仅供内部参考，请勿外传

公司研究 公司深度报告 开源证券 证券研究报告

中国神华（601088.SH）

2026 年 09 月 23 日

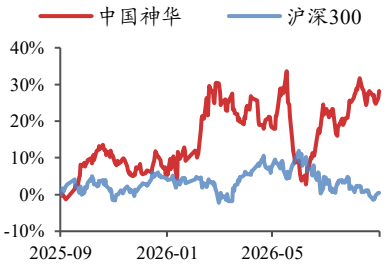
煤炭航母并购加码，盈利向上高股息红利龙头

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

日期	2026/9/22
当前股价(元)	47.51
一年最高最低(元)	51.18/38.00
总市值(亿元)	10,304.65
流通市值(亿元)	7,834.89
总股本(亿股)	216.89
流通股本(亿股)	164.91
近 3 个月换手率(%)	13.36

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《资产注入规模增长，业绩兑现高分红彰显投资价值—公司信息更新报告》-2026.8.31

《业绩符合预期，高分红价值凸显,资产注入打开成长空间—公司信息更新报告》-2026.4.2

《Q3 业绩环比显著改善，一体化运营韧性凸显—公司信息更新报告》-2025.10.26

王高展（分析师）
wanggaozhan@kysec.cn
证书编号：S0790525070003

王奕欣（联系人）
wangyixin@kysec.cn
证书编号：S0790126050016

● **煤炭航母并购加码，盈利向上高股息红利龙头，维持“买入”评级**

公司作为国家能源集团核心平台，是我国煤炭行业龙头，主营业务涵盖煤炭、电力、运输、煤化工四大板块。2026 年公司并购重组驱动产销规模跃升的确定性逐步增强，我们维持公司 2026-2028 年的盈利预测不变，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 693.23/686.32/718.69 亿元，EPS 分别为 3.20/3.16/3.31 元，当前股价对应 PE 分别为 14.9/15.0/14.3 倍。公司“煤电运化”全产业链一体化构筑能源护城河。周期上行业绩兑现，高分红彰显投资价值，维持“买入”评级。

● **煤炭业务：资源优异增量清晰，高长协+低成本盈利稳定**

公司煤炭主业以动力煤为核心，资源集中于内蒙古、陕西、新疆等 48 座煤矿。2026H1 公司煤炭可采储量 357.7 亿吨，核定产能/权益产能分别为 5.68/4.88 亿吨/年，均居可比公司前列。2026H1 公司商品煤产量/销量分别为 2.50/3.00 亿吨，yoy-3.59%/+1.80%，其中自产煤/外购煤销量分别为 2.44/0.56 亿吨，同比-3.56%/+33.33%，外购煤带动销量增长。公司自产煤中电煤中长期合同销量占比 84.69%，平滑煤价周期波动。自产煤吨成本/吨毛利分别为 235.62/168.70 元，yoy-0.64%/+3.15%，成本优势显著。红沙泉二号、塔然高勒及新街一井、二井等在建项目预计于 2026—2029 年陆续投产，另有新街三井至八井等规划项目提供远期增量。公司产运销一体化布局夯实盈利基础，煤价上行周期业绩释放。

● **其他业务：电力、煤化工及运输协同发展，多元业务增强抗周期能力**

（1）电力业务方面，2026H1 公司总装机 70.64GW。售电 1280.80 亿千瓦时，yoy-5.83%，毛利 77.46 亿元，yoy+1.28%，公司煤电一体化盈利稳定性强。7.28GW 在建项目预计于 2026—2028 年陆续投产。（2）煤化工方面，2026H1 公司化工品销量 208.50 万吨，毛利 42.41 亿元，yoy+301.23%，较高内部供煤比例与产品价格回升带来盈利弹性要，包头煤制烯烃升级等项目打开产能增量。（3）运输方面，公司构建铁路、港口及航运一体化网络，2026H1 铁路/港口/航运业务实现毛利 90.29/18.62/6.06 亿元，yoy+4.51%/+10.31%/+18.59%。多元业务协同增厚公司利润平滑煤价波动，增强整体抗周期能力。

风险提示：环保政策风险、煤价上涨不及预期、生产安全事故。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	339,788	294,916	381,499	382,757	385,367
YOY(%)	-1.0	-13.2	29.4	0.3	0.7
归母净利润(百万元)	55,805	52,849	69,323	68,632	71,869
YOY(%)	-6.5	-5.3	31.2	-1.0	4.7
毛利率(%)	34.1	35.1	37.0	36.7	37.4
净利率(%)	16.4	17.9	18.2	17.9	18.6
ROE(%)	13.3	10.4	11.3	10.6	10.5
EPS(摊薄/元)	2.57	2.44	3.20	3.16	3.31
P/E(倍)	18.5	19.5	14.9	15.0	14.3
P/B(倍)	2.5	2.0	1.7	1.6	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

目　录

1、 煤炭航母并购加码，盈利向上高股息红利龙头 4
1.1、 二十年深耕煤电运化全产业链，千亿级资产收购夯实行业壁垒 4
1.2、 公司业务结构多元均衡，期间费用稳定分红能力强 5
2、 煤炭业务：资源优异增量清晰，高长协+低成本盈利稳定 9
2.1、 公司煤矿优质煤种丰富，并购驱动产销齐升 9
2.2、 高比例电煤长协熨平煤价波动，产运销一体化增厚吨煤盈利 12
3、 其他业务：电力、煤化工及运输协同发展，多元业务增强抗周期能力 14
3.1、 电力：燃煤发电构筑发电业务基本盘、新能源转型稳步推进 14
3.2、 煤化工：并购后产品销量跃升，周期上行弹性可期 17
3.3、 铁路：铁路周转量稳步增长，营业收入长期稳定 20
3.4、 海运：港口运营量稳步增长，航运运输利润逆势增长 21
4、 盈利预测与投资建议 22
4.1、 盈利预测 22
4.2、 投资建议 23
5、 风险提示 24
附：财务预测摘要 25

图表目录

图 1： 公司深耕能源体系，逐渐成长为世界级综合能源航母 4
图 2： 公司股权相对集中，国家能源集团占 69.97%股份（2026H1） 5
图 3： 2026H1 公司营收同比+7.9% 5
图 4： 2026H1 公司归母净利润同比+4.1% 5
图 5： 2026H1 公司净利率 18.76% 6
图 6： 2026H1 公司毛利率/净利率居可比公司前列 6
图 7： 2026H1 公司煤炭及发电业务营收占比 80.24% 6
图 8： 2026H1 公司煤炭及发电业务毛利占比 76.65% 6
图 9： 公司煤炭主业毛利率保持稳定 7
图 10： 公司期间费用率近年来保持稳定 7
图 11： 2026H1 公司期间费用居同行业低位 7
图 12： 2026 年 H1 公司资产负债率 40.27% 8
图 13： 2026H1 公司负债率管理水平居可比公司前列 8
图 14： 2026H1 公司资本开支 295.79 亿元 8
图 15： 2026 年公司计划开支 559.87 亿元 8
图 16： 公司分红比例居可比公司前列 8
图 17： 公司 2026 年预期股息率居同业公司前列 8
图 18： 2025 年公司可采储量居可比公司前列 10
图 19： 2025 年公司核定产能约 3.66 亿吨/年 10
图 20： 2026H1 商品煤产量 2.50 亿吨，同比-3.59% 11
图 21： 2026H1 公司商品煤销量 3.00 亿吨，同比+1.80% 11
图 22： 2026H1 公司煤炭销量 3.00 亿吨 12
图 23： 2026H1 自产煤销量占比 81.38% 12
图 24： 2026H1 对外销售 2.45 亿吨 12

仅供内部参考，请勿外传

图 25：2026H1 对外销量占比 81.65%.....12
图 26：2025 年公司煤炭长协处于可比公司偏高水平.....13
图 27：2026 H1 公司煤炭长协占比为 84.69%.....13
图 28：2026H1 公司自产煤吨毛利 168.70 元/吨.....13
图 29：2026H1 公司自产煤吨毛利率为 41.72%.....13
图 30：2026H1 公司合计吨毛利 143.24 元/吨.....14
图 31：2026H1 对外部客户吨毛利 149.24 元/吨.....14
图 32：2026H1 公司发电业务毛利 77.46 亿元，同比+1.28%.....14
图 33：2026H1 公司发电量 1366.40 亿千瓦时.....15
图 34：2026H1 公司售电量 1280.80 亿千瓦时.....15
图 35：2026H1 公司总装机容量 70.64GW.....16
图 36：2026H1 公司新增装机 17.96GW.....16
图 37：2026H1 公司单位售电利润 50.77 元/兆瓦时.....16
图 38：2026H1 公司售电毛利率 13.14%.....16
图 39：2025 年公司燃煤电厂使用内部煤炭 0.78 亿吨.....17
图 40：2025 年公司标准煤耗 302 克/千瓦时.....17
图 41：公司 2026H1 煤化工业务毛利率 28.80%，同比+19.30pct.....17
图 42：2026H1 公司化工品总销量 208.50 万吨.....18
图 43：2026H1 公司煤化工业务聚烯烃销量占比 51.51%.....18
图 44：2026H1 公司煤化工业务吨利 2034.05 元/吨.....19
图 45：2026H1 公司煤化工业务毛利率 28.80%.....19
图 46：2026 年聚乙烯现货价格中枢上移.....19
图 47：2026 年 4 月以来聚丙烯现货价格位于近五年高位.....19
图 48：2026 年 3 月以来甲醇现货价格提升明显.....19
图 49：2026 年 8 月乙二醇现货价格位于近五年高位.....19
图 50：2026H1 公司铁路业务毛利率.....20
图 51：公司自有铁路区位枢纽优势显著.....20
图 52：公司周转量连年稳步增长（十亿吨公里）.....20
图 53：公司自有铁路运输毛利率近年来维持稳定.....20
图 54：2026H1 公司港口业务毛利率 52.08%.....21
图 55：2026H1 公司航运业务毛利率 11.49%.....21
图 56：公司港口装船量逐年提高.....21
图 57：2025 年公司航运周转量 1149 亿吨海里.....21
图 58：2025 年公司下水煤结算量增长至 2.39 亿吨.....22
图 59：2025 年公司通过自有港口的下水煤比例为 56%.....22

表 1：2026H1 公司 18 大矿区可采储量合计 357.7 亿吨，优质煤种丰富.....9
表 2：2026H1 并表后公司产能大幅扩容至 5.68 亿吨/年，在建煤矿为中长期产能接续提供支撑.....10
表 3：公司重点发电项目计划于 2026-2028 陆续投产.....15
表 4：公司煤化工产品矩阵丰富，重点项目打开产能增量.....18
表 5：受益于煤价上行及并购后产能释放，2026 年公司业绩有望释放.....23
表 6：中国神华全产业链筑牢护城河，周期上行充分受益（2026 年 9 月 22 日）.....24

仅供内部参考，请勿外传

1、 煤炭航母并购加码，盈利向上高股息红利龙头

1.1、 二十年深耕煤电运化全产业链，千亿级资产收购夯实行业壁垒

央企煤炭行业龙头，“煤电运化”一体化运营构筑核心竞争优势。中国神华成立于 2004 年，总部位于北京，是国家能源集团旗下核心上市平台，2005/2007 年分别在港交所/上交所上市。公司持续推进矿区整合、自有重载铁路及港口扩能与煤制油化工项目建设，逐步形成煤炭、电力、运输及煤化工一体化产业链。2017 年神华集团与中国国电重组成立国家能源集团，公司集团资源协同优势进一步增强。此后公司持续承接集团优质资产，2024 年完成杭锦能源股权收购，2026 年完成国家能源集团旗下 12 家煤炭、电力及煤化工企业股权收购，资产规模与产业链协同优势进一步提升，综合竞争力位居煤炭行业前列。

图1：公司深耕能源体系，逐渐成长为世界级综合能源航母

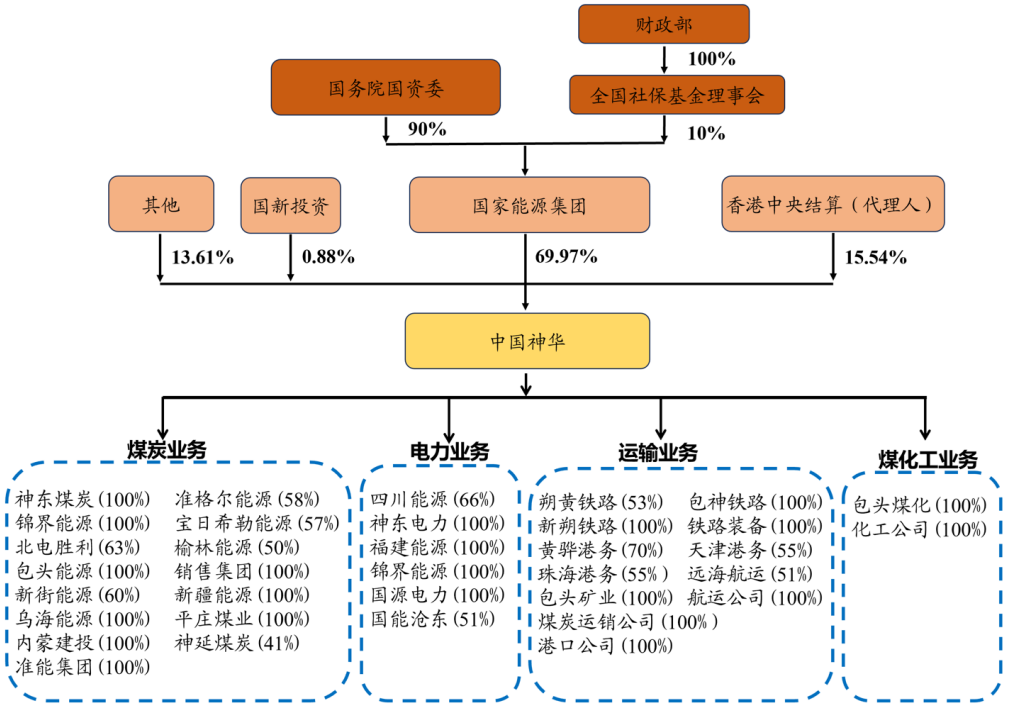


资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

背靠国务院国资委，集团资产注入打开成长空间。公司股权国资占比高，其中国务院国资委为实际控制人。国家能源集团持股 69.97%，国新投资持有 0.88%，香港中央结算代持 15.54%，其余股东占比 13.61%，其中大多为央企及境外长期资金，红利基金长期重仓。2007 年公司背靠国家级能源全产业链，稳健业绩与优质资产注入并行，资源优势突出。

仅供内部参考，请勿外传

图2：公司股权相对集中，国家能源集团占 69.97%股份（2026H1）

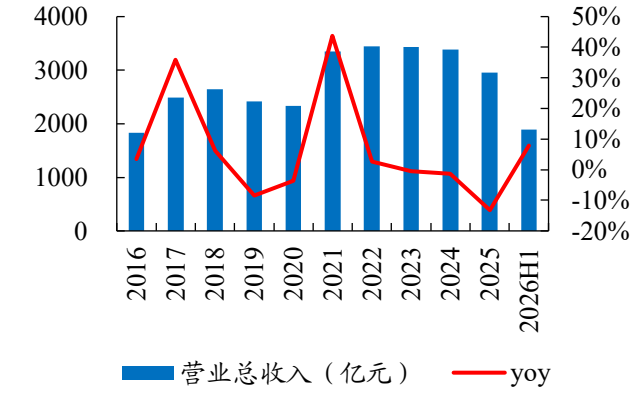


资料来源：企业预警通、公司公告、开源证券研究所

1.2、公司业务结构多元均衡，期间费用稳定分红能力强

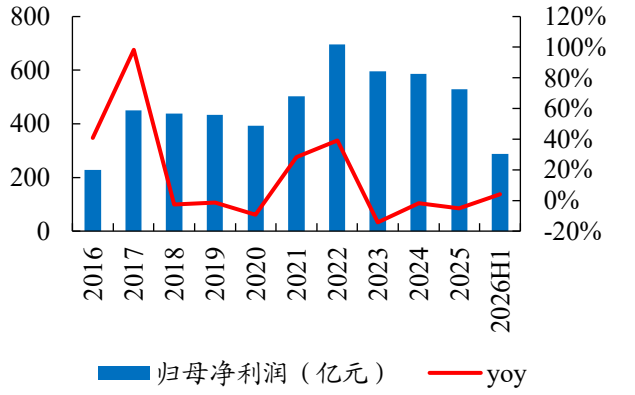
2026H1 公司营收同比转正，煤价中枢上移预期下业绩兑现。2026H1 公司实现营收/归母净利润 1893.38/287.15 亿元，同比+7.9%/+4.1%。同期公司毛利率/净利率分别为 35.48%/18.76%，均居可比公司前列，ROE 为 5.83%，盈利能力保持较高水平。展望后市，若煤价中枢如期上移，公司煤炭业务盈利能力有望进一步增强。

图3：2026H1 公司营收同比+7.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

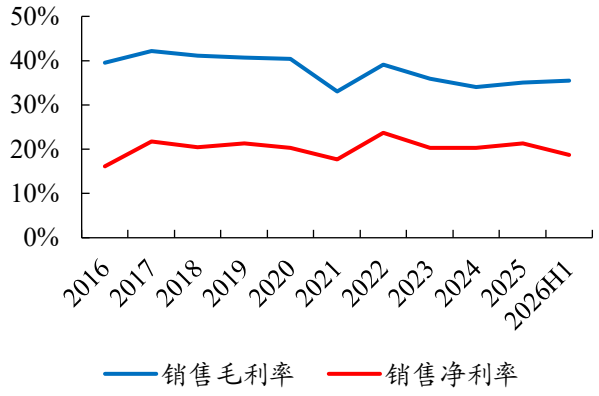
图4：2026H1 公司归母净利润同比+4.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

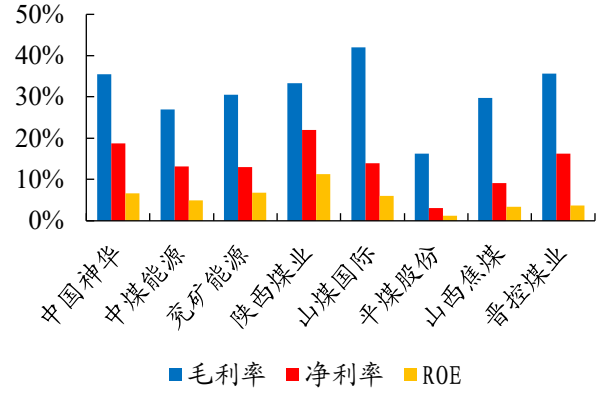
仅供内部参考，请勿外传

图5：2026H1 公司净利率 18.76%



数据来源：Wind，开源证券研究所

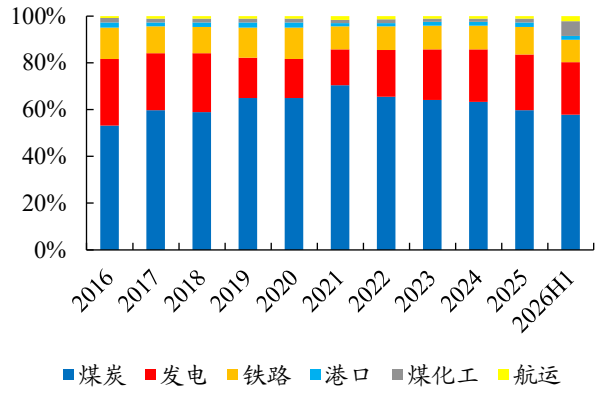
图6：2026H1 公司毛利率/净利率居可比公司前列



数据来源：Wind、开源证券研究所

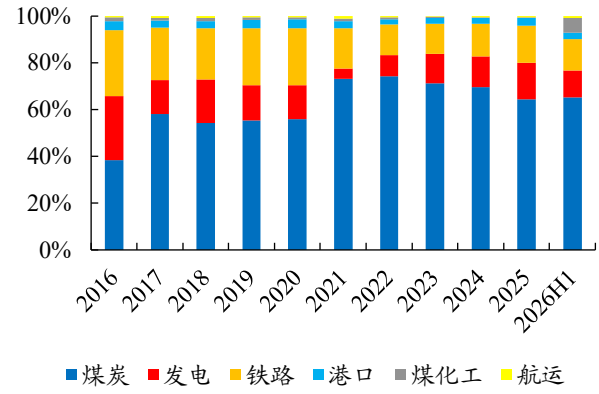
煤炭及发电业务贡献核心营收，一体化运营平滑周期波动。2026H1 公司煤炭/发电业务实现营收 1355.70/525.06 亿元，同比+6.07%/+4.53%，实现毛利 439.27/77.46 亿元，同比+3.16%/+1.28%，营收占比分别为 57.84%/22.40%，毛利占比分别为 65.16%/11.49%；铁路/港口/煤化工/航运业务营收占比合计约 19.76%，形成多元补充。公司煤炭业务以中长协销售为主，叠加煤电联营及自有铁路、港口运输体系，有助于平滑煤价波动对整体盈利的影响。

图7：2026H1 公司煤炭及发电业务营收占比 80.24%



数据来源：Wind、开源证券研究所

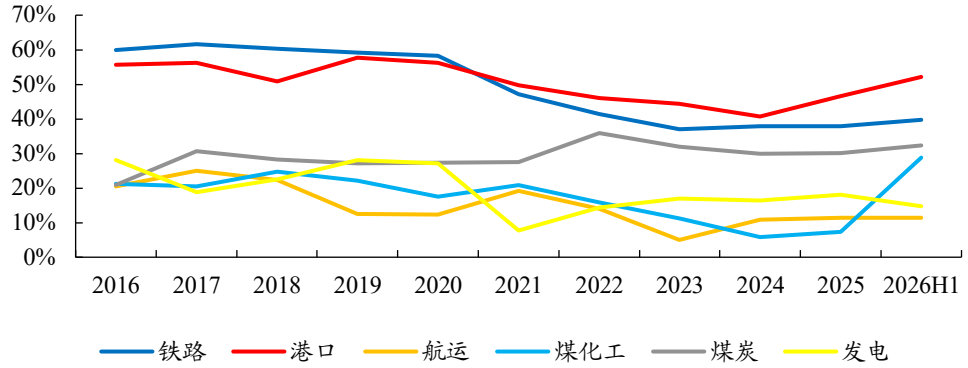
图8：2026H1 公司煤炭及发电业务毛利占比 76.65%



数据来源：Wind、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

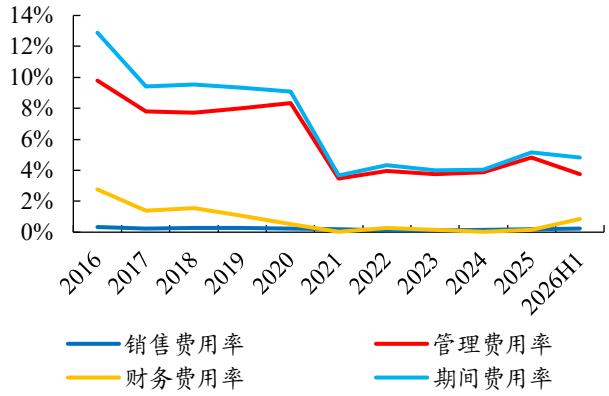
图9：公司煤炭主业毛利率保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

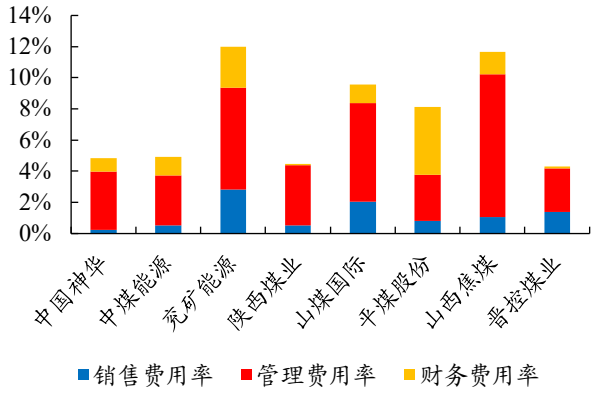
期间费用率同比进一步下行，费用管控能力居行业前列。2026H1 公司期间费用率为 4.84%，延续低位运行态势。销售/管理/财务费用率分别为 0.24%/3.73%/0.87%。横向比较看，公司期间费用率长期处于可比煤企低位，其中销售及财务费用率优势突出，严格的费用管控为盈利稳定性提供支撑。

图10：公司期间费用率近年来保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2026H1 公司期间费用居同行业低位

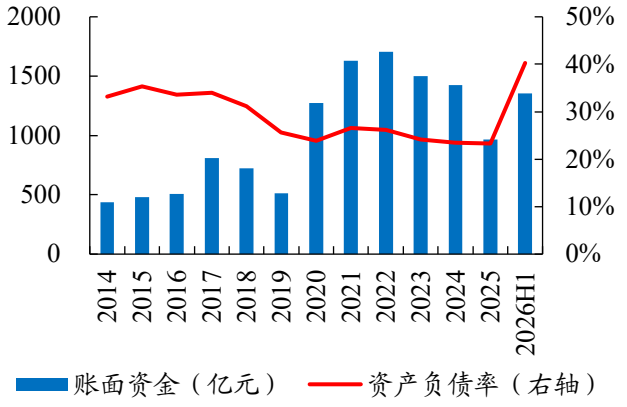


数据来源：Wind、开源证券研究所

财务方面，2026H1 公司账面资金 1355.92 亿元，yoy-16.08%。资产负债率上升至 40.27%（较 2025 年末+16.97pct），主要系为支付并购对价借款增加。伴随 2026 年煤价中枢上行，公司资产负债率有望显著改善。**资本开支方面，**2026 年公司计划资本开支 559.87 亿元，同比+15.7%，其中煤化工业务预计资本开支达 91.48 亿元，同比+263%。**股息率方面，**截至 2026 年 9 月 22 日，我们以各可比公司 2026 年 Wind 一致预测 EPS 为基准，假设各可比公司延续 2025 年分红比例（中煤能源受新分红政策影响，分红比例或提升至 35%），计算出预期股息率，中国神华预期股息率居可比公司前列，稳定高分红彰显公司投资价值。

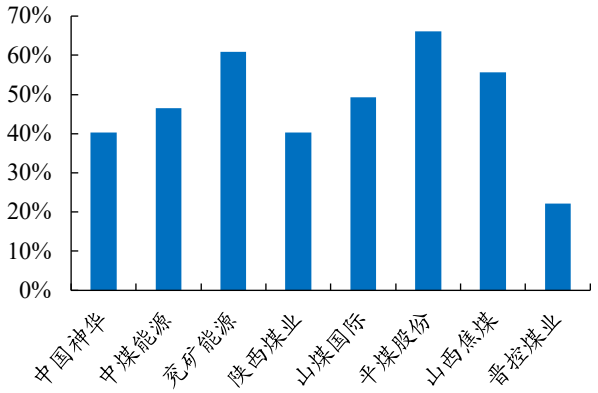
仅供内部参考，请勿外传

图12：2026 年 H1 公司资产负债率 40.27%



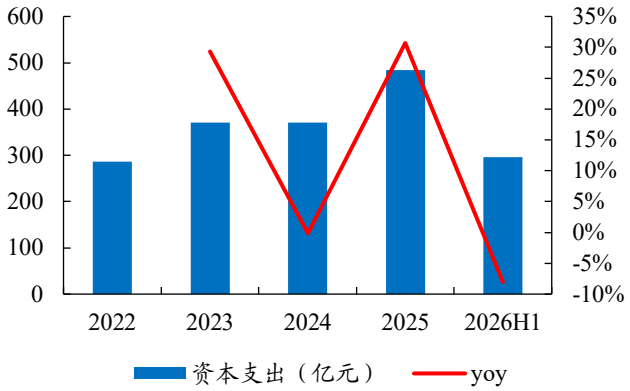
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2026H1 公司负债率管理水平居可比公司前列



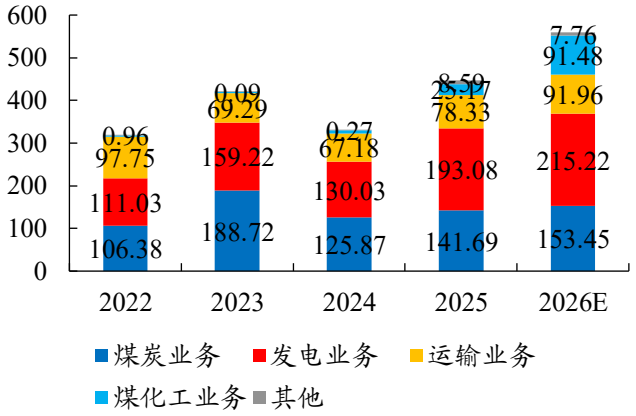
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2026H1 公司资本开支 295.79 亿元



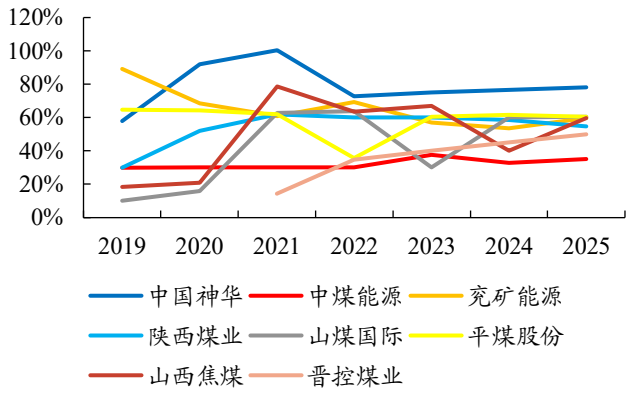
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2026 年公司计划开支 559.87 亿元



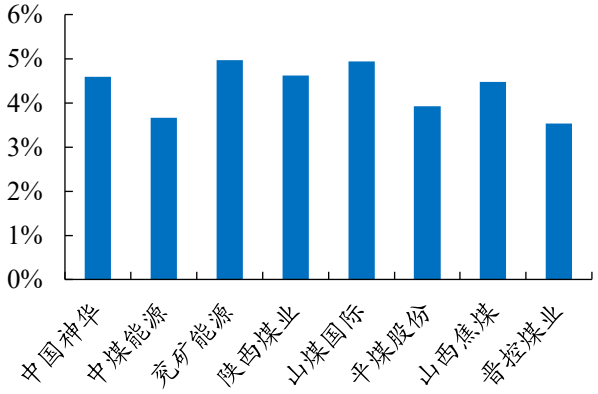
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：公司分红比例居可比公司前列



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：公司 2026 年预期股息率居同业公司前列



数据来源：Wind、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2、 煤炭业务：资源优异增量清晰，高长协+低成本盈利稳定

2.1、 公司煤矿优质煤种丰富，并购驱动产销齐升

煤炭资源储量雄厚，核心矿区煤质优良。截至 2026H1，公司煤炭可采储量合计 357.7 亿吨，其中动力煤/炼焦煤可采储量 353.3/4.4 亿吨，占比 98.77%/1.23%。神东/准东/准格尔/吐哈矿区可采储量分别为 98.6/95.0/30.9/23.4 亿吨，合计占比 69.3%，资源集中于核心大型矿区。核心矿区多元煤种匹配差异化需求。公司动力煤覆盖长焰煤、不粘煤、褐煤及弱粘煤等，其中神东矿区商品煤发热量 5100-6200 千卡/千克、硫分 0.1%-0.2%，准东矿区发热量 3990-7340 千卡/千克、硫分 0.03%-1.9%，具备高热值、低硫等特征。海勃湾与乌达矿区则拥有肥煤、焦煤及 1/3 焦煤资源。丰富的煤种结构有助于匹配电力、化工及冶金等下游需求。

表1：2026H1 公司 18 大矿区可采储量合计 357.7 亿吨，优质煤种丰富

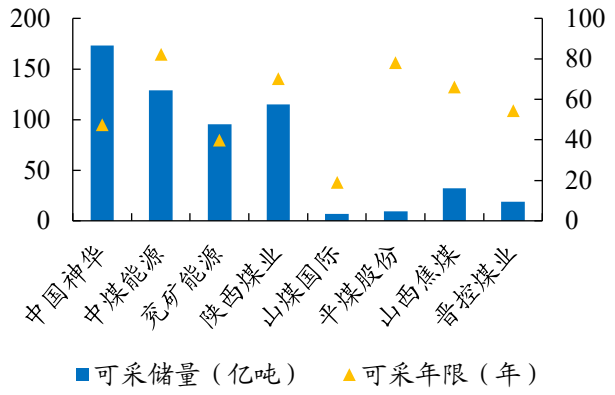
矿区	地理位置	煤种		可采储量（亿吨）	可采年限
神东矿区	陕西榆林、内蒙古鄂尔多斯、内蒙古包头	长焰煤、不粘煤	动力煤	98.6	46
准格尔矿区	内蒙古鄂尔多斯	长焰煤、不粘煤	动力煤	30.9	38
胜利矿区	内蒙古锡林郭勒盟	褐煤	动力煤	15.3	38
雁宝矿区	内蒙古呼伦贝尔	褐煤	动力煤	17.2	34
新街矿区	内蒙古鄂尔多斯	不粘煤	动力煤	14.0	/
塔然高勒矿区	内蒙古鄂尔多斯	不粘煤、长焰煤	动力煤	14.2	/
榆神矿区	陕西省榆林	长焰煤	动力煤	9.9	76
河保偏矿区	山西忻州	长焰煤	动力煤	11.3	75
平庄矿区	内蒙古赤峰	褐煤	动力煤	1.4	12
贺斯格乌拉矿区	内蒙古锡林郭勒盟	褐煤	动力煤	5.1	34
宝清矿区	黑龙江双鸭山	褐煤	动力煤	7.4	67
吐哈矿区	新疆哈密、新疆吐鲁番	褐煤	动力煤	23.4	81
准南矿区	新疆区昌吉	不粘煤	动力煤	2.0	74
准东矿区	新疆昌吉	不粘煤	动力煤	95.0	146
乌东矿区	新疆乌鲁木齐	弱粘煤、长焰煤	动力煤	7.6	127
伊犁尼勒克矿区	新疆伊犁	/	/	/	/
乌达矿区	内蒙古乌海	肥煤、焦煤、1/3 焦煤	炼焦煤	1.1	29
海勃湾矿区	内蒙古乌海	肥煤、焦煤、1/3 焦煤	炼焦煤	3.3	36
合计				357.7	63

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司资源储量及核定产能行业领先，稳健经营具备长期竞争优势。横向比较看，2025 年公司煤炭可采储量 173 亿吨，可采年限约 47 年，资源禀赋居可比公司首位（兖矿能源采用 JORC 规范，其余可比公司均采用国内规范）。并购完成后，2026H1 公司储量与可采年限同步提升至 357.7 亿吨/63 年，雄厚资源为煤炭主业稳健经营提供支撑。煤价中枢上移，公司煤炭业务盈利与分红可期。

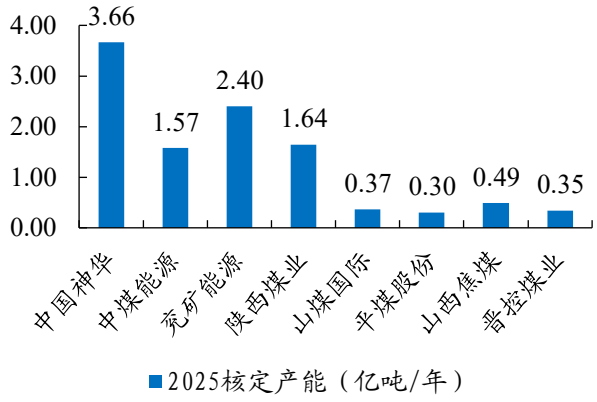
仅供内部参考，请勿外传

图18：2025 年公司可采储量居可比公司前列



数据来源：Wind，公司公告，开源证券研究所

图19：2025 年公司核定产能约 3.66 亿吨/年



数据来源：公司公告、开源证券研究所

煤炭产能规模可观，在建及规划项目支撑中长期产能接续。2026H1 公司煤炭资产覆盖 18 个矿区，核定产能/权益产能分别为 5.68/4.88 亿吨/年。**在建项目方面，**红沙泉二号矿设计产能 1000 万吨/年，预计 2026H2 投产。塔然高勒井田设计产能 1000 万吨/年，预计 2028 年建成。新街一井/二井设计产能均为 800 万吨/年，权益产能均为 480 万吨/年，计划 2029 年建成。**规划项目方面，**新街三井、四井已取得探矿权，新街五井至八井处于远期规划阶段，设计产能合计 4000 万吨/年。大保当已取得探矿权证。伴随在建项目陆续投产及规划项目有序推进，公司中长期产能接续具备支撑。

表2：2026H1 并表后公司产能大幅扩容至 5.68 亿吨/年，在建煤矿为中长期产能接续提供支撑

矿区	公司	矿井	在产能力（万吨/年）	权益产能（万吨/年）
神东矿区	神东煤炭、锦界能源、包头能源、榆林能源、德源府谷、国电建投	大柳塔、补连塔、布尔台、上湾、哈拉沟、锦界、石圪台、榆家梁、乌兰木伦、柳塔、寸草塔、寸草塔二矿、万利一矿、李家壕、神山、水泉、郭家湾、青龙寺、三道沟、察哈素	21340	20471
准格尔矿区	准格尔能源、哈尔乌素矿、平庄煤业、亿利能源	黑岱沟、哈尔乌素、黄玉川。在建：玻璃沟（400）	8200	6127
胜利矿区	北电胜利、平庄煤业	胜利一号、白音华一号	4000	2959
雁宝矿区	宝日希勒能源、大雁矿业、蒙东能源	宝日希勒、雁南矿、扎尼河、敏东一矿	5070	3551
新街矿区	新街能源	在建：新街一井（800）、新街二井（800）。前期：新街三井（600）、新街四井（600）	0	0
塔然高勒矿区	杭锦能源	在建：塔然高勒矿井（1000）	0	0
榆神矿区	神延煤炭、榆神矿业	西湾。前期：大保当（常规 2000，储备 500）	1300	533
河保偏矿区	神东分公司、河曲电煤	保德、上榆泉	1500	1290
平庄矿区	平庄煤业	元宝山	1200	1200
贺斯格乌拉矿区	锡林河煤化工	贺斯格乌拉南	1500	765
宝清矿区	宝清煤电化	朝阳	1100	990
吐哈矿区	哈密煤电、新疆能源	大南湖二号、黑山	2900	2500
准南矿区	新疆能源	屯宝	270	270

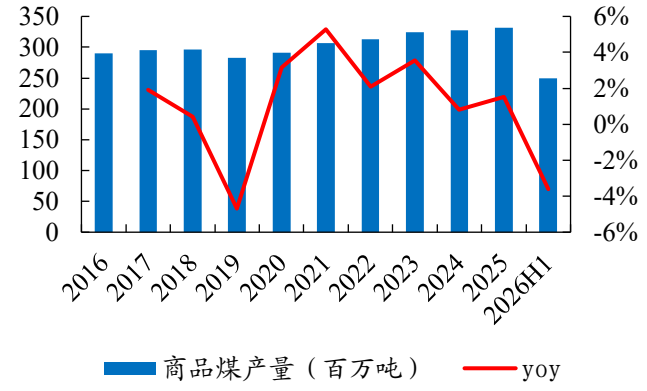
仅供内部参考，请勿外传

矿区	公司	矿井	在产能力（万吨/年）	权益产能（万吨/年）
准东矿区	新疆矿业、准东能源	红沙泉一号、准东。在建：红沙泉二号（一期 1000；总方案常规 2100，储备 900）	6500	6500
乌东矿区	新疆能源	乌东	600	600
伊犁尼勒克矿区	平庄煤业	探矿权	0	0
乌达矿区	乌海能源	五虎山、黄白茨	380	221
海勃湾矿区	海勃湾矿业、利民煤焦、海勃湾矿业、路天矿业	骆驼山、老石旦、利民、公乌素三号、路天	910	836
合计			56770	48814

资料来源：公司公告、开源证券研究所

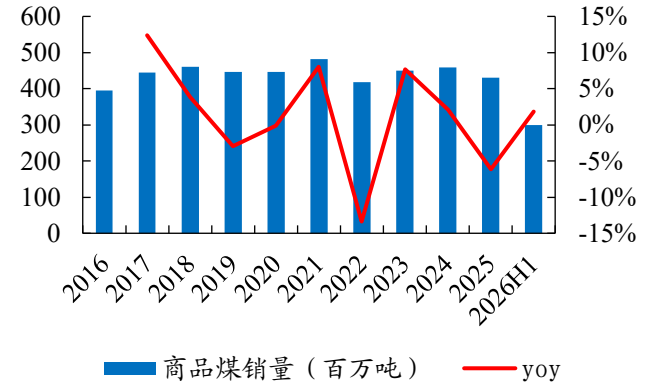
2026H1 公司商品煤产量/销量 2.50/3.00 亿吨，同比-3.59%/ +1.80%，其中自产煤/外购煤销量分别为 2.44/0.56 亿吨，同比-3.32%/+32.46%。商品煤产量下降主要系布尔台、哈拉沟煤矿搬家倒面影响生产，神宝露天矿受降雨影响导致征地及土方剥离进度滞后，榆家梁煤矿煤层变薄，以及新疆、蒙东区域煤炭需求增量不足。预计 2026 年 H2 公司矿区开采条件及市场需求将逐渐改善，公司全年产量有望达到 5.13 亿吨。

图20：2026H1 商品煤产量 2.50 亿吨，同比-3.59%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：2026H1 公司商品煤销量 3.00 亿吨，同比+1.80%

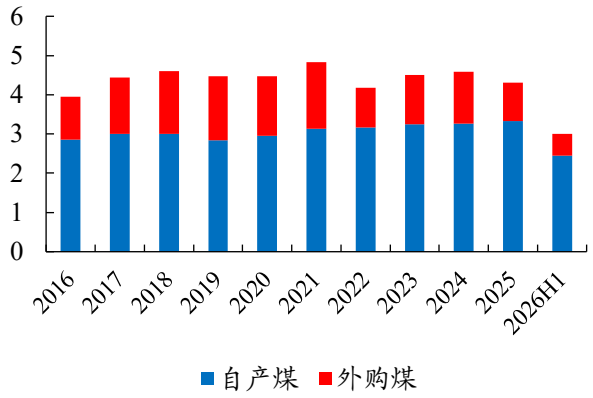


数据来源：公司公告、开源证券研究所

电煤中长期合同稳定自产煤销售，外购煤放量带动总销量增长。2026H1 并购后重述口径下，公司煤炭销量 3.00 亿吨，yoy+1.80%。分来源及煤种看，自产动力煤/自产炼焦煤/外购煤销量分别为 2.39/0.05/0.56 亿吨，yoy-3.47%/+4.09%/+32.46%，外购煤增长对冲自产动力煤销量回落。自产动力煤中，电煤中长期/其他动力煤销量分别为 2.07/0.32 亿吨，yoy+0.80%/-24.00%，电煤中长期合同构成销量基本盘；自产炼焦煤中，精煤/原煤销量分别为 0.02/0.03 亿吨，yoy+10.50%/+0.00%。公司在自有矿区周边及铁路沿线采购外购煤，掺配形成不同种类及等级的煤炭产品后统一销售。2026H1 公司煤炭产品面向电力/化工/冶金/其他行业的销量占比分别为 68%/13%/6%/13%，电力行业为主要需求来源。

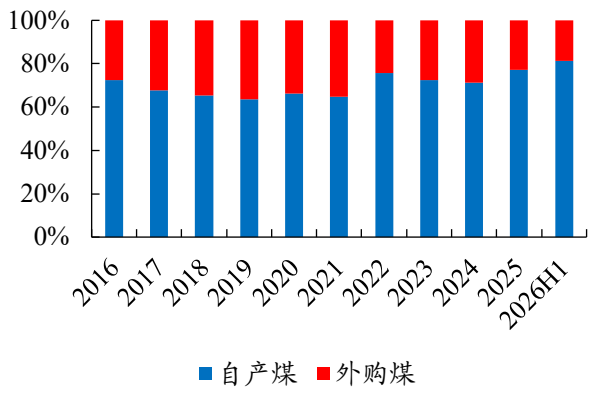
仅供内部参考，请勿外传

图22：2026H1 公司煤炭销量 3.00 亿吨



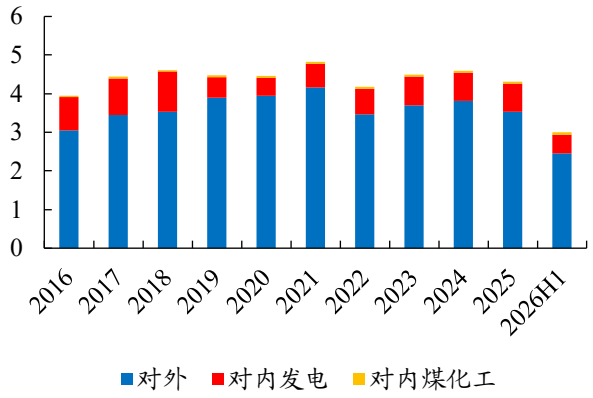
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：2026H1 自产煤销量占比 81.38%



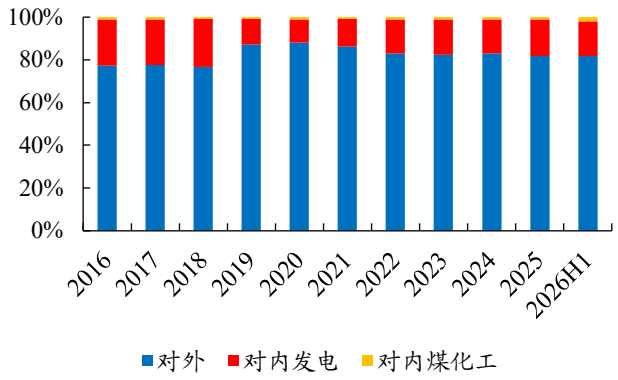
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：2026H1 对外销售 2.45 亿吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图25：2026H1 对外销量占比 81.65%



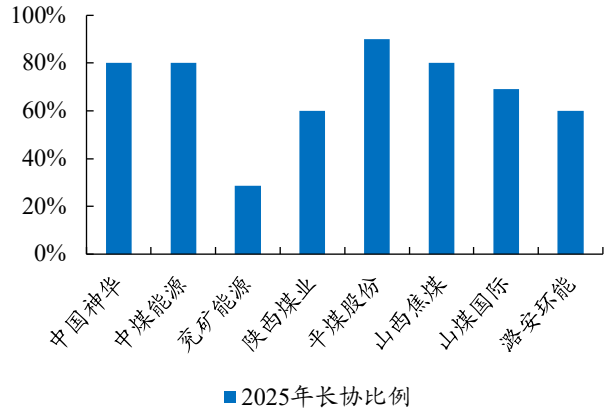
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、 高比例电煤长协熨平煤价波动，产运销一体化增厚吨煤盈利

高比例电煤长协熨平煤价波动，盈利稳定支撑股东回报。公司电煤中长期合同按照国家发改委相关规则签订，执行“基准价+浮动价”定价机制。2026H1 公司自产煤中电煤中长期合同销量占比 84.69%，较高合同煤占比使自产煤综合售价波动幅度介于电煤中长期合同价格与市场价之间，有助于平滑煤价周期波动。客户结构方面，2025 年前五大外部客户销量 1.99 亿吨，占公司煤炭销量 46.18%，其中国家能源集团销量 1.47 亿吨、占比 34.21%，前五大客户以头部电力企业为主。同期集团电煤中长期合同购销履约率高于国家要求，客户需求与煤炭销售基本盘保持稳健。稳定的销量与价格有助于增强煤炭业务盈利及现金流韧性，为公司持续分红提供支撑。

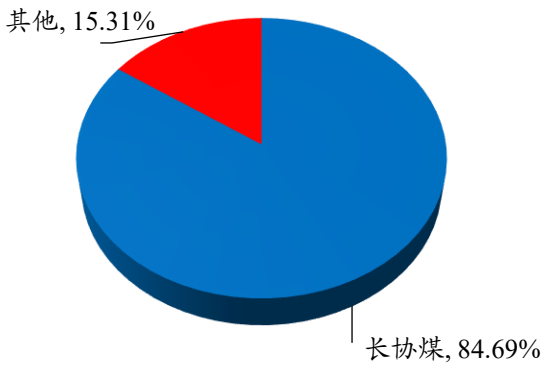
仅供内部参考，请勿外传

图26：2025 年公司煤炭长协处于可比公司偏高水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

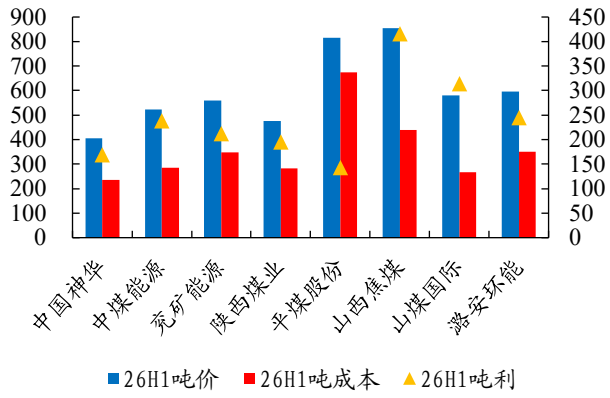
图27：2026 H1 公司煤炭长协占比为 84.69%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

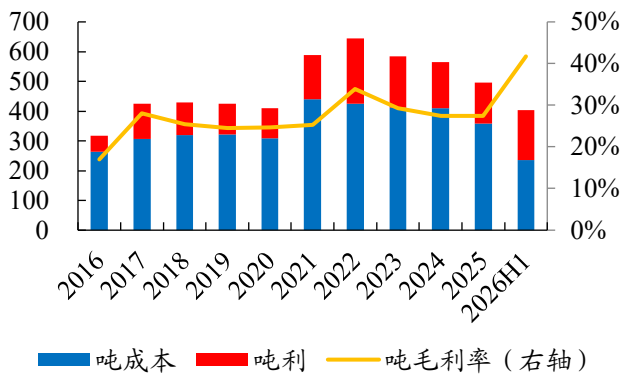
产运销一体化增厚吨煤盈利，多元定价机制稳健发展。公司构建“开采—铁路集运—港口中转—海运配送”全产业链一体化体系，提升煤炭外运效率、增厚全产业链利润。2026H1 公司煤炭业务毛利率 41.72%，重述报表后同比+0.90pct。自产煤吨价/吨成本/吨毛利分别为 404.32/235.62/168.70 元，同比+0.91%/-0.64%/+3.15%。分煤种看，自产动力煤/炼焦煤吨毛利分别为 161.38/503.38 元/吨。公司年度长协、月度及现货定价模式互为补充。长协采用“基准价+浮动价”机制并按月动态调整。月度合同定价锚定港口现货行情，及时反映市场价格变化。现货销售随行就市。2026H1 对外/对内发电/对内煤化工销售吨毛利分别为 149.24/125.24/42.24 元。对外销售贡献主要利润，对内销售支撑发电及煤化工业务协同。内部交易在合并层面抵销，其定价主要影响分部间利润分配，不改变公司合并口径整体盈利。

图28：2026H1 公司自产煤吨毛利 168.70 元/吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

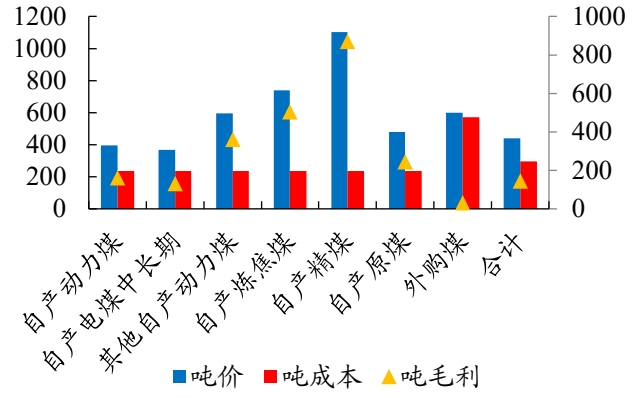
图29：2026H1 公司自产煤吨毛利率为 41.72%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

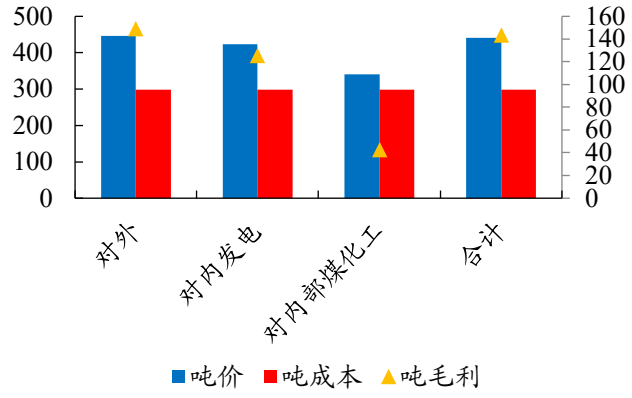
仅供内部参考，请勿外传

图30：2026H1 公司合计吨毛利 143.24 元/吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：2026H1 对外部客户吨毛利 149.24 元/吨



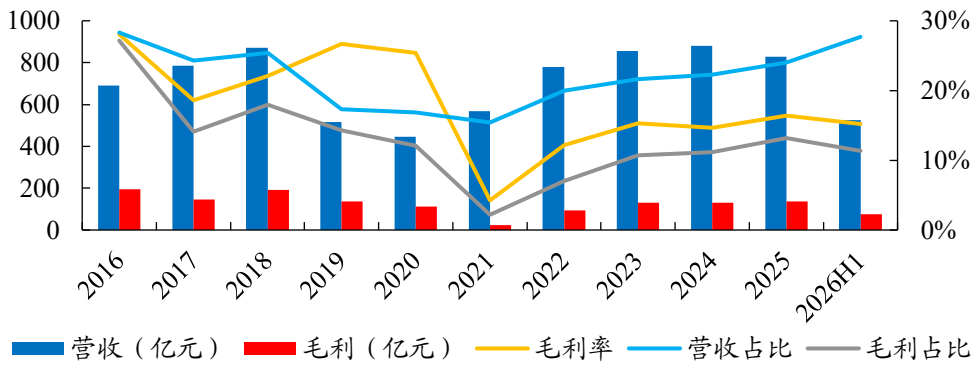
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 其他业务：电力、煤化工及运输协同发展，多元业务增强抗周期能力

3.1、 电力：燃煤发电构筑发电业务基本盘、新能源转型稳步推进

发售电量增长支撑收入，复合电价机制增强经营韧性。公司发电收入由电量电费、容量电费及辅助服务收入构成，其中电量电费包括中长期合同与现货市场化交易，容量电费单独核算，各项收入共同形成综合售电均价。各省年度中长期交易指导价格通常于上年末至次年 1 月发布，交易规则存在差异。容量电费及辅助服务收入有望平滑电量电价波动，增强电力业务盈利稳定性。2026H1 公司发电量/售电量分别为 1366.40/1280.86 亿千瓦时，同比+5.58%/+5.53%。2026H1 公司实现容量电费收入 52.0 亿元，实现辅助服务收入 3.6 亿元。同期发电业务实现营业收入/营业成本/毛利 525.06/447.60/77.46 亿元，同比+4.53%/+5.11%/+1.28%。毛利率为 14.75%，同比-0.48pct。

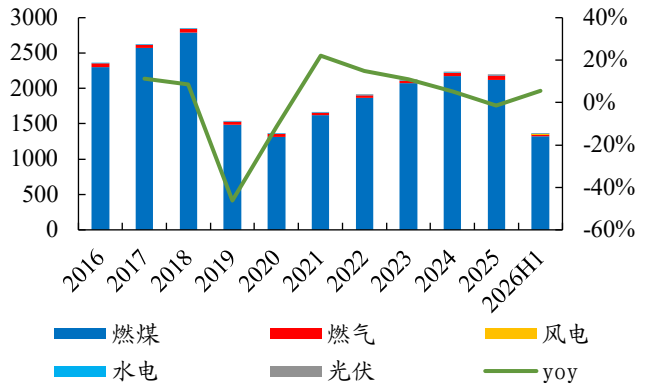
图32：2026H1 公司发电业务毛利 77.46 亿元，同比+1.28%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

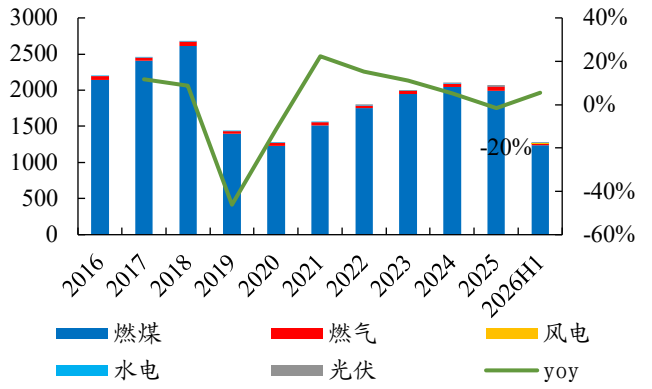
仅供内部参考，请勿外传

图33：2026H1 公司发电量 1366.40 亿千瓦时



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图34：2026H1 公司售电量 1280.80 亿千瓦时



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

并购推动发电装机规模大幅扩张，重点煤电项目建设稳步推进。2026H1，公司对外商业运营发电总装机 70.64GW，较 2025 年末增长 34.1%。2026H1 公司发电业务合计完成投资 116.54 亿元。**在建项目，**清远二期已投运。沧东三期/定州三期已部分投运，其余机组计划于 2026H2 投产。博州火电、大港等容量替代、万州二期、榆神清水及哈密大南湖二期 5 个在建项目规划装机合计 7.28GW，计划于 2026-2028 年陆续投产。伴随重点项目落地，公司发电装机规模有望进一步扩大，为电力业务中长期增长提供支撑。

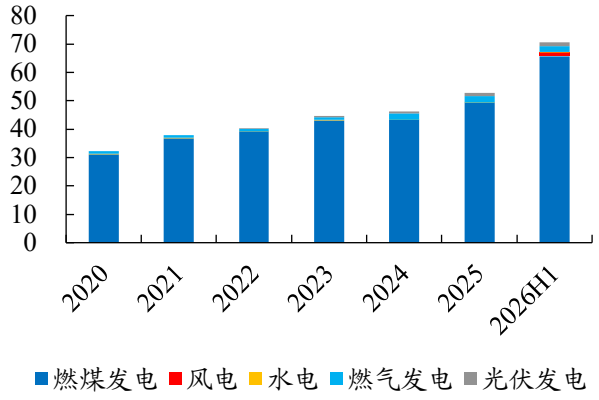
表3：公司重点发电项目计划于 2026-2028 陆续投产

项目名称	装机规模	计划时间
河北沧东电厂三期扩建工程	2×660MW	2026 年下半年
河北定州电厂三期扩建热电工程	2×660MW	2026 年下半年
新疆博州火电项目	2×660MW	2026 年年底前
大港电厂等容量替代项目	2×660MW	#1 机组 2026 年 12 月 #2 机组 2027 年 2 月
榆神清水热电项目	2×660MW	2027 年 7 月
重庆万州电厂二期扩建工程	2×1000MW	#1 机组 2028 年 7 月 #2 机组 2028 年 9 月
哈密大南湖电厂二期扩建工程	2×660MW	双机组 2028 年

资料来源：公司公告、集团官网、开源证券研究所

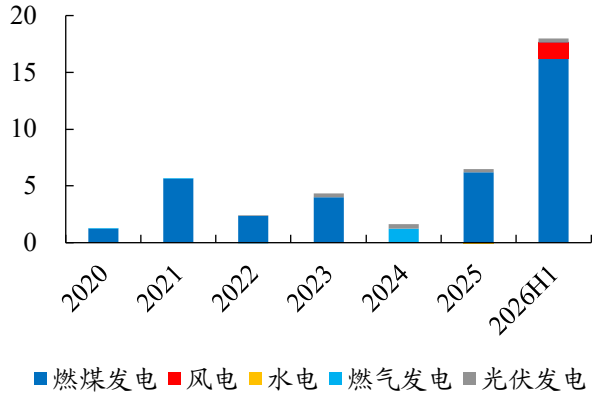
仅供内部参考，请勿外传

图35：2026H1 公司总装机容量 70.64GW



数据来源：公司公告、开源证券研究所

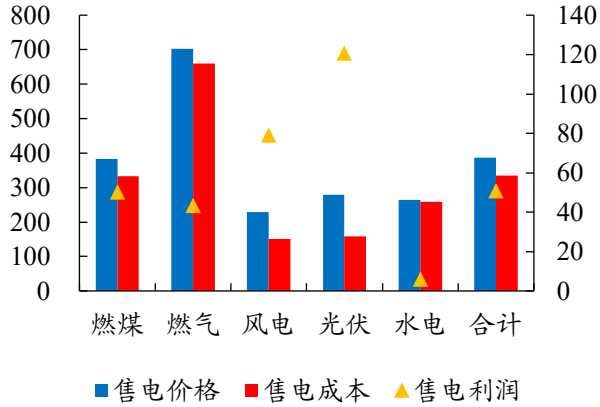
图36：2026H1 公司新增装机 17.96GW



数据来源：公司公告、开源证券研究所

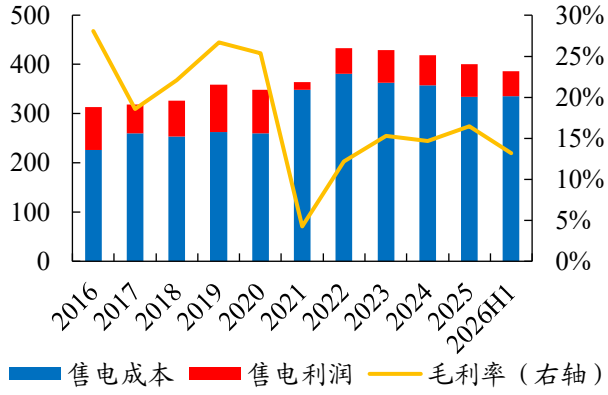
内部供煤占比维持高位，煤电一体化增强抗周期能力。公司北方电厂邻近神东、宁东等核心产煤区，南方电厂依托运输航线及东南沿海港口保障煤炭供应。2025 年内部供煤 79.53%，同比+3.26pct。公司发电分部以长协价格采购自产煤，较高的内部供煤比例有助于控制燃料成本波动。煤炭与发电业务的对冲属性可进一步平滑煤价周期对合并利润的影响，增强整体盈利稳定性。2026H1 公司售电价格/成本/利润分别为 386.27/335.50/50.77 元/兆瓦时，yoy-0.65%/-0.18%/-3.62%，度电毛利率 13.14%，yoy-0.41pct。

图37：2026H1 公司单位售电利润 50.77 元/兆瓦时



数据来源：公司公告、开源证券研究所

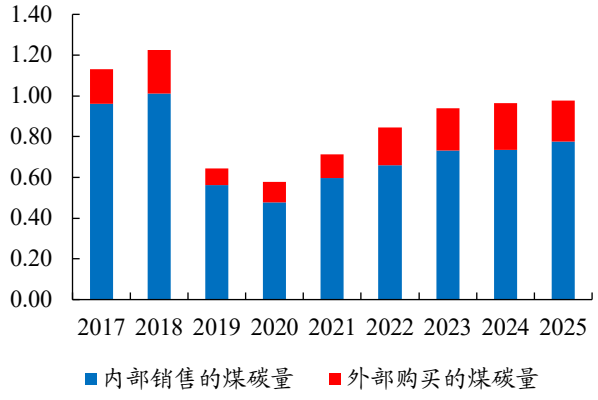
图38：2026H1 公司售电毛利率 13.14%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

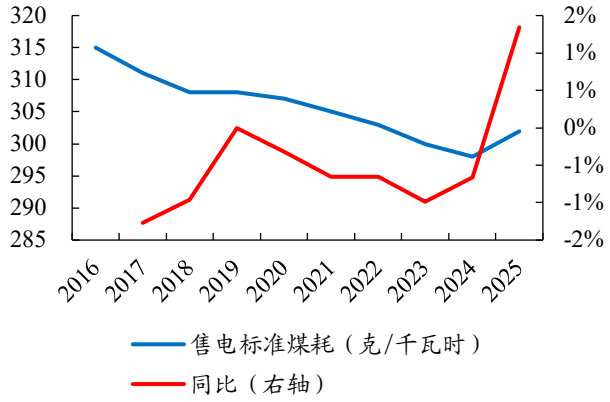
仅供内部参考，请勿外传

图39：2025 年公司燃煤电厂使用内部煤炭 0.78 亿吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图40：2025 年公司标准煤耗 302 克/千瓦时

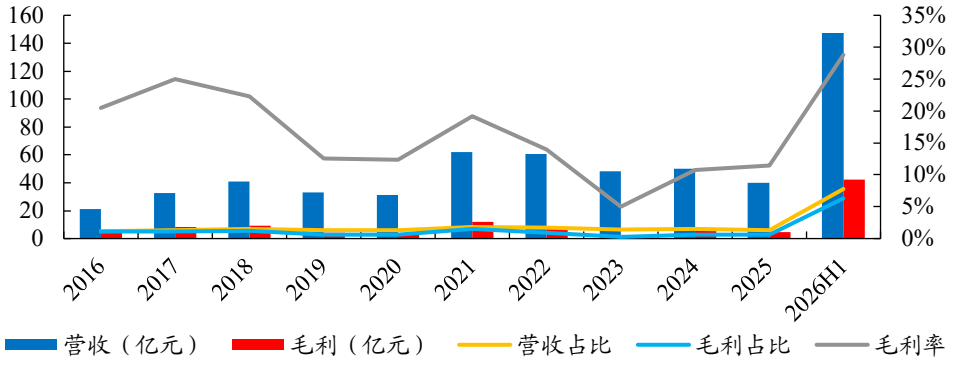


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、 煤化工：并购后产品销量跃升，周期上行弹性可期

并购后产品销量跃升，板块实现高弹性修复。2026 年 4 月公司并购重述报表后，2026H1 公司化工品总销量 208.50 万吨，其中聚烯烃/油品/甲醇/乙二醇销量分别为 107.40/49.20/36.20/15.70 万吨，同比+1.90%/+387.13%/+3.43%/+29.75%，油品销量增长是化工品总销量提升的主要来源。2026H1 煤化工业务实现营业收入/营业成本/毛利 147.24/104.83/42.41 亿元，同比+32.27%/+4.05%/+301.23%；毛利率 28.80%，同比+19.30pct。2026H1 煤化工业务毛利占公司总毛利的比例为 6.31%，同比+4.60pct，化工产品上升周期弹性显著。

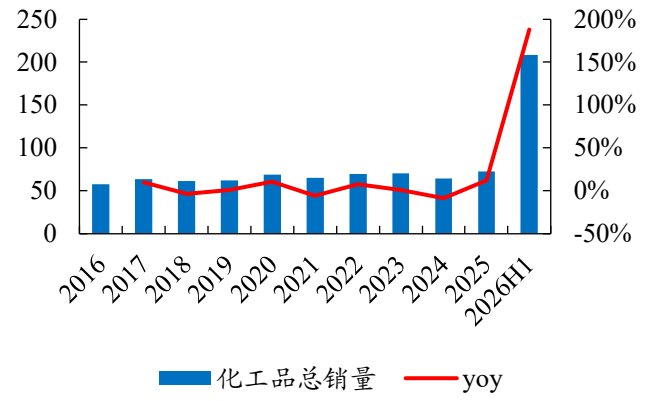
图41：公司 2026H1 煤化工业务毛利率 28.80%，同比+19.30pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

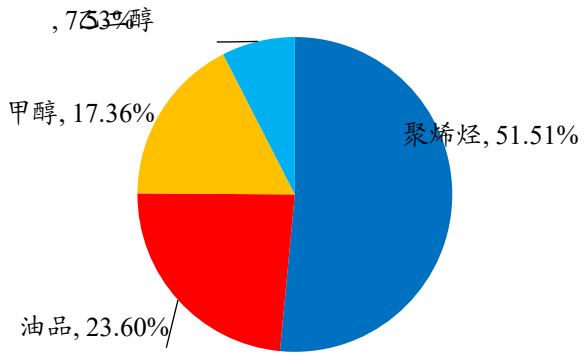
仅供内部参考，请勿外传

图42：2026H1 公司化工品总销量 208.50 万吨



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图43：2026H1 公司煤化工业务聚烯烃销量占比 51.51%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

煤化工产品矩阵丰富，重点项目打开产能增量。公司煤化工业务布局内蒙古包头、鄂尔多斯、陕西榆林及新疆乌鲁木齐，产品覆盖聚烯烃、甲醇、油品、乙二醇及 PGA 等。**包头煤化工：**现有聚烯烃产能 60 万吨/年，煤制烯烃升级示范项目预计 2027H2 建成投运，聚烯烃产能将增至 135 万吨/年。**化工公司：**现有油品产能 108 万吨/年。**榆林化工：**现有煤制甲醇/乙二醇/聚烯烃/PGA 产能 180/40/60/5 万吨/年，循环经济煤炭综合利用项目二阶段规划新增 216 万吨/年液化煤产能。**新疆化工：**现有聚烯烃产能 68 万吨/年。伴随重点项目推进，公司煤化工产能规模及产品矩阵有望进一步扩充。

表4：公司煤化工产品矩阵丰富，重点项目打开产能增量

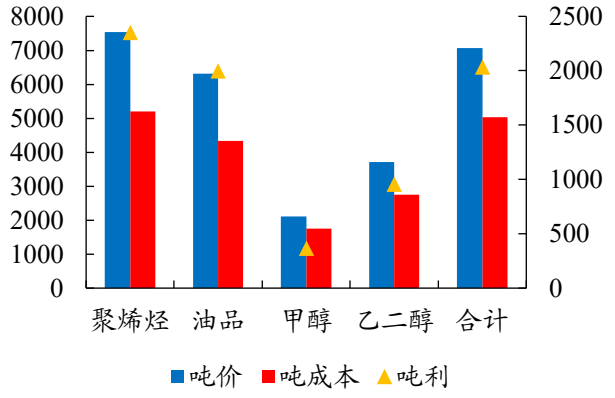
公司	位置	在产与在建项目
包头煤化	内蒙古包头	聚烯烃 60 万吨/年（聚乙烯 30+聚丙烯 30）。副产品工业硫磺、混合碳五、工业丙烷、混合碳四。在建项目，煤制烯烃升级示范项目预计将煤制烯烃产能扩至 135 万吨/年，预计 2027 年下半年建成
化工公司	内蒙古鄂尔多斯	油品 108 万吨/年（柴油、石脑油、液化气），副产品煤液化沥青、硫磺等
榆林化工	陕西榆林	180 万吨/年煤制甲醇联产 40 万吨/年乙二醇、60 万吨/年聚烯烃、5 万吨/年 PGA。前期项目，陕西榆林循环经济煤炭综合利用项目（二阶段工程），预计新增 216 万吨/年液化煤
新疆化工	新疆乌鲁木齐	聚烯烃 68 万吨/年，副产品丙烷、碳四、碳五、硫磺、硫铵等

资料来源：公司公告、开源证券研究所

煤化一体化稳定原料成本，产品价格回升释放业绩弹性。公司主要化工产品价格参照相关期货品种及第三方市场报价，综合实现价格总体随市场价格波动。2026H1 公司煤化工分部耗用内部煤炭 890 万吨，同比+23.61%，占总耗煤量 1020 万吨的 87.25%。较高的内部供煤比例增强原料保障能力，有助于降低外部煤价波动对生产成本的影响。2026 年 3 月以来，受美伊冲突影响，国际能源价格上涨带动聚乙烯、聚丙烯及甲醇等产品价格明显回升。2026H1 公司煤化工业务毛利率 28.80%，较 2025 年全年+21.56pct。聚烯烃/油品/甲醇/乙二醇吨毛利分别为 2352.00/1993.90/367.40/955.41 元，毛利率 31.17%/31.55%/17.41%/25.77%，同比+10.82/+141.43/+9.04/+35.20pct。展望后市，若美伊冲突持续反复，煤化工产品价格中枢有望获得支撑，公司一体化优势或进一步转化为业绩弹性。

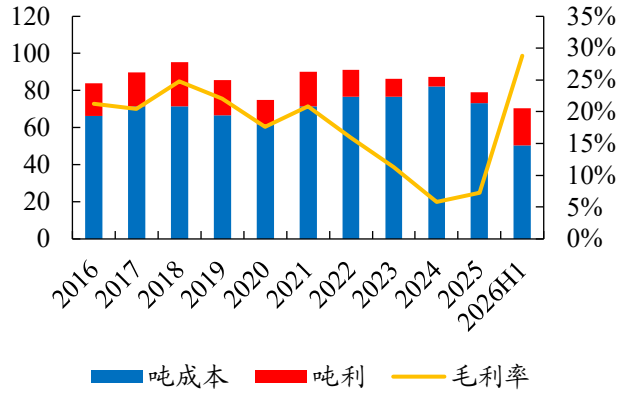
仅供内部参考，请勿外传

图44：2026H1 公司煤化工业务吨利 2034.05 元/吨



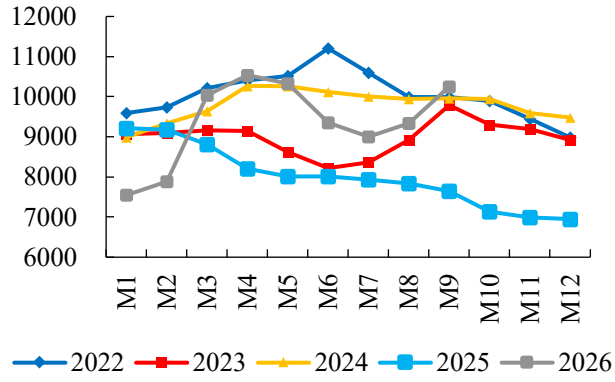
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图45：2026H1 公司煤化工业务毛利率 28.80%



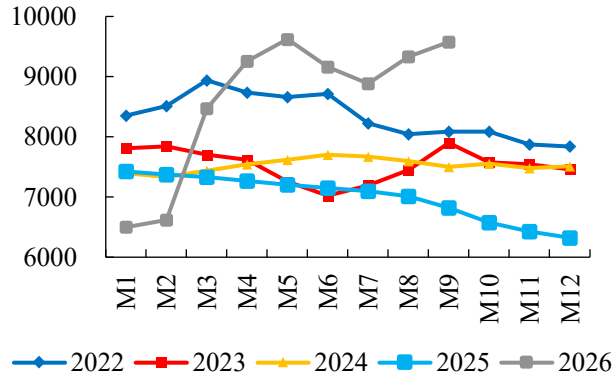
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图46：2026 年聚乙烯现货价格中枢上移



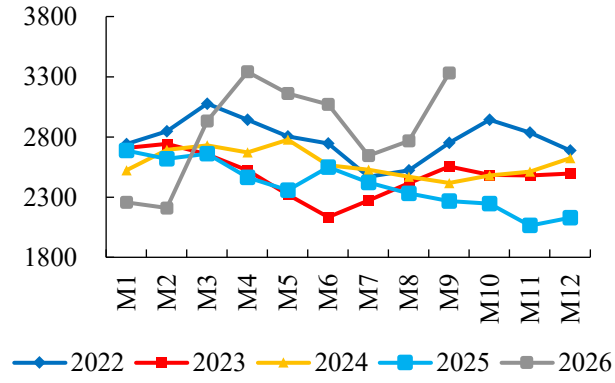
数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：2026 年 4 月以来聚丙烯现货价格位于近五年高位



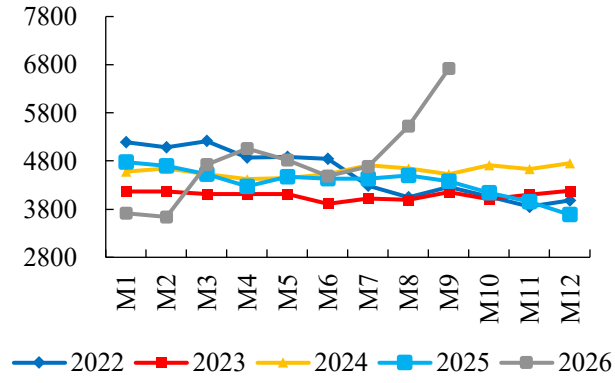
数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：2026 年 3 月以来甲醇现货价格提升明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：2026 年 8 月乙二醇现货价格位于近五年高位



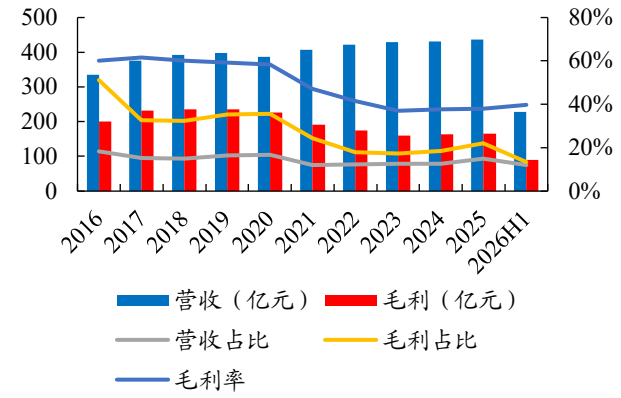
数据来源：Wind、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3.3、 铁路：铁路周转量稳步增长，营业收入长期稳定

公司构建了以核心煤炭基地为枢纽的环形辐射状铁路运输网络，形成了覆盖煤炭主产区与关键出海口的完整集疏运体系。公司同时拥有朔黄线"这一西煤东运主干通道及环渤海能源新通道黄大铁路。凭借约 2400 公里的铁路营业里程，司成为国内第二大铁路运营商，铁路资产规模与网络覆盖能力行业领先。公司持续推动运输通道扩能升级，多条核心线路的扩能改造工程稳步推进，电气化改造项目已全面启动，集疏运体系效能有望进一步提升。2025 年自有铁路运输周转量达到 3130 亿吨公里，彰显其作为一体化能源运输平台的高效运营能力与战略枢纽地位。

图50：2026H1 公司铁路业务毛利率 39.72%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

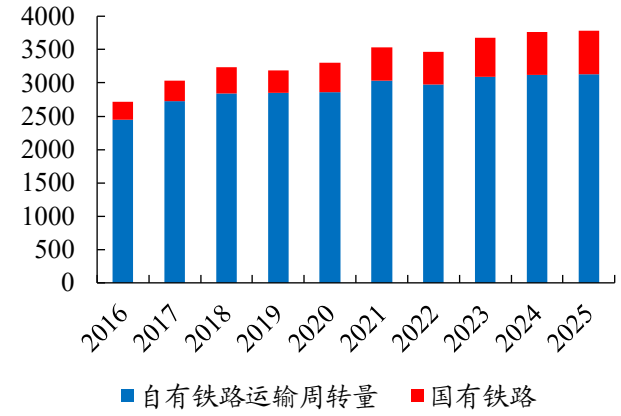
图51：公司自有铁路区位枢纽优势显著



资料来源：公司公告、开源证券研究所

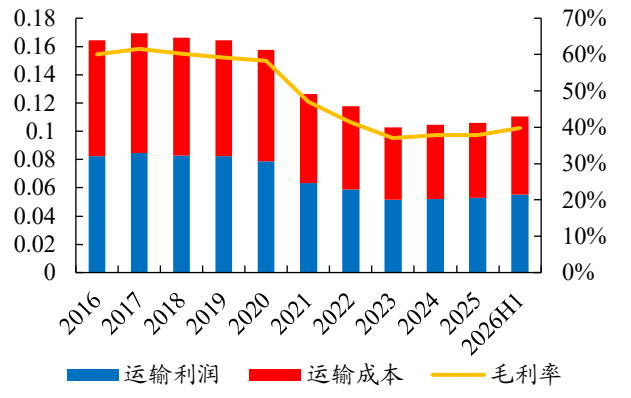
铁路板块承担内部煤炭运输的核心职能，运价受国家批复且长期稳定。运输周转量上升导致单位利润呈现结构性下移，但周转量增加带动收入显著增加。2026H1 公司自有铁路运输周转量 1632 亿吨公里，同比+6.81%，铁路业务实现营业收入/营业成本/毛利 227.33/137.04/90.29 亿元，同比+6.06%/+7.10%/+4.51%，毛利率同比-0.59pct 至 39.72%。

图52：公司周转量连年稳步增长（十亿吨公里）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图53：公司自有铁路运输毛利率近年来维持稳定



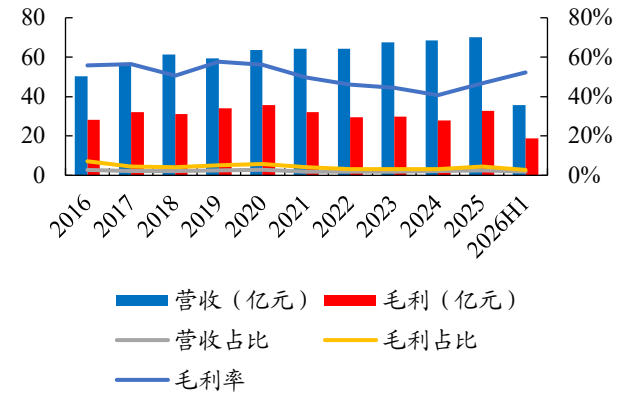
数据来源：公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3.4、 海运：港口运营量稳步增长，航运运输利润逆势增长

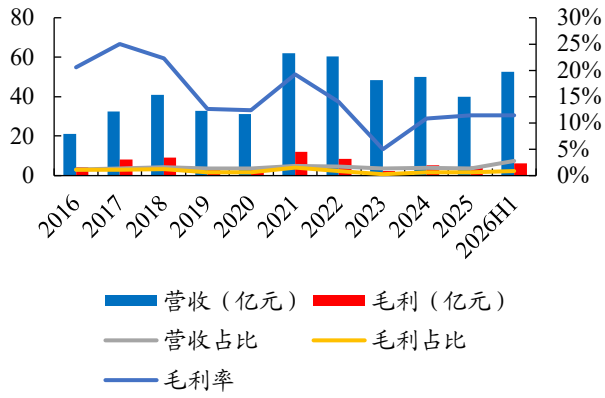
运输资产协同布局，构建“北煤南运”核心通道。公司拥有黄骅港、天津煤码头和珠海煤码头三大自有港口资产，由黄骅港务、天津港务和珠海港务运营，总装船能力约 2.7 亿吨/年。航运方面，公司拥有货船 65 艘，合计 367 万载重吨，年运能约 8500 万吨。港口装卸费受行政批复约束，价格相对稳定。海运以市场化定价为主，利润波动相对较大。2026H1 公司货运量 1.42 亿吨，yoy+10.51%。港口分部实现营业收入/营业成本/毛利 35.75/17.13/18.62 亿元，yoy+1.59%/-6.44%/+10.31%，收入增长叠加成本下降，毛利率 52.08%，yoy+4.11pct。航运方面，2026H1 公司航运周转量 1365 亿吨海里，yoy+8.68%。航运分部实现营业收入/营业成本/毛利 52.74/46.68/6.06 亿元，yoy+33.08%/+35.23%/+18.59%，毛利率 11.49%，yoy-1.40pct。

图54：2026H1 公司港口业务毛利率 52.08%



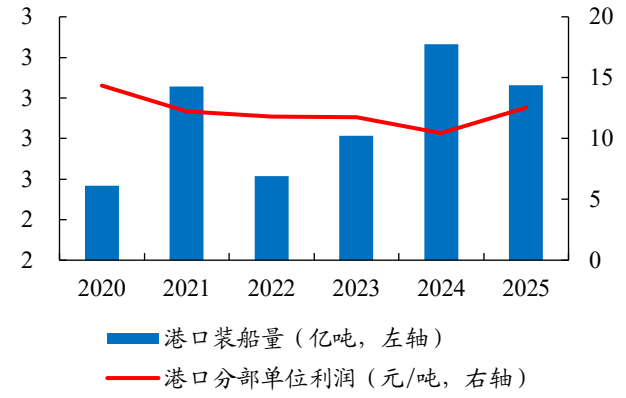
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图55：2026H1 公司航运业务毛利率 11.49%



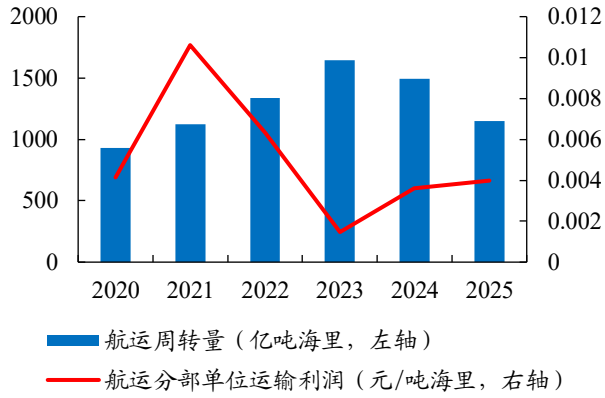
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图56：公司港口装船量逐年提高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图57：2025 年公司航运周转量 1149 亿吨海里

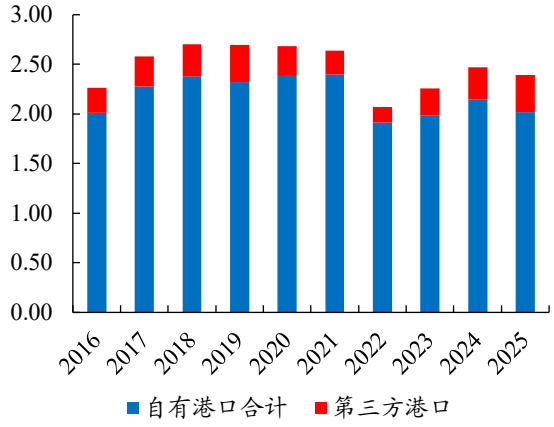


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司通过自有港口下水煤占比高，煤炭运输环节的成本管控与区域统筹能力不断增强。2023-2025 年下水煤占销售比例分别为 50%/54%/56%。一体化战略协同效应持续深化，同时港口分部积极拓展外部客户，增加收入多样性，盘活现有运力，有港口合计吞吐量分别为 1.99/2.15/2.02 亿吨，公司物流战略布局进一步完善。

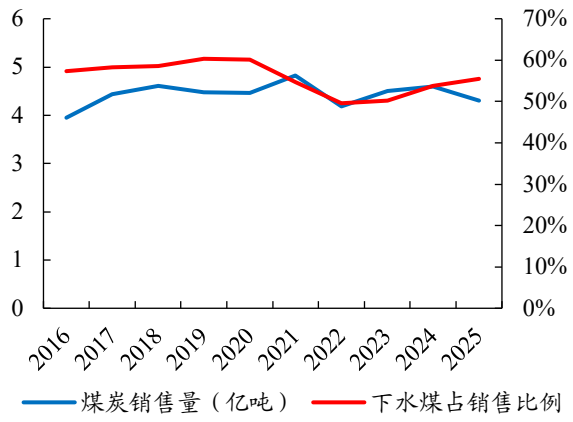
仅供内部参考，请勿外传

图58：2025 年公司下水煤结算量增长至 2.39 亿吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图59：2025 年公司通过自有港口的下水煤比例为 56%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、 盈利预测与投资建议

4.1、 盈利预测

煤炭业务：并购扩充产销规模，高长协与低成本支撑盈利。公司资源储备雄厚，集团资产注入进一步扩大煤炭业务规模，红沙泉二号等在建矿井陆续投产，有望贡献产量增量。高比例电煤中长期合同平滑煤价波动，产运销一体化增强盈利稳定性。我们预计 2026—2028 年公司商品煤产量分别为 5.13/5.19/5.24 亿吨，煤炭销量分别为 6.18/6.30/6.29 亿吨，煤炭业务营业收入分别为 2784.55/2814.10/2810.84 亿元。

发电业务：并购与新机组投运带动电量增长，煤电协同增强经营韧性。公司发电装机规模随并购扩大，沧东三期、定州三期及博州等项目陆续投产，为发售电量增长提供支撑。考虑售电价格变化及燃料成本影响，我们预计 2026—2028 年公司发电业务营业收入分别为 1112.31/1098.85/1140.12 亿元，毛利率分别约为 15%/14%/16%。容量电费及较高内部供煤比例有助于平滑电价与煤价波动。

煤化工业务：并购扩大产品规模，原料保障与产品价格修复支撑盈利。公司煤化工产品覆盖聚烯烃、油品、甲醇及乙二醇等，较高内部供煤比例有助于稳定原料供应及成本。考虑化工产品价格修复，以及包头煤制烯烃升级示范项建成投运，我们预计 2026—2028 年煤化工业务营业收入分别为 325.32/331.83/328.51 亿元，毛利率分别约为 32%/34%/34%。

运输业务：铁路港航协同保障煤炭外运，持续贡献利润。公司自有铁路及港口承担煤炭集疏运职能，铁路运价及港口装卸费相对稳定，航运盈利随市场运价变化。我们预计 2026—2028 年铁路业务营业收入分别为 447.45/447.48/448.29 亿元，毛利率均约为 38%；港口业务营业收入分别为 65.34/67.92/67.65 亿元，毛利率分别约为 48%/45%/47%；航运业务营业收入分别为 35.48/35.89/35.58 亿元，毛利率分别约为 9%/11%/10%。

仅供内部参考，请勿外传

表5：受益于煤价上行及并购后产能释放，2026 年公司业绩有望释放

业务分类	主要产品及销售预测	2024	2025	2026E	2027E	2028E
煤炭	商品煤产量（亿吨）	3.27	3.32	5.13	5.19	5.24
	煤炭销售量（亿吨）	4.59	4.31	6.18	6.30	6.29
	营业收入（亿元）	2686.18	2212.32	2784.55	2814.10	2810.84
	营业成本（亿元）	1880.66	1546.31	1814.91	1851.87	1831.30
	毛利率	30.45%	29.76%	35.03%	34.33%	34.92%
发电	总发电量（亿千瓦时）	2232.10	2202.00	2881.00	2896.19	2975.20
	总售电量（亿千瓦时）	2102.80	2070.00	2711.20	2725.50	2799.85
	营业收入（亿元）	942.17	891.39	1112.31	1098.85	1140.12
	营业成本（亿元）	788.32	730.52	947.24	942.71	958.74
	毛利率	16%	18%	15%	14%	16%
铁路	营业收入（亿元）	431.15	437.10	447.45	447.48	448.29
	营业成本（亿元）	268.19	271.58	279.39	278.60	279.18
	毛利率	38%	38%	38%	38%	38%
港口	营业收入（亿元）	68.42	70.20	65.34	67.92	67.65
	营业成本（亿元）	40.58	37.44	33.67	37.20	36.01
	毛利率	41%	47%	48%	45%	47%
煤化工	化工品总销量（万吨）	64.58	72.37	438.74	438.74	438.74
	营业收入（亿元）	56.33	57.22	325.32	331.83	328.51
	营业成本（亿元）	53.05	53.08	220.59	218.38	216.20
	毛利率	6%	7%	32%	34%	34%
航运	营业收入（亿元）	49.96	39.89	35.48	35.89	35.58
	营业成本（亿元）	44.57	35.32	32.19	32.11	31.86
	毛利率	11%	11%	9%	11%	10%
内部抵消	营业收入（亿元）	-850.46	-758.96	-955.47	-968.52	-977.31
	营业成本（亿元）	-843.45	-759.60	-924.45	-936.65	-939.50
合计	营业收入合计（亿元）	3383.75	2949.16	3814.99	3827.57	3853.67
	营业成本合计（亿元）	2231.92	1914.65	2403.54	2424.22	2413.80
	总毛利（亿元）	1151.83	1034.51	1411.45	1403.35	1439.87
	毛利率	34%	35%	37%	37%	37%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、 投资建议

2026 年公司并购重组驱动产销规模跃升，经营确定性逐步增强。我们维持公司 2026-2028 年的盈利预测不变，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 693.23/686.32/718.69 亿元，EPS 分别为 3.20/3.16/3.31 元，当前股价对应 PE 分别为 14.9/15.0/14.3 倍。公司作为煤电运一体化龙头，坐拥蒙陕晋优质煤炭资源，长协占比高业绩稳健性突出，高股息属性明确，维持“买入”评级。

仅供内部参考，请勿外传

表6：中国神华全产业链筑牢护城河，周期上行充分受益（2026 年 9 月 22 日）

公司代码	公司名称	收盘价（元）	EPS（元/股）				PE（X）			
			2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
601898.SH	中煤能源	14.23	1.35	1.48	1.58	1.67	10.5	9.6	9.0	8.5
600188.SH	兖矿能源	20.35	0.84	1.69	1.82	1.97	24.2	12.1	11.2	10.3
601225.SH	陕西煤业	26.03	1.73	2.23	2.35	2.45	15.0	11.7	11.1	10.6
600546.SH	山煤国际	13.64	0.59	1.14	1.26	1.38	23.1	12.0	10.8	9.9
601666.SH	平煤股份	9.08	0.09	0.60	0.72	0.79	97.1	15.1	12.6	11.5
000983.SZ	山西焦煤	6.62	0.21	0.49	0.55	0.59	31.3	13.5	12.1	11.2
601001.SH	晋控煤业	18.28	1.09	1.29	1.47	1.58	16.8	14.2	12.4	11.6
均值							31.2	12.6	11.3	10.5
601088.SH	中国神华	47.51	2.44	3.20	3.16	3.31	19.5	14.9	15.0	14.3

资料来源：Wind、开源证券研究所

注：中国神华 EPS 及 PE 为开源证券研究所预测值，其他公司 EPS 及 PE 为 Wind 一致预测

5、 风险提示

（1）环保政策风险：节能降碳政策若对煤炭需求压制超预期，影响公司业绩。

（2）煤价上涨不及预期：国内煤价上行不及预期，则对公司利润释放产生负面影响。

（3）生产安全事故：公司煤矿若遇严重生产安全事故，则面临停产整顿风险。

仅供内部参考，请勿外传

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	207139	208741	253488	273488	286895
现金	143845	141013	182412	208705	218465
应收票据及应收账款	15605	22198	22547	18835	19812
其他应收款	2302	7826	5275	7869	5365
预付账款	6544	10529	11556	10602	11707
存货	12666	15280	19802	15582	19650
其他流动资产	26177	11895	11895	11895	11895
非流动资产	460883	695089	744493	747705	753944
长期投资	59842	71569	86770	102283	117852
固定资产	261820	358644	386102	368653	349713
无形资产	66663	129642	144335	159286	177174
其他非流动资产	72558	135234	127286	117483	109204
资产总计	668022	903830	997981	1021193	1040839
流动负债	105116	171068	138713	126478	104116
短期借款	4812	13118	32462	11118	10118
应付票据及应付账款	38961	60091	39805	44473	27694
其他流动负债	61343	97859	66447	70886	66303
非流动负债	66261	129135	134411	132904	131068
长期借款	31682	72925	78201	76694	74858
其他非流动负债	34579	56210	56210	56210	56210
负债合计	171377	300203	273125	259381	235184
少数股东权益	77086	91611	103903	116148	129198
股本	19869	19869	21690	21690	21690
资本公积	81276	225616	283875	283875	283875
留存收益	292939	231773	258878	286941	318514
归属母公司股东权益	419559	512016	620953	645663	676457
负债和股东权益	668022	903830	997981	1021193	1040839

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	91086	75059	83116	127504	91936
净利润	65999	62783	81615	80877	84919
折旧摊销	24706	24511	31984	34886	36550
财务费用	382	445	1053	625	-164
投资损失	-4872	-4155	-3816	-4164	-4252
营运资金变动	-251	-10554	-28577	14773	-25449
其他经营现金流	5122	2029	857	507	331
投资活动现金流	-86095	-21794	-77457	-33855	-38460
资本支出	37708	48398	66187	22584	27221
长期投资	-17675	15957	-15201	-15513	-15569
其他投资现金流	-30712	10647	3931	4243	4329
筹资活动现金流	-48590	-96242	15397	-47013	-43716
短期借款	1885	8306	19344	-21344	-1000
长期借款	-926	41243	5276	-1507	-1836
普通股增加	0	0	1821	0	0
资本公积增加	13094	144340	58259	0	0
其他筹资现金流	-62643	-290131	-69303	-24162	-40880
现金净增加额	-43515	-43125	21056	46636	9760

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	339788	294916	381499	382757	385367
营业成本	223923	191465	240354	242422	241380
营业税金及附加	18217	16978	21962	22035	22185
营业费用	574	527	682	684	689
管理费用	10924	11380	14721	14770	14870
研发费用	2740	2854	3558	3429	3471
财务费用		445	1053	625	-164
资产减值损失	-1132	-191	0	0	0
其他收益	336	297	415	368	354
公允价值变动收益	2	1	1	1	1
投资净收益	4872	4155	3816	4164	4252
资产处置收益	107	7	115	78	77
营业利润	87082	75532	102542	102818	107211
营业外收入	833	685	718	787	756
营业外支出	4987	-3122	2326	2323	1628
利润总额	82928	79339	100935	101282	106338
所得税	16929	16556	19320	20405	21419
净利润	65999	62783	81615	80877	84919
少数股东损益	10194	9934	12292	12245	13050
归属母公司净利润	55805	52849	69323	68632	71869
EBITDA	106571	104316	132641	135380	141470
EPS(元)	2.57	2.44	3.20	3.16	3.31

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-1.0	-13.2	29.4	0.3	0.7
营业利润(%)	-4.7	-13.3	35.8	0.3	4.3
归属于母公司净利润(%)	-6.5	-5.3	31.2	-1.0	4.7
获利能力					
毛利率(%)	34.1	35.1	37.0	36.7	37.4
净利率(%)	16.4	17.9	18.2	17.9	18.6
ROE(%)	13.3	10.4	11.3	10.6	10.5
ROIC(%)	13.1	9.6	10.6	10.4	10.5
偿债能力					
资产负债率(%)	25.7	33.2	27.4	25.4	22.6
净负债比率(%)	-13.5	1.2	-5.1	-11.3	-12.3
流动比率	2.0	1.2	1.8	2.2	2.8
速动比率	1.7	1.0	1.5	1.9	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	27.8	20.2	22.2	24.2	26.2
应付账款周转率	5.8	4.0	5.0	6.0	7.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	2.57	2.44	3.20	3.16	3.31
每股经营现金流(最新摊薄)	4.20	3.46	3.83	5.88	4.24
每股净资产(最新摊薄)	19.34	23.61	28.63	29.77	31.19
估值比率					
P/E	18.5	19.5	14.9	15.0	14.3
P/B	2.5	2.0	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	9.6	10.8	8.3	7.8	7.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

仅供内部参考，请勿外传

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn