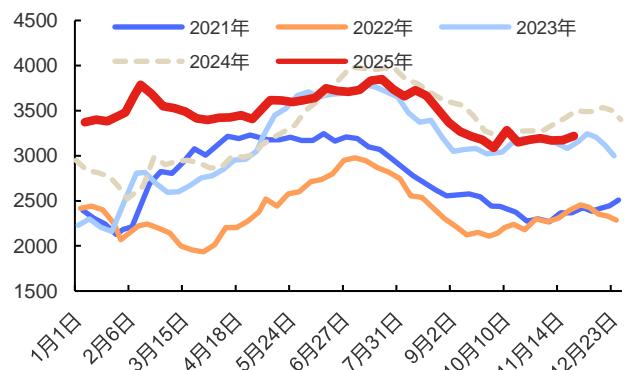
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 42：北方港口煤炭库存低于去年同期（万吨）



数据来源：同花顺 iFind，东方证券研究所

图 43：南方港口煤炭库存低于去年同期（万吨）

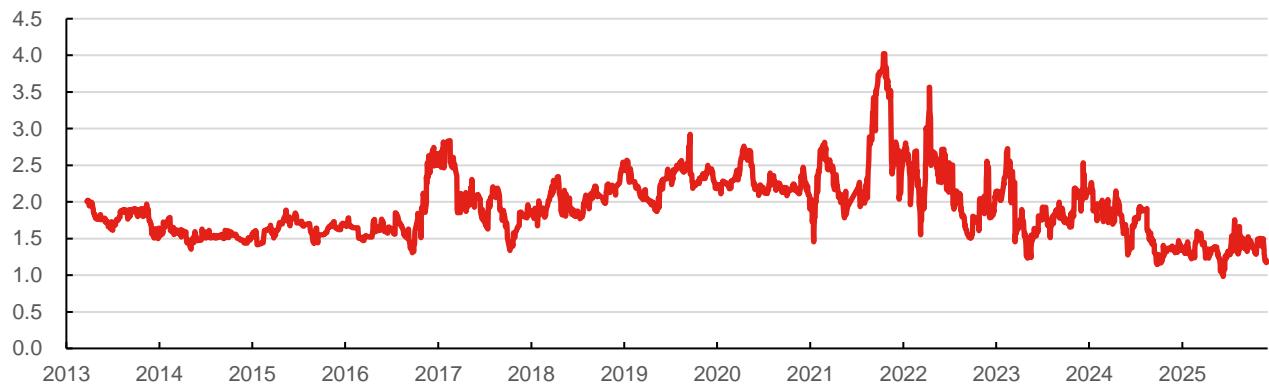


数据来源：同花顺 iFind，东方证券研究所

### 3.2 焦煤：与动力煤联动，且库存水平更低

焦煤和动力煤有比价关系，动力煤波动幅度增加会影响焦煤价格。由于存在过渡煤种（气煤、1/2 中黏煤、瘦煤、贫瘦煤），这部分煤种既可以作为动力煤也可以作为炼焦煤，因此历史上焦煤、动力煤价格之间存在比价关系。2013 年以来，焦煤期货与港口 5500 大卡动力煤价格的比值中枢在 2 倍左右，目前该比值为 1.5 倍，处于历史极低水平。

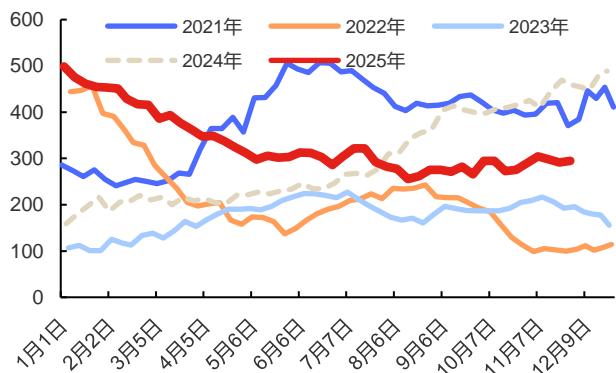
图 44：焦煤期货与港口 5500 大卡动力煤价格比值处于历史极低水平



数据来源：同花顺 iFind，东方证券研究所

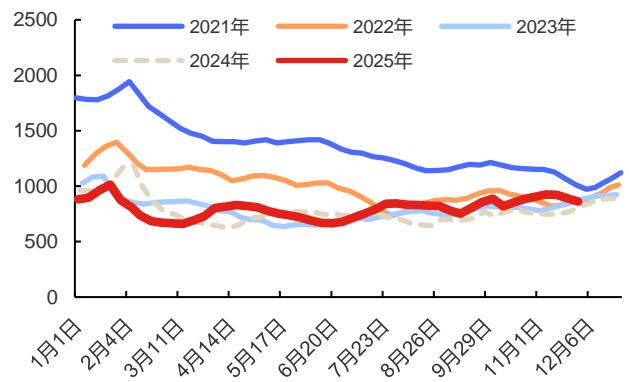
**焦煤库存更低、弹性更大。**7 月焦煤全产业链库存均处于低位状态，港口焦煤库存更是显著低于去年同期水平，较低的库存使得下游在采购过程中一旦出现货源紧缺，价格上涨便会较为迅速，这导致焦煤价格具备比动力煤价格更强的弹性。

图 45：港口焦煤库存低于去年同期（万吨）



数据来源：同花顺 iFind，东方证券研究所

图 46：独立焦化厂焦煤库存处于同期低位（万吨）



数据来源：同花顺 iFind，东方证券研究所

## 4、2026 年煤企盈利有望得到修复

### 4.1 国内企业吨煤盈利在 2025Q2 基本触底

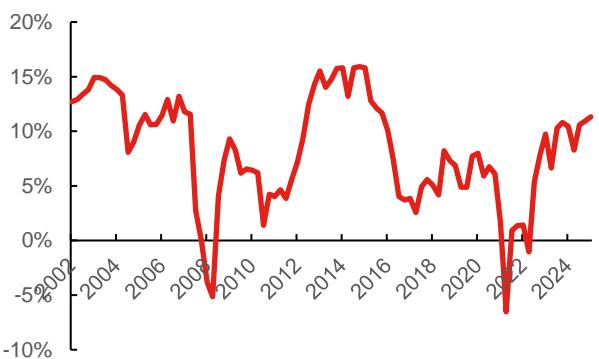
**煤炭企业年化净资产收益率在 Q3 触底反弹。**2025 年全年的煤价走势呈现“V”型，低点出现在 5-6 月，但由于煤炭企业调价相比现货价格存在一定滞后，且结算存在一定的账期，导致 Q3 盈利恢复幅度并未完全跟随煤价上涨趋势。2025Q3，申万煤炭开采板块年化净资产收益率为 9.3%，较 Q2 的 9.1% 小幅提升；与此同时，申万 Q3 申万火力发电板块年化净资产收益率为 11.3%，较 Q2 的 10.9% 进一步提升，目前处于 2017 年以来的单季度最高水平，火电板块盈利较好的情况下，煤价具备进一步上行的空间。

图 47：申万煤炭行业净资产收益率触底反弹（年化）



数据来源：同花顺 iFind，东方证券研究所

图 48：申万火电行业净资产收益率进一步上升（年化）



数据来源：同花顺 iFind，东方证券研究所

**资产负债率改善，债务风险较小。**2025Q3，申万煤炭开采板块平均资产负债率 46.2%，环比-0.6pct，板块平均流动比率 98.7%，环比+2.1pct，Q3 煤炭板块资产负债率重回下降趋势，流动比率仍然维持在 100% 左右的水平，债务风险较小。

图 49：申万煤炭行业平均资产负债率维持正常（%）



数据来源：同花顺 iFind，东方证券研究所

图 50：申万煤炭行业流动比率维持正常（%）



数据来源：同花顺 iFind，东方证券研究所

## 4.2 目前煤炭板块按两条逻辑进行估值

**大型稳健煤企具备成本优势，市场按照股息率估值。**对于盈利稳健的大型头部煤企，由于规模效应下成本具备优势，这些企业始终维持盈利状态，在当前盈利处于周期底部状态下，这部分企业对应股息率仍在 4%以上，股息性价比高。

**部分盈利波动较大的煤企已处于破净状态，估值具备修复空间。**对于在 Q2、Q3 出现微利或亏损的煤企，目前已处于破净状态，考虑到当前煤价较 Q2 均价已上涨超过 100 元/吨（多数煤企吨煤毛利润在 100-200 元/吨），且后续预计将延续上涨态势，这部分煤企预计将从微利或亏损状态重回合理盈利状态，估值具备向上修复的空间。

表 2：煤炭行业上市公司按两条逻辑进行估值（截至 2025 年 12 月 15 日）

代码	公司	归母净利润（亿元）								2025E 同比	市值（亿元）	PE (2025)	假设分红比例	股息率	PB
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E						
601088	中国神华	438.7	432.5	391.7	502.7	696.3	596.9	586.7	519.6	-11.4%	7,763.2	14.9	75%	5.0%	1.9
601898	中煤能源	34.3	56.3	59.0	132.8	182.4	195.3	193.2	168.9	-12.6%	1,573.5	9.3	40%	4.3%	1.1
601225	陕西煤业	109.9	116.4	148.8	211.4	351.2	212.4	223.6	175.7	-21.4%	2,090.2	11.9	60%	5.0%	2.2
601918	新集能源	2.6	5.8	8.5	24.3	20.6	21.1	23.9	20.5	-14.5%	179.3	8.8	20%	2.3%	1.1
600971	恒源煤电	12.2	11.3	7.7	13.9	25.1	20.4	10.7	1.1	-89.6%	75.5	-	50%	-	0.6
601101	昊华能源	7.2	2.6	0.5	20.1	13.4	10.4	10.4	9.1	-12.6%	106.3	11.7	50%	4.3%	0.9
600188	兖矿能源	79.1	86.7	71.2	162.6	307.7	201.4	144.3	101.3	-29.8%	1,155.2	11.4	60%	5.3%	2.6
600546	山煤国际	2.2	11.7	8.3	49.4	69.8	42.6	22.7	14.9	-34.4%	209.1	14.1	60%	4.3%	1.3
601001	晋控煤业	6.6	9.0	8.8	46.6	30.4	33.0	28.1	18.8	-33.2%	241.8	12.9	40%	3.1%	1.3
002128	电投能源	20.3	24.7	20.7	35.6	39.9	45.6	53.4	56.2	5.1%	619.8	11.0	30%	-	1.7
000552	甘肃能化	5.7	5.2	4.5	7.2	31.7	17.4	12.1	-0.9	-107.5%	125.8	-	30%	-	0.8
601699	潞安环能	26.6	23.8	19.3	67.1	141.7	79.2	24.5	21.7	-11.5%	373.0	17.2	60%	3.5%	0.8
601666	平煤股份	7.2	11.6	13.9	29.2	57.2	40.0	23.5	6.1	-74.1%	202.7	33.4	60%	1.8%	0.9
600985	淮北矿业	35.5	36.3	34.7	47.8	70.1	62.2	48.6	19.6	-59.7%	308.9	15.8	43%	2.7%	0.7
600395	盘江股份	9.4	10.9	8.6	11.7	21.9	7.3	1.0	0.8	-22.7%	99.2	-	-	0.0%	0.9
000983	山西焦煤	18.0	17.1	19.6	41.7	107.2	67.7	31.1	20.8	-33.2%	372.4	17.9	60%	3.3%	1.0
000937	冀中能源	8.7	9.0	7.9	27.4	44.6	49.4	12.1	8.1	-32.8%	189.8	23.4	40%	1.7%	1.0
600997	开滦股份	13.6	11.5	10.8	18.2	18.5	10.9	8.2	-	-	90.8	-	50%	-	0.6
600508	上海能源	6.6	5.7	6.7	3.7	17.4	9.7	7.2	5.1	-29.1%	87.3	17.2	30%	1.7%	0.7
600348	华阳股份	19.7	17.0	15.1	35.3	70.3	51.8	22.2	16.6	-25.3%	286.4	17.2	55%	3.2%	1.0
600123	兰花科创	10.8	6.6	3.7	23.5	32.2	21.0	7.2	2.4	-67.2%	87.5	37.1	55%	1.5%	0.6

数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所，2025 年归母净利润为同花顺一致预期，PB 采用 2025Q3 净资产计算

## 5、投资建议

在“反内卷”相关概念提出后，煤炭行业供需格局已经反转，行业基本面整体维持向好态势，煤价具备长期向上动能，2026-2027 年煤价预计维持中枢上行态势。

板块后续催化：（1）风格切换，部分资金有止盈需求（高切低），而煤炭板块年初以来涨幅垫底，且当前正处于基本面触底向上的初期，配置性价比高；（2）产业资本切入，国庆以来下游终端均经历了缺货，基于避险考虑，可能会将目光瞄向 A 股煤炭板块，通过配置煤炭板块来对冲煤价上涨的风险；（3）新政策的驱动，煤炭行业历来是政策响应最快、执行最坚决的行业，在 CPI、PPI 等指标仍偏低的背景下，供需两端可能会有新一轮政策。

选股逻辑：（1）长期优选稳健红利标的：中国神华、中煤能源；（2）受益于煤价上涨的弹性标的：晋控煤业、陕西煤业。

## 风险提示

- (1) **地产相关数据不及预期。**煤炭下游的钢铁、水泥等行业受地产需求影响较大，若地产相关数据不及预期可能导致煤炭需求低于预期。
- (2) **水电出力超预期。**水电出力超预期将挤占火电发电量，从而导致煤炭需求低于预期。
- (3) **海外煤价大幅下跌。**海外煤价大幅下跌可能导致煤炭进口数量显著增加，从而带动国内煤炭价格下跌。
- (4) **假设条件变化影响测算结果。**若文中假设条件发生变化可能导致测算结果与预期出现偏差。

## 一体化布局的能源巨头，盈利稳健分红可期

中国神华 (601088.SH)

## 核心观点

- 煤炭上下游全产业链布局的能源巨头，煤炭业务竞争优势突出。**（1）公司实控人为国务院国资委，具有国资央企背景，是国内市值最大的上市煤企，截至2025年Q3，国家能源集团持股比例为69.52%；（2）公司2024年煤炭产量3.27亿吨、位于上市煤企第一；（3）公司2024年自产煤吨煤成本179元/吨，位于上市煤企极低水平；（4）公司深耕煤炭上下游产业链，2024年煤炭、电力、运输、煤化工业务占营收（内部抵消前）比例分别为62%、22%、13%、1%，占毛利润（内部抵消前）比例分别为70%、13%、16%、0%。
- 公司财务质量高、融资成本低，为投资扩张提供支撑。**（1）公司近几年资产负债率持续下降，截至2025年Q3，公司有息负债仅354亿元，资产负债率为24%，处于行业极低水平，后续融资扩张空间广阔；（2）截至2025Q3，公司在手货币资金1244亿元，在手货币资金充足；（3）公司2015年以后再未发行过债券，2015年公司发行的15神华能源SCP002超短期融资券利率为4.39%，与国家能源集团同期发行的超短期融资券利率一致，2025年6月国能集团最新的超短期融资券（25国家能源SCP006）利率仅1.47%。
- 项目的陆续投产、资产注入的持续推进有望驱动公司价值提升。**（1）公司新街一、二井于2025年3月7日完成开工备案，合计产能1600万吨/年，预计2029年建成；（2）公司有4个燃煤发电项目在建（部分项目已投运），合计约664万千瓦装机，预计2026-2027年将贡献发电增量；（3）2025年8月1日公司发布《关于筹划发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项的停牌公告》，初步考虑拟由公司发行股份及支付现金购买国家能源集团持有的煤炭、坑口煤电以及煤制油、煤制气、煤化工等相关资产并募集配套资金，资产注入拉开帷幕。

## 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司2025-2027年每股收益分别为2.66、2.83、2.92元，考虑到公司归母净利润及分红比例均较为稳定，根据DDM估值模型，给予公司目标价47.58元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

## 风险提示

经济增速下滑；政府进一步调控大宗商品价格；公司产能利用率不及预期；海外煤价大幅下跌导致公司煤炭售价下降。

## 公司主要财务信息

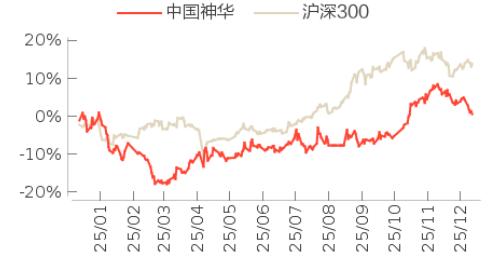
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	343,074	338,375	310,083	332,096	343,629
同比增长(%)	-0.4%	-1.4%	-8.4%	7.1%	3.5%
营业利润(百万元)	91,367	88,362	78,212	83,368	86,030
同比增长(%)	-6.9%	-3.3%	-11.5%	6.6%	3.2%
归属母公司净利润(百万元)	59,694	58,671	52,776	56,282	58,093
同比增长(%)	-14.3%	-1.7%	-10.0%	6.6%	3.2%
每股收益(元)	3.00	2.95	2.66	2.83	2.92
毛利率(%)	35.9%	34.0%	33.2%	33.2%	33.0%
净利率(%)	17.4%	17.3%	17.0%	16.9%	16.9%
净资产收益率(%)	14.9%	14.0%	12.3%	12.7%	12.8%
市盈率	13.3	13.5	15.1	14.1	13.7
市净率	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7

资料来源：公司数据，东方财富研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	增持（首次）
股价 (2025年12月12日)	40元
目标价格	47.58元
52周最高价/最低价	43.49/32.13元
总股本/流通A股(万股)	1,986,852/1,986,852
A股市值(百万元)	794,741
国家/地区	中国
行业	煤炭
报告发布日期	2025年12月14日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-3.68	-6.1	8.36	0.44
相对表现%	-3.6	-4.7	7.06	-13.27
沪深300%	-0.08	-1.4	1.3	13.71



## 证券分析师

蒋山	执业证书编号：S0860525110006 jiangshan2@orientsec.com.cn 0755-82819271
李晓渊	执业证书编号：S0860525090002 lixiaoyuan@orientsec.com.cn 021-63326320

## 目录

一体化布局的能源巨头，盈利稳健分红可期 .....	4
盈利预测与投资建议 .....	6
盈利预测 .....	6
投资建议 .....	8
风险提示 .....	9

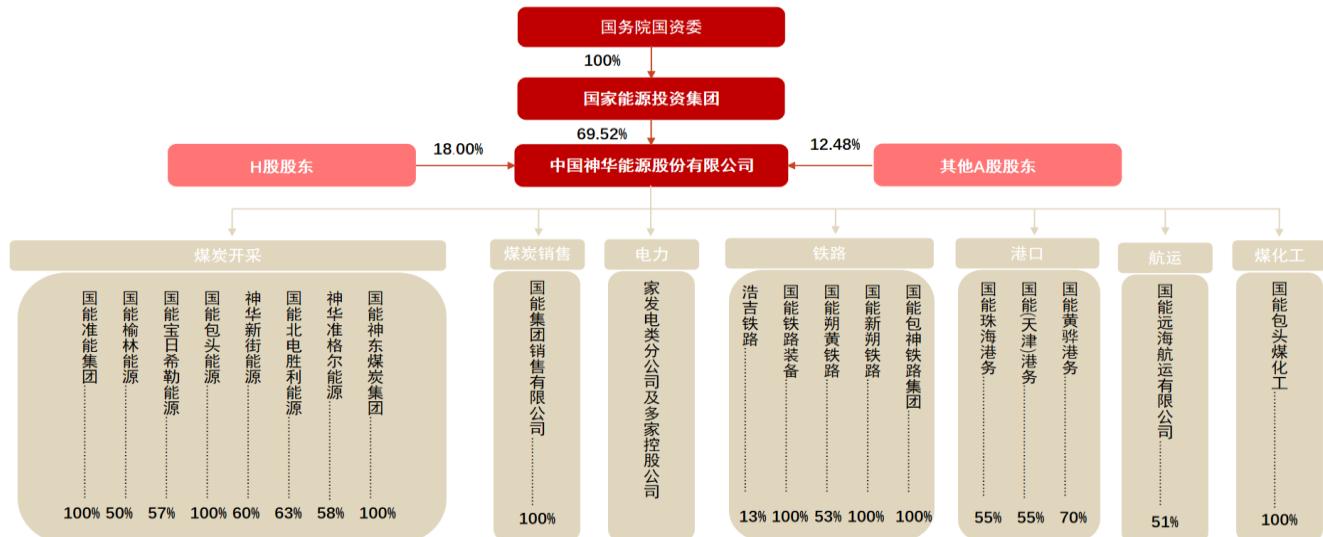
## 图表目录

图 1: 公司背靠国家能源集团 .....	4
图 2: 煤炭贡献主要营业收入 (亿元) .....	4
图 3: 煤炭贡献主要毛利润 (亿元) .....	4
图 4: 公司近几年资产负债率持续下降 (%) .....	5
图 5: 中国神华资产负债率处于行业极低水平 (%) .....	5
图 6: 公司货币资金充足 (亿元) .....	5
图 7: 公司自由现金流与净利润匹配 (亿元) .....	5
图 8: 公司 2017 年以来归母净利润较为稳健 (亿元) .....	6
图 9: 公司近 5 年分红比例维持稳定 (亿元, %) .....	6
表 1: 估值假设主要参数 .....	8
表 2: DDM 目标价敏感性分析 (元) .....	8

## 一体化布局的能源巨头，盈利稳健分红可期

**公司背靠副部级央企国家能源集团。**中国神华能源股份有限公司（简称中国神华或公司）成立于2004年11月8日，是国家能源投资集团有限责任公司（简称国家能源集团）旗下A+H股旗舰上市公司，截至2025年Q3，国家能源集团持股69.52%，公司实控人为国务院国资委。

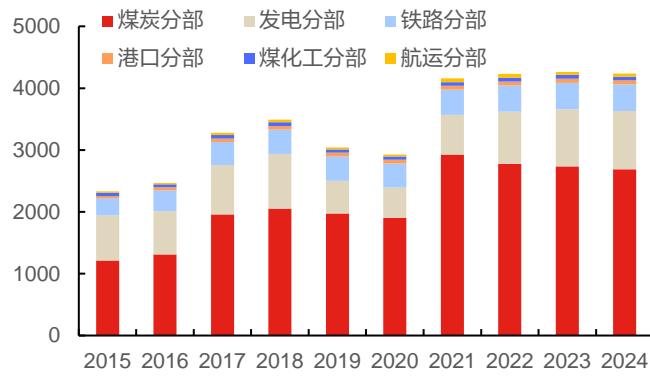
图1：公司背靠国家能源集团



数据来源：公司公告，东方证券研究所，截至2025Q3

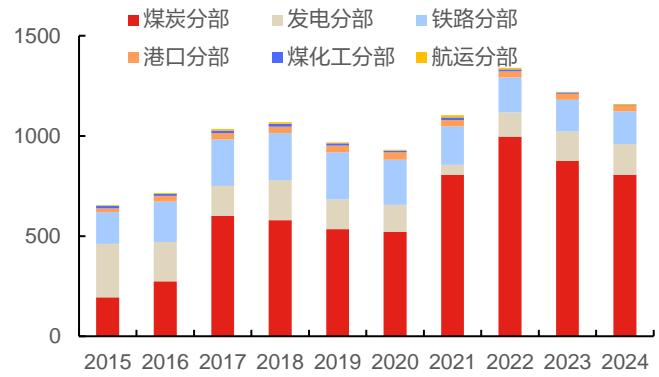
**公司布局煤炭上下游全产业链，煤炭、电力业务是主要利润来源。**中国神华业务布局广泛，主要业务包括煤炭、电力、铁路、港口、航运、煤化工，基本涵盖煤炭上下游全产业链。煤炭、电力业务是公司营收与利润的主要来源，2024年煤炭、电力业务分别占总营收（内部抵消前）的62%、22%，占总毛利润（内部抵消前）的70%、13%。

图2：煤炭贡献主要营业收入（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图3：煤炭贡献主要毛利润（亿元）

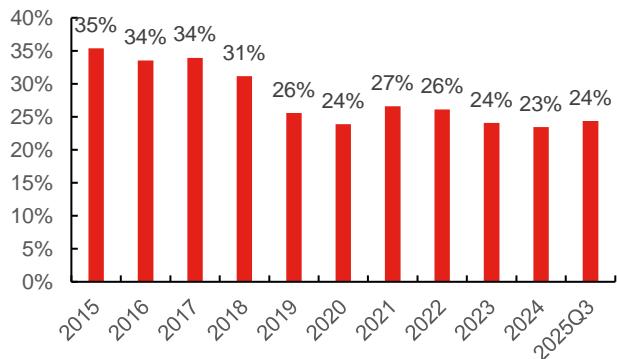


数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

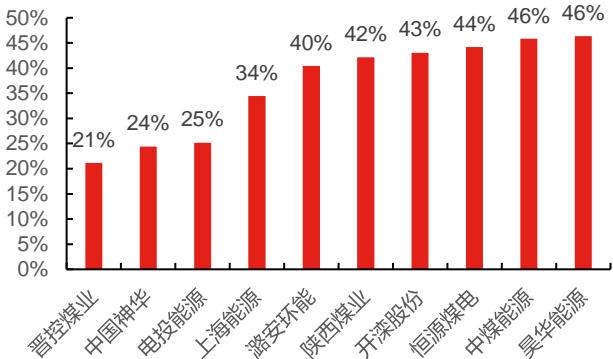
公司资产负债率持续下降，资产负债率在行业处于极低水平。中国神华资产负债率始终保持在较低水平，截至 2024 年末公司资产负债率为 23%，2025 年由于收购杭锦能源相关资产，公司资产负债率小幅上升至 2025Q3 的 24%，在煤炭为主业的上市公司中处于极低的水平。

图 4：公司近几年资产负债率持续下降（%）



数据来源：公司公告，东方证券研究所，截至 2025Q3

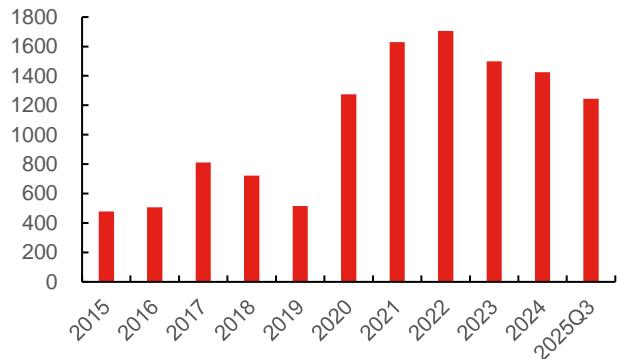
图 5：中国神华资产负债率处于行业极低水平（%）



数据来源：公司公告，东方证券研究所，截至 2025Q3

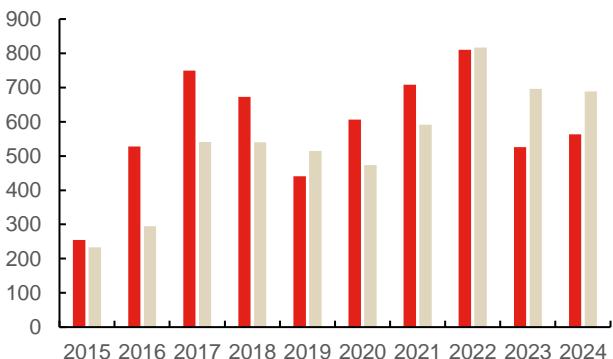
公司货币资金充足，业务现金流健康。截至 2025 年 Q3，公司在手货币资金 1244 亿元，较 2025H1 下降 372 亿元（截至 2025 年 H1，公司银行存款 871 亿元、存放在财务公司的存款 745 亿元、存放在境外的款项 30 亿元）。2024 年公司自由现金流 563 亿元，净利润 689 亿元，自由现金流与净利润基本匹配，反映出公司业务模式健康，回款压力较小。

图 6：公司货币资金充足（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

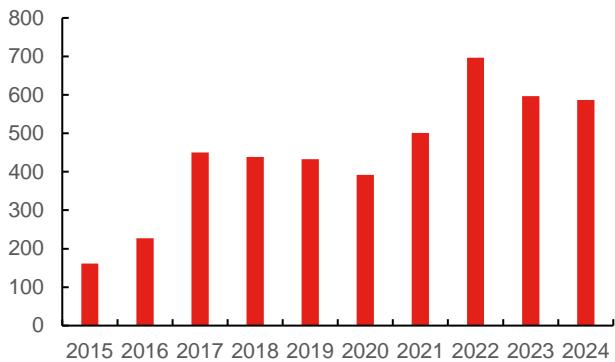
图 7：公司自由现金流与净利润匹配（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

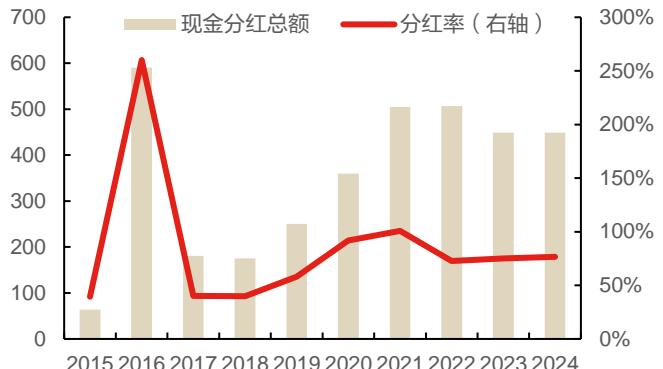
公司盈利及分红均较为稳健。公司 2017 年以来，除 2020 年、2022 年外归母净利润维持在 400-600 亿元的区间内，自 2020 年以来，公司每年分红比例维持在 70% 以上，2023-2024 年公司分红比例基本维持 75% 的水平。在归母净利润和分红比例均稳定的背景下，公司现金分红总额也维持稳定，2023-2024 年公司现金分红总额均为 449 亿元。

图 8：公司 2017 年以来归母净利润较为稳健（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：公司近 5 年分红比例维持稳定（亿元，%）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2025-2027 年盈利预测做如下假设：

#### 煤炭业务关键假设：

(1) 煤炭产量：2024 年在保供背景下，公司自产煤产量 3.27 亿吨，不考虑集团资产的注入，预计 2025-2027 年公司自产煤产量稳定在 3.3 亿吨（公司自产煤产销平衡，销量与产量基本一致）；2024 年公司外购煤采购量为 1.32 亿吨，2025-2027 年公司外购煤采购量预计维持在 1.3 亿吨。

(2) 煤炭销售结构：预计 2025-2027 年公司年度长协仍占自产煤产量的 75%，现货销量占外购煤销量的 30%，坑口销量维持在 2190 万吨，剩余部分为月度长协销量。

(3) 煤炭售价：我们预计 2025 年港口 5500 大卡煤炭现货均价为 700 元/吨、长协均价为 680 元/吨，在行业筑底向上的预期下，预计 2026-2027 年港口 5500 大卡煤炭现货均价分别为 770 元/吨、800 元/吨，长协均价为 694 元/吨、700 元/吨（假设长协波动是现货的 20%），对公司 2025-2027 年长协价格为 470 元/吨、484 元/吨，490 元/吨，月度长协价格为 600 元/吨、670 元/吨、700 元/吨，坑口价格为 220 元/吨、290 元/吨、320 元/吨。

(4) 煤炭成本：2025 年 1-9 月公司自产煤吨煤成本为 173 元/吨，考虑到 Q4 煤企吨煤成本通常季节性上升，假设 2025 年公司自产煤吨煤成本为 175 元/吨，2026-2027 年维持该水平。

#### 电力业务关键假设：

(1) 发电装机容量：截至 2025Q3，公司投入运营的发电装机容量 48681 兆瓦，公司共有 4 个燃煤发电在建项目，合计约 6640 兆瓦，考虑到部分项目已投产（截至 2025Q3，公司燃煤装机容量比 2024 年末新增 2200 兆瓦），假设 2025-2027 年装机容量每年增长 2200 兆瓦。

(2) 发电量及售电量：2024 年公司煤电利用小时数为 5039 小时，在国内持续推进“双碳”的背景下，假设 2025-2027 年煤电利用小时数维持在 4800 小时，境外燃煤利用小时数维持在 4300 小时左右；公司燃气发电利用小时数稳定在 4000 小时左右，2024 年由于新增燃气机组投运拖累了利用小时数，2025 年 1-9 月燃气发电小时较往年平均水平下滑约 30%，假设 2025-2027 年燃气

发电利用小时数为 2800 小时；其余发电利用小时数均维持 2024 年水平；煤电售电比例维持 2024 年水平，其余发电售电比例假设为 100%。

(3) 度电售价：假设 2025 年煤电售电均价降至 0.37 元/度，此后维持该水平；假设 2025-2027 各发电方式度电售价维持 2024 年水平。

(4) 发电成本：2024 年公司平均售电成本 0.37 元/度，考虑到煤价变动，假设 2025-2027 年平均售电成本分别为 0.340 元/度、0.350 元/度、0.354 元/度。

#### 其它关键假设：

(1) 三项费用率：公司 2024 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 0.1%、3.1%、0.8%，我们预计公司 2025-2027 年销售/管理维持 2024 年水平，研发费用率预计维持 0.8%-0.9% 的水平。

#### 盈利预测核心假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>煤炭</b>					
销售收入 ( 百万元 )	273,306.0	268,618.0	242,773.0	261,113.0	268,973.0
增长率	-1.5%	-1.7%	-9.6%	7.6%	3.0%
毛利率	32.0%	30.0%	27.9%	29.5%	30.1%
<b>电力</b>					
销售收入 ( 百万元 )	92,407.0	94,217.0	86,724.2	90,397.0	94,069.7
增长率	9.3%	2.0%	-8.0%	4.2%	4.1%
毛利率	16.9%	16.3%	17.5%	14.7%	13.3%
<b>铁路</b>					
销售收入 ( 百万元 )	42,961.0	43,115.0	43,115.0	43,115.0	43,115.0
增长率	1.8%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	37.0%	37.8%	37.8%	37.8%	37.8%
<b>港口</b>					
销售收入 ( 百万元 )	6,749.0	6,842.0	6,842.0	6,842.0	6,842.0
增长率	4.8%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	44.4%	40.7%	40.7%	40.7%	40.7%
<b>航运</b>					
销售收入 ( 百万元 )	4,836.0	4,996.0	4,996.0	4,996.0	4,996.0
增长率	-20.1%	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	5.0%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
<b>化工</b>					
销售收入 ( 百万元 )	6,098.0	5,633.0	5,633.0	5,633.0	5,633.0
增长率	-4.4%	-7.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	11.2%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
<b>合并抵消</b>					
销售收入 ( 百万元 )	-83,283.0	-85,046.0	-80,000.0	-80,000.0	-80,000.0
增长率	-6.0%	-2.1%	5.9%	0.0%	0.0%
毛利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>合计</b>	343,074.0	338,375.0	310,083.2	332,096.0	343,628.7
增长率	-0.4%	-1.4%	-8.4%	7.1%	3.5%
综合毛利率	35.9%	34.0%	33.2%	33.2%	33.0%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 投资建议

我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 2.66、2.83、2.92 元，公司是背靠副部级央企的能源巨头，在项目审批、资源调配方面享有国家级权限，考虑到公司归母净利润及分红比例均较为稳定，根据 DDM 估值模型，给予公司目标价 47.58 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

**表 1：估值假设主要参数**

所得税税率 T	20.00%
永续增长率 $G_n(%)$	1.00%
无风险利率 $R_f$	1.84%
无杠杆影响的 $\beta$ 系数	0.58
考虑杠杆因素的 $\beta$ 系数	0.60
市场收益率 $R_m$	8.78%
规模风险因子	0.00%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 ( $K_e$ )	6.01%
债务比率 $D/(D+E)$	5.00%
债务利率 $r_d$	3.50%
WACC	5.85%

数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

**表 2：DDM 目标价敏感性分析 (元)**

		永续增长率 $G_n(%)$				
	47.58	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%
Ke(%)	4.01%	51.45	61.60	78.50	112.25	213.12
	4.51%	46.83	54.86	67.46	90.13	142.89
	5.01%	42.98	49.47	59.18	75.36	107.68
	5.51%	39.73	45.05	52.74	64.81	86.51
	6.01%	36.94	41.37	47.58	56.88	72.38
	6.51%	34.52	38.26	43.36	50.72	62.28
	7.01%	32.40	35.59	39.84	45.79	54.70
	7.51%	30.54	33.28	36.86	41.75	48.80
	8.01%	28.88	31.25	34.31	38.38	44.08

数据来源：东方证券研究所

## 风险提示

**中国经济增速下滑的风险：**若中国经济增速大幅下滑，煤炭需求将显著下降。

**政府调控的风险：**政府可能对大宗商品价格进一步调控，不利于煤炭价格维持较高水平。

**公司产量不及预期的风险：**若发生安全事故，可能导致公司产能利用率不及预期。

**海外煤炭价格大幅下跌的风险：**如果欧美对俄罗斯的制裁力度减弱，可能造成俄罗斯天然气出口量大增，海外煤炭价格可能大幅下跌导致公司自产煤售价下降。

## 附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	149,986	142,415	139,537	149,443	154,633	营业收入	343,074	338,375	310,083	332,096	343,629
应收票据、账款及款项融资	20,112	16,676	15,282	16,367	16,935	营业成本	219,922	223,192	207,127	221,805	230,101
预付账款	5,999	6,232	5,711	6,116	6,329	销售费用	425	491	450	482	499
存货	12,846	12,482	11,584	12,404	12,868	管理费用	9,812	10,340	9,475	10,148	10,501
其他	10,008	27,320	27,121	27,276	27,357	研发费用	3,007	2,727	3,000	3,000	3,000
<strong>流动资产合计</strong>	<strong>198,951</strong>	<strong>205,125</strong>	<strong>199,235</strong>	<strong>211,606</strong>	<strong>218,122</strong>	财务费用	501	129	60	84	27
长期股权投资	55,571	59,840	59,840	59,840	59,840	资产、信用减值损失	3,976	663	715	1,065	843
固定资产	256,933	257,149	275,156	293,984	312,147	公允价值变动收益	0	2	0	0	0
在建工程	20,474	27,575	33,028	35,754	37,117	投资净收益	3,815	4,871	4,000	4,000	4,000
无形资产	61,630	64,776	62,925	61,075	59,224	其他	(17,879)	(17,344)	(15,043)	(16,144)	(16,629)
其他	36,572	43,603	41,884	40,225	39,368	<strong>营业利润</strong>	<strong>91,367</strong>	<strong>88,362</strong>	<strong>78,212</strong>	<strong>83,368</strong>	<strong>86,030</strong>
<strong>非流动资产合计</strong>	<strong>431,180</strong>	<strong>452,943</strong>	<strong>472,833</strong>	<strong>490,878</strong>	<strong>507,696</strong>	营业外收入	912	813	400	400	400
<strong>资产总计</strong>	<strong>630,131</strong>	<strong>658,068</strong>	<strong>672,068</strong>	<strong>702,484</strong>	<strong>725,818</strong>	营业外支出	5,103	3,382	1,000	1,000	1,000
短期借款	2,927	1,037	1,013	4,660	3,117	<strong>利润总额</strong>	<strong>87,176</strong>	<strong>85,793</strong>	<strong>77,612</strong>	<strong>82,768</strong>	<strong>85,430</strong>
应付票据及应付账款	38,901	38,205	35,455	37,968	39,388	所得税	17,578	16,928	15,522	16,554	17,086
其他	49,757	53,378	52,967	53,230	53,368	<strong>净利润</strong>	<strong>69,598</strong>	<strong>68,865</strong>	<strong>62,089</strong>	<strong>66,214</strong>	<strong>68,344</strong>
<strong>流动负债合计</strong>	<strong>91,585</strong>	<strong>92,620</strong>	<strong>89,435</strong>	<strong>95,857</strong>	<strong>95,873</strong>	少数股东损益	9,904	10,194	9,313	9,932	10,252
长期借款	29,636	28,932	28,932	28,932	28,932	<strong>归属于母公司净利润</strong>	<strong>59,694</strong>	<strong>58,671</strong>	<strong>52,776</strong>	<strong>56,282</strong>	<strong>58,093</strong>
应付债券	2,972	0	0	0	0	每股收益(元)	3.00	2.95	2.66	2.83	2.92
其他	27,568	32,564	32,564	32,564	32,564						
<strong>非流动负债合计</strong>	<strong>60,176</strong>	<strong>61,496</strong>	<strong>61,496</strong>	<strong>61,496</strong>	<strong>61,496</strong>						
<strong>负债合计</strong>	<strong>151,761</strong>	<strong>154,116</strong>	<strong>150,931</strong>	<strong>157,353</strong>	<strong>157,369</strong>						
少数股东权益	69,678	77,086	86,399	96,332	106,583						
实收资本(或股本)	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869						
资本公积	68,182	68,296	68,296	68,296	68,296						
留存收益	299,924	313,685	321,557	335,618	348,685						
其他	20,717	25,016	25,016	25,016	25,016						
<strong>股东权益合计</strong>	<strong>478,370</strong>	<strong>503,952</strong>	<strong>521,138</strong>	<strong>545,131</strong>	<strong>568,450</strong>						
<strong>负债和股东权益总计</strong>	<strong>630,131</strong>	<strong>658,068</strong>	<strong>672,068</strong>	<strong>702,484</strong>	<strong>725,818</strong>						
现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	69,598	68,865	62,089	66,214	68,344	<strong>成长能力</strong>					
折旧摊销	19,391	18,756	19,281	21,271	22,577	营业收入	-0.4%	-1.4%	-8.4%	7.1%	3.5%
财务费用	501	129	60	84	27	营业利润	-6.9%	-3.3%	-11.5%	6.6%	3.2%
投资损失	(3,815)	(4,871)	(4,000)	(4,000)	(4,000)	归属于母公司净利润	-14.3%	-1.7%	-10.0%	6.6%	3.2%
营运资金变动	(12,209)	2,003	(28)	(3)	62	<strong>获利能力</strong>					
其它	16,221	8,466	775	1,065	843	毛利率	35.9%	34.0%	33.2%	33.2%	33.0%
<strong>经营活动现金流</strong>	<strong>89,687</strong>	<strong>93,348</strong>	<strong>78,178</strong>	<strong>84,631</strong>	<strong>87,852</strong>	净利率	17.4%	17.3%	17.0%	16.9%	16.9%
资本支出	(33,416)	(26,042)	(40,067)	(40,067)	(40,067)	ROE	14.9%	14.0%	12.3%	12.7%	12.8%
长期投资	(5,921)	(4,206)	0	0	0	ROIC	14.2%	13.3%	11.3%	11.6%	11.4%
其他	2,363	(55,111)	4,000	4,000	4,000						
<strong>投资活动现金流</strong>	<strong>(36,974)</strong>	<strong>(85,359)</strong>	<strong>(36,067)</strong>	<strong>(36,067)</strong>	<strong>(36,067)</strong>						
债权融资	(4,687)	5,631	0	0	0						
股权融资	168	114	0	0	0	<strong>偿债能力</strong>					
其他	(71,612)	(56,918)	(44,988)	(38,658)	(46,595)	资产负债率	24.1%	23.4%	22.5%	22.4%	21.7%
<strong>筹资活动现金流</strong>	<strong>(76,131)</strong>	<strong>(51,173)</strong>	<strong>(44,988)</strong>	<strong>(38,658)</strong>	<strong>(46,595)</strong>	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
汇率变动影响	134	84	-0	-0	-0	流动比率	2.17	2.21	2.23	2.21	2.28
<strong>现金净增加额</strong>	<strong>(23,284)</strong>	<strong>(43,100)</strong>	<strong>(2,878)</strong>	<strong>9,906</strong>	<strong>5,190</strong>	速动比率	2.00	2.05	2.07	2.05	2.12
						<strong>营运能力</strong>					
						应收账款周转率	27.2	25.4	23.6	25.3	24.8
						存货周转率	14.8	14.7	14.5	15.5	15.3
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						<strong>每股指标(元)</strong>					
						每股收益	3.00	2.95	2.66	2.83	2.92
						每股经营现金流	4.51	4.70	3.93	4.26	4.42
						每股净资产	20.57	21.48	21.88	22.59	23.25
						<strong>估值比率</strong>					
						市盈率	13.3	13.5	15.1	14.1	13.7
						市净率	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7
						EV/EBITDA	6.4	6.6	7.3	6.8	6.5
						EV/EBIT	7.7	8.0	9.1	8.5	8.3

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 低估值的央企煤炭龙头，项目储备充足成长可期

中煤能源 (601898.SH)

## 核心观点

- 公司储备项目充足，资产注入空间大。** (1) 2024年，中煤集团煤炭产量2.7亿吨，中煤能源煤炭产量1.4亿吨，中煤集团仍有1.3亿吨左右的产能在上市公司体外； (2) 公司近几年资本开支稳中有升，规模维持在100-200亿元/年，2025年计划资本开支217亿元，项目储备较为充足； (3) 公司2024年分红比例为41%，仍有较大提升空间，未来高分红值得期待。
- 公司财务质量持续改善，低融资成本为投资扩张提供支撑。** (1) 公司近几年资产负债率持续下降，截至2025年Q3，公司资产负债率为45.8%，后续融资扩张空间较为充足； (2) 截至2025Q3，公司在手货币资金859亿元，在手货币资金充足； (3) 公司发债利率较低，公司2025年7月发行的25中煤K4一般公司债票面利率仅2.14%。
- 项目的陆续投产、资产注入的持续推进有望驱动公司市值提升。** (1) 公司体内里必煤矿和苇子沟煤矿预计2026年底投入试生产； (2) 公司榆林煤炭深加工基地2025年6月18日开工，预计2026年中试车投产； (3) 公司“液态阳光”项目已于2024年11月开工建设，预计2026年9月建成投产； (4) 公司2020年以来ROE持续保持在10%以上，2022年最高达到14.9%，后续项目盈利有望增厚业绩； (5) 2025年10月27日，公司发布公告披露，以1.15亿元收购山西中煤平朔新能源有限公司30%的股权，新能源相关业务发展值得期待。

## 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司2025-2027年每股收益分别为1.19、1.37、1.48元，公司储备项目充足，随着自身项目的陆续投产、资本注入的持续推进，公司业务成长性值得期待，参考行业2026年平均PE12倍，给予公司目标价16.44元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

## 风险提示

经济失速下滑；政府进一步调控大宗商品价格；公司产能利用率不及预期；海外煤价大幅下跌导致公司煤炭售价下降；公司投资收益不及预期的风险。

投资评级	增持（首次）
股价 (2025年12月12日)	12.91元
目标价格	16.44元
52周最高价/最低价	15.35/9.1元
总股本/流通A股(万股)	1,325,866/1,325,866
A股市值(百万元)	171,169
国家/地区	中国
行业	煤炭
报告发布日期	2025年12月14日



## 证券分析师

蒋山	执业证书编号：S0860525110006 jiangshan2@orientsec.com.cn 0755-82819271
李晓渊	执业证书编号：S0860525090002 lixiaoyuan@orientsec.com.cn 021-63326320

## 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	192,969	189,399	171,545	197,804	215,508
同比增长(%)	-12.5%	-1.9%	-9.4%	15.3%	9.0%
营业利润(百万元)	33,099	31,485	25,768	29,633	32,071
同比增长(%)	-0.2%	-4.9%	-18.2%	15.0%	8.2%
归属母公司净利润(百万元)	19,534	19,323	15,825	18,189	19,681
同比增长(%)	7.0%	-1.1%	-18.1%	14.9%	8.2%
每股收益(元)	1.47	1.46	1.19	1.37	1.48
毛利率(%)	25.1%	24.9%	23.2%	23.3%	23.0%
净利率(%)	10.1%	10.2%	9.2%	9.2%	9.1%
净资产收益率(%)	14.2%	13.1%	10.1%	10.8%	10.9%
市盈率	8.8	8.9	10.8	9.4	8.7
市净率	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 目 录

央企煤炭龙头，项目储备充足 .....	4
盈利预测与投资建议 .....	6
盈利预测 .....	6
投资建议 .....	7
风险提示 .....	8

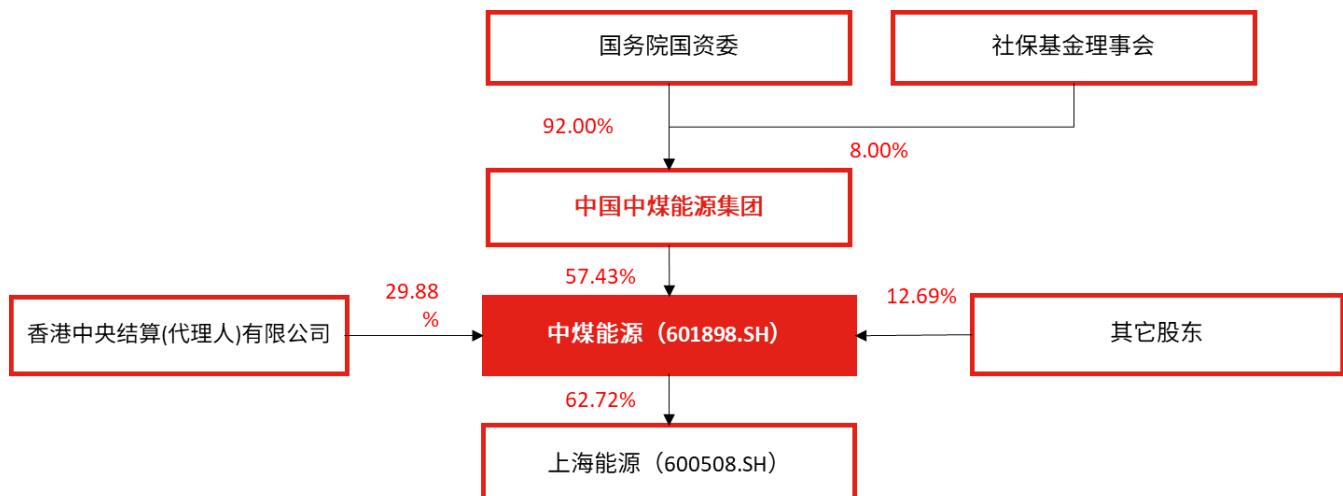
## 图表目录

图 1: 国务院国资委实控 .....	4
图 2: 煤炭贡献主要营业收入 (亿元) .....	4
图 3: 煤炭贡献主要毛利润 (亿元) .....	4
图 4: 公司资本开支维持在较高水平 (亿元) .....	5
图 5: 公司煤炭业务资本开支较高 (亿元) .....	5
图 6: 煤化工业务收入可观 (亿元) .....	5
图 7: 2024 年煤化工业务资本开支显著增长 (亿元) .....	5
图 8: 公司货币资金规模可观 (亿元) .....	6
图 9: 公司分红总额持续提升 (亿元, %) .....	6
表 1: 可比公司估值表 .....	8

## 央企煤炭龙头，项目储备充足

**国务院国资委实控，中煤集团核心上市公司。**中国中煤能源股份有限公司（简称中煤能源或公司）作为央企中国中煤能源集团有限公司（简称中煤集团）的核心上市平台，于2006年8月22日成立，是集团旗下重要的煤炭生产主体及A+H股上市公司。截至2025年Q3，中煤集团持有公司57.43%的股份，公司最终实际控制人为国务院国资委。

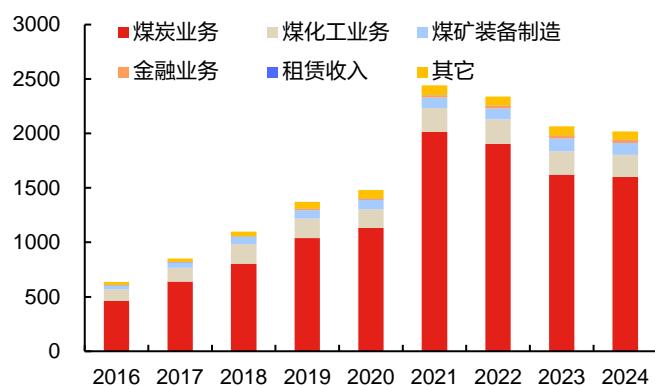
图1：公司背靠央企中煤集团



数据来源：公司公告，东方证券研究所，截至2025Q3

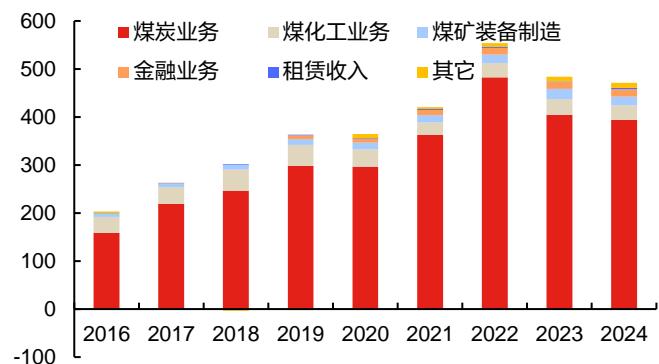
**公司布局全产业链，煤炭业务是主要利润来源。**中煤能源业务布局广泛，积极布局煤炭全产业链，主要业务包括煤炭生产与贸易、煤化工、煤炭装备与电力。此外，公司致力于转型升级煤炭优质产能，积极投资建设新能源项目。煤炭业务占公司营收与利润大头，2024年煤炭业务占总营收的85%，占毛利润的84%。

图2：煤炭贡献主要营业收入（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

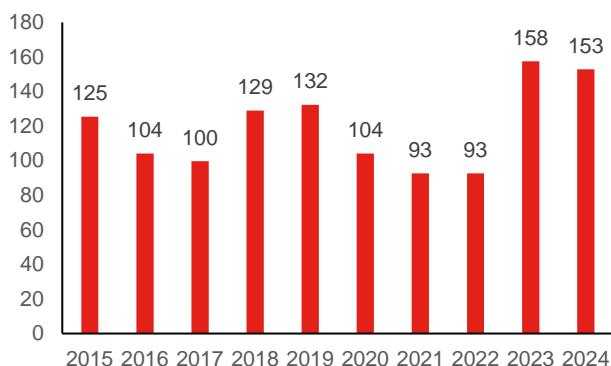
图3：煤炭贡献主要毛利润（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

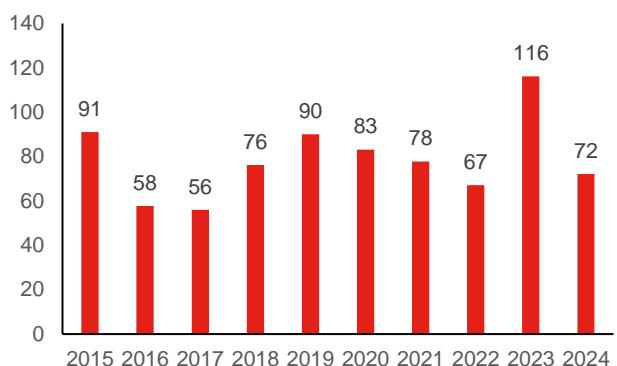
**公司资本开支维持在较高水平。**公司 2023-2024 年资本开支规模显著高于 2015-2022 年，根据公司 2024 年年报，2025 年公司计划资本开支 216.78 亿元，较 2024 年完成增长 41.74%。其中煤炭业务 2025 年计划比 2024 年完成增长 14.91%，煤化工业务预计增长 88.63%，煤电业务预计增长 22.79%。据公司 2025 年半年度业绩说明会，未来三年投资规模预计维持在 200 亿左右。

图 4：公司资本开支维持在较高水平（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

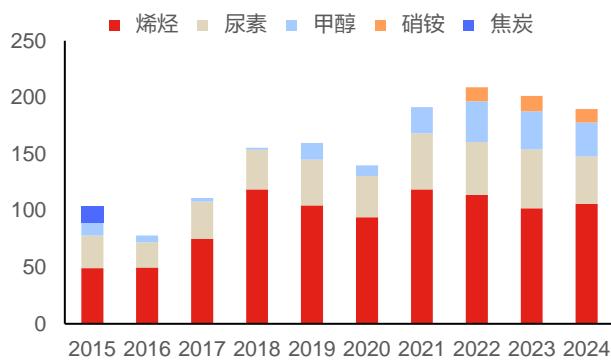
图 5：公司煤炭业务资本开支较高（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

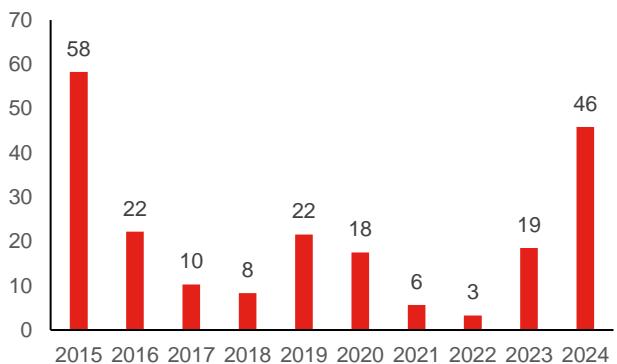
**公司煤化工方面的资本开支增速高于煤炭。**公司 2024 年完成煤化工业务资本开支 45.84 亿元，仅低于煤炭业务的资本开支（72.22 亿元），高于煤电业务的资本开支（11.32 亿元）。2025 年公司煤化工业务计划资本开支 86.47 亿元，高于煤炭业务的计划资本开支（82.99 亿元），煤化工业务后续释放利润规模可观。

图 6：煤化工业务收入可观（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

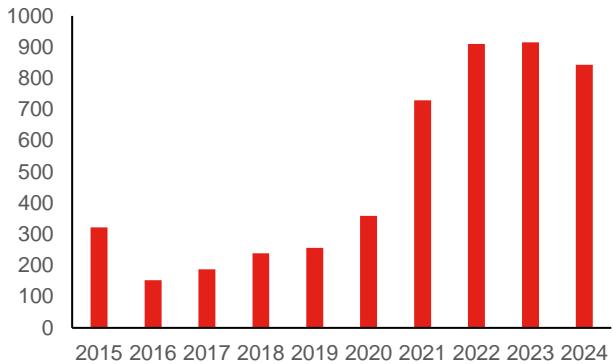
图 7：2024 年煤化工业务资本开支显著增长（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

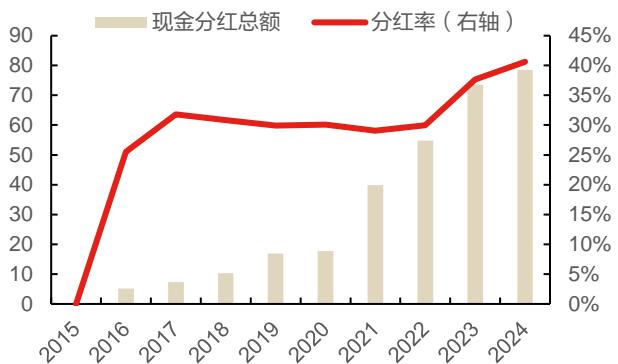
**公司分红潜力较大。**公司稳健的自由现金流、较高规模的货币资金为分红提供了坚实基础，近年来，公司分红规模与分红率呈稳步上升态势，显示出回报股东的明确意愿。尽管 2025 年资本开支计划有所增加（216.78 亿元，同比预增 41.74%），考虑到公司在建项目正陆续释放，且公司分红比例仍有较大的提升空间，未来高分红值得期待。

图 8：公司货币资金规模可观（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：公司分红总额持续提升（亿元，%）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2025-2027 年盈利预测做如下假设：

#### 煤炭业务关键假设：

(1) 煤炭产量：2024 年公司自产煤产量 1.37 亿吨，2025 年预计基本持平，2026 年里必、苇子沟煤矿投产（合计 700 万吨产能），考虑到投产到达产需要时间，预计 2025-2027 年公司自产煤产量分别为 1.37、1.41、1.44 亿吨；

(2) 煤炭销量：2024 年公司自产动力煤销量为 1.26 亿吨，预计 2025-2027 年公司自产动力煤销量分别为 1.26、1.30、1.33 亿吨；2024 年公司自产炼焦煤销量 1137 万吨，预计 2025-2027 年维持 1100 万吨水平；2024 年公司贸易煤销量 1.42 亿吨，预计 2025-2027 年维持 1.42 亿吨的水平。

(3) 煤炭售价：我们预计 2025 年港口 5500 大卡煤炭现货均价为 700 元/吨、长协均价为 680 元/吨，在行业筑底向上的预期下，预计 2026-2027 年港口 5500 大卡煤炭现货均价分别为 770 元/吨、800 元/吨，长协均价为 694 元/吨、700 元/吨（假设长协波动是现货的 20%），对应 2025-2027 年公司自产煤价格为 480 元/吨、508 元/吨、520 元/吨，对应贸易煤价格为 500 元/吨、570 元/吨、600 元/吨，对应自产焦煤价格为 1100 元/吨、1170 元/吨、1200 元/吨（预计焦煤价格走势弱于动力煤）。

(4) 煤炭成本：2025-2027 年，公司自产煤成本预计维持在 282 元/吨水平；贸易煤单吨毛利润预计维持在 20 元/吨水平。

#### 煤化工业务关键假设：

(1) 煤化工产品销量：短期公司煤化工项目仍在建设中，预计 2025-2027 年公司煤化工产品销量维持 2024 年水平。

(2) 煤化工产品售价：预计 2025-2027 年公司煤化工产品售价维持 2025 年前三季度水平。

(3) 煤化工产品成本：预计 2025-2027 年公司煤化工产品成本维持 2024 年水平。

#### 其它业务关键假设：

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

(1) 业务量预计维持平稳：预计 2025-2027 年煤矿装备、金融、其它业务总体业务量维持 2024 年水平。

(2) 毛利率预计维持平稳：预计 2025-2027 年煤矿装备、金融、其它业务毛利率维持 2024 年水平。

**其它关键假设：**

(1) 期间费用率：公司 2024 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 0.57%、2.91%、0.42%，我们预计公司 2025-2027 年销售/管理/研发费用率维持 2024 年水平。

**盈利预测核心假设**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>煤炭</b>					
销售收入 ( 百万元 )	162,681.0	160,712.0	144,258.4	160,516.5	168,221.4
增长率	-14.8%	-1.2%	-10.2%	11.3%	4.8%
毛利率	24.9%	24.7%	23.2%	24.1%	24.6%
<b>煤化工</b>					
销售收入 ( 百万元 )	21,394.0	20,518.0	19,118.3	19,118.3	19,118.3
增长率	-5.8%	-4.1%	-6.8%	0.0%	0.0%
毛利率	15.4%	15.2%	9.0%	9.0%	9.0%
<b>煤矿装备</b>					
销售收入 ( 百万元 )	12,183.0	11,150.0	11,150.0	11,150.0	11,150.0
增长率	14.8%	-8.5%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	17.9%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
<b>金融</b>					
销售收入 ( 百万元 )	2,442.0	2,507.0	2,507.0	2,507.0	2,507.0
增长率	2.3%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	57.2%	62.4%	62.4%	62.4%	62.4%
<b>合并抵消</b>					
销售收入 ( 百万元 )	-13,965.2	-12,833.2	-12,833.2	-12,833.2	-12,833.2
增长率	-2.5%	8.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	1.5%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>其他业务</b>					
销售收入 ( 百万元 )	8,234.0	7,345.0	7,345.0	17,345.0	27,345.0
增长率	8.6%	-10.8%	0.0%	136.1%	57.7%
毛利率	14.3%	15.1%	15.1%	12.1%	11.4%
合计	192,968.8	189,398.8	171,545.4	197,803.6	215,508.5
增长率	-12.5%	-1.9%	-9.4%	15.3%	9.0%
综合毛利率	25.1%	24.9%	23.2%	23.3%	23.0%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

**投资建议**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 1.19、1.37、1.48 元，公司储备项目充足，随着自身项目的陆续投产、资本注入的持续推进，公司业务成长性值得期待，参考行业 2026 年平均 PE 12 倍，给予公司目标价 16.44 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

**表 1：可比公司估值表**

公司	代码	最新价格(元) 2025/12/12	每股收益(元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
陕西煤业	601225	21.86	2.31	1.82	1.98	2.14	9.48	12.03	11.02	10.21
中国神华	601088	40.00	2.95	2.63	2.73	2.80	13.55	15.22	14.68	14.28
兖矿能源	600188	13.30	1.44	1.02	1.22	1.35	9.25	13.04	10.90	9.84
潞安环能	601699	12.39	0.82	0.78	0.97	1.10	15.13	15.92	12.80	11.23
山西焦煤	000983	6.44	0.55	0.36	0.44	0.50	11.76	17.78	14.60	12.91
淮北矿业	600985	11.35	1.80	0.74	1.05	1.33	6.30	15.41	10.78	8.55
华阳股份	600348	7.99	0.62	0.46	0.59	0.68	12.96	17.40	13.58	11.73
晋控煤业	601001	14.30	1.68	1.17	1.34	1.48	8.52	12.25	10.66	9.68
	调整后平均						10.92	14.87	12.28	10.93

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

**中国经济增速下滑的风险：**若中国经济增速大幅下滑，煤炭需求将显著下降。

**政府调控的风险：**政府可能对大宗商品价格进一步调控，不利于煤炭价格维持较高水平。

**公司产量不及预期的风险：**若发生安全事故，可能导致公司产能利用率不及预期。

**海外煤炭价格大幅下跌的风险：**如果欧美对俄罗斯的制裁力度减弱，可能造成俄罗斯天然气出口量大增，海外煤炭价格可能大幅下跌导致公司自产煤售价下降。

**公司投资收益不及预期的风险：**公司投资收益占比较高，若不及预期可能影响公司盈利水平。

## 附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	91,543	84,353	91,406	99,896	111,225	营业收入	192,969	189,399	171,545	197,804	215,508
应收票据、账款及款项融资	10,803	11,465	10,384	11,973	13,045	营业成本	144,595	142,279	131,685	151,740	165,840
预付账款	2,471	2,314	2,096	2,417	2,633	销售费用	1,050	1,078	976	1,126	1,226
存货	8,735	7,743	7,167	8,258	9,026	管理费用	5,452	5,512	4,993	5,757	6,272
其他	6,116	7,190	6,515	7,112	7,515	研发费用	916	801	726	837	911
<b>流动资产合计</b>	<b>119,668</b>	<b>113,066</b>	<b>117,568</b>	<b>129,657</b>	<b>143,443</b>	财务费用	2,995	2,388	2,011	1,975	1,876
长期股权投资	30,958	31,811	31,811	31,811	31,811	资产、信用减值损失	346	631	912	1,136	952
固定资产	116,048	121,976	133,187	140,114	145,102	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	11,223	18,203	11,599	9,708	9,141	投资净收益	3,005	2,564	2,564	2,564	2,564
无形资产	55,638	54,654	60,408	64,799	68,676	其他	(7,520)	(7,788)	(7,040)	(8,165)	(8,924)
其他	15,825	18,255	18,158	18,088	18,088	<b>营业利润</b>	<b>33,099</b>	<b>31,485</b>	<b>25,768</b>	<b>29,633</b>	<b>32,071</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>229,692</b>	<b>244,899</b>	<b>255,164</b>	<b>264,519</b>	<b>272,818</b>	营业外收入	129	205	205	205	205
<b>资产总计</b>	<b>349,360</b>	<b>357,965</b>	<b>372,732</b>	<b>394,176</b>	<b>416,262</b>	营业外支出	180	111	111	111	111
短期借款	123	1,062	1,062	1,062	1,062	<b>利润总额</b>	<b>33,049</b>	<b>31,580</b>	<b>25,862</b>	<b>29,727</b>	<b>32,165</b>
应付票据及应付账款	26,738	27,041	25,027	28,839	31,519	所得税	7,300	6,626	5,426	6,237	6,749
其他	71,298	74,073	73,751	74,224	74,543	<b>净利润</b>	<b>25,749</b>	<b>24,954</b>	<b>20,436</b>	<b>23,490</b>	<b>25,417</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>98,158</b>	<b>102,176</b>	<b>99,841</b>	<b>104,125</b>	<b>107,124</b>	少数股东损益	6,215	5,631	4,612	5,301	5,736
长期借款	42,369	40,346	40,346	40,346	40,346	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>19,534</b>	<b>19,323</b>	<b>15,825</b>	<b>18,189</b>	<b>19,681</b>
应付债券	7,993	5,494	7,293	7,293	7,293	每股收益 (元)	1.47	1.46	1.19	1.37	1.48
其他	18,058	17,703	17,703	17,703	17,703						
<b>非流动负债合计</b>	<b>68,420</b>	<b>63,542</b>	<b>65,341</b>	<b>65,341</b>	<b>65,341</b>						
<b>负债合计</b>	<b>166,578</b>	<b>165,718</b>	<b>165,182</b>	<b>169,467</b>	<b>172,465</b>						
少数股东权益	38,661	40,335	44,947	50,247	55,983						
实收资本 (或股本)	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259						
资本公积	39,060	39,378	39,378	39,378	39,378						
留存收益	83,842	92,767	102,970	114,830	128,181						
其他	7,961	6,507	6,995	6,995	6,995						
<b>股东权益合计</b>	<b>182,782</b>	<b>192,246</b>	<b>207,549</b>	<b>224,710</b>	<b>243,797</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>349,360</b>	<b>357,965</b>	<b>372,732</b>	<b>394,176</b>	<b>416,262</b>						
现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
净利润	25,749	24,954	20,436	23,490	25,417	<b>成长能力</b>					
折旧摊销	9,944	8,944	10,538	11,891	13,041	营业收入	-12.5%	-1.9%	-9.4%	15.3%	9.0%
财务费用	2,995	2,388	2,011	1,975	1,876	营业利润	-0.2%	-4.9%	-18.2%	15.0%	8.2%
投资损失	(3,005)	(2,564)	(2,564)	(2,564)	(2,564)	归属于母公司净利润	7.0%	-1.1%	-18.1%	14.9%	8.2%
营运资金变动	9,891	5,891	4	397	342	<b>盈利能力</b>					
其它	(2,609)	(5,473)	1,400	1,136	952	毛利率	25.1%	24.9%	23.2%	23.3%	23.0%
<b>经营活动现金流</b>	<b>42,965</b>	<b>34,140</b>	<b>31,825</b>	<b>36,324</b>	<b>39,064</b>	净利率	10.1%	10.2%	9.2%	9.2%	9.1%
资本支出	(17,214)	(19,125)	(21,772)	(22,094)	(22,094)	ROE	14.2%	13.1%	10.1%	10.8%	10.9%
长期投资	(1,050)	(849)	0	0	0	ROIC	11.2%	10.5%	8.3%	8.9%	9.0%
其他	3,207	7,926	2,833	2,564	2,564	<b>偿债能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	<b>(15,057)</b>	<b>(12,049)</b>	<b>(18,938)</b>	<b>(19,530)</b>	<b>(19,530)</b>	资产负债率	47.7%	46.3%	44.3%	43.0%	41.4%
债权融资	(12,577)	(8,936)	1,799	0	0	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股权融资	194	318	0	0	0	流动比率	1.22	1.11	1.18	1.25	1.34
其他	(13,915)	(15,259)	(7,632)	(8,305)	(8,206)	速动比率	1.12	1.02	1.10	1.16	1.24
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(26,298)</b>	<b>(23,876)</b>	<b>(5,834)</b>	<b>(8,305)</b>	<b>(8,206)</b>	<b>营运能力</b>					
汇率变动影响	(25)	25	- 0	- 0	- 0	应收账款周转率	23.1	22.6	19.7	22.1	21.5
<b>现金净增加额</b>	<b>1,585</b>	<b>(1,759)</b>	<b>7,053</b>	<b>8,490</b>	<b>11,329</b>	存货周转率	14.9	15.7	15.7	17.5	17.1
						总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益	1.47	1.46	1.19	1.37	1.48
						每股经营现金流	3.24	2.57	2.40	2.74	2.95
						每股净资产	10.87	11.46	12.26	13.16	14.17
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	8.8	8.9	10.8	9.4	8.7
						市净率	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
						EV/EBITDA	3.3	3.6	4.0	3.5	3.3
						EV/EBIT	4.3	4.5	5.5	4.9	4.5

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 受益于煤价上行的高 ROIC 龙头煤企

陕西煤业 (601225.SH)

## 核心观点

- 公司煤质优异、具备一定比例现货，在煤价上行的周期中盈利弹性强。**（1）公司煤炭具有高发热量和高稳定性等特点，平均热值在 5500 大卡以上，可用作冶金、化工用途，在煤价普涨时通常涨幅更大；（2）公司长协占比在 50% 左右，在煤价上涨时公司销售均价弹性较一般煤企更高；（3）公司仍有规划建设产能等待投产，截至 2024 年末，公司核定总产能 1.62 亿吨/年，在建产能 2000 万吨/年，同时陕煤化集团内部未上市产能 8200 万吨/年未来也有望注入上市公司。
- 公司 ROIC 高且注重股东回报，高分红值得期待。**（1）公司 2022-2024 年分红比率分别为 60%、55%、58%，2024、2025 年均发布了“提质增效重回报行动方案”，体现出公司重视股东价值回报的态度，分红比例有望进一步提升；（2）截至 2025Q3，公司 ROIC 位列所有上市煤企最高水平，业务盈利能力突出；（3）公司近几年资产负债率稳定在 40% 左右，截至 2025 年 Q3，公司资产负债率为 42.2%。
- 袁大滩煤矿完成核增，煤炭业务具备增长潜力。**（1）2025 年 4 月，公司发布公告，袁大滩煤矿生产能力由 800 万吨/年核增至 1000 万吨/年；（2）公司正在办理柠条塔产能核增至 2000 万吨/年的相关工作，《柠条塔矿井及选煤厂项目环境影响报告书》已上报国家生态环境部；（3）2024 年，公司加快推进小壕兔一号和西部勘探区相关井田批复进度，超前谋划陕北优质煤炭资源前期工作，“十五五”期间公司煤炭产能仍有较大成长空间。

## 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 1.76、2.02、2.15 元，公司 ROIC 高，煤价底部上行的背景下，公司现货占比高、煤质好、盈利弹性高，参考行业 2026 年平均 PE 12 倍，给予公司目标价 24.24 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

## 风险提示

此经济失速下滑；政府进一步调控大宗商品价格；公司产能利用率不及预期；海外煤价大幅下跌导致公司煤炭售价下降；公司投资收益不及预期的风险。

投资评级	增持（首次）
股价 (2025 年 12 月 12 日)	21.86 元
目标价格	24.24 元
52 周最高价/最低价	24.7/17.53 元
总股本/流通 A 股 (万股)	969,500/969,500
A 股市值 (百万元)	211,933
国家/地区	中国
行业	煤炭
报告发布日期	2025 年 12 月 14 日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-3.36	-8.57	8.27	-7.53
相对表现%	-3.28	-7.17	6.97	-21.24
沪深 300%	-0.08	-1.4	1.3	13.71



## 证券分析师

蒋山	执业证书编号：S0860525110006 jiangshan2@orientsec.com.cn 0755-82819271
李晓渊	执业证书编号：S0860525090002 lixiaoyuan@orientsec.com.cn 021-63326320

## 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	181,472	184,145	159,420	174,810	180,666
同比增长(%)	8.8%	1.5%	-13.4%	9.7%	3.3%
营业利润(百万元)	45,367	44,172	33,728	38,694	41,262
同比增长(%)	-29.5%	-2.6%	-23.6%	14.7%	6.6%
归属母公司净利润(百万元)	23,100	22,360	17,032	19,566	20,876
同比增长(%)	-34.4%	-3.2%	-23.8%	14.9%	6.7%
每股收益(元)	2.38	2.31	1.76	2.02	2.15
毛利率(%)	37.3%	32.7%	29.0%	30.5%	31.1%
净利率(%)	12.7%	12.1%	10.7%	11.2%	11.6%
净资产收益率(%)	22.1%	23.5%	18.3%	19.6%	19.0%
市盈率	9.2	9.5	12.4	10.8	10.2
市净率	2.1	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源：公司数据，东方财富研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 目 录

受益于煤价上行的高 ROIC 龙头煤企.....	4
盈利预测与投资建议 .....	5
盈利预测 .....	5
投资建议 .....	6
风险提示 .....	7

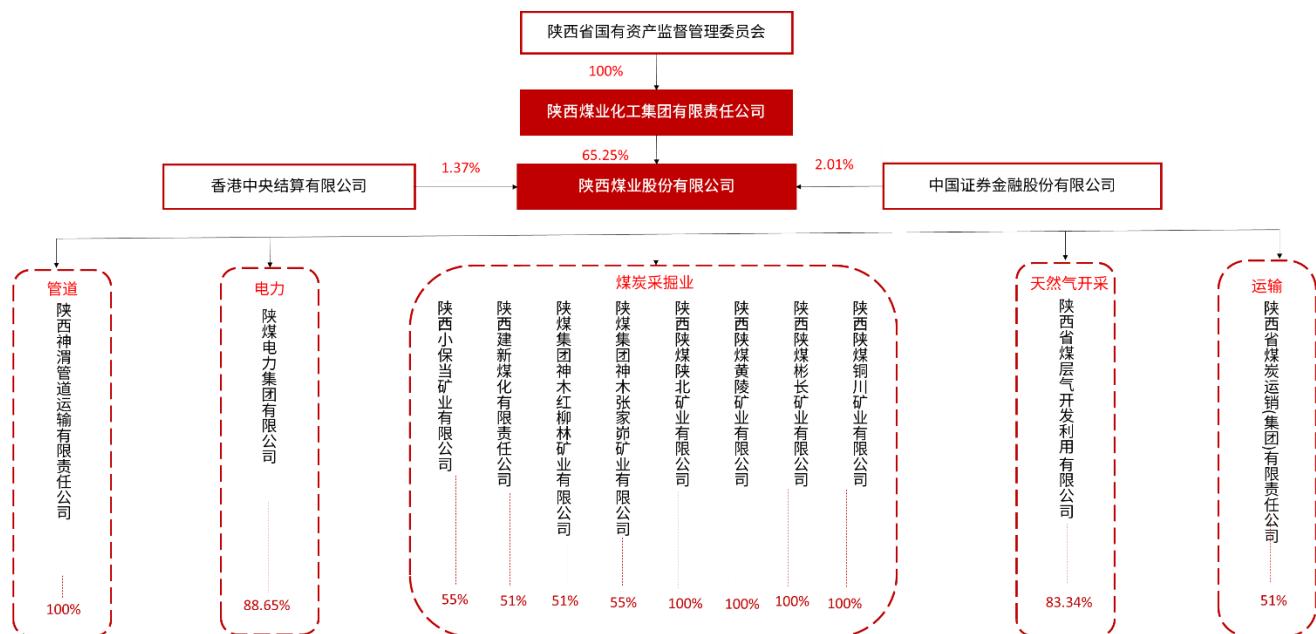
## 图表目录

图 1: 公司是陕西省属国企 .....	4
图 2: 煤炭贡献主要营业收入 (亿元) .....	4
图 3: 煤炭贡献主要毛利润 (亿元) .....	4
图 4: 公司货币资金充足 (亿元) .....	5
图 5: 公司自由现金流与净利润匹配 (亿元) .....	5
图 6: 公司资本开支有限 (亿元) .....	5
图 7: 公司分红总额维持较高水平 (亿元, %) .....	5
 表 1: 可比公司估值表 .....	 7

## 受益于煤价上行的高 ROIC 龙头煤企

公司背靠陕西煤化集团（下文简称为陕煤化集团），实控人为陕西国资委。陕西煤业股份有限公司是由陕煤化集团以煤炭主业为资产出资，联合三峡集团、华能开发、陕西有色、陕鼓集团于2008年12月23日共同发起设立的股份有限公司，并于2014年上市。截至2025Q3，陕西煤业由陕煤化集团控股，持股比例65.25%。

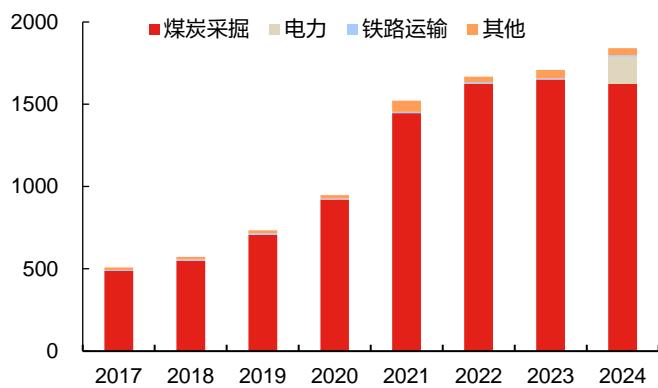
图 1：公司是陕西省属国企



数据来源：公司公告，东方证券研究所，截至 2025Q3

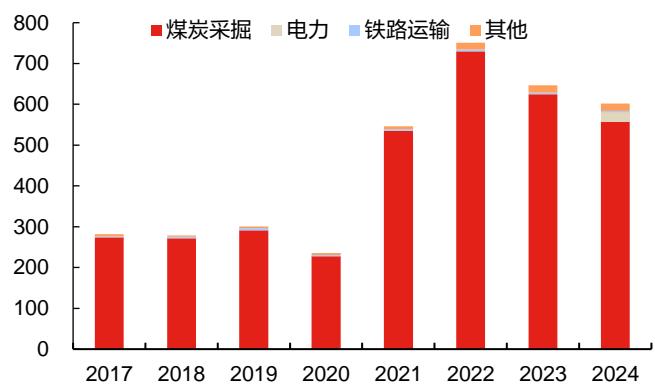
**煤炭业务是公司主要利润来源。**2024年公司煤炭、电力、运输占营收比例分别为88.3%、8.8%、0.5%；2024年公司煤炭、电力、运输、煤化工业务占毛利润比例分别为92.6%、3.8%、0.6%。

图 2：煤炭贡献主要营业收入（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：煤炭贡献主要毛利润（亿元）

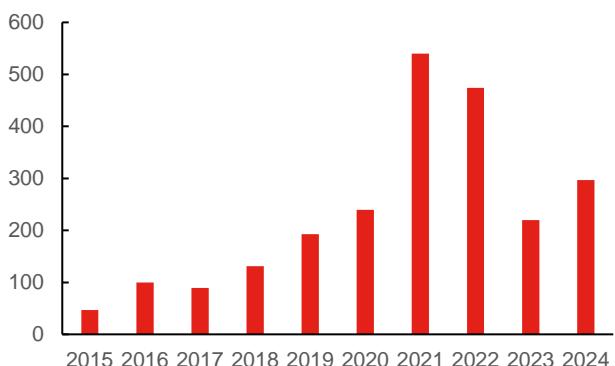


数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**公司货币资金充足，业务现金流健康。**截至 2024 年末，公司在手货币资金 297 亿元，较 2023 年末增加 77 亿元，货币资金储备充足。2024 年公司经营活动产生的现金流量净额为 424 亿元，净利润 366 亿元，经营活动产生的现金流量净额与净利润基本匹配，反映出公司业务模式健康，回款压力较小。

图 4：公司货币资金充足（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

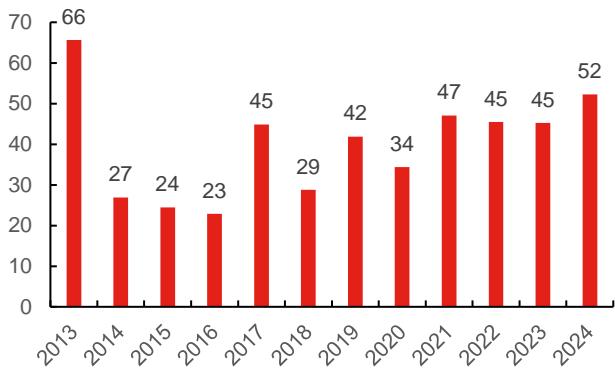
图 5：公司自由现金流与净利润匹配（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

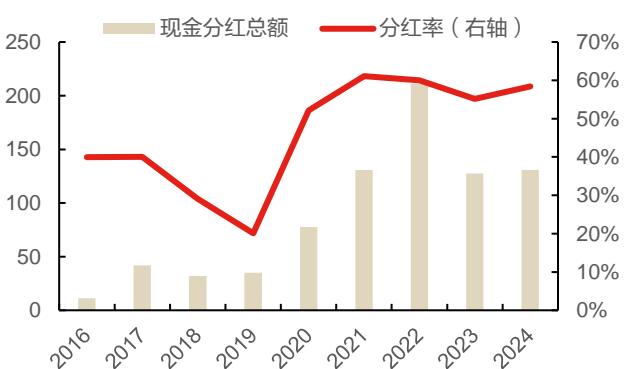
**公司电力业务持续投入有望贡献增量，分红潜力高。**近年来，公司资本开支有限，2025 年公司计划资本开支 135.59 亿元，较 2024 年的 52.27 亿元将有一定提升，主要用于黄陵店头电厂二期 2 × 1000MW 机组扩建工程、长安益阳电力三期（2\*1000MW）扩建项目、陕煤信阳 2\*1000MW 高效超超临界机组等电力项目。公司近年来公允价值计价的金融资产、长期股权投资逐渐减少，为公司带来额外现金流，且公司在手货币资金充裕，分红潜力高。

图 6：公司资本开支有限（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：公司分红总额维持较高水平（亿元，%）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2025-2027 年盈利预测做如下假设：

(1) 自产煤售价：我们预计 2025 年港口 5500 大卡煤炭现货均价为 700 元/吨、长协均价为 680 元/吨，在行业筑底向上的预期下，预计 2026-2027 年港口 5500 大卡煤炭现货均价分别为 770 元/吨、800 元/吨，长协均价为 694 元/吨、700 元/吨（假设长协波动是现货的 20%），对应公司自产煤价格为 500 元/吨、542 元/吨、560 元/吨（假设公司 50% 销量为长协）。

(2) 贸易煤售价：贸易煤售价预计与现货煤价同步变动，预计 2025-2027 年公司贸易煤售价分别为 570 元/吨、640 元/吨、670 元/吨。

(3) 煤炭产销量：假设小壕兔一号煤矿 2028 年投产，我们预计 2025-2027 年公司自产煤销量稳定在 16200 万吨，外购煤销量将稳定在 2024 年水平（9800 万吨）左右。

(4) 煤炭业务成本及毛利率：公司自产煤吨煤销售成本 2024 年为 260 元/吨（含运费），我们预计 2025 年由于公司成本优化，吨煤销售成本降至 250 元/吨（含运费），2026-2027 年预计维持在 250 元/吨的水平；公司外购煤吨煤毛利润预计维持在 10 元/吨左右（与 2024 年水平维持一致）。

#### 盈利预测核心假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>煤炭</b>					
销售收入（百万元）	165,015.8	162,673.6	136,860.0	150,524.0	156,380.0
增长率	1.5%	-1.4%	-15.9%	10.0%	3.9%
毛利率	37.9%	34.3%	30.3%	32.1%	32.7%
<b>运输</b>					
销售收入（百万元）	871.2	875.6	879.4	879.4	879.4
增长率	-1.3%	0.5%	0.4%	0.0%	0.0%
毛利率	44.7%	42.5%	43.0%	43.0%	43.0%
<b>电力</b>					
销售收入（百万元）	10,599.3	16,175.7	17,260.9	18,987.0	18,987.0
增长率		52.6%	6.7%	10.0%	0.0%
毛利率	28.9%	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万元）	4,985.5	4,419.9	4,419.9	4,419.9	4,419.9
增长率	47.4%	-11.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	36.8%	40.2%	40.2%	40.2%	40.2%
合计	181,471.8	184,144.8	159,420.2	174,810.3	180,666.3
增长率	8.8%	1.5%	-13.4%	9.7%	3.3%
综合毛利率	37.3%	32.7%	29.0%	30.5%	31.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 1.76、2.02、2.15 元，公司 ROIC 高，煤价底部上行的背景下，公司现货占比高、煤质好、盈利弹性高，参考行业 2026 年平均 PE 12 倍，给予公司目标价 24.24 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2025/12/12	每股收益(元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
中煤能源	601898	12.91	1.46	1.27	1.35	1.42	8.86	10.20	9.54	9.09
中国神华	601088	40.00	2.95	2.63	2.73	2.80	13.55	15.22	14.68	14.28
兖矿能源	600188	13.30	1.44	1.02	1.22	1.35	9.25	13.04	10.90	9.84
潞安环能	601699	12.39	0.82	0.78	0.97	1.10	15.13	15.92	12.80	11.23
山西焦煤	000983	6.44	0.55	0.36	0.44	0.50	11.76	17.78	14.60	12.91
淮北矿业	600985	11.35	1.80	0.74	1.05	1.33	6.30	15.41	10.78	8.55
华阳股份	600348	7.99	0.62	0.46	0.59	0.68	12.96	17.40	13.58	11.73
晋控煤业	601001	14.30	1.68	1.17	1.34	1.48	8.52	12.25	10.66	9.68
	调整后平均						10.82	14.87	12.22	10.75

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

**中国经济增速下滑的风险：**若中国经济增速大幅下滑，煤炭需求将显著下降。

**政府调控的风险：**政府可能对大宗商品价格进一步调控，不利于煤炭价格维持较高水平。

**公司产量不及预期的风险：**若发生安全事故，可能导致公司产能利用率不及预期。

**海外煤炭价格大幅下跌的风险：**如果欧美对俄罗斯的制裁力度减弱，可能造成俄罗斯天然气出口量大增，海外煤炭价格可能大幅下跌导致公司自产煤售价下降。

**公司投资收益不及预期的风险：**公司投资收益占比较高，若不及预期可能影响公司盈利水平。

## 附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	27,232	29,701	38,238	56,250	76,504	营业收入	181,472	184,145	159,420	174,810	180,666
应收票据、账款及款项融资	5,306	4,844	4,194	4,599	4,753	营业成本	113,728	123,951	113,195	121,522	124,462
预付账款	5,404	4,961	4,295	4,710	4,868	销售费用	865	917	794	870	900
存货	3,001	4,144	3,785	4,063	4,161	管理费用	8,360	6,950	6,017	6,598	6,819
其他	20,384	8,527	8,142	8,266	8,313	研发费用	806	645	559	613	633
<b>流动资产合计</b>	<b>61,326</b>	<b>52,178</b>	<b>58,654</b>	<b>77,888</b>	<b>98,598</b>	财务费用	241	348	471	338	147
长期股权投资	23,794	27,272	27,272	27,272	27,272	资产、信用减值损失	93	400	27	187	129
固定资产	102,307	96,928	104,359	110,865	116,554	公允价值变动收益	(4,601)	(253)	500	0	0
在建工程	7,690	13,210	13,365	13,165	13,065	投资净收益	3,710	3,550	3,550	3,550	3,550
无形资产	28,792	27,546	26,015	24,485	22,955	其他	(11,119)	(10,060)	(8,680)	(9,538)	(9,865)
其他	12,057	11,418	11,342	11,266	11,190	<b>营业利润</b>	<b>45,367</b>	<b>44,172</b>	<b>33,728</b>	<b>38,694</b>	<b>41,262</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>174,641</b>	<b>176,374</b>	<b>182,354</b>	<b>187,054</b>	<b>191,036</b>	营业外收入	90	178	178	178	178
<b>资产总计</b>	<b>235,967</b>	<b>228,553</b>	<b>241,008</b>	<b>264,942</b>	<b>289,635</b>	营业外支出	457	514	514	514	514
短期借款	2,427	1,932	1,932	1,932	1,932	<b>利润总额</b>	<b>45,000</b>	<b>43,836</b>	<b>33,392</b>	<b>38,358</b>	<b>40,926</b>
应付票据及应付账款	23,724	22,489	20,537	22,048	22,581	所得税	6,657	7,278	5,544	6,369	6,795
其他	26,886	33,404	32,354	33,007	33,255	<b>净利润</b>	<b>38,343</b>	<b>36,557</b>	<b>27,847</b>	<b>31,989</b>	<b>34,131</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>53,036</b>	<b>57,825</b>	<b>54,823</b>	<b>56,987</b>	<b>57,768</b>	少数股东损益	15,243	14,197	10,815	12,423	13,255
长期借款	16,986	13,875	13,875	13,875	13,875	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>23,100</b>	<b>22,360</b>	<b>17,032</b>	<b>19,566</b>	<b>20,876</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	2.38	2.31	1.76	2.02	2.15
其他	26,869	28,207	28,207	28,207	28,207						
<b>非流动负债合计</b>	<b>43,856</b>	<b>42,081</b>	<b>42,081</b>	<b>42,081</b>	<b>42,081</b>						
<b>负债合计</b>	<b>96,892</b>	<b>99,906</b>	<b>96,904</b>	<b>99,068</b>	<b>99,850</b>						
少数股东权益	39,297	38,061	48,876	61,299	74,554						
实收资本 (或股本)	9,695	9,695	9,695	9,695	9,695						
资本公积	12,066	1,223	1,223	1,223	1,223						
留存收益	71,326	71,865	76,507	85,854	96,510						
其他	6,691	7,804	7,804	7,804	7,804						
<b>股东权益合计</b>	<b>139,075</b>	<b>128,647</b>	<b>144,104</b>	<b>165,874</b>	<b>189,785</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>235,967</b>	<b>228,553</b>	<b>241,008</b>	<b>264,942</b>	<b>289,635</b>						
现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
净利润	38,343	36,557	27,847	31,989	34,131						
折旧摊销	10,108	30,730	7,474	8,215	8,947						
财务费用	241	348	471	338	147						
投资损失	(3,710)	(3,550)	(3,550)	(3,550)	(3,550)						
营运资金变动	(4,958)	5,395	(1,017)	873	299						
其它	1,962	(27,130)	(473)	187	129						
<b>经营活动现金流</b>	<b>41,986</b>	<b>42,350</b>	<b>30,753</b>	<b>38,053</b>	<b>40,103</b>						
资本支出	(15,991)	(48,145)	(13,591)	(13,032)	(13,032)						
长期投资	(10,143)	(3,488)	0	0	0						
其他	10,830	45,779	4,236	3,550	3,550						
<b>投资活动现金流</b>	<b>(15,303)</b>	<b>(5,854)</b>	<b>(9,355)</b>	<b>(9,483)</b>	<b>(9,483)</b>						
债权融资	14,711	(3,626)	0	0	0						
股权融资	4,768	(10,844)	0	0	0						
其他	(73,097)	(20,991)	(12,861)	(10,558)	(10,367)						
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(53,618)</b>	<b>(35,461)</b>	<b>(12,861)</b>	<b>(10,558)</b>	<b>(10,367)</b>						
汇率变动影响	0	0	- 0	- 0	- 0						
<b>现金净增加额</b>	<b>(26,936)</b>	<b>1,035</b>	<b>8,537</b>	<b>18,012</b>	<b>20,254</b>	EV/EBITDA	3.5	2.6	4.7	4.1	3.9
						EV/EBIT	4.3	4.4	5.7	5.0	4.7

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 低成本、高弹性的山西动力煤龙头

晋控煤业 (601001.SH)

## 核心观点

- 公司煤炭业务纯粹，竞争优势强。**（1）2024年公司煤炭、其他（附产品销售、运输等）、非煤（高岭土、活性炭、建材等）业务占营收比例分别为97.8%、2.2%、0.0%；2024年公司煤炭、其他、非煤业务占毛利润比例分别为98.8%、1.3%、0.0%；（2）公司部分煤炭采用港口下水现货销售的模式，煤炭销售价格的弹性相对较高（长协煤价格波动不如现货煤）；（3）2024年公司原煤单位成本仅213元/吨，在行业内处于低位水平，较低的开采成本为公司盈利带来安全垫。
- 公司货币资金充足，资产负债率极低。**截至2024年末，公司在手货币资金166亿元，较2023年末增加14亿元，货币资金储备充足。2024年公司经营活动产生的现金流量净额为30亿元，净利润39亿元，经营活动产生的现金流量净额与净利润基本匹配，反映出公司业务模式健康，回款压力较小。
- 资产注入值得期待。**晋能控股集团是全国第二大煤炭企业，年产能超4亿吨，煤炭资源储量丰富，而晋控煤业是晋能控股集团旗下唯一的煤炭上市平台，2024年上市公司体内煤炭年产量仅3467万吨，未来煤炭资产注入潜力较大。

## 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司2025-2027年每股收益分别为1.04、1.46、1.59元，公司成本低、盈利弹性强，在煤价底部上行的背景下，公司盈利有望实现较高增长，参考行业2026年平均PE12倍，给予公司目标价17.52元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

## 风险提示

此经济失速下滑；政府进一步调控大宗商品价格；公司产能利用率不及预期；海外煤价大幅下跌导致公司煤炭售价下降；公司投资收益不及预期的风险。

投资评级	增持（首次）
股价 (2025年12月12日)	14.3元
目标价格	17.52元
52周最高价/最低价	16.95/10.32元
总股本/流通A股(万股)	167,370/167,370
A股市值(百万元)	23,934
国家/地区	中国
行业	煤炭
报告发布日期	2025年12月14日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-0.56	-10.68	8.66	4.47
相对表现%	-0.48	-9.28	7.36	-9.24
沪深300%	-0.08	-1.4	1.3	13.71



## 证券分析师

蒋山	执业证书编号: S0860525110006 jiangshan2@orientsec.com.cn 0755-82819271
李晓渊	执业证书编号: S0860525090002 lixiaoyuan@orientsec.com.cn 021-63326320

## 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,342	15,033	12,333	13,593	14,133
同比增长(%)	-4.6%	-2.0%	-18.0%	10.2%	4.0%
营业利润(百万元)	5,816	5,318	3,310	4,625	5,034
同比增长(%)	-3.8%	-8.6%	-37.8%	39.7%	8.8%
归属母公司净利润(百万元)	3,301	2,808	1,741	2,440	2,657
同比增长(%)	8.3%	-14.9%	-38.0%	40.2%	8.9%
每股收益(元)	1.97	1.68	1.04	1.46	1.59
毛利率(%)	50.0%	49.3%	41.8%	47.2%	49.3%
净利率(%)	21.5%	18.7%	14.1%	18.0%	18.8%
净资产收益率(%)	21.0%	15.9%	9.2%	12.2%	12.2%
市盈率	7.3	8.5	13.7	9.8	9.0
市净率	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 目 录

低成本、高弹性的山西动力煤龙头 .....	4
盈利预测与投资建议 .....	5
盈利预测 .....	5
投资建议 .....	6
风险提示 .....	6

## 图表目录

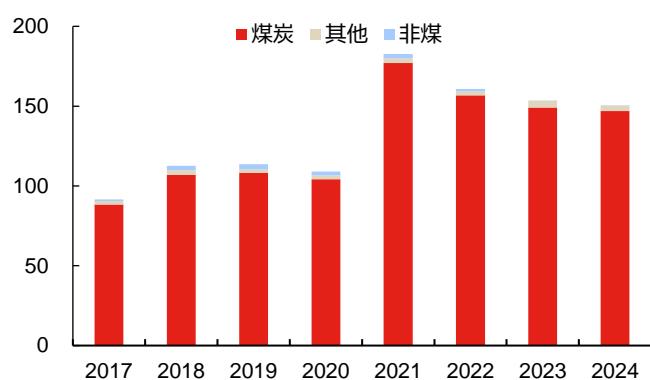
图 1: 煤炭贡献主要营业收入 (亿元) .....	4
图 2: 煤炭贡献主要毛利润 (亿元) .....	4
图 3: 公司货币资金充足 (亿元) .....	4
图 4: 公司自由现金流与净利润匹配 (亿元) .....	4
图 5: 公司动力煤销售价格跟随山西坑口市场价格 (元/吨) .....	5
图 6: 公司原煤单位成本在行业内处于低位 (元/吨) .....	5
 表 1: 可比公司估值表 .....	 6

## 低成本、高弹性的山西动力煤龙头

晋能控股山西煤业股份有限公司（以下简称“晋控煤业”或“公司”）2006年6月上市并发行A股。2020年10月，公司控股股东同煤集团名称变更为“晋能控股煤业集团有限公司”，公司中文名称随之改变，由：“大同煤业股份有限公司”变更为“晋能控股山西煤业股份有限公司”，证券简称由“大同煤业”变更为“晋控煤业”。

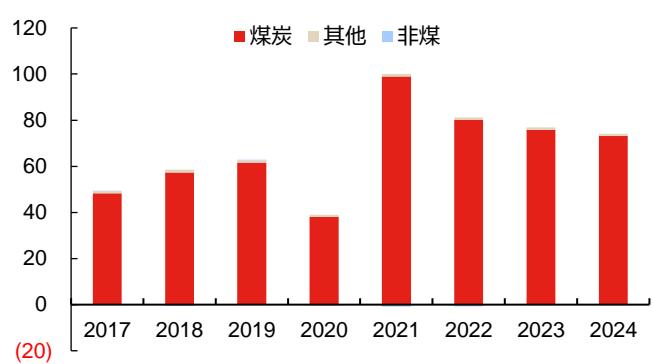
**煤炭业务是公司主要利润来源。**2024年公司煤炭、其他（附产品销售、运输等）、非煤（高岭土、活性炭、建材等）业务占营收比例分别为97.8%、2.2%、0.0%；2024年公司煤炭、其他、非煤业务占毛利润比例分别为98.8%、1.3%、0.0%。

图 1：煤炭贡献主要营业收入（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

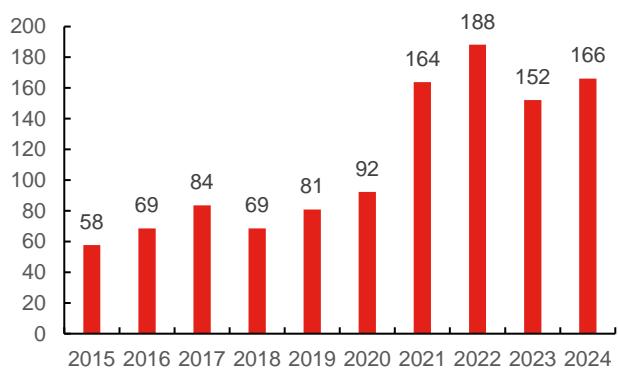
图 2：煤炭贡献主要毛利润（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**公司货币资金充足，资产负债率较低。**截至2024年末，公司在手货币资金166亿元，较2023年末增加14亿元，货币资金储备充足。2024年公司经营活动产生的现金流量净额为30亿元，净利润39亿元，经营活动产生的现金流量净额与净利润基本匹配，反映出公司业务模式健康，回款压力较小。

图 3：公司货币资金充足（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：公司自由现金流与净利润匹配（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**公司煤炭业务成本低、价格弹性高。**由于公司部分煤炭采用港口下水现货销售的模式，煤炭销售价格的弹性相对较高（长协煤价格波动不如现货煤），自2021年以后，公司煤炭销售均价与大同

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

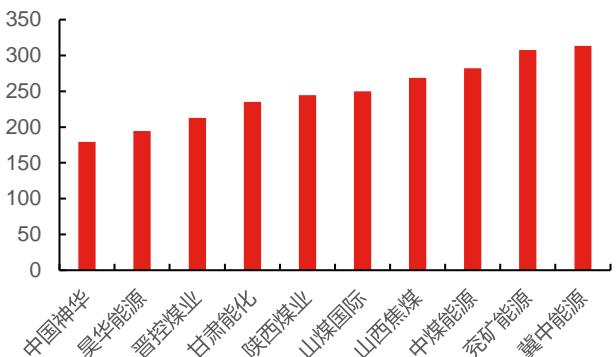
地区坑口动力煤现货价格走势基本相近。2024 年公司原煤单位成本仅 213 元/吨，在行业内处于较低水平，较低的开采成本为公司盈利带来安全垫。

图 5：公司动力煤销售价格跟随山西坑口市场价格（元/吨）



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

图 6：公司原煤单位成本在行业内处于低位（元/吨）



数据来源：公司公告，东方证券研究所，2024 年数据

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2025-2027 年盈利预测做如下假设：

#### 煤炭业务关键假设：

- (1) 煤炭产量：2024 年公司原煤产量 3467 万吨，考虑到“反内卷”、安监趋严，预计 2025-2027 年公司煤炭产量维持在 3300 万吨左右。
- (2) 煤炭销量：2024 年公司商品煤销量 2997 万吨，预计 2025-2027 年公司商品煤销量维持在 3000 万吨的水平。
- (3) 煤炭售价：我们预计 2025 年港口 5500 大卡煤炭现货均价为 700 元/吨、长协均价为 680 元/吨，在行业筑底向上的预期下，预计 2026-2027 年港口 5500 大卡煤炭现货均价分别为 770 元/吨、800 元/吨，长协均价为 694 元/吨、700 元/吨（假设长协波动是现货的 20%），对应公司自产煤价格为 400 元/吨、442 元/吨、460 元/吨。
- (4) 煤炭成本：预计 2025-2027 年公司吨煤成本稳定在 210 元/吨。

#### 其它关键假设：

- (1) 期间费用率：公司 2024 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 0.8%、3.8%、2.1%，我们预计公司 2025-2027 年销售/管理/研发费用率维持 2024 年水平。

**盈利预测核心假设**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>煤炭</b>					
销售收入 ( 百万元 )	14,918.0	14,700.0	12,000.0	13,260.0	13,800.0
增长率	-4.9%	-1.5%	-18.4%	10.5%	4.1%
毛利率	50.8%	49.8%	42.3%	47.7%	49.8%
<b>其他业务</b>					
销售收入 ( 百万元 )	423.6	332.5	332.5	332.5	332.5
增长率	5.6%	-21.5%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	23.1%	27.3%	27.3%	27.3%	27.3%
<b>合计</b>	<b>15,341.6</b>	<b>15,032.5</b>	<b>12,332.5</b>	<b>13,592.5</b>	<b>14,132.5</b>
增长率	-4.6%	-2.0%	-18.0%	10.2%	4.0%
综合毛利率	50.0%	49.3%	41.8%	47.2%	49.3%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

**投资建议**

我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 1.04、1.46、1.59 元，公司成本低、盈利弹性强，在煤价底部上行的背景下，公司盈利有望实现较高增长，参考行业 2026 年平均 PE 12 倍，给予公司目标价 17.52 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

**表 1：可比公司估值表**

公司	代码	最新价格(元) 2025/12/12	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
陕西煤业	601225	21.86	2.31	1.82	1.98	2.14	9.48	12.03	11.02	10.21
中国神华	601088	40.00	2.95	2.63	2.73	2.80	13.55	15.22	14.68	14.28
兖矿能源	600188	13.30	1.44	1.02	1.22	1.35	9.25	13.04	10.90	9.84
潞安环能	601699	12.39	0.82	0.78	0.97	1.10	15.13	15.92	12.80	11.23
山西焦煤	000983	6.44	0.55	0.36	0.44	0.50	11.76	17.78	14.60	12.91
淮北矿业	600985	11.35	1.80	0.74	1.05	1.33	6.30	15.41	10.78	8.55
华阳股份	600348	7.99	0.62	0.46	0.59	0.68	12.96	17.40	13.58	11.73
中煤能源	601898	12.91	1.46	1.27	1.35	1.42	8.86	10.20	9.54	9.09
	调整后平均						10.98	14.84	12.28	10.83

数据来源：Wind，东方证券研究所

**风险提示**

**中国经济增速下滑的风险：**若中国经济增速大幅下滑，煤炭需求将显著下降。

**政府调控的风险：**政府可能对大宗商品价格进一步调控，不利于煤炭价格维持较高水平。

**公司产量不及预期的风险：**若发生安全事故，可能导致公司产能利用率不及预期。

**海外煤炭价格大幅下跌的风险：**如果欧美对俄罗斯的制裁力度减弱，可能造成俄罗斯天然气出口量大增，海外煤炭价格可能大幅下跌导致公司自产煤售价下降。

**公司投资收益不及预期的风险：**公司投资收益占比较高，且与煤价相关，若煤价不及预期可能影响公司投资收益。

## 附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,209	16,610	17,860	20,547	23,246	营业收入	15,342	15,033	12,333	13,593	14,133
应收票据、账款及款项融资	458	434	356	392	408	营业成本	7,664	7,623	7,172	7,172	7,172
预付账款	49	45	37	41	42	销售费用	119	126	103	114	118
存货	343	454	427	427	427	管理费用	706	563	462	509	530
其他	1,546	315	304	309	311	研发费用	303	322	264	291	302
<b>流动资产合计</b>	<b>17,605</b>	<b>17,858</b>	<b>18,984</b>	<b>21,716</b>	<b>24,435</b>	财务费用	140	104	(10)	(24)	(43)
长期股权投资	6,066	6,284	6,284	6,284	6,284	资产、信用减值损失	29	(85)	75	(73)	18
固定资产	9,178	8,948	9,043	9,036	9,011	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	703	674	472	442	463	投资净收益	648	357	200	300	330
无形资产	3,208	2,956	3,021	3,048	3,069	其他	(1,212)	(1,418)	(1,157)	(1,279)	(1,331)
其他	914	835	835	835	835	<b>营业利润</b>	<b>5,816</b>	<b>5,318</b>	<b>3,310</b>	<b>4,625</b>	<b>5,034</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>20,069</b>	<b>19,696</b>	<b>19,655</b>	<b>19,645</b>	<b>19,661</b>	营业外收入	59	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>37,675</b>	<b>37,554</b>	<b>38,639</b>	<b>41,361</b>	<b>44,096</b>	营业外支出	7	36	36	36	36
短期借款	851	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>5,868</b>	<b>5,284</b>	<b>3,276</b>	<b>4,591</b>	<b>5,000</b>
应付票据及应付账款	4,813	4,159	3,913	3,913	3,913	所得税	1,365	1,370	850	1,191	1,297
其他	3,098	3,292	3,254	3,272	3,279	<b>净利润</b>	<b>4,504</b>	<b>3,913</b>	<b>2,426</b>	<b>3,401</b>	<b>3,703</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>8,762</b>	<b>7,451</b>	<b>7,167</b>	<b>7,185</b>	<b>7,193</b>	少数股东损益	1,203	1,105	685	961	1,046
长期借款	2,389	300	300	300	300	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,301</b>	<b>2,808</b>	<b>1,741</b>	<b>2,440</b>	<b>2,657</b>
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	每股收益 (元)	1.97	1.68	1.04	1.46	1.59
其他	1,151	2,098	2,098	2,098	2,098						
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,540</b>	<b>3,398</b>	<b>3,398</b>	<b>3,398</b>	<b>3,398</b>						
<b>负债合计</b>	<b>13,302</b>	<b>10,849</b>	<b>10,565</b>	<b>10,583</b>	<b>10,590</b>						
少数股东权益	7,476	8,211	8,896	9,857	10,903						
实收资本 (或股本)	1,674	1,674	1,674	1,674	1,674						
资本公积	148	158	158	158	158						
留存收益	13,590	15,073	15,550	17,294	18,975						
其他	1,485	1,590	1,796	1,796	1,796						
<b>股东权益合计</b>	<b>24,373</b>	<b>26,705</b>	<b>28,074</b>	<b>30,778</b>	<b>33,506</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>37,675</b>	<b>37,554</b>	<b>38,639</b>	<b>41,361</b>	<b>44,096</b>						
现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
净利润	4,504	3,913	2,426	3,401	3,703						
折旧摊销	1,179	1,212	932	1,008	1,084						
财务费用	140	104	(10)	(24)	(43)						
投资损失	(648)	(357)	(200)	(300)	(330)						
营运资金变动	79	(1,919)	(226)	48	(29)						
其它	915	40	281	(73)	18						
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,169</b>	<b>2,994</b>	<b>3,204</b>	<b>4,060</b>	<b>4,404</b>						
资本支出	(386)	(443)	(901)	(1,001)	(1,101)						
长期投资	(642)	(217)	0	0	0						
其他	238	1,175	200	300	330						
<b>投资活动现金流</b>	<b>(791)</b>	<b>514</b>	<b>(701)</b>	<b>(701)</b>	<b>(771)</b>						
债权融资	(6,262)	110	(0)	0	0						
股权融资	(3)	11	0	0	0						
其他	(2,716)	(4,001)	(1,254)	(673)	(933)						
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(8,981)</b>	<b>(3,881)</b>	<b>(1,254)</b>	<b>(673)</b>	<b>(933)</b>						
汇率变动影响	0	0	- 0	- 0	- 0						
<b>现金净增加额</b>	<b>(3,603)</b>	<b>(372)</b>	<b>1,250</b>	<b>2,687</b>	<b>2,700</b>	<b>EV/EBITDA</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>	<b>2.5</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>
						<b>EV/EBIT</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>3.2</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>
主要财务比率											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
<b>成长能力</b>											
营业收入						-4.6%	-2.0%	-18.0%	10.2%	4.0%	
营业利润						-3.8%	-8.6%	-37.8%	39.7%	8.8%	
归属于母公司净利润						8.3%	-14.9%	-38.0%	40.2%	8.9%	
<b>盈利能力</b>											
毛利率						50.0%	49.3%	41.8%	47.2%	49.3%	
净利率						21.5%	18.7%	14.1%	18.0%	18.8%	
ROE						21.0%	15.9%	9.2%	12.2%	12.2%	
ROIC						15.4%	13.9%	8.2%	10.7%	10.7%	
<b>偿债能力</b>											
资产负债率						35.3%	28.9%	27.3%	25.6%	24.0%	
净负债率						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
流动比率						2.01	2.40	2.65	3.02	3.40	
速动比率						1.97	2.33	2.58	2.96	3.33	
<b>营运能力</b>											
应收账款周转率						8.8	11.4	10.1	11.3	11.3	
存货周转率						20.2	17.5	15.0	15.4	15.4	
总资产周转率						0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	
<b>每股指标 (元)</b>											
每股收益						1.97	1.68	1.04	1.46	1.59	
每股经营现金流						3.69	1.79	1.91	2.43	2.63	
每股净资产						10.10	11.05	11.46	12.50	13.50	
<b>估值比率</b>											
市盈率						7.3	8.5	13.7	9.8	9.0	
市净率						1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业 的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfqz.com.cn](http://www.dfqz.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。